

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，今后一两个月内，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，一年期合约暗含的人民币贬值幅度平均提升至1.17%，连续两个月扩大。人民币贬值预期抬头，预示5月份新增外汇占款不容乐观。

过去经验表明，外汇占款增减与人民币升贬值预期正相关。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

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。在直观显现出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高位已无明显必要。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

于上方阻力众多，空间有限，策略上建议仍逢高做空。

5日亚洲交易时段，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，欧元兑美元汇率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。这主要是因为在当日晚些时候，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。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，建议此位置逢高做空欧元。

总而言之，未来市场关注的焦点仍然是欧洲债务危机，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的强势。不过好在经济走弱带来的避险情绪反过来又会支撑美元指数。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

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率开盘报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。如果美元不进一步上涨，人民币汇率或将重回6.25至6.30的强大振荡区间。

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

时，五期债券认购倍数依次为1.73倍、2.80倍、2.22倍、1.52倍和2.11倍，除1年和7年期品种外，其他三期债券认购倍数均在2倍以上水平，显示出主流机构对于本次增发的五期债券均较青睐。

分析人士表示，投资者仍然在等待政策面的进一步明朗，在内外部环境依旧十分负面的背景下，央行继续推出降准、降息等政策手段依然可以期待。在最近个交易日的二级市场上，现券收益率水平仍然在低位徘徊，前期机构对于债市预期所出现的一些分歧，并未导致利率债产品价格出现较大幅度波动。考虑到当前国债收益率已经突破了1月份的收益率低点，而政策性金融债收益率尚未跌破前期低点，政策性金融债收益率依然可能存在补跌动力，因此，此次国开行五期增发金融债获得市场较高认同。

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

转债市场迎来绝佳布局期

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，中债总普可转债指数收于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，中信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；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；大盘转债方面，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限品种的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，而按照周二的正回购操作力度，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。

□海通证券 姜金香 徐莹莹

对于第二个问题，也需要从上面三个角度来分别处理。首先，对于二级市场已成为强股性的转债，投资者目前适宜采取中性的态度。由于转债市场前期已获得较大涨幅，因此目前继续追高的风险在加大，但若这些强股性个券遭遇4%或更高幅度的回调，则是重新介入的良机。强股性转债在下半年的表现不会差。

其次，对于二级市场中部分中、高转股溢价率的转债，我们其实不必过多纠结于预判公司主动下修转股价的公司事件发生。诚然，公司主动下修转股价能为转

债带来瞬间5%左右的收益，但从2006年以来的历史经验看，在衰退期下半场及复苏期上半场投资者若持续持有该类转债，其整体平均收益有望达到20%甚至更高，而投资者在公司主动下修转股价的公开信息发布后增持该类转债一般只损失25%的收益空间。因此，建议投资者在公司下修转股价公布后增持该类转债，进行趋势性投资策略。

第三，对于一级市场新发转债，建议投资者对下半年所有新发各券进行杠杆化申购。一级市场新发转债对二级市场的冲击已经死

灰复燃，具体体现在一级市场天然强股性转债对二级市场“股债两不靠”转债的冲击（目前二级市场上强债性转债个数极少）。

当一级市场新券在二级市场上市后，则建议投资者进行追涨杀跌的操作方式。具体来讲，就是当转债的转股溢价率在10%以内时选择继续持有（转债价格达到120以上时才考虑逐步减仓），若其正股价格下跌至转股溢价率在15%之上时，投资者应及时斩仓止损。总体上，建议投资者在转债新券上市后仍然持有一段时间。

部分转股溢价率偏低的可转债

名称	最新收盘价(元)	纯债价值	套利空间	到期收益率	转股溢价率	剩余期限(年)	债券余额(万元)	转股价值	主体评级	债券评级
工行转债	111.3249	88.5629	-6.0665	-0.5999	5.73	4.2411	2379750	105.7935	AAA	AAA
恒丰转债	116.0662	85.3625	-8.9426	-1.3497	8.34	4.8	45000	107.2674	AA	AA
燕京转债	114.0602	88.1495	-9.8896	-2.8347	9.45	3.3589	-17885.84	104.6194	AA+	AA+
石化转债	102.2825	88.619	-10.6721	1.9009	11.62	4.7233	2214210	91.8079	AAA	AAA
国电转债	107.1014	89.8601	-11.6199	1.5083	12.12	5.2082	549945	95.8801	AAA	AAA
美丰转债	115.4868	92.8473	-14.3669	-2.3396	14.21	2.9918	63166.98	101.1331	AA	AA
中行转债	97.7879	90.5046	-13.956	3.0954	16.65	3.9945	4000000	83.844	AAA	AAA
国投转债	103.9968	90.7612	-19.4185	2.0031	22.89	4.6438	340000	84.8315	AAA	AAA
深机转债	96.1141	87.4324	-20.8549	3.0586	27.51	5.1096	199993.67	75.7951	AAA	AAA
川投转债	102.0423	90.0766	-25.7966	2.3712	33.77	4.7945	210000	76.3934	AA+	AA+

交易员札记

利率债收益率趋稳 等待市场方向选择

□国泰君安证券 刘颖

境，预计将减少回购和央票发行量，从而保证资金面的富裕。

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一波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

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。

发行小微企业专项金融债切忌一哄而上

□齐商银行 张波

法规外，其小型微型企业贷款增速应不低于全部贷款平均增速，增量应高于上年同期水平”，这是发债的政策性必要条件。如果不符合作品基本条件，盲目进行外部评级、找主承销商、准备申报资料等工作，恐怕难获发行资格。

其次，中小银行要充分考虑发债及放贷后对资本充足率的影响。以发行50亿元规模(下同)小微企业金融债券并用于小微企业贷款，按照银监会有关文件规定的75%的优惠风险权重，预计风险资产为37.5亿元，对实收资本较小的中小银行，也将对其资本充足率产生一定影响。若维持资本充足率水平不变，则应制定补充资本金方案。而且，在新的资本充足率管理办法正式颁布前，小微企业贷款还不具备按75%的计算权重的条件，对资本充足率的影响还要更大。因此，除非有新的资本增加渠道，或降低资本充足率控制标准，否则中小银行资本充足率情况面临较大

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、管理等其他成本；为保证债券顺利发行，评估费及后续跟踪评估费用；发行承揽手续费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，做好存贷款组织工作带来压力。

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时应扣除存贷比时，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