

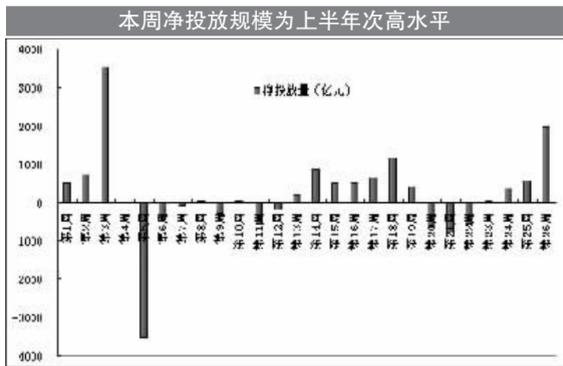
央行再施逆回购 本周净投放1970亿

□本报记者 王辉 上海报道

在本周二进行950亿元14天期逆回购以缓解近期资金面困局后,28日(本周四)央行再次在公开市场上进行了300亿元的14天期逆回购操作,同时操作利率从前一次的4.20%调低至4.15%。分析人士表示,本周以来连续两期的逆回购操作,表明央行稳定市场流动性的政策意图。在资金面中短期内仍面临季末考核、存准补缴、外汇占款增长低迷等负面因素考验的背景下,流动性改善仍有助于降准等非常规宽松手段的待力。

一周两度逆回购

人民银行28日公告,央行当日以利率招标方式开展了300亿元逆回购操作,期限14天,中标利率4.15%。在前次操作效果有限的



情况下,央行一周内进行第二次逆回购操作并不奇怪。而中标利率下行5个基点,则被市场解读为央行有意压低资金利率中枢,继续向市场传递宽松政策信号。

Wind统计数据 displays, 本周公开市场到期资金为720亿元,在两周

期逆回购操作后,泉州共实现逆回购操作并不奇怪。而中标利率下行5个基点,则被市场解读为央行有意压低资金利率中枢,继续向市场传递宽松政策信号。

就全月来看,6月央行在公开市场累计净投放资金2940亿元,而

而上个月央行则从公开市场上净回笼了440亿元资金,6月份相对5月的宽松操作取向较为明显。值得注意的是,由于本周两次逆回购操作均会在7月份到期,截至6月28日,7月公开市场可净投放资金只剩下260亿元。就目前来看,整个7月份市场几乎不能从公开市场上得到流动性补充。

等待宽松政策兑现

在本周公开市场连续两次逆回购操作后,市场资金利率下行的势头仍然不甚显著。数据显示,28日隔夜和7天期质押式回购加权平均利率分别为3.5666%和3.9832%,其中7天期回购利率小幅走低,但当日成交金额超过4000亿元的隔夜回购利率仍然较27日上扬6.56个基点。

上海一券商交易员表示,本周的两期14天期逆回购将在7月

10日和7月12日到期,虽然能够跨过7月5日的准备金常规补缴,但如果短期没有降准的话,央行势必还会进行较大规模的逆回购才能稳定市场资金面。

与此同时,尽管国家外汇管理局本周公布的数据显示5月商业银行结售汇出现51亿美元的顺差,但有来自市场一线交易员的消息称,6月份外汇占款将会出现负增长,这一对于基础货币总量产生负面影响的数据,可能会对中短期资金面带来很大压力。根据多位交易员的观点,短期内降准仍然是大概率事件,目前市场仍然在等待降准的兑现。

与此同时,申银万国等机构进一步指出,不能因为当前经济仍在下滑而否认前期政策效果。在外围不景气、内需增长乏力的背景下,预计7月份宽松力度以及原有政策的实施力度将进一步加大。

平抑流动性紧张仍需降准

■ 记者观察

□本报记者 张勤峰

暂停正回购、重启逆回购,央行本周通过公开市场全力“放水”。自周中起,货币市场利率逐渐企稳,随后出现高位回调的迹象。高频逆回购有效缓解了短期流动性的稀缺,待跨季季末效应减退亦有助于银行体系流动性向常态回归,但应注意到,7月份银行资金需求依然较大,新增流动性却十分有限,加上逆回购到期的紧缩效果,当局或需前瞻性采用准备金政策等长效工具,以推动银行体系流动性恢复合理适度水平。

本周四(28日),央行再次于公开市场开展了300亿元14天期逆回购操作,且将招标利率下调5个基点,以引导货币市场利率平稳回落。至此,本周央行开展逆回购共1250亿元,且全面暂停正回购操作。加上720亿元的正到期释放资金,本周将净投放1970亿元,为今年春节之后单周最大净投放规模。与此同

时,这也是6月以来的连续第四周净投放,近四周央行公开市场操作合计净投放达2910亿元。除了公开的通过调减直至暂停正回购、实施逆回购向市场投放资金外,市场还传言央行近两周开展了两轮定向逆回购操作,预计6月份央行综合资金释放量达到了下调一次存款准备金率的水平。

货币市场上,从周三(27日)开始大行融出意愿有所增强,资金供求偏紧的状况开始改观。截至28日,银行间质押式回购利率隔夜和7天品种均已较月内峰值回落35基点左右。央行短期高频率、大手笔逆回购渐显成效。据分析,近期资金面趋紧源于多因素叠加所致,但季末时点因素最为关键,直接体现为季末年中存贷比考核、流动性指标考核等因素致使大行融出资金意愿严重不足。跨季后随着特殊时点因素的消逝,银行间市场资金面应存在一个自我修复的过程。然而从目前看,这一过程将遭遇阻力,7

月尤其是上半月资金面依然面临多重压力。

首先,在经过6月末存贷款“冲时点”之后,7月初商业银行将面临补缴大量的法定准备金,以及月初存款大幅流失带来的存贷比压力。据统计,过去三年6月份平均新增存款约1.7万亿,照此计算,7月5日银行体系大约需要补缴3200亿元法定准备金。其次,即便考虑到存款重新流失到7月中下旬可带来一定量的法定准备金退款,但7月份又是财政存款高增月份,过去三年新增规模在3500亿到4000亿之间。尽管近几月随着财政支出加大,新增财政存款金额可能会有所下降,但预计也将接近3000亿元。再者,四大行将于7月中上旬集中分红派息,总体规模约2100亿元。最后,近期开展的逆回购(公开/定向)将于7月中上旬集中到期,届时将形成集中的资金回收效果。

7月份银行可获得的流动性

补充却十分有限。一方面,7月份公开市场到期资金只有1510亿元,远低于上半月月度平均水平。

另一方面,在市场对人民币汇率维持贬值预期的情况下,7月份新增外汇占款依旧不乐观。

综合来看,当前银行体系流动性失衡的状况在进入7月份之后很难得到有效改善。央行仍需适时增加流动性供应,促进货币市场利率向常态回归。进一步分析,尽管短期逆回购有助于缓解时点上的流动性不均衡,但若非连续滚动操作,不过是在填补眼下资金缺口的同时,又会为未来埋下新的隐患。另外,从近年央行货币政策操作实践来看,逆回购已基本退出常态使用的流动性管理工具行列。再者,面对7月中上旬银行集中的资金需求,逆回购因规模一般有限难以胜任。综合考虑,近期央行进一步下调法定准备金率的可能性较大,时点或在本月末,也可能在7月上旬。

美元: 在震荡中重心上移

□恒泰大通 关威

围绕QE3的争论在上周美联储宣布延长扭转操作后戛然而止,美元多头如释重负。之前由“美联储QE”与“欧债危机”共同主导汇市的局面似乎开始松动。这也意味着备受市场期待的第三轮量化宽松政策未能被美联储官员采纳。

在回答上述问题之前,我们有必要回顾上周召开的美联储6月议息会议。美联储在此次会议上宣布维持利率在0-0.25%不变,同时将目前施行的扭转操作延长至2012年年底。这也意味着备受市场期待的第三轮量化宽松政策未能被美联储官员采纳。

之后,美联储公布了对美国未来经济的预期,将2012年GDP增速预测大幅下调,且大幅上调2012年失业率预测。此外,美联储主席伯南克还表示,“如有必要将准备采取进一步举措促进经济增长,并支持就业市场,且仍有相当大的空间来采取进一步行动扶助经济,其中包括扩大资产负债表。”美联储由此向外界释放了两个信号:其一,美联储对于美国经济的看法较前期更加悲观;其二,美联储主席伯南克在QE3的问题上依然持开放态度,这与之前的表态并不一致。从表面来看,这意味着美联储未来仍可能借助QE3以对抗更为恶劣的经济环境,从而对美元形成了利空。

然而换个角度分析,我们可能得到不同的结论。尽管伯南克曾在讲话中强调一旦就业市场无法持续回暖,美联储将采取进一步的刺激政策。但美联储大幅调低经济预期和上调失业率预测表明,美联储在选择扭转操作而舍弃QE3时,已经对未来经济的严峻性有所认识。若依此逻辑推断,上述信息反而明确了美联储推出新一轮量化宽松政策的门槛依然很高。同时,即便根据美联储大幅下调后的2012年经济预期增速亦高于去年。因此综合来看,若无突发性事件爆发,美联储将不会轻易按下QE3的按钮。

但是我们同时认为,“QE3”的缺席并不意味着“QE3预期”随之消失。事实上,今年上半年限制美元汇率上涨的主因正是“QE3预期”,而非“QE3”。且在我们看来,下半年市场对于QE3讨论的热度不会因为本次扭转操作的推出而降温。首先,下半年美国以及全球经济整体出现下滑将会是大概率事件,将会点燃市场对于美联储推出新一轮量化宽松政策的呼声。其次,美联储内部对于是否出台QE3的态度存在分歧。最后,可以预料在两轮扭转操作后,美联储短期债券的持有量将会骤减,未来继续扭转操作的可能性不大。这也意味着美联储手中可用的货币政策选项将自动减少一项,由此加大了QE3(或冲销式QE)出世的机会。有鉴于此,美元单边上涨行情应不会在下半年轻易出现。

综合来看,我们认为美元指数中期不大可能脱离之前近四年的宽幅震荡的节奏。但短期美元重心或偏向上移。

7485亿 6月发债量环比增近两成

公司债发行量创历史单月新高

□本报记者 葛春晖

6月债券市场扩容节奏明显加快。数据显示,在政策性银行债、商业银行次级债和短期融资券放量的推动下,6月份各市场债券发行规模剔除央票,下同)达到7484.88亿元,较6月环比增加1222.93亿元,且为今年以来单月次高规模。

从大类品种看,6月利率产品发行量由上月的3494.1亿元

增至4105.80亿元。在国债发行量环比下降362.20亿至1351.9亿元、1220亿元。商业银行次级债、今年首期铁道债、重工转债也在5月零发行的基础上,各自贡献了502亿元、200亿元、80.50亿元的新增发行量。值得一提的是,当月公司债发行环比大增88%,创下该品种单月发行量的历史新高,显示管理层大力发展公司债市场的目标正在得到加速实现。特别是当月合计11.48亿元中小企业私募债券的面

增至4105.80亿元。在国债发行量环比下降362.20亿至1351.9亿元、1220亿元。商业银行次级债、今年首期铁道债、重工转债也在5月零发行的基础上,各自贡献了502亿元、200亿元、80.50亿元的新增发行量。值得一提的是,当月公司债发行环比大增88%,创下该品种单月发行量的历史新高,显示管理层大力发展公司债市场的目标正在得到加速实现。特别是当月合计11.48亿元中小企业私募债券的面

世,成为债券市场在解决中小企业融资难问题上的一大亮点。分析人士指出,尽管经济低迷可能会在一定程度上限制企业的融资需求,但在近期收益率不断下降的情况下,考虑到企业债和中票发行量。值得一提的是,当月公司债发行环比大增88%,创下该品种单月发行量的历史新高,显示管理层大力发展公司债市场的目标正在得到加速实现。特别是当月合计11.48亿元中小企业私募债券的面

理财成为商业银行业务转型助推器

□交易商协会 张骏超

日前,中国银行业协会发布了《2011年中国资产托管行业发展报告》。数据显示,截至2011年末,商业银行资产托管规模突破14万亿元,较上年增长49.27%,其中银行理财托管规模最大,达到3.89万亿元,超过保险资金、信托和基金。庞大的托管规模显示了银行理财业务近年来的快速发展,该业务在推动商业银行拓展业务模式、转变盈利方式、提高综合竞争力、提升资产管理水平方面发挥了重要作用,成为商业银行业务转型的助推器。

推动转变业务模式

20世纪70年代以来,高端客户资产管理需求日益旺盛,全球先进银行集团纷纷通过控股、专设资产管理机构等形式大力发展资产管理业务,逐步成为全球资产管理机构中竞争力最强、市场占比最高的资产管理机构。2008年全球前15位的大型资产管理机构中,商业银行或者银行集团控股、全资的资产管理机构占7个,资产管理规模占比48%。瑞士联合银行集团、巴克莱全球投资人、道富环球投资管理公司、摩根大通银行、德意志银行等主要依托雄厚的资产管理业务实力,实现了经营结构和盈利模式的

深刻转变,能够在危机蔓延的过程中保持较为稳定的现金流,显示了较强的抗危机能力。

从国际经验来看,资产管理业务已成为现代商业银行的核心业务之一,是推动传统商业银行经营转型的重要抓手。银行理财业务应该并且可以成为现代商业银行与存款、贷款、结算并驾齐驱的第四大核心业务。

推动转变盈利方式

随着利率市场化步伐的不断加快、金融脱媒的不断加剧,银行业改革红利正在加速消失,银行业利润高速增长将不可持续,银行业战略转型已势在必行,银行理财则成为提升商业银行“内生性增长”的有效手段,有利于加快商业银行转变盈利模式。

一方面,银行理财是银行提高中间收入占比的必然选择。在银行理财业务经营中,商业银行不承担信用风险和市场价格,却能够赚取稳定的管理费、销售费和托管费收入,是现代商业银行长期的、稳定的中间业务收入来源。目前,花旗银行、汇丰控股、摩根大通等世界主要商业银行银行理财业务收入占总收入的比例均达到了30%以上。另一方面,国内企业融资模式已经发生了深刻的变化,银

行通过信贷以外的融资工具为企业融资将成为常态,银行理财则成为各项融资工具的重要资金提供者。从银行理财参与中国债券市场的情况来看,银行理财近几年在债券市场投资比重不断攀升,2010年末银行理财投资债券余额超过1万亿元大关,2012年则有望突破2万亿元。银行理财业务也是金融市场发展、适应企业多元化的融资要求。

推动提高综合竞争力

伴随着金融市场的快速发展、居民理财需求的不断提高,商业银行无论在哪一方面,还是在传统信贷业务方面的竞争压力都在逐步加大。一方面,商业银行之间为争夺高端客户的核心业务、增强存贷款的竞争力,应当积极发展理财业务。实践证明,凡是理财产品销售好的商业银行其存款增长更加良好,存款结构进一步优化,同业占比持续提升。银行理财业务与存贷款一起发挥协同效应,增强银行存贷款的竞争力。与此同时,在私人银行业务方面,银行理财业务是竞争高端客户的核心业务,商业银行只有加速发展银行理财并尽快提高高端客户市场的覆盖率,才能有效占据高端客户市场。

另一方面,商业银行与其他

金融机构之间在资产管理业务领域也存在激烈的竞争。目前,国内基金公司管理的专户理财计划、证券公司的集合理财管理、信托公司的信托投资计划、保险公司的投资类保险产品等都是具有较强竞争力的理财工具,都在与银行理财竞争着高端优质客户。近期证监会审批发行的理财型基金更是成为黑马,单支理财基金发行额都超过200亿元。银行理财的发展对维护商业银行在金融市场中的地位,提升商业银行在金融市场中的竞争力至关重要。

推动提升资本管理水平

银监会6月8日颁布了《商业银行资本管理办法》并于明年起实施,对商业银行资本管理提出了更高的要求。从长期来看,信贷扩张和资本约束之间的矛盾将日益突出,商业银行将不得不选择一条资本消耗低、风险收益高的发展路径。银行理财业务在表外运作和核算,所形成的表外资产不计入银行风险资产,从而不占用银行资本,可以有效缓解新监管制度下商业银行愈发明显的资本金不足压力。大力发展不配置银行资本的银行理财业务成为银行机构适应监管要求、提升高端客户服务质量的重要选择。

国开行下周招标第二批“福娃债”

国家开发银行公告,该行定于7月3日招标发行2012年第二十八至三十二期金融债券。这也是国开行今年4月首次引入“按组滚动”的创新发行模式以来,第二批按此模式发行的金融债券。

根据公告,本次发行的五期债券在期限、品种、规模、发行节奏等方面与首批债券基本一致。五期债券分别为1年、3年、5年、7年和10年;均为固定利率,按年付息;每期债券发行量均为不超过60亿元,五期合计不超过300亿元;本次招标发行后,国开行将隔周对以上各期债券进行增发,一般以3个月为一个周期,每次每品种发行量视市场情况进行调整,每品种募集总量约300-400亿元。发行人对以上各期债券均保留增发权利。

6月人民币围绕6.32双向波动

2012年6月,在国际外汇市场上美元先跌后升的背景下,人民币对美元汇率中间价也呈现先升后贬走势,总体围绕6.32一线进行双向波动。

中国外汇交易中心公告显示,6月28日,银行间外汇市场上人民币对美元汇率中间价报6.3190,较上一交易日小幅走低17个基点。与5月末的6.3355相比,该中间价水平上升了165个基点或0.26%,较2011年底的6.3009则贬值181个基点或0.28%。从当月走势来看,人民币对美元汇率中间价先是自6月1日的当月最低点6.3308,震荡上行至6月20日的月内最高点6.3004,之后又逐渐回落至28日的6.3190。当月中间价的中心水平为6.3156,单日最大偏离值为152个基点。

即期汇率方面,6月28日人民币对美元即期汇率收于6.3575,月内最高摸至6.3523,最低触及6.3827。值得注意的是,当月人民币即期汇率始终运行于中间价之下,且相对于中间价的波幅较5月显著扩大,在6月21日前后一度逼近1%的波幅上限。NDF市场上,6月份美元/人民币1

招标方式上,第二十八、二十九、三十、三十二期债券均采用单一利率(荷兰式)招标方式,第三十一期债券采用多种利率(美国式)招标方式。以上各期债券均不设立基本承销额,债券承销费按认购债券面值计算,1年期无承销费,3年期为0.05%,5年期、7年期为0.10%,10年期为0.15%,各品种均无兑付手续费。时间安排方面,五期债券均于7月3日上午招标,缴款日、起息日为7月9日,除1年期品种上市日为7月11日外,其他债券上市日为7月13日。

国开行首批“按组滚动”发行债券为2012年第十八至三十二期金融债券,因五期同时发行而被戏称为“福娃债”。该批债券4月17日首次发行,经过4次隔周增发后,最终五期累计发行1506.4亿元。(葛春晖)

年期NDF报价始终徘徊于6.42左右,反映投资者预期1年后人民币贬值超过1.5%。

国际外汇市场上,受希腊二次大选的乐观预期推动,6月上旬欧元上演了一波反弹行情,美元指数则由月初83.51的高点一路下滑,且在6月18日创下81.16的本轮调整低点。然而在符合预期的希腊大选尘埃落定之后,西班牙银行业危机又成为投资者新的担忧焦点,避险情绪重新笼罩外汇市场。加之美联储宣布延长扭转操作使得QE3预期受到打压,市场上中期看多美元的观点日渐增多,美元指数18日短暂触及阶段低点后便展开新一轮升势,并成功重返82关口之上。

市场上人士表示,在人民币汇率总体接近均衡水平的条件下,6月人民币对美元汇率明显受到国际外汇市场上美元走势的影响。不过相对于其他新兴经济体货币表现而言,人民币走势依然坚挺。短期来看,在欧债风险未除、美元有望中期走强的背景下,人民币汇率将继续承压,但总体仍将延续双向波动、平稳运行的特征。(葛春晖)

■ 交易员札记

政策效果观察期

债市宜坚持高抛低吸

□中国邮政储蓄银行 刘晋

央行周四再次祭出300亿的14天逆回购,招标利率4.15%较周二略有下行,市场资金面也逐渐宽松,R007和R014均较周三有所下行。估计银行体系6月末冲存款的规模在1.5万亿上下,因此7月5日需补缴准备金3000亿左右。理论上来说,本周末降准的概率很大,赶在7月5日之前生效,这样14天公开市场逆回购到期时,市场也能免受冲击。当然央行也可能选择如春节前后一般,降准日期一拖再拖,但是合理性会遭到市场质疑。比如6月底之前没降准,就已可能对6月的信贷投放形成负面影响,与当前“稳增长”的政策基调有所背离。

周四现券市场延续着本周以来的反弹,此轮反弹的动力来自于三个方面:首先,央行逆回购稳定市场资金面,虽然回购利率有些偏高,但是考虑到半年末因素,市场也比较认可;其次,债券一级市场表现坚挺,尤其是周三的5年进出口债认购积极,追

加获得4.5倍认购;最后,经济下滑的报道不断见诸于媒体,A股也在本周形成破位下跌走势。不过目前债市收益率已逼近阻力位,比如10年期国债3.30%和5年金融债3.50%的阻力都较强,突破难度较大。

未来2-3个月是本轮经济刺激效果的观察期,尤其是在5月信贷放量以后宏观数据是否会现比较有力度的反弹,是市场关注的焦点,因此6月的工业增加值和二季度GDP增速数据最值得关注。相对而言,通胀数据很难超预期,尤其是出现趋势性的超预期。

总体而言,我们对经济中长期走势维持悲观观点,但是不排除三季度经济出现小幅反弹的可能,尤其6月份的信贷数据如果达到万亿,则会对债市形成一定压力。操作策略上,建议继续坚持预期摇摆型行情中的高抛低吸策略,即便未来牛市行情的发展能够超预期,高抛低吸策略的收益仍可能强于单边做多策略,理由是市场涨得越高,短线波动也会越大。

■ 新债定位 | New Bonds

12地方债02		预测中标利率[2.97%,3.18%]	
债券期限	5年	发行量	210亿
付息频率	按年付息	招标方式	荷兰式利率招标
起息日	7月2日	缴款日	7月4日
		招标日	6月29日
		上市日	7月6日

国海证券:本期债券手续费、缴款等因素影响约2.5bp。预计票面利率将接近二级市场,中标利率区间3.14%-3.18%。本期债券期限较好,收益率适中,建议资金充裕的机构积极参与投标;由于该期债券套利空间较少,交易机会不大,不建议交易型机构参与。

鄞州银行:综合来看,经济底部特征依然没有确立,经济面继续支撑着债市的行情。6月26日,剩余期限5年左右的的地方债报价在3.15%附近,建议本期地方债投标区间为3.04%-3.08%。

中金公司:从近期一级市场发行情况来看,银行类机构对中长期利率债的配置需求有所增强。地方政府债由于流动性较差,收益率一般相对于同期限国债要高,配置价值更为明显,预计银行类机构会比较积极认购本期债券。6月中旬发行的第一期地方政府债相对于同期限国债的流动性溢价大约20bp,预期本期流动性溢价可能与前一期接近。预计本期债券中标利率在2.97%-3.01%之间,需求较强的投资者可以在2.92%-3.01%之间分价位投标。(葛春晖整理)