

政策“似紧实稳” 流动性保持充裕

□本报记者 葛春晖

上周以来,面对公开市场连续净回笼和民生转债申购的双重压力,银行间市场资金面仍保持了相对宽松格局,主流资金利率继续运行在今年以来的较低水平。分析人士指出,公开市场净回笼并非必然对应货币政策紧缩,央行回购利率持续稳定则显示出货币政策并未转向,在经济维持弱势、3月CPI有望重新回落的背景下,货币政策短期内难以收紧。此外,近期结汇需求踊跃也为流动性提供较好支撑,资金成本低位运行的格局短期内不会发生实质改变。

民生转债未掀大浪 资金利率低位运行

上周五(3月15日),总量200亿元的民生银行可转债展开网上、网下申购,分析人士预测,此次民生转债申购将冻结资金约5000亿元。受此影响,上周初银行间市场7天期质押式回购利率(R007)一度小幅攀升,但总体来看,资金利率波动幅度并不大。数据显示,申购日当天,7天回购加权平均利率仅较前一周的周五(3月8日)上行了87BP。与之形成对比的是,在2011年2月石化转债申购期间,R007最高涨幅达到340BP;即使

在流动性泛滥的2010年,R007在中行转债、工行转债申购期间的涨幅也在百个基点左右。可见,民生转债发行对资金面的冲击非常有限。

同样值得一提的是,截至上周,央行公开市场操作已实现连续四周净回笼,且上周净回笼规模由前一周的50亿元放大到440亿元。央行回笼力度的加码,不免令市场对于资金面前景产生担忧。不过,货币市场的平稳表现,说明央行适度提升回笼规模并未触及市场流动性的根基。

Wind数据显示,本周一(3月18日)银行间市场资金利率涨跌互现。其中,隔夜回购加权平均利率(R001)虽然受开盘价高企影响上涨47BP至2.50%,但收盘价仅为2.00%;7天加权显著下行33BP至3.03%,收盘价为2.20%;14天品种受跨季因素影响,成交价总体上行,加权利率收涨24BP至3.33%。总体来看,隔夜、7天回购等主流资金利率继续在今年以来的相对低位水平附近波动。

货币政策短期难收紧 外汇占款继续支撑流动性

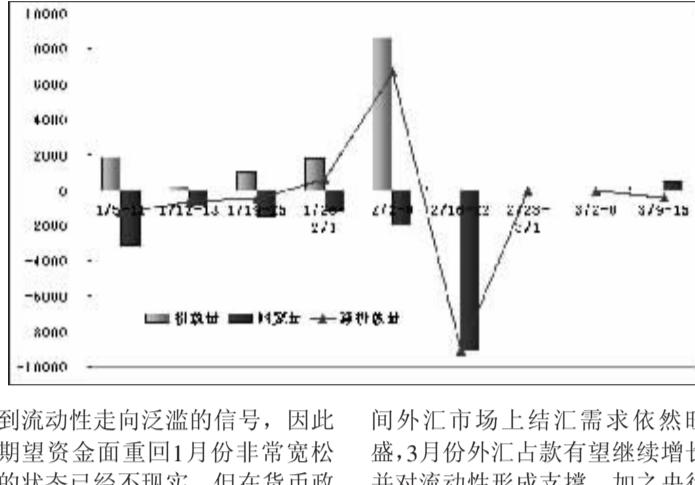
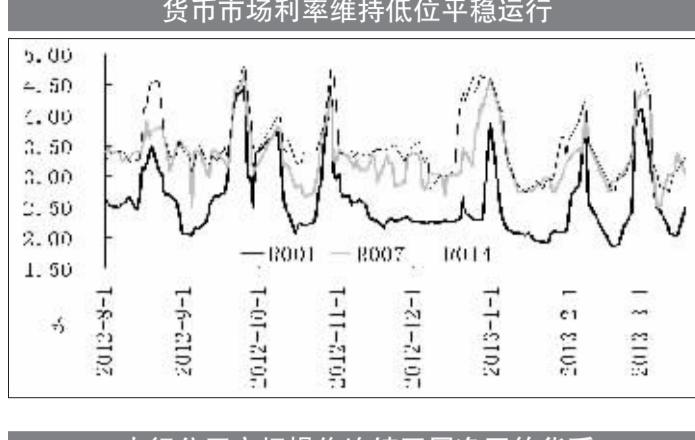
在公开市场连续四周净回笼,特别是央行重启正回购并连续四周开展操作之后,市场上对于央行货币政策开始收紧的猜

测不断升温。毕竟,正回购与逆回购是两种方向相反的流动性调控工具。

然而,如果想从公开市场操作来揣摩货币政策基调,至少要从量和价两个方面来看。从量上看,虽然央行连续四周累计净回笼资金近万亿,但大部分是为了回收春节前主动投放的流动性。从月度操作的角度看,今年1、2月份公开市场分别净回笼3000亿元、2530亿元,而据截至3月18日的统计,3月份公开市场仅净回笼40亿元,如果按照上周440亿元的净回笼量推算,3月份净回笼规模不会超过2月份。从价上看,自从去年6月底以来,央行正、逆回购中标利率始终保持稳定,进一步彰显出管理层期望维护货币市场利率平稳运行的意图。因此,前期央行操作意在对冲过剩流动性,轻言货币政策收紧有失偏颇。

2月份CPI同比涨幅超预期之后,“防通胀”成为市场担心货币政策收紧的另一个重要原因。不过,从最新数据来看,短期内通胀形势尚不足以对货币政策形成压力。多家机构表示,预计3、4月CPI涨幅有望回落到2.5%左右,再加上经济增长仍维持“弱复苏”,货币政策短期内将难以收紧。

当然,正回购对于逆回购的替代,仍明确传递出央行不意愿看



到流动性走向泛滥的信号,因此期望资金面重回1月份非常宽松的状态已经不现实。但在货币政策保持“中性”的情况下,外汇占款对于资金面的影响力相应得到强化,流动性保持相对充裕仍总体无忧。市场人士表示,当前银行

■ 交易员札记

资金宽松依旧 短期产品受青睐

□潍坊农信 岳伯兵

18日,银行间市场资金面宽松依旧,但受制于通胀上行预期,债券市场收益率整体延续小幅上升的态势。

当日利率市场交投清淡,整体收益率小幅上行,期限较短的产品更受青睐,地方性银行为买盘主力。国债收益率变化不大,如剩余0.84年的国债130002成交于2.71%,与上一交易日基本持平;剩余2.49年的120017成交在3.09%;剩余4.82年的130001成交于3.28%;剩余6.47年的120016成交在3.48%;10年品种国债没有成交。政策性银行债交投集中在1年以内的短期品种和9年多长期品种上。2-3年期国开债收益率小幅波动,如剩余2.31年的120229成交在3.85%;4-5年期国开债成交在3.98%附近,上行约2BP;10年期国开债成交在4.36%,较前一

交易日高出0.5-1BP,非国开债成交在4.255%,与上周五基本持平。长端投资户买盘褪去后,需求大多来自城商行,卖盘以基金和少部分券商为主。

信用债市场相对活跃,短期限高评级品种受到机构欢迎,出券方以券商和基金为主,收益率整体小幅上行。AAA方面,剩余期限在0.23年的12中铝业SCP003成交于2.71%,与上一交易日持平;剩余0.84年的国债130002成交于2.71%,与上一交易日持平;剩余2.49年的120017成交在3.09%;剩余4.82年的130001成交于3.28%;剩余6.47年的120016成交在3.48%;10年品种国债没有成交。政策性银行债交投集中在1年以内的短期品种和9年多长期品种上。2-3年期国开债收益率小幅波动,如剩余2.31年的120229成交在3.85%;4-5年期国开债成交在3.98%附近,上行约2BP;10年期国开债成交在4.36%,较前一

人民币汇率高位震荡

欧元区国家塞浦路斯或强征储户存款税的消息,在周一国际外汇市场上一度重创欧元并带动美元指数在亚市早盘反弹。受此影响,人民币兑美元汇率出现小幅回调,但仍运行于近阶段高位附近。

中国外汇交易中心周一公布,3月18日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.2741,较上周五的6.2723小幅下跌18个基点,但仍稳定在6.2750附近。在当日银行间外汇市场即期交易中,人民币兑美元汇价也出现小幅回调。数据显示,周一人民币兑美元

公司加入平台,城投债发行人整体资质也在下沉。

国泰君安: 调整幅度或有限

近期央行持续回笼货币,R007却仍维持低位,民生转债也没对流动性产生实质性冲击,但银行间市场依然出现调整,显示前期市场已部分透支宽松预期。在配置需求仍较强的背景下,我们仍认为3月调整幅度不会太大,无须过度悲观。考虑到城投债收益率已普遍较低,我们虽长期看好城投债,但短期也不宜过于激进。策略上,坚持上半年逐步谨慎、但三月不必过于悲观的整体思路,推荐3年期中票及公司债,适度配置城投债。

可转债

中信证券: 重点持有低估值大盘转债

A股市场短期可能呈现出震荡和分化行情,投资相关的周期性行业仍然缺乏机会,预计业绩改善预期明确的股票走势将较强。中期而言,换届之年地方政府基于考核压力,往往存在规模基础设施建设和城市建设的动力,投资增速通常较高,而且今年“弱复苏、通胀温和”的环境有利于股票投资,企业盈利也在逐渐改善,因此对于股市不必悲观。当前大盘转债的估值已经位于低位,是择优低吸的良好时机。基于对A股市场短期偏谨慎、业绩改善个股存在投资机会的看法,预计短期内转债市场将呈现震荡行情,低估值且业绩确定性高的大盘转债相对较好,建议重点持有石化、国电、银行和重工转债。

信用产品

申银万国: 信用债拐点已经到来

近期资金面持续宽松,股市不振,但信用债依然保持调整趋势,表明市场已对信用债后期并不乐观。近期信用债将迎来两个拐点,包括资金面拐点和供给拐点。资金面方面,从15日民生转债发行,到25日缴准备金,到季末银行货存比考核惜借,再到清明节前的银行现金走款,加之央行本着适度收紧货币的方针,未来实行巨额逆回购概率不大,这一系列因素将导致未来资金面收紧。

供给方面,3月以来信用债供给已经开始有所增加,近期供给将加速释放。伴随两会结束,发改委重新审批城投债,城投债供给也将增加。而在城投债发行人资质方面,伴随很多资质较高、符合退出城投平台条件的城投公司相继退出,越来越多的资质较差的城投

公司可能回到中性甚至低估值水平。我们重申今年转债市场最好阶段已经过去,转债市场有可能重归平淡。股市方面,未来两周投资者都在静待没有春节因素干扰的三月份经济数据及观察未来政策走向,我们对下跌空间并不悲观,但仍旧维持频繁震荡、总体谨慎的判断。供给方面,二季度转债供给端和需求端都难有大的变化,很难推动转债估值出现结构性变化,但由于供给压力降低,估值稳中略升的概率略有增加。机会成本方面,持有转债的机会成本预计仍有限,甚至将有所降低。建议投资者短期保持偏中性仓位,保持观望。但我们不再强调落袋为安,转为关注补仓和低吸机会,民生转债发行和上市仍是一个补仓的机会。(葛春晖 整理)

平台贷新规三维影响债市

中低评级城投债“最受伤”

交易所信用债 显露弱势

周一,A股市场调整打压风险偏好,交易所信用债却未能上演“股债跷跷板”的戏码,活跃券种收益率多出现上行,显示在自身供给压力加大、通胀预期上升的背景下,交易所信用债年初以来的上涨行情已经成为过去。

企业债市场上,活跃券种收益率整体上行3-8BP,如沪市10凯迪债收盘到期收益率上涨3.56BP,10楚雄债上涨2.69BP,11双鸭山上涨3.96BP;深市09怀化债上涨5.83BP,08长兴债上涨7.84BP。公司债市场上,11大秦01收益率上涨4.66BP,11庞大02上涨1.16BP。房地产公司债方面,09名流债上涨4.02BP,09银基债则大涨8.11BP。

今年前两个月,得益于流动性宽松及暂时性的供应短缺,交易所信用债行情颇为活跃,但自进入3月份,信用债整体供给规模明显上升,市场流动性预期在央行动用正回购连续净回笼资金的背景下也面临考验,加上2月份通胀水平超预期,信用债上周开始出现调整。

有市场机构表示,在经济温和复苏、监管竞争激烈的背景下,今年信用债供给继续放量不存在疑问,而通胀连续上行亦带来对货币政策逐渐收紧的担忧,前期支撑信用债市场行情的根基正在瓦解,尽管未来行情发展仍存在一定的不确定性,但可以明确的是,前期上涨已经成为过去。(王辉)

中信银行 庞爱华

据相关消息,银监会近期内部下发了《关于加强2013年地方融资平台贷款风险监管的指导意见(讨论稿)》,要求今年银行金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的思路,继续推进地方融资平台贷款管理。

从债券市场参与者角度来看,其可能对债市产生影响的举措主要有两条,一是压缩县区级平台及高资产负债率平台的贷款规模。二是要求银行建立包括债券、信托计划和理财产品在内的全口径的融资平台负债统计制度,并要求银行将购买持有融资平台债券的审批权限上收至总行,由总行实行统一授信、全口径监控和逐笔审批。这两条规定将分别从增加供给规模、提高风险溢价以及抑制市场需求等三个维度影响债券市场。

增加城投债潜在供给

由于新规限制县区级融资平台新增贷款,或倒逼有融资需求,特别是年内到期债务偿还压力的县区级融资平台转向债券市场融资,加大城投债潜在供给压力,同时市场整体信用资质也将被进一步拉低,这可能对城投债市场带来一定的负面影响。但也应该看到,近年来城投债扩容的问题一直存在,市场对此已经有比较充分的预期。

数据显示,2009-2011年,城投债平均每年发债规模约为3500亿元,到2012年此数字飙升到了1.26万亿元,较2011年增长两倍多,且其中县区级城投债发债规模占到一半以上,但2012年城投债市场并未因此遭遇明显的冲击,反而取得了不错的收益。考虑到我国利率市场化以及理财市场发展的不可逆趋势,即便今年城投债继续大幅扩容,也不会对市场整体形成过于剧烈的影响。

此外,从评级结构来看,2012年底存量城投债,AA级(含)以下的主体发行的城投债占比为55.33%,这说明市场已经逐步接

到抑制城投债的投资需求,但影响程度也不宜高估。

目前城投债的主要投资人包括基金、券商、农信社、保险、中小银行以及部分银行的理财户,新规只会影响其中中小银行以及部分银行的理财户对城投债的投资需求。

另外,根据我们的了解,一些大型商业银行在债券投资中,严格执行管理层的相关产业政策和地方融资平台管理政策要求,几乎没有涉及地方融资平台发行的债券,因此单纯从大型商业银行这类机构来看,新规对其

城投债投资需求影响很小。

与地方经济发展联系紧密的地方性银行则可能投资于城投债,随着管理层对城投债监管力度的加强,这部分机构的投资需求将受到抑制。

总之,我国正在进行经济发展的再升级,城镇化也要求债券市场提供较为通畅的融资渠道,监管层出台此新规的主要目的是控制在地方融资平台总量的前提下,进行结构优化和风险隔离,而不是抑制相关市场的发展,新规对债券市场的影响有限。

中金公司: 影响重点在于加大层级分化

新监管指导意见短期内对于城投债的总体影响不会很大,主要是会加剧城投债内部的层级分化预期。我们维持城投债短期系统性风险不大的整体判断,不过仍建议对边界的政策动向和具体执行力度保持关注,政策变动仍然是城投债市场风险偏好波动和系统性风险最主要的因素。在目前流动性充裕的情况下,只有市场对于政府兜底意愿和兜底能力的预期发生变化时,城投债才会出现系统性风险,而政策变化是影响市场这种预期的关键因素。目前来看,我们尚不认为这种预期发生了变化。不过从近期的趋势看,仍然需要保持对相关政策的密切关注,必要时做适时调整。

另外,城投债内部,低行政层级品种资质相对进一步恶化,再融资风险加大,建议降低这部分品种仓位。

虽然目前高票息需求很强,导致这些低行政层级品种利差并未拉大,但内在投资价值确实在下降。银监会此次的指导意见会导致低行政层级平台未来融资愈发困难,要么会引起其再融资风险增大,要么会进一步加大这类城投债的供给压力。

民生证券: 城投债供需关系趋于恶化

2013年银监会针对地方融资平台的贷款政策趋于严格,虽然有利于降低地方政府整体债务增速,利好长期,但从短期结构来看,监管新规或使得城投债供需关系趋于恶化,整体将对城投债市场产生负面影响。一方面,监管新规进一步完善了“12号文”存在的制度漏洞,进一步提升执行效力,同时明确限制了县级平台以及部分财力弱负债高地区级市平台公司通过银行贷款的融资行为,将倒逼这部分融资主体转向债券市场,导致城投债整体资质下移,并增加城投债供给;另一方面,监管新规要求银行审慎持有城投债,将在一定程度上压缩银行对城投债的配置需求,从而导致城投债供需关系的边际恶化。

招商证券: 对低行政层级城投债保持谨慎

监管新规对债券市场的影响“短空长多”,从长期来看,有利于降低地方政府整体债务增速;但从短期来看,将会导致城投债转为偏谨慎态度,建议逐步降低低行政层级品种的仓位、提高城投债投资组合的信用等级。(张勤峰 整理)

可转债跟随A股普跌

转债指数报296.85点,下跌0.69%,为近10个交易日以来的最大单日跌幅。当日转债市场成交金额12.1亿元,较上周五的14.9亿元萎缩约两成。

转债个券方面,18日两市有交易的22只转债品种中,2只上涨、1只平盘、19只下跌,市场整体跌幅前三。

本报记者 王辉

受A股市场周一再度大幅下挫影响,近期持续弱势盘整的交易所可转债市场出现明显下跌。数据显示,18日中证转债指数以298.90点平盘开出,早盘略有上冲后即逐波回落。至收盘时,中证

中金公司本周一发布转债研报表示,今年转债市场最好阶段已经过去,转债市场有可能重回平淡。本周及下周市场面临的压力仍可能略大,建议投资者保持偏中性仓位,而民生转债预计将是较好的回补仓位对象。