

逆回购量增遭忽略 价平伤人气

# 资金面预期过度悲观不可取

□本报记者 王辉

周四央行进行了280亿元14天期逆回购操作，规模放量，但中标利率意外企稳。市场无视全周净投放的结果，反而因逆回购利率走稳，而对中长期流动性的预期更加悲观。对此，分析人士指出，对逆回购“随行就市”的招标结果无需过度解读，就未来一段时间来看，央行维稳短期货币市场流动性意图较明显，资金面再度剧烈收紧的可能性不大。

## 14天逆回购量增价平

公告显示，央行15日在公开市场开展了280亿元逆回购操作，期限14天，中标利率4.10%。与上周同期限操作相比，本次逆回购交易规模增加130亿元，中标利率则持平。

交易员表示，此前机构普遍预期14天逆回购利率将降至4%，



其中标利率意外企稳，或暗示当前货币市场利率已达到央行心理价位。换言之，央行默认了当前较高的货币市场利率中枢水平，这对于市场而言，绝不是一个好消息。另外，14天属于中长期品种，央行此举进一步加剧了市场对于中长期流动性的悲观预期。有交

易员认为，基于对中长期不确定性的担忧，未来机构会继续保持较高的准备，调整资产负债久期，削减杠杆，可能会对于流动性产生预期自我实现的收紧作用。

Wind数据显示，15日银行间质押式回购市场，7天回购利率比前一日上行13个基点至4.01%，两

个月及以上期限的回购利率均出现不同程度的上涨。

## 流动性或保持紧平衡

对于未来的市场资金面，有分析人士认为，机构不应预期过度悲观。

一方面，从本周央行公开市场操作来看，本周7天逆回购利率下调，14天逆回购利率持平，反映的也是目前短期资金稍好、中长期资金偏紧的现实。考虑到即将到来的月底点时，市场价格利率会惯性走高；针对交易商的实际资金需求，央行此举可以说是前瞻性地“随行就市”，对此不应过分进行负面解读。

另一方面，不能罔顾央行持续向市场投放流动性的现实，统计数据显示，本周公开市场资金净投放475亿元，为连续第三周实现资金净投放。截至本周，央行已连续11周没有从市场净回笼资金。

西南证券指出，回顾年初以

来的货币投放形势，今年货币增速为先上升、后回落的态势，而近段时间以来货币供应量增速的回落符合央行宏观调控的预期和稳健货币政策的要求。因此，下半年央行稳健的货币政策将不会发生较大的改变，并不会出现大规模的流动性释放或紧缩的动作。就现阶段而言，央行近期的公开市场操作传递出了央行的谨慎态度：既要维护货币市场短期的流动性平稳，同时避免形成长期的宽松预期。预计未来一段时间内，市场流动性将继续保持一个相对紧平衡的态势。

不过，国信证券等机构进一步指出，“620钱荒事件”的“后遗症”不小，只有央行更明确的货币政策指向，才能改变投资者目前谨慎预防状况。当前管理层与市场之间的沟通不够充分、预期引导不足、政策信号仍不够明晰等方面，亟需继续得到改善。

## 金融债再现部分流标

### 一级市场人气跌入谷底

15日，进出口银行招标发行了三期固息金融债，其中2年期和7年期品种未能招满，三期债券利率均落在招标区间上限。市场人士表示，央行14天逆回购利率意外持平进一步打压了市场情绪，加上新债招标区间较低，导致本次进出口银行新债招标再遇寒流。

进出口银行此次招标的是2013年第19、20、21期金融债。其中，第19期债券为2年期固息品种，发行金额不超过90亿元；第20期债券为7年期固息品种，发行金额不超过100亿元；第21期债券为10年期固息品种，发行金额不超过80亿元。

交易员表示，上述三期债券的实际发行金额分别为69.4亿元、28.9亿元和80亿元，其中7年期（实际剩余5年）发行量不到

计划规模的三分之一；从利率水平看，三期债券中标利率分别为4.3359%、4.4545%、4.70%，均落在进出口银行公布的招标区间上限。

市场人士表示，7月以来债券一级市场寒流不断，新债中标利率不断上行并引导二级市场持续调整。就昨日进出口银行新债而言，一方面，当日央行最新开展的14天逆回购利率持平于上期的4.10%，而市场此前预期会续降10BP，这令市场认为央行满足于当前的货币市场利率水平，进而对资金面的预期更为谨慎；另一方面，此次2年和7年期口行债的招标利率上限与二级市场接近，而在市场低迷的情况下，机构只能按利率上限投标，这在很大程度上抑制了需求。（葛春晖）

## 机构流动性预期谨慎

### 国库现金定存利率飙升

8月15日，财政部、央行就新一轮3个月国库现金定存进行招标。由于机构对中长期流动性心存担忧，且本期存款期限适中，受到机构热捧，中标利率较上期显著走高。

中债网公告显示，本期3个月国库现金定存招标量500亿元，中标利率为4.69%。与7月18日招标的同期限品种中标利率4.30%相比，本期中标利率大幅上行39BP。

市场人士表示，国库定存是商

业银行批量获取存款的重要来源之一，而本期定存正好跨越国庆和9月末，对应了长假备付和季末考核的需求，从而受到了银行的热烈追捧。另外，本周先是7天期央行逆回购利率下行幅度不如预期，后是14天央行逆回购利率意外止跌，令市场资金面情绪持续受到打压，在未来央行货币政策将维持中性偏紧的判断下，机构纷纷提高备付水平，进一步推升了本期国库定存的利率水平。（葛春晖）

## 多家企业推迟中票发行

8月以来，现券市场表现疲弱，收益率上行较快，导致新债发行市场重新陷入低迷，不少发行人不得不推后既定债券融资计划。15日，成都博瑞投资控股集团有限公司在银行间市场发布公告称，推迟原定于今年第三季度进行的3亿元5年期中期票据发行工作。

据公告显示，成都博瑞在2012年3月获得7亿元中票注册额度。该公司已于2012年4月完成4亿元中票发行，期限为5年。按原发行计划，该公司应于今年第三季度完成剩余3亿元中票的发行工作，期限为5年。但根据市场最新变化情况和资金需求情

况，该公司决定变更发行计划，余下3亿元中票拟于今年第四季度一次性发行。

据了解，近期企业推迟债券发行的情况并不鲜见，其中还有部分属于已披露相关发行公告文件而临时取消发行，甚至发行认购不足而被迫重新发行。上海清算所网站显示，仅14日一天，就有新华都实业、四川长虹电子集团、湘电集团三家企业推迟中期票据发行，这三期中票的发行公告文件均已挂网公示。13日，重庆乌江实业则发布公告称，该公司中票在原协议利率区间内认购不足，将延后重新发行。（张勤峰）

## 国开行20日增发四期固息金融债

国家开发银行公告称，定于8月20日上午增发其2013年第27、28、29、31期金融债券，四期债券合计增发规模不超过200亿元。

国开行2013年第27、28、29、31期金融债分别为1年、3年、5年、10年期固息债券，票面利率分别为3.9100%、3.9799%、4.0205%、4.1700%，均为按年付息，起息日均为2013年7月18日。本次四期增发债券

的发行量分别为不超过60亿元、不超过50亿元、不超过50亿元和不超过40亿元，缴款日均为8月22日，除增发的第27期债券上市日为8月26日外，其他三期上市日均为8月28日。

本次增发的四期债券均采用单一价格（荷兰式）招标方式，均不设立基本承销额，增发债券上市后同对应的原债券合并交易。（葛春晖）

## 财政部今招标贴现国债

### 机构预计需求偏弱

财政部今日将招标发行今年第五期记账式贴现国债。一些机构认为，目前市场对资金面预期偏谨慎，预计将削弱本期国债需求。

财政部公告显示，本期国债期限182天，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额150亿元，不可追加，于2014年2月17日（节假日顺延）按面值偿还。

中金公司报告指出，由于央

行本周续作3年期央票，且14天逆回购操作利率与上周持平，对市

场的资金面预期扰动比较大，加上本周利率品种一级供给压力大，机构对债券配置偏谨慎。而且本期贴现国债到期日在14年春节以后，对配置需求也呈负面影响。

国信证券报告亦表示，目前市场十分缺乏理性，导致国债的招标利率极不稳定，二级市场随之波动，预计本期贴现国债仍会高于二级市场的水平。（张勤峰）

## ■ 外汇市场日报

### 美元暂时承压 反弹动力犹存

□东航国际金融公司 金纬

15日凌晨，美联储官员布拉德发表讲话称，目前通胀不是关键风险，实际GDP增长在过去的三个季度内并不强劲，量化宽松的缩减应由数据决定。该讲话中性稍微偏于乐观，美元因此在亚太市场时间承压。

日本政府15日声称，经济进一步接近结束通缩，较弱的日元影响到进口物价，是推动物价趋势转变的背后因素。该消息刺激日经指数冲高，美元兑日元汇率快速冲高至98.29。但很快日本内阁官房长官菅义伟否认了有关日本首相安倍已经下令下调企业税的报道，而且财长麻生太郎声称，下调企业税不会帮助经济，也不

可能对经济造成影响，首相安倍并没有要求讨论下调企业税，第二季度GDP增长强劲，对决定销售税起到积极作用。麻生的讲话打击日经指数和风险情绪，美元兑日元随后一度回落至97.56附近，并在整个亚太市场时间承压，在进入欧洲交易时段后，该汇率才重新走高。

最近欧元区和英国的数据较好，对于欧元和英镑有利，相对美元指数形成一定的压力。不过，随着9月份美联储议息会议的逐渐临近，市场对于美联储是否会推出减少购债举措的关注正重新走高。

## 安信证券下周发行36亿公司债

### 为非上市券商首次在交易所发行公司债

□本报记者 张勤峰

行。网上发行时间为8月19日，网下发行时间为8月19日至21日，8月19日起计息。本次债券将在上交所上市交易。

本次债券前三年票面利率将根据簿记建档结果确定，询价区间为4.50%-5.20%，后两年利率由前三年票面利率加上上调基点确定。采用单利按年付息。债券由中债信用增进公司提供全额连带责任保证担保。经联合资信评定，发行人主体和债项信用级别均为AAA。

值得一提的是，本次债券由高盛高华担任主承，承销方式为代销而非常见的包销。

更引人关注的，本次债券将是国内首只由非上市券商在交易所发行的公司债券。今年3月，招商证券发行了100亿元公司债，开创了券商在交易所公开发行公司债的先河。随后，广发证券、国元证券、中信证券等一批券商先后进行了公司债发行，但发行人均为上市券商。有市场人士认为，安信证券获准在交易所发行

公司债，意味着券商在场内发行公司债的主体范围进一步扩大，是监管层放宽券商负债融资渠道的又一项举措。

据悉，目前券商发行的债券主要有短期融资券、公司债和次级债，其中公司债又包括私募发行的证券公司债和场内公开发行的一般公司债两种类型。

近两年，创新业务的快速发展，极大地提高了券商的资金需求。

截至8月15日，今年券商发行的短融券已超过1700亿元。

## 可转债融资：原股东不应错过的“免费午餐”

□中信证券 吴闻

华软件2013年7月26日发行10亿元可转债，即将上市交易，原股东优配高达8.5亿元，由于近期正股价格上涨，预计转债上市首日涨幅将达到20%左右，原股东特别是大股东参与优配的回报丰厚。

原股东参与转债发行优先配售的风险又有多少呢？自2009年以来，共有30单转债发行，只有中行、国电、南山三单转债上市首日破发，这三单转债都是发行规模50亿元以上的中大盘转债，其余27单转债均取得正回报。事实表明，中小盘转债的股东参与优配的风险很小。这一现象之所以存在，主要原因在于中小盘转债的正股价格波动率较高、需求较强、转股价存在下修空间，投资者通常给予其10%以上的转股溢价率估值，因此即使发行至上市期间正股下跌10%，转债也可获得正收益。

笔者感到可惜的是，在近年来中小盘转债上市无一破发、原股东优配回报可观的情况下，转债年均发行数量竟然不到8单。上市公司的股东方，难道就不重视可转债发行这一免费的午餐吗？原因可能

以下几方面：

其一，转债条款比较复杂。转债包含票息、转股价、转股权、赎回权等条款，上市公司及其股东方对其不够了解。实际上，不仅是上市公司，投行人员对于转债的了解也不够充分，因此市场上的可转债多数由项目经验较为丰富的大投行发行或是合资投行承销保荐。近两年来，股权再融资实施难度越来越大，转债作为再融资产品的重要性逐渐被各家券商所重视，对发行人的教育也在加强，未来上市公司及其股东方对转债产品的优质属性将有更深刻的认识。

其二，股东担心破发风险，未重视优先配售权价值。从制定融资方案到获得批文、发行上市至少需要半年，在制订方案时期，股东对未来股价难以判断，可能担心转债破发风险，没有重视优先配售权的价值。然而，如前所述，中小盘转债享受较高的转股溢价率估值，近年来上市无一破发，未来这一趋势也有望延续，因此基本不必担心。退一步说，即使市场发生突变，股东不参与优先配售即可。

一直以来，笔者对民营企业创始人的企业家精神怀有敬意，也真诚地认为，民营企业的创始人绝对不应忽视可转债这一产品。发行可转债，让包括大股东在内的所有股东分享优先配售权带来的潜在高额回报，何乐而不为呢？