

# 衰退型宽松持续 资金不紧 降准不急

□本报记者 张勤峰

11日，货币市场流动性供求平衡，主要期限资金利率稳中有降。尽管近一段时间，外汇市场波动加大，资金流出现象再度凸显，外汇占款连续减少，但似乎未对银行体系流动性造成实质影响，资金面持续保持平稳偏松态势。

据市场人士分析，资金脱实向虚以及年底财政存款集中投放，部分削弱了资金外流对本币流动性的不利影响，考虑到流动性波动性下降、宽货币向宽信用传导不畅，金融机构热衷扩规模加杠杆，可能影响货币政策继续放松的意愿和力度。不过，汇率波动的影响在持续并不断积累，仍然构成流动性的潜在不稳定因素，必要时仍需给予对冲，货币政策仍将边际上维持偏松倾向。

## 资金利率稳中有降

11日，银行间货币市场利率稳中有降。早间公布的Shibor利率各期限整体小幅走低，其中隔夜Shibor利率报1.95%，跌0.7bp；3个月Shibor利率报3.06%，跌0.85bp。质押式回购市场上（存款类机构行情），隔夜回购加权平均利率微跌约1bp至1.93%，7天回购利率加权值则持稳在2.30%水平，稍长期限的14天利率下跌约11bp至2.71%，21天品种持稳于2.99%，3个月回购利率小降至3.01%。

交易员称，昨日流动性虽不复前两日的泛滥，机构融出有所收敛，但融入基本能得到满足，流动性供求均衡，资金面整体仍平稳偏松。

## 资金淤积金融体系

较长一段时间以来，宽松已成为资金面的常态，虽然在个别时点上，资金面也曾出现波动加大的情况，但都很快恢复正常。

最近的一次波动，发生在跨年时点

## ■债市策略汇

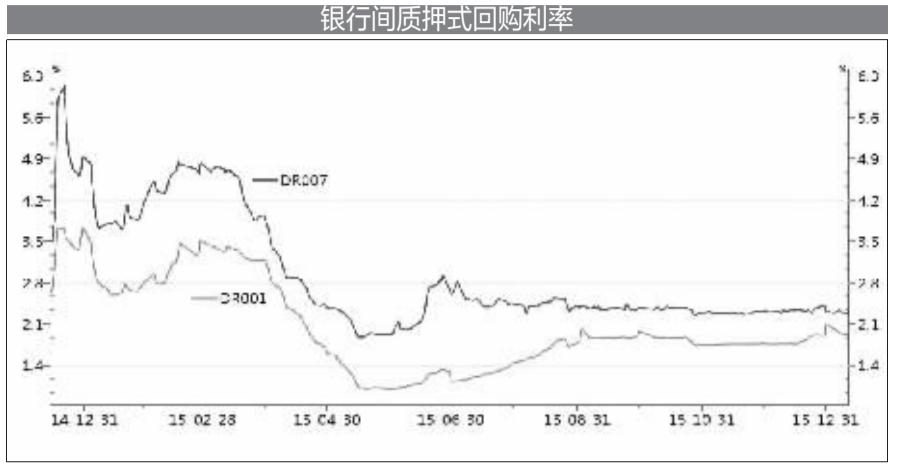
### 利率产品

#### 中信建投：中短端为主 控制久期

目前市场对资本外流担忧逐渐加重，且索罗斯等金融大鳄纷纷提示全球金融风险，短期内市场情绪谨慎，在这种情况下央行大概率短期内维持汇率稳定，但投资者的谨慎情绪能否缓解仍需进一步观察。此外，在外储大幅下降之后，降准预期再起，本周将是检验央行态度的关键时点。根据前期公布的PMI数据，以及周末的通胀数据来看，即将公布的金融数据料将不会低于市场预期，如果M2数据继续上升，对于债券市场来说，短期会受M2的影响而调整，之后还是可能在弱经济数据的推动下而下行。综上，在央行对汇率和利率态度有待检验，基本面短期内缺乏对债市支撑的情况下，投资策略应该以中短端为主，控制久期。

#### 上海证券：上下空间均有限

目前市场动荡，利率债的安全属



上。去年最后一个交易日，一向波澜不惊的资金面骤然收紧，让一些机构措手不及，跨年后，年终结算、考核影响解除，资金面仍紧势不改，直到央行加码公开市场资金净投放，货币市场旋即恢复宽松。

虽然央行及时干预，平抑了短期货币市场波动，但近期资金面能够迅速回暖，本身也展现了流动性抗波动能力上升的事实。实际上，放在年底及资金外流的大背景下，去年底的货币市场流动性状况是明显好于预期的，甚至是意想不到的宽松。

年底的11、12月份，往往是一年中流动性相对紧张的时节，但是从7天回购利率月均值上看，2015年11月、12月分别为2.36%、2.45%，相比之前的几个月基本没有变化。而除了年底考核等因素，近一段时间外汇市场波动加大、资金外流现象再度凸显，使得年底流动性面临多重不利的影响。

央行日前公布的数据显示，2015年12月末官方外汇储备为333万亿美元，较2015年11月末减少了1079亿美元，月度减少额度刷新历史纪录；2015年全年12个月中有10个月份的外汇储备出现了减少。业内普遍认为，中国外汇储备减少，与资金持

续外流有关，并且从数据变化上看，随着近段时间外汇市场波动加大，资金外流现象在加重。基于外汇储备变化，业内预测去年底新增外汇占款情况不乐观，外汇占款余额很可能继续下降。根据央行公布的数据，2015年11月金融机构外汇占款余额减少2213亿元人民币。机构预测，2015年12月的降幅可能只多不少。

在年底传统资金紧张时点上，加之人民币贬值提速、资金大幅流出，资金面仍在绝大多数时间里维持稳定和宽裕，的确有些出人意料。有机构进一步指出，同样的情况也发生在“8·11”贬值之后，尽管2015年三季度超储率仅有1.9%，但资金面整体来看并不紧。这与2014年底到2015年初的情景是完全不同的，当时人民币贬值、资金流出，资金面因此变得非常紧张。

兴业证券等机构认为，在资本外流的情况下，金融体系流动性仍持续宽裕，说明实体经济的融资需求出现了明显的下降。而当前实体经济疲软，与金融机构到处找资产、扩规模之间形成鲜明的对比，同样揭示了资金脱实向虚的现象，资金淤积金融体系，部分冲抵了资金外流对本币流动性的负面影响。与此同时，有

转型的路径，但县、区一级城投在地方财政、资产规模的限制下可以选择逆向路径率先利用手中优势资源，因地制宜，针对当地发展基础突破经营业务转型。通过转型为企业创造新的经营活力，区级城投并不一定弱，单纯以行政级别论城投优劣，已经不是最优法则。

### 招商证券：继续关注改革和去产能

产业债方面，一方面，弱经济、宽货币、资产荒背景下挖掘优质产业债仍是必需；另一方面，行业分化依然是主旋律，防踩雷将是2016年重点工作。行业分化和防雷的重点依然是供给侧结构性改革下的产能过剩行业。城投债方面，建议

仍需综合地方政府与地方产业双维度考量，继续建议按照地区经济实力、独立性、募投项目和平台转型与资产重组状况进行筛选，优选地方财政状况佳、募投项目符合国家政策、经营性资产完备、运营独立性高的个券。基于上述思考，建议在选择上仍然突出流动性和杠杆能力，短中期中高等级为主；其次关注区域和系统性风险的诱发因素。

### 信用产品

#### 民生证券：不以行政级别论城投

融资规范、企业信用与政府剥离加上地方财力被动减弱，城投公司转型压力正在强化，原地不动，或许不会出错，但也绝不是生路。在有明确的政策支持下加快转型，既是挑战，更是机遇。对于转型之路，省、市级城投在资产优势下可以通过资产整合、建立企业信用、业务

市场人士表示，年底有财政存款集中投放，亦有助于提升年初机构超储规模，奠定了年初相对宽松的资金面。

### 降准迟到但不会缺席

值得注意的是，随着资金外流现象再度凸显，近期市场对于央行降准的呼声此起彼伏，但降准预期屡次落空，货币当局的态度似乎出现了微妙的变化。其实不光是降准，近期央行通过公开市场业务等渠道进行的流动性供给也相对有限。据统计，2015年11、12月份，在当月没有降准的情况下，央行公开市场操作分别净投放100亿元、净回笼200亿元，总体上仍延续中性操作基调。另有市场消息称，央行没有对2015年12月底的一期MLF开展续做，也是导致年底流动性突然收紧的一个导火索。而市场人士表示，近期央行将金融机构杠杆等纳入宏观审慎评估，也显示出了一定的谨慎态度。

综合市场观点来看，央行降准迟迟未至，可能有几点原因：一是担心降准过快，加速资金外流，影响汇率维稳；二是资金脱实向虚，货币再宽松或助涨金融机构杠杆，增添金融不稳定因素；三是当前资金总量仍较为宽松，凭借日常流动性操作就可维持货币市场稳定，因此央行实施降准等大力度宽松的迫切性下降。

分析人士指出，汇率波动的根源在于经济，降准或许会暂缓加剧资本流动，但从长期看是有利汇率稳定的。当前，资金脱实向虚，金融机构“不差钱”，对央行流动性投放的需求不迫切，可能是降准等宽松推迟的主要原因。但往后看，汇率波动的影响在持续并不断积累，仍然构成流动性的潜在不稳定因素，即便央行主动宽松的意愿不高，但仅仅从对冲的角度来看，后续增加流动性供给，以弥补流动性缺口的需求仍然存在。而从流动性投放的时效和规模上考虑，降准仍是比较合适的做法。

### 可转债

#### 国泰君安：转债已不值得留恋

冲击过后股市或将震荡企稳，低预期回报率的社会资金影响力增大，伴随供给侧改革共进提升，春季大切换”迈向新阶段。由于转债表现全面好于正股，凸显了其防御性特征，但作为代价，本已虚高的股性估值进一步提升，转债相对正股的弹性彻底丧失。在股市投资者情绪普遍不佳的当下，转债股性估值下修至历史中枢几乎是大概率事件，相反，若后续正股继续下跌，其股性估值将会进一步上升。因此，转债“纯债化”的趋势不可避免，建议坚持转债和交换债。

#### 兴业证券：安全边际不足

由于股市预期不佳加上转债供给上升，导致转债在当前绝对价格较高的情况下，估值难以主动提高，因此即使股市出现一定的反弹，转债反弹的空间也非常有限。而从配置的角度看，当前转债价格还是偏高，向上预期收益不够，向下缺乏保护，因此建议仍是谨慎操作。（张勤峰 整理）

## 上下两难 期债料延续窄幅震荡

□本报记者 王姣

与波幅剧烈的股市和汇市相比，昨日国债期货市场平稳运行，其中五年期国债期货主力合约减仓上行，收涨0.02元或0.02%，十年期国债期货主力合约则增仓持稳，仅微涨0.005元。

市场人士指出，从多空角度而言，目前影响债券市场的核心因素较为均衡，一方面，经济尚未起色、股市下跌风险偏好下降、一季度机构配置需求旺盛仍支撑债市；另一方面，汇率波动、资本外流、降准预期落空背景下已经很低的收益率面临再调整压力，资金利率对债市的约束也进一步增强。短期来看，若没有新的利多因素刺激，收益率继续下行空间有限，预计期债也将持续窄幅震荡。

### 期债走势平稳

1月11日，A股和人民币汇率市场波澜再起，债券市场显得“风景独好”，周一现券继续向暖的同时，期债主力合约亦稳中偏升。

截至昨日收盘，5年期国债期货主力合约TF1603报100.79元，涨0.02元或0.02%，成交21535手。此外，TF1606合约报100.655元，跌0.03元或0.03%，成交496手；TF1609合约报100.615元，跌0.01元或0.01%，成交65手。10年期国债期货主力合约T1603报100.23元，涨0.005元或0%，成交22998手。此外，T1606合约报100.035元，跌0.02元或0.02%，成交575手；T1609合约报100.025元，涨0.055元或0.06%，成交15手。

现券市场上，昨日利率债收益率整体下行，国债曲线整体下行1-4BP。截至日终，除个别期限外，国开行曲线整体下行1-3BP，政策性银行曲线（农发行和进出口行）整体下行1-4BP。市场人士指出，昨日流动性整体供需平衡，现券市场早盘一开盘收益率小幅反弹，随后买盘需求旺盛，带动收益率下行。目前机构对货币政策宽松预期仍在，短期仍需关注汇率带来的影响以及央行公开市场态度。

### 短期上下两难

展望后市，市场主流观点分析认为，目前债券市场多空因素较为均衡，债券市场也将继续窄幅波动，利率向上和向下的空间都不大。利多方面，中国经济增长具体到市场策略，华创证券建议，交易机构可以继续等待波段操作的机会；而尽管目前配置机构的需求较大，但是一季度可能是全年利率的低点，供给后期会逐步回升，所以一季度反而并不是最好的配置时点，建议配置机构可以放缓配置的速度。

此次国开行发行的三期债包括2016年第1期、第2期增发债以及2016年第三期新发债，期限分别为1年、3年、5年，发行规模分别为不超过40亿元、50亿元、30亿元，最终以实际中标量（债券面值）为准。1年期、3年期票面利差分别为-0.66%和-0.25%。

具体安排上，三期债的招标日均为1月14日，缴款日均为1月18日，上市日均为1月20日，1年期和3年期债券起息日均为1月11日，5年期债券起息日为1月18日。三期债均采用荷兰式单一利差招标方式，招标时间均为14:30-15:30。债券承揽费按认购债券面值计算，1年期无，3年期为0.05%，5年期为0.10%，均无兑付手续费。（王姣）

## 国开行14日招标发行三期浮息债

国家开发银行1月11日公告称，定于1月14日通过中国人民银行债券发行系统招标发行三期浮动利率债，总额不超过120亿元，期限包括1年、3年、5年。

此次国开行发行的三期债包括2016年第1期、第2期增发债以及2016年第三期新发债，期限分别为1年、3年、5年，发行规模分别为不超过40亿元、50亿元、30亿元，最终以实际中标量（债券面值）为准。1年期、3

## 口行14日招标发行三期金融债

中国进出口银行1月11日公告称，定于1月14日通过中国进出口银行2015年全国银行间债券市场金融承销团竞标确定。

具体安排上，三期债的招标日均为1月14日，缴款日均为1月18日，上市日均为1月20日，1年期和3年期债券起息日均为1月11日，5年期债券起息日为1月18日。三期债均采用单一价格荷兰式中标方式，招标时间均为10:00-11:30。（王姣）

## 农发行13日招标发行五期金融债

中国农业发展银行近日公告称，将于1月13日招标发行五期固息债，总额不超过260亿元，期限包括1年、3年、5年、7年、10年，规模上限分别为50亿元、50亿元、60亿元、50亿元、60亿元，票面利率分别为2.47%、2.77%、3.01%、3.32%、3.33%。

具体安排上，五期债均采用单一价格荷兰式中标方式；第1期、第2期、第3期债招标时间为1月13日下午14:00-15:00；第4期、第5期债招标时间为1月13日下午14:00-15:30。五期债承揽费分别为面值的0.05%、0.05%、0.10%、0.15%、0.15%；均无兑付手续费。（王姣）