

# 逆回购询而未发 防通胀未雨绸缪

资金利率继续上行但步伐放缓 跨月后有望回落

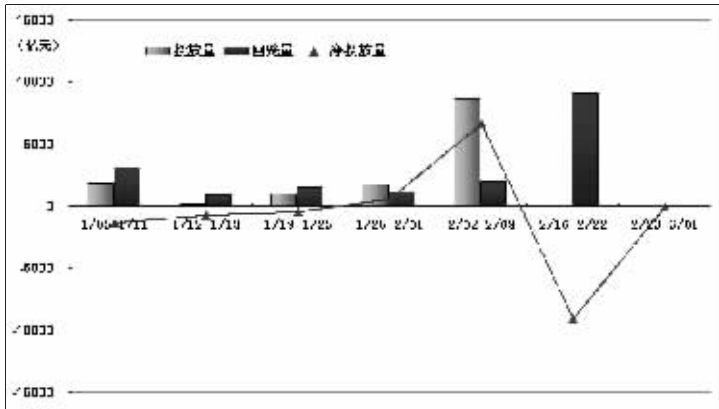
□本报记者 张勤峰

周四，央行暂停了正回购操作，逆回购则询而未发，节后连续两周净回笼资金。当日货币市场利率延续上行，全线突破4%关口，但上涨步伐明显放缓。市场人士表示，央行重启正回购意在示警流动性过松，是对宽松流动性导致房价反弹、通胀预期上升的未雨绸缪，在月末这一时点上也有助于遏制银行过度放贷的冲动。预计跨月后，资金面有望得到缓解，总体稳定、相对宽松格局不会发生根本改变。

## 节后逆回购暂停 2月份净回笼2530亿元

周四，央行在公开市场没有开展任何操作。对于习惯了逆回购常态化的市场参与者而言，春节后央行公开市场操作颇有些“新年新气象”的意味。上周，央行未开展逆回购，且重启了暂停逾8个月的正回购操作，给先前市场颇为乐观的流动性预期泼了一盆冷水。本周初，在资金利率反向上的背景下，央行在周二再次开展了50亿元的正回购操作，市场不得不接受流动性已经宽松到头的现实。预期修正叠加月末因素的袭扰，导致资金市场出现了年初以来罕见的紧张局面。当货币市场变得资金难觅的时候，央行在周三恢复逆回

节后央行公开市场操作连续两周净回笼

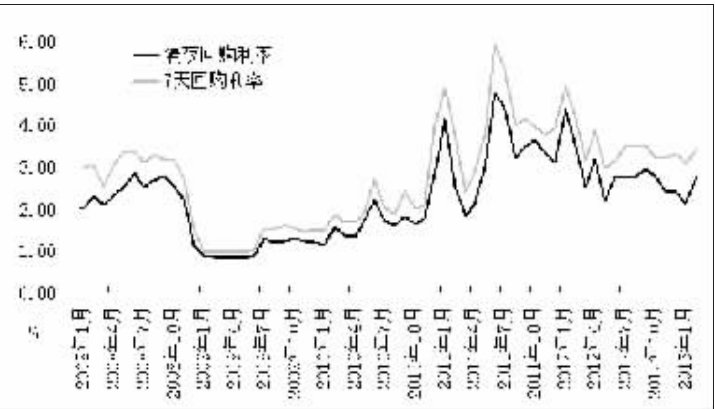


购询量，令紧张的市场情绪得到稍微的安抚。然而，周四央行虽暂停了正回购，逆回购却也询而未发，再一次让市场感到意外。据统计，本周没有正、逆回购到期，也无央票到期，央行只在周二开展了一期正回购交易，若无其他操作，全周将净回笼资金50亿元，为春节后连续第二周净回笼。上一周，央行公开市场净回笼达到创纪录的9100亿元。整个2月份，央行公开市场操作共计净回笼资金2530亿元，为连续第二个月净回笼。2013年前两月，公开市场共计净回笼5530亿元。市场人士分析，春节过后，央行重启正回购、连续净回笼，除了回收节前主动投放货币的因素外，还是对前期流动性过于宽松的示警，背后可能反映出货币当

局对于流动性过松导致房价反弹、通胀预期上升的未雨绸缪。从银行体系的角度来看，节后备付金释放和现金回流银行体系，以及外汇占款的恢复增长，使得原本就十分充裕的银行体系流动性有进一步走向泛滥的可能；从更宏观层面来看，1月份社会融资总量、新增信贷超额增长，以及CPI增速连续两个月超预期，使得流动性推升通胀的担忧再度浮现，目前多数机构预测2月份CPI同比涨幅将突破3%。

该市场人士指出，央行重启正回购，相当于宣告了流动性宽松程度的上限，是对市场过于乐观的流动性预期的矫正，以借此表达对通胀的关切。与此同时，在月底这样的时点继续净回笼资金，也有助于遏制银行过度放贷

货币市场利率月度均值走势



的冲动。

## 资金利率全线突破4% 涨势放缓 跨月后有望回落

逆回购询而未发令市场失望，周四资金利率在早盘小幅回落后再重新走高，银行间质押式回购利率全线突破4%关口，但上涨步伐放缓。收盘时，隔夜回购加权利率报4.06%，较前一日上涨10BP；7天利率报4.30%，上涨约3BP。

从全月来看，2月份回购利率均值水平有较明显的上移。隔夜、7天回购利率月均值为2.74%、3.40%，分别比1月份高出37BP、50BP。但将春节因素考虑在内，这一波动实属正常。数据显示，去年春节所在的1月份隔夜、7天回购均值分别比上月大涨102BP和129BP。

后市来看，预计跨月后，资金

面存在自发回落的可能性。一是月末效应会逐步解除；二是现金回流银行的过程还会持续一段时间；三是3月份一般是财政存款释放期。据债券交易员介绍，周四资金面相对平稳，各期限回购基本成交在前日收盘水平附近，显示短期市场预期调整以及月末效应对资金面的冲击将告一段落。

有机构人士认为，资金面走向最后仍取决于央行的态度。目前来看，央行不愿意看到流动性过于宽松已经得到确认，资金面宽松到头成为普遍共识。但另一方面，从本周正回购缩量直至暂停以及正回购利率稳定，甚至低于逆回购利率来看，也还看不到央行有进一步收紧流动性的意图。因此，未来一段时间，资金面整体维持相对宽松格局是大概率事件。

# 资金面将保持松紧适度格局

□光大银行首席宏观分析师 盛宏清

最近几天，银行间市场资金面显得较为紧张，2月28日货币市场占主导地位的1天、7天、14天回购利率均超过了4%。但权衡各种因素来看，紧张局面可能不会持续，短期内货币市场利率具有下跌空间。初步估计，月末过后，1天、7天、14天回购利率将重新向2.5%、3.2%与3.6%左右的水平回归，资金面将保持松紧适度格局。首先，法定准备金率保持中性状态是维持资金面松紧适度的基石。法定准备金率的中性状态由四大因素决定：一是外部经济复苏力度仍较为孱弱。法国经济出现新的衰退迹象，而意大利和西班牙国内政治与社会动荡可能进一步冲击金融市场，外部经济

对中国的出口需求还未根本好转；二是中国经济刚完成筑底，回升到“筋骨强劲”地步还有很长的路要走；三是国内房地产价格膨胀压力加大，需要加码的房地产调控手段呼之欲出，必定对实体经济增长有些许影响；四是通货膨胀仍存在远忧。由此，法定准备金率上下两难，在短期内保持较为中性状态已经获得市场“共识”。

其二，外汇占款持续增长，国际资本仍青睐中国市场。新年以来，伴随人民币汇率涨声，银行代客结售汇顺差和银行代客远期净结汇持续增长，初步估计1月份外汇占款可能增加6700亿元左右，2月份外汇占款也可能达到3000亿元的规模，这也是央行在春节后立即终结年前8600亿元逆回购的原因。展望未来，预计贸易顺差将有望2000亿美元，FDI有1000亿美

元，外汇占款将增加1.8万亿人民币。这将为银行间市场补充必要的流动性需求。

其三，金融机构超额备付水平适中，央行票据也将迎来到期潮。2012年12月份金融机构超额备付水平为3.3%，其中农村信用社高达8.2%。估计今年一季度金融机构超额备付率在3.5%左右，银行体系的支付结算对流动性的需求能够得到较好满足。而且，从今年4月份开始，央行票据将分批陆续到期，在4-11月的8个月时间里，央票共有1.03万亿元到期，相当于两次降准。

其四，国内较高的净储蓄是流动性充裕的保障。截至去年12月末，中国居民储蓄存款为39.95万亿元，其中扣除住户借款、居民借款的一半为房产贷款）后的净储蓄为23.82万亿元，净储蓄占国

民收入的比重为45.88%，仍大大高于国际平均水平。而目前美国的净储蓄率仅约在1%左右。

综合宏观经济态势与资金池状况，得出如下三点结论：一是货币市场利率存在下降空间，FR007将围绕3.2%中轴波动；二是资金面将保持松紧适度格局，对于资金管理者，松的时候不要乐观，要抓紧时间拉长负债久期；紧的时候也不要慌张，要捕捉时机拉长资产久期，把握好负债和资产错配的节奏；三是基于外汇占款增加与央行票据到期状况，估计央行短期内将维持逆回购与正回购交错运作的局面，资金面不会取得太紧或放得太松。但是值得注意的是，今年6月-8月份通货膨胀预期可能加剧，央行可能再次祭出央票工具，很可能借款的一半为房产贷款），到时候货币市场将有一波紧张气氛。

# “货币战”波云诡谲 新兴市场谨防“受重伤”

□韩会师

“货币战争”无疑是近期国际汇市的热点话题，日本政府因极力打压日元汇率而成为聚光灯的焦点。然而出乎全世界媒体意料，2月份的G20莫斯科峰会上日本并未遭遇口诛笔伐，IMF更是直接将安倍政府的政策定性为“针对内需的本国货币政策”，其潜台词很明显：IMF不承认日本政府有意干预日元走势”。

G20及IMF对货币战争的淡化处理并不难理解。首先，虽然日本喊得最响，但无上限量化宽松并非日本首创，日本不过是步美联储和欧洲央行的后尘而已。公开批评日本发动货币战争等于批评美国和欧元区，这对于欧美大国主导的G20来说，无疑是难以接受的。

其次，迄今为止，货币战争中受伤的主要仍是新兴市场经济体。日元在2012年10月基本触顶，11月开始显著贬值，但从全球范围看，日本发动的货币战争并未对欧美大国造成明显的冲击。

截至今年1月底，深受货币

大幅升值之苦的主要是新兴市场经济体。在国际清算银行跟踪的61个国家和地区中，去年11月至今年1月，名义有效汇率升值幅度最大的十个国家中，只有澳大利亚、新西兰和爱尔兰属于传统的发达经济体，而算得上的只有一个澳大利亚。而如果比较对一国外贸竞争力影响更为直接的实际有效汇率，名列升值幅度10强之列的则没有一个传统发达经济体。在货币实际有效汇率贬值幅度最大的十个国家中，传统发达经济体则占了6个，分别为日本、冰岛、希腊、英国、加拿大和瑞士。同期美元的实际有效汇率累计贬值0.59%，位列贬值榜第14位。

不难看出，新兴市场经济体普遍承受着本币升值之痛。我国也不例外，2012年11月至2012年1月底，人民币名义有效和实际有效汇率分别升值了1.69%和3.59%。这就不难理解为何欧美大国主导的G20对“货币战争”始终闪烁其词了，因为它们在这场战争的发起人、主动方和受益者。

## 国开行3月5日增发四期不超过210亿浮息债

□本报记者 王辉

国家开发银行2月28日公告，该行定于3月5日通过中国人民银行债券发行系统第一次增发2013年第十期至十三期金融债券。本次续发的四期债券均为浮息债券，招标时采用的利率基

准为3月4日的3个月SHIBOR的5日均值，合计发行总额不超过210亿元。

本次增发的第十期债券为1年期浮息债，发行量不超过50亿元；本次增发的第十一期债券为3年期浮息债，发行量不超过50亿元；本次增发的第

十二期债券为5年期浮息债，发行量不超过60亿元；本次增发的第十三期债券为7年期浮息债，发行量不超过50亿元。上述四期债券均为按季付息，缴款日均为3月7日，起息日均为2月1日；其中1年期上市日为3月11日，其余三期上市日

为3月13日。本次发行的第十期至第十三期债券，债券固定面值，均采用单一价格（荷兰式）招标方式。债券承购费按认购债券面值计算，1年期无，3年期为0.05%，5年期、7年期为0.10%；各品种均无兑付手续费。

## 2月人民币兑美元中间价涨16基点

汇率整体仍呈现强势特征

2月初以来，在日元、英镑、欧元等主要非美货币大幅走弱的背景下，人民币汇率整体仍然呈现出强势特征。数据显示，2月份人民币兑美元汇率中间价微幅上涨16个基点，即期汇价微跌25个基点，与此同时，人民币兑其他主要非美货币则显著升值。

据中国外汇交易中心公布，2月28日人民币兑美元汇率中间价为6.2779，较前一交易日上涨63个基点，自2月8日以来首次升破6.28。同日，人民币兑美元即期汇价收于6.2213，较前一交易日上涨60个基点。在1月最后一个交易日（1月31日），上述两个数据分别为6.2795和6.2188。从涨跌幅来看，2月份人民币汇率中间价微幅上涨0.03%，即期汇价微幅走弱0.04%。从人民币兑美元汇率的全月

## 可转债市场跟随A股大幅走强

2月28日，在沪深股市放量大涨的背景下，可转债市场也同步出现大幅走强。

中证转债指数全天大涨1.15%至302.65点，可转债全日成交93.3亿元，较周三的15.7亿元放量超两成。至此，中证转债指数2月整体微跌0.45%，略好于上证综指和沪深300指数的当月表现。

从个券表现来看，当日交易的22只可转债品种仅泰尔转债一只下跌，其余21只均以上涨报收。其中，美丰转债、重工转债、南山转债分列涨幅前三，涨幅分别为5.24%、3.19%和2.41%；表现最差

的三只转债品种分别为泰尔转债、新钢转债和深机转债，其中泰尔转债下跌0.17%，新钢转债和深机转债分别微涨0.07和0.11%。

东北证券指出，此前一段时间正股的调整使得转债市场波动较大，而未来估值水平提升是推动未来转债价格上涨的主要动力，相关正股的走势将继续决定转债未来的方向。但股票市场是否能持续反弹，仍需宏观、资金面的配合。风险偏好较强的投资者可把握偏股性转债的结构性交易投资机会，进行波段操作，相关个券可关注南山转债、重工转债等。（王辉）

部分可转债月度表现及价值分析							
名称	收盘价	转债涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债到期收益率(%)	纯债溢价率(%)	转股溢价率(%)	套利空间
新钢转债	106.08	0.83	9.41	1.8279	0.7005	34.14	-26.9984
博汇转债	102.44	0.10	-1.07	3.8979	0.4902	36.29	-27.2775
歌华转债	96.20	-0.79	2.04	3.4329	6.0701	104.34	-49.1215
海运转债	106.28	-0.04	3.36	-0.2939	15.4478	29.90	-24.4620
国投转债	131.51	3.57	6.48	-3.7718	40.6381	-0.10	0.1353
石化转债	109.71	0.08	2.26	0.3215	20.2324	5.92	-6.1287
川投转债	116.88	0.36	1.66	-0.6032	25.1200	16.50	-16.5518
中钢转债	94.39	-0.16	-2.49	3.4872	7.3245	73.08	-39.8551
国电转债	119.89	-0.37	-1.79	-0.8482	29.5524	10.30	-11.1943
恒丰转债	111.87	-0.82	0.30	-0.6503	25.3933	15.39	-14.9222
南山转债	114.39	-2.77	-2.79	2.0388	17.0586	13.73	-13.8117
同仁转债	130.99	3.30	6.91	-3.6147	50.8679	8.67	-10.4491
中行转债	103.97	-0.88	-3.53	1.8422	10.2966	18.82	-16.4699
工行转债	114.59	-3.71	-4.32	-1.5969	25.3561	2.61	-2.9189
重工转债	122.80	4.93	9.72	-1.9370	43.9023	11.70	-12.8607
深机转债	97.60	-1.38	-2.13	3.0241	8.5047	32.02	-23.6716

■ 外汇市场日报

## 日元短期平静 长期承压

□东航国际金融公司 陈东海

2月28日隔夜，美联储主席伯南克在众议院金融服务委员会作证，态度与前日一致。他声称，联邦公开市场委员中多数委员支持宽松政策，美联储将持续衡量量化宽松政策的收益和成本、评估退出宽松政策的策略。伯南克讲话后，美元指数小幅上升。

28日新西兰公布2月ANZ商业前景指数为37.6，高于前值31.4；商业信心指数为39.4，也高于前值22.7，纽元因此受到支持。澳大利亚公布的1月私营企业贷款年率为3.6%，虽然低于预期的3.7%，但是该数据较好，刺激澳元上涨。最近有关澳元降息的预期降温，也有利于澳元。

日本政府28日正式提名黑田东彦为日央行行长继任人选。由

于市场早已知道这一结果，日元走势平静。日本公布的1月新屋开工年率为5.0%，前值为10.0%，预期值为8.8%；1月营建订单年率为-3.7%，而前值为4.8%。数据不佳，不利于日元。尽管提名黑田东彦的消息对日元即时影响不大，但必将在中长期影响日元走势。

由于美国联储内支持减缓和停止QE政策官员增多，美元前期的弱势局面得到改善。但是，联储主席伯南克两次在国会的证词都表明QE政策短期内不会变更。所以，综合结果是美元指数最近正负因素相抵，震荡局面将持续。欧元由于意大利政局的不明朗，以及最近若干国家发债收益率的回升，短期风险增大。但是，欧洲央行行长德拉吉承诺维护欧元的完整性，对于欧元有利。综合来看，近期主要货币的震荡风险增大。

## 交易所信用债缩量盘整

2月份的最后一个交易日，交易所信用债市场呈现缩量整理走势。

数据显示，2月28日上证企债指数收报161.89点，较前一交易日微涨0.02%，全日市场成交12.0亿元，较前一交易日的14.3亿元缩量近两成。深证企债指数周四以127.87点的收盘点位报收，全日市场成交10.6亿元，也低于前一交易日的11.8亿元。

个券表现方面，06鄂能债、12雅致02、12铁岭债列涨幅前三，分别上涨4.44%、3.66%和3.65%；12武进债、12吴交投、11

首机01列跌幅前三，分别下跌5.71%、5.53%和1.93%。

回顾2月份交易所信用债市场的整体表现，市场依然延续了前期的上涨势头，上证企债指数与深证企债指数分别上涨0.70%和0.24%。对于未来信用债市场的整体走向，第一创业、国海证券等机构观点认为，受制于资金面影响，近期信用债有调整出现的迹象，但调整时间将不会太长。鉴于地方政府融资平台暂无系统性风险，未来高票息优质城投债仍有投资价值。（王辉）

## 中国铁物今日发行25亿元超短融

中国铁路物资股份有限公司公告称，定于3月1日发行2013年度第三期超短期融资券。本次发行的承销商、簿记管理人由中国建设银行担任，联席承销商为上海浦东发展银行。

本期超短融发行金额25亿元，期限270天，固定利率，通过簿记建档、集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行，发行利率根据簿记建档、集中配售的结果确定。时间安排上，发行日2013年3月1日，起息日、缴款日、债权登记日3月4日，上市流通日3月5日，兑付日11月29日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。

经大公国际资信评估有限公司综合评定，企业主体长期信用评级为AAA。本期超短期融资券无担保。募集资金将用于置换短期借款，补充流动资金，优化融资结构，降低融资成本，提高企业竞争力。（葛春晖）