

■“雾里看债”系列(一)

# 政策面临掣肘 债市谨慎为宜

春节过后,流动性冲击告一段落,但宽松政策预期遭遇挫折,金融数据超增、地产刺激、财政发力则挑战经济悲观预期。一时看,货币政策、融资需求、经济增长前景似乎需要重估,政策松、缺资产、经济弱这些支撑债牛的逻辑面临考验,叠加供给压力快速释放,债市不确定性不减反增,分歧愈发明显。在多空交织、趋势难辨之时,需抓住关键变量,把握总体方向,留足安全边际。

□本报记者 王姣

农历新年过后,接连公布的宏观数据屡超市场预期,不断出台的稳增长政策亦可谓“春意融融”,由此在一定程度上动摇了此前市场对宏观经济和货币政策的普遍预期,利率债市场也开始进入拉锯战,长端收益率窄幅震荡。

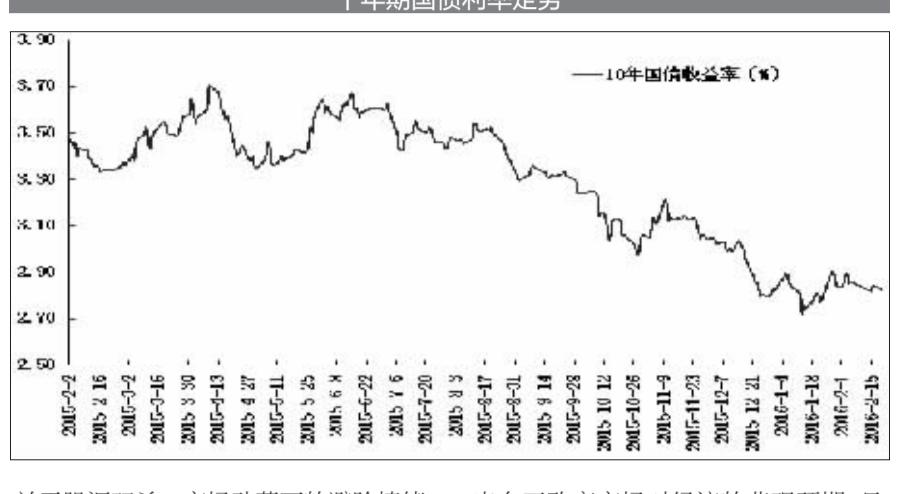
市场人士指出,稳增长压力持续加大背景下,货币政策宽松基调不会改变,不过在外部汇率制约和内部宏观审慎框架下,需重新审视货币政策取向与操作思路。目前来看,考虑到供给侧改革对于去产能、去杠杆的客观需要,以及人民币汇率贬值预期的掣肘,货币政策难见“大水漫灌”,短期内降准降息的概率变小,这也是导致近期债券市场震荡的一个重要原因。短期来看,在“避免过度宽松”的稳健货币政策框架下,债市投资需留有安全边际,控制久期和杠杆。

## 债市收益率波动加大

春节假期过后,债市不大太平,二级收益率长端先上后下、短端持续下行,曲线明显增陡,期限利差走阔。从上周全周来看,中债1年期国债收益率下行7BP至2.25%,10年期国债收益率下行3BP至2.83%。本周首个交易日,债市收益率延续调整,1年期国债收益率上行3BP至2.28%,10年期国债收益率小幅上行1BP至2.84%。

业内人士看来,近期央行通过每日公开市场操作以及MLF的量价齐松仍然维持了流动性的宽裕,因此短端利率整体下行,而上周前半周长债走势纠结,有信贷超增、通胀回升、股市企稳反弹的拖累,也与逆回购缩量、稳增长加码等因素有关,此后随着市场对流动性收紧的隐忧削减出现改善。整体来看,市场情绪仍偏谨慎,多空对峙下债市波动加大。

上海证券指出,对于债市来讲,前期轰轰烈烈行情的演绎很大一部分正是得



益于股汇双杀,市场动荡下的避险情绪蔓延。而这一股动力的削弱也让债市下行的步伐遇到阻滞。节后重要经济数据的公布更让下行前景蒙上阴影。1月货币信贷双双暴涨以及CPI、PPI的回升均让市场对于央行后续放松的空间产生担忧,“提高准备金”的传出也正印证了这一心态。与此同时,2016年第一批公开招聘的地方债正式登台,意味着新一轮的供给潮拉开序幕。从首发的地方债中标利率偏高也能看出市场情绪偏弱。

## “放水”不“漏水”

春节过后,央行货币政策似乎出现了较大的变化。一方面,面对大量逆回购集中到期,央行通过持续不断的公开市场操作,稳定了短期市场流动性,同时下调MLF中长期限的利率显示央行仍有意愿降低机构获得中长期流动性的成本;另一方面,央行多次提到宏观审慎的概念,并提出货币政策要保持稳健、适度、灵活,为防止人民币贬值,也要避免过度宽松。

随着重要经济数据和相关政策陆续出台,此前市场对节后央行货币政策进一步宽松的预期明显降温。市场人士指出,金融数据的反弹和相关刺激政策的

出台正改变市场对经济的悲观预期,且货币政策仍然面临汇率硬约束,短期内降准降息的概率都比较小。

“央行货币政策不会向大幅‘放水’转向”。平安证券表示,一方面,金融数据超预期并不意味着年内信贷将大规模投放。1月份信贷数据尽管大幅超出预期,但并非央行大规模放松信贷额度所致;银行已上报的2016年全年信贷计划应在央行“合意”范围之内,因而全年的信贷投放并不会过度宽松。另一方面,货币政策依然受制于人民币汇率贬值、供给侧改革推进等因素。资本外流的压力仍然较大,这意味着人民币贬值压力仍然存在。去产能、去杠杆的客观要求也并不支持货币政策的进一步大规模宽松。

中投证券进一步表示,尽管信贷和社融增速不断上升,但是社会融资总量和M2的环比增速已经连续两个月出现背离,由于融资对实体经济的效果最终会反映到货币供应量中,这种背离反映了资金外流对货币创造以及经济回暖的掣肘相当明显,所谓的“放水”速度赶不上“漏水”速度。

## 降准式宽松暂且远去

宏观审慎管理框架下,需重新审视

货币政策取向与操作思路。业内人士认为,在“稳定汇率”依旧为央行的首要任务、信贷快速投放、M2同比增速远超目标值、本次MLF操作利率下调部分释放了宽松预期等因素的共同作用下,短期来看,降准式宽松暂且远去,这对长端利率债构成一定压力,建议投资者谨慎为宜。

中信证券在研报中表示,今年货币政策更趋中性、稳健,预计降准更偏中性和事后性,流动性全面宽松导致过多货币追逐相对少量资产的情况难以重演。而在供给侧改革要求、利率汇率配合、物价绝对水平并不低等约束条件下作用下,央行短端政策目标利率仍将保持稳定,在期限利差已被压缩到极窄的背景下,长端收益率下行空间不足。与此同时,随着短期、结构化工具使用愈发频繁,流动性价格量变产生质变,资产价格面临重新定价需求,当前1年期3.00%的MLF利率即使继续下调50bp仍高于1年期国债收益率,因而债市利率水平仍不牢靠,容易受到空因素冲击。

招商证券则指出,在外部汇率制约和内部宏观审慎框架下,货币政策利率和总量有约束,但是结构性宽信用和降成本仍然是货币政策的着力点,预计流动性和资金利率保持平稳。需要提醒市场注意的是,去库存的政策更为明确有力,配合需求端政策和财政支出发力,对于地产投资和经济基本面不可过度悲观,利率上行风险增大,短期预计十年国债可能重回3.0%,建议控制久期,维持谨慎。

不过中投证券同时指出,经济多年降温积重难返,市场信息整合和机构运行机制仍在重新构建之中,若无猛药快服难在短期见到效果。更关键的还是不断累积的债务压力和持续高位的实际融资成本始终成为经济回升的桎梏,故而维持利率短期震荡而中期继续下行的判断。

了一部分估值压力,但是目前估值仍然偏高,而且部分转债绝对价值有所反弹,考虑到潜在供给加快和股市的不确定性,中期来看,转债估值始终是2016年的压力所在。当然,短期来看,受风险偏好提升以及股市反弹的影响,转债仍有适当博弈的机会。个券选择上,推荐多从转债溢价率较低、正股弹性大、因条款等原因导致的低估、短期政策催化等角度出发。

## 国信证券:三大思路配置转债

一是等待确定底的债性品种,债性品种以后仍有机会,不需要着急配置。这个思路的前提是对股市相对悲观,且有较长期的配置资金。二是抓反弹的品种,需要关注股性和流动性情况。抓反弹品种,重点在于考虑平价水平和流动性情况。三是把握个券机会,注重对行业配置和个股的选择。(王姣 整理)

## 期债僵持局面暂难打破

□本报记者 王辉

22日利率债市场继续温和走软,期债两品种在经过全天的盘整后均小幅收跌。分析人士指出,上周以来包括MLF操作降利率、公开市场延续每日操作以及定向存准动态考核结果,先后对债市走势施加影响,主流机构对于后市的预期愈发显现分歧。预计短期内国内债期货市场仍将维持胶着行情,建议保持必要谨慎,等待趋势明朗。

## 期债继续横盘

经过春节后首周的冲高回落,22日国债期货市场早盘下探后逐步走稳,收盘时均出现小幅下跌,市场多空持仓继续向6月合约转移。

具体市况方面,昨日5年期国债主力合约TF1606微幅低开,早盘快速下探后即转入横向窄幅震荡。截至收盘,TF1606合约报100.39元,跌幅为0.085元或0.08%;持仓增加1032手至22985手,成交8605手,较前一交易日放大超两成。10年期国债期货主力合约T1606收报99.695元,下跌0.105元或0.11%;当日T1606持仓增加1402手至29962手,成交较前一交易日缩减约两成。

交易员表示,昨日银行间市场资金面宽松依旧,本周公开市场将继续迎来大规模逆回购到期,建议投资者可暂时观望,待有足够安全边际后择机买入。此外,南华期货也建议,期债投资者暂时观望,后期重点把握利率债长端收益率反弹的交易性机会。

## 人民币汇率延续窄幅震荡

在经过春节后首个交易日的大涨之后,近几日人民币兑美元即期汇率持续围绕6.52一线展开窄幅震荡。22日,人民币基本走平,波动幅度较为有限。

22日,行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.5165元,较前一交易日小幅上涨21基点。即期市场交易方面,22日人民币兑美元即期汇率早盘小幅高开在6.5190元,日内基本在6.5170元至6.5210元区间窄幅波动。至16:30,人民币即期汇率报6.5195元,较前一交易日收盘价微涨9个基点或

0.02%。此外,截至北京时间2月22日16:30,香港离岸市场上人民币兑美元CNH汇价报6.5247元,较前一交易日上涨47基点或0.07%,与境内即期

汇率的价差继续保持在50基点左右的低水平。

交易员表示,在春节后首个交易日人民币汇率大幅急涨之后,市场对于人民币汇率稳定的预期进一步增强。短期来看,在美元指数暂时难以重新恢复强势的情况下,人民币兑美元汇率有望保持相对稳定的走势。(王辉)

## 口行25日将增发两期金融债

中国进出口银行22日公告称,将于2月25日上午通过中国人民银行债券发行系统增发2016年第二期5年期和第三期10年期固定利率金融债券分别不超过50亿元、60亿元。

口行本次将增发的5年和10年期债券均为固定利率,按年付息,本计息期起息日均为2016年2月22日;本次增发行招标日为2月25日,缴款日为2月29日,上市日为3月2日,上市后将分别同原债券合并

交易。本次增发行将以全价价格招标方式发行,采用单一价格中标(荷兰式)。各期债券均不设立基本承销额。

春节过后,利率债供给恢复较快。据已公告发行文件统计,本周国债、地方债、国开债、口行债和农发债均有供给,待发行利率总额已达1617亿元,加上按周滚动发行的贴现国债,预计全周实际发行的利率债将超过1700亿元。(张勤峰)

## 国开行25日增发两期金融债

国家开发银行定于2月25日增发该行2015年第十八期10年期和2016年第五期20年期固定利率金融债券分别不超过120亿元和30亿元,总量不超过150亿元。

国开行此次将增发的两期债券均采用固定利率,按年付息,票面年利率分别为3.74%、3.80%,本计息期起始日分别为2015年9月10日和2016年1月25日。本次增发行招标日为2月

25日,缴款日为2月29日,上市日为3月2日。国开行此次增发的两期债券将采用单一价格(荷兰式)招标方式,投标人在一定数量标位内进行不连续投标,各品种标位区间设置将由发行人在发行前向市场公布。此次两期债券均不设基本承销额。债券承揽费按认购债券面值计算,10年期为0.15%,20年期为0.20%;各品种均无兑付手续费。(张勤峰)

## 大公调升山东水务评级

大公国际资信评估有限公司日前发布公告,决定调高山东水务发展集团有限公司主体及债项信用等级。

大公指出,山东省经济实力和财政收入很强,财政收入的持续增长为众多水利建设项目的投资提供较好的资金保障,山东水务外部偿债环境得到改善;山东水务业务范围不断拓展,供水范围覆盖山东省各市县,业务的多元化促进财富创造能力的进一步提升;山东水务得到了政府在资金、政策方面的有力支持,外部偿债来源充裕;2014年以来

大公表示对山东水务未来水利基础设施建设项目的持续增长为众多水利建设项目的投资提供较好的资金保障,山东水务部门资金占用情况、资产负债率较高等风险保持持续关注。基于上述情况,大公决定将山东水务的主体信用等级由AA调整为AA+,评级展望为稳定,同时将“14鲁水务MTN001”信用等级由AA调整为AA+。(张勤峰)

## 本周将近一万亿逆回购到期 资金难改宽裕 回购利率持稳

操作净回笼4450亿元。

本周,到期逆回购将进一步增多。据Wind统计,本周(2月20日至26日)将有9600亿元逆回购到期,其中23日、25日的到期量分别达3900亿元和3400亿元。

交易员称,尽管22日逆回购到期量少,但从20日到22日已有1300亿元逆回购到期,而今后4日还将有8300亿元到期,到期回笼规模较大且集中,因而央行适度加大了对冲的力度,但预计本周公开市场操作继续净回笼资金的可能性较大。

不过,现金回流进程有望加快,辅以央行逆回购及MLF等续做,预计流动性基本无忧,资金面仍将保持适度宽松,资金利率将维持平稳格局。

## 本周净回笼可能性大

22日,央行继续开展公开市场操作。据公告显示,22日央行逆回购交易量为700亿元,期限仍为7天,中标利率持稳于2.25%。22日有100亿元逆回购到期,据此计算,央行此举实现资金净投放600亿元。

春节期间过后,央行节前通过逆回购操作投放的大量短期流动性面临到期,据Wind数据统计,上周(2月13日至19日)先后有5950亿元逆回购到期。央行虽在节后保持了公开市场操作的连续性,但调降了操作力度,因而以资金净回笼为主。上周,央行共开展逆回购操作1500亿元,全部为7天期,全周公开市场

有降。代表性品种银行间7天期质押式回购利率节后先扬后抑,22日收报2.34%,处在年初以来较低水平;中长端方面,3个月SHIBOR利率重新跌破3%,并创下年内新低。资金交易员普遍表示,节后央行和股份行出资基金,借款需求基本得到满足,长期资金需求寥寥,显示市场流动性预期比较乐观。

交易员称,节后备付压力骤降,现金开始回流银行体系,在规模上基本可与到期逆回购形成对冲,加上央行固化每日公开市场操作制度,通过高频操作,灵活调节短期流动性余缺,平滑了逆回购到期造成的波动。此外,央行继续滚动开展常备借贷便利(MLF)操作,弥补因外汇占款减少造成的基础货币供给缺口。

市场人士表示,尽管本周有将近1万亿元逆回购到期,但根据往年经验,正月十五过后,资金回流将加快,辅以央行逆回购及MLF等续做,预计流动性基本无忧,资金面仍将维持适度宽松。当然,因央行对于出台宽松政策更为谨慎,短期内降准降息概率下降,因此预计资金利率将维持平稳格局,特别是短端利率下行空间不大。

## 中标利率低 农发债需求旺

□本报记者 王姣

尽管本周公开市场同样面临大规模逆回购到期的压力,但央行延续“天天见”操作以及MLF的量价齐松,均提振了市场对流动性的向好的信心,本周一农发行下午招标的五期金融债中标利率全线低于二级市场水平,中标倍数全在4倍以上,显示机构配置需求仍然强劲。

农发行此次招标的五期债券为该行2016年第1至5期金融债的增发债,期限分别为1年、3年、5年、7年、10年。据交易员透露,农发行1年、3年、5年、7年、10年期债中标收益率分别为2.2983%、2.7871%、3.0207%、3.2538%、3.3011%;全场认购倍数分别为4.38、4.18、4.24、4.35、4.7;边际倍数分别为1.34、6.21、1.03、1.56、1.08。

2月19日,中债政策性金融债(进出口和农发行)到期收益率显示,1年、3年、5年、7年、10年期收益率分别为2.5542%、2.9106%、3.1479%、3.2892%、3.3436%。昨日农发行招标的1年、3年、5年、7年、10年期债中标利率分别低于二级市场26BP、12BP、13BP、4BP、4BP。市场人士指出,春节期间过后,债券市场波动明显,利率债供应增多,市场心态趋谨慎,但在资金面继续偏松的背景下,政策性金融债仍有较强的配置需求。