

经济滑向底线 宽松犹待加码

□本报记者 张勤峰

月初以来,先后出炉的1月份制造业PMI、进出口等宏观数据均表现欠佳,勾勒出整体经济动能持续下行的严峻形势。从这一角度看,央行上周“破例”降准,除了弥补流动性缺口的考虑之外,亦蕴含托底经济的因素。市场机构指出,当前经济增长动能持续回落,物价通缩风险有所加大,货币条件仍存偏紧之虞,央行货币政策有继续适度放松的必要。

经济增速向下 通缩风险上升

上周,央行普降加定向降准并举,一次性释放流动性超过6000亿元。市场普遍认为,此次央行总量性货币政策出现松动,很大程度上是对短期资本外流、春节前流动性紧张的妥协,主要目的是对冲外汇占款减少,兼顾短期稳定货币市场的需要,但是综合经济运行的基本背景来看,央行此次降准也不乏托底经济增长的长远考虑。

月初以来,先后出炉的1月份制造业PMI、进出口等宏观数据均表现欠佳,显示实体经济下行势头加重,基本面正进一步滑向宏观调控的底线。

2月伊始,1月份PMI数据出炉。数据显示,1月份中采制造业PMI连续第6个月下行,且跌破50荣枯线至49.8,创下2012年10月以来最低值。由于今年春节较晚,1月份数据表现从季节性上看理应好于往年,但实际情况并非如此;分项数据上,需求、生产、价格和库存等主要分项指标尽皆恶化。这些先行指标无不表明,去年12月工业生产的回暖迹象或是昙花一现,开年以来经济已重归下行趋势,且有加速向下的迹象。

上周末公布的1月进出口数据进一步确认了经济基本面被破。数据显示,1月份我国出口同比下降3.3%,进口同比下降19.9%,均大幅低于预期。中金公司等机构认为,1月份外贸数据超预期的弱,除了包含大宗商品跌价、虚假贸易减少、去年高基数的影响之外,更重要的原因还是内外需求超预期低迷,反映出中

国经济正面临内外交困的局面。

申万宏源报告指出,结合已披露的1、2月份数据看,一季度经济要差于去年四季度,趋势增长率可能已下行至7.1%附近。如果去年GDP增速目标值为7%,则今年开年经济形势就已经逼近政策底线,货币政策需要适时肩负起稳增长的责任。

与此同时,当前物价通缩风险正不断加重,也对货币放松提出要求。1月份通胀数据即将披露,目前市场一致预期1月CPI、PPI将明显下行,CPI同比增速有跌破1%的可能。在通胀持续低迷的情况下,实际利率偏高不利于居民消费和企业投资,从而抑制经济增长动能,也使货币政策放松成为必要。

由此来看,央行上周“破例”降准,某种程度上也是对经济下行和物价通缩风险加重的一种确认。

逆周期宏观调控仍有待加码

尽管总量性货币政策已经显露松动迹象,但市场机构认为,当前经济下行压力依旧很大,货币条件仍有偏紧之虞,逆周期宏观调控仍有待加码。

PMI和进出口数据已经印证经济加速下行的势头正在出现,而且增长前景不容乐观。机构指出,以1月PMI新订单减产成品库存衡量的经济动能指标继续下滑,显示经济增长动能仍在持续回落。此外,1月PMI分项中企业生产经营活动预期指标创下2013年以来最低值,显示企业对未来六个月经营预期较悲观,制造业经营活动继续弱势可能性大。

而与此同时,在短期资金外流导致外汇占款持续降低的情况下,央行实施降准主要起到对冲的作用,带来的增量流动性供给有限,还不足以发挥全面宽松的作用。尽管上周央行全面和定向降准并举,但是市场利率水平下行并不明显,货币市场仍维持相对高位,中长期债券利率也下行乏力。

中金公司报告指出,从1月份的外贸数据、PMI数据和即将公布的CPI和货币数据来看,已经或将要印证整体经济动能下行的严峻形势;货币增速继续回落,人民币实际有效汇率仍延续升值,通胀

下行环境下实际利率偏高,这些都导致经济无法得到有效刺激和托底。兴业证券报告也认为,如果央行降准意在托底经济,那么央行需要维持流动性的持续宽松来推动信用的扩张,考虑到地方政府面临财政收缩风险,央行还需更大力

■观点链接

中投证券:经济现状倒逼货币政策逐渐从紧缩向中性回归,且速度加快。自2010年以来,货币条件就呈现不断收紧的状态,经济增速一降再降,2015年经济进一步下滑甚至失速的风险明显上升。宏观调控当局不能忽视银行坏账率持续攀升,以中小企业私募债发行人为代表的最有活力的实体企业运营困难,不能忽视金融风险的逐步上升。从此次降准来看,货币政策回归中性比我们的预想还要快。

海通证券:降准有利扫清降息障碍。降准开启全面宽松之门,年内可能还有3次以上降准。短期内降准或加大人民币贬值压力,热钱流出和央行干预或使得外占继续下降,需要再次降准补充流动性。对我国央行而言,国内利率市场的重要性高于外汇市场,稳增长、抗通缩下,货币宽松不会缺席,降准有利扫清降息障碍。从降准到债市牛市逻辑:降准释放流动性买债—债券收益率下行—理财可配资产收益率下行—理财收益率下行—回购利率



去产能加速 助推信用利差扩大

□安信证券固定收益部 袁志辉

近期,债券市场的收益率形态呈现两极极端现象。一方面,期限利差被压缩到极低,部分品种甚至出现倒挂;另一方面,尽管12东飞01、12蓝博01等违约事件消息不时传来,但信用利差几乎静止不动。从信用利差角度来看,由于高票息的呵护,中低等级信用债溢价在流动性偏宽松环境下容易被压制,对信用资质的波动有一定时滞。而随着宏观层面去产能的加剧和微观层面盈利恶化累积效应,未来信用利差或加速扩大。

从宏观层面看,中长期宏观经济去产能正在加速触底。2012年以来,宏观经济进入实质性去产能阶段,但是由于市场化出清机制的缺失,去产能较为缓慢。固定资产投资是形成新增产能投放的重要途径,且一般领先2年左右,从其增速来看,2011年下半年开始持续下滑,对应2014年去产能开始小幅加速,按照一般产能周期推算,2015年二季度有望出现最大幅度的去产能,之后将在底部徘徊2-3个季度并逐步回升。去产能进程中,私人投资较为虚弱,叠加终端需求下滑,需求端与供给端形成循环收缩,实体经济资产负债表进行被动式的压缩,且需要承担流动性压力并维持资产负债的动态平衡。随着去产

能即将迎来加速触底,企业现金流和盈利能力均面临“最后一跌”。

价格层面数据反映的更为直观。2008年以来,PPI环比增速波动中枢持续下移,从0.6%降到2010年的0%附近并进一步下探到-0.3%,2014年以来更是长期环比负增长,且跌幅逐步加深。整体经济的通缩迹象非常明显,进一步印证了去产能周期的加速。通缩格局中,企业存货跌价损失加大,存货减少,企业利润在下跌过程中受损严重。

1月PMI指数的回落、钢铁水泥发电等主要工业品量价齐跌,加上房地产高库存背景下销售开局不利导致土地购置及开工低迷,都预示着短期宏观经济面临惯性下跌。再考虑到仅14%附近的社会融资余额增速,一季度GDP增速极有可能跌破7%。虽然前期的财政、货币政策托底效应在下半年将逐步显现,但是上半年宏观经济惯性下跌,仍将对企业信用及社会风险偏好产生极大冲击。

从微观层面看,实体经济财务状况已经在加速恶化。2014年12月份,规模以上工业企业实现利润总额8507.3亿元,同比下降8%,降幅比11月份扩大3.8个百分点。全年累计同比增长3.3%,较2013年增速回落8.85%。此外,企业流动性自2011年以来不断恶化,流动资产平均余额累计增

流出、IPO冻结资金等原因居高难下,这种状况在春节之后,伴随资金回流可能得到改善,节后收益率曲线有从过度平坦向合理陡峭恢复的可能。中期来看,目前基本面仍然较差,放松窗口仍在,收益率暂无上行压力。

信用产品

瑞银证券:继续推荐中高等级品种

1月25日12东飞01未能按时兑付本息,以及2月4日可回售的12蓝博01可能违约两起事件,并未造成投资者对于系统性风险、尤其是公募发行品种的担忧提升。投资者对于中小企业私募债信用事件发生频率提高已有预期。展望未来一个月,节后资金充裕程度有望提高。若央行短期内再次快速采取行动,则可能是对实体经济增长不容乐观的确认,收益率还有下行空间。品种选择方面,维持对中高等级的推荐;久期方面,考虑到收益率在短端已经倒挂以及资金面节后可能面临的好转,1年以内和7年左右品种回报率相对较好。

国泰君安证券:择优考虑中低评级

降准有利于维持利差低位而难有进



速快速下滑至2014年末的7.8%。按照财务管理的一般原则,加速去产能阶段的企业盈利、流动性持续变差,叠加高杠杆的大背景,信用风险将增大。

目前,5年AA中票与同期限国债利差接近220bp,5年AA与AAA中票利差不到100bp,均在2008年以来的历史均值附近,信用溢价估值并不高。究其原因,主要是2014年以来,在银行间市场流动性大幅宽松背景下,信用溢价被套息交易扩张。如果市场跨过临界点后情景改变,中长期宏观去产能加速触底,短期经济惯性下滑

一步压缩空间。疲弱基本面与宽松外部流动性环境下,近期个体事件频发与市场整体风险偏好维持较高的情况有望成为新常态。后续城投平台融资不排除有边际松动可能,从而利好城投债和市场整体情绪。市场供需关系仍在边际弱化:供给后续仍将显现季节性上升态势;需求方面,乙类用户户提速带来需求利好,但在现有收益率水平下,实际需求增长仍将缓慢。建议做陡曲线,向短端倾斜博弈春节后的资金面缓解,品种上可以择优考虑利差仍然较高的中低评级品种。城投债未来一段时间的政策变化值得关注,若有松动利好,或能摆脱近期颓势恢复价值。

可转债

国信证券:以持有为主

2月5日降准以来,股指未改颓势,继续震荡走弱,主要原因是监管层对杠杆的控制和24家新股IPO。监管层主动降杠杆并不是刻意打压股市,而是为了减缓银行资金流入股市的规模与速度,是对牛市的一种减挡退挡。24家新股IPO预计冻结资金近2万亿,在增量资金进场被严控、存量资金博

度的货币放松才能稳定增长。

中金公司报告进一步指出,在内外交困的经济环境下,货币政策不松不行,松的慢同样不行。而在货币增速、汇率和实际利率三个货币条件中,引导实际利率下降来提振内需更为重要且可操作。

有望下行——降息障碍扫除——降息周期启动—利率债牛市延续。

中银国际:未来利率、汇率和准备金率都会继续下降,政策还会在保增长和调结构中进行权衡。展望未来的货币政策,松紧适度仍是主基调,对于政策的运用也会考虑更多方面的因素。我们认为,总量政策的出台还会继续,但是其作用更多的体现在托底经济和对冲效应,未来基本面对于债市尤其是利率债的利好仍然存在。在资本市场与实体经济的通道没有进一步打通之前,政策之实也难解经济衰弱之困。

广发证券:3、4月是宏观调控定调的关键点。随着转型的不断深化,2015年正式进入政府收缩元年,经济运行有可能触及调控底线。一旦经济运行触及底线,特别是就业和金融风险底线,宏观调控可能转向进一步宽松。3、4月份,经济增速、就业压力和金融风险等因素逐步明朗,宏观调控的松紧调节将进一步明确。

进入“打新周” 交易所资金略紧 央行逆回购料将放量

□本报记者 葛春晖

周一(2月9日),银行间市场资金面继续呈现整体宽松格局,交易所回购资金价格则率先上行。市场人士指出,“打新”与春节因素叠加,货币市场流动性季节性波动在所难免,但继上周央行降准后,本周央行逆回购加码也值得期待,资金面整体平稳过节已无大碍。

上周央行降准之后,银行间市场中短期主流资金价格一度持续下行,本周一则出现止跌企稳迹象,显示降准后的资金面趋松态势有所收敛。数据显示,截至2月9日收盘,银行间存款类机构质押式回购加权平均利率中,7天、14天品种分别续跌1.5BP、不到1BP,隔夜品种则微升约1BP至2.80%。市场人士表示,随着春节临近,居民提现需求增多,商业银行备付压力也日渐加大,与此同时,本轮“打新”冻结资金规模较大,两

人民币兑美元汇率小幅走软

□本报记者 王辉

受上周五美元指数劲升、最新公布的1月中国贸易数据疲软等消息影响,本周一(2月9日)人民币兑美元汇率小幅走软,但仍延续了近阶段以来的稳健表现。

据中国外汇交易中心公布,9日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1311,较上周五下调50基点,延续1月下旬以来围绕6.13窄幅震荡的格局。受中间价走软影响,当日人民币兑美元即期汇价早盘低开48基点于6.2495,全天窄幅波动,尾市收报6.2472,较上一交易日小跌25基点或0.04%。值得一提的是,

项叠加,货币市场流动性在节前将持续承压。机构预计,本轮“打新”最高可冻结资金超过2亿元。

与银行间市场相比,对于“打新”带来的扰动,交易所资金面自然是首当其冲。统计显示,仅在2月10日、11日,市场将相继迎来11只、3只新股集中申购。周一,交易所相关期限资金利率显著上涨。其中,作为标杆品种的上交所7天期新质押式国债回购加权平均利率大涨91BP至6.08%,创下1月13日以来的新高水平。

市场人士表示,央行上周三宣布降准后,在周四进行逆回购时采取了量缩价平操作,反映此次降准主要意在对冲外汇占款下降,但在面临打新和春节双重扰动、平抑资金面季节性波动需求较大的背景下,本周央行逆回购加码将是大概率事件。预计节前资金利率特别是交易所资金面波动难免但幅度可控。

农发行新债发行延续暖意

□本报记者 王辉

2月9日(本周一),农业发展银行就该行今年第1至3期金融债进行了最新一次增发,同时新发行了第4、5期金融债。在近日债券市场整体情绪向好的背景下,五期新债中标结果延续了近期一级市场的暖意。

农发行今年第1至第5期金融债分别为3年、5年、1年、7年和10年期固息品种,本次招标金额依次为60、60、50、50和50亿元。来自中债网和交易员的消息显示,依照期限由短至长顺,上述1至10年期固息债中标利率(参考收益率)依次

为3.68%、3.7043%、3.8545%、3.93%和3.97%,对应投标倍数分别为3.15倍、3.45倍、2.80倍、2.95倍和3.20倍。与银行间固息政策性金融债(农发口行)到期收益率曲线上显示的同期限最新收益率相比,本次农发行招标的五期新债中,短期限品种中标利率(收益率)普遍低约10BP,中长端则低5BP左右。

分析人士表示,尽管上周四(降准首日)债市出现高开低走,但周五至本周一的两个交易日,市场做多热情相对稳固,在此背景下,本次五期新债招标结果向好符合预期。

口行12日招标160亿元金融债

□本报记者 王辉

进出口银行9日公告,定于2月12日(本周四)增发2015年第一、二、三、五期金融债券,合计招标规模不超过160亿元。

口行本次增发的上述四期债券依次为1年、2年、5年和10年期固息品种,招标规模均为不超过40亿元,票面利率依次为3.72%、3.75%、3.85%和3.99%,1年、2年、5年期品种起息日为2015年1月26日,10年期

品种起息日为2月9日。其中,1年、5年、10年期品种均采用单一价格荷兰式招标方式,2年期品种采用多重价格美国式招标,招标日均为2月12日,分销期均为2月12日至2月27日,缴款日均为2月27日,1年期品种于3月2日上市,其余品种于3月4日上市。本次增发的各期债券均不设立基本承销额,承销费按认购债券面值计算,1年和2年期为0.05%,5年期为0.10%,10年期为0.15%。

鹏元:

下调奈伦集团主体评级至A+

□本报记者 葛春晖

鹏元资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告,决定将内蒙古奈伦集团股份有限公司主体长期信用等级由AA下调为A+,评级展望下调为负面,同时将“11蒙奈伦”信用等级由AA下调为A+。

鹏元表示,本次评级调整是基于以下因素:1、受行业产能过剩影响,尿素价格持续走低,公司化肥生产业务价格出现倒挂现象,经营压力较大。未来尿素行业能否回暖、何时回转债等可重点关注,民生和洛钼转债也可关注。近期可关注具有核电概念的浙能转债等。(张勤峰 整理)

可售面积有限,后续收入来源有限。另外,公司在建项目后续投资、销售压力较大,项目能否顺利实现销售回款存在一定的不确定性;3、公司刚性债务规模大,且集中偿付压力较大。根据公司提供资料,截至2015年1月15日,公司有息负债余额约为77.91亿元,占2014年9月末公司所有者权益的比重为137.41%,其中约有50%的有息负债将于2015年到期,公司面临较大的偿债压力,且目前已出现银行欠息情况。考虑到目前公司大部分资产已经用于抵押,后续的融资弹性较小,未来公司能否及时兑付各种刚性债务存在较大的不确定性。