

逆回购增量 资金面延续紧平衡

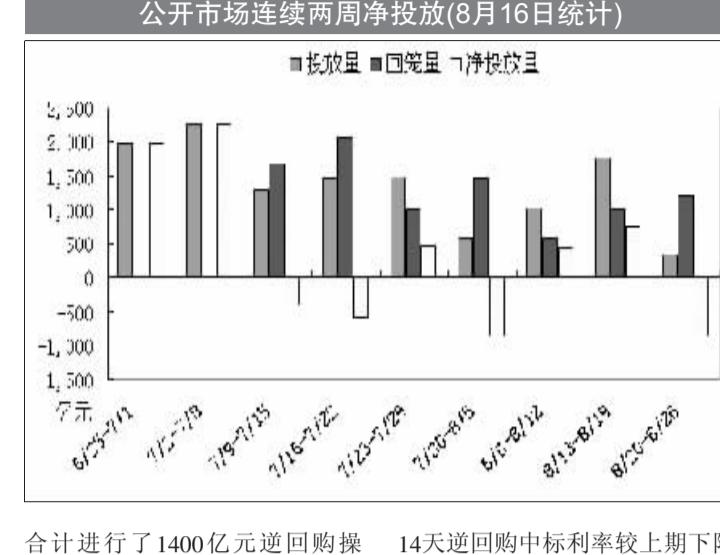
□本报记者 葛春晖

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的流动性宽松手段,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天正回购依然询而未发。

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。

流动性宽松仍有余力 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,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月份央行通过持续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的流动性宽松手段,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下,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。

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,若本期金融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,债券承揽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,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3.87%-3.96%之间分价位投标。(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

实用性而产生风险,不利于正常的经济贸易进行。

诚然,民间票据市场的规范化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国际贸易资金需求,因此需要堵疏结合,不搞一刀切似的简单化处理。

数据显示,2012年上半年银行承兑汇票总额已达到8.8万亿元,同比增长15.8%;累计贴现金额达到14.1万亿元,同比增长6.8%;未到期商业汇票余额8.1万亿元,占同期非金融企业贷款余额比重达到18.1%;2012年上半年新增银行承兑汇票0.6万亿元,在同期社会融资规模中占比7.8%,银行承兑汇票以其银行信用正发挥着类货币的作用,并有逐步取代短期贷款的趋势。然而,火热的票据市场的另一面是风险案件的接连爆发。近期杭州、昆明、厦门等地公安接连破获票据案件,其中杭州非法票据涉案金额高达900亿元,这些案件的接连发生也使得票据市场的不法操作浮出水面。

在我国的票据市场上,处于票据业务上游端的银行承兑汇票持续高速增长,但在实体经济中因支付方式的不同,许多企业需要将承兑汇票向银行机构办理贴现后以货币资金的方式对外支付,在正规金融贴现受存贷比考核以及信贷规模所限无法满足企业贴现需求的情况下,这些票据就游离于银行票据市场流向信托票据理财或民间融资市场。在信托票据理财被监管部门叫停后,此消彼长,被挤出的票据被民间融资市场所承接。民间票据融资市场以小额贷款公司、典当行、投资咨询公司、担保公司、地下钱庄、资产管理公司、私募基金等金融机构组成,并且缺乏正规化的验票、查询、审核、背书、交接、保管等操作制度,票据中介盛行其中,并因此产生了大量的不正规操作。空白背书转让和恶意公示催告行为的盛行,加剧了票据案件的复杂性,往往使善意持票人的权益受到损失;伴随着空白背书转让行为的“包装票”也使贴现银行因无法辨别其贸易背景的真

假,导致正规市场不能很好地满足企业尤其是中小企业的票据贴现需求。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一二级市场,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,导致正规市场不能很好地满足企业尤其是中小企业的票据贴现需求。

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、非营利机构、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一二级市场,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,导致正规市场不能很好地满足企业尤其是中小企业的票据贴现需求。因此,需要继续推进相关方面改革,引入不同类型的机构投资者,同时注重票据市场的创新,满足多种企业的个性化贸易融资需求,化解民间票据市场困局。

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

最后,由于上半年获利丰厚,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为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持续增长,基建投资的回暖显示稳增长政策初见成效。PMI虽然在7月创出新低,但是回落幅度低于预期,原材

料库存继续反弹,产品库存显著下降,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,虽然货币政策低于预期,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。

就短期而言,债券市场进入纠结的阶段。一方面,在货币放

量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月份下降6.184%而下降了1684亿元,不足以抵消中长期贷款不足千亿元的影响,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。

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,货币政策放松将会带来转机。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,下半月下调次数远高于上半月。结合外贸和信贷的不达预期,我们相信降准会在下半月发生,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,