

“钱荒”肆虐 布局反弹时机未到

□本报记者 王辉

5月中下旬以来,伴随市场资金面不断收紧,债市收益率曲线呈现平坦化上行,其中短端收益率大幅抬升。分析人士表示,对于市场相关机构而言,一方面本轮资金面趋紧可能将持续一段时间,投资仍需降低投资杠杆,并继续考虑利用当前特殊的流动性环境寻求资金拆借的高收益;而另一方面,目前收益率曲线短端已积累不小涨幅,投资者在适当时机也可以提前埋伏流动性改善后市场大概率将出现反弹行情。

基本面的支撑未动摇

伴随着近期市场收益率在资金面重压下不断拾级而上,本轮流动性风波,不仅打破了前期债市盘整的节奏,同时也给投资者带来极大的负面预期。不过,多数机构仍认为,当前及未来相当长时间内,宏观经济、通胀水平等债市基本面不会发生改变,市场长期趋势不会就此发生逆转。

第一创业表示,虽然短期回购利率居高不下,但国债长端收

益率已开始止升,这其中就包含了对当下弱势经济的进一步确认。从近期实体经济实际运行情况来看,生产、消费和物价轮动向下,而投资难以具备持续升力。在此背景下,在5月份之后,二、三季度宏观经济的继续下探将更加确定。

中金公司报告进一步指出,如果在中短期内,货币政策不主动放松,那么广义流动性和狭义流动性的收缩还会持续。广义和狭义流动性的收紧尽管对债市会形成一定的负面冲击,但其对经济的负面影响更大,也更深远。因此,未来一两个季度GDP同比增速还会下降,尤其是在出口数据的水分被挤出之后。而在物价方面,货币增速以及经济动能的下降,也将系统性降低国内的通胀压力。在这种情况下,从长期来看,货币政策显然具备重新放松的基础,继续有利于债市长期表现。总体而言,相关基本面将继续主导债券市场向好的长期趋势。

复合策略谋求稳健收益

流动性持续紧张对债市机

构投资交易提出了更高要求。分析人士指出,本轮资金紧张具有一定持续性,短期需要适当降低杠杆,规避风险。不过,以往流动性紧张推高债券收益率的情况并不鲜见,而后随着流动性改善,市场往往会出现一定的交易机会。眼下收益率曲线尤其是短端已积累不小涨幅,在适当时机投资者也可以提前埋伏可能出现反弹行情。

海通证券报告指出,目前超储率处于历史低位,加上季末来临,若央行不逆回购或降准,资金利率恐持续高位运行。因此,相关机构需降低操作杠杆。与此同时,央行对于放松货币较为谨慎,或为警示金融风险,让金融机构表外业务降低杠杆,但这势必会降低融资增速,加剧经济下滑,从而推动长期高等级债券盈利的确定性增加。因此该机构建议长短结合,去杠杆加久期,降低风险,获取确定性收益。

第一创业和中金公司则建议投资者对本轮资金面紧绷时期结束之后的波段交易机会进行重点把握。第一创业表示,一旦市场胶



着的流动性局面被打破,债券将随基本面重回下行趋势,当下忍耐必能够将捕捉到交易机会。

中金公司进一步指出,对于债券市场而言,短期内资金面持续偏紧对短期债券的冲击最大,短端利率可能维持高位甚至继续走高。但由于市场对于经济下滑和后续货币政策放松的预期在逐步增强,中长期债券未来仍存在交易性机会,因此中长期债券收益率不会出现较大幅度的

上升,甚至在未来经济数据进一步下行的情况下还会逐步下降。此外,Shibor浮息债由于3个月Shibor利率的跳升,未来也将有一定交易机会。

而兴业证券债券投资经理朱文杰表示,未来资金面回暖,受益最大的无疑是短期品种。但目前资金面改善的迹象尚不明显,拆借资金的收益则十分可观,因此开始布局波段交易机会可能还不甚合适。

资金面VS基本面 守得云开见月明

□中信银行 崔小龙

6月以来,市场利率的大幅攀升彻底打破债市的沉闷,债券收益率曲线呈现快速平坦化上移的变化特征。笔者认为,守得云开才能见月明,虽然短期内资金面紧张加大金融市场机构去杠杆压力,交易风险不断加大,但弱增长、低通胀预期持续被强化,债牛进程没有改变,当前收益率的快速攀升增大了资产配置的空间。

资金面冲击短端

近期资金面的过度紧张缘于国际资本阶段性净流出,财政缴款、银行分红等周期性因素也起到推波助澜的作用。短期来看,政策层面并不倾向于放松货币,资金面难改紧平衡格局。

一方面,央行并无放松货币的必要性。5月M2同比增长15.8%,连续数月保持高位增长,央行选择主动放松货币政策的概率较小,银行间市场短期内难以改变紧平衡的流动性格局,同时虚高的货币增长与社会融资总规模的高位增长并没有明显加速经济复苏进程,却不抬抬高国内地产市场的水位,反而给央行收紧银根增添了几分压力。

另一方面,经济增长放缓的预期已经蔓延至东亚各国,外资呈现大幅撤离态势,而调控政策往往率一发而动全身,一旦央行放松货币,市场势必强化对中国经济增长放缓的预期,致使热钱加速逃逸,反过来弱化政策效果,加剧资金面的紧张局势。

当然,考虑到经济复苏力度偏弱、通胀压力暂时无忧,政策面也不会断然收紧。6月份是揽储旺季,且银行有提高备付的需求,存款准备金补缴等负面影响难以散去,资金面紧张格局短期内难见明显改观,或继续对债市产生负面冲击,特别是短端债券,收益率仍有一定的上行空间。

基本面稳固长端

从国民经济运行数据来看,近期无论是投资还是消费,均低于市场预期。在政策调控之下,房地产与制造业投资均出现明显回落,基建投资也呈现回落趋势,国内需求压力不断显现。同时,随着外管局新规出台,进出口的真实数据逐渐浮出水面,5月对外贸易数据大幅走低或许只是一个开始。应该说,外部需求本来就存在不确定,叠加上海外竞相量化造成的人民币快速升值,外需的风

险似乎更加显著,这与近期PMI数据以及出口交货值的低位增速反映的情况基本一致。

需求层面“内忧外患”,恐将迫使企业再度陷入主动去库存进程,工业增加值等生产数据出现台阶式下移或许只是时间问题。近期已有多家机构下调对中国经济增长的预期。前瞻性地看,就算后续政府出台一些刺激政策,恐怕也只能推动国内经济出现小幅反弹,经济潜在增速平台下移的势头难以扭转。

与此同时,5月CPI同比再次低于预期,环比大幅低于季节性,通胀压力进一步减轻。

总体而言,弱增长、低通胀预期不断强化,支持债券收益率尤其是长端收益率保持低位运行,短期资金面紧张导致的收益率上行反而可能为债市提供一定的交易机会。当前长期国债收益率表现的异常坚挺已在一定程度上反映出市场的看法。但短期内,货币政策不具备放松的条件,短期债券调整压力较大,收益率曲线平坦化上移趋势有加剧的风险,而且信用利差扩大的趋势明显,幅度将按照评级由高到低依次增大,尤其是中低评级信用债,调整幅度超预期概率较大。

买盘略有恢复

开12成交在3.89%,较上一交易日上行3BP;剩余2.84年的13农发07成交在3.90%,较估值上行2BP。

信用债买盘增多,超短端收益率受资金面紧张的影响收益率依然大幅上行,中短期产品收益率小幅上行,长端成交清淡。剩余118天的13五矿SCP005 AAA)成交在4.75%,较估值上行20BP;剩余165天的12重汽CP001 AA+)成交在4.90%,较估值上行22BP;剩余285天的13赣铁CP001 AA)成交在5.04%,上行18BP;剩余期限281年的13中南方MTN1 AAA)成交在

4.53%,较上一交易日上行4BP;剩余期限3.41年的11五矿MTN1 AAA)成交在4.59%附近,上行4BP;剩余期限4.83年的13伊泰煤MTN1 (AA+)成交4.99%,与上一交易日持平。

昨日资金利率出现一定回落,但并不代表资金紧张的趋势已出现扭转。市场资金面总体偏紧,7天以上资金依然比较紧缺,流动性紧张局面在月内看不到明显改善的希望,而随着半年末的到来,更有可能呈现再度收紧的态势。短期内,资金面主导了债市走势,短端收益率调整空间犹存。

400亿元国库定存20日招标

□本报记者 张勤峰

据央行网站消息,财政部、央行定于6月20日进行2013年中央国库现金管理商业银行定期存款(三期)招投标。本期操作量400亿元,期限6个月(182天)。

银行转债全线飘红

□本报记者 葛春晖

在股市震荡筑底过程中,转债市场的防御特征再次显现。17日,尽管沪深主要股指小幅下跌,但中证转债指数连续第二个交易日小幅收涨,且个券表现总体好于正股。当日上证综指收于2156.22点,较上一交易日微跌5.83点或0.27%,深证成指收于8404.50点,

市场人士指出,在资金面吃紧、临近季末考核之际,本期国库库定存招标将为银行间市场注入一些“活水”,但同时不难想象到各家商业银行对于这笔可观的存款将展开激烈的争夺,招标利率上行几乎难以避免。

此前,财政部、央行于今年4月和5月分别开展了一期国库现金定存招标,期限均为6个月,中标利率分别为4.50%和4.80%。

值得一提的是,今年前五个月均有国库定存到期,而6月份恰好处于国库定存到期的空窗期。此前,财政部、央行于今年4月和5月分别开展了一期国库现金定存招标,期限均为6个月,中标利率分别为4.50%和4.80%。分析人士指出,股市完成筑底仍有待时日,对于一些中小盘偏股型转债仍需谨慎,但考虑到前期股市风险已经得到一定释放,对于一些流动性较好的平衡型转债可适当关注。当前银行转债已经呈现类债券属性,在市场调整中可择机低吸、波段操作。

此前,财政部、央行于今年4月和5月分别开展了一期国库现金定存招标,期限均为6个月,中标利率分别为4.50%和4.80%。

值得一提的是,今年前五个月均有国库定存到期,而6月份恰好处于国库定存到期的空窗期。此前,财政部、央行于今年4月和5月分别开展了一期国库现金定存招标,期限均为6个月,中标利率分别为4.50%和4.80%。分析人士指出,股市完成筑底仍有待时日,对于一些中小盘偏股型转债仍需谨慎,但考虑到前期股市风险已经得到一定释放,对于一些流动性较好的平衡型转债可适当关注。当前银行转债已经呈现类债券属性,在市场调整中可择机低吸、波段操作。

首破6.16

人民币兑美元中间价碎步创新高

17日,人民币兑美元汇率中间价延续碎步创新高的走势,连续第四个交易日刷新2005年汇改以来的最高纪录。与此同时,在中间价坚挺的带动下,人民币兑美元即期汇率连续第二个交易日走高。

据中国外汇交易中心公布,17日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价较上周五微涨9个基点,报6.1598,为汇改以来首度突破6.16关口。值得一提的是,在6月7日以来的连创新高过程中,除7日涨幅达到117个基点外,该中间价最近三个交易日的每日涨幅均在10个基点以内。市场人士表示,这主要与近日美元指数跌

幅显著收窄有关,同时也反映出我国货币当局维护人民币币值稳定的意愿。

即期汇市方面,17日人民币兑美元汇率摆脱5月底之后持续弱于中间价的走势,全天高开高走,尾盘收于6.1250,较上周五上涨58个基点,较当日中间价高出348基点或0.56%。市场人士表示,相对于端午节前的大量购汇,近两个交易日购汇盘有所减少,从而使得结汇盘占据上风。总体来看,虽然结汇力量重新占据市场主导,人民币汇率有望继续保持强势,但受经济面疲软以及外汇监管效应持续的影响,短期内人民币升值的空间预计有限。(葛春晖)

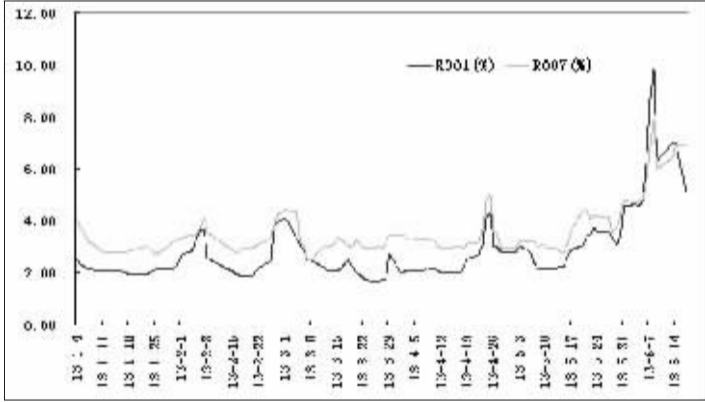
资金利率短降长升

隔夜回购利率跌逾200BP

17日,银行间市场资金面略见好转,隔夜回购加权平均利率下跌超过200BP。不过,1个月及更长期限回购利率则继续走高,显示机构对于中长期资金面预期依旧谨慎。

当日银行间质押式回购市场上,隔夜回购受较低开盘价影响,加权平均利率较上一交易日大跌214BP,收于4.88%,成交额继续温和放大。7天回购加利率收于6.89%,仅较上一交易日微降1BP,导致其部分需求转向隔夜品种,成交有所下滑。中期品种方面,跨季末的14天、21天回购加权平均利率分别收于6.62%、6.55%,分别下跌106BP、173BP,成交也有所减少。长期品种交投活跃,加利率率全线上行,1个月、2个月、3个月回购加权分别上涨5BP、11BP、2BP。

短期资金利率出现一定回落



20亿 央行重启央票发行

在上周四停发央票后,央行似乎并不愿意让刚恢复发行不久的央票再度销声匿迹。央行17日晚发布公告,将于本周四(6月18日)发行2013年第十期中央银行票据。本期央票期限3个月(91天),发行量为象征性的20亿元。

有交易员猜测,央行重启央票发行的原因,或在于短期紧张的资金面已出现一丝缓和。上周五尾盘时,资金面突然放宽,带动隔夜回购利率收盘下探4%位置,而本周一在准备金退款的作下,隔夜回购加利率也出现显著下行。

不过,一些市场人士指出,在资金面整体较为紧张,尤其是在跨月资金稀缺的背景下,央行重

启央票发行将加大市场对未来流动性的担忧情绪。事实上,眼下机构非常期待央行在上周停发央票、暂停正回购的基础上,恢复逆回购交易或动用SLO工具进一步投放货币以解短期燃眉之急。央票重启发行,无疑是宣布了这一希望的破灭。更有机构认为,上周四央票、正回购暂停操作,可能不是央行流动性态度出现了变化,而是由于假期央行无法开展公开市场询量所致。

数据显示,本周公开市场到期资金只有320亿元,即便央票只进行象征性发行,银行间市场能够从公开市场中获得的流动性补充也十分有限,资金面短期难见明显改善。(张勤峰)

■ 新债定位 | New Bonds

13农发11		预测中标利率区间[3.88%,3.98%]			
债券期限	3年	招标数量	130亿元	债券品种	固定利率
付息方式	按年付息	招标方式	荷兰式利率招标	招标日期	6月18日
缴款日	6月24日	上市日	6月28日	手续费	0.05%

13农发12		预测中标利率区间[3.96%,4.04%]			
债券期限	5年	招标数量	100亿元(可追加30亿)	债券品种	固定利率
付息方式	按年付息	招标方式	荷兰式利率招标	招标日期	6月18日
缴款日	6月24日	上市日	6月28日	手续费	0.10%

顺德农商行:受资金面影响,近期债市收益率曲线呈现平坦化上行走势,一级市场上6个月农发贴现债、9个月贴现国债均在发行利率大幅走高的同时出现部分流标现象。但是上周五午后债市的买盘有所增加,市场活跃度有所上升,且当日发行的5年、10年进出口债一级市场出现溢价成交。预计13农发11、12中标区间分别为3.88%~3.93%、3.96%~4.01%。

国海证券:上周利率债招标结果普遍高于估值,而且目前的估值存在滞后,较成交水

平略低。在流动性预期未改的情况下,近期利率债将出现整体招标结果偏高的局面。预计13农发11中标区间为3.94%~3.98%,13农发12的中标区间为4.00%~4.04%。

国海证券:从最近招标的口径行债结果来看,资金面对短端收益率的影响比较大。预计13农发11中标利率将略高于二级市场水平,综合考虑手续费和缴款等因素,预计中标利率区间为3.88%~3.93%。预计13农发12中标利率区间为3.98%~4.03%。(葛春晖整理)