

逆回购增量 资金面延续紧平衡

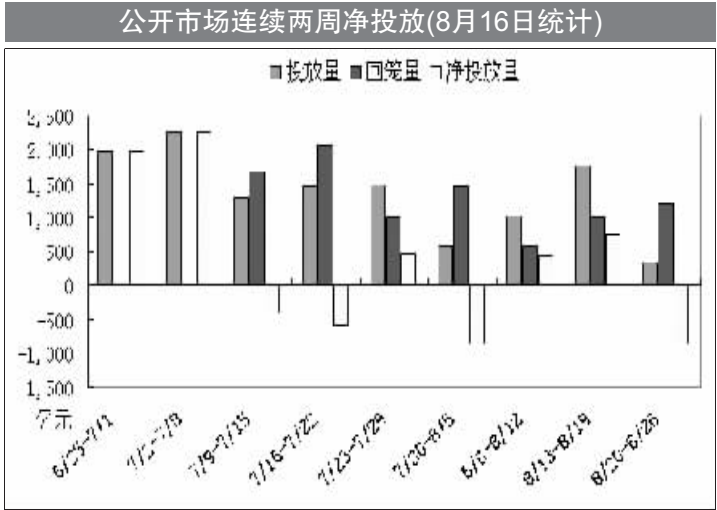
□本报记者 葛春晖

本周，央行逆回购规模由上周的1000亿元增至1400亿元，公开市场净投放规模也由上周的440亿元增加到750亿元。不过，周四银行间市场资金面仍较为紧张，多数回购利率出现上涨。市场人士表示，受新债发行、财政存款增长、新增外汇占款低迷等因素影响，8月份后期资金面仍将继续承压，但考虑到央行手握充足有效的流动性放松手段，资金利率不至于出现大幅波动，市场资金面总体有望延续紧平衡格局。

14天逆回购时隔五周重启 公开市场连续两周净投放

央行公告显示，人民银行于本周四（8月16日）以利率招标方式开展了7天和14天逆回购操作。其中，7天逆回购交易量700亿元，中标利率持平于3.35%；时隔五周重启的14天逆回购操作交易量200亿元，中标利率由7月5日上期操作的4.0%降至3.60%。而周三再次询量的91天正回购依然尚未发出。

从操作规模来看，加上周二的500亿元7天逆回购，本周央行



合计进行了1400亿元逆回购操作，较上周的1000亿元增加四成。另据万得资讯统计，本周公开市场到期央票、正回购合计350亿元，到期逆回购1000亿元，如无其他操作，本周公开市场可实现750亿元资金净投放，较上周的440亿元亦有显著上升。另外，下周公开市场由于逆回购到期规模达到1200亿元，扣除330亿元的央票和正回购到期，将面临870亿元的被动净回笼。

从中标利率情况来看，虽然

14天逆回购中标利率较上期下降了40个基点，但同期市场资金利率亦有相似幅度的下行，加之7天利率继续持平，因此央行引导资金利率下行的信号并不突出。

对于本次央行重启14天期逆回购，市场人士表示，主要还是为了延长资金的滚动期限，以应对流动性持续趋紧的压力。不过，虽然央行投放力度有所放大，但周四银行间市场资金面表现仍然偏紧。

当日质押式回购利率除隔夜品种外全线上涨，其中，隔夜回购

加权平均利率小幅下跌约3BP至3.11%，7天回购利率上行12BP至3.55%，14天回购利率大涨45BP至4.09%，21天及以上品种也分别有10-20BP的涨幅。

流动性放松仍有余力 资金面难见大幅波动

最近两个交易日，银行间市场资金利率出现显著上行，其背后的推升因素可谓众多。首先，15日是例行准备金缴款日，对商业银行资金影响较大；其次，新债发行密集，本周仅国债、地方债、政策性银行债等利率产品的发行规模就有近千亿；第三，财政存款季节性增加，近期企业缴税压力较大；第四，数据显示7月外汇占款出现38亿元的小幅下降，而8月以来尽管人民币贬值预期有所回落，但外汇占款仍难以带来显著的流动性供给。另外，周三央行进行14天逆回购询量并于周四正式重启发行，使得上周经济数据公布后一度升温的降准预期受到打压，进而滋生出的流动性悲观预期也限制了机构的融出意愿。

不过，市场人士表示，目前的资金利率水平虽然已经达到8月以来的高位，但并未显著偏离

央行目标区间，特别是与7月份的高点相比仍有一段距离。值得借鉴的是，7月初隔夜、7天、14天回购利率最高曾分别摸至3.62%、4.17%、4.62%，比本周四分别高出51BP、62BP、53BP，而7月份央行通过开展滚动逆回购操作，最终成功引导资金利率下行，其中，7天期质押式回购利率稳定在3.10%-3.60%区间，基本围绕3.35%的公开市场逆回购利率运行。

就后续资金面而言，债券供给、财政存款增长、新增外汇占款低迷、逆回购到期等因素还将延续，加之月末因素日益临近，市场资金面难免继续承压。但分析人士表示，考虑到央行手握充足有效的流动性放松手段，对资金面前景也不必过于悲观。一方面，7月份单周逆回购最高曾达1880亿元，央行再次扩大逆回购规模依然可期；另一方面，虽然管理层在降准节奏的把握上显得较为谨慎，但央行毕竟利器在握，一旦出现逆回购等常规措施不足以保证资金面稳定的情况，再次降准就会不期而至。总体来看，未来资金利率不至于出现大幅波动，资金面紧平衡格局也有望延续。

人民币中间价再创新低逼近6.35

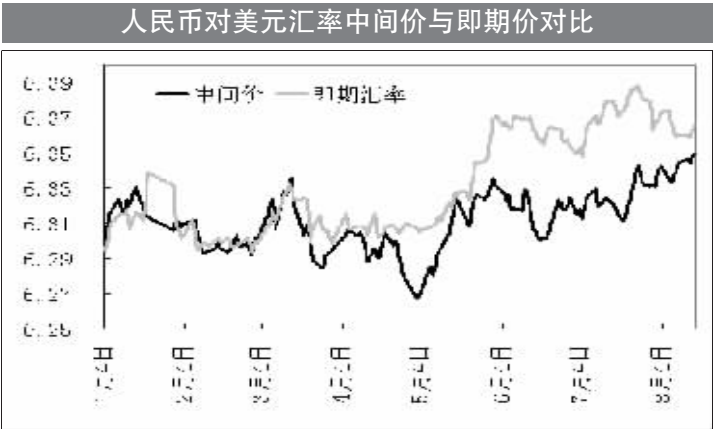
□本报记者 张勤峰

16日，银行间外汇市场人民币对美元中间价小步下滑13个基点至6.3495，再探去年12月1日以来的八个多月新低。近四个交易日，人民币中间价三创阶段新低。市场人士预计，短期内人民币轻度贬值倾向暂难扭转。

连日来，美国经济数据多好于预期，推动国际汇市美元小步微升。此前14日公布的数据显示，美国7月份零售销售数据出现近4个月以来的首次增长。15日美联储进一步宣布，美国7月工业产出月率上升0.6%，高于此前经济学家的平均预期0.5%），同时全美房地产建筑商协会报告称，8月NAHB房产市场指

数攀升至37，创下2007年2月以来新高。鉴于近期经济数据屡超预期，一些市场机构认为美国经济在第二季度出现的放缓势头可能是暂时的，这降低了市场对于9月份美联储推出宽松政策的预期。受此推动，15日纽约交易时段美元继续走强，美元指数收盘上涨至82.67位置。美元稳步盘升成为短期内人民币中间价小幅走贬的诱因之一。

国内即期交易方面，受中间价带动，16日人民币对美元询价交易低开25基点在6.3650位置，盘中维持低位震荡态势，收盘报6.3658，较前日收盘价下跌33基点。尽管如此，人民币即期汇价距离前期低点6.3967仍有逾300基点的距离。当日，人民币即期汇价与



中间价价差为163基点。

市场人士表示，美国经济改善的迹象与欧元区多数经济体经济仍然疲弱形成对比，加上欧债

危机问题仍未有效解决，欧元人气明显不足，美元近期可能会进一步走强。这一背景下，短期内人民币难以扭转轻度贬值趋势。

短期回调无碍大局

信用债收益率下行中期可待

□中信建投 黄文涛

近期信用债收益率出现了一定幅度的回调，一系列短期负面因素叠加在一起，与市场情绪产生了共振，造成了债市收益率的反复纠结。

首先，从经济基本面因素来看，虽然房地产开发投资增速回落，但是固定资产投资增速特别是基建投资的回暖显示稳增长政策初见成效。PMI虽然在7月创出新高，但是回落幅度低于预期，原材料库存继续反弹，产出库存有显著下降，显示经济有触底回升的迹象。通胀在连续下探后，受美国干旱和中国暴雨影响，有望告别全年低点。企业盈利状况也在逐渐恶化，造成银行不良贷款余额的回升，预示着企业信用风险有所上升。

其次，从供给需求的角度看，需求方面，货币政策低于预期，央行逆回购操作的常态化，使得准备金率持续高企，资金供给持续得不到改善。供给方面，地方政府债和城投债发行上升较快，导致市场预期供给放量。

最后，由于上半年获利盘丰厚，部分无业绩排名压力的机构确有锁定利润的动力，机构的去杠杆行为会给市场带来持续的抛压。

不过，短期负面因素的影响无碍中长期的收益率下行，当前收益率的反弹只是政策和预期反复时的市场短期修整，而非拐点出现，信用债在充分调整后明年仍有机会。

从基本面因素看，债券市场在中长期内仍然值得憧憬。全球经济衰退的背景难以改善，地缘政治引起的油价上行和天气现象形成的农产品价格上涨在疲弱的需求面前难以掀起波澜。通胀虽然不具备继续下行的动力，但是输入性通胀造成的压力同样不足，以促使CPI迅速回升，目前通胀趋势性下行使得逆周期的货币政策放松值得期待。

从稳增长的角度看，虽然1-7月投资需求并不太强，但是投资作为中间需求，如果终端需求不能同向扩张的话，那么投资扩张的结果只是导致更严重的产能过剩。制造业已处于产能过剩的阶段，投资增速仍高达24.9%，这表

明去产能的过程还是任重道远。而且投资的可持续性也值得怀疑。7月新增人民币贷款只有5401亿元，企业新增短期贷款和中长期贷款都大幅分别减少3213亿元和710亿元，中长期信贷不振暗示政策维稳对经济的支撑力度有限。如果没有信贷的支撑，投资的反弹也只能是昙花一现。虽然7月份债券融资规模的迅速扩张，但是就中长期信用债的规模而言，7月份相比6月反而下降了1684亿，不足以抵消中长期贷款不足千亿的影响，需求端低迷的事实难以掩盖。另外，在出口方面，7月份出口仅增长1%，大幅低于市场预期，显示5-6月出口增长上双位数并不是趋势性因素作用的结果。外需不振将成为常态，短期欧洲经济未见转机，美国复苏减速仍将持续，日本复苏过程难见惊喜，全球经济弱势复苏的格局难以改变，笼罩全球的经济衰退阴霾一时仍难以消散。在这样的背景下，全年外贸增速达到10%的目标颇有难度。

就短期而言，债券市场进入纠结的阶段。一方面，在货币放松

速度不及预期的同时，松绑后的城投债、铁道债发行量却持续攀升，金融债三季度发行量仍有一定的冲击性，供给压力过大考验市场承接能力。另一方面，经济存在较大的下行风险，宏观数据并未提供太多支撑，经济筑底前路漫漫。由于资金面处在相对的紧平衡状态，在资金面得到实质性的改善前，短期内债券市场可能仍陷入调整阶段。

但是，我们认为债券市场在中期有望走出泥潭，仍然值得乐观。随着信用风险回归理性，明年可能是利率品种和高评级债券的盛宴。

短期策略上，目前不必急于去杠杆，因为收益率不会直线上升，货币政策放松并不会带来转机。鉴于外汇占款低迷与财政存款季节性回升等因素的存在，降低准备金仍然非常有必要。而从历史下调准备金时间点来看，下半年下调次数远远高于上半年。结合外贸和信贷的不达预期，我们相信降准会在下半年发生，短期内是调仓的机会，建议增持高评级信用债和资质良好的低评级品种。

总体来看，集中仓位搏短端未尝不是好的策略。超调的收益率加上高票息的回报，可以覆盖当前资金成本的压力，而一旦降准，短端的断崖式必然显现。另外，最近公布的经济数据显示去库存化尚未结束，订单的需求上升也没有确定性迹象，经济面复苏的苗头仍不确定，若长端收益率调整过度后在一个平台维稳，则可以少量加仓等待降准时机。

国家开发银行 21日发行200亿保底定存浮息债

国开行16日公告称，定于8月21日招标发行其2012年第三十七期金融债券。

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1年期定期存款利率，按年付息。债券缴款日、起息日为8月27日，上市日为8月21日，兑付日为2017年8月21日。第一次结息日为2013年8月27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8月27日为结息日和利率调整日，如遇节假日，则支付日顺延。发行资料通知约定，若本期债券当期付息利率调整后低于3.75%，则按照3.75%执行，相对于提供了保底收益率。

本期债券固定面值，采用单一利差（荷兰式）招标方式，8月21日上午进行投标，8月22日-8月27日为分销期。本期债券设立基本承销额，债券承销费为认购债券面值的0.10%，无兑付手续费。（张勤峰）

上海市23日招标发行89亿地方债 今年试点省市自行发债序幕拉开

上海市财政局日前公告，将于8月23日招标发行上海市2012年第一期和第二期政府债券，今年试点省市自行发行地方政府债券的序幕由此拉开。

此次发行的89亿元上海市政府债券包括5年期和7年期两种固定利率附息债券，计划发行面值总额各为44.5亿元。时间安排方面，8月23日招标，8月24日开始发行并计息，8月28日结束发行。招标将采用单一价格荷兰式招标方式，标的为利率，全场最高中标利率为该期债券的票面利率。两期债券的投标标位区间为招标日前1至5

个工作日（含第1和第5个工作日）中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，相应期限的国债收益率算数平均值上下各浮动15%（四舍五入计算到0.01%）。此次发行手续费为承销面值的千分之一。

两期债券均按年付息，每年8月24日（节假日顺延）支付利息。债券发行手续费由上海市财政局支付，之后的还本付息等事宜仍由财政部代为办理。此次债券发行的主承销商为国家开发银行、交通银行和上海浦发银行。（张勤峰）

■ 新债定位 | New Bonds

12进出12			预测中标利率【3.92%,3.96%】		
债券期限	7年	招标数量	150亿元	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	荷兰式	招标日	8月17日
缴款日	8月21日	上市日	8月27日	手续费率	0.10%

中银国际：目前市场上交易较为活跃的7年左右非国开金融债市场收益率在3.93%附近，考虑到资金面及市场需求情况，预计本期债券中标利率将接近二级市场水平。建议积极的投资者可能在3.89%-3.93%投标，相对保守的投资者在3.93%-3.96%投标。

中信证券：近期银行间市场7年左右非国开金融债估值在3.92%附近。综合来看，预计近期利率产品市场将呈现震荡态势。预计12进出12中标利率将在

3.92%-3.95%附近。

中金公司：虽然整体需求均不强，但预计政策性银行债的需求略好于国债。加上进出口债的发行不多，预计机构对本期债券的需求相对稳定，招标利率可能接近或者略高于二级市场水平。预计本期债券中标利率在3.92%-3.96%之间，考虑手续费返还的影响，实际收益率还会提高约2bp。需求较强的投资者可以在利率产品市场将呈现震荡态势。（张勤峰 整理）

堵疏结合 规范票据市场发展

□中国银行间市场交易商协会 胥宗乾

实性而产生风险，不利于正常的经济贸易进行。

诚然，民间票据市场的不规范行为已经扰乱了国家金融秩序，也使政府和监管部门对金融形势造成误判，不利于金融市场的长远稳定健康发展，进一步的规范十分有必要。但是我们也不能忽视企业尤其是中小企业的实际贸易资金需求，因此需要堵疏结合，不搞一刀切似的简单化处理。

一方面，对于不规范的票据业务操作要给予坚决的打击。自去年以来，监管部门受理的票据案件不断增加，假票诈骗、变造票诈骗、恶意公示催告、贴现交易诈骗、光票伪造等不规范行为时有发生。例如，在前期银根收紧的背景下出现的所谓票据中介公司，非法从事没有真实贸易的融资性票据流转业务，以骗取银行贴现资金。这无疑扩大了银行信用风险，同时也使银行存贷规模被放大，影响政府金融调控对金融形势的判断，不利于宏观调控手段的实施，应当予以规范和制止。

另一方面，需要扩大票据市场的种类，拓宽投资者的范围，将民间票据市场的贴现需求引入规范市场。在国外成熟的票据市场上，除了银行业金融机构外，还有货币市场基金、非银行机构、养老基金、财政机构以及保险公司等。同时，各种类型的票据产品以及基于承兑票据的金融衍生品品种丰富，这些都极大地满足了企业的刚性贴现需求。而我国的票据市场以商业银行为主体，并且一般只有大中型企业才能够进入票据二级市场，这使大量机构投资者游离于票据市场之外，市场主体行为趋同，同时已进入的机构也利用自身优势为票据承兑设定很高的承兑门槛，在客观上设置了障碍，导致正规市场不能够很好地满足