

# “惯性忧虑”来袭 债市“恐高”为时尚早

□本报记者 王辉

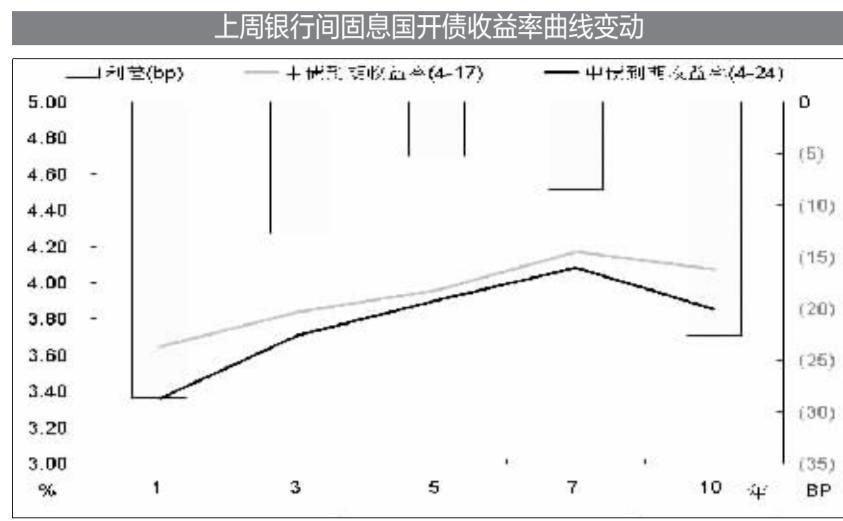
上周后半周,随着央行“大剂量”降准引发的交投热度消退、止盈盘渐次退场,市场观点再次出现分歧,谨慎气氛有所升温。而本周一,在货币宽松预期又一次发酵的背景下,债券市场牛头再昂,收益率纷纷下行。分析人士指出,当前市场上的谨慎观点,主要源自前几次利好兑现后债市重回调整的“惯性忧虑”,而在地方债供给预期已然明朗、宏观经济短期改善力度有限、货币政策与流动性环境有望长期向好的背景下,债券市场现在就出现“恐高”情绪还为时尚早。

## 收益率延续下行趋势

上周以来,在央行重磅降准的利好刺激下,债市做多力量再度凝聚,尽管下半月市场出现了一定回调压力,但整体仍保持了多方主导的强势运行格局。

从资金面看,上周资金价格继续显著回落,银行间7天和14天期质押式回购加权利率(存款类机构)分别下行45BP和34BP至2.47%和3.14%。其中,主流7天期回购利率跌破2.50%,显著提振了各方对于市场资金价格中枢在未来较长时间内持续低企的乐观预期。

利率债市场方面,上周一级市场配置情绪回暖,二级市场收益率整体则陡峭下行。其中,1年期国债收益率下行24BP至2.93%,10年期国债下行12BP至3.45%;1年期非国开固息金融债



收益率下行31BP,1年期固息国开债则下行29BP,10年期非国开金融债收益率下行9BP,10年期固息国开债收益率下行23BP。据交易员称,由于降准后市场谨慎情绪升温,部分获利盘止盈兑现,上周四、周五两个交易日,市场收益率出现一定反弹。其中1年左右短债反弹幅度较小,而长端相对于短债的反弹幅度较大。

不过,上周后半周的回调并未扭转债市的整体回暖氛围。本周一(4月27日),利率债市场再次掀起强攻大潮,各期限现券收益率普遍显著走低,5年期固息国开债收益率下行超过5BP。国债期货市场上,5年期国债期货主力合约TF1506与10年期国债期货主力合约

T1509分别大涨0.54%和0.78%,再度双双刷新降准以来的新高。

## 牛市格局未变

市场人士指出,经过上周降准引发的收益率急跌之后,中长期利率债收益率纷纷降至年内低位水平,参考今年年初以来央行降准降息后收益率先抑后扬的走势,部分机构出现“惯性忧虑”情有可原,不过,结合周一债市表现以及中长期市场影响因素来看,现在就对债券市场出现“恐高”情绪还为时尚早。

广发银行表示,债券收益率日前出现的温和反弹主要是获利盘抛售所致,毕竟之前两周市场收益率一直在持续走

低,小幅休整不可避免。不过,该机构进一步指出,当资金利率持续在低位时,市场杠杆水平极易提高,后期利率债还将受到杠杆资金交易需求的显著提振,因此本次降准后,市场收益率不会出现之前的大幅反弹现象,上周后半周只是盘整消化过程。

而对于前段时间市场较为担忧的1.6万亿元置换地方债供给压力,国金证券认为,实际上,市场对于发行问题无需过多担心。原因是:一方面,原本贷款部门并不缺资金,商业银行在本次大规模降准之后获得的大量超储很多会用于去买债;另一方面,根据测算,地方债的合理发行利率在“国债利率至国债利率+50BP”之内,将不至于出现利率过高的问题,也将不会对市场收益率曲线带来冲击。

申万宏源等机构也认为,未来央行的一系列举措,将化解市场对于债券供给压力的担忧,并有利于形成央行将继续宽松政策的预期,进而驱动债券市场持续处于牛市之中。

另外,国金证券还表示,经济基本面因素才是主导未来债券市场的核心因素。短期看,经济数据还没有体现出放水和宽财政的效果;从更长时间来看,虽然主要经济数据会在大水漫灌和宽财政宽信贷的发力下出现边际改善,但是也只是政策托底之后的企稳而不是趋势的反转。考虑到未来进一步的全面或者定向宽松手段还会不断进行,债市收益率继续下行仍是大势所趋。

国泰君安证券:放慢节奏 向短端倾斜

总体上看,信用债最好的时候正在逐渐过去,收益率整体进一步下行的动力有限。一是,资金面宽松状况后续边际弱化;二是,供需潜在压力仍存,需求仍然面临财富效应下负债端高成本约束;三是,信用风险仍然不是核心因素,风险偏好维持高位支撑低利差水平,但进一步提升推动利率收窄的动力下降。不过,维持供需压力主导的本轮信用债调整收益率有顶的判断,信用债整体上仍有配置价值,操作策略上继续放慢节奏,一级市场从容配置,继续向短端倾斜。下一阶段的信用主题是挖掘年报,把握投资机会和规避踩雷风险。

## 可转债

中金公司:  
中期持有价值仍存

对于转债后市建议如下:其一,“进攻”的性价比阶段性降低,而中期持有价值仍存,跟随个券赎回节奏兑现获利;其二,选择余地缩小后,个券选择失效,将被被动“指数化”配置,转债基金等业绩差别将主要由股票仓位和杠杆率决定,而

非个券选择。其中,民生仍是贝塔品种,此前135元及以下增持,140元持有,145-150元兑现”的判断暂不变。浙能前期表现超预期,追涨意义不大,但降息、电改等潜在利好仍值得关注。仍看好歌尔、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;其三,具有持股能力的投资者可积极关注歌华、深机、深燃、齐峰等均有转股后持股价值。个别转债出现折价套利机会,但可遇不可求。电气等折价套利不具有很强的操作价值。其四,新券打新、正股及其二级市场机会无疑值得密切关注。

华安证券:  
精挑细选 择时操作

上周由于股市强势上涨,转债市场虽然估值较高,但经过前期的修复后,也出现了一定程度的上涨。展望后市,由于目前可转债股性较强,可转债策略还需针对成交量较大的个券进行精挑细选,择时进行操作,从基本面和主题型出发挑选个券。从央行的宽松态度来看,未来仍将保持宽松以对资本市场提供足够的流动性,而作为牛市的主力银行股目前估值相对于其他行业来说明显偏低,仍具有上涨空间。重点推荐民生转债。(张勤峰 整理)

## ■债市策略汇

## 利率产品

兴业证券:  
耐心布局 越跌越买

央行稳定资金面的意图较为明显,流动性宽松有望保持较长的时间。金融深化与利率市场化的过程中,货币市场利率而不是负债成本是决定债市走势的关键变量。从定价来看,按照目前的资金利率,1年期国债收益率有望回落到3%附近,结合当下的经济基本面,10年期国债3.8%附近具备较高的安全边际,具备交易价值,建议投资者在当前位置上越跌越买。股市冲高之后,震荡的风险上升,也会给债市带来交易机会。刺激政策落地后,如果经济增长企稳再被证伪,债市可能迎来更大机会。总的来看,我们对债市保持乐观,债市慢牛的趋势还没有结束,建议投资者耐心布局。

招商证券:  
仍有压力 保持谨慎

虽然上周江苏地方债并未如期发行,但未来供给压力依然不减,冲击大小取决于央行是否会实施对冲性操作。上周央行暂停逆回购,反映其“差不多也不少”的合意货币政策倾向。由于宽货币和

宽信用可以同时推进,而且宏观调控政策重心在转向更具直接干预能力的财政和产业,继续强调未来资金面仍然存在较大的不确定性。同时,基本面依然存在边际改善的倾向,全年的经济和通胀底部已经过去,未来利率的底部仍有不断抬升的压力,继续建议投资者保持一定的谨慎态度。

## 信用产品

中信证券:  
增加杠杆 适度拉长周期

不管天威集团中票信用事件如何收场,我们对今年“个券违约新常态、刚性兑付过去式”的判断不变。实际上,伴随着发行人与投资者群体的多元化,信用债投资必将更加注重对发行人多维度、系统化的考量,而非简单地看企业性质或资产规模等单一指标。尤其是对于产业债而言,对发行人主营业务景气度的跟踪与预判势必要越来越重要。就短期而言,考虑到利率低位运行,机构对违约事件的适应性预期以及对高收益资产的追逐,低等级信用债仍有相当投资价值。因此,短期内我们维持产业债策略判断:增加杠杆、适度拉长周期、增配上游与中低评级。

## 宽松预期发酵 即期汇率急跌

## 人民币短期承压难改稳健主旋律

快推出直接购买商业银行资产的基础货币投放方式(即所谓的“中国版QE”)这一传闻发酵,人民币即期汇率因此承压节节下挫,最终大幅收跌。

27日海外无本金交割无期外汇(NDF)市场上,截至北京时间20:50,美元/人民币一年期品种报价在6.2730附近,较上一交易日收盘下跌约35基点,显示海外市场上对人民币贬值的预期变化不大。

## 美国加息预期延后

## 人民币贬值有压力缺空间

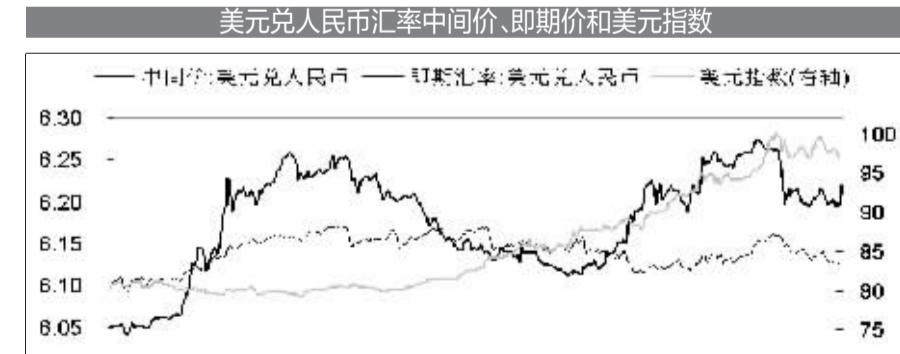
从汇率走势来看,人民币兑美元汇率中间价近期总体表现偏强,但仍处于今年以来6.12-6.17的波动区间内;即期汇率近期以窄幅波动为主,27日虽然大幅下跌,但亦未实质性脱离3月下旬以来6.19-6.22的窄幅波动区间。市场人士认为,在我国内地经济形势依然偏弱、量化宽松预期升温的背景下,人民币承受一定的贬值压力在所难免,但综合考虑美国加息预期延后、人民币国际化进程推进以及货币宽松预期持续已久等因素,人民币汇率短期持续大幅贬值的概率较小,未来的运行基调仍将以区间震荡、总体稳健为主。

中间价创3个月新高  
即期汇率创1年最大单日跌幅

据中国外汇交易中心公布,27日人民币兑美元汇率中间价为6.1220,较24日(上周五)上调20基点,创下今年1月19日以来的逾三个月新高。这是该中间价连续第三日小幅上调,三日累计上调70基点。上周五国际外汇市场上,由于投资者预期美联储加息节奏或将放缓,美元连续第二个交易日显著走软,美元指数全天下跌0.41%至96.91。

然而27日境内银行间即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇率并未追随中间价走高,而是呈现低开低走态势,午后跌幅逐渐扩大,尾市一度跳水,最终收报6.2206,较24日收盘价下跌256基点或0.41%。至此,该即期汇率创下去年3月21日以来的最大单日跌幅。

市场人士表示,当日汇市早盘结售汇需求总体仍较为均衡,客盘购汇驱动人民币小幅走软,但午后,随着中国央行将很



加上就业市场未完全呈现强劲复苏迹象,可能导致美联储不会在本次会议中透露出在6月份启动加息的信号,甚至年内都可能不会加息。而加息预期的推迟,意味着未来一段时间即使美元能够维持强势,但其大幅上涨的可能性将显著减弱非美货币的贬值压力。

人民币国际化方面,分析人士指出,人民币国际化将提高人民币在大宗商品上的定价权,降低中国在海外的融资成本,并有助于中国公司向海外扩张,而在谋求国际化的过程中,人民币汇率有必要保持相对坚挺、总体稳定。

货币政策方面,自从一季度万亿地方政府债务置换计划出炉之后,市场对于类似前述“中国版QE”的猜测就没有停止过。特别是央行日前超预期降准之后,国

内货币政策实际性宽松的预期已经得到全面升温,这从上周以来货币市场利率的大幅下行就可见一斑。事实上,从去年以来,货币宽松预期就持续不断向人民币施压,但人民币仍在美元大涨的背景下保持了总体坚挺走势。

因此,有分析人士指出,未来央行无论是直接购买商业银行资产,还是通过降准或PSL等其他措施,在加大货币投放力度早已成为共识的背景下,再加上美国加息预期推迟,未来市场对于两国货币政策的预期差异未必会进一步拉大。再考虑到人民币国际化需求以及中间价这一“定海神针”仍稳中偏强,预计未来的人民币即期汇率即便出现短时贬值走势,其区间震荡、总体稳健的运行基调仍难以根本改变。

## 资金青睐短债 农发债招标结果分化

4月27日,中国农业发展银行招标发行的三期固息金融债招标结果出现分化,期限较短的1年和3年期债券中标收益率仍低于二级市场利率,较长的7年期品种则高于二级市场。

农发行27日招标的是该行2015年第四期7年期、第九期3年期金融债的增发债券以及新发行的第十一期1年期固息金融债券。综合中债登和交易员信息显示,农发行此次发行的1年期债券中标利率为3.29%,全场认购倍数2.46;增发的3年期债券中标收益率为3.9013%,全场倍数2.61,7年期债券中标收益率为3.3506%、3.9244%和4.125%。市场人士指出,流动性主导短期债市走势,在资金面宽松背景下,收益率曲线有合理陡峭化修正需求,目前短期债券品种首次披露的中标收益率为4.1638%,全场倍数2.24。

值得一提的是,此次7年期增发债中标结果的披露过程中出现一段小插曲。中债登下午3点多首次披露的中标收益率为

(张勤峰)

## 正股带动转债普涨 两只转债本周“谢幕”

27日,转债市场跟随正股再现普涨格局,中证转债指数重新逼近历史高点。歌华转债和深燃转债即将于本周“谢幕”,表现明显弱于正股。市场人士表示,预计未来一段时间股债双牛格局有望持续,转债投资主要以持有为主,对已公告赎回的个券则需注意及时兑现或转股。

27日指数表现方面,上证综指大涨133点或3.04%至4527.40,再次刷新逾7年高点;中证转债指数上涨5.43点或1.14%,逼近上周四创下的485.09的历史最高点。个券方面,两市正常交易的13只可转债10涨3跌,略逊于对应正股的11涨2跌。其中,电气转债上涨463%,居涨幅榜首位,且涨幅超过正股的2.13%;海运转债上涨4%,居涨幅榜次席,略低于正股4.34%的涨幅。下跌的3只转债中,歌华转债跌0.59%,表现好于正股的下跌2.11%;深燃转债、歌华转债分别下跌1.13%、0.79%,正股则分别上涨0.16%、0.09%。

去年下半年以来,A股走牛引发转债“赎回潮”空前高涨。统计显示,27日正常交易的13只可转债10涨3跌,略逊于对应正股的11涨2跌。

分析人士指出,3月份以来央行接连降息降准,货币宽松态度明确,未来居民资产从存款和地产向金融资产“搬家”趋势不改,在此背景下,股债“双牛”格局有望长期持续,转债亦将从中受益。具体操作方面,考虑到前期转债估值高企局面得到明显修复,转债投资宜依托A股走势持有为主、波段操作,具体券种可从公司基本面和题材两个方面进行选择。与此同时,对于已公告赎回的个券,要注意及时逢高兑现或转股。(葛春晖)

## 17家银行今发28只同业存单

今年以来,商业银行同业存单市场持续保持高频发行节奏。中国货币网27日披露的发行预告显示,4月27日,农业银行等17家银行将在银行间市场发行共28只同业存单,计划发行总额度达到227亿元。

据预告披露,于28日发行的这28只同业存单期限涵盖1个月、3个月、6个月、9个月、1年和2年六种,发行主体信用等级包括A、AA-、AA、AA+和AAA。由此可见,当前同业存单无论的发行品种还是发行主体,均呈现多样化、多层次化趋势。

另据WIND统计,今年以来截至27日,银行间市场新发行的同业存单累计达到10372.80亿元/1349只,而去年同期仅为427.7亿元/20只;存量方面,截至27日,同业存单存量为

## 口行30日增发三期固息债

中国进出口银行27日公告,定于4月30日上午通过中国人民银行债券发行系统,增发2015年第六期、第八期和第九期金融债券各不超过40亿元,合计发行金额不超过120亿元。

口行2015年第六期债券为5年期固息金融债,票面利率4.10%,起息日为2015年3月24日;第八期债券为10年期固息金融债,票面利率4.29%,起息日为2015年4月7日;第九期债

券为3年期固息金融债,票面利率4.02%,起息日为2015年4月28日;各期债券发行价格均通过承销团竞标确定。

本次增发的三期口行债均采用单一价格(荷兰式)中标方式,招标时间均为4月30日,缴款日均为5月5日,上市流通日均为5月11日。三期债券均无基本承销额度,3年、5年、10年期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)

## 金牛银行理财综合收益指数走势



注:2015年4月27日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.25%,较修正的上期数据上升1BP。  
数据来源:金牛理财网