

调整空间有限 债市仍可乐观

□本报记者 王辉

在近期A股市场大涨分流资金、资金面改善程度有限、存量地方债置换提升利率债潜在供给等因素打压下,3月中旬以来债券市场再度走弱,部分关键期限利率债已基本回吐年初以来涨幅。分析人士指出,尽管现阶段市场信心仍有修复,但在宏观经济继续疲弱、货币政策仍待放松的背景下,对债后市不宜过度悲观。

收益率陡峭化上行

3月中旬以来,债券市场再度陷入弱势调整,收益率曲线整体陡峭化上行。从关键期限利率债收益率变化来看,上周一周时间内,仅1年、3年等短期限国债、政策性金融债收益率抵挡住了调整压力,其余中长期限品种收益率均有明显上行。其中,5年、7年和10年期固息国开债收益率上周分别走高5bp、9bp和5bp;7年和10年期固息国债收益率也分别爬升3bp和1bp。在个券方面,以较为典型的活跃债券品种为例,10年期国开债150205收益率先已经上行至3.95%至4.00%一线、140229也步入4.10%至4.15%区间,都超越了年初的收益率水平。

债市配置价值显现

□鄞州银行 段苏

23日,资金利率继续大幅下行,但由于股市持续大幅上涨,削弱债市吸引力,加之一级中标利率高于预期,市场情绪谨慎,小幅推高现券收益率。23日,银行间市场资金利率全线走低。IPO资金解冻、央行续作MLF后,近期流动性以宽松为主,此前一直偏高的资金成本开始松动。隔夜、7天、14天、21天和1个月质押式回购利率加权重分别收在3.20%、4.03%、4.38%、4.85%和4.89%,较前一交易日分别下行7BP、19BP、13BP、55BP和21BP。尽管如此,昨日利率债走势整体仍偏弱。23日早盘,随着股市大涨,利率债买盘

■债市策略汇

利率产品

中投证券:保持审慎策略

短期“托底”政策将导致信用扩张开始争夺流动性。由于财政政策和结构性政策的使用优于货币政策和总量政策,所以目前尚未看到央行进行进一步流动性投放的迹象。在流动性总规模既定的情况下,以政府支出提速为代表的信用扩张可能会在货币市场形成流动性分流,使流动性从低风险资产向高风险资产转移,从而对债券市场形成冲击,这也就是何以我们最近在债券市场看到无风险的利率债和有信用风险的企业债收益率同步出现上行。基于此,我们继续对利率市场保持审慎的投资策略,组合久期维持3。

海通证券:债市调整有“顶”

美元指数大幅调整,人民币汇率预期转稳,资本流出对国内流动性冲击减弱。3月是传统财政存款投放月,后续资金面有望进一步宽松,但仍可能受短期冲击,维持未来3个月回购利率中枢3.5%的判断。近期国内股市迭创新高,股市火



此外,从国债期货市场的表现来看,上周国债期货市场继续走弱。5年期国债期货主力合约TF1506累计下跌0.10%,已是近期连续第四周下跌。相较于年内高点,TF1506已下跌超过1.50%。

不宜过度悲观

市场人士认为,货币政策宽松预期迟迟未兑现、资金面改善程度低于预期、股票市场大涨分流债市资金、利率债供给将大幅放量是导致现阶段市场低迷的几个主要原因。不过,综合机构观点来

看,虽然上述利空因素的影响短时间内还难以消除,但多数机构仍表示对债券后市不宜过度悲观。尽管2月以来财政政策显著发力,在很大程度上打压了各方对于短期内货币政策继续宽松的预期,但中金公司仍强调,在实体去杠杆、通胀低迷、实际利率被动升高的环境下,货币政策仍需要继续加码来引导实际利率的下降。该机构进一步指出,从上周的情况来看,央行已经开始超前加大放松力度,具体表现为逆回购利率主动下调10bp、趋于谨慎,午后两年期农发债的招标利率达到上限,倍数偏弱,进一步推动市场调整。期限5年的150003和10年的140029分别成交在3.32%、3.49%,期限5年的150203和10年的150205分别成交在3.9%和3.905%,上行幅度均在2BP左右。

信用债抛盘较重,二、三级利差有限。新发15航空债CP001(AAA)成交在4.9%,溢价3BP、15三鼎CP001(AA-)成交在7.95%,折价5BP。

临近3月末,流动性可能出现一定的波动,债市也可能存在反复。不过,经过前期的调整后,当前收益率已经具备一定吸引力,尤其是很多短融的收益率都重回5%以上,配置价值开始显现,可以在收益率上行过程中,逐步增持。

信用产品

国泰君安证券:供给成主要矛盾

2015全年的信用债潜在供给压力有望下降,但息差矛盾下需求收缩压力更大,总体供需关系仍将较2014年弱化。在大类资产价值重估背景下,年内信用债大量到期所释放的资金也未见得能100%滚动投资信用债。从供给节奏上来看,3-5月份是供给季节性释放期,叠加收益率和信用利差低位,以及利率债阶段性调整压力,使得目前信用利差面临一定压力。操作策略上,宜放慢配置节奏,静待更好的时机和更好的点位;交易型投资者仍可把握外部融资改善的主题机会,包括城投债、新城发债、IPO和定向增发主题,以

银行间十年期国债及国开债收益率走势

看,虽然上述利空因素的影响短时间内还难以消除,但多数机构仍表示对债券后市不宜过度悲观。

尽管2月以来财政政策的显著发力,在很大程度上打压了各方对于短期内货币政策继续宽松的预期,但中金公司仍强调,在实体去杠杆、通胀低迷、实际利率被动升高的环境下,货币政策仍需要继续加码来引导实际利率的下降。该机构进一步指出,从上周的情况来看,央行已经开始超前加大放松力度,具体表现为逆回购利率主动下调10bp、

交易所信用债跌多涨少

□本报记者 张勤峰

虽然近期市场资金面有所好转,货币政策宽松预期仍挥之不去,但是股市持续大幅上涨仍令交易所信用债不堪重负。23日,交易所信用债跌多涨少,在股市上涨面前首当其冲。

23日,交易所上市企业债多数走软,活跃品种中,城投类个券如主体评级AAA的09杭城投到期收益率上涨7.14bp,AA的11丹东债上涨4.84bp,12河套债涨2.57bp,10楚雄债涨9.14bp。产业类个券如AA的10凯迪债收益率涨6.54bp,11新光债涨8.14bp。

公司债市场上,调整势头更为明显,活跃品种如AAA的12河钢01收益率上

及部分利差已经拉大而又将确定受益于降息利好的高负债行业。

光大证券:短端好于长端

在经济下行压力下,政策面的宽松预期不变,理财资金对高收益债券的需求仍然强劲,信用债牛市并未结束。当前短融和3年期中票AAA、AA+和AA信用利差均高于70%分位,整体利差保护较为充分,中短端的配置价值好于长端。考虑到未来二三季度供给、信用风险的原因,我们仍然较为看好中高等级产业债,对低等级产业债偏谨慎,整体看好城投债。

可转债

中金公司:跟涨能力下降

短期看,转债供求紧张难改,甚至将进一步随着股市的上涨而强化,而股市虽然短期震荡风险提升,但趋势不改,市场风格也较此前更为均衡、热点频出,持有中等待轮动机会是较好选择。只不过,高估值和短期股市波动风险仍值得警惕,加之进出冲击成本,追涨容易造成“赢者诅咒”。简言之,后续来看,仍有余

对到期MLF增量续做、通过外汇市场的干预消除贬值预期。这些迹象表明,央行的思路可能开始区别于以往的滞后倒逼式放松,开始变得更加积极主动。央行相关新政策取向,有利于引导实际利率的下降,利好债券市场。整体来看,经过前期的持续调整后,目前债券收益率已具备吸引力。

此外,广发证券报告指出,虽然短期来看规范地方债务导致利率债供给占比明显上行,进而推升债券收益率要求,但中长期来看,经济转型与经济增速的周期性放缓,仍然是债券市场继续长期走牛的支撑力量。综合金融市场化推进和经济转型方向,货币端资金成本下行预计将持续较为缓慢。因此,债市运行仍会表现为“上有顶,下有底”的震荡格局,政策宽松预期的变化,仍是左右市场的主旋律。

来自国信证券的观点更为乐观。该机构认为,在资金利率方面,虽然此前一段时间内二级市场资金利率持续居高难下,但近几个交易日资金供应方引导下行的意愿正在显著提升。综合考虑到收益率长端持续陡增已经反映了经济回升、供给冲击等不确定性预期,从策略角度来看,利率债市场或正迎来一个值得越跌越买的积极介入时间窗口。

涨8.57bp,AA的11庞大02涨18.08bp,A+的09银基债涨14.52bp。高收益品种方面,受利好消息刺激,AA-的ST三维债跌97.59bp,AA-的12墨龙01则涨11.34bp。市场人士指出,近期股市持续大涨,市场风险偏好上升,虽有助于信用债在债券市场内部的关注度,但跨市场投资者弃债转股对信用债需求的影响更为直接。交易所信用债本身就是跨市场投资者投资债券的主要品种,在股市分流债市资金情况下,自然首当其冲。不过,股市上涨难以改变债市运行趋势,短期调整也相应提升了信用债的配置价值,尤其是优质城投和高等级产业债在调整中可以逐步关注。

温,但又将进入难操作阶段,追涨的性价比渐淡,持有中关注个券兑现节奏。过高的估值是确定性因素,而股市上涨和涨幅是变量,转债仍明显不如精选个股。个券方面,核心品种仍持有,边际上关注补涨板块和主题性板块,前者包括民生等,后者包括地产转债、受益于自贸区概念的深机、一路一带概念的电气、电改的浙能、有色的洛钼等品种。

兴业证券:波段操作仍是最好策略

考虑到当前个券选择空间有限,估值水平较高,整体上维持转债不如股市的判断。但考虑到股市冲破前期高点后,有望开启上涨行情,转债从中受益的可能性增加,因此,配置的规模可以适当上升。牛市中市场波动较大,个券分化也更明显,因此波段操作并对个券进行精选,仍是最好的策略。但是这一策略更多的是在理论的层面有效,实际操作有难度。个券选择上,第一,关注宝钢EB、电气等新券,尚未进入转股期,有想象空间;第二,大盘的民生、浙能是做波段的首选品种;第三,关注吉视,正股下行风险不大,可以替代歌华;第四,赎回窗口的转债适当了结。(葛春晖 整理)

人民币即期汇率高开低走

23日,人民币兑美元即期汇率高开低走,全天贬值98基点,日内波动仍较大。市场人士指出,人民币即期汇率重新在6.21元一线展开震荡,显示美元升值预期和国内货币政策放松预期仍制约人民币升值,另外,汇价剧烈波动表明外汇市场分歧较大,在美元阴晴难定局面下,短期内人民币汇率可能继续呈现大幅震荡。

23日国内人民币兑美元汇率中间价设在6.1448元,上调48基点,并创出最近三周多的高新。受此影响,23日即期询价交易市场早盘,人民币兑美元汇率高开近100基点在6.1967元,但日内呈现震荡回调走势,尾盘收在6.2160元,全天下跌98基点。这是人民币即期汇率于上周中大幅后连续第二日出现回调,上周五(20日)该汇价下跌101基点,而

此前的三个交易日,人民币兑美元即期汇率累计上涨663基点,基本将年初以来跌幅收回。

市场人士指出,23日人民币即期汇率走软,主要受美元多头回补的推动,当日亚市盘中,美元指数呈现企稳回升的走势刺激美元多头。另外,临近季末,市场对央行放松货币政策的预期增强,也对人民币汇率产生下行压力。而考虑到国内偏弱的经济基本面,人民币汇率大幅升值本身也较难维持,未来总体上仍将是相对稳定的格局。

该市场人士同时表示,当前市场对美元汇率、国内经济与货币政策走向均有不小分歧,由此加剧人民币汇率预期分歧和波动,短期来看人民币兑美元即期汇率可能继续呈现大幅震荡走势。(张勤峰)

机构预期谨慎

农发行新债需求清淡

23日,农业发展银行在银行间市场招标发行2015年第八期金融债,同时对2015年第六期、第七期金融债进行增发招标。由于市场短期观望情绪浓厚,三期新债定价均偏高,认购倍数显示机构需求较弱。

农发行第八期、第六期、第七期金融债均为固定利率,按年付息,期限分别为2年、3年、5年,本次招标规模均不超过80亿元。其中,第六期、第七期债券的票面利率分别为3.83%、4.02%,起息日分别为2015年3月10日、3月12日。来自中债网和交易员的信息显示,上述2年、3年、5年期新债中标利率/收益率依次为3.95%、3.985%、4.0996%。其中,3年和5年期新债中标利率落在机构预测上

口行26日招标三期金融债

中国进出口银行23日公布,定于2015年3月26日上午通过中国人民银行债券发行系统,发行2015年第七期及增发第五期、第六期金融债券。

口行2015年第七期债券为1年期固息金融债,发行金额不超过60亿元,票面利率通过竞标确定,起息日为2015年4月1日。第六期债券为5年期固息金融债,本次增发金额不超过50亿元,票面利率4.1%,起息日为2015年3月24日,发行价格通过竞标确定。第五期债券为10年期固息金融债,本次增发金额不超过60亿元,票面利率3.99%,起息日2015年2月

9日,发行价格通过竞标确定。招标方式和时间安排方面:第七期债券中标方式为单一利率中标(荷兰式),本次增发的第六期、第五期债券以全价价格招标方式发行,中标方式为单一价格中标(荷兰式);三期新债招标时间均为3月26日,分销期均为3月26日至4月1日,缴款日均为4月1日,1年期品种上市流通日为4月3日,5年、10年品种上市日为4月8日。

三期新债均无基本承销额度,1年、5年、10年品种的发行手续费分别为发行总额的0.05%、0.10%、0.15%。(葛春晖)

同业存单高频发行势头不减

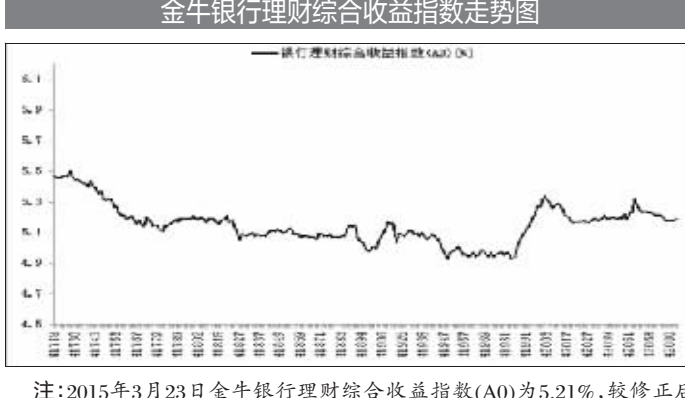
据中国货币网23日披露的发行预告显示,本月24日,交通银行等12家银行将在银行间市场发行共16只同业存单,计划发行总额达157亿元。

据预告披露,交行、中信、浦发、光大、上饶银行、华夏、江苏大丰农商行、成都银行和徽商银行各将于24日发行1只同业存单,期限包括1个月、3个月、6个月和1年期不等,计划发行金额分别为20亿元、15亿元、8亿元、10亿元、10亿元、15亿元、1亿元、10亿元、5亿元。兴业和浙商

将各发行2只同业存单,单家计划发行总额分别为29亿元、15亿元。上海银行将发行3只同业存单,计划发行总额为19亿元。市场人士指出,在发行主体扩围和单家发行额度上升的背景下,今年以来同业存单市场持续保持高频发行节奏,同业存单已日益成为商业银行开展负债管理的重要工具。据Wind数据统计,今年以来银行间市场累计已发行同业存单882只,发行总额达6500亿元左右,而去年全年同业存单发行量为8986亿元。(张勤峰)

长江证券26日招标30亿短融

长江证券23日发布公告称,定于26日招标发行2015年度第二期短期融资券。本期短融券发行金额30亿元,期限90天,到期一次性还本付息,通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行,票面利率通过招标系统招标确定。时间安排上,招标日为3月26日,分销期、缴款日、起息日、债权债务登记日为3月27日,交易流通日为债权债务登记日次日(遇节假日顺延)。本期短融



注:2015年3月23日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.21%,较修正后的上期数据上行1BP。

数据来源:金牛理财网

回购量价背离 资金面存隐忧

□本报记者 张勤峰

23日,银行间回购市场利率继续走低,但在股市分流和信贷放量等影响下,资金供给有一定的收缩迹象,量价背离的现象引发投资者的警惕。市场人士指出,权益市场高回报背景下,银行间市场面临持续的资金分流,且年初信贷投放高峰亦增加银行间市场流动性的不稳定因素,加上季末渐近,仍需防范流动性的波动,而有效降低货币市场利率仍需央行宽松政策的扶助。

回购市场量价背离

23日,银行间质押式回购市场上(存款类机构),1个月(含)以内各期限回购利率全线走低。其中,隔夜利率加权重下行约4bp至3.20%,7天利率下行18bp至4.03%,中等期限的14天品种下行约11bp,21天品种大跌55bp,期限稍长的1个月回购利率下行20bp至4.89%。

回购利率继续下行,本身反映出货币市场流动性趋于改善的状况,但这与资金交易员反馈的信息存在一定出入。据交易员反映,23日资金市场早盘仍比较宽松,市场需求集中在隔夜、7天等短期品种上,但随后市场逐渐收紧,隔夜品种资金盘稀少,下午2点半至4点左右资金市场呈现略紧张状态,隔夜买盘到临近收市时才基本得到解决。

交易员表示,回购利率下行主要受到较低开盘价引导,回购市场量价背离的局面值得警惕。从开盘价来看,23日1个月(含)以内各品种开盘价均不同程度低于前一交易日加权平均利率,例如指标7天回购利率开盘价在4.03%,较前一交易日加权利率低18bp。而一般情况,开盘价对当天回购市场成交利率有较大影响。

市场人士指出,当前A股市场连续上涨,蓝筹、题材“共舞”局面极大提高股票盈利效应,对债券市场产生分流效应,或是压制银行间市场资金供给的主因。

降利率仍寄望宽松自本月13日以来,货币市场流动性有所改善,各期限资金利率纷纷下行。市场人士指出,春节后现金加速回流、3月下旬财政存款释放、外汇市场结汇增多,共同促成流动性回暖,但与此同时,近期资金面的不利因素也在增多,季末前货币市场波动可能重新加大。纵观短期流动性供求因素,可以说是多空参半。3月份春节前提取的现金已大量回流银行体系,而3月又是财政存款季节性投放月份。从历史数据上看,过去三年每年3月份财政存款均减少3000-4000亿元左右,考虑到当前托底经济形势下,积极财政政策发力,财政支出力度加大,财政存款释放规模不排除超出季节性的可能性。此外,在银行间外汇市场上,3月份以来人民币对美元汇率震荡回升,尤其是近段时间涨势较快,客盘逢高结汇的意愿增强,有助于改善外汇占款持续低迷的状况。事实上,2月

份外汇占款已恢复正增长,3月份外汇占款增量可能进一步改善。以上三方面因素均有利于增加短期流动性供给。

但与此同时,短期资金面不利因素也在增多。一是,股市持续上涨,权益资产高盈利效应吸引大量社会资金流入,对债券市场也可能产生一定的分流影响。近期A股市场新开户数和成交量均明显增加,反映出增量资金入市热情。二是,年初传统信贷投放旺季,叠加政策层对于宽信用的鼓励,提升银行放贷热情,这会挤占银行在货币债券市场上的配置资金。三是,一季度将近,季末效应的影响不得不防,尤其是年初投放信贷可能意味着大量的存款准备金补缴。

市场人士指出,回购量价背离传递出货币市场谨慎情绪,季末前资金利率波动可能重新加大,而在银行体系仍欠缺低成本外汇资金注入的情况下,未来要有效降低货币市场利率仍有待于宽松货币政策加码。