

# “接盘侠”可期 债市“阴霾”转淡

□本报记者 张勤峰

4月2日,受社保基金可投资地方债的消息刺激,债券一、二级市场联袂走强。一级市场上,进出口银行招标发行的四期固息金融债中标收益率全线大幅走低。市场人士指出,需求端的扩容缓解了市场对地方债供给冲击的担忧,流动性持续回暖亦激励交易户进场博反弹,封堵了债市进一步下跌的空间,不过,考虑到供给放量明确、4月份流动性仍存变数,债市回暖的持续性尚需观察。

## 一二级市场联袂回暖

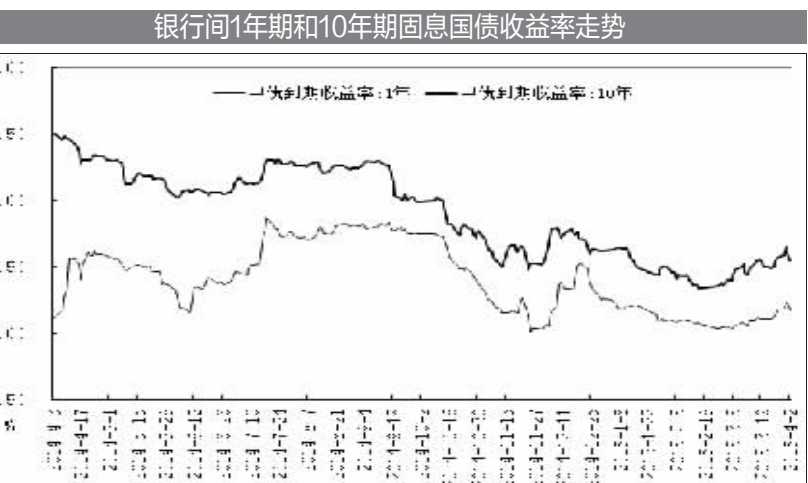
进出口银行2日对新发的2015年第八期10年期固息金融债,以及增发的2015年第四期7年期、第六期5年期、第七期1年期固息金融债进行招标。在周初招标的农发债、国开债相继遇冷之后,本周利率债一级市场压轴登场的口行债打了个漂亮的“翻身仗”。

据市场人士透露,此次1年期口行债中标收益率为3.8442%,全场认购倍数3.53倍;5年期收益率4.1987%,全场认购4.4倍;7年期中标收益率4.2778%,全场认购3.48倍;10年期中标利率4.29%,全场认购3.32倍;各期限投标倍数不俗,中标收益率亦不同程度低于二级市场利率,一改近期一级市场的颓势。据中债到期收益率曲线数据,银行间债券市场1年、5年、7年和10年期的固息非国开政策性金融债最新收益率分别为4.0415%、4.2901%、4.3089%、4.4076%。其中,1年期品种较二级利率低出18bp。

## ■观点链接

### 中信建投证券： 债市转机就在眼前

经济下行、通缩风险仍未解除,债券市场进入配置良机。3月PMI数据仅50.1,回升力度弱于季节性,新订单指数继续回落,产出指数回暖迹象不明显,非制造业指数持续回落,整体经济企稳迹象难觅。房地产政策放松也表明经济下行风险较大。近期市场出现的调整主要是因为市场对1万亿地方政府债的横空出世表示担忧。社保基金此举和之前的银行间市场将对境外投资者进一步放开、存款保险资金主要投资债券市场一脉相承,都将缓和市场悲观情绪,并将给债市提供实实在在的资金供给,有利于市场消化万亿地方政府债的供给。考虑到央行最终也会服从于稳定地方金融风险的大局,可能会通过间接渠道承接地方政府债,二季度债市的转机就在眼前。风险中蕴藏机遇,当前收益率上行空间有限,二季度存在较好的交易机会。



与此同时,1日已先行回暖的债券二级市场,在2日亦延续上涨势头。银行间债券市场上,待偿期接近10年的国债140029最新成交在3.55%,较前一日尾盘下行4bp;政策性金融债中,待偿期接近10年的风向标品种国开债150205最新成交在4.09%,下行约11.5bp。

市场人士表示,昨日一级市场回暖很大程度上得益于社保可投资地方债消息的刺激。4月1日国务院召开常务会议,决定适当扩大全国社保基金投资范围,把社保基金债券投资范围扩展至地方政府债券,并将企业债和地方政府债券投资比例从10%提高到20%。

此外,近期流动性不断转好,货币市场利率下行明显,对于债券一二级市场回暖亦形成支持。有交易员表示,春节后债券市场持续走弱,收益率基本回到去

年12月水平,对供给面的潜在不利影响反映较为充分,投资价值重新开始显现,而3月中旬以来流动性持续转暖,亦提升资金进场博反弹的意愿。正因如此,1日现券市场和国债期货市场已经率先出现了反弹。

## 供给悲观预期有望逐渐修正

众所周知,地方债供给预期是促使3月中旬以来债券市场被调整阴霾笼罩的主要因素之一。经市场机构测算,今年地方债发行总额将达到1.7万亿左右,较往年水平翻了几番。如此巨量的地方债供给显然不是债券市场现有的资金量能够承接的。市场人士指出,春节后债券供给本就处于季节性上升趋势,供需关系较受关注,而地方债巨幅扩容消息造成了市场对供应面的恐惧,导致债

## 方正证券：

### 亟须后续政策缓解供给冲击

社保基金投资范围扩大带来相对积极信号,即中央已经关注到今年地方政府债由谁来接盘的问题,如果纯粹交由市场自主消化,会有较大难度。此举对缓解目前债市对供给过于悲观的预期有帮助,利率债收益率可能有短暂小幅回调。不过,社保基金的投资总规模和投资比例限制,都将制约其实际缓解供给冲击的效果。从收益率的角度,企业债相比地方政府债明显更具有吸引力,在这扩大的比例里,恐怕只有部分会投向地方政府债,最终可能承担千亿元左右的地方政府债,对于今年近1.7万亿地方政府债的发行规模而言,缓解效果十分有限。进入二季度,地方政府债发行将逐渐放量,会挤出部分国债和政策性金融的需求。季节性上看,二、三季度都因供给较多导致利率债收益率有上调压力。今年面临的情况比往年更严峻,亟待后续政策的缓冲。

券一级市场持续低迷,一、二级市场利率交替上行。

政府允许社保基金投资地方债,增加了地方债的潜在需求,有助于适度缓和市场对地方债供给冲击的悲观预期,也促进了一、二级市场昨日的全面回暖。不过,这种回暖势头能否持续仍存在变数。

从社保基金投资规模来看,其带来的增量地方债需求仍相当有限。据申万宏源证券测算,短期内,由社保基金带来新增地方债配置需求约为1500亿元,至多为3000亿元,对于对冲今年地方债券供给不过是“杯水车薪”。而且相对于需求端扩容的不确定来说,供给端的放量相当明确,缓解地方债供给压力仍有待后续配套政策的跟进。该机构同时指出,4月份受新股IPO、企业缴税等因素影响,流动性方面也面临潜在波动风险。

前述交易员亦表示,考虑到社保基金入场对缓解地方债供给冲击有限,目前债券市场心态仍不稳定,交易户相对积极,毕竟短期调整充分,但是配置户总体还在观望,因此收益率下行的持续性尚需观察。

当然,较多市场机构认为,政府让社保基金参与地方政府债,本身也表明对地方债务置换带来的大量新增供给政府一定会有妥善的安排,后续一定会有新的“接盘侠”出现,债市对地方债冲击的担忧有望逐步得到缓解。而且从中长期来看,供给并非影响债市走势的核心因素,未来债券市场的最大风险来源于基本面的回暖,但目前尚未看到这一迹象,因此对债市不宜过度悲观。

## 国泰君安证券：

### 风险大于机会 短期防御为主

社保基金投资范围扩大对低收益率利率债配置产生挤出。我们认为此次扩大全国社保基金投资范围的政策对利率债偏空。一是,社保基金投资范围扩大后,可以投资的高收益品种变多,在总规模不变的情况下,收益率相对偏低的利率债品种需求将受到挤压;二是,加大了社保基金对保障房及基础设施建设的参与力度,短期对基本面形成支撑,叠加后续稳增长政策可能继续出台,基本面继续下行的预期面临修正。短期内收益率的快速回调确实使得利率债投资的性价比有所回升,但站在当前时点,后市仍然面临4月份IPO冲击、基本面触底回升、利率市场化抬升银行负债成本、股市持续分流资金等各种不确定性因素,过早过快入市的风险仍然大于机会。建议投资者短期仍以防御为主,布局极端,等待利空出尽之后再做下一步行动。

# 政策引导显效 资金价格下行

□本报记者 王辉

周四,央行开展250亿元7天期逆回购操作,全周公开市场实现50亿元净投放。尽管公开市场投放力度有限,但货币市场利率仍延续了近日持续下行态势,标杆品种7天回购利率再创年内新低。分析人士表示,平稳跨季后流动性持续趋松,央行引导资金利率下行的系列政策也逐渐显效,但考虑到4月资金面仍将面临新股发行、企业缴税、准备金补缴、地方债供给压力加大等因素扰动,预计央行仍将延续中性偏松的货币调控基调,降准等数量宽松手段仍将成为本月市场关注焦点。

## 7天回购利率再创年内新低

周四,央行在公开市场进行了250亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于3.55%,并将当日到期的250亿元逆回购全

数对冲。统计显示,本周公开市场共有450亿元逆回购到期,在央行周二、周四分别250亿元逆回购操作后,本周公开市场实际净投放50亿元,为连续第二周小幅净投放资金。上周净投放规模为100亿元。

市场人士普遍认为,较小规模的公开市场净投放,继续反映出短期央行相对中性的政策基调,对市场流动性的改善助力并不十分突出。不过,在资金面平稳跨季、趋于宽松的背景下,央行公开市场操作保持中性仍符合预期。

最新几个交易日,银行间资金面呈现持续趋松格局,此前居高不下的资金利率也出现明显下行,“量松价高”局面得到显著改观。WIND数据显示,4月2日,银行间市场各期限资金价格继续走低,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(存款类机构)分别为2.92%、3.57%、4.04%、4.26%和4.91%,除

1个月品种外,其余4个期限品种较4月1日分别下跌10BP、15BP、15BP和66BP。其中,主流7天期回购利率一举刷新2014年12月17日以来的三个半月新低。

## 4月份仍是降准降息窗口

分析人士指出,从近几个交易日的资金价格表现来看,前期央行通过降准降息及持续下调逆回购利率等系列手段,对资金价格和流动性预期的正向调控效果已有所显现。对于4月份的货币政策走向,主流机构普遍认为,考虑到实体经济依旧疲弱,新债供应和存款保险制度将带来新的压力,以及月内新股发行、准备金补缴和财政存款上收等短期扰动难免,预计央行在维护适度宽松的货币环境下仍将继续保持积极态度。

平安证券表示,在当前制造业回归趋势不明、央行下调资金成本意图显著的情

况下,未来货币政策加码可能性较高,短期内可以预期的依然是降准降息,4月份的时间窗口继续值得期待。随着地方政府债务存量置换的持续展开,估计4月份央行也会有相关货币政策配合出台。

而结合5月1日开始实施的存款保险制度,中信证券指出,由于存款保险制度推出或导致存款搬家现象出现,并将对银行现金流形成一定的扰动,央行将不得不视存款保险制度推出对资金面形成的冲击。该机构认为,在此情况下,中短期内央行可能选择降准或者进行MLF或SLF操作,从而达到缓解流动性加服务实体经济的双重目标。

就资金面而言,上海证券进一步表示,年初以来货币当局始终坚持维持货币政策平稳的基调,为经济运行创造中性货币环境,在央行的保驾护航下,料中短期内市场资金面将延续平稳格局。

行宽松货币的呼声越来越高,而央行迟迟不松动中性货币政策将打击市场多头的信心。

从目前市场的交易心态来看,一是投机意味较浓。机构主要选择流动性较好的极少数债券进行交易,同时也反映出市场分歧较大;二是交易规模有所萎缩。相比2014年,债券市场成交活跃度明显下降,曲线形态诡异,同期限债券和不同发行主体的政策性金融债的流动性溢价高达20—30bp。市场定价较为混乱,足以表明市场的深度明显下降,交易热情不足。

在诸多利空因素交织的环境下,投资户大幅介入的可能性不大,但投资价值不断增强也有利于需求的回暖。但对于交易户而言,由于政策的不确定性增加,交易风格应以波段操作为主。

## ■交易员札记

## 资金成本下降 收益率快速回落

周四(4月2日),央行在公开市场进行250亿7天期逆回购操作,利率持平于3.55%,本周公开市场净投放50亿。债券市场成交活跃,开盘后收益率快速下行,全天整体收益率下行5—10BP。期 货 活 跃 合 约TF1506收涨0.14%。

昨日是4月份的第二个工作日。进入4月以来,债券收益率出现了明显回落,10年国开收益率较3月末下行近20BP。主要有三方面的利好因素:一是、回购开盘利率引导资金成本下行,7天回购利率从3.53%,为去年12月中旬以来的最低水平,从而引导资金成本不断下行,隔夜利率回到3%以内。二是、提高社保基金对企业债和地方政府债的投资比例,释放出政府主动消化地方债巨量供给的信号。三

## 财政部10日招标1年期国债 记账式国债下周迎“双发”

财政部2日公告称,定于4月10日招标发行2015年记账式附息(六期)国债。

本期国债为1年期固定利率附息债,到期一次还本付息,竞争性招标面值220亿元,进行甲类成员追加投标。日期安排上,本期国债于2015年4月10日招标,4月13日开始计息,招标结束至4月15日进行分销,4月15日(含)前缴款,4月17日起上市交易,2016年4月13日偿还本金并支付利息。本期国债采用

## 与股共舞 转债红肥绿瘦

4月2日,在投资者风险偏好情绪依旧高涨的背景下,转债与A股市场继续联袂上涨,转债个券七成飘红。市场人士指出,经过前段时间与A股背离走势之后,转债高估值压力逐渐缓解,未来转债市场也有望继续呈现强股性特征。

2日,上证综指小涨15点或0.41%,深证成指小涨31点或0.23%,两市约七成个股红盘报收。与此同时,中证转债指数全天上涨2.84点或0.64%至444.07点。个券表现方面,两市正常交易的18只转债13涨5跌,与正股的16涨4跌大致接近。其中,正

是、前期收益率快速反弹,债券安全边际增加。

从上述分析可以看出,本周债券收益率快速回落并无实质性利好,我们维持短期市场宽幅震荡的判断。一方面,央行引导资金价格下降,资金面整体偏松的信号较明显,而且短期内经济难有快速回暖基础,不支持债券收益率大幅反弹。另一方面,地方债巨量供给问题难以在短期内被证伪,市场担忧或将持续存在。此外,前期稳增长政策效果可能有所显现,从近期下游的房地产和乘用车行业的表现来看,未来可能会有库存状况好转带来的基本面改善可能。

从供需面来看,今年债券吸引力下降,配置型账户力度较弱,市场投机情绪浓重,从而将增加市场波动幅度。(中国邮储银行 王茵)

混合式招标方式,标的为利率,发行手续费为承销面值的0.05%。

财政部日前发布公告称,定于4月8日招标发行300亿元10年期的2015年记账式附息(五期)国债,这意味着下周银行间市场将迎来罕见的关键期限记账式国债一周“双发”。据财政部1月公布的2015年关键期限国债发行计划显示,财政部计划2015年发行49只关键期限国债,将比2014年多发7只。(张勤峰)

股涨停的海运转债、齐翔转债分别大涨9.68%、8.15%,居两市涨幅前两位;正股收绿的冠城转债、浙能转债分别下跌1.54%、1.03%,居两市跌幅前两位。从盘面表现看,当前转债市场呈现出明显的“与股共舞”特征。

分析人士指出,随着转股溢价率大幅收窄,转债高估值冲击暂时缓解,有望呈现强股性。后市来看,在看好A股长期慢牛行情的同时,也要注意回避短期大涨后的阶段性回调风险;策略上建议波段操作,关注主题性机会,同时要及时关注进入赎回期小盘转债的收益兑现机会。(葛春晖)

## 部分转债行情与价值分析

名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)
海运转债	173.64	9.68	9.96	-53.03	-0.33
齐翔转债	165.45	8.15	9.98	-8.01	2.53
洛钼转债	183.00	3.62	3.99	-8.27	11.97
歌尔转债	169.90	2.94	4.53	-6.97	27.17
长青转债	148.99	2.43	2.32	-5.99	-0.08
恒丰转债	154.88	1.85	1.28	-17.46	0.10
深机转债	150.87	1.25	0.73	-13.13	0.95
电气转债	141.36	0.78	5.88	-4.07	29.41
东华转债	288.00	0.74	1.80	-20.33	5.13
深燃转债	136.37	0.73	1.81	-4.49	0.94
格力转债	169.70	0.23	0.26	-8.89	30.92
齐翔转债	143.12	0.09	2.32	-5.40	0.33
歌华转债	192.01	0.01	0.85	-30.20	3.85
吉视转债	149.40	-0.27	1.09	-5.52	21.86
燕京转债	138.47	-0.35	-0.32	-49.85	8.08
民生转债	138.73	-0.37	-0.92	-5.87	16.28
浙能转债	144.59	-1.03	-0.62	-4.35	2.43
冠城转债	159.99	-1.54	-0.72	-4.91	2.16

## 进出口银行8日增发三期金融债

中国进出口银行2日公告,定于4月8日下午通过中国人民银行债券发行系统,增发2015年第五期至第七期金融债券。

口行2015年第五期债券为10年期固息金融债,票面利率3.99%,本次增发金额不超过40亿元,起息日为2015年2月9日;第六期债券为5年期固息金融债,本次增发金额不超过40亿元,票面利率4.1%,起息日为2015年3月24日;第七期债券为1年期固息金融债,本次增发金额不超过40亿元,票面利率

3.75%,起息日2015年4月1日;各期债券发行价格均通过承销团竞标确定。

据相关发行说明,本次增发的三期口行债均采用单一价格中标(荷兰式)方式,招标时间均为4月8日,分销期均为4月9日至4月13日,缴款日均为4月13日,1年期品种上市流通日为4月15日,5年和10年品种上市日为4月17日。三期债券均无基本承销额度,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%。(张勤峰)

## 两券商8日招标短融券

华融证券、国都证券4月2日分别发布公告称,各自定于4月8日招标新一期短期融资券。华融证券本期短融券发行金额10亿元,期限为91天。国都证券本期短融券发行金额9亿元,期限为90天。

两期证券公司短融券均通过央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,均为4月8日招标,分销期、缴款日、起息日、债权债务登记日均为4月9日,均于4月10日起上市流通。经联合资信评定,华融证券主体信用等级为

AA+级,评级展望为稳定;国都证券主体信用等级为AA+,评级展望为稳定。两期短融券均无担保,债项评级均为A-1。

据Wind统计,截至4月2日,今年以来银行间市场累计发行证券公司短融券976亿元/57只,较去年同期1023.50亿元/58只略有下降;但与此同时,证券公司债扩容节奏明显加快,逐渐上升为券商举债的主要渠道。今年截至4月2日,证券公司债累计发行规模达到1676.40亿元/64只,去年同期仅为158.5亿元/10只。(葛春晖)