

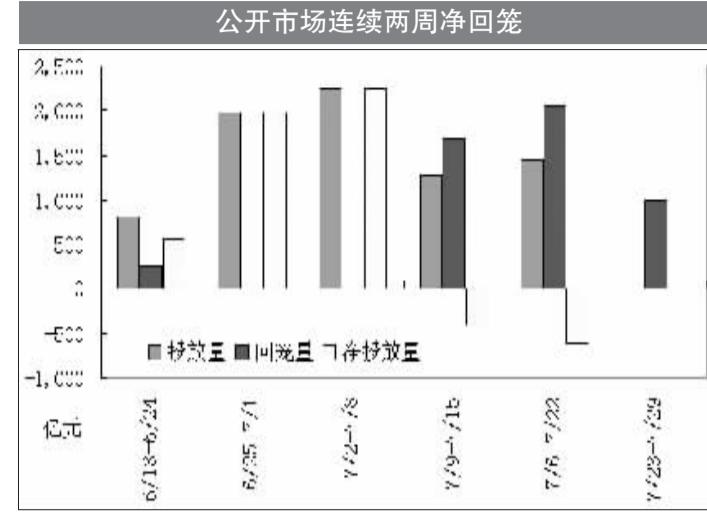
逆回购量增价涨 降准预期现分歧

■本报记者 王辉 上海报道

在公开市场逆回购操作本周二缩减至200亿元、市场预期正回购操作或将重启的背景下，周四（19日）央行意外再次进行了数量达800亿元的7天期逆回购，中标利率小幅上行至3.35%。分析人士表示，近期资金利率有所攀升，央行此举仍在于纾解资金面的偏紧状况。此次逆回购意外增量之后，市场对于央行降准的预期出现一定分歧。不过，分析人士普遍认为，不论降准是否在短期内兑现，后期市场资金面整体仍将保持基本平稳。

逆回购加码难阻资金面趋紧

17日，央行扩大公开市场7天期逆回购规模至800亿元，中标利率3.35%，较本周二的3.30%走高5个基点。统计数据显示，本周公开市场到期逆回购2050亿元，到期央票和正回购分



别为50亿元和400亿元，在周二、周四合计两期1000亿元的逆回购操作之后，本周公开市场仍然实现了600亿元的单周资金净回笼。上周央行公开市场操作实现净回笼400亿元。

值得注意的是，央行周三曾

再次向一级交易商同时就7天逆回购和91天正回购进行询量。而对于周四的正回购再次询而未发以及逆回购的量增价升，富滇银行分析师彭浩表示，尽管近期央行多次进行正、逆回购的同时询量，但最终还是根据交易商的整

体资金面状况决定是否重启正回购；逆回购规模的放大主要是为了对冲前期逆回购的集中到期，也是为了缓解目前资金面的偏紧状况；同时，由于各一级交易商通过逆回购拆借资金有一定的“中标”概念，因此当日逆回购利率走高可以理解。

从资金面来看，市场人士表示，7月财政存款上缴约3000亿元，前期冲时点的准备金退回却较有限，加上本周二央行逆回购规模较小，使得本周资金面出现偏紧状况。在19日800亿元逆回购操作结束之后，市场资金面趋紧的态势仍未见显著缓解，7天期质押式回购利率依然进一步升至3.5321%。

资金面有望保持整体稳定

在周四公开市场操作之后，市场对于央行降准预期产生显著分歧。有观点表示，逆回购明显放量或许表明央行不太愿意降准，

短期来看央行仍然没有太大的降准必要性。不过也有观点认为，央行一贯逆市预期操作，一旦市场对降准预期下降，央行降准或许将出现。

彭浩表示，考虑到7月份央行刚刚降息，目前还处于政策观察期，因此降准可能并没有那么迫切。

而一些分析机构依然坚持月内降准仍是大概率事件的判断。宏源证券认为，由于7天回购利率并未如愿回落至2%-2.5%的区间，如果不降准的话可能将在3%-3.5%区间徘徊，因此7月份有必要继续调降存款准备金率。

而对于市场资金面的前景，分析人士普遍认为，由于央行在近期的公开市场操作中极为明显地表现出操作的灵活性，因此未来市场资金面的整体稳定依然可以预期，即便降准短期内不兑现，近几个交易日市场资金面有所趋紧的状况也会逐步缓解。

当前偏紧的资金面得到缓解。上次国库现金招标是在6月19日，期限也是3个月期，招标金额为600亿元，中标利率3.23%。市场人士表示，由于目前资金利率较1个月前有所走高，预计本次3个月期国库现金定存中标利率也将有所上行。数据显示，截至7月19日，7天期质押式回购加权平均利率已经由6月19日的2.98%上升至3.53%，上涨幅度达到55个基点。（葛春晖）

财政部、央行24日招标 500亿元3个月国库现金定存

中央国库现金管理操作室7月24日公告称，财政部、中国人民银行定于7月24日上午进行2012年中央国库现金管理商业银行定期存款（七期）招投标。

本期国库现金定存操作量500亿元，期限3个月（91天），起息日为7月24日，到期日为2012年10月23日（遇节假日顺延）。据统计，7月份没有国库现金定存到期，因此本次操作将向银行体系注入增量流动性，从而在一定程度上使

时间安排上，发行日为2012年7月20日，缴款日和起息日为7月23日，7月24日起上市流通，2013年4月19日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。

本期超短融无担保，经中诚信国际信用评级有限责任公司评定，中化股份主体信用评级AAA，评级展望为稳定。中化股份表示，本期超短期融资券募集资金30亿元将用于补充公司下属能源板块子公司的流动资金，以保证生产经营活动的顺利进行。（张勤峰）

中化股份20日发行30亿超短融

公告显示，中国中化股份有限公司将于7月20日发行30亿元270天期超短期融资券。

本期债券是中化股份今年发行的第一只超短融，通过面向承销团成员簿记建档，集中配售方式在全国银行间债券市场发行。本期短融券按面值平价发行，采用固定利率方式，发行利率通过簿记建档程序确定。中信证券担任此次发行的联系主承销商和簿记管理人，工商银行为联席主承销商。

国开行

将招标200亿5年期浮息金融债

公告显示，国开行将于7月24日招标发行2012年第三十四期金融债券。

本期金融债券为5年期浮动利率债券，发行总量不超过200亿元。债券利率基准为中国人民银行规定的1年期定期存款利率，按年付息。债券缴款日和起息日为2012年7月26日，上市日为8月1日，兑付日为2017年7月26日。第一次结息日为2013年7月26日付

息基准为起息日所执行的一年期定期存款利率），以后每年的7月26日为结息日和利率调整日，如遇节假日，则支付日顺延。

本期债券固定面值，采用单一利差（荷兰式）招标方式，设立基本承销额。2012年7月24日上午10:00发标，10:00至11:00进行投标。债券承销费为认购债券面值的0.10%，无兑付手续费。（张勤峰）

外汇市场日报

风险情绪改善

澳元创一个多月新高

□东航国际金融公司 陈东海

7月19日隔夜，美联储主席伯南克讲话仍未明确提及QE3，市场受此影响较小。美联储发布的褐皮书认为，美国就业市场复苏步伐缓慢、经济扩张步伐温和、房地产市场有望逐渐复苏、大部分地区制造业都在扩张。受欧洲三大股指和美国三大股指上涨影响，非美风险货币走强。

19日，日本公布7月路透短观制造业景气判断指数为-2，而前值为-3，稍微改善，日经指数收盘轻微上涨0.79%，日本10年期和30年期国债收益率走低。

但是由于市场看多日元，美元兑日元走低至78.47，创1个月来的新低。

新西兰公布6月ANZ招聘广

告月率为1.4%，前值为3.3%。澳大利亚公布第二季度NAB商业信心指数为-2，前值为-1。数据有所下降，但是因为亚太市场股指普遍上涨，同时传言德国央行将调整外汇储备结构，在第三季度增加澳元的比重，澳元呈现强劲走势，最高达到1.0416，创1个多月来新高，并带动纽元走强。

19日西班牙国债拍卖需求疲软，导致10年期国债收益率升破1%。欧债形势仍然严峻，继续施压欧元。

由于最近美联储主席伯南克的几次讲话都没有提及QE3的可能性，所以美元暂时没有大的基本面压力，前景仍然可以看高。而欧元面临的债务形势难以得到彻底改善，因此宜逢高抛售。

流动性超预期宽松难再现

■本报记者 葛春晖

去年底以来的三次降准、两次降息，意味着我国货币政策进入新一轮的宽松周期。在“保增长”仍然任重道远的背景下，未来货币流动性保持适度宽松仍是大势所趋。但与次贷危机爆发后的那段时期相比，目前我国货币政策的经济背景、央行调控的基本面以及货币政策实施的侧重点和有效性都发生了显著变化，彼时曾经的流动性极度泛滥局面将难以再现。

次贷危机2008年全面爆发后，我国GDP单季同比增速由当年二季度末的10.7%急速降至第四季度末的6.6%。CPI同比增速由2008年6月的7.1%一路下滑至年末的1.2%，2009年更是出现长达9个月连续负值。面对经济、物价形势的急转直下，国务院迅速将经济工作首要任务由2008年初的“防通胀、防过热”调整为“保增长、促内需”，财政货币政策也由年初的“稳健的财政政策和从紧的货币政策”逐步调整至11月的“积极扩张的财政政策和适度宽松的货币政策”。经过2008年下半年的5次降息、4次降准，2009年新

且二季度GDP环比增速已经出现回升，“保增长”措施仍将有度，加之物价有望在年底之前开始反弹，出现CPI同比意义上的通缩的可能性较小，货币政策空间因此受限。

其次，去年11月以来，央行货币政策始终坚持以“稳健”为基调，适时适度进行预调微调，而且今年两次降准的时点均晚于市场预期，信贷增速也较为平缓，显示管理层对于宽松流动性的态度比较谨慎。究其原因，一方面可能是管理层认为目前经济增长符合目标区间，而且上半年政策微调下，新增贷款、M2增速均显著回升，因此不必急于加大宽松力度；另一方面，如果追究两、三年前炒作之风盛行、通胀快速反弹等问题的根源，货币超发难脱干系。考虑到前车之鉴以及货币政策的时滞效应，适当控制货币投放节奏可以避免把“预调微调”演变为“越调”。

第三，货币政策逐步从偏重数量型调控向更多运用价格型调控转变，对流动性的影响更多依赖市场化途径。从美国等发达国家经验来看，在成熟的利率市场化环境下，利率政策对于流动性的影响比

准备金政策更柔和。今年以来我国利率市场化改革取得较大进展，相应地，货币政策调控也显露出更倾向于使用公开市场中标利率、存贷款基准利率等价格型工具的迹象，而准备金率更多是用于对冲外汇占款负增或低增。

最后，货币政策更加有效，超调风险降低。从2003年开始，外生流动性过剩问题导致基础货币长期被动投放，货币调控的被动特征也使得政策效果很容易被放大。而2011年第四季度以来，随着国际收支趋于平稳、人民币单边升值预期发生逆转，基础货币被动投放格局终于被打破。在货币供给更加可控的背景下，货币政策对流动性的影响力得到强化，市场资金面出现超预期波动性可能随之降低。

总体来看，经济下行压力、物价逐月回落、外汇占款增长趋势性放缓背景下，下半年货币政策预调微调力度有望加大，进一步降息、降准依然可期。但考虑到央行调控的主动性增强，货币政策指挥棒更加有效，整体流动性将难以再现超预期宽松局面，银行间市场资金利率出现剧烈波动的可能性也较小。

中标利率3.93%

10年期农发债定位贴近市场

■本报记者 张勤峰

据交易员消息，农业发展银行19日招标发行的10年期固息金融债券中标利率落在3.93%，获1.63倍认购，显示机构对中长期债券配置需求保持相对稳定。

本期债券为农发行今年第

十三期金融债券，计划发行150亿元，可追加发行不超过50亿元。招标结果显示，本期农发债中标利率为3.93%，落在市场预期范围之内，且接近目前二级市场10年期非国开政策性金融债收益率水平（6.94%左右）。在认购方面，本期债券全

场认购倍数为1.63，50亿元追加额度全部追满，实际发行总额为200亿元。

近两周逆回购大量到期，而下调法定准备金率的预期迟迟未获兑现，资金面收紧导致投资者心态转向谨慎，二级市场收益率有小幅上升。不过，有

市场人士指出，虽然本周资金面略有收紧，但市场仍普遍预期年内央行会继续放松流动性以及降息，因此机构仍预计收益率有一定下行空间。在预期支撑下，加上目前收益率曲线仍较为陡峭，机构对中长期债券的需求保持稳定。

近年来，伴随着我国金融市场，尤其是直接融资市场的迅猛发展，我国“金融脱媒”的进程大大加快。这不仅有助于大大推进利率市场化，提升我国金融市场的深度和广度，也有利于促进我国实体经济的健康发展，提高居民收入水平，调整和优化收入分配结构。

“金融脱媒”即金融去中介化，是指资金的盈余者和资金短缺者不通过银行等金融中介而直接进行资金交易的现象。从国际金融业发展的趋势来看，“金融脱媒”现象的产生有三个方面的时代背景：第一，从居民角度看，在信贷管制、利率管制和外汇管制或者在高通胀环境下，居民为了获得更高回报的资产，倾向于在金融市场购买并持有收益相对较高的股票、债券、保险和基金等；第二，从企业角度看，随着金融市场发展，社会信用体系不断健全，为企业提供了更为便利的融资渠道，创造符合客户需要的高质量、高效率的新型理财产品，企业也

倾向于脱离银行等受到管制的金融中介机构，通过直接融资方式获取资金；第三，从金融机构看，为了顺应金融市场产品多元化，各金融机构不得不在传统的直接与间接融资基础上发展新的金融产品与服务以获取利润。总体来讲，金融市场直接融资的快速发展不断提高金融市场的广度与深度，推动了金融产品的多样化，满足了各市场主体多样化的金融需求，拓宽了其融资渠道，这必然导致银行在金融市场中的作用下降，推动金融脱媒。

而我国“金融脱媒”的影响也主要体现在三个方面：

第一，“金融脱媒”导致银行等金融机构的金融创新压力加大。这主要是因为，“金融脱媒”不可避免地会造成商业银行存款和贷款业务的流失，而存款的流失如果没有得到有效的控制及其他资金的补充，将可能产生流动性危机，并且会减少银行利差收入；

第二，商业银行必将不断拓展多种形式的融资渠道，进行金融产品创新，创造符合客户需要的高质量、高效率的新型理财产品，以

吸引客户资金，实现产品型负债。

第二，“金融脱媒”使得大企业能够顺利地通过资本市场进行融资，而对银行的融资需求减少，为了应对贷款业务的流失，商业银行可能会加大发展中小企业贷款的力度。同时，随着直接债务融资的发展、证券品种的日益增加以及证券市值的不断扩大，商业银行可能会发展证券抵押贷款业务，开发过桥贷款等其他融资服务，而金融机构加快金融创新步伐又将促进金融市场直接融资的快速发展。

第三，“金融脱媒”在促进利率市场化、打破利率管制的同时，也能在客观上增添居民的投资渠道，增加居民部门投资性收入来源，提高居民的收入水平，改善收入分配结构。

我国直接融资市场发展在促进“金融脱媒”进程的同时，也受到其反作用力，实现了一种良性循环。伴随着这种循环往复，我国商业银行的市场化程度将不断提升，利率市场化进程将不断加快，金融市场服务实体经济以及经济发展的作用也将不断增强。

国泰君安：资金利率出现再度趋紧迹象，或也对机构投资者需求形成制约。考虑到承兑费返还，对于5年和7年品种收益率影响分别在1.6bp和2.2bp左右，建议12月11日合理利率区间为3.55%-3.59%，12月12日合理利率区间为100.17元-100.35元；12月13日合理利率区间为3.82%-3.86%，投标价格区间为105.86元-106.11元。

中信证券：考虑到政策放松时点可能推后，预计近期债券市场将呈现震荡走势。预计12月14日合理利率区间为3.52%-3.55%，12月15日合理利率区间为3.8%-3.82%附近。

中银国际：目前市场上交易较为活跃的5年期和7年期非国开金融债收益率分别在3.55%附近和3.82%，考虑到资金面及市场需求情况，估计两期国债中标利率将与二级市场基本持平。对于12月10日合理利率区间为100.4286元-100.5596元（收益率3.50%-3.53%）投标，相对保守投资者（张勤峰整理）

■中国银行间市场交易商协会

姜智强 钟帅

近年来，伴随着我国金融市场，尤其是直接融资市场的迅猛发展，我国“金融脱媒”的进程大大加快。这不仅有助于大大推进利率市场化，提升我国金融市场的深度和广度，也有利于促进我国实体经济的健康发展，提高居民收入水平，调整和优化收入分配结构。从国际金融业发展的趋势来看，“金融脱媒”现象的产生有三个方面的时代背景：第一，从居民角度看，在信贷管制、利率管制和外汇管制或者在高通胀环境下，居民为了获得更高回报的资产，倾向于在金融市场购买并持有收益相对较高的股票、债券、保险和基金等；第二，从企业角度看，随着金融市场发展，社会信用体系不断健全，为企业提供了更为便利的融资渠道，创造符合客户需要的高质量、高效率的新型理财产品，企业也

处于发展初期，并且规模不大，

我们对于近期市场建议采取低吸策略，在经济低增长引发的降息周期过程中，小波段的长期期券抛盘可以有继补仓动作，但要保持流动性较好的品种和相对安全的仓位，以便随时应对预期的急速转变。而对于未来资金面我们并不悲观，持续的逆回购如果达不到市场所需，降准将势在必行，因此特别要关注处于陡峭边际的高票息高流动债。