

打新冲击弱化 有利因素增多 资金面“暖春”渐行渐近

□本报记者 葛春晖

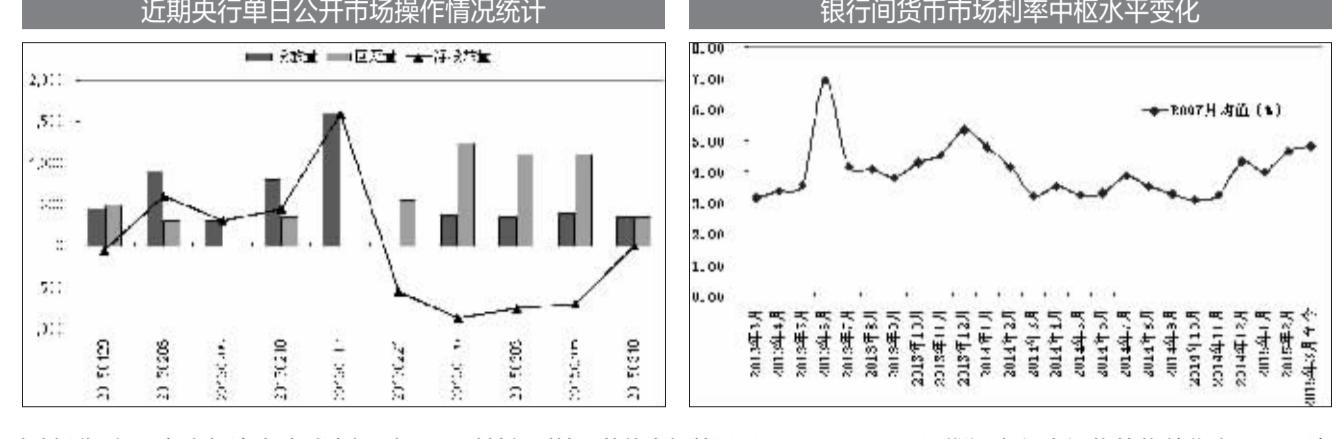
周二,央行在公开市场开展350亿元7天期逆回购操作,平衡对冲的操作力度,较前两周的持续净回笼明显缓和。与此同时,尽管本周二开启新一轮IPO批量申购,但货币市场流动性仍延续了近几日的缓慢改善格局,除交易所部分期限资金利率上扬外,银行间资金利率稳中有降。分析人士指出,综合考虑“打新”冲击逐渐弱化、节后资金回流、财政资金季节性投放、外占下降有望缓解等因素,加之通缩风险未除,货币政策仍有放松必要,预计3月中下旬资金面将进一步稳步趋稳。

IPO扰动有限

进入节后第三周,央行公开市场操作终于从之前两周的持续净回笼,重新回归中性对冲格局。公告显示,央行3月10日(本周二)在公开市场进行了350亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于3.75%。据Wind统计,本周二有350亿元逆回购到期,央行进行等量逆回购操作后,当日未出现净投放或净回笼。

市场人士指出,央行公开市场操作在节前净投放、节后净回笼符合历史惯例,基于前两周已将节前投放的货币大体收回完毕,本周公开市场重回中性对冲亦符合市场预期。统计显示,在春节前的四个例行操作日中,央行通过公开市场累计净投放2950亿元;在春节后的前四个例行操作日中,央行连续净回笼550亿元、370亿元、750亿元和700亿元,累计净回笼2870亿元。

值得一提的是,在本周迎来新一轮IPO的背景下,央行公开市场仅保持中性



对冲操作,仍不免令投资者略感失望。机构预计本周20多只新股冻结资金规模将达到2.7万亿元,峰值出现在本周三、周四,对市场的扰动不容小觑。对此,市场人士指出,上周五以来资金面持续出现好转迹象,可能是央行保持温和操作的主要背景条件,而从周二资金面情况来看,即便央行未进一步主动放水,新股IPO也尚未掀起太大浪花。

周二,创业板企业蓝思科技启动网上申购,正式开启本轮新股IPO的序幕。数据显示,当日上交所1天、2天、3天回购加权平均利率分别上涨147BP、280BP、376BP至3.21%、6.11%、10.74%,标杆7天回购加权平均利率则下跌203BP至6.73%。银行间质押式回购市场上,各期限资金利率(存款类机构行情)稳中有降,其中,除隔夜回购加权平均利率持平于3.34%外,7天、14天、21天品种分别下跌了约1BP、7BP、10BP至4.74%、4.76%、5.43%,1个月及以上资金价格也多数下行,显示货币市场流

动性仍延续了整体向好的局面。

资金利率下行可期

春节过后,市场预期中的资金面回暖迟迟未能发生。虽然近日资金面偏紧状况有所好转,但在IPO压境之际,资金价格继续回落仍有一定难度。不过,综合多家机构观点来看,未来随着有利因素增多,3月中下旬资金面有望持续向好,货币市场下行仍值得期待。

首先,随着新股批量发行成为常态,机构应对起来越发自如,“打新”对整体流动性的冲击逐渐弱化。就本轮IPO而言,中信证券指出,上周14天银行间质押式回购成交量达到4870亿元,比前一周高出96%,显示很多机构前期已融入大量14天期限以上资金,因此本次IPO的影响可能会低于预期,给资金面造成的紧张程度未必超过上周。

其次,今年以来导致资金面偏紧的外汇占款下降局面可能正迎来拐点。民族证券分析师指出,近期人民币兑美元

即期汇率与中间价的价差收窄,显示资本外流趋势减缓,如果这一趋势得以延续,外汇占款有望逆转负增长的势头,资金面将迎来实质性好转。

第三,春节期间提现的现金在3月份将全部回流,3月财政存款投放规模季节性有望超过3000亿元,二者均能持续有效缓解银行资金和存款压力。

最后,通缩风险压力犹存,货币政策仍有放松空间。统计局最新公布的数据显示,我国2月份CPI同比增长1.4%,高于市场预期的1.0%;PPI同比下降4.8%,亦超出市场预期的下降4.4%。多数机构认为,剔除春节扰动因素后,通缩风险依然较大。申万宏源证券指出,政府工作报告将2015年GDP目标增速下调到7%左右,通胀目标制定在3%左右,显示出稳增长防通缩是今年政府工作在经济发展方面的主要目标,有鉴于此,货币政策总体上仍处于宽松通道,预计四月份公布一季度经济数据前后将是降准的新窗口。

长短期资金利率倒挂渐成常态

去年11月下旬以来,CNH Hibor利率持续上行,并反超Shibor利率,这表明离岸市场的流动性紧张程度甚于国内市场。外汇流出导致流动性紧张后,使得本已下降的资金成本中枢抬升,隔夜和7天Shibor利率分别由此前的2.5%、3.2%上升至目前的3.4%和4.8%左右。

国内新股批量IPO则造成资金利率的脉冲式上行。自IPO重启以来,“炒新”赚钱效应显著,“打新”热情持续高涨。据统计,近半年来,每批新股发行的冻结资金平均在1.5万亿元左右,2015年1、2月的两次IPO冻结资金量均超过2万亿,且由于发行集中,单日冻结资金量也相当大,最大曾达1.93万亿元。在目前的发行节奏下,冻结资金总量与单日冻结高峰可能会不断创新高,对短期资金面造成较大的影响。从以往情况来看,从IPO冻结的前一周开始,资金利率就会上行,交易所资金利率的波动尤其剧烈,银行间市场由于央行短期资金投放的对冲,

波动幅度弱于交易所,但在IPO期间回购利率也会变得比较敏感。

值得注意的是,在货币政策趋松的预期下,3个月以上的资金利率波动平缓,导致长、短期限的资金利率长期倒挂。与2013年不同,这一轮流动性紧张是发生在货币政策持续放松的背景下,因此,尽管此轮流动性紧张已持续了5个月左右的时间,但投资者始终相信,未来货币政策仍有放松空间,继续降准、降息的概率都很大,流动性必将趋于宽松,因此资金流入方宁愿以较高成本融入1个月资金,也不愿意以较低成本融入6个月资金,而资金流出方在6个月资金利率远低于1个月资金利率时,也倾向于融入6个月资金。资金流出方与资金流入方的偏好不同,导致长、短期资金供需有所失衡,进而造成资金利率长期倒挂。可以看到,从1月份开始,6个月Shibor利率始终稳定在4.78%左右,较1个月Shibor利率低25BP左右。

进入二季度后,影响流动性的不利因素增多,如货币政策未能及时跟进对冲,资金成本高企、长短期倒挂的现象或难以改变。不可否认,在经济增速下行,货币政策放松的背景下,长期来看,流动性必将趋于宽松,资金利率尤其是短期资金利率终将下行,但短期来看,从二季度开始,流动性进入传统的收紧时节,如若货币政策还是以被动放松为主,那么二季度的流动性仍难言乐观,尤其是在6月份,资金成本可能会再度大幅上行。

资产配置上,由于长、短期资金利率的倒挂,使得近段时间以来,滚动融出1个月资金的收益高于融出3个月以上资金的收益。二季度,在6月份之前,仍建议以融出1个月资金为主,进入6月份后,视资金利率的上行幅度,权衡配置资产期限,如果6个月及以上的资金利率也出现较大幅度的上行,那么可以拉长配置资产的期限。债券投资方面,考虑到中长端收益率已较充分地反映了政策宽松预期,未来下行空间已不大,建议适当缩短久期。

2014年最大的变化可能是,2015年流动性释放工具可能用得更为频繁,但只是对冲资金过度的紧张,资金利率中枢水平反而会比2014年高不少。

海通证券:资金成本不降 债牛不言顶

利率市场化之前降息直接降低银行存贷款利率,刺激经济,目前中国利率市场化是通过理财收益率下降逐步接轨存款利率来完成,这会缓慢降低银行整体资金成本;降准增加债券配置带来理财收益率下行;央行通过SLF及下调招标利率引导短期回购利率下行。2015年债市黄金投资期来自于降息降准等宽松预期与银行资金成本下降之间的时间差,只要银行资金成本没有明显下行,债市就不能轻言见顶,我们认为债市慢牛还将延续。(张勤峰 整理)

的力量。总的来看,即使3月央行不降准,资金面在下旬应该也会得到恢复,资金面最紧张的时刻正在过去。

光大证券:政策放松窗口并未闭合

人民币贬值压力之下,资本项目资金流出,贸易顺差虽创出新高,料难以完全实现对冲。央行稳定中间价也需要在外汇市场上购买人民币,对银行体系流动性也带来压力。从基础货币补充的较低而言,降准和其他基础货币补充的工具已经十分必要。对于央行迟迟不降准,放松以两次降息、一次降准配合的方式进行,我们认为其原因在于实体融资成本过高的情况下,“量化宽松”释放流动性将更多的沉淀于资本市场,难以推动实体经济。历史上货币乘数与准备金率的良好负相关被打破,降准同时货币乘数

数仍低即是证明。中期而言,降准可能仍大,放松窗口并未闭合。

华创证券:资金面波动施压短期利率

本周资金面波动会更大,对短期利率形成较大的向上压力。首先,周二开始,将有23个新股发行,我们估计冻结资金可能超过2万亿元。其次,公开市场到期逆回购1130亿元,按照央行上周公开市场的态度,恐怕全周逆回购操作规模较为有限,公开市场很难对缓和资金紧张起到作用。再者,近期人民币逆美元强劲反弹而反弹,意味着央行可能加大了人民币汇率的干预,也对流动性产生一定的收缩影响。当然,不排除降准或者动用其他流动性工具来对冲流动性的紧张。但是我们依然强调,不管用什么工具,资金利率的中枢水平才是影响债券市场的关键。2015年相对

美元高歌猛进 人民币即期汇率小幅走强

10日亚洲交易时段,美元指数强势攻破98点关口,再创近11年多新高。但出人意料的是,当日人民币兑美元即期汇率仍录得小幅升值。

10日人民币兑美元汇率中间价设于6.1572元,较前一日的6.1563跌9基点,为近期连续第四个交易日下跌。银行间外汇市场人民币对美元即期交易方面,当日人民币即期汇率反而小幅走高。数据显示,10日人民币兑美元即期汇率早盘高开4基点报6.2640,随后逐步走高,至收盘时,该汇价报6.2620,较前一日上涨24基点或0.04%。由此,在近期美元指数一路高歌猛进的背景下,人民币兑美元即期汇率在最近五个交易日反而升值了123基点。

市场人士普遍认为,美国经济稳步改善,提升了市场对美联储提前加息的预期,是导

致近期美元再度快速升值的主要原因。北京时间周二早间,美国达拉斯联储主席费舍尔在其任期最后一次演讲中表示,当日人民币兑美元即期汇率仍录得小幅升值。

而与此同时,当前银行间外汇市场上的结汇力量稳定了人民币即期汇率的表现。有交易员称,周二大行在银行间市场上仍然维持近期抛售美元的交易风格。整体而言,经过近期美元持续大幅拉涨的考验之后,短期内人民币汇率预计仍会以稳为主。(王辉)

国开债招标表现乏力

国家开发银行10日对该行2015年第一期3年期、第二期1年期、第三期5年期、第四期7年期和第五期10年期固息金融债券,进行了最新一次增发。发行结果显示,在近期利率债市场人气持续低迷的背景下,5期国开债中标收益率仅1年期品种略低于预期,其余4个期限品种普遍高于二级市场利率。

据交易员透露,国家开发银行周二招标的1年、3年、5年、7年和10年期固息增发债,中标收益率依次为3.6477%、3.7951%、3.8593%、3.9892%和3.8594%。认购倍数方面,1年、3

年、5年期债券的投标倍数依次为3.30倍、3.27倍和3.30倍,7年和10年期品种也在3倍左右。银行间债市固息政策债(国开行)到期收益率曲线显示,1、3、5、7及10年期品种最新收益率分别在3.75%、3.81%、3.85%、3.96%和3.84%左右。

对于此次招标结果,交易员表示,除1年期品种外,其余4品种中标收益率均高于二级市场和机构预期,不过认购倍数尚可。整体来看,随着长债收益率的上行,主流配置户缓慢择机加仓,交易型机构态度则仍比较谨慎。(王辉)

转债涨多跌少

周二沪深可转债涨多跌少,且在前期调整过程中估值压力有所释放,连续跑输正股的局面有所改观。市场人士指出,新股发行背景下A股市场波动加大,转债持续跑输正股的局面略有改观,如周二民生转债跌

0.85%,跌幅小于正股的2.39%。

不过整体上看,转债市场仍延续窄幅震荡格局,个券涨跌幅都不大。

中金公司最新可转债策略周报称,短期股市扰动因素有所增多,周期股仍受制于经济下行压力和新增资金流入放缓,而题材股缺少消息面强化契机且面临业绩期考验,短期市场会把握难度恐有所加大,但货币政策宽松预期且尾部风险担忧不大,股市调整空间有限。建议投资者仍持有部分中盘题材品种,静观其变。(张勤峰)

交易所信用债弱势震荡

周二,交易所信用债市场延续弱势震荡格局,个券市价仍跌多涨少,收益率窄幅波动。市场人士指出,短期资金面隐忧叠加经济数据发布,使信用债市场暂时难改弱势格局,但尚未看到持续调整的风险。

昨日,交易所上市企业债涨跌互现,活跃品种中,城投类个券如主体评级AA-的12阜城投到期收益率上涨4.17bp,AA的12泰兴债微涨0.32bp,12河套债微跌0.68bp,11丹东债跌5.85bp。产业类个券如AA的10凯迪债收益率涨0.86bp,AA-的12宁上陵涨0.72bp。

公司债市场上,个券以调整居多,活跃品种如AA+的11海航01收益率微跌0.18bp,AA的11庞大02涨5.43bp,A+的09银

基债跌4.27bp。高收益品种方面,AA-的ST三维债涨8.61bp,12墨龙01涨5.73bp。

市场人士指出,新一轮IPO启动,短期资金面仍有波动风险,且时值经济数据披露期,共同限制市场交投情绪。

目前看,“打新”对资金面的扰动难持久,在春节后现金回流和财政存款释放的支持下,资金面终将回归相对宽松格局;PMI、CPI等数据超预期,加剧市场对短期经济与货币政策走向的分歧,但由于存在春节因素扰动,数据的参考性不强,经济能否企稳还有待验证,暂时难以成为持续看空债市的理由。总体看,信用债大势未去,信用利差有望继续持在低位。(张勤峰)

两券商13日发行短融

国信证券、渤海证券10日分别发布公告称,将于3月13日发行一期短期融资券,发行金额分别为21亿元和8亿元,期限均为90天。

上述两期短融均为固定利率、单利按年计息、不计复利、无担保,发行利率通过招标系统招标决定,在债券存续期内利率不变。时间安排上,两期短融招标日均为3月13日,分销日/缴款日/起息日/债权登记日分别为A-1级。(王辉)

短期债市调整未结束

一般债券和专项债券合计6000亿元,也比去年增加了2000亿元,而且政府工作报告提出要扩大企业债券的发行,未来债券的供给可能会比较大。这三因素的合力是近期债券市场调整的主要原因。不过,供给因素不是债市走势的核心因素,往往市场越火,发行量越大,因为潜在需求超过了供给。

对于未来债市的走势,市场上有较大的分歧,核心点在于未来还有多少政策放松可以期待。笔者认为,未来政策难有大幅的放松,政策利好可能已经基本出尽了。从基本面来看,管理层下调经济增长目标,未来政策放松的空间越来越小,而且从前几次周期来看,越到降息后期,收益率反弹越快;二是春节后资金面依然偏紧,没有回到去年宽松时的水平;三是今年中央财政赤字增加1700亿元,地方政府发行的

进一步大幅放松;目前2.5%的一年期定期存款利率与2002年和2008年已经较为接近,现在的就业比较稳定,求人倍率仍在上升,与2002年和2008年断崖式下滑有着明显的区别。因此,从管理层区间调控的“区间”来看,通胀不会转换为持续通缩,完成增长目标压力不大,就业形势较为稳定,这种情况下,政策继续出现大幅宽松的动力并不强。此外,美国数据持续好于预期,下半年或将加息,国内如果持续大幅宽松,会加剧资金的外流,对稳增长的效果有影响。

资金利率也是市场关注的焦点。从中期因素来看,宏观杠杆率持续上升而货币供应量大幅下降、人口结构变化促使储蓄率下滑而投资率仍将保持高位,资金利率可能很难回到2007年以前的低位水平。从M2目标定在12%左右来看,与去年水平

接近,因此资金利率未来会有所下降,估计会回到去年8-10月份的水平,即隔夜利率2.5%-3%,7天利率3%-3.5%。

宽松的财政政策导向已经非常明确,必然需要货币政策的配合,因此未来货币政策保持偏宽松是较为确定的,但是不太可能出现进一步的明显放松。不过,从风险的角度来说,目前确实也不明显:人民币并不会出现单边贬值,资本大量外流不太可能;财政政策发力可能也是较为缓慢的过程,短期对债市的挤压还比较有限。因此我们还是维持震荡市的基本判断,只不过,目前无论是绝对收益率还是债券的利差,都处在历史偏低的水平,在利好基本面的情况下,收益率可能已经处在震荡区间的下限,短期内可能会面临持续的调整风险,需要投资者加以关注。

□国海证券 范小阳

央行再度降息后,市场收益率并没有下行,反倒是抛盘大量涌现,收益率明显反弹。主要是受到了利好预期兑现、资金面依然偏紧和未来供给增加等因素的影响。展望后市,政策利好可能已经基本出尽,目前收益率可能已经处在震荡区间的下限,虽然还看不到显著的风险,但债市短期内很可能将面临持续的调整压力。

导致降息后市场收益率反弹的原因主要有三个:一是宽松预期兑现,政府下调增长目标,未来政策放松的空间越来越小,而且从前几次周期来看,越到降息后期,收益率反弹越快;二是春节后资金面依然偏紧,没有回到去年宽松时的水平;三是今年中央财政赤字增加1700亿元,地方政府发行的