

供给压境 债市纠结

□本报记者 王辉

近期宏观经济基本面及货币政策未有超预期表现，尽管银行间流动性仍保持深度充裕，但地方债供给压力上升以及经济企稳预期增强等因素，仍导致债市行情整体偏弱。分析人士指出，短期来看，如果没有新驱动因素，债市难以打破“纠结”局面，经济基本面变化、资金利率价格向长端传导以及未来货币政策动向，仍是后市关注的主要焦点。

供给施压 收益率小幅回升

进入5月份以来，受供给层面等多方因素压制，债券市场整体走强动力明显衰减，尽管短端利率在充裕资金面支撑下仍维持低位，长期利率债收益率更是出现明显反弹。特别是上周，在置换地方债“出笼”的背景下，利率债市场进一步呈现整体弱势下行格局。

数据显示，上周现券市场上，利率债收益率曲线平行上移，国债、国开债收益率平均分别上行5BP和10BP。其中，1年期国债、国开债分别上行4BP、15BP至2.38%、2.70%，3年期国债、国开债分别上行6BP、8BP至2.83%、3.44%，10年期国债、国开债则分别上行3BP、10BP至



3.42%、3.97%。

一级市场方面，在地方债挤压利率债需求的市场担忧情绪下，上周传统利率债招标结果较为平淡，主流机构显示出偏好短债倾向。上周二国开招标偏弱，长端利率高于二级市场近5BP，认购倍数较低；上周三农发债和上周四口行债的新债发行利率也与二级市场持平；仅周五发行的50年期国债由于较为稀缺，中标利率大幅低于预期。一级市场人气的弱势，在一定程度上也是二级市场出

现调整的原因之一。

海通证券等机构指出，尽管过去一段时间银行间流动性始终保持深度充裕，但利率债市场仍出现明显调整，在很大程度上与地方债供给压力上升、财政政策托底以及经济企稳预期增强等因素密切相关。

短期胶着 中期向好

在近期债市做多动力明显不足的背景下，机构普遍认为，如果没有新驱

动因素，债市短期内将难以打破“纠结”。宏观经济能否企稳、资金利率价格能否显著传导至长端以及货币政策的下一步取向，成为后续债市关注的主要焦点。

光大证券表示，最新公布5月汇丰PMI初值为49.1%，位于荣枯平衡点之下，低于市场预期，显示经济下行仍在继续。随着五月官方数据的公布，这一趋势的确认和市场对货币进一步放松的期待，将有望成为打开收益率下行空间的催化剂。光大证券亦指出，考虑到目前资金利率下行从短端向长端传导速度较慢，短期债市可能仍陷胶着，难起大的波澜，但预计宏观经济短期下行趋势不会明显扭转，这可能在未来成为推动债市走出弱势盘局的重要力量。

总体而言，目前各方对于中期货币政策继续宽松给债市带来的基础性支撑，普遍仍持有乐观态度。兴业证券表示，如果短期地方政府融资没有明显改善，二季度社融增速将大概率跌破13%，为了解决资金缺口，预计央行还需要进一步的降准降息来改善货币条件，加大稳增长的力度。该机构表示，考虑到全社会高收益资产的稀缺性，利率债长端在当前水平上已经具有较好的投资价值，收益率向下仍有较大空间。

资金充裕 贴现国债需求旺

率曲线显示，5月22日，银行间市场9个月期国债收益率为2.3458%。

市场人士表示，目前资金面仍较为宽松，货币市场利率低位徘徊，加之长债谨慎情绪难消，使得短期债券需求仍较为集中，支撑一级市场投标积极性。不过，需要注意的是，短债月内涨幅较大，且市场普遍认为资金利率短期内进一步下行的空间不大，因而短债继续上涨动力有限，长债则持续受制于地方债供给的制约，再加上股市涨幅较大，对市场情绪有一定不利影响，导致目前债市整体做多动力不足，短期料难改震荡局面。(张勤峰)

■交易员札记

观望气氛浓

□潍坊农信 代长城

周一，市场观望情绪浓重，交投清淡。下午发行的农发债基本与二级市场收益相符，无超预期情况。现券二级成交寥寥，中长期债券收益率整体上行2BP以上。

过去两周利率曲线延续增陡趋势，短端随资金价格快速下降而下行较多，但地方债发行开始后市场出现一定调整。短期内，预计流动性将平稳过渡到6月，央行政策基调不会改变，重启正回购回笼资金的可能性较小。基本面方面，未来两周除了关注5月PMI外，其他数据公布较少，对收益率影响有限。预计短期内品种可能更为安全。

口行28日招标四期固息债

中国进出口银行25日公告，定于5月28日上午通过中国人民银行债券发行系统，发行2015年第十一期金融债券及增发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。

口行2015年第十一期金融债券为1年期固息金融债，到期一次还本付息，发行利率通过承销团竞标确定，起息日为5月29日；第八期、第九期、第十期债券分别为10年期、3年期、7年期固息金融债，均为按年付息，票面利率依次为4.29%、4.02%、3.97%，起息日为5月29日，其余品种均为6月1日，1年期品种上市流通日为6月2日，其余品种均为6月5日。以上四期债券均无基本承销额度，1年、3年、7年、10年品种的发行手续费分别为发行总额的0.05%、0.05%、0.10%、0.15%。(张勤峰)

铁路总公司今发150亿元铁道债

中国铁路总公司25日公告称，将于5月26日招标发行2015年第二期中国铁路建设债券。本期债券的牵头主承销商由中银国际证券担任。

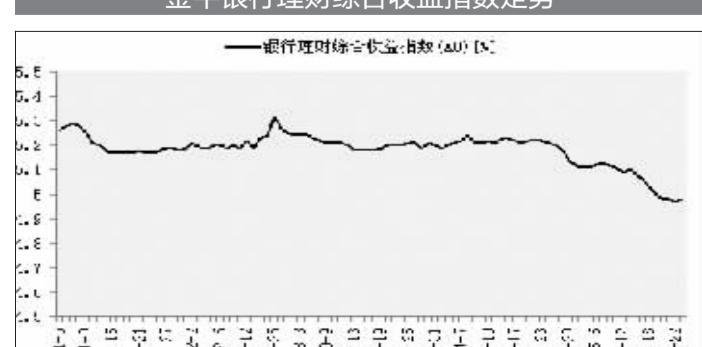
本期铁道债发行总量150亿元，分为10年期和20年期两个品种，发行规模分别为100亿元、50亿元；固定利率，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本；起息日、缴款截止日为5月27日。本期债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。经中诚信国际评定，发行人的主体信用等级为AAA，本期债券信用等级为AAA。

联合资信调低冀东水泥评级展望

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，确定维持唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为AA+，将评级展望调整为负面，并维持“14冀水泥CP003”A-1的信用等级。

联合资信表示，冀东水泥是国家政策重点支持的12家全国性大型水泥骨干企业。跟踪期内，公司产能规模持续扩张，2014年产量同比有所增长。但同时，华北和东北等公司主要市场水泥均价持续下降，公司主要区域水泥行业竞争激烈、一季度水泥产品价量齐跌导致公司亏损加剧，短期债务规模持

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2015年5月25日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.98%，较修正的上期数据上行1BP。

数据来源：金牛理财网

■债市策略汇

利率产品

国信证券：
长期利率债安全性提升

5月以来，长久期利率品弱势回调，而同期货币市场、信用债以及信贷市场收益率都处于下行状态，因此我们倾向于认为7年和10年国债和国开债的弱势有其自身的原因：一是10年国开面临新老品种切换；二是长久期品种一定程度受到期货市场引导。投资者一直以来担忧的大量地方政府债供应压垮债券市场这个论断，不能解释7年和10年收益率上行而5年收益率大幅回落的现状，因为一方面地方政府债边际上增加的5年品种和7年品种的供给基本相当，另一方面已落地的两单地方债，各期限品种收益率高出国债的幅度相等，而且整体发行利率基本与国债利率相当。再次重申：名义经济增长率才是判断债券市场方向的最主要依据。目前国内经济依然偏弱，这是继续做多债券市场的最大支撑。5月以来长久期利率品的弱势，恰恰提升了其安全性。

瑞银证券：
短期债市将转入盘整

预计流动性将平稳过渡到6月，央行的政策基调不会改变，重启正回购回

质的研究。近期发改委重启了新的企业债发行，三季度供给压力较大，信用风险仍存。仍看好中高等级产业债，对低等级产业债偏谨慎，全面看好城投债。

招商证券：
坚持低等级短久期策略

上周江苏省第一批地方政府一般债券完成招标，成为第一只顺利置换成功的的地方债。从信用投资的角度，江苏地方债的顺利发行意味着宽信用稳增长资金来源得到补充，基建稳增长的路径传导被逐步打通，后续经济企稳概率提高。我们继续坚持年初的信用策略，建议配置违约风险不大的低等级个券获得超额收益，同时适度加杠杆、降久期、尤其注意精细化择券。

可转债

中金公司：
持有待涨为主

上周尽管转债品种的选择余地大大降低，但平价指数表现不输股指，投资者反而省却了“选择的烦恼”，我们之前提到的类指数配置表现不错。基于我们对股市的判断，突破前期高点后将继续建议投资者持有待涨为主。有增持需求的投资者可以适当关注民生(大盘蓝筹)、歌尔(前期滞涨的真成长)等转债，当然也包括未来拟发行的新券。此外，建议投资者密切关注大洋顺昌、天士力EB的发行情况，在打新空挡期是最佳发行窗口。重申打新资金对转债申购的关注度也将大增，加上转债二级市场求券若渴，两只转债中签率很可能低到令市场失望。

中信证券：
次新券或有交易性机会

上周存量转债只数减少至12只，而转债指数继续走势强于平价指数。短期内转债市场正迎来稀缺性溢价最美好的时光，次新券或拥有一波短线交易性机会。转债供需角度需关注亮点：一是民生转债退市的节奏，目前民生转债余额高达182亿元，赎回退市对市场的流动性冲击较大；二是新券上市的节奏，虽然目前已有多只转债获得证监会核准，但还未公布募集说明书。目前股票市场价格过高影响了相应转债发行的节奏，发行窗口可能略有推后。鉴于上述两点，近几周是转债市场稀缺性最美好的时光，转债估值可能有所拉大，即使市场调整次新券拥有稀缺性溢价带来的安全垫风险同样可控，因此在静等新券上市过程中，可以适当参与此轮交易性机会。具体标的依旧关注歌尔、宝钢EB、洛钼、电气与格力。(张勤峰 整理)

转债大涨 通鼎独跌

□本报记者 葛春晖

本周一(5月25日)，A股全线大涨，上证综指再现逾百点长阳。在此背景下，沪深转债市场亦呈现普涨格局。不过，上周曾问鼎历史第一高价转债的通鼎转债全天大跌12%，成为两市唯一一只收跌券。

当日上证综指大涨156点或1.9%，一举突破4800点整数关口，大盘权重股引领逾七成个股飘红。与此同时，中证转债指数全天呈震荡上扬态势，尾市收报527.91点，较上周五大涨23.31点或4.62%，为连续第五个交易日上涨，且再创该指数的历史新高。两市可交易的11只转债中有10只上涨、1只下跌，对应正股的10涨1跌。其中，正股涨停的深机转债大涨14.74%，位居涨幅榜首位。从盘面表现看，电气、格力、洛钼、歌尔等个券由于尚未进入转债赎回期，没有强赎带来的短期估值收缩压力，涨幅远超正股。而已进入赎回期以及已经公告提前赎回的浙能等个券，涨幅仅略超出正股涨幅。

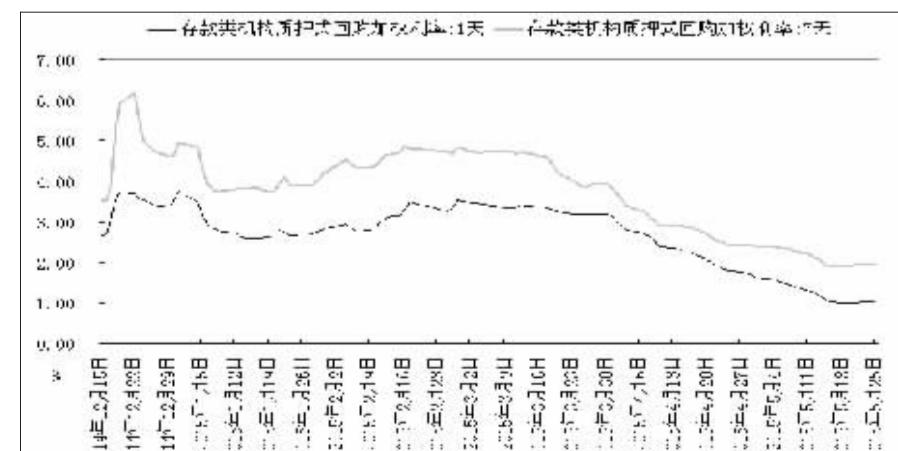
值得一提的是，通鼎转债在上周五盘中以665.99元续写历史第一高价转债神话之后，本周一在正股一度跌停的背景下，全天下跌12.37%，成为两市唯一一只收绿券。其正股携“收购股权+改名+补涨+高送转”等多个题材于4月28日复牌之后，截至上周五已收获18个“涨停板”，本周一终于高位回调，收盘下跌9.86%。数据显示，截至昨日收盘，通鼎转债理论上的套利空间达到29.96%。不过，由于购债转股再卖出存在一定时滞，博弈套利需蒙受正股继续下跌风险，而通鼎正股在前期连续涨停后有回调需求，且通鼎转债很快将触发强赎条款，分析人士认为谋求该转债套利机会需具有较强的风险承受能力。

分析人士表示，当前A股市场做多气氛高涨，转债仍具备一定的跟涨机会和持有价值。与此同时，需对已临近赎回目的个券需注意及时卖出或转股。

□本报记者 张勤峰

资金面平稳跨月跨季无虞

货币市场利率低位企稳



响资金面的不利因素主要是企业缴税和机构月末考核。5月份由于涉及企业上年度所得税汇算清缴，当月财政存款增量一般较高，对流动性造成短期压力。由于5月缴税时点较长，预计影响会一直持续到月末，与月末因素形成叠加。

不过，前述交易员表示，随着积极财政政策逐渐发力，财政支出节奏加快力度加大、企业减负举措频出，有望降低财政存款净增量，从而减弱其对短期资金面的冲击。例如，4月份同属缴税上缴的月份，但今年4月份财政存款仅净增1101亿元，远少于上年同期的5621亿元。此外，由于考核制度调整，且货币政策处于宽松周期，去年以来月末因素造成的流动性波动已大幅降低。

目前看，资金面平稳跨月应无悬念。当前7天回购利率持续稳定在2%以下，1个月内各期限回购利率均在2.5%以下，显示市场对短期流动性的预期稳定且偏乐观。接下来，市场关注焦点可能转向半年末流动性状况，市场人士普遍认为，在货币政策偏松的背景下，流动性不具备大幅

幅收缩的风险。

分析人士指出，3月中旬以来货币市场流动性持续改善，背后可能主要有两方面原因：一是，经济下行倒逼货币政策改善货币条件，政策面的量价引导与市场流动性预期逐渐形成正向反馈，促成流动性持续改善；二是，经济下行周期中，实体需求乏力，且金融机构避险情绪较高，共同导致信用扩张放缓，社融和M2增长持续不及预期，大量流动性滞留在银行体系，银行超储率持续较高，流动性自然宽裕。

分析人士指出，目前经济下行风险仍较大，货币条件仍有偏紧之嫌，存在调整和放松的空间，短期内央行货币政策收紧，而美联储升息预期缓和，降低外汇流出风险，且为国内政策调控提供时间窗口，未来降息降准仍有余地，而融资需求回暖和融资渠道疏通仍需时日，因此未来一段时间流动性仍将以宽松为主。同时，季节性扰动因素增多，使得已处于历史较低水平的资金利率继续下行难度加大，因此未来资金利率有望保持低位盘整走势。

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，确定维持唐山冀东水泥股份有限公司主体长期信用等级为AA+，将评级展望调整为负面，并维持“14冀水泥CP003”A-1的信用等级。

联合资信表示，冀东水泥是国家政策重点支持的12家全国性大型水泥骨干企业。跟踪期内，公司产能规模持续扩张，2014年产量同比有所增长。但同时，华北和东北等公司主要市场水泥均价持续下降，公司主要区域水泥行业竞争激烈、一季度水泥产品价量齐跌导致公司亏损加剧，短期债务规模持

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2015年5月25日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.98%，较修正的上期数据上行1BP。

数据来源：金牛理财网