

流动性季节性回暖

7天回购利率或难跌破3%

■本报记者 张勤峰

2月6日,7天回购利率 R007)反弹10bp至3.45%,但仍较春节后首日(1月29日)回落约77bp。分析人士指出,季节性干扰退潮后,银行体系流动性将迎来自我修复,资金利率有望回归常态水平。不过,节后流动性的改善程度将不及往年,7天回购利率突破3%的概率不大。

资金利率回归常态

上周逆回购密集到期,然而资金市场反应平淡,回购利率仅稳中略升。随着逆回购到期影响的消退,自上周五开始,各期限资金利率普遍明显回落。

6日,资金面延续宽松态势,质押式回购利率继续整体走低。指标品种隔夜回购利率接力下行14bp至2.79%,相比春节后首个交易日(29日)的水平低约50bp,7天



数据来源:Wind资讯

回购利率则在前日3.35%基础上反弹10bp至3.45%,但仍然较29日累计回落77bp左右。

当前资金利率回落在意料之内。根据经验,春节过后流动性一般会出现季节性的改善,这主要受节后现金大规模回流银行体系的推动。实际上,流通中现金

的流动性短期稀缺后,节后随M0重新回落资金面迎来改善自然也就不难预料了。

除此以外,当前推动资金利率回落的原因,可能还包括外汇占款流失状况好转,以及信贷投放增加有利于加快货币派生等。

继续下行空间有限

应该说,在季节性干扰解除后,资金面回归常态顺理成章。外汇占款若恢复正常也将推动流动性的自我修复。然而,对资金利率的下行空间过于乐观并不可取。市场人士预计,今年节后流动性的改善程度将不及往年,7天回购利率突破3%的可能性不大。

这主要受两方面因素制约。首先,此前一直制约资金面的不利因素依然存在。目前公开市场到期量急剧增加,而节后随着现金重新回流银行体系,M0迅速下降。当观察到春节前因M0增长而导致

同时随着直接融资规模不断扩大,大盘转债和大盘股发行或将继续对资金面构成短时冲击。

其次,法定准备金率导致节后现金回流的正面影响将不及往年。当前法定准备金率居高不下,随着现金大规模回流银行体系,每月因新增存款而需补交的准备金也会集中增加,即便外汇占款恢复正常,但只要规模不明显回升,估计只能勉强应付存款自然增加所带来的法定准备金补缴量。

根据中金公司的测算,2001年-2011年,历年春节后一个月7天回购利率与上年四季度均值相比大约会回落28bp左右。2011年四季度,7天回购利率中位数为3.58%。如此推算,未来7天回购利率波动的底线应在3.30%一线。本周一,7天回购利率报3.45%,进一步下行的空间不大。中金公司表示,若无额外流动性补充,7天回购利率跌破3%的可能性不大。

2月份,基本面对债券市场的影响总体偏多。利率债方面,中长期推荐国债,中短期推荐金融债。中长期(5年以上,不含5年)金融债收益率经过前期回落后相对国债优势已经不明显,未来即使利差继续回落,估计空间已经不大,但中短期(5年以下,含5年)相对国债还有一定的安全边际。目前10年期国债(进而金融债)收益率受制于11年期定存利率瓶颈,在短期降息可能性不大,或者说市场降息预期不明朗时,估计仍以小区间徘徊为主。不过如果接下来1年期央票发行利率再次下调,那么长期限国债(金融债)收益率就有可能继续回落。

瑞银证券:维持小幅区间震荡

由于流动性改善和回购利率回落的速度可能较市场此前预期的要慢,这在短期内可能在一定程度上抑制利率市场的表现。与此同时,较强的经济数据可能对中长期限的利率品种构成一定的压力。当然,由于降低存款准备金率的政策预期落空可能压制投资者的风险偏好,短期内避险资金大幅从利率

信用产品

中金公司:警惕AAA级中票回调风险

阶段性地看,AAA级中票收益率进一步下降的空间有限,且存在20bp左右回调的风险,建议投资者放慢配置节奏,等待收益率回升时的介入机会。首先,AAA品种信用利差快速回落至历史中位数与近期中长期品种供给明显较少有关。考虑到春节因素,尚不能判断信用债供给已进

入趋势性下降阶段,而且由于收益率的快速下行,高等级债券与贷款相比节约融资成本的优势更

加明显,反而可能刺激潜在供给增加。其次,去年四季度以来基

金、券商、信用社等交易型机构信

用债增持力度明显较大,不排除

有阶段性获利了结的可能,导致

短期抛压增大。

东方证券:中高评级产品仍有上涨空间

节后流动性紧张情况缓解,但机构谨慎情绪依然存在,推升中长期利率债收益率上行。10年期国债收益率从3.38%上升至3.44%;10年期金融债收益率从3.93%上升至3.97%。尽管上周五7天回购利率回落至3.3%附近,但我们认为未来资金面仍将偏紧,7天回购利率下行至3%的可

可转债

中信建投:高抛低吸波段操作

目前市场预期进入一个暂时性的空白期。市场预期空白期的特点之一是大盘股的安全边际更高。从防御性考虑,大盘转债安全边际高,包括银行转债、石化转债、国电转债等。其次是债底保护,目前到期收益率4%以上的有川投转债,5%以上的有澄星转债、博汇转债、唐钢转债、新钢转债。市场预期空白期的特点之二

是能力不大,这抑制了中长期利率债收益率下行空间。节后AA以上

评级的短融、中票与国债利差继

续回落,若利率债在目前水平震

荡,信用利差回归历史均值,那么

中高评级信用债仍有一定的回

落空间。中低评级信用债收益率趋

势性好转的机会尚未出现,回暖

仍需一定时间。

央票重启预期落空

■本报记者 张勤峰

连续五周暂停发行后,周一市场仍然未能等来央票重启的公告。有市场人士表示,在周一恢复央票询量后,央票发行最终未能成行,或表明货币当局在流动性管理工具选用上较犹豫。

为满足“双节”资金需求,去年12月27日央行发行40亿元1年期央票之后,央票发行与正回购操作双双暂停,公开市场

例行操作就此陷入停滞。不过,据银行间交易员透露,2月6日上午央行要求公开市场交易商恢复申报央票需求量,通常这意味着央行将要发行央票。应该说,当前恢复央票发行的条件已基本具备。自上周五开始资金面改善,伴随资金成本回落,央票收益率有所下移,本周一银行间1年期央票收益率报3.47%,略低于一级市场发行利率3.49%,恢复少量发行并不

存在太大的难度。

事实上,待资金面回归常态,公开市场重启正常操作在情理之中。从历史上看,若央票恢复发行,也符合央行“节前投放,节后回笼”的一贯做法。数据显示,2005年-2011年7年间,春节前两到四周时间,公开市场操作多为净投放,而节后四周除去2011年以外,央行均进行了较大规模的净回笼。2011年的例外,主要是因彼时准备

金率已连续多次上调,且当月就有一次调整,因此央行选择通过公开市场净投放以对冲上缴准备金的影响。

然而,央票重启最终还是未能成行。有市场人士表示,央票询而未发,表明货币当局在对短期货币信贷形势的判断上存在分歧,对于流动性管理工具的选用较为犹豫,未来进一步的操作可能需视信贷投放、外汇占款等关键变量而定。

商品货币领跌亚市

■外汇市场日报

周一亚太市场交易时段,主要非美货币承压下挫。虽然上周美国非农数据和失业率利好市场,日本股市也在亚市中有不错表现,但投资者对希腊债务问题的担忧和本周几个主要国家议息的不确定性仍旧压制市场的交投需求,美元兑大多数货币报价均都有不同的上涨,之前涨幅较大的商品货币兑美元报价跌幅较大。

美国劳工部3日公布的数据

显示,美国1月份失业率进一步走低,跌至8.3%,创36个月来最低水平,预期为8.5%,前值仍为8.5%。1月份美国非农就业人数环比增加24.3万人,创去年4月以来的最大涨幅,此前预期增长15.0万人;12月份修正后为增长20.3万人,初值为20.0万人;失业率和非农数据大幅开好不但暗示美国经济正在持续复苏,而且令投资者对全球经济担忧有所降温,同时鼓舞了市场参与者信心,风险偏好情绪升温令相关风险资产受益。

虽然风险情绪升温令人鼓舞,但欧债问题时刻牵动着市场敏感度神经,6日主要风险货币兑美元报价未能上涨多受此

牵制。非农数据大幅开好不但暗示美国经济向好,而且在一定程度上降低了美联储继续实行量化宽松政策的可能性,本周内将陆续公布的澳大利亚联储、欧央行、英国央行的议息决定以及会后声明成为周内市场关注度焦点。

受澳大利亚通胀数据和官方言论支撑,市场预期澳洲联储继去年底连续两次降息后或将继续降息25个基点至4.00%。此前澳大利亚总理吉拉德曾表示,澳大利亚有进一步降息的空间,但做决定的将是澳洲联储。周一数

据显示,澳大利亚1月份TD-MI基础通胀指数月率上升0.3%,年率则增长2.2%。澳大利亚1月TD-MI基础通胀指数月率和年率前值分别为0.5%和2.4%。数据暗示通胀年率、月率增速放缓,而年率数值稳居澳洲联储长期通胀目标区间之内(澳联储长期通胀目标为2%-3%)。同时市场预期英国央行维持0.5%的基准利率不变。但英央行是否会向该国经济中额外注入500亿英镑量化宽松资金仍有悬念。

截至北京时间周一20:00,美元指数报于79.38附近,欧元兑美元交投于1.3054附近,美元兑加元交投于0.9967附近。

人民币汇率小幅走低

■本报记者 王辉 上海报道

引,人民币或继续围绕6.30整数关口震荡,中期来看则有继续走强的可能。

在6日银行间外汇市场人民币即期交易方面,美元兑人民币即期汇价当日小幅高开于6.3072,收盘报6.3121,较前一交易日上涨0.15%,与当日的中间价水平基本保持一致。境外市场方面,6日美

元兑人民币无本金交割远期(NDF)外汇1年期合约继续交投在6.27附近,与前一交易日相比无明显变化。

上周五,美国政府公布的1月份非农就业人数环比增加24.3万人,远超过市场预期的14万人;而1月份该国的失业率也由2011年12月份的8.5%

降至8.3%。但好于预期的就业数据在提振股市与大宗商品市场的同时,却未对美元指数带来推动。有分析人士指出,在美联储1月末进一步强化宽松货币政策基调的背景下,美元中期仍有走弱预期,人民币等非美货币对美元汇率则有可能维持强势。

欧债危机缓和助欧元波段走强

■兴业银行 蒋舒

为是“蓄谋已久”的QE3即将发动的信号。然而,正如我们之前强调的,对于判断QE2之后的美国货币政策走向,多空双方与其站在各自的角度不断争执下去,倒不如尝试着站在货币当局的立场去揣测美联储可能采取的选择。

目前在主要经济指标中,最令美联储头疼的依然是居高不下的失业率。美国一般大众并不会十分在意GDP数据如何,也未必认同全球经理人对于美国经济的评估,他们最关心的经济指标莫过于失业率。不少美国评论嘲讽占领华尔街运动的人大都是为了发泄失业挫折的不满,同时这也表明仅靠抽象的GDP和PMI数据而没有真实的就业改善是很难在美国大众中形成经济危机已经过去的共识。

要运用失业率来评估美联储推出QE3的可能性,不妨温习一下去年我们在展望美国货币政策时所做的评论:假使美联储近期

推出刺激政策,万一出现美国失业率下降和经济复苏加速的情况,那么第三轮量化宽松政策(QE3)会带来不必要的通胀高企,美联储的货币政策必然会被遭到各方“秋后算账”的指责;相反,如果美联储在观望了失业率走势后再做决策,即使出现失业率居高不下甚至继续上扬的恶劣局面,那时候美联储再推出量化宽松政策(QE3)虽然会有不少反对的声音但是却更容易被各方所接受。

自从2011年8月以来,经过季调的美国失业率已经连续5个月下降,从2011年8月的9.1%降至2012年1月的8.3%。如此幅度的失业率下滑虽不至于令人得出美国经济铁定复苏的鲁莽结论,但却足以降低近期美联储推出QE3的可能性。

欧债危机暂时缓和

当有些分析人士从“山的那

一面”——美联储推出QE3的预期以及美元走弱导致欧元被走强寻找原因时,笔者更倾向于从“山的这一面”欧元出发,认为是近期欧洲峰会达成的新财政协议缓和了欧债危机进一步恶化的恐慌情绪,从而推动欧元回升。尽管不少市场评论对于新财政协议心存怀疑,但是从我们之前提及的观察市场对于欧债危机反应的温度计——美元3个月LIBOR-OIS利差来看,该利差在1月下旬和2月初从之前50个基点以上回落到41个基点,尽管离欧债危机之前10-15个基点的正常水平还有着很大的差距,但是至少表明在近期欧债危机恐慌情绪不仅没有深化反而出现了一定幅度的缓解。近期欧元走强,大部分原因归功于此。

不过,欧债危机虽有所缓和,但不能排除市场存在反复的可能,将当前欧元走强看作是波段式的反弹较为合适。

■债市策略汇

利率产品

国信证券:中长期选国债 中短期看金融债

2月份,基本面对债券市场的影响总体偏多。利率债方面,中长期推荐国债,中短期推荐金融债。中长期(5年以上,不含5年)金融债收益率经过前期回落后相对国债优势已经不明显,未来即使利差继续回落,估计空间已经不大,但中短期(5年以下,含5年)相对国债还有一定的安全边际。目前10年期国债(进而金融债)收益率受制于11年期定存利率瓶颈,在短期降息可能性不大,或者说市场降息预期不明朗时,估计仍以小区间徘徊为主。不过如果接下来1年期央票发行利率再次下调,那么长期限国债(金融债)收益率就有可能继续回落。

瑞银证券:维持小幅区间震荡

由于流动性改善和回购利率回落的速度可能较市场此前预期的要慢,这在短期内可能在一定程度上抑制利率市场的表现。与此同时,较强的经济数据可能对中长期限的利率品种构成一定的压力。当然,由于降低存款准备金率的政策预期落空可能压制投资者的风险偏好,短期内避险资金大幅从利率

市场撤离的可能性较小。而且流动

性改善的趋势仍然比较确定(虽然

速度可能比预期的要慢),因此我

们认为利率市场短期内将维持小

幅区间震荡的走势,在这样的市场

环境下,建议投资者可继续维持前

期的仓位,持券等待,特别是我们

前期推荐的定存浮息债仍然具有

较高的相对价值。

信用产品

中金公司:警惕AAA级中票回调风险

阶段性地看,AAA级中票收益率进一步下降的空间有限,且存在20bp左右回调的风险,建议投资者放慢配置节奏,等待收益率回升时的介入机会。首先,AAA品种信用利差快速回落至历史中位数与近期中长期品种供给明显较少有关。考虑到春节因素,尚不能判断信用债供给已进

入趋势性下降阶段,而且由于收

益率的快速下行,高等级债券与

贷款相比节约融资成本的优势更

加明显,反而可能刺激潜在供

求增加。其次,去年四季度以来基

金、券商、信用社等交易型机构信

用债增持力度明显较大,不排除

有阶段性获利了结的可能,导致

短期抛压增大。

东方证券:中高评级产品仍有上涨空间

节后流动性紧张情况缓解,但机构谨慎情绪依然存在,推升中长期利率债收益率上行。10年期国债收益率从3.38%上升至3.44%;10年期金融债收益率从3.93%上升至3.97%。尽管上周五7天回购利率回落至3.3%附近,但我们认为未来资金面仍将偏紧,7天回购利率下行至3%的可