

## 资金面均衡偏松 央行公开市场操作续停

周二,银行间市场资金面维持偏宽松格局,资金利率总体波动不大。在此背景下,央行公开市场操作继续保持“缄默”。

截至本周二,央行已连续十一次暂停例行公开市场操作。市场人士指出,现阶段持续宽松的流动性状态,使得央行继续通过公开市场操作投放流动性的必要性不大,而重启正回购操作回笼资金与当前的货币政策取向不符,因此暂停操作仍是折中做法。

当日银行间质押式回购市场上(存款类机构行情),各期限利率基本保持稳定,短期的隔夜和7天利率止跌,加权利率收在1.03%、1.93%,均与前一日利率持平;14天及更长期限的各品种涨跌互现,波动不大,如1个月回购加权利率收于2.30%,上涨约3bp。

### 机构谨慎

### 国开债招标表现平平

面对密集的新债发行,债券市场谨慎情绪难消,周二(26日)国家开发银行增发行招标的五期固息金融债表现平平,5-7年品种表现偏弱,机构趋短避长的倾向依旧明显。

国开行此次增发行的是该行今年第十一期1年期、第七期3年期、第八期5年期、第九期7年期、第十期10年期固息金融债,全部采用单一价格(荷兰式)招标方式。中债登和市场人士透露的招投标信息显示,此次1年至10年国开债中标收益率分别为2.6465%、3.4493%、3.7625%、4.0541%、4.0551%。其中,1年和3年期品种中标收

益率均略低于二级市场利率,5至10年品种高出二级市场4-6bp。中债到期收益率曲线显示,25日银行间市场1至10年期关键期限固息国开债最新收益率分别为2.6532%、3.4612%、3.7205%、4.0118%、3.9917%。

交易员表示,当前流动性持续宽松,但密集供给、经济复苏预期和风险偏好情绪增添债市谨慎情绪,权衡之下,短期债券相对兼具收益性和安全性,趋短避长成为投资者的理性选择。(张勤峰)

## 铁道债中标利率低于二级市场

在长债表现萎靡的情况下,周二中国铁路总公司招标发行的今年第二期两品种中国铁路建设债券却表现不俗,中标利率低于二级市场水平,且认购倍数不低。市场人士指出,铁道债招标结果显示出于市场对高收益品种的相对偏好。

发行文件显示,今年第二期铁路建设债券发行总额150亿元,分为10年期和20年期两个品种,招标额分别为100亿元和50亿元。其中,10年期品种招标利率区间为3.52%-4.52%,20年期为4.02%-5.02%。据市场人士透露,此次10年期铁道债中标利率为4.24%,全场倍数3.00,边际倍数1.18;20年期中标利率为

4.68%,全场倍数2.61,边际倍数1.13。两品种中标利率均处在招标区间均值偏上位置,但仍明显低于二级市场利率水平。据中债铁道债到期收益率曲线(减税)显示,25日市场上10年期和20年期铁道债收益率为4.44%、4.94%。

一位券商债券交易员表示,铁道债受政府信用支持,收益率又高于政府债,性价比比较高,与同日招标的国开债相比,昨日铁道债两品种均属于长期及超长期品种,但投标结果反而更乐观,说明资金仍青睐相对高收益的品种。同时,本次招标可能受到一定的非市场化因素影响,因此,招标结果对长债走势不具太强的参考性。(张勤峰)

## 265亿重庆地方债6月2日招标

5月26日,2015年第一批重庆市政府一般债券发行信息披露文件挂网发布。文件显示,本批重庆市政府一般债券发行总额为265亿元,将于6月2日上午通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场公开发行。

发行文件显示,本批债券分为一期、二期、三期、四期分别发行,债券期限分别为3年、5年、7年和10年,计划发行规模分别为40亿元、79亿元、80亿元、66亿元,均为记账式固定利率附息债券。其中,3年期、5年期及7年期债券利息按年支付,10年期债券利息按半年支付。本批债券将通过招标方式公开发行,招标方式为单一价格荷兰式,标的为利率,招标利率区间为招标日前

1-5个工作日中债银行间固定利率国债收益率曲线中,对应待偿期的国债收益率算术平均值与该平均值上浮20%。上述四期债券招标日均为6月2日,6月3日开始发行并计息,6月5日发行结束。

据悉,本批重庆市政府一般债券将依法用于置换地方政府存量债务。经中债资信综合评定,本批债券信用级别为AAA。上周,2015年地方债发行正式启动,江苏债、新疆债招标双双告捷,发行利率均接近国债水平。分析人士表示,已招标的两批地方债发行结果颇为靓丽,在多方共同努力下,后续的地方债发行工作有望平稳进行。(葛春晖)

## 大公调升恒大集团主体评级

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,决定将中国恒大集团有限公司主体信用等级由AA+调整为AAA,评级展望维持稳定;同时,维持“10恒大MTN1”信用等级为AAA,将“11恒大MTN1”、“12恒大MTN1”、“12恒大MTN2”信用等级调整为AAA。

大公表示,恒大集团主要从事纺织机械、纺织贸易、商用汽车和金融信托等业务。跟踪期内,公司仍是国内唯一一家以纺织机械制造与供应、纺织原料贸易为主的大型中央企业,纺织机械业务综合实

力在国内纺织机械行业排名第一,在国内仍具有较强的竞争优势;公司纺织机械、纺织贸易及商用车营业收入均有较快增长。目前金融信托利润贡献已超过纺织和商用车业务,成为公司最大利润来源。预计未来1-2年,随着公司对纺织机械、纺织贸易及商用车等业务板块的优化整合,公司业务将保持稳定发展。另外,中债信用增进投资股份有限公司为“10恒大MTN1”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。(葛春晖)

# 公募债再现违约 低等级估值承压

本报记者 王辉

理相关事宜。

中信证券本周也发表观点认为,捷安德实业自替代原公司实际控制人入主公司之初,便理应对公司经营情况恶化趋势有充分评估,而其近期在偿债当口仍在对上市公司筹划重大事项,必然与债务偿付或者资产重组等有关。该机构表示,单从事件本身来看,最终债券本金延期全额兑付仍是大概率事件。

### 低等级品种承压 整体影响有限

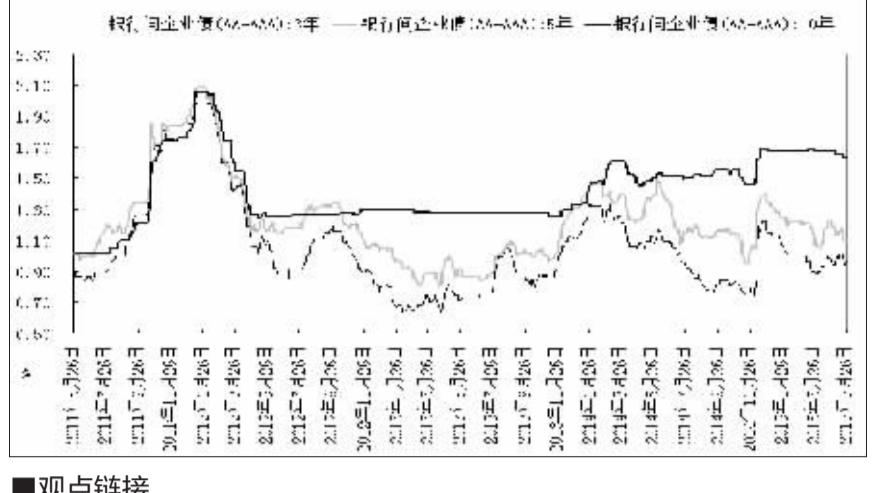
对于本次“ST中富公司债兑付违约事件可能给信用债市场带来的影响,目前市场主流观点普遍认为,今年以来公募债券市场个券违约案例明显增多,预计本次新发事件将会对低等级信用债板块整体估值水平带来明显压力。

海通证券本周表示,年初以来受湘鄂债、天威债违约影响,信用债低等级与高等级之间的利差始终维持高位,而本次“ST中富公司债违约无疑将进一步加剧低等级板块的估值压力。

中投证券也认为,本次“ST中富公司债兑付违约之后,低评级信用债将继续承压。该机构同时指出,考虑到5、6、7月份是近年来评级调整高峰期,近期评级负面调整的步伐已开始加速,未来一段时间还需密切关注年报表现较弱的发行人评级调整风险。现阶段而言,建议信用债市场投资者维持中高等级、3年期及以内短久期的投资策略。

不过,就本次事件对于整体信用债市场的影响而言,目前主流机构普遍持相对中性的观点,认为本次事件的负面影响不会扩散至整个信用债市场。国信证券指出,主导投资级和投机级信用债信用利差的因素并不完全相同,对于投资级信用债来说,影响信用利差趋势变动的往往是流动性风险溢价,因此,不管是前期的湘鄂债、天威债的违约,还是本周的“ST中富”债事件,对整体信用债市场的负面影响都较为有限。

### 年初以来信用债评级利差维持高位水平



### 观点链接

中信证券:“弃劣留良”或成产业债首选。单从中富事件本身来看,我们对债券本金偿付相对乐观。上周中钢集团千亿元债务压顶新闻铺面而来。经济下行期产能过剩央企信用事件再度成为市场焦点。展望后市,我们认为央行降准降息推动的流动性盛宴或进入尾声,而地方债务问题稳步推进或意味着后续高收益资产供给放量,而且房地产价格开始出现复苏迹象,年后债券小牛市背后的驱动力出现衰竭迹象,后续产业债收益率跟随利率债面临较稀有的反弹压力。基于以上考虑,我们认为“弃劣留良”或将成为机构产业债投资首选策略。

申万宏源证券:警惕黑天鹅事件。在利率债出现趋势性回调之前,我们仍看好信用品种的相对防御性。从历史经验看,在没有违约预期和供需压力显著改变的背景下,当基础利率方向变动初期,信用利差的变动存在一定的时滞,背后逻辑可能是信用品种具有更高的配置价值和更低的流动性。但需要警惕的是:1、当前中低评级中短期票据的信用利差都已接近历史最低水平。若接下来利率品种收益率持续上升,同时资金利率水平也持续攀升的话,信用利差大概率将逐步走扩(熊市中,流动性差的信用品种需要更高的流动性溢价)。2、从供需环境来看,发行审核的放松也可能边际上加大供给压力。3、近期信用事件频发,需警惕预期外的黑天鹅事件对信用违约预期的冲击。

上海证券:配置中高等级信用债。近几年我国宏观经济呈下行态势,GDP增速从10%左右的水平回落至7%的水平。今年以来这一趋势并未改变,今年一季度GDP增速已降至7%的水平,消费、出口、固定资产投资、工业增加值等数据均呈下降态势。受经济持续下行影响,市场上信用风险事件不断发生,在公募债市场上,起日太阳、湘鄂情等公司的债券相继发生违约事件,而在经济下行风险仍然较大的背景下,仍然要警惕低等级品种信用风险的恶化,尤其是产能过剩行业、房地产等行业。在投资策略上,建议投资者配置中高等级信用债,但配置节奏可以放缓,在低等级信用债的配置上,应尽量避免踩雷风险。

# 信用债牛市未到终结时

□中信建投证券 黄文涛

在信用事件对市场冲击有限的情况下,未来信用债的走势主要取决于较低的资金价格能否带动利率债收益率继续回落,进而打开信用债收益率的下行空间。目前市场对资金面宽松的预期已经形成,随着地方置换债券的常态化发行,市场忧虑情绪也将逐渐缓解,利率债与资金价格的利差将逐渐收敛,因而信用债牛市行情仍未结束。

### 资金价格下行是主要驱动力

4月份以来,货币政策放松的趋势逐渐得到确认,货币市场的资金价格快速回落,但市场对于地方债供给的担忧使得利率债收益率的回落速度显著低于资金价格和信用债收益率的回落速度,因此导致了信用利差收窄和套息利差扩大共存的局面。具体而言,信用利差方面,AAA评级各主要期限的信用利差已经处于四分之一分位数以内,AA评级各主要期限的信用利差也处在四分之一分位数左右。套息利差方面,各期限各评级套息利差均处在四分之三左右的高位。

在信用事件对市场冲击有限的情况下,未来信用债的走势主要取决于较低的资金价格能否带动利率债收益率的继续回落,进而打开信用债收益率的下行空间。上周,尽管受到IPO冲击,但资金面仍维持宽松格局,R001均值下降16.79BP至1.0383%,R007均值下降10.98BP至1.9873%。目前来看,市场对资金面宽松的预期已经形成,资金价格有望保持低位且仍有下行空间。

超额准备金账户属于商业银行在中

央银行开立的结算账户,可以理解为商业银行在央行的“活期存款”,而银行间资金拆借可以理解为商业银行存放在其他金融机构的“定期存款”,因此,超额准备金存款利率是资金价格的下限。尽管目前资金价格已经处于历史的较低水平,但资金价格(以R007为例)与超额准备金存款利率的利差仍处在2.18%高位,而2009年金融危机期间,该利差达到过0.23%的低位。考虑到经济基本面短期并无企稳迹象,未来货币政策继续宽松的方向依旧明确,我们倾向于认为未来资金价格仍处在下降的通道之中。

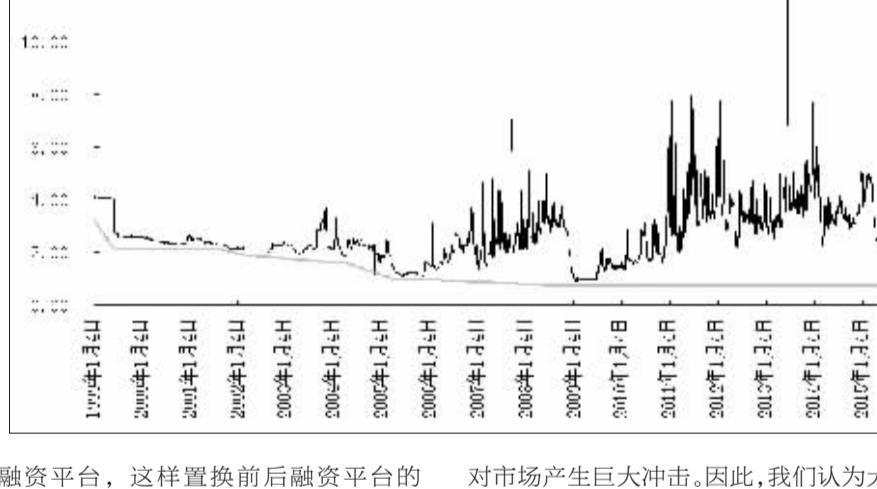
此外,不可高估地方债供给对利率债的挤出效应。上周江苏省和新疆地方债发行利率大大低于市场预期,随着置换债券的常态化发行,市场的忧虑情绪将逐渐缓解,利率债与资金价格的利差将逐渐收敛。因此,信用债收益率将在利率债收益率回落的带动下继续回落,信用债牛市行情仍未结束。

当然,尽管2015年在控风险和降低社会融资成本的政策背景下,违约风险暴露仍将延续之前“点爆”的方式,风险事件超预期大规模爆发的概率比较低,投资者无需过度担忧信用利差的扩大,但对于个别债券违约难以避免,投资者应对密切关注。

### 重申城投债的投资逻辑

目前地方债务置换基本进入常态化,但对于置换后债权债务关系变更问题,并没有相关文件明确披露。可能的方式有两种,一是置换债务及资产仍保留在融资平台的资产负债表上,置换债发行后,地方政府将钱“借给”

### 资金价格与超额准备金利率的利差处于高位



对市场产生巨大冲击。因此,我们认为大概率会是第一种方案。

在现有《破产法》、《公司法》等法律框架下,只要是同一个平台公司的债务违约风险肯定是一样的。基于上面的判断,融资平台即便只有偿还政府性债务的能力,若平台公司对非政府性债务构成违约,则非政府性债务投资人即可通过诉讼要求平台偿还本息,直至平台公司破产。因此我们认为,政府性债务与非政府性债务之间的关系不是“跷跷板”,而是荣辱与共。那么,投资者应该把更多的精力放在确定哪些公司是被财政部认可的平台公司,而非具体地方性债务明细上,因为平台公司只要在财政部口径内,即便当地财政收入不高、平台公司本身盈利能力不足、平台公司的城投债没有被纳入地方政府性债务,那么也应该是安全的。

我们认为第二种方案的可能性不大。

首先,如果将置换债务及其对应的项目划转给财政部门,那么这些项目的后续建设、运营和管理等如何处理将是很

大的挑战,若是由财政部门新成立一家公司统一运作,那还不如直接让原平台公司运作;其次,第二种方案对地方债务审计结果要求很高,要求每笔债务对应的资产要非常明确,而现实中这几乎是不可能的;第三,最重要的是,如果将置换债务及对应资产划转的话,等于变相对外公布了详细的地方债务名单,这将

# 交投降温 债市维持弱势

势行情。

现券市场上,中长端金融债收益率受国开债招标影响呈上行趋势。国债方面,1年期收益率大幅下行,从2.17%成交至1.95%附近;3年期成交在2.83%附近,上行约4bp;5年期成交在3.15%附近,小涨1bp;7年期成交在3.42%附近,上行约8bp;午后受国债期货跳水影响,10年期收益率上行明显,从早盘的3.47%成交至3.54%。金融债方面,国开债1年期成交在2.72%附近,上行约4bp;3年期从3.47%成交至3.50%,上行约6bp;5年期成交在3.78%附近,上行约9bp;7年期成交在4.10%附近,上行约6bp;10年期成交

在4.06%附近,上行约8bp。此外,非国开债1年期上行3bp,3年期上行5bp,5年期上行6bp,7年期上行3bp,10年期上行约5bp。

信用债交投较为清淡,收益率整体上行,中高等级长期限券种较受关注。短融收益率中长端上行5-10bp,3M内品种成交较多,如半个月的14皖高速CP001成交在2.20%附近,接近半年期的15东航SCP001成交在3.30%,上行约20bp;中票交投疲弱,AA+以上品种成交较多,3年期15鲁宏桥MTN001成交在5.10%,5年期铁道债成交在4.23%附近,不到6年的14长沙城投MTN001则成交在5.19%;企业债需求集中在高收益品种,如6年的AAA券种11海航02成交在4.88%,AA+的14神木债成交在5.90%。

从近期利率债招标结果来看,短期品种更受青睐,中长端利率走高,一级疲弱行情带动二级收益率出现调整,利率债回调明显,收益率曲线进一步陡峭化。尽管资金利率逐步见底,流动性维持宽松,近期债市仍继续承压。影响因素主要是股市的快速反弹,供给压力上升以及经济企稳预期有所增强,导致市场对之债市走强动力迟疑。若无经济基本面及政策面的进一步支撑,债市短期内仍将延续承压。

早盘国开行招标发行了300亿的福娃债,整体认购倍数较低,其中,5年-10年期品种中标利率高于市场预期。由于股市行情较好,再加上本周利率债供给压力较大,预计发行总额近2000亿元,债券交投热情继续降温,债市整体维持弱势。

□中银国际证券 斯竹