

“超宽松”退潮 债市步入调整期

本报记者 张勤峰

一季度，短期流动性持续充裕，推动债券收益率曲线出现陡峭化下移。展望二季度，随着流动性宽松程度渐趋收敛，市场交易热情逐渐降温，这波债市反弹行情或告一段落，并存在一定调整风险。不过，市场人士指出，目前投资环境要好于去年下半年，债市调整幅度预计有限，同时，随着投资者转向关注票息收益，性价比突出的城投债将继续得到机构青睐。

反弹或告一段落 谨慎预期升温

年初在一片看淡声中，债券市场悄然上演“暖春”行情。对比去年下半年，今年一季度债券市场宏观环境、投资者情绪及供需关系皆出现一定的改善。例如，经济增长放缓，流动性持续宽裕；市场活跃度上升，牛市论调逐渐增多；年初债券供给处于季节性低谷，而机构头寸相对充裕；等等。但归根到底，本轮行情仍是流动性推动的行情，收益率曲线陡峭化的形变特征，以及3月流动性开始收敛后市场对基本面利好反应钝化，都充分说明了这一点。

从流动性的变化趋势出发，这波债市反弹行情或告一段落。市场人士指出，首先，春节后现金回流影响已基本消退；其次，短期人民币贬值且汇率波动性加大，增加了外汇套利成本，加上中国经济增长放缓、美联储稳步退出量化宽松政策等内外因素影响，未来外汇流入规模可能下降；第三，在外部流动性贡献趋弱的形势下，银行体系流动性供给将更加依赖央行的流动性操作。而春节过后，央行公开市场已连续七周净回笼资金。综合来看，市场利率很可能已经走过了季节性低点，考虑到4月初法定准备金补缴及月中财政存款上缴等带来的季节性压力较大，未来流动性边际收缩的风险则有所抬升。

此外，其他一些债市影响因素也出现边际走坏的迹象。宏观层面，稳增长的预期上升，但至今未看到货币政策放松，市场认为本轮稳增长措施可能倾向于结构性、短期性刺激，对债券市场影响或偏负面；政策层面，公开市场连续净回笼，货币政策方向不明，促使市场谨慎预期升温；供给层面，年初低潮期已过，未来供给节奏或加快，可以看到，3月份利率产品发行量已然上升，高等级信用债供给意愿明显恢复，而低等级信用债虽然发行难度加大，但是存在刚性融资需求，很多短融中票在发行失败后，坚持重新发行即是证明。

国泰君安证券报告指出，由于市场“该涨不涨”，投资者开始渐渐失去耐心，交易热情下降，短期债券市场存在一定调整风险。作为前期市场上主要的唱多机构，国泰君安态度转变颇有代表性。

调整压力有限 城投性价比更佳

虽然短期债券市场边际调整压力有所加大，但市场主流观点认为，调整幅度预计有限。目前来看，资金面依然相对宽松，经济下行压力加大，政策放松与否尚无定论，但继续收紧的可能性不大，这些使得目前债券投资环境要好于去年下半年。

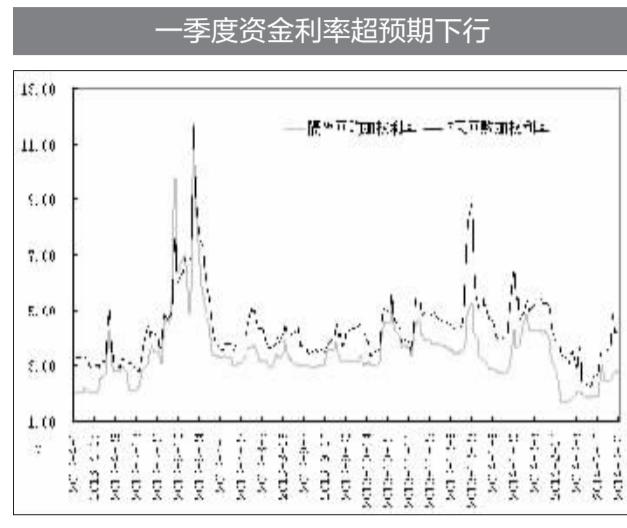
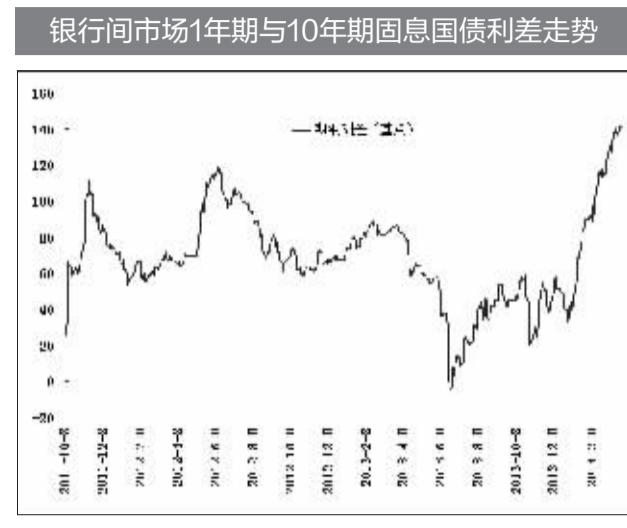
鄞州银行段苏指出，2013年对于债市伤害更大的，或许不是资金成本居高不下，而是资金面的跌宕起伏。今年资金面稳定性有望增强，将营造更为正面的投资环境，有利于债券投资需求的释放。

相对而言，目前债券收益率曲线短端的风险可能较大。如果4月份银行体系流动性继续收紧，首当其冲的是短期债券。此外，年初以来债券收益率曲线出现了快速陡峭化的迹象：10年期国债与1年期国债期限利差从年初的约40基点，大幅上升100基点，达到目前的140基点，这一水平已经创下了2010年12月以来3年多高位。如果未来长短端期限利差向均值回归，要么是长端利率下行，要么是短端利率上行。整个一季度，长端利率对经济下行反应钝化，按照这一趋势，未来期限利差修正更可能由短端利率上行来完成。

分析人士表示，随着市场交易热情下降，投资者将关注价差收益转向票息收益。在市场整体利率风险不大的情况下，城投债的性价比突出，可能继续得到机构的青睐。

首先，经过3月份调整，场内外AA左右城投债收益率多在7%以上，已具有吸引力。其次，城投债风险收益比较优势明显。产业债出现违约案例后，城投债成为刚性兑付最后“堡垒”，虽然不能排除个别低资质品种或遭遇负面评级行动，但城投债出现债项违约的可能性暂时极小，安全性较受认可。特别是进入4月后，上市公司年报将集中披露，而盈利不佳的发债公司多选择在4月份披露年报，这使得4月将成为公司债年报风险的集中兑现期，5月、6月和7月将是评级调整集中期。总体看，市场违约预期将只增不减，城投债的相对安全性更受关注。再者，机构对信用债存在刚性需求。银行基于监管风险和信用风险的担忧压缩非标资产，对高收益资产的需求可能迁移至信用债市场，而城投债兼顾收益与安全，将是主要的受益者。最后，4月份企业债供给大概率会缩量，中高等级城投债收益率仍有下行的可能。

值得一提的是，年初至今表现最好的债券，正是城投债。



观点链接

长江证券：二季度焦点仍为流动性

上周3月江丰PMI预览值数据同环比均再度走低，2月工业企业利润同比增速也出现大幅下滑，这些数据再度预示国内经济前景仍不乐观，但高层已明确指出今年将确保完成增长任务，这也意味着后续经济基本面面对债市的支撑将较为有限，因此二季度债市的着重点仍在于流动性。我们认为，多重因素将使二季度流动性较一季度有所趋紧，但出现去年紧张状况的概率偏低。交易性机构把控仓位是应对流动性调整的合理选择；配置型机构应坚定回避低评级券种，可参与城投品种配置。

申银万国证券：资金面收紧 长端继续寻顶

从4月第二周开始，由于季末后法定准备金大量补交和上季度财政税收上缴，资金面可能出现时点性失衡，短期包括隔夜利率会继续明显上行，季末后资金不会回到一季度宽松状态，从二季度开始，资金紧张是趋势性的。基本面方面，本周即将公布的3月官方

PMI可能反弹，3月工业同比将从年初1、2月份谷底回升，或能验证年初经济最差阶段已经过去，二季度经济基本面可能继续缓慢好转。总体看，4月份利率将趋于平坦化上行，伴随市场资金利率中枢再度回到4%以上，长期利率将继续上行寻顶，10年期国债/政策金融在4.5%/5.6%以上还会继续上行，利率继续释放交易风险性，建议高杠杆机构加速降低杠杆。

光大证券：重视信用债配置价值

随着4月份年报完全披露，预计中上游重资产行业回报率水平仍将延续回落，这对信用债收益率产生顶部约束。但年报披露带来的部分上市券退市与债券评级下调风险以及部分零星风险事件爆发仍将成为市场风险情绪的焦点，这将对信用债的估值产生不利影响，即使流动性宽松持续，信用债收益率也很难看到一个明显的下行空间。建议投资者更加注重信用品种的票息价值。与此同时，虽然不会有系统性的风险爆发，但在信用市场加速分化的背景下，持续性的信用事件冲击会导致信用债等利差的扩张，因此在关注票息价值的

同时，债券的安全性也是投资者应当考虑的重点，中高等级产业债和城投债相对较好。

中金公司：安全前提下择优配置

展望二季度，信用风险最坏的阶段远未过去，低评级信用利差仍将维持高位甚至有进一步创新高的可能。从近期情况看，虽然很多信用事件早已在市场预期之中，但当风险真正兑现时，仍给市场带来很大冲击，说明未来市场仍隐含着很大的波动风险。我们维持持仓评级中枢上移的建议。高等级未来虽然也存在供给压力释放的问题，但在目前资金成本可控条件下，仍有良好配置价值。如果利率债在经济悲观预期和相对宽松的流动性环境中出现阶段性行情，高等级债也将跟随受益。在保证安全的前提下，个券选择上可以中短期限、票息相对较高者为主，但需要加强个券甄别。城投债尽管其长期系统性风险不小且有供给压力，但短期违约风险不大，估值急剧收缩的可能性较小，7%-8%的票息能够保障较高的全价回报和杠杆收益，是有高收益债券配置需求投资者相对较好的选择。(张勤峰 整理)

挖掘城投公司自身亮点

中国银河证券 林娜

当前城投债信用分析体系中，城投公司所处的当地政府背景和财政实力，是决定城投债发行人信用等级的最主要因素。不过，正本清源，城投公司的自身经营状况仍是分析城投债信用风险的重要因素。

由于城投公司所从事的绝大部分业务属于政府公益性项目，城投公司大部分的资金需要地方政府的财政支持或财政转移支付，所以地方政府财政实力的强弱决定了城投公司的资金实力。因而，当前债券投资者分析逻辑更多的是，如果城投公司出现风险可以由当地政府“兜底埋单”，那么当地政府财政实力越大，城投企业信用风险越小。

尤其处于经济下滑，信用事件频发的时期，如果出现一例政府不兜底的城投违约，城投债违约就容易扩散开来。就像当年民营企业福喜债面临违约由政府买单，随后两年市场认为这些公募债包括民营企业公募债都会有政府的隐性担保，直到今年超日债不能按时

足额偿付利息，市场开始认识到政府不会对民营企业兜底，谨慎情绪由此波及到产业债。因此可以说从政府态度来看，目前城投债的安全性要高于产业债、上市公司债和民营企业公募债。

需要指出的是，虽然城投企业的特点导致其信用风险首先要看当地政府背景，但是城投企业自身经营情况也不容忽视。对城投公司自身经营状况的分析，更多的是分析财务数据，但财务数据更多的是展示已经过去的经营状况，对于城投公司未来经营状况，则应该考虑以下几个方面：

首先是稳定现金流的业务收入。城投公司有现金流稳定的主营业务收入无疑是城投债一大亮点，尤其是拥有燃气、水务、电力、城市公交等业务收入，因为这类业务具有垄断性又有稳定的现金流，可为城投债的未来还款提供部分现金保证。

其次，拥有战略性资源。虽然受到美国经济复苏、美元复苏还有一些政策的影响，能源原料价格处于下滑态势。

但是拥有煤炭矿产等这些战略性资源

可以为城投债还款提供很大的保障。

其是拥有优质能源资产，例如拥有优质煤（低硫、低灰份、无瓦斯、高热值、低开采成本）的城投公司其自身价值就会很突出。

第三，真正拥有的土地资产。土地资源已经被看作分析城投公司信用风险中仅次于政府背景的第二重要因素。要看土地资产的拥有状况和土地所处的位置，手握大量市区内的土地要比郊区土地好得多，已进入企业报表的土地比政府指定收益的土地更好。

第四，投资项目资金回流。城投债募集资金投向的项目大多是公益性项目，项目未来是否具有资金回流，对当期债券的偿还风险对冲也相当重要。

如果能与当地政府签BT协议自然好，即使没有BT协议，如果政府安排财政资金进行项目资金回流安排，可以在一定程度上将项目现金流与当地政府进行较好的关联，强化债券偿付保障。

此外，城投公司的经营管理质量、发展战略、领导层的安排等等，也都一定程度上影响着城投公司信用风险。

交易员札记

债市中性偏弱 收益率小幅上行

山东潍坊农信 代长城

3月31日，季末最后一天，银行间市场资金面依然比较平稳，各期限利率变动不大。隔夜回购上升7BP至2.82%，7天回购利率下行3BP至4.18%。

尽管资金偏松，但现货市场成交清淡、抛盘略重，整体成交收益较上周五有小幅上扬。3年国债140004对

3.83%-3.81%，5年国债140001曾对峙4.12%-4.11%，7年国债140003成交于4.32%，10年国债130018早盘成交于4.485%，后对峙4.49%-4.47%。1年国开140204成交于4.76%-4.805%，较上周上行4BP，7年国开140203成交于5.62%，较上周上行3BP，7年非国开140409成交于5.57%。

当日进出口行的3年和5年发行价格

加手续费后收益率高于二级市场收益率。近期金融债招标倍数不低，但利率基本都超出预期及二级水平，显示配置机构拿债心情不急。目前经济下行压力加大，对债市的利好逐渐显现，但考虑到4月份利率品仍保持每周过千亿元的高供给量，且下周财政存款和清明节假日因素的影响，短期流动性出现收紧的可能性较大，短期内债市可能会呈现中性偏弱的态势。

国债期货窄幅震荡 成交低迷

本报记者 葛春晖

本周一(3月31日)，国债期货市场延续上周以来的日趋清淡走势，三个合约价格涨跌互现、波幅很小，成交则创下上市以来的次低水平。

具体来看，昨日国债期货主力合约TF1406收报92.54元，微涨0.01%，成交571手，当日减仓105手至4616手；TF1409收报92.99元，跌0.03%，成交12手；TF1412收报93.15元，微跌0.01%，

仅成交1手。三个合约全天成交合计584手，为5年期国债期货2013年9月6日上市以来的次低成交量，仅略高于上周五539手的地量水平。

昨日银行间市场上，国债期货主力合

约CTD券130015尾盘成交在4.43%，基本持平于上周五收盘水平；140003尾盘成交在4.32%，上行约1BP。资金利率从低位持续回升、市场宽松预期降温，是近期债券期现市场

流动性平稳度过季末考验

一季度最后一个交易日，银行间市场各期限资金利率涨跌互现、波动不大。市场人士表示，流动性已平稳度过季末考验，但未来资金利率或难以出现大幅回落。

3月31日银行间质押式回购市场上，主流隔夜回购加权平均利率较上一交易日上涨7BP，收报2.82%，7天回购加权利率小跌3BP至4.19%；中期限品种中，14天回购加权微升1BP至5.48%，21天品种下行5BP至5.75%；1个月及以上品种亦总体稳定。

业内人士表示，本周季末因素影响减弱，准备金缴款因素影响有限，料资金面有望继续保持平衡；

而展望二季度，鉴于新增外汇占款可能高位回落、财政存款面临季节性回笼等因素，整体流动性难以回到一季度时的极度宽松局面，资金利率中枢将小幅抬升，预计7天回购加权利率将回升至3.5-4.0%水平。

另据WIND统计，本周公开市场上将有1000亿元正回购资金到期。交易员称，央行周一进行了7天、14天逆回购和14天、28天正回购以及91天期央票混合询量。市场人士表示，上周央行在季末时点净回笼980亿元，令市场上的政策放松预期有所降温，本周央行操作方式和回笼力度继续成为市场关注焦点。(葛春晖)

人民币兑美元中间价创半年新低

伴随中间价连续第四个交易日下调且创逾半年新低，3月31日人民币兑美元即期汇率亦连续第四个交易日走软，但结汇需求令即期汇率跌幅受限，未能再创阶段新低。

据中国外汇交易中心公布，3月31日人民币兑美元汇率中间价报6.1521，创2013年9月18日以来新低，也是逾六个月以来首次跌破6.15关口。当日银行间即期外汇市场上，人民币兑美元汇率低开58基点报6.2180；盘中最低6.2298，距3月21日创下的逾一年低点6.2370还差72个基点；尾市收于6.2180，较上一交易日下跌58基点或0.09%。据交易员称，昨日盘中有疑似干预的大行购汇出现，一度令即

期汇价迅速走贬，但上周以来市场做多热情有所升温，客盘偏向结汇使得人民币重新收回大部分跌幅。

昨日香港离岸市场上，人民币兑美元即期汇价报6.2159，上一日为6.2065。海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上，1年期美元/人民币合约报6.2324，反映投资者预计一年后人民币中间价将贬值约0.13%，与前几日变化不大。

分析人士认为，一方面，人民币短期贬值幅度已深，继续贬值不受市场认可，同时企业结汇也对汇价起到一定托底作用；另一方面，当前中国经济增长下行压力加大，人民币贬值升值也缺乏足够依据，因此预计人民币短期或转入弱势震荡格局。(葛春晖)

口行两固息新债招标不温不火

进出口银行本周一(3月31日)招标发行了该行2014年第22期和23期金融债。受制于资金价格相对高企以及资金面预期不甚明朗，两期口行新债招标情况不温不火，中标利率基本贴近二级市场。

来自中债网及交易员的消息显示，本次招标的第22期债券为3年期固息品种，发行规模60亿元，加权中标利率为5.2393%；第23期5年期固息品种发行规模70亿元，中标利率为5.42%，两期新债中标利率与之基本持平。

市场人士表示，一季度末资金价格走高态势还没有显著缓解，而且市场对于中长期货币政策及流动性的预期尚不明朗，导致此次进出口银行的两期新债招标情况相对中性。(王辉)

国开行3日续发两期固息债

国家开发银行3月31日公告，将于4月3日招标增发2014年第八期和第十期金融债券。

本次增发的两期固息债券分别为3年期和7年期，计划发行规模均不超过50亿元，发行人对本期债券均保留增发权利。2014年第八期债券为3年期固息债券，2014年第十期债券为7年期固息债券，均为按年付息。本次增发的两期债券缴

款分别为2.82倍和1.79倍，显示市场认购情况相对中性。银行间市场固定利率政策性金融债到期收益率曲线显示，3年和5年期固息金融债最新收益率分别在5.25%和5.42%左右，两期口行新债中标利率与之基本持平。

本次增发的两期债券均为固定面值，采用多重价格(美国式)招标方式，均不设立基本承销额。承销费按认购债券面值计算，3年期为0.05%，7年期为0.10%；各品种均无兑付手续费。(王辉)

农发行本周四发行四期金融债

农业发展银行3月31日公告，将于本周四(4月3日)招标发行四期固息金融债，总额合计不超过200亿元。

四期金融债依次为该行2014年第22期5年期、第23期10年期、第24期3年期固息金融债的增发品种，以及首次发行的农发行2014年第29期1年期固息金融债，发行规模分别不超过60亿元、40亿元、60亿元和40亿元。其中，5年期、10年期、3年期品种票面利率分别为5.25%、5.48%、5.20%，起息日为4月15日、4月15日、4月16日。1年期新品种缴款日为4月10日，上市日为4月14日。

本次增发的三期金融债均采用单一价格荷兰式招标，新发行的1年品种采用单一利率荷兰式招标。