

节后流动性回暖可期

□本报记者 张勤峰

在流动性面临大考的关键时刻，央行祭出降准“巨斧”，横扫资金面阴霾，上周后半段货币市场重现了久违的宽松态势。市场人士指出，自本周起，新一轮IPO将正式揭幕，春节前取现高峰亦将来临，加上外汇资金流出的影响，短期资金面波动仍难避免，但流动性出现剧烈收紧的风险已基本解除，春节之后流动性回暖和利率水平下行值得期待。

春节前，由于取现需求大量增加，一贯是货币市场流动性的紧张期。统计数据显示，2014年春节所在的1月份，流通中现金(M0)较前一个月增加了接近1.8万亿元。居民在春节前集中取现的行为，给银行机构带来极大的备付压力，使得流动性出现短期波动几乎不可避免。

今年的情况更加特殊。除了传统季节性因素之外，春节前还有大量的新股发行，对于短期流动性的扰动不可小觑。自2月9日起，A股市场将持续迎来24只新股密集发行，新股发行数量创去年IPO重启以来的新高，机构预计此次新股发行网上网下冻结资金总量或接近2.6万亿元资金，高于1月份创造的前期峰值2.2万亿元。尽管“打新”并不影响银行体系资金总量，但是会加剧流动性分布失衡，造成结构性的流动性收紧。而且，此次新股发行持续时间较长，待全部申购资金解冻时，已非常临近农历春节。这意味打新高峰期将与节前取现高峰期重叠，恐将进一步放大流动性季节性波动。

不仅如此，在国内经济增长放缓、货币政策渐进宽松而美联储意欲收紧货币政策的情况下，去年下半年以来资本流入的势头放缓，甚至出现了阶段性流出的情况。从统计数据上看，去年4月份过后新增外汇占款规模明显下降，去年12月份新增外汇占款已转为负的1184亿元，创下2008年以来单月新增外汇占款的最低纪录。近段时间，国内人民币对美元保持弱势，即期汇价持续于“跌停价”附近徘徊，显示市场主体持汇和购汇意愿上升，加上离岸在岸人民币套汇行为活跃，预计外汇资金仍保持净流出的势头，这也造成国内银行体系流动性面临供给缺口。

长假效应、打新扰动和外汇流出等短中期因素叠加共振，使得节前市场资金缺口巨大，资金面“压力山大”。但是，多重压力不仅考验机构的流动性管理能力，亦给货币当局货币市场维稳工作带来不小的压力。正因如此，流动性越紧张的时期，往往也是货币政策越容易出现松动的时期。值得一提的是，进入2月份后，虽然货币市场利率出现一定程度的上涨，但银行间市场长期国债利率并未出现太大波动，甚至比1月末还略见回落。这足以说明，市场原本就对央行政策宽松存在很强的预期。

央行确实没有让人失望，甚至“送上”不小的惊喜。央行打破了公开市场零操作的局面，恢复了公开市场逆回购交易。尽管央行不乏定向定量的流动性投放工具，但是公开市场操作的信号更明显，更有助于稳定市场预期。此外，在市场博弈降准的行为一次次落空，降准预期开始降温的情况下，央行于上周三晚终于宣布普降准备金率，并对部分中小金融机构额外实施定向降准，一次性释放资金超过6000亿元。

由于此次降准释放资金量大，且释放的资金成本很低，加上公开市场逆回购操作未停，在短期内有力地弥补了资金缺口，使得春节前流动性出现剧烈波动的风险明显下降。市场人士指出，下周资金面可能难免出现波动，但考虑到短期央行给予巨大的流动性支持，且机构提前做了大量准备工作，资金面已不大可能出现过度紧张的情况。

事实上，上周后半段市场资金面已悄然恢复宽松态势，到上周五各期限资金供给都已非常充裕，回购利率出现了全面的回落。以银行间存款类机构质押式回购利率为例，上周五隔夜回购利率下行7基点左右，基本覆盖新股申购期的7天回购利率下行回落6基点，跨春节的14天和21天品种分别下行5基点、37基点。从中长期回购利率纷纷下行上看，市场基本认为春节前流动性已难推大的风浪。

当然，考虑到多种因素影响及逆回购利率偏高，春节前货币市场利率尚难以出现大幅下行。不过，伴随着节后现金重新回流银行体系，降准对流动性的提振作用有望显现，届时资金价格有望出现较明显的下行。在宽松资金面的推动下，债券市场利率有望重拾下行步伐。

资金面料维持宽松

债市有望迎来慢牛行情

□本报记者 常仙鹤

2月4日晚间，中国人民银行宣布自2015年2月5日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，同时对小微企业贷款达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低存款准备金率4个百分点。这是央行近三年来首次启动全面降准，也是近年来首次全面和定向降准相结合。业内人士认为，降准通道打开，为市场释放宽松信号，债基投资虽不会遇到2014年的“大牛市”，仍有望迎来慢牛行情。

把握波段操作机会

2014年债市在经济持续走弱、宽松的货币政策主导下，债券收益率的持续下行，债券投资显得顺风顺水，债券基金普遍获得较好的收益，但进入2015年后，债券收益率曲线维持相对高位，给债券投资增添了不少难度。

“节前流动性有所波动，加上新股密集发行，1月底债券收益率又有所抬升。”一位基金经理人士指出，实际上，在去年12月份债市收益率就有过突然掉头向上的经历，年末季节性因素叠加天量新股双重影响下资金面异常紧张，股票市场在降息后的惊人表现导致资金持续流出债券市场。不过由于宏观经济仍然难言乐观，在各种负面因素叠加影响逐渐消除后，债券收益率从高点有所回落。“央行此次降准使得资金价格有所回落，债券收益率曲线有望

全面下行，但节前仍将保持震荡态势。”

众禄基金研究中心认为，从收益率曲线来看，目前收益率曲线过于平坦，各期限利差均位于历史低位，基本已经兑现了对基本面的预期，继续下行的空间有限，上行压力加大。而中短期利率受到市场流动性的影响，临近春节，且2月第二周有24只新股发行，短期流动性很难宽松，收益率曲线易上难下。2月债券市场恐难延续以往单边上涨的走势，更有可能表现为小幅上下震荡的格局。

易方达安心回报债券基金认为，今年的资金面将受到来自政策、经济以及新股发行等因素的持续影响，形势的不明朗给债券基金投资带来了一些操作难度。首先是政策手段的不确定性在上升。2014年央行经过各种量、价手段的引导显著降低了债券市场收益率，但在社会融资中占绝对比重的贷款利率却未见明显下行，尤其是降息催生了股票市场的快速上涨并吸引了大量资金，对解决实体经济融资难、融资贵问题的效果可能需要更长时间的观察。其次，经济运行的不确定性在加大，房地产调控的松绑能否有效传导至房地产投资仍具有较大的不确定性。而新股发行节奏的加快使得资金整体的波动在加大，对资金面的影响将持续存在。因此，2015年该基金在杠杆和久期上都不会进行极端配置，保持相对中性的水平以便于在形势进一步明朗后进行操作。持仓上将逐一降低基金的信用风险暴露，获取相对确定的持有期回报为主，对于利率债和权益则把握好波段操

作的机会。

慢牛仍可期

历史数据显示，在首次降准之后的一段时期，债券利率普遍出现了明显的下行。自去年下半年开始，央行动用了SLO、SLF、MLF、PSL和定向降准等多项工具，资金面一直维持宽松态势。去年11月央行宣布降息，确立降息周期的开始。自2月4日央行宣布降准后，业内人士预计，一旦降准降息通道打开，未来市场资金就有望继续维持宽松，利率水平有望进一步下降，利好债市投资。

大成基金认为，从经济基本面上看，PMI的数值在一月份下行到荣枯线50以下，经济下行的压力增大。大宗商品价格持续走弱，一月份CPI可能仅有1%，通缩压力也正增大，货币政策放松有利于广谱利率的下行，降低企业融资成本，从而托底经济。在经济下行压力增大，且地方政府融资问题没有解决之前，积极的财政政策必须有相应的货币政策进行配套。

建信基金认为，此次降准对短端利率的刺激较大，利好债市。预计本次降准投放的大量资金将为短端利率下行打开空间，带动利率收益率曲线陡峭化下行。目前7天回购利率在4.59%的水平，处于历史较高的位置与10年期金融债收益率倒挂，说明资金面处于偏紧的水平，此时增加流动性的注入将显著降低短端利率，对长端利率也会形成一定的向下带动。

收益性与安全性兼顾 优选中高等级信用债基

□国金证券 孙昭杨 尹浩

国内经济疲弱的状况仍将延续，政策面继续托底经济基本面，货币政策仍以宽松为主，一季度债市机会总体大于风险。对于稳健性投资者，建议采取“提高等级+放杠杆”的选基策略，优选中高等级信用债持仓较大且有一定杠杆倍率、历史业绩良好、固定收益团队投研实力雄厚的债券基金，对于风险偏好型投资者，可适度参与可转债基金的投资机会。

“中高等级+放杠杆”策略

我们判断一季度债市机会总体大于风险。房地产投资边际改善缓慢，地方政府债务清理短期对基建投融资构成制约，一季度经济下行压力不减，同时，需求疲弱和国际大宗商品价格低迷抑制通胀走高，低增长加低通胀的基本面格局仍将对债市构成支撑。政策方面，在稳增长和促改革并举的政策目标下，预计货币政策将维持稳中偏松的基调。资金方面，春节之后流动性将显著释放，加上一季度通常是银行资金配置旺季，流动性和配置盘的释放也为债市提供动力。但政策放松预期的不确定性、春节前的流动性扰动、经济数据超预期回暖、信用风险事件等不确定性因素难免给市场带来摩擦。总体维持一季度债市震荡上行的判断。落实到基金策略上：

首先，考虑到经济下行背景下信用风险事件将持续呈点状爆发，以及地方政府债务甄别结果对城投债个券的不确定冲击等因素，低等级债券投资难度增大，对于稳健性投资者，我们建议采取“提高等级+放杠杆”的选基策略，优选中高等级信用债持仓较大且有一定杠杆倍率、历史业绩良好、固定收益团队投研实力雄厚的债券基金，一方面“高等级”可抵御信用风险事件不定时爆发带来的冲击；另一方面“放杠杆”也可在债市上行过程中放大票息和资本利得收益。

其次，在行业风险和个券风险加剧分化的背景下，基金管理者的信用分析能力以及对个券的把握能力是决定基金业绩的重要指标，投资者也可以从收益性与安全性兼顾的角度筛选出善于精选高收益债券且下行风险

相对收益基金组合		
基金名称	基金类型	投资权重
华富增强债券	债券—新股申购型	25%
工银增强收益	债券—新股申购型	25%
招商安瑞进取债券	债券—普通债券型	25%
富国可转债	债券—可转债型	25%

绝对收益基金组合		
基金名称	基金类型	投资权重
易方达增强回报	债券—新股申购型	50%
建信稳定得利	债券—新股申购型	50%

数据来源：国金证券研究所

控制能力较强，具备一定业绩稳定性的债券基金。

第三，对于风险偏好型投资者，可适度参与可转债基金的投资机会。可转债的“股性”和“杠杆”是把双刃剑，在股市上涨时可分享甚至放大正股收益，在股市下跌时风险也被放大。就2015年股市而言，改革驱动下的系统性机会和主题机会仍在，但市场的波动性也在显著放大，因此2015年股市和可转债均是机会与风险并存的一年。对于可转债基金的挑选，可以考察基金的业绩表现、杠杆水平、可转债仓位水平等指标，结合基金所持可转债品种的转股溢价率、到期收益率、纯债溢价率等指标判断持仓的券种的投资价值，选择业绩稳定、下行风险控制良好、管理人和基金经理投资管理能力较强的可转债基金。

发挥货基流动性管理功能

货币市场基金是一类比较好的现金管理工具，活期存款的替代产品，特别是在过去一年货币型基金创新不断、各种宝类产品及保证金货币等产品不断推出、货币基金流动性不断提高的情况下，对于有暂时闲置资金的投资者而言，挑选合适的货币基金还是可以发挥短期流动性管理的功能。

传统货币品种选择方面，建议投资者选择历史业绩居前且稳定性较好、资产规模较大能够抵御浮盈摊薄及赎回冲击风险的基金品种。目前市场的宝类货币基金各具特点。对于此类产品的投资，一方面要结合投资者的实际需求匹配具有相应功能的产品；一方面，宝类货币产品的投资业绩最终还是要落实到对管理人的实际管理能力的考察上。

分级基金A端具投资价值

2015年国内经济疲弱的状况仍将延续，政策面将继续托底经济基本面，货币政策仍以宽松为主，债市走强的基础不变。从信用特征来看，股票分级A端无信用风险，类似于利率债，在宽松的货币政策背景下，具有投资价值。

股票分级A端的价值体现在两个方面，一方面，股票分级A端在2014年下半年市场风险偏好长期较高造成的分级基金整体溢价的打压下，隐含收益率一直处于较高的水平，尽管近期有所回调，但隐含收益率仍有较大的下行空间。另一方面，基于我们对2015年股票市场宽幅震荡上行的判断，市场分歧将会逐渐出现，很难再出现2014年下半年单边急剧上升的情况，股票型分级基金的整体溢价对分级A端的持续打压很难再出现，股票分级A端未来涨势可期。因此，我们认为，未来一段时间股票分级A端的投资价值很大。

配置股票分级A端的原则是选择隐含收益率较高、流动性较好的投资品种。而近期股市的宽幅震荡行情使分级基金发生向下不定期折算的概率增大，此时投资者配置跟踪指数波动较大且折价较大的股票分级A端，一旦发生向下不定期折算，投资者可以获取可观的看跌期权价值。