

# 净投放加码 月末流动性无忧

## 资金利率上涨不具趋势性

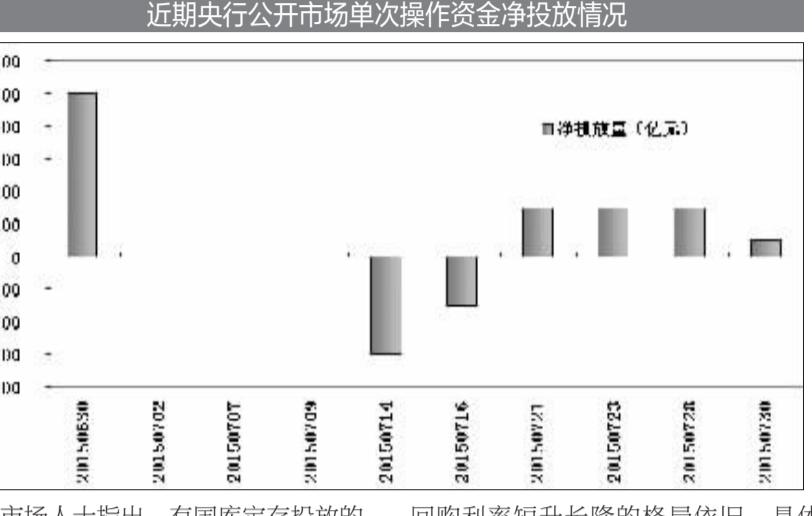
□本报记者 张勤峰

周四(7月30日),央行小幅下调公开市场逆回购操作量,但仍维持单日净投放,全周净投放资金200亿元,少于上周的300亿元。市场人士指出,考虑到国库现金定存投放,本周实际净投放规模高于上周,且流动性边际改善,资金供给充裕,亦为央行缩减逆回购操作提供合理的理由。总体看,旺盛需求推高短期资金利率,但无碍流动性总体稳定和充裕。

### 公开市场延续净投放

据公告显示,央行周四在公开市场开展400亿元7天期逆回购操作,利率持平于2.5%,但交易量较周二缩减100亿元。由于日内有350亿元逆回购到期,当日仍实现净投放50亿元;全周则实现净投放200亿元,少于上周的300亿元。

周四,财政部、央行进行了500亿元3个月期国库定存招标,中标利率续降20bp至3.2%。算上国库定存,本周央行公开市场实际净投放规模为700亿元。反观上周,仅有500亿元前期国库定存到期,当周实际净回笼资金200亿元。



市场人士指出,有国库定存投放的配合,央行小幅缩减逆回购操作量,避免了对市场资金总量造成太大的影响。与此同时,从资金市场上看,虽然临近月末,但本周资金供给越发充裕,流动性状况有一定改善,安稳跨月已无悬念,因此也支持央行适量减少逆回购交易量。

### 短端利率上涨无碍全局

周四,银行间质押式回购市场上,

行仍在积极融出,各期限资金供给都很充裕,资金面反而愈发宽松,长期资金需求寥寥,利率保持稳定,显示市场对中长期流动性预期保持乐观。

分析人士指出,进入下半年,流动性季节性扰动因素增多,对资金利率走势有阶段性影响。近期,企业缴税和月末因素,可能在推升短端资金利率过程中起到一定作用。除此以外,偏低的资金利率和稳定的流动性预期,助涨债市放杠杆操作,债券质押融资需求在不断上升,对资金利率水平会有一定的抬升,这甚至可能是7月以来隔夜利率连续上涨的主要原因。

不过,总体上看,货币宽松取向不会发生改变,而外汇占款持续低增甚至减少,使得央行仍有必要通过主动投放操作,维持合理适度的基础货币供给。同时,稳定金融市场和推进存量地方债务置换,均需要宽松的货币环境支持。未来一段时间,流动性保持平稳适度基本是市场共识。这意味着,未来货币市场利率上行风险有限,虽然可能难以回归前期极低水平,期限利差也有修正需求,但货币市场利率保持低位运行没有太大的悬念。

# 转债随股沉浮 短期谨慎为上

□本报记者 张勤峰

30日,转债市场继续随股沉浮,日内先扬后抑,尾盘全数收跌。市场人士指出,股市情绪谨慎,进一步凸显转债的估值压力,近期交易所公司债行情火热,又令转债机会成本上升,短期看,转债市场波动风险仍大,收益成本不成正比,整体谨慎为主,择优进行波段操作。

### 转债随股波动

30日,转债市场深受股市影响,行情波动较大。中证转债指数早盘震荡走高,一度涨至350.84点,随后下移至345点附近震荡,午后重新上摸至349点后开始回落,临近收市前加速下挫,收报331.57点,跌2.93%;日内走势与股指高度吻合。昨日A股市场先扬后抑,午后跳水,上证综指全天跌2.2%,两市有接近1900只个股收跌。

转债个券方面,昨日早盘和午后一度全线飘红,但最终全数翻绿。4只普通转债中,电气跌幅最小,也达到2.66%,歌尔、格

力、航信均跌逾3%,航信领跌;可交换债方面,14宝钢EB全天跌2.39%,15天集EB微跌0.23%。正股方面,除上海电气勉强收高外,均出现不同程度的下跌,转债半数跑赢正股半数跑输。

在过去相当长一段时间内,转债价格波动都主要来自于正股。据Wind统计,截至7月30日收盘,市场上剩余6只转股类债券的纯债溢价率,最低的15天集EB为29%,其余介于42%-54%之间。由于纯债溢价率不低,且底价变化相对小,转债平价及正股预期变化在很大程度上决定了转债价格波动。自6月A股自高位回调以来,市场心态尚不稳定、盘面波动剧烈,由此也在很大程度上加剧了转债市场波动。

### 规避高估值

自高位回调以来,转债市场跌幅不小,并且在多数时候表现要逊于正股。观察中证转债指数走势,6月初即由升转跌,调整时点要明显早于A股,调整幅度也要高于A股基准指数。自6月2日以来,中证转债指数

累计下跌接近42%。同期,上证综指跌幅则为23.26%。虽然期间有不少转债退市,对指数走势造成扰动。但选取可比个券观察,如电气、歌尔、格力转债自6月初以来跌幅也全部超过40%。在此过程中,前期拖累转债涨幅的高估值压力有所释放,但从目前来看,高估值仍是转债的主要风险点。

据Wind数据,截至7月30日收盘,存量转债中,转股溢价率最低的为电气转债(11%),其次是格力(22.8%),歌尔(26.11%)、14宝钢EB(36.88%),15天集EB和航信转债仍分别高达60.25%、91.27%。整体看,转股溢价率较之前期有所收敛,但并不低,更重要的是,前期股市乐观情绪高亢,转债溢价率居高难下,而随着年中股市行情出现剧烈波动,虽然转债整体转股溢价率有所下降,但在牛市预期降温的衬托下,依旧隐含了过高的正股上涨预期,欠缺安全边际。在当前股市行情偏弱,且波动风险较大的背景下,转债既有来自于转股价值缩水的风险,还要承受估值收敛的压力。

不光如此,近期随着股市资金大量回撤债市,债券需求大量释放,带动信用债的收益率一路走低,交易所公司债尤其火爆,二级收益率和信用利差下行显著,一级市场甚至出现“抢券”行情。一边是股市陷入剧烈震荡,一边是纯债行情如火如荼,必然会对转债市场造成影响。对于固收投资者来说,投资转债主要看重收益资产的超额回报,而纯债上涨则构成转债的机会成本,当超额回报预期下降,且机会成本上升,转债对这部分投资者的吸引力自然会下降。

基于上述,市场人士认为,当前仍需警惕转债波动风险,谨慎为上,可结合估值择优进行波段操作。由于存量券少,稀缺性对转债估值有一定支撑,在转股溢价率合理下修后,部分转债将具备安全边际,适合用于博弈正股反弹。有数家券商机构报告提到,电气、格力、歌尔转债赎回压力减轻,估值继续压缩后,持有价值将逐渐显现,航信估值过高,不及持有正股,而天集条款偏弱,估值不低,后市宜谨慎。

# 信用利差拐点渐行渐近

□安信证券 程昊

过去一个月,股市大跌引发避险情绪升温,随后债市走出一波大涨。其中,信用债收益率率先大幅走低,利率债前期以盘整为主,直到近几日才有所动作。在信用利差降至历史低位,信用债绝对收益率较低的背景下,未来市场行情更大概率会从利率债的补涨展开。

单从利差的角度分析,目前信用债相对价值或已进入“鸡肋”区间,收益率继续下行动力不足。而从投资者结构上看,利率债的吸引力也在上升。

这波信用债行情主要源于高收益资产缺失后,理财资金出现欠配压力。然而,理财收益率相对刚性,发行成本仅出现小幅下降,而经过这一轮由短期限制到长期限制、从城投债到产业债、从高评级到低评级债券的轮动上涨后,目前3至5年的AAA、AA企业债与3个月银行理财的利差已经处于2010年以来的最低点,与1

年银行理财的利差也基本处于最低区间,其中3年AA与3个月理财利差已经倒挂15bp,比均值低130bp。如果后期理财利率不显著走低,信用利差下行恐难以持续。

利率债配置需求主体则是银行和保险。

对于银行,资产配置更多参考的是各类资产间的可比收益率。考虑到税收溢价和资本溢价,目前以利率债最具性价比;在一般贷款利率逐步走低的背景下,利率债相比贷款的价值也逐步凸显。经济新常态下,传统行业加杠杆能力有限,新经济对于贷款的需求容量有限,综合考虑信用风险之后,继续大幅投放贷款的性价比可能也有所降低。相比来看,利率品种不失为现阶段更优投资标的。

信用利差有没有可能一直维持低位?我们将2007年以来的利差周期划分为14个区间,并将影响信用利差的因素划分为趋势项和波动项。趋势项包括经济、通胀和政策周期,波动项包括资金面、企业资

质、信用事件、供需情况、其他冲击等。将上述因素分解,得到国债收益率、经济增长指标(工业增加值、PMI)、企业盈利状况(PPI-PPIRM)、资金面(R007、1个月AAA短融)、信用债供需(杠杆情况、信用净融资量、潜在供给量)、信用事件(评级上调/下调、实质性违约)、信用债融资政策变化等指标,并结合历史背景分析利差变动的原因。

考察AAA、AA以及AA-企业债的信用利差,历史上信用利差低于目前水平的情况主要有三段,分别是2008年三季度、2009年一季度和2010年三季度。

2008年三季度,全球金融危机导致经济衰退,基本面和政策面推动市场全面走牛。由于市场情绪转好,绝对收益率又处于高位,信用债收益率下行幅度大于利率债,导致利差收窄。值得注意的是,伴随着江铜事件冲击,历史上高低评级走势第一次轮动,表现为08年下半年AAA利差震荡持平而AA走高。2009年一季

度,由于4万亿投资拉动,经济V型反转,导致企业经营风险大幅降低,在利率债上行40bp的背景下,信用债收益率小幅下行,AAA利差快速收窄至90bp,AA利差至173bp。2010年初至2010年三季度,债券市场受到了经济和通胀双因素驱动,导致长期利率下行幅度不及信用债,伴随着大型机构进行杠杆操作,也推动了信用债估值的下行;当年三季度加息之后,伴随着资金面的收紧,信用利差快速走扩。

从指标回归的结果来看,虽然每个利差周期都有一些特别因素影响,但信用利差的6次明显回落都伴随着资金面的相对宽松或边际改善。目前资金面处于均衡状态并有小幅上行态势,加上IPO重启担忧以及资金外流影响,杠杆操作的空间已经较为有限,短期利差周期或已经走完。在信用利差处于绝对低位的背景下,后期利差大概率走阔,未来市场行情更大概率会从利率债的上涨展开。

获得政府支持的可能性较大,并将此因素纳入本次跟踪评级考虑。

### 中诚信国际调升云煤化评级展望

中诚信国际日前发布跟踪评级报告,维持云南煤化集团有限公司主体信用等级为AA,评级展望由稳定调整为负面。

中诚信国际指出,2014年以来,云煤化维持了丰富的资源储量,规模优势显著,煤化工业是云南省政府确定的五大支柱产业之一,公司作为云南省发展煤化工业产业的主体,是云南省重点扶持发展的十户地方重点企业之一,在资源整合、融资、税收等方面获得云南省政府的支持。但同时,也关注到了煤炭及化工行业景气度较低;公司所处地区煤矿事故较多,影响公司煤炭业务的正常运营;公司经营性业务大额亏损,盈利能力较弱;债务规模较大,短期债务占比较高,流动性压力较大,面临较大的流动性压力等因素对公司的整体信用状况的影响。(张勤峰 整理)

### 评级追踪

#### 联合资信调升建工集团评级

联合资信日前发布了广东省建筑工集团有限公司跟踪评级报告。

联合资信指出,建工集团为广东省人民政府授权经营国有资产的特大型建筑企业集团,在广东省内具有区域竞争优势,在专业资质、技术研发、项目储备等方面具备显著优势。跟踪期内,公司营业收入稳定增长,新签合同额充足,债务负担下降,偿债能力较强。2014年10月,公司经广东省政府授权组建唯一的省级棚改融资主体,政府支持力度大。未来随着公司储备项目和棚改项目的开工建设,公司收入及盈利规模有望持续扩大。跟踪期内,公司经营性现金流入量和EBITDA均对存续债券保障程度较好。

基于以上,联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA+,评级展望为稳定,并将“13粤建工MTN001”和“14粤建工MTN001”的信用等级由AA调整为AA+。

#### 联合资信调升海南交控评级

联合资信日前发布了海南省交通投资控股有限公司跟踪评级报告。

联合资信指出,海南交控作为海南省交通运输厅代表海南省政府出资设立的国有独资公司,承担着海南省高等级公路及重点交通项目的投融资任务,并负责海南省交通运输系统国有资产的整合和保值增值。跟踪期内,公司外部经营环境良好,公司持续获得海南省政府在车辆通行附加费划拨、资金注入及调配、资产划拨和税费优惠等支持,公司经营获现能力较强。

未来,随着海南省“田”字型高速公路网的不断建设和完善,公司在建拟建项目的陆续完工,以及土地开发业务的开展,公司营业收入规模和盈利水平有望持续增长。

综合考虑,联合资信将海南省交通投资控股有限公司的主体长期信用等级由AA调整为AA+,评级展望为稳定,并将

# 一级行情火 口行债定价低

进出口银行30日对该行2015年第12期、第13期金融债进行了新一次增发招标。这两期债券分别为3年、5年期固息品种,此次增发规模均不超过40亿元。发行结果显示,这两期口行债认购倍数较高,中标收益率大幅低于二级市场10个基点左右。

市场人士表示,两期口行债认购倍数均在4倍以上,显示机构需求旺盛。整体而言,近期股市震荡走弱,提振了债市中短期品种需求。在此背景下,两期口行债延续了近几个交易日利率新债获市场积极配置的态势。(王辉)

# 3个月国库定存利率再降

财政部、央行30日以利率招标方式进行了2015年中央国库现金管理商业银行定期存款(六期)招标。招标结果显示,该期500亿元3个月国库现金定存中标利率较上次小幅走低。

昨日招标的500亿元3个月期国库现金定存,中标利率为3.2%。此前最近一期3个月国库现金定期存款招标,总金额2800亿元,同期有3200亿元前一期国库现金定存到期,实际净回笼资金400亿元。(王辉)

# 国开行下周增发260亿金融债

国家开发银行30日公告称,定于8月4日对该行2015年第15期、第12期、第13期、第16期、第10期金融债进行新一次增发招标。

上述五期国开债均为固定利率品种,期限分别为1年、3年、5年、7年和10年,此次增发规模分别为不超过30亿元、40亿元、60亿元、60亿元和70亿元,发行总额不超过260亿元。

其他发行条款方面,此次将发行的1年、3年、5年、7年和10年期国开债,招标日均为8月4日

金融债(口行和农发行)到期收益率曲线显示,3年、5年期最新收益率分别在3.46%和3.67%左右,实际中标结果明显低于二级市场10个基点左右。

市场人士表示,两期口行债认购倍数均在4倍以上,显示机构需求旺盛。整体而言,近期股市震荡走弱,提振了债市中短期品种需求。在此背景下,两期口行债延续了近几个交易日利率新债获市场积极配置的态势。(王辉)

财政部、央行30日以利率招标方式进行了2015年中央国库现金管理商业银行定期存款(六期)招标。招标结果显示,该期500亿元3个月国库现金定存中标利率较上次小幅走低。

统计数据显示,包括本次操作,今年以来财政部共进行了6期国库现金定期存款招标,总金额500亿元,此次操作将有助于缓解月末时点因素对短期资金面的影响。

昨日招标的500亿元3个月期国库现金定存,中标利率为3.2%。此前最近一期3个月国库现金定期存款招标,总金额2800亿元,同期有3200亿元前一期国库现金定存到期,实际净回笼资金400亿元。(王辉)

# 两地将于8月6日发行地方债 今年地方债发行额已超1.4万亿

公告显示,上海市政府30日以定向承销方式发行了72亿元置换专项债券和89.2亿元置换一般债券。此外,上海市政府决定于8月6日公开招标发行该市2015年第一批一般债券386.8亿元和第一批专项债券94亿元。新增专项债券75亿元,新增专项债券19亿元;分为一期、二期分别发行,期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为36亿元、38.6亿元、89.2亿元、94亿元。新疆维吾尔自治区政府决定于8月6日公开招标发行该区2015年第三批一般债券37亿元和第二批专项债券12亿元。

上海市昨日定向承销发行的置换专项债券为一期和二期两品种,期限分别为5年和10年,发行额均为36亿元,发行利率分别为3.42%、3.78%;同时定向发行的置换一般债券为一期至四期,期限为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为9.1亿元、24.4亿元、3.6亿元、2.4亿元;一般债券发行总额37亿元,分为九期、十期、十一期、十二期分别发行,期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为7.4亿元、11.1亿元、11.1亿元、7.4亿元。这两批债券将于8月6日上午招标,采用单一价格招方式。

昨日,新疆自治区政府发布了该区2015年第二批专项债券和第三批一般债券信息。专项债券发行总额12亿元,分为五期、六期、七期、八期分别发行,期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为47亿元和47亿元。

这第二批债券将于8月6日上午招标,采用单一价格招方式。

昨日,新疆自治区政府发布了该区2015年第二批专项债券和第三批一般债券信息。专项债券发行总额12亿元,分为五期、六期、七期、八期分别发行,期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为47亿元和47亿元。这第二批债券将于8月6日上午招标,采用单一价格招方式。

据Wind统计,截至7月30日,今年以来各地已发行一般及专项地方债券313期,发行面值总额达到1.41万亿元。(张勤峰)

### ■交易员札记

# 现券收益率稳中有降

□中国邮政储蓄银行 董晶晶