

## 央票坚持发行 彰显中性政策

6月18日,央行发行20亿元3个月期央票,中标利率持平于前期的2.9089%。市场人士表示,此次央票放量发行更具象征性意义,继续传递出中性货币政策基调,预计月底前资金面难以出现显著改善。

据Wind统计,本周公开市场到期资金为320亿元,其中18日到期270亿元,20日到期50亿元。央行公告显示,18日央行在公开市场除发行20亿元央票外,未进行其他操作,因此,当日公开市场实际实现净投放250亿元。

从资金面来看,银行市场流动性紧张程度在17日因存准退款而略见好转,但由于央票仍在坚持发行、逆回购预期落空,18日资

金面再次收紧。隔夜回购加权平均利率收于5.67%,较上一交易日大涨78BP;7天品种微跌7BP,维持在6.80%左右的高位;跨月末的14天回购加权在开盘价影响下收于6.19%,下跌44BP;21天品种上涨21BP至6.76%;1个月及以上品种均在近期高位水平附近展开震荡。

分析人士指出,央票坚持象征性发行,一定程度上反映出货币当局认为目前银行体系流动性并不具备系统性风险,因此预计近期货币市场上的供求问题还需通过市场机制来自行化解。这一背景下,考虑到年中考核、外汇贷存比达标以及银行理财产品青黄不接等因素,预计6月末以前资金利率将保持在相对高位水平。(葛春晖)

## 资金寒流侵袭 发行人出招化解

### 新债发行市场初见企稳迹象

□本报记者 葛春晖

18日,国开行与农发行新债招标结果均符合甚至好于预期。而在此之前,一级市场短债流标、长债利率高企的现象频现。市场人士表示,面对资金面冲击下的发行市场,国开行、农发行双双调整其发行计划,一定程度上减轻了发行压力;同时,发行结果也反映出,在经历了近阶段由资金面推动的收益

率上行之后,机构对未来资金面改善带来的收益率下行仍抱有期待。新债招标摆脱颓势

6月以来,流动性超预期紧张不仅造成现券市场收益率出现调整,同样令发行市场倍感寒意。短债方面,6月6日、14日,半年期农发行贴现债和9个月贴现国债先后出现部分流标;中债方面,6月14日,进出口银行招标的5年期、10年期固息债中标利率大幅高于二级市场。

不过,从18日的新债发行情况来看,利率债市场的颓势似已出现改观。当日国开行第四次增发招

标的1年、3年、5年、7年、10年期固息金融债中标利率分别为3.5405%、3.8924%、4.0001%、4.0642%和4.1358%,均低于此前机构预测均值。而Wind数据显示,此前这五期债券的最新成交加权平均收益率分别为3.6335%、3.9289%、3.9375%、4.0868%、4.1600%。与此同时,这五期增发国开行债的认购倍数分别达到3.26、4.36、5.11、2.66、3.27,显示机构认购较为踊跃。

近期利率债券招投标情况一览						
名称	招投标日期	期限(年)	中标利率(%)	中标价格	实际发行总额(亿元)	认购倍数
13农发11	2013-6-18	3	4.00		40.00	2.09
13农发12	2013-6-18	5	3.93		40.00	2.12
13国开18(增4)	2013-6-18	1		100.4700	40.00	3.26
13国开19(增4)	2013-6-18	3		100.3469	70.00	4.36
13国开20(增4)	2013-6-18	5		100.4771	60.00	5.11
13国开21(增4)	2013-6-18	7		100.9992	130.00	2.66
13国开22(增4)	2013-6-18	10		101.1200	130.00	3.27

## 回避市场波动

### 粤建工更改中票发行计划

□本报记者 张勤峰

广东省建筑工程集团有限公司18日在银行间市场发布公告称,决定推迟其3.5亿元中期票据发行计划。这被视为是近期流动性紧张导致一级市场新债发行难度加大的表现之一。

据了解,广东省建筑工程集团有限公司于今年1月获得中国银行间市场交易商协会注册中票发行额度7.50亿元,期限3年,拟分两期发行。该公司于2月27日进行了第一期债券发行,债券简称“13粤建工MTN1”,发行额度4.00亿元。公司公告指出,其原因于第二

### ■ 新债定位 | New Bonds

13附息国债11(续发)		预测中标利率区间[3.40%,3.50%]			
债券期限	10年	发行总额	300亿元(可追加)	债券品种	固定利率
付息方式	半年付息	招标方式	混合式价格招标	招标日期	6月19日
缴款日	6月24日	起息日	5月23日	手续费	0.10%

国信证券:由于10年期是基准利率期限,因此需求会略好,随着资金面的自我调节,资金紧张局面对于利率招标的影响会相对趋缓,因此长期限的利率债招标出现大幅高于二级收益率水平的概率相对较低。

国海证券:当前央行操作思路出现向偏紧转变的迹象,流动性紧张可能持续较长时间,对债市短期利空;但中期来看,经济和通胀基本面对债市仍偏利好。综合分析,本期中标利率将接近二级市场,预计中标价格区间为100.08元-99.84元,对应收益率3.4054%-3.4342%。(葛春晖整理)

近期一轮“钱荒”席卷银行间市场。资金面状况已成为短期债券市场乃至金融市场的主要影响因素。中债信用增进公司赵巍华和中信银行庞爱华认为,众多负面因素叠加共振,导致银行间市场资金面迅速恶化,资金紧张的局面预计在7月份之前很难见到实质性改善。目前市况下,货币资金+中长久期债券的哑铃型组合风险收益状况较佳。

# 流动性短期难见实质改善

## 采取哑铃型策略 暂避风险等待反弹

□本报记者 张勤峰

负面因素“挤兑”引发钱荒

中国证券报:导致5月中旬过后资金面持续收紧的因素有哪些?

赵巍华:5月中旬以来,影响资金面的因素众多,除了财税缴存、补缴准备金等季节性因素外,还有新增外汇占款减少、强化债市交易监管、规范银行理财业务发展、银行补充外汇头寸、央行流动性管理政策出现微妙变化、市场情绪、传闻等其他因素,这些因素发酵共振,导致资金面紧张态势不断升级。

庞爱华:5月中旬后货币市场流动性开始偏紧,原因主要是财政税款入库因素导致的。根据我们的观察,资金紧张先从大行开始,然后慢慢转到中等银行,这也和总部企业主要在大行开立银行账户的实际情况相一致。

在6月份后,资金市场再度紧张,且显著升级,市场对此有诸多解释和猜测。我们认为,这主要是国际资金流出的结果。随着相关部门加强对投机性外汇资金流入的监管,以及国际资金纷纷从新兴市场撤离的示范效应,前期进入国内的国际资金重新流出,导致国内资金市场出现超预期紧张。

中国证券报:当前资金面紧张的趋势会持续多久?

赵巍华:这主要取决于央行流动性管理的态度。目前看来资金面的紧张至少会持续到7月上旬。半年末的商业银行吸存大战即将进入高潮,这将使得7月5日需大量补缴准备金。“20号文”的影响还在继续发酵,从银行间外汇市场走势看,大型商业银行的综合结售汇头寸补充可能刚刚开始发力。此外,近期信托贷款等



中债信用增进公司 赵巍华



中信银行 庞爱华

本报记者 吕雷/摄

到期较为密集,使得此类项目再融资需求较高。而从央行态度看,只要本轮资金面紧张不至于引爆系统性金融风险,则目前的放任态度仍将维持一段时期,以便制约社会融资总量及债务规模的过快扩张,并约束部分中小型金融机构激进的表内外信用扩张。

庞爱华:今年资金面发生的超预期变化主要源于国际资本流动。随着这个因素影响力逐步削减,以及国内金融机构的资产调整,资金面将逐渐回归平静。但前期负面影响的阴影还在:市场机构会找出各种理由来保持谨慎情绪,如6月份考核时点的存在,预计目前资金紧张局面会持续到6月底7月初。

央行缘何“咬牙不放松”

中国证券报:目前央行对待流动性的态度似乎较为审慎,原因何在?

赵巍华:目前看,下半年通胀仍会比较温和,央行放任资金面紧张的主要目的不在抑制通胀,而可能更多意在对于信贷和影子银行

规模快速扩张予以警示,限制整体债务规模的扩张速度,抑制金融系统风险的继续积累。央行的这一态度,和近期加强金融监管、摸底地方政府债务、防范区域性和系统性金融风险有一脉相承之处。

此外,市场认为资金面持续紧张可能引爆金融风险,所以资金面紧张到一定程度,央行一定会救。这个看法我也同意。只不过各大行每天都需要向央行报送许多财务数据,拥有信息优势的央行可能更有理由认为本轮资金紧张只是结构性问题,暂时并不会产生大的乱子。从事后的情况看,市场资金总量尚未缺乏到引发局部流动性风险的程度,更多只是结构性问题。

庞爱华:央行一直在向外界表达其审慎的监管思路。如在《2013年第一季度货币政策执行报告》中,央行认为国内部分企业负债和杠杆水平有所上升,一些地方平台融资渠道更加复杂,同时主要经济体宽松货币政策的负面溢出效应加大,助推了国内信用的顺周期扩张。当前物价对需

# 四因素致流动性骤紧

□邮政储蓄银行 严敏

5月份以来,我国银行间市场资金面快速趋紧,紧张程度和持续时间均为近年来所罕见。总的来看,近期市场流动性骤然紧张的成因可归结为资金总量、资金结构、监管政策和市场预期四个方面。

第一,金融机构超额准备金率不断走低,资金总量供给不足。

金融机构的流动性一般由超额准备金加现金构成。就银行体系流动性而言,超额准备金率一直是判断商业银行流动性是否充足的重要标志。一般而言,当金融机构超额准备金率偏高时,银行间市场的资金利率比较低或平稳;反之,市场资金价格会偏高且波动加剧。从央行公布的数据来看,一季度末

金融机构的超额准备金率已经从去年年末的3.3%降至2%。基于外汇占款、公开市场操作、财政存款、法定存款准备金和现金的变动,经初步测算,估计金融机构超额准备金率在5月末已经下降至1.5%左右。超储率低企,大大降低了银行体系流动性的边际承受能力。

第二,大型商业银行存款增量大幅下降,资金结构出现失衡。

除了资金总量因素,在衡量银行间市场流动性问题时,资金分布的结构问题(即不同类型机构的超额准备金率的差异)也会对货币市场利率产生明显的影响。从央行公布的数据来看,今年1-5月金融机构存款余额新增74889亿元,其中四大国有银行存款新增17441亿元,占比约为

24%,而2011年与2012年同期四大行新增存款占整个金融机构新增存款的比值分别为41%和33%。与其对应的是,在国有四大行存款增速回落的同时,中小银行存款余额却迅猛增长。今年1-5月中小银行存款新增高达22506亿元,而2012年同期,中小银行存款新增仅为7848亿元。四大国有银行和中小商业银行在存款增量上截然不同的表现,引起银行间市场资金分布结构发生变化,导致了5月份大型国有银行资金短缺。

第三,多种监管政策影响叠加,市场资金需求集中放大。

今年以来,为强化风险管控、化解金融潜在风险,相关监管机构陆续出台了系列监管政策。由

于金融机构相继去杠杆,这些监管政策实施在短期内也放大市场资金需求。例如,银监会“8号文”等旨在规范银行表外理财业务发展,控制表外业务快速膨胀中隐藏的金融风险,但客观上使金融体系的流动性创造能力进一步受限;外管局“20号文”对银行外汇头寸下限的考核,使得商业银行需要增补外汇头寸以达到考核要求,加剧了资金紧张;银监会“135号文”针对农村中小金融机构违规票据业务排查,一定程度上对资金面产生扰动;最后是一系列债券整改方案以及禁止理财账户与自营账户关联交易的出台,更是加剧了整个金融市场的资金波动。

第四,央行中立策略改变市场

预期,放大了流动性紧张的程度。

纵观以往每轮资金面紧张,往往是在央行释放流动性的背景下才得以缓解,但面对这轮资金面紧张,央行却表现得“无动于衷”,既没有进行定向逆回购,也没有实施公开市场短期流动性调节工具(SLO),市场预期的落空也意味着对央行态度的预期逆转。受此影响,各金融机构纷纷加大流动性储备力度,资金短缺的机构倾向于增加融入资金量、延长拆借期限,而资金盈余的机构则倾向于减少融出资金量、缩短融出资金的期限。可能原本市场流动性仅是略有收紧,但这种市场过多储备流动性的集体行为却放大了资金紧缺程度。

是公开市场逆回购、短期流动性调节工具(SLO)、常设借贷便利(SLF)以及调降法定存款准备金率等。鉴于当前M2增速6月份为15.8%远超政府年初制定的13%增速目标,预计短期内调降法定存款准备金率的可能性极低,那么央行提供流动性将主要倚重于逆回购、SLO以及SLF等短期调节工具。这样在什么时候进行操作,操作规模多大,都会对央行的判断力和执行效果提出挑战。由于货币政策的观察期和时滞期,一旦热钱逆转势头过猛,再加上短期操作工具不易于稳定市场预期,市场流动性出现较大波动的风险将明显增加。

# 偏宽松时代一去不复返

□交通银行 吴博

近期来看,鉴于6月份面临季末、半年时点考核等多重因素叠加,商业银行冲存款压力比较大,银行间市场近几年在此阶段都出现不同程度紧张情形,预计整个6月份资金面将保持紧平衡状态,并持续到7月中旬左右。

从长期来看,资金面将很难回到一季度较为宽松的状态。主要有如下三方面原因:

首先,外汇占款趋势性下降将导致外生流动性供给持续减少。多年来,外汇占款一直是央行投放基础货币的主要渠道,更是货币市场流动性保持充裕的最主要原因。但随着美联

储退出量化宽松政策的时机逐步成熟,这种依靠外汇占款的货币投放模式将难以为继。外汇占款主要来源于贸易顺差和跨境套利资金流入,一旦美联储退出量化宽松政策,美元持续走强将导致短期国际资本流动逆转,特别是在当前中国经济复苏持续偏弱背景下,有可能使“热钱”短期内大规模从中国流出,外汇占款将从增长变为下降,中国的流动性将受到较大影响。从近期外汇市场的变化来看,境外人民币将于5月末开始再度出现较强的贬值预期,反映出外汇占款趋势性回落的苗头开始显现。

其次,存款准备金率边际累积效应对流动性的影响趋于上升。在不考虑经济状况变动情况下,单纯从资

金流动角度来看,法定存款准备金率的边际效应主要体现在:伴随存款规模的不断增加,法定存款准备金正常冻结资金的规模也在不断扩充。如果外部资金流入赶不上其新增的冻结规模,会自发的导致超额储备规模的降低,导致流动性紧缩局面自发产生。鉴于外汇占款变化和表外理财监管态势,预计这种累积效应将逐渐发挥

作用:一是外汇占款的流入不足将难以支撑由于存款扩张所导致的准备金增量冻结规模的增加,导致整体市场流动性产生自发收缩;二是由于银证合作、银信合作等通道类业务受到限制,理财产品增速和规模将放缓,而客户融资需求仍在,银行为保住客户资源,势必将部分符合信贷政

策的表外资产移至表内,期间产生的新增存款必将需要上缴更多的法定准备金。最后,货币政策滞后性导致资金波动性加大。外汇占款虽然是央行实施基础货币投放的主要渠道,但外汇占款是一种外生变量,它并不受央行直接控制。在外汇占款持续增加背景下,央行面对的主要是回收流动性的压力,数量调控工具的实施对市场产生的影响一般只是短期冲击,在市场乐观预期和外汇占款后续补给作用下,市场资金面很快会趋于平稳。而在外汇占款持续回落环境下,央行面对的将是向市场提供流动性的压力,从可供央行选择的数量工具来看,不外乎

美元兑人民币中间价现汇价皆回调

前一日下跌53基点。市场人士认为,隔夜市场美元指数企稳,呈现略微反弹之势,影响人民币兑美元中间价的设定。在中间价的牵引下,18日人民币兑美元即期汇率亦出现调整。在银行间即期询价交易中,人民币

## 人民币兑美元中间价现汇价皆回调

□本报记者 张勤峰

18日,人民币兑美元即期汇率跟随央行中间价回调。市场人士指出,短期市场购售汇力量相对均衡,但随着月底银行结售汇综合头寸考核临近,银行补充外