

降准春风送暖 债牛再度翘首

□本报记者 王辉

在短期债市回暖的背景下,央行大力度降准的重磅利好进一步激励做多人气,本周一债市收益率下行明显。分析人士指出,上周以来的行情证明了股市走强和新债供给只是扰动因素,经济基本面与政策环境才是债市走势的决定性力量。从中长期来看,疲软的经济和宽裕的流动性将继续对债市构成强支撑,不过考虑到短期债市反弹较快,且未来新债供给、A股上涨等影响难以回避,在参与债市交易行情的过程中也须留一份清醒。

降准刺激债市大涨

在全面疲软的一季度中国经济数据刚刚公布后,央行19日晚间即宣布了年内第二次实施全面降准的消息。据机构测算,本次央行全面降准1个百分点,并对部分金融机构实施定向降准,可一次性释放约1.3万亿元资金。

受此重磅利好刺激,在上周已有所回暖的银行间债券市场涨势大幅提速。据交易员称,20日各期限国债、政策性金融债收益率开盘即下行10基点左右,午后部分期限品种收益率降幅进一步扩大。至收盘时,主要关键期限

■债市策略汇

利率产品

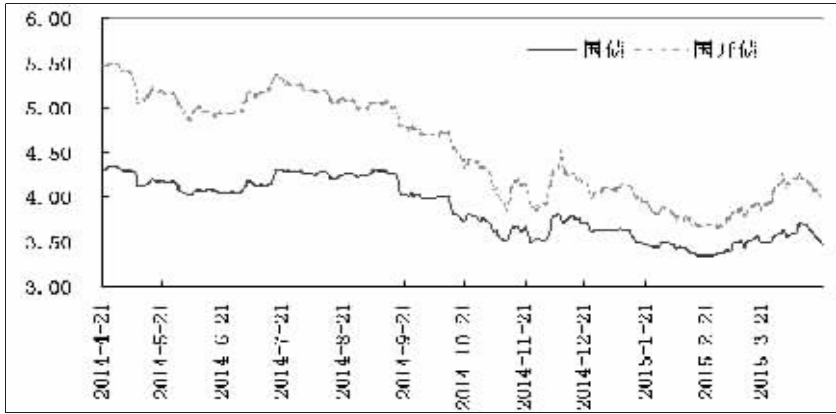
招商证券:维持谨慎操作

一季度经济和金融数据均凸显出一定的经济下行压力,但部分数据不乏边际改善迹象。表内信贷超预期投放,虽然社融不及预期,但在非标受限的背景下,建议关注社融未能涵盖的融资租赁和产业基金,尤其后者规模扩张迅速,对全社会广义融资形成有效补充,全年信用扩张有保障;经济增速下滑,但基建维持高增速,房地产销售下滑幅度收敛,地产相关消费以及餐饮消费均有改善。政府稳增长态度十分明确,周末降准也为支持经济,一季度将是全年基本面的底部,同时构筑全年利率底部,未来仍有上行压力,继续建议维持谨慎操作。

中信证券:区间震荡格局不改

降准重拳后,年内流动性迎来最宽松时代。在此背景下,债市区间市的“护城河”策略从配置期时间窗口进入收获期时

银行间市场十年期国债及国开债到期收益率走势



机会大于风险

市场人士普遍认为,考虑到本次降准力度大于预期,进一步巩固了流动性趋松的势头,有望推动资金利率继续下行,进而提升债券投资价值。不过,考虑到股市走强引发的资金分流、新债供给压力等扰动因素,部分机构也认为市场进一步大幅走强仍面临一定阻力。

海通证券最新报告指出,本次大幅降准有望真正强化政策宽松预期,同时也有望大幅增加商业银行在债券自营上

间窗口,这是今年震荡市最重要的一次交易性操作机会。但后续随着“宽信贷”的节奏维持或加快,资金超量宽松的局面将或有所减弱,叠加经济或见底、通货膨胀难

以再走低、股市带来的金融系统性风险后续或反复影响债市等原因,年内或以震荡市为主。我们重申债市“护城河”策略,在坐享收益率下行的同时,不建议在中枢下盲目追涨,全面震荡区间市格局不改,中长期维持“护城河”策略做波动。

信用产品

国金证券:仍有机会 套息为王

今年点状的信用风险依然存在,但是一定不会出现大规模、大片的风险暴露。在经济下行、资金宽松、信用风险不会大面积爆发的情况下,信用利差依然将维持低位。策略上维持之前观点,二季度债市依然存在机会,配置信用债赚取套息差是一种相对安全,性价比更好的策略。当利率品种收益率下行,信用债作为高贝塔资产,更为受益。即使利率短期没

有下行,信用债也可套息。

上海证券:配置以中高等级为主

经过3月份的连续调整之后,债券收益率已经明显上行了一个台阶,短期有望出现回落,建议投资者挖掘4月份可能出现交易性机会。近期信用利差有所企稳并有小幅上行态势,在社会融资成本居高不下的背景下,基准利率曲线下行有限,也限制了信用利差的进一步收窄。近期在信用风险事件的影响下,信用利差或将企稳回升。建议投资者在配置时选择中高等级品种,对低等级信用品种的配置仍须保持谨慎。

可转债

中金公司:震荡加剧 持有待涨

从更长周期来看,驱动股市上涨的工具性市场、居民资产再配置、货币政策放松、经济托底等主线未逆转,上升趋势有望继续。我们维持转债市场“终点难惊喜,过程(和个券)不放弃”的大

释放大规模存款准备金;二是,降准将有利于提升货币乘数,从而有效加大中长期货币供应总量。另外,虽然进入4月下旬季度例行缴税对资金面存在一定干扰,但新股申购资金解冻叠加央行降准驰援,资金面保持稳中偏松是大概率事件。

央行逆回购或再“降价”

事实上,银行间市场流动性从3月下旬开始就持续趋松,期间新一轮A股批量IPO也未产生明显冲击,在此背景下,央行祭出超过市场预期幅度的降准“大招”,无疑进一步增强了机构对于未来资金面的乐观预期。分析机构纷纷表示,上周公布的3月份和一季度宏观经济金融数据显

示经济下滑压力增大,管理层推出更多刺激政策势在必行,本次降准之后,进一步的降息降准依然可期,一场流动性宽松“盛宴”或就此展开。

中信建投证券指出,尽管本次降准力度较大,但在贷款利率高于企业利润

的可支配资金。综合近期高层有关6%以上的贷款利率远高于5%左右企业利润率的调控表述,后期降息已势在必行。从中期来看,央行潜在降息空间至少在4次以上,当前18.5%的准备金率则可降至10%以下。考虑到未来降准降息空间巨大,利率债长端下行空间将再次打开,债市慢牛也将由此重启。广发银行、中信建投等机构也表示,随着降准降息的持续兑现,货币市场资金利率将有望持续下行,将不再成为约束债市收益率下行的绊脚石。随着资金价格问题的解决,后期市场收益率将会被逐步压低。

不过,中信建投亦指出,现阶段市场对于万亿地方债的消化仍然存在分歧,这也意味着利率债收益率后期将较难快速下行。西南证券也发表观点称,虽然本次降准释放的大量流动性能够有效降低银行间市场的资金成本,但是货币政策能否有效传导到实体经济降低无风险利率仍有待观察。从中长期看,由于刚性兑付尚未打破,无风险利率很难出现大幅下行,长端债券收益率亦很难出现趋势性下行。

综合各方观点来看,债市阶段性调整已告一段落,在资金成本下行局面下,债市投资价值重新显现,机会明显大于风险,但是对于上涨的空间也不能过度乐观。

思路,后市股市震荡加剧,持有待涨判断不变,逢调整关注低吸机会,临近赎回品种逐步兑现。仍相对看好民生、歌尔、深机、电气、格力、洛钼等转债,宝钢EB是刚性配置资金必配品种,歌华、深机、深燃、齐峰等均有转股后持股价值。不幸的是,随着又一批转债面临赎回压力,转债品种可操作空间进一步压缩,期待新券及一级市场申购机会。

国泰君安证券:机不可失 失不再来

“祭估值”或告一段落,转债迎来“最后的晚餐”。当前整体转债加权转股溢价率下降至9%附近,但除了5只尚未进入转股期的转债以外,其他转债的转股溢价率基本接近零,在估值已处于历史低位的情况下,转债大概率将会触底反弹。转债策略,机不可失,失不再来。股指上行趋势未变,转债整体估值已经杀无可杀,现价或许已是上半年投资转债最好的机会,建议投资者增加转债仓位。标的方面,给予民生、浙能、电气、洛钼、吉视、齐翔、燕京“增持”评级。(葛春晖 整理)

农发行三期固息债受追捧

□本报记者 葛春晖

农业发展银行本周一就该行2015年第五期、第8期金融债的增发债券以及2015年第10期金融债进行了招标,在降准全面提振机构乐观预期的背景下,三期新债均获得了较高的认购倍数,中标收益率悉数低于预期。

农发行上述三期债券分别为10年、2年和5年期固定金融债。来自中债网和交易员的信息显示,2年期、5年期、10期新债中标收益率依次为3.7947%、3.94%和4.0939%,均低于此前多家机构给出的预测均值。中债到期收益率曲

线显示,17日银行间市场固定政金债(非国开债)同期限品种估值依次为3.92%、4.12%、4.29%。昨日三期新债中标利率较中债收益率分别低了约13BP、18BP、20BP,10年期品种走低明显较高。另外,三期新债认购倍数分别达到3.45倍、3.45倍、2.81倍,显示机构需求较为稳定。

市场人士表示,上周公布的一季度GDP增速创下近六年新低,偏弱的经济对债市形成有力支撑,央行上周末大幅降准再次强化了机构对于货币政策继续宽松的预期,在此背景下,利率债一级市场延续了上周以来的持续回暖态势。

贴现国债平稳招标

□本报记者 葛春晖

4月20日,财政部招标发行了2015年记账式贴现(二期)国债。招标结果显示,本期9个月期(273天)贴现国债中标收益率好于周一招标的6个月品种,显示市场信心有所修复。

资料显示,本期9个月期贴现国债竞争性招标面值总额150亿元,不进行追加投标。来自中债网和交易员的消息显示,本期国债中标价格为97.936元,对应中标收益率为3.12%,全场投标倍数为2.35倍。银行间市场固定国债中债到期收益率曲线

显示,目前9个月期品种收益率在3.05%附近。上一周,财政部招标的6个月贴现国债中标收益率为3.2210%,较中债估值水平高出约17BP,全场投标倍数为1.99倍。

市场人士表示,在超预期降准背景下,银行间市场流动性在上周基础上进一步好转,使得本期贴现国债招标结果好于上周。但与此同时,由于本次降准强化了机构对于经济下滑的预期,机构拉长久期意愿上升,再加上前期调整过程中短端国债收益率上行幅度较小,相对于同日招标的农发行固息债而言,本期贴现国债的吸引力略显不足。

降准准+股市跌 交易所债加速回暖

□本报记者 张勤峰

本周一,央行大力度实施降准,巩固了上周债券市场行情出现的回暖势头,加上A股在午后跳水,权益市场波动加大减轻资金分流担忧,交易债券市场涨势更甚,个券收益率下行较明显。

23日,交易所上市企业债普遍上涨,活跃品种中,城投类个券如主体评级AA的09怀化债到期收益率下跌23.70bp,08铁岭债跌8.04bp。产业类个券如AA的10凯迪债收益率跌13.86bp,AA-的13陕东岭跌8.66bp。

公司债市场上,上涨势头同样明显,活跃品种如AAA的12太钢01收益率下行14.79bp,AA的11庞大02跌10.15bp,A+

的09银基债跌8.52bp。高收益品种方面,AA的12建峰债跌7.78bp,AA-的12墨龙01跌29.41bp。

在资金面转暖和经济数据疲弱的支撑下,上周债券市场终于雨后放晴,收益率重新出现震荡下行。而央行上周末宣布,自本周一起普降存准率1个百分点,并对部分金融机构实施额外降准,有力巩固了资金面回暖趋势,刺激交易盘大举入市,成为债券收益率快速下行的推手。与此同时,股市在高位出现大幅波动,缓和债市资金分流压力,对于债市反弹行情起到推波助澜的作用。市场人士指出,在资金成本大幅下行背景下,疲弱经济和宽松政策改善投资情绪,债市反弹行情有望延续。

人民币即期价逆中间价走弱

□本报记者 张勤峰

20日,人民币兑美元汇率中间价四连升并创近3个月新高,并未能刺激人民币即期汇率走高。市场人士指出,国内货币政策放松和美元企稳主导线人民币即期汇率的走势,石油购汇盘亦助涨美元买盘力量。短期看,人民币大幅升值不具备基本面支撑,总体上将延续震荡走势。

20日,国内人民币兑美元汇率中间价设在6.1255元,较前一交易日上调12基点。这是近期该中间价连续第四日上调,并创下今年1月23日以来的近三个月新高。尽管中间价持续释放出向上的指引,但人民币兑美元即期汇率再一次走出了相反的行情。20日,银行间外汇市场上,人民币兑美

元即期询价交易早盘直接低开12基点在6.1990元,随后迅速调整至6.2030元附近展开盘整,尾盘收在6.2015元,较前收盘价跌37基点,连续两日出现回调。

外汇市场人士指出,央行大力度实施降准令人民币汇率承压,另外,美元在连续回调后出现走稳的迹象,刺激美元接盘力量,加上石油购汇盘趁美元调整加大购汇起到推波助澜的作用,导致人民币即期汇率与中间价走势背离。

分析人士指出,人民币升值欠缺经济基本面支撑,注定难以持续,但与此同时,近期人民币贬值预期明显缓和,且货币趋松的是市场共识,央行超预期的降准并不会导致人民币走向持续贬值,因此未来人民币大概率将延续震荡行情。

金牛银行理财综合收益指数走势



注:2015年4月20日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.24%,较修正后的上期数据上行0BP。
数据来源:金牛理财网

降准锦上添花 流动性盛宴开启

□本报记者 葛春晖

本周一,央行大幅降准给近期持续改善的货币市场再添活力,市场流动性全面趋松,主流资金利率大幅下行,再创阶段新低。分析人士指出,未来在经济下行压力仍大、地方政府债务置换任务较重的背景下,货币宽松加码依然可期,降息降准窗口继续敞开,而本次降准力度超出市场预期,或许意味着新一轮流动性宽松“盛宴”将由此开启。

主流资金利率创一年新低

上周批量IPO冻结的巨额申购资金还在陆续解冻之中,央行上周末的一则降准公告,又给银行体系带来了逾万亿元的增量资金,在此背景下,3月下旬以来持续好转的货币市场资金面一派宽松,各期限资金利率全线下降。

数据显示,周一银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率降18BP至

2.08%,创下去年4月24日以来的近一年最低水平;标杆品种7天回购加权平均利率下行14BP至2.79%,为去年4月22日以来的最低水平;跨月末的14天回购加权平均利率下降18BP至3.30%,21天品种大降40BP至3.79%,更长期限的1个月、3个月品种亦分别下行6BP、19BP至4.17%、4.00%,显示机构对中长期资金面的预期仍较为乐观。

上周末,央行宣布普降金融机构存款准备金率1个百分点,同时定向向大部分金融机构存准率下调幅度。市场人士表示,在上周疲弱的一季度经济数据出炉之后,市场对于短期内降准降息已经有充分预期,但本次降准的幅度仍超出市场预期。据分析机构测算,本次降准向银行体系释放的有效资金总计可达到约1.3万亿元。

市场人士表示,相对于“打新”资金仅是短期扰动因素,且影响的仅是货币市场存量资金而言,降准给银行间市场带来的无疑是长期利好。一是,降准可一次性

经济开局不利

融风险、应对地方债供给冲击等考虑。只不过,此次降准的力度实属罕见,这也从侧面反映出当前经济增长形势较为严峻,稳增长政策加码刻不容缓。

一季度主要经济运行指标披露完毕,开年经济表现疲软不堪,投资、消费、进出口等主要经济数据纷纷创下历史新低,一季度GDP同比增速尽管勉强“保7”,但季调后的GDP环比折年增速由去年四季度的7%左右放缓至5%左右,可见当前经济下行压力相当大。与此同时,综合货币增速、人民币有效汇率和实际利率等指标来看,实体经济金融条件依旧偏紧,严重抑制了经济的复苏动能,因此进一步改善货币条件是必然选择。在当前人民币汇率因众多因素而不能大幅贬值的的情况下,改善货币条件的可行方式主要是稳定货币信贷增长以及降低实际利率。

实施降准一则有助于对冲外汇占款收缩,支持基础货币供应,改善货币乘数,保障货币信贷合理增长。瑞银证券报告指出,央行披露其一季度外汇资产收缩了2521亿元,尽管央行通过逆回购、SLF和

放松未到终点

MLF加大了流动性投放力度,一季度净投放4900亿元资金,但流动性操作与外汇占款波动综合后对基础货币的净贡献仅为2379亿元,远小于去年同期的4139亿元。换言之,央行此前的流动性操作无法完全抵消外汇流出对基础货币增长的拖累。因此,基础货币同比增速由去年四季度的8%下滑至1-2月的4.5%,创多年来新低,且3、4月可能进一步恶化,进而拖累了广义货币增速。央行明确指出外汇占款同比明显少增是今年一季度M2增速回落的主要原因之一。鉴于此,包括降准在内的更强有力的流动投放举措势在必行。

二则有助于降低货币市场利率,进而引导市场综合利率水平下行。利率市场化等因素导致银行资金成本居高不下,影响了央行通过下调存贷款基准利率来引导社会融资成本下降的效果,而降准释放出了大量的低成本流动性,缓和了银行的成本压力,对于降低融资利率自然有较好效果。此次降准后投放的资金规模很大,加上IPO资金解冻回流,短期资金面将非常宽松,且法定存款准备金的机会成本很低,同