

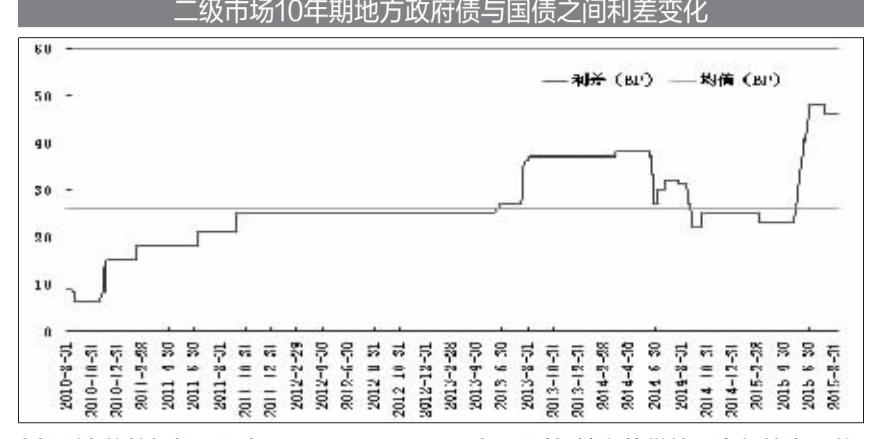
年内发行额突破两万亿 地方债定价趋向市场化

□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

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，未来较长一段时间内，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面、相对国债的信用折价等方面，继续体现市场定价规律。

离岸人民币即期汇率疾升 离岸在岸汇差大幅收窄

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620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。

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一定的抑制作用。

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

得关注的品种。

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，本周仅有周二有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和充裕局面，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配，但在信用利差畸低的情况下，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新航债跌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。

公司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国瓷债跌6.63bp，11永泰债跌8.58bp。

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，需求稳定但不复周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水平，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

流动性改善有助同业存单价值重估

□安信证券 程昊

7月以来，同业存单与短融利差显著走阔，这在同业存单需求群体扩容的大背景下显得不太正常。未来两者利差大概率会收窄，加之流动性在转好，同业存单的投资价值正逐渐凸显。

2013年底，伴随着《同业存单管理暂行办法》的公布，同业存单（NCD）业务正式展开。今年5月，证监会公布《货币市场基金监督管理办法（征求意见稿）》，将期限在一年及一年以内的同业存单纳入投资范围。

2014年以来，货币基金以及流动性管

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“证券投资基金管理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

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

得关注的品种。

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。

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，本周仅有周二有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和充裕局面，资金利率亦有望维持相对低位运行。（葛春晖）

提高操作频率逐步由攻转守

趋稳，外汇即期交易量从上周近500亿美元下降至本周的200亿美元左右，加上央行通过公开市场操作等提供短期流动性保障，市场资金面正逐渐回归宽松。

宽松政策预期依旧较强。虽然近期境内人民币汇率企稳，但巨大的离岸在岸汇率差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。

前期资金面紧张使机构进行降杠杆操作。每日的回购交易量从资金趋紧之前的2万余亿下降到1.2万余亿。进入本周以来，资金交易量开始回升，市场加杠

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。

当前债券配置需求仍较为旺盛。本周一级表现较好，国开“福娃债”的招标倍数再创近期新高，10年期品种认购倍数达6倍以上，续发10年期国债也获得接近3倍认购。

前期资金面紧张使机构进行降杠杆操作。每日的回购交易量从资金趋紧之前的2万余亿下降到1.2万余亿。进入本周以来，资金交易量开始回升，市场加杠

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。

当前债券配置需求仍较为旺盛。本周一级表现较好，国开“福娃债”的招标倍数再创近期新高，10年期品种认购倍数达6倍以上，续发10年期国债也获得接近3倍认购。

前期资金面紧张使机构进行降杠杆操作。每日的回购交易量从资金趋紧之前的2万余亿下降到1