

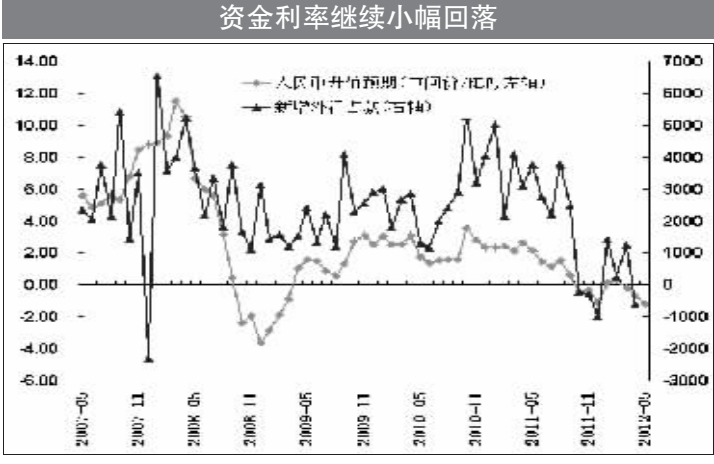
外汇占款减少或再次倒逼降准

□本报记者 张勤峰

人民币贬值预期抬头,暗示5月份外汇占款存在继续净减少的可能。分析人士指出,基础货币被动投放压力减轻,以及通胀阶段性回落,为继续下调法定存款准备金率创造了条件,今后一两个月,存款准备金率仍有下调的可能。

5月初以来,欧债危机恶化与国内经济趋弱,推动人民币对美元走出一波贬值行情。5月人民币对美元中间价累计回调0.90%。海外无本金交割市场(NDF)人民币贬值预期也有所抬头,一年期合约隐含的人民币贬值幅度平均值提升至1.17%,连续两个月扩大。人民币贬值预期抬头,预示5月份新增外汇占款或不乐观。

过去经验表明,外汇占款增减与人民币升值贬值预期正相关。从影响路径上看,人民币升值预期影响居民和非金融机构向商业银行结售汇的意愿,同时也影响金融机构向央行结售汇的意愿,因此无论是金融机构人民币信贷收支表中的“外汇占款”(即广义外汇占款,影响社会资金),还是



货币当局资产负债表中的“外汇资产”(即狭义外汇占款,影响基础货币)都直接或间接受到人民币升值贬值预期的影响。如去年第四季度,人民币NDF市场持续呈现贬值预期,同期金融机构“外汇占款”连续三个月净减少,央行“外汇资产”亦同步遭遇持续负增长。今年3月份以来,人民币升值预期重新转负,4月份“外汇占款”首现净减少606亿元。由此判断,5月份外汇占款延续净减少的可能性偏大,甚至下幅幅度

有超出4月份的可能。

自2002年以来,伴随人民币升值压力显现,新增外汇占款成为我国基础货币投放最主要的渠道。法定存款准备金率、央行票据、正回购等工具主要充当了对冲外汇占款增长的角色。鉴于当前中国经济潜在增速下移,对外贸易顺差收敛,以及海外危机发酵形势下短期国际资本回流,今年新增外汇占款将出现中枢性下滑已成为市场普遍共识。基础货币被动投放压力减轻,意味着继续保持较高资金冲销

力度的必要性下降。与此同时,在既定的货币供应增长目标约束下,如果基础货币投放不足,相应的就需要货币乘数主动上调来对冲,于是下调存款准备金率也就成为货币当局落实“稳中求进”政策基调的选项之一。

就当前的宏观环境而言,经济增长压力加大、通胀阶段性回落,进一步为政策面提供了腾挪空间,继续下调存款准备金率更是顺理成章。

实际上,下调准备金率既是一种数量手段,也可发挥一定的“准价格工具”作用。在直观显现为增加银行体系流动性、扩大货币供应量之余,下调准备金率对降低企业融资成本、刺激实体经济复苏的拉动力也不容小视。

当前实体经济疲软的一个重要特征是微观经济主体资金需求不强。下调法定准备金率可增加商业银行超额准备金,由于当前法定准备金利率只有1.62%,这些释放出来的低成本资金可有效拉低货币市场利率水平,并先后引导票据贴现利率、贷款利率下行,从而刺激企业的信贷融资意愿。

此外,债券市场利率也会跟随货币市场资金利率下行,从而降低直接融资成本,推动企业通过发债获取资金。

另外值得一提的是,下调准备金率还可以为公开市场操作腾挪空间。在调控基础货币投放方面,央票发行和正回购交易是目前央行运用较多也较为可控的手段。但是受制于央票和正回购余额较少,在维护银行体系流动性适度充裕前提下,目前央行公开市场操作的空间非常有限。考虑到下半年公开市场到期资金逐步萎缩情况突出,如果在下调准备金率的同时,适当加大公开市场回笼力度,既可以保持市场利率维持在合理水平,亦可改善未来的到期资金分布状况,增加流动性调节手段。

总的来看,在外汇占款中枢下移,基础货币被动投放压力减轻的情况下,存款准备金率继续维持在历史偏高位置已无明显必要。考虑到国内经济增长压力加大,不确定因素较多,年初以来货币总量增速始终不及预期,存款准备金政策还应有所作为。

■ 外汇市场日报

欧债担忧未消 美元指数反弹

□中信银行 罗旋

5日亚欧交易时段,消息面相对较为清淡,因投资者正翘首等待晚间七国集团紧急电话会议结果,市场情绪再次变得相对保持谨慎。风险货币反弹受阻,呈现出冲高回落态势,美元指数则再次反弹,逼近83整数关口。

亚洲交易时段,欧元兑美元汇价一度延续着周一反弹的走势,最高一度触及1.2540附近。但进入欧洲交易时段,大量卖盘还是快速打压汇价,下跌超过百点。这主要是在为当日晚些时候,七国集团将召开电话会议,就欧洲债务危机、西班牙银行业问题展开讨论,但市场预期此次会议不会在处理欧洲债务问题上能取得突破。此外,由于近期德国公布的经济数据不佳,欧元区经济陷入衰退担忧与日俱增。欧洲央行本周货币政策会议备受关注,政策放松预期令市场仍倾向于逢高做空欧元。

目前来看,欧元兑美元汇价近几日的反弹主要还是在技术层面,并无任何实质性的利好消息推动,所以汇价反弹的脆弱性可见一斑。未来欧洲债务危机不确定性仍较大,而考虑到自欧洲债务危机爆发以来,欧盟行事拖沓,短期内出台实质性解决方案的可能性非常小,因此市场对于欧洲债务危机的担忧仍将继续,欧元下行压力仍存。技术上,虽然汇价呈现超卖状态,有反弹要求,但由

于上方阻力众多,空间有限,策略上建议仍逢高空。

5日亚洲交易时段,澳元兑美元汇价延续着近日的反弹走势。虽然澳洲央行期间降息25个点,但此前投资者已有预期,汇价已经消化此次降息影响,汇价继续反弹,最高至0.9800附近。但进入欧洲交易时段,市场避险情绪还是再次打压汇价,汇价基本回吐了亚洲时段的涨幅。澳洲央行下调利率25基点至3.50%,并预计澳洲未来1-2年通胀将维持在2%-3%的目标区间,通胀前景为政策进一步放宽提供了空间。此外,澳洲央行预计中国经济增速将放缓且欧洲债务危机将恶化,这也意味着澳央行仍有进一步减息的意图。技术上,汇价反弹一度突破10日均线,预计未来上方强阻力在20日均线附近,建议此位置逢高空。

总而言之,未来市场关注的焦点仍将是欧洲债务危机,希腊退出欧元区的风险以及西班牙银行业融资问题仍将对市场造成冲击,在欧洲债务危机没有完结之前,市场避险情绪仍将是主基调,这也意味着美元指数的中期强势仍未结束。但是,随着美国经济的走弱,市场上对于美联储政策宽松的预期也随之而起,这将在一定时间段内、一定程度上削弱美元指数强势的强势。不过好在经济走弱带来的避险情绪反过来又会支持美元指数。总之,中期依然看好美元指数。

人民币汇率中间价连续三日走强

□本报记者 王辉 上海报道

中国外汇交易中心周二公布,2012年6月5日银行间外汇市场美元对人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3225元,该中间价较前一交易日的6.3276下跌51个基点,人民币对美元汇率连续第三日走强。对日元汇率方面,5日日元对人民币汇率中间价为100日元对人民币8.0687元,低于4日的8.0970。

在银行间外汇市场即期交易方面,5日美元对人民币即期汇价开盘报6.3610,收报6.3675,较前一交易日上涨30个基点或0.05%。日元对人民币即期汇价开盘报100日元对人民币8.1200元,收报8.1433,较前一交易日下跌123个基点或0.15%。

分析人士表示,近几个交易日,美元指数自83点上方一线回落整理,今年以来持续在6.30附近保持宽幅振荡的人民币汇率也再次显示出强势特征。如果美元将进一步上涨,人民币汇率或将重回6.25至6.30的强势振荡区间。

主流机构配置热情不减

国开行五期增发金融债中标利率低企

□本报记者 王辉 上海报道

6月5日,国家开发银行第三次增发2012年第十八至二十二期金融债券。发行结果显示,本次增发的五期债券中,除7年期品种收益率略高出市场预期外,其余四个品种中标利率均低于市场预期。分析人士表示,依然严峻的内外部经济基本面、宽松的资金面及对于政策松动的预期的持续,推动主流机构对于此次增发的国开债的认购热情依然高涨。

来自中债网和交易员的消息显示,本次发行期限分别为1年、3年、5年、7年、10年的五期金融债,发行参考收益率分别为2.6513%、3.3512%、3.6905%、3.9490%、4.0649%,相较于中债估值以及此前国海证券等机构给出的预测均值,五期新债中只有7年期品种略高,其他四期债券中标利率均低于中债估值和市场预测均值水平。与此同

■ 新债定位 | New Bonds

12附息国债10				预测中标区间【3.07%,3.17%】		
债券期限	7年	招标数量	300亿元(可追加)	计息方式	固定利率	
付息频率	按年付息	招标方式	混合式利率招标	招标日	6月6日	
起息日	6月11日	上市日	6月13日	手续费率	0.10%	

中金公司:鉴于短端利率已经比较低,在不大幅下调存款利率的情况下,进一步下行的空间不大,银行为为了提高债券配置收益率,会逐步将需求转移到中长期品种。目前7年期与5年期国债的利差为37bp,处于平均水平之上,显示7年期品种性价比好于5年期。预计本期国债的中标利率在3.13%至3.17%。

国海证券:6月的PMI有可能进一步回落至50附近,预计二季度GDP同比增速下降至7.7%附近。同时,由于国际大宗商品价格的大幅下跌,6月CPI很可能回落

至3%以内,本月降息的概率大幅增加。不过,虽然有降息预期存在,但市场已基本透支了该预期,预计本期债券招标利率将接近二级市场,中标利率区间有望落在3.07%至3.11%。鄞州银行:5月经济数据预期的下滑,继续支撑着债券市场的基本面,尤其表现在利率产品以及高评级债券方面,市场热点也有从流动性支持的短端过渡到经济面支持的长端的倾向。综合各方面因素,预计本期国债中标区间为3.10%至3.14%。

转债市场迎来绝佳布局期

□海通证券 姜金香 徐莹莹

国内宏观实体经济加速下滑,政策逐步发力的趋势明显,经济衰退已然进入下半场。按照历史经验,经济衰退期下半场是强股性转债乃至可转债作为大类资产配置的首选。我们强调目前是投资强股性可转债的绝佳机会,这一点从上周转债市场人气恢复,众多个券涨幅超出正股便可看出。我们认为部分债型基金已经开始增配转债品种。

目前在配置转债过程中会面临两个疑问:第一,强股性转债从何而来?第二,在“绝佳的转债布局期”,如何顺应市场变化配置转债?

对于第一个问题的回答是,强股性个券来自于三个方面:其一,二级市场已有的强股性转债,如石化、工行、美丰、燕京等转股溢价率10%以内的个券;其二,二级市场上,部分中、高转股溢价率的转债在公司主动下修转股价后,将成为强股性转债;其三,一级市场新发的可转债将自然成为强股性的转债。

■ 交易员札记

利率债收益率趋稳

□国泰君安证券 刘颖

周二资金成本继续有所攀升,隔夜回购利率上行8BP,重回2%的水平;7天回购利率上升7BP至2.60%,稍长期限品种变化不大,资金面仍维持宽松。6月份公开市场到期量不到2900亿元,处于较低水平,但从今年以来的货币政策和公开市场操作看,央行仍有意维持较为宽松的市场环

境,预计将减少回购和央票发行量,从而保证资金面的宽松。

利率市场缺少激情,第四代国开“福娃债”如期而至,招标结果基本与市场预期一致,其中3、5、7年期限利率分别为3.35%、3.69%和3.95%。国债方面较为平淡,收益率基本维持不变,10年期国债成交在3.35%的水平,剩余6、8年的120005有多笔成交在3.16%附近,剩余4、7年的120003

则成交在2.81%。经过前期调整后,目前利率产品已进入平稳阶段,未来降息预期的增强或将引发新一轮收益率平坦化下行趋势。不过市场对于经济走势存在一定分歧,可能还需要数据的进一步印证。

受配置需求带动,信用市场仍较为活跃,短融中票收益率均有小幅下行。短融方面,信用利差进一步收窄,新发的AA级12晋能源

等待市场方向选择

CP01成交在3.75%,仅比AA+品种高20BP左右,比AAA级品种高40BP;而AA-级的12兵团建工CP01成交在4.40%,刷新了AA-级CP收益率下线。中票方面,高等级品种成交活跃,5年期AAA级的12中石油MTN1成交在4.13%,12神华MTN1收在4.12%,剩余4、4年的11五矿MTN1则成交在4.20%附近。企业债收益率亦处于下行过程中,预计信用债这波行情仍将持续。

监管压力。再次,中小银行要充分考虑债券发行效益及发行前后的运作管理问题。一方面,在分析债券成本支出与贷款收益时,还要考虑其他成本:若按1%的不良贷款率计算,则应扣减5,000万元的贷款损失准备,并且未计算营销、管理该50亿元小微企业贷款的人力资源等其他成本;为保证债券顺利发行做的评估费及后续跟踪评估费用;发行承揽手续费费用支出约为发行面值的3%-5%。另一方面,要做好充分的市场调研和客户储备。理论上债券募集资金应立即用于放贷才能实现资金效益的最大化(包括一次申请、分次发行的情况)。因此,中小银行应针对目前的小微企业信贷需求做详细的市场调研,根据调研结果酌定债券发行额度,提前做好相应的客户储备,确保债券所募资金能够尽快投入使用。

最后,中小银行要做好债券发行后期系列工作准备,做好存贷款

结构调整的准备。银监会有关文件明确规定:获准发行小型微型企业贷款专项金融债的商业银行,该债项所对应的单户授信总额500万元(含)以下的小型微型企业贷款在计算“小型微型企业调整后存贷比”时,可在分子项中予以扣除。这条规定有利于在存款增长缓慢条件下,满足市场中旺盛的信贷需求,解决短期流动性压力。但中小银行不能过度依赖债券所募资金,否则会产生资金成本高、不利于长远发展的状况。这就要求中小银行:一是做好贷款结构的调整准备。在债券发行后,要关注并做好贷款期限与债券期限的匹配,债券到期后,如果对应的贷款不能全部或部分收回,则应从存量贷款中进行调整压缩,以满足存贷比的要求;二是做好存款结构调整的准备。即债券到期后,若对应的贷款全部或部分不收回,则相应增加贷款余额提高存贷比,将对债券即将到期时的存款组织工作带来压力。

发行小微企业专项金融债切忌一哄而上

□齐商银行 张波

伴随近期杭州银行、哈尔滨银行、兰州银行等城市商业银行成功发行小微企业贷款专项金融债,市场对中小银行发行小微企业贷款专项金融债业务引起广泛关注。

笔者认为,中小银行发行小微企业专项贷款金融债券虽然对拓宽融资渠道、优化资产结构、增强支持小微企业力度、提高自身竞争力等具有重要作用,但是,中小银行发行小微企业贷款专项金融债券不可以一哄而上,仍需要全面考虑慎重理性对待。重点应考虑以下四方面情况:

首先,中小银行要充分考虑发债资格问题。银监会《关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》中规定:“申请发行小型微型企业贷款专项金融债的商业银行除应符合《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》》等现有各项监管

可转债市场 跟随A股企稳

□本报记者 葛春晖

经历连续三个交易日整体回调之后,6月5日沪深可转债市场跟随A股暂时企稳。当日两市转债多数飘红,中债标普可转债指数收于2596.10点,较上一交易日微涨2.01点或0.08%。

在上周中国重工可转债发行、中国平安可转债获批以及本周一A股市场大幅下挫等事件的接连打击下,可转债市场上周四以来连续调整,中债标普可转债指数连收三根阴线。5日,随着扩容影响暂时消退、A股市场初步止跌,可转债市场亦出现震荡企稳走势。当日可交易的18只可转债10涨7跌1平,与正股表现基本相当。其中,中鼎转债、国电转债、巨轮转2收盘净价分别上涨0.96%、0.68%、0.57%,分列涨幅前三位;深机转债、燕京转债、美丰转债分别以0.52%、0.52%、0.43%的跌幅,位居下跌前三名;大鑫转债方面,工行转债上涨0.25%、中行转债持平、石化转债微跌0.02%。估值方面,截至5日,唐钢转债等6只个券到期收益率超过3%,工行转债等4只个券到期收益率为负。

分析人士指出,目前转债估值水平有所提升,但仍在合理范围内。从股市方面来看,宏观经济超预期下滑和政策放松预期之间的博弈可能主导市场走向,估计六月大盘出现探底回升的概率较大。建议投资者目前对于可转债不要追涨,可在股市带动转债回调之际择机配置。

28天期正回购 缩量至300亿元

□本报记者 王辉 上海报道

央行6月5日以利率招标方式开展了28天期正回购操作,中标利率持平于2.80%,交易量为300亿元,回笼规模较上周二同期品种500亿元有显著减少。

数据显示,本周公开市场到期资金为520亿元,较上周增加290亿元。分析人士表示,上周央行连续第三周实施公开市场净回笼,净回笼规模570亿元,而按照周二正回购操作力度,本周公开市场净回笼数量或大幅缩减,并有可能实现单周资金净投放。

从资金面来看,近日市场资金利率出现小幅攀升。数据显示,5日银行间市场隔夜、7天期质押式回购加权平均利率分别为2.0038%和2.5972%,虽然仍处于较低水平,但均出现连续第三个交易日上涨。有分析人士指出,阶段性资金利率的抬升,或促使央行在公开市场操作中对操作力度进行微调,以保障资金面的整体宽松。