

## 央行连续第二周净回笼资金

## 公开市场短期限操作或常态化

□本报记者 王辉 上海报道

央行22日在公开市场进行了200亿元91天期正回购操作,而3月期央票则继续保持静默,包括1年期央票在内的各期限央票目前已连续十二周停发。在本周四操作结束后,央行实现连续第二周资金净回笼,本周净回笼190亿元。分析人士表示,由于整个二季度及三季度公开市场对期资金量都较小,且部分机构对于市场资金面中长期走向仍感到不甚明朗,未来较长时期内公开市场侧重于短期限的操作特征将得到延续。

## 继续开展小幅净回笼

央行本周四以利率招标方式开展了91天期正回购操作,交易量为200亿元,中标利率持平于3.14%。在上周91天期正回购发行利率意外下降2个基点后,本周出现企稳。与此同时,同日3月期央



数据来源:Wind资讯

票继续暂停发行,使得今年央票停发的时间已增至12周。

据Wind统计,本周公开市场到期资金量为510亿元,在央行周二、周四合计进行700亿元正回购操作之后,实现资金净

回笼190亿元,为连续第二周资金净回笼,上周净回笼规模为570亿元。

数据显示,截至3月22日,二、三季度公开市场单月到期资金量分别为:4月份3290亿元、5月份

1420亿元、6月份790亿元、7月份190亿元、8月份120亿元、9月份160亿元。从到期资金分布来看,除4月份到期资金高于3月份外,其余5个月到期资金量都处于相对较低水平,公开市场资金回笼压力都较小,这也有利于央行以相对较低的操作力度实现到期资金的对冲。

## 短期化操作特征显现

对于未来公开市场操作走向,此间主流市场观点仍认为,在未来较长时间内公开市场操作仍会保持短期限特征,小幅资金净回笼或净投放将成为常态。

上海一商业银行交易员表示,尽管短期资金拆借成本近期已多日低位运行,但目前包括一些商业银行在内的部分机构,仍然对中长期资金面的预期感到有些迷茫”。22日招标的500亿元6个月期国库现金定存中标利率意外高达6.8%,虽然有季末因素影

响,但也从一个侧面印证了市场流动性预期的谨慎。该交易员透露,虽然央行已连续数周就央票进行询量,但包括一些大行在内的机构普遍反应消极,这也使得央票迟迟难以重启发行。对于未来公开市场操作的走向,该交易员表示,央行维持资金面宽松的意图并未改变,在此背景下,未来公开市场操作预计仍会以平滑滚动到期资金为主,总体将延续当前短期限的操作特征。

此外,东方证券、利可投资等一些机构观点也认为,考虑未来到期资金量较少,央行在公开市场操作中将会继续以91天以内的品种调节市场流动性。1年期央票由于锁定资金期限较长,未来仍可能长时间停发。而在3月期央票方面,考虑到3月底的季末因素影响,以及4月份前两周到期资金量相对较高,4月初有望成为3月期央票正式重启的时间点。

## 资金面紧平衡格局或将延续

□信达证券 李建朋

用于公开市场回笼资金工具不足,当前这两个前提都出现了变化,“双顺差”不再持续出现,债券市场的深度也有了前所未有的发展。

## 到期量同比锐减

目前来看,今年前6个月公开市场到期资金量远低于往年同期。这意味着公开市场资金投放的能力可能下降。目前市场资金面比较充裕,所受影响不大。但是,一旦资金面出现紧张,则央行只能通过下调准备金率的方式来投放资金。当然,当局也可以考虑开展逆回购,只是逆回购能否进入“常用工具箱”还不得而知。

央行可能也注意到了后续公开市场到期资金量过少的问题,在目前资金面显得较为宽松的情况下加大了正回购的力度。一方面可以使资金面回归适度宽松;另一方面可以提高未来数月公开市场的到期资金量,保持公开市场的操作空间和弹性。

自第10周开始,正回购操作大幅放量,上周28天正回购量达到660亿元。

## 资金面以紧平衡为目标

我国长期存在着与发达国家相反的“结构性流动性盈余”局面,这种局面迫使央行在公开市场操作中处于资金融入方的地位,央行正回购和央票发行利率不是货币市场的边际利率,使得央行对货币市场利率的调控能力下降。

只有改变“结构性流动性短缺”的局面,形成结构性流动性短缺的局面,让央行从资金融入方转为资金融出方,市场对央行提供的流动性需求迫切,才能有利于央行准确的控制市场流动性供求,有效的实施货币政策。

也就是说,从中央银行的长期愿景来看,一旦外生冲击减少(如双盈余局面改变),对冲外汇占款的压力下降,央行将逐步停发央行票据,维持较高的准备金率而不再下调,提高整个市场对于流动性的需求,加大对货币市场的压力,形成整个市场资金面紧平衡的状态。

或许当前央行正在迎来这样的有利时机。外生冲击有可能

下降,资本账户和经常项目“双盈余”局面正在发生改变,2月份贸易逆差高达315亿美元,与此同时,新增外汇占款为251.15亿元,较1月新增额1409.22亿元大幅回落。

这种改变或许不是偶然性的,我们之前就曾提出“预期外汇占款下滑还将持续”,原因在于:第一,全球流动性再次遭遇“雪藏”,流动性减少;第二,“热钱”可能持续流出,因为“热钱”流入主要目的是获得人民币升值收益和资产价格溢价。当前人民币升值预期下降,价差交易变得无利可图,国内股市、楼市均比较惨淡,唯有较好的投资收益;最后,人民币升值预期下降,商业银行向人民银行结售汇的意愿也下降,相应的外汇占款也下降。

回到资金面,随着外生冲击的下降,国内流动性盈余不再不可收拾,资金面缺少了“外援”,而前面提到,中央银行是偏向于资金面的紧平衡的,也就是说,不要寄希望于央行的货币政策例如下调准备金或者公开市场资金投放,让市场资金面变得持续宽松。

## 金融债授信冲击集中爆发

□中国邮政储蓄银行 刘晋

受金融债授信问题的困扰,周四上午发行的5年期国债开债收益率大幅走高至4.10%,从而使得国开与非国开金融债的利差拉大至20bp以上。近期金融债授信问题对市场的影响已然超过了经济基本面和资金面。

自去年国开行大幅调高年度发行规模开始,金融债授信问题就开始困扰着债券市场。去年前三季度,金融债收益率上行幅度远大于同期限国债,

市场本以为在牛市背景下,国债与金融债利差会缩窄,不过现实却是,今年各家大行对三家政策性银行的授信额度更加提升见肘。本周国开行把周发行只数提至三只,导致金融债授信问题集中爆发,先是周一10年期国债收益率轻松突破4.20%,然后是5年期国债收益率达到4.10%,均较前期有明显上升。在本轮市场调整中,10年期国债收益率上行不到20bp,而10年期国开债上行幅度已经超过40bp。

近期股份制银行和城商行

对债券的需求依然较弱,金融债需求基本集中在大行,面对如此密集的发行业,市场因为供求失衡而开始进入买方市场,造成金融债发行利率易涨难跌。目前金融债持续的供应冲击有点类似2008年大小非解禁对股市的影响,虽然最后问题不一定有想像的那么大,但是对市场造成的情绪冲击却很直接。不过值得庆幸的是,近期经济基本面对市场还有所支撑。周四公布的3月份汇丰PMI预览值为48.1,较2月份的49.6有明显下滑,显示在社会融资乏

力的背景下,经济下滑的势头依然在继续。

理论上来说,在25%的所得税率下,金融债收益率的上限是国债的1.33倍,在达到这个收益率水平后,许多没有授信问题的机构会选择买入金融债来代替国债,即价格改变供求关系,估计至少在一年以内,这个收益率的“铁顶”突破的可能性不大。从这个角度来看,在国债收益率保持稳定的前提下,周四新发的5年期国开债理论上行空间已不超过15bp,而7-10年金融债的相对安全性会逊色不少。

## 地方养老金投资“试水”为债市注入活力

□交易商协会 谷小青 李建云

近日,全国社保基金理事会与广东省政府签订协议,受托投资运营广东省基本养老保险结余资金1000亿元。这一开创性举措,不仅是破解地方养老金保值增值的“跋水之旅”,也是债券市场深化发展的“浩力之源”。

长期以来,通胀一直是养老保障系统的一大困扰。此前,按照相关规定,地方社会保险基金结余只有存入银行和购买国债两种投资渠道。虽然90%银行存款加上10%国债的资产配置模式有效地保障了养老金的安全,但2001-2010年的平均通货膨胀率为2.14%,而过去十几年养老基金的平均收益率不足2%,养老金资产价值在不断贬值。未来,随着亚洲地区劳动力成本上升、全球经济再平衡及复苏等多重因素影

响,我国经济长期保持低通胀格局的难度将越来越大,解决养老金长期保值增值的问题更为迫切。因此丰富养老金投资的资产种类,进行更好的资产配置,显得十分重要。

但需要谨记的是,养老金是大众未来的养老钱,运营须稳字当头。国际上不乏养老金大规模投资股市发生巨额亏损的案例,这为养老金基金的投资运营提供了前车之鉴。而且地方养老金每月有刚性支出需求,这一点与全国社保基金不同,因此对资产的流动性和安全性要求较高。

从披露的信息来看,此次全国社保基金会受托投资运营广东省基本养老保险资金,将主要投资于国债、银行存款、企业债、金融债等固定收益产品,体现出了更为审慎的投资原则。固定收益

类产品相对于股票来说,风险较小,能给投资者带来较为稳定的收益。而且,投资债券等固定收益产品有较为明确的现金流收入,这正好符合养老金未来支付相对明确的需求。2005年以来,我国债券市场尤其是银行间债券市场快速发展,产品种类不断丰富,投资群体多元化,发行人信用评级逐渐多层次,收益率相对于国债更高,这些都为养老金实现保值增值的目标提供了良好的市场基础。

与此同时,养老金更为深入地参与债券市场,在促进债市健康发展具有深远意义。从国外情况来看,养老金是相当重要的市场参与者之一,尤其是在发达国家,养老金投资在市场中所占比重较高。养老金在资产配置中较为庞大,资金来源具有长期性和稳定性,是推动债市健康发展的重

要力量。

不过,此次广东省委托全国社保基金会投资资金总额并不巨大,且分批到位,短期来看,对债市的影响不大,但所带来的示范作用不可小觑。未来,如能成功运作,预计将有更多省市的基本养老保险资金通过委托全国社保基金会或者其他专业基金管理人方式进行多元化投资,地方结存养老金的市场化投资运营空间将逐步打开。当然,养老金入市的全面展开需要出台多项政策法规与之相配套。国家“十二五”发展规划提出,要积极稳妥地推进养老金投资运营,相信不久后,相关政策法规有望明确为养老金开辟一些新的投资运营渠道,届时,养老金保值增值和债券市场的发展将形成更为良好的互动关系,实现共同发展。

## 新发国开债需求不振

中标利率再超预期

高频发行节奏考验着一级市场国开债的承接力度。周四(22日),国开行就本周第三只国开债——5年期的12国开14进行了招投标,结果中标利率明显高于预期。

12国开14为5年期固定利率债券,计划发行不超过220亿元,无追加,设立103.5亿元的基本承销量。据参与投标的交易员透露,本期债券中标利率为4.10%,认购倍数1.55。

该交易员表示,剔除基本承销量之后,本期债券实际招标量只有116.5亿元,1.55倍投标倍率说明机构参与的积极性并不高。同时,其发行定价偏高也表明需求较为有限。该交易员指出,目前5年期非国开政策性银行债二级市场利率略高于3.9%,国开债一般比非国开债高10-15bp,5年期国开债二级市场利率大致在4.0%-4.05%。考虑到资金面较宽

松,机构普遍预计12国开14中标利率将接近二级市场,预期中值在3.98%。从实际结果来看,本期债券定位明显高于机构预测及二级市场估值。

有分析认为,供给压力较大影响了机构的配置意愿。值得注意的是,本期债券已是本周以来发行的第三期国开债。自年初以来,14只国开债发行总额达到2680亿元。中金公司曾预计,今年国开债发行量将达到1.1-1.2万亿,净增量约7000-8000亿元,与去年的7775亿元相近。相比之下,今年国债、农发债和口行债净增量都可能会出现一定减少,从而加大了国开债的供需压力。本周,国开行招标发行的3年期定存付息债和10年期固息金融债在设立基本承销量的情况下,也仅获得1.51倍和1.23倍认购,其中固息品种中标利率明显高于预期。(张勤峰)

## ■ 外汇市场日报

## 德国数据欠佳拖累欧元大跌

□东航国际金融公司 陈东海

22日隔夜,美国公布2月成屋销售数据,月率增长-0.9%,前值为4.3%,预期值为0.7%。美联储主席伯南克声称,通胀整体已经下降且稳定,美元和美国的通胀率将在近些年保持稳定,美联储会议的任务将有助于确保强势美元,美联储的政策没有损害美元的价值。美国三大股指收跌,美元指数企稳。

新西兰3月22日公布的2011年第四季度GDP年率、月率分别为1.8%、0.3%,前值分别为1.9%、0.8%、预期值分别为2.2%、0.6%。数据公布后纽元迅速回落。同日公布的中国3月汇丰制造业采购经理人数初值自2月的49.6跌至48.1,连续第五个月低于50的荣枯分水岭。澳元因此带领商品货币下跌。

22日,日本贸易数据显示,日本2月季调后商品贸易帐为-3132亿美元,前值为-6128亿美元,预期

值为-3425亿日元。日本贸易盈余较去年同期下跌94.8%。数据公布后美元兑日元下跌。

日前公布的英国央行会议记录显示,有两位央行委员投票支持扩大资产购买规模,认为经济增长继续面临很大的下行风险。同时公布的英国2月公共部门净借款创出历史新高。市场担忧英国的主权评级有可能面临下调风险。英镑在会议记录公布后迅速走低,让英镑在22日承压。

3月22日欧洲三大股指低开低走。德国3月制造业采购经理指数初值为48.1,前值为50.2,预期值为51;3月服务业采购经理指数初值为51.8,前值为52.8,预期值为53.1。受到德国负面采购经理指数的数据影响,欧元快速下跌至1.3135附近。

目前美元指数已经在20日、30日线附近受到支撑,如果美国周四公布的每周申请失业金人数数据较好的话,美元指数或突破80.00关口。

## “12渝黔江债”今起发行

2012年重庆市黔江区城市建设投资(集团)有限公司市政项目建设债券(简称“12渝黔江债”)今起正式发行。

据了解,12渝黔江债发行额度为9亿元,期限7年,为固定利率债券,票面利率为8.4%。本期债券设计提前偿还条款,在债券存续的第5、6、7年末分别按债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还债券本金。重庆市三峡担保集团有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。鹏元资信给予本期债券的信

用级别为AA+级,发行人主体信用评级为AA-级。

重庆市黔江区城市建设投资(集团)有限公司注册资本26.2亿元,主要承担黔江区新城的土地整理和储备、城市基础设施建设、项目投融资等业务。截至2010年12月31日,公司资产总额为585298.02万元,负债总额为189560.38万元,净资产为395737.64万元,资产负债率为32.39%。2010年度发行人实现主营业务收入39772.92万元,净利润11466.81万元。(李翔)

## “12渝李渡债”今起发行

2012年重庆市涪陵区李渡新区开发有限公司市政项目建设债券(简称“12渝李渡债”)今起正式发行。

据了解,12渝李渡债发行总额8亿元,期限7年,为固定利率债券,票面利率为8.40%。本期债券设计提前偿还条款,在债券存续的第5、6、7年末分别按债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还债券本金。重庆市三峡担保集团有限公司为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保。鹏元资信给予

本期债券信用等级为AA+,发行人主体信用评级为AA-。

本期债券募集资金将用于重庆涪陵李渡新城区基础设施建设(一期)项目和补充公司营运资金。重庆市涪陵区李渡新区开发有限公司是重庆市涪陵区李渡新区唯一的基础设施建设主体,注册资本15402万元。主要承担李渡新区内的土地整治和储备、基础设施建设、市政环卫设施建设、招商引资、物业管理等业务。(曹铁 王燕)

## ■ 新债定位 | New Bonds

恒丰转债		上市定位预测 [105元,109元]	
发行人	恒丰纸业(600356)	发行方式	采取向原股东优先配售,余额采取网上、网下相结合的方式发行
发行规模	4.5亿元	债券期限	5年
票面利率	0.7%、0.9%、1.1%、1.3%、1.5%,到期按105元赎回(含当期利息)	发行日	2012-3-23
初始转股价	6.88元	资信等级	AA
转股价格修正	连续20个交易日中有10个交易日的收盘价格低于当期转股价格90%	担保事项	有担保
赎回条款	连续30个交易日中至少20个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%,则公司有权按面值的105% (含当期应计利息)的价格赎回全部或部分未转股的可转债	赎回期	发行后半年至到期
回售条款	自发行日起12个月,若公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%,则持有人有权按面值的103% (含当期应计利息)的价格回售可转债	回售期	发行后一年至到期

东方证券:恒丰纸业股价在6.8元附近时,转债上市后的价格中枢在106-109元之间的可能性较大。在近期市场波动较大的情况下,转债上市后的价格存在一定不确定性,主要受股价及市场估值中恒丰转债破发的风险也较小。

中金公司:与中鼎、巨轮等小盘转债相比,恒丰转债在正股弹性、公司成长性等方面有所不足。预计该转债估值水平将明显低于

中鼎,与国电转债相近,6.8元股价下转债预计定位在107元左右。

招商证券:最近1年恒丰股份股票年化波动率约为31%。从目前转债市场现券转债的价内程度以及正股市场存水水平来看,给予恒丰转债上市首日7%-11%的转股溢价率水平较为合理。根据恒丰转债的上市价格对正股价格和转股溢价率的敏感性分析,上市首日价格在105元-109元的可能性较大。(张勤峰 整理)