

净投放再加码 流动性略改善

市场资金面预期未现明显好转

□本报记者 王辉

周四,央行开展460亿元14天期逆回购操作,交易量较上周四的280亿元明显增加,但中标利率依然持平在4.10%。本周公开市场共计实现净投放720亿元,为近10周以来最大单周净投放量。受此提振,货币市场主流利率全线回落。不过,市场人士表示,由于逆回购操作边际效应有所递减,再加上月末因素影响,短期资金面紧平衡格局依然没有打破,加之当前流动性主要依赖于央行逆回购,市场对于长期资金面的预期依旧悲观,期待未来能有进一步的流动性放松措施出现。

公开市场净投放创10周新高

央行公告显示,央行周四在公开市场上进行了460亿元14天期逆回购操作,交易量较上周四的280亿元放大180亿元,但中标利率依旧稳定在4.10%水平。

据WIND统计,本周公开市场到期共票160亿元、到期逆回购260亿元,在央行周二及周四合计开展820亿元逆回购操作之后,全周市场实现资金净投放720亿元,创下最近10周以来的最大净投放规模。

而受逆回购温和放量提振,周四银行间市场资金价格也出现小幅回落。数据显示,当日一个月以内的中短期质押式回购利率全线小幅走低,其中主流7天期及隔夜品种加权平均利率分别为4.16%和3.39%,比前一交易日的4.32%和3.57%分别下降16和18BP。但2个月、3个月等长期限品种方面,回购加权利率则多数仍较上一交易日小幅走高。

市场人士表示,伴随着月末临近,银行间市场资金价格水平本周前半周再度有所冲高,在此背景下,央行适时小幅加大资金投放力度,依然反映了现阶段维稳资金面的调控意图,基本符合市场预期。不过,从实际效果来看,资金利率若想显著下行,不足千亿的公开市

场净投放力度显然还不够。

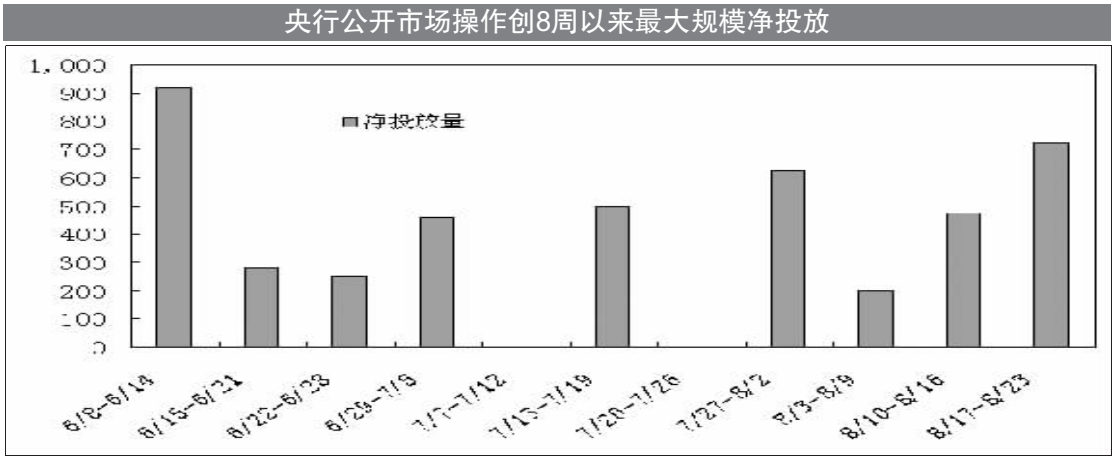
展望下周的公开市场操作,兴业证券固定收益资深投资经理朱文杰表示,考虑到下周就是月末,前期逆回购操作滚动到期也比较多,预计逆回购操作规模可能还会比本周再放大一些。不过,由于下周财政部还将进行500亿元3个月期国库现金定存招标,预计8月27日的800亿元3年期央票到期续做也还会进行。

市场预期进一步放松信号

从近期逆回购逐步放量、公开市场净投放规模增加的情况看,央行向市场注入流动性的力度在一定程度上有所加码。不过,在不少市场人士看来,这可能只是暂时受到外汇占款连续两月负增长、本周以来外围形势较为动荡以及月末资金需求集中的影响,并不代表前期货币政策中性偏紧的基调有所改变。

对于短期资金面的走向,民生证券认为,目前央行对资金面的“维稳”仍然胜于“改善”,结合月内影响超储率的因素走势及央行中性偏紧的政策取向,在没有其他力度更高的宽松信号释放前,短期内市场资金利率预计仍将维持在目前较高水平。朱文杰则站在市场需求的角度上表示,央行逆回购的量还需要继续放,操作利率也需要继续下引,否则目前资金面紧绷、资金成本高企的局面还将很难被打破。

而对于更长时间段的货币政策和资金面,国信证券机构则认为,央行在流动性调控方面仍然还有进一步放松空间。国信证券表示,在三季度后期,政策信号会否进一步破局值得关注。一方面,需要观察央行是否会继续进行大规模的逆回购投放并牵引短期利率下行;另一方面,在现阶段市场资金出现实质性缺失以及金融机构心态谨慎、囤积资金的背景下,法定存款准备金率的下降也并非是一个意外选择,在一定程度上值得关注和期待。



■ 机构观点

招商证券：仍有阶段性宽松机会

美联储QE退出对中国跨境资金流动的负面影响已经主要在6月和7月体现。预计8月和9月外汇占款显著回升,但可能小幅正增长;而等待美联储货币政策靴子落地、影响平复之后,贸易支撑下的中国跨境资金净流入的可能性较高,单边下滑的概率较低。

在流动性从紧一致预期中,仍有阶段性宽松机会。现在看,8月跨境资金流入会较7月继续改善,阶段性宽松机会所需的必要条件——外汇占款的回升已具备,唯一缺乏的就是市场对央行维稳态度的信心。而种种迹象表明,央行更强调在中周期角度防范系统性金融风险”的目标,其重要性甚至超过了“稳增长”。

东方证券：四季度流动性改善概率大

尽管央行依然维持中性的货币投放基调,债市依然尚未从“620”事件的恐慌情绪中完全恢复,货币的预防性需求增加较快,货币市场利率连续上扬。预计短期内由于实体经济增长较为稳定,货币政策明显调整是小概率事件,因此流动性将承受一定压力。9月份是流动性观测的重要窗口。9月份央票到期仅为1270亿元,货币市场有可能出现阶

段性季末紧张格局,此时央行公开市场操作的态度成为流动性的风向标。预计央行在9月份加大逆回购操作力度的可能性较大。

若9月份货币市场能够平稳度过,四季度流动性改善或成为大概率事件。主要原因有:一方面,外需的改善及监管的常规化会对外汇占款形成一定的正面作用,这一点从7月份进出口数据中充分反映出来;另一方面,四季度由于央票到期量骤减和前期逆回购到期的双重作用,央行或将启动降准+央票对冲的操作,对改善短期流动性有一定的积极作用。

瑞银证券：9月份或延续当前政策力度

7月份金融机构外汇占款减少245亿元,财政性存款增加6546亿元人民币,两项因素均导致基础货币投放减少,部分解释了7月份以来货币市场流动性迟迟难以根本缓解的原因。另一方面,央行在基础货币投放减少的同时,仍然维持了偏紧的货币政策操作。央行7月份净投放1000多亿元人民币,与财政存款和外汇占款两方面对基础货币的收缩规模相比,注入流动性的规模显然难以缓解货币市场的压力。

展望8月和9月,随着外贸形势的企稳和年中购汇因素的消退,外汇占款减少的压力可能有所缓解;财政存款的增加势头将延续至8月末,直至9月份因季末财政投放增加而扭转。如

果未来一段时间经济数据维持温和企稳态势,央行可能会维持目前的政策操作。同时,美联储退出QE和季末效应可能令资金面再生变数。

东莞银行：流动性风险仍可能在短时间内放大

虽然全球流动性收缩对我们的冲击有限,但短期冲击对于国内流动性和资产价格的影响还是很大,并有可能危及到国内的金融体系。这种危机更多可能是监管调控滞后、市场反应过度与心理恐慌集中爆发导致的结果。目前来看,维持“中性”货币政策,以不变应万变,所面临的政策风险最小,这是市场多目标监管下的最优选择。但这种选择也将使货币政策部分脱离了市场,使得政策反应滞后于市场,加大了市场的短期风险。

回溯6月份以来的央行货币政策和银行间市场的表现,我们有理由相信,央行已经主动发起了一场现实版的压力测试,并通过引导资金价格和资产价格的方式,主动预先地释放风险。如果这一观点成立的话,结合外汇占款的趋势性下降和美联储退出QE的时间表未定,我们认为,当前直至美联储启动QE退出的时间点将是流动性相对宽松的时期。而一旦到了QE退出的时间点或者确定退出的时间表,流动性短期的冲击和相关资产价格的调整将再度上演。(葛春晖 整理)

债市反弹动力：需求复苏+政策指引

□上海银行 陈玥

6月末资金面极度紧张给债市带来的惊心动魄还未平定,8月调整风暴再次来袭,债券市场各期限品种收益率水平迅速狂飙,利率隔日“暴涨”频现,一级市场新债发行成为二级交易的“梦魇”。面对亏损不断扩大的账面价值,投资者最为关心的是:本轮利率上涨背后真正的支撑是什么,利率拐点还有多远?

影响债市的因素,无非是基本面、资金面、政策面和市场供需,而对于此波“熊市”,从资金面和基本面的角度似乎都无法解释。从基本面来看,虽然PMI、工业增加值、发电量、社会消费品零售总额、固定资产投资等数据均显示经济有所企稳,但对经济全面复苏的证明力还不够。近两个月CPI持平2.7%,显示通胀水平维持较低位水平,弱基本面,低通胀”并不支持利率走高。从资金面来看,虽然央行反复强调要坚持“稳健的货币政策”,续发3年期央票的同时投放短期资金,“续发长短”的操作引发市场对利率中枢上移的担忧,但市场资金实际上并不过分紧张,隔夜回购利率仍稳定在3.5%附近。另外,虽然7月外汇占款环比减少244.74亿元,受

美国退出QE影响,热钱流出的压力也在加剧,但央行对短期资金调节的灵活性在增加,极度钱荒”再现的概率并不大,因此,资金面也并非近期债市利空因素。

就债券供需而言,从债券发行来看,今年3、5、7月发行量较大,均超9千亿(数据取自WIND),但结合债券到期分析,6-8月债券净发行额却不大,尤其是8月净发行额不到500亿,因此,疲弱的市场需求才是引起本轮上行的直接原因。

结构调整引致需求疲弱,进而引发利率调整。经历了6月、7月流动性极度紧缩后,商业银行意识到了监管机构促使其调整资产负债表的决心,逐渐降低了资产规模增速,同时拉长负债久期,7月社会融资总量锐减至8088亿元,创下2011年11月以来新低,其中,人民币贷款占比升至86.5%,佐证了商业银行“去杠杆”的行为。银行为为了腾挪流动性,首先受到挤压的,就是流动性较好的票据和债券。5月以来市场利率震荡上行,8月达到历史高位。截至昨日收盘,7年国债成交于4.0%,10年国债成交于4.03%,5年金融债成交于4.67%附近,利率水平已高于08年以来的3/4分位数水平,且离峰值也仅30-50bp。

■ 交易员札记

□中国邮政储蓄银行 王雄威

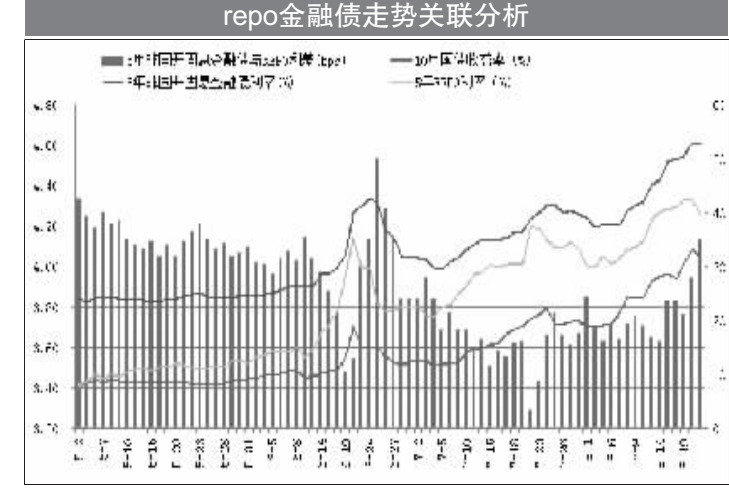
周四(22日),在经过前期收益率大幅上涨,特别在10年期国债突破4%的历史点位之后,债券市场收益率出现小幅高位回调。但市场心态较为脆弱,仍在徘徊中寻找方向。受央行460亿逆回购稳定市场预期影响,隔夜、7天利率有所下滑,但跨月资金利率依然维持高位。

利率债方面,新发1.5年农发债中标利率分别为4.40%、4.6449%,符合市场预期,与二级市场水平也较为一致。因此,没有

再次出现先前一级市场中标利率频频大幅高于二级市场,进而拉升二级市场收益率的局面。现券收益率率端总体小幅下行2个BP左右,短端小幅上扬。市场交投相对较为活跃,投资户热情有所回升,交易户卖出买入方向皆有。

信用债方面,短融交投较为活跃,买盘收益率受逆回购影响大幅下行,上午买盘集中于半年内高评级优质券种,下午询盘较多的品种则为低评级券种。中票市场交投相当活跃,各个期限品种交投稳健。

影响昨日市场走势的因素包括:其一,央行在昨日开展了460亿



值得一提的是,虽然债券市场利率跳涨,但我们结合利率互换却可以发现,互换利率涨幅并不及现券。数据显示,近期5年非国开金融债收益率与5年REPO IRS的利差有扩大之势,且为正值,说明投资者并不认可基本面和资金面对当前现券收益率的支撑,只是被动接受了需求偏弱的事实。

利率拐点出现尚有待政策信号指引。短期来看,本轮债市经历一定程度“超调”后或许存在交易机会,如果央行进一步放松流动性,比如下调回购利率、暂停3年期央票续发,或者经济复苏出现波

折,短期交易机会将会被诱发。当然,能由此转入“牛市”,还需要需求恢复给予支撑。监管部门政策力度的变化、商业银行资产负债结构调整进度、主流资金入市参与的时间点和力度等是我们判断利率拐点的重要信息。因此,在政策信号未明朗、配置需求未激发前,债市收益率高位震荡的走势还将延续。

中期来看,经济企稳、通胀回升、利率市场化进程加快、银行资产负债结构调整抬高利率中枢,均对债市不利。其中,利率市场化和银行资产负债结构调整还将对债市未来定价体系产生深远影响。

债市小幅盘整 徘徊中寻找方向

元的逆回购操作,本周净投放资金720亿元,短期内暂时安抚了市场情绪;其二,8月汇丰PMI初值大幅反弹至50.1,创自今年4月以来的最高值,实体经济活动有所回暖,但市场对宏观经济短期复苏的判断基本确定,其影响也在前期有所消化,另外近期债市主要受资金面和政策面影响,PMI数据影响对其并不显著;其三,债券市场利率经过前期的一路攀升之后,配置机会日渐显现,投资户买债情绪已较之前有所回升,稳住了市场利率;其四,下周公开市场央票到期1020亿元,央票续发概率较大,且

临近月末,预计市场资金面将会出现一定的紧张。总体来看,利多利空因素胶着,市场观望态度浓重,继续在徘徊中寻找方向。

短期来看,虽然长端带动收益率曲线小幅下行,但资金中枢和政策方向的不明朗,使得大多数机构仍倾向于谨慎观望。中长期来看,资金面紧平衡状态仍将延续,经济温和复苏中,市场不断揣测着央行的态度。在没有明确资金和货币政策信号之前预计市场将仍然以震荡为主。不过,从历史均值来看,当前债券已显现出较好的配置价值,建议根据节奏逐步小幅加仓。

受PMI数据利好提振 人民币即期汇率结束三连阴

8月22日,尽管隔夜美元走强带动人民币兑美元汇率中间价小幅回落,但受8月PMI数据利好提振,境内银行间外汇市场上的人民币即期汇价却强势上涨,一举结束了前三个交易日的连续下跌走势。

隔夜国际外汇市场上,由于最新公布的美联储7月会议纪要显示,美联储官员近乎一致支持从今年晚些时候开始放缓资产购买,投资者对于美国量化宽松政策退出的预期重新升温,从而触发美元上涨。截至纽约汇市收盘,美元指数收报81.32点,较上一交易日走高0.47%。受此影响,22日人民币中间价小幅贬值。据中国外汇交易中心公布,当日人民币兑美元汇率中间价报6.1698,较上一交易日回落23个基点。

即期市场方面,在中间价走低带动下,人民币兑美元即期汇价低开于6.1240,随后快速跌至

6.1272附近。不过,随着8月份汇丰中国PMI初值的公布,该即期汇价从10点左右开始快速反弹,盘中一度再次逼近6.12关口。最终,尽管昨日美元在国际市场对多数货币仍继续走高,但人民币兑美元即期汇率仍以上涨结束,尾盘收报6.1211,较上一交易日上涨23基点或0.04%。

数据显示,8月份汇丰PMI初值较上月大幅回升,重回50荣枯线上方。市场人士认为,亮丽PMI数据指标显示近期稳增长政策对制造业产生了积极效用,中国经济温和复苏的概率相应增大,而这也将对人民币保持稳步升值构成有力支撑。不过,市场人士亦指出,虽然人民币仍具备中长期升值的动力,但美联储退出量宽、美元走强仍将在一定程度上压制人民币升值步伐,预计短期内人民币汇率将更多呈现双向震荡格局。(葛春晖)

农发行新债招标结果平淡

中国农业发展银行8月22日上午招标两期固息新债,中标利率均落在市场预期范围内。其中,5年期品种因收益较高、期限适中,缴款日在下月初更受青睐,认购超过两倍。

农发行昨日招标的是该行今年第18和19期金融债券,均为固定利率品种,其中,第18期债券期限1年,计划发行100亿元;第19期为5年期13农发12的增发债券,增发规模为80亿元。

据交易员透露,农发行1年期新债中标利率为4.40%,5年期增发债的发行参考收益率为4.6449%,均落在市场预期范围内,略高于前一日二级市场估值水平;两期新债投标倍数分别为1.56倍和2.31倍。

财政部、央行27日 招标500亿元国库现金定存

中央国库现金管理操作室22日发布公告称,财政部、人民银行定于8月27日进行2013年中央国库现金管理商业银行定期存款(七期)招投标。本期操作量500亿元,期限3个月(91天),起息日为8月27日,到期日为11月26日。此次将是财政部、央行本月第二次进行国库现金定存操作,增加了月末银行体系流动性供应。

财政部、央行在8月15日曾进行今年第六期国库现金定存的招投标。该期操作500亿元,期限同为3个月,在招投标时点上比通常

的略早,当时即有市场人士猜测,月内可能进行两次国库现金定存操作。此前在7月份,财政部、央行也曾两次开展国库现金定存操作,操作量合计1000亿元。值得一提的是,7、8月份均无国库现金定存到期,就整个银行体系而言,相应操作将全额实现净投放,增加银行流动性供应。在资金面偏紧的背景下,相关部门加大国库现金定存操作的频次和规模,体现了稳定银行体系流动性、盘活存量财政资金的用意。(张勤峰)

今年以来部分国库现金定存发行/到期情况					
发行到期	发生日期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	期限(月)
国库现金定存	2013-4-23	400	4.5000	-30.00	6
国库现金定存到期	2013-4-25	500	4.5000	18.00	6
国库现金定存到期	2013-5-14	500	4.7000	20.00	6
国库现金定存	2013-5-23	400	4.8000	30.00	6
国库现金定存到期	2013-5-23	500	4.8000	10.00	6
国库现金定存	2013-6-20	400	6.5000	170.00	6
国库现金定存	2013-7-11	500	5.0100	-149.00	6
国库现金定存	2013-7-18	500	4.3000	30.00	3
国库现金定存	2013-8-15	500	4.6900	39.00	3
国库现金定存	2013-8-27	500			3

国开行27日招标五期固息金融债

国家开发银行22日发布公告,将于8月27日通过中国人民银行债券发行系统招标发行2013年第三十六期1年期、第三十七期3年期、第三十八期5年期、第三十九期7年期和第四十期10年期固定利率金融债券,分别不超过70亿元、60亿元、70亿元、50亿元和40亿元,总计不超过300亿元。

国开行本次发行的第三十六至四十期债券,债券固定面值,均采用单一利率(荷兰式)招标方式,不设基本承销额。本次各期债券将于8月27日上午招标,第三十六、三十七、三十八期债券缴款日和起息日为8月29日,第三十九、四十期债券缴款日和起息日为9月2日,第三十六期债券上市日为9月2日,第三十七、三十八期债券上市日为9月4日,第三十九、四十期债券上市

日为9月6日。利息按年支付。从发行历史数据来看,本批债券将是国开行今年第四批按组发行的固定基准利率债券。而值得注意的是,自7月下旬以来,国开行不再对固定基准利率、定存浮息基准利率和Shibor浮息基准利率进行交替滚动发行,最近发行的四组债券均为固定利率品种;同时,对各品种的发行规模、缴款安排等作出一定调整,比如减少7年、10年等中长期品种发行规模,差别化安排分销和缴款等。市场人士表示,7月中下旬以来,一级市场需求低迷,而国开债供给规模较大,所受影响比较明显,为适应市场环境的变化,国开行对相关债券发行品种、条款和日程安排做出调整,体现了国开债发行制度一贯的灵活性。(张勤峰)

国泰君安27日招标35亿短融券

国泰君安证券股份有限公司22日发布公告,将于8月27日招标发行35亿元的90天期短期融资券。

本期债券为国泰君安证券今年第七期短期融资券,将通过招标发行的发行方式在全国银行间债券市场公开发行;采用固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,在债券存续期内利率不变,本期短期融资券采用单利按年计息,不计

复利。时间安排方面,招标日为8月27日,分销日为8月28日,缴款日和起息日为8月28日,29日起上市流通。2013年11月26日到期一次性还本付息(节假日顺延)。

本期债券无担保,经中诚信国际信用评级有限公司综合评定,发行人的主体评级为AAA,本期短期融资券的评级为A-1,评级展望为稳定。(张勤峰)