资金面释暖意 “福娃债”再热发

利率债收益率曲线或延续陡峭化

□本报记者 张勤峰

国家开发银行22日就其2013年第1–5期固息金融债进行了首次增发。招标结果显示，五期增发债券发行参考收益率均明显低于预期及二级市场水平，中短端的1–3年品种尤为抢手。市场人士指出，央行启用SLO后，机构流动性预期更趋乐观，叠加年初机构投资配置压力，债券市场反弹行情继续发酵，中短期券种直接受益，长端收益率则受制于基本面回暖预期而缺乏向下动力，未来利率产品收益率或延续陡峭化运行趋势。

二次登台 依然受捧

国开行第1期至5期金融债是该行2013年以“按组滚动”方式发行的第一批固息“福娃债”，期限分别为1、3、5、7、10年，1月8日首次发行，票面利率分别为3.32%、3.8934%、4.1617%、4.3251%、4.43%。作为2013年发行的首批利率产品，这五期债券的首发中标利率全部低于二级市场水平，机构踊跃投标，火爆程度超乎预期。昨日，该批债券首次进行增发，从招标结果来看，机构参与热情丝毫没有降温。

据一位城商行交易员透露，本次招投标1年期品种中标利率为3.1952%，全场倍数2.98；3年期为3.8050%，全场倍数2.47；5年期为4.1053%，全场倍数4.42；7年期为4.2867%，全场倍数2.91；10年期为4.3879%，全场倍数2.80。各期限债券中标利率均明显低于市场预期及二级市场水平，尤其是中短端的1–5年期品种。据中银国际证券报告，目前银行间市场上交易活跃的1、3、5、7、10年国开债收益率在3.29%、3.87%、4.17%、4.35%、4.44%附近。市场机构对于本批债券发行利率预测均值则分别在3.30%、3.88%、4.16%、4.35%和4.43%。

作为年初以来利率市场供给最活跃的产品，国开行“福娃债”持续热发，无疑是债券一级市场乐观情绪升温的真实写照。市场人士指出，这一方面得益于年初以来市场资金面持续超预期宽松，特别是央行宣布启用公开市场短期流动性调节工具（SLO），进一步打消了机构对于资金面的顾虑；另一方面，也与年初机构投资配置需求释放，而利率产品供给节奏尚未跟上，短期债券市场供需关系偏暖有关。

受益资金面 短债更被看好

资金面持续宽裕，加之新债发行利率走低，推动债券二级市场自年初以来也走出一波反弹行情，利率产品收益率曲线呈现陡峭化下行的形变特征。分析人士指出，央行宣布启用SLO后，机构流动性预期更趋乐观，新债供不应求的局面暂时难以改变，利好现券市场反弹行情延续，但基本面的压制作用仍不可忽视，长端产品收益率下行可能受限，收益率曲线或延续陡峭化运行趋势。

广发证券首席债券分析师徐寒飞表示，SLO的推出将进一步带来流动性的宽松，短期看对债券市场有一定幅度的利好，一季度交易行情很可能进一步发酵。一位券商交易员也表示，昨日国开“福娃债”7–10年品种低出二级市场5–6基点值得关注，这可能表明反弹行情在向中长端扩散。

不过，瑞银证券认为，1月下半月资金面将逐渐进入春节前的敏感时期，回购利率进一步下降的空间不大。与此同时，基本面可能受宏观数据影响而对债市较为不利，因此中长期限利率债的收益率仍可能在目前的水平上震荡而难以下行。

中信建投黄文涛亦表示，随着财政存款的增加和春节效应的来临，后期资金面将保持在适度宽松的位置，资金利率或略有上行，但空间不大，短期内短端进一步下行空间有限。由于基本面缺乏数据支持，加之2月春节因素对通胀的刺激，长端收益率缺乏向下动力。

国开行固息金融债新年以来热发

名称	招投标日期	期限（年）	招标方式	中标利率（%）	实际发行总额（亿元）	认购倍数
13国开01	2013–1–8	1	荷兰式	3.3200	60.00	2.89
13国开01（增发）	2013–1–22	1	荷兰式	3.1952	60.00	2.98
13国开02	2013–1–8	3	美国式	3.8900	60.00	4.84
13国开02（增发）	2013–1–22	3	荷兰式	3.8050	80.00	2.47
13国开03	2013–1–8	5	美国式	4.1600	60.00	3.29
13国开03（增发）	2013–1–22	5	美国式	4.1053	60.00	4.42
13国开04	2013–1–8	7	美国式	4.3300	60.00	2.12
13国开04（增发）	2013–1–22	7	美国式	4.2867	60.00	2.91
13国开05	2013–1–8	10	荷兰式	4.4300	60.00	1.91
13国开05（增发）	2013–1–22	10	荷兰式	4.3879	50.00	2.80

央行周二开展430亿元逆回购

本周或再现小幅净回笼

□本报记者 王辉

1月22日（周二），央行在公开市场以利率招标方式开展了430亿元7天期逆回购操作，中标利率3.35%，继续与前一期持平。

WIND统计数据显示，本周公开市场到期逆回购1500亿元，其中周二到期1100亿元28天期品种、周四到期400亿元14天期品种，除此之外本周无央票和正回购到期。在周二430亿元逆回购操作结束后，公开市场尚余1070亿元到期逆回购需要对冲。

尽管周二实际形成670亿元的单日资金净回笼，但银行间市场资金面仍延续了年初以来的宽松格局。数据显示，当日主流回购品种隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为1.93%和2.98%，分别微降1BP和微涨4BP。此外，跨月末的14天品种上涨12BP至2.92%，跨春节的21天品种下跌87BP至3.12%，1个月及以上品种均基本保持在4%左右，仍显著低于往年同期水平。

分析人士表示，从前期跨年资金利率持续的平稳运行能够看出，央行对流动性调控的能力越发熟稔，预计春节前将不会出现利率的大幅飙升。此外，还有市场人士指出，央行即将启用的公开市场短期流动性调节工具将进一步促进市场利率平稳运行，未来短期资金利率将有望长期运行在相对稳定的区间之内。而考虑到银行间市场流动性延续充裕格局，本周公开市场可能再现小规模资金净回笼。此前央行公开市场操作已实现连续三周净回笼。

正股下跌 转债回调

□本报记者 葛春晖

1月22日，沪深可转债市场在正股普跌带动下多数显著回调。中证可转债指数收于296.18点，较上一交易日下跌1.02点或0.34%。

当日正常交易的21只可转债中仅3只上涨，多达18只个券下跌，对应的正股亦为3涨18跌。上涨个券中，除工行、中行转债在正股带动下双双上涨以外，新钢转债受益于较强的债性保护亦以红盘报收。截至收盘，新钢转债的到期收益率仍高达3.92%。下跌个券中，偏股型个券跌幅居前，海直、川投、国投转债分别下跌2.94%、2.71%、2.15%，位居跌幅前三位。从盘面表现来看，受股市连日盘整、短期股市调整预期强化的影响，偏股型转债普遍较弱，而偏债型个券表现较为抗跌。

分析人士表示，经历了前期的大幅反弹后，当前股市确实面临一定的调整要求，但中期来看，经济基本面对股市形成支撑，再加上历史上春节前后A股向好概率较大，转债市场后市仍有望继续受到股市提振。总体来看，目前转债机会仍大于风险，最好的策略仍是持券待涨为主。

■ 交易员札记

资金宽松 助一级市场火爆

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周二公开市场净回笼670亿依然无碍市场资金面宽松，隔夜回购利率继续回落至1.9288%，目前逆回购存量已下降至1210亿。虽然春节因素会在未来三周抬升市场资金利率的中枢，但是预计无碍春节后资金继续泛滥。未来市场资金面主要关注两点：其一，公开市场逆回购的存量规模；其二，7天逆回购利率是否维持3.35%不变。

宽松的资金面和乐观的预期推动着市场收益率下行，目前市场运行模式是一级市场在推动二级市场。国开“福娃”债今年的第一次续发行收益率大幅走低，5个品种招标利率平均低于市场预期4–5bp，其中5年品种获得了4.42倍的超高认购。相对而言，二级市场反应不及一级市场热烈，招标结果出来后买盘显得偏谨慎。

虽然元旦以来市场行情向好，但是其持续性值得质疑。此轮行情更多的是资金宽松以及SLO出台导致的乐观预期所致，年初配置盘的出手也是行情推动的主要原因。但是如果外汇占款不能保持高位的话，市场流动性仍存在自我收缩的机制，除非央行落实降低融资成本的政策，主动下调3.35%的7天公开市场正回购利率。

相对于资金面，基本面更能决定市场走势。今年经济和通胀都有冲高的动力，因此虽然目前市场收益率并不低，但是依然有继续上行的压力。可能的变数是美国在强劲的楼市和就业数据的推动下，产生提前退出数量宽松政策的预期。

中长端收益率下行空间有限

□中信证券固定收益部 傅雄广 李一鸣

由于经济增长继续向上以及通胀反弹的不确定性较大，基本面将继续对中长期利率产品构成利空，下行空间有限。在资金面波动性进一步收窄的环境下，收益率曲线有望延续陡峭化的态势。

经济增长延续回升态势 货币市场利率稳定性提高

统计局公布四季度GDP增长率为7.9%，高于7.8%的市场预测均值，同时公布的四季度GDP环比值为2.0%，略低于三季度的2.1%。但是，统计局公布的GDP环比值明显低估了四季度GDP环比增长速度。按我们的模型测算，季调后四季度GDP环比折年率在8.6%左右，高于三季度的8.2%，环比呈现回升态势。此外，从工业数据看，9月份后工业增加值环比折年率已经连续四个月维持在16%左右。

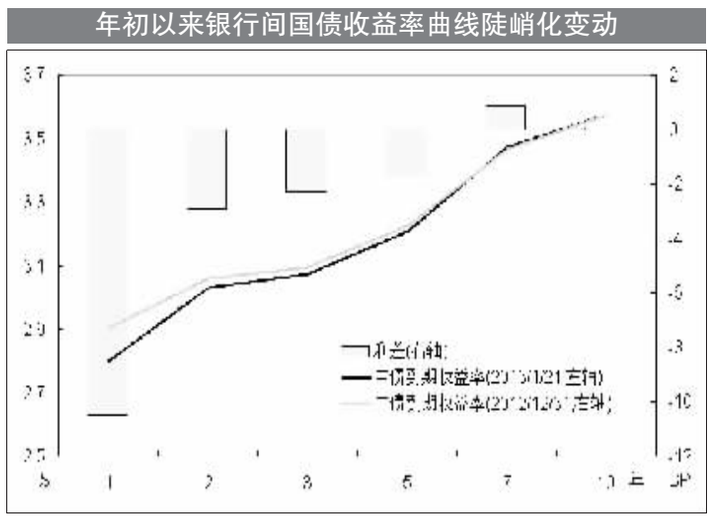
四季度经济增长回升的动力来自于基建投资的回升和房地产投资的企稳，此外，外需的稳定增长也起到了积极作用。中期来看，我们的关注点仍在基建投资增长能否延续，同时需要重点关注房地产政策的变化。当前，稳增长政策正逐步见效，如果后续房地产调控政策不加码，基建投资增速保持相对稳定，那么经济复苏的态势就能够得到延续。预计2013年经济增幅超过8%的概率大大上升，一季度经济增长回升至8.3%左右的可能性较大。

对于央行推出短期流动性调节工具（SLO），我们认为：其一，从短期目的来看，此举主要是为了保障假日等关键时点流动性状况的充裕，防范现金走款、财政存款、外汇占款等因素对银行体系构成的流动性缺口压力；其二，从中长期目标来看，货币市场利率作为央行货币政策中间目标的重要性不断上升，正逆回购操作成为维持货币市场利率平稳的主要工具，未来资金面波动性有望下降；其三，从实际效果来看，这一举措的信号意义大于实际意义，表明了央行维持流动性平稳的基本立场，实际货币投放规模将取决于特定时期的资金面情况，未必会有大批资金投向市场。同时，如果未来货币市场利率持续低于央行的目标值，有理由相信央行将启动正回购机制，回笼市场上的富余资金；其四，前瞻地看，为盯住货币市场利率目标，在某些情况下可能出现正逆回购同时进行的局面。这样，一方面可以跨期平衡流动性，另一方面可以实现对不同机构的差别化调控。

收益率曲线或延续陡峭化 继续关注金融债配置价值

鉴于通胀和增长的基本面情况继续对利率产品构成利空，建议交易型机构继续对中长期利率产品持相对谨慎的态度。

年初以来银行间国债收益率曲线陡峭化变动



从基本面来看，在经济增长基本符合预期的情况下，通胀将逐渐成为未来困扰市场的重要因素。考虑到春节的影响，2月份CPI同比涨幅触及3%将是大概率事件，即使3月份CPI开始出现回落，整体水平也将保持在2.5–3%的区间。而且，若当前经济回升力度强劲，那么下半年的通胀水平或高于上半年。因此，未来增长和通胀对利率产品走势将是趋势性利空。

从流动性情况来看，市场对央行推出SLO的消息反应较为强烈，带动利率产品买盘增多。但我们认为，这一政策更多是反映了央行维持货币市场平稳的意图，是推进利率市场化的一个举措，并不意味着进入一个新的数量宽松周期，而且央行可能在流动性过于宽松的时候重新开启回笼操作。因此，随着时间的推进，市场对这一消息的反应将逐步趋弱，关注焦点再度回归增长和通胀基本面变动。

综上所述，由于基本面将继续对中长期利率产品构成利空，在资金面波动性进一步收窄的环境下，收益率曲线有望延续陡峭化的态势。但在配置型机构的一级市场需求保护下，中长期利率产品收益率上行的幅度将会比较有限。

现券策略方面，建议交易型机构继续对利率产品持轻仓谨慎态度，可关注一级市场招标中可能存在的博取边际标位的机会，以及二级市场收益率冲高回落的波段交易机会。对配置型机构而言，可继续关注金融债较高隐含税率带来的配置价值。

■ 新债定位 | New Bonds

13附息国债03　预测中标利率区间【3.38%,3.49%】

债券期限	7年	计划发行总额	300亿	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	多种利率（混合式）	招标日	1月23日
起息日	1月24日	上市日	1月30日	手续费	0.10%

顺德农商行：受资金面宽松及央行公开市场回购操作将常态化的消息影响，上周债市交投仍然较为活跃，收益率继续下行。随着资金面趋稳以及市场对央行公开市场回购操作消息的消化，估计本次债券的发行利率与二级市场基本持平，预计中标利率区间为3.44%–3.49%。

中银国际：12月巨量财政存款投放以及外汇占款恢复增长，使得一月中上旬以来资金面一直保持宽松，收益率曲线明显陡峭化。22日招标的国开行福娃债各品种中标利率均大幅低于二级市场水平和市场普遍预期，投标倍数均接近或超过3倍。考虑到宽松的资金面及市场需求情况，预计本期国债最终中标利率将低于二级市场收益率水平，有望落在3.38%–3.46%区间。

第一创业：央行增加短期流动性调节工具，意味着自去年三季度以来维稳货币政策将延续，而通过降准降息投放流动性的概率越来越小。与此同时，经济数据缓慢向好的预期，一定程度压缩了7–10年债券品种收益率的下行空间。综合各方面因素，预计本期国债中标利率有望落在3.43%–3.47%。（王辉 整理）

从流动性总量控制转向利率价格调控

□上海证券研究所 胡月晓

人民银行1月18日发布公告，从即日起启用公开市场短期流动性调节工具（Short-term Liquidity Operations，SLO），作为公开市场常规操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。我们对央行此举并不感到意外，从2012年开始，央行大规模重启逆回购已经为SLO埋下了伏笔。这一举动标志着货币政策思路的一个重要转向，即货币政策将从以往的流动性总量控制转向对利率价格的调控，货币政策的中介目标也将从以往的商业银行信贷额度转移至货币市场价格——利率。

我们猜测，央行做出调整的原因可以被概括为“顺水推舟”。首先，观察2011年以来的新增流动性总量结构可以发现，传统商业银行信贷在新增融资中的比重正在不断被以债券及信托为代表的“影子银行”所稀释。依靠金融创新及巨大融资需求推动的“影子银行”已经严重挑战了货币当局以往以数量为主的调控模式，继续依赖传统的数量管控已经难以为继。这是“顺水”的部分。

其次，利率市场化已经在2012年加快步伐，但利率市场化的最关键的基石——市场化的基准利率目前仍然缺位。此前，人行一直将一年期存贷款利率作为货币政策中介目标，但“影子银行”的崛起推动了体制外完全市场化利率的出现。这导致我国目前的资金要素市场出现典型的双轨价格并行。其后果就是，一方面相当部分的融资主体，特别是处于弱势的中小企业由于难以通过商业银行获得贷款而不得不依赖于利率更高体制外资金市场，另一方面是大量廉价资金流入低效率的国企部门，造成资源错配。所以，市场化基准利率的形成不仅是为了推进利率市场化，更是优化资源配置的必经之路。这是“推舟”的部分。

SLO的推出不仅意味着货币政策中介目标的改变，还意味着货币政策工具分工的变动。对一国央行来说，调整流动性有两条路径可选：一是控制基础货币，二是改变货币乘数。三大传统货币政策工具中，存款准备金率是唯一能够同时作用于两者，所以这项工具威力巨大但也很容易造成政策的超调。正因如此，在我国目前长期通胀压力持续与经济保持合理增速两难背景下，单一依靠RRR来实现政策目标的平衡显然不是最佳选择，所以未来存准率可能将退居二线。

我们猜测，控制长期通胀将继续由RRR来完成。鉴于目前存准率仍然处于20%的历史高位，仍然能够对基础货币及货币乘数保持较强的约束力，这样可以将体制内的新增流动性控制在一定的范围之内。同时，“稳增长”所需要的资金需求将主要由存量流动性的重新配置去完成，而这一重新优化配置的过程将借助市场化的利率价格（主要是直接融资渠道中）来实现。例如通过基准利率间接影响债券市场直接融资，继而间接引导资金流向直接融资渠道。

这样的好处显而易见，一方面，能为“稳增长”提供必要的资金；另一方面，由于直接融资创造货币的能力明显低于银行信贷，这可以降低“抑通胀”的压力。更重要的是，利率市场化将削弱实体经济对银行间接融资的依赖，长远看也对打破国家资本对金融资源垄断形成利好。

如果存准率将退居二线，那么是否会造成资金面流动性紧张呢？我们认为，通过逆回购在2012年的“预演”来看，这样的担心可能稍显多余。2012年全年以SHIBOR为代表的银行间及以6个月票据直贴利率为代表的实体经济资金价格的波动率明显低于前两年，这说明在外汇占款阶梯式下降及RRR被雪藏的条件下，逆回购仍然对维持社会整体流动性平稳发挥了超预期的效用，因此，在2013年整体经济环境保持稳定的背景下，并不需要对流动性过于担忧。

未来央行短期公开市场操作将采用利率招标的方式，意味着未来公开市场操作在数量上能够对银行体系的资金需求形成强力支持，对债券市场来说形成明显利好。我们预计，未来包括企业债券融资渠道可能将迎来新的发展契机。

广发证券25日招标30亿元90天期短融

广发证券股份有限公司周二公告，该公司将于1月25日招标发行2013年度第二期短期融资券。截至募集说明书签署日期，发行人待偿还短期融资券余额为60亿元。

本期短融发行金额30亿元，债券期限90天，按面值100元发行，采取固定利率，单利按年计息，不计复利，通过招标发行的方式在全国银行间债券市场公开发行，发行利率通过招标系统招标决定。本期短期融资券采用实名记账式，承销方式为承销团承销。相关时间安排方面，本期短融招标日为1月25日，分销日为1月28日，起息日及缴款日为1月28日，债权登记日为1月28日，1月29日上市流通。本期短融到期兑付日为4月28日，如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息。(王辉)

■ 外汇市场日报

日本宽松兑现 风险货币上扬

□中信银行资金资本市场部 胡明

22日亚欧交易时段，虽然亚欧股市表现整体较弱，对金融市场风险情绪有所抑制，但是日本央行2013年首次会议的宽松货币政策兑现，大幅提振了外汇市场投资者的风险偏好情绪，风险货币普遍走高，其中商品货币澳元和纽元上涨尤为突出。

日本央行决定，将引入“价格稳定目标”和“开放式资产购买措施”。首先，日本央行将把价格稳定目标设定为CPI达到2%。其次，日本央行将通过零利率政策和金融资产购买来达到激进宽松目标。在完成当前的资产购买计划之后，自2014年1月起，日本央行将每月购买约13万亿日元金融资产，其中包括约2万亿日元日本国债（JGBs），其余为短期债券（T-Bills），不设定终止日期。

当日亚欧交易时段，商品货币涨幅均超过50个基点，其中澳元升至1.0570附近，纽元升至0.8430附近。一方面，日元贬值预期以及宽松预期的确立，使得日元作为利差交易融资货币的功能可能重现；另一方面，日本宽松政策刺激本国经济也将提振大宗商品需求预期，从而提振商品出口国货币。

不过，目前日本央行宽松预期给商品货币带来的刺激能否持续还是有待考察。一方面，此次日本央行宽松政策能否使得资金流出日本银行体系之外，仍值得疑问。因为日本经济体系并不缺乏流动性，只是经济现状导致风险度偏低。另一方面，目前商品货币早已完全体现或者说透支了其自身的基本面，未来大幅上涨的基本面驱动力相对不足。

亚欧交易时段，美元兑日元受到市场“买预期、卖事实”的行为影响，呈现剧烈震荡后下行走势，汇价一度突破90大关，但随后开始连续下行并跌破89关口。美元兑日元汇价下挫的另一原因可能是由于日本央行宽松力度不及市场前期预期，因为日本央行并未像市场预期的那样放弃0–0.1%的无抵押隔夜拆借利率下限，市场稍许失望。

短期来看，随着宽松政策的兑现，美元兑日元持续升值的走势或将告一段落。未来汇价能否再次走入升值，还要看日本央行宽松政策的执行效果以及后续可能的宽松政策加码。从基本面来看，目前的宽松政策对于日本实现2%的通胀目标还有一定的困难，这意味着日本央行仍有扩大刺激或者增加宽松方式的可能。未来需要密切关注日本央行新任行长人选动向，关注日本央行是否会采取直接购买国外债券或者设定汇率目标位的政策，一旦市场预期渐起，美元兑日元将再次升值。

目前市场情绪总体保持偏乐观的态度，美国债务谈判部分达成、欧洲债务危机的逐步好转以及日本央行的宽松政策都为市场提供了较大的风险偏好支撑，短期风险货币仍具备上行动能。但也需要注意，由于利好因素纷纷兑现，如果没有进一步新的利好因素出现，风险货币持续上行的空间将会不足，而且获利回吐压力也将显现。