

万亿降准在前 财政投放殿后 逆回购穿插其间

# 跨年投放不停步 年底资金面无忧

●本报记者 张勤峰

12月20日以来,央行重启并连续开展14天期逆回购操作。

业内人士指出,作为跨季跨节“专用工具”,14天期逆回购的现身,表明了货币当局稳定年末流动性的意图。综合考虑,12月,前有万亿级降准,后有大量财政投放,期间央行公开市场操作起到了衔接配合的作用,可满足金融机构对不同期限的流动性的合理需求,年底资金面应无忧。与此同时,市场上政策利率“降息”预期也在升温。

## 14天期逆回购现身稳定预期

2021年收官阶段,央行公开市场操作延续月初以来的百亿级逆回购滚动操作,但一改7天期品种独占一面的格局,新加入14天期构成双品种组合。22日,央行继续开展100亿元7天期和100亿元14天期逆回购操作,其中14天期逆回购为连续第3日开展操作。

据统计,截至12月22日,2021年央行共开展公开市场逆回购操作78190亿元,其中11200亿元为14天期,其余均为7天期,占比分别为14%、86%,14天期逆回购(仅间歇性使用。今年央行只在3个

时段开展了14天期逆回购操作:春节前、三季度末和目前所处的年末,也即只在季末和长假前使用,维护跨季跨节流动性平稳为其主要用途。

在业内人士看来,尽管操作的量不大,但14天期逆回购的现身,展现了央行维护年末流动性平稳的姿态,有助于稳定流动性预期。

结合往年经验,后续几日14天期逆回购可能还将操作,待7天期逆回购能够跨年,央行公开市场操作或重回7天期单品种操作格局。

## 降准在前 财政投放在后

进入12月,公开市场操作力度骤减,即便目前临近年底,单日逆回购操作量也不过200亿元。往年同期,这一数字可能是上千亿元甚至数千亿元。这是为何?

万亿级降准是关键。机构分析,本月15日全面降准0.5个百分点,释放长期资金约1.2万亿元,虽意在稳信用、稳增长,但同时也能在较大程度上发挥稳定年末流动性的作用,相应减轻了公开市场操作压力。

“降准实施日恰好为12月纳税申报截止日,对冲后,本月税期高峰几乎未造成大的影响。接下来,年终监管考核的影

响是最后一关,但财政投放可起到一定的对冲作用。”一位机构人士称,除了万亿级降准,12月末近万亿的财政投放可期。

前期,财政收入节奏较快,而财政支出节奏平缓,财政超收规模可观。近期,随着稳增长压力加大,财政支出明显加快发力。数据显示,11月一般公共预算支出同比增速达8.5%,相比10月的2.9%回升显著;11月财政存款减少7281亿元,上年同期为减少1857亿元,均表明财政支出提速。业内人士认为,12月尤其是年底前几日,财政资金集中投放将起到补充流动性的作用。

考虑到降准效应仍在释放,而年末财政大额支出可期,加上公开市场投放衔接配合,市场机构普遍预期,流动性将平稳跨年,年初流动性将较为充裕,为稳定宏观经济大盘营造适宜的货币金融环境。

## 政策利率“降息”预期升温

近期,无论是7天期还是14天期,无论是降准前后还是LPR(贷款市场报价利率)更新前后,公开市场逆回购操作利率始终保持不变。然而,市场上围绕“降息”的讨论不绝于耳,政策利率“降息”预期有所升温。

当前市场上有观点认为,12月1年期LPR下降,意味着短期内再调降MLF(中期借贷便利)利率等央行政策利率的必要性下降。但也有观点认为,LPR“降息”只是一个开始,未来政策利率调降概率较大。

招商证券固收首席分析师尹睿哲称,通过压缩加点的方式推动LPR下行,在短期内降低了公开市场利率下调的必要性。但后续还需要进一步观察实体经济融资成本是否有效降低以及融资需求能否企稳。如果传导渠道受阻,不排除调降MLF利率。

红塔证券研究所所长李奇霖则预测,LPR下调只是开始,随着经济下行压力逐渐加大,后续会有更多举措出台以降低融资成本,助力经济修复,下调MLF利率、进一步降准均有可能。中金公司宏观研究组称,未来仍需要通过降准、“降息”进一步降低实体经济融资成本以稳信贷、稳增长;经历LPR“降息”后,银行息差或重回低位,预计下次“降息”或采取LPR和公开市场利率同降的方式。

“接下来LPR再下调,可能需要下调MLF利率来引导。”广发证券固收首席分析师刘郁认为,明年上半年可能是下调MLF利率的窗口期,其中明年第二季度概率相对更大。

## 可转债炙手可热 高估值尚能战否

●本报记者 张勤峰

见习记者 连润

昔日乏人问津的“小品种”,已成今日炙手可热的“大明星”,未来更可能成长为万亿级的“大板块”。

跑赢多个权益指数,交易规模上演三连跳,最贵个券价格超过3000元,单只债券年内涨幅300%……2021年,可转债再次以债券“黑马”示人,展现惊人战斗力。

业内人士认为,可转债行情火热源于正股结构性行情与自身估值系统性扩张,而估值扩张本质上是市场供求偏紧的结果。得益于需求力量不断壮大,未来可转债市场可能将继续处于供需两旺的状态,存量规模大概率奔向万亿元水平。在高估值可能延续的背景下,投资者应对投资策略做针对性调整,精细择券,“重点捕捞”。

## “战斗机”展现战斗力

头顶债券的名,却有一颗股票的心。跑起来,有时连股票也望尘莫及。他,就是可转债,号称债券中的“战斗机”。

2021年,可转债再次展现出惊人战斗力。据统计,截至12月22日,中证转债指数今年以来接近18%的累计涨幅,不仅遥遥领先于主要的纯债指数,也大大超过了上证指数、深证成指、沪深300等A股常用基准指数;若非月内出现一波回调,超越商品指数也不是难事。个券表现亮点纷呈。例如,英科转债于1月25日最高涨至3618.188元,创造了可转债价格的新高度;小康转债年初至今累计上涨324.9%,涨幅达396.2%,成为年内涨幅最大、波动最大的“双料冠军”。

不仅价格步步高,可转债成交规模也是年年涨。Wind数据显示,截至12月22日,2021年可转债市场(公募品种)总成交15.26万亿元,再创历史新高。2019年,可转债成交额才首次突破1万亿元,2020年便逼近10万亿元,2021年进一步放量超五成,近三年市场成交规模上演三级跳。

今年,新券源源不断登场,推动存续可转债进一步扩容。截至12月22日,今年已发行可转债113只,发行规模达2296.48亿元,可转债总存量达6491.89亿元,较年初增加1156.13亿元。展望未来,华泰证券固收首席分析师张继强认为,可转债市场将保持较快发行节奏,2022年供给料超过2000亿元,未来存量大概率奔向万亿元水平。

漂亮的“戴维斯双击”

作为一类债券品种,今年可转债堪称“黑马”,成为不少固收类产品厮杀年终排名的胜负手。那么,支撑可转债强势的因素有哪些?在业内人士看来,正股结构性行情与自身估值系统性扩张,造就了今年可转债市场漂亮的“戴维斯双击”,这是最重要的原因。

国泰君安证券固收首席分析师覃汉建议从正股弹性出发,选择行业景气度有反转预期、公司资质较好、转债转股意愿较强、正股估值相对合理或低估、转债价格相对偏低的品种,兼具高赔率和高胜率。

左大勇认为,可转债的配置应根据A股风格变化而调整,后续股市场风格将向基本面改善方向转变,基建、消费、金融、家电建材等方向景气度有望提升。而今年的高景气赛道如新能源板块的后续表现,取决于其能否获得增量资金。

## 国家发改委:进一步明确和简化投资审核管理

(上接A01版)

### 做好基础设施REITs项目协调服务

《意见》强调,进一步规范 and 严格投资审批活动。规范投资项目前期工作。修订印发投资项目可行性研究制度规范,落实遏制高耗能、高排放项目盲目发展、推进实现碳达峰碳中和目标要求,将用地用海和规划选址、节能、节水、环保等要求落实到项目可行性研究中;要立足我国国情,并体现投资高质量发展要求,研究借鉴将“环境、社会和治理”等国际先进理念融入可行性研究框架体系,从源头上提高投资项目前期工作质量。

《意见》要求,加强投资项目决策管理。研究修订投资项目评价规范,完善投资决策咨询评估机制,切实把好项目“准入关”,对投资项目是否符合发展规划、区域规划、产业政策,以及政府投资

一方面,今年A股中小盘行情深入演绎,而如今有大量中小盘股票对应的可转债,使得正股层面的拉动作用明显。在天风证券固收首席分析师孙彬彬看来,正股构成甚至是中证转债指数能够跑赢主要股指的关键所在。

另一方面,今年可转债市场估值水平也出现系统性扩张。“小券行情不足以解释转债市场整体的强劲走势,更重要的原因是各价位估值中枢的全面拉升。”广发证券固收首席分析师刘郁测算发现,目前各价位可转债估值中枢均已处于历史最高水平。

对于估值扩张的原因,刘郁分析,直接原因是机构不断增强的净买入需求,而其背后的推动因素有三:一是纯债收益率下降,降低了可转债投资的机会成本,也促使固收类投资者不断向可转债要超额收益;二是投资者倾向于将对未来的乐观预期提前反映在转债价格中,助推市场估值水平加速上行;三是发行人选择不提前赎回的情况显著增多,为进入优质品种维持高估值创造了基本条件。

自2019年以来,可转债发行已连续3年超过2000亿元,但与这同时,可转债需求群体也在不断壮大,促使市场持续处于供需两旺的状态。

“可转债可能继续处于供需双热的状态,一方面是因为市场对中小品种、成长创新型标的高估值表现出更高包容性,另一方面是固收资金继续寻求超额回报的动机仍然充足。”中金公司近期发布的一份研报称。

### 波动加大 精耕细作

尽管高估值“有理”,但对于可转债投资而言,并非全无影响。机构人士提示,高估值意味着对正股上涨潜力的透支,自然会影响到未来的收益空间,同时也可能导致产品波动加大,未来可能不宜“广撒网”,而要“重点捕捞”。

兴业证券固收首席分析师左大勇提示,在股市运行节奏变化加大后,可转债在跟随股债表现的同时,需关注高估值的压力,高波动随时可能出现。

刘郁认为,高估值下,需对可转债投资策略做针对性调整。建议在品种选择上,一是适合作底仓的品种,二是博取收益的弹性品种,三是埋伏低价策略品种,若后续市场估值出现压缩,这类品种的性价比或得到凸显。

国泰君安证券固收首席分析师覃汉建议从正股弹性出发,选择行业景气度有反转预期、公司资质较好、转债转股意愿较强、正股估值相对合理或低估、转债价格相对偏低的品种,兼具高赔率和高胜率。

左大勇认为,可转债的配置应根据A股风格变化而调整,后续股市场风格将向基本面改善方向转变,基建、消费、金融、家电建材等方向景气度有望提升。而今年的高景气赛道如新能源板块的后续表现,取决于其能否获得增量资金。

# 多地披露明年一季度地方债发行计划

## 新增债占比大增 稳投资“粮草”先行

●本报记者 赵白执南

近日,各地陆续开始披露2022年一季度政府债券发行计划。据统计,截至12月22日,已披露将于明年一季度发行的地方债中,新增债券占比近9成。业内专家预计,地方债发力提前有助于尽早形成实物工作量,将有力提振明年年初的基础设施投资。

### 新增债占比近9成

临近年末,不少地方开始公布2022年地方政府债券的发行计划。据不完全统计,截至12月22日,山西、江西、甘肃、山东(不含青岛)、宁波、厦门等地披露将于明年一季度发行的地方债合计超过2800亿元,其中新增债2500亿元(一般债377亿元、专项债2123亿元),占比接近9成。另外,湖北披露2022年全年的发行计划,显示其将于1月14日、2月23日、3月22日分别发行一定量的地方政府债券,但发行规模待定。

值得注意的是,与2021年同期相比,2022年一季度新增债发行占比有望出现较明显提升。财政部数据显示,2021年1至3月,地方政府合计发行新增债券364亿元、再融资债券8587亿元。

而这与2022年“提前批”的专项债额度下达较早不无关系。在本月16日召开的国务院政策例行吹风会上,财政部副部长许宏才透露,财政部已于近期向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿元。而2021年的“提前批”专项债在当年3月份才下达。

“近期提前下达的2022年一季度债额度或将在明年一季度基本发完。”广发证券首席固定收益分析师刘郁称,2019年、2020年提前额度下达后,均在3个月内基本发完,且在提前额度下达后的1到2个月达到发行高点。

### 项目审批明显加快

近期,有关方面多次强调扩大有效投资。地方政府专项债券是地方建设项目建设的重要资金来源,对于扩大有效投资具有重要作用。

“我们将持续加强督导,推动提前下达额度在明年一季度发行使用,为稳定宏观经济大盘提供有力支撑。”在前述吹风会上,许宏才说。发改委也于近日透露,正指导督促各地方坚持“资金跟着项目走”的原则,扎实做好专项债券项目准备等有关工作,推动专项债券尽快形成实物工作量,积极扩大有效投资。发改委已对地方报送的2022年专项债券项目从投向领域方面进行了筛选,形成准备项目清单,这将为明年专项债券加快发行使用打下扎实的项目基础。

在专项债券蓄势待发的同时,项目审批也明显加快。11月以来,发改委审批项目数量明显提升。数据显示,11月发改委共审批核准固定资产投资项目总投资2615亿元,占到今年前11个月审批项目总投资的34.5%。

“随着‘十四五’时期重大项目落地开展,将对基建投资有显著拉动,以托底经济增长。后续基建投资增速将加快。”中信证券首席宏观分析师程强认为,当前中央要求适度超前进行基础设施建设,特别是在减碳、降碳、新能源、新技术、新兴产业集群等领域加大投入。在深入实施区域协调发展战略、推进新型城镇化进程中,各地也加快安排重大项目。例如,近日成渝地区双城经济圈建设拟在2022年推进160个重大项目,总投资约2万亿元。此外,证监会也提出推进扩大基础设施领域公募REITs试点。



这是12月22日拍摄的超导电缆终端。

新华社记者 丁汀 摄

## 世界首条35千伏公里级超导电缆在沪投运

●新华社上海12月22日电

22日,世界首条35千伏公里级超导电缆示范工程在沪投运,标志着这一国内新型电力系统建设领域关键技术取得了重大突破,有效解决窄通道大容量输电难题,有助于消除负荷热点地区的供电“卡脖子”现象。

据悉,35千伏公里级超导电缆示范工程位于上海市徐汇区长春变电站和漕溪变电站两座220千伏变电站之间,线路全长1.2公里,设计电流2200安培,为国家电网在国内首次建设的超导输电项目,是目前世界上输送容量最大、线路最长、全商业化运行的35千伏高温超导电缆。

超导输电的原理是在零下196摄氏度的液氮环境中,利用超导材料的超导特性,使电力传输介质接近于零电阻,电能传输损耗趋近于零,从而实现低电压等级的大容量输电。

该示范工程由国网上海电力承建运维,项目自2016年启动至全线投运,历时5年多;工程主体部分于2020年4月开工,历时1年半完工。

“一条35千伏超导电缆相当于传统220千伏电缆的输送容量,可以替代4至6条相同电压等级传统电缆,较以往可节省70%的地下管廊空间。”国网上海电力总工程师谢伟说,这种传输效能和空间经济性上的显著优势,使得超导电缆适用于

将大容量电能直接输送到寸土寸金的城市中心区域。

当前,全球范围内超导输电技术的研发方兴未艾。近15年来,上海持续支持高温超导研发和产业化,形成了从超导材料到电缆集成的核心能力。

下一步,上海将全力推动打造具有全球影响力的超导产业高地。一是深入研究超导电缆的可靠性、经济性,推动超导电缆实现从“样品”转变成“产品”;二是突破高温超导材料低成本制备等关键核心技术,打造超导技术创新的策源地;三是不断拓展磁浮、可控核聚变等领域的超导应用;四是搭建国际交流平台,打造超导产业发展的集聚地。

## 总规模突破25万亿元 公募基金跑出发展“加速度”

(上接A01版)与此同时,“创新”成为2021年新发基金的一大特色。今年以来基金市场推出了公募REITs、公募MOM等结构创新产品,还推出了量化增强ETF等策略创新产品。在主流赛道机会明显的结构性行情之下,新能源、光伏、半导体、ESG、“专精特新”等主题产品密集发行,“固收+”和FOF(包括FOF-LOF)新发规模创出新高。此外,北交所主题基金“横空出世”,为投资者提供了优质投资工具。

富国基金总经理陈戈表示,监管部门积极引导公募基金参与资本市场改革发展,从科创板、新三板精选层,到北交所,再到公募REITs等,不断提升公募基金投资管理水平和产品创新能力。

国泰基金总经理周向勇称,近年来公募基金行业发行的创新产品,都是在监管机构的大力支持下,基金

公司努力设计满足投资者需求的投资工具的成果,是资管行业实现坚持“以投资者为中心”产品战略的必经之路。

### 潮平风正 扬帆远行

展望2022年,公募基金在新基金产品线上的布局将持续推进。

汇添富基金表示,公司明年的产品布局将坚持把握两条主线:一方面,将打造风格清晰稳定、长期业绩优异的产品线,继续丰富权益类和固收类底层资产;另一方面,匹配资管新净值化转型需求的产品,为客户提供包括基本面对冲策略、“固收+”、权益类FOF等策略资产,为客户提供一站式解决方案。

广发基金更是信心满满:希望在任何市场环境下都能为投资者提供优质投资工具。2022年将遵循

“全面均衡、突出主线”策略,综合推进主动管理、FOF、指数等产品布局。

国泰基金明年的产品布局战略则可以概括为“攻守兼备”:在延续战略布局思路的同时,更加注重老产品持续营销。

对于一些行业痛点,公募基金行业勇敢直面并着手解决。

朱雀基金总经理梁跃军表示,“基金赚钱、基民不赚钱”的问题一直存在,不能简单地把问题归结为投资者不成熟。“为了解决这个问题,我们在产品层面做出调整,产品委员会决策专户和公募未来主要发行有封闭期的产品。发行封闭期产品对销售会有一定挑战,短期可能影响产品规模,但要为客户赚钱和良好的投资体验放在首位,不以规模为导向。在市场火爆、投资者追捧时,也会主动控制产品规模。”梁跃军说。