

流动性迎大考 短债危中存机

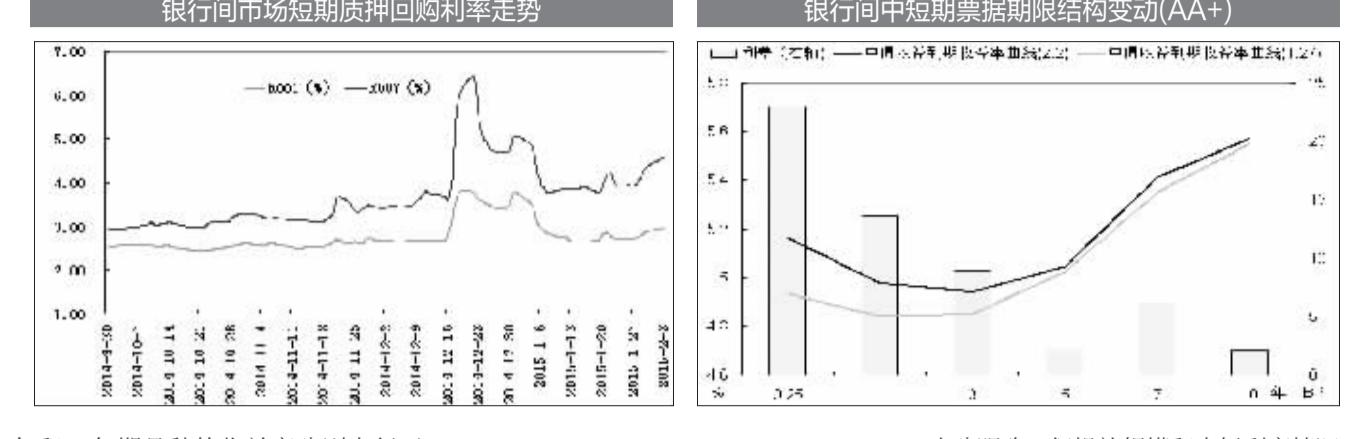
□本报记者 葛春晖

上周以来，债券市场自年初伊始的收益率整体下行行情戛然而止，收益率曲线呈现出中长端震荡、短端明显反弹的平坦化特征。市场人士指出，受春节与密集IPO等因素叠加影响，货币市场流动性从上周开始逐渐趋紧，且未来两周波动性可能继续增强，资金紧张难免引发债券回调，短期债券更是首当其冲；不过，考虑到节后流动性回暖概率大，加上短债收益率本就不低，若短期债券在本轮流动性冲击下出现明显调整，则可视为加仓短债的良机。

资金波动增强 短债首当其冲

新年伊始，在一季度新债供给较少、机构年初配置需求旺盛以及流动性季节性宽松的乐观预期等正面因素刺激下，债券市场一度呈现出一级带动二级回暖、收益率整体持续下行的行情。但从上周中开始，债券市场“早春”行情遇到了“倒春寒”。

从国债收益率曲线走势来看，1月28日（上周三）以来，利率债和信用债收益率下行双双遇阻。利率债方面，以国开行为例，从1月28日至2月2日，待偿期为3个月、1年、3年、5年、7年和10年期的国开债收益率分别上行了12.2BP、3BP、2.1BP、3.5BP、5.4BP和1.5BP；信用债方面，以AA+级短融中票为例，上述四个交易日，3个月、1年、3年、5年、7



年和10年期品种的收益率分别上行了23BP、13.6BP、8.9BP、2.2BP、6.2BP和2.1BP。

从上述数据不难发现，最近几个交易日以来，收益率曲线短端回调幅度明显大于中长端，其中，短端信用债的调整幅度又更为明显。3日，银行间现券市场继续弱势震荡，收益率平坦化特征依旧。

市场人士指出，导致近日债市调整的主要原因是资金面因素，在流动性趋紧、资金利率走高的背景下，中长端收益率虽然也受到资金利率压制，但相对而言，短端品种是首当其冲。另外，相对于利率债以配置需求为主，对资金面波动不是特别敏感而言，信用债以杠杆交易策略居多、更易受到资金利率波动的冲击。在此基础上，也就不难理解为何短端信用债在本轮调整中收益率上行幅度最为明显。

期限利差超低 凸显短端优势

受月末、春节备付和新一轮批量IPO等因素叠加影响，货币市场流动性从上周开始逐渐趋紧，同时引发了期间债券市场的普遍回调。数据显示，截至2月2日，银行间存款类机构质押式回购隔夜、7天加权平均利率分别较1月27日上行了约23BP、53BP；3日，尽管央行在公开市场加大了资金投放力度，但货币市场流动性依然不改收紧态势，上述两项主流资金价格分别续升4BP、7BP至2.93%、4.48%，各自创下1月7日和1月5日以来的新高水平。

市场人士表示，从下周开始，24只新股密集申购与商业银行春节现金备付两相叠加，资金面波动风险将进一步加剧。而从近日央行公开市场操作情况看，虽然央行维稳节前流动性总体稳定的意图

十分明确，但投放规模和中标利率情况仍偏“中性”，这可能意味着，央行对于春节等短期因素导致的资金面波动具有较高容忍度，节前资金利率仍将易上难下，只是上行空间或将有限。

目前来看，未来两周流动性紧张风险仍将加剧，令债券市场特别是短端品种将继续承压。不过，分析机构也纷纷指出，若短期债券在本轮流动性冲击下出现明显调整，则可视为加仓良机。一方面，随着节后现金回流，货币市场流动性回暖概率较大，而且在经济疲弱、通缩风险增大背景下，货币政策也具有进一步放松的空间；另一方面，目前短债收益率本身就偏高。特别是就短端信用债而言，中信证券本周信用债周报指出，目前信用债期限利差已经非常低，说明短端信用债目前具有一定比价优势。

■观点链接

信达证券：配置中短期债券为主

利率债方面，1-2月除CPI和PPI以外的经济数据将在3月中旬公布，经济基本面对于利率走势的影响将有所推迟，资金面的波动将成为2月份利率债价格变化的主要影响因素，在货币政策呵护下春节前后资金面有望保持紧平衡，建议以1-5月中短期限债券为主进行配置，优先配置政策性银行债，并关注缴准、春节前后资金面波动带来的短期交易性机会。信用债方面，由于前期利率水平上行幅度过大，目前信用债利率仍有一定下行空间，但城投债和私募债仍是黑天鹅事件的重灾区，且年初企业将面临存量

债务展期的压力，建议规避中低信用级别的债券品种，配置信用等级较高流动性较好的信用债品种，信用级别在AA+以上，期限以1-5年为主。

东北证券：利率上升时可择机配置

1月官方制造业PMI数据跌破“荣枯线”且持续低迷，加之汇丰PMI仍在50%以下，低于预期，从基本面来看，可能会强化货币宽松预期的概率，估计债券收益率有所下行，估计央行公开市场有望加大逆回购力度，释放部分流动性，但由于春节即将来临，资金面紧张难免，本周后期债市面临压力，对交易盘而言，应适当兑现收益，而对于配置盘，在收益率上

升之际可选择标的进行配置，博弈春节过后资金面宽松带来的债市行情。1月官方制造业PMI和汇丰PMI终值不及预期，就业水平跌至15个月新低，从稳增长的视野，货币宽松仍有空间，降准是大概率，降息也不能排除。估计本周债市有望震荡，收益率有望下行，但幅度不大，建议配臵点在收益率上行时可适度配臵，博弈春节前后货币政策宽松的预期。

中信建投证券：节前回调是买入良机

资金面短期扰动，供需格局依旧利好。短期资金面为最大扰动因素。目前在资金面维持紧平衡的状态下，央行若继续瞻前顾后，无意释放更多流动性信号，则后

续市场对短期资金及宽松预期乐观的情绪可能进一步修正，叠加季节因素，短期内将对债券收益率产生加大压力。影响信用债趋势性走势的决定因素仍然为供需格局。从供给来看，利率市场化进程仍未结束，今年银行理财仍将保持中高速增长，理财资金对于信用债的刚性配置仍然可期，从而供给的角度看，城投债的审核在不断收紧，而产业债的供给由于投资增速的下降短期内也很难增长，供给有望保持稳中偏紧，整体供需矛盾较小。继续看好一季度信用债市场，尤其看好中短久期中等评级的信用债品种，小牛争春行情仍未结束，节前市场的回调将是买入良机。（张勤峰 整理）

盘活存量 释放流动性 上海尝鲜地方国库现金管理

□本报记者 张勤峰

上海财政局日前挂出公告，将同中国人民银行上海分行共同开展2015年上半年上海市国库现金管理（第一期）招标。市场人士认为，地方政府开展国库现金管理，符合盘活财政存量资金的思路，且对于增强当下商业银行信贷投放能力和银行体系流动性支持具有一定的现实意义。

400亿国库定存 上海第一单

据招标公告披露，上海市本期国库现金管理招标金额为400亿元，期限为6个月，采取公开招标方式确定定期存款商业银行。除对参与投标的商业银行资质做出相关要求之外，还引入国债质押方式，投标银行须提供可流通国债为质押，质押的国债面值数额为定期存款金额的120%。

上月底，上海财政局和人行上海分行

印发了《上海市国库现金管理操作细则》，标志着上海正式启动地方国库现金的市场化运作。此次招标正是《细则》出台后，上海首次进行国库现金管理定期存款招标。

据该《细则》，上海市开展国库现金管理涉及的国库现金，是指该市市、区（县）政府存放在同级国库的财政资金；国库现金管理操作工具为商业银行定期存款，定期存款期限在1年内；定期存款利率按操作当日同期限金融机构人民币存款基准利率并在人行规定的存款利率浮动区间内，由商业银行根据商业原则自主确定。

《细则》还要求，原则上单期确定的存款银行不少于5家，单家存款银行参与当期国库现金管理定期存款运作的额度不得超过当期定期存款总额度的25%。单一存款银行存放的本市国库现金管理定期存款余额不得超过该银行一般性存款

余额的10%，不得超过全市国库现金管理定期存款余额的20%。

地方诉求强烈 具有现实意义

随着近年来地方国库现金余额不断攀升，地方开展国库现金管理的诉求越来越强烈。毕竟国库闲置资金如果停留在央行账户上的话，仅仅能够获得低微的活期存款利息，而从中央国库现金管理操作实践来看，开展国库现金管理获得的利息往往接近甚至高于同期限的定期存款。在确保国库现金安全和资金支付需要的前提下，开展国库现金管理有助于实现财政资金使用效益的最大化。

就当前而言，开展地方国库现金管理试点，符合中央政府提出的盘活存量资金的思路，且此举可增加银行可贷资金和流动性供给，在经济面临较大的下行压力、外汇占款增长低迷的情况下，对于稳定经

济增长和补充银行体系流动性具有现实意义。

事实上，去年下半年已陆续有一些地方进行国库现金管理试点工作。譬如去年12月，北京市曾进行300亿元的市级国库现金管理商业银行定期存款操作，但通过第三方机构中金招标公司进行。此次上海国库现金管理则由地方财政部门和人行分（支）行共同进行。有观点认为，此举在提高财政资金使用效益的同时，更有助于兼顾财政政策与货币政策协调性。前述《细则》即指出，上海市的国库现金管理应充分考虑对市场流动性的影响，将与货币政策操作保持协调性。

市场人士指出，上海采用的国库现金管理方式类似中央国库现金管理的做法，未来可能会被更多地方效仿，而地方国库现金管理逐渐破冰，无疑将为流动性释放打开想象空间。

债市资本利得机会不明显

□国海证券 陈滢

1月份以来，利率债收益率下行至近几年的低位后呈现区间震荡态势，而收益率曲线再度趋向平坦化；信用债的平均利差则经过前期显著反弹后恢复至历史中性水平，收益率曲线跟随利率债窄幅波动。后续对债券市场虽不悲观，但利率债震荡和信用债分化的走势仍将延续，收益率的安全边际明显不足，债券投资获取较大资本利得的机会仍不确定。

利率债市场一直在等待央行大手笔的宽松政策，但一季度内支撑货币政策明显放大的理由并不充分。

首先，经济数据不弱。从发电集团耗煤量等高频数据观察，目前基本面出现了阶段性企稳迹象，而去年12月份社融超预期增长、发改委自去年四季度以来加大固定资产投资项目审批，均对经济起到一定托底效果，外加一季度是信贷投放的旺季，社融增速的反弹短期可持续，基本面失速下滑的风险短期内较难出现。

其次，通胀1月份虽然有继续下行的可能，但除了非食品价格的下跌外，春节时点差异也是导致同比降至1%附近的重要因素，而且从历史数据看，央行往往在CPI高企时专注于控通胀，而在通胀不高时聚焦于经济数据，目前CPI对央行的决策影响力可能不及市场的关心程度。

最后，近期央行的操作也以保持政策平稳为主。虽然MLF加量续做、公开市场逆回购得以重启，但利率均“随行就市”保持较高水平，可见央行仅是以平滑资金面、实现流动性紧平衡为主要目的，丝毫不愿透露压低市场利率的意图，去年11月份降息后的市场异动显然抑制了央行主动放松的意愿。由此判断，资金利率恢复至去年四季度时的水平已属不易，当前利率债收益率水平套利空间的大大压缩将制约其继续下行的动力，收益率还会继续在宽松预期不断调整的过程中维持震荡走势。

信用债市场则面临信用风险局部释放造成的估值压力，一是目前基本面仍然

偏弱，上游行业景气度低迷，部分企业盈利和偿债能力确实面临下降压力，二是城投债仍在进行地方政府债务的甄选，融资平台需要剥离债务融资功能，而地方政府债发行还未正式发挥债务融资的替代作用，虽然12月份银行信贷适度发力为地方政府提前积累了一些“子弹”，但不排除新旧环节衔接不到位发生个别城投债兑付风险的发生，三是近期私募债担保人乌龙事件向投资者释放出担保人实际担保能力参差不齐的隐忧，可能也会引发市场对存量债券进行重新评估。

从近期一级市场发行情况看，信用债券分化已经加大，新发城投债的估值明显高于同等资质的存量城投，过剩产能的债券发行利率也要高于其他行业。不过总体来看，我们仍然认为城投公募债券的整体资质最优，行政级别、经济实力、公司自身经营状况以及项目投向仍是个券甄选的关注要素，上述条件占优的品种具备相对较强的风险抵御能力，市场也将对其赋予较低的风险溢价，持有的风险更加可控。

人民币即期汇率小幅反弹

在此前连续数日走软之后，3日人民币兑美元即期汇率跟随中间价出现小幅升值。

据外汇交易中心公布，2月3日人民币兑美元汇率中间价为6.1369元，较2日的6.1385上调16基点，由此终结了此前连续三个交易日的下跌。在即期汇价表现方面，周二人民币兑美元即期汇率小幅高开34基点报6.2563，全天窄幅波动，收报于6.2581，较前一日上涨16个基点或0.03%。至此，人民币即期汇价也告别了此前连续两个交易日的下跌，录得小幅上涨。不过，3日人民币即期汇价盘中相对于中间价最大下跌幅度也达到了1.98%，再度接近2%的跌停水平。

值得注意的是，周二有关中

两机构10日发行资产支持证券

平安银行、福特汽车金融（中国）有限公司3日均在银行间市场发布了新一期信托资产支持证券的发行公告。

相关公告显示，2月10日，平安银行将通过上海信托发行总额合计32.37亿元的“平安2015年对公信贷资产支持证券”；同日，福特汽车金融（中国）有限公司将通过上海国际信托发行29.52亿元的“福元2015年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托”。

银监会创新监管部主任王岩岫上周末曾表示，中国银行业存单发行

化的产品有近90万亿元的规模。

截至2014年12月末，47家机构已成功发行了将近3000亿元的资产证券化产品。未来银监会为完善信贷资产证券化，将落实从审批制向备案制（注册制）改革。而证监会副主席阎庆民在2014年底也曾表示，鼓励资产证券化产品不仅在银行间市场发行，也可以在证券交易所发行。

结合年初以来多家公司纷纷推出资产支持证券产品较为密集的发行，分析人士指出，随着发行制度的放松，资产证券化产品2015年预计将大幅放量，而这有利于盘活资产存量。（王辉）

八银行今发86亿同业存单

来自中国货币网的信息显示，八家银行定于2月4日发行共计12期同业存单，发行金额合计86亿元。

上述12期同业存单期限涵盖3个月、6个月、9个月和1年。其中，浦发银行、平安银行、上海银行和宁波银行将各发两期，金额分别合计16亿元、10亿元、10亿元、10亿元；北京银行、光大银行、南京银行、上海农商银行各发一期，金额均为10亿元。

经过2013年12月的试点和

中诚信国际：关注中国铝业预亏

中诚信国际日前发布了关于关注中国铝业股份有限公司业绩预亏的公告。

中国铝业于1月30日发布2014年度业绩预亏公告称：“经公司财务部门初步测算，预计2014年度经营业绩将出现亏损，实现归属于上市公司股东的净亏损163亿元左右，公司经营活动产生的现金流量净额预计为130亿元左右。”

中诚信国际指出，近年来，受铝产品价格持续下跌、国内铝产品产能过剩严重以及生产成本上升等不利因素影响，中国铝业生产经营状况及流动性安排等方面情况及其对公司信用状况的影响，以便及时做出相应评级决定。

目前中诚信国际给予中国铝业的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。（张勤峰）

第一创业证券6日招标7亿短融

第一创业证券3日发布公告称，将于本月6日在银行间债券市场招标发行一期短期融资券。本期债券期限91天，拟发行金额为7亿元。

据发行公告显示，本期债券为第一创业证券2015年度第一期短融券，主承销商为第一创业摩根大通证券。本期债券将通过中国人民银行债券发行系统以招标方式公开发行，固定利率，票面利率将通过中国人民银行债券发

续弱化。同时由于近年能源、矿产资源并购以及固定资产投资规模上升，中国铝业债务规模上升，资本结构以及各项偿债指标均出现不利变化。

中诚信国际表示，发布该公告基于中国铝业公开资料，目前正在与公司进行沟通以求取得更多相关资料。中诚信国际将高度关注公司2014年财务信息、未来生产经营状况及流动性安排等方面情况及其对公司信用状况的影响，以便及时做出相应评级决定。

目前中诚信国际给予中国铝业的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。（张勤峰）

现券收益率稳中微降

周二，因央行开展900亿逆回购操作，债市资金供给明显改善，加上澳洲央行宣布降息的消息刺激，债市现券收益率稳中有跌。

周二早盘招标的国开债，认购倍数较高，显示出年初的配置需求较强，受此影响，利率债交投活跃，整体收益率略降。国债方面，5年期成交在3.37%，7年期成交至3.38%，10年期成交至3.44%；政策性金融债方面，3年期国开债成交在3.78%，7年期国开债成交在3.84%，10年期国开债成交在3.80%附近。

信用债收益率涨跌互现，短融整体收益率有所上行，高等级券种较受关注，半年内品种成交较多，如3个月的14中建材SCP009成交在4.95%；中票交投较为清淡，高等级中短期限券

种较受关注，接近3年的12湘高速MTN2成交在5.25%；企业债相对活跃，4年多的AAA券种09豫投债成交在5.05%。

密集新股IPO申购及节前资金提现需求导致节前资金面承压。2月份共有24家公司即将发行，冻结资金从下周一始，影响持续至下周四。IPO冻结资金最高点为下周三，预计单日新冻结资金在1亿万元左右，远高于1月份IPO冻结资金高点。

临近春节，虽然市场对于流动性持谨慎态度，但经济基本面维持走弱态势，且央行通过逆回购及SLR等多种操作来平滑流动性，债市或整体维持震荡。未来若有货币政策的进一步放松，债市收益率下行仍有空间。（中银国际证券 斯竹）