

公开市场连续四周净投放

# 资金压力犹存 降准渐行渐近

□本报记者 葛春晖

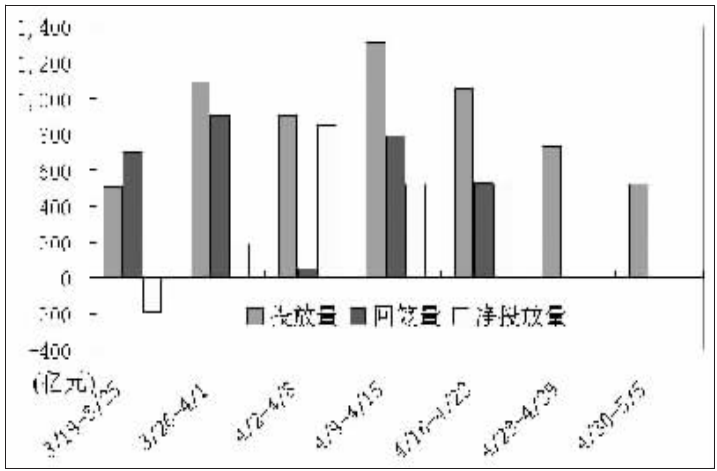
本周，央行公开市场操作连续第四周净投放资金。然而，银行间市场上，资金利率并未因累计逾2000亿元的流动性注入而有效下行，19日主流回购利率反而全线反弹。分析人士指出，尽管未来市场资金面面临多重压力，但考虑到货币政策预调微调力度有望加大，银行体系流动性重回宽松仍是大势所趋。而在具体政策工具方面，下调法定存款准备金率或是下一步放松的首选。

## 四周累计净投放2080亿

19日(本周四)，央行在公开市场开展了200亿元91天期正回购操作，中标利率继续持平于3.14%。截至本周，央票已经连续16周暂停发行。

据Wind资讯统计，本周公开市场到期资金量为1050亿元，较上周的1310亿元略有下降。与之相应，央行回笼操作力度也有所收敛。本周二的28天期正回购交易量为330亿元，较上周缩减190亿元，周四的91天正回购操作规模也低于上周的270亿元。至此，本周公开市场操作实现净投放

公开市场连续四周净投放



520亿元。这也是公开市场连续四周资金净投放，四周累计向银行间市场释放流动性2080亿元。

不过，对于3月底以来就略显紧张的银行间市场资金面而言，逾2000亿元的流动性注入似乎还远远不够。数据显示，清明小长假过后，银行间质押式回购市场主流交易品种隔夜、7天加权平均利率持续徘徊在3%、3.75%附近。4月19日，这两项资金利率再涨21BP、5BP至3.21%、3.81%，较3月份2.49%、3.15%的利率均值分别

高出72BP和66BP。

## 四因素施压资金面

在当前资金利率持续坚挺的同时，推动其继续上行的力量仍在聚积。首先，作为近期央行释放流动性的主战场，公开市场能够提供的弹药后继不足。据Wind资讯截至19日的统计，未来两周公开市场到期资金量分别为730亿元、520亿元，将在本周基础上持

续下降；从月度来看，5月到期量为2270亿元，较4月减少1720亿

元，6月则将萎缩至990亿元。

其次，3月下旬以来，海外市场持续呈现人民币贬值预期。参照去年10月份外汇占款伴随人民币贬值预期而出现负增长，今年3、4月份新增外汇增长很可能仍旧乏力，甚至可能再次出现负值。

第三，从历史经验看，每年4、5月份财政存款都会因企业集中清缴所得税而显著增加，同时将部分资金抽离商业银行系统。

第四，3月末揽存高峰过后，银行体系存款流失如期而至。有消息称，4月前两周，四大国有商业银行人民币存款流失过万亿。存贷比考核压力下，大行融出资金意愿不足也将助推资金利率上行。

此外，五一小长假即将来临，节日现金备付需求也将施压商业银行资金面。市场人士认为，综合上述因素来看，如果没有其他外力向银行体系注入流动性，后市资金利率仍将是易上难下。

## 降准窗口或已临近

尽管仍有诸多不利因素，但市场多数观点对未来资金面形势并不悲观。从去年底以来货币政策预调微调不难发现，央行保障银行体系流动性适度宽松的态

度已经非常明确。特别是央行官员18日表示，下一步将灵活调节、稳步增加银行体系流动性，这一表态无疑给市场吃了一剂定心丸。考虑到货币政策预调微调力度有望加大，银行体系流动性重回宽松仍是大势所趋。

就增加流动性的具体方式而言，上述官员提到了适时加大逆回购操作力度、下调存款准备金率、央票到期释放流动性等多种方式。市场人士认为，一方面，央票到期量匮乏，难以满足庞大需求；另一方面，虽然央行在时隔四年重启逆回购操作，但回顾2003年以来，每次逆回购都仅限于春节前为“平滑短期特殊因素”所使用，原因是逆回购期限通常很短，不足以改善整体资金面状况。如此看来，下调法定存款准备金率或成为央行下一步增加银行流动性的首选。

值得一提的是，近日印度、巴西相继下调基准利率，从而引发了国内跟随降息的市场猜想。不过，分析人士普遍认为，鉴于我国3月份CPI数据小幅反弹、通胀压力依然存在，而且央行货币政策仍以稳健为主，近期降息的可能性并不大。

中标利率3.68%

## 农发行三年期金融债平稳招标

□本报记者 王辉 上海报道

农业发展银行19日招标发行了最新一期3年期固定利率 附息)金融债券。发行结果显示，本期金融债中标利率为3.68%，基本符合市场预期。交易员表示，本期债券认购倍数为1.72倍，认购倍数较一般，不过50亿元追加额度获得追满。

此前，包括中金公司和广州农商银行在内的多家机构，为本期3年期金融债给出的中标利率预测区间位于3.65%至3.71%，本期债券最终3.68%的中标利率基本符合预期。对于本期金融债的

发行结果，分析人士表示，今年以来政策性金融债供给量偏大，本周国开行一次性招标发行了多期金融债，使得本期债券没有出现此前市场预期中的热发。此前，一些机构分析认为，本期3年期债券对于长期停发的3年期央票有较大替代作用，可能受到市场欢迎。

发行条款显示，本期债券为农发行2012年第7期金融债，计划发行不超过150亿元，首场招标结束后，该行有权追加发行不超过50亿元当期债券。本期债券按年付息，缴款日和起息日为4月25日，上市日为5月2日，兑付日为2015年4月25日。

## 国开行推迟5年期浮息债发行

□本报记者 王辉 上海报道

国家开发银行19日向该行2012年金融债券承销团成员公告称，根据当前市场状况，经与投资

人沟通，该行决定推迟发行2012年第二十三期5年期浮动利率(一年期定期存款利率为基准)金融债至4月26日(下周四)发行，发行文件将另行公告。

## ■ 交易员札记 货币市场资金开始趋紧 货币政策处在放松边缘

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四 R001 上行 20bp 至 3.20%，成交超过5000亿，交易员已经感觉到市场资金初现紧张的信号。央行负责人此前表态将通过多种方式增加市场流动性供应，估计降准将发生在五一节前，且二季度降准将达到两次。但是降准对市场资金成本影响有限，对债市暂不构成实质利好。

现券市场周四表现平稳，3年期农发固定息债的招标利率3.68%符合预期，但是认购并不太积极。以3年期固定息债为例，国开与非国开期限利差已经扩大到25bp。虽然周三的10年国债在一级市场认购比较活跃，但是二级市场却出现了小幅调整。在回购利率阶段性上行和中长期国开固定债发行利率不断走高的背景下，一直表现坚挺的国债收益率也出现了松动。

纵观元旦以来的行情，基本面并未对市场构成实质利空，除了去年市场过于乐观以外，国开

债的供给冲击和资金成本居高不下是重要原因。目前来看，国开债的供给冲击接近尾声，7-10年固定品种和定存浮息品种还会有不超过10bp的调整，不过非国开金融债和国债有小幅下跌的可能。在国开债下跌到位置，税收利差将构成强支撑，不存在授信问题的机构将开始用国开债替代国债，从而提高债券组合收益率并上缴更多的税收。在收益率企稳以后，国开债的流动性也会有所提升。

就影响资金成本的因素而言，未来经济增长的情况可能会超越CPI而占据主导地位。目前GDP增速已经逼近政府的底线，中国经济增长的第一梯队(北京、上海、广州、浙江)的增速已经大幅下行，欧美经济的问题又开始浮现，我们对经济的短期和中长期表现均不及目前的主流观点乐观。经济增长已经没有去年那么大的缓冲空间，货币政策已在进一步放松的边缘。

## ■ 外汇市场日报 就业数据良好 英镑创年内新高

□东航国际金融公司 陈东海

19日隔夜，英国央行公布4月初的利率决议记录。英央行全体委员通过了维持利率不变的决议，同时以8:1通过了维持购买规模不变的决定，而上次有两位委员支持扩大宽松的货币政策。同时英国公布3月失业率为4.9%，前值和预期值均为5.0%，而3月申请失业金人数为0.36万人，前值和预期值为0.72万和0.6万人。双重利好数据导致英镑强劲上扬，英镑兑美元突破1.60。

同样在19日隔夜，加拿大央行声称加元持续强势是预期净出口复苏疲弱的原因之一、加元走强有助于推动企业投资增长、通胀风险大致持平、撤出部分刺激政策可能是合适的。加元因此受到支持。

19日，新西兰第一季度消费者物价指数季率为0.5%、前值为-0.3%、预期值为0.6%；年率1.6%、前值1.8%、预期值1.6%。澳大利亚总理吉拉德说政府预算提供减息空间、澳储行在利率决策

方面具有独立性、是否减息仍由澳储行决定。以上数据和消息稍微对澳元、澳元不利。

日本19日公布3月末季调商品贸易帐为-826亿日元，前值329亿日元，季调后为-6213亿日元，前值为-3132亿日元。日本数据好于预期，日元一度受到支持。日央行行长白川方明声称，低利率时期预计将可能延长，低利率将可能加剧金融的不平衡。受到风险情绪影响，美元兑日元回升至81.50附近。

由于隔夜英国利好数据的影响，在9日亚太市场上，英镑仍然保持强势，上摸1.6075，创年内新高。西班牙进行了国债拍卖，拍卖总额位于目标区间的上端，2年期国债收益率为上次持平，10年期国债收益率略高于上次。在西班牙债券拍卖结束后，欧元冲高回落。

近期外汇市场处于震荡之中，美元指数在80.20以下受到下降趋势线的压力而回落。如果美国数据近期没有靓丽表现，美元指数在80.00以下将继续承压。

## ■ 新债定位 | New Bonds

| 12附息国债06 |       |      | 预测中标区间【3.98%,4.06%】 |      |       |
|----------|-------|------|---------------------|------|-------|
| 债券期限     | 20年   | 招标数量 | 280亿元               | 计息方式 | 固定利率  |
| 付息频率     | 半年付息  | 招标方式 | 混合式                 | 招标时间 | 4月20日 |
| 缴款日      | 4月25日 | 上市日  | 4月27日               | 手续费率 | 0.1%  |

中金公司：资金面相对平稳，市场预期央行本月可能下调法定存款准备金率。国债供需关系比较稳定，本期是年内第一期超长期国债，预计配置型机构有刚性配置需求。预计加权中标利率接近或者略低于二级市场水平，在4.02%至4.06%之间。

华泰证券：货币市场资金价格小幅偏高，回落可期。二级市场收益率逐步攀升，后劲不足。受银行协议存款利率持续下降的影响，以及出于资产负债管理久期

## 人民币兑美元 持续在6.30—线整理

19日，人民币兑美元中间价连续第二日下调，重回6.30一线，延续双向运行轨迹。银行间市场上，尽管央行放宽交易波幅，但人民币兑美元即期汇价始终表现稳定，与中间价差进一步收敛。市场人士称，鉴于海外主导货币无趋势运行，短期内人民币或维持窄幅震荡格局。

中国外汇交易中心公告，4月19日人民币兑美元中间价报6.3004，较上一交易日下调56个基点，连续第二个交易日回调。自3月底以来，尽管人民币中间价不改双向运行特征，但是其中枢水平始终未明显偏离6.30一线。相比之下，人民币即期汇价显得更加“锁定”，走势图基本上呈现横盘整理态势。4月19日，银行间询价交易中人民币兑美元开盘报6.3060，最低至6.3092，最高至6.3037，盘中最大波动不过55个基点，最终收报6.3039，较前一交易日下跌11个基点，与中间价偏差收窄至35个基点。显示央行放宽日内“涨跌限制”，并未引发人民币剧烈波动。人民币汇率已进入均衡均价区域的市场预期进一步增强。

实际上，不仅仅是人民币，近期美元、欧元等主流货币亦是表现平淡。经济前景与危机形势的确定性，使得外汇市场缺乏方向性指引。有鉴于此，市场人士认为短期内人民币兑美元汇率将继续围绕6.30一线盘整。(张勤峰)

## 华能集团超短期 票面利率4.18%

华能集团昨日公告称，该公司规模为50亿元的2012年度第一期超短期融资券已于4月17日全额发行，发行票面利率为4.18%。

发行资料显示，华能集团本期超短期融资券期限270天，发行金额50亿元。由联席主承销商组织承销团，通过簿记建档、集中配售的方式在银行间市场公开发售。按面值平价发行，采用固定利率形式，发行利率由簿记建档程序确定。光大银行和农业银行担任此次发行联席主承销商，其中光大银行为簿记管理人。

时间安排上，簿记建档日为4月17日，缴款日和起息日为4月18日，4月19日起上市流通，2013年1月13到期(一次性还本付息 遇节假日顺延)。

本期超短期融资券无担保。经联合资信评估有限公司综合评定，华能集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。华能集团表示，本期超短期融资券所募集资金将用于补充公司本部营运资金需求。(张勤峰)

# 有“涟漪”的债市或更美

□交易商协会 申世军

作为服务实体经济的重要途径，近年来我国债券市场发展迅速，但随着发债企业的不断增加以及由此带来的信用评级平台下移，出现信用风险事件的可能性也在增加。尤其在去年以来复杂宏观经济形势的“推波助澜”下，原本平静的我国债券市场也开始出现一些“涟漪”，诸如“10中关村债”和“11海龙CP01”等个别信用风险事件曾引起了各方广泛的关注和担忧。在成熟市场上司空见惯的信用事件却在国内讨论的如火如荼，恰恰是市场发展不成熟的一个标志。对现阶段债市而言，小的“涟漪”非但不会改变债市稳健发展的大趋势，或许还可成为市场走向成熟的有效推动。

首先，信用风险事件是市场发展中不可避免的现象。长期以来，我国债券市场上未曾出现真正的违约事件，这容易让人产生一些错觉：即债券市场零风险，可以闭着眼睛买债。其实不然。从最本质特征来看，债券作为一种基于信用而产生的债权债务关系，不可能完全消除风险。即便是国债这种以国

家信用为基础的债券，违约事件有时也不可避免。历史上，国家违约事件已发生多次，1998年俄罗斯就出现了债务违约事件。就最近来看，去年上半年美国两党就债务上限谈判达成前，市场上就有关于美国国债是否违约的强烈担忧；而时至今日，希腊等国国债的违约风险依然高悬。既然国债都可能产生违约风险，那么基于企业信用而发行的公司信用类债券出现风险事件就更加不足为奇了。对我国而言，由于前期市场发行主体主要以央企、国企等信用等级较高的企业为主，且风险防范措施较高，因此风险事件出现概率非常低。但随着越来越多的低评级企业进入债券市场融资，以及整个宏观环境的复杂变化，信用事件出现概率必将上升。

其次，违约风险上升可以倒逼投资者结构优化。在我国债券市场规模快速扩容的过程中，投资者结构多元化进展却异常缓慢，投资者偏好类似，商业银行为绝对主体。这种状况不利于风险的分散和分担，是成熟市场所必须转变的。根据中国债券信息网的数据，在2012年3月末，在全部债券托管量中，商

业银行和信用社持有占比达到70.6%；就公司信用类债券而言，二者持有占比也达到了54.1%，其他诸如保险机构、基金、非银行金融机构等持有比重较低。改变这一状况，一方面要放开投资者的进入限制，推动投资者类型多样化；另一方面要利用信用风险上升所造成的风险溢价变化来倒逼投资者结构优化。在债券市场上，随着信用风险上升，相应地风险溢价会提高，最终会在收益率水平上得以体现，这会吸引追求较高收益的投资基金、对冲基金等进入市场，吸引风险偏好型投资者的增加，进而促进投资者结构优化。这一效应，已经在“11海龙CP01”实际运行中有所体现。

第三，信用风险事件可以为未来创新提供现实土壤。以当前证监会着力推动的中小企业私募债券和未来发展有望推出的高收益债券为例，两类产品创新所共同具备的一个必要前提是合格投资者的存在。目前我国公司信用类债券市场存量只数接近3000，如果在这样一个市场上，一两只债券出现

信用问题就“如临大敌”，则推出高收益债等风险较高产品就缺乏现实土壤。根据惠誉数据，美国高收益债的违约率在2009年曾达到14%的高位，长期违约率均值也达到5.1%，即便是2012年第一季度违约率为三年来最低水平，也达到1.1%。就是这一最低水平，对于现阶段我国债券市场而言，也是难被接受的。因此，对于当前乃至未来可能零星出现的信用事件，恰恰可以作为一个加强投资者风险教育、提高投资者风险识别能力、培养合格投资者的一个机会。因为只有具备了这一前提，后续的市场创新才能真正具备土壤。

债券市场日渐成为企业偏好的融资渠道。欧洲是这样(相关数据显示，今年1季度欧洲企业发行债券同比增长38%，近两年半以来债券融资首次超过银行借贷)，我国亦是如此(目前央企50%以上的融资需求通过债券融资实现)。作为直接融资的主要场所，债券市场资金来源充裕、成长空间宽广，偶尔出现的几点“涟漪”绝不会搅动了市场有序发展的大局。对此我们不会乐见其成，当然更不用大惊小怪。

# 去杠杆进行时 全球债市共临纠结

□中信银行 庞爱华

哲学告诉我们万事万物之间都是互相联系的，全球经济和金融市场更是如此。可最近的全球债市，却是“你走你的阳关道，我过我的独木桥”。比如进入4月份以来，美国10年国债收益率下降近20个基点，中国10年国债却持续在3.52%附近盘整；在欧洲，各国国债收益率分化更加明显，德国10年国债收益率下降了16bp，意大利同期则上行近40bp，西班牙更是飙升了60bp之多。其背后的原因，是全球经济在经过近30年的高杠杆化发展后，世界各国对各自信用扩张推动经济发展模式的总结。而债市反映出的不论是阳关道(收益率大幅下行)，还是独木桥(收益率盘整或者上行)，都透出一丝丝的无奈。

## 欧美过度乐观预期落空

一季度美国经济温和复苏

给投资者带来了太多的遐想，虽然美联储表示其在2014年之前不会加息，但市场相信加息进程将会提前到来；加上美国失业率数据持续下降、希腊债务置换成功，推动美国国债收益率为3月中下旬出现一波上扬。不料，3月份美国非农就业数据低于预期，市场开始怀疑前期的复苏不过是季节性假象，随后其他低于预期的经济数据陆续出炉，更强化了市场的忧虑，从而推动美国国债收益率再次下滑。

欧洲经济同样被证实为“伪复苏”。欧元区1月Markit综合PMI指数从去年12月的48.3大幅上升至50.4，一度催生了市场的乐观预期。然而，随后两月该指数重新回落，尤其是制造业PMI指数下降明显。更令市场忧心的是，作为欧洲核心国家的德法等经济也显现疲态，如德国制造业PMI指数从2月份的50.2降至3月份的48.4，跌至枯荣分水岭下方；法国制造业PMI指数也从50大幅下降到46.7。

两个核心国家经济景气指数下降，引发市场对整个欧盟区经济增长前景的担忧，作为欧洲为数不多的避险资产之一的德国国债收益率出现明显下降。目前看来，西班牙是欧债危机另一个风暴聚集点，该国政府上周通过的预算紧缩计划遭到市场质疑，导致其国债收益率升至去年12月以来的最高水平，意大利国债收益率也出现同步上调。

## 国内债市等待政策指引

由于当前不存在主导性经济数据和政策动态，国内债市依然面临选择投资交易主题的问题。

从债市收益率波动节奏来看，市场交投热点散乱而无力，中长期金融债收益率由于供应冲击预期出现持续上涨，10年期金融债收益率两个半月的时间上涨了50个基点左右。国债收益率整体以盘整为主，而市场期望出现实质性违约的山东海龙成功兑付，推动市场机构继续挖掘中低评级

发行条款还显示，本期债券首场150亿元采用单一利率荷兰式招标方式，如发行人确定进行追加发行，则第二期追加发行采用数量招标方式，债券利率为首场中标利率。本期债券发行手续

信用债的投资价值。

我们以为，作为全球经济主要推动力的中国和美国两大经济体，其经济增速处在量变引起质变的过程中，这个过程可能会很缓慢。其中除了传统行业的经济结构调整以及新产业出现之外，原先那种高信用扩张支持的经济增速将不再出现，在此情景下，通胀将成为唯一的威胁因素。但在全球特别是欧美地区实施定量宽松货币政策的主要背景下，未来通胀压力不容小觑。作为固定收益投资者，能否跑赢通胀将成为主要的实质性标准。目前美国国债收益率处在历史低位水平，其在通胀来临之前的无奈选择将尤为悲壮；中国国债收益率则处在历史均值水平，进可攻退可守，即便如此，它也有无奈的成分：后期货币政策变动是扰动债市的最主要因素，其关系到经济增速变动方向和力度，并且时间越向后移，这个因素就愈发敏感。

费为发行总额的0.15%，认购机构须于缴款日后五个工作日内划至承销商指定账户。在具体时间安排上，本期金融债缴款日为4月26日，起息日为4月26日，上市流通日为5月3日。

## 进出口银行 24日招标10年期固息金融债

□本报记者 王辉 上海报道

进出口银行19日公告，该行将于4月24日招标发行2012年第六期金融债券。本期金融债为10年期，自2012年4月26日至2022年4月26

日)固定利率附息债券，按年付息。本期债券首场招标发行150亿元人民币，首场招标结束后，发行人有权向首场中标的承销团成员追加发行总量不超过50亿元的当期债券，合计发行总量不超过200亿元。

(王辉 整理)