

降低融资成本需量价配合

资金足够宽松 降息仍有必要

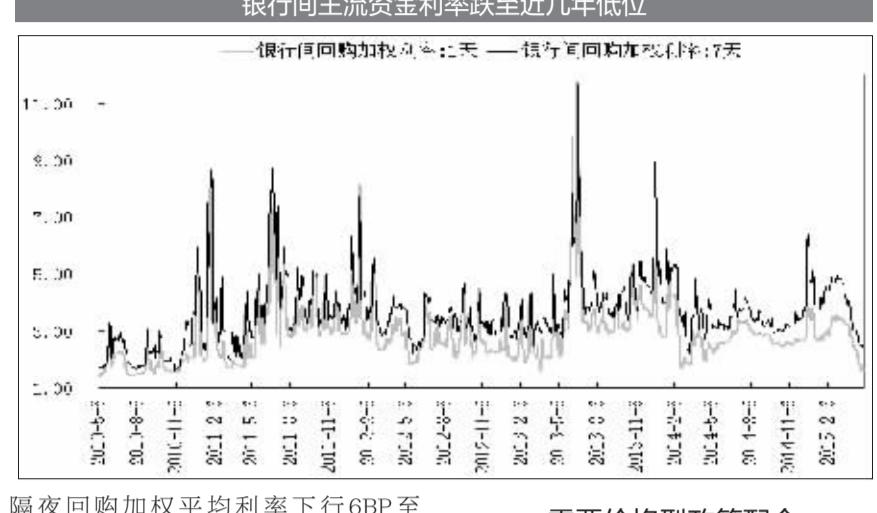
□本报记者 葛春晖

周二,市场资金面无视新一批IPO申购压力,继续保持宽松状态。在此背景下,央行连续第五次暂停公开市场例行操作,反映当前流动性水平处于政策合意区间。分析人士指出,4月份大幅度降准释放了足够的资金,为降低企业融资成本提供了充裕的流动性环境,但当前经济下行压力依然较大、企业实际融资成本仍然较高,短期内若想有效提振经济,量价配合方为上策,因此降息仍是下一步货币政策的最好选项。

流动性充裕 公开市场操作续停

本周二(5月5日),央行继续全面暂停公开市场例行操作,为4月20日降准之后的连续第五次暂停。交易员表示,当前货币市场流动性充裕,机构对于逆回购等公开市场投放工具几无需求,央行暂停公开市场操作属于顺势而为,同时也反映出当前流动性水平处于政策合意区间,央行无意通过公开市场释放更多宽松或收紧信号。

从银行间资金面情况来看,在公开市场零投放、新一轮IPO密集申购的背景下,周二货币市场流动性仍保持极度宽松局面,尽管与IPO申购相关的资金需求明显增多,但机构资金供给亦十分充裕,各期限资金利率延续稳中有降态势。具体来看,当日银行间质押式回购市场上,



隔夜回购加权平均利率下行6BP至1.55%,跨过多个申购日的7天回购加权平均利率微升2BP至2.47%,14天品种续降4BP至3.00%,21天品种微升2BP,1个月以上品种全线下行。

目前,银行间隔夜回购利率已跌至近五年的最低水平,7天品种也徘徊于最近四年的波动区间下限附近。市场人士表示,4月份大幅降准释放了足够的资金,再加上美联储升息预期延后使得外汇占款增长可能改善,因而短期市场流动性极为充裕。另外,3个月期的质押式回购利率、3个月Shibor利率均持续下跌,双双探至两年前水平,反映出机构对于中长期流动性持乐观预期。

需要价格型政策配合

2014年以来,缓解企业融资难、融资贵成为我国政府的重点工作目标之一。在国务院、相关部门推出一系列政策之后,企业融资成本呈现持续回落态势。央行数据显示,截至2015年3月末,企业融资成本为6.83%,较上年末下降12个基点,比上年同期下降50个基点。分析机构认为,4月降准后资金面显著趋松,为进一步降低企业融资成本提供了充裕的流动性环境,但当前经济下行压力依然较大、企业实际融资成本仍然较高,短期内若想有效提振经济、减轻企业负担,除了保障总量适度的货币供给外,还需要降息等价格型政策的密切配合。

来自国家信息中心宏观经济形势课

2%-2.5%。

广发证券:QE非必需 降息更可行

存量置换之下,地方债务供给压力已经成为市场的主要担忧,由此催生了明确的央行QE预期。债务置换并不消耗基础货币,而且也并非明确的去杠杆行为,因此对于央行QE的需求并不明确。地方债务供给压力并不体现在流动性压力层面,而是体现为收益低下和需求不足。挖掘有效需求,降低银行对应负债成本是合理思路。央行操作层面,定向投放低成本资金是高效选择,比如定向降准、PSL甚至设定地方利率走廊等。相较全

面QE而言,降息是效率更高的政策选择,当然对于资产泡沫的担忧也会制约降息工具的运用。

华安证券:降息是最好选择

央行再次降准已释放了足够的资金,此时若再次下调价格将起到实质性的作用,量价配合才能有效地解决问题,对于短期提振经济可能会有一定的效果。从基本面来看,二季度经济持续下行的压力仍大,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

题组的一份报告显示,二季度我国经济增长将呈稳中缓降态势,初步预计二季度GDP将增长6.8%左右,CPI上涨1.4%。华安证券就此指出,当初将GDP增速由7.5%下调至7%就是为稳增长赢得空间和时间,7%可以看作是经济增长的底线,而从目前情况看,经济下行的压力可能会触及并突破下限。该机构认为,量价配合才能有效解决短期经济增长问题,最近一次降准已经释放了足够的资金,此时若再次下调价格,将起到实质性的作用,因此降息是目前央行最好的选择。

从降低企业融资成本的角度来看,降息的必要性也显而易见。数据显示,3月份我国生产者价格指数(PPI)同比下降4.56%,意味着扣除价格因素后,3月末企业实际融资成本远高于6.83%。东北证券指出,目前企业投资回报已经低于融资成本,融资成本过高已经阻滞了经济发展,其中隐含的风险值得关注。3月份的央行统计数据显示,当月新增社会融资总额为1.1816万亿元,其中新增人民币贷款达到9920亿元,占到约84%。可见,当前企业融资渠道仍主要依赖于银行贷款。分析机构表示,虽然随着利率市场化的推进,银行拥有了较强的贷款议价能力,但我国贷款基准利率对实际贷款利率的指导作用依然很强,降息将对降低企业融资成本起到直接推动作用。东北证券表示,美联储6月份加息的概率大幅下降,为我国降息腾出了一定空间,未来不排除降息的可能。

仍需宽松,我们认为降息是央行最好的选择。

瑞银证券:降息降准进程未完

近几日统计局和汇丰陆续公布了4月中国制造业PMI数据。整体来看,4月的制造业活动并没有显著好转的势头。瑞银经济学家认为,4月底召开的政治局会议显示出决策层高度重视应对“经济下行压力,未来还会出台更有力的政策,要实现今年7%的增长目标,决策层仍有必要加大政策宽松力度,预计二季度还会有一次降息,央行在年内还会继续降准。(张勤峰 整理)

转债市场全线下跌

5日,沪深股市放量重挫,对交易所可转债市场冲击显著。当日中证转债指数大跌4.04%,创出三个多月的最大单日跌幅。

5日,中证转债指数全天呈现震荡下行走势,收报458.84点,较前一交易日大跌19.33点或4.04%,为今年2月3日以来的三个多月最大单日跌幅。个券方面,当天两市正常交易的14只可转债全部收跌,表现最好的齐峰转债也下跌了0.31%。东华转债则在前一日重挫12.20%之后,再跌11.56%,列两市跌幅第一位;通鼎转债更是在正股连续第五个交易日涨停的背景下,仍然重挫9.50%,列转债跌幅第二位。

中信证券表示,目前绝大部分转债标的已经步入收获期,转债市场难言具有整体机会,获利了结兑现收益依旧为上策,长线资金可以更多关注机构刚需配置标的。光大证券指出,目前转债市场的风险主要在于正股风险。目前转债防御性较差,正股若有较大下跌,则转债下跌幅度可能与正股相当。(王辉)

大行结汇力挺
人民币即期汇率小幅走高

5日,境内人民币兑美元即期汇率小幅走高,基本延续了围绕6.20元震荡的格局,与中间价走势则有所背离。市场人士指出,美元企稳及企业外汇需求提振短期购汇力量,但大行积极结汇保障美元流动性,令外汇市场购售汇力量基本均衡,短期人民币汇率或延续震荡走势。

5日境内人民币兑美元汇率中间价设于6.1180元,较前一日小跌15基点。当日银行间即期询价交易中,人民币兑美元汇率并未受到中间价下跌的影响,早盘微幅高开,而后持续横盘拉锯,午后汇价震荡走高,尾盘收报6.2062元,较前一日收盘价小涨28基点或0.05%。

据交易员反映,近日受美元汇率企稳及企业季节性实需影响,客盘购汇需求旺盛,但大行结汇积极,美元供给充裕,使得市场上购售汇力量基本均衡,人民币走势缺乏明确方向。

从走势上看,自3月下旬以来,人民币即期汇率持续于6.20一线震荡,一则反映出美元回调令人民币短期贬值压力减轻,二则也说明在国内经济疲软、货币政策放松背景下,市场持续做多人民币的动力不强。综合考虑美元走势、人民币国际化、中国经济基本面等因素,预计未来一段时间,人民币仍处于上有压力下有支撑的格局,上下空间有限。(张勤峰)

新债需求不旺
国开债招标结果偏弱

国家开发银行5日对该行2015年第七期至第十期金融债进行了新一次增发,同时发行了第十一期金融债券,这五期债券分别为3年、5年、7年、10年和1年期固息债券。招标结果显示,这五期国开债中标利率偏高,一级市场配置需求仍旧不旺。

据市场人士透露,本次招标的1年、3年、5年、7年和10年期国开债中标收益率分别为3.19%、3.6351%、3.7476%、4.1039%、3.8400%;全场投标倍数分别为4.04倍、2.65倍、2.34

倍、3.72倍、2.23倍。中债到期收益率曲线显示,目前1、3、5、7、10年期固息国开债最新收益率分别为3.32%、3.6350%、3.73%、4.12%和3.79%。相较于二级市场,除1年期和7年期品种定位稍低外,3、5和10年品种中标收益率均偏高。

市场人士表示,尽管当前资金利率仍在走低,但债市在地方政府供给担忧等因素制约下,继续上涨的动力不足。整体来看,国开债招标结果偏弱,显示投资者对后市看法依旧谨慎。(王辉)

债券利率继续下行空间有限

□国海证券 陈滢

25家IPO集中在5日-7日进行,冻结资金预计2.4万亿左右,4月IPO中签率下滑,打新收益率随之下降,市场已逐步习惯每月打新节奏,降准后流动性充裕,打新对货币利率影响减弱。当前经济仍在寻底中,通缩风险未消散、社融成本仍高,与7%GDP和1.5%CPI相匹配的货币利率应在2.5%以下。4月以来央行维持货币利率低位态度明确,无论是大幅降准,还是信贷资产/地方政府债抵押再贷款、PSL扩容等传闻,都意味着央行宽松方向不变,下调未来3个月R007区间至

加速向下,前期的政策放松已经在信贷投放方面起到一定效果,这一局面下,全面宽松的理由并不充分。

第三,由资金环境看,短期内货币也没有进一步宽松的空间。经过前次超预期的大幅降准,短端利率明显得到控制,目前R007降至2.5%以下的水平,为近几年来的较低水平,此时并非进一步放松的合适时点。虽然长期看,降准并不增加基础货币的投放,在外汇占款持续流出的背景下,资金环境可能先宽松后逐渐收紧,待流动性恢复中性后才可能会打开新的对冲式宽松窗口。只是央行会更加注重短期利率的控制,资金利率中枢可能较去年下移,但不论具体放松方式如何,对冲目的不变,力度均

不宜高估。

政策定向宽松环境下,收益率将维持震荡下行走势,不过目前收益率较低定位约束利率的下行空间。另值得一提的是,近期不仅债券绝对收益率水平较前期明显下降,而且期限利差仍在历史低位。历史上看,比目前1、10年利差更低的时点只有2008年10月、2011年三季度、2013年下半年和去年四季度至今年3月等4个时段。除2008年期限利差收窄的理由是经济下滑势头明显、政策持续快速放松外,后面几次均是资金利率较高更显著推升短端利率所致。目前该曲线已经部分反映了政策放松的预期,预计后续利率下行、期限利差收窄的空间均将十分有限。

货币宽松趋势未变 无需过度悲观

看,增加公共支出、发挥投资作用的积极财政政策发力的确定性更大,而会议上对货币政策的态度则由前时期的“松紧适度”调整为“把握好度,注意疏通货币政策向实体经济的传导渠道”,反而意味着货币将维持定向宽松,目的在于配合财政政策,为重点行业和领域提供支持。

其次,由基本面看政策放松空间也不支持货币的全面放松。目前传统的第二产业增速确实处于下滑的状态,而占比逐渐提高的第三产业增速则维持相对平稳,一些行业的低迷可能恰恰体现出国内经济结构的调整。基本面下行压力虽存在但也在可控的范围,因为即使下滑中的第二产业,其对应的高频数据如耗煤量、PMI等数据均出现筑底的迹象而并非

从月度数据看,美国道琼斯工业平均指数与10年美国国债收益率正相关的次数是66次,负相关的次数是57次;中国上证综合指数与10年国债收益率正相关的次数是72次,负相关的次数是51次。无论美国还是中国,股市与债市正相关的次数均大于负相关次数,说明股市对债市确实有一定的分流效应,但正相关次数并未高出负相关次数许多,说明分流效应并不十分明显。

此外,将储蓄存款的同比增速与上证综合指数做比较可以发现,2010年之前两者有明显的负相关关系,说明股市对于储蓄存款的确有明显的分流效应,但2010年之后,随着我国利率市场化的推进,居民的财富配置逐渐多元化,股市对于储蓄存款的分流逐渐减弱,二者已无明显负相关关系。我们认为,近期进入股市的资金可能并非主要源于债券市场和储蓄存款,很可能是与股市投资风险偏好相近的非标类投资资金和房地产投资资金。

新兴需求力量崛起

近几年来,商业银行和保险等传统的债券投资主力的配置力度均大幅减弱,但这并没有阻碍债券市场2014年的大牛市。在传统配置力量削弱的同时,境外机构、社保基金以及存款保险基金等新兴力量正在崛起。2014年末,境外机构和个人持

有国内债券余额6715.8亿元,较2013年末增持2725.99亿元。SDR谈判将倒逼中国资本项目进一步开放,人民币国际化、居民非居民双向投资扩大化、便利化、银行间市场进一步开放都将提速,不要低估引进境外资金的作用。

另外,社保基金债券投资范围已经扩大至地方债,比例上限20%,按照2014年底约1.5万亿的资产规模算,社保基金可投资地方政府债券上限为3000亿,占2015年新增地方政府债的19%。社保基金投资范围和比例的扩大只是开始,未来住房公积金、企业年金、职业年金等机构的鼓励政策都有望出台。

鉴于此,对于市场担心的商业银行资金成本高企导致配债动力不足的问题,我们不以为然。即便新兴配置力量不足以对冲传统债券配置力量的下降,只要5月短期资金价格维持在2.5%以下的低位,随着套息利差拉大,债券市场套息需求也将应运而生。总体上看,影响债券市场中期走势的核心是货币政策,而非债市的供求。

当前经济仍在探底,货币政策仍处宽松趋势,且种种迹象表明未来政策超预期放松的概率在加大,5月份R007有望维持2.5%以下的低位。因此,投资者无需过度悲观,建议拉长周期,享受货币宽松带来的交易性机会。

供给难改中长期走势

万亿地方政府债供给只是开始,未来很可能还有两万亿甚至三万亿,供给冲击显而易见。但我们认为应该动态地从整个经济全局去看待这种冲击,而非简单孤立地从债券市场局部分析。

从均衡的角度讲,债券收益率本质上是实体经济利润率的一部分,这一部分到底占利润率多大的比例则取决于投资者风险偏好。万亿地方政府债的供给超出市场预期后引起债券收益率的短期调整,那将是进场的绝佳时机。

莫夸大股市分流效应

我们查阅了美国和中国过去10年的

中诚信调整攀钢集团评级展望

中诚信国际5日发布公告,将攀钢集团有限公司评级展望调整为负面。

中诚信国际指出,攀钢集团

日前披露的2014年年报与2015年一季度财务报表显示,2014年公司实现利润总额为-98.87亿元,净利润为-102.09亿元;

2015年一季度,实现利润总额为-15.46亿元,净利润为-15.51亿元。

据攀钢集团表示,该公司2014年度亏损主要原因包括:

卡拉拉矿业有限公司计提资产减值,增加攀钢钒钛亏损,并产生投资减值损失;主要钢铁产

品价格全面下滑,影响公司经营业绩;铁矿石价格持续下降,影响公司国内矿业子公司经营业绩;攀钢产品成本降幅小于行业水平。

中诚信国际认为,将卡拉拉纳入攀钢钒钛合并报表致使2014年攀钢集团出现大幅资产减值损失并带来后续债务压力,此外钢铁行业不景气使得公司钢铁业务持续亏损且短期内无法迅速改善,因此将攀钢集团评级展望调整为负面,维持“13攀钢MTN001”债券信用等级为AA。(张勤峰)

中债资信调升福耀玻璃评级

中债资信近期发布跟踪评级报告,调升福耀玻璃工业集团股份有限公司主体信用评级。

中债资信指出,福耀玻璃

在跟踪期内经营规模增加、继续保持行业较高的市场份额,技术研发实力雄厚,成本优势依旧比较明显,同时,得益于较好的行业景气度和较高的市场地位,公司盈利和获现能力依旧很强,债务负担很轻,整体看,公司经营风险仍很低,财务风险很低,外部支持增信作用有限。

中债资信认为,未来12-18

个月,汽车玻璃行业在汽车整车行业较为平稳增长的带动下仍将保持较好的发展前景,公司有望

保持较好的发展。

中债资信指出,福耀玻璃

在跟踪期内经营规模增加、继续保持行业较高的市场份额,技术研发实力雄厚,成本优势依旧比较明显,同时,得益于较好的行业景气度和较高的市场地位,公司盈利和获现能力依旧很强,债务负担很轻,整体看,公司经营风险仍很低,财务风险很低,外部支持增信作用有限。

综上,中债资信将福耀玻璃的主体信用等级由AA调整为AA+,评级展望仍为稳定。(张勤峰)

两券商8日招标短融券

中信建投证券、财通证券5日相继公告称,将于5月8日分别发行一期短期融资券,发行金额分别为18亿元和4.5亿元,期限分别为90天和91天。

中信建投证券、财通证券本次将发行的短融券,均为固定利率、单利按年计息、不计复利、无担保品种。发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上,两期短融招标日均为5月8日,缴款日、起息日、债权登记

日均为5月11日,上市流通日均为债权登记日次一交易日,到期日分别为2015年8月9日(遇节假日顺延)和8月10日(遇节假日顺延)。经中诚信国际评定,中信建投证券的主体信用评级为AAA级,本期短融的评级为A-1级,评级展望为稳定;经大公综合评定,财通证券的主体评级为AA+,本期短融的评级为A-1,评级展望为稳定。(王辉)