

市场概述

Market Overview

国债免税效应初显

文/ Frank Sun

CFETS ICAP

CFETS-ICAP 2014/04/09

财政部今日招标发行的三年期续发固定利率国债中标利率高于预期。该期国债发行规模 280 亿元，中标收益率为 3.9868%，高于此前 3.92% 的市场预测均值；该期债边际中标收益率为 4.0738%，投标倍数为 1.35 倍。业内人士指出，虽然目前资金面无碍，但由于三年期品种绝对收益较低，令该期债需求遇冷，投标倍数亦属低位。

银行间市场资金供给依旧充裕，主要回购利率持稳。其中七天期质押式回购加权利率今日续涨，但步幅明显缩窄至 8bp，同时隔夜品种微涨。此外，今日 14 天品种开盘较晚，且加权利率大挫，应与需求平淡有关。交易人士表示，银行系统流动性偏宽松，期限在一个月内的资金品种供给均充裕，令资金需求及价格承压。本周公开市场到期量较大，所以单周实现净投放不无可能，当前融入资金难度依旧不高，机构暂更青睐融

入隔夜和七天期限相对更短的品种，因此短端利率稍显坚挺。

银行间市场固定利率国债到期收益率曲线显示，三年期品种最新收益率为 3.99%，而同期限国开债收益率在 5.32% 附近，利差超过 130bp。不过分析人士指出，如果算上国债免税，与金融债收益基本差不多，而如果投在边际位置，就有利可图。金融债利息税为 25%，但不同持有主体应区别对待。如果考虑免税效应，三年期国债的可比较等价收益率差不多落在 5.32%-5.42% 区间（边际利率 $4.07\% / 0.75 = 5.42\%$ ），与同期限金融债利差不大。

此外，原本以为外资机构会积极参与认购，支撑本次续发国债需求。但据业内人士透露，从头到尾都没看见外资机构有所动静，可能因为大家一直都不看好三年品种，绝对收益太低，而外资参与积极性降低，或许受到近期人民币

贬值影响，套利难度增加有关。人民币持续贬值，等同于增加外资机构投资及持有人民币资产的成本，因此购债需求大大减弱。

对于该期限品种加权中标收益率与边际中标收益率利差近 10bp，超出大多数债券投资者的预期，因此有不少中标机构出现亏损。事后某机构交易员表示，多数机构在完成基本承销量之后，就往

边际上投，所以就会导致这种结果。在该品种招标结束后，一级半市场在 4.055%-4.06%返手续费成交，需求比较旺盛。市场人士指出，一方面，三年期国债招标价格比较便宜，导致一级半市场交投旺盛，新债需求不断增加；另一方面，国债免税效应发挥作用，考虑税收优惠，其实国债收益并不低，因此吸引配置盘及部分交易户需求。

如果您对本文有任何评论和见解

请发电邮至: shmarketing@cfets-icap.com.cn

更多信息，请登录网站: www.cfets-icap.com.cn

免责声明 文中信息均来源于公开资料，上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点，并不代表公司的看法。