

■四维度探析债市纠结(三)

缴税+MLF到期 对冲不会缺席但只管够

流动性总体无忧需防波动

□本报记者 张勤峰

“水能载舟，亦能覆舟”，流动性对于债券利率走势的重要性恐怕毋多言。或许，在当前宏观数据集中披露期，基本面比其他基础性因素都更加引人关注，但倘若在经济企稳预期“胎动”的情况下，流动性再现异常波动，对短期债券市场恐怕更是“雪上加霜”。

眼下企业季度缴税高峰渐近，大量MLF到期在即，增添了短期流动性的不确定性。市场人士指出，短期双重压力下，资金面有重新收紧的压力，预计央行对冲操作不会缺席，降准也并非不可能，但也仅仅是对比，面对汇率维稳、防范风险的要求，货币政策操作偏重稳健，预计资金面难再现极度宽松场景，短期资金成本几无下调可能。在经济企稳预期上升、风险偏好回暖的背景下，流动性的稳定性下降，进一步提升了对债券投资者加强杠杆及流动性的管控的要求。

值得注意的是，为保持银行体系流动性合理充裕，4月13日，中国人民银行对17家金融机构开展MLF操作共2855亿元，利率与上期持平。

供给收敛 紧张气氛重现

度过4月上旬相对安稳的一段时光后，资金市场正重新出现收紧的迹象。

银行间线上回购交易中，主要期限回购利率多呈现小幅的上涨。以质押式回购为例，存款类机构之间的行情显示，

■观点链接

**第一创业：
资金面脆弱加剧流动性风险**

从需求的角度看，债市的主要资金参与方为大型商行，近年来收益率下行的情况下，理财收益率却维持相对稳定，目前1年期理财收益率维持在4.2%附近。银行基于大额投资需求，相对高的资金成本，不得不主动加杠杆或者通过委外资金的形式扩大收益，因此源源不断的委外资金通过信托计划、基金专户、券商理财等通道流入债市。目前一般商定的收益为4.8%，只有超过的部分可以进行分成，因此被委托的专业机构为了扩大分成收益，加杠杆动力较强。简单测算，单是达到理财收益率基准线的杠杆率大致需要1.5倍左右，如果算上机构自身扩大收益加杠杆的动力，这一数字将更大，势必造成短端资金面的脆弱。银行间流动性一旦收紧，通过短端利率传导

4月13日，隔夜回购利率加权值再小涨1.74bp至2.0294%，7天利率亦上行6.77bp至2.4942%；相比上周低点，隔夜、7天回购利率已分别反弹了约3bp、12.42bp。中等期限回购利率波动稍大，13日，跨月的21天期回购利率上涨了9.43bp至2.9726%，自月内低点反弹约22bp。更长时期的3个月回购利率则稳定在2.9%一线，相比月内低点高出约5bp。

“本周以来，资金面虽无大恙，但宽松程度明显不及上一周，总体呈现均衡偏紧的状态，一般早盘时段机构出资偏谨慎，有借款需求的机构虽然也能找到资金，但需要花些工夫。”资金交易员的感受更加真切。他表示，13日，资金供给有继续缩量的迹象，大行等主力机构出资意愿减淡，反映在缴税高峰及MLF到期来临前，市场心态正进一步趋于谨慎。

两因素施压 机构谨慎应对

对于月中流动性可能出现的波动，市场机构早已提高警惕。可预期的企业缴税及MLF到期，以及央行将如何操作，增添了4月份市场资金面的不确定性。

4月份是二季度首月，因企业上缴上一季度所得税款等，当月财政存款一般净增加较多，对银行体系流动性相应将产生回笼的效果。统计数据显示，2013年和2014年的4月份新增财政存款均超过5000亿元。有业内人士指出，因节假日因素影响，今年4月份季度企业所得税征期预计到4月18日结束，可能对本月中旬流

动性造成一定影响。

此外，4月中有大量中期借贷便利(MLF)到期。据路透的数据，4月中旬左右将有约5510亿元MLF到期。

市场人士指出，本月企业缴税高峰期很可能与MLF集中到期时点形成叠加，因而可能对中短期资金面造成较大的影响。而届时央行如何操作，对中短期资金面都可能产生较大的影响。

托底犹存 需防短期波动

“今年以来流动性出现短时收紧的现象更加频繁，反映出流动性内在稳定性在下降。”前述市场人士认为，在流动性稳定性下降的情况下，金融体系对央行流动性供给的依赖度在上升，面对不利因素冲击，流动性状况将更加取决于央行的应对。

市场人士认为，货币当局维持流动性合理充裕的态度没有变化，面对资金紧张，预计仍会适时适量提供流动性支持。

鉴于企业缴税对流动性的影响主要

表现为时点性波动，近期资本流动出现

一定积极变化，外汇占款增长可能有所改善，因此预计央行会更加倾向于通过综合开展公开市场操作和续做MLF的方式

投放短期和中期流动性进行对冲。流动性投放是否及时、是否足够尚需观察，因此本月中旬流动性仍可能出现一定的波动，但没有必要太悲观。

在短期资金面有所转紧的情况下，昨日央行开展400亿元7天逆回购操作，

到长端，整个债市的风险将会影响各个层面的投资者，尤其是交易盘。

**中信证券：
流动性平稳但勿忘风险**

近期流动性中性格局不改。央行近期货币政策操作更趋微量，调控流动性态度谨慎。资金方面，近期资金利率总体稳定，考虑到4月流动性到期量较大，并且当前货币政策边际取向有待观察，流动性风险不可忽视。目前，市场上出现了对4月份降准可期的看法。我们认为，短期内过度博弈降准概率并不可取，理由有二：第一，3月外汇储备继去年10月以来首次环比正增长，印证汇率风险暂时出清，意味着央行维稳汇率的需求减弱，干预减少自动带来流动性投放；第二，在流动性中性格局不改的大环境下，近期央行操作态度谨慎，短期内逆回购+MLF

足以对冲4月中旬即将到期的MLF。

华创证券：**对资金面波动保持警惕**

4月降准确有可能，补水仍是主要目的，不可过度乐观解读。上周五央行关于货币政策的操作论文中指出将根据国际收支情况和宏观调控需要逐步调整存款准备金率，市场降准预期再起。4月降准确有可能，但央行若进行一次降准操作，下调准备金率0.5个百分点，释放的6000-7000亿基础货币尚且不足以对冲流动性缺口，因此即使央行4月降准，也仍然是以补水为主要目的，进一步宽松的意图有限，不必过度乐观解读。央行究竟何时补水同样值得关注。4月资金面前景不容乐观，央行如果不能提前补充流动性，而是像年初以来一样，当资金缺口转化为实际的资金紧张后才补水进行对冲，那资金面的脉冲式紧张同样难以避免。因此当降准预期尚未兑现之前，对资金面的波动仍需充分警惕。

实现净投放100亿元。而为保持银行体系流动性合理充裕，当日央行还对17家金融机构开展MLF操作共2855亿元，其中3个月1270亿元、6个月1585亿元，利率与上期持平，分别为2.75%、2.85%。

市场人士认为，5月份还将面临上年度企业所得税的汇算清缴，财政存款增长对流动性的回笼效应还将持续一段时间。外汇占款增量大概率不足以实现对冲，流动性供给仍将存在缺口，因此央行在今后一两周内实施降准的可能性仍然存在。

当然，即便央行开展公开市场净投放、MLF操作乃至降准，主要还是出于对冲的考虑，主动释放政策宽松信号的意愿不足。短期看，虽然汇率波动对于货币政策的约束有所减轻，但经济边际回暖及通胀再起的预期也可能挤压货币宽松的空间，央行可能更倾向于利用双向调节，维持流动性在一个适宜水平保持基本稳定而无意造就流动性泛滥的局面。机构认为，短期内央行继续下调短端市场化率的条件和动力均不充足。

对于债券市场而言，短端利率的稳定挤压了收益率向下的想象空间。在目前情况下，市场更加担忧的是收益率向上调整的空间。因为PMI、出口等数据继续印证经济短期回暖迹象，市场对经济企稳预期增强，债券市场承压，流动性若再现异常波动，恐怕会带来“雪上加霜”的效果。在机构普遍放杠杆的情况下，需要提防流动性波动可能引发的交易盘集中止损，加强对杠杆及流动性的管控。

避免。因此当降准预期尚未兑现之前，对资金面的波动仍需充分警惕。

长城证券：**仍需央行适时释放流动性**

3月份CPI和PPI指数双双好于市场预期，通胀预期有所缓和，汇率短期企稳，释放货币政策操作空间，而PPI跌幅收窄有助于企业盈利的改善。3月份外汇储备增加102.58亿美元，结束连续四个月的快速下降，虽然剔除估值因素后，外汇资本仍为净流出，但资本外流的趋势减缓。3月末全国性商业银行债券回购净融出资金升至8532亿元，银行间市场流动性仍相对宽裕，但仍面临MLF集中到期、企业缴税等短期流动性扰动因素，此外，3月份新发行债券超4万亿元，债券供给加速，央行仍需适时释放流动性进行对冲。(张勤峰 整理)

出口数据“大热” 新发国债遇冷 多重利空来袭 等待债市调整到位

认购倍数为1.73倍，边际1.18倍。

加权利率高、边际与加权利差大、认购倍数偏低，不管从哪个角度来看，本次5年期国债招标结果均不理想。据中债到期收益率曲线显示，4月12日，银行间市场上待偿期为5年的固息国债收益率为2.53%，本期国债发行利率足足比二级估值高出5bp，为今年以来所罕见。

“边际与加权中标利率相差7个基点，表明机构参与谨慎，倾向往高了投。”前述市场人士表示。他同时指出，在发行利率明显高出二级估值的情况下，认购倍数仍不足2倍，更加反映出机构参与的意愿不足。

据Wind数据显示，年初以来已发行的记账式国债中，此次5年期国债的认购倍数创了新低。而之前发行的3支5年期固息国债，全场认购倍数在2.97至3.21之间，表明此前该期限国债较受机构的欢迎。

短期利空集中

值得一提的是，从4月起，关键期限国

债的发行规模普遍提高，如本期国债计划发行330亿元，多于此前3支债券的200亿元。在近期债券供给密集的背景下，单支国债发行规模提高对承销发行造成的压力有所加大。但相比供给端不利变化，近期一级市场招投标降温，最主要的原因还在于需求萎缩。

其一，宏观数据巩固经济企稳预期，基本面令债市承压。4月以来，3月份及一季度宏观经济数据陆续公布，年初以来持续困扰债市的经济企稳预期面临验证，继月初先行公布的3月PMI超预期回暖上演“开门红”后，13日，海关总署发布的3月外贸数据亦意外远超预期，为短期经济企稳向好增添新证据。

海关总署13日公布，以美元计价的3月中国出口数据同比增长11.5%，结束了2015年7月以来连续八个月的负增长，并创下13个月新高；进口则同比下降7.6%，降幅较上个月明显收窄。交易员表示，贸易数据超预期向好，令原本就偏弱的债市再遭打击，现券抛盘加重，一级市场亦受到

牵连，一二级利率呈现交替上行的走势。

其二，流动性重现收紧迹象，加剧短期债市调整压力。

其三，近期信用违约事件频发，信用债行情降温，并迅速出现调整，机构降杠杆恐进一步加剧市场波动。

其四，大宗商品价格继续强势反弹，A股亦震荡走高，显示在内外因素刺激下，市场风险偏好改善，影响固收产品需求。

市场人士指出，基本面不利、资金面存忧、信用风险暴露、风险偏好回升，在短期内集中冲击债市需求，而新债供给密集，容易造成短期内市场供求失衡的状况，加剧利率波动。短期看，多重利空因素集中释放，不排除收益率继续上行可能。

不过，经济回暖持续性尚存疑，债市利率上行空间应有限，如果短期流动

性波动或机构集中抛售诱发利率大幅度向上调整，也可能成为震荡市的破局契机，投资户可留意利率超预期上行创造的机会。

期债全线收跌 短期仍有调整压力

期债全线下跌

4月13日，国债期货市场承压下行，所有合约全线收跌。从盘面上看，5年期国债期货主力合约TF1606昨日低开低走，早盘迅速下行且跌幅近0.3%，随后于盘中低位窄幅震荡，最终收报100.740元，较上日结算价跌0.23%；10年期国债主力合约T1606同样震荡下行，盘中最低探至99.38元，截至收盘报99.550元，较上日结算价跌0.17%。

伴随着债市谨慎情绪蔓延，国债期货主力合约持仓量明显减少，出现提前移仓换月的迹象。昨日TF1606日持仓大幅减少2005手至27246手，成交量增加近万手至16547手；T1606持仓减少320手至32611手，成交量也增加约万手至19762手。与此同时，次月合约TF1609、T1609

持仓量分别增加693手、676手。不过总体来看，五年期国债期货昨日减仓1295手，十年期国债期货昨日增仓424手。

现货方面，财政部昨日上午招标发行的五年期固息国债，中标利率仅为2.58%，远高于此前2.51%的市场预测均值。二级市场上，剩余期限近10年的国开行160210券最新报价在3.3450%/3.28%，上日尾盘为3.30%/3.22%。

短期仍有调整压力

分析人士认为，当前经济企稳预期增强、流动性易紧难松、风险偏好提升、债券供给压力加大等多重利空压制下，收益率或有继续

调整空间，期债短期内震荡偏弱的概率较大。

从基本面来看，昨日公布的3月进出口数据明显好于预期，令市场对经济回暖

预期不断升温，债市收益率进一步承压。

资金面上，步入4月中下旬，季度缴税效应本周开始显现，下周MLF大量到期亦不可小觑，央行昨日对17家金融机构开展中期借贷便利(MLF)操作共2855亿元，平稳资金面意图明显，目前主流机构倾向于预计货币将进一步宽松力度有限，短期仍需警惕流动性波动。

中信期货指出，目前看来，好转的经济数据显示经济有复苏的迹象，使得国债收益率较之前有所上升。加上央行近期扩大货币宽松政策的可能性已经较小，期债市场价格下行压力较大。但另一方面，信用债市场风险事件频发，股市仍然不断波动，都可能会推高投资者避险情绪，驱使资金进入期债市场。因此，短期来看预计期债市场价格将维持震荡格局。

人民币汇率料延续持稳表现

□本报记者 王辉

在美元指数持续低位徘徊、国内经济基本面继续表现出改善迹象的背景下，周三(4月13日)人民币汇率延续了近期的稳健表现，当日人民币对美元汇率中间价、即期汇价均继续运行在6.47上方的偏强区间。分析人士指出，短期内人民币汇率偏强震荡的运行格局仍有望得以延续。

中间价再度升破6.46关口

在隔夜全球大宗商品、股票市场等风险资产继续受到投资者追捧的背景下，美元指数依旧延续了近期以来的低迷表现，盘中一度跌破94点整数关口。受此影响，周三人民币对美元汇率中间价出现连续第三个交易日走强，并自4月1日以来再度升破6.46关口。

中国外汇交易中心周三公布，2016年4月13日银行间外汇市场上人民币对美元汇率中间价为6.4591，较前一交易日的6.4616小幅走高25个基点。由此，人民币对美元汇率中间价在连续第三日上涨的同时，也刷新了自4月1日以来的最近两周新高。

即期汇率方面，周三人民币对美元即期汇价整体延续了近期的高位盘整格局，经过全天围绕6.4650的窄幅震荡后收报于6.4678，较前一交易日小跌86个基点或0.13%，也延续了自3月31日以来持稳于6.47一线的表现。离岸市场上，周三香港市场上人民币对美元CNH汇价整体虽略有下跌，但也仍未打破自4月以来围绕6.48一线窄幅震荡的运行特征。截至北京时间4月13日16:30，人民币对美元CNH汇价报6.4791，较前一交

易日温和下跌54个基点或0.08%。与境内即期汇价之间的价差水平，则由前几个交易日100个基点左右，大幅压缩至13个基点。

短期料继续偏强震荡

周三最新公布的一季度及3月进出口数据报告显示，虽然今年一季度我国货物贸易进口、出口总值均较去年同期出现下降，但贸易顺差同比却有所增加。此外，3月份的月度出口同比大增18.7%，继续反映出近期以来宏观经济复苏力度的增强。

结合周三的外贸数据和人民币汇率整体表现，交易员表示，近阶段多项经济指标超预期增长，将继续在基本面角度对人民币汇率的表现带来稳固支撑。就短期而言，由于人民币对美元即期汇价在接近6.45一线水平持续面临较强的美元买盘，且国际外汇市场上美元指数逢低做多力量出现明显抬升，短时间内人民币汇率可能还会在6.45至6.48区间出现偏强震荡的拉锯走势。

机构观点方面，国泰君安认为，目前美元已经由“强势周期”转入“弱势周期”，国内汇率政策风险也已经大幅降低。随着人民币汇率双向波动常态化，以及离岸市场上的“做空力量”显著弱化、外储回升提振市场信心，人民币汇率仍将会继续持稳。此外，海通证券周三也表示，考虑到国内经济短期改善、美联储加息谨慎推进美元指数下行，人民币汇率短期仍会保持稳定。不过，来自中国外汇投资研究院等机构的观点也进一步指出，由于目前经济基本面不确定因素和复杂因素还未消除，未来更长时间内人民币汇率也可能面临一定的不确定性。

东北特钢再爆违约 8亿中票未按期兑付

东北特钢债券违约事件进一步发酵。4月12日，东北特殊钢集团有限责任公司(简称“东北特钢”)再次曝出违约，其8亿元中票“13东特钢MTN”未能按期足额偿付利息，已构成实质性违约。

东北特钢在12日发布的公告中表示，公司2013年度第二期中期票据(债券简称：“13东特钢MTN2”)应于2016年4月12日兑付利息。截至到期兑付日终，公司未能按照约定筹措足额偿付资金，“13东特钢MTN”不能按期足额偿付利息，已构成实质性违约。

此前，东北特钢8亿元短

融债“15东特钢CP001”和10亿元超短融债“15东特钢SCP001”已先后因不能按期足额偿付而构成实质性违约。此次违约的“13东特钢MTN”未能按期足额偿付利息，已构成实质性违约。

东北特钢方面表示，因国内经济下行压力和钢铁行业产能过剩带来的恐慌情绪叠加影响，使得公司原计划的融资部署全部落空，致使公司现金流极度紧张。公司正通过多种途径积极筹措资金，尽快完成“13东特钢MTN”兑付。(王姣)

转债整体表现逊于正股

</div