

# 正回购利率下调引爆做多热情 利率下行开启国债期货牛市征途

□本报记者 葛春晖

周二,公开市场传来重磅利好,央行时隔不到一个月再次下调正回购操作利率,继续彰显引导货币市场利率下行、降低社会融资成本的意图。受此消息刺激,昨日国债期货各合约全线大涨,主力1412合约一举创出上市以来新高,成交量放大近两倍。

分析人士指出,央行正回购利率下调,意味着事实上的降息周期仍在继续,进一步打开了债券收益率的向下空间,未来在经济形势疲弱、通胀压力较小的基本面环境下,货币政策有望长期趋松,降息、降准等更有力宽松措施亦可期待,预计国债市场短期有望延续多头格局,中长期牛市基础则更加坚实。

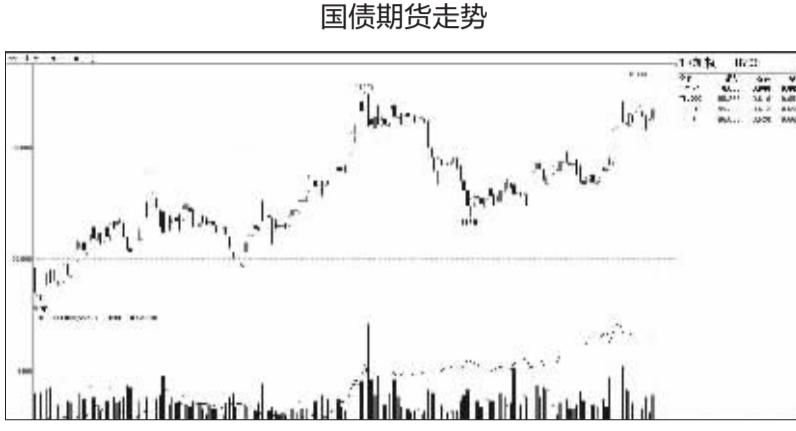
## 国债量价创新高

央行周二公告显示,当日央行在公开市场开展了200亿元正回购操作,中标利率较上期下调10基点。至此,央行已是年内第三次下调正回购操作利率。可以说,今年以来,随着央行陆续推出SLF(常备借贷便利)、PSL(补充抵押贷款)、两次下调正回购操作利率等定向或微刺激性质的宽松措施,加上降低实体经济融资成本成为

重要政策目标,近段时期市场对于未来货币政策的预期保持乐观倾向,但本次央行下调正回购利率与上次的时间间隔不超过一个月,仍在一定程度上超出了市场预期。

货币政策的阳光再次照进现实,债券期现市场可谓是“喜大普奔”。国债期货市场上,央行正回购操作刚一落定,央行公告还未见诸相关网站,消息灵敏的投资者们就掀起了一场全面开花的做多行情。盘面显示,主力合约TF1412早盘一度在9461元的前日结算价附近窄幅波动,9:45左右,多头热情瞬间爆发,期价在短短几分钟内被拉升至95元一线才展开盘整,直至14:30左右,期价再掀一轮升势,盘中最高摸至95.31元,尾市小幅回落至95.22元,较上日收盘价上涨0.612元或0.65%。TF1503、TF1506的走势与TF1412如出一辙,尾市双双上涨0.66%、0.65%。至此,虽然当前主力合约TF1412的价格距其6月初的高点仍有一步之遥,但WIND资讯提供的数据显示,5年期国债期货活跃合约收盘价和结算价均已双创下上市以来的最高水平。

在总成交量和总持仓方面,昨日国债期货三个合约合计成交6103手,较周一的2225手放大174%;总持仓10964手,较周一增加439手,为连续第四个交易日持仓增加。



另外,昨日银行间债券市场也显著上涨,国开行四期新债中标利率全部低于市场预期,二级市场利率债收益率纷纷下行。重要可交割券中,14附息国债13收益率下降11BP,14附息国债08大降13BP,14附息国债03、12附息国债05分别下行9.5BP、10.40BP。货币市场方面,尽管下周面临企业上缴所得税影响,但资金面仍延续稳中偏松格局,隔夜、7天回购加权平均利率仅周一微升约1BP,收报2.55%、3.07%。

## 债券牛途前景广

9月18日央行下调正回购操作利率,令国债市场一举摆脱了绵延两周

的底部盘整。但在新股申购、季末考核、国庆长假等因素压制下,加上9月PMI数据不差,本周又面临多项重要经济数据公布,国债市场在9月下旬至节后几个交易日再次陷入震荡,而本次正回购利率的再次下调,则又一次点燃了投资者的做多热情。市场人士表示,从昨日成交情况看,当前多头情绪高涨、远未释放完毕,国债短线有望进一步上攻。

展望未来更长一段时间,分析人士认为,央行正回购利率下调,意味着事实上的降息周期仍在继续,未来在经济形势疲弱、通胀压力较小的基本面环境下,货币政策有望长期趋松,降息、降准等更有力的宽松措施亦可期待,债券市场中长期牛市基础将更加坚实。

从WIND统计的机构预测情况看,9月份我国CPI指数同比增幅可能会跌至1.7%,创下年内新低;M2(广义货币供应量)增速可能维持在8月12.8%的水平,仍低于年初设定的目标值;三季度GDP增速可能仅为7.2%,低于前两季度。

中金公司表示,由于目前经济仍处于较低增速水平,在三季度GDP滑落的情况下,年内GDP增长7.5%的目标即使不完全达到也要努力完成,因此一定的政策刺激仍有必要。该机构认为,央行在国庆节前放松了首套房贷政策,此次降低正回购利率也是希望通过降低货币市场水平的方式来对经济进行一定的提振,不排除经济数据公布前后仍有一些定向刺激政策配套。

华泰证券分析师表示,目前债券收益率过度平坦的期限结构不仅反映了经济增速下滑的预期,也反映了市场对未来货币政策在短端方向上放松的预期。目前来看,以3个月银行同业存款和6个月银行同业存单利率为代表的银行短端利率9月中旬以来虽再次下降,但仍在4月以来的平台区域内,因此,预计央行在市场上的放松行

为还将延续,年内仍有望看到正回购利率的下调。

光大证券分析师亦指出,在经济回落、通胀低迷的周期中,偏宽松的货币政策本是逆周期政策的应有选择,上半年央行将正回购利率标定在显著高于之前类似周期的水平,是出于调结构的需要维持一个紧平衡的资金状态,而当前金融和债务风险缓解,结构调整成效初显,同时保持增长的压力大增,政策在调结构和稳增长之间倾向稳增长,因此预计中性偏宽松的货币政策将在年内持续。该机构认为,虽然当前仍不具备全面宽松的必要,但如果未来外汇占款持续回落,央行可能在基础货币投放上有所松动。

另外,有市场人士认为,从历史经验来看,经过公开市场操作利率连续几轮下调之后,降息(下调存贷款基准利率)的概率也将大幅增加。今年以来,央行14天期正回购利率已经连续三次下调,累计幅度达到40BP,远远超出了历史上通常每次25BP的存贷款利率调整幅度。

总体而言,未来不论央行更多侧重数量型还是价格型政策,其货币政策宽松的取向已经成为当前市场的一致预期。在此背景下,债券期现市场的牛市格局有望延续。

# 下跌形态不流畅 期指升机仍存

□本报实习记者 张利静

周二,期指冲高回落,触及5日均线后延续前期低迷走势并向击破十日均线,大盘连续第三个交易日小幅下挫,且盘中低点均破前一交易日记录。截至收盘,股指期货1410合约下跌0.64%,跌幅近16点。部分分析人士认为,盘面短期调整迹象明显。

但令多头欣慰的是,昨日期指下跌形态并不流畅,恰好反映了目前的强势氛围。某大型证券期指研究员陈先生告诉记者,周二市场并未出现将步入中期调整的特征,譬如没有出现

高位中阴线,也没有出现持续快速下挫,说明后市仍有希望挑战并突破2400点关口。

不过,他也指出,市场对一些利好的反应已经不再强烈,譬如周二央行再度下调了正回购利率,这相当于小幅实质性降息,理论上其将对市场形成正面刺激,但市场似乎对这一利好视而不见。“这说明本轮行情已经进入到了后期,预计突破2400点之后市场的调整压力将会更大。”

对于期指短期调整压力加大的观点,银建期货张皓表示认同。他说,在三季度GDP下降概率较大,以及大规

模刺激政策出现概率较小背景下,前期市场持续上涨难免引发市场回调的不安情绪,前期股指多次上攻2470点未果也证明当前资金对于10月行情没有足够信心。

美尔雅期货金融分析师王黛丝表示,对于主力合约IF1410,多空主力对此月份兴趣平淡,较早就开始减仓,提前转向部署下一合约;从期指总持仓来看,9月24日大涨之时积累至顶峰的持仓,目前已减少至17万手的水平。在这一过程中,多头无心恋战,减仓力度较大;目前多空双方争夺20日均线期间,空头又出现乏力,昨日多头减仓

17.1%,主力空头减仓18.5%,前一日这一数据分别为9.4%和11.7%,净持仓变动重新转正,多头重新开始占优。“接下来多空继续减仓的空间已没有多少,多空双方对20日均线的争夺也需要更多持仓量的配合。”

资金对期指市场的信心从成交数据上可见一斑。成交数据显示,9月中旬以来,上证成交总体呈回落走势。对此,中航期货期指研究员章孜海认为,这主要有三方面原因:一是沪港通在即,部分资金利好兑现出场;二是创业板和中小板出现调整,挫伤了市场人气;三是同期债市的火热分流了机构

资金。

值得注意的是,尽管期指短期调整压力明显,但这并不妨碍市场对后市的乐观情绪,部分市场人士对期指中期向好的判断没有改变。

“目前的‘刺激’主要来自于制度性改革的红利,其效果需要从较长的时间来观察。短期内央行引导利率下行,为经济创造较低的货币环境的信息已经较为明确。无论是政策的制度性红利还是央行有意引导宽松的货币环境,对于股市及债市均是长期利好。”国信期货期指研究员夏豪杰表示。

章孜海认为,中期支撑期指回升的原因主要有三:一是改革红利的释放。虽然以往的强刺激不再推出,但强改革是对经济结构转型利好。二是市场资金成本回落。今年下半年以来,以SHIBOR为例,无论短期利率还是中长期利率,成交重心下移,均比去年同期有明显回落,资金成本下降预示资金回流股市的可能性增大。三是国内股市估值水平偏低。截至9月底,国内A股平均市盈率在11倍左右,虽然连续四个月回升,但仍处于历史底部区域。“这三大因素支持目前股指处于中长期底部。”他说。

# 339只标的股两融余额占流通市值比例超10% 融资飙升引发“双刃剑”担忧

□本报记者 张怡

7月以来,A股市场的上行带动了融资融券活力,两融反过来也成为行情的重要推动力。特别是在融资融券标的股第四次扩容、两融参与门槛降低、沪港通允许融资融券等带动下,融资余额出现飙升,不断刷新历史新高。尽管国庆节前短暂回落,但近期两融余额迅速重返快车道,对A股市场的影响也日益显著。不过随着A股市场高位震荡、风险暴露,市场对融资盘获利回吐的担忧也逐步升温,投资者需要警惕融资融券对A股市场助涨助跌的“双刃剑”作用。

## 两融再次驶入快车道

随着A股市场的上涨,两融市场成为了投资者做多的良好工具,规模自7月以来驶入快车道。特别是在近期融资融券标的股再迎扩容、参与门槛降低以及沪港通允许融资融券等因素助力下,融资热情被进一步激发,单日净买入额多次超过了百亿元,增速不断刷新历史新高。

尽管国庆长假的到来使得这种快速增长态势戛然而止,节前两日的净偿还额合计近150亿元;不过,节后两融市场就

“满血复活”,并快速步入快车道。10月8日至13日,沪深两市的日融资净买入额分别高达181.94亿元、107.27亿元、63.68亿元和98.36亿元。

最新数据显示,10月13日,融资融券余额达到了6568.01亿元,较上个交易日增长97.28亿元。其中,融资买入额为528.05亿元,较此前有所降低,融资偿还额也降至429.70亿元,由此融资净买入额为98.36亿元。

随着融资融券市场规模的加速扩张,其对A股市场的影响也日益举足轻重。首先,融资盘占A股市场的比重越来越大。据统计,14日所有两融标的股的融资买入额为515.46亿元,占可融资标的成交额的比例为22.46%;所有标的股的融资余额占可融资标的流通市值的比例为7.42%。瑞银证券指出,从历史序列来看,融资余额占比仍在上升。月度融资买入额占成交额的比例在8月底出现了高点24%,在9月和10月有所回落,这主要是因为非融资交易成交额增长更快所致。

其次,融资融券市场的活跃度与A股市场表现呈现出越来越强的相关性。兴业证券指出,无论是融资、融券余额还是融资、融券的买入和卖出金额,均与沪深300指数的相关系数高于0.7。

再次,标的股票的两融余额占其自由流通市值的比例不断扩大。据统计,正常交易的887只两融标的股中,截至13日的两融余额占最新流通市值比重超过10%的标的股数目达到339只,且这些个股多为中小盘题材股,平均自由流通市值仅60余亿元,而自7月22日以来的平均涨幅超过了28%。

## 警惕融资扩张“双刃剑”

经过了两轮强势逼空行情之后,当前A股市场步入高位盘整,并面临着多项利好兑现、海外波动加剧、三季报和经济数据密集披露等多种因素的复杂影响,市场对规模巨大的融资盘也日益担忧。

融资融券市场规模的高增速能否延续日益为市场所关注。不过,相关机构测算认为,两融市场的容量仍未达到上限。瑞银证券指出,从融资余额占流通市值的比例,以及融资买入额占成交额的比例来看,目前A股市场距离台湾的顶峰尚有一定距离。台湾经验显示,融资融券活动的高峰状态可能会持续数年时间,因而不能根据融资活动的活跃度判断未来股指方向。

申银万国证券也指出,在综合考虑两融标的流通市值上线、券商净资产监管上限、券商财务杠杆和净资产上限、证券公

司客户保证金余额上限之后,预计融资余额的上限超过1万亿元,因而目前融资余额上行空间仍然较大。

日益壮大的两融市场对A股市场的影响不断增强,但由于融资客对市场十分敏感,融资融券活动的波动及其对市场的扰动也就值得关注。申银万国证券指出,融资余额扩张是上涨逻辑形成之后,推动行情高歌猛进的助推器,但随着券商加杠杆游戏的推进,局中人在情势急转直下时跳出游戏的难度也在增加,建议投资者保持“一分清醒一分醉”。

无独有偶,兴业证券也指出,融资盘这几个礼拜来持续飙升,成为增量资金的主导力量,但这种典型的高风险偏好的趋势投资具有较大的不稳定性,需要防范“踩踏”风险。对于前期获利丰厚的产业资本和股市老手,10月份利多兑现而获利回吐的意愿随之提升,负面因素都比此前更容易放大行情的波动。其中,9月份融资融券门槛降低而蜂拥而至的散户对指数点位非常看重,而当前上证综指和创业板指均已运行至前期成交密集区域。因此,10月中后期市场的风险偏好可能阶段性转向,融资盘获利回吐叠加基本面的负面因素,可能给市场带来下行风险。

受沪深大盘技术调整影响,华能国际股价近期连续下跌,本周一更是大幅下破60日均线。不过,昨日随着该股控股股东华能集团92.75亿元人民币资产注入,华能国际迅速收复“失地”。截至收盘,该股单日上涨4.03%,报收6.20元。

根据华能国际最新公告,控股股东华能集团拟向其注入价值92.75亿元发电资产,完成后,公司将增加运营装机容量合计708.75万千瓦,权益装机容量573.77万千瓦,在建容量230万千瓦,并进一步扩展经营规模和地域范围,首次进入海南和安徽发电市场。伴随这一消息的发酵,除在A股市场斩获良好表现,华能国际港

## ■ 融资融券标的追踪

# 行业供需改善 太钢不锈涨停

昨日钢铁板块异军突起,夺取中行一级行业单日涨幅榜首位,其成分股太钢不锈最受追捧,全天以4.02元涨停价报收。成交方面,该股昨日也放出天量,以10.00亿元的历史次高成交额收盘。

究其原因,太钢不锈昨日强势涨停的动力来自市场供需边际改善推动钢价反弹。根据海关总署公布的钢材类统计数据显示,9月钢材净出口量达到716万吨,较今年5月创下的历史纪录增速还高出4.5%。中钢协数据也显示,9月下旬重点钢企粗钢产量以及重点企业库存两个指标均出现一定下滑。由此国内螺纹钢期货价格大幅反弹,并对现货价格构成有利支撑。

在周一大涨8.31%的基础上,太钢不锈昨日小幅低开,之后迅速拉高并冲上涨停,直至午后卖单涌现,导致股价横盘震荡,不过最终该股仍于尾盘再度冲高涨停。

广发证券认为,近期中国经济企稳,央行货币政策相对宽松,这为钢铁行业基本面改善提供了回暖氛围;另外,目前H股的钢铁类品种较A股普遍溢价20%以上,随着沪港通的开通在即,A股钢铁类股票看涨预期强烈。分析人士也认为,鉴于钢铁行业整体盈利水平仍维持良好,去产能化持续推进,钢铁股配置拐点正在到来,建议投资者逢低买入,适当提高融资仓位。(叶涛)

# 母企93亿元资产注入 华能国际AH股双涨

股也同步走高,并以5.20%的单日涨幅和8.90元港币收盘价报收。

值得注意的是,华能国际AH股昨日悉数录得天量成交。在A股市场上,该股昨日成交额为3.10亿元,环比放大2.84倍;在港股市场上,华能国际昨日成交额为4.42亿港币,环比增加2.78亿港币。

瑞银证券表示看好华能国际,认为公告拟注入资产的估值具备吸引力。该机构表示,根据2013年收购标的净利润测算,收购作价相当于5.5倍PE,低于公司目前股价对应的2014年6倍左右的PE,因此有望增厚华能国际EPS。(叶涛)

## 上海莱士创历史新高

随着业绩修正快报传出,上海莱士应声而涨,昨日以5.56%的涨幅位列沪深300成分股涨幅榜第三名,并创下历史新高。

在沪深300成分股中,上海莱士的权重占比为0.19%。昨日该股小幅高开于42.04元,早盘一字走平,午后开盘半小时后迎来三波放量拉升,截至收盘日涨5.56%报44.2元。

上海莱士10月13日公告,上海莱士修正后的预计业绩为:预计2014年1~9月归属于上市公司股东的净利润盈利29.674万元~32.641万元,比上年同期上升100%~120%。对于业绩上修原因,上海莱士表

示,公司完成了对郑州莱士的并购重组,并于2014年2月纳入公司合并报表,本期发行并销售的产品较上年同期有所增长;公司变现了“兴业信托·恒阳1期证券投资集合资金信托计划”的权益类资产,并获得了一定收益。

分析人士指出,随着上海莱士血液制品版图进一步扩张,公司采浆规模和产品种类均将跃居国内血液制品企业首位,将提升公司血液制品龙头企业行业地位,同时多项资产收购也有利于上市公司强化整合促进内生式增长,具备长期投资价值。(王姣)

## TCL集团创一年新高

金融科技小贷公司的成立,是TCL集团“双+”转型战略下金融服务板块的重要布局。

基本上,TCL集团预计2014年前三季度归属于上市公司股东的净利润盈利218,000万元~223,000万元,比上年同期增长72%~76%。分析人士指出,从历年情况来看,第四季度是公司全年利润最高的季度,以此来看,全年业绩有望超30亿元,短期业绩超市场预期。另据媒体14日报道,平板显示产业将迎来多项国家政策支持,TCL集团股票有望借此继续反弹。(王姣)