

资金成“心病” 年初行情难盼

□本报记者 张勤峰

2014年首个交易日,债券市场未理会经济领先指标下行与短期资金面的宽松,市场整体交投清淡、收益率略升,给憧憬“年初行情”的投资者浇了一盆冷水。机构研报指出,投资者行为与市场环境的变化,可能导致2014年年初行情较弱或者不明显,在资金面没有确定性好转之前,投资策略仍以防御为主。不过,基本盘提升了债券市场安全边际,加上绝对利率水平已身处高位,收益率进一步上行的空间有限,短期市场或延续震荡行情。

今非昔比 历史难重演

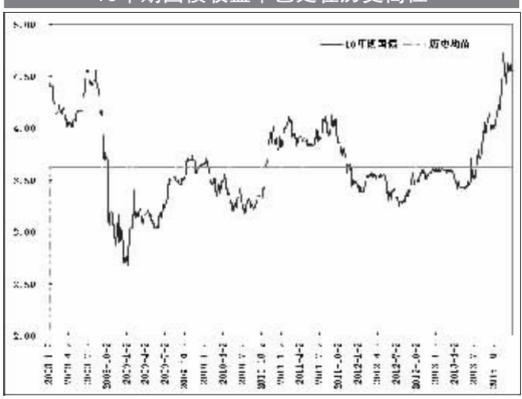
根据往年经验,一季度债券市场一般会有一波“年初行情”。不过,2013年债券市场上演颠覆性走势,早已在投资者心中埋下了对历史规律有效性的疑问。1月2日,债券市场在利多氛围中走出弱势行情,更给憧憬“年初行情”的投资者浇了一盆冷水。

资金面在跨年重归宽松;制造业扩张放缓,经济显露“边际走弱”迹象;高频数据低于预期,机构下修上月通胀预期……如此种种积极讯息,却未能“扮靓”2014年债券市场的首日行情。1月2日,银行间市场交投谨慎,现券收益率稳中略升,中金所5年期国债期货全线收跌,交易所信用债收益率亦多数走高。

据机构分析,债市年初行情与银行在一季度配置需求较强有关,主要有几方面因素推动:第一,银行年初超储率一般处于年内高位,资金面相对宽松。第二,各个季度中,国有银行一季度的存款增量是最高的,其配债的需求会相应上升。第三,银行投资债券有利润指标的考核,因此“早买早受益”会推动银行年初增加配置。第四,一季度一般是债券发行的真实期。

但是,中金公司指出,2013年下半年以来投资者行为与市场环境的变化,依据以往的历史规律可能很难推导出2014年年初也会出现明显的年初行情。首先,银行对资金的运用变得更加谨慎,银行计财部对债券资金的分配可能显著压缩或者推后。其次,由于供需关系不利于债券市场,投资者预期收益率仍有走高的可能,配置进度可能不会很快。再者,银行对于信用债

10年期国债收益率已处在历史高位



的配置需求可能没有往年那么强。最后,政策性银行债一季度的供给量可能上升。

有债券投资经理表示,在银行存款增速持续放缓的背景下,虽然季节性规律可能使得年初银行配置需求相对较强,其对债券市场的支持力度预计也会不如以往。

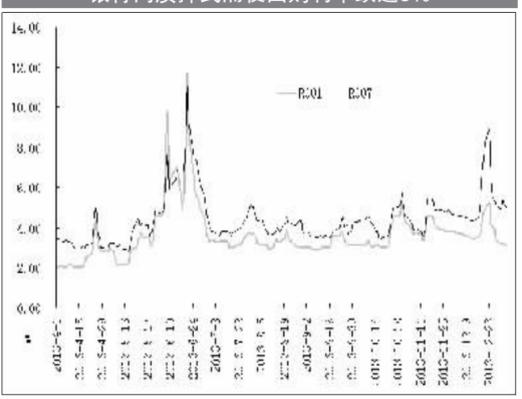
资金仍紧 反弹暂时无望

毋庸置疑,流动性仍是目前债券市场的核心驱动因素。申银万国证券报告指出,市场对2013年12月包括通胀在内的基本面数据回落预期充分,且经济有限回落不足以导致央行态度出现放松,因此近期数据公布很难成为带动年初利率回落的实质性利好。

至于流动性,1月2日短期资金面确实比较宽松,但是市场关注点并不在此。春节前的流动性形势才是重点,而周二央行继续暂停公开逆回购操作,显然令市场对春节流动性的担忧有所加重。国债期货市场出现更明显下跌也就不难理解。

申银万国指出,从1月6日开始,银行间资金面将首先面临年末拉存款后的大量法定准备金补缴压力,随后又有节前现金漏损和月中下旬的财政存款上缴,流动性可能再度出现紧张。虽然在资金面过度收紧时,预计央行仍会通过SLO及逆回购进行平滑,但近期央行开展定向正回购操作等已表明年初资金面没有再继续宽松下去的想法空间。

银行间质押式隔夜回购利率跌近3%



跨年后短期资金面明显改善 央行公开市场“零操作”再传“紧平衡”信号

□本报记者 王辉

在2014年首个公开市场例行操作日(1月2日),央行再度保持“零操作”模式,本周公开市场合计实现资金净回笼290亿元。这一背景下,跨年后的银行间市场资金面继续改善,短期资金利率明显下行,但长期品种仍维持高位。

数据显示,昨日银行间质押式回购市场上,主流交易品种隔夜及7天期回购加权平均利率分别收报3.09%和4.98%,较上一交易日分别下跌11BP和42BP;而1个月、2个月、3个月等长期限的回购利率仍继续运行在6%以上的高位,特别是1个月和2个月品种,分别上行7BP和70BP。

市场人士表示,伴随财政资金在

有机构进一步指出,当前央行的流动性调节思路偏紧,只要这一局面延续下去,未来流动性就难以乐观,短期利率的高企将不断给长期利率施加压力,中长期利率依然有创新高的可能性。中金公司等认为,在1月份流动性的不确定性未消除之前,投资策略上仍以防御为主。

不过,中信证券等机构表示,基本面因素虽不足以推动收益率下行,但是

2013年最后几日集中投放,加上商业银行年末考核需求消退,银行间市场资金面在跨年后明显好转,短期限资金利率近日仍有下行动力,因而央行昨日未向市场投放资金也符合预期;但从长期资金利率保持高位来看,市场在偏紧政策下的资金面预期仍较为谨慎。

值得一提的是,有未经官方证实的市场消息称,央行在2013年12月末的最后两个交易日(12月30日及31日)开展了定向正回购操作,但操作规模不详。对此,市场主流观点普遍解读为货币当局有意维护市场对于流动性长期平衡的预期,避免前期市场对于央行SLO救急产生过于乐观的理解。在此背景下,分析人士指出,预计春节之前资金价格的整体改善程度都将较为有限。

仍会提升债券市场的安全边际,加上绝对利率水平已身处高位,债券收益率进一步上行的空间有限,短期内市场可能延续高位震荡行情。国泰君安报告亦指出,利率产品已具备较高安全边际,在缺乏明显催化剂的情况下仍在蓄势待发。可以看到,虽然年底流动性紧张仍导致债券收益率出现一定上行,但是利率产品受冲击程度已远远小于2013年年中。

两券商1月7日发行短融券

广发证券股份有限公司、申银万国证券股份有限公司2日分别发布公告,将于1月7日各自招标发行2014年度第一期短期融资券,规模均为25亿元,期限均为90天。这是2014年发行的首批证券公司短融券。

两期短融券均为固定利率,单利按年计息,不计复利,票面年利率通过招标系统招标决定。两期短融券的分销期、缴款日、起息日、债券债务登记日均为1月8日,均为1月9日上市流通。经中诚信国际信用评级有限责任公司评定,两家发行人的主体信用评级均为AAA级,两期短融券的债项评级均为A-1级。两期短融券的募集资金用途均为补充流动资金。

截至发行公告日,广发证券的待偿还短融券余额为90亿元,申银万国证券的待偿还短融券余额为45亿元。(王辉)

中债资信:

调整集通铁路展望至负面

中债资信评估有限责任公司近日发布跟踪评级报告,维持内蒙古集通铁路(集团)有限责任公司主体信用等级为AA-,评级展望由稳定调整为负面。

中债资信表示,跟踪期内,集通铁路业务结构和资产结构无明显变化,仍以铁路客货运输、煤炭销售业务为主。虽然蒙东地区丰富的煤炭资源能为公司提供较大业务空间,货运组织改革的实施也为行业整体结构和资产结构奠定了一定基础,但是由于目前煤炭市场需求疲软且短期内难以大幅改善,公司运价也依旧维持较低水平,加之在建任务很重,且资本金到位情况不佳对项目进度造成一定影响,短期内投融资压力很大,整体看公司经营风险加大。财务方面,受市场需求下降影响,公司盈利能力弱化,财务风险亦有所加大。未来短期内煤炭市场难有显著改善,运价上调也存在不确定性,同时,分段路产通车后导致人工和折旧等刚性成本增加,以及债务规模上升推高财务费用,均对公司盈利能力提升产生不利影响。另外,公司自身盈余无法保证在建项目的投资需求,而神华集团的注资事项目前尚存在不确定性。总体看,集通铁路整体信用品质可能存在下降风险。(葛春晖)

1手抛盘致“13海浆纸”暴跌44%

上交所认定为虚假申报、自买自卖

□本报记者 王辉

2014年首个交易日(1月2日),交易所债市意外出现一笔极为异常的“乌龙指”交易。“13海浆纸”早盘出现的1手远远脱离实际市场价值的成交,事后被上交所认定为虚假申报、自买自卖。

9点36分,13海浆纸出现1手抛盘,将其成交价格瞬间重挫至52.50元,较前日93.28元的收盘价暴跌43.72%。随即,上海证券交易所暂停了该债券的交易。在下午14时55分交易恢复后,13海浆纸收盘于93.28元,与前一交易日收盘价持平。

结售汇数据异常“热钱”并非主因

□韩会师

2013年,结售汇数据与国际收支数据不匹配广受争议,其中贸易顺差和贸易项下净结汇的严重背离尤为典型。数据上的背离往往被解读为国际投资资本,即“热钱”的流入,但笔者对此并不认同。

数据显示,2013年1-11月,我国对外货物贸易顺差2341亿美元,同期货物贸易项下净结汇高达4307亿美元,二者相差1966亿美元。考虑到贷款收支有一定滞后期,假设结售汇时间较贸易发生时间滞后6个月,那么2012年12月至2013年5月货物贸易顺差总额1118亿美元,而2013年6-11月货物贸易项下净结汇高达1950亿美元,仍大幅高于贸易顺差。

笔者认为,数据差异并非是由“热钱”流入导致。事实上,在跨境人民币结算渠道畅通的条件下,只要境外美元价格低于境内,那么企业就有动力在境内结汇、境外购汇。今年前11个月我国货物进口总额17682亿美元,只要有11%的进口在境外购汇,就会造成结售汇顺差与贸易顺差之间出现约2000亿美元的差额,这属于企业正常的套利行为,对于从事真实贸易的企业而言,谈不上投机,也

与“热钱”沾不上边儿。

值得注意的是,企业的逐利性很容易将利用规则演变为滥用规则。加工贸易企业“两头在外”的特点使其非常便于利用虚假贸易,反复进行进出口操作,无风险套取汇差收益。若境外美元价格低于境内,就境内结汇、境外购汇,同时造成结售汇顺差大幅高于贸易顺差;若境外美元价格高于境内,则境外结汇、境内购汇,同时造成结售汇顺差大幅低于贸易顺差。只要境内外存在汇差,这种套利模式就有利可图,但后果则是跨境资金流动大幅波动,严重干扰货币当局对市场流动性和汇率稳定的调控。

去年4季度开始,大陆统计的对香港出口数据与香港统计的自大陆进口数据之间,每月差额从几十亿美元急剧扩张至100亿美元以上,2013年3月最高时约280亿美元。2013年5月5日,外汇局发布了《国家外汇管理局关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》,要求各地外汇局和商业银行严格监控虚假贸易。法令一出,效果立现,两项数据差额在5月当月就缩窄至80亿美元,此后数月进一步回落至50亿美元左右,基本回落至历史正常范围内。

件监管。根据交易新规,无价格涨跌幅限制的企业债等品种,盘中交易价格较前收盘价首次上涨或下跌幅度超过20%(含20%)、单次上涨或下跌幅度超过30%(含30%)的,都可以临时停牌。

“13海浆纸”于2013年4月15日发行、2013年5月30日上市,债券全称为“2013年海南金海浆纸业业有限公司公司债券”,代码“124257”。市场人士表示,由于交易所相当数量的债券品种成交极为稀少,因而才会造成仅仅价值数百元的1手抛盘就导致13海浆纸瞬间暴跌43.72%的状况。

结售汇数据异常“热钱”并非主因

由于1至4月境外美元价格绝大多数时间低于境内,因此虚假贸易主要采取境内结汇、境外购汇的方式套利,换句话说,有多少虚假出口境内就会增加多少净结汇。

很难准确判断2013年虚假贸易究竟贡献了多少净结汇,但根据对香港虚假出口的数据估算,可能全国范围内不少于1000亿美元。那么,从事真实贸易的企业只需将很小一部分购汇安排在境外,就会造成文章开头提到的贸易顺差与结售汇顺差1966亿美元的差额。如果再考虑到部分进口企业以外币贷款替代即期购汇对结售汇顺差的扩张作用,就更容易理解为何结售汇数据与贸易数据存在如此大的差距。

外汇局强调加强对虚假贸易的监管,但对企业的正常结售汇行为不加干涉,可谓抓住了问题的根本。在境内外汇差难以彻底消除的背景下,即使彻底消灭了虚假贸易,企业合规的套利行为仍会导致结售汇数据与贸易数据出现背离,这是我国对外开放过程中难以避免的情况,不能将其简单归结为热钱作祟而加以打击,否则很容易伤及无辜。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

国债期货:新年首日遭重挫

元旦前最后一个交易日小幅收涨的国债期货,在2014年首个交易日(1月2日)再度出现大幅下滑,其中主力合约TF1403创2013年12月2日以来的最大单日跌幅。

昨日国债期货早盘微幅低开后快速跳水,之后在全天多数时间均呈现震荡下行态势,临近尾盘进一步急速下滑。当日三份合约合计成交2466手,较前一交易日萎缩近两成。具体来看,主力合约TF1403收报91.350元,跌0.49%,成交2350手,日增仓303手;TF1406合约收报91.906元,跌0.44%,成交104手,日持仓增加34手;TF1409合约报

92.222元,跌0.30%,成交12手,全天增仓1手。

中金所盘后公布的每日结算会员成交持仓排名数据显示,当日TF1403合约前20大多空主力席位均出现200手左右的小幅加仓,不过最大主力空头席位国泰君安减持空单75手至1460手,而最大主力多头席位海通期货则增持多单32手至554手。

南华期货等机构表示,央行1月2日继续暂停逆回购操作,且市场传闻央行本周初曾进行非公开正回购,对投资者对资金面的预期产生负面打压,短期内预期国债仍会易跌难涨。(王辉)

银行间债市:机构谨慎 弱势难改

1月2日,资金面较充裕,资金价格普遍回落。1月1日公布的2013年12月中采PMI为51,较上月回落0.4个百分点,显示经济增速出现回落趋势。但资金面和经济数据并未给银行间债券市场带来太多正面支撑,机构态度仍然谨慎,收益率整体上行。7年国债最高成交4.70,上行约10个bp,3-5年金融债也有较大抛盘。

昨日虽然资金面相对宽松,但市场上融出期限多以短期为主,市场对未来资金面仍然不乐观,而6日补缴存款准备金、春节现金备付因素和IPO重启,均会给资金面形成负面影响。另据

报道,12月30日、31日央行进行了非公开2-3天正回购操作,原因可能为惩罚个别银行信贷增速超标,显示央行M2指标压力仍然较大,短期内货币政策放松的可能性不大。

此外,今年商业银行资产不良率仍有升高可能、利润压力不减,商业银行用于债券投资的资产配置力度或将减弱;同时,今年债券供给压力仍然较大,2014年仅关键期限记账式国债的发行次数就较去年增加8次。因此,预计债券市场年初配置行情难以出现,短期或维持弱势格局。(中国邮储银行 王茵)

交易所信用债:扩容压制城投债

2014年首个交易日,交易所信用债市场未能延续元旦前的回暖势头,以城投债为主的个券价格多数下跌。

企业债方面,城投债活跃券种中,沪市AA12河套债收益率上行13.28BP,AA级11双鸭山债上行4BP,深市AA级09怀化债上行2.83BP。产业债活跃券种AA级12春和债上行约8BP;公司债方面,活跃券种AA级11云维债收益率上行3.86BP,AA-级10银鸽债上行9.36BP。垃圾债涨跌互现,12中富01收益率下行约22BP至16.31%,12三维债则上行近26BP至12.25%;此外,分离债存债也跌多涨少,其中08石化债收益率大涨近100BP至6.00%,08宝钢债下行

近30BP至6.12。

12月30日盘后公布的数据显示,截至2013年6月末,地方债务规模总计为17.9万亿元。此外,发改委31日提出了六条防范地方债务风险的措施,其中包括允许平台公司项目借新还旧、通过发债方式置换高成本债务等。分析人士认为,审计数据基本符合或略低于市场预期,表明当前债务风险可控,加上发改委关于防范地方债风险的表态,意味着短期城投债的违约风险降低;但长远来看,短期风险降低的代价是城投债供给量的上升,而这也是2014年城投债乃至整个信用债市场面临的主要担忧,并将对信用债市场形成持续压制。(葛春晖)

可转债:流动性好转 大盘转债逞强

新年首个交易日,沪深可转债在A股震荡、纯债走软背景下呈现整体震荡格局,个券涨跌互现。受益于流动性好转和扩容压力下降,大盘和中盘转债表现相对较好,从而带动中证转债指数显著上涨0.43点或0.15%,收盘报278.93。

个券表现方面,昨日25只可交易转债12涨13跌,但涨跌方向与各自正股并不一致。其中华天转债上涨1.84%,列涨幅首位;东华转债跌2.42%,居跌幅首位;大、中盘转债方面,石化、中行、工行转债在正股无一上涨的情况下悉数红盘收收,民生转债上涨1.50%、正股仅微涨0.13%,南山、重工、国电转债也纷纷收红,

走势强于正股。平安转债为唯一一只下跌的大盘券种。

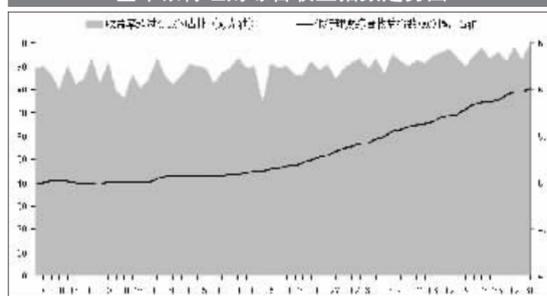
分析人士指出,供需压力缓解,是新年首个交易日转债市场,特别是大盘转债明显反弹的重要原因。一方面,作为导致2013年12月转债市场持续下跌的祸首,市场资金面在元旦过后继续改善并趋于宽松;另一方面,中国石化转债二期发行的证监会批文将于1月9日到期,市场预期其实际发行的可能性已经很小,转债市场扩容压力短期内大幅缓解。

不过,上海证券指出,考虑到春节假期、IPO重启等因素,1月份对流动性的担忧仍会让A股保持弱势,投资者对于转债市场仍需保持谨慎。(葛春晖)

部分可转债行情与价值分析

名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值(%)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)
华天转债	116.5	1.84	3.09	82.48	-0.63	0.49
民生转债	98.36	1.5	0.13	83.17	2.37	26.23
中鼎转债	118.273	1.17	1.37	99.03	-3.83	0.59
南山转债	92.43	0.77	-1.54	96.28	6.73	22.52
石化转债	96.7	0.69	-0.45	94.46	4.62	11.23
重工转债	117.56	0.69	0.36	86.74	-1.42	1.69
国电转债	104.08	0.61	-0.43	94.83	2.85	6.75
中行转债	97.5	0.54	-0.38	97.12	4.86	5.34
工行转债	101.85	0.2	0	94.04	2.08	0.43
隧道转债	97.51	-0.4	-1.87	83.87	2.97	6.38
海直转债	124.08	-0.74	1.53	85.76	-2.01	1.72
泰尔转债	103.18	-0.76	0.78	85.56	0.76	12.89
平安转债	105.4	-1.79	-1.03	83.25	1.53	5.48
东华转债	137.2	-2.42	0	81.25	-3.91	-3.8

金牛银行理财综合收益指数走势图



注:2014年1月2日金牛银行理财综合收益指数(A0)为6.01%,相比上期数据上涨4BP,预期收益率超4.5%的产品占总发行量的100%。数据来源:金牛理财网