

交易所资金面骤紧

“放水”可期 整体流动性无忧

□本报记者 葛春晖

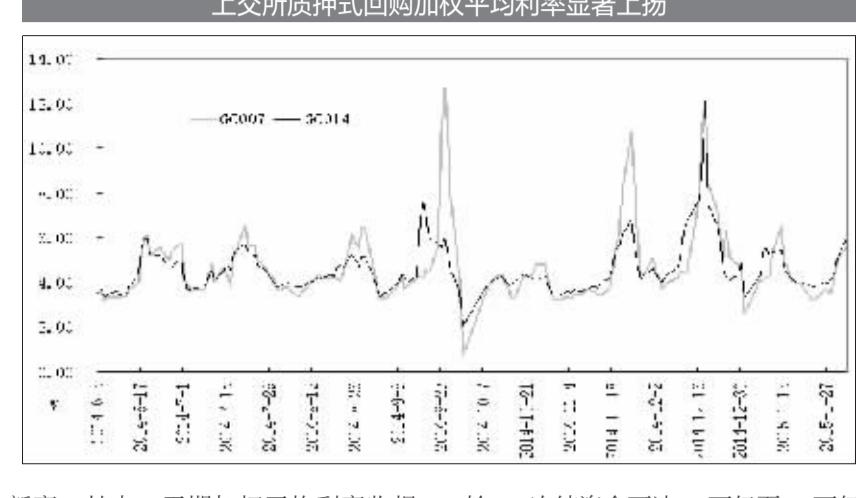
2月份首个交易日，交易所回购市场流动性骤然趋紧，各期限资金利率多数上涨；与此同时，银行间主流资金利率也有所上行。市场人士指出，本周一（2月2日）上海电气可转债申购、新一轮A股批量发行在即以及春节季节性扰动三项因素叠加，导致资金面短期承压；后期来看，货币调控总体保持中性基调的同时，央行维护资金面稳定的意愿依然明确，节前央行逆回购等注水工具加码可期，流动性整体收紧的程度有限。

资金利率波澜乍起

按理说，度过月末之后，月初货币市场流动性通常应趋于宽松。而2月份首个交易日，货币市场流动性依然延续一月末的趋紧格局，且资金利率呈现加速上扬态势。

Wind数据显示，2月2日银行间市场存款类机构质押式回购加权平均利率方面，隔夜品种收报2.89%，较1月30日上涨7BP，为1月7日以来最高水平；标杆7天品种收报4.41%，大涨24BP，创1月5日以来新高。不过，银行间中长期限资金利率涨跌互现、总体稳定，其中，14天品种跌6BP至4.88%；跨春节的21天、1个月品种分别微跌2BP、上涨16BP，维持在5.55%、5.59%的较高水平。

交易所市场方面，2日上交所中短期回购利率全线上涨，并纷纷创下近期



新高。其中，7天期加权平均利率收报5.54%，较上周五大涨45BP，创1月13日以来新高；14天品种大涨93BP至5.95%，28天品种上涨46BP至5.24%，更是双双创下年内新高。

从资金利率的绝对水平和波动幅度来看，周一交易所市场资金面短期紧张程度超过银行间市场。市场人士表示，近期货币市场资金面持续趋紧，主要受到三方面短期因素的扰动。一是，本周一，上海电气60亿元可转债网上申购，在近期正股带动转债上涨、频频触发强赎退市的示范效应下，投资者申购转债的热情高涨，从而推升隔夜和7天资金价格；二是，1月30日证监会一口气发放24家IPO批文，这批新股将从2月9日开始进入密集发行，有机构预计，本

央行逆回购有望加码

在多项短期因素扰动来临之际，市场一度寄望于央行加大流动性扶持力度，以保证市场资金面适当宽松。而从近期央行操作来看，尽管央行重启了公开市场逆回购操作，但其价、量均未能达到机构预期，也在一定程度上抑制了机构

对资金面的乐观情绪。

上周，在资金面趋紧迹象初显的背景下，央行公开市场操作累计净投放550亿元，较前一周仅多出50亿元，且资金投放主要集中于上周二，上周四实际净回笼50亿元。与此同时，28天期逆回购操作取代7天品种成为主要公开市场投放工具，且操作利率连续两期持平于4.80%。分析机构就此指出，结合近期人民币汇率贬值、短期内国际资本可能流出来看，上周央行公开市场操作仍是以中性对冲为主，货币投放规模和价格均继续反映“稳健”货币政策基调，未透露出进一步放松流动性总量和引导货币市场利率下行的信号。

目前来看，新股申购、春节备付对节前资金面的压力仍将逐渐增大，资金利率仍面临上行压力。机构普遍认为，即便央行调控保持中性，央行维护资金面稳定的意图也依然明确，短期内央行加大流动性投放力度值得期待。海通证券指出，稳增长、抗通缩背景下，货币宽松延迟但不会缺席，预计本周起逆回购或继续加码，以呵护节前资金面。民族证券亦表示，本周逆回购操作大概率将显著放量，预计资金面在逆回购放量后仍将维持紧平衡，但资金价格上行幅度不会太大。

男值得一提的是，海通证券指出，新股发行未来或呈现常态化趋势，这将有助于市场消化冻结资金冲击，如1月打新期间，货币市场利率受到的冲击已经小于前几次。

转债盛极而衰 双杀行情难持续

□本报记者 张勤峰

在稀缺预期深入人心、赎回概念如火如荼的情况下，转债市场自上周以来出现的一轮连续大幅下挫让人始料未及。2日，转债市场普跌，并再次跑输正股。市场人士指出，短期内，转债随正股波动风险加大，而市场风险偏好降低和流动性偏紧冲击转债估值，导致转债市场呈现平价和估值双杀的惨状。不过，考虑到转债存量规模快速收缩，在估值压力有所释放后，转债继续跑输正股的可能性较低。

平价估值双杀 转债跑输正股

2日，沪深转债市场上，除去恒丰转债勉强收高之外，其余品种悉数收跌，并且整体跑输正股，表现出平价和估值双杀的特征。

从盘面上看，2日两市正常交易的可转债共有24只，对应的正股中有6只上涨，其余18只下跌，正股平均下跌2%；转债方面则仅有恒丰转债微涨，下跌面积大于正股，且平均下跌3%，跌幅亦大于正股。典型的如深燃、洛钼、东华、齐峰、长青、格力，对应正股全部以上涨收盘，个别如深圳燃气涨幅超过5%，但这五只转债悉数收跌，深燃转债下跌1.11%，洛钼和长青两转债跌幅更超过3%。盘面显示，2日下跌转债中跌幅超过1%的占到18只，跌幅超过3%的多达12只，东方、中行和浙能转债跌幅均达到6%以上，其中东方转债重挫10.48%，

领跌市场，其正股东方电气跌幅为8.41%。

很显然，昨日转债跑输正股，而这不仅体现了正股调整的影响，也是自身主动挤压估值的结果。事实上，本轮转债市场调整已经持续了超过一周，而平价和估值双杀是这轮调整的一项主要特征。从指数上看，自1月26日以来，中证转债指数已连续六个交易日下跌，期间累计跌幅达12.04%；从转债溢价率上看，1月23日转债市场平均转股溢价率为17.26%，昨日最新为11.15%，转债估值出现了较明显的压缩。

稀缺概念犹存 估值压力有限

一周前，市场对于转债的波动风险不能说没有警觉，短期转债市场的风险主要源自股市，市场对此有共识。自本月中旬以来，随着A股市场陷入震荡局面，陆续有机构开始提示转债市场的波动风险。不过，近期转债市场出现平价与估值齐跌的状况，多少还是有些出乎意料。此前市场主要担心正股调整会拖累转债表现，很少预料到转债会遭遇杀估值的行情。

值得一提的是，去年12月下半月到今年1月上旬，转债市场出现了一波凌厉的上涨，正股上涨和估值扩张为这轮上涨提供了双重的驱动力。市场普遍认为，彼时转债估值快速扩张，除了反映市场对正股的乐观预期之外，更重要的是受到了存量转债稀缺价值的支撑。自去年8月以来，中鼎转债开启了转债市场的赎回潮，此后不断有存量转债因为触发条件赎回条款而

2月2日沪深市场部分可转债交易情况一览

名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅	债券余额(万元)	到期收益率	转股溢价率	类型
东方转债	161.51	-10.48	-8.41	4000000000	-6.88	-2.75	偏股型
中行转债	156.07	-6.73	-6.14	14846250000	-24.58	-0.99	偏股型
浙能转债	135.11	-6.00	-3.80	10000000000	-3.05	16.22	偏股型
南山转债	123.12	-5.19	-5.51	4383932000	-0.73	-0.52	平衡型
国电转债	168.03	-4.63	-4.49	1882709000	-14.40	-0.41	偏股型
民生转债	127.31	-4.31	-3.17	19064116000	-3.51	12.52	偏股型
洛钼转债	143.72	-3.80	1.36	49000000000	-4.10	12.87	偏股型
中海转债	123.8	-3.75	-3.11	3470424000	-5.44	-0.96	偏股型
徐工转债	135	-3.64	-4.38	538179100	-3.29	-0.56	偏股型
长青转债	133.33	-3.55	0.56	631675300	-3.80	0.63	偏股型
工行转债	134.04	-3.45	-2.86	9536269000	-13.73	-0.66	偏股型
歌尔转债	144.1	-3.03	-1.32	25000000000	-4.08	34.48	偏股型
石化转债	119.94	-2.69	-2.65	13699897000	-4.15	-0.08	平衡型
海运转债	126.06	-2.51	-1.84	714174000	-19.70	18.18	平衡型
格力转债	149.8	-2.42	0.28	980000000	-6.22	26.40	偏股型
同仁转债	131.5	-1.79	-1.90	1044759000	-6.49	2.53	偏股型

被提前赎回，而因为新券供给跟不上，转债市场规模快速萎缩，引起了投资者对存量转债稀缺价值的重视。当前转债市场的赎回回笼仍未停止，1月26日、28日、29日，工行、中行和石化转债相继发布了实施赎回事宜的相关公告，这些大盘转债陆续退市，势必会加速存量转债市场萎缩。此前市场认为，转债估值或许难进一步扩张，但稀缺性仍有为估值提供抗跌的支持。事后来看，转债主动挤压估值明显有些出乎意料。

分析人士认为，近期转债估值收缩可能缘于两方面因素，一是，前期估值偏高，反映的转债投资者对正股走势过于乐观，在近期A股不确定性增加、事件性冲击不断的情况下，投资者风险偏好下降，因而促

使转债估值“挤泡沫”；二是，近期市场流动性偏紧，对于急于换取流动性的机构而言，抛售流动性较好的转债是常见做法。

不过，机构认为后续转债估值进一步挤压的空间不大。如海通证券最新周报指出，转债存量大规模收缩的大环境不变，长期内转债仍有抗跌性。兴业证券报告亦指出，转债市场正进入此轮筹码减少的最快阶段。目前需要转股的余额加起来约400亿元，正在发行的电气转债带来的新增供给有限，叠加上股市中期牛市的走势将使得转债估值继续压缩的空间不大。兴业证券认为，短期转债将更多跟随正股波动，考虑到筹码稀缺的快速演绎，转债阶段性跑赢正股的概率较高；操作上，建议波段操作为主。

部分交易所债

“戴帽”风险抬头

■债市策略汇

利率产品

兴业证券：长债看涨期权价值仍存

当前的经济基本面下行压力较大，如果央行持续不放松，利率可能盘整一段段时间，但经济基本面难以回升，而且实体资金链断裂引发的融资需求崩溃最终也会带来利率的下行。因此，未来货币政策放松仍是趋势，形式可能表现为：数量上，PSL等结构化工具或者降准释放超储；价格上，逆回购利率下调甚至降息都有可能。总的来看，我们认为利率长债的看涨期权价值仍然存在，投资者需要耐心等待利率底部的突破。

海通证券：适应慢牛节奏

长远看，随着人口结构变化，零利率是长期趋势。短期看，2014年12月工业利润下降，2015年1月汇丰PMI低迷，经济动能不足，通缩风险加剧，宽松不会缺席，但货币脱实向虚下政策宽松受限，短期政策信号紊乱宽松或延后，利率债进入慢牛节奏。1月底海通债券一致预期调查显示，降息最早也在春节之后，市场对未来利率谨慎乐观，最优组合久期缩短至2-3年。我们未来三个月到12月每月平均只有2.5只。

机构预计，随着年报披露的加速和跟踪评级密集出台期的到来，被ST的债券数量或将继续上升，相关个券风险值得警惕。据悉，债券被ST意味着投资者范围缩小和信用风险加大，对债券净值有较大的冲击。(张勤峰)

信用产品

银河证券：调整将继续

经济基本面对债市的支撑依然较强，最近几周左右影响债券市场走势的主要因素是资金面。近日，国务院办公厅发布关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知，加上之前信贷资产证券化备案制的推出，可以看出政策的着力点在盘活资金存量。从最近一系列货币政策可以看出来，央行仍然维持偏中性的货币政策，总量宽松的可能性降低。央行重启逆回购加强春节前资金面的流动性管理，有助于稳定市场预期，资金面约束减轻，但从上周的表现看，央行逆回购操作量和价均低于市场预期，因此市场开始调整。预计本周信用债市场调整将延续。

光大证券：具有较强安全性

近期债券收益率曲线整体上移，技术性修复和降准政策出台时点慢于市场预期是主要原因。2014年12月以来，信用债收益率累计下行70bp附近，存在一定的调整压力；另外，市场预期的降准政策迟迟未见出台，近期央行逆回购也让市场担忧降准的时点将进一步推迟。不过，国内的经济仍在下行，短期出现系统性改善的概率不大，央行进一步宽松货币政策仅是时点的问题。从这个角度看，在降准政策出台前，债券市场具有较强的稳定性，若收益率持续反弹，前期踏空的

的投资者仍可以积极参与。

可转债：

中金公司：短期且战且退

过高的转债估值已经导致中期难有惊喜，这是确定性因素。股市震荡加剧，仍存在波段和个股机会，但这是不确定性因素，且过程中难免存在诸多波折，个券纷繁赎回后的择券空间也大大降低。投资者应更多关注一级市场打新甚至提前埋伏正股机会(优先配售权价值大增)和股票替代策略。本周市场仍将面临压力，转债基金可能将开始面临赎回压力，对二级市场构成正股和估值双重冲击。仓位较重投资者仍需要适当防守，而此前退出的投资者可以开始转为等待调整中的低吸机会。

国信证券：关注调整后机会

1月份中采PMI数据两年来首次跌下枯荣线，反映经济下行的压力依然较大；新股冲击再次袭来，市场资金面紧张。受多种因素影响，正股市场短期承压。转债估值经过上周调整已经明显压缩，长期来看我们依然维持正股牛市的看法。在此前提下，叠加二月份转债存量仍将大幅减少，估值再次主动压缩跑输正股的概率偏小，而正股短期调整带来转债价格下行，可以关注转债调整后的介入机会。个券方面，民生转债事件性冲击无法规避，但长期依旧值得拥有，回调将是买入机会。(葛春晖整理)

人民币即期价创八个月新低

周一（2月2日），人民币兑美元汇率保持了近几个交易日走软的势头。数据显示，在当日中间价较为平稳的背景下，人民币兑美元即期汇率收盘下跌近90基点，盘中刷新了近八个月的低位。

据外汇交易中心公布，2月2日人民币兑美元中间价为6.1385元，较前一交易日小跌15个基点，为近期连续第三个交易日下跌，但总体仍延续了围绕6.13一线窄幅震荡的格局。

外汇方面，人民币即期汇率不改疲弱态势。周一，人民币兑美元即期汇率大幅低开89基点报6.2599元，此后基本在此点位附近窄幅盘整，盘中最低至6.2606元，刷新了2014年5月30日以来的近8个多月低点，收盘报6.2597元，较前一交易日跌87基点或0.14%。此外，以当日中间价计算，人民币即期汇率仍将呈现为双向波动的特征。(王辉)

交易所信用债调整依旧

山债涨57.15bp。高收益品种收益率纷纷走高，AA-的12墨龙01涨28.34bp，A-的ST银鸽债涨22.69bp。

2日，交易所市场资金面稍显紧张，各期限回购利率一度出现大幅上涨。考虑到后续有大量新股发行且春节传统资金紧张期将近，短期流动性的波动风险对信用债市场走势构成不小的压力。而年初以来曝出的个别私募债违约事件，也引发了市场中低等级债券信用风险的关注。市场人士指出，结合短期流动性状况和年报业绩披露进程来看，未来一段时间市场对低等级债券的偏好或将下降，高等级债券跑赢中低等级债券的可能性上升。(张勤峰)

口行5日招标200亿金融债

进出口银行2日公告，该行将于2月5日在银行间债券市场增发2015年第一期、第二期、第三期金融债，同时新发行今年第五期金融债。上述债券均为固定利率品种，期限分别为一年、二年、五年及十年，此次招标的各期债券均无基本承销额，发行结束后，一年期品种于2月11日上市，其他品种2月13日上市。

据发行条款显示，本次增发的一年和五年期品种将采用单一价格荷兰式招标方式，二年期品种采用多重价格美国式招标方式，十年期品种手续费率依次为0.05%和0.15%。(王辉)

中诚信国际信用评级有限公司日前发布了关于关注中国贵州航空工业(集团)有限公司业务范围将有所缩减，但公司因此减少亏损源，盈利能力将有所改善。

公告指出，贵航集团2014年8月公开发行了一期10亿元中期票据(简称“14贵州航空MTN001”)，中诚信国际评定贵航集团的主体信用等级为AA，展望为稳定，评定“14贵州航空MTN001”的债券信用等级为AA。中诚信国际表示将持续关注尚未完成的资产重组事项的后续进展及其对贵航集团经营、财务情况和信用状况产生的影响。(张勤峰)