

■“雾里看债”系列(二)

宽信用预期升温 稳增长政策发力

# 资产荒现转机 债牛逻辑受考验

□本报记者 王姣

近期债券投资者敏感的神经不断受到刺激：1月金融数据超预期、八部委发文加强金融支持工业力度、房地产去库存政策连番加码……稳增长配套所需的金融支持、信贷配套力度已然提升，宽货币向宽信用的传导正逐步疏通，支撑债市继续走牛的两大逻辑——经济持续下行和“资产荒”预期遇到挑战。

市场人士分析认为，从目前的宏观环境来看，宽货币向宽信贷转换趋势明显，短期经济和融资需求评估均会发生变化，从而动摇市场对债牛的信心。一方面，信贷大规模投放或将持续，融资需求释放将有利于改善此前的“资产荒”格局，让债市下行的步伐遇到阻滞；另一方面，积极财政政策主导下，政府将通过多种方式引导金融体系资金进入实体经济，市场对经济企稳回升的担忧升温，在基本上同样利空债券。

## 宽信用正在路上

稳增长带来的新增信贷投放较2015年明显提速，今年1月金融数据中社融、信贷增速大幅超预期，非标及中长期贷款明显回升，表明融资需求真实上升，宽信用似乎正走在路上。

数据显示，今年1月，我国M2同比增速上升到14%，创18个月新高；社会融资规模增量为3.42万亿元，分别比上月和去年同期多1.61万亿元和1.37万亿元，新增投向实体经济的贷款为2.54万亿。从结构上看，1月中长期信贷增加1.54万亿元，占比达到61.3%。非金融性公司及其他部门新增信贷达到1.94万亿元，中长期贷款占比达到54.6%。

业内人士指出，即使剔除春节提前投放、外债转内债等因素，1月信贷投放量依然相对偏高，尤其是非金融企业中长期贷款增幅明显，这主要与1月专项建

## ■观点链接

## 国金证券：长端利率需谨慎

基础货币投放低于预期，货币乘数扩张高于预期，流动性的宽松更多体现在注入实体，而非银行间，银行间更多的是“缺多少，补多少”的状态。这样的搭配有助于拉动经济和抵制螺旋式通缩，同时产能过剩崩盘式出清概率不大，这些对于长端利率债都有较大压力。综上，短久期债券依然安全，长端利率需要谨慎，信用债总体信用风险趋势下降。



设基金通过项目资本金撬动信贷有关。目前来看，尽管信贷扩张的可持续性有待观察，但从结构上来看，宽货币向宽信用的传导或许正在逐步被疏通。

国金证券认为，从官方表态上看，大量信贷注入实体经济完全符合管理层的意愿，全年大规模信贷投放是大概率事件。据其了解，目前不少政府类项目的融资需求依然很大，PPP等应对模式的日渐成熟或将给地方项目信贷投放带来便利。

## 经济下行预期受到挑战

在业内人士看来，目前加大信贷和社融投放力度依然是最为有效的缓解实体经济资金面的方式，与此同时，稳增长配套所需的金融支持、信贷配套力度已然提升，政府将通过多种方式引导金融体系资金进入实体经济，包括加大地方政府债务置换、城投债发行、专项金融债规模等，随着稳增长氛围持续强化，一致的经济下行预期正在受到挑战。

春节过后，宏观政策信息出现井喷：一方面，金融机构及财政资金助力稳增长，包括央行、发改委、财政部在内的八部委发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》；另一方面，房地产宽松政策继续出台，财政部等三部

门发文调整房地产交易环节契税、营业税等，进一步明确了宽信用的格局。

平安证券指出，上述金融领域支持实体经济的政策，一方面意味着工业领域供给侧改革已经正式拉开序幕。另一方面，房地产行业的去库存也再度加码。若库存去化的推进使得房地产投资增速的持续下滑得到遏制，甚至出现企稳回升，无疑将对稳定投资增速起到重要作用。

市场人士分析指出，在经济下行压力较大、就业和金融风险加大的情况下，稳增长和需求侧托底势在必行。而在相对稳定的汇率条件下，货币政策对于经济的推动效果远不如财政政策，因此财政政策适度发力去托底经济毋庸置疑。短期来看，经济尚看不到V型回升的可能，但是不断出台的稳增长政策影响投资者对经济走势的预期，整体对债市也形成压制。

广发证券最新研报指出，总需求仍有扩张潜力，意味着宏观系统性风险依然可控。而供给侧结构性改革是实现经济可持续增长的重要保证。“三去一降一补”五大任务，目标在于扩张供求两端，维持经济平稳运行，而非一味进行所谓的“市场出清”。天量信贷的投放、下游需求的刺激等稳增长力量下，宏观经济短期内企稳的可能性确实存在。

## 国泰君安：债市短期窄幅波动

弱出口、低通胀、高货币信贷，仍然表现的是实体经济“脱实向虚”的特征，“放水”始终未能和经济增长擦出火花，债券市场下跌的风险并不大。不过，考虑到量天量信贷后，央行货币政策会短期保持表面上的“矜持”，债券市场短期催化剂只剩下风险偏好下降（这可能需要与大多数人形成共识），因此预计在消息空白期内，债券市场走势特征将以窄幅波动为主，期间投资者可以味一会儿，静静地等待下一次的上涨。（王姣 整理）

## 债牛支撑动力或减弱

综合来看，前段时间市场对债券市场将持续走牛的信心主要来自两个方面：其一是宏观经济增速持续下行，其二是资产荒格局延续。业内人士认为，目前来看，两股力量均存在动摇的可能性。

“目前看，信贷大规模投放的趋势仍将延续，市场开始预期2009年格局的重演。在此环境下，短期经济和融资需求评估均会发生变化，从而动摇市场对于债牛的信心。”广发证券表示，展望未来，债券供给压力、经济预期修正、混业监管强化，仍然是债市走牛的主要风险点。

银河证券同时指出，信贷大规模投放或将持续，地方债供给释放以及PPP新政酝酿提升项目签约率、房地产去库存力度增加导致的融资需求释放均会使之前的“资产荒”得到改善，而债市供需关系或现拐点。

以近期部分商业银行存准率调整一事为例，中信证券解读称，对银行自身来讲，信贷优于债券，在信贷需求不变的情况下，准备金率定向调整会影响银行对债券的需求，对债券属于利空；另一方面，通过对有关银行发放贷款进行考核以激励银行改善和优化信贷结构，最终目的在引导银行资金向实体经济薄弱环节投放，从而有利于金融风险的防范和经济的企稳回升两大任务的实现，在根本面上同样利空债券。

不过国泰君安证券指出，“高歌猛进”的信贷投放对债券需求并无明显影响，持仓数据显示，商业银行事实上在“信贷”和“债券”两条战线同时作战，传统意义上的信贷与债券的“挤出”效应没有出现。

就投资策略而言，综述主流机构观点来看，考虑到稳增长政策持续发力、进一步宽松受限、一级市场供给继续放量等因素，预计短期债市仍将维持震荡，建议投资者保持谨慎，缩短久期，等待机会。从中长期来看，在经济增长底部未明、供给侧调整风险不断释放的过程中，债券牛市仍将持续。

## 华创证券：利率易上难下

债券市场面临的宏观环境已经从前期的宽货币转向了宽信贷，信贷冲动可能对债券市场形成趋势性的压力，因此任何利于信贷扩张的货币政策放松对债券都会形成压力。目前利率易上难下，信贷扩张如果持续，将继续改善市场对经济的悲观预期，并强化风险偏好的进一步回升。而本周到期资金巨大，一级市场也面临供给的继续上升，因此建议机构继续观望，多看少动，等待机会。（王姣 整理）

## 逆回购到期洪峰来袭 资金面略微收紧无碍大势

交易员指出，本周迎来节后逆回购到期高峰，央行相应加大了对冲操作的力度。据Wind数据，本周(2月20日至26日)累计有9600亿元逆回购到期，较节后首周的5950亿元再增加逾六成，也是迄今为止年内逆回购到期量最高的一周。其中，23日、25日的到期量分别高达3900亿元和3400亿元。据此计算，虽然央行提高了逆回购交易量，23日公开市场操作仍实现资金净回笼2600亿元。

## 资金面略微收紧

受逆回购集中到期影响，23日货币市场流动性较此前几日略微有所收紧，部分期限资金融出有所减少，但整体上资金需求能够得到满足，资金面仍属于均衡范畴，货币市场利率波动也不大。

23日，银行间质押式回购市场上，各期限利率稳中略见上涨。其中隔夜、7天回

购利率均上涨1bp，中等期限的14天回购利率小涨2bp，更长期限的1个月回购利率则下跌2bp。SHIBOR方面，昨日除14天SHIBOR微涨0.4bp之外，其余期限仍保持下行，其中隔夜SHIBOR跌0.1bp至1.93%，3个月SHIBOR跌2bp至2.927%，创下近八个月新低。

资金交易员称，数千亿元逆回购到期叠加企业缴税，致使昨日市场资金面有所收紧，早盘大行和股份行资金融出减少，许多机构需求未能得到满足，至尾盘时有所好转，绝大部分资金需求得到满足。

## 流动性基本无忧

业内预计央行将保持一定规模的逆回购续做力度，缓和逆回购到期的冲击，但也将因此增加后续逆回购到期规模，节前大量投放的短期流动性自然回笼的影响仍需一定时间加以消化。不过，央行保

持流动性合理充裕的态度依然明确，中短期内流动性基本无忧。

据统计，春节后从2月14日到23日，先后共有11150亿元逆回购到期，而截至23日的最新数据显示，从2月24日到3月4日，总共还将有9200亿元逆回购到期，今后一段时间内，逆回购到期回笼将是影响短期流动性的一个主要因素。

对此，市场普遍预计，央行将通过滚动开展公开市场逆回购操作，缓冲逆回购到期压力，这也意味着在今后一段时间内央行仍需保持必要的逆回购操作力度，直至到期量逐步下降。考虑到春节结束后，资金回流进程正在加快，加之央行有充足的货币政策工具应对流动性短期波动，因此中短期内流动性风险可控，资金面仍有望保持相对宽松，但货币政策面临掣肘，降准降息希望愈发渺茫，宽信用进程快于预期，将对货币市场利率下行空间构成约束。

## 观望情绪浓厚 期债震荡调整

合约TF1603早盘低开后一度快速冲高，但随后转入宽幅震荡，尾盘经历一波跳水之后再度录得小幅下跌。截至收盘，TF1606报100.35元，跌0.05元或0.05%；当日TF1606持仓增加736手至23721手，成交10387手，较前一交易日放大约两成。10年期国债期货主力合约T1606收报99.605元，跌0.095元或0.10%；持仓增加1132手至31094手，成交增加约一成至19948手。截至周二，国债期货5年及10年期主力合约均连续第三个交易日收跌。

交易员表示，周二央行公开市场净回笼规模超过2000亿元，资金面虽略收敛，但仍属宽松。与此同时，上午国开行招标发行的1至7年合计四期固息金融债，中标收益率及投标倍数均好于预期，给市场带

来一定提振，但主流机构做多热情仍相对有限。整体来看，节后以来央行虽政策动作不断，但实质性影响不大，市场整体观望情绪仍较浓厚。

## 短期行情平淡

市场人士认为，在没有重磅政策影响的情况下，短期债市的平淡表现预计还会延续，利率债市场可能保持一段时间的窄幅震荡格局。

中信证券认为，现阶段在降准等宽松政策难以出现的背景下，债券收益率仍取决于公开市场操作利率，并不会跟随MLF利率下调而继续下行。与此同时，基本面受政策支撑，未来经济形势并不悲观。而供需面上国债、地方债、专项金融债供

给则陆续开始放量。整体来看，综合资金面持稳等因素，未来一段时间内市场预计仍会延续“弹簧市”的特征。

在期债的具体投资策略方面，机构建议投资者继续谨慎做多后市。申万期货认为，虽然财政部调减房地产契税营业税和部分银行将不再享受优惠准备金率消息对债市带来负面影响，但主要经济数据显示经济整体依旧疲软。考虑到信用债违约不断出现、宽财政空间有限，而央行合理引导利率下行仍有必要，在期债操作上多单仍可谨慎持有。此外，宝城期货也表示，虽然从边际上看债市缺乏央行进一步的宽松预期，但债市整体走牛的大环境下并未改变。在此背景下，建议投资者后期可继续寻找逢低做多的机会。

## 中间价下调逾百点 人民币即期汇率跌后走稳

□本报记者 张勤峰

23日人民币兑美元即期汇率跟随中间价走软，但调整幅度低于中间价。在岸汇率方面，23日人民币兑美元即期询价交易低开在6.5289元，开盘后即在此价位附近展开拉锯，跌幅未继续扩大，日内波动仍有限，16:30收盘价报6.5264元，跌69基点。

23日，人民币兑美元汇率中间价设在6.5273元，下调108基点，下调幅度为1月8日以来最高。此次调整与此前一天美元上涨有关。22日，美元兑主要非美货币上涨，其中对英镑涨近2%，对欧元涨近1%，美元指数全天涨近0.8%。美元上涨一方面受到经济数据支撑，美国1月通胀水平回升，核心CPI环比提速超出预期，令通胀进一步下探的预期弱化；另一方面，英国退欧不确定性上升，导致英镑大跌，并拖累欧元兑美元下跌，一并推高美元汇率。

市场人士指出，市场对美国经济增长疑虑未消，预计美元短期内向上的空间有限。在此背景下，人民币汇率仍处于休整期，近期人民币即期询价成交不多，也显示市场预期比较平稳，预计人民币汇率暂将维持区间震荡走势。

## 大涨30% 顺昌转债惊艳亮相

□本报记者 张勤峰

保险跌2.22%，14宝钢EB仍上涨0.35%，是昨日唯一收高的交

换债。昨日市场上，首日上市交易的顺昌转债成为绝对的亮点。在正股走低的背景下，昨日顺昌转债高开在130元，日内最高至134元，收报130.10元，首日上涨30.10%，创今年以来转债上市首日涨幅新高。

市场人士指出，顺昌转债首日大涨，与自身盘子小、正股弹性大、业绩有看点等有关，但在一定程度上反映出转债投资的热情回暖。1月底以来，转债率先反弹，至今已有一些时段，当前债性品种离绝对底部尚有距离，股性品种估值仍高，市价也有回升，全面配置时机未到，建议仍以低吸为主，关注个券机会。

## 国开行债投标需求尚可

□本报记者 王姣

分别为1年、3年、5年、7年。据交易员透露，国开行1年期固息增发债中标收益率为2.3011%，预期为2.30%，投标倍数为2.92倍；3年期中标收益率为2.7268%，预期为2.75%，投标倍数为3.56倍；5年期中标收益率为2.9460%，预期为3.00%，投标倍数为3.38倍；7年期中标利率为3.24%，预期3.24%，投标倍数为2.51倍。2

月22日，中债1年、3年、5年、7年期国开债收益率分别为2.4326%、2.8460%、3.0610%、3.2597%。

## 广东债中标利率高出下限20bp

□本报记者 张勤峰

3.04%，投标区间为2.84%-3.26%；3支债券中标利率均高

于投标下限20bp。

广东省昨日招标发行的四期国债中标利率基本符合预期，且全部低于二级市场水平。市场人士指出，国开债招标结果显示一级市场配置需求尚可，不过在流动性趋紧和供给压力影响下，债券市场倾向于继续震荡，机构情绪相对谨慎。

国开债此次招标发行的四期债均为固息债，包括2016年第4期、2015年第23期、2016年第6期和第7期增发债，期限分

别为1年、3年、5年、7年。据交

易员透露，国开行1年期固息增发债中标收益率为2.3011%，预期为2.30%，投标倍数为2.92倍；3年期中标收益率为2.7268%，预期为2.75%，投标倍数为3.56倍；5年期中标收益率为2.9460%，预期为3.00%，投标倍数为3.38倍；7年期中标利率为3.24%，预期3.24%，投标倍数为2.51倍。2

月22日，中债1年、3年、5年、7年期国开债收益率分别为2.4326%、2.8460%、3.0610%、3.2597%。

## 大公将国裕物流纳入观察名单

□本报记者 张勤峰

的支付时间。撤销的3艘散货船原订单金额合计6495万美元，相关预付款项根据协议约

定，将用于Pionccr Marine公司扬州国裕订造的其他船舶的进度款；推迟的订单中，5艘推迟至2016年交付，3艘推

迟至2017年交付。

鉴于国裕物流重要客户Pioneer Marine公司撤销和推迟部分造船订单事项，将对国裕物流的经营产生不利影响，因此，大公决定将其纳入观察名单。

国裕物流在存续期内的债券有15国裕物流CP001、15国裕物流CP002。大公评定国裕物流主体信用等级为AA-，评级展望为稳定。