

5月公开市场净回笼440亿元

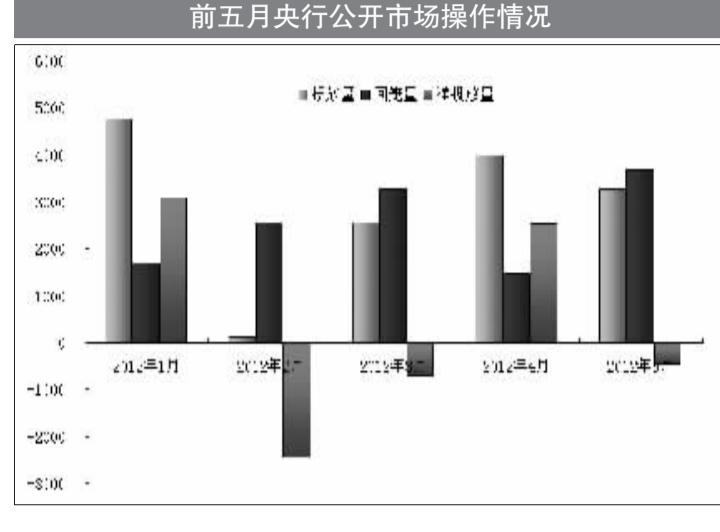
6月有望迎来新宽松手段

■本报记者 王辉 上海报道

昨日公开市场迎来5月份最后一次常规性操作。操作情况显示,当日央行进行了300亿元91天期正回购操作,从而使得本周公开市场净回笼规模达到570亿元,5月则净回笼440亿元。分析人士表示,在近阶段公开市场到期资金量较低、市场资金利率持续在低位徘徊的背景下,6月份公开市场仍有较大的操作空间。与此同时,在外围环境持续动荡、实体经济稳增长仍需政策提振的背景下,6月份货币政策有望迎来降息等新宽松手段。

连续三周净回笼

央行周四债公开市场开展了300亿元91天期正回购操作,中标利率持平于3.14%。Wind统计数据显示,本周公开市场到期资金为230亿元。由于央行周二已进行500亿元28天期正回购,本周净回笼规模从而达到570亿元,这也是央行自5月12日再次宣布降准以来,公开市场连续第三周实施资金



净回笼。数据显示,在5月份5周时间里(含4月份最后一个交易日),第一周和第二周为资金净投放,规模为1170亿元和410亿元;第三、四、五周则均为净回笼,规模分别为640亿元、780亿元和570亿元。

5月份全月440亿元的资金净回笼,也扭转了4月公开市场出现的资金净投放格局。截至5月31日,今年公开市场前5个月共计出

现2次单月资金净投放和3个月的单月资金净回笼,合计净投放资金2030亿元。

公开市场操作空间仍较大

受近期宏观经济多项运行指标表现低迷、货币政策日渐向“稳增长”倾斜等因素影响,近期市场资金利率持续大幅下滑,甚至扭转了以往月末资金面阶段性趋紧

的状况。数据显示,5月31日银行间市场7天期质押式回购加权平均利率,已由4月末的3.772%跌至2.1700%。在货币政策长期宽松取向深入人心的背景下,市场资金面出现罕见的宽松格局。市场人士指出,这为6月份公开市场操作提供了较大回旋余地。

数据显示,6月公开市场到期资金合计2890亿元,略高于5月份2360亿元的到期资金总量。分单周来看,6月4周时间内,市场到期资金分布相对较为平衡,分别为520亿元、810亿元、810亿元和720亿元。结合当前市场流动性状况和货币政策取向,央行6月份在公开市场操作的松紧度上,将有极大的掌控空间。

政策有望继续松动

5月初以来,受欧债危机再次恶化、国内实体经济再现增长乏力迹象等因素影响,月内出现的年内第二次降准,一举消弭了此前市场有关货币宽松取向能否长期持续的分歧,并直接引爆了债券市场的新一轮牛市行情。展望6

月份的货币政策走向,主流机构观点认为,已经较为宽松的资金面并不会成为货币松动停步的理由,6月份货币政策有望在利率等其他方面迎来新的松动。

以中金公司等机构为代表的市场观点认为,为提振实体经济再杠杆最有效的方式仍是贷款基准利率的下调,预计第一次降息央行可能采取非对称降息的形式,在时点上最早会在6月份出现。而5月和6月物价水平将会出现大幅度回落,6月CPI同比增速有低于2.5%的可能,中长期来看这将扫清基准利率下调的障碍。

招商银行等机构则指出,对于央行而言,是否降息主要取决于信贷投放是否符合预期。如果5至6月份信贷依然低迷,那么降息的步伐很可能就会提上日程。值得注意的是,从5月份中上旬四大行等主要商业银行的新增信贷数据来看,当前信贷投放疲软的格局依然没有得到扭转。如果这一局面得不到显著改善,降息等新松动手段将有望在6月出现。

5月债券发行6094亿元

环比小幅回升

■本报记者 张勤峰

在4月份发行量大滑坡之后,5月份债券扩容节奏重新有所加快。数据显示,得益于银行间中短期票据发行放量,5月份各市场债券发行规模(剔除央票,下同)为6094亿元,环比4月份小幅增加约400亿元。

从大类品种上看,利率产品发行量大致与前一月相当,由4月份的3319.5亿元增至3494.1亿元。其中,国债发行量为1714.1亿元,前一月为1683.1亿元;政策性银行债发行量则由4月份的1636.4亿元增至1780亿元。

5月份各类信用债合计发行2599.9亿元,环比增加223.35亿元,虽暂时扭转了发行量滑坡的

势头,但主要品种表现较分化。具体来看,因小微企业专项债供给集中,当月普通商业银行债券发行量由前一月的10亿元增至260亿元,次级债则未见发行。非金融企业债券方面,短融、中票分别发行937.6亿元和1030.4亿元,短融发行量环比增加两成,中票则接近翻番。公司债和企业债供给继续下滑,5月份发行量分别为48.9亿元和323亿元,分别较前一月减少70.2%和63.9%。

分析人士指出,尽管5月债券融资额环比小幅增长,但仍低于过去三年5月份的均值水平,在一定程度上反映了当前实体经济融资需求低迷的状况。注:发行数据统计以债券发行起始日为准,对尚在发行的债券统计计划发行量。)

国开行5日

第三次增发18至22期金融债

国家开发银行5月31日公告,该行将于6月5日通过央行债券发行系统增发2012年第十八期至二十二期金融债券各不超过60亿元,最终实际发行规模以实际中标量为准。按照增发办法,此次国开行将最多发行300亿元金融债券。

国开行第十八至二十二期金融债均为固定利率债券,期限分别为1年、3年、5年、7年和10年,票面利率分别为3.45%、3.93%、4.11%、4.32%及4.44%,均为4月

23日起计息。根据发行公告,上述5期增发债券均于6月5日上午招标,采用单一价格(荷兰式)招标方式,缴款日均为6月7日,第十八期增发债券上市日为6月11日,第十九至二十二期增发债券的上市日为6月13日,增发债券上市后与对应的原债券合并交易。承揽费及兑付手续费方面,债券承揽费按认购债券面值计算,1年期无承揽费,3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(葛春晖)

外汇市场日报

欧元盘中再创23个月新低

短期跌幅过大 或有反弹

■东航国际金融公司 陈东海

多的宽松政策,但是联储官员罗森格伦认为需要更多宽松政策来支持经济和创造更多就业岗位。美元总体维持强势。

5月31日新西兰公布5月NBNZ商业信心指数大幅回落至27.1,导致纽元下跌。澳大利亚公布4月营建许可证月率为-8.7%,前值为7.4%,预期值为0.5%;年率为24.1%,前值为-15.0%,预期值为-13.8%。澳大利亚副财长声称,欧洲直接风险敞口不多,澳大利亚经济仍然稳健,货币政策仍有很大的调整空间,如果有必要可以放宽财政政策。澳元兑美元最低跌至0.9670附近。

5月31日,日本公布的4月工业生产月率为0.2%,前值为1.3%,预期为0.5%;年率为13.4%,前值为4.2%,预期为13.7%。公布的4月新屋开工年率为10.3%,前值为5.0%,预期值为3.2%;4月营建订单年率为16.2%,前值为-0.3%。日本财务大臣安住淳声称,须警惕外汇市场上的投机动向。日央行白川方明则密切关注日元升值如何影响公司情绪。美元兑日元快速下跌至78.70附近。

目前希腊局势再次出现反复,6月中旬的再次议会选举将具有重要影响。在选举之前,风险情绪将比较低落,因此非美风险货币将受压,而美元指数将获益。不过目前非美货币跌幅过快,短线可能反弹。关注周五晚间美国失业率和非农就业数据。

短期反复难阻债牛前行

■中信银行 庞爱华

虽然有经济数据的支持,但这波“红五月”的债牛行情基本上是由资金面推动的。贷款需求迟迟不旺,导致资金滞留在银行间货币市场,7天回购价格从月初的3.8%一路下行到2.15%,从而点燃了机构对债券的投资热情。粗略统计,本轮行情中存续期在5年以下的利率产品收益率普遍下滑40-70bps,信用债收益率在前期已经大幅走低的基础上继续下行50bps左右。进入5月下旬,随着资金成本下行放缓,债牛热情逐步冷却,部分资金开始撤离。

从债券一二级市场的关系来看,这波债牛行情被动式展开特点也十分明显。当一波主动式的、有明确投资主题的牛市行情展开时,

一般是一级市场新债发行利率不断超预期下行,从而为二级市场收益率持续下调打开空间;在这波行情中,新债发行根本没有体现出前瞻性作用,而是随着二级市场收益率下调亦步亦趋。虽然部分债券认购倍数超过两倍,但从债市行情性质判断来看,这波债市具有一定时期的投机性成分。

近期管理层通过加快投资项目审批稳定经济增速的政策倾向明显,由于担心类似2009年的市场局面出现,目前债市参与机构交投情绪稍显谨慎。本周以来,随着收益率连续三个交易日调整,市场机构对未来债市走势的判断开始出现分歧。有部分机构认为,由于外围环境依然比较差,如希腊、西班牙等国对欧元区乃至整个全球经济的影响依然存在较大

的不确定性,国内下半年的经济刺激政策受各种限制条件制约会不尽如人意,虽然在6月份,债市获利回吐离场会导致债市收益率反弹,但不改年内整个债券市场的牛市框架。但也有部分机构认为,随着国家有关刺激政策的相继出台,经济增速企稳之后,通胀会卷土重来,并且这种状况会持续到明年,所以目前债市应该轻仓操作。其中,分歧的焦点集中在此轮政府宏观调控政策的力度和持续性上面。

笔者认为,由于存在2009年4万亿“投资项目和货币供应条件非常态化的正反两方面经验,尽管近期管理层对于稳定经济增长的决心比较坚定,但相对于2009年的4万亿”来说,本轮刺激应该比较温和。但比较纠结的是,在目前的国

内外经济背景下,又不能说政府的政策刺激是短暂性的;市场有理由相信,管理层会采取相应措施,以确定今年GDP整体增速维持在8%左右。从目前的工业增加值增速来判断,未来我国政策刺激力度应该属于偏大范畴。另外,受我国城镇化进程和人口结构变动等因素影响,我国通胀形势也会日趋复杂,不排除在某个时间段内,通胀再次成为威胁经济和债券市场的首要考虑因素。

对于当前的债市操作,笔者建议暂时规避6月份的政策风险和收益率反弹风险。对于今年后期的债市,笔者认为其仍属于牛市范畴;即使在某个时刻债市收益率出现反弹,但不会出现令人恐慌的趋势性熊市,这是由当前全球经济大气候所决定的。

5月欧元对人民币中间价跌5.5%

人民币对美元贬值0.9%

■本报记者 葛春晖

的“冰火两重天”走势密切相关。进入5月份以来,围绕欧债问题产生的负面消息接连不断。先是法国新任总统奥朗德上台后,“德法联盟”在刺激经济与财政紧缩孰优孰劣问题上出现分歧,给解决欧债危机进程蒙上阴影。随后,希腊议会大选胜出的三大政党先后组阁失败,不得不宣布在6月中旬重新举行大选,市场担心,如果希腊无法组建有效政府并继续履行紧缩措施,希腊将面临债务违约

甚至可能退出欧元区,进而引发欧元解体风险。而临近月末,西班牙银行业困境又成为市场关注焦点,随着西班牙主权信用评级遭遇下调,其10年期国债收益率直逼7%的求助临界线,而意大利国债收益率也受到牵连在30年内首次超过6%。

接连的打击之下,市场正在逐渐丧失对欧元的信心,欧元在国际外汇市场上的走势一泻千里。5月30日,欧元对美元跌破

1.2400,创下2010年7月2日以来新低,美元指数则一举突破83关口,创下21个月新高。

市场人士表示,欧元区经济增长前景疲软,各种不确定因素持续发酵,令越来越多的人看空欧元,短期内欧元对人民币贬值、美元对人民币升值的走势或将持续。不过中期来看,在人民币汇率趋于均衡的背景下,双向波动、宽幅震荡仍是未来人民币汇率运行的基本格局。

发展债券市场 连通市场流动性

■交易商协会 陈珊

近日进行的中央国库现金管理定期存款(五期)招投标,中标利率为4.22%,较5月10日的招标利率大幅走低91BP。一个月不到,国库存款利率大幅下降,表明商业银行对此前备受追捧的国库现金热情有所降温,商业银行存贷比压力有所缓解。与此同时,银行间市场资金利率也大幅走低,质押式回购利率从5月上旬开始持续回落,目前银行间7天回购利率跌至2.5%以下,回到一年前的低位。银行间市场流动性充裕可见一斑。

实体经济流动性却呈现与之相反的现象。从经济数据来看,新增人民币贷款同比减少,短期贷款及票据融资占比居于高位,中长期贷款增长乏力。据报道5月份前20天四大行新增贷款投放仅340亿元。从企业的情况来看,经营状况低迷,同时行业利润率下滑,难以承受银行贷款成本,企业的融资需求正在减弱,尤其是中长期融资需求不足。银行间市场与实体经济融资市场流动性分化明显。

首先,商业银行受到成本制约。信贷、票据、债券都是商业银行的资金运用形式,存款则是主要的资金来源形式,资金运用必然受到资金来源成本的制约。对于普通存款,存款基准利率是商业银行的成本下限。而诸如保险

公司的协议存款、基金的同业存款以及国库招标存款等其他存款形式,在存款争夺的大背景下,其存款利率大大高于普通存款,这些都是商业银行资金运用时所需考虑的成本问题。此外在金融脱媒的趋势下,商业银行还将面对成本上升的问题。其次,商业银行受到贷款利率的限制。尽管贷款利率上浮幅度放开,但是下限利率依然有效,信贷价格向下刚性也给以信贷形式进行资金运用造成了一定限制。再次,商业银行难以实现及时性的资金调配。由于商业银行资金量非常庞大,为了控制风险,需规定各种资金运用方式的资金占比,虽然这一占比会不断调整,但是调整需要较长时间,不可能根据市场变化即时调整。

在货币政策的预调微调下,商业银行可支配资金增加,却依然要遵循此前制定的投资计划,无法根据需求变化及时调整,从而也造成了传导时滞。

商业银行固有的特点影响了两个市场连通,造成了流动性分化的矛盾,要缓解这种矛盾,需要疏通两个市场的传导渠道。第一,继续推动利率市场化进程。无论是商业银行成本向下刚性,还是收益向下刚性,都与利率市场化尚未完全推进有关。银行在存贷基准利率的保护下,资金运用也必然存在刚性区间。利率市场化推进可促使商业银行经营更为自主,从而加快传导效率。第二,丰富企业融资工具,积极发展债券市场。商业银行的信贷行为受制于存贷基准利率和信贷规模,市场化程度较低,制约了其在货币政策传导中的效率。只有提高融资方式的市场化程度,不同市场的资金利率关联性加强,才可达到有效、快速的传导。信用债市场目前已经实现利率市场化,且市场参与者广泛,市场容量庞大,如果大力提升企业债券融资占比,将可以有效地推进两个市场流动性的互通性。第三,大力发挥非银行金融机构的资金融通作用。除商业银行之外,银行间市场的非银行金融机构均可以成为连接两市场的连接者,如基金、券商、信托等银行间市场投资者经营方式灵活,市场化程度高。丰富银行间市场投资者结构、鼓励各类投资者参与银行间债券市场,可充分调动非银行金融机构在连通不同市场、传导货币政策等方面的作用,化解流动性矛盾。

商业银行固有的特点影响了两个市场连通,造成了流动性分化的矛盾,要缓解这种矛盾,需要疏通两个市场的传导渠道。第一,继续推动利率市场化进程。无论是商业银行成本向下刚性,还是收益向下刚性,都与利率市场化尚未完全推进有关。银行在存贷基准利率的保护下,资金运用也必然存在刚性区间。利率市场化推进可促使商业银行经营更为自主,从而加快传导效率。第二,丰富企业融资工具,积极发展债券市场。商业银行的信贷行为受制于存贷基准利率和信贷规模,市场化程度较低,制约了其在货币政策传导中的效率。只有提高融资方式的市场化程度,不同市场的资金利率关联性加强,才可达到有效、快速的传导。信用债市场目前已经实现利率市场化,且市场参与者广泛,市场容量庞大,如果大力提升企业债券融资占比,将可以有效地推进两个市场流动性的互通性。第三,大力发挥非银行金融机构的资金融通作用。除商业银行之外,银行间市场的非银行金融机构均可以成为连接两市场的连接者,如基金、券商、信托等银行间市场投资者经营方式灵活,市场化程度高。丰富银行间市场投资者结构、鼓励各类投资者参与银行间债券市场,可充分调动非银行金融机构在连通不同市场、传导货币政策等方面的作用,化解流动性矛盾。

交易员札记

收益率继续下行难度加大

■中国邮政储蓄银行 刘晋

盘,收益率逐步回升,10年国债收益率重新回到3.35%。

目前利率产品收益率继续下行已经困难重重。国债收益率已经逼近2010年加息前水平,欧元兑美元跌破1.24,原油价格跌破87美元,希腊和西班牙继续扮演两大风暴中心的角色。西班牙10年国债收益率继续上行至6.6%,离7%已经不远,而与之形成鲜明对照的是,美国10年期国债跌至1.61%,创出美联储自1953年开始记录数据以来新低。

受海外因素影响,周四银行间现券市场开市便一扫周三5年国债收益率大幅上行的影响,交易员们似乎忘了120003续发行时极低的认购倍数以及大量的被动中标盘,收益率一路上行至2.75%返手续费),较周三下行7-8bp,10年国债110019和110015收益率也下滑至3.31%的前低附近,这为许多翘首以待兑现收益的交易员又提供了一个难得的机会,此后抛售逐渐压过买

卖,总成交量也很强烈,做多的信心不足。虽然经济下滑形势严峻,但是央行进一步放松货币的意愿却比较弱,这制约了资金成本的继续下行。不过近期发改委项目审批的事件可能被媒体过分夸大,其阻止经济下滑的效果可能要打不少折扣。总之,交易盘操作上建议以逐步降低仓位为主,在市场预期摇摆的背景下,高抛低吸的操作也会有不错的收益。