

连续八周滚动实施逆回购操作

# 央行逆回购切准资金面平衡点

□本报记者 王辉 上海报道

14日,央行在公开市场进行了连续第八周的逆回购操作,银行间市场主流品种7天期回购利率继续稳定在3.35%一线。分析人士表示,连续的滚动逆回购操作,表现央行已经切准当前市场资金面的平衡点,伴随着逆回购操作的常规化,市场对于降准的预期已经发生显著弱化。不过,从央行维护资金面平稳的政策意图来看,如果未来出现突发因素导致资金利率大涨,央行依然掌握降准等非常规宽松手段的主动权。

## 续推500亿7天逆回购 资金面保持平稳

周二央行在公开市场进行了500亿元7天期逆回购操作,操作规模较上周持平,中标利率也继续持平在3.35%。WIND统计数据显 示,本周公开市场逆回购到期1000亿元,央票和正回购到期



350亿元。在14日500亿元的逆回购操作之后,如果周四央行进行超过150亿元的逆回购操作,则本周公开市场再次出现净投放。受央行继续向公开市场注入资金的影响,14日市场资金利

率保持较为平稳的状况。数据显示,周二银行间市场主流7天期质押式回购加权平均利率为3.3531%,较周一的3.3421%微涨1.1个基点,不过隔夜资金利率则出现了24.42个基点的明显

上涨,由周一的2.4466%升至2.6908%。有市场人士表示,持续的逆回购操作有些令市场审美疲劳,14日的资金面较13日还是略有一些偏紧。

## 逆回购效果显著 降准可能并未全部排除

伴随着逆回购的常规化以及降准预期迟迟未能兑现,特别是在7月份的经济数据发布后,市场对于数量宽松的货币政策预期也产生了一些新的思考。

国泰君安分析师胡达表示,当前的逆回购操作事实上恰好抓住了资金面的平衡点,比如,周二的市场资金面可能就差这500亿”,因此,央行持续进行逆回购对于流动性的积极影响比较显著。

而对于后续政策走向,胡达认为,虽然逆回购操作已经常规化,但降准的可能并没有全部排除。该市场人士称,从通

胀的角度看,当前玉米、大豆价格的上涨直接影响不大,构不成不降准的理由;从经济基本面的逻辑上来看,未来应该仍有一次降准。

兴业证券固定收益资深投资经理朱文杰则认为,市场降准预期不断落空的主要原因,可能还是在于银行对于资金的需求没有那么高。一方面,市场资金面始终没有出现紧张的状况,央行7天期逆回购利率仍稳定在3.35%,而银行间市场7天期回购利率也基本维持在3.30%到3.35%一线;另一方面,央行也不希望由降准传递出过于宽松的信号,引发可能出现的“人工通胀”。

朱文杰表示,虽然二季度和上半年资本流出压力较大,但考虑到当前市场利率并不高,目前央行在是否降准方面依然比较主动。如果未来某一天有突发因素造成资金利率大涨,那么央行着手下调存准率,可能就会更加理

# 发展债券市场 兼顾多重目标

□本报记者 张勤峰

■ 交易员札记

## 资金面延续紧张 债市收益率小幅走高

□长江证券固定收益总部 斯竹

周二,受紧张资金面影响,中期限利率品种成交相对较多,信用品种成交清淡,整体收益率有所上行。

央行周二进行了7天500亿元的逆回购操作,中标利率持平于上周的3.35%,由于当日到期逆回购量500亿元,资金面并未得到实际缓解,各期限资金均大幅增量。银行间质押式回购隔夜品种大涨25bp,除了21天品种下行8bp之外,其余各期限品种各有不同程度的上行。

一级市场方面,早盘招标增发的国开五福娃债,10个月12国开28增发中标利率为2.9978%,2.9年的12国开29增发中标利率为3.4990%,4.9年的12国开30增发中标利率为3.8378%,6.9年的12国开31和9.9年的12国开32增发中标利率分别为3.9993%和4.1287%。

从二级市场成交来看,国债方面,中期限品种上行约5bp,剩余不到3年的12附息国债07成交在2.69%附近,4.5年的12附息国债03成交在2.90%附近,10年期12附息国债04成交在3.29%附近;金融债方面,成交集中在中期限品种,收益率呈微幅上行,3年12国开29成交在3.52%附近,5年期12农发06、12进出07较前一交易日上行2bp成交在3.68%附近,7年期12农发11成交在3.91%附近;央票方面,整体收益率微幅上行。不到半年的券种11央票88成交在2.72%附近,上行约6bp,1年期10央票47上行约2bp成交在2.70%,2年期11央票32成交在2.75%附近。

信用债方面,受资金面影响,短融交投较为冷清,半年内的短融券成交相对较多,如AAA券种招商CP多笔成交在3.50%,半年附近AA+券种12中金岭南CP01成交在3.8%附近,此外,1年附近AA+券种12辽通CP01成交在4.04%;中票收益率有所上行,不到3年的AAA券种12武钢MTN2成交在4.2%附近,5年期AA+券种12三一MTN1上行约3bp成交在5.09%,AAA券种11华润MTN1成交在5.02%;企业债方面,不到7年的12中石油01成交在4.60%。

目前货币政策进一步宽松的预期有所加强,随着本周交易商协会的估值中枢大幅上行,未来收益率曲线或将愈加陡峭化。

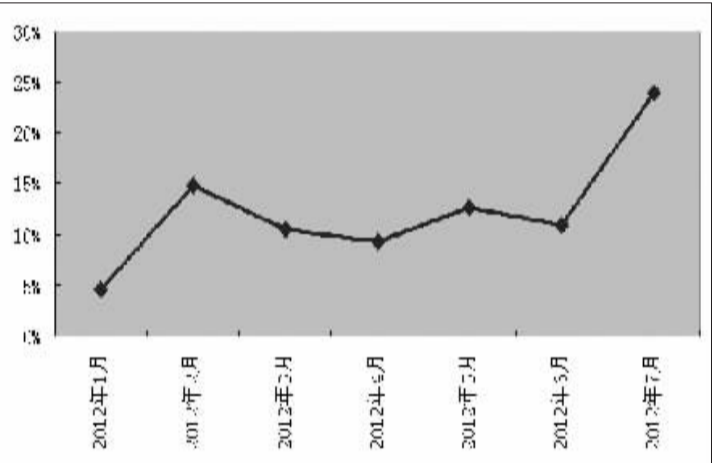
近期债市依然在脆弱资金面的左右下呈现窄幅震荡态势,二级市场收益率继续面临上行压力,其中,中低评级信用债的调整压力较大。

单纯的总量紧缩或宽松政策难以全面兼顾“稳增长、调结构、控物价”的综合目标。当前,保持经济平稳较快发展再次成为宏观调控的突出任务,一个必须要考虑的问题便是在满足“稳增长”合理资金需求的前提下,尽可能减弱对货币供应的不利影响,避免通胀压力卷土重来。

在坚持稳健货币政策的基础上,大力发展债券市场是一种可行选择。

一方面,债券市场正成为促进经济增长的重要力量。近年来,债券融资在社会融资中占比不断提升,今年“稳增长”被提到更重要的位置后,债券市场快速跟进,7月份企业债券融资占社会融资总量比例达到24%的高位。在当月银行信贷回落的情况下,推动社会融资规模同比实现较快增长。未来,债券市场服务实体经济的能力有望不断增强。第一,债券市场发展潜力巨大。与发达国家相比,目前我国债券市场总量较低,远未达到与经济规模相称的水平,还有巨大的潜力可以挖掘。第二,债券市场具有逆周期特征。银行信贷和股票融资具有典型的顺周期特点,经济形势差时,支持力度有限。反观债券市场尤其是银行间市场,以落实国家宏观调控和产业政策为准则,能够充分有效地将政府推动经济增长的意图贯彻其中,在现阶段经济调整时期逆势扩容的特征突出。第三,债券市场支持实体经济的领域更为广阔。当前信贷供求结构性矛盾比较突出,很大程度上源于银行“嫌贫爱富”的放贷策略。相比之下,债券市场对于一些符

企业债券融资在社会融资总额中的占比



合国家产业政策而传统融资渠道支持力度不足的行业,以及长期以来深受融资难困扰的中小微型企业,都提供了较大的融资支持。

另一方面,与银行信贷不同,债券融资在实现融资的同时,不会给货币供应与物价水平带来太大压力,有助于经济均衡健康发展。理论上讲,存款派生机制是商业银行的独有功能,债券融资创造出新的货币供应。以发行企业债券为例,假设企业发行的债券全部由非银行投资者购买,发行人因发债筹集资金所增加的银行存款将恰好等于非银行投资者因购买债券而减少的银行存款,此时在整个银行体系内并不形成增量货币供应。即使考虑到现实中,商业银行也投资部分公司信用类债券,但总体可以断言,同等规模的债券融资比银行贷款对货币供给的扩张作用要小,也即债券融资对M2影响程度不及银行贷款。同时,当前银行持有企业债

券的比例呈现下降趋势,企业债券发行对货币供应的影响在持续弱化。

除此以外,发展债券市场对于促进经济结构调整也有积极意义。经济结构调整是确保经济增长长期可持续性的关键,而推动产业结构升级则是“调结构”的重要内容。债券市场对产业政策的传导更灵敏,具有明显的“精确指导”功能。一方面,可通过产品和机制创新等手段,加大对符合产业发展方向行业的支持力度;另一方面,亦可通过市场化的资金价格水平,对扩张落后产能的不合理融资需求加以抑制。

综合而言,大力发展债券融资是实现“稳增长、调结构、控物价”更好结合的有力措施,或可走出一条既能最大限度满足经济增长合理资金需求,又能有效控制流动性扩张推高通胀压力,为经济结构调整创造稳定适中货币金融环境的新路子。

# 国开行“福娃债”定价贴近二级市场

一级市场短期难改平淡

□本报记者 张勤峰

周二,国家开发银行第二批“福娃债”第三次增发,拉开了本周利率产品发行的序幕。据银行交易员透露,由于央行逆回购操作缓解了短期资金压力,当日国开行增发的各期限债券参考收益率多持平或略低于二级市场,只有3年期品种略高于二级市场水平。但考虑到本周利率债供给较多,资金面并不十分宽松,一级市场或难改平淡格局。

国开行此次增发的是其第28

期至第32期国息金融债券,为该批债券第三次滚动发行。其中,增发第28期1年期债券不超过50亿元,第29期3年期、第20期5年期、第31期7年期各不超过60亿元,第32期10年期债券不超过70亿元。据前述交易员透露,此次1年期国开债中标利率为2.9978%,全场倍数2.4,边际倍数1.6;3年期中标利率3.4990%,全场倍数1.43,边际倍数67.5;5年期中标利率3.8378%,全场倍数1.85,边际倍数1.07;7年期中标利率3.9667%~4.0072%,加权利率

3.9993%,全场倍数2.33,边际倍数1.03;10年期中标利率4.1287%,全场倍数1.51,边际倍数1.03。该交易员表示,本批“福娃债”需求平稳,招标结果基本符合预期,利率水平多数接近或略低于二级市场,仅3年期品种略高于二级市场。中债收益率曲线显示,周一银行间市场1年、3年、5年、7年、10年期国开债收益率分别为3.0358%、3.4821%、3.8374%、4.026%和4.1315%。

市场人士指出,央行周二再次进行500亿元7天逆回购操作,

缓解了周初因新债缴款导致的资金收紧局面,因此投资者对短端1年期品种需求有所恢复,带动中标利率低于二级市场。同时,中长端品种受到不及预期的经济数据支撑,需求亦相对稳定。不过,从周内来看,除去本批“福娃债”,后续还分别有一期国债、口行债和地方债登场,利率产品供给相对集中,加上在政策面无显著催化作用下,利率债配置主力——商业银行面临资金成本约束,需求难以明显提升,发行市场预计将保持平淡局面。

# 进出口银行17日招标发行150亿7年金融债

□本报记者 张勤峰

本期债券为7年期固定利率附息债券,按年付息,发行金额150亿元,期限7年,票面利率通过中国进出口银行2012年全国银行间债券市场金融债券承销团竞标确定,中标方式为单一利率

(荷兰式)。发行手续费率为发行总额的0.1%,将于缴款日后五个工作日之内划至承销商指定账户。不设基本承销额度。本期债券所筹资金用于中国进出口银行信贷贷款。

日程安排方面,本期债券招标时间为2012年8月17日10:00至11:00,发行期限为8月17日至8月21日,8月21日缴款并开始计息,8月27日起上市流通,到期日为2019年8月21日。

■ 外汇市场日报

## 消息面清淡 风险货币震荡运行

□中信银行资金资本市场部 胡明

14日亚欧交易早盘,股市相对坚挺为风险货币提供了支撑,但市场缺乏重要消息推动,整体市场仍缺乏明显的交投方向。不过,欧系货币表现仍强于商品货币,日元持续走弱。

亚欧交易早盘,美元兑日元呈现出持续走高的态势,汇价从日内的低点78.30附近一度攀升至78.60的近日高点。一方面,前日大幅低于预期的日本第二季度GDP数据持续打压日元汇价;另一方面,略显鸽派的日本央行会议纪要也拖累着日元汇价。此外,近期市场情绪的相对稳定也导致避险资金对日元的追逐热情有所衰退。

日本央行公布的8月11日-12日会议纪要显示,一些央行官员认为,一旦欧洲债务危机造成实质性的重大风险,日本经济还有可能遭受来自多渠道的下行冲击。有三位日本央行官员表示应该准备好采取合适的行动,不排除任何选项。此外,纪要显示日本央行将核心通胀预期由0.3%下调至0.2%,日本财务省代表希望央行积极果断地采取行动实现1%的通胀目标。

总体来看,我们对日元中长期的走势依旧不看好。首先,日本经济增长已经开始大幅放缓,考虑到灾后重建工作的陆续完成以及全球经济低迷拖累出口持续,未来日本政府仍将继续下滑;其次,日本经济对于通胀目标实现的要求,预计未来日本央行仍将再次扩大量化宽松规模;

## 可转债延续弱于正股表现

8月14日,A股市场先抑后扬,转债市场维持弱势。沪深两市转债跌多涨少,总体表现弱于正股,偏债性个券上涨居多。

当日上证综指收于2132.53点,小涨6.45点或0.30,近七成个股红盘报收,18只有成交可转债所对应的正股10涨8跌。转债市场方面,成交个券7涨1平10跌,总体表现落后于正股。其中,川转债债、国投转债分别上涨0.57%、0.48%,位居涨幅前两位,日前宣布拟下调转股价的重工转债连续第二个交易日上涨,以0.40%位居涨幅第三位;燕京转债、国电转债、中鼎转债分别下跌0.66%、0.42%、0.27%,分列跌幅前三;大盘转债方面,石化、中行、工行转债分别下跌0.19%、0.12%、0.08%。

估值方面,从绝对收益率水平看,唐钢转债、新钢转债到期收

第三,税制改革导致的政府动荡以及长期的财政负担问题也将受到关注。

亚欧交易早盘,在股市保持坚挺以及德法两国第二季度GDP数据带动下,欧元兑美元汇价震荡上行,一度触及1.2390的高点。不过,随后欧元区二季度GDP数据还是对汇价造成打压。数据显示,欧元区二季度GDP环比下跌0.2%,同比下跌0.4%,这意味着欧元区经济基本陷入到再次衰退。不过,欧元区第一大经济体德国表现较好,实现环比增长0.3%,同比增长1%,法国也好于预期,实现环比零增长,同比增长0.3%。

目前来看,债务危机蔓延已经开始对欧元区核心国家的经济造成明显的影响,赤字削减与经济增长的恶性循环正不断深化,未来欧元区经济仍令人堪忧,欧洲央行仍需推出更为大胆的措施来解决欧洲债务危机和欧洲经济,欧元弱势仍未改变。不过,欧洲央行会议之后,欧元汇价先抑后扬,且始终未跌破低点,表明市场最终对欧洲央行投出了信任票,市场的情绪也进入到一个相对稳定状态,加上市场消息面清淡,欧元短期具备反弹能力。

总体而言,目前市场缺乏参与热情,这一方面受到消息面安静的影响,另一方面也可能是受到夏季自然规律影响。预计此种趋势可能会继续延续,市场将等待重要风险事件的出现。毫无疑问,最关键还是9月德国宪法法院对ESM合法性投票,在此之前市场不会出现趋势。

收益率分别达到4.38%、4.30%,博汇、中行、歌华转债到期收益率也超过3%。此外,周二转债市场平均转股溢价率为48.27%,虽然较月初有所回落,可仍处于一年来的高位区间。

中原证券分析师表示,转债市场未来供求矛盾比较突出,已经过会的3只品种总规模达到560亿元,占现有转债市场总规模的45%,新券发行预计可能对现券构成冲击,其中首当其冲的就是股性、债性均较弱的品种。因此,当前转债二级市场相对正股不具备优势,参与价值不大。下一阶段,建议投资者关注部分品种的交易性投资机会,工行转债转股溢价率降至1%以内可以替代正股持有。同时,建议密切关注新券发行进展,积极参与新券的低吸机会。(葛春晖)

## 中国铝业今发50亿元超短融

中国铝业公司14日公告,将于8月15日发行50亿元30天期超短期融资券。

据公告披露,本期债券为中国铝业今年发行的第二期超短期融资券,将采用簿记建档、集中配售的方式发行,采用固定利率方式,按面值发行。中国光大银行担任此次发行的主承销商和簿记管理人,中国民生银行为联席主承销商。

日程安排方面,8月15日为簿记建档日,8月16日为缴款日和起

息日,8月17日起上市流通。2012年9月15日(遇节假日顺延)到期一次性还本付息。

本期超短期融资券无担保,经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,企业主体长期信用等级为AAA。中国铝业表示,公司本次发行50亿元超短期融资券,将全部用于中铝公司总部置换金融机构融资,借以调整生产经营活动中所需流动资金的融资结构,降低融资成本,增加公司竞争力。(张勤峰)

■ 新债定位 | New Bonds

12附息国债14				预测中标利率[ 2.82%,2.98% ]	
债券期限	5年	招标数量	300亿(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	8月15日
缴款日	8月20日	上市日	8月22日	手续费率	0.10%

中银国际:6月底以来央行已经连续8周滚动进行逆回购操作,但由于逆回购注入流动性的方式成本较高,近日银行间7天回购利率维持在3.3%以上,偏高的操作利率制约市场利率下行,银行间资金面紧平衡的状态没有实质性改善。目前市场上交易较为活跃的5年左右国债到期收益率在2.85%附近;考虑到偏紧资金面及市场需求情况,预计本期国债最终中标利率将接近二级市场收益率水平。建议积极的投资者在2.82%-2.85%投标,相对保守的投资者在2.86%-2.89%投标。中信证券:预计近期利率产

品市场将呈现震荡态势。目前,5年期附息国债估值在2.95%附近。预计12附息国债14中标利率在2.93-2.95%附近。

国泰君安:7月经济数据低于预期,而目前我们跟踪的高频数据显示8月初上游需求依旧疲弱,经济回升时点或有延后,但通胀水平仍将维持低位,短期利率上行风险也将弱化,预计利率债经历前期调整后再度维稳。对于一级市场而言,资金利率维持高位仍将抑制机构配置需求,中标利率或仍接近二级市场水平。建议12附息国债14的投标利率区间在2.94%-2.98%。(张勤峰整理)