

经济下行压力加大 资金面环境偏松

## 债市“暖局”未到“曲终人散”时

□本报记者 王辉

上周以来相继出炉的最新经济指标显示,宏观经济下行的压力在持续加大。与此同时,在公开市场正回购操作未见停步、人民币即期汇率不断走贬的背景下,部分机构投资者对中长期资金面的谨慎情绪依旧挥之不去,近几个交易日债市收益率走势也出现反复。分析人士表示,经济基本面的羸弱复苏势头,依然会在未来相当长时间内给债市带来强劲支撑,资金面偏松环境和流动性温和调控基调均难以转向,因此,年初以来的债市“暖局”距离散场仍遥遥。

## 经济失速风险上升

上周以来,国家统计局、央行相继公布了今年前两个月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额以及2月份新增人民币贷款、2月份外汇占款等一组最新宏观经济和金融数据。这些经济金融指标中,主要数据普遍大幅低于预期,进一步验证了2014年宏观经济的开局不利。

数据显示,前两个月工业增加值8.6%的增速水平创下2009年4月以来的新低,固定资产投资17.9%的增速更创下2002年以来的新低。而前两个月社会消费品零售总额增速、2月份信贷投放等经济指标也同样表现低迷。

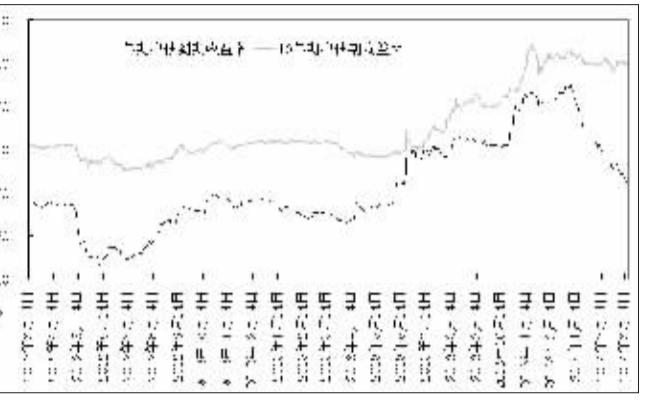
综合安信证券、华泰证券、海通证券等一些主流机构观点来看,目前市场各方均认为宏观经济失速风险正进一步上升。华泰、海通两家机构均预测称,一季度GDP增速将降至7.3%左右,首季增速将跌破7.5%的全年及格线。此外,市场主流观点还普遍认为,3月至今宏观经济目前仍无向好迹象,现阶段宏观经济存在的困难预计将会较为持久,中短期内经济基本面的大幅改善仍旧难以预期。

## 流动性前景仍值得乐观

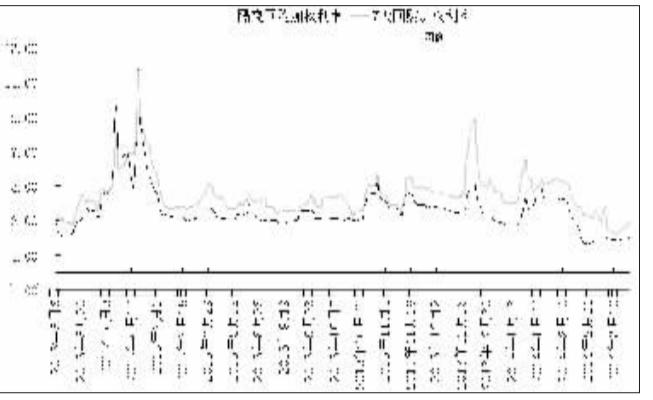
3月17日央行公布的最新外汇占款数据显示,2月份央行口径的新增外汇占款仅为1282亿元,规模创去年9月以来的新低。18日,央行公开市场再施千亿元规模正回购操作。连续利空打压下,周二银行间市场现券收益率、质押式回购利率同步出现明显上涨,资金面谨慎情绪再度升温。

事实上,经过本轮债市自1月末以来的持续上涨之后,近期市场各方所忧虑的关键因素,主要也集中体现在对于中长期流动性是否能够继续宽松

银行间1年和10年固息国债收益率走势



资金利率从低位缓慢回升



## 本周公开市场提前锁定净回笼

## 资金面继续边际收紧

□本报记者 张勤峰

的担忧上。例如,南京银行等机构最新观点认为,虽然短期内资金面宽松的局面或将延续,但后期不利于资金面的因素也逐渐显现,对于更长期的资金面状况需保持谨慎。

不过,在宏观经济失速迹象继续加重、2月新增外汇占款急速滑落的情况下,目前市场各方对于央行流动性调控基调的宽松预期也在不断上升。

针对上周末央行启动的人民币汇率波幅再一次扩大,本周多家机构就指出,2012年4月份扩大汇率波动区间后新增外汇占款持续减少,今年的情况可能也将类似。在此背景下,海通证券指出,如果外汇占款的下降或成为趋势,那么年内降准的概率将进一步加大。

此外,华泰证券强调,在经济可能失速的情况下,一方面,是否再次稳增长将成为二季度宏观政策的焦点,但另一方面,保就业的底线将再次面临冲击。虽然政府对经济下滑的容忍度增大,但就业的底线仍会要求二季度的货币政策继续保持适度宽松。申银万国最新观点也认为,虽然短期货币政策预计仍会以常规手段为主,但一旦3月经济数据、就业数据继续疲弱,那么降息、降准等货币刺激手段就有可能被推出。

在投资策略方面,海通证券、国信证券建议称,考虑到资金面的衰退性宽松特征,未来仍需继续转变熊市思维,等待收益率曲线平坦化的债市“牛平”行情,继续增配中长期利率品种。

央行周二开展1000亿元28天正回购操作,提前锁定本周公开市场净回笼,并推动货币市场利率继续反弹。市场人士指出,当前市场对流动性预期趋于谨慎,随着季末将近,资金面有一定边际收紧压力,但整体宽松格局不至于出现根本改变。

据Wind统计,本周公开市场到期资金量为780亿元,不到上周1600亿元的一半。在周二操作后,本周央行从公开市场已提前实现净回笼220亿元,考虑到周四还有一次操作,本周净回笼规模或将超过上周的400亿元。交易员表示,目前资金面已不如之前宽松,在到期量减少的情况下,央行回笼力度不减,超出市场预期。加上人民币汇率波幅扩大,2月外汇占款数据下降,以及季末临近等因素,共同加重了市场对未来流动性的谨慎预期。

昨日银行间质押式回购市场上,各期限资金利率继续走高。其中,隔夜回购加权利率收报2.06%,重返2%关口上方,较前一日上涨20BP;7天利率涨23BP至2.89%,再度与14天品种(2.87%)形成倒挂,21天利率上涨30BP至3.70%;更长期限的1个月、3个月品种均上涨30BP左右。交易员称,货币市场流动性已不复泛滥景象,融资难度有所加大,但需求仍基本得到满足。

市场人士指出,随着季末临近,未来资金面仍有边际收紧压力,货币市场利率可能继续上浮。不过,资金面应该只是从过度宽松向适度宽松回归,目前央行缺乏大幅收紧流动性的动机。从绝对水平看,目前货币市场利率仍处于去年以来的低位。

## 流动性谨慎预期升温

## 国开债中标利率稍高于预期

3月18日,国家开发银行就该行2014年第1—5期固息金融债进行了新一轮增发招标。受流动性谨慎预期影响,五期国开债中标收益率均稍高于市场预期均值。

国开行2014年第1—5期金融债分别为3年、5年、7年、10年期品种。来自中债网和交易员的信息显示,上述1至10年期品种的中标参考收益率分别为4.5519%、5.1232%、5.2986%、5.4806%、5.5304%,较此前机构给出的预测中值分别高出2BP、1BP、2BP、5BP、3BP;全场认购倍数分别为2.17、2.80、2.33、2.27、2.09。从发行结果来看,中短端品种定位与市场预期水平偏差不大,7年和10年等中长端则相对高出预期较多,整体投标氛围比周一农发债谨慎。

分析人士指出,近期债券一、二级行情相继出现降温势头,症结仍在于流动性谨慎预期。数据显示,2月份金融机构新增外汇占款由1月的4374亿元骤降至1282亿元。鉴于人民币汇率波幅放宽,央行或不再坚守相对稳定的升值模式,市场预期未来外汇增长形势不乐观。同时,央行周二继续开展1000亿元正回购,在本周到期量减少情况下,回笼力度不减令机构愈发相信资金面最宽松阶段已经过去。此外,近几周利率债供给持续高企,正逐渐消磨掉机构配置热情。

另据公告,国开行将于3月21日继续增发2014年第一期3年期和第三期7年期固息金融债各不超过50亿元。(张勤峰)

## 担忧情绪发酵 期债全线续跌

3月18日,央行千亿元正回购引发市场担忧情绪进一步发酵,国债期货市场三个合线全线续跌,且跌幅较上一交易日有所扩大。市场人士表示,短期国债期货市场或维持偏空走势,但在基本面支持下,下跌空间有限。

当日期债市场上,主力合约TF1406全天震荡下行,尾市收于92.60,较上一交易日下跌0.27%,上一日跌幅为0.13%,全天成交1766手,持仓4880手,增仓143手;TF1409、TF1412合约分别下跌0.21%和0.33%。三张合约总成交量为1817手,较上一交易日增加约五成,总持仓量增加134手。

本周以来,在央行扩大人民币汇率交易波幅,2月份新增外汇占款环比大降,以及央行周二继续开展1000亿元正回购操作的相继考验下,投资者对资金面的担忧情绪不断升温,债券期现市场上的气氛也日趋谨慎。昨日银行间市场现券涨跌互现,可交割券14附息03收益率上行4BP至4.34%。此外,5年期国债ETF全天下跌0.19%。

中国国际期货研究员郭佩洁表示,尽管资金面大幅收紧概率不大,但人民币贬值对存款的影响将逐渐显现,银行对中长期利率债的配置需求难以改善,随着月底和季末临近,资金价格有望继续回升,国债期货短期或将维持偏空走势。不过,该市场分析人士同时指出,由于基本面数据支撑,期债市场向下的空间也将有限。(葛春晖)

## 债市短期无忧 需警惕三大风险

□中信建投证券 黄文涛

不过,中长期来看,债市面临的三大风险累积值得警惕。其一,近期债券主体预亏、评级下调事件将密集发生。

城投债、信托产品也进入兑付高峰。一个孤立事件对市场的冲击容易被乐观情绪所抵消,值得警惕的是风险累积和密集释放。果真如此,风控因素将导致基金被赎回,去杠杆模式将启动,债券流动性堪忧。

针对近期出现金融产品违约的事件,李克强总理坦承“确实个别情况难以避免,我们必须加强监测,及时处置,确保不发生区域性、系统性金融风险”。我们认为,这是来自最高层的声音,暗示同意个别金融产品违约。

因此未来一些信托、理财、债券等违约将不是禁区,信用债风险溢价将会上升,低评级信用债将会分化。城投债稳定系数高,中低评级产业债受冲击,特别是产能过剩行业、民营产业债。

其二,稳增长重提是意料之中的事件,稳增长动议或在酝酿。一季度经济很可能触及或低于增长下限。近期资金超

宽松或是经济下行的应对策略之一。虽然短期经济超越底线可以容忍,但由于担心未来几个季度经济都难如人意,所以稳增长的措施应该已在储备。何况,保增长的底线仍然存在,不排除二季度有稳增长举措,投资拉动是短平快的选择。如果该推理论成立,届时资金回流到实体经济,银行间市场资金可能趋紧。

在中央政府对地方融资“开正门、堵偏门,规范融资平台”的背景下,我们判断地方政府还要加杠杆,要推进融资规范化、阳光化,市政债、永续债等都是选项。加之财政预算赤字增加、政策性金融机构融资规模增加等因素,债券供给应会加速。

第三,如果未来资金不如当前这般宽松,市场情绪将发生变化,回购套利模式受限。当前银行存款增速已逼近历史低点,大行的存款分流并未结束,一季度保险公司冲保费的过程基本结束。

综合而言,三大风险都在累积,意味着债市虽无近忧,但有远虑。

## 一级市场配债更划算

□中国银河证券 林娜

其次,当前一级市场投资价值高

于二级市场。以七年期提前还款、无担保、非鹏元评级AA/AA企业债为例,3月3日发行的14余经开债7.45%算是前一阶段发行利率低点,而发行日前后相同评级期限的二级市场利率基本在7.4%以下(3月3日14泉州高新债二级市场成交利率为7.39%),一级市场投资价值明显。3月14日发行的14济宁城投债(七年前提前还款、无担保、鹏元评级AA+/AA+)发行利率7.05%,而发行前后,中债估值曲线五年期和七年期相同评级企业债收益率为6.88%和7.0%,低于一级市场发行利率。

第三,簿记建档发行方式下,发行利率下行并非一蹴而就。在主承销商定价发行体制下,尤其在处于向好的行情下,主承销商通过长时期推荐,在市场基本认可的利率水平基础上,往往再下降五个点,投资者也能接受;于是通过一次一次的询价、一次一次的压利率,很容易将发行利率压到最低水平。现在在簿记建档发行方式下,发行利率由投资者投标来确

定,投资者都不愿意利率迅速下行,而且一级市场企业债供给又不缺乏的情况下,基本上不会出现为了拿到量而明显低于市场利率来投标的情况。

由此,一级市场发行利率的下行将是渐进式的。但在二级市场一对询价中,卖方为了避免自己卖亏,会提前朝着最低利率靠近,尤其是经历一轮下行行情后,急需减仓的债已经卖得差不多了,目前在卖的债都希望趁着目前尚可的行情获得较好的收益,因此二级市场利率不见得高于一级市场。

第四,发行日到缴款日之间白给的利息。企业债往往在发行首日就开始计息,发行后需要到中央国债公司登记注册债券、投资者和主承销商签订分销协议等工作还需要两天左右的时间,于是缴款往往是在发行日之后的两三天后进行。从发行日到缴款日这两天左右的时间,可以在没有缴款情况下白赚利息。

如果再考虑到一级市场买到的量更为自主、可以加进与主承销商的联系等多方面好处,一级市场配债更划算。

## 人民币兑美元即期汇价跌破6.19

创逾11个月新低

周二,人民币兑美元即期汇率延续下行走势,盘中最低触及6.1950的11个多月低位,近两日累计贬值逾400基点。分析人士指出,人民币汇率短期仍有贬值压力,但出现大幅贬值的概率仍低。

据外汇交易中心公布,周二人民币兑美元汇率中间价设于6.1341,较前一日下调20基点。由于该中间价下调发生在隔夜美元疲软的背景下,一定程度上加重了外汇市场看空人民币情绪。昨日银行间即期外汇市场上,人民币兑美元询价开盘报6.1858,比周一收盘低88基点,盘中反弹至日内高点6.1772,尾盘大幅走软,最低至6.1950,创下去年4月15日以来的逾11个月新低。较中间价偏离幅度达至0.99%。至收盘时,人民币兑美元即期报6.1920,跌139基点。汇率波幅扩大后两个交易日内,人民币即期汇价已累计贬值418基点。

分析人士表示,目前外汇市场仍在消化央行扩大汇价波幅的影响,从近几日盘面看,汇价有起有落甚至是大起大落,表明市场分歧加大,人民币稳定升值预期被扭转。进一步看,在QE退出、国内经济增长放缓的背景下,人民币短期仍面临一定贬值压力,但由于我国是净对外债权国,经常项目顺差在储蓄率支持下具有一定持续性以及央行还保有中间价稳定汇率方式,人民币汇率出现显著贬值的概率低。同时,由于波动限制放松,且央行表态将撤出常态化干预行为,预计未来人民币汇价波动性将会上升,双向波动特征将更明显。(张勤峰)

## 五公司今发超短融

## 超短融单月发行额再创新高

五矿集团等五家公司18日分别发布公告,各自定于19日发行超短期融资券,五期发行金额合计110亿元。至此,3月份公告将发和已发的超短融规模已超过1000亿元,创下该品种单月发行量的历史新高。

这五期短融券中,中国五矿集团公司超短融发行规模30亿元,期限180天,中诚信国际给予的发行人主体信用等级为AAA;淮南矿业(集团)有限责任公司超短融规模30亿元,期限180天,联合资信给予的发行人主体信用评级为AAA,中债资信给予的发行人主体信用评级为AA+;鞍钢集团超短融规模20亿元,期限270天;上海电力股份有限公司超短融规模15亿元,期限90天,中诚信国际给予的发行人主体信用等级为AAA;首都机场集团公司超短融规模15亿元,期限270天,中诚信国际给予的主体长期信用级别为AA+级。五期超短融均无担保,均为固定利率,通过簿记建档集中配售的方式公开发行。

据WIND统计,3月份在银行间债券市场将发和已发的超短期融资券累计达到34期,合计发行规模达到1007亿元,发行金额超过了2月全月的958亿元,刷新单月历史最高记录。市场人士表示,趁资金面保持宽松、短端利率仍在低位之际,企业发行短债的热情继续高涨,机构出于中长期资金面的谨慎预期,对短期限、高评级品种的需求相对旺盛,造成了超短融发行的供需两旺格局。(葛春晖)

## ■ 外汇市场日报

## 地缘风险暂缓 美元低位运行

18日亚欧交易早盘,美元指数延续了近期低位运行态势。虽然克里米亚公投决定脱乌入俄,但欧美随后宣布的制裁措施力度有限,市场避险情绪逐步消退。

乌克兰克里米亚自治区16日公投结果显示,九成以上选民决定加入俄罗斯。18日,拒不承认公投结果的欧美同盟决定冻结与事件相关的乌克兰和俄罗斯官员的财产,并禁止向他们签发签证。显然,现有制裁措施对俄罗斯的影响有限,并没有对俄罗斯与欧美之间正常的国际交流、贸易活动造成影响,战争疑云也暂时消褪,市场情绪逐渐好转也就不足为奇。

不过,克里米亚问题仍存在变数,因为目前俄罗斯总统普京的态度尚不明确。未来的关键在于,当俄罗斯正式接纳克里米亚之后,普京采取的行动才能体现其真正用意。这将决定未来事态是出现新的问题还是就此缓和。一旦问题升级,新的制裁甚至战争仍有可能。

此外,亚洲时段,澳洲联储公布了会议纪要。澳洲联储表示,如果经济进展符合预期,在一段时间内维持利率不变的态度;从历史标准看,澳元汇率仍然高企,澳元贬值对通胀的影响有限;经济方面,矿业投资仍将大幅下跌,非矿业投资的表现仍然受限。显然,此次会议纪要仍显鸽派,澳元反弹因此再次受限。目前来看,澳元“内忧外困”的局面仍未得到很好改善,澳洲与中国经济下行的风险依旧是澳元反弹的最大阻力。

短期市场将受到两大风险事件的影响。一方面,美联储本周召开3月货币政策会议,新主席耶伦将给美联储定下何种基调,对美元的后市至关重要;另一方面,俄罗斯与西方角力仍未结束,克里米亚局势所隐含的风险仍未完全释放,市场情绪将受制于此。(中信银行 胡明)

## ■ 新债定位 | New Bonds

## 14附息国债05 预测中标利率区间[4.35%, 4.41%]

债券期限	10年	计划发行额	280亿元	票息类型	固定利率
付息周期	半年付息	招标方式	混合式利率	招标日	3月19日

缴款日 3月24日 上市日 3月26日 手续费 0.1%

鄞州银行:10年期国债是市场最为关注、流动性最好的品种,从以往的招标情况来看,由于配置户和交易户的积极参与,历次招标均会引发市场的一小波行情,当前市场行情平稳,预计机构的参与热情会较高。3月17日,剩余期限9.43年130018的报价在4.41%左右,建议本期国债的投标区间为4.35%—4.40%。

国海证券:目前10年期国债收益率比较稳定,考虑到国债刚性配置需求较多,本期债券期限较好,趋近于二级市场。预计本期国债中标利率区间为4.35%—4.39%,边际中标利率区间为4.40%—4.44%。

国信证券:由于接近季末加之央行在外汇市场的持续操作和外汇占款减少等因素,资金面可能会有所收紧,不过幅度不会太大,平衡依然是主旋律。预计本期国债中标区间为4.35%—4.41%,建议配置型机构在4.35%—4.39%投标,交易型机构在4.39%—4.41%区间投标。(张勤峰 整理)