

# 跨年流动性无忧 降准迫切性下降

□本报记者 张勤峰

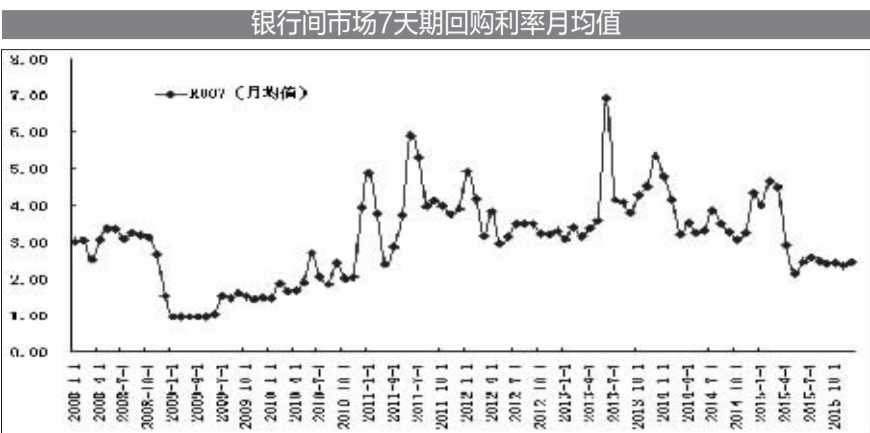
12月29日,跨年正式进入倒计时,年底流动性大势已定,而央行当日缩减逆回购操作量,在年关上开展公开市场净回笼,更折射出短期流动性的充裕。市场人士指出,2015年年底资金面较往年都要宽松,这可能得益于资金淤积银行间市场、政策预期乐观、财政存款集中释放等多重因素的影响,跨年后,流动性有望进一步改善,货币市场利率或存小幅下行空间,而降准时点或后延,下一个可能的时间窗口在春节前。

## 年关惊现净回笼

29日上午,央行开展了100亿元7天期逆回购操作,中标利率持稳于2.25%,交易量则由前次操作的400亿元直降至100亿元。据公开数据,100亿元是年内央行逆回购操作的最低交易量,而29日有300亿元逆回购到期,因此举当天央行公开市场操作实际净回笼货币200亿元。2015年即将收官,在这样的时点上,央行竟然缩减资金投放规模,并通过公开市场渠道回笼货币,这在往年是很难想象的。

交易员认为,央行之所以这样做,原因只能是短期资金供求较为乐观,已无需央行提供额外的流动性支持。据各渠道公开信息,自12月以来,央行累计已开展公开市场逆回购操作2300亿元,同期有2100亿元逆回购到期,两相轧差,到12月29日为止,全月仅净投放200亿元;另外,12月中旬,央行对部分机构开展1000亿元中期借贷便利(MLF)操作,期限6个月,但本月有1000多亿元的MLF到期,因此央行此举很可能是到期续做;再者,本月内有800亿元国库现金定存到期,财政部、央行并没有开展新的操作,从银行体系净回笼800亿元。仅从这三个渠道来看,12月份央行资金投放力度非常有限,甚至还从金融体系净回笼了少量流动性。

与之对应,则是12月份面对IPO、外汇市场波动及年关考核而岿然不动的货币市场利率。市场人士指出,年底资金面持续平稳宽松,流动性状况远好于预期,



对外部支持的依赖不高,央行因而有条件保持相对中性的操作。

## 资金面反季节性宽松

当前的资金面状况算不上是最宽松,但放在年底这个特殊时点上,相比往年要宽松不少,更别提今年底货币市场还存在IPO重启、资金外流等其他不利因素的影响。

12月29日,3个月Shibor利率报3.0882%,只比月内低位上涨4bp左右;从月内均值看,目前12月份Shibor3M利率均值为3.06%,仅比今年6月和11月份的3.02%、3.04%高4bp、2bp,比2013年12月、2014年12月均值则分别低了224bp、160bp之多。历史上,也只有2008年、2009年的12月份的Shibor3M均值更低一些,但彼时的货币政策宽松程度以及资金市场体量与当前都有较大差异。

银行间市场回购市场上,主要期现回购利率在最近几个交易日有所上涨,但在充裕供给的支撑下,市场上融资难度仍不大,资金面整体不改宽松态势。以指标品种7天期回购利率为例,本周因跨年因素上涨至2.5%左右,但全月均值仍保持在2.4%水平,连续五个月保持基本稳定。29日,中短期回购利率几无波动,其中隔夜利率持稳在1.92%,7天利率略涨至2.42%。

有交易员称,2015年仅剩下两个交易日,机构为应对年底考核等各方面的准备工作已基本完成,年末效应基本体现,年底流动性相对最紧的时段可能已

过去。“但说实话,今年底资金最紧的时候也没有太明显的感觉。”这位交易员表示。

## 多因素支持 跨年已无忧

年底考核叠加IPO、资金外流……今年底众多流动性不利因素与流动性实际充裕之间无疑形成了鲜明的对比。而据市场机构分析,这可能得益于资金淤积银行间市场、政策预期乐观、财政存款集中释放以及监管制度优化调整等多种因素的影响。

市场人士指出,经济持续调整背景下,实体经济融资需求不足,致使资金大

## ■观点链接

### 国信证券:短期放松概率下降

年末资金紧张状况迟迟未见。而今年至今资金利率非常平稳,上升幅度也偏小。今年年底平稳的资金状态可能是接下来春节前的预演。随着利率市场化的逐步推进,央行对短期资金面的调整能力越来越强,同时目前经济状况偏弱,整体资金需求不强。资金面的平稳,一方面让投资者减少了焦虑,另一方面可能意味着短期内出台宽松货币政策,比如降准的可能性降低。

### 国泰君安:春节前或降准

美联储加息靴子落地,新兴市场货币贬值压力加大,12月人民币即期和远期NDF汇率分别贬值1.23%和2.1%,11

### 光大证券:规避产能过剩行业债券

随着债市刚兑逐步打破,违约主体从民企向国企甚至央企蔓延,在“供给侧”改革推动产能出清的过程中,我们认为,信用风险事件发生的频率和规模还可能升级,信用风险可能进一步扩大。我们仍建议关注高评级产业债和优质城投债,规避评级较低、产能过剩行业的品种,通过精细化信用分析,谨慎甄选标的。

## 可转债

### 国泰君安:关注歌尔转债条款博弈机会

短期经济企稳迹象增加,债券收益风险比下降,股市上涨动能积蓄。转债受高估值的压制,即使正股出现较大幅度上涨,转债也难有较好表现。不过考虑到歌尔股性

量淤积在金融体系,货币呈现衰退式宽松是今年的一大特征,而在金融市场波动加剧、资金风险偏好下降的情况下,低风险的固收资产吸纳了不少流动性,使得货币债券流动性持续宽松。

与此同时,偏松的货币政策成为流动性的坚强后盾。央行已明确表态维持流动性合理充裕,可以预见,一旦流动性出现甚至可能出现异常波动,央行大概率会进行干预。另外,监管制度优化调整,如相关监管部分改革准备金考核制度、取消法定存贷比限制等亦有助于平滑货币市场流动性波动。

再者,年底财政存款一次性释放,有力弥补了基础货币供给的缺口。自2011年以来,因年底财政存款集中投放,历年12月份财政存款净减少量均超过1万亿元。今年前11月已实现财政预算赤字约1.02万亿元,若严格执行年初预算赤字,则12月份还有近6000亿元财政存款投放。有交易员认为,目前财政存款已基本投放,有力地补充了短期流动性。

综合来看,年底风险陆续释放,流动性充裕格局不改,跨年已然无忧,跨年,流动性有望进一步改善,货币市场利率或存下行余地,而鉴于资金面持续宽松,降准迫切性下降,市场预期春节前或是下一个降准的时间窗口。

月外汇占款余额下降2213亿元,货币当局外汇减少3158亿元,央行资产负债表一开始连续收缩,反映出外汇占款下滑和实体经济疲弱,此外,考虑到春节前企业和居民现金需求加大,预期央行在春节前降准必要性上升。

### 招商证券:资金利率存下行空间

货币政策依然稳健,要求“灵活适度”,央行或将更紧密地贴合经济发展情况提高操作频率,增加对公开市场操作、利率走廊机制等新政策工具的依赖,此外还要求为“结构性改革”提供便利,央行在资金流动性问题上仍将保持维稳偏宽松的态度,短期内,资金利率上行压力大,下行存在一定空间。(张勤峰 整理)

估值已下降至8%附近,相对正股的弹性已恢复,该转债最快还有7个交易日触发强制赎回条款,如果后续歌尔正股能有较好表现,歌尔转债仍有较大的上涨空间,建议投资者关注该转债的条款博弈机会。

### 中金公司:持中性偏谨慎判断

高估值和边际不利变化是确定性变量,而股市能否上涨是不确定性变量。因此,除非对股市有很强的判断,否则转债市场目前应至多平配甚至低配。当然,基于对股市区间震荡但存在结构性机会的判断,我们近期基本持中性偏谨慎的判断。因此,如果是二级债基,目前完全可以用股票完全替代转债仓位。如果是转债基金,在保持必要仓位前期下,应更关注20%的转债仓位。而对一级债基等,转债仍可适量参与博弈波段和个别品种的配置机会。(张勤峰 整理)

对于构建绿色金融体系,中国人民银行研究局首席经济学家马骏建议,发展绿色产业基金;优化绿色贷款贴息;建立绿色担保机制;银行开展环境压力测试;建立绿色债券市场;发展绿色股票指数与相关产品;建立强制性绿色保险制度;确立金融机构环境法律责任;强制性要求上市公司披露环境信息;推动绿色金融领域的国际合作。

次数或不超过3次。明年的第一次加息时点可能在4月或6月,而下半年的加息次数也难以超过2次。因此明年美国的相对货币优势很可能不及当下的预期。

加息给非美经济体带来冲击的同时,也给美国经济增加了变数。而目前欧元区正逐渐从衰退的泥沼中走出来;中国虽然仍处经济增速下行的趋势中,但GDP总量的二阶却是趋于0的。也就是说明年美国相对主要非美经济体的经济优势也在收敛。

强美元的基本面逻辑正在发生变化,这必然导致强美元的实质也会有所改变。在没有找到美国相对优势进一步扩张的证据前,笔者认为2016或许不再是美元年,美元指数涨幅将有所收敛,全年波动范围或在90-105区间。

## 13山水MTN1或违约 山东山水再现兑付危机

继15山水SCP001违约后,山东山水水泥集团有限公司(简称“山东山水”)再现兑付危机。

12月29日,山东山水发布2013年度第一期中期票据(债券简称“13山水MTN1”)到期基本无法兑付的特别风险提示公告称,由于目前公司资金链紧张,13山水MTN1到期基本无法兑付。另外,公司2015年11月12日到期的15山水SCP001至今尚未兑付。

公开资料显示,13山水MTN1发行规模为18亿元,期限3年,于2016年1月21日到期,计息期债券利率为5.44%;超短

## 人民币即期汇率小幅反弹

12月29日,人民币对美元即期汇率的下滑势头暂时止步。当日人民币即期汇率虽然仅小涨0.04%,但依然录得了自11月以来的最大单日涨幅。不过香港市场上人民币离岸汇率仍延续节节下滑势头。

昨日银行间外汇市场上人民币对汇率中间价为6.4864元,较前一交易日下跌114基点,连续第二个交易日下滑,并创2011年6月以来的近四年半新低。人民币兑美元即期汇价低开高走,收盘报6.4852元,较周一小涨28个基点或0.04%。不过人民币汇率在香

## 多头攻势放缓 期债显著回调

国债期货市场周二(12月29日)早盘冲高未果,收盘时出现较为明显的回调,期债5年及10年期主力合约皆放量减仓。

具体盘面上,5年期期债主力合约TF1603早盘微幅低开即快速冲高,在盘中创出101.05元的新高之后即转入震荡回落。截至收盘,5年期国债期货主力合约TF1603报100.83元,下跌0.11元或0.11%;TF1603持仓当日大幅减少1033手至23672手,成交放大超两成至22469手。10年期国债期货主力合约T1603收盘报100.23元,下跌0.215元或

## 年内利率债招标收官

12月29日,2015年利率债一级市场的收官之作亮相。进出口银行29日上午招标的20年期固息金融债中标利率低于二级估值,并获得超过3倍有效认购,显示年底机构配债热情高涨。

央行29日招标的是该行今年第19期金融债,期限20年,固定利率,计划发行50亿元。据市场人士透露,本期债券中标利率为3.88%,投标倍数为3.02。其中,发行利率较目前二级估值低4bp左右。中债到期收益率曲线显示,28

## 农发行下周一发行五期新债

中国农业发展银行(简称“农发行”)12月29日公告称,定于2016年1月4日下午招标发行五期金融债,总额不超过260亿元,期限包括1年、3年、5年、7年、10年。市场人士指出,考虑近期配置力量较强,叠加元旦过后1、2月一般国债、地方债发行量较少,预计短期市场需求较强,农发行招标情况向好。

这五期债券包括2016年第一期1年期、2016年第二期3年期、2016年第三期5年期、2016年第四期7年期和2016年第五

## ■交易员札记

## 债市收益率短降长升

昨日资金面较为宽松,银行间质押品种各期限整体供给均衡,跨年未品种早盘略显紧张,加权利率上行明显,隔夜品种加权利率小幅下行。21天以上需求明显减少,长期限品种3个月成交活跃,Shibor利率整体微幅波动,2周期限品种利率小幅上行。

临近年末,市场谨慎氛围有所加剧,机构操作维持谨慎,整体收益率小幅震荡。国债方面,短端收益率有所下行,长端收益率小幅反弹,3年期小幅下行,成交在2.49%,5年期成交在2.66%,7年期成交在2.80%,10年期上行1bp成交在2.81%。政策性金融债方面,受早盘招标的20年期口行

期融资券15山水SCP001发行规模20亿元,于2015年11月12日到期,票面年利率为5.3%。

山东山水同时表示,公司目前正面临多起债务诉讼,部分银行账户及资产已被查封或保全。

早在11月5日,山东山水在《境内债务偿付的不确定性》中即表示,如果15山水SCP001违约,将会触发山东山水所订立的其他财务贷款(包括2020年票据以及集团在中国订立的其他贷款或担保)的交叉违约,此后的11月12日,15山水SCP001确认实质性违约,成为境内债市首单违约的超短融。(王姣)

港离岸市场上的表现依旧不佳,全天多数交易时段以震荡走软为主。截至12月29日16时30分,人民币对美元CNH汇价报6.5766元,较前一交易日再度下挫172个基点或0.26%,盘中刷新8月12日以来的低点至6.5822元。

市场人士表示,12月以来的人民币汇率阶段性走软格局目前并没有得到明显扭转。考虑到在两地价差高达900基点以上,短期内人民币汇率或仍以震荡走软的运行节奏为主。不过另一方面,中期内人民币汇率实际走软幅度依旧可控。(王辉)

## 期债显著回调

0.21%;持仓减少415手至26144手,成交放大超三成至19802手。

市场人士指出,近期现券收益率对于配置需求的释放以及资金利率下行预期的反映已经基本充分,在此背景下,经过此前连续多个交易日的快速拉升之后,期债市场自高位出现回调也在情理之中。综合近期主流机构对债市的研判,未来较长一段时间内,债市趋势预计都不会出现扭转。不过,对于市场上涨过快之后转入持续休整,投资者也需要保持警惕。具体到期债策略,短期市场预期仍可逢低做多。(王辉)

## ■债市策略汇

### 利率产品

#### 上海证券:警惕利率反弹风险

造就年底疯狂行情的主要原因是机构配置提前,大家齐心协力地买买买推动收益率大幅向下。但要提醒投资者的是是目前中下端下跌幅度明显超过短端。虽场内资金整体仍较充裕,但资金面年底边际趋紧已有所显现,将制约短端的继续下降空间,从而留给中长端的余地恐将有限。当然也不排除众所期待的降准在年前落地缓解资金面偏紧局面,但人民币汇率已趋稳,降准必要性有所下降。建议投资者持有的可继续持有,但追高恐需警惕反弹风险。

#### 中投证券:无需担忧中美长债利差收窄

过去一段时间,部分投资者担忧中美

债利率上行,会对国内长债利率下行形成阻碍,在我们看来,由于资本项目未完全开放、经济周期差异等问题,美国长债利率与中国长债利率间无实质可比性。历史数据表明,利率目前看来并不是影响资金进出的绝对因素,对汇率的预期才是绝对因素,而其背后则蕴含着对经济增长的评判。

### 信用产品

#### 招商证券:精细化择券防估值风险

债市监管部门近期进一步认可信用市场化趋势,更加强调事中事后风险控制。另一方面,基于今年股灾风险监控“前车之鉴”的反思,金融监管部门加强了对于债券市场杠杆的监管。在收益率下行,而监管政策加强时,更需要精细化择券以应对估值风险。

央对手清算业务,助力我国绿色金融体系的建设。

周荣芳透露,上海清算所将在业务上、系统上做好产品的各项支持工作,确保随时满足绿色债券的各类创新安排;其次,借助定期举办的“清算所沙龙”活动,向市场成员积极推广绿色债券的理念,扩大绿色债券发行人和投资人范围。

中国人民银行金融市场司副司长吴

显亭表示,人民银行2015年第39号公告的发布,明确了建设和发展中国境内绿色债券市场的政策框架,为金融机构法人在境内银行间市场发行贴标绿色债券提供了政策遵循和行动指引,实现了“绿色”项目范围界定和绿色债券政策引领的新突破,是一个具有开创性意义、与时俱进、引领性、综合性、向国际标准紧紧靠齐的政策导向标杆。

当前,金融危机的影响仍在持续。当然这背后还有另一种可能,即:劳动生产率的提升和科技的进步导致投入产出比大幅下降。2014年下半年开始美国劳动生产率指数突破瓶颈式的上升在一定程度上支持了这个逻辑,但2013年以来经存贷计价和资本消耗调整的美国企业利润同比始终徘徊在0轴附近说明事实恰好相反。

此外,金融危机对美国家庭部门的重创空前。目前居民及机构的投资净额仅恢复到上世纪90年代初水平,且在QE结束后增长动能显著放缓。同时,三轮QE并没有令家庭部门杠杆率回升,而仅仅是确保了2012年9月后未在继续回落。

而从NAHB房价指数、新屋及成屋销

## 上海清算所:协助推出绿色债券指数及其衍生品

□本报记者 官平

28日,上海清算所(即银行间市场清算所股份有限公司)在沪举办绿色债券专场活动。上海清算所总经理周荣芳表示,将结合自身在债券估值定价方面的经验,协助推出绿色债券指数以及基于指数的其他债券衍生产品,并力争于2016年年中推出人民币碳排放衍生品中

随着美联储加息大门的开启,美国私人部门加杠杆意愿很可能被进一步削弱,加上过去两年大规模流动性回流美国已经是对美国货币政策紧缩影响的强烈透支,笔者预计2016年在美国的相对优势收敛的背景下,美元指数涨幅将比较有限,其运行区间或在90-105之间。

金融危机后美国开始希望改善贸易逆差提振经济,并逐渐走上重塑制造业之路。从实际效果看,削减贸易赤字的成果可见,但从美国债券市场结构和货币市场债券余额中商业票据总规模来看,金融危机后企业加杠杆热情极低,美国国内私人部门投

□北京新工场投资顾问有限公司 张静静