

长债利率松动 放松预期升温

中长债利率短期或继续震荡下行

□本报记者 葛春晖

清明节过后,中长债收益率显著下行,凸显出市场上中长期资金面谨慎预期终于出现松动。分析人士认为,在经济托底需求犹存的背景下,货币政策虽无全面放松必要,但转向中性偏松是大概率事件;与此同时,再考虑到债市入市条件有望放宽等中长期利好因素,未来债券市场环境仍整体偏暖,收益率曲线短期或继续呈现牛市变平格局。

中长期资金面预期改善 期限利差大幅收窄

债券市场行情好不好,中长端利率债的表现是关键。今年一季度,虽然债券市场短端收益率持续下行,但中长端收益率却一直居高不下,因此债市始终难言走牛。最近两周,特别是上周以来,在短端收益率略有回升的同时,中长端利率出现了明显下行,市场上关于债市回暖、牛市乍现的观点也有所抬头。

回顾年初以来债券市场行情,不难发现,市场上中长期资金面预期持续偏谨慎,是债券市场难以整体走强的根本原因。自从去年6月“钱荒”过后,债市投资者普遍认为央行货币政策在来年较长一段时间内将维持中性偏紧,对中长期利率产品一直提不起兴趣。因此,即使是在一季度银行间市场资金面持续超预期宽松、短期资金利率频创近年新低的情况下,也仅仅



呈现为短降长稳的格局。以银行间10年期和1年期固息国债为例,从年初到今年3月末、4月初,两个期限国债收益率分别下行6BP和114BP,利差则从年初的不到40BP拉到140BP左右,创下2011年以来的最高水平。

最近两周,债券中长端收益率出现明显松动,这意味着,投资者对于中长期资金面的预期得到了明显改善。以标杆品种——银行间10年国债为例,截至4月18日,该长债品种的中债收益率为4.30%,由4月初的4.50%附近累计下行约20BP,与1年期品种的期限利差则大幅收窄至80BP。值得一提的是,10年期国债收益率自上周二以来累计下行约

12BP,幅度超过了同期1年期国债,显示市场情绪在上周出现快速转暖。

慢牛行情或展开 途中颠簸在所难免

事实上,最近两周并不是今年以来市场资金面最宽松的时候,货币市场标杆品种——7天回购加权平均利率的低点出现在3月中旬。而对于最近两周投资者资金面预期发生转折的原因,市场人士指出,一是,在短期资金面持续宽松的同时,市场思变情绪不断酝酿;二是,最近两周来,央行公开市场操作重回净投放,央行行长周小川发表“若经济增速偏离目标或采取微调措施”讲

话,一季度数据印证经济下行压力,以及国务院常务会议提出降低县域农商行存准率等信息集中释放,进而刺激投资者预期出现实质性扭转。

展望后市,综合多家分析机构观点来看,债券市场整体环境依然偏暖。虽然一季度经济增长未滑出底线,但持续偏低的工业增加值、固定资产投资等数据,均预示托底需求犹存,在此背景下,货币政策虽无全面放松的必要,但由此前的中性偏紧转向中性偏松则是大概率事件。有机构预计,未来央行将继续通过公开市场投放、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等微调手段,推动货币市场利率下行,进而压低实体经济融资成本。这意味着,在实体经济融资成本出现明显回落之前,利率债中长端收益率仍有一定的下行动力,收益率曲线有望出现进一步平坦化修正。

不过,需要说明的是,由于货币政策缺乏全面放松的基础,结构性、“微刺激”的调控方式,决定了货币市场流动性不会出现全面宽松,中长端利率的下行速度和空间也都将由此受限,收益率的反复和震荡将在所难免。这一前提下,国泰君安等机构纷纷表示,投资者不能忽视牛市颠簸所带来的风险,在适当顺势交易、获取短期价差的同时,也要避免追涨、注意建仓的安全边际,特别是对于部分低评级信用产品,更应该仔细甄别、以防范为主。

曲线平坦化不会持续太久

□渤海银行 蔡年华

当前,债券收益率曲线出现从陡峭化向平坦化转变的迹象,这主要得益于资金面的超预期宽松以及经济数据疲弱带来的货币政策放松预期。虽然降低融资成本成为各方共识,但货币政策大幅宽松的概率较小,因此曲线平坦化的过程或难长久维持。

据测算,4月初至今,10年期与1年期国债的利差由3月份的140bp降至80bp,目前已低于历史均值的118bp。曲线出现平坦化形变的原因主要是货币政策出现微调,央行一方面维持中性操作,保证了短期资金面宽松;另一方面,通过“定向降准”等方式稳定市场长期预期。但综合来看,这一趋势难以延续,未来曲线或重回陡峭化。

对于长端利率而言,收益率能否继续下行须看货币政策是否转向全面宽松。当前货币政策可能的放松方式包括降低存款准备金、再贷款和扭转操作,但笔者认为这三种方式都不符合目前的宏观经济环境。存款准备金率下调直接影响是增加市场资金总量,加快货币创造速度,虽然目前M2增速已低于13%的政策调控目标,且CPI年内突破3%可能性较低,但存准调整和再贷款面临两大约束:一是存贷比约束和资本约束,商业银行获取资金后不一定能增加对实体经济的支持,而且信用风险上升导致银行惜贷严重,资金可能滞留银行间市场;二是资金投向的约束,目前资金需求最大的领域主要是房地产和地方融资平台,这两个行业成本约束较低,且融资受限严重,降准释放的资金如继续流入该领域对实体经济改善有

限。扭转(OT)操作主要兴起于美国,中国目前缺乏相应的操作经验,且长期债券存量规模有限,政策实际操作的空间有限。

在外部经济逐步复苏和国内“三期叠加”的经济环境下,央行全面转向宽松的概率较低,长端利率或维持高位震荡。

对于短端利率而言,主要的考量指标是回购利率能否保持低位。目前看,受监管风险和信用风险增大的影响,商业银行主动压缩表外业务的意愿增强,并极大地压低期限错配规模,通过银行间市场用于匹配非标业务的资金需求大幅下降,从而降低了在季末等时点对资金的短期冲击,使得资金面表现更为平稳。另外,人民币汇率贬值已接近尾声,短期来看对资本流动并未产生实质影响,热钱未出现大

幅流出的迹象,而随着海外人民币市场的不断壮大和资金回流渠道完善,对短期资金的稳定起到支撑作用。

目前,降低社会融资成本成为市场的共识,只是在操作路径上存在分歧,根据前面的分析,央行大幅宽松货币弊大于利,而最优的选择可能是维持短期资金的宽松,即通过公开市场的对冲操作来平滑资金波动,并适当引导利率中枢下移,因此公开市场会进行相机抉择,适时降低正回购利率或在资金紧张时重启逆回购、SLO和SLF等工具。如果这一逻辑成立,则短期利率将维持低位,这对短期债券利率的平稳下行起到支撑作用。

基于以上分析,债券收益率曲线平坦化恐将是短暂的过程,未来曲线将重回陡峭化,因此需要关注长期债券在利多释放后的交易风险。

观点链接

国泰君安证券: 短期或有回调

虽然央行一再强调稳健货币政策的持续,基本面和融资数据亦不支持货币政策的实质性放松,但近期央行行长、国务院总理等多次论述引发市场乐观预期解读,形成政策未行、预期先行的局面。在资金面整体相对宽松背景下,市场仍有波段机会。有消息称央行拟放宽全球央行、主权基金、国际金融机构等非法人机构进入中国银行间债市的准入条件,或成中长期债市行情的重要推动因素。不过,需要注意前期利好集中释放后,短期或有回调。建议做空1年期国债,做多5年期金融债,预计有20BP套利空间。

海通证券: 延续牛平行情

3月份M2降至12.1%,已远低于13%的目标,加之经济通胀显著回落,衰退性宽松将成常态,预测R007中枢或重回3.5%以下。上周公布的1季度经济数据不佳,而且国务院宣布微降准,央行持续净投放货币,稳定了货币低利率预期,有助于降低长端利率期限溢价。4月经济通胀将再度下滑,宽货币下货币利率易降难升,债市牛平行情有望继续上演。建议适度增加久期,围绕3-5年期展开配置。

信用产品方面,受资金面宽松的影响,成交集中在短融上,收益率虽有所下行,但幅度比上周小。如剩余3.6个月的14大唐集SCP004成交在4.58%,较估值上行1BP;剩余4.8月的14浙交投SCP001成交在4.80%,较估值下行6BP;剩余6.8月的14中铝业SCP001成交在5.33%附近,较估值下行4BP;剩余期限3.73年14国开03成交在5.47%附近,较估值上行2BP;剩余期限9.75年14国开05成交5.49%附近,较估值上行2BP。

信用产品方面,受资金面宽松的影响,成交集中在短融上,收益率虽有所下行,但幅度比上周小。如剩余3.6个月的14大唐集SCP004成交在4.58%,较估值上行1BP;剩余4.8月的14浙交投SCP001成交在4.80%,较估值下行6BP;剩余6.8月的14中铝业SCP001成交在5.33%附近,较估值下行4BP;剩余期限3.73年14国开03成交在5.47%附近,较估值上行2BP。

申银万国: 追涨风险较大

本周信用债继续追涨的风险较大。首先,从4月开始,财政存款持续两个月的大幅上缴将从根本上改变资金面的宽松程度;其次,上周整体市场回暖得益于农村机构差别准备金优惠等消息因素。这些利多更类似市场预期,并无实质性影响。若市场预期迟迟没有兑现,多头情绪恐难以持续;第三,不应过多看重银监会“11号文”对非标的压制作用,后续若无更严厉的政策出台,恐怕非标并不会得到有效压制;最后,信用供给释放太快,一级市场的配置价值已经明显偏低。建议机构把握近期市场回暖机会,尽早获利了结,等待收益率调整后再行配置。

光大证券: 中期风险值得关注

本轮行情的可持续性在5、6月份会受到挑战。随着年报披露,评级公司的信用跟踪将提上日程,大量中上游重资产行业的公司业绩并不乐观,而产能过剩行业和上游行业的景气度未见实质性好转,因此后期一大批债券评级下调或者负面展望将是大概率事件,这将对信用市场的估值产生极大的压力。同时,由于二季度城投债到期压力较大,随着大量地区房价下降新闻的爆出,后期对土地转让收入

能否维持高增长的质疑也将是市场关注的重点,这将对部分地区尤其是以出口导向行业以及钢铁、煤炭等中上游行业为支柱产业的地方形成极大的压力,其城投债风险也值得关注。

上海证券: 纠结中寻找波段机会

A股表现仍然是影响转债的最重要因素。上证指数仍将在疲弱的经济数据和时常出台的小幅刺激政策中反复纠结、箱体震荡,个股表现仍以结构性特征为主。优先股政策的出台将改变转债市场的投资格局,上证50指数成份股的转债在缺乏条款博弈机会后,走势上将明显弱于正股。在沪港通政策刺激下,部分AH股股价较高的个股经过调整后仍会有所表现,建议关注平安转债。题材方面——建议关注改革背景下的隧道转债和深燃转债。

中信证券: 建议保留中等仓位

短期来看,经济增长临近底线,货币政策出现放松信号,以低估值蓝筹为主的转债市场下跌风险较小。后续转债市场反弹的驱动因素,来自于无风险利率的下降、风格转换、增量资金的入市、T+0交易和股指期权制度利好的推出。从策略角度,建议投资者保留中等仓位,如果货币市场利率持续回落,再进一步加仓。(葛春晖 整理)

国债期货缩量调整

□本报记者 王辉

21日,国债期货自年内高位小幅回落,成交量进一步萎缩。

具体看,21日国债期货主力合约TF1406收报92.698元,跌0.026元或0.03%,成交752手,当日增仓51手;TF1409合约报93.102元,跌0.028元

或0.03%,成交69手,增仓23手;TF1412合约报93.28元,跌0.008元或0.01%,成交3手,减仓1手。当日主力合约成交量创下4月以来的最低水平。

中金所盘后公布的持仓排名数据显示,在TF1406合约上,前20大、空主力席位合计分别增仓42手和69手,多、空主力席位持仓量基本无显著

变化。其中,上海东证、国泰君安继续位列最大多方席位和最大空方席位。中信建投期货认为,在弱经济、低通胀预期增强和利率市场化预期有所减弱的背景下,债市继续有较强支撑。但目前国债期货价位相对偏高,后续上涨空间可能相对不大,后期不宜追涨。

人民币中间价再创年内新低

21日,人民币兑美元中间价报6.1591,再次创出年内新低。

即期交易方面,21日人民币兑美元即期汇率也小幅走软。具体看,当日人民币兑美元即期询价交易开盘报6.2247,收报6.2274,较前一交易日跌2基点或0.05%;盘中最低至6.2359,距6.2370的前期低点仅差11个基点。

央行上周公布的数据显示,3月

缴税影响渐增

资金利率下行空间不足

周一,银行间市场中短期限回购利率多数下行,资金面呈现先松后紧的态势,企业集中缴税的影响有所显现。

数据显示,周一隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率分别为1.98%、2.70%、3.00%、3.75%和3.70%,除刚好跨“五一”小长假的14天期回购利率有小幅上涨外,其余期限利率较上周五均有所下行。其中,隔夜回购利率连续第二日运行在2%下方。不过,据交易员反映,受企业缴税影响,周

农发行新债获积极认购

农业发展银行21日招标发行了三期固息金融债,分别为该行第29期二次增发债、第21期三次增发债和新发行的第31期债券,期限依次为1年、3年和2年,发行量均为50亿元。招标结果显示,本次发行的三期短期农发债获得市场机构踊跃投标,其中1年和3年期品种认购倍数更突破4倍。

分析人士表示,尽管本周有季节性缴税的冲击,但主流机构对资金面的信心增强。此外,一些大行在4月份有较大规模利率债到期,对新债的需求也有所抬升,从而对本次三期短期债券的发行带来提振。(王辉)

中债资信上调山东能源评级至AAA+

中债资信评估有限公司近日发布了对山东能源集团有限公司的跟踪信用评级结果。

中债资信指出,3月20日,山东能源向中债资信提供了其设立山东能源集团财务有限公司和业务整合的最新进展情况。整体看,虽然短期内煤炭行业景气度短期反弹后重新进入下行通道,但公司规模优势显著且区位条件优越,行业地位较高。山能财务的成立将提高资金归集水平和协同效益,同时公司整合协

调推进较快并取得明显的阶段性成果,整体经营风险极低。财务方面,2013年前三季度公司盈利规模和经营活动产生的现金流量净额大幅下降,但近年收入增长迅速,短期偿债指标较好,长期偿债指标仍处于行业较好水平。未来,公司在建项目投资大幅降低,显著的规模优势和较高的行业地位将继续维持。

综上所述,中债资信决定将山东能源主体信用等级由AA+上调至AAA-,评级展望为稳定。(张勤峰)

联合上调国都证券评级至AA+

联合资信日前发布了国都证券有限公司2014年主体跟踪信用评级报告。

联合指出,公司建立了较为健全的公司治理架构,内部控制及风险管理体系逐步完善,尽管业务发展曾受到公司重组计划的影响而有所放缓,但自重组计划终止以后,公司重新制定了发展战略,对各项业务进行梳理与整合,综合竞争力有所提高。目前公司负债压力

小,财务杠杆水平低,资本充足,为公司未来业务发展提供了良好的基础。当前宏观经济增速放缓,国内股票市场持续低迷,对证券公司经营造成一定压力。根据公司面临的外部市场环境和自身经营情况,联合资信认为公司未来一段时期的信用水平将保持稳定。

综合考虑,联合资信将国都证券有限公司主体长期信用等级上调为AA+,评级展望为稳定。(张勤峰)

大公调整乐山电力评级展望为负面

大公日前发布了对乐山电力股份有限公司主体与2013年度第一期短期融资券跟踪评级报告。

大公指出,2013年以来,乐山电力逐步开展电力资源整合、并网工作,电力业务保持稳定发展,燃气和自来水业务也较为稳定,但多晶硅业务技改项目陷入停顿,短期内难以复产,收益实现存在较大不确定性。公司拟受让乐电天威剩余全部股权,未来或将因此承担更大的经营压力。因设备腐蚀、存货跌价等因素影响,公司对多晶硅存货、固定资产和在建工程计提减值。

总体考虑,大公对公司2013年度第一期短期融资券信用等级维持A-1,主体信用等级维持A+。(张勤峰)

两券商24日招标发行短融券

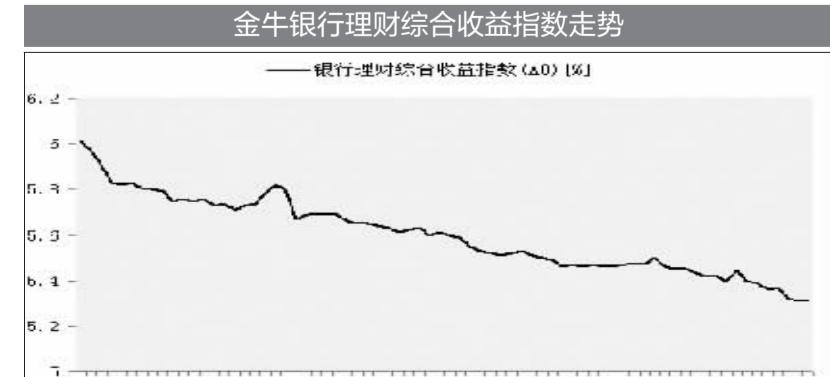
东方证券、中金公司4月21日分别发布公告,各自定于4月24日招标发行一期短期融资券,发行规模合计35亿元。

其中,东方证券2014年度第三期短融券发行金额25亿元,期限91天,经中诚信国际评定的发行人主体评级为AA+,本期债项评级为A-1;中金公司2014年度第三期短融券发行金额10亿元,期限90天,经中诚信国际

值准备,致使2013年公司发生严重亏损,同时导致资产负债率大幅攀升。2013年末公司有息负债仍维持在较高规模,流动比率等短期偿债指标很低,短期偿债压力加大。2014年以来,乐电天威发生5笔债务逾期。公司拟通过非公开发行股票方式融资,目前该事项能否完成具有不确定性,因此大公将乐山电力的评级展望调整为负面。

总体考虑,大公对公司2013年度第一期短期融资券信用等级维持A-1,主体信用等级维持A+。(张勤峰)

金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年4月21日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.31%,较修正后的上期数据上涨0BP。

数据来源:金牛理财网