

流动性宽裕 公开市场操作继续暂停

降息扳机再次扣动料已不远

□本报记者 王辉

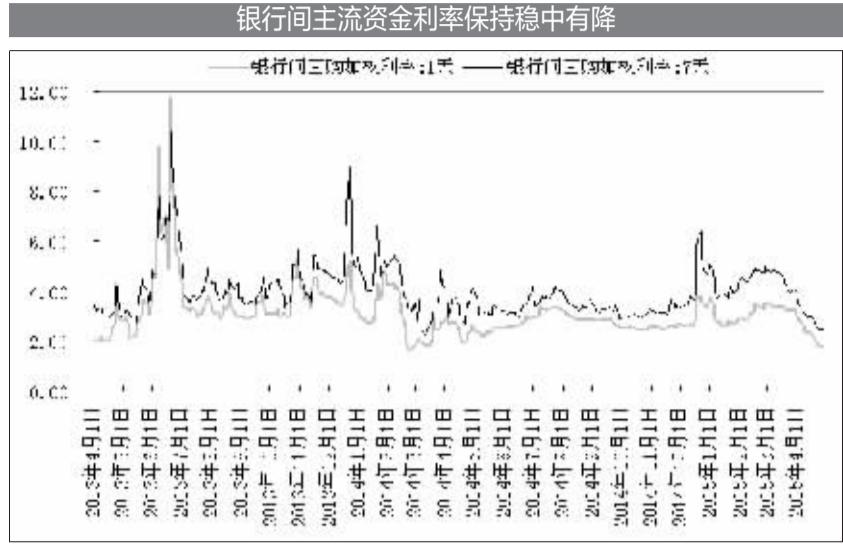
在银行间市场资金面持续宽松的背景下，本周二央行连续第三次在公开市场保持空白操作。分析人士指出，当前实体经济回升力度依旧不足，继前期降准之后，作为能够直接推动融资成本下降的有效手段，继续降息的必要性也依然较强。结合无风险利率下行有利于解除地方政府置换债券发行困境来看，央行再次扣响降息扳机料已不远。

公开市场操作持续静默

本周二（4月28日），央行这一例行公开市场操作日未进行任何操作，成为上周初以来连续第三次暂停。WIND数据显示，截至4月28日，本周公开市场无正、逆回购及央票到期，整个5月份公开市场也没有资金到期。

交易员表示，4月20日降准后货币市场流动性持续趋松，而月末、“五一”小长假和节后新一轮A股IPO对资金面扰动有限，央行连续暂停公开市场操作符合预期。中信证券观点认为，上周央行暂停逆回购操作后，公开市场实际净回笼资金200亿元，为连续第三周小幅净回笼，这在很大程度上反映出央行不希望银行间市场流动性过度宽松的态度。

从银行间市场资金面情况看，周二流动性保持宽松局面，资金利率延续近来有下降态势。数据显示，当日银



行间质押式回购市场上，主流隔夜回购加权平均利率下跌逾3BP至1.75%，跨“五一”小长假的标杆品种7天回购加权平均利率微升不到1BP至2.48%，14天品种基本持平于3.18%水平，21天至3个月品种均有不同程度下行。市场人士表示，当日市场全天供给充足，资金价格低位运行，显示“五一”前后市场流动性无需助力亦能够维持充沛局面。

再次降息料已不远

4月下旬以来，最新公布的一季度央企利润增速、4月份汇丰制造业初值等经

济指标继续下行。在此背景下，多家主流机构纷纷发表观点认为，货币宽松政策工具仍需继续发力，降息有望成为阶段首选项。

平安证券本周表示，4月汇丰PMI初值继续在荣枯线下徘徊，意味着央行托底压力增大。市场曾普遍认为4月20日央行降准行为是针对一季度过后宏观经济下行的警惕性反应，目前来看，4月份汇丰PMI初值进一步强化了这一市场预期，未来宽松货币政策基调有望持续，降息已能预期。

国泰君安证券也表示，2014年11月

以来两次降息之后，经济增长仍然不振，目前市场对于短期市场利率与政策调控效果有较强信心，但对于中长期转型信心仍然不足，央行二季度进行一次降息将是大概率事件。该机构认为，考虑到美联储可能在三季度中后期进入加息周期，中国最为有利的降息时间窗口正在二季度打开。

结合本周以来市场有关“中国版QE”的传闻，国联证券指出，在当前环境下，央行通过大量购买国债或其他证券的方式投放货币既不可行、也没必要，继续推动降息与利率市场化则更为紧迫。该机构表示，一方面，目前我国基础利率水平还不够低，社会融资难的重要原因是融资成本过高。如果利率水平下降，经济对信贷的需求就会上升；另一方面，当前我国的信贷利率并不是完全市场化形成机制，而降息却能对实体经济产生积极的效果，有助于降低高杠杆企业的还债成本、降低全社会的融资成本。整体而言，“中国版QE”在当前利率水平偏高的情况下并不是合适的选择，在利率市场化未形成之前，降息政策将更为紧迫。

此外，有债券市场交易员指出，近期置换地方债发行陷入僵局的情况，主要原因就是金融机构对于各省级地方政府给出的较低的发债成本不甚认可，而央行继续压低无风险利率，将有利于地方置换债券的顺利发行，从而有助于解决年内巨额地方政府债务到期的难题。

■观点链接

国信证券： 政策面超预期宽松可能性很大

针对一季度经济的弱态以及4月份开局经济的依然不振，政策面超预期宽松的可能性大增。我们预期不仅仅是常规性质的降息、降准或PSL，为解决基础货币投放不足以及完善公开市场操作模式的目的，在货币政策层面非常有可能推出购买债券或允许债券质押投放流动性的模式，以保证从价格和数量两个角度来控制无风险利率和流动性。财政政策是今年稳增长的首选政策，但是其发挥效应要在货币政策之后。货币政策由于具有强烈的信号宣示作用，因此会形成“货币政策开路，财政政策后续发力”的局面。始自3月中下旬以来的货币市场开盘利率下行引导已经将回购利率牵引到了2.5%附近，该水平和当前的政策基准利率（1年定存）相当。后期降息仍可期待，伴随未来降息的落地，7天回购利率将进一步向新的政策基准利率（1年定期存款）水平靠拢。

海通证券： 宽松手段多样化将贯穿全年

从2015年3月起，宽松步伐再度加快，传统的全面降准、降息同时发力，逆回购利率一降再降。非传统工具包括PSL、央行曲线向国开行、口行和农发注资近5000亿，鼓励PPP以及近期传闻的信贷抵押再贷款将全面铺开。从两大经济先行指标看，一是社融余额增速大幅下行，意味未来半年经济下行风险依然很大；二是地产销量和新开工改善存忧。4月中旬30城新房销量增速继续走高，主要是政策刺激叠加低基数效应，而低基数效应将在4月下旬减弱，政策刺激效果持续性也存疑。近几个月新开工增速不升反降，地产投资或持续下行。近半年来加权平均融资成本维持在7%左右高位，而目前名义GDP增速才5.8%，意味着整个社会的平均回报率远低于资金成本。利率下降，经济增速下行难止。2015年货币宽松或贯穿全年，预计后续仍会有多次降准降息。

第一创业证券： 降息具有必要性和紧迫性

从物价角度看，PPI数据显示中国所面临的通缩压力并不比美国低，因此中国的利率水平不应比美国高很多，与其他发展中国家5%以上的通胀水平相比，中国更具备降息的条件。目前的1年期定存基准利率仍然高于CPI同比1个百分点以上。当前中国GDP实际增速在经济短暂的反弹后处于下降周期之中，中国需要的是降息和利率的市场化。

为了实现人民币的国际化以及保持房地产价格的稳定性，人民币汇率必须保持基本的稳定。而根据蒙代尔的三元悖论，在美国加息之后，中国货币政策的独立性和自主性必然要受到挑战。因此，利用美国加息之前的“空当期”，实现中国自主的货币政策意图，就显得尤其关键。而且，进一步降息还可以为未来美国加息周期内中国央行腾出更多的操作空间，中国货币政策的回旋余地将有所改善。

齐鲁证券： 解决地方债遇冷 降息或为上策

降准之后，银行间回购利率大幅下行，但一方面银行间资金充足“不差钱”，另一方面江苏省等地方债仍频频遇冷而不得不推迟发行。承接地方债务作为本次降准重要目的之一，目前来看顺利实现仍存在一定难度。自去年以来政策层频频发文支持地方债务置换，但地方债存在收益率过低、流动性较差等先天性硬伤，资金入场并不踊跃，地方财政风险仍存。在降准后资金流动性充裕的前提下，若央行实施降息直接引导整体利率下行，则地方政府债与企业债等其他类型债券之间的收益率利差将呈现缩窄，其先天性劣势被部分填平，那么资金对接地方政府债务的意愿将更加强烈。我们此前曾提到政策将大概率通过价格-数量-价格交替放松的方式对经济形成刺激，那么从化解地方财政风险的角度来讲，降息也将成为下一步政策的较佳选择。预计5月份将有降息出台。

地方政府债务：看品种定策略

□中信证券固定收益部 杨丰

目前来看，国内具备地方政府债务属性的债券主要包括地方政府债券和城投债。这两类债券已经成为国内债券市场上重要的品种，且未来发展空间较大，但市场对于这两类债券信用资质的评价差距甚远，前者由于纳入预算管理，基本上被认定为准利率产品，而后者在国内更多被认为是高收益债券的代名词。不同的“信用待遇”，意味着这两类债券的投资策略存在明显差别。

融资平台所发行的城投债是地方政府通过债券市场融资的主要方式之一。根据WIND统计，2015年3月末城投债存量规模达到4.22万亿，占非金融企业债券发行规模的35%左右。在城投债之外，2009年以来，地方政府债券逐渐成为地方政府参与国内债券市场的另一主要工具，2014年底其余额达1.16万亿，是同期利率产品规模的5.6%。然而，除地方政府债券确定被认定为地方政府债务之外，城投债与地方政府债务的对应关系一直都是相对模糊的地带。

2014年12月中证登《关于加强企业

债券回购风险管理相关措施的通知》只对纳入地方政府一般债务与专项债务的企业债券维持现行回购标准，否则只接受债券项AAA，主体AA及以上的企业的债券进入质押库。因此，投资者须尽量确认所持有的企业债券是否被列入地方政府债务，否则就可能丧失交易所回购资格，而这一流动性优势是城投债近年来在交易所市场大受欢迎的重要支撑。

然而，对于融资平台所发行债券被列入地方政府债务的评判标准，我们却知之甚少。根据审计署披露，截至2013年6月末，列入地方政府性债务的债券规模为18456.91亿元，其中包括6636亿元的地方政府债券，剩余的11820.89亿元为企业债、中期票据及短期融资券等。而同期WIND统计口径下的城投债规模为24100.09亿元，这意味着融资平台所发行的债券中，只有49%左右被列入地方政府债务，而被列入地方政府负有偿还责任债务的（以下简称一类债务），只有23%左右。

目前来看，审计署的标准是以还款资金来源是否为财政性资金为标准进行分类，财政部则倾向于根据募投项目是否有收益覆盖来进行分类；而且即使某项债券

被列入了审计署标准下的一类债务，但是在财政部口径内，也存在通过PPP模式转化为企业债务的可能。也就是说，即使我们可以通过相关的信息披露（如募集说明书或评级报告）确认某只债券属于地方政府负有偿还责任的债务，但是仍然无法完全确定其是否属于一般债务或专项债务。

因此，虽然厘清城投债与地方政府债务之间的一一对应关系可以为投资者提供绝佳的投资机会，但是从目前的信息披露状况看，这几乎是不可能完成的任务。对于相对保守的投资者来说，建议视所有的城投债均不被列入地方政府债务，不入质押库，以此标准进行定价，规避其可能被剔除出质押库而带来的流动性风险。

品种不同，投资策略自然也存在明显差别。对于地方政府债券，以5年期地方债的中债估值收益率为例，其与国债的利差最高达到45BP左右，最低接近0，目前在20BP左右（由于市场成交相对较少，因此中债估值的有效性要打一定的折扣）。在当前市场环境下，由于地方政府债券定价需要在信用风险、流动性风险以及资本消耗等方面进行补偿，20BP的溢价可能并不合理，加之当前市场对于地方政府债券

供给冲击的担忧仍然存在，地方政府债券的建仓时机可能仍未到来，建议投资者保持相对谨慎态度。

对于城投债来说，由于当前市场对于融资平台的信用资质较为认可，且相对比较一致，判断其市场走势需要投资者对债券市场的整体环境进行考察。目前来看，在经济增长相对疲软、通胀水平维持低位、资金面相对宽松的背景下，市场面临的整体上行风险相对较小；尤其是在11天威MTN2付息违约之后，市场对于城投债的认可程度可能要高于产业类债券，虽然当前城投债与AA中票利差维持相对较低水平，对城投债需求的边际改善可能推动这一利差进一步收窄。但同时需要关注的是，4-5月财政存款上缴、股票市场上行、打新基金等高收益的替代产品扩容等因素对债券市场的冲击。

因此从策略上，建议投资者选择以3年左右AA评级的城投债进行配置，在资金面相对宽松的背景下，可以考虑增加一定的杠杆，提升收益率。如果市场因股市上行或资金面的短期趋紧而有一定调整，可以考虑以5-7年的城投债进行波段交易，把握短期的交易性机会。

人民币即期汇率回升逾百基点

在前一日急跌256基点后，28日银行间外汇市场人民币兑美元即期汇率大涨149基点，重回6.20一线的近一个月运行中枢附近，印证人民币汇率总体稳健运行趋势难改。

昨日人民币即期汇率反弹部分得益于中间价继续上行的牵引。28日，人民币兑美元汇率中间价设于6.1209元，上涨11基点，已是近期连续四个交易日上涨，并创出今年1月19日以来的三个多月新高。自进入下半月以来，随着国际市场美元重新走软，人民币兑美元中间价不断小幅上调，对即期汇率的信号作用不言而喻。

昨日，有市场人士表示，人民币即期汇率大幅反弹，也与市场情绪修复及央行托市有关。27日人民币即期汇率暴跌256基点，创下年内单日最大跌幅，

有关“中国版QE”的传闻是直接导火索。28日，随着相关传闻影响减退，市场情绪恢复平稳，人民币汇价顺势展开修复，与此同时，场内出现大行美元抛盘，促使美元多头止盈，进一步推动人民币即期汇率反弹。数据显示，当日人民币兑美元即期汇率收报6.2057元，上涨149基点。

香港离岸市场上，受人民币在岸即期汇率反弹带动，CNH汇率亦回升至6.21元附近。

市场人士指出，OEM传闻尚待证实，但在国内经济疲弱、到期债务压力较大的情况下，央行继续放松货币政策的趋势不变，这对人民币汇价有下行压力，但人民币国际化战略需稳定偏强的本币汇率作支撑。整体来看，现阶段人民币上有压力下有支撑，未来仍将总体稳健、区间震荡的走势为主。（张勤峰）

机构担心供给冲击 长端国开债招标结果疲弱

28日，国家开发银行招标增发行的五期金融债继续呈现分化之势，资金对中短期债券的认可度更高，而7年期品种中标收益率高企，打击二级市场长债交投信心。

国开行当日招标的是该行2015年第六期至第十期金融债券的增发债券，依次为1年期、3年期、5年期、7年期、10年期固定利率债券，招标总额320亿元。据市场人士透露，此次招标的1至10年期关键期限国开债中标收益率依次为3.2313%、3.6243%、3.7319%、4.1486%、3.7976%，全场认购倍数分别为2.77、2.53、2.79、1.94、2.07。招标结果继续反映出机构避长趋短的特征，期限稍短的1到5年期品种中标收益率不同程度低于二级市场利率。其中，1年期品种

种低于中债到期收益率曲线取值约11bp。7年期和10年期品种则高于二级市场利率，尤其是7年期品种高出中债收益率约6bp，超出市场预期，并带动现券市场中长债收益率掉头上行。此外，1至5年期品种的认购倍数也更高一些。

交易员表示，短债仍受益于宽松资金面支持，长债则因挥之不去的供给压力承压，加上前期债券收益率十分平坦，短债相对估值优势明显，自然更受资金青睐。该交易员指出，虽然上周江苏债意外爽约，但万亿地方债启动发行是迟早的事，成为当前债券市场挥之不去的阴影。虽然相关部门出台配套对冲政策是大概率事件，但在此之前，配置户显然更愿意等待中长债更好的买点。（张勤峰）

通鼎转债大涨35.46%

周二，转债市场跟随A股显著回调，除复牌补涨的通鼎转债、格力转债外，其他个券全线收跌。

昨日上证综指全天跌逾1%，个股“二八”分化严重，中证转债指数大跌14.19%或2.95%，跌幅超过股指。个券方面，两市可交易15只转债2涨13跌，对应正股3涨12跌。其中，停牌超过3个月之后首日复牌的通鼎转债全天大涨35.46%，正股“一”字涨停；4月10日起停牌、昨日复牌的格力转债全天上涨11.94%，正股亦全天封死涨停板。跌幅榜上，洛钼、电气、歌华、浙能、歌尔转债跌幅均超过5%，位居跌幅前列。此外，正股上涨2.25%的民生转债，亦以下跌1.32%报收。

相关公告显示，通鼎转债发

转债市场整体方面，分析人士指出，经过最近一轮逼空式上涨后，A股市场短期调整压力增大，投资者短期内宜保持谨慎、安全至上；而中期来看，A股牛市格局未变背景下，转债投资仍可在精选个券、回避高估值品种的基础上，逢低吸纳、波段操作。（葛春晖）

财政部5月6日续发10年期国债

财政部28日发布公告称，决定于5月6日对2015年记账式附息（五期）国债（以下简称15附息国债05）实行第一次续发行招标。

15附息国债05为10年期固息国债，票面利率3.64%，从2015年4月9日开始计息，按半年付息，每年4月9日、10月9日（节假日顺延，下同）支付利息，2025年4月9日偿还本金并支付最后一次利息。本次续发行国债的起息日、兑付安排、票面利率、

交易及托管方式等与之前发行的同期国债相同。

本次续发行国债的竞争性招标面值总额为300亿元，进行甲类成员追加投标。时间安排方面，2015年5月6日招标，之前发行的同期国债当日停止交易一天，招标结束至5月11日进行分销，5月13日起与之前发行的同期国债合并上市交易。本次续发行国债采用混合式招标方式，标的为价格，发行手续费为承销面值的0.1%。（葛春晖）

宁波银行38亿ABS下周发行

安徽国元信托有限责任公司28日公告，定于5月6日在全国银行间债券市场发行“甬银2015年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”。本期信贷资产支持证券的发起机构为宁波银行股份有限公司。

本期资产支持证券总规模38137亿元，包括A-1级资产支持证券8亿元、A-2级资产支持证券20亿元、B级资产支持证券53亿元和次级资产支持证券4837亿元。除发起机构持有部分外，A-1级、A-2级和B级资产支持证券将以公开招标的方式发行，次级资产支持证券将由招标方式向定向认购人定向发行。其中A-1级、B级采用浮动利率，A-2级采用固定

利率，次级档无票面利率。自2005年进行信贷资产证券化试点以来，信贷资产证券化试点在国内已经开展近10个年头，期间经历多次试点启动到暂停的轮回，一直没有形成常态化态势。这一情况终于在2014年出现了很大的变化。2014年，无论是信贷资产支持证券的发行数量、规模还是发行人范围都得到显著的扩张。

分析人士认为，考虑到相关部门相继放松发行制度，加上银行等金融机构在资本约束下有进行资产证券化、盘活存量资产的现实动机，预计今年我国信贷资产证券化将保持较快发展势头。（张勤峰）

新债招标弱于预期 收益率震荡上行

下行1-2bp；10年国债150005在3.38%位置成交多笔，后小幅上行至3.385%位置成交，同期限老券也有收获，140012成交在3.47%-3.46%位置，整体变化不大。

金融债方面，短国开债150206、150202均成交在3.32%-3.31%位置，较周一变化不大；3年国开债150201成交在3.78%-3.79%位置，稍长150207成交较活跃，先是在3.63%-3.635%附近成交，随后

成交多笔直至收盘，较周一整体上行2bp左右。

昨日二级市场主要是受国开债一级投标超预期的影响，且外资行出货较多，带动收益率上行。在后续供给压力喷发的情况下，这种情况可能会时常出现，冲击市场情绪。地方债发行虽然推迟，但终究会来临，节后IPO马上来袭，交易户操作仍要且行且珍惜。

□潍坊农信 代长城

周二，央行连续第三次暂停公开市场操作，但资金面依旧宽松。然而，随后公布的一级国开债招标结果长端略高预期，挫伤了市场情绪，整体收益率先下后上，长端较周一小幅上行。

二级市场成交相对活跃。国债方面，3年国债150004成交在3.16%位置，较周一