

“钱荒”中的危与机

——简评近期流动性紧张对固定收益类基金的影响

分析师：宋楠 (：(8610) 6656 8327 *：songnan@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511060001)

事件：

受财政存款上缴、国企缴税、债市监管风暴及新增外汇占款下降的影响，流动性自5月下旬以来骤然收紧。进入6月后更呈现出越演越烈之势，短期利率飙涨几近疯狂。上周四（6月20日）央票坚持发行，加上传言某国有大行资金违约，银行间隔夜和7天回购收于11.74%和11.62%，盘中最高甚至成交于30%和28%，创下历史新高。

事件分析：

本次流动性的空前紧张已较大程度上影响到了货币基金和债券基金的投资运作及收益水平。

1、货币基金：赎回冲击，增大偏离度

畸高的回购利率，短期内直接冲击货币市场基金规模。大体量资金有动力将资金从货币基金中赎回，转而直接投向拆借和回购市场，以获取更高的收益率。对货币基金而言，集中性的、超预期的大规模赎回，将使得货基不得不被动卖券以应对赎回。而在当前现券收益率曲线受流动性冲击不断走高时，货基此举无异于兑现浮亏，将加大货币基金偏离度。根据规定，当货币基金偏离度超过 $\pm 0.5\%$ 时，货币基金将按照公允价值调整计价，而不再采用摊余成本法估值。在公允价值计价法下，不排除个别货币基金在大规模赎回冲击时出现日净值增长率为负的可能。

2、货币基金：短期收益率可能增加

虽然货币基金在面临大规模赎回冲击时，风险骤增。然而毕竟货币市场基金收益率与资金利率休戚相关。随着基金组合高收益率资产的增加，部分货币基金净值增长率有望在随后短期内出现不同程度的增长。

3、债券基金：短期收益率下行

虽然资金利率大幅上行对现券短端影响更为显著，然而随着资金紧张态势的持续，中长端收益率也在一定程度上受到影响出现上行。截止至6月20日，与5月底相比，1y国债和AAA企业债收益率分别上行74bp和123bp，中期3-5Y国债和AAA企债上行幅度也在50bp以上。现券收益率上行直接影响债券基金投资收益，导致净值出现大幅下跌。

除此之外，短期资金利率的骤然收紧，对惯用高杠杆增厚组合收益的债基来说，也加大了其资金杠杆成本，侵蚀组合收益。不仅如此，高企的资金利率将可能使得债基被动去杠杆，从而进一步加剧现券市场抛压。

4、短期存机会，中期调整难改

中国人民银行货币政策委员会日前召开会议强调，要继续实施稳健的货币政策；24日中午央行还就商业银行流动性管理事宜发布函件，提请商业银行认真贯彻稳健货币政策、加强对流动性影响因素的分析和预测。因此寄希望于短期内央行出手解决此次“钱荒”概率不大，本轮资金紧张态势在六月底之前将难以有效缓解，预计将延续至7月上中旬。届时，将带动现券利率短暂回落，短久期券或将迎来一波反弹机会。然而这种机会仅适合短期性的、交易型资金介入。纵观整个三季度，机构降杠杆趋势仍将持续，预计市场中中期调整仍未结束。

图1 银行间质押式回购周加权平均收益率

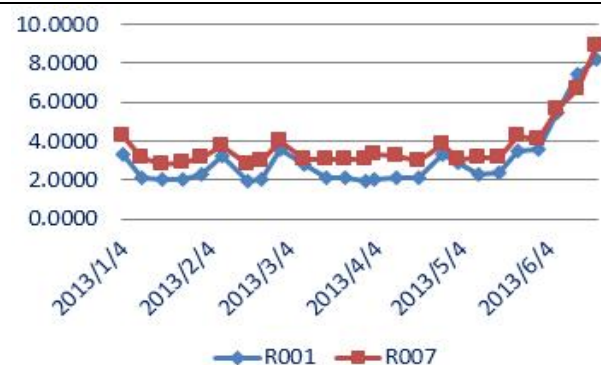
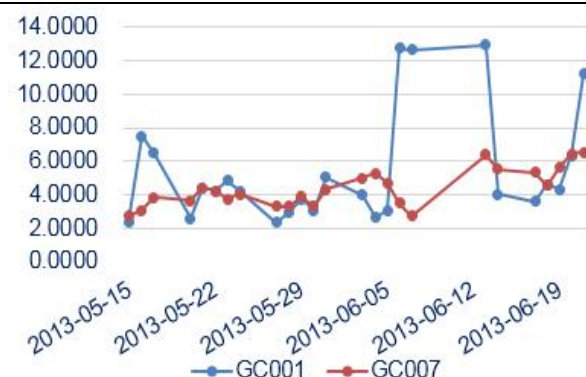


图2 交易所质押式回购日收益率



数据来源：wind，中国银河证券基金研究中心

图3 国债收益平坦化上行



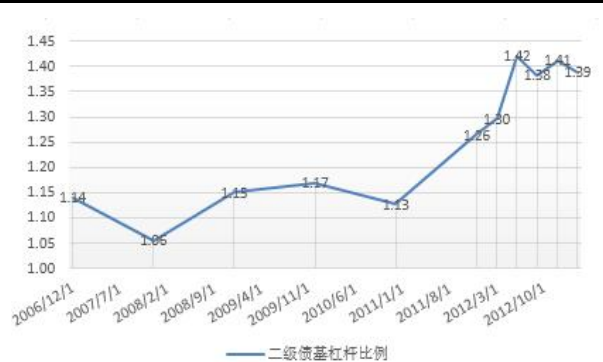
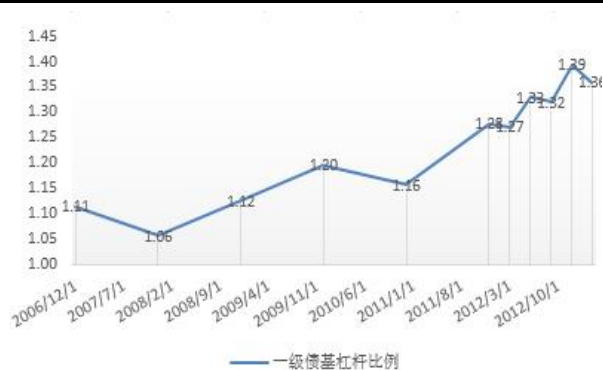
图4 AAA企业债收益平坦化上行



数据来源：wind，中国银河证券基金研究中心

图5 普通一级债基杠杆比率

图6 普通二级债基杠杆比率



数据来源：中国银河证券基金研究中心

表 1 近期主要类型债券基金净值下跌显著

序号	银河三级分类	过去一周	过去一个月(4 周)	过去三个月(13 周)	今年以来
		净值增长率	净值增长率	净值增长率	净值增长率
1	长期标准债券型基金(A 类)	-0.64%	-0.61%	0.93%	3.52%
2	长期标准债券型基金(B/C 类)	-0.69%	-0.72%	0.70%	3.06%
3	中短期标准债券型基金(A 类)	-0.58%	-0.69%	0.17%	1.35%
4	普通债券型基金(一级 A 类)	-1.13%	-1.59%	-0.44%	2.96%
5	普通债券型基金(一级 B/C 类)	-1.20%	-1.75%	-0.57%	3.00%
6	普通债券型基金(二级 A 类)	-1.24%	-1.96%	-0.79%	3.25%
7	普通债券型基金(二级 B/C 类)	-1.31%	-2.11%	-0.96%	3.03%

数据来源：中国银河证券基金研究中心，数据截止至 20130621

执业说明：

1、请区分基金研究与基金评价两大业务。

2、我司基金研究业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金研究业务遵守中国证监会的证券公司研究业务、研究报告发布管理办法和投资顾问业务管理办法等有关规定。

3、我司基金评价业务内设机构是中国银河证券基金研究中心。基金评价业务遵守中国证监会的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和中国证券业协会的《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》的有关规定

宋楠，证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 基金研究中心
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn
中国银河证券基金研究评价网址：<http://fund.chinastock.com.cn>