

# 地方债靴子落地 长债拨云见日

□本报记者 张勤峰

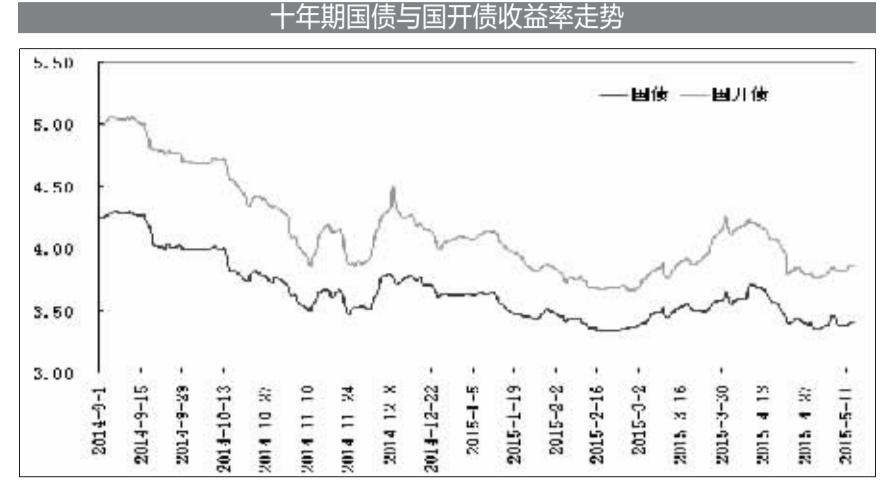
在延误了近一个月后，江苏债终于敲定了首发日程安排，2015年地方政府债券供给大幕即将正式拉开。与江苏债发行日程一道敲定的，还有地方债发行置换方案。市场人士指出，较高比例的置换债券将以定向方式发行，尽可能减轻了高额供给的冲击，未来尽管公开发行的地方债仍将给二三季度债券市场带来不小的供给压力，但在经济形势疲弱、货币政策持续放松、流动性极为宽裕的情况下，市场有能力消化地方债供给。在此背景下，前期时间持续困扰长期债券的不确定因素正在消除，长端收益率终将迎来下行。

## 江苏债敲定日程 地方债发行在即

作为2015年地方债的首发品种，江苏债在经历一番波折后，确定将于本月18日招标发行。12日晚间21:35中债登挂网公示了2015年江苏省政府一般债券发行信息。内容显示：2015年第一批江苏省政府一般债券将于5月18日招标，采用单一价格荷兰式招标方式；本批债券发行总额522亿元，其中置换一般债券308亿元，新增一般债券214亿元，分别为3年、5年、7年、10年四期债券，均为记账式固定利率附息债券。

此次披露的江苏债发行规模少于初次披露时的规模。江苏省财政厅于今年3月25日发布了组建地方债承销团的通知，在各地方政府中率先披露了今年地方债的发行信息。据该通知披露，今年江苏省政府一般债券将分批发行，第一批发行规模为648亿元，比正式发行文件公布的规模多126亿元。

历史上，政府债券调减发行规模的情况非常少见。不仅如此，本批江苏债原定于4月23日招标，最后迟迟未见披露发行文件，发行推迟，政府债券临时取消发行的情况更是少见。分析人士指出，江苏债“难产”，是需求方“抵触”地方债供给的体现。事实上，在近期现券市场也随



处可见投资者对于地方债供给的焦虑。

今年春节后，中长期债券陷入持续震荡，即便在上月降准后，短债一路走牛的情况下，长债也无动于衷，市场顾忌地方债的供给被视为长债疲软的主要症结所在。据机构测算，初步预计今年地方债净发行额为1.6万亿元，其中1万亿元为置换额度，6000亿元为针对赤字的净增量，净供给数倍于往年规模，而地方债期限三到十年，且长债占比有所提升，对市场上中长期债券的承接自然是巨大考验。

## 定向发行解忧 供给压力缓解

随着二季度存量地方债务开始集中到期，市场各方实际上都明白，地方债发行耽误不起。在确定性的供给面前，以银行为主体的承接方其实正在等待配套政策的明晰。市场人士表示，江苏债之所以在12日晚上21时许公布发行文件，是因为当晚财政部、央行和银监会联合发布了“财库102号文”，明确了发行地方债的方案，由此扫清了地方债发行的最大障碍。

按照三部门联合发布的文件，1万亿元置换的地方债中较高比例会采取定向发行，包括向持有贷款的银行定向发行，对持有地方政府债务的信托、证券和保险等也可采用定向发行，剩余不定向发行部分采

用公开发行方式发行；将允许地方债纳入中央国库和地方国库现金管理抵押品范围，纳入央行SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）和PSL（抵押补充贷款）的抵押品范围；2015年第1批置换债券额度的定向发行工作应在8月31日前完成。

据机构分析，在1万亿元到期待置换债务中，贷款占大头。由于贷款持有在银行手中，将全部定向发行置换，最终只是银行资产结构调整，并不占用额外资金。至于非标和城投债等其他债务，主要持有在信托、券商和保险等机构手中，部分可能采用定向发行置换，其余部分仍会沿用公开发行方式置换，对于公开发行的置换债规模，机构预测数据有差异，大致介于2000亿到4000亿之间，总体看，较高比例的定向发行较大程度降低了置换债对市场的冲击。

需要指出的，由于财政赤字扩张，且置换债并不全部采用定向发行，未来公开发行的地方债规模依旧不少，且发行高峰将集中在第二、三季度。而且，未来不排除还有置换额度下发，因第1批是以截至2013年上半年的审计口径确定的置换额度，而2013年下半年到2014年年底新增债务中也会有在今年到期的，而上述文件也提到1万亿元置换额度为2015年第1批。

市场人士指出，由于地方债发行量

大、发行相对集中，因此未来一段时间市场面临的供给冲击仍不可避免，但在货币宽松的背景下，市场对地方债有一定消化能力。中金公司报告指出，目前银行超储率在3%以上，货币资金已经淤积，目前超储比往年多出的规模就不止1万亿元。另外，银河证券认为，将地方债纳入SLF、MLF、PSL抵押品范围，也为央行在必要进行干预提供了渠道。因此，不必过于担心市场消化地方债的能力。

## 长债收益率下行可期

在地方债供给这一最大的扰动因素基本消除后，结合货币政策持续放松、流动性极为宽裕、经济形势疲弱等因素考虑，前段时间一度承压的长期债券收益率终于有望迎来修复时刻。

银河证券指出，目前收益率曲线长端坚挺承载了较多担忧，包括地方债供给、经济回升、通胀回升、社融回升、海外长债利率上行等因素。其中，地方债供给压力是最大的扰动因素，而定向发行将实质性降低地方债务置换供给冲击，带动期限利差合理回归。

而结合相关部门13日公布的4月份主要经济金融数据，以及此前已发布的进出口数据来看，4月份我国生产、投资、消费、进出口、货币供给、信贷等各类数据均不同程度地低于市场预期，经济企稳再一次被证伪。在经济增长形势严峻、需求疲弱的情况下，全年通胀压力难成气候，货币政策放松仍是大势所趋。中金公司等机构认为，货币政策持续放松，货币市场利率持续低位运行，在加杠杆推动下，债券收益率仍有下行空间，随着市场确认货币市场利率将长期维持低位且经济复苏预期消退，中长端利率有望迎来下行。

国信证券指出，目前债市收益率曲线过于陡峭化，后期应该走向平坦。该机构认为，目前10年期与1年期国债的利差在80bp左右，与已经弱于2012年的经济形势严重不符，未来10年期金融债券利率将回落到3.5%以下。

# 一级市场暖意浓 新债招标全面向好

□本报记者 王辉

本周三，银行间债券市场迎来多期利率新债的招标发行。在上周日以来管理层持续推出多项利好举措之后，得益于市场对于地方债承接压力忧虑的缓解以及资金面的不断趋松，一级市场延续了上周后半周以来的持续回暖势头，当日发行的三期口行债和一期国债中标结果全面向好。分析人士指出，在一级市场暖风频现的背景下，短期内债市有望再次呈现整体走牛格局。

## 四期新债中标收益率全线走低

周三上午进出口银行对2015年第八期、第九期金融债进行了最新一次增发，同时新发行了第十期债券。本次招标的

三期债券依次为7年、10年和3年期固息品种，发行规模均不超过40亿元。最终发行结果显示，3年、7年、10年期口行债中标收益率（利率）分别为3.4774%、3.97%和3.9999%。5月12日中债政策性金融债（进出口行和农发行）到期收益率曲线显示，3年、7年、10年期固息品种最新收益率分别为3.61%、4.12%、4.14%左右。相较于二级市场对应期限品种的收益率水平，3期债券中标收益率较二级市场普遍偏低近15个基点。

同日，财政部对2015年第四期记账式附息国债进行了第二次续发行。本期国债为3年期固息品种，计划招标发行总量为300亿元。发行情况显示，本期国债首场招标获得7167亿元资金参与投标，对认购倍数为239倍。首场招标结束后，追加发行

0.5亿元。本期国债中标收益率为2.8714%，明显低于此前2.94%的市场预测均值。此外，中债国债到期收益率曲线显示，目前3年期国债收益率在2.9950%左右。

市场人士表示，昨日招标的中标收益率普遍低于预期，延续了上周后半周以来资金面趋紧背景下的一级市场招标持续回暖势头。特别是前期一级市场回暖主要体现在中短端品种上，而昨日长端品种的招标结果也明显向好，显示机构配置情绪更加积极。

## 慢牛格局有望持续

对于周三利率债一级市场招标结果的全面向好的原因，市场人士表示，一方面，随着地方债定向发行方案的公布，以及允许地方债纳入抵押品范围，此前一

段市场各方对于地方债的供给忧虑出现显著缓解；另一方面，上周末央行的降息以及银行间流动性的充裕，也提振了主流机构的配债信心。

后市来看，随着一级市场全面回暖，债券二级市场信心也有望回升，并带动市场持续走强。海通证券等机构表示，地方债纳入抵押品框架，解决了购债资金的担忧，这是继续国务院发25号文允许地方保留税收优惠之后的又一大利好。

中银国际证券周三发表观点称，预计未来央行将采用各种可能的工具方法来为市场注入流动性并与地方债挂钩，以缓解地方债置换压力。未来一段时间内，利率债市场短期将直接受益于宽松的资金面继续回落；而长端方面，随着地方债置换压力释放，中长端利率也将有望稳步回落。

# 货币市场利率延续下行 1个月回购利率创四年半新低

□本报记者 王辉

少，全天成交极为清淡。至此，隔夜、7天等短期限回购利率分别再创新逾五年和逾四年新低，1个月期回购利率也创下了自2010年11月18日以来的四年半低点，显示机构对于未来的资金面预期非常乐观。

市场人士表示，在流动性已经十分充裕的情况下，降息后更加乐观的宽松政策预期将带动资金价格继续下行。未来一段时间，主流7天期回购利率有望跌破2%整数关口，各期限资金价格水平可能会全线低于最新的一年期存款基准利率。

## ■交易员札记

# 债市交投火爆 收益率继续走低

□中银国际证券 斯竹

收益率继续下行，各期限均有成交，半年期AA+券种15南方水泥SCP002成交在3.70%，不到1年的AA券种15森工集CP002成交在4.22%，略大的AAA券种15首钢CP001成交在3.80%；中票交投活跃，集中在中高等级券种。2年多的AAA券种12穗地铁MTN2成交在4.2%，不到3年的15金地MTN001（AA+/AAA）成交在4.45%，4年的AA+券种14鞍山城建MTN002成交在5.05%；企业债收益略有下行，3年多的12中石油01成交在4.01%，不到7年的11铁道03成交在4.40%。

近日债市利好不断。先有国务院发25号文允许地方保留税收优惠，有利于提高地方债的吸引力。后有三部门联合发文，规定采用定向承销方式发行地方债，并纳入融资抵押品范围，可按规定在交易所开展回购交易。如此一来，存量债务中到期的银行贷款部分可直接置换成地方债，且银行可通过SLF等多种方式获取低成本资金，负债端高成本压力得以缓解，因此市场之前担忧的地债发行量的冲击得以大大缓解。此外，基本面来看，经济数据维持疲弱态势，继续对债市构成支撑。预计货币政策仍会延续稳健中适度宽松的基调，央行仍将积极使用各类工具，引导实体经济进一步降低融资成本。

利率债各期限交投积极，收益率较前一交易日全线走低，3年期国债成交在2.93%~2.90%，下行约5bp，5年期成交在3.17%附近，7年期成交在3.42%附近，10年期从3.42%成交至3.39%；1年期国开债成交在2.71%附近，下行约8bp，3年期国开债成交在3.35%，5年期国开债成交在3.66%~3.58%，7年期国开债最低成交在3.95%附近，非国开债成交在4.0%附近，10年期国开债成交在3.89%~3.85%，非国开债成交在4.07%~4.01%。

信用债继续火爆行情，各品种收益率呈现不同程度下行。短

# 财政部20日续发300亿7年国债

□本报记者 王辉

开始计息；票面利率3.54%；按年付息，每年4月16日（节假日顺延，下同）支付利息，2022年4月16日偿还本金并支付最后一次利息。本期续发国债5月20日招标，招标结束至5月25日进行分销；5月27日起与之前发行的同期国债合并上市交易，中标承销团成员需于5月25日前（含5月25日）缴款。本期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%。

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。即，从2015年4月16日

开始计息；票面利率3.54%；按年付息，每年4月16日（节假日顺延，下同）支付利息，2022年4月16日偿还本金并支付最后一次利息。本期续发国债5月20日招标，招标结束至5月25日进行分销；5月27日起与之前发行的同期国债合并上市交易，中标承销团成员需于5月25日前（含5月25日）缴款。本期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%。

# 大公调升三星集团主体评级

□本报记者 葛春晖

大公国际资信评估有限公司13日发布跟踪评级报告，将山东三星集团有限公司主体信用等级由AA-调整为AA，评级展望维持稳定，将公司“14鲁三星债01”信用等级由AA调整为AA+。

大公表示，三星集团主要从事玉米油、轻量化合金和机械设备的生产和销售等业务，玉米油是公司最主要的收入和利润来源。公司是国内最早从事玉米油加工的企业，目前玉米油产能规

模、品牌和市场占有率均保持国内领先地位；机械设备制造板块

进行了业务结构的调整，盈利能力较为稳定；2013年末，轻量化合金材料项目一期完工投产，2014年收入超越机械制造板块，成为公司第二大业务板块，未来二期项目的投产将带动公司经营规模进一步扩大，盈利能力进一步增强。此外，公司及下属子公司以合法拥有的房屋建筑物和土地使用权为“14鲁三星债01”提供抵押担保，仍具有一定的增信作用。

# 德美国债利差收窄提振欧元

□南京银行 蒋献

0.4%至1.1260。而由于市场预期美国4月零售销售数据预计将仅上升0.2%，低于3月0.9%的升幅，美元进一步承压。美元指数在欧市早盘一度下跌0.2%至94.382。

从技术面角度看，欧元兑美元支撑位在1.1130，阻力位在1.1282。

目前市场关注即将公布的美国零售销售数据，虽然预期不好，扣除汽车零售销售数据后或有较好表现，从而对美国经济增长预期形成支撑。另外，稍晚欧元区将公布第一季度GDP数据，这对欧元未来的走势有关键的影响。

# 货币宽松有度 人民币“稳”字当头

□本报记者 葛春晖

3月份以来，在我国央行祭出两次降息、一次降准的背景下，人民币兑美元汇率不贬反升，总体呈稳中偏强运行格局。分析人士指出，虽然我国处于降息周期，而美国加息趋势已明，货币政策差异拉大对人民币形成利空，但我国货币政策宽松有“度”，且海内外市场对此预期较为充分，再加上贸易顺差依旧高企、人民币国际化需要币值稳定等因素，因此未来人民币汇率保持中枢稳定、双向波动概率依然较大。

## 降息后人民币汇率微升

上周末央行降息以来，人民币汇率走势可谓是波澜不惊。据中国外汇交易中心公布，5月13日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.1123，较12日上调32基点。降息之后的三个交易日内，该中间价累计微升了24基点。与此同时，人民币兑美元即期汇率亦呈现稳中略升走势。截至13日收盘，人民币兑美元即期汇率报6.2044，较上一交易日小涨48基点，三个交易日累计上涨50基点。

通常来讲，包括降息在内的宽松货币政策给本币汇率带来的通常是负面冲击，但很显然，本次降息对人民币汇率并未造成实质影响。事实上，回顾3月初以来的汇率走势不难发现，在此期间央行已经两次降息、一次降准，而人民币兑美元汇率却是不贬反升。在此期间，人民币兑美元汇率中间价持续震荡上行，累计上涨390基点或0.64%，5月份以来稳定在6.11~6.12



我国货币政策不会选择类似OE的非常规性、大规模量化宽松政策，接下来货币政策操作将维持“中性适度”的流动性调控力度。这意味着，货币政策宽松有“度”，对于人民币汇率的冲击也相对可控。

分析人士指出，在货币宽松适度、市场预期充分的背景下，未来一段时期内，人民币汇率走势更多取决于美元、国内经济基本面以及政策指引等多重因素。从美元方面看，自从4月份二次上攻百点关口无功而返之后，市场观点普遍推迟了美联储加息时点预期，意味着短期内美元将对人民币形成贬值压力有限。

虽然国内经济增速下滑对人民币不利，但也不足推动人民币进入中长期贬值状态。海通证券在前期发布的一份报告中指出，首先，一个真正国际化的货币，一定

是一个适当强势的货币。当局将继续推进人民币国际化进程，加强全球市场对人民币的需求，因而长期来看人民币不存在趋势性贬值的动力；其次，外贸顺差持续扩大，有利于对冲资本外流，从而缓解人民币贬值压力，因此基本面看，中国仍具备维持人民币汇率合理均衡的基础理论；第三，中间价指引支撑汇率。而这一点，在3月份以来人民币汇率的运行过程中就有所体现。

上海证券亦指出，我国货币政策的多元目标体系使得汇率稳定成为必然选择：促进出口不支持人民币继续单边升值，人民币国际化不支持人民币转向贬值，经济升级要求本币汇率保持稳定。该机构预测，未来2~3年内人民币汇率将形成“平走双向波动”格局，中间价的运行区间或在5.9~6.20。