

债牛“歇夏” 六月“胶着”

□本报记者 葛春晖

5月下旬以来,伴随地方债发行启动,债券收益率曲线陡峭化特征越发明显,中长端收益率出现明显反弹。市场人士指出,近期中长端利率止跌反弹主要受到地方债供给放量、经济企稳预期升温以及A股“打新”火爆等因素影响,目前地方债供给压力仍是债市最大的“心头之患”,但中期来看,充裕流动性和降低融资成本的政策导向对债市构成重要支撑,因而债市由牛转熊的概率较小。在此背景下,6月份债市可能陷入上有顶、下有底的“胶着”局面。

三因素压制中长端表现

6月首个交易日,债券期现货市场再度双双走软。银行间现券市场上,1-10年期关键期限的中债国债收益率分别上行6.1BP、0.4BP、5BP、4BP、4.5BP,收报1.20%、2.92%、3.34%、3.62%、3.64%。国债期货市场上,5年期和10年期国债期货主力合约双双放量下跌,盘中一度双双跌逾1%,最终收盘分别下跌0.69%、0.77%。

5月下旬以来,债券收益率曲线陡峭化特征越发明显。一方面,短端利率持续下行,直到昨日仍位于2010年7月以来的低位水平;另一方面,中长端利率在盘整了近一个月时间后,自5月下旬开始出现明显反弹走势,与短端的利差进一步走扩。从昨日盘面上看,收益率曲线仍延续了这一陡峭化特征。

对于近期收益率曲线不断增陡的趋势,分析认为主要有三方面原因。首先,受益于货币市场流动性持续向好,资金利率不断刷新近年低点,债券短端利率率先受益并跟随下行;其次,受经济下滑

■债市策略汇

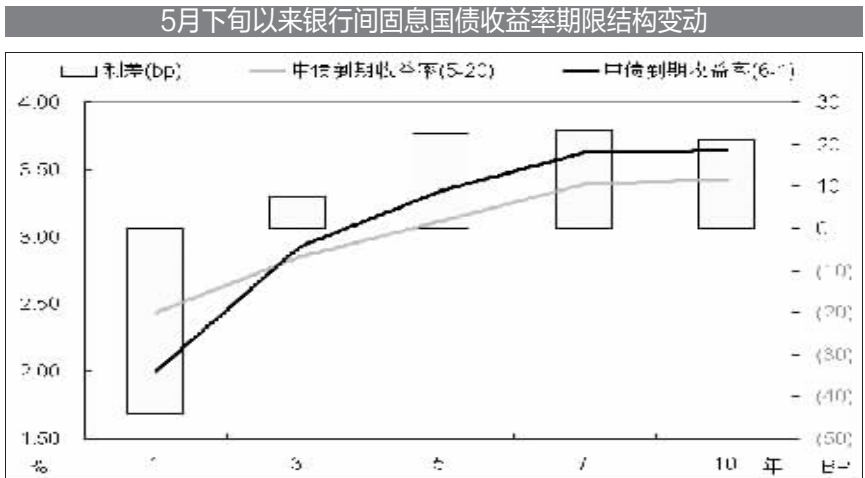
利率产品

招商证券:维持谨慎 短久期操作

地方债公开发行愈发顺利,在未来供给压力逐渐落地的同时,地方政府资金来源压力减轻。发改委文鼓励发债用于重点领域和重点项目融资,大幅放开平台发债限制,通过宽信用促进基建投资稳增长思路未变。继续提醒市场关注政策转向,政策重心明显转移至疏通传导,政府和平台加杠杆,建议关注宽信用对资金面的挤压效应,以及对基本面风险的收敛的带动。继续维持谨慎观点,建议短久期操作。

中投证券:区间震荡 赚钱不易

从长期来看,由于宏观调控当局在增杠杆救经济与降杠杆减风险之间并未达成共识,中国经济很难在短时间内走出低谷,所以货币市场和债券市场利率在未来1-2年都会保持相对较低的水平,是为利率顶。从短期走势看,全球经济都在逐渐回暖,更关键的是,尽管目前地方政府债置换表面上对利率债形成供给压



和货币宽松预期的推动,中长端利率在一季度已经率先跌至近年低位,4月20日央行降准之后,托底政策的接连发力令市场对未来经济基本面前景的预期产生一定分歧,从而阻碍中长端利率的下行步伐;第三,今年以来A股市场“新股不败”神化再现,投资者“打新”热情高涨,一定程度上分流了货币债券基金和理财产品对于中长期利率债的配置需求;第四,也是最重要的,地方债供给压力持续发酵,成为短期内压垮中长端利率债的“最后一根稻草”。事实上,自从3月份传出首批万亿规模地方债置换额度的消息之后,市场对于中长端利率债的担忧就已比较强烈,只是接下来的降准和降息暂时缓解了地方债供给造成的担忧。而随着地方债发行工作从5月下旬以每周三只的密度正式启动,中长端利率的反弹再也按捺不住了。

数据显示,自5月21日至6月1日,银行间中债国债到期收益率曲线上,除1年

力,背后却隐含着消除地方政府债务风险、减少债务危机发生概率、提高银行风险偏好的基本面因素。如果再考虑到中国利率债市场的定价也逐渐市场化和存在“路径依赖”——2015年利率的两次探底,都没有低于自2006年以来锚定的零通胀对应的3.3%收益率水平,目前国债收益率也不大可能突破前期的低点。维持长期国债利率在3.3%-3.8%的判断。

信用产品

平安证券:信用利差边际缩小

一方面地方债发行正在推进,另一方面PPP模式尚未构建成熟,地方财政面临较大压力。新旧融资模式交替过程中,地方政府财政收入面临较大不确定性,不利于政府发挥逆周期财政政策对冲经济下行。尤其是在流动性陷阱约束宽松货币政策效应情况下,1327号文表面上看直接松绑企业债发行条件,实则松绑财政作用空间,托底经济下行。对债券市场影响主要体现在两个方面:其一,利好企业债发行融资,边际上缩小信用利差,尤其是企业债信贷利差。其二,通过两条

期品种大降44基点外,3-10年期关键品种分别上行7BP、22BP、23BP、21BP。

多空交织 短期难有突破

展望6月,市场人士指出,除了A股分流、经济回稳预期之外,地方债供给压力仍是当前债市最大的“心头之患”,但与此同时,债券市场中期偏暖的基本面和政策面环境并未根本改变,充裕流动性和降低融资成本的政策导向对债市构成重要支撑,因此债券市场由牛转熊的概率较小。

从供需层面看,地方债供给压力已成定局。在地方债公开发行按部就班推进之际,本周一江苏省迅速完成了第一批地方债定向发行,发行利率均高于国债收益率约40-50BP。另外,有市场传闻称,第二批地方置换债券的额度初步设定在5000亿-1万亿元。周一债市出现较大波动,与这两个消息不无关系。在地方债大规模的供给下,若无相应对冲措施,

途径影响长端利率中枢上移:一是企业债供给增多,引致债券长端利率提高;二是解困财政收入,财政支出加码、缓冲经济下行,长端利率上行。

中信证券:个券时代 择券为上

在一个产业债“外券违约常态化”、刚性兑付过去时,担保公司也可能“担而不保”,市场违约风险定价合理性难以证实与证伪的信用新时代,无论是产业债还是城投债,“弃劣留良”策略或将成为机构首选。低资质个券可以买,但是需要高度关注个券违约风险以及高收益债资产供给节奏。高收益债指数显示我国高收益债“类债”不“类股”,因此下半年并非最佳配置窗口期,而且目前点状违约已经出现,对投资者而言需要重点防范评级下调和风险提示风险。

可转债

海通证券:隔岸观股 等待新券

本轮牛市推动力之一的流动性充裕基础未变,加之实体经济低迷,居民财富仍将从存款、地产向金融资产搬家,看好

江苏尝鲜地方债定向发行

地方债挤出效应难消

□本报记者 张勤峰

在公开发行了2015年首批地方债之后,江苏省又成为地方政府置换债券定向发行的首个尝鲜者。据公告披露,江苏省6月1日采用定向方式发行了约449亿元置换债券,各期限发行利率均较此前公开招标的品种明显上行。机构报告指出,地方债密集发行,对其它利率长债的挤出效应仍难消除,而考虑到目前地方债发行较为顺畅,不排除年内地方置换债券额度进一步扩大的可能性。

首批定向发行地方债露面

据江苏省财政厅公告,江苏省1日上午采用定向方式发行了448.7213亿元的地方政府债券,其中包括339.4854亿元的一般债券和109.236亿元的置换专项债券,这是2015年地方债发行启动以来,国内首批采用定向方式发行的地方债,也是地方首次发行专项债券。

为推动地方存量债务置换,财政部、人民银行、银监会上月中旬联合发文,明确2015年地方政府在财政部下达的置换债券限额内采用定向承销方式发行一定额度地方债,用于置换部分存量债务。

在三部委发文后不久,5月18日,江苏省率先公开招标发行了522亿元地方债,拉开了2015年地方债的发行大幕。截至6月1日,江苏、新疆、湖北、广西、山东五省(自治区)已先后完成了2015年第一批地方债发行工作,这些地方债多为置换一般债券,但均采用公开招标发行方式。在公开发行了今年首批地方债之

后,江苏省又成为地方置换债券定向发行的首个尝鲜者。

从市场人士透露的发行结果来看,此次江苏省定向发行的地方债(包括置换债和专项债)包含3年、5年、7年和10年四个期限,中标利率分别为3.32%、3.71%、4.03%和4.06%,均较发行日前1-5个工作日相同待偿期国债收益率的算术平均值上浮15%。而此前公开发行的五省地方债,中标利率均紧贴国债收益率。例如,5月18日,江苏省招标发行地方债中,3年、5年、7年和10年期债券中标利率分别为2.94%、3.12%、3.41%、3.41%,只比同期限国债收益率均值高2bp,而后发行的新疆等地方债则基本持平国债收益率均值。

分析人士指出,由于定向发行的地方债暂不可在银行间市场和交易所市场进行现券交易,因此利率高于公开招标品种,体现了应有的流动性溢价。而且,地方债发行利率本应高于国债,从这一角度来看,定向发行的地方债定价比公开发行人品种相对合理。目前在公开发行的地方债定价中,非市场化因素占很大影响,未来随着供给增多,公开发行地方债的利率可能面临一定上行压力。

供给冲击大 长债仍处弱势

值得一提的是,江苏债在发完第一批一般债券不久,又采用定向方式发行了第二批一般债和第一批专项债,显示地方债券供给的意愿较强,预计未来一段时间地方债发行仍会比较密集,对利率长债的挤出效应仍难消除。

中长端国债和金融债的配置头寸难免受到挤压。不过,民生证券发布的最新点评报告指出,如果长端利率一直维持高位,肯定会导致银行对实体的风险偏好回落强化,而且地方发行人利益也会受损,因此未来央行大概率会进行干预,最后收益率曲线将会走向牛平。

从经济基本面和政策面的角度来看,光大证券等机构认为,经济仍在下行通道,货币政策维持偏宽松是债市强有力的支撑。光大证券指出,长端收益率过高不符合目前的经济状况和降低融资成本的政策导向,后续央行可能通过降准或者定向货币政策释放中长期流动性资金,压低收益率曲线,托底经济。

值得一提的是,周一下午有传闻称,央行近期针对特定银行进行了PSL操作,利率为3.1%,而去年8月份国开行获得的PSL利率为4.5%。分析人士指出,结合上周央行开展定向正回购操作看,央行实施收短放长的流动性操作,有利于优化银行负债结构,从而有利于对接地方债务置换。

此外,有分析人士指出,虽然A股火爆对债券市场存在心理上的影响,但实际上,在流动性足够充裕的情况下,股市分流的负面影响有限,在流动性盛宴正酣的背景下,“股债双牛”仍是大概率事件。

总体而言,在供给阴影尚未完全散去,而资金利率有望保持低位运行的背景下,6月份债市可能进入“歇夏”模式,即呈现上有顶、下有底的“胶着”震荡局面。而从周一现券盘面看,收益率虽有所上行但整体幅度有限,也反映出机构的观望情绪较浓。在此背景下,多家机构认为,6月份债市操作宜以波段为主,同时可关注中长端品种逢调整时的配置机会。

权益市场表现。但转债个券寥寥无几,操作余地越发受限。建议电气、14宝钢EB继续持有,洛钼、歌尔和格力均于6月进入转股期,注意溢价率调整。转债新券的申购年化收益率可达5%以上,积极申购,在面值附近买入转债是很好的长期策略。等待澳洋顺昌和航天信息转债发行;三一重工、厦门国贸、蓝色光标转债发审通过,后续供给或进一步加快,有望激发转债市场活力。

国泰君安证券:等待供给释放

目前股市格局与2007年极其相似,意味着牛市可能已经进入中后期,后续股市上行趋势不变,但波动难以减弱。转债市场规模继续缩减,在新增供给尚未释放的情况下,转债投资者“巧妇难为无米之炊”。考虑到“估值”压力再现,现阶段转债收益风险比较低,博收益跑不赢相应正股,拼防守不及套息养券。不过值得期待的是,转债供给即将释放,将会对转债市场形成有效支撑。标的方面,给予电气(核电主题共振)、洛钼(有色行业反转)、歌尔(苹果产业链)、格力(地产转型)增持评级。(葛春晖 整理)

超级大盘股来袭 市场资金面宽松依旧

在A股市场即将迎来新一轮IPO、新股申购资金有望破纪录的背景下,周一银行间资金面表现却依旧稳健,主流期限回购利率与前一交易日基本持平。

据WIND数据显示,周一银行间市场隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构)分别为1.01%、1.93%、2.38%、2.71%和2.27%。除14天品种利率上涨了10bp外,主流的隔夜与7天回购利率均与前一交易日持平,21天和1个

月期限的回购利率更下跌2bp和25bp。

值得注意的是,A股市场将有23只新股于周二和周三集中发行,此前多家券商测算的申购资金冻结总额普遍在4万亿元以上,预计将创下A股新股申购资金总量的新纪录。其中,仅本周二中国核电预计就将冻结上万亿资金。但从周一资金利率走势上看,货币市场情绪并未出现明显的波动。综合来看,本周乃至整个6月,货币市场流动性有望延续较为宽裕的态势。(王辉)

新世纪调升九华集团评级至AA

新世纪评级日前发布了对安徽九华山旅游(集团)有限公司2015年度第一期短期融资券的跟踪评级报告。

新世纪评级指出,跟踪期内,受益于九华山风景区接待游客人数稳步增长,该公司主业经营态势较好。随着大愿文化园等项目的逐步培育,公司景区业务客流量有望实现较快增长,加上不断改善的交通条件以及国家相关政策推动,公

司业绩预计将保持稳步增长态势。随着公司盈利积累以及子公司上市募资,公司资产负债率有所降低。目前,公司债务负担较重,但公司较强的主业获现能力可以为债务偿付提供一定保障。

综上,新世纪评级决定将公司的主体信用等级由AA-调整为AA,评级展望维持为稳定,并维持该期短期融资券A-1的信用等级。(张勤峰)

鹏元下调伊旗城投评级至AA-

鹏元日前发布了对伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司2012年市政项目建设债券2015年跟踪信用评级报告。

鹏元指出,跟踪期内,伊金霍洛旗财政实力稳步提升,公司收入与利润增长幅度较大,且在财政补贴方面继续得到伊金霍洛旗政府的支持。同时值得关注的是,煤炭与房地产行业的波动或将影响伊金霍洛旗未来财政收入水平;公司有息债务规模较大,且目前公司已存在银行

借款欠息,偿债压力很大,同时公司在建项目尚需投资规模较大,资金压力大;公司资产主要包括存货和在建工程等,其中部分土地已用于抵押,且其他应收款规模较大,回款时间存在一定的不确定性,整体资产流动性一般;此外,公司还存在或有负债风险。

基于上述情况,鹏元将公司主体长期信用等级由AA下调为AA-,下调本期债券信用等级为AA-,评级展望维持为稳定。(张勤峰)

债券收益率上行有顶

目前债市牛市基础仍在,收益率上行有顶。在社会融资回升之前,经济企稳的概率较小。银行信贷投放渠道不畅,导致大量资金淤积在金融系统,支撑对债券的需求。未来信贷数据反弹和流动性收紧可能才是长端品种出货信号。

5月份汇丰PMI预览值显示外需严重恶化,生产连续三个月缩量,制造业中小企业经营状况仍未明显改观。从高频数据来看,5月份国际原油价格重回盘整,大宗商品价格冲高回落,国内上游煤炭价格上涨,钢铁产业链依旧低迷;中游电力耗煤量增速降幅继续收窄,预示着5月份工业增速有望进一步提速至6%以上;在频繁出台的救市政策刺激下,下游房地产销量明显好转,一线城市销量反弹尤为明显。通胀方面,蔬菜鲜果下跌对冲猪肉价格上涨,预计5月份CPI同比增速在1.3%左右。近期稳增长政策频频出台,一系列疏通传导宽信用政策有助于支持基建投资,密切关注后续宽信用对经济的提振作用。

在连续降准降息之后,市场流动性十分充裕,总量货币政策可能暂时进入空窗期,而加强宽资金到宽信用的疏通传导将成为政策重点。目前短期资金利率已经降至历史低位,隔夜资金利率距离0.72%的超额准备金利率一步之遥,下行空间不大。后续要关注短期利率向长期利率的传导。为了加强低利率逐步传导至长端,不排除央行再次降息的可能性。展望6月份,IPO申购、年中缴税和季末时点因素都会对资金面产生一定负面影响,不过由于目前市场整体流动性充裕,大幅收紧的概率较小。在经济没有企稳之前,短期资金利率维持低位可以期待,这也是配合地方债务置换工作顺利进行的必要条件。

值得一提的是,近日有媒体报道央行对部分银行进行定向正回购。央行重启定向正回购,不代表货币政策有收紧意向。目前市场流动性十分充裕,

资金供大于求,大行融出资金压力较大,不惜低利率出资金,央行适度开展定向正回购是为了防止流动性过于泛滥。央行采用定向方式而非公开市场方式,说明央行并没有常态化回笼资金的意图。定向方式一方面可以防止市场过度解读政策意图,另一方面,定向方式较为灵活,可以在IPO、月末等时点随时暂停。整体看,市场流动性充裕,无需对央行定向正回购过度担忧。

5月以来,虽然资金利率一路下行至历史低位,中短期品种也跟着下移,但长端利率却居高不下。目前市场主要的利空因素有:稳增长政策频频加码,经济企稳概率逐步增大;短期利率触底企稳,后续反弹空间大;地方债务置换规模庞大,考验银行承接能力。在多重担忧下,利率债尤其是长端品种已经回吐了降准之后的大部分涨幅。

不过,我们认为债市牛市基础仍在,目前谈债市转熊为时尚早。首先,经济基础未稳,各项稳增长措施刚刚起步,需要低利率环境配合,政策转向概率较小。其次,由于宽资金到宽信用传导受阻,大量流动性仍淤积在金融系统,廉价的资金为套利盘提供较大空间。再次,地方债置换刚刚开始,在地方债发行过程中,需要无风险利率处于低位,以降低地方债务压力。

综上所述,目前债市转熊的概率较小,充裕流动性和降低融资成本的政策导向是最大支撑。如果后续利率债收益率反弹至降准前的高点,建议交易逢高介入,把握波段机会,操作以短平快为主。随着利率债收益率反弹,套利空间逐步增大,建议继续关注中期金融债的息差套利机会。对于配置盘,考虑到税收因素,目前国债/地方债的赋税收益率仍高于金融债,配置需求较为旺盛的机构可以关注中期国债的配置价值。另外也可以在二级市场建仓流动性溢价补偿较为充分的利率品种。(南京银行金融市场部)