

资金利率已接近阶段性底部

□本报记者 王辉

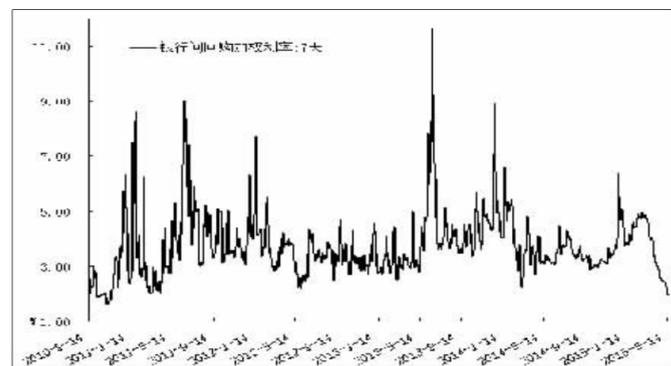
在央行降准降息轮番上阵、市场预期不断升温的背景下,3月中下旬以来货币市场利率持续走低,目前已降至2010年以来的低位。分析人士表示,考虑到未来一段时间内新股密集申购、地方债揭开发行大幕、季节性扰动因素增多等多方面因素的扰动,以及商业银行超储利率的约束,本轮货币市场利率下行或暂告段落,未来有望保持低位运行的态势。

资金价格迭创数年新低

自3月中下旬开始,银行间货币市场利率整体不断下滑,并在近两周出现加速下行走势。近几日,相继有多个期限的回购利率创出数年新低。

18日,银行间市场隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率,分别收于1.04%、1.96%、2.38%、2.43%和2.48%。与前一交易日相比,除7天期回购利率微涨2个基点外,隔夜、14天、21天和1个月期回购利率较前一交易日分别下跌了2个、2个、27个和12个基点。进一步的统计显示,在15日7天期回购利率刷新2010年11月18日以来的近4

短期货币市场利率保持低位运行



年半低点后,18日隔夜回购利率再度创2009年9月2日以来的近5年多新低,同日1个月期回购利率也降至2010年11月11日以来的近4年半低位。

对于近期资金利率显著下跌,市场人士指出,在前一轮新股申购资金全面解冻、置换地方债发行预期落定的背景下,市场资金正进一步充裕且预期向好,资金成交结构也继续乐观。目前隔夜资金利率降至1%附近的极低水平附近,但

成交比例仍在90%的高位以上徘徊,表明当前资金市场明显供大于求,继续处于买方市场。对于本周的资金面形势,兴业证券认为,本周新股申购冻结高峰预计在20日达到,IPO发行提速和冻结资金屡创新高对资金面冲击已经逐渐减弱,全周资金面将会继续维持宽松。

短期下行空间已有限

不过,越来越多的观点指出,经过前

期的急跌之后,市场资金利率继续下行的空间已较为有限。

申银万国报告指出,前一次银行间资金利率出现类似大幅下行且稳定在低位徘徊的时期是在2008年末,持续时间接近8个月。虽然此轮宽松具体持续时间或难判断,但后期仍有多项潜在负面因素需要警惕。一方面地方债发行本周正式拉开帷幕,供给将较前期明显增加;另一方面5月、6月资金面季节性波动仍可能对当前流动性产生边际影响。此外,未来新股IPO节奏将大概率加快,这在边际上将不利于打新基金对7天以上资金的融出。

广发银行金融市场部欧阳健也指出,在R001跌至1%附近以后,参考超储利率0.72%的水平,资金利率很可能接近阶段性底部。虽然未来资金利率难现反弹,但进一步下降将有明显阻力。此外,来自南京银行的研究观点也指出,目前货币市场短期利率降至极低的位置,隔夜资金利率离超额准备金利率已经不远,再度下行空间将十分有限,未来各方面更需密切关注利率下行从短端到长端的传导。在“合于政策目标”的信贷数据恢复之前,央行货币政策必须保持总量充裕,未来长端利率能否被带动下行才是市场关注的焦点。

3年期债券是相对价值高地

□南京银行金融市场部

5月份对债市最大的利好是不断创新的资金利率。央行降息、地方债务部分定向发行以及4月份疲软的经济数据更是锦上添花,共同推动利率债曲线迅速陡峭化下行。从当前曲线来看,3年和7年期品种为曲线中相对突出的部分,考虑到安全性,3年期品种为最优选择。在经济实质性改善前,长端品种短期内仍然安全,交易盘仍可持仓等待,但不建议继续追低。

低利率支撑债市行情

4月份经济金融数据并无明显改善,需求低迷导致经济内生动力不足,二季度经济开局不利,前期稳增长政策对经济提振作用有限。展望未来,经济下行主要压力依然来自制造业和房地产的去产能去库存,传统经济引擎全面减速,而新生产

力尚未形成规模,二季度经济还将在转型中“阵痛”,不排除GDP增速降至7%以下的可能。在经济出现实质性改善前,债市依然较为安全。

一季度货币政策执行报告中对稳增长的高度重视明显提高,近期降准降息轮番上阵也印证这一点。不过宽货币到宽信用的传导并不顺畅,社会融资需求低迷,银行惜贷情绪较重,导致实际进入实体的“合意”信贷资金十分有限,金融活水对经济的提振作用没有充分发挥,这是导致政策效果并不理想的重要原因。后续政策可能会在刺激银行信贷投放上继续下工夫,加强疏通传导。

由于央行从宽资金到宽信用的传导不顺利,大量资金仍淤积在金融系统,导致货币市场资金利率降至低谷。这也是当前债市面临的最大利好。在渠道打通之前,货币市场利率有望保持在低位。不过

短期利率已经降至历史低位,后续下降空间有限,密切关注利率下行从短端到长端的传导。

长债仍然安全 套利策略可为

经历了近期利率债上涨,目前各期限各品种利率债均大幅低于历史均值。曲线形态十分陡峭,1年期金融债收益率直奔2.5%,10年-1年期期限利差较历史均值高38BP,资金宽松对短端的支撑大于长端。

从当前曲线来看,3年和7年期品种为曲线中相对突出的部分,考虑到安全性,3年期品种为当前最优选择,尤其是3年非国开金融债,在曲线均值恢复的过程中获利空间最大,是目前利率债曲线中的相对价值高地。

在中短期品种迅速下行的同时,长端利率走势较为纠结,稳增长政策不断加码,市场对中期经济企稳有所担忧。观察

2008年危机后超低利率时期,长端利率债收益率并未因资金价格低而跟随下行,反而在经济企稳的预期下缓慢抬升。长端品种走势中,基本面的影响大于资金面。不过此轮稳增长政策相对温和,对经济的刺激效果没有像上次一样立竿见影。在经济实质性改善前,长端品种短期内仍然安全,交易盘仍可持仓等待,但不建议继续追低。如果后续短端利率下行传导至长端,则可以逐步减仓获利了结。

由于当前资金成本降至极低的水平,债券与资金之间仍有一定的套利空间。3年非国开金融债与R007之间利差达到144BP,在低利率具有一定持续性的判断下,息差策略仍然有效。套利盘可以关注5年以内非国开金融债的套利机会。另外,1年和5年“AA+信用债+IRS”的套利组合套利空间达到150BP和210BP,建议关注IRS与信用债的套利机会。

短债上涨趋势仍较为确定

□合众资产管理股份有限公司 牛伟松

近日央行公布了2015年4月金融货币数据,当期社融、M2及新增贷款数据均低于预期。货币信贷数据的恶化,削弱了经济企稳复苏动能,未来货币政策有望进一步宽松,对债券市场形成支撑,短债收益率下行趋势仍较为确定。

4月社会融资余额同比增速继续下降,并创历史新低。其中表外融资的委托贷款及信托贷款继续萎缩,新增信托贷款连续两个月为负值。新增人民币贷款在一季度持续高位后,4月份出现较明显回落,未能弥补表外融资回落带来的缺口,且贷款结构再度恶化,企业中长期贷款较前几月回落。

■债市策略汇

利率产品

海通证券:主配3-5年期品种

4月投资全面滑坡,消费稳中趋降,出口延续低迷,经济跌至低谷,通缩风险未消,基本面对长债有支撑。4月社融信贷低增,M2增速降至10.1%,预示未来货币宽松还将加码,降准降息值得期待。与2009年初经济通胀环境相比,货币利率仍有下行空间,债市短端下行确定性高,并有望传递至长端。上周地方债定向置换方案出台,压制长端的供给面因素有所缓和。年初至今,1-2年期品种收益率下降幅度较大,而3年以上品种收益率下行幅度有限,随着货币利率短端维持低位,3-5年期品种有望接替1-2年期利率再下一城。下调未来三个月3年期期开利率至2.8%-3.2%,10年期期开利率区间至3.3%-3.7%。

光大证券:方向乐观 空间谨慎

在4月经济下行压力加大情况下,宽松货币政策仍会延续。融资需求下降叠加货币政策的偏宽松是支持债市表现的最主要力量。但现行机制下,货币政策加力存在向下的传导不畅,接下来可能会有更多直接刺激实体需求的政策及财政政策的加力。财政政策与货币政策的相对扩张速度对于利率表现至关重要。短期而言,地方债务置换需高货币政策保驾护航,财政扩张超越货币增速可能不大,利率产品没有太大风险。基建投资与CPI呈现反向关系,若基建投资在超过20%的中位水平以上发力,利率产品表现将受压制。利率

在社会整体需求低迷的情况下,短期内社会融资余额增速仍很难显著回升。受外汇占款回落、贷款派生减弱及存款增长乏力影响,4月M2增速由3月的11.6%进一步跌至10.1%,创历史最低。鉴于去年5、6月份基数较高,未来两月M2增速预计将继续回落。金融数据恶化,使得未来经济动能很难有效恢复,预计央行将进一步加大宽松力度,通过降准、降息等总量工具及PSL等定向工具来降低实体经济融资成本。

与此同时,4月公布的数据显示经济下行压力依然较大,投资、消费、进出口均大幅低于预期,政府需释放更多刺激政策来托底经济。4月份,房地产销售虽然环比改善较为明显,但土地出让面积、房屋新

开工面积及房地产开发投资均继续下降,销售边际改善短期很难有效拉动投资回升,房地产对于经济的拖累将会继续。当前经济依旧低迷,未来一段时间稳增长仍将是政策核心。

在地方债供给问题落地、股市涨势趋缓后,未来影响债券市场的焦点将重新回到基本面上。4月数据显示金融货币条件进一步恶化,经济增长偏弱,基本面继续对债券市场形成支撑。当前市场资金价格处于历史较低水平,同时未来货币政策有望维持宽松,债券短端息空间较大,未来下行趋势较为确定。长端收益率由于市场对于长期经济复苏预期存在分歧,短期走势仍存在一定不确定性。

债不看空,维持原目标位不变。银行间资金利率低位仍会持续,套息交易存获利机会。

信用产品

中投证券:城投债估值风险犹存

城投债实质违约预期正在降低,但整体而言城投债估值风险犹存。在稳增长背景下,我们对于大类城投债供给量依然不悲观,2015年城投类债券的发行有望呈现前低后高的局面。目前市场对于城投债的定价并未完全反映未来发行规模上升的供给风险,且城投债与信用债的利差收敛空间有限。另一方面,城投债的行政级别差异处于历史较低水平,但是各行政级别的发行人财政实力差异正在加大,部分财政实力弱、低行政级别的城投债估值压力尤其甚。此外,城投债依然面临着甄别结果公布这“愚而未决”的估值分化风险。

银河证券:息差收益为主

资金面护航信用债行情,整个二季度信用债的表现会不错,央行降息更有利于信用债的表现。随着上周企业债、中票收益率曲线整体快速下行,中、长端5-7年期已出现明显的上涨,本周机会在1-3年期品种,从等级利差来看,AA+等级具有更好的相对投资价值。中期我们对信用债的行情判断依然坚持谨慎态度,以息差收益为主。随着年报公布,债项和发债主体评级也出现密集调整,某些个券会出现超跌介入的机会,可关注一级市场机会。目前采掘、钢铁、机械设备等落后产能聚集的行业以及房地产行业风险溢价比较明显,对于这些行业内中高等级的发

债主体可以重点关注。

可转债

中金公司:短期不追涨 中期仍乐观

短期判断股市震荡调整,因此建议不追涨甚至可以考虑逢高锁定部分兑现;另一方面,中期对股市延续牛市仍乐观,投资者应重点关注澳洋顺昌、天士力EB的发行情况。在当前股价下,理性的发行人不会愿意看到股价的继续上冲,否则转股价订的过高会影响未来顺利转股的难度,因此目前追涨待发行转债正股不是好选项,但如果出现明显调整将是介入时机。目前继续持有宝钢EB、歌尔、电气、洛钨、吉视等存量个股。格力转债对正股透支明显,建议逐步减持;民生转债仍有操作空间,在130元以下关注低吸机会。

国泰君安证券:获利了结为主

新股申购对于投资者心理层面的影响大于实质,由此引发的负反馈可能在一定程度上延长股市的调整时间。一旦调整持续,主板股票相比创业板更加脆弱。5月份部分转债将会陆续退市,即使加上过会的3只转债,月底市场规模可能也会下降至300亿以下,可选标的少、流动性差,防御性优势丧失使得后续转债估值难以提升,投资前景渺茫。建议投资者后续操作仍以获利了结为主,积极关注新券申购。标的方面,给予电气、洛钨、歌尔、吉视增持“评级”。(葛春晖 整理)

人民币即期价表现“淡定”

在美元指数跌跌不休、人民币兑美元汇率中间价频频刷新逾一年高点背景下,近期人民币兑美元即期汇率表现却颇为“淡定”,连日维持窄幅波动走势。市场人士表示,当前市场结售汇相对均衡,预计短期内人民币汇率有望延续中枢稳定、双向波动的运行格局。

据外汇交易中心公布,5月18日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价微升6基点至6.1079,再创去年2月18日以来的15个月新高。上周五国际外汇市场上,最新公布的美国5月密歇根大学消费者信心指数初值创下两年多以来最大跌幅,加上此前公布美国4月PPI指数等数据表现疲弱,令投资人对美国首季经济前景担忧可能持续至第二季的担忧加重,从而巩固了美联储将推迟加息时点的预期,导致美元指数全天下跌0.13%至93.27。截至上周五,美元指数已连续四个交易日下跌,而受此影响,人民币兑美元中间价亦连续四个交易日小幅

走高。不过,人民币中间价四个交易日的累计上调幅度仅为76基点。

18日境内银行间即期外汇市场方面,人民币兑美元即期汇率高开于6.2040,全天呈现窄幅波动走势,收报6.2043,较上周五收盘上涨18基点或0.03%。5月份以来,该即期汇率始终围绕6.20一线进行窄幅波动。市场人士表示,5月份以来美元指数在国际外汇市场上陷入阶段性弱势,人民币汇率中间价由此被动走高,不过,在中间价创出逾一年新高的同时,即期市场反应相对平静,客盘结汇并未出现显著上升。

后市来看,分析人士认为,尽管中国近期公布的经济数据表现不佳,对人民币升值形成压力,但考虑到美元短期陷入调整,人民币国际化需要汇率保持相对强势,外贸顺差持续扩大有利于对冲资本外流以及中间价对市场价具有有效指引等因素,预计未来一段时间内人民币汇率有望保持总体稳定、双向波动的运行格局。(葛春晖)

压力增大 转债跌多涨少

本周一(5月18日),在正股涨势趋缓以及大部分个券面临强制赎回的背景下,转债市场整体出现调整走势,个券跌多涨少。分析人士指出,当前股市震荡压力上升,加上转债债缺乏择券空间,转债投资宜多看少动,可积极关注新券发行机会。

18日,上证综指全天下跌252点或0.58%,个股逾六成上涨、近四成下跌;中证转债指数先扬后抑,尾市收报46687点,较上周五下跌231点或0.49%,为连续第二个交易日下跌。当日转债市场合计成交41.96亿元,较上周五的29.45亿元有所放大。

个券表现方面,两市可交易的13只转债中有8只下跌,5只上涨,正股则为7涨6跌。其中,正股涨停的通鼎转债上涨7.90%,位居涨幅榜首位;电气

转债、燕京转债分别上涨5.17%、2.94%,列涨幅榜第二、三位;民生转债、深机转债、齐翔转债分别下跌3.35%、2.60%、2.08%,居跌幅榜前三位。

从昨日盘面表现看,转债整体走势追随正股,但表现仍弱于正股。分析人士指出,一方面,经过前期的持续上涨之后,虽然A股市场仍热点纷呈,但短期整体震荡调整压力有所增大;另一方面,当前13只转债中仅剩4只个券未进入赎回累计期,剩余个券存量少、估值高制约了择券空间,而面临提前赎回压力的个券转股溢价率归零更是无可避免。因此综合来看,短期内转债市场投资价值有限,在防范个券高估风险的同时,可重点关注新券发行节奏,积极关注“打新”机会。(葛春晖)

口行21日增发三期固息债

中国进出口银行18日公告,定于5月21日上午通过中国人民银行债券发行系统,增发2015年第八期至第十期金融债券各不超过40亿元,合计发行金额不超过120亿元。

进出口银行2015年第九期债券为3年期固息金融债,票面利率4.02%,起息日为2015年4月20日,本次为第五次增发;第十期债券为7年期固息金融债,票面利率3.97%,起息日为2015年5月14日,本次为第一次增发;第八期债券为10年期固息金融债,票面利率4.29%,起息

日为2015年4月7日,本次为第六次增发。

本次增发的三期新债的发行价格均通过承销团竞标确定,其中,3年期品种采用多重价格中标(美国式)中标方式,7年和10年期品种采用单一价格(荷兰式)中标方式。时间安排方面,招标日均为5月21日,缴款日均为5月22日,上市流通日均为5月28日。三期债券均无基本承销额度,3年、7年、10年品种的发行手续费分别为发行总额的0.05%、0.10%、0.15%。(葛春晖)

财政部25日招标150亿贴现债

财政部18日发布公告称,决定发行2015年记账式贴现(四期)国债。

本期国债期限273天,以低于票面金额的方式贴现发行,竞争性招标面值总额150亿元,不进行甲类承销团成员追加投标。本期国债将于5月25日招标,5月26日开始计息,招标结束至5月28日进行分销,6月1日起上市交易。本期国债将于2016年2月23日(节假日顺延)按面值偿还。

本期国债将采用多重价格招标方式,标的为价格,投标标位变动幅度为0.007元,投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为40个、15个和120个标位。

财政部曾于今年4月20日发行过一期273天期贴现国债,票面利率为3.13%。市场人士指出,当前流动性充裕,机构对短期债券青睐有加,预计对贴现国债需求有支撑。(张勤峰)

金牛银行理财综合收益指数走势



注:2015年5月18日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.04%,较修正后的上期数据下行2BP。数据来源:金牛理财网