

三因素缓释新股冲击 月内资金面料好于预期

□本报记者 张勤峰

周二，新一轮新股批量发行继续按部就班展开，但市场资金面出人意料的好于预期，央行公开市场操作也连续第十三次“按兵不动”。市场人士指出，未来几日新股发行等因素的影响将继续增强，资金面波动加剧的风险犹存，但考虑到年初银行体系超储率较高，流动性扰动因素较上月相对减少且互不叠加等因素，年内银行体系流动性出现剧烈收缩的风险不大。另外，随着中证登质押政策的冲击减弱，本轮新股发行期间交易所资金面的波动性也有望较上月显著降低。

新股申购冲击弱于预期

本周，22只新股密集发行，为A股市场呈上一场“打新”盛宴，却给1月份资金面蒙上一层阴影。考虑到此次IPO企业家数较多、拟募资规模较大，随着网上网下申购陆续展开，资金冻结规模持续增加，银行体系流动性短时失衡、资金面出现波动在所难免。因此，市场对此次IPO带来的资金面波动风险不乏担忧，毕竟2014年12月那轮新股发行期间的流动性紧张还历历在目。

除了新股申购之外，月内资金面还将面临前期中期借贷便利(MLF)到期、例行企业缴税等因素带来的扰动。央行曾于2014年10月份通过MLF向部分商业银行投放基础货币2695亿元，这批操作将于2015年1月份到期。由于企业缴税影响，历年1月份财政存款多为正增长，相应抽离部分银行流动性。如2013年、2014年1月份财政存款分别净增长3353亿元和1543亿元。

而与此同时，1月份流动性“进项”



难堪大任。本周二，央行公开市场仍按兵不动，已是去年11月25日以来连续第十三次暂停常规公开市场操作。鉴于近期人民币汇率走势平稳，企业持汇意愿上升，分析人士估计新增外汇占款规模也非常有限。综合流动性供求因素看，短期资金面确实存在一定隐忧。

然而，从资金利率变化上看，近期市场资金面却出人意料的好于预期。本周二，本批新股进入第二个网上申购日，但货币市场流动性仍未见明显收紧迹象。银行间回购市场上，隔夜资金供给充裕，加权利率续跌近10bp至2.62%；7天资金需求踊跃，但得到大行融出支持，回购利率稳定在3.81%位置；上交所回购市场上，隔夜加权利率小涨15BP至2.77%，7天品种更是大降了166BP至4.89%。

三因素力保流动性平稳

从发行日程安排上看，本轮新股发

行日期主要集中在本周三、周四，申购资金解冻则集中在下周一、周二。结合MLF到期来看，本周流动性压力将持续增强，资金面波动风险犹存。但多位市场人士表示，未来几天资金面不大可能出现类似2014年12月中旬持续紧张的局面，原因有以下几方面：

首先，年初时点银行超储率较高，为市场资金面提供有力支持。根据往年经验，由于年末时机构提高备付，且财政存款集中投放，年初时点银行超储率一般处在全年中较高的水平，加上机构一年的资金运用计划刚刚展开，此时银行体系流动性往往较为充裕。年初以来银行间市场回购利率持续呈现下行走势，既是年末效应消褪后，资金面自然回暖的反应，也是年初时银行超储率高、流动性较为充裕的写照。

其次，去年12月底央行“387号文”的出台，改善了市场流动性预期。此前市

场预期同业存款将纳入一般存款需缴法定准备金，并对流动性造成剧烈冲击。而根据该文，同业存款将计入准备金缴存范围，但适用的存款准备金率暂定为零，从而打消了市场的顾虑，有助于降低机构预防性资金需求，对市场流动性预期有正面修正的作用。

第三，1月份资金面扰动因素相对较少，且影响时点上有错位，这一点与去年12月有很大不同。一是，此次新股发行时点靠前，与下旬企业缴税有一定错位。二是，今年春节时点靠后，也减轻了1月份资金面压力。反观2014年12月，新股发行叠加企业缴税、年末效应等因素，对市场资金面形成叠加冲击。此外，继上月之后，到期MLF被续做的可能性很大。13日下午，银行间市场已出现传闻称央行对即将到期的MLF进行了续做，但规模、利率尚不明。

综合来看，在年初机构“不差钱”、扰动因素相对少且互不叠加、银行备付压力小以及新股按月批量发行已成常态的背景下，市场人士预计月内银行体系流动性出现剧烈收缩的风险不大。

另值得一提的是，与去年12月新股发行期间交易所资金利率波动幅度显著超过银行间市场相比，本轮交易所资金面波动性也有望下降。究其原因，一方面，自然是主要得益于银行体系流动性相对充裕的有力支撑；另一方面，也有市场人士认为，这与中证登收紧企业债质押政策的影响不无关系。去年12月上旬，中证登大幅收紧交易所企业债质押门槛，在一定程度上加剧了当月的流动性压力，目前这一质押新规的影响虽难言完全消褪，但交易所资金面显然已经度过了其刚出台时所造成的短期剧烈冲击。

回落，但跨月利率受春节临近影响仍继续上行。从基础货币投放看，1月正回购到期为0，且面临财税上缴、新增外汇占款低迷、IPO冲击以及春节前资金走款需求，资金面将维持紧平衡。基础货币投放仍主要依赖于央行主动操作，央行降准的可能性较大。但是，一旦政策宽松力度慢于市场预期，资金面仍将继续趋紧。如果央行不降准，货币利率中枢将继续小幅上升，预计7天拆借利率将上升至4%左右。

瑞银证券：

流动性持续改善仍需央行干预

进入1月份后，资金面的紧张状况开始有所缓解。年末财政投放的效应逐步显现，银行备付压力减轻，均是对资金面可能有利的因素，因此我们预计1月份资金面可能较去年12月份有所改善。不利因素可能有：1、目前公开市场1月无到期量，除非央行重启逆回购操作，否则没有投放量；2、外汇占款自去年下半年始终处于小幅双向波动，其中扣除贸易顺差和外商直

接投资后的部分持续大量净流出，预计这一趋势在目前情况下不会有明显改观；3、随着新股IPO、缴税和春节因素临近，流动性依然面临挑战。我们认为，下调准备金率是央行应对跨境资本大规模流出时将会使用的工具，面对短期资金面趋紧，央行更可能使用的会是公开市场短期流动性调节工具（SLO）和常备借贷便利工具（SLF）等。另外，从以往经验看，为应对春节前银行现金备付增加的需求，央行有可能在公开市场重启逆回购操作。

长城证券：

央行重启逆回购概率较小

自去年11月底以来，央行暂停正回购操作，同时对重启逆回购操作的时点较为谨慎。2014年11月，央行以利率招标方式开展了短期流动性调节工具（SLO）操作，期限为1至6天，总规模1660亿元。本周22只新股发行，冻结资金总量或再创新高，央行可能再次使用SLO操作调节短期流动性，而重启逆回购的概率较小。

银行间回购利率自年初以来逐步回落，但从FR007利率互换走势来看，春节前流动性预期仍较为谨慎。通缩格局下政策放松空间加大，政策会持续宽松以兜底经济，但不会出现特别明显刺激，主要出于美元加息可能造成的资本外流以及货币脱实向虚的考虑。预计货币政策将保持中性偏松，定向宽松政策将持续发力，全面降息、降准仍需观察经济运行情况。

海通证券：

央行宽松或延后

本周面临MLF到期、所得税上缴以及约2万亿IPO资金冻结，周三、周四为冻结高峰期，货币利率或再度升高。但本次新股发行并未集中在月末而是中旬，避免了叠加月末因素而对资金面产生较大冲击。近期降准和降息传言满天飞，表明市场对进一步宽松的期待心切。我们认为在货币脱实向虚背景下，央行宽松或需待直接融资全面放开之后，维持未来3个月货币利率RO07中枢4%左右的判断。

观点链接

招商证券： 本轮IPO对资金面影响有限

本次发行对资金面的影响相对比较分散。周三（1月14日）单日冻结资金量最大，大约13000亿元左右，从周四开始，将有资金逐步解冻，并且预计解冻量高于当天资金冻结量。因此预计本次发行对资金面影响相对有限。我们认为央行在2015年仍将注重公开市场操作搭配创新工具的使用，将主要通过一些定向调节工具（定向降准、PSL等）引导信贷的投放和增长，符合“盘活存量，用好增量”的调结构任务。预计2015年将有1-2次定向降准，难有全面降准操作。

国泰君安证券： 预计1月货币市场利率小幅回落

预计1月份货币市场利率小幅回落，但跨月利率受春节因素影响仍将继续上行。央行存在降准对冲的可能性。在年末因素影响结束和财政存款大幅投放后，1月份资金面有所好转，短端利率下行

人民币汇率延续偏强走势

1月13日，人民币兑美元汇率中间价、即期汇率联袂上涨，双双创下多个交易日新高。

据中国外汇交易中心公布，13日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1195，较12日走高38基点。至此，该中间价已连续第三个交易日走强，并创下2015年以来的最高水平。当日即期交易方面，人民币兑美元即期汇率全天震荡上行，收盘报6.1983，较12日上涨53基点或0.09%，亦为连续第三个交易日收涨。以收盘价计算，人民币兑美元即期汇率更是创下

资金面“给力” 国开行新债招标受追捧

国家开发银行1月13日对该行2014年第30期、2015年第1期、2014年第27期、28期和29期金融债进行了最新一次增发。在近期银行间资金面显著偏松的背景下，五期新债中标收益率均低于市场预期。

上述五期债券依次为1年、3年、5年、7年和10年期固息品种，本次增发规模分别为40亿元、50亿元、60亿元、50亿元和60亿元。来自中债网和交易员的消息显示，这五期固息增发债中标收

益率依次为3.7938%、3.8220%、3.9360%、4.0830%及4.0891%，投标倍数分别为4.64倍、5.04倍、3.80倍、2.70倍及2.81倍。此前，多家机构为五只新债给出的收益率预测均值分别为3.85%、3.88%、3.98%、4.08%和4.10%。

市场人士表示，本次国开行五期新债中标收益率整体低于市场预期，与此同时，五年期以内品种较高的认购倍数，显示出主流机构仍旧青睐于中短期利率债。（王辉）

兴业银行16日发行300亿元金融债

兴业银行股份有限公司1月13日发布公告，定于1月16日招标发行该行2015年第一期金融债券。

顺延至其后第一个工作日）。本期债券承销方式为主承销商余额包销，主承销商为工商银行和交通银行。

相关公告显示，本次债券募集资金将依据法律和监管部门的批准，用于保持整体负债规模稳定、优化负债结构，主要投放于环境保护、节能减排等领域。经上海新世纪资信评估投资服务有限公司综合评定，兴业银行的主体评级为AAA级，本期债券的信用级别为AAA级。（王辉）

两银行披露同业存单发行计划

13日，南京银行、浙江萧山农村商业银行分别披露了2015年同业存单计划。至此，披露2015年同业存单发行计划的银行已达到33家，发行额度合计近1.7万亿元。

相关公告显示，南京银行、萧山农商行2015年同业存单发行额度分别为800亿元、30亿元。经中诚信国际评定，南京银行的主体评级等级为AA+，萧山农商行的主体评级等级为AA-。

另据中国货币网披露，1月14日招商银行、浦发银行、兴业银行、平安银行等八家银行将在银行间市场发行同业存单，发行金额合计达到1935亿元。

市场人士指出，在利率市场化背景下，发行同业存单已经成为中小银行提升存款吸收能力和融资能力降低融资成本的重要途径。经过2014年的试点铺开之后，2015年同业存单发行市场有望进入快速扩容阶段。

据统计，截至1月13日，已有33家银行披露了2015年同业存单发行计划，发行额度合计达16870亿元。另据WIND统计，截至1月13日，今年以来同业存单发行规模合计已达到81只/825.10亿元。（葛春晖）

新世纪将新时代造船 列入负面评级观察名单

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布报告，将江苏新时代造船有限公司（以下简称“新时代造船”）AA级主体信用等级以及“13苏新船MTN1”AA级债券信用等级列入负面评级观察名单。

上海新世纪认为，虽然相关利润分配事宜不进行资金划拨，但利润分配后，新时代造船负债规模激增，财务杠杆大幅提升，2013年末资产负债率从53.75%上升至92.37%，所有者权益则从82.82亿元下降至13.54亿元，债务偿付压力增大。上述事项已经对新时代造船的信用质量产生负面影响，因此将新时代造船AA级主体信用等级以及“13苏新船MTN1”AA级债券信用等级列入负面评级观察名单。（葛春晖）

2015年1月4日，新时代造船发布公告称，2014年12月31日，新时代造船对公司2013年及以前年度未分配利润向江苏新世纪造船有限公司和新加坡恒舟国际贸易有限公司进行利润分配，涉及总金额69.28亿元；本次利润分配仅作账务数据处理，不进行实际资金划转操作。

2015年1月4日，新时代造船发布公告称，2014年12月31日，新时代造船对公司2013年及以前年度未分配利润向江苏新世纪造船有限公司和新加坡恒舟国际贸易有限公司进行利润分配，涉及总金额69.28亿元；本次利润分配仅作账务数据处理，不进行实际资金划转操作。（葛春晖）

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2015年1月13日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.25%，较修正后的上期数据上升1BP。

数据来源：金牛理财网

格力转债上市首日大涨 开盘触发熔断机制

□本报记者 王辉

1月13日（本周二），备受关注的格力转债在上海证券交易所挂牌上市。不出机构所料，得益于近期转债市场人气的高涨和转债存量规模的缩减，本期转债早盘集合竞价之后就触发了上市首日涨幅偏离的熔断机制，全天涨幅高达38.26%。

资料显示，格力转债发行人为格力地产（600185），交易代码为110030，规模9.8亿元，期限5年。从上市首日表现来看，早盘“N格力转”集合竞价报138.00元，较100元的基准价上涨38%，这也随即触发了转债上市首日涨幅偏离的熔断机制。下午2点55分恢复交易之后，“N格力转”在最后5分钟内共计成交116626手，最终收报138.26元，全天上涨38.26%；全天成交11922手、1.65亿元。市场人士称，“N格力转”首日表现也在一定程度上受到了正股上涨的提振，当日格力地产收涨5.79%至20.09元/股。

此前，兴业证券等多家机构均分析指出，在当前转债市场人气高涨、规模持续缩减的背景下，格力转债上市将获市场热捧，不排除触发熔断机制的可能。总体而言，格力转债上市首日表现符合各方预期，不过，经过昨日大涨之后，格力转债的转股溢价率已高居两市转债首位，在当前股市出现震荡之际，投资者短期不宜追涨。

可转债市场整体表现方面，周二转债指数小涨0.40%至444.13点，个券涨多跌少，整体跟随A股市场温和震荡反弹。

企业债投资窗口开启

□银河证券 林娜

去年底以来，市场对城投债分析的逻辑骤然转向是否纳入地方政府债务，导致城投债风险溢价由低位快速转向高位。在低迷行情下，短期资金面的不确定性等种种利空因素也被放大，市场悲观情绪进一步蔓延。然而，仅根据当地政府是否承诺城投债被纳入地方政府债务而判断其信用风险是不正确的，由此导致的城投债风险溢价高估也势必将得到修正。

去年12月中旬以来暗淡的企业债市场中，无论是投资人，还是主承销商等中介，甚至就连主管部门（例如颁布质押新规的中证登）都在纠结债券是否被纳入地方政府债务。其实，这是市场的一个阶段性的偏见。这个偏执缘于此前市场对国务院43号文过于乐观的解读，在中证登质押新规出台之前，市场几乎都默认了存量城投债都将纳入地方政府债务，城投债信用风险溢价快速下降。而当中证登质押新规公布后，一方面城投债的风险评估都是按照这一套体系分析的。然而，去年市场对城投债信用分析体系发生了改变，尤其是43号文出台后，市场对于城投债的风险评估只看重“是否纳入地方政府债务”，这种粗放的分析模式只会导致城投债行情的剧烈波动——当乐观认为纳入地方政府债务时，城投债利率急剧下降；当认为难以纳入地方政府债务时，城投债利率急剧上升。但这种粗放式的分析模式不会长期存在，市场终究要回归理性的信用分析体系中。

中证登质押新规成为去年底企业债行情低迷的导火索。在低迷行情下，种种利空因素似乎也在被放大。但是，放眼今年一季度，投资需求的增加、宽松货币政策的延续都将是影响债市的主要因素，诸如资金面

紧张预期和市场对城投债过度悲观等带来的利空影响，反而将增加其投资价值。

首先，IPO冲击导致的资金紧张属于阶段性利空，其带来的收益率上行只会增加债券的投资价值。

其次，虽然美联储加息预期增强、人民币贬值压力增大，但该利空因素更多的体现为对未来的长期影响。毕竟国内经济增长形势比欧美国家要好，资本市场收益也较海外优势明显，资金流出不会一蹴而就，对债市更多的影响是资金面预期的利空，近一年对资金面实质性利空影响有限。

第三，近期出现了宽松货币政策止步的预期，理由是实体经济时有企稳迹象、金融数据增长较好，人民币贬值压力也阻碍着进一步宽松政策的出台。不过，虽然美联储加息预计会阻碍央行进一步的宽松决策，但是央行全面降准的可能性并不能由此排除，毕竟当前准备金率水平较高，央行如果在美联储正式加息之前全面降准，反而可为以后留出更多的政策操作空间。