

两面迎暖风 债市春寒渐退

□本报记者 葛春晖

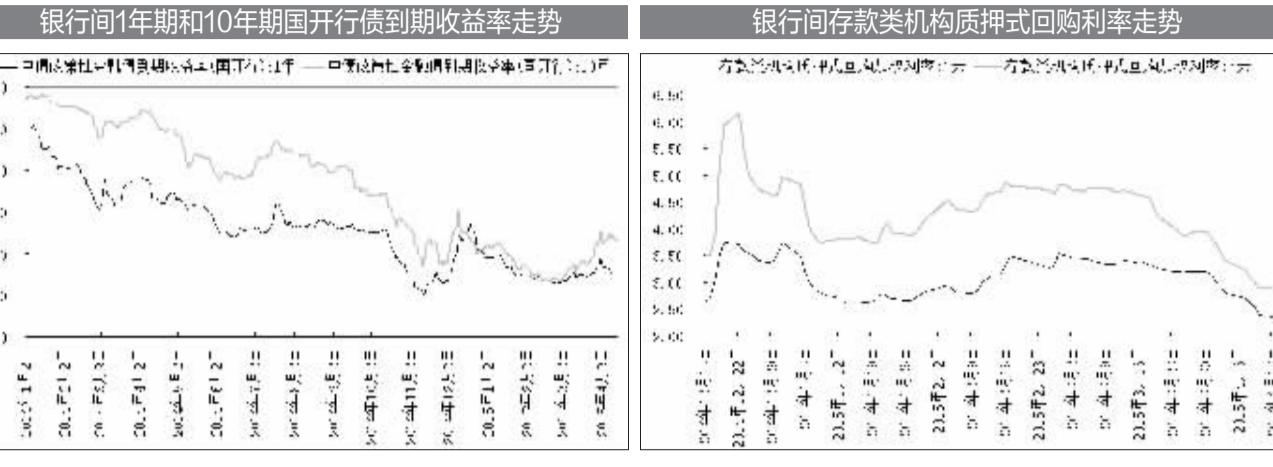
上周以来,货币市场流动性超预期宽松,资金利率快速下行并频频刷新年内低点,给从3月初开始陷入“倒春寒”的债券市场送来难得暖意。本周一,资金面延续宽松格局的同时,最新公布的进出口数据表现疲弱重申了经济基本面面对债券市场的支撑,债券市场收益率由此再现整体小幅下移。分析人士指出,经过前期调整后,由地方政府债务置换带来的供给面悲观预期已经得到一定消化,未来在弱经济、低通胀的基本面环境下,债券市场继续调整空间有限,货币市场利率下行有望带动短债表现好于长债。

资金面宽松 经济数据传利好

在资金面改善不及预期、供给压力猛增、托底经济政策频出等因素的重重打击下,债券市场经历了一场贯穿整个3月份的“倒春寒”行情。在此期间,标杆10年期国债、国开债收益率均上行超过50BP,市场上悲观情绪一度蔓延。

进入4月份,市场环境终于出现转机。先是货币市场利率大幅下降,银行间存款类机构7天回购利率平均利率由3月末的接近4%水平一路下跌,上周一举跌破3%关口,显示银行体系流动性持续向好。受此带动,上周四开始,债券二级市场收益率就出现止升回落迹象,最先受益于资金面改善的短端利率下行幅度超过长端产品。

本周一,虽然新一轮“打新”再度开启,但货币市场流动性仍延续宽松格局,资金利率整体稳中有降。与此同时,债券市场又迎来基本面的利好。海关总署周一发布的最新数据显示,3月份中国出口同比减少14.6%、进口同比下降12.3%,今年前3个月进出口总额同比下降6%。



对此,海通证券表示,3月出口同比转负,为近一年来最差增速,反映外需阶段性见顶,而出口同比降幅虽有缩窄但仍为2009年以来次低值,反映内需依然疲弱。有鉴于此,该机构指出,结合近期美元指数重拾强势、人民币升值压力减轻来看,我国货币政策放松的概率有所增加。

在资金面和基本面两面暖风的吹拂下,周一债券市场延续上周后半周以来的回暖势头,收益率整体稳中有降。不过,由于本周二将进入“打新”密集期,机构对于短期资金面进一步改善仍持谨慎态度,因而周一短端品种表现不及长端品种。例如,中债到期收益率曲线上,银行间1年期国债、国开债双双持平于上周五水平,10年期国债、国开债则联袂下行约3BP。

利率曲线陡峭化概率大

经过3月份的阶段调整,在供给压力已经引发收益率几十基点的反弹,而资金面出现明显改善之后,机构纷纷指出,基本面因素仍是主导债券市场中长期走势的关键,而考虑到这一因素的支撑依然有效,未来债市继续调整的空间已经

有限。

上周五,最新公布的3月份CPI增幅稳定在1.4%水平,PPI降幅略有收窄,虽然数据回升显示通缩压力短期有所缓解,但机构普遍认为,物价回升的可持续性依然存疑,年内通胀因素不会给债券市场带来负面影响。经济增长方面,海通证券指出,一季度GDP增速回落已成定局,不排除一季度GDP增速跌破7%的可能性。国信证券进一步指出,二季度信贷增速、M2增速、社会融资总量都面临回落并可能在6月份达到最低点,这种情况下,二季度工业增加值增速依然面临下行压力并很可能创出新低点,结合通胀因素判断,名义经济增速可能在7月份达到全年低点。

另外,国信证券表示,一般的,如果10年期利率与1年期利率的利差在50-60BP,表示已经把经济平稳的预期反映在里面了,而目前10年期利率与1年期利率的利差在50BP附近,显示市场已经把经济平稳的预期提前消化,即使未来经济在一两个月是平稳甚至向上的,也不太可能对债券市场产生太大的冲击。

当然,地方政府债务的置换问题,依

然是当前债券市场上的关注焦点,一万亿元甚至更大规模的地方政府债供给,成为利率债市场挥之不去的困扰因素。但国信证券表示,供给因素并不是债券价格变动的主导因素,而是债券市场大势助涨助跌的辅助因素。从历史数据来看,利率债净融资规模与10年期利率变动的相关系数为零,因为债券发行过程中,资金一直在市场中流动着,其最终效果是债务率攀升,但市场的购买力并没有变化。因此债券的购买意愿取决于投资者对后期利率走势的看法,即购买意愿主要取决于经济基本面因素,与债券的供需关系并不特别密切。西南证券则指出,从历史经验来看,随着地方政府债发行的“靴子”落下,市场恐慌情绪将逐渐得以平复,由于降低融资成本仍将是今年的政策主旋律,债市尚不具备全面转熊的基础。

西南证券表示,地方政府债务发行开始后,长端利率债收益率大概率将低于目前水平,而短端利率债受到资金面将继续宽松的影响,收益率下行概率更大,因此未来利率债收益率曲线陡峭化的可能性将更大。

债市具备参与价值

率大于高于预期的概率。近期发改委和中财办密集调研,估计决策层得到的信息大概率将是“经济下行压力仍在加大”。

其次,管理层继续释放偏宽松信号,未来政策仍有进一步放松可能。周小川行长近期表示,要警惕通胀是否持续下降或陷入通缩,货币政策仍有空间。从央行公告中也可以看到:一季度货币政策例会删除了“经济结构调整出现积极变化”的提法,这可能意味着,由于目前经济压力增大,可以把更加适度的货币政策理解为更宽松的政策。此外,央行一季度始终在进行货币净投放,保持流动性充裕,而未来在经济下行压力大的背景下,预计净投放还将继续。

第三,资金利率可能在低位维持一

段时间。随着央行公开市场连续下调利率,银行间资金利率也在被逐渐引导下行。目前市场资金面预期产生分歧的原因是公开市场的缩量,而笔者认为,公开市场的价格信号比数量信号更重要。一方面,在管理层不大幅刺激的表态下,公开市场降价缩量可以避免传递过度宽松的信号;另一方面,从历史统计看,净投放规模大往往对应着资金紧张的时点,也就是说,公开市场只是对冲作用,不是资金面的决定因素,缩量可能正是资金面宽松的表现。所以,不必过度关注净投放的数量,更应重视逆回购利率的下调,由于其体现了政策偏宽松的态度,资金利率可能也会在低位维持一段时间。

最后,净供给利空的总量影响有限,

结构性冲击可控。如果全年M2实现了12%左右的预期目标,消化利率债净供给问题不大,净供给的总量影响其实有限。净供给的月度分布确实不均匀,5月和7月可能多一些,但从2007年特别国债的案例来看,结构性影响也不能脱离基本面环境,在目前经济偏弱、政策趋于放松的背景下,结构性影响是可控的。而且,经过半个月左右的发酵,净供给冲击已经逐渐被市场消化,现在很可能即将衰减。

在目前收益率已经处于偏高水平的情况下,随着利空影响衰减和经济数据偏弱、政策放松预期抬头等因素,短期内债券收益率可能会有小幅的下行。目前债市其实已经有了适度参与的价值。

交易员札记

收益率继续走低

□潍坊农信 代长城

周一,资金面偏宽松,早盘受国债期货曲线拉升影响,现券收益率出现下行趋势,后在进出口数据偏悲观的影响下,刺激一部分买盘,收益率继续走低。

国债方面,5年国债成交在3.43%-3.42%;7年国债140024成交在3.60%;10年国债交投频繁,140021tkn在3.67%-3.68%,140029基本成交在3.66%附近,较上一交易日收盘下行3bp左右。金融债方面,1年国开成交在3.64%的位置,1年非国开150403成交在3.73%-3.74%;3年国开150201成交在3.92%-3.94%,最后收在3.915%,较上一交易日下行约2bp,3年非国开150406成交在4.10%的位置;5年国开150203早盘首先tkn在4.085%,之后成交下行至4.06%-4.05%,整体较上一交易日下行5bp,5年非国开150402成交在4.25%--4.22%;10年国开150205买盘上扬,开盘首先tkn在4.185%,之后成交收益逐步下行,成交在4.18%-4.16%区间,较上一交易日下行4bp左右,同期限140222成交在4.37%-4.39%的位置。

展望后市,短端利率债受到资金面将继续宽松的影响,收益率下行概率更大,未来利率债收益率曲线陡峭化的可能性将更大。同时,虽然目前股市火爆对债市存在一定的压制,但目前的点位已充分反映了各种利空,长债已到近期的底部,对于风向偏好较高的投资者,建议积极建仓。从基本面来看,3月份经济持续下行的压力仍大,前期降息降准的刺激政策由于实施滞后导致对经济的影响效果有限,而房地产新政短期内也难以带来实质性改善,基建虽有大批量的投入,但对经济拉动所起到的边际作用正在减弱,货币政策仍需宽松。预计真正的宽松才刚刚开始,债市也存下行空间。

债市策略汇

利率产品

光大证券:

开始出现交易性机会

供给压力未有缓和,股市火爆分流债市资金,这是目前债市供需面的两个利空因素。对于供给冲击,社保基金获准投资地方政府债、财政部发布《地方政府专项债券发行管理办法》都显示政策积极寻找长期资金对接、解决地方政府债务置换的态度,对于置换债务全面市场的预期可能过于悲观。而股市分流更多的影响是银行理财部分的,而非存款,因而对于信用债的压制将比利率债更明显。近期短端资金利率出现明显下降,货币市场与债券市场的收益率倒挂得到缓解,利率债收益率曲线也随之陡峭。我们在2015年年度策略中将短端利率水平定位于3.0%附近,目前已经慢慢接近。供给冲击最悲观的时期已过,如有实际政策推出,长端利率将有明显下行,否则高位徘徊可能性较大,但风险已经大大削弱。开始出现交易性机会,城商行、农商行3月超配利率债,尤其是政策性金融债已经显露部分迹象。

东北证券:

二季度概率大处于震荡格局

在经济悲观预期没有完全改变的时候,长期利率上行空间不大,但下行空间也有限,估计10年期国债收益率在3.25%-3.65%之间波动。从历史数据看,国债收益率历史均值往往是供求力量均衡的位置。10年期国债收益率在3.4%-3.5%左右的位置运行时间较长,以震荡为主,选择方向。衰退周期中,对货币政策宽松是债市走牛的主要驱动力,而政策宽松不及预期和资金成本约束可能成为债市走弱的不容忽视的力量。资金成本刚性,意味着债券收益率下行幅度不大,二季度债市大概率处于震荡格局之中。债券收

益率已在中性位置以下的水平,期限利差已压缩到历史低位,债券收益率下行的动力减弱,但上行幅度也有限。

信用产品

西南证券:

配置价值凸显

随着高等级信用债(尤其是城投债)收益率逐渐上行到贷款利率水平,信用债目前的配置价值已然凸显。虽然城投债跟随利率债的调整近期出现了明显的收益率上行,但考虑到城投债是地方政府债务转换计划实实在在的受益者,因而对于信用债的压制将比利率债更明显。近期短端资金利率出现明显下降,货币市场与债券市场的收益率倒挂得到缓解,利率债收益率曲线也随之陡峭。我们在2015年年度策略中将短端利率水平定位于3.0%附近,目前已经慢慢接近。供给冲击最悲观的时期已过,如有实际政策推出,长端利率将有明显下行,否则高位徘徊可能性较大,但风险已经大大削弱。开始出现交易性机会,城商行、农商行3月超配利率债,尤其是政策性金融债已经显露部分迹象。

国金证券:

低等级信用利差收窄概率较大

虽然中高等级信用利差(非城投债)已经在历史低位,但是在较差的经济基本面和宽松的资金面配合下,短期内信用利差依然将维持低位。对于低等级信用债,在管理层化解信用风险的大思路下,信用债系统性风险在下降。今年只可能发生个别的点状信用事件,而不会产生大规模的信用事件(无论是产业还是城投)。因此,作为原本就比较稀缺的高收益债券资产,在宽松的资金面以及不断被引导下行的资金价格驱动下,低等级信用利差收窄概率也较大。4月份,在信用利差大概率收窄或者维持低位的情况下,信用债较利率债吸引力更大,配置信用债赚取息差(久期2-3年)是一种

相对安全的策略。与此同时,也要做好拉长周期、择机进攻的准备。

可转债

中金公司:

跟涨能力将明显提升

维持“终点难惊喜,过程不放弃”的判断不改,更多是个券和轮动机会的把握。考虑到资金涌入趋势不改,加上打新后股市上涨的学习效应,以及政策预期升温,本周银行等权重股将继续推升股市上行。蓝筹股偏正面,高估值的中小盘股会有压制。4月底前合计有近50亿元转债将迎来赎回登记日,“增多缩少”格局难改,择券空间和可操作余地大为降低。转债估值在上周大幅压缩之后,跟涨能力将明显提升。整体来看,短期建议投资者以持券待涨为主,并对民生、歌尔、深机、吉视等品种尝试增持,渐能转债面临的电价调整风险也在上周得以释放。歌华、深机、齐峰等转债具有转股后持有正股的价值。最后,天士力、澳洋顺昌正股及打新机会仍值得关注。

国泰君安证券:

股票之喜 转债之悲

转债整体跑输正股的现象已经持续近两个月时间,存量规模的大幅收缩叠加流动性匮乏,导致转债市场逐渐演变为“僵尸市场”,如果后续银行板块能够继续补涨,民生转债触发强制赎回条款只是时间问题,届时转债市场规模将进一步大幅缩减。现阶段正股的快速上涨引发转债相继退市,股票市场的“狂喜”已演变成转债市场的“悲伤”,但无论怎样,转债作为债券投资者参与股市盛宴的渠道之一,不应该被抛弃。标的方面,继续推荐暂未进入或刚进入转股期的转债,给予渐能、洛钼、歌尔、电气、齐翔、格力转债“增持”评级。(葛春晖 整理)

人民币兑美元即期汇价五连跌

在美元指数持续反弹、中间价小幅下调、3月份中国进出口同比大幅下降的背景下,本周一(4月13日)人民币兑美元即期汇率延续近期走软势头,连续第五个交易日小幅下跌。

据中国外汇交易中心公布,4月13日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1395,较上周五小幅走高25基点,连续第二个交易日走低。当日即期交易市场上,人民币兑美元即期汇率低开低走,收报6.2167,较上周五下跌87基点或0.14%。不过,虽然人民币即期汇率自4月7日以来出现“五连跌”走势,但总体仍运行在3月下旬以来6.19

半年期贴现国债中标利率偏高

财政部4月13日招标发行了2015年记账式贴现(一期)国债。招标结果显示,本期182天期贴现国债中标收益率高于二级市场,显示市场情绪仍偏谨慎,本期贴现国债延续了近阶段一级市场偏低的状况。

另外,财政部13日公告称,定于4月20日招标发行2015年记账式贴现(二期)国债。本期国债期限273天,贴现发行,竞争性招标面值总额150亿元,不进行甲类成员追加投标。来自中债网和交易员的消息显示,本期国债中标价格为98.4406元,对应中标收益率为3.2210%,全场投标倍数为1.99倍。银行间市场固定利率国债到期收益率曲线显示,目前6个月期品种收益率在3.05%附近,市场人士表示,近期利率债

农发行16日招标三期金融债

农业发展银行4月13日公告,将于4月16日增发2015年第3期、第4期金融债,同时新发行第9期金融债。

农发行第3期、第4期、第9期债券均为固定利率金融债,期限分别为1年、7年、3年,本次发行规模上限分别为60亿元、70亿元和70亿元,总额不超过200亿元。时间安排上,三期新债发行日均为4月16日,缴款日均为4月22日。其中增

发的1年和7年期品种起息日为2月27日,新发行的3年期品种起息日为4月24日外,其余两品种上市日均为4月28日。

1年、7年期增发债均采用单一价格荷兰式招标方式,3年期新发债采用单一利率荷兰式招标方式。承揽费方面,1年期和3年期品种均为0.05%,7年期为0.15%,各期债券均无兑付手续费。(王辉)

国信证券16日发行20亿元短融

国信证券股份有限公司4月13日公告,该券定于4月16日在银行间债券市场招标发行2014年第四期短期融资券。

本期短融券期限90天,规模为20亿元,固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,采用单利按年计息,不计复利。时间安排上,本期短融招标日为4月16日,分销期为4月16日至17日,起息日、缴款日

和债权登记日均为4月17日,上市流通日为4月20日。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的主体评级为AAA,评级展望为稳定,本期短融券的债项信用级别为A-1。截至本期募集说明书签署日期,国信证券待偿短期融资券余额为62亿元,短期融资券最高发行余额为82亿元。(王辉)

联合资信:下调山东清源主体评级至A+

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,决定将山东清源集团有限公司(简称“山东清源”)的主体信用等级由AA-下调为A+,评级展望为稳定,维持“14鲁清源CP001”的债项信用等级为A-1。

山东清源于3月10日发布公告,披露“山东金顺达集团有限公司(简称“金顺达”)出现流动性问题,公司作为连带责任担保人,截至公告日代金顺达偿还已到期银行融资32.6亿元。截至公告日公司代偿涉及银行已经相应增加其融资金额,未对公司流动性及偿债能力造成重大影响”。

联合资信关注到,山东清源开始出现交易性机会,城商行、农商行3月超配利率债,尤其是政策性金融债已经显露部分迹象。

联合资信表示,将持续关注金顺达违约事件进展,以及其他被担保企业及区域金融环境等

相关情况的发展变化,并及时动态评估对公司的信用状况带来的影响。(葛春晖)

联合资信关注到,山东清源

开始出现交易性机会,城商行、农商行3月超配利率债,尤其是政策性金融债已经显露部分迹象。

联合资信表示,将持续关注金顺达违约事件进展,以及其他被担保企业及区域金融环境等

相关情况的发展变化,并及时动态评估对公司的信用状况带来的影响。(葛春晖)

联合资信关注到,山东清源

开始出现交易性机会,城商行、农商行3月超配利率债,尤其是政策性金融债已经显露部分迹象。