

“福娃债”中标利率贴近二级市场

国开行11日就五期固息金融债（市场称之为“福娃债”）进行第二次增发招标，中标参考收益率贴近二级市场。

年初以来，受益于新债供给偏少和资金面总体宽松，利率债一级市场持续呈现暖意，中标利率频频走低。市场人士表示，利率债收益率能否继续下行仍取决于供需关系对比，而节后短期资金面虽然较为宽松，但央行周二未进行逆回购操作令市场对中长期资金面预期谨慎，加之本周利率债供给总量达850亿元，伴随供给上升，近期一级市场供需关系恐出现恶化，从而将考验新债投标热情。（葛春晖）

农发行14日招标3期金融债

中国农业发展银行公告称，定于2014年2月14日上午，通过中国人民银行债券发行系统招标发行2014年第七期、第八期、第九期固定利率（附息）金融债券。三期债券发行规模合计不超过150亿元。

上述三期债券期限分别为3年、5年、7年，发行量各自不超过50亿元，均为按年付息。时间安排方面，三期债券的发行日均为

国债期货全线走高

周二（2月11日），国债期货全线走高，成交有所放大。市场人士指出，资金面在逆回购到期回笼的情况下不改宽松态势，缓解了市场担忧情绪，国债期货得以重拾升势。短期看，流动性相对宽松，市场或维持偏暖势头，但若央行进一步回笼流动性，将限制期货上行空间。

具体看，昨日国债期货主力合约TF1403收盘报92.526元，涨0.116元或0.13%，成交2336手，比前一日增长四成。次近月合约TF1406收报92.978元，涨0.204元或0.22%，全天成交559手，创下该合约上市以来单日最高成交水平，且比前一日增加四倍多；TF1409合约报93.146元，

国电电力12日发行20亿超短融

公告显示，国电电力发展股份有限公司拟于2月12日发行20亿元180天期的2014年度第一期超短期融资券。

本期债券将由主承销商浦发银行组织承销团，通过簿记建档、集中配售的方式在银行间市场公开发行，采用固定利率，票面利率通过簿记建档程序确定。

国电电力另行公布本期短融券的申购区间为5.5%-5.9%。

时间安排上，簿记建档日为2月12日，起息日/缴款日为2月

■ 新债定位 | New Bonds

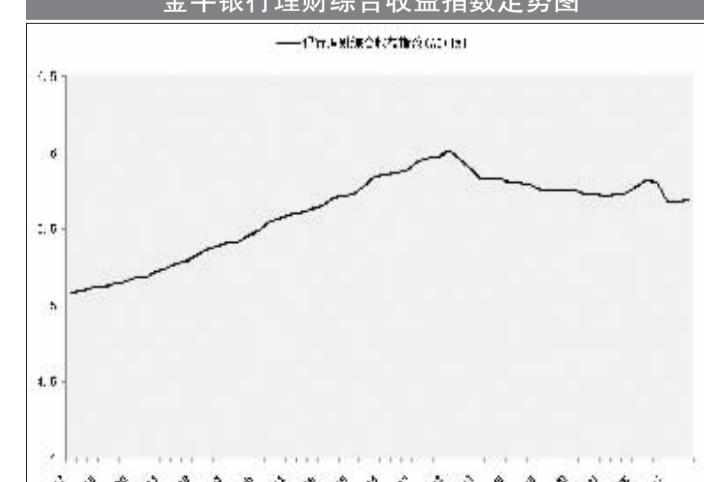
14附息国债01(续1) 预测中标利率区间：[4.12%，4.18%]

债券期限	5年	计划发行额	280亿元	票息类型	固定利率
付息周期	按年付息	招标方式	混合式价格	起息日	1月7日
缴款日	2月17日	上市日	2月19日	手续费	0.10%

国信证券：预计配置需求仍未满足，近期会带动一级招标收益率较二级略低。本期招标手续费影响约为2BP，预计中标区间为4.12%-4.18%。

国海证券：由于近期市场环境较好，一级市场比较火爆，国债刚性配置需求较大，预计本期中标利率将低于二级市场。预计中标价格区间为101.77-101.97元，边际中标价格区间为101.52-101.77元；对应加权收益率为4.1301%-4.1758%，边际为4.1758%-4.2330%。（葛春晖 整理）

金牛银行理财综合收益指数走势图



注：2014年2月11日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.70%，相比上期数据上涨3BP。

数据来源：金牛理财网

逆回购到期难撼资金面短期宽松

□本报记者 王辉

面对逾3000亿元逆回购到期回笼，央行周二（2月11日）并未重启公开市场逆回购操作，当日货币市场利率也没有因此出现大幅上涨，资金面全天保持宽松状态。分析人士表示，节前央行主动释放流动性符合惯例，在节后现金回流等因素助力流动性的背景下，央行“放任”逆回购自然到期回笼亦符合情理。预计在没有更多负面因素干扰的情况下，资金面短期持稳态势还将延续。

央行坐视巨量逆回购到期

交易员透露，在春节后首个例行公开市场操作日（2月11日），央行没有开展任何操作，逆回购继续暂停。据Wind数据统计，本周公开市场上有4500亿元逆回购到期。其中，周二到期3300亿元，周四（2月13日）到期1200亿元。由于央行公开市场无操作，故周二净回笼资金3300亿元。

分析人士表示，周二央行公开市场操作“留白”，在一定程度上超出市场预期。考虑到节前央行投放的巨量资金将在本周陆续到期回收，此前多数市场观点倾向于认为央行会相应进行适量的资

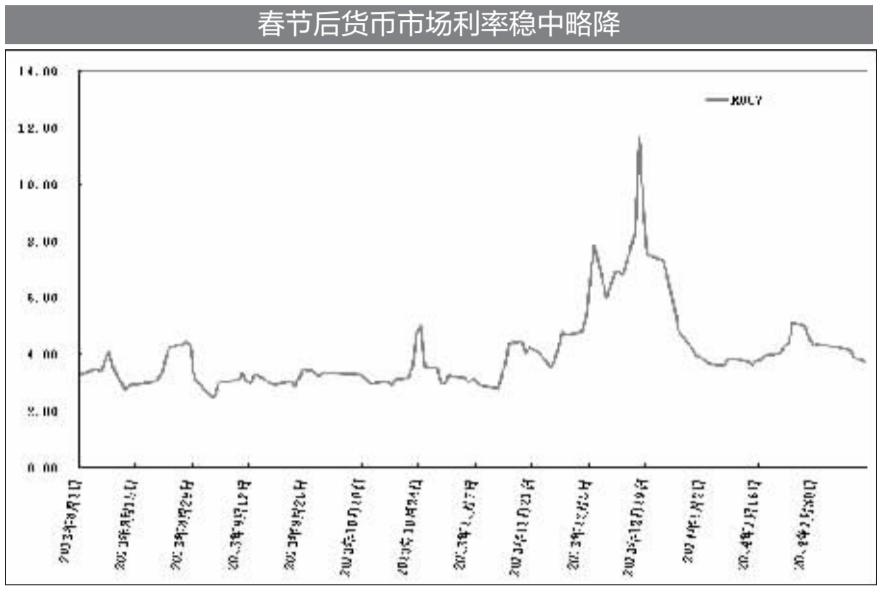
金投放操作。

尽管如此，从周二银行间资金市场运行情况看，资金面表现实际要好于预期。数据显示，周二隔夜、7天等主流质押式回购利率比前一日均出现10个基点以上的下行。其中7天回购利率降至5.20%一线。据交易员反映，周二开盘前机构一度对机构略有担忧，但开市后各期限资金供给充裕，资金面全天保持宽松状态。收市后有市场人士表示，央行坐视巨量逆回购到期并不意味着流动性政策将收紧，综合考虑节后现金回流、IPO新股申购进入空窗期等因素，央行未开展逆回购操作也符合情理。

资金面预期有所转暖

面对近几个交易日资金面好于预期的状况，一些机构表达了对资金面中短期内有望继续转暖的乐观看法。

国信证券本周二表示，春节过后，市场流动性面临季节性改善，主要源于现金回流银行体系，且该回流主要集中在正月十五（2月14日）后完成，因此对于流动性的收紧不必过于担心。从上周末新出的2013年四季度货币政策报告来看，央行强调将“保持适度流动性”，在当前经济明显下行、通胀无忧的情况下，



央行进一步收紧流动性的可能性不大。

海通证券本周也表示，央行在下一阶段主要政策思路中提出“增强调控的前瞻性、针对性、协同性”，这次央行重提“前瞻性”，强调SLF常态化，或预示政策取向由紧转中性。该机构进一步指出，得益于节前巨额货币投放，预计1月银行体系超储率已升至3%左右，在此背

景下，预计未来主流期限资金利率将有望保持在5%左右震荡。

综合市场各方观点，即便央行未来不再出现实质性的资金投放动作，预计在2月末之前市场资金面的稳健态势也有望得以延续。节前巨量逆回购的陆续到期，不足以扭转市场资金面阶段性宽松的态势。

■ 观点链接

中投证券：资金利率波动性将下降

货币政策尚未看到放松迹象。尽管央行在1月份对流动性表现出更为积极的应对态度，但是从历史角度来看，1月份央行投放的资金规模并没有大幅超出历年春节前资金投放平均规模。货币市场利率依旧偏高。但是，2013年以来金融风险有所上升，未来政策指针将从单纯的“降杠杆”向兼顾金融稳定过渡——央行在去年四季度货币政策执行报告中首次提出“保持适度流动性”的必要。此外，央行在1月份推出了地方版的SLF政策，这一政策并非是仅用于满足2014年春节期间短期资金投放，而是央行在陆续布局进行流动性调节的微观制度建设，维持金融稳定可能也是

未来一段时间的政策重点。

基于以上分析，预计今年货币市场利率的波动率将较去年明显下降，但货币市场利率水平真正下行的必要条件包括：信用违约事件明显上升，社会融资总量增速有所下降，以及经济增长出现明显失速等，真正发生的时点或在二季度以后。

中金公司：利率将维持在偏高水平

今年由于要兼顾经济的调结构，央行对经济增速以及货币增速下滑的容忍程度可能会有所提高，在美联储逐步缩减QE的大背景下，央行大幅放松货币的可能性不高。

但考虑经济动能和通胀减弱以及调控的前瞻性，央行会尽量避免资金面的

极端冲击，如果需要进行适度的政策调整，可能以更灵活的非传统工具为主。预计只有在经济超预期下滑的情况下才会考虑动用较大的政策放松工具。

本周有4500亿逆回购到期，考虑到2月份外汇占款可能因风险偏好降低而减少和土地出让金规模较高导致财政存款仍起到回笼作用，预计2月份流动性的宽松程度很难回到1月中上旬的状态，对应的7天回购利率可能会维持在4.5%或者略高的水平。

中银万国：中期资金压力不可忽视

节后流动性大概率还是趋紧，节奏上可能呈现先松后紧。先松是因为节前金融机构备付较为充分，节后现金回流会导致短期内资金的宽松，后紧是因为

从本周开始，陆续有节前公开市场投资的资金到期。

实际上，由于前一年末财政存款的大幅释放，每年初都是资金最富裕的时候。而伴随着信贷的扩张，超储率将从年初最高水平逐步下降到6月最低水平。此外，央行在节前释放流动性的惯例，节后央行回收流动性的概率大。与此同时，外汇占款增长可能不及预期。由于顺差具有明显的季节特征，上半年特别是一季度非常少；年初以来，中国短期国债利率大幅下降，而海外市场在流动性收缩的影响下，利率有所提高，中外利差相应缩窄；由于发达国家宽松政策逐步退出，近期新兴市场国家出现明显冲击，这也会导致中国面临资金流出压力。（张勤峰 整理）

QE退出进行时 国内利率下行空间暂受限

□中债信用增进公司 赵巍华

受美联储量化宽松逐步退出影响，年初以来土耳其、南非等新兴市场国家出现较大规模的资本流出。上月底美联储决定将每月QE购买量再削减100亿美元，之后新兴市场动荡呈升级之势。若无美国经济超速下跌等意外，QE年内退出完毕将是大概率事件。我国虽暂未受到较强的资本流出冲击且近来银行间市场资金面保持稳定，但美联储宽松政策退出所带来的紧缩效应仍将持续发酵，可能对我国国际收支、国内市场的流动性产生持续压力。预计央行会审慎操作，维持资金面和人民币汇率的总体稳定，但在刚性的资金需求得到有效控制前，中美利差难以显著向下。

虽然其政策举措对美国之外的经济体和市场有深远影响，但美联储的定位只是美国的中央银行而非全球央行，其逐步退出债券购买计划不会过多考虑对新兴市场的冲击，资金从新兴经济体回流美国等发达经济体的压力长存。

从历史上看，美联储虽也参与若干国际监管协调等国际金融事务，但应对国际金融动荡并非美联储职责，美联储制定政策的关注点始终在美国国内，其致力于达成的目标始终是美国国内的充分就业、物价稳定以及危机时刻维护美国国内的金融系统稳定。除非国际金融动荡影响到上述目标的实现，否则美联储不会采取过多政策应对全球金融市场的动荡。这一点在1997年及之后的亚洲金融危机时暴露无遗，美联储直到1998年亚洲金融危机最高潮可能波及美国经济时才采取了两次降息举措。此外，从美国国内的法律安排以及国会授权看，国际金融事务主要由美国财政部负责，美联储只是起一定辅助参与作用。因此，除非美国经济出现超预期的大幅下滑或者市场利率上升过快，否则美联储年内退出QE的进程很难改变，包括中国在内的新兴市场国家将持续面临资本流出压力。

去年冬季以来的极端天气确实使得美国短期经济数据恶化，但长期来看，

2014年美国经济增长的力度将很可能强于2013年。经济增长势头的巩固，使得美国私人部门对利率上升的消化能力增强。而海外资金回流美国以及联储体系偏高的超储率也将制约市场利率水平的上升。总之，量化宽松政策的逐步退出是大概率事件，全球市场利率水平有上行压力，新兴经济体面临的资金收缩压力需更多通过自身调结构来化解。

由于中国国内强劲的债务融资需求，短期内中美名义利率难以完全脱钩，货币当局在维持人民币汇率稳中有升和控制利率过高上面临两难选择，预计保汇率稳定将成为首要目标，货币市场的流动性状况保持稳定，但利率水平短期内难以大幅下行。

面对资本流出压力，许多新兴市场经济体货币承受很大的贬值压力，这些国家大都采取了加息举措来缓和资本流出和本币汇率贬值压力。为避免大规模的资本流出以及助推人民币国际化，货币当局有意维持人民币汇率的相对稳定。而要维持汇

率稳定，一是需保持国内经济增长、国内经济金融市场的稳定，二是要保持人民币利率与主要货币利率之间的一致利差。而过高的利率和不稳定的资金面显然不利于国内经济增长和金融市场的稳定。但在全球利率普遍趋于高企的情况下，我国采取单方面措施向市场注入大量流动性并显著压低市场利率会缩窄利差，使人民币面临较大的贬值和资本外流压力，也不利于国内经济结构转型。两难处境中的短期权宜之策就是通过审慎的公开市场操作，小心翼翼地保持货币市场的总体稳定，不持续放贷也不持续收紧，并维持一定的中外利差，以维护人民币汇率的总体稳定。

国内市场利率水平的周期性下行，实质上等同于中美名义利率的脱钩，这除了依赖于国内出现通缩或国内软约束主体低效信用融资的逐步收缩，还需要人民币基础货币发行机制的转变，即央行从主要依靠购买外汇占款被动投放货币转变为依靠公开市场操作、各类再贷款等工具来主动吞吐基础货币、调节自身资产负债表。

新兴市场动荡阶段利好中国债市

□国泰君安固定收益部 周文渊

近期新兴市场货币贬值，导致市场风险偏好情绪变化，同时对央行货币政策预期产生冲击。鉴于金融市场波动加大，预计会在一定程度上改善机构对于国内流动性前景的预期、提升其对避险资产的偏好，从而阶段性利好国内债券市场。

美联储削减QE及由此造成的新兴市场动荡，会影响央行货币政策短期取向及市场投资机构的风险偏好。从风险偏好的角度看，金融动荡利好债券等避险资产，例如美国国债目前已从去年底的3.04%跌至2.70%，这主要就发生在最近两周。不过，从国内投资机构的角度看，风险偏好的变化主要取决于中国自身经济增速和内部信用事件，国际市场的传导暂时还没有那么灵敏。因此，国际市场风险偏好的变化对中国债券利率的短期波动影响不大。

目前左右国内债券利率走势的核心因素仍在于流动性预期。流动性预期取决于央行货币政策，货币政策基调又系于内部经济状况，但短期也会受到外部金融市场波动的冲击。从央行操作来看，1月份货币政策有所放松，目前叠加外部动荡，春节后较为宽松的政策似乎有理由延续下去。此轮新兴市场货币抛售从阿根廷比索暴跌触发，波及土耳其、南非、巴西、俄罗斯、乌克兰等。货币贬值造成了阶段性金融动荡，但暂时还较难引发大规模金融危机。我们判断新兴市场国家在QE退出逐步加码的情况下，应该是维持大危机难见，小波动不断的状况。从国内政策当局的立场来看，小波动会阶段性冲击外部资金流向，也会造成预期的变化，阶段性、试探性的放松的确有可能出现，但不会出现持续的、大规模放松。

综合考虑，近期新兴市场波动短期内对国内债市形成利好，预测市场有交易性机会，无趋势性机会。

两券商将招标短融券

招商证券、方正证券11日分别发布公告，本周将各自招标发行新一期短期融资券。两期证券公司短融券合计发行规模为36亿元。

招商证券2014年第三期短融券发行金额18亿元，期限90天，固定利率，发行利率通过招标系统招标决定；招标日为2月14日，起息日、缴款日、债权登记日为2月17日，上市流通日为2月18日；经新世纪评定，发行人主体信用等级为AAA级，本期债项信用级别为A-1。

方正证券2014年第二期短融券发行金额18亿元，期限90天，固定利率，发行利率通过招标系统招标决定；招标日为2月17日，缴款日、债权登记日为2月18日，上市流通日为2月19日；经联合资信评定，发行人主体信用等级为AA+级，本期债项信用级别为A-1。

两期短融券均无担保，募集资金均用于补充流动资金。（葛春晖）