

流动性宽松刺激市场做多热情 期债放量上攻 短期氛围偏多

□本报记者 葛春晖

周四，由于市场资金面乐观预期进一步巩固，期债投资者做多情绪高涨，国债期货合约全线放量上攻。市场人士表示，当前资金面与基本面配合较好，债券期、现市场氛围短期偏多；但中长期来看，考虑到未来流动性可能伴随“热钱”流入放缓而重新趋紧，经济下行程度也有待观察，债券市场难言出现趋势性拐点，期债操作仍需谨慎。

**三合约全线收红
总成交放大近五成**

经过周三的短暂调整，周四（2月27日）国债期货市场再次发力上攻，三个期限合约全线收红，成交量环比放大近五成。市场人士表示，央行日前关于流动性的言论和昨日的公开市场操作情况，进一步巩固了市场对于资金面的乐观预期，期债投资者的做多热情较上一交易日明显高涨。

数据显示，昨日主力合约TF1406收于93.182，上涨0.32%，成交2508手，增仓282手；TF1403和TF1409合约分别上涨0.37%和0.27%，三个合约总成交量达到3019手，较上一交易日扩大43.2%，总持仓量增加159手至4706手。

昨日银行间货币市场上，虽然7天回购利率受月末因素影响反弹34BP至3.44%，但其余期限品种变动不大，隔夜回购利率仍处于近11个月以来的低位水平。银行间现券市场上，收益率继续走低，CTD券13附息国债20下行约6BP，14附息国债03下行约18BP。

新华社26日援引央行有关部门负责人的话表示，当前我国货币市场利率保持波动下行，银行体系流动性总体较为适度。该言论无疑给投资者吃下一颗定心丸。此外，昨日央行继续开展14天正回购操作，600亿元的交易量明显低于市场预期，进一步稳定了投资者信心。

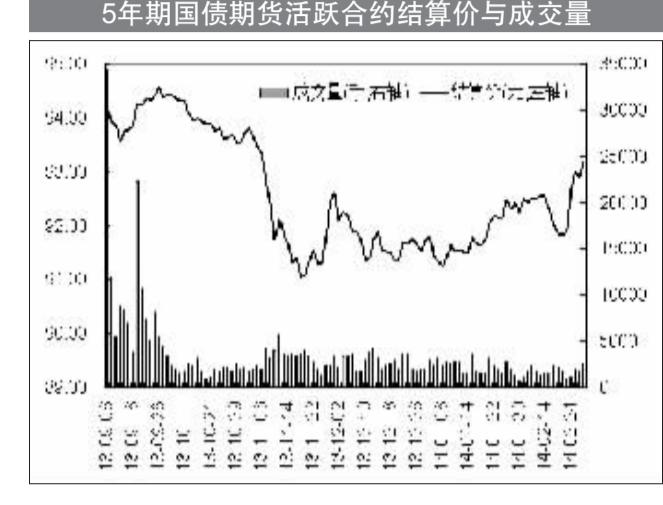
**短期或还有上行空间
中长期操作需谨慎**

目前市场观点普遍认为，当前资金面和基本面配合较好，近期国债期货市场整体氛围依然偏暖。中国国际期货分析师郭佩洁表示，一方面，央行认可货币市场利率下行行情，对利率债形成中期利好；另一方面，周六即将公布官方PMI数据，市场预计其继续下滑，基本面偏弱将提升中长期利率债的配置需求，预计期债合约价格仍有上行空间。

而对于期债市场的中长期趋势，市场看法则偏向谨慎。华泰长城期货分析师在其最新报告中指出，从资金面来看，近期人民币汇率大幅贬值，不管是央行通过主动购汇来引导贬值预期，还是企业购汇引发贬值预期，都会促使贬值波动预期的形成，从而带来热钱减少，配合央行持续正回购，国内流动性紧张再度进入收紧或许仅仅是时间上的问题；就基本面而言，从发电量等高频指标来看，春节后经济反弹的力度较为明显，目前断言经济走弱为时尚早。

申银万国分析师则进一步指出，尽管即将公布的2月份PMI不免发生淡季回落，但真正能够带来利率趋势性下行机会的只有经济出现加速下滑，而当前的经济走弱并不具备加速性质，因此基本面并不支持利率产品出现趋势性拐点。

就当前操作策略而言，有市场人士表示，资金面宽松加上基本面配合，一些交易户难免要趁机炒作一波，但现在合约价格已经创下近三个月新高，因此操作策略上建议轻仓偏多，谨慎型的投资者可待市场回调后再伺机而动。



期债跨期价差将逐渐回落

□安信期货研究所 王昭君

国债期货TF1403合约即将进入交割月，目前TF1406合约日成交量已超过TF1403合约，成为市场新的主力合约。由于在本次移仓换月过程中伴随着期债的反转行情，2月份市场出现了较好的跨期套利机会。未来，期债跨期价差或逐步回落，前期获利的投资者可逐步获利离场，规避交割风险。

春节过后，资金面呈现季节性宽松，期债震荡上行。2月中旬，经济数据陆续公布，普遍超出市场预期，扰动债市。与此同时，为回笼节前释放的流动性，并回收市场上过量资金，央行重启正回购操作，与通胀等数据利空叠加，导致债市大幅下跌，上周TF1403合约累计下跌0.63%。作为原来的主力合约，抛压主要集中在TF1403合约上，使得跨期价差（TF1406合约-TF1403合约）逐步拉大。

而上周末针对房地产融资控制的

传闻，开启了本周期债反弹之路。尽管一些银行明确表示对房地产类贷款政策口径未有变化，但房地产市场已经弥漫着紧张的氛围。杭州等地开年后掀起的大幅度降价潮，也使得房地产市场风声鹤唳。市场的恐慌情绪加剧，股市大幅下跌，使得投资者的风险偏好降低，债市迎来短暂的回暖时机，而资金面持续宽松也为债市回暖营造了良好的环境。

由于主力合约转换为TF1406合约，在近期的反弹过程中，TF1406合约上涨的动能更强，TF1403合约由于量能缩窄，表现弱于TF1406合约，两者价差继续上移。截至2月27日收盘，两者价差为0.572，而2月7日收盘时，价差仅为0.312。

当前银行间市场现券收益率延续下行态势，利率债中长端买盘凸显，债市情绪乐观。但是，考虑到现券收益率已累积不小跌幅，后续下行空间或有限。且3月份流动性难以维持2月份的宽松，央行正回购中标利率3.8%对市

场利率的引导作用或逐渐显现，由于对市场利率中枢的容忍度逐渐提高，流动性回收的步伐不会停止。伴随着资金利率的下行，人民币对美元即期汇率也有明显贬值，加剧了资本流出的压力，若外汇占款出现变动，而央行仍持续回笼，或将对资金面产生影响。此外，从监管的角度看，对影子银行及地产融资的控制，使得偏紧货币政策基调难改。有鉴于此，国债期货跨期价差或逐步回落，且随着交割月的临近，当季合约及下季合约跨期套利的风险加大，前期获利的投资者可逐步获利离场，规避交割风险。

进入3月份后，TF1403合约可开展滚动交割，因此，持有现券的投资者可选择将TF1403合约空头寸交割。TF1312作为首个已交割的合约，其滚动交割阶段共有70手交割意向申报，进入最后交易日的交割意向有381手。截至2月27日收盘，TF1403合约多空各持仓638手，预计交割规模将与TF1312合约趋同。

国债期货屡现期现套利机会

□中信建投期货 黄桂林

近日，国债期货再度迎来一波强势反弹，市场对央行货币政策的顾虑打消后，“小阳春”行情后劲犹存。不过，我们认为今年资金面依然易紧难松，资金面终将迎来收紧的拐点，国债期货中长期走势并不乐观。值得一提的是，在国债期货市场发展初期，国债期、现走势屡现背离，可及时把握期现套利机会。

屡现期现套利机会

国债期货合约TF1403运行接近尾声，在半年多的时间里，TF1403经历了急跌到长时间震荡的过程，期间多次出现较明显的期现套利机会。

判断期现套利机会最重要的指标是隐含回购利率（简称IRR），它是投资者现在持有最便宜可交割券的多头，同时卖空国债期货合约，持有到期并交割获得的收益率。国债期货市场由此衍生出两种交易策略，一是在IRR较高时套取IRR，这可以看作是一种无风险的策略。TF1403合

约运行至今，IRR超过10%的情况出现过9次，并且在2013年12月31日达到18.85%的高位。如果投资者在当日买入100万元面值的2013年第15期国债（代码130015），同时卖空TF1403一手合约并持有至3月交割，将获得年化至少18.85%的收益，应该说是相当可观的。

另一种策略是常规的期现套利，如前所述，进行IRR套利基本上是无风险的，那么其收益率应该与相同期限的无风险基准利率相当。在操作中，一般以银行间质押式回购利率作为参照物，如果IRR远远大于相同期限的银行间质押式回购利率，则可以进行“卖空国债期货，买入现券”的套利操作。

我国国债期货市场尚处于发展初期阶段，流动性还有待提高，投资者对国债期货品种不是很熟悉，所以导致国债期货的运行与现货时常出现背离。短期来看，国债期货主力合约IRR过高的情况仍然频繁出现，直至机构投资者大规模进行套利操作，这种套利空间才会减小。

中长期走势不乐观

对于近期国债期货强势反弹，可以从两个方面加以解释。一是最近房地产利空传闻或消息，导致权益市场连续出现调整，股债“跷跷板效应”推动国债期、现市场上涨；二是春节后资金面异常宽松，市场利率不断走低，特别是近期市场对资金面在整个一季度都不会紧张的预期得到强化，直接“导演”了现券市场的“小阳春”行情。

就全年行情来看，形势并不乐观。2014年利率市场化加速已是大势所趋，资金面易紧难松，所以国债期货维持低位调整甚至继续下跌的可能性更大。虽然一季度资金面不太可能出现过紧的局面，但这一状况难以长期持续，资金面终究会迎来收紧的拐点。这个拐点最早会出现在“两会”后，最迟也会在第二季度出现。国债期货在拐点到来之前或将持续处于反弹、高位震荡调整的状态，而一旦形势明朗，将会进入下滑通道。从中长期看，国债期货跌至90元附近是完全有可能的。

一级市场“投标热”前景堪忧

□渤海银行 蔡年华

春节后，在资金面超预期宽松的刺激下，一级市场投标结果屡次低于市场预期，并带动二级市场利率联动下行，债市上演牛市陡增行情。对于一级市场能否持续走强，笔者持谨慎态度，主要原因在于央行货币政策方向以及商业银行资产负债结构调整并未转向。

近期一级市场偏暖主要得益于资金面，资金利率节后大幅下行数百基点，使得债券的交易价值陡增。目前来看，资金面超预期宽松主要有三方面原因：一是节后资金回流商业银行体系，这些资金既包括一般性存款，也囊括了“余额宝们”带来的新增同业存款，两部分加起来规模或达万亿以上；二是“热钱”流入加剧，外汇占款增长或超预期，1月份银行结售汇顺差达到创历史新高4475亿元，另外近期人民币出现超过1%的贬值，很可能缘于央行及大行大量购汇所致，相应形成了人民币

资金投放，市场预测2月新增外汇占款或超万亿；三是公开市场对冲力度远低于预期，虽然央行重启正回购操作，但净回笼资金规模有限，具有政策指引意义的央票也未重启，这使得市场流动性预期明显改善。

往后看，债券一级市场能否持续走强，关键就在于资金利率低位运行能否持续，以及债券需求是否得到实质改善。前者主要受央行货币政策的影响，后者受商业银行等机构资产负债结构的制约。

当前央行的货币政策方向确实不如节前明朗。但是，短期内应该不会出现实质性变化，主要原因在于经济并未出现明显恶化。虽然今年投资增速将低于去年，但在欧美经济复苏的助力下，市场对于我国出口的改善存在比较一致的预期，就业数据也保持平稳，货币政策放松的基础短期不存在。未来，央行公开市场正回购操作的规模会逐步增强，央票也有可能重启。

目前市场分歧主要集中在商业银

行非标资产投资的发展趋势上。尽管微观调研数据支持非标业务增速放缓的观点，但商业银行资产负债结构的调整步伐尚未结束，负债成本中枢依旧趋于上升。主要表现为：一是，一般性存款增速继续放缓，四大行存款流失明显；二是，互联网金融兴起，货币市场基金成为居民活期资金的首选产品，而该部分资金通过同业存款形式回流商业银行，提高了银行的资金成本。成本上升必然导致银行对资产收益提出更高要求，非标资产依旧是商业银行重要的配置品种，目前投资增速放缓主因在于存量规模较大，资本约束以及监管风险等。虽然节后保险机构受保费增长和资产结构调整的要求适度增加了债券的配置，另外新产品的成立也对标准债券形成一定的需求，但债券需求边际改善的持续性有待观察。

基于以上的分析，笔者认为，市场应

正回购小幅缩量 本周公开市场净回笼1600亿

央行周四（2月27日）继续开展了正回购操作，期限14天，交易量为600亿元，比周二减少400亿元，中标利率则持平于3.8%。由于本周无到期资金，因此本周央行公开市场操作共计实现资金净回笼1600亿元。相比上周，1600亿元的净回笼规模继续放大，但市场资金利率仍呈现出低位运行的态势。

Wind数据显示，27日银行间市场隔夜及7天期质押式回购利率分别报1.75%和3.44%，比26日

的1.74%和3.09%均有小幅上涨。但值得注意的是，当日14天以上的中长期质押式回购利率，多数却出现下跌。综合来看，目前会比市利率基本持平。

分析人士指出，近两周央行在公开市场开展的回收流动性的操作，暂时还没有对市场流动性偏松的格局带来实质性影响。主流观点认为，短期内央票重启的可能性不大，当前阶段央行流动性调控预计仍会以短期限工具为主，并防止流动性过度宽松。（王辉）

国开行调整今日债券发行方案 再增发至多50亿7年金融债

国家开发银行27日下午发布公告，决定调整今日（2月28日）的金融债券发行方案。在维持第六期金融债发行安排不变的基础上，国开行今日还将增发2014年第三期金融债不超过50亿元。

本次增发的债券固定面值，采用多种价格（美国式）招标方式。投标人可在一定数量标位内进行不连续投标，标位区间设置将在发行前向市场公布。本期增发债券不设立基本承销额。招投标时间安排与第六期金融债一致。（张勤峰）

5.79%。第一次付息日为2015年1月14日，以后每年1月14日为结息日，如遇节假日，则支付日顺延。本期增发债券上市后同对的原债券合并交易。

本次增发的债券固定面值，采用多种价格（美国式）招标方式。投标人可在一定数量标位内进行不连续投标，标位区间设置将在发行前向市场公布。本期增发债券不设立基本承销额。招投标时间安排与第六期金融债一致。（张勤峰）

齐鲁证券下周发行8亿短融

齐鲁证券27日发布公告称，将于3月5日招标发行其2014年度第三期短期融资券。本期短融券期限90天，计划发行8亿元，将通过全国银行间债券市场债券发行系统公开招标的方式发行，中国建设银行和中国银行为此次发行的联席主承销商。

据公告显示，本期短融券将按面值平价发行，采用固定利率方式，票面利率将通过招标系统招标确定，采用单利按年计息，不计复利。3月5日为招标日，3月6日缴款并起息，3月7日起上市流通。2014年6月4日到期一次性还本付息。

本期短融券无担保，经中诚信国际评定，发行人的主体信用评级为AA+级，本期短融券的债项评级为A-1级，评级展望为稳定。

据统计，含本期债券在内，今年前两月已披露发行公告的证券公司短融券累计达到42只，面值总额741.5亿元；而去年前两月短融券实际发行16只，面值总额452亿元。（张勤峰）

国开行下周增发五期金融债

国家开发银行27日公告，将于3月4日（下周一）对2014年第一期至第五期固息金融债进行增发，总额不超过320亿元。其中，第一期3年期、第二期5年期、第三期7年期、第四期1年期和第五期10年期金融债券增发金额分别不超过70亿元、60亿元、60亿元、60亿元和70亿元。

时间安排方面，本次增发的五期债券缴款日均为3月6日，第一至三期增发金融债的起息日为1月14日，第四、五期金融债增发的起息日为1月20日。上市时间方面，第四期上市日为3月10日，其余四期上市日均为3月12日。（王辉）

人民币中间价即期价联袂走低

27日，人民币兑美元汇率中间价与即期汇率联袂小幅走低。

27日人民币兑美元汇率中间价设为6.1224，较26日的6.1192下调32个基点。当日银行间外汇市场上，人民币兑美元即期询价交易小幅低开于6.1258，午后一度大幅下探6.1340，收盘报6.1284，较前一交易日跌36个基点或0.06%。截至2月27日，人民币即期汇率已连续三个交易

日低于中间价，2014年以来累计贬值1.23%。

分析人士表示，近几日美元指数在国际汇市以窄幅震荡为主，人民币汇率尤其是即期汇率的不断走软，更多还是市场自身交易层面的反应。结合本周以来海外市场NDF等人民币远期汇率不断走低的情况来看，短期内人民币汇率或将延续小幅走贬。（王辉）

兴业银行公告称，将于2月28日发行该行今年第003期同业存单。本期同业存单期限3个月，计划发行30亿元。本次采用报价发行方式发行，发行价格为98.7070元。

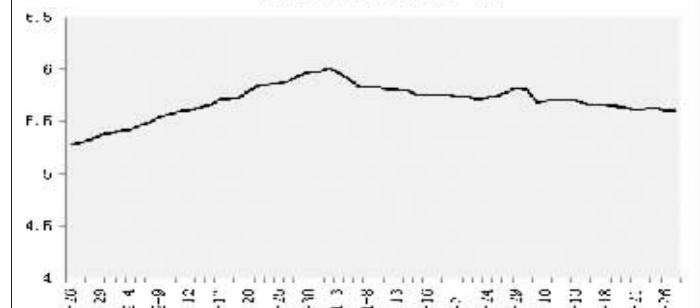
兴业银行今年第001期、第002期同业存单已分别于本月21日、26日成功发行，期限均为3个月，发行金额分别为20亿元、50亿元。其中，第001期发行价格为98.6650元，对应参考收益率为5.55%；第002期中标价格为98.7230元，对应参考收益率

率5.30%。

有交易员表示，当前资金面宽裕，银行间资金成本不断走低，或将吸引试点银行加速同业存单供给。

值得一提的是，中国银行27日公告了该行2014年度同业存单发行计划。据公告显示，中国银行今年同业存单发行额度为1000亿元，发行方式分为公开发行和定向发行。其中，公开发行包括招标发行和报价发行，招标发行可采用价格招标与数量招标的形式。（张勤峰）

金牛银行理财综合收益指数走势图



注：2014年2月27日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.60%，与上期数据持平。

数据来源：金牛理财网

三企业变更融资工具申购区间

2月27日，天津市医药集团有限公司、杭州市实业投资集团有限公司、河南神火股份有限公司先后在上海清算所网站披露了相关债务融资工具申购利率区间变更说明。

其中，天津市医药集团27日簿记建档发行的2014年度第一期6亿元365天期金融债，申购区间变更为5.00%-6.00%，比原先披露的5.30%-6.30%整体下调30BP；同日，杭州市实业投资集团发行的2014年度第一期18亿元短融券的申购区间由5.50%-6.20%变更为5.00%-6.20%，申购下限下调50BP。