

逆回购如期放量 资金面季末无忧

□本报记者 葛春晖

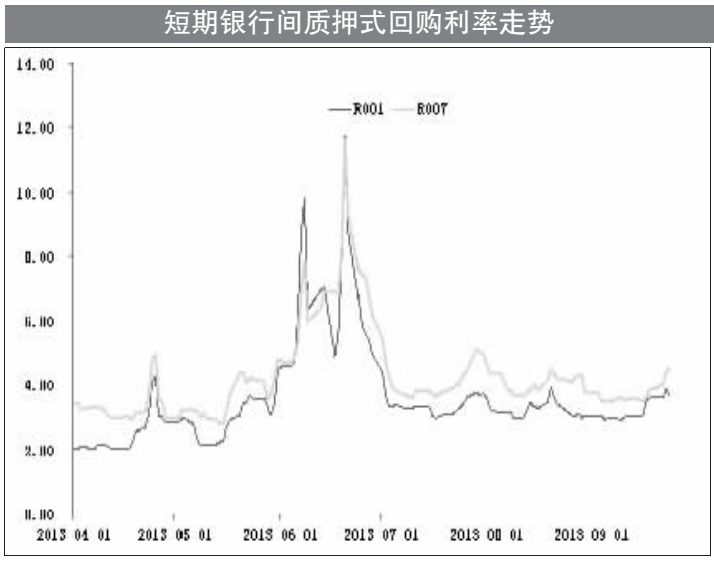
周二，央行开展880亿元6天期逆回购操作，交易规模创下7月底重启以来的最高水平，交易期限则因国庆长假因素而适当调整。分析人士指出，6月“钱荒”过后，央行通过在公开市场持续“收长放短”，传递出明确的维护短期资金面稳定信号，因此本次逆回购放量符合市场预期，预计季末之前资金利率虽然仍有一定上行压力，但资金面保持总体稳定已无悬念。

逆回购规模创本轮新高

在季末和国庆长假双重考验即将来临之际，银行间市场吃下一颗定心丸。周二（9月24日），央行在公开市场以利率招标方式开展了880亿元6天期逆回购操作，交易量创下该货币调控工具自7月底重启以来的最高，较上周二的100亿元则大增逾7倍。

据Wind统计，本周公开市场上共有50亿元央票和180亿元逆回购到期，如果央行不进行操作，本周将出现130亿元的自然净回笼。而周二央行投放880亿元之后，再考虑到周四还有一次例行操作，本周公开市场已提前锁定至少750亿元的资金净投放。

交易员表示，事实上，银行间市场对于本次央行逆回购放量已



有预期。一方面，随着季末临近，近期银行间市场资金供需关系日趋收紧，本周一各期限资金利率均显著上涨；另一方面，在6月资金面剧烈波动之后，央行维护短期资金面适度稳定的态度十分明朗。因此，虽然中秋节前央行逆回购规模一度持续收缩，但市场对于国庆节前最后一周央行逆回购重新放量仍满怀信心。

值得一提的是，据交易员称，本周二，公开市场一级交易商接到的询量标的为7天、14天逆回购以及28天正回购、3个月央票，其中并无6天期逆回购。对此，交易员表示，这应该是央行为了适应

国庆长假而做出的调整，因7天期逆回购到期日恰逢10月1日，如果按照惯例到期日顺延至10月8日，实际期限达到14天，这将给7天逆回购定价带来一定难度。而作为货币市场利率的基准，公开市场操作利率具有很强的信号意义，此时调整将不利于货币市场利率保持稳定。事实上，此类非常规期限逆回购操作以前就出现过。如今年1月5日，央行曾因元旦放假导致的工作日调整而开展了5天期逆回购操作。

隔夜回购利率显著回落

伴随央行逆回购大规模放

量，昨日银行间市场资金面随即好转。从资金利率来看，虽然跨季末和国庆长假品种仍在上行，但成交量最大的隔夜资金融出量明显增加，隔夜利率相应显著下跌。数据显示，昨日银行间质押式回购市场上，隔夜回购资金下午一度出现减点融出，最低成交于3.00%，最终加权平均利率收于3.64%，较上一交易日下跌24BP；跨季末和国庆节的7天、14天回购加权平均利率分别上行12BP、23BP至4.52%、4.95%。

市场人士表示，由于季末、假期冲击还有待进一步释放，且25日将有法定存款准备金例行缴款，预计月底前资金利率仍有一定的上行压力，但考虑到央行有望继续施予援手，银行间市场资金面平稳度过季末和节假日已几无悬念，资金利率上行空间也已经有限。

进一步看，分析人士认为，跨过季末时点后，四季度银行体系流动性在中性货币政策下延续紧平衡的概率较大。

就四季度的货币政策而言，货币当局主动收紧和放松的空间都有限。一方面，我国经济在四季度有重新减弱风险，且美联储四季度退出QE的可能性也在上升，经济稳增长仍需货币政策支持；另一方面，四季度通胀受基数影响会小幅上升，而且利率点。美联储此次会议缓释了新兴国家的资本流出压力，8月份外汇占款和财政存款对中国基础货币造成的负面影响已经大幅减少，这将与美联储延迟缩减QE形成合力，修复当前恶化的流动性预期。

中信建投：有望平稳度过季末

美联储在9月份议息会议上并未如预期开始缩量QE，美元近期走强较难，有助于外汇占款进一步恢复。8月份金融机构外汇占款恢复至273亿元，较6、7月有明显改善。结合目前趋势和QE延迟的靴子落地，预计9月新增外汇占款可能超越8月，但大幅回升难度依然较大。预计9月下旬及10月第一周由于商业银行上缴存准而资金略紧，但在目前大环境下仅是季节性时点波动。

总体看，QE风波尘埃落定，资金外流预期暂时缓解。考虑到出口好转、人民币升值及外汇占

市场化改革带来的金融扩张风险也要求货币当局从严控制流动性闸门。

在中性货币政策背景下，外汇占款增长和财政存款投放成为四季度市场最为关注的流动性影响因素。不过，目前机构普遍认为四季度外汇占款虽然会有所增长，但很难回升到单月1000亿元以上。财政存款方面，机构观点则出现了较大分歧。如中金公司认为，国库现金存款投放（三季度国库现金定存规模显著高于以往）、财政存款季节性投放、房地产投资放缓等因素均有利于财政存款的投放，因此财政存款仍是四季度流动性改善的重要因素。申银万国则指出，即便是可能有少量财政存款提前投放，但主要还是集中在年底最后几天，因而对整体流动性影响有限。

有市场人士表示，央行前期持续“收长放短”以及公开市场利率自8月中旬以来持续走平，已经表明了其“长期不松，短期不紧”的立场，这意味着未来货币利率中枢大幅向下或向上的空间都将有限。数据显示，8月份隔夜、7天回购利率的月度均值分别为3.24%、4.09%，9月至今为3.18%、3.73%。申银万国预计，四季度隔夜、7天回购利率中枢或依然保持在3%、3.8%以上。

光大证券：市场流动性逐步修复

随着新增外汇占款流入增加，9月份财政存款显著投放，以及银行资产负债结构调整短期内趋于完成等利好因素，银行间市场流动性逐步修复。本周逆回购到期180亿元，央票到期50亿元，自然形成净回笼130亿元。预计央行常态化逆回购操作仍将继续进行，货币政策维持中性偏紧的政策态度不变。我们认为，下半年资金利率中枢将较上半年3%附近的水平有所抬升，7天回购利率将位于3.3%-3.8%区间。资金面将维持小幅改善的局面，预期拆借利率水平将保持在3.5%附近的适中水平。（张勤峰 整理）

多家公司推迟中票发行

四季度信用债供给或适度恢复

南京城建昨日发布公告，决定将原定于今年二季度发行的9.8亿元中期票据变更至第四季度发行。而值得一提的是，上周乌兰煤炭、史丹利化肥、龙净环保等也相继宣称，将延后原定于今年第三或第四季度发行中期票据的计划。自6月以来，每每临近月末，企业推迟或取消债券发行几乎成为一种普遍现象。

市场人士认为，季末流动性易现波动，致使融资成本上升，影响了债券发行人的发行意愿，同时也加大了债券发行承销的难度，是造成上述现象出现的主要原因。而过

去一段时间债券发行推迟或发行失败的多发，直接导致整个三季度信用债供给相比前两季度和往年同期明显萎缩。一些机构预计，度过三季度末后，下一季度情况将会有所改观，但供给仍难以回到去年四季度的高位。一是，经过市场调整后收益率上行，目前信用债相比贷款融资成本已没有太大优势，中高等级债券的供给可能需要在收益率出现比较明显的回落后才能重新显现。二是，今年四季度债券到期量明显超过去年同期和今年上半年，有利于降低净供给压力。（张勤峰）

五矿股份3日将发行30亿超短融

中国五矿股份有限公司24日发布公告称，将于9月25日至26日发行其2013年度第八期超短期融资券。本期超短融发行规模30亿元，期限180天，中国工商银行为主承销商，交通银行为联席主承销商。

相关公告文件显示，五矿股份本期超短融将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，按面值发行，采用固定利率，发行利率通过簿记建档程序确定。时间安排方面，本期超短融发行日为9月25日至26日，缴款日和起息日为9月27

日，9月29日起上市流通。2014年3月26日（节假日顺延）到期一次性还本付息。

本期超短融无担保。经中诚信国际信用评级有限公司综合评定，发行人主体长期信用等级为AAA。

由于超短融资续期限较短，发行人往往采取滚动发行方式，且单只发行规模较大，自2010年推出以来，超短融发行量在全部短融券中占比不断提升。据Wind数据统计，今年以来超短融发行总额已达到5720亿元，占到全部短融券的四成左右。（张勤峰）

新债招标结果差强人意

利率债供需矛盾有望适度缓解

□本报记者 王辉

24日，国家开发银行对五期关键期限固息金融债进行了增发行招标，进出口银行也就该行今年第26期2年期固息金融债进行招投标。招标结果显示，两家银行此次招标的各期新债中标利率普遍高于机构预测均值。分析人士表示，临近季末，出于对流动性状况的担忧，机构操作谨慎，不利于新债定位。不过，从年内来看，利率债阶段性供应高峰正逐步进入尾声，四季度压力会有所缓和，市场在运行格局上预计仍以弱市调整为主，不过调整幅度将有所放缓。

中标利率高于预期

来自交易员及中债网的消息显示，国开行周二上午招标的五期固息增发债，一至十年期品种中标收益率分别为4.4849%、4.7050%、4.7811%、4.8480%和4.8731%，认购倍数分别为2.81倍、2.45倍、2.38倍、4.80倍和2.35倍。交易员表示，本次增发的各期债券发行规模均为50亿元，发行总量并不算大，尽管当日央行推出880亿元的大额逆回购缓解了国庆节前的资金面紧张局面，但中标利率却普遍高于市场预期。

进出口银行周二下午招标的100亿元2年期固息债，尽管认购倍数也达到了2.75倍，但4.6757%的加权中标利率，同样高于此前4.62%的市场预测均值。有交易员指出，在美国招标方式下，机构

博高位心态更为突出。

对于两只新债的发行结果，分析人士指出，现券收益率回落呈现出“后继乏力”的状况，市场进一步做多的信心不足。

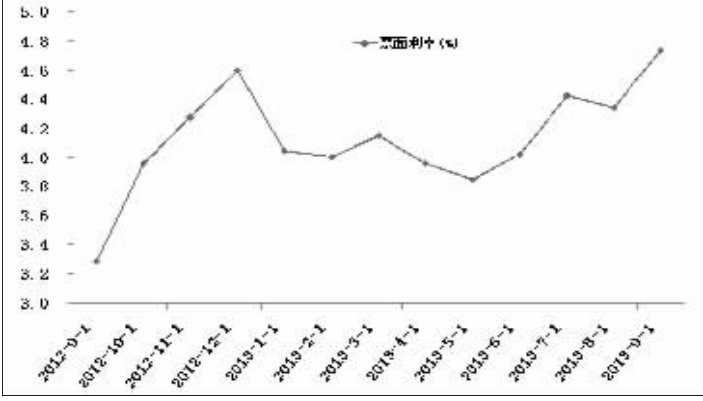
供给压力或有所缓和

三季度以来，利率债的供给对债券市场的冲击和影响较以往更为明显。一级市场频繁出现发行利率高于预期的状况，成为二级市场收益率上行的重要原因之一。目前来看，伴随着三季度供应高峰期进入尾声，四季度新债供应形势有望出现缓和。

华泰证券指出，年内利率债的供给冲击将略有缓和，预计四季度国债和政策性金融债将分别有2600亿元和2000亿元左右的净融资规模。中信建投也表示，四季度利率债供需矛盾将有望出现一定的缓解。

不过，机构认为对四季度整体供需形势也不宜过于乐观。来自申银万国的测算显示，四季度一级市场将有约3400亿元国债、约744亿元地方债、约2450亿元国开债、约1100亿元口行债、约1640亿元农发债的发行。在供应节奏方面，从每周利率债的平均发行量上看，预计在10月份市场将难以感受到供给节奏的缓和，一直到12月份才出现明显下降。因此该机构强调，四季度利率债仍然存在趋势性行情。在此背景下，四季度市场在运行格局上预计仍是弱市调整，不过相比三季度的调整幅度将有所放缓。

金融债发行利率走势



■ 新债定位 | New Bonds

13农发23		预测中标利率区间【4.64%，4.76%】			
债券期限	3年	计划发行额	100亿元	计息方式	固定利率
付息方式	按年付息	招标方式	荷兰式	招标日	9月25日
起息日	10月9日	上市日	10月14日	手续费	0.05%

国信证券：9月汇丰PMI初值创六个月新高，反映了中国经济景气度在逐渐增强。近期一级市场的缓解和宏观面以及外汇占款的好转，带动市场收益率有所下行，有利于本期农发债招标。综合各方面因素，预计中标区间为4.72%至4.76%。

国泰君安：汇丰PMI初值仍显示经济表现向好，而美联储维持QE规模尽管缓和和市场悲观情绪，但央行货币政策存在收紧的

可能性，短期内利率债仍将维持宽幅震荡。预计13农发23中标利率有望落在4.64%至4.68%。

国海证券：9月份的利率债供给高潮已告一段落，配置户在较高利率水平下加大了配置力度。接下来，利率债收益率在国庆后供给的冲击下仍会有所反弹，但随着跨季因素的消失，收益率难以回到此前的水平。预计13农发23中标利率为4.65%至4.70%。（王辉 整理）

QE退出对中国债市影响有限

□渤海银行 蔡年华

美联储可能退出量化宽松QE被视为中国债券市场一项重要的外部冲击因素，市场也对其给予较多的关注。但9月份QE延迟退出，国债收益率经历短暂的快速回落，又重新回到节前水平。因此，我们不得不重新审视QE对国内债市的影响路径和效果。

一般而言，QE推出将通过两条路径影响中国债券市场，即，经济基本面和市场流动性。基本方面，QE退出会使美元指数上升，人民币兑美元出现贬值，有助于提高我国的出口规模；另外，以美元计价的大宗商品价格有可能出现回落，有助于降低国内通胀预期。从基本面来看，QE退出对债市的影响主要取决于其对通胀率与经济增长影响的相对强弱。流动性方面，QE退出将直接导致市

场美元流动性缩减、热钱流出，进而造成国内流动性紧张，因此，从流动性角度看，QE退出对债市影响偏负面。但是，由于QE对国内基本面和资金面的影响具有时滞，政府和央行也可根据市场情况进行相应的对冲，因此实际影响可能大打折扣。

以往历次QE对中国债券市场的实际影响也验证了上述判断。QE1推出时，中国10年期国债收益率下行了近50bp，持续一个半月，但此时叠加央行放松货币政策，市场进入降息周期。QE1退出时收益率上行仅8bp，持续时间仅一周。QE2推出时收益率不降反升，彼时央行收紧货币政策，进入加息周期；QE2退出时收益率上行10bp左右。QE3推出时市场波动较大，但更多受国内因素的影响，未出现明显的下行趋势。单纯从历史数据看，QE推出

幅度的下行，1年期成交在3.58%，3年期成交在3.85%，7年期成交在4.02%；政策性金融债方面，1年期国债成交在4.54%附近，国开债成交在4.57%，3年期国开债成交在4.76%，非国开债成交在4.75%。

受逆回购影响，短融买盘有所增多，成交活跃，收益率略有下行，半年的超AAA券种13铁道CP001成交在4.99%，短券12华能

对国内债市的影响不明显，QE退出拉动收益率上行，但幅度有限，影响周期较短。

今年6月份以来，由于流动性一直是市场关注的焦点，因此QE是否退出就变得尤为关键。在9月份美联储议息会议之前，市场担忧QE退出会给国内流动性造成较大的冲击，因此收益率出现较大幅度的上行。随着美联储意外宣布维持QE规模，10年国债收益率在9月22日大幅下行近10bp，但随后汇丰PMI数据公布，经济向好的预期使得收益率回调至节前水平。QE退出延缓并未给市场带来实质利好。

因此，市场应该重新审视此前的判断，QE是否退出对中国债市的影响无论从深度和广度都较为有限。当前影响国内债市的主要因素依旧经济稳增长企稳向好且流动性平稳。随着季末

集CP004多笔成交在4.91%，接近1年的13北控集CP002成交在5.15%。中票交投活跃度有一定提升，AA附近券种成交较多，收益率稳中有降。如5年期的13乌国资MTN1下行2bp成交在6.60%，AA+券种13清控MTN1成交在5.65%附近。企业债需求集中在AA附近5至7年的跨市场品种，如5年多的12锦阳科发债成交在6.75%，6年多的12张经开发债成

逆回购助交投回暖

短端收益率下行较明显

□长江证券 斯竹

昨日，央行公开市场进行了6天880亿元的逆回购操作，单日净投放资金800亿元。资金面全天呈现先紧后松的态势，整体较前一交易日有所放松。债市交投热情在资金面的支撑下有所回暖，短端收益率下行较为明显，长端收益率保持稳定。

国债方面，收益率呈现不同

正股回调

转债涨跌互现

周二（9月24日），伴随着A股市场回调，沪深市场可转债走势分化，华天转债大涨逾5%，重工转债也重回涨幅榜前列，川投、民生等品种则出现较明显调整。

具体看，昨日两市正常交易的可转债共20只，其中11只收盘下跌，另9只只收红盘。在正股涨停的刺激下，华天转债收盘上涨5.62%，遥遥领先；重工转债紧随其后，全天上涨1.59%，正股中国重工上涨3.78%。交易员表示，截至昨日收盘，重工转债转股溢价率为负1.38%，走势高度依赖正股，短期正股上涨或将带动转债价格上行，但须关注赎回压力，机会较难把握。下跌品种方面，川投、民生转债昨日跌幅双双超过1%，工行和中行两只银行转债也均录得下跌。

海通证券最新报告指出，改革、经济反弹和流动性改善共同驱动了本轮权益和转债反弹，目前经济反弹出现波折，但QE未退利于流动性改善延续，改革预期进入检验阶段，未来行情波动或将加大。大盘转债与经济关联显著，与改革关系不大，应谨慎参与；鉴于关注与流动性改善和改革相关的小盘转债，继续波段操作博取超额收益。（张勤峰）

国债期货量价齐跌

□本报记者 王辉

经过前几日的探底回升后，周二（24日）国债期货小幅走软，成交萎缩。

具体而言，24日国债期货三张合约低开后续维持震荡，早盘波动幅度较大，午盘后窄幅震荡，收盘全线小幅收跌。市场交投再度趋于冷清，三份合约累计成交5224手，较前一日萎缩三成。其中，主力合约TF1312收报94.340元，跌0.02%，成交5063手，日减仓34手；TF1403合约报94.430元，跌0.03%，成交123手；TF1406合约报94.482元，跌0.02%，成交38手。

瑞达期货表示，周二央行公开市场逆回购放量，缓和资金紧张情绪，但央行紧平衡手法没有变，节前季末银行间市场资金预计仍会较为紧张。在此背景下，预计国债期货价格短期维持弱势震荡，TF1312在94.380元附近压力较大，支撑则在94.180元附近。天风期货认为，目前期债合约TF1312期价仍位于相对高位，日内逢高放空操作相对稳妥。建议投资者轻仓试空，预计近期TF1312或位于94.200元至94.400元的区间内震荡下行。