

基本面支撑Vs供给面压力 债市短期上下两难

□本报记者 葛春晖

本周以来,尽管货币政策利好不断,PMI数据也反映经济下行压力犹存,但债券市场却表现平平,收益率延续窄幅波动态势。分析人士指出,基本面偏弱固然决定了长债收益率需要向下靠拢潜在经济增速,但短期而言,包括地方债、企业债甚至券商融资工具在内的供给压力,仍对债市行情形成压制,债券收益率短期上下两难。

经济偏弱 货币偏松 长债收益率趋势向下

本周以来,债券市场利好不断,货币政策偏松的方向重新得到确认。6月中下旬,货币市场流动性一度持续边际收紧,而市场期盼的降息降准预期却迟迟未能兑现,进而引发了市场对于宽松货币政策转向的担忧。然而上周六,央行宣布降息并定向降准。紧接着,在市场流动性总体充裕的情况下,本周央行公开市场净投放500亿元资金,而且本周二的央行7天期逆回购操作利率降至2.50%的十多年低位,进一步彰显出央行维护资金面稳中偏松、引导货币市场利率下行的政策意图。

其次,最新数据显示经济下行压力犹存。本周三,国家统计局公布6月官方PMI为50.2,与上月持平,仅略高于50荣枯线;汇丰6月PMI终值为49.4,低于初值49.6,继续处于荣枯线下方。申万宏源证券就此指出,经济数据略低于预期,政府稳增长压力依然较大,短期内受到季节性因素和气候因素影响,生产可能面临淡季更淡的

□中信资本 赵巍华

5月份以来,境内人民币债券收益率曲线维持平坦化格局,短久期债券收益率总体维持低位而长久期债券维持弱势震荡。高企的期限利差与多方面因素有关,比如新增大量地方政府债券供给和下半年经济数据可能“弱企稳”等,也与境外同期美国、德国等长债收益率大幅上行和曲线陡峭化同步。境外利率走势固然对境内债市有一定影响,但在人民币汇率可控和资本项目仍不能完全自由流动的情况下,境内因素仍是人民币债券市场的主导因素。

5月份以来,在德国长期国债利率快速反弹的引领下,美国国债等投资级国债长端收益率出现一轮快速反弹,其中10年期德国国债和10年期美国国债最大上行幅度分别超过80bp和160bp。美、德长久期国债的同步下跌与境内长端债券

观点链接

长城证券:债市慢牛仍未结束

货币传导机制不畅的问题仍较为突出,通过恢复地方政府投资直接拉动实体经济需求,是目前更为有效的办法。发改委进一步放宽企业债发行、国务院常务会议取消存贷比规定等结构性改革符合预期,而央行定向降准加息则超出市场预期,央行选择不再基于经济基本面而是防范股市崩盘引发系统性风险。利率市场化背景下,资金面已然不能更宽松,而经济基本面出现企稳迹象,同时面临较大的债券供给压力,双降对债市的利好有限,但从年内来看,长端利率仍有下行动力,债市慢牛仍未结束。

申万宏源证券:收益率下行受制约

对于债券而言,基本面偏弱固然决定了长期债券收益率需要向下靠拢潜在经济增速,但短期之内,政府对于经济下滑的容忍度以及经济下滑带来的



情况,而经济偏弱决定了长期债券收益率需要向下靠拢潜在经济增速。

此外,机构指出,近期股市持续下跌,债券市场的避险价值有望得到体现。综合上述因素看,当前债券市场整体基本面环境依然偏暖。中银国际证券指出,近期宽松货币政策量价齐发,叠加经济弱企稳基础不牢、面临下行压力,同时市场风险偏好逐渐回落等因素来看,长端利率的下行空间已经打开,未来利率曲线有望实现“牛平”下移。

供给承压 股市拖累 债市短期仍需谨慎

从近日债券市场反应看,虽然相继迎来经济面和政策面利好,但市场交易情绪并未得到有效提振。利率债方面,交投清淡,收益率整体延续窄幅波动态势。

无需过度悲观 债市静待风来

的疲软几乎同一时期出现。

从中长期看,不可否认境内外无风险收益率之间存在很大关联。如果海外无风险利率长期上升,要保持汇率坚挺,除了直接干预外汇市场,通常的做法就是推动境内利率水平上升、降低跨境利差。但上述影响更多是中长期的,美、德长债收益率之间的快速传导机制在人民币债券与境外债券之间并不存在,特别是在人民币债券市场对外开放程度尚有限、资本短期跨境流动仍面临一些限制的情况下。短期内,海外长债收益率的走升对境内长端利率的疲软更多是个外部背景因素,主要是心理层面的影响。

导致长久期债券疲软的主要因素在境内。以两批地方政府债务置换为代表的债券供给压力挥之不去,银行表内存款增长缓慢,新坏账增多,有效信贷需求疲弱,维持净息差的压力很大,因此收益相对较

信用风险的承受度,则对债券收益率有较大影响。具体来看,发改委副主任公开表示企业债违约坚决不能出现,那么在债务大量到期前后,除了出现大量地方债的置换外,还看到了政府对于企业债发行条件的不断放宽。在这种风险与收益不对等的情况下,银行被动接受大量供给之余,国债、金融债等无风险低利率品种遭遇挤出影响,收益率下行受到制约。

南京银行:继续关注息差套利机会

目前来看,交易盘与投资盘需求有所分化。由于下半年基本面边际改善和资金面边际收紧预期,叠加地方债源源不断的供给,交易盘心态较为谨慎。但银行投资盘受益于央行大幅度降准,备付资金较为充沛,对债券需求有一定支撑。展望三季度,债市边际利好因素或将弱于上半年,除非后续央行在资产端购买长期债券,不然利率债由“牛陡”到“牛

截至本周四,银行间1-10年期关键期限国债的中债收益率较上周五的变化幅度仅为-4BP、-2BP、-3BP、+2BP、+2BP,其中7年和10年品种不降反升。信用债方面,虽然资金面宽松预期带来的杠杆套息需求下,市场交投情绪尚可,但整体收益率下行幅度亦十分有限。

面对利好,债券市场为何表现得无动于衷?对此,分析机构认为主要有以下三方面原因。

首先,上半年以来市场对于货币政策宽松的预期较为充分,此次降息+定向降准虽然在时点上略超预期,但与普降存准相比,仍传递出较浓的定向调控意味,因此宽松力度并未超出预期。

其次,债券供给压力挥之不去,这也是二季度以来持续压制债市表现的最主要原因。一是,据机构测算今年地方债发

低的利率债对很多银行的吸引力有限。受制于理财市场竞争格局和前期权益市场投资产品推高理财收益率的影响,银行表外理财收益率居高不下,标准化债券很难覆盖其理财产品成本。随着权益市场的火爆,非银投资机构对债券市场的关注度下降,也促进了中长久期债券的疲软。此外,在经济有望阶段性弱企稳的市场预期下,长端利率也不可避免承受一定压力。应该说,中长久期债券的疲软有其道理,但风物长宜放眼量,从稍长的期限看,长久期债券仍有其价值。

从长期看,供给不是决定市场收益率的核心变量,由内外部宏观经济和政策环境决定的债务融资供需格局影响更大。虽然今年债券供给放量,但在三期叠加的经济下行周期中,社会融资规模增长乏力,实体经济债务融资需求也十分疲弱,因此债务融资工具的供给压力更多是结构性

“平”的行情演绎较为困难,建议交易盘保持谨慎,多看少动,控制久期。考虑到当前较低的资金利率,套利盘可以继续关注3-5年期品种的息差套利机会,保持一定杠杆水平。配置盘优选具有免税优势的国债/地方债,资本充足的机构也可以关注铁道债配置价值。

兴业证券:长债机会仍需等待

对债市而言,如果资金保持宽松,即使信用增速在三季度有所回升,但经济整体偏弱,信用债的套息价值是非常明显的,推荐中高等级,久期在3-5年的品种。利率债方面,就长债而言,当前的期限利差已经很高,而且资金面宽松与银行负债成本下降提升了其安全边际,配置价值已经较为突出,而且股市的波动显著增加,利率债的相对价值也在提升。如果未来基本面弹性有限被验证,当前期限利差仍然有较大的修复空间。总的来看,我们认为三季度债市仍然有不错

天集EB首日表现虎头蛇尾

A股持续调整 转债遭遇双杀

周四,可交换债15天集EB于上交所上市交易,继周内航信转债上市后,为可转换类债券市场再添一员新丁。但受到A股行情调整及债券本身价值的影响,15天集EB上市首日表现远逊于航信转债。从转债市场来看,由于债底支撑不足,估值安全边际不足,转债市场的企稳或反弹机会仍需建立在A股市场企稳的基础上。

两因素制约首日表现

15天集EB是本周在上交所上市的第二只可转换类债券。本周二,发行规模24亿元的航信转债在上市首日两度触发熔断机制,全天上涨45.32%,首日表现超过了今年2月份上市的气转债。

业内分析指出,航信转债盘子小,基本面较具特色,且上半年转债存量规模大幅

度萎缩,稀缺性凸显,令新发转债成为刚性资金必须收集的筹码,这些因素都给航信转债加分不少。而昨日上市的15天集EB盘子也不大,发行规模只有12亿元,正股天士力估值在行业内相对较低,且在当前转债/可交换债市场上算是唯一的医药标的,在存量转债/可交换债极为稀缺的情况下,自然也成为刚性配置资金关注的对象。

从盘面上看,周四15天集EB直接高开于133元,开盘价比航信转债更高,并直接触发熔断机制,一直停盘至下午2:55。从开局来看,15天集EB更为强势,但下午复牌后的表现却有些虎头蛇尾。盘面显示,昨日下午15天集EB复牌后直接跳水至110元,随后略有回升,但上涨乏力,尾盘收在112.41元,全天上涨12.41%。首日涨幅在今年以来上市的可转债/可交

换债中垫底。市场人士认为,15天集EB首日表现受到A股调整的影响。周四,A股市场延续弱势,午后一度再现快速跳水走势,上证指数收盘跌破4000点关口,险守在3900点关口上方,但两市仍有大量股票跌停。其中,15天集EB的正股天士力全天下跌6.24%。反观航信转债上市首日,恰逢A股反抽,其正股涨停,也是转债价格大涨的推动力之一。

另有机构报告指出,15天集EB由于有提前赎回条款,封堵了其上行的空间,导致配置价值不及传统转债。因此,上市定位低于航信转债也在情理之中。

转债宜防守反击

从转债市场来看,周四沪深转债及可

行总量将超过2.7万亿元。地方债对国债和政策性金融债的挤占效应,是当前利率债市场面临的主要问题。二是,上周发改委放宽企业债发行条件,城投债以旧换新得以成行,未来城投债供给有所得到恢复性增长。三是,为了应对近期出现的股市大幅调整,监管部门日前出台措施进一步拓宽券商融资渠道,包括允许所有证券公司发行短期公司债以及允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务。公司债发行扩容,无疑给债券市场带来更多供给压力。而对于两融收益权证券化的影响,华创证券亦指出,其证券化产品的资金来源必然也是银行理财资金,等于是分流了银行理财投资债券的资金。

第三,即便是对于股市下跌、避险需求上升可能带来的“股债跷跷板”效应,机构亦普遍持较为谨慎态度。华创证券指出,除了增加债券市场供给压力外,如果股市继续下跌引发金融市场整体流动性紧张,那么债券作为流动性更好的资产可能会首当其冲。该机构表示,实际上根据市场成员反馈,周三全天老城投债成交量很大,就有可能是在理财资金在抛售城投债。

总体来看,在经济下行压力仍在、货币宽松趋势未变的背景下,主流机构仍看好债券市场的后市投资机会,但碍于当前供给面和股市风险溢出的担忧,在实际操作中较为谨慎、观望情绪较浓。有鉴于此,有市场人士表示,短期内债券收益率或延续窄幅波动态势,但随着股市逐渐企稳,地方债发行压力逐渐释放,债券市场有望迎来较好的投资机会。

而非总量性的。短期内,债券投资者结构和各类投资者面临的客观状况不利于消化供给压力。但需求层面的格局也是在不断变化的,其中央行的影响最为重要。

短期内出现央行QE的可能性极低,但随着外汇占款萎缩带来的基础货币发行方式转变,金融系统的负债只能更多地来源于央行通过降准或其他主动投放渠道投放的资金,央行也难免更多地以直接或间接的渠道持有对其他存款性公司债权或对政府债权。在经济持续探底、通货膨胀无忧、预算软约束主体融资受到抑制而存量债务可持续压力极大的情况下,引导利率债为代表的无风险收益率下行对稳增长和控风险等目标具有更重要的作用,央行的货币政策大概率保持稳中趋松。因此,不必对中长久期债券过于悲观,静待风来。(本文纯属作者个人观点,与所在单位无关)

的投资价值,至少套息交易是非常确定的。长端利率的下行还需要催化剂,但投资者可以耐心等待,毕竟机会成本不高。

中信建投证券:短期内长端弱勢难改

近期取消存贷比考核加上“双降”政策有利银行降低资金成本,从而向资产端传导。伴随货币政策放松延缓预期修正,资金再次宽松,同时股市风险加大,使得配资、理财、打新等资金短期内会选择观望或进入债市避险,因此,短期看虽有巨量地方债供给,但对债市不悲观,短期存在交易性投资机会。不过,短期内长端弱势难改。由于地方债对银行长久期债券品种的冲击以及银行当前利润考核压力较大,而长端利率偏低,所以银行的配置力量难以有效恢复;对交易型机构而言,由于经济进一步大幅恶化的概率在降低,长端收益率大幅下行的空间有限,交易型机构博长端的动力也不足。(张勤峰整理)

西部证券7日招标6亿短融

西部证券2日公告称,定于7月7日公开招标发行该公司2015年度第五期短期融资券。

国元证券本期短融计划发行6亿元,为83天期固定利率品种,发行利率通过招标系统招标确定。时间安排上,招标日为7月7日,缴款日、起息日、债权登记日均为7月8日,上市流通日为7月9日。本期短融无担保。经中诚信国际综合评定,西部证券主体信用等级为AA+,本期债项信用等级为A-1。据Wind统计,截至7月2

央行公开市场延续净投放 7月资金面将回归宽松格局

□本报记者 王辉

在上周四时隔两个多月重启逆回购操作之后,本周二及周四两个公开市场常规操作日,央行继续开展了一定规模的7天期逆回购操作,全周实现500亿元的资金净投放。分析人士指出,在上周末实施“双降”之后,央行维持逆回购操作,显示出在新股密集发行及证券市场波动较大的背景下,央行对流动性的呵护,这有助于进一步巩固货币宽松的预期。

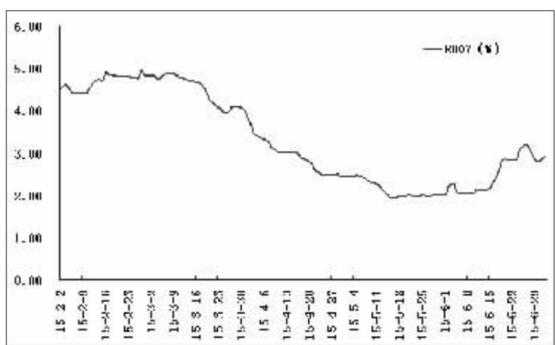
逆回购操作平稳持续

周四(7月2日),央行公开市场开展了350亿元7天期逆回购操作,中标利率为2.50%,与上期持平。本周二央行继上周四重启逆回购操作之后,再次进行了500亿元7天期逆回购操作,中标利率较上次下调20个基点至2.50%。

据WIND统计数据 displays,本周公开市场仅有350亿元逆回购到期。在周二、周四合计850亿元的逆回购操作结束后,本周央行共计在公开市场上净投放资金500亿元,较上周的350亿元有温和放大。进一步的统计显示,截至7月底的剩余4周时间内,公开市场仅在上周有850亿元逆回购到期,其余3周均无资金到期。

市场人士指出,本周央行继续温和“放水”有助于稳定金融市场情绪,保证货币市场流动性充足。从逆回购利率的角度上来看,2.50%的水平也接近当前银行间市场7天期质押式回购利率,未进一步下调也符合预期。

银行间7天期质押式回购利率走势



甘肃9日招标200亿地方债

甘肃省定于7月9日公开招标采购发行该省2015年第一批地方政府一般债券。

据相关发行文件披露,2015年第一批甘肃省政府一般债券发行总额为200亿元,品种为记账式固定利率附息债券,其中置换一般债券和新增一般债券各100亿元。本批债券将分为一期、二期、三期、四期分别发行,债券期限为3年、5年、7年和10年,计划发行规模分别为60亿元、60亿元、60亿元、60亿元。

本批甘肃债将通过招标方

国开行7日招标5期金融债

国家开发银行2日公告称,将于7月7日对2015年第十、十二、十三、十五期金融债进行增发,同时新发行2015年第十六期金融债。本次发行5期债券均为固定品种,期限依次为10年、3年、5年、1年和7年,发行规模分别为50亿元、40亿元、40亿元、40亿元和30亿元。

本次国开债均采用单一价格/利率招标方式。1年、3年、5年

整体而言,在近期A股市场出现较大调整、新一轮新股发行在即的背景下,央行维持逆回购操作,有助于稳定市场各方对流动性的预期。

流动性将保持宽裕

根据新股发行日程,新一批27只新股将于7月3日至8日进行申购,此间多家机构预计,本轮IPO冻结资金最高不超过4万亿元,整体冻结规模要明显低于此前一批。周四,货币市场整体波动有限,仅受新股申购影响较明显的7天期质押式回购利率出现小幅上涨。

具体来看,周四隔夜、7天、14天、1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构)分别为1.14%、2.75%、3.28%和3.18%。其中隔夜和14天期品种与周三持平,7天期大涨8个基点,1个月期限则下跌了12个基点。整体而言,尽管周五新股申购在即,但市场流动性仍延续了宽松态势。

结合央行刚刚公布的6月份SLF、MLF和PSL操作情况,国信证券分析认为,虽然6月中旬到期的6700亿3个月期MLF没有续作,但开展了6个月MLF,而且利率低于3个月MLF水平,反映出货币政策宽松的取向仍在延续。从高频宏观经济指标来看,6月份之后宏观经济下行压力再度加大,预计未来还会有陆续的货币宽松政策出台。对于7月中上旬的资金面状况,中金公司、上海证券等机构本周均发表观点指出,市场流动性整体充裕的格局仍会持续。

式在全国银行间债券市场、证券交易所债券市场公开发行,采用单一价格荷兰式招标方式,标的为利率;投标标位区间为招标日前1-5个工作日相同待偿期的国债到期收益率算术平均值与该平均值上浮15%之间。

东方金诚综合评定,2015年第一批甘肃省政府一般债券信用等级为AAA。据Wind统计,自今年5月18日地方债发行正式启动以来,至今不到两个月时间已累计发行各类地方债共8754亿元。(张勤峰)

期债券于7日上午10:00至11:10进行招标,7年、10年期品种于7日上午10:00至11:40进行招标。本次发行的1.3、5、7和10年期债券的缴款日均为7月10日,上市日均为7月14日,起息日分别为7月7日、6月18日、6月25日、7月10日和4月13日。各期债券承销费按认购债券面值计算,1年期无,3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%。(王辉)

西部证券7日招标6亿短融

西部证券2日公告称,定于7月7日公开招标发行该公司2015年度第五期短期融资券。国元证券本期短融计划发行6亿元,为83天期固定利率品种,发行利率通过招标系统招标确定。时间安排上,招标日为7月7日,缴款日、起息日、债权登记日均为7月8日,上市流通日为7月9日。本期短融无担保。经中诚信国际综合评定,西部证券主体信用等级为AA+,本期债项信用等级为A-1。据Wind统计,截至7月2

西部证券7日招标6亿短融

日,今年以来证券公司累计发行短融券116只/1940.6亿元,略少于去年同期的120只/2013.5亿元。证券公司短融券在经历了前两年的快速扩容后,今年以来的发行量增长势头放缓。据分析,这主要与很多券商的短融注册发行额度已接近用尽有关。在此背景下,今年券商新增债务融资已更多转向了公司债。据统计,今年以来券商累计发行各类公司债券184只/6436.1亿元,较去年全年的106只/2497.05亿元呈现爆发式增长。(张勤峰)