

年内发行额突破两万亿

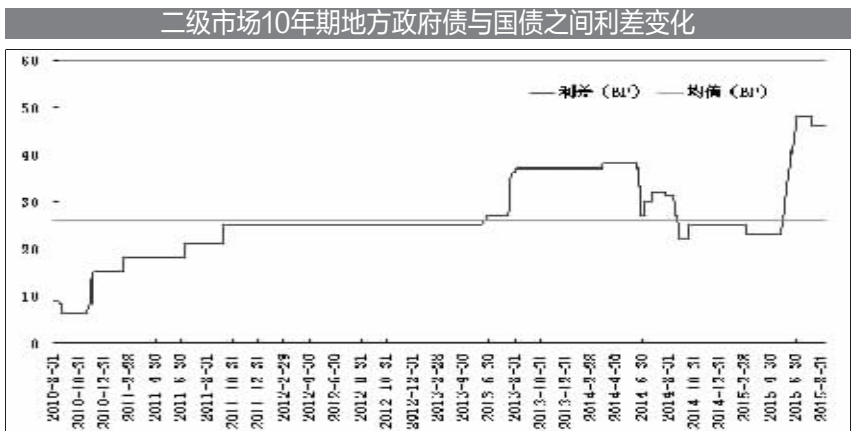
地方债定价趋向市场化

□本报记者 王辉

江苏省政府于10日招标发行了两批地方政府债券,至此,年内地方债发行总额正式突破2万亿元。而值得注意的是,此次各期江苏债中标利率均高于招标区间下限30BP左右,已是本周内公开发行人地方债中标利率相比投标下限的第二次上浮。结合8月以来地方债定价变化,地方债发行利率看齐国债的情况渐行渐远。分析人士指出,在供给压力显著上升的情况下,地方债与国债的利差仍有纠偏空间,而未来不同地区的地方债定价也有望体现出应有的差异。

发行总量过两万亿

10日,江苏省政府对该省2015年第二批一般债券(五至八期)、第二批专项债券(四至七期)进行了公开利率招标。发行结果显示,此次共8期江苏债的中标利率均高于招标利率区间下限,其中3年、5年、7年和10年期一般债中标利率分别为3.26%、3.47%、3.64%和3.63%;3年、5年、7年和10年期专项债中标利率分别为3.27%、3.47%、3.64%和3.63%;除3年期专项债中标利率高于招标下限31BP之外,其余债券



中标利率均较招标下限高30BP。

今年5月18日,江苏省打响了2015年地方债发行的“首枪”。伴随着9月10日,新一批次的江苏债顺利招标,今年以来地方债发行总额顺利突破了2万亿元。据Wind统计,自5月18日以来,截至9月10日,年内累计已发行地方债556只,发行面值总额达20691.61亿元。

华泰证券的统计分析显示,截至8月底,地方债共发行近1.9万亿元,其中新增债券已经完成全年发行额度的70%以上,但置换债券仅完成全年的47%左右。年内

余下月份,地方债供给压力仍较为显著。

市场化定价再上层楼

随着发行额度趋于明朗,市场对于地方债的关注点更多转向定价问题。此次新批次的江苏债中标利率较招标利率区间下限继续上浮,即引起市场广泛关注。在巨大的供给推动下,地方债定价正逐渐向着市场化水平靠拢。

华创证券指出,8月之前发行的公募地方债利率通常贴近招标下限,即与国债利率基本持平。8月7日,在两批辽宁省

看,6个月AAA同业存单和短融利差均值在0附近,目前处于历史93%分位点,接近最高点。信用资质方面,同业存单的发行主体是银行,一般被认为资质好于同评级城投或产业公司。作为流动性管理的资产种类,同业存单相对收益率更高,同时又符合资产分散化的要求,投资价值较好。

当然,除了收益率,质押融资的便利程度也是机构的重要考量因素。据不完全统计,目前大行普遍接受国有股份制AAA存单作为回购交易的质押品,股份行和地方行接受的范围则从AA-AAA不等。可见同业存单的质押难度并不显著高于其他债券品种,并且基金的介入会让其

理产品大扩容,对于短期债券的需求大幅增加,同期短融(CP)和超短融(SCP)总发行量为4.4万亿、净融资额只有0.8万亿,相比之下,同业存单总发行量达4.5万亿、净融资额远超短融,达到2.5万亿。客观上,货币基金有加大配置NCD的动力。而随着协会8月28日公布“证券投资基金参与同业存单会计核算和估值业务指引(试行)”,基金投资同业存单的配套制度也已经完善。基金的介入有望大幅提升同业存单市场的流动性,压低同业存单与短融之间的利差。

目前,同评级、同期限的NCD比类似CP/SCP收益率要高40bp左右。从历史上

提高操作频率 逐步由攻转守

进口额下跌外,进口数量也在下降,内需堪忧。加上市场风险偏好偏低,大类资产配置未有明显轮动趋势,债券仍是相对较优的资产。

宽松政策预期依旧较强。虽然近期境内人民币汇率有企稳现象,但巨大的离岸在岸汇率差价显示人民币贬值预期仍然较强,央行的稳汇率操作短期内不太可能退出。从稳定国内资金面及稳定经济增长的角度出发,仍需要央行继续放松政策。

市场资金面有望重回宽松。境内汇率

率稳定在低位。当下投资者担心财政刺激,但如果是中央政府加杠杆,货币政策配合是必然的选择。这意味着利率不会有大的上升。同时,也要看到缺资产带来的长期投资机会。安全资产的稀缺、资产端收益率的下行、金融机构风险偏好的回归理性等,从中长期来看,一定会带动负债成本的下行,从而有利于理顺利率传导机制,推动无风险利率的下降。

中投证券:避险资金未打算长留债市

继7月基金大幅增持债券资产后,8月增持规模依然维持高位,新增托管量高达4454亿。从各券种加仓规模看,基金8月主要加仓

了短期融资券及政策性银行债。在7月的债券托管量点评报告中曾提及,股市撤出的低风险偏好资金借道广义基金全线出击,过江龙“资金推动基金大幅增持债券资产”,而从8月数据来看,基金增持最大的券种为流动性较好的政策性银行债和期限较短的短期融资券,表明“过江龙”资金并未打算长留债市,依然在债市徘徊伺机而动,未来股市好转,或其他投资机会显现,这部分资金的撤出将可能对债券市场带来一定的冲击。

齐鲁证券:利率仍将低位运行

从历史上看,流动性拐点到来往往伴随制造业、地产等投资带来的可持续融资

地方债招标过程中,首次出现了中标利率明显高于招标下限的情况后,公开发行人地方债的中标利率高于招标下限的情况逐渐成为常态,且与招标下限的利差逐渐由10BP扩大至15BP。而本周以来,这利差再次走阔,且已经出现了两次,其中9月8日招标的内蒙古、宁夏两地的地方债均较招标下限高20BP,此番江苏债进一步扩大至30BP。在基本面无明显变化的情况下,近一个多月,地方债定价出现了趋势性的上升。

华创证券认为,目前利率债绝对水平较低、供给压力又大,地方债发行定价的趋势性变化,也是地方政府与当地银行博弈的结果。

申万宏源的报告进一步指出,近期地方债招标打破了地方债非市场化发行的规律,体现出了流动性折溢价、信用风险折溢价、资本消耗折溢价等在内的一系列风险因素。长期来看,对于形成国债、地方债和金融债三类利率品的定价分化存在积极意义。整体来看,未来较长时间,地方债在继续保持较高发行节奏的背景下,有望在地方政府基本本面、相对国债的信用折价等方面,继续体现市场定价规律。

融资更为便利。

据了解,近期已有不少基金开始大力配置同业存单,这对短融的需求会产生挤出效应。从资产端看,性价比优势使得同业存单利率有下行空间,但是从银行负债端看,如果同业存单利率下行很多,持续低于银行同业存款利率,银行可能会发行同业存单来替换同业存款,这对于存单利率的下行又会有有一定的抑制作用。

综上,同业存单利率可能会受到多方面因素影响,但随着市场认可度的提升,其与短融之间的利差大概率会收窄。无论对于配置还是交易,同业存单都是近期值得关注的品种。

杆空间可观。与之对应的现象是,近期信用债一级市场机构参与度有显著回升,前期反弹较多的短融超短融收益率开始下跌。

总之,短期内债市收益率出现大幅反弹的可能性较低,止盈需求的释放反而可能有利于短期行情的发展。中期看,债券收益率确实已处近年低位水平,且在财政发力与经济数据在去年低基数的影响下难创新低的情况下,收益率下行空间也将有限。加快波段操作的频率,逐步从攻转守是较稳妥之策。

需求的增加,而不只是基建投资的繁荣。最近3月,制造业、房地产投资增速连续下滑。8月中采PMI数据跌破荣枯线,创下2012年8月以来的新低,内需疲弱,外需恶化,生产弱势,制造业投资难言企稳。房地产方面,70大中城市房地产价格同比仍旧负增,二三线城市地产经济依旧不景气,制约地产投资增长。虽财政逐渐发力,3.2万亿地方置换债及1万亿专项金融债推出,然而基建投资难以挽救总需求的下滑。虽7月M2升至13.8%的高位,然而其主要与股灾救市相关,可持续性存疑。因此,判断流动性拐点为时尚早,利率仍将低位运行。(张勤峰 整理)

警惕预期修正致利率反弹

高,非食品价格虽然仍低,但也已经出现底部企稳的迹象,8月份百城房价也出现回暖迹象,通胀压力的上升将增添政策放松的约束。经济方面,虽然大多传统观察指标都处于低位,但是发电集团耗煤量等数据已经出现了企稳的迹象,而且从主要经济指标的预测看,未来工业增加值和固定资产投资增速都将趋于回升,第二产业对GDP的拉动可能较上半年有所回升,再加上经济增长预期的下调,政策放松的必要性也相应下降。

与此同时,8月下旬的持续较大规模货币宽松主要是为了应对股市下跌、稳定市场,实则透支了未来的放松空间,预计9月假期之后,央行的放松动作将会逐步减弱。

再者,资金利率中枢仍将逐步回升。年内资金面总体易紧难松。从供给角度看,人民币贬值与资金外流压力今年持续加大,基础货币处于不断减少的状态,

离岸人民币即期汇率疾升

离岸在岸汇率差大幅收窄

10日,在中间价设低逾百基点的背景下,人民币兑美元即期汇率逆势走高。同日,香港市场离岸人民币兑美元即期汇率午后大涨,与在岸汇率大幅收窄。市场人士表示,经过前期快速调整及之后的消化阶段后,内地经济基本面和人民币国际化前景的有力支撑,将引领人民币汇率呈现双向波动、总体稳定的运行态势。

10日银行间外汇市场人民币兑美元中间价设为6.3772元,较9日下调140基点。9日,人民币兑美元即期汇率收报6.3778元,美元指数波动不大。市场人士表示,10日中间价向前一日即期收盘价靠拢,符合8月中旬进一步完善后的中间价形成机制。

10日即期询价交易中,在中间价大幅下调后,人民币兑美元即期汇价早盘低开47基点于6.3825元,之后在6.3845元一线窄幅波动,午后15:20左右,在离岸即期汇价率先大涨的带动下,人民币在岸即期价快速反弹,最高触及6.3687元,尾市收报6.3772元,较上一交易日收盘

走高6基点。

香港市场上,10日离岸人民币兑美元即期汇率开盘后在6.47元附近震荡,临近下午三点突然暴涨,截至北京时间20:00,人民币CNH汇价报6.3848元,较前一交易日收盘大涨820基点或1.27%。至此,人民币离岸与在岸即期汇价的价差从上一日的900基点左右,收窄至不到100基点。

国务院总理李克强近日指出,中国经济增速仍在合理区间;人民币持续贬值不是中国的政策取向,人民币汇率能够在合理、均衡的水平上保持基本稳定;未来将允许境外央行类机构直接进入银行间外汇市场,年底之前还将建成人民币跨境支付系统。

市场人士表示,短期看,国内经济下行风险、美联储加息渐近等因素,仍给人民币造成一定的贬值压力,但长期看,相对较高的国内经济增速,以及人民币国际化进程的持续推进,将继续对人民币币值形成有力的向上支撑。(葛春晖)

本周公开市场净投放800亿元

短期资金利率小幅回升

周四(9月10日),央行继续开展7天期逆回购操作,单日净投放800亿元。当日银行间货币市场上,主流资金价格略有上行,但资金供需总体均衡、融入难度不大。市场人士表示,尽管9月银行体系流动性面临外汇占款下降以及季末时点等因素扰动,但央行维护流动性保持适度宽裕的态度明确,资金利率出现大幅走高的概率不大。

昨日央行开展了800亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于2.35%。据WIND统计,本周仅周二有1500亿元央行逆回购到期,央行于当日进行了等量逆回购操作;周四操作完成后,全周央行公开市场操作实现净投放800亿元。

市场人士表示,月初降准生效后,货币市场流动性持续改善,周二央行中性对冲符合资金面现状。而随着降准效应消退,人民币贬值预期带来的外汇占款下降担忧继续扰动货币市场,再加上三季度末临近,货币市场

流动性继续承受压力。在此背景下,本周后半周央行重新加大资金投放力度,有利于稳定资金面和机构预期。

周四银行间质押式回购市场上,中短期限资金价格稳中有升。其中,存款类机构隔夜回购加权平均利率微升2BP至1.88%,指标7天回购加权平均利率回升5BP至2.42%。不过,交易员称资金面继续趋缓,融入难度不大。

昨日最新公布的8月CPI同比上涨2%,略超市场预期,但PPI同比下降5.9%,显示生产领域通缩风险不减。分析人士指出,CPI与PPI背离给短期货币政策造成“两难”,但总体而言,在经济下行压力下,通胀不构成未来货币宽松的主要制约因素。预计未来央行将继续相机调整货币投放力度,通过运用公开市场操作、MLF、PSL、准备金率等多种工具,确保货币流动性维持在总体适度 and 充裕局面,资金利率亦有望维持相对低位运行。(葛春晖)

低评级领涨交易所债

10日,交易所信用债延续涨势,个券市价涨多跌少,中低评级债收益率下行明显。市场人士指出,信用债直接受益于资产重组,但在信用利差畸高的情况下,不宜为片面追求相对收益而忽视个券信用风险。

企业债方面,城投类如AA的11丹东债收盘到期收益率跌6.15bp;产业类如AA级11新查矿跌14.59bp,AA-的12春和债跌5.45bp,A+的11蒙奈伦跌17.94bp。产业债利率降幅重新扩大,尤其是中低评级的产品,显示投资者越发在意相对收益,而忽视信用基本面差异。

信用债仍是场内债券交投的主力,成交利率普跌。具体看,地产债收益率继续走低,如AAA的15恒大03跌2.11bp。其他活跃品种如AA+的12鄂资债跌6.63bp,11永泰债跌8.58bp。

高收益债如A的11华锐01大跌111.93bp,AA-的12东锆债跌21.94bp。

纵然利率市场行情出现反复,近期交易所信用债市场仍暖意融融,本已处在低位的收益率仍不断下行。兴业证券指出,回顾7月以来债市上涨,最关键原因无疑是股市下跌触发的资产重组,居民的钱回流理财,理财的钱回流债券。这部分资金的成本和预期收益率较高,因此对信用债的兴趣远高于利率债。而在信用债收益率整体下沉,信用利差已低的情况下,资金不断降低评级要求,追逐相对高收益品种,使得一些低评级债甚至问题券也出现显著的涨势。一些机构提醒,在投资者普遍大规模加杠杆操作的情况下,信用风险威胁更加明显,对低评级债券的操作务必谨慎。(张勤峰)

口行债招标结果中规中矩

进出口银行10日在银行间债市公开招标发行两期固息金融债,期限包括3年、10年。两期债券招标结果中规中矩,需求稳定但不复月初国开债招标时的火爆,传递出一定的市场谨慎情绪。

口行昨日招标的分别是该行今年第十二期3年期金融债的增发债,以及新发的第十四期10年期金融债,均为固息债券。据悉,此次3年期债券中标收益率为3.337%,投标倍数为2.49倍;10年期固息债中标利率为3.87%,投标倍数为3.01倍。

从招标结果看,3年期增发债中标收益率略低于二级市场,10年新发债券中标利率则与二级持平;认购倍数在年内算中等

水平。据中债到期收益率曲线,9日银行间口行、农发行3年期和10年期固息债券收益率分别约为3.38%、3.87%。

值得注意的是,本周以来国开行、农发行、口行各发行了一期10年期金融债,其中最早招标的国开行10年品种获逾6倍认购,农发和口行10年债券则分别为2倍、3倍,而三期债券中国开债的发行规模最高。市场人士指出,机构参与热情度的差异显示了当前高流动性产品的受欢迎程度,这恰恰是市场谨慎情绪的一种反映。短期来看,债市配置需求犹存,但受制于止盈盘、汇率波动、供给压力、经济政策变化等因素,债市收益率下行难度有所加大。(张勤峰)

国开行15日增发五期金融债

国家开发银行10日公告,定于9月15日通过中国人民银行债券发行系统,增发该行2015年第15期、第17期、第13期、第16期、第18期金融债券。五期新债发行金额合计不超过260亿元。

国开行上述五期债券均为按年付息的固定利率债券,期限依次为1年、3年、5年、7年、10年,票面利率依次为2.64%、3.26%、3.86%、3.94%、3.74%,起息日依次为7月7日、8月27日、6月25日、7月10日、9月10日,本次增发规模分别不超过30亿元、30亿元、40亿元、40亿元、90亿元。时间安排上,五期增发债券的招标日为9月15日,缴款日均为9月17日,上市日均为9月21日。

五期增发债均采用单一价格(荷兰式)招标方式,均不设立基本承销额。各期债券承销费按认购债券面值计算,1年期无、3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(葛春晖)