流动性偏紧 节前“放水”难停

□本报记者 葛春晖

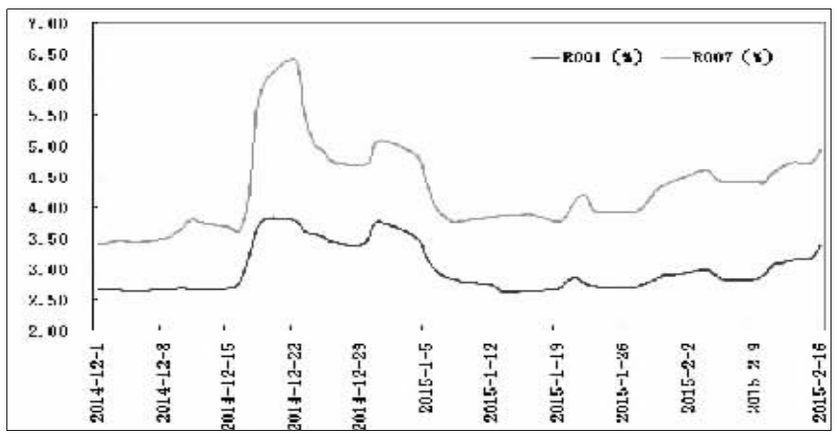
节前倒数第二个交易日，银行间市场流动性仍呈现偏紧态势。市场人士表示，预计央行将在节前继续适度“放水”，以维持银行体系资金面总体稳定；节后随着现金回流，货币市场资金利率有望重新下行，具体空间则取决于下一阶段货币政策宽松的节奏和力度。

银行间资金面从紧

16日，上周发行的24只新股的绝大部分申购资金已经解冻，交易所资金面明显转暖。数据显示，16日交易所资金利率标杆品种——上证所7天回购加权平均利率较上周五大降209BP，收报2.90%，创今年以来最低水平。

目前来看，1月下旬以来影响货币市场流动性的两大因素——新股发行和春节提现，已经是二取其一。不过，由于这两项因素分别主要作用于交易所和银行间市场，因此，虽然IPO冲击退却，但相对于交易所市场而言，银行间市场资金面仍随着节日临近而继续承压。Wind数据显示，16日银行间质押式回购市场上，存款类机构各期限回购利率全线上行。其中，隔夜回购加权平均利率上行16BP至3.32%，跨节的7天和14天回购加权平均利率分别上涨16BP、17BP至4.87%、4.90%，均升至年初以来高位。除6个月品种外，当前21天以上回购利率全部高于5%。

春节前银行间短期质押式回购利率继续上行



在银行体系流动性继续从紧的情况下，机构再次将期盼目光投向央行。有市场人士表示，虽然上周央行宣布在全国分支机构推广常备借贷便利（SLF），但1200亿元的总规模恐不足以满足机构需求，因此，央行将在本周二进行的节前最后一次公开市场例行操作备受瞩目。

据Wind统计，央行上周在公开市场实现净投放2050亿元，单周净投放规模创下2014年春节后的最高水平；本周公开市场无正逆回购或央票到期。有交易员称，央行16日向公开市场一级交易商进行了14天、21天逆回购和14天、28天正回购及3个月央票询量，本周二的央行逆回购操作仍值得期待。此外，有分析人士指出，去年以来央行定向调控手段增多、手法更加灵活，不排除央行节前再次使用短期流动性调控工具（SLO）的可能。

节后重回宽松可期

从历史经验看，随着银行备付资金陆续到位，加上央行护航手段充足，在春节前最后一两个交易日，资金利率继续上涨的空间已经有限。可以说，资金面平稳过节已成定局。放眼节后，随着现金回流银行体系，银行间市场资金面逐步重回宽松也基本没有悬念。值得关注的是，节后资金面的宽松程度、资金利率的下行空间究竟有多大，目前来看，机构观点仍有一定分歧，产生分歧的根源则在于对货币政策放松的力度和节奏的判断上。

海通证券分析师认为，1月CPI降至1%以下，通缩风险加大，央行近期降准以及加大逆回购投放力度，有望降低理财收益率，从而扫清降息障碍，再次降息降准仍可期待。该机构预计，未来三个月7天回购利率中枢有望下行至3%-3.5%。

申万宏源证券分析师则认为，节后资金利率中枢下行的空间存在，但在银行负债成本的约束下，下行的幅度可能较为有限。国泰君安证券更是认为，即使央行总量放松最终推出，效果恐怕也会令市场失望，因为去年四季度货币政策执行报告显示，央行更加关注海外风险，而且认为通缩预期很大程度上受国际大宗商品价格下跌影响，同时更为强调调结构，因此未来的降准政策和定向释放流动性很大程度上是央行转变基础货币投放方式导致，是被动宽松而非主动放水，不应该被作为宽松货币政策的延续。至于降息，该机构认为，其未必能明显降低社会融资成本，因为其效果很可能被来自负债方面的竞争所抵消。

兑美元即期价逆中间价而行
人民币再次逼近“跌停”

2月16日，人民币兑美元即期汇率再次逆中间价而行，盘中距“跌停”价位仅差2个基点。市场人士表示，节前市场交投清淡、节日购汇需求以及1月银行结售汇连续第六个月出现逆差，共同导致人民币短期走软，但后市人民币贬值空间依然有限。

上周五国际外汇市场上，由于美国最新公布的经济指标喜忧参半，市场对美联储加息时点存在分歧，美元指数高位波动，全天微跌0.1%。受此影响，16日国内人民币兑美元汇率中间价报6.1273，较上周五小涨15基点。

16日境内即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇价未追随中间价走高，而是小幅低开于6.2416，全天呈现震荡走低态势，盘中最低探至6.2496，较6.2498的“跌停价”（偏离幅度达到中间价的2%）仅差2基点，尾市收于6.2485，较上周五收盘价下跌80基点或0.13%。

市场人士表示，临近春节假期，市场交投持续清淡，节日购汇需求使得市场汇价持续小幅走软。此外，外汇管理局16日最新公布的统计数据显示，今年1月份银行结售汇逆差504亿元人民币，为连续第六个月录得逆差。该数据在一定程度上也增加了市场上对于短期国际资本流出的担忧，从而对人民币汇率形成压制。

不过，市场人士同时指出，目前即期汇率主要是以客户的供求为基础的双边波动，尚未显现出单边趋势。后市来看，一方面，新年伊始，中国经济和通胀基本面疲弱，拓展了货币政策的宽松空间，强烈的宽松预期令人民币持续承压；另一方面，美元短期陷入调整形态，也减轻了人民币贬值压力，再加上人民币国际化需求以及中国货币当局拥有强大的外汇储备和资本掌控能力。综合来看，预计短期内人民币兑美元可能呈现弱势震荡的运行格局。（葛春晖）

电气转债上市首日涨逾33%
开盘即触发熔断机制

伴随股市走强以及转债存量稀缺性上升，新发可转债越来越成为市场上炙手可热的追捧对象。继1月13日的格力转债之后，2月16日上市的电气转债再次开盘即触发熔断机制，全天大涨逾30%。

资料显示，电气转债发行人为上海电气，发行规模60亿元，期限6年，信用等级为AAA。从上市首日表现来看，电气转债早盘集合竞价报131.01元，较100元的基准价上涨31.01%，从而触发了上交所规定的转债上市首日涨幅熔断机制，并持续暂停交易至下午14时55分。在收盘前的五分钟交易时间段内，电气转债最高成交于140元，最低成交于130元，最终收报133.31元，较发行价大涨33.31%。该转债全天成交79.32万手/10.55亿元。正股上海电气16日则微跌0.10元或1.02%。

市场人士表示，随着上周石化转债、工行转债双双停牌赎回，且同仁转债、中行转债等品种赎回登记日日益临近，转债市场存量规模迅速萎缩，稀缺性继续给转债估值带来支撑。与此同时，股市继续震荡走强，转债市场整体需求依然保持旺盛。在此背景下，电气转债作为中盘转债，流动性佳，加之具有国企改革概念、一带一路概念和核电概念，受到投资者青睐实属意料之中。

昨日在股市普涨格局下，中证转债指数呈现六连阳走势，全天上涨1.72点或0.41至422.78%。个券方面，两市21只正常交易的转债18涨3跌，其中，除电气转债首日秀之外，东华转债、吉视转债分别大涨4.91%、4.70%，对应正股分别涨8.31%、10%。值得一提的是，随着赎回登记日临近，中行转债全天下跌1.07%，跌幅超过正股的0.49%。

分析人士指出，由于春节后流动性相对宽松，股债市场有望延续节前强势，转债投资可以选择逢低介入、持债过节。不过，考虑到经过昨日大涨之后，电气转债已超过格力转债成为两市第一高转股溢价率品种，稳健型投资者短期可以持有为主，不宜追涨。（葛春晖）

中诚信国际
调整新长光评级展望为负面

中诚信国际日前发布公告称，将苏州新长光热能科技有限公司（以下简称“新长光”）评级展望调整为负面。

中诚信国际指出，新长光主要为铝加工企业提供工业炉及其配套技术。由于下游行业景气度下滑、市场竞争激烈，2013年及2014年1-9月，公司营业总收入及净利润同比均有所下降。同时，公司货款回收迟滞，近年来经营活动净现金流均呈流出状态。截至2014年9月底，公司货币资金为0.19亿元，预计2015年其获现能力仍处于较低水平，流动性较为紧张。截至2014年9月底，公司总债务为1.50亿元，并集中于2015年到期，资产负债率为87.01%，杠杆率偏高。2014年6月，中诚信国际在跟踪评级报告中提到，“从公司了解到，2014年洛阳有色金属加工设计研究院拟以现金增资的方式入股新长光20%股权”。2015年2月，经与公司沟通，洛阳有色金属加工设计研究院现金增资事项搁置。

有鉴于此，中诚信国际决定将苏州新长光热能科技有限公司的BB+主体信用等级的评级展望由稳定调整为负面。

新长光为“12苏高新SMECN1”的联合发行人，发行金额1800万元。根据中诚信国际于2014年6月发布的跟踪评级报告，新长光主体信用等级为BB+，评级展望为稳定。（张勤峰）

中诚信国际
调整新誉集团评级展望为稳定

中诚信国际日前发布公告称，将新誉集团有限公司评级展望由负面调整为稳定。

中诚信国际指出，新誉集团主要从事轨道交通、数控设备、新能源等装备制造业务，还涉足金融和办公设备等其他业务，其中轨道交通业务是公司收入和利润的主要来源。2013年，公司实现营业总收入22.14亿元，公司预计2014年营业总收入与2013年持平。根据公司提供的材料，公司配套CRH380D车型的牵引系统订单原计划于2014年内全部交付，但中国铁路总公司将部分订单延迟至2015年交付，该部分订单的总金额为13.53亿元。此外，公司在内蒙古四子王项目中中标的100台套1.5MW风电机组将于2015年全部交付，预计可实现收入4.36亿元。基于上述因素，公司预计2015年可实现的营业总收入将较2014年大幅增加。

中诚信国际认为，随着中国铁路总公司订单的交付以及公司新能源业务的推进，公司营业收入持续下滑的态势将得以扭转，收入规模有望增加，盈利水平及获现能力或有所提升。

综上，中诚信国际维持新誉集团有限公司的主体信用等级为AA，将其评级展望由负面调整为稳定，维持“13新誉MTN001”的债项信用等级为AA。（张勤峰）

债牛途中 持券过节

□本报记者 张勤峰

在春节前流动性偏紧的情况下，债券市场上演了一场逆势逞强的好戏，收益率曲线中长端下行明显。市场人士指出，当前经济与通胀双双下行，货币政策继续放松值得期待，在信贷扩张推动基本面转暖之前，债券市场无大风险，投资者可持券过节。短期而言，考虑到节后流动性回暖趋势比较明确，短端利率下行的想象空间相对更大。

钱紧无碍债券逞强

临近春节，流动性再现季节性收紧。尽管央行动用多项举措，加大流动性支持力度，但面对春节取现与新股发行、财税缴款、外汇流出等多项因素的叠加冲击，资金面始终未能摆脱偏紧的格局。

16日，银行间市场回购利率整体继续上行，7天回购加权平均利率上涨16基点左右，而据交易员透露，市场资金紧张程度比利率上涨幅度反应的明显。但值得注意的是，16日债券市场强势依旧，收益率继续稳中有降，流动性偏紧并未造成太大影响。据Choice金融终端显示，16日银行间市场上代偿期接近10年的固息国债140029成交在3.33%左右，下行约2bp；代偿期接近10年的国开债150205成交在3.62%一线，下行约3bp。

事实上，这已是近期银行间市场的“常态”。在春节前流动性偏紧的情况下，债券市场上演了一场逆势逞强的好戏，收益率曲线中长端下行明显。据中债到期收益率曲线显示，2月16日银行间代偿期为10年的固息国债和国开债收益率最新为3.34%、3.68%，分别较1月末下行17bp、19bp。当前10年国债收益率已较去年11月低点低出15bp，正不断逼近2010年7月及2012年7月3.20%左右的低位；10年期国开债则正向2010年8月3.5%左右的低位挺进。

节后或陡峭化下行

短期流动性波动既是风险，也是机会，这在近期行情中体现得淋漓尽致。市场人士指出，短期流动性紧张，易抬高货币市场利率，对债券市场利率也有向上的作用，尤其是短债受流动性波动的影响较明显；但与此同时，流动性紧张有可能触发货币政策调控，因此可能孕育博弈政策调整的机会，此外，流动性短期波动往往不会持续太久，如果债券行情明显偏离原有趋势，则可能存在修复的机会。近期债券市场不跌反涨，很大程度上应该是博弈货币政策调整的逆势思维在起作用。

近期央行也确实给力，先是重启了暂停已久的公开市场逆回购操作，紧接着又采取全面加定向降准的做法，随后宣布在全面推广分支行SLF政策，为节前流动性维稳上了三道保险。央行接连出手，迎合了市场对政策松动的期待，调控力度甚至在一定程度上超乎预期，成为近期债券收益率下行的重要推手。

近期长期限债券收益率持续走低



但归根到底，当前债券收益率下行的核心动力来源于经济和通缩双双下行的基本面。今年开年经济形势不利，加上物价全面通缩的风险逐渐加大，导致市场对于政策宽松的预期持续高涨。有交易员表示，正是由于基本面形势不乐观，货币政策存在放松的必要，市场才敢于在短期流动性偏紧而债券并未出现明显调整的情况下逆势做多。

机构指出，尽管年初以来债券利率下行较明显，但当前经济下行压力较大，通缩风险加重，企业盈利收缩，货币政策有必要继续放松，后续降准、降息等宽松政策仍值得期待；未来债券市场风险主要来源于信贷扩张推动基本面回暖，但目前受制于需求疲软，社会融资扩张乏力，基本面缺乏持续上行动力。总体上，债券市场所处环境偏暖，机会大于风险。展望节后，在现金回流银行体系的作用下，货币市场流动性转暖较为确定，债券市场利率仍有下行可能，因此不妨持券过节。

分析人士进一步指出，当前中长债收益率均已接近或低于历史均值，未来继续下行的空间可能不太大。相反，短端利率仍高于历史均值，加上近期因流动性紧张而一直居高不下，导致收益率曲线极度平坦化，在节后流动性转暖的支撑下，短端下行的想象空间更大，曲线或迎来适度的陡峭化修正。

■交易员札记

宽松预期犹存
现券收益率震荡走低

□潍坊农信 代长城

16日，银行间市场资金面仍比较紧张，各期限回购利率均出现不同程度上行。债券二级市场上，机构多已不参与操作，交投清淡，但节后宽松预期仍在，现券收益率整体小幅震荡下行。

国债方面，5年国债140026成交在3.21%位置，较前一交易日下行近4bp；10年国债140021早盘在3.34%附近有成交，与上一交易日变化不大。金融债方面，短期品种140230成交在3.695%-3.70%位置，整体较前一交易日下行1bp；2年国开债140201收盘对峙在3.66%/3.64%附近，下行4bp左右；3年国开债150201先成交在3.56%位置，随后在3.555%-3.55%区间成交多笔，整体下行3bp；5年国开债140227成交在3.64%，下行1bp左右；10年国开债140222成交在3.755%-3.75%，新券150205成交在3.635%位置，整体下行1-2bp左右。

目前市场对节后资金面转松抱有较强预期，因此短期资金面偏紧并没有影响到市场对长期债的热情，甚至短期利率也出现回落。笔者认为近期资金面紧张不能完全归结于春节前的季节性现象。外汇占款下降和央行被动型放松的态度，都可能导致节后资金利率不能明显回落，目前过于平坦的收益率曲线恐面临调整的压力。此外，1月份不管是个人还是企业的中长期贷款均持续反弹，显示个人购房的热情和企业贷款需求并没有市场想象得那么弱，经济领先指标有改善的迹象，如果后期经济企稳，最终可能使得长债利率面临向上的压力，从而打破曲线过于平坦化的现状。

■债市策略汇

利率产品
太平洋证券：长端利率面临上行风险

春节过后，现金回流银行体系以及财政存款投放将使资金面出现季节性改善，仍看好春节后的债市行情。10年国债与1年国债之间的期限利差自2014年9月以来一直在30bp左右的低位徘徊；10年国开与1年国开之间利差自2014年底以来一直处于0附近，为历史新低。长端收益率的大幅下行体现了市场对于央行货币政策进一步宽松的强烈预期。在此提示收益率曲线过于平坦化所蕴含的风险。尽管我们对节后的市场流动性抱有乐观态度，节后利率短端下行是大概率事件，但是一旦降息降准等央行货币政策低于市场预期，长端利率仍面临上行风险。

联讯证券：收益率已处最后一跌

节前的周期性和季节性对收益率的影响方向是相反的，而季节性相对来说显得较弱，顺推到节后的话，周期性也应是债券市场的主导因素。随着1月价格因素最后的向下脉冲，节后名义周期会随之企稳，以此来带动债券市场收益率总体企稳。而从利差的角度，经济增速影响供给结构，而名义周期影响需求结构。当供给结构变化偏低，而需求结构明显出现长端资金向短端资金的挪移的时候，短端收益率将会面临更快地上升，债券利率有望呈现平坦式上升的局面。

信用产品
国泰君安证券：城投债有望迎来修复行情

随着打新冻结资金陆续解冻，市场资金压力大幅减轻，节后有望进一步宽松。近期个券信用风险频发，但难掩市场整体风险偏好较强，信用利差整体并未抬升甚至继续收窄，未来这种个体信用事件频发和市场整体风险偏好较高的状况可能成为一种新常态，全年信用利差整体有望维持在低位。城投债有新变化：从目前情况来看，政府彻底甩包袱的可行性不大，财政部的态度有所缓和，前期市场担忧情绪有望逐步平复。伴随着后续很可能到来的政府再融资适度松绑，城投债经历前期调整后估值有望企稳甚至迎来修复行情。

银河证券：看好节后信用利差收窄

1月份金融数据受到了多重因素冲击，由此形成的政策判断必然分歧巨大。我们倾向于：第一，基数原因是M2同比增速低于预期的主要原因，无需过度解读；第二，1月份存款与财政存款意外波动，使得2月份的降准变得必要而且迫切，随着节后现金回笼，流动性将大幅好转；第三，银行信用扩张与影子银行渠道熄火并存，信用扩张的持续性存疑，但引导信用扩张的意图明确，并且项目引导的效果更为直接有效。基于以上判断，继续看好长端利率债，保持流动性依然是主要考虑；此外，同样看好节后流动性好转带来的信用利差收窄。

可转债
中金公司：短期低吸 中期鸡肋

近日建议短期尝试低吸，逻辑在于：第一，股市之前临近60日均线重要支撑位，IPO打新和春节因素扰动正在过去，资金回流叠加政策预期带来小幅反弹机会；第二，估值上，上周是转债市场存量萎缩最为明显的一周，对存量个券的估值会有小幅刺激作用；第三，短期难有新券供给；第四，机会成本方面，纯债机会的确定性更强，但级别有限。不过，转债品种中期“食之无味，弃之可惜”的鸡肋状况并无实质改观。转债市场可选择余地大减，整体估值仍不低，操作难度仍非常大，股票替代策略仍是更好的选择。

中信证券：从止盈转向低吸

股市方面，上周在资金面宽松，打新资金回款等影响下反弹，是比较清晰的低吸信号。中长期来看，货币宽松、资本市场国际化、改革加速、一带一路等概念这四大合力推动A股上涨的大逻辑仍然成立，中期慢牛趋势仍未改变。转债方面，经过前几周的回调，在中行和工行转债赎回之前剩余转债估值已经上涨到2009、2010年的较高水平，正股驱动动能仍明显大于估值驱动，短期内民生转债和宝钢EB仍具备贝塔价值。前两周我们曾建议将仓位适当向军工、国企改革等板块转移，继续维持此观点，同时建议对民生转债适当进行低吸。（葛春晖 整理）