

■降息通道中的货币债券市场(一)

由于市场对于本次降息预期较为充分,债券利率和人民币汇率在预期兑现之后的短期反应均较为平淡,展望更长时
间,在“三期叠加”的整体经济运行格局下,通过引导无风险利率下行来有效降低企业融资成本,将是货币政策的长期目
标之一,对货币债券市场的不同组成部分而言,其带来的影响也将是长期而深远的。这可能意味着,债券市场牛市远未结
束,货币市场流动性将持续充裕,可转债市场有望继续受益于股债双牛,人民币的升值空间则将进一步受到限制。

放松尚未结束 债牛仍有空间

□本报记者 张勤峰

5月11日,央行降息后的债券市场呈现分化走势,短债反应积极,收益率再下一城,长债表现则较为淡定,收益率稳中略升。市场人士指出,在货币市场利率低位运行的情况下,短债机会相对确定,长债仍受制于经济基本面、地方债供给等不确定因素而难改纠结状态。不过,考虑到政策放松还没结束,经济有效回稳往往在政策加速放松之后才会出现,因此长债利率未来仍有下行空间。操作策略上,鉴于市场对长期品种尚存谨慎,短期内债券市场或仍将以结构性行情为主,投资者宜抓短放长,把握短债确定性机会的同时,耐心等待长债不确定性的消除。

降息预期兑现 长短债走势背离

10日晚间,近期愈演愈烈的降息传言终被坐实,央行宣布自11日起再次全面下调存贷款基准利率。面对意料之中的降息利好,11日各期限利率债反应不一,短债走势扩大攻势,收益率再下一城,长债则遭遇获利回吐,收益率稳中略升,债市收益率曲线继续呈现陡峭化的特征。

降息后长债的疲软表现,部分可用获利了结来解释。这一情况在前两次降息后也曾出现,因之前市场上货币政策放松预期一直很浓厚,长债上涨往往领先于利好政策出炉,在利好兑现后,部分

■交易员札记

□潍坊农信 代长城

央行5月10日宣布下调一年期存贷款基准利率0.25个百分点,同时将存款利率浮动区间的上限调整为1.5倍。这虽然是利好消息,但降息早已在预期之中,且幅度也低于预期,加之地方债供给压力挥之不去,因此11日早间机构反应淡然。早盘以10年国开债为主的现券收益率在一度微幅下行后转为小升,国债期货合



资金选择获利了结也不奇怪。以10年期国债为例,上周后半周该品种收益率快速下行了近8bp,其中上周五(5月8日)一天就回落了7bp,很大程度上缘于市场博弈周末降息的行为。

值得注意的是,获利了结无法解释长、短期债券之间的背离,归根到底,投资者趋短避长是对长债后市偏谨慎的结果。其实,自今年2月中旬以来,长债已表现出上涨乏力的特征,虽然4月长债有所回暖,但其收益率至今仍未突破2月底点,反观短债上月以来上涨迅猛,收益率已跌至近两年低位。

综合来看,市场对于长债的谨慎主要源于三个方面:一是经济企稳回升的预期。货币政策放松对债券短期走势固然是利好,但也带来了经济基本面企稳

的隐忧,因此可能在中期内具有利空的作用。当前经济表现不佳,下行风险仍大,但在政策持续宽松尤其是地产调控放松后,市场上始终存在对经济逐步企稳的预期。二是股市持续上涨,分流债市资金。从大类资产配置的角度看,股票作为风险资产更受青睐,反映出市场风险偏好上升的倾向,这于低风险的固定收益类资产显然是不利的。据中金公司调查显示,当前投资者整体对股票后市继续看好。三是潜在供给压力,万亿地方债供给推升中长期无风险利率的担忧仍挥之不去。除此以外,当前长债收益率已低于历史均值,且距离2月份低点不远,有一定的心理压力,而近期大宗商品价格反弹、猪价触底回升,通胀出现回升的苗头,对长债也较为不利。

率下行约15bp;3年国开150201成交在3.675%-3.69%,收益率较降息前下行约2bp;5年国开150203成交在3.85%-3.86%,150208成交在3.73%,收益率与前一交易日基本持平;7年国开150209成交在4.09%附近;10年国开150205成交在4.03%-4.05%,150210成交在3.80%-3.84%,收益率较前一交易日上行约2bp。

4月份CPI同比上涨1.5%,CPI环比回

暂且抓短放长 不宜过分看空长端

市场人士认为,当前短债机会仍相对确定,长债则需要根据经济和货币政策动态调整策略。4月中旬以来,在货币市场利率持续下行的情况下,短期债券表现十分抢眼,而央行降息进一步巩固了市场利率下行的预期,对短债构成直接利好。

11日,银行间市场各期限回购利率继续全面走低,7天质押式回购利率下行8bp至2.26%。多数市场观点认为,未来货币市场利率有望保持低位运行,从而为短期债券的盈利空间提供保障。另外,当前短债收益率也不低。中债收益率曲线显示,目前1年期国债利率在2.66%左右,仍高出历史均值10余个基点。

市场人士同时指出,短债更受益于偏松流动性,且能够更好应对经济基本面变数,目前进攻性和防御性俱佳,相比之下,长债收益率并不具优势,受制于基本面不确定性及地方债潜在供给压力,长债仍持续纠结,收益率曲线趋陡的状况暂时难改。

不过,当前也不宜过分看空长债。从历史经验看,经济企稳往往发生在货币政策持续放松,货币条件明显改善后,而中信建投证券等机构认为,目前货币条件改善还不明显,因此政策放松还未结束,而且放松进程可能加速,在这一过程中,收益率曲线整体仍有下行的空间。机构认为,待地方债供给配套方案明确之后,长债收益率也可能迎来较明显的下行,突破2月份低点的可能性仍有。

率下行约15bp;3年国开150201成交在3.675%-3.69%,收益率较降息前下行约2bp;5年国开150203成交在3.85%-3.86%,150208成交在3.73%,收益率与前一交易日基本持平;7年国开150209成交在4.09%附近;10年国开150205成交在4.03%-4.05%,150210成交在3.80%-3.84%,收益率较前一交易日上行约2bp。

4月份CPI同比上涨1.5%,CPI环比回

落0.2%,预计二季度通胀数据仍保持低位运行。在经济下行压力大、通胀保持低位的基本面环境下,未来货币政策进一步宽松仍然可期。总量上,本次降息之后,继续推出降准降息等宽松措施的概率仍然非常大;结构上,有希望向新产业和新增长点定向提供流动性支持,结构性政策工具例如PPP、PSL、再贷款、投贷联动、住房金融银行等的使用值得关注。在此背景下,未来债市收益率下行仍有空间。

降息符合预期 债市平淡以对

约均跌幅明显,现券除年内短金债降幅明显外,中长期利率债均持平上周五水平,长端10年期债券收益上行约2bp。

国债方面,收益率较前一交易日基本持平。3年国债150004成交在3.05位置,5年140026成交在3.24%,150003成交在3.24%位置,7年140024成交在3.425%-3.43%,10年国债150005成交在3.38%位置。金融债方面,1年内金融债150202成交在3.07%-3.045%,收益

率下行约15bp;3年国开150201成交在3.675%-3.69%,收益率较降息前下行约2bp;5年国开150203成交在3.85%-3.86%,150208成交在3.73%,收益率与前一交易日基本持平;7年国开150209成交在4.09%附近;10年国开150205成交在4.03%-4.05%,150210成交在3.80%-3.84%,收益率较前一交易日上行约2bp。

4月份CPI同比上涨1.5%,CPI环比回

下半年债市不确定性较大

都还有一定的下行压力,大幅反弹的可能性不大;最后,资金面处于最宽松阶段。从历史上看,3-5月往往是资金面最宽松的阶段。而且上周央行再次降息,兑现了市场的宽松预期,从而使得短期内市场情绪保持乐观。

不过,上述现状已经成为了市场的统一预期,短期市场情绪和收益率已经基本达到了最乐观的情景,本次降息前的利率债收益率已经处于了2月份低点附近。

在当前市场充分乐观的情况下,我们更应该将眼光放得长远一些,对未来的债市投资而言,更重要的还是下半年市场环境的变化。从我们的分析和预测来看,下半年债券市场的不确定性还比较大,收益率可能会有一定的反弹压力。反弹的压力主要来自基本面、政策面和资金面三个方面。

首先,下半年基本面触底企稳的可能性较大。上半年政策放松的效果会逐渐显现,二季度开始积极财政政策将会加码,对经济有托底作用,第三产业始终保持稳定,有助于经济的企稳。从预测情况看,2015年全年经济将会呈现前低后高的走势,如果财政政策能够持续发力,2016年经济低于7%的压力也不会很大。此外,下半年通胀压力也会增加,今年CPI增幅前高后低,根据预测,2016年CPI也会高于今年,因此下半年CPI的抬升可能并不是暂时性的。

其次,总量政策进一步大幅宽松的必要性和意愿都不大。货币增速在下半年大概率会回升,目前央行控制力最强的贷款增速已经回升,随着企业债券发行量和股票融资规模的回升,未来社融增速的反弹概率会逐渐增加。根据对中央政治局会议和央行货币政策执行报告

的解读,未来政策以财政政策加码为主,货币政策进行配合性的放松。本次央行货币政策执行报告还专门强调了不会推行QE,而且央行还出现了“防止过度放水”的说法,表明央行对总量政策进一步大幅放松的态度还是偏谨慎的。

第三,资金利率可能也会略高于上半年。根据2000年以来的数据统计,下半年的资金利率往往高于上半年,因此下半年虽然资金面不会有太大的波动,但是资金利率中枢可能会在目前的水平上有所抬升。

综上所述,在目前市场已经充分体现实现乐观预期、下半年收益率面临一定反弹压力的情况下,即便再有放大的政策,收益率也很难出现明显的下行。因此建议投资者对债市保持谨慎,不宜过度乐观,关注经济企稳以及财政政策明显加码等债市转入防守的信号。

在地产新政等利好政策的刺激下,房地产市场有所回暖,而基建等投资力度也在持续加大,如果财政政策持续发力,经济或将企稳,这将不利于债券收益率的进一步下行。

信用产品

瑞银证券:继续规避低等级债券

受到收益率整体下移的影响,4月信用债持有期回报有所提升,延长期限的策略对收益提升更加明显,流动性改善对高等级中长端回报改善更多。4月经济数据可能出现企稳迹象,但瑞银经济学家判断未来仍有进一步降准和降息的可能。短期资金面也有望维持稳定,中长端品种收益率也有进一步下行的空间。久期方面,推荐中长期限3-5年期品种。考虑到目前信用债收益率已经历了持续下行而处于历史低位,且年内信用风险可能继续上升,低等级信用债流动性较弱,刚性兑付暂时还不会打破,非国企的违约概率会继续增加。

可转债

国泰君安证券:以获利了结为主

欧美经济持续疲弱、大宗商品集体反弹、非农公布前夕不确定性增大,使得上周期货市场股债双杀;两融监管发酵、降息预期落空、新股打新等因素导致上周国内股债也出现调整。考虑到“政策风险大于一切”,未来股市调整或将持续。预期转债市场规模进一步缩减。5月份部分转债将会陆续退市,即使

欧债危机持续疲弱、大宗商品集体反弹、非农公布前夕不确定性增大,使得上周期货市场股债双杀;两融监管发酵、降息预期落空、新股打新等因素导致上周国内股债也出现调整。考虑到“政策风险大于一切”,未来股市调整或将持续。预期转债市场规模进一步缩减。5月份部分转债将会陆续退市,即使

货币市场利率全线下行 7天回购利率刷新14个月低点

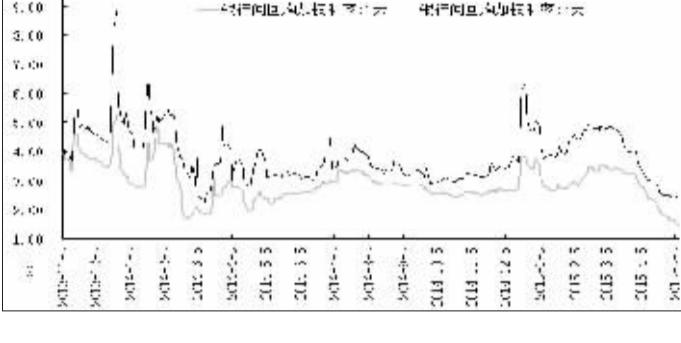
本周一(5月11日),央行降息进一步刺激机构对于未来资金面宽松的乐观预期,加之上周新股申购资金继续回流,货币市场流动性延续此前不断趋松态势,各期限资金利率全线下行。其中,银行间质押式回购品种7天回购加权平均利率跌至14个月以来的最低水平。

数据显示,11日银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率下跌近10BP至1.32%,创下2010年4月27日以来的逾五年新低;作为货币市场标杆品种的7天回购加权平均利率下跌8BP至2.26%,为去年3月13日以来的最低水平;中等期限品种中,跨过下一轮“打新”期的14天回购加权平均利率下跌12BP至2.71%,跨月末的21天品种大降33BP至2.97%;此外,1个月及以上期限的资金利率亦均有不同程度下

行。交易员称,当日资金市场延续宽松态势,各期限资金供应充足,需求集中于隔夜至14天,21天以上品种需求较为清淡,反映机构对于未来资金面状况较为乐观。

值得一提的是,5月份首次迎来一个月内两批新股发行,上周开启的一批新股申购尚未结束,从5月19日当周开始,新一轮“打新”又将密集展开。但从11日资金利率走势情况看,市场资金面并未由此受到明显影响。分析人士指出,从3月下旬以来,央行有意维持资金面宽松,此后IPO对于资金面的影响逐渐淡化,尽管IPO频率和资金冻结量均有所上升,但流动性受到的影响非常有限。据中金公司调查,市场整体对未来流动性预期较为乐观,多数投资者认为未来7天回购利率中枢将在2.0%-2.5%之间。(葛春晖)

银行间主流资金利率再创阶段新低



降息影响有限 人民币汇率持稳

上周日央行宣布年内第二次降息之后,本周一(5月11日)人民币汇率延续平稳表现,中间价和走高的同时,即期汇率仅微幅下跌。

据中国外汇交易中心公布,2015年5月11日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1132,较上周五的6.1147上涨15基点,连续第八个交易日运行在6.12上方。即期交易方面,本次央行降息对于即期汇率的影响也是“微乎其微”。11日人民币兑美元即期汇率早盘微幅低开6基点于6.2100,经过全天的窄幅波动后收报于6.2096,较上周五仅微跌2基点或

0.003%。至此,人民币即期汇率继续震荡在6.21附近,未走出近一个半月以来的窄幅波动区间。

市场人士指出,降息对人民币是一定的利空因素,但各方对于本次降息预期较充分,因而预期兑现后无意继续推低汇率,人民币汇率的短期走向需等待中行价或需其他信号进一步指引。

国家外汇局本周一发布2014年国家外汇管理局年报称,年内将有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度。有分析人士就此指出,从人民币自由兑换、国际化推进等货币大环境来看,人民币汇率中期内料仍将保持稳健。(王辉)

受到A股提振 转债放量反弹

受央行年内第二次降息刺激,周一(5月11日)沪深股市放量上攻,双双录得大幅上涨。在此背景下,交易所可转债市场迎来4月末调整以来的最大单日涨幅,市场成交也出现明显放大。

11日,中证转债指数早盘高开0.60个指点报447.61点,在略做休整之后即进入震荡上涨模式。截至收盘,该指数报459.62点,较上周五上涨12.61点或2.82%,为该指数4月28日阶段性见顶回落以来的最大单日涨幅。当日转债市场合计成交42.7亿元,较上周五放大约

4成。

个券表现方面,两市转债品种呈现普涨局面,14只交易中的转债有12只上涨,仅两只下跌。其中,涨幅居前的通鼎转债、海运转债和东华转债分别上涨了16.26%、8.56%和7.62%。

分析人士指出,中期来看,A股市场走势仍值得乐观,但考虑到资金杠杆、政策预期与基本面之间的博弈加剧,市场波动幅度将继续变大。而综合转债的稀缺性和估值可上升空间,转债市场仍有望在A股市场继续走强的背景下呈现较好表现。(王辉)

农发行14日增发四期金融债

农业发展银行11日公告,定于5月14日上午对2015年第4期、第9期、第10期和第11期金融债进行最新一次增发。

农发行本次招标的四期金融债均为固息品种,期限分别为7年、3年、5年和1年,规模分别不超过60亿元、70亿元、60亿元和70亿元,总额不超过260亿元。四期新债均采用单一价格荷兰式中标方式,招标

时的票面利率分别为3.93%、3.99%、3.94%和3.29%。时间安排上,各期债券发行日均为5月14日,缴款日均为5月18日,除1年期品种上市日为5月20日外,其余品种上市日均为5月22日。手续费率方面,1年期承揽费为0.05%、3年期为0.05%,5年期为0.10%,7年期为0.15%;各期债券均无兑付手续费。(王辉)

中诚信国际下调中澳控股主体评级

中诚信国际信用评级有限公司5月11日发布评级报告,决定下调中澳控股集团有限公司主体评级及债项信用等级,并将该公司继续列入可能降级的观察名单。

中澳控股于5月7日发布公告称,受“下游客户需求下降、市场竞争加剧,公司经营性现金流不足,生产性资金占压过重”以及银行压缩授信等多重因素影响,公司资金持续紧张,本部及控股子公司贷款本息出现逾期,到期银行承兑汇票不能按期兑付。截至2015年5月6日,公司本部银行贷款逾期金额累

计8120.08万元。中诚信国际认为,根据定期与不定期跟踪了解到的情况,中澳控股集团生产经营状况不佳,管理和财务风险很大,流动性非常紧张,偿债能力显著弱化,能够获得的外部支持有限,因此决定将公司主体信用等级由AA-/可能降级的观察名单下调至BB/可能降级的观察名单。中诚信国际表示,将持续跟踪中澳控股集团的生产经营和财务状况,特别是公司的流动性情况,及时评估其对公司信用状况产生的影响并在公开市场进行披露。(葛春晖)