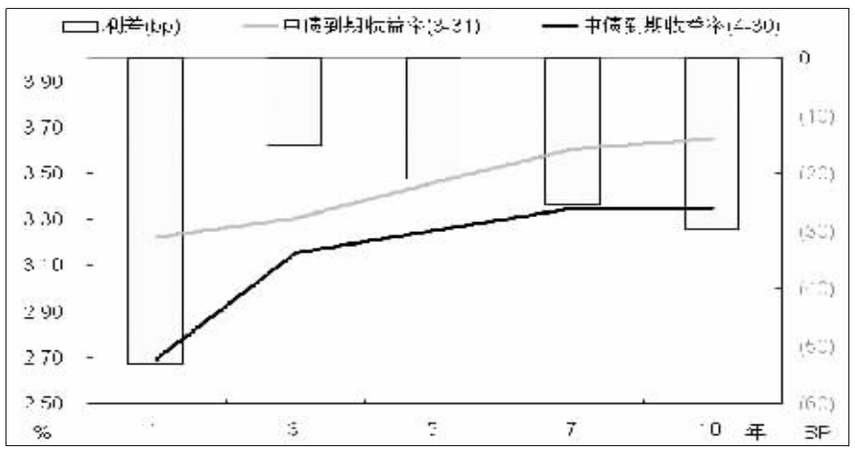
宽松未完 债牛犹健

□本报记者 葛春晖

5月份首个交易日,债券市场交投整体较为清淡,现券收益率变化不大。分析人士指出,在中长端绝对收益率水平位于近年低点、如何解决地方债供需矛盾尚无定论的情况下,机构短期分歧加大、观望情绪升温在所难免。不过,4月PMI数据显示二季度我国经济仍在寻底、企业盈利能力持续下滑,通过降息等宽松政策引导社会融资成本下降仍是势在必行,在此背景下,未来利率曲线有望继续呈现"牛陡"行情。当前债券投资者最好的策略是持券待涨、不折腾。

4月份银行间固息国债期限结构变动



数据传利好 市场偏谨慎

5月伊始,作为经济先行指标的4月PMI数据率先亮相,不论是中采PMI还是汇丰PMI,均显示经济下滑势头难言止住。

5月1日,中国物流与采购联合会公布的4月制造业PMI数值为50.1,与3月份持平。虽然中采制造业PMI连续第二个月处于50荣枯线上方,但3、4月份历来是春节后的开工月份,因此从中简单判断经济企稳不足为凭,而从分项数据看,需求和生产偏弱的情况则较为明显。中金公司指出,4月中采制造业新出口订单指数从3月的48.3继续降至48.1,反映外需复苏依然疲软;新订单指数持平于3月份的50.2,处于近年较低水平,显示基建对内需带动相对有限;产成品库存指数从3月的48.6降至48,反映制造业库存投资意愿较弱,对经济形成拖累;以新订单减产成品库存衡量的经济动能指标亦在低位。

另外,4月中采非制造业PMI总指数降至53.4,为近年新低。中金公司表示,如果将制造业和非制造业PMI结合来看,经济仍在延续下滑态势,目前看,二季度经济难有明显起色。

5月4日,汇丰中国4月制造业PMI终值出炉,48.9的水平不仅低于49.2的初值和49.4的预期值,还一举创下12个月新低,进一步印证了经济仍处于下滑态势的市场判断。

经济失速风险未除、稳增长需求犹存,无疑继续对债券市场形成向上支撑。然而从节后首个交易日的市场表现来看,机构并未显露出更强的做多意愿,债市整体交投较为清淡,现券收益率小幅上行。中债登数据显示,周一银行间1年期、10年期国债收益率双双上行约3BP,报2.73%、3.38%。

一位银行交易员表示,"小长假"前市场降息预期显著升温,节后随着降息预期暂时落空,机构对货币政策和地方债供给问题的分歧加大,因而市场短期观望增多、谨慎情绪趋浓。

"牛陡"可期 持券待涨

回顾4月份,在央行超预期降准、连续下调逆回购操作利率的背景下,货币市场利率大幅下降,带动债券市场走出了一波明显的"牛陡"行情。数据显示,4月份7天回购利率均值由3月份的4.48%大降157BP至2.91%,创下2011年5月以来的最低水平;当月银行间1-10年期关键期限国债收益率分别下行53BP、15BP、20BP、25BP、30BP,1年期品种降幅最为可观,中长端品种的绝对收益率水平则纷纷跌至历史均值下方。

在中长端绝对收益率水平位于近年低点,如何解决地方债供需矛盾尚无定论,以及货币政策预期出现分歧、市场担心资金利率难以保持低位的情况下,机构短期观望情绪升温在所难免。但展望5月份,多家机构认为,债市仍有望继续延续牛市格局。

中金公司指出,牛市的驱动力主要是源于货币政策的放松和市场此前担忧因素的缓解。首先,在企业盈利能力持续下滑的背景下,5月份有可能再度迎来货币政策的全局性放松,有可能继续降息;其次,货币政策放松有效性的保障,在于货币市场利率可能继续往低位引导,而只要货币市场利率保持低位,其他利率也会逐步下行;再者,地方债配套方案可能即将出台,从而化解市场此前所担忧的供给冲击;最后,央行对于境外机构进入银行间市场的审批速度加快,有利于增加新的需求。该机构表示,预计4月份市场利率继续下降的确定性较高,中长端收益率有跌破2月末低点的可能,当前债券投资者最好的策略是持券待涨、不折腾。

海通证券亦认为,预计二季度经济仍将寻底,去杠杆过程中货币宽松不会缺席,对于债市而言,只要放水不止,债牛大方向就不会改变,5月利率债有望续演"牛陡"行情。

配置盘举棋不定 利率债弃长择短

□南京银行金融市场部

当前经济基本面尚无明显走稳迹象,央行政策目标中稳增长压力较大,决定了未来一段时间宽松仍为货币政策主基调。4月份利率债收益率曲线迅速陡峭化下行,但市场呈现交易盘主导行情特征,配置盘仍未明显发力。当前利率债中长期普遍低于历史均值,在没有配置盘配合下,再度下行空间有限,建议仓位较重的机构可逐步对长端获利了结,提高组合防御性。不过从息差套利角度来看,中短期金融债仍有一定套利空间,可以适当关注,操作应以短平快为主。

经济偏弱 政策趋松

4月份经济并未出现明显企稳迹象。当月汇丰制造业PMI再创新低,内需恶化严重制约中小企业经营,制造业转型升级任重道远。从高频数据来看,上游国际原油价格阶段性企稳,但国内煤炭、钢铁等价格并未摆脱颓势;中游电厂耗煤量增速降幅收窄,意味着4月份工业增加值同比增速或小幅回升至6%附近;下游房地产在"3·30新政"后销量小幅改善,不过土地成交和楼市销量均涨幅有限,政策刺激力度不如前几次救市措施,一二线城市改善,三线城市仍然不乐观,房地产难以明显反弹。

货币政策目标决定宽松将为未来一段时间主基调。重新审视央行货币政策的四大目标:物价稳定、充分就业、促进经济增长和平衡国际收支。从目前"通胀低位+就业平稳+经济下滑+国际收支基本平衡"的基本面组合来看,促进经济增长的迫切性更高,在货币政策制定过程中,将更多考量稳增长的重要性。此外,货币政策还有一个重要目标是守住不发生金融系统性风险的底线。二季度是地方平台债务到期高峰,而地方政府债务置换工作也刚刚启动,债务问题正处于青黄不接阶段。叠加传统行业——房地产、制造业纷纷调整的宏观大背景,风险事件爆发的概率较大,为了有效风控风险,货币政策必须保持相对宽松。

近期央行QE的传闻虽被官方否认,但PSL扩围至商业银行且地方债可质押等"间接QE"方式仍值得期待。总之,无论什么形式的宽松,都是增加货币投放,对流动性有利。

4月份,在央行量价共舞引导下,货币市场资金利率降至一年多以来的最低。近期资金面极度宽裕,主要是因为央行货币宽松走在了地方债供给放量之前,商业银行风险偏好低叠加实体融资扩产意愿不足导致宽信用并不顺畅,降准等方式释放的资金有部分在金融市场淤积,导致利率持续下行,短期内商业银行负债成本不会对货币市场资金利率产生底部制约,资金利率有望维持在低位。 不过从中期来看,不应该对低资金利率持续性过于乐观。

不追长 不弃短

4月份,在一季度经济数据疲软不堪,货币资金利率持续下行,央行大幅度降准等多重利好下,利率债收益率曲线迅速陡峭化下行。不过,4月份行情呈现出交易盘主导的特征,利率波动幅度较大,不同券种之间流动性溢价高企,国债一级市场认购倍数偏低,显示出配置盘仍未明显发力。

目前利率债收益率短端已经突破2月份的低点,长端也与当时低点相差不多。跟历史均值相比,中长期品种也普遍降至均值水平之下,尤其是10年国开债,估值大幅低于均值45BP,与5年之间期限利差仅为3BP,具有一定调整风险。鉴于下半年通胀水平会较上半年有所抬升,经济数据在低基数和稳增长政策助力下也有望改善,因此继续追低长端品种风险较大。考虑到目前长端利率已经包含货币政策进一步放松的预期,在没有配置盘配合情况下,再度下行空间有限,建议仓位较重的机构可以择机逐步对长端获利了结,提高组合防御性。

当前降至低位的资金利率是交易盘做多利率债的最大支撑。从金融债与资金成本(R007)之间的套利空间来看,除了10年期国开债,其他金融债品种与资金利率之间的利差均高于历史平均水平。尤其是7年国开债和3年非国开金融债,都处于曲线较为突出的位置。后续中短期利差仍有一定收窄空间。基于短期内资金利率不会大幅反弹的判断,建议继续关注中短期金融债的息差套利机会。

■债市策略汇

利率产品

兴业证券:早点买入 等待兑现

当前市场分歧很大,目前的期限利差也蕴含了投资者较为悲观的部分预期。建议投资者不必过于悲观,当下债券的安全边际已经较高,如果等所有的利空都落地,收益率可能创下新低,那么可能也是卖出的时间。本质上,无论是股市的分流,还是地方政府的债务供给,甚至是配置盘不参与买债,关键的原因都是由于投资者担心钱不够,如果市场的流动性维持一段时间的宽松,债市的加速上涨肯定会再次出现。债市再涨一波只是时间问题,建议投资者早点买入,等待兑现。

招商证券:利率底部仍有抬升压力

近期QE等政策宽松传闻不断,带动收益率大幅下行,但也反映出市场对未来供给压力的担忧情绪。未来地方债供给的实际冲击仍然取决于央行最终的实际操作。上周央行继续暂停逆回购,反映其"水不多也不少"的合意货币政策倾向,鉴于宽货币和宽信用可以同时推进,而且宏观调控政策重心地转向更具直接干预能力的财政和产业,我们继续强调未来资金面仍然存在较大不确定性。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

银河证券:乐观中保持谨慎

二季度央行货币宽松力度增加,资金面宽松态势确认,预计7天回购利率稳定在2.5%-2.8%,资金面护航信用债行情,杠杆息差策略兼有资本利得。但中期我们对信用债行情乐观中保持谨慎。此轮行情主要在于对资金面宽松的确认,央行货币宽松的力度和持续的时间决定行情的时间。未来美国加息会给央行货币政策造成约束,需密切关注国际环境变动。产业债方面,可挑选行业信用风险溢价比较明显的钢铁、机械设备、煤炭的等相对优质的国企,获取相对高收益。不同等级信用利差仍会分化,低等级信用债信用风险溢价会进一步体现,可关注信用风险事件引发的超跌介入机会。

光大证券:全面看好城投债

二季度泛城投平台债务到期规模较大,较大的还款压力会进一步增加信用债的供给。伴随着经济持续低迷,近期发生多起信用风险事件。刚刚公布的4月PMI仅略高于荣枯线为50.1,反映经济整体依然十分疲弱。当前社会融资成本依然高企,企业盈利能力持续下滑,预计央行继续推行宽松货币政策的预期不变。未来二三季度供给压力较大,信用风险仍存,我们仍然看好中高等级产业债,对低等级产业债偏谨慎,全面看好城投债。二季度是2015年信用债一次较好的高杠杆套息机会。

可转债

国泰君安证券:巧妇难为无米之炊

政策驱动的股票牛市形态已越来越清晰,后续股指上行趋势可能持续,但波动也可能会加大。存量转债市场规模依旧保持萎缩的态势,但随着年报披露窗口的关闭,转债供给真空期即将结束。转债"杀估值"进程可能已经接近尾声,虽然刚需保证稀缺性逻辑,但市场规模的快速下降使得投资者有"巧妇难为无米之炊"的尴尬。建议投资者顺势而为,对于存量转债保持适当的参与度,积极参与即将到来的新转债申购。标的方面,给予民生、浙能、电气、洛钼、歌尔、吉视、齐翔、格力、通鼎"增持"评级。

海通证券:逐一把握个券

当前转债走势基本与正股趋同,短期虽有震荡,但居民财富配置仍从存款、地产向资本市场迁移,股市两融余额突破1.8万亿,增量资金带动牛市,长期看好转债。建议投资者更关注未进入转股期的优质个券,如洛钼(钼钨资源税改革、公司业绩良好)、电气(核电+一带一路+国企改革)、浙能(国企改革+核电回归)、歌尔(可穿戴设备)、宝钢EB(保险股机会)等。澳洋顺昌和航天信息转债获证监会发审通过,新券发行临近,可积极申购。(葛春晖 整理)

资金面不惧IPO冲击

□本报记者 张勤峰

4日,尽管新一批IPO启动在即,但市场资金面仍是一派宽松景象,中短期限回购利率延续低位运行。市场人士指出,随着短期扰动因素增多,货币市场波动或加大,但考虑到IPO对流动性冲击减弱,且货币政策宽松预期浓厚、市场流动性预期乐观,提升了资金面抗冲击的能力,预计IPO等短期因素对整体资金面影响有限。

回购利率低位运行

4日,市场资金面继续保持宽松态势,各期限资金供给充裕,资金利率涨跌互现。

在银行间质押式回购市场上,短期回购利率总体持稳,隔夜品种加权利率跌约3bp至1.60%,再创2010年11月中旬以来的四年多新低,指标7天回购加权利率小涨2bp至2.44%;中长期限回购涨跌参半,其中3个月品种跌7bp至3.34%。

交易所市场上,短期回购加权利率略见上行,日内成交利率则先扬后抑,如上交所隔夜回购利率早盘高开高走,盘中最高成交在2.33%,尾盘回落至0.815%,全天加权平均利率报1.787%,较前一交易日加权值微涨2bp;基本跨越新股发行期的7天品种尾盘收在3.745%,全天加权利率报4.186%,上涨约152bp。

IPO难撼宽松大势

本周资金面扰动因素有所增多。5日为月初例行存准清算日,银行体系或面临存准金补缴,与此同时,新一批IPO将于5日拉开帷幕。据公开信息披露,本轮24家公司将集中于5月5日、6日、7日展开网上申购。有机构预计,此轮IPO累计将冻结资金超过2万亿元,其中5月5日至7日是资金相对最紧张的时间段。存准清算和IPO两项因素叠加,对短期市场资金面将造成一定不利影响。在此背景下,4日资金面依旧风平浪静,更衬托出当前流动性的宽裕程度。

市场人士指出,本周资金利率或下行遇阻甚至出现小幅回升,但预计整体资金面波动有限,IPO等短期因素难改资金面相对宽松的格局。事实上,随着新股批量发行常态化,其对短期流动性的冲击已有所弱化。国泰君安证券报告指出,随着市场专门打新产品扩容,各类机构和产品在应对IPO波动时有更多增量资金,而非通过调整存量资产腾挪流动性;由于股市迅猛上涨,打新对机构投资者吸引力下降,机构参与力度相对下滑,导致IPO期间资金需求有所回落;央行积极开展预期管理,提前通过降准、MLF平滑资金波动。这些因素共同降低了IPO对流动性的冲击程度。可以看到,4月份IPO就未对资金面造成太大的影响。此外,目前经济下行风险仍较大,且企业盈利下滑较明显,市场上货币政策宽松预期浓厚,投资者对中短期流动性看法普遍乐观,亦提升了资金面抗击短期波动的能力。

有交易员表示,当前资金面持续宽松,央行不大可能采取降准等手段对冲IPO短期扰动,但重启逆回购操作以释放维稳信号的可能性不能排除。考虑到近期货币市场利率下行明显,回购利率一二级利差明显走阔,若逆回购重启,中标利率很可能"补跌",届时或与货币市场利率下行产生共振效应。

人民币汇率小幅回调

□本报记者 王辉

"五一"小长假后首个交易日,人民币兑美元汇率中间价、即期汇率双双小幅走低。

5月4日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价设在6.1165元,较4月最后一个交易日的6.1137元小幅下调28基点。在即期交易方面,4日人民币兑美元即期汇率早盘低开50基点报6.2078元,盘中最低调至6.2104元,收盘报6.2090元,较前一交易日跌62基点或0.10%。由此,人民币即期汇价连续第二个交易日出现回调,不过仍运行在3月下旬以来6.19元至6.22元的狭窄区间之内。

对于周一人民币汇率的整体表现,市场人士表示,中国经济最新一段时间的表现仍差强人意,美元指数的震荡走低未能在短期内刺激人民币即期汇价显著走强。不过,从中间价近几个交易日的变动来看,货币当局对于人民币汇率中期延续稳健表现依旧充满信心。综合市场交投因素来看,短期内人民币汇率预计会延续偏强震荡格局。

转债高位震荡 短期持有为主

□本报记者 王辉

5月首个交易日,交易所可转债市场在沪深股市温和上涨的背景下延续了近期的高位震荡走势。中证转债指数小幅走高,个券涨跌互现。

4日中证转债指数早盘微幅高开报475.79点,小幅下探后转入震荡上扬,收盘报478.17点,较前一交易日小涨3.04点或0.64%。个券方面,4日沪深市场正常交易的14只转债中,共有6只上涨、1只平盘、7只下跌。其中深机转债得益于正股深圳机场涨停的提振,全天大涨10.31%列涨幅第一;通鼎转债、浙能转债分别上涨7.48%、3.90%,分列涨幅第二、三位。东华转债则由于正股东华软件大跌4.93%,当日重挫12.20%,列转债市场跌幅第一位。

中金公司本周表示,6月底之前,深机、齐峰、齐翔、海运及东华转债将相继迎来赎回登记日,转债市场仍将面临存量规模继续减少的"牛市烦恼"。随着转债市场筹码持续大减,稀缺性将对估值起到支撑作用。不过,考虑到年初以来股市已经出现了巨大涨幅,且5月份A股市场过去多年中均易出现波折,转债市场未来一段时间内的波动预计将加大。在此背景下,建议投资者以持有思路为主,谨慎追高。

国开行7日增发100亿金融债

□本报记者 王辉

国家开发银行4日公告称,将于5月7日对2015年第七期和第十期金融债券进行新一次增发行。本次增发的两期金融债均为固息品种,首发时期限分别为3年和10年,此次增发行规模均为不超过50亿元。

本次国开行增发的3年和10年期债券均为按年付息。两期债券招标日均为5月7日,缴款日均为5月11日,上市日均为5月15日,上市后同对应的原债券合并交易。3年和10年期品种起息日分别为2015年4月3日和4月13日,发行时的票面利率分别为4.18%和4.21%。本次增发的两期债券均采用单一价格荷兰式招标方式,投标人可在一定数量标位内进行不连续投标。债券承揽费按认购债券面值计算。3年期为0.05%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。

新世纪调升华川公路评级

□本报记者 张勤峰

新世纪评级公司日前发布公告称,决定将成都华川公路建设集团有限公司的主体信用等级/评级展望由A+/稳定调整为AA-/稳定。

新世纪指出,此次调升华川公路主体评级主要基于三点考虑:一是,华川公路在四川省内属于施工资质较高的公路施工企业,并且市场拓展能力较强,施工量饱满,近几年营业收入持续增长,2012-2014年公司实现营业收入分别为33.01亿元、42.28亿元和44.23亿元,复合增长率为15.75%。二是,得益于较为严格的成本控制体系及承接的EPC项目、BT项目等盈利空间较大的项目数量的累计,华川公路的毛利率水平在公路施工行业中始终处于高位,2012—2014年公司主营业务毛利率分别为18.49%、21.88%和18.35%。三是,华川公路施工项目达到业主确认标准后,资金回笼较有保障,2012-2014年公司的经营性现金净流入量分别为1.19亿元、1.98亿元和4.87亿元,经营性现金净流入与流动负债比率分别为7.14%,9.12%和18.57%,呈现趋好态势。

中诚信调升深圳航空评级

□本报记者 张勤峰

中诚信国际日前发布公告,调升深圳航空有限责任公司主体信用等级至AAA,评级展望维持为稳定,维持"14深航空CP001"的债项信用等级为A-1;调升"14深航空MTN001"的债项信用等级为AAA。

中诚信国际指出,此次调升深圳航空信用等级基于如下理由:公司作为华南地区重要的航空公司,在区域竞争中具有特殊优势,较好的腹地经济为公司发展提供了支撑;公司股东实力极强,未来在业务运营方面中国国际航空股份有限公司有望给予公司更大的支持,同时深圳市政府也给予较强的政策支持;公司作为地方性航空公司行业地位领先,运营效率较高;油价持续下跌使得航空公司运营成本有所下降。

中诚信国际同时表示,也关注到公司负债水平偏高、购买飞机等资金支出压力上升及重大未决诉讼可能导致额外资金损失等因素对公司未来信用状况的影响。

上海银行7日发二级资本债

□本报记者 张勤峰

上海银行4日发布公告称,定于5月7日通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行该行2015年二级资本债券。

本期二级资本债为10年期固定利率债券,在第5年末附有条件的发行人赎回权,同时附有减记条款,发行规模为50亿元,票面利率通过招标系统招标决定,单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。本期债券不含利率跳升机制及其他赎回激励,票面利率不与发行人自身评级挂钩,也不随评级变化而调整。时间安排上,招标日为5月7日,发行期限为5月7日至5月11日,缴款日、起息日为5月11日。本期债券无担保,经上海新世纪资信评估投资服务有限公司综合评定,发行人的主体信用等级为AAA,本期债券信用等级为AA+。

据Wind统计,截至5月4日,今年以来已完成发行的商业银行二级资本债有7只,发行总额合计353亿元,其中有5只是4月份发行的,表明二季度以来商业银行二级资本债发行正在提速。