

# 资金面短期无忧 债市暖春行情有望延续

□本报记者 王辉

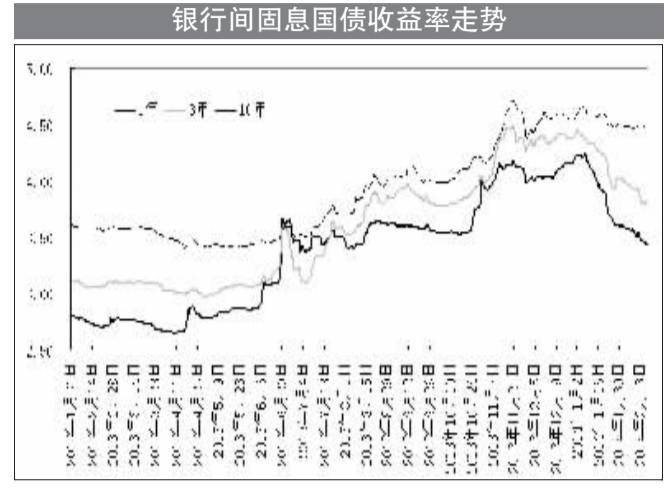
在宏观经济复苏势头再显疲态的背景下,近日公布的1月份金融和通胀数据均显示债市运行环境依旧偏暖。分析人士指出,在货币政策中短期内不会继续实质性收紧的大环境下,本轮债市暖春行情在未来一段时间内仍有希望持续。

## 通胀保持稳定 资金面短期无忧

上周以来,多项1月份月度经济、金融数据陆续公布。通胀方面,1月份CPI同比增幅2.5%,仍处于数月来的低位水平。金融方面,1月新增人民币贷款1.32万亿元,社会融资258万亿元,双双超越市场预期,但社会融资总量余额增速显著下降,连带M2增速亦降至13.2%。进出口方面,1月贸易顺差达到319亿美元,同比增速13%。

对于包括上述数据在内的1月份相关数据,市场主流机构普遍认为对债市构成利好。首先,物价保持平稳,M2增速降至13.2%,均意味着货币政策进一步收紧的压力继续减轻;其次,贸易顺差高企,则意味着1月份外汇占款数据也将迎来大幅增长,从而助力市场资金面向好,则债市资金面短期无忧。

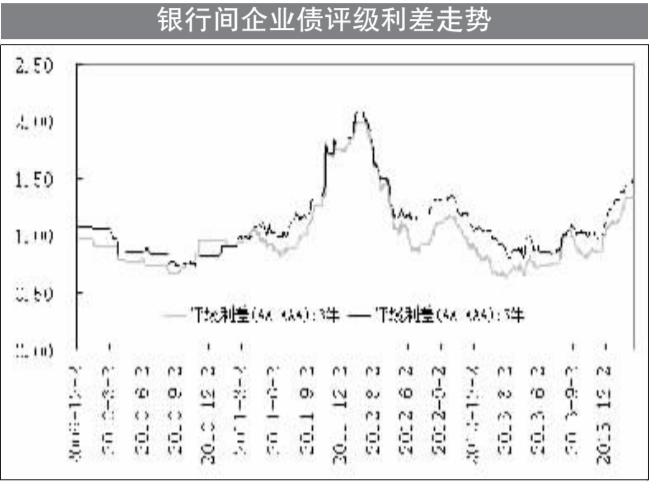
另外,上周央行公布了《中国人民银行金融市场司关于商业银行理财产品进入银行间市场有关事项的通知》。对此,市场



观点普遍认为,新规对债市影响较为中性,可能不会直接带来银行间债市的新增资金进入,但对于债市也不会产生短期实质性利空。事实上,尽管申银万国等机构分析认为,新规在结构上可能进一步降低理财账户中长短期债券的投资配置力度,但也有机构认为,理财产品对短期限高收益信用债的需求随着新规的实施而增加,甚至也会增加利率债的配置。

## 市场情绪乐观仍不乏谨慎

2014年以来,债券市场在犹豫中展开了一轮收益率下行,当前市场主流观点



认为,在目前经济基本面下行态势不改、资金面阶段性宽松有望持续的背景下,本轮收益率的下行势头还将有望持续。

国泰君安指出,基本面通缩的压力仍将延续,货币政策回归中性,加之金融机构风险偏好继续下降、大类资产配置风格切换的作用下,未来一段时间内利率产品慢牛行情仍将持续。广发银行也认为,2月份央行会维持资金面适度宽松的政策基调,收益率曲线有整体下降的空间,但是曲线形态可能会变平。从交易的角度看,建议持有中长期现券。

值得注意的是,目前市场对于资金

面具体走向的看法仍有一定分歧,尚未形成一致性乐观预期。上海证券等机构本周就再次警示称,央行未来的公开市场操作仍然面临一定不确定性,随着新债供给的增加,一级市场回暖行情的持续性也值得继续观察。整体来看,对于资金面的改善空间还要保有一定谨慎。在此背景下,不少机构虽仍表示看好利率债和中高等级信用债,但在操作策略上,则建议投资者以持仓为主,不建议在二级市场继续“追高”。与此同时,鉴于信用事件可能进入高发期,机构普遍继续不看好低评级信用产品。

## 可转债

### 中信证券:逐步进入收益兑现阶段

转债整体自1月21日以来已经反弹4%,偏股型转债估值扩大,反映投资者对转债后市的乐观看法。不过,随着3月份的临近,转债投资者面临的风险因素增加,建议投资者分阶段逐步减持,在两会之前将转债仓位降至低配。个券方面,建议重点持有平安转债、重工、隧道、中行转债等涨幅较高的转债可以获利了结。

### 国泰君安:转债上涨空间不大

预计短期股债良好走势持续,但转债分化格局继续,滞涨的大盘转债、周期转债机会有限,以东华转债为代表的“白马”品种平价过高,已经处于高风险对高收益状态,介入时机差于1月初水平。后期基本面回落、信用风险释放仍将限制权益资产上行幅度,建议投资者逐渐止盈弹性转债。(张勤峰 整理)

## 7天利率三个月来首度跌破4%

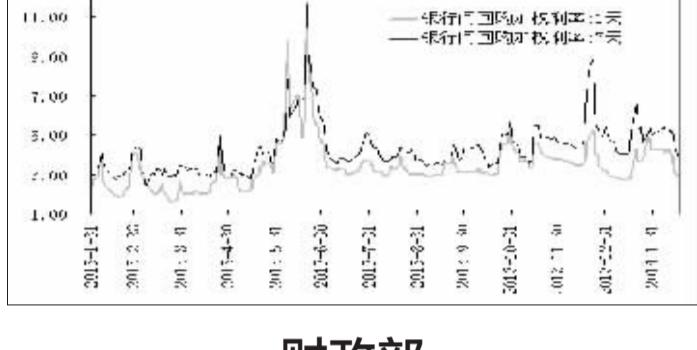
### 资金宽松格局或贯穿一季度

□本报记者 张勤峰

期资金面宽松的最主要原因是,数据显示,1月流通中现金M0增加近1.8万亿,从以往经验来看,这些春节前增加的流通中现金在节后会有较大部分回流到银行体系。此外,中投证券报告指出,去年12月末财政存款大规模投放,为年初资金面平稳打下重要基础。年初外汇占款季节性流入也对资金面起到重要支撑,从上周公布的强劲的进出口数据来看,外汇占款近期或仍较为可观。

中金公司表示,从以往经验来看,春节后的1-2个月,资金面都相对宽松。过去几年,回购利率的月度均值低点多数情况下出现在3月份,因3月份财政存款一般会净投放资金。不过,第一创业等机构认为,资金面进一步宽松的空间不大。一是,未来一段时间,现金回流进程将会逐渐结束;二是,目前7天回购利率已跌破央行逆回购价位,未来进一步下行所可能触发正回购调控的可能性在上升。总体看,央行货币政策大幅宽松的可能性较低,资金利率因此不具备显著下行空间。

### 资金利率跌至阶段新低



## 财政部

### 20日招标500亿元国库现金定存

财政部、央行17日发布公告,定于2月20日进行2014年第三期中央国库现金定存招标,操作量500亿元,期限9个月。市场人士表示,本期国库现金定存将给当前日趋宽松的银行间市场注入更多资金,央行本周或适时重启正回购操作,以避免流动性短期走向泛滥。

上周,央行在公开市场未主动开展任何操作,由逆回购自然到期形成4500亿元净回笼。加上2月13日到期的300亿元国库现金定存,上周央行从全银行间市场合计净回笼4800亿元。不过,银行间市场流动性仍持续向好,昨日7天质押式回购已跌至3.84%的近三个月低位。本周公

开市场无逆回购到期,国库现金定存操作亦由回笼转向投放,若央行不采取措施主动回收资金,则资金面泛滥趋势难以阻挡。

据交易员透露,昨日央行向一级市场交易商进行了7天、14天逆回购和28天正回购、3个月央票询量。另有市场传闻称,央行昨日向部分银行开展了定向正回购操作。市场人士表示,定向正回购一方面可以使流动性调控更加精准,另一方面也可减轻市场对资金收紧的担忧,另外,若本周资金利率继续下行,仍不能排除公开市场正回购的可能性。不过,即使正回购重启,也只是央行平滑资金利率的对冲行为,不应视为货币政策的趋紧信号。(葛春晖)

### 两券商20日发行短融券

渤海证券、财通证券17日发布公告称,定于2月20日招标各发行一期短期融资券,发行规模合计12亿元。

渤海证券此次将发行9亿元90天期的2014年第一期短期融资券,采取固定利率,发行利率通过招标系统招标决定;缴款日和起息日为2月21日,2月24日起上市流通,2014年5月23日到期一次性还本付息。本期短融无担保,经大公评定,财通证券主体信用等级为AA级,债项信用级别为A-1级。(张勤峰)

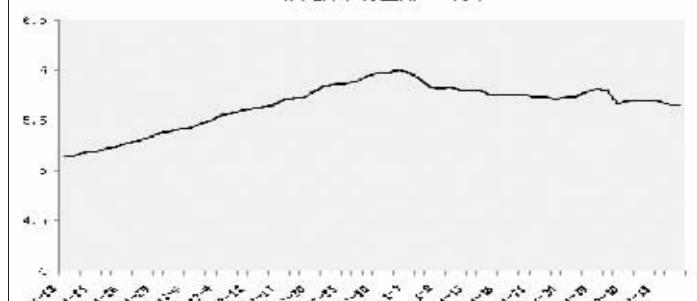
## 三公司今发超短融

京投公司、中国铝业、葛洲坝17日分别发布公告,各自定于2月18日18日招标发行超短期融资券。

其中,北京市基础设施投资有限公司2014年度第一期超短融发行金额40亿元,期限270天,簿记管理人为中国银行。中国铝业公司2014年度第二期超短融发行金额30亿元,期限180天,簿记管理人为招商银行。中国葛洲坝集团股份有限公司2014年度第一期超短融发行金额15亿元,期限270天,簿记管理人为招商银行。

渤海证券此次将发行9亿元90天期的2014年第一期短期融资券,采取固定利率,发行利率通过招标系统招标决定;缴款日和起息日为2月21日,2月24日起上市流通,2014年5月23日到期一次性还本付息。本期短融无担保,经大公评定,财通证券主体信用等级为AA级,债项信用级别为A-1级。(张勤峰)

### 金牛银行理财综合收益指数走势图



注:2014年2月17日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.66%,相比上期数据下降1BP。

# “宽信贷”重现 信用风险可控

□上海证券 胡月晓

2014年1月,我国流动性再次呈现“宽信贷、紧货币”格局,未来一段时间,这一状态有望延续。而“宽信贷”的货币环境,为市场信用风险可控奠定了坚实基础。

## “宽信贷、紧货币”组合重现

货币、信贷同比变动关系的组合,通常呈现以下两种状态:货币增长持续高于信贷,或者信贷余额增长持续高于货币增长。我们称前者为“宽货币、紧信贷”组合,称后者为“宽信贷、紧货币”组合。

出现“宽信贷、紧货币”组合状态通常是在以下两种经济、货币环境下。其一,货币政策扩张时期,货币当局施行宽松货币政策,鼓励银行放贷,造成信贷增幅一路领先货币,如2009年反危机时期。其二,经济形势低迷期,当货币政策回归中性稳健状态时,由于经济活动放缓,企业经营活动减弱,商品、货币周转速度下降,货币增速自然低于信贷增速。在经济低迷、政策回归中性状态下的“宽信贷、紧货币”组合,信贷、货币的增速通常都较低。

2014年1月,中国的货币、信贷组合再度呈现“宽信贷、紧货币”状态,未来将在低水准上延续。

## 交易员札记

# 资金收紧忧虑渐起 收益率波动加大

□潍坊农信 代长城

2月17日(周一),资金面整体宽松,回购利率继续下行。隔夜回购利率下行26BP跌破3%至2.88%,7天回购利率下行52BP至3.84%。

利率二级市场成交活跃,收益率整体上行,受市场定向正回购传闻的影响,下午上行态势尤其明显。国债方面,剩余3.49年的12国债14成交在4.10%,较估值

首先,2014年中国经济运行仍处“底部徘徊、有限复苏”阶段,经济增长将延续窄幅波动特征。虽然信贷平稳增长直接导致了信用创造过程的平稳,但经济低迷对货币周转有一定影响,货币乘数将在当前相对较低的水平上持续,相信信贷增长和信用创造,其派生货币规模将比以往要低。类似于以往春节期间现金漏出增多,造成的货币流转速度下降,使得流动性更强的M1首当其冲受到冲击,进而直接导致M1季节性下降一样;当前由于经济形势造成的货币周转内生性下降,叠加季节性因素,使得今年1月M1大幅下降。

其次,信贷高增长态势不会延续。一方面,经济相对低迷局面,使得信贷有效需求增长不足;另一方面,在信用风险暴露上升的市场环境下,商业银行的放贷冲动和放贷能力都比以往弱化。但在中国,信贷实际增长状况最终取决于政府政策的引导。在维持经济平稳和保证信用风险可控的稳定目标下,信贷平稳增长会是政策现实选择。

## “宽信贷”奠定信用风险可控基础

2013年中国信用市场就开始呈现出信用风险暴露上升的态势。2014年,中国信用事件将增多,市场对此已基本达成共识。理由在于:经济继续底部运行,微观

经营的财务状况恶化;货币由松转紧,导致资金利率上升,甚至超过了正常经营利润;偏紧货币和监管规范,使得以往的偏门融资手段难以进行等。

不过,2014年的信用违约事件将主要还是技术性风险事件。鉴于中国整体财政状况的健康和全社会货币的充裕,即使有个别信用实质性违约的风险事件发生,我们认为也不太可能演变为一场波及面较广的风暴。

“宽信贷”的货币环境,为市场信用风险可控奠定了坚实基础。首先,“宽信贷”意味着未来信贷增长能延续当前略超14%的增长态势,未来流动性环境不会太紧。

货币当局监管表外融资、通道业务等规范市场融资行为,背后目的也是为了切断风险传递,并尽早发现风险。各种创新型融资业务,

可以加快信用货币周转,但通常并不具有信用创造功能。实体经济中的信用创造,仍然要依靠商业银行体系中的信贷行为。

其次,“宽信贷”能将偏紧货币环境对经济活动的影响降到最低。我国现行的

金融体系格局,是银行主导的间接融资体系,

信贷增长正常,意味着大部分企业正

常经营的活动,不会受到融资环境变动的

影响。“宽信贷”也意味着信用整体环境

没有变化,个别信用风险事件,不会通过

金融途径扩散开来。

再次,“宽信贷”能将偏紧货币环境对经济活动的影响降到最低。我国现行的

金融体系格局,是银行主导的间接融资体系,

信贷增长正常,意味着大部分企业正

常经营的活动,不会受到融资环境变动的

影响。“宽信贷”也意味着信用整体环境

没有变化,个别信用风险事件,不会通过

金融途径扩散开来。