

政策乐观预期不变

# 二季度首期利率债获市场青睐

□本报记者 王辉 上海报道

国家开发银行4月5日招标发行了2012年第十六期金融债券。作为二季度首只招标的利率新债,本期1年期品种的固息金融债在中标利率、认购倍数以及市场认可度等方面均表现较好。分析人士表示,尽管清明节后首个交易日市场资金利率出现较显著上涨,但本期新债的招标结果仍显示出主流机构对于后市较为乐观的预期。在实体经济增速下滑压力依旧较大的背景下,货币政策进一步的预调微调有望继续为债市震荡上行打开空间。

## 中标利率低于预期

刊登在中债网的发行结果显示,国开行周四上午招标发行的150亿元2012年第十六期1年期固定利率金融债券,经招标确认的中标利率为3.46%。来自交易员的消息则显示,本期金融债的认购

倍数为1.71倍。

而在此前的发行预测中,中金公司、国海证券、顺德农商银行等机构为本期金融债给出的中标利率预测区间分别为:3.48%-3.52%、3.48%-3.53%和3.46%-3.51%,预测均值约在3.49%附近。因此,本期新债实际3.46%的中标利率要低于市场预期。此外,中债收益率曲线显示,1日银行间1年期固定利率政策性金融债的到期收益率为3.49%。

值得注意的是,受3月末银行类金融机构存款增加等因素影响,5日银行间市场主流7天期回购等品种资金利率较节前出现约40个基点的上行,在此背景下,本期利率产品的招标结果无疑称得上较好。

本期金融债采用单一利率荷兰式招标方式,无基本承销额,债券缴款日、起息日为4月10日,分销期为4月6日至4月10日,上市日为4月12日。

## 市场偏暖气氛仍浓

对于本期金融债的发行情况,上海一机构交易员表示,由于政策性银行授信等问题,近期市场对于政策性金融债的认可度正有所下降。再加上清明假期归来资金面略有所收紧,本期利率产品的招标结果可以称得上较为抢眼。

该市场人士同时指出,整体而言,由于前期3月PMI等经济数据令市场对于经济下滑的担心有所加剧,当前主流机构对于二季度货币政策预调微调,尤其是4月份准备金率再次下调的预期都较浓,因此本期新债的发行情况也从一个侧面显示出债市偏暖格局依然在明显持续。而从具体配置需求上来看,由于本期金融债为1年期品种,对于1年期央票有较大替代性,这也可能是本期债券获得市场青睐的一大原因。

对于4月份及二季度债券市场的运行,从近期多家主流机构观点来看,继续看好后期债市表现的观点依旧占据主流。南京银行认为,二季度市场的基本特征是流动性宽松同时经济基本面不景气,因此债券市场的系统性风险并不大。而央行的目标应是维持社会流动性的适度宽松,在经济增长稳步回落中通过降低企业负担帮助企业恢复盈利能力,同时保持预调微调以及应对极端情况的逆周期货币操作。因此,该机

今年以来国开行部分固息债招标结果							
名称	招投标日期	期限(年)	实际发行总额(亿元)	基本承销总额(亿元)	认购倍数	最终票面利率(%)	
12国开01	2012-1-10	10	200	83	1.48	3.85	
12国开02	2012-1-17	7	200	83	1.62	3.83	
12国开05	2012-2-7	5	200	83	1.38	3.80	
12国开07	2012-2-14	7	200	83	1.48	3.94	
12国开11	2012-3-9	1	150	0	2.36	3.52	
12国开13	2012-3-19	10	200	103.5	1.23	4.21	
12国开14	2012-3-22	5	220	103.5	1.55	4.10	
12国开15	2012-3-28	3	240	103.5	1.77	3.83	
12国开16	2012-4-5	1	150	0	1.71	3.46	

# 信贷投放双重利多 债市春天意犹未尽

□哈尔滨银行 崔小龙

近期倒春寒反季节现象再现,蔬菜价格依然高位运行,油价开启上调窗口,市场重新燃起了对于通胀的担忧,与此同时,3月PMI数据送来意外惊喜,经济增长呈现向好趋势。面对经济基本面引发的双重负面冲击,信用债结束了长达近3个月的春天,利率市场多空也在分歧中展开博弈,债市再度呈现久盘不下的态势。但笔者认为,以信贷为主题的政策面在促进经济增长的同时,继续向市场释放利多,债市春天,尤其是信用债的春天并没有停止。

## 经济增长失衡 信贷投放力度需加大

央行货币政策委员会第一季度例会指出,要综合运用多种货币政策工具,引导货币信贷平稳适度增长,预示下一阶段政策

面将更加主动积极,货币稳健环境中将加大微调力度,“保增长”的韵味更加浓厚,这也从侧面反映出当前的经济形势并没有那么乐观。整体来看,国内PMI指数虽然录得53.1%的高位,但仍然低于往年同期,经济增长的趋势性依然值得考究。从细分项来看,国内有色、黑色金属等指数依然在分水岭以下,经济复苏后劲依然不足,下滑风险并未消除。

同时,汇丰3月PMI终值48.3%,与国内官方数据形成强大反差,直观来看,国内中小企业也遭遇“倒春寒”。外围层面经济复苏依然面临强大阻力,但反观国内,3月份国内基础设施建设进入旺季,政府主体投资力度加大,经济增长以及需求依然凸显在投资层面,经济增长继续失衡,凸显国内经济转型压力骤增。

笔者认为,信贷已经成为经济增长的核心推动力,也是当前

最大的政策支持工具,面对经济整体的下滑风险与经济增长的不平衡性,政策支持力度需要进一步加大,尤其是对中小企业的行业性、区域性信贷力度依然将继续加强,这也将进一步降低市场的风险溢价,信用利差中枢也将随之下降。

## 需两项支持 得两个好处

沿着上述的思路,往下延伸,加大信贷投放力度,需要两个方面支持:

首先,降低利率中枢,刺激信贷增长。从近两个月的金融数据来看,信贷投放呈现两大特点:一是消费信贷增长疲软;二是长期信贷比例偏低。这与社会销售数据与工业增加值等国民经济数据反映的情况基本一致,直接说明当前信贷需求不足,经济内生增长动力匮乏。由此,笔者依然维持央行上半年2-3次存准率的下调预期,辅之以多种数量型货币政

策工具的综合灵活运用,保证银行间市场流动性的适度宽松与结构性平衡,这样才能有效保证市场利率中枢的降低,刺激信贷的有效增长。

二是加强存贷比监管政策的前瞻性。2012年商业银行最大的问题依旧是存款问题,以外汇占款为核心驱动变量的基准利率增长模式面临严峻挑战。商业银行发展要立足于现有的“蛋糕”上扩大自身存款的比重,存贷比将直接限制2012年商业银行信贷投放的积极性,成为一个不可绕过的政策瓶颈。近期银监会提高了四大行的贷存比也间接证明了这一判断。笔者认为,适时适度调整存贷比也将是今年内的一个政策常态,可以通过提高银行的信贷主动积极性与自主抗风险能力,进而加大对中小企业信贷的支持力度,缓解市场对信用风险的担忧。

此外,随着天气的回暖以及

食品类价格传统下降周期的到来,通胀依然呈现加速回落趋势,尤其是猪肉类价格的回落,将有效增大通胀回落周期的时间与空间,这也为中央放大政策微调力度缓解了后顾之忧。

综合来看,政策层面“保增长”的意味更加浓厚,信贷投放已经成为当前最大的政策支持工具。按照自上而下的分析思路来看,信贷投放力度的加大衍生出两大利好,一是市场风险溢价中枢得到有效降低;二是银行间市场流动性保持宽松。笔者认为,信用产品收益率的下降动能将依次从短端向中长端传输,特别是中高级别的“被遗忘”的城投债,收益率的下降空间十分可观;而高端利率产品也将依然受到市场追捧,本周四1年期国开债收益率竟创下3.46%的低位也说明市场更倾向于中短端产品。市场的运行模式上,或将继续呈现一级带动二级的特点。

# 基本面复苏缓慢 资金面仍有隐忧

□中国邮政储蓄银行 时旭

周四市场受到资金面趋紧和股市反弹的影响,收益率小幅上行,成交清淡。下一步市场继续关注一季度经济数据和资金面状况。周四央行开展91天正回购操作50亿,本周净投放850亿。由于季度末银行存款增加,补缴存款准备

金的因素使得隔夜和7天回购利率分别跳升39bp、54bp至3.03%、3.99%。月内的资金面面临一些新的变化:首先,月内剩余公开市场到期量3940亿,远低于去年同期水平,而央行无意重启一年央行票据,仍将维持正回购的滚动操作;其次,外汇占款相对去年同期增量明显下降,央行进行对冲操作的压

力下降,灵活性增加;另外,财政存款将季节性增加,但是今年财政收入同比增速放缓,财政支出仍保持较高增速,可能减弱财政存款对于资金面的压力。总体上看资金面面临利空,需要在后期消化。

基本面上,4月1日公布的中采PMI指数上行至53.1,由于中采PMI指数季节性较强,3月份相

对2月份升幅2.1仍略低于季节性反弹的水平,依此仍难以判断经济已经见底。信贷政策没有放宽之前,中小企业的困境仍然难以解决,表现在汇丰PMI维持低位,而1-2月份企业利润同比下降也显示经济可能正在经历困难的时期,是否正在转好需要行业数据的支撑。从行业数据看,上游有色金属、黑金

采矿行业景气出现明显好转,中游行业仍然出现同比大幅下行,后期需要关注上游的经济是否有需求支撑,目前来看仍然面临困难。行业“主动去库存”过程能否得到扭转,关键在于政策“预调微调”的力度和时点是否能够带动社会总需求的重新复苏,从今年宏观调控的基调来看,复苏过程注定缓慢。

## 3月商业银行净增持债券523亿元

愧的增持大户。

中债托管数据显示,截至3月末,债券市场各类债券托管总量达到21.73万亿元,较2月末增加928.70亿元。其中,政府债券、政策性银行债、商业银行债、企业债、中票托管量分别增244.10亿元、1864.50亿元、

408.5亿元、812.9亿元、327.40亿元,央票、短融则分别净减少1720亿元和1010.50亿元。分投资者类型来看,3月末商业银行债券托管总量为14.80万亿元,较上个月末增加522.68亿元,连续第二个月净增持;保险机构3月末持债数量为2.06万亿

元,较上月末小幅回落56.87亿元;基金2月末持债1.64万亿元,较上月末亦小幅下降34.16亿元;券商持债1759.13亿元,较上月末略增4.53亿元。值得一提的是,3月末个人投资者持债金额达到2728.84亿元,环比净增持494.44亿元,净增持规

模仅次于商业银行,且持债规模超过证券公司。

分析人士表示,3月份银行体系资金面持续好转,推升了商业银行的配置热情。此外,当月股市重新步入跌势,在一定程度上刺激了个人投资者投资债券市场的积极性。

其次,市场对于QE3的判断也未形成一边倒的态势,随着一直为市场诟病的美国就业市场持续好转,越来越多的分析人士认为,QE3已渐行渐远。但与此同时,包括“末日博士”鲁比尼、“债王”格罗斯依然坚称,美国推出QE3不可避免。这也代表了市场的另一种声音。而市场的分歧又为美联储利用QE3话题调节市场情绪提供了便利的条件。

如此,美联储存在主观能动性,市场提供了“炒作”的土壤,QE3无疑会继续被反复炒作,并影响着美元的走势。

## 央票继续停发 公开市场连续第二周净投放

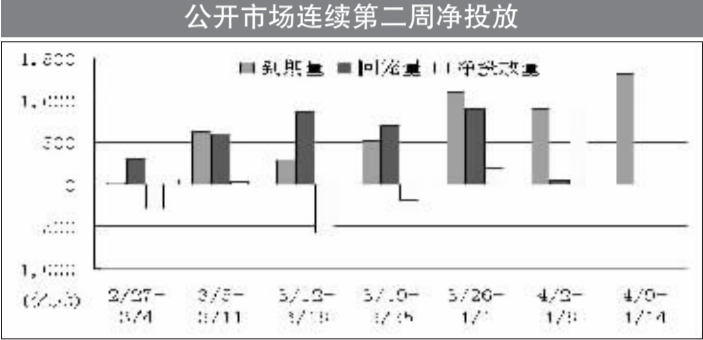
央行公告显示,人民银行于本周四(4月5日)以利率招标方式开展了正回购操作,期限91天,交易量50亿元,中标利率持平于3.14%。至此,本周央行公开市场操作实现连续第二周净投放。

据WIND资讯统计,本周公开市场到期资金量为900亿元,周四回笼50亿元后,本周央行公开市场操作实现资金净投放850亿元。上周,为缓解商业银行季末和小长假资金需求,央行通过公开市场净投放190亿元流动性。

继今年一季度全面暂停发行之后,本周央票继续缺席公开市场,与此同时,91天期正回购交易量也较上期的200亿元大幅缩量。分析人士表示,央票停发的直接原因是外汇占款增长乏力和央票

一二级市场利率倒挂,而根本原因则在于通胀压力减轻、经济增速减缓背景下,央行对于回笼货币流动性的态度更加谨慎。周四91天期正回购的缩量,同样反映出在银行间市场资金面略显紧张的情况下,央行向公开市场注入资金,以保障银行体系流动性适度宽松的意图。

值得一提的是,央行日前召开的一季度货币政策委员会例会指出,要继续实施稳健的货币政策,“引导货币信贷平稳适度增长”。市场人士认为,这意味着对银行体系流动性提出了更高要求,未来货币政策进一步宽松可期。不过,考虑到3月份CPI可能有所反弹,公开市场操作或成为4月份央行货币调控的首选,而下调存款准备金率则是化解资金供需矛盾的重要备选工具。(葛春晖)



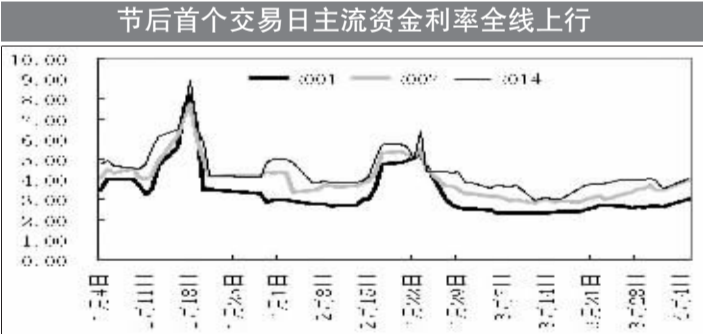
## 补缴存准扰动 资金利率上涨

清明小长假后的首个交易日,银行间市场资金面小幅趋紧,主流资金利率全线上涨。业内人士表示,这主要是受到了商业银行例行调整法定存款准备金的影响,在该短期扰动因素过后,资金利率有望重新下行。

数据显示,4月5日银行间质押式回购市场上主流交易品种隔夜、7天、14天回购加权平均利率分别较上一个交易日上涨39BP、54BP、56BP至3.03%、3.99%、4.06%;不过,21天品种上行18BP至4.08%,1月、2月品种则分别下跌了40BP、65BP,显示机构对于中长期资金面预期并不悲观。市场人士表示,按照规定,商业银行等存款类机构一般于每月5日、15日和25日,根据上一时点的存款基数对应调整

法定存款准备金,多退少补。而在季末考核压力下,3月末银行存款可能有较大幅度增长,使得5日需要补缴大量存款准备金,进而推升了资金利率。

对于后市而言,分析人士认为,4-5月企业缴纳所得税、财政存款季节性增加将继续考验市场资金面,不过,鉴于央行在时隔一年多后重提“引导货币信贷平稳适度增长”,4月份银行体系流动性适度充裕依然可期。巨大的存准率下调空间以及本月近4000亿元的公开市场到期资金,都为央行灵活调节流动性、引导资金利率适度回归留下了充足的操作余地。预计随着补缴存准冲击过后,资金利率将重回下降通道,7天回购利率也有望回落至3.15%的3月份均值附近。(葛春晖)



## 国开行10日招标5年期固息债

国家开发银行公告显示,该行定于2012年4月10日通过中国人民银行债券发行系统招标发行其2012年第十七期金融债券。

本期金融债为5年期固定利率债券,发行总量不超过200亿元,按年付息。债券缴款日和起息日为2012年4月16日,上市日为2012年4月20日,兑付日为2017年4月16日(如遇节假日,则支付日顺延)。发

行人对本期债券保留增发权利。

本期债券固定面值,采用单一利率(荷兰式)招标方式,投标人可在25个标位内进行不连续投标;4月10日上午10:00发标,10:00至11:00进行投标,4月11日-16日为分销期。本期债券设立基本承销额,债券承揽费为认购债券面值的0.10%,无兑付手续费。(葛春晖)

## ■ 外汇市场日报

## QE3预期减弱 非美货币承压

□东航国际金融公司 陈东海

4月5日隔夜公布的美联储会议纪要显示,支持推出更多宽松政策的委员减少,打压了市场对美联储推行QE3的预期;同日公布的美国3月ADP就业人数变化为20.9万人,前值为21.6万,预期值为20万;美股因此受到打压,早前欧洲三大股指也收盘下跌。美元大幅反弹,非美风险货币承压下跌。

4月5日隔夜,欧洲央行公布利率决定维持1%的基准利率不变。欧洲央行行长德拉吉发表声明,认为经济前景仍面临下行风险;预期经济将温和复苏,必须稳定通胀预期,为经济增长提供支持;预期通胀在2012年将继续维持在2%上方,在2013年初应当会降至2%下方,长期通胀预期仍然稳定,目前任何退出非常规措施的讨论都为时尚早。德拉吉的讲话对于欧元不利。

同在4月5日隔夜,西班牙10年期国债收益率上升20个基点至5.60%,升至1月初以来的高位,3年期收益率自2.44%升至2.89%。

风险情绪受挫,欧元受压回落,日元因此走强。

4月5日,西班牙10年期债券收益率上升至5.71%,创2012年新高。法国10年期国债收益率升至3%上方。葡萄牙10年期债券收益率上升至11.83%。欧洲债务问题又现。欧洲三大股指开盘高开,随后低走。欧元等风险货币在欧洲市场开盘后下跌。同日公布的瑞士3月消费者物价指数月率为0.6%、前值为0.3%、预期值为0.4%;年率为-1.0%、前值为-0.9%、预期值为-1.1%。欧元兑瑞郎继续向瑞士央行设定的最低基准1.20附近运行,投资者需要防止瑞士央行的干预风险。

本周五晚间,美国将公布净增非农就业和失业率数据。如果非农数据好,将有利于风险情绪,或利于欧元等非美货币;但是另一方面,该数据好则意味着美联储中短期内出台QE3的可能性将降低,这又有利于美元。综合来看,如果该数据好,有利于美元的作用可能强些,美元指数或因此突破80.00附近的关口。

□恒泰大通产研中心分析师 关威

俗话说,三个女人一台戏,但一个男人的演出未必就不精彩。在过去的一段时间里,一个叫伯南克的美国人,为我们“导演”了一出悬疑丛生、跌宕起伏的大戏。汇市也呈现出更强的波动性。

其实,美联储主席伯南克是个演员,他擅长黑色幽默,不动声色地将观众们引入某种幻想,然后一举击毁,届时观者才恍然大悟。随着美国及全球经济的起伏,关于美联储未来是否会推出新一轮量化宽松政策的争论早已在美国中沸反盈天。然而在此之前美国国会听证会上,伯南克偏偏顾左右而言他,在QE3的问题上惜墨如金。而后美联储3月份

议息会后声明也保持了同样的口径。但无论经济学家,或是投资者都有“理解需求的偏向”。经济学家需要“理由”以标榜自己的思考成果,投资者则需要“理由”判断投资方向。于是美联储主席伯南克对于QE3的默不作声,反而达到了意想不到的效果。它激发了市场的想像力,美联储关闭QE3大门的猜测随之甚嚣尘上。佐证可以信手拈来,同期公布的数据显示,美国2月非农就业人数增长22.7万人,失业率持平于8.3%,一直以来拖累美国经济复苏的劳动力市场逐渐回暖,暗示美联储进一步释放流动性或非必须。

倘若剧情如此演化倒也稀疏平常,但美联储主席伯南克偏在

美联储3月议息会议不久后的一次演讲中,肯定量化宽松政策的同时,却强调了美国失业率依旧处在高位,由此流露出对于经济前景的担忧。这一措辞上的变化又让敏感的投资者们看出了“端倪”。于是,那扇即将被投资者关闭的QE3大门再次被投资者撑开。美元则在这“一张一合”间完成了涨跌的轮换。

然而,答案在本周揭晓,美联储刚刚公布的3月会议纪要显示,其实,联储内部对于QE3的热情正在降低。

如果这是闹剧,最该谴责的也不应是美联储或是伯南克,投资者俨然成为了这场闹剧的共谋者。他们太乐于解读、臆断政策制定者们的讲话,而