

# 公开市场净回笼切合中性基调

到期量增加、对冲压力增大 正回购操作或再加码

本报记者 张勤峰

3月28日，央行开展300亿28天正回购，公开市场操作延续春节后连续净回笼格局。整个一季度，央行累计从公开市场净回收货币7060亿元，创历史次高。市场人士指出，面对通胀抬头与房价上涨的硬约束，偏松的货币政策难以维系，政策基调正回归中性，但从紧的迫切性和必要性均不强。未来一段时间，正回购工具将继续占据公开市场主力位置。随着到期资金增多，正回购操作力度或适度提升，期限可能拉长。

## 季度净回笼创历史次高

周四（28日），央行以300亿元正回购交易，结束了全周、全月以及整个一季度的公开市场操作。

央行公告显示，本周二、周四，央行分别开展320亿元和300亿元的正回购操作，期限均为28天，招标利率持平于2.75%。而据Wind数据，本周公开市场仅有50亿元正回购到期，因此全周实现资金净回笼570亿元。这也是央行公开市场操作连续第六周净回笼资金，六周累计净回笼10680亿元。

从全月的角度看，若无其它操作，则3月份公开市场将净回笼1530亿元。今年1、2月份分别为净回笼3000亿元和2530亿元。整个一季度，公开市场净回笼规模达到7060亿元。这是2012年二季度以来，公开市场操作首次出现季度净回笼，且规模仅次于2007年

一季度，为历史次高。

## 回笼为对冲 政策持中性

在货币政策稳中偏松近一年后，央行恢复正回购操作，并在公开市场大举回笼货币，不由得引起市场对货币政策收紧的担忧。

今年以来，广义货币供应恢复性增长、社会融资总量屡创新高，显示宏观流动性已比前期有所好转，而通胀预期抬头和房价加速上涨，则为货币政策继续偏松带来硬约束。不少分析师认为，以2月19日央行重启正回购和3月1日“国五条”发布为标志，货币政策的拐点已经确立。不过，多数观点亦指出，这一“拐点”宣告了货币政策实际偏松阶段的终结，但并非意味着未来政策可能步入持续性收紧的过程。一方面，房地产严厉调控将平抑市场过于乐观的经济预期，另一方面，3月份通胀超预期回落概率增加，因此货币政策暂时没有全面收紧的迫切必要，未来货币政策将回归到中性的基调。

在流动性层面，货币政策的微妙变化，意味着自去年央行开展逆回购以来流动性逐渐宽松的趋势已经到头，未来资金价格难以再大幅下降，但也不会马上收紧。

事实上，从近期货币市场利率走势上，也看不出央行有明显收紧货币政策的意图。当前正值季末，货币市场流动性仍相对充裕。

3月28日，隔夜、7天质押式回购加权利率分别收在1.74%和3.17%，前者处于2011年4月以来的最低

位置附近，后者处在今年以来的均值水平。

某券商分析师表示，正回购招标利率持续稳定，显示央行对于流动性的态度意在维稳而非收紧，未来央行公开市场操作将视流动性供求灵活调整，以维护流动性的合理适度和资金利率基本稳定局面。

## 到期量增 回笼谋变

展望4月份，除了外汇占款有望继续增长以外，公开市场到期资金量增加也给央行对冲带来了更大压力。

从外汇占款来看，经济恢复与资本外流势头缓解，使得今年外汇占款较2012年同比改善的预期比较明确。近期人民币即期汇率仍持续高于中间价，显示私人部门结售汇意愿仍高，3月份新增外汇占款规模可能不低。

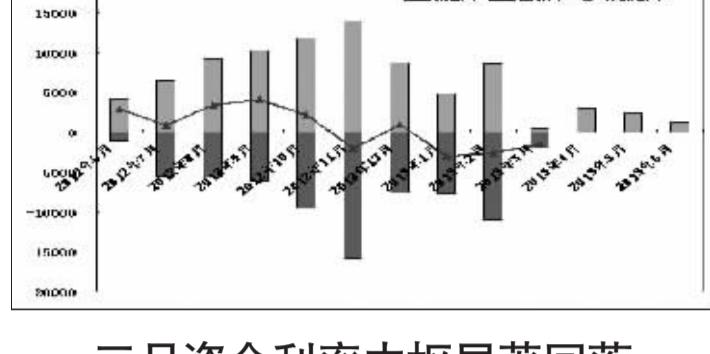
从到期情况看，4月份公开市场到期可释放的资金显著增多。一是，正回购到期量由3月份的450亿元增加至1980亿元。二是央票到期从无到有，4月为1050亿元，两项合计约3000亿元。

综合分析，尽管4月份财政存款一般增加较多，过去两年平均为4000亿元，但考虑到外汇占款、公开市场到期以及财政存款清缴集中在月下旬等因素，4月份流动性仍有阶段性进一步趋松的可能。

分析人士指出，鉴于目前经济复苏基础尚不牢固，且中央要求切实降低融资成本，未来一段时间内，期限

较短、操作可逆的回购工具依然是央行公开市场操作的首选。而随着到期资金增多，在流动性进一步趋松的条件下，央行可能适当加大正回购操作力度，期限也可能延长，以提升资金冻结时效。若外汇占款超预期增长，则不排除央票重启的可能。

## 央行公开市场操作连续3个月净回笼货币



## 三月资金利率中枢显著回落

尽管春节过后公开市场持续净回笼，但3月份的银行间市场流动性仍较2月份出现明显改善，货币市场利率月度均值显著回落。

据WIND统计，3月28日，银行间质押式回购市场主流品种隔夜、7天回购加权平均利率分别收于1.75%、3.19%，较上一交易日上涨2BP、33BP。从月度均值情况来看，截至昨日，隔夜回购加权平均利率的月度均值为2.29%，较2月份的2.74%下行45BP；7天回购均值则由上月的3.40%回落26BP至3.14%。尽管本月还剩余一个交易日，但考虑到季末因素影响很快将过去，资金利率中枢出现显著变化的可能性不大。

值得一提的是，虽然近期央行持续通过正回购回收流动性，且季末、清明小长假等因素也对银行间市场资金面形成短期扰动，但主流回购利率却表现出超预期平稳态势。本周以来，隔夜、7天回购利率波动幅度均未超出35BP。分析人士指出，在外汇占款持续温和增长以及公开市场到期资金量显著上升的背景下，季末、清明过后银行间市场流动性条件将进一步向好，预计央行将继续采取灵活的公开市场手段进行适度对冲，以维护货币市场利率的平稳运行。预计4月份7天回购利率中枢仍在3%-3.5%之间。

（葛春晖）

## 交易所信用债走高

在周四沪深股市大跌的背景下，交易所信用债延续了前期缓步推高的运行格局，主要信用债指数全线收红。

个券表现方面，成交居前的09浙能债、09盘锦债、12大秦债均以上涨报收；12湘鄂债、13秦川债等中等期限的公司债品种出现微幅下跌。涨幅方面，涨幅居前的11张保债、12蓉投控、09清控债分别上涨4.75%、2.21%和1.90%；11超日债、09津滨债、11三门峡等跌幅分别达到1.90%、1.50%和1.23%，列跌幅前三。

银监会理财新规对于商业银行理财资金严格规范化管理的影响巨大，并已经给A股市场的银行板块带来极大冲击。而关于这一最新理财新规对债券市场的影响，此前多数机构均给出了中性的分析观点。

中投证券指出，新规对理财产品投资标准化债权资产敞开门，会增加信用债的需求，进而压低信用债的发行利率。但这也将刺激企业增加供给，并形成供需双向扩张的格局，因此对于信用债市场并非绝对利好。而持更谨慎观点的申银万国则表示，非标产品对接的是信用资质较低的企业，如果非标准资产的融资渠道受抑制，也必然导致这类企业加大对债券融资的依赖程度，强化债市供应压力。从企业流动性和信用风险看，长期对信用债尤其是低评级信用债难言乐观。

综合各方观点来看，新规对于信用债市场的影响仍有待进一步观察，尽管市场配置资金可能显著增加，但中低评级信用债的供应与估值压力也需重点关注。（王辉）

## 财政部4月3日招标260亿元2年期国债

中债网消息显示，财政部将于4月3日招标发行2013年记账式附息（6期）国债。本期国债为2年期固定利率附息债，竞争性招标面值总额260亿元，不进行甲类成员追加投标。

本期国债采用混合式招标方式，标的为利率，发行手续费为承销面值的0.05%。本期国债4月3日招标，4月7日开始计息，4月7日至4月8日进行分销，4月10日起上市交易。本期国债利息按年支付，每年4月7日节假日顺延，下同。支付利息，2015年4月7日偿还本金并支付最后一次利息。（王辉）

## 理财新规对债市影响短空长多

■ 财富证券固定收益部 陈鹏

3月27日，银监会下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，对商业银行、政策性银行、农村合作银行以及信用社等银行业金融机构理财资金投资于非标准化债权进行规范。

该通知的内容主要体现在三个方面：首先，杜绝资金池，对于达不到要求的非标准化债权资产，商业银行应比照自营贷款，于2013年底前完成风险加权资产计量和资本计提；其次，理财资金投资于非标准化的债权资产规模受到约束，余额在任何时候点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限；第三，商业银行代销代理其他机构发行的产品投资于非标准化债权资产或股权性资产的，必须由商业银行

总行审核批准。同时不得为非标准化债权资产或股权性资产融资提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺。

表面上看，银监会限制的是非标准化债权资产，但是其依然会从不同方面来影响债券市场。

首先，目前商业银行的理财产品普遍存在资金池，非标准化债权理财产品更是如此。由于非标准化债权期限较长，而银行发行期限较长的理财产品存在一定的难度，因此其很难做到一一对应的完全匹配，更不用提“确保每个理财产品都有资产负债表、利润表、现金流量表等财务报表”。对于不能达标的非标准化债权资产，商业银行需要进行风险加权资产的计量和资本计提，意味着理财产品投资的绝大多数非标准化债权需要被计提资本，这无疑将耗费商业银行风险资本，限制其配置信用债以及

发放贷款的能力，因而对信用债利空。由于商业银行投资人配置往往选择高评级品种，意味着对高等级信用债的影响明显。

其次，银监会对非标准化债权资产规模的限制，也客观上使得理财资金配置更多债券成为可能。同时，空出的理财资金风险偏好更高，收益要求也更高，理财资金将被倒逼配置高收益债券，利好高收益债。但考虑到非标准化债权存在一定的刚性，即商业银行很难在短时间内迅速压缩该部分规模，唯一可行的途径是在存量顺利到期的情况下，保证不再新增。这就意味着即使理财资金未来将空出额度用于配置债券，也是一个较为缓慢的过程。

第三，商业银行代销的其他非标准化债权资产也受到较大限制，意味着依赖于影子银行支撑的整个投资系统面临威胁。当前

影子银行已经接替传统银行成为支撑投资增速的重要来源，而一旦影子银行资金来源受到限制，至少从两个方面影响市场。一方面，原来依赖于影子银行的企业面临资金链断裂的风险；另一方面，依赖资金支持的经济增长面临下滑的风险。

还需注意的是，新规在理财资金与投资标的的一一匹配方面并非仅指非标准化债权，但通知仅对不符合该要求的非标准化债权投资进行了规范，而未明确投资标准化的债权，如果不满足一一匹配遭到什么惩罚。未来不排除监管层出台更加严格配套措施的可能。

通过我们的分析，银监会的新规对信用债市场短期利空，长期利多。利空可能主要来自银行短期内对信用债的配置需求减少，利多来自影子银行的清理将影响到经济增速。

## 规范银行理财 促进直接融资

■ 张骏超

近期，银监会下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，剑指商业银行理财资金投资“非标准化债权资产”业务。

银行理财业务将得到规范，社会融资模式也将发生重要变化。在这个过程中，债券市场的直接融资依然大有作为。

近年来，银行理财业务快速发展，不仅成为银行高息揽储的工具，也成为为实体经济输送流动性的有力手段。尽管监管部门多次出台办法规范银行理财业务，但期限错配、风险错配、透明度低的问题依然十分突出。此次银监会重拳治理银行理财业务，对资金投向、业务模式都提出了十分严格的要求。《通知》一经发布便震动了整个

金融市场，因其不仅关系到银行理财的规模与收益率水平变化，还对债券市场的供给与需求、社会融资规模与实体经济发展产生深远影响。预期未来可能发生变化：

第一，银行理财收益率下降，债券市场需求扩大。目前，银行理财产品较高的收益率主要通过投资信托产品、信贷资产实现。《通知》对非标准化债权资产规模的限制，不仅使原先投资这类资产的资金须向其他类别转移，同时使得银行理财维持目前的收益率水平面临较大压力。短期来看，债券市场资金投向的优先选择，而收益率水平较高的私募标准化融资产品，如定向工具、中小企业私募债、券商资产证券化等，将受到银行理财的青睐。

第二，债券供给压力增加，低评级债券可能存在偿付风险。对理

财资金投资“非标准化债权资产”的限制，使得原先通过非银行体系进行融资的企业不得不寻找新的融资途径，比如债券融资，这将在一定程度上增加债券市场的供给压力。但从信用风险角度来看，与非标准化债权资产对接恰恰是信用资质较低的企业，银行理财投资向受限使得这些企业的资金链面临不利局面，企业潜在流动性风险加大，信用风险可能扩大。

第三，银行表外融资腾挪空间受限，信贷资产证券化需求增大。一方面，银行通过理财产品将一些存在问题的信贷资产转移出表的方式受到限制，这类客户的维护压力增大；另一方面，收益率的下降使得银行理财产品的市场吸引力下降，银行利润受到挤压。未来，银行通过信贷资产证券化减轻资产

负债表的需求将进一步扩大。

第四，社会融资方式趋于公开透明，实体经济面临一定冲击。对于银行理财的治理，实际上限制了表外融资规模的扩张，直接影响了长期以来倚重于非银行体系融资的地方政府融资平台、房地产企业等的流动性，实体经济受到一定冲击。但从另一个角度来看，这将促使社会融资方式向着更加公开、透明的方式转变，也推动一些长期以来融资困难的行业进行内部整合。

总体来看，《通知》的发布使得银行理财面临较大的调整压力。但是，广大投资者的投资需求和实体经济的融资需求是客观存在的，我们需要一个健康稳健的银行理财市场，也需要一个具有包容性的直接融资市场，可以提供“标准化债权资产”的债券市场发展空间还十分广阔。

## 理财新政引发热议 买盘热情重燃

■ 中信建投 孙超

3月28日，市场讨论的热点是银监会近日下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8号文）。多数机构认为，非标准化债权资产在理财产品中的占比将下降，相应的，则利好各类在银行间市场交易的债券品种，尤其是理财盘所喜爱

的中等评级信用债品种。受此影响，信用债市场买盘热情高涨，卖盘则有捂盘倾向。

个券表现方面，剩余2.08年的12附息国债07在3.05%位置成交活跃，剩余6.83年的13附息国债03成交在3.465%-3.475%区间。剩余3.56年的11农发17成交在3.84%。剩余0.8年的13国开01成交在3.36%。

信用债方面，短融中票收益

率均下行明显。剩余4.91年的13中石油MTN1成交在4.55%。剩余3.57年的11三一MTN2下午在5.16%成交后几分钟，又下行至5.10%成交，买盘热情可见一斑。城投债市场买盘踊跃，主要关注点在AA+、AA等品种上。剩余6.58年的12大庆债成交在5.92%，比前几日下行了约10个基点。

不过，也有机构认为，由于整

## 转债市场跟随A股大跌

■ 本报记者 王辉

受银监会理财监管新规的利空冲击，周四A股市场出现重挫，交易所可转债市场也跟随出现大幅下跌。截至28日收盘，中证转债指数收报298.71点，较前一交易日下跌1.59%，为3月4日以来最大单日跌幅。成交量方面，当日可转债市场成交33.7亿元，较前一交易日放大近九成，呈现出放量下跌特征。

个券表现方面，当日成交的22只转债品种中仅2只收涨，其余20只转债均出现下跌。巨轮转2、新钢转债分别上涨0.78%和0.03%，表现最好；美丰转债、工行转债分别下跌0.24%和0.06%，跌幅居前。

（王辉）

5.31%、2.92%、2.53%，跌幅居前。此外，石化转债、中行转债、国电转债等大盘转债品种下跌幅度也均在1%以上。

除了A股拖累外，扩容压力也是导致转债下跌的因素之一。本周五，转债市场将迎来民生转债除B类品种以外的171.7亿元债券上市。中银万国指出，已经过去的大单日跌幅，如平安和石化转债2期共计560亿，如果都在二季度完成发行，将不可避免地对转债市场带来极大冲击。不过另一方面，近期转债基金扎堆发行，也将给转债市场带来显著增量资金。在A股市场系统性上升空间相对不大的背景下，整体上建议投资者控制仓位，关注止盈。

## 可转债价值分析（3月28日）

名称	最新	涨跌幅	纯债价值	套利空间	到期收益率	转股溢价率
美丰转债	168.38	-0.0531	97.7258	-0.2497	-18.7676	0.0015
工行转债	108.63	-0.0292	91.4989	-1.9987	-0.0629	0.0187
重工转债	115.99	-0.0253	85.2715	-15.99	-0.8612	0.1599
海直转债	119.01	-0.0227	84.687	-10.841	-0.9243	0.1002
南山转债	107.52	-0.0206				