

逆回购“托底” 短期资金面无忧

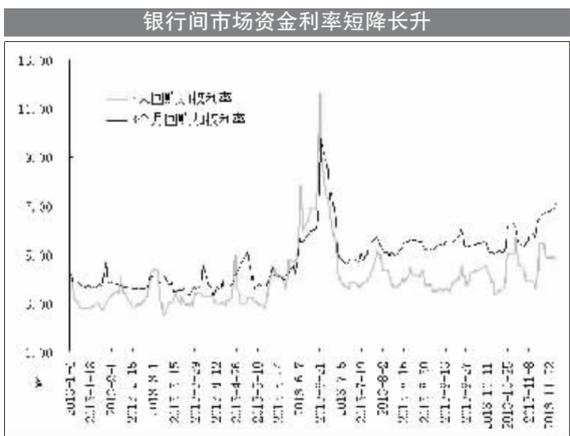
“三座大山”制约资金面深度改善

□本报记者 葛春晖

周二,央行在公开市场开展320亿元7天期逆回购操作,结合周一对到期央票未予续做,继续向市场释放维护短期资金面稳定的信号。分析人士指出,伴随平安转债申购资金解冻以及商业银行月末考核筹备工作趋于结束,预计月底前短期资金利率有望持续下行,但降幅或有限;从中长期来看,年末和明年春节的资金需求高峰、管理层继续通过中性偏紧货币政策倒逼金融机构去杠杆以及利率市场化抬升利率中枢等因素,仍将对资金面的改善形成制约,资金面紧平衡格局可能会在较长时期内成为常态。

央行维稳 短端利率连降

11月以来,央行通过对公开市场操作进行灵活微调,不断传递出保持货币调控中性偏紧,同时又“托底”短期流动性,维护短期资金利率总体稳定的政策性信号。上半月,伴随货币市场利率连续下行,7天回购利率跌破4%关口,央行连续两周暂停14天逆回购操作,7天期逆回购操作规模也跌至百亿元以下,资金利率由此逐渐止跌回升;下半月,在货币市场利率持续上行,7天回购利率反弹至5%附近之际,央行重新加大逆回购投放并在上周四重启了14天逆回购操作,资金利率随之出



现缓慢回落。

本周,月末、年末考核因素继续令银行间市场资金面承压,央行在公开市场则继续“维稳”操作。公告显示,央行26日再次开展320亿元7天期逆回购操作,操作利率持平于4.10%,交易量虽较上周二略降30亿元,但总体仍处于10月中旬以来的较高水平。另有信息显示,央行周一并未按照7月以来的惯例对周二到期的10亿元央票进行续做。有市场人士表示,虽然本期央票未被续做可能有其自身规模较小的原因,但也在一定程度上表明了央行维稳资金面的意图。

从资金利率走势看,央行逆

回购操作确实给短期资金面注入了有效的“稳定剂”。11月以来,银行间质押式回购市场上隔夜、7天回购利率分别运行在3.35%-4.60%和3.60%-5.45%区间,上周二(19日)以来呈现持续缓慢下行态势。昨日,两项资金利率分别收于3.79%、4.76%,较周一分别下行11BP、10BP,显示短期资金供需情况继续改善。

交易员称,平安转债申购资金将于28日解冻,加上上月末财政资金投放以及商业银行筹备月末考核趋于结束,预计月内剩余时点上短期资金利率有望继续下行;但考虑到本周还将有500亿元国库现金定存到期,且周四是否再

次开展14天逆回购操作仍存变数,资金利率下行的幅度或有限。

数据显示,本周公开市场有10亿元央票和350亿元逆回购到期。央票到期未予续做、周二央行开展320亿元逆回购之后,本周公开市场仅剩20亿元资金缺口需要对冲,但若考虑到国库现金定存到期,则两项业务形成的资金缺口仍达到520亿元。

预期谨慎 中长端利率续升

尽管近日短端资金利率持续下行,但在市场人士看来,这只是反映出资金面紧张程度有所缓和,并不代表资金面出现了实质性好转,也不代表市场上对于中长期资金面的悲观预期有所改观。

事实上,从资金利率的盘面表现上,也能看出一些端倪。一方面,近日主流交易品种利率通常跳空低开,进而引领加权利率下行。据交易员反映,这可能暗含了管理层进行利率指导的因素,而实际资金融入难度并未明显下降。另一方面,在短端利率下行的同时,中长期资金利率仍在稳步攀升。数据显示,昨日14天及以上期限回购加权平均利率仍悉数报收于6%上方,其中,21天至2个月品种自11月下旬以来连续上涨,3个月品种则在昨日一举突破7%至7.12%、创下6月“钱荒”过后的最高水平。

分析人士指出,中长期资金利率高企,反映出机构对未来资金面形势的担忧,而这种担忧可能缘于三方面考虑:首先,未来两个月年末考核、春节备付相继而至,届时可能发生的资金需求高峰让商业银行不得不未雨绸缪。特别是近年来由于银行同业业务快速扩张,甚至大型商业银行也加入到追逐同业利差的大军当中,从资金净融入方变成资金融入方,使得银行间流动性在季末年末等敏感时点通常呈现系统性紧张局面。其次,稳定的基本面将继续为管理层实施中性偏紧的货币政策,从而倒逼金融机构去杠杆提供空间。第三,我国利率市场化改革进入最后攻坚阶段,而国际经验显示,在利率市场化完成之前,货币市场利率中枢通常会呈现整体抬升。如此看来,从一年左右的中长期角度而言,整体资金面都可能会易紧难松。

不过,分析人士同时指出,在全球经济缓慢复苏,外汇占款增速放缓、被动投放压力缓解的情况下,货币市场流动性的松紧最终仍掌握在央行手中。正如11月以来市场所见到的,央行通过对公开市场操作工具的适度调整,最终将短期资金利率维持在了一年中枢上移、相对稳定的波动区间范围之内。预计未来一段时期内,市场资金面仍将稳定在整体紧平衡状态。

一级市场继续回暖 国开行新债中标利率低于预期

国家开发银行26日对该行2013年第44、45期金融债进行了第三次增发。发行结果显示,在近期市场悲观情绪有所缓和的背景下,国开行两期增发债中标利率均略低于市场预期。

本次国开行招标的两期金融债期限分别为3年和5年期,发行规模均为50亿元。刊登在中债网及来自市场交易员的消息显示,两期债券经招标确认的中标参考利率分别为5.4878%和5.5333%,均略低于此前机构给出的5.51%、5.58%的中标利率均值。

交易所信用债跌势趋缓

周二,央行延续大额逆回购交易,一定程度缓解了市场紧张情绪,交易所信用债市场跌势趋缓,个券涨跌互现。

企业债方面,沪市企业债跌多涨少,深市则涨跌参半。城投类如沪市AA+级12辽国投融资利率下行8.86BP,AA级12阜城投上涨8.55BP,09鹤城投上涨5.34BP,深市AA+级08铁岭债上涨2.97BP,AA级09怀化债回落8.02BP,产业类企业债如AA+级10凯迪债上涨1.52BP,AA级11豪伦债上涨2.04BP。

公司债收益率多数惯性冲高,但涨幅收窄。AAA级11上港01

认购倍数方面,3年期品种全场投标倍数为2.16倍,5年期品种投标倍数为2.34倍,属于近期利率债认购相对较高的水平。

分析人士表示,央行周二在未续做3年期央票的情况下,继续开展320亿元7天期逆回购操作安抚市场,债市在经过前期大幅急跌之后配置型需求有所显现,本次国开行两期增发债招标情况因此相对表现平稳。不过从二级市场反应来看,当前债市的疲弱态势仍然没有明显改观。(王辉)

交易所信用债跌势趋缓

周二,央行延续大额逆回购交易,一定程度缓解了市场紧张情绪,交易所信用债市场跌势趋缓,个券涨跌互现。

企业债方面,沪市企业债跌多涨少,深市则涨跌参半。城投类如沪市AA+级12辽国投融资利率下行8.86BP,AA级12阜城投上涨8.55BP,09鹤城投上涨5.34BP,深市AA+级08铁岭债上涨2.97BP,AA级09怀化债回落8.02BP,产业类企业债如AA+级10凯迪债上涨1.52BP,AA级11豪伦债上涨2.04BP。

公司债收益率多数惯性冲高,但涨幅收窄。AAA级11上港01

邮储银行

下月发行5亿信贷资产支持证券

中信信托26日公告称,由邮政储蓄银行发起设立的邮元2013年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券(ABS)将于12月3日发行,发行规模5亿元,其中优先档4.75亿元将通过招标发行的发行方式在银行间债券市场公开发售,次级档0.25亿元将由邮储银行持有。

发行公告显示,本次资产支持证券优先A档规模为3亿元,优先B档规模为1.75亿元,均采用单一利差(荷兰式)招标方式,基准利率为一年期定期存款利率。本期资产支持证券由中信信托担任发行人和受托人,中金公司为主

承销商。本期ABS采用双评级制,中诚信国际对优先A档和优先B档给出的评级分别为AAA、AA,中债资信对优先A档和优先B档给出的评级则为AA、A+。

时间安排方面,招标日为12月3日,起息日为12月6日,缴款截止日为12月5日。本期资产支持证券于信托设立日2013年12月6日(含当日)开始计息,受托机构将于每个支付日向投资者支付根据计息期间期初资产支持证券未偿本金余额计算而得的本金和利息。到期日方面,优先A档预期到期日为2014年4月17日,优先B档预期到期日为2015年1月17日。(王辉)

东兴证券

5亿短融招标利率区间5.5%-6.5%

东兴证券将于11月27日上午通过中国人民银行债券发行系统招标发行5亿元的2013年度第三期短期融资券。26日,东兴证券在银行间公告了本期短融的招标利率区间为5.5%-6.5%。

据发行公告显示,东兴证券本期短融券期限90天,发行总额为5亿元,招标日11月27日,缴款日和起息日为11月28日。本期短融券不设担保,经联合资信评估有限公司综合评定,东兴证券主体信用等级为AA+,本期短期融资券的债项信用等级为A-1级。

Wind数据显示,主体评级同

为AA+的长江证券本月22日曾发行一只90天期短融券,中标利率为6.8%。由此推断,东兴证券本期短融券中标利率可能接近招标区间上限。

今年以来,券商短融券始终保持密集发行节奏。截至本月26日的数据显示,今年银行间债券市场已发行券商短融券118只,面值总额2670.90亿元。这一过程中,随着债券市场步入熊市,无风险利率持续抬高,带动券商短融发行成本也不断上升。例如,二季度东方证券(主体AA+)发行的一只短融券票面利率只有3.95%,比目前同等级低出近300BP。(张勤峰)

进出口银行

29日招标68.5亿两年期固息债

进出口银行26日公告,该行定于11月29日通过中国人民银行债券发行系统招标发行2013年第42期金融债券。本期债券为2年期固定利率债券,发行规模不超过68.5亿元,票面利率通过中国进出口银行2013年全国银行间债券市场金融债券承销团竞标确定。本次发行结束后,进出口银行将对本期债券进行增发。

时间安排上,本期债券招标

时间为11月29日10:00-11:00,缴款日、起息日均为12月3日,上市流通日12月9日。本期债券采用多重利率美国式招标方式发行,无基本承销额度。本期债券发行手续费为发行总额的0.05%,将于缴款日后五个工作日内之内划至承销商指定账户。债券资金用途方面,本期债券所筹资金用于中国进出口银行信贷贷款。(王辉)

人民币即期汇率几无波动

周二(11月26日),在岸市场人民币对美元汇率延续月初以来的横盘走势,几无波动。

据中国外汇交易中心公布,26日人民币对美元中间价报6.1357,较前一日回调15个基点。当日银行间外汇市场即期询价交易中,人民币对美元收报6.0927,较前一交易日微跌1个基点;该询价日中最高至6.0920,最低至6.0930,最大波动只有10个基点。

交易员们表示,当日银行间结汇盘仍不少,但大行购汇盘持续出击,令即期汇率保持平稳。11月以来,人民币对美元即期汇率持续于6.09上方横盘,导致远期汇率也连续走贬,远期市场对年底人民币升值加速的预期,正逐渐被修正。

离岸市场方面,昨日海外NDF一年期美元兑人民币报6.1492/29,上日为6.1535。

市场人士指出,很显然,近期人民币在岸即期汇率相对稳定,得益于央行及大行在外汇市场上购汇。这一方面表明货币当局可能有意维持人民币汇率稳定,另一方面也可能是由于本币市场流动性相对紧张,央行和大行增加购汇,可以释放流动性,增加社会资金供应,平抑资金价格大幅波动。预计短期内人民币汇率继续在6.09附近盘整的概率非常大。汇价能否突破盘踞,一是看央行政策的指引,二是看美元能否形成趋势性行情。(张勤峰)

信用利差修复尚未终结

债4.5%以上还是比较合理的。因此如果短端下不去,目前长端利率也没有下行空间。

华泰证券: 年末资金面转松或昙花一现

10月新增金融机构外汇占款4416亿元,可以看出QE缩量举措不定使得新兴经济体外汇流入压力仍大。不过从银行间外汇市场看,人民币汇率在10月大幅升值,因此判断央行投放的基础货币不多。不过由于央行仍需维持汇率稳定,11月以来人民币又出现小幅贬值,可能央行最近加大了抛售人民币的力度。年末的

财政投放可能造成阶段性的超预期宽松,但如果央行继续维持紧平衡基调,这种宽松局面很可能昙花一现。

中信证券: 回购利率将维持中性偏高

整体来看,尽管外汇占款改善以及财政存款的投放有利于四季度流动性改善,但是央行的态度仍然是影响流动性的关键。考虑到通胀水平的回升制约了央行的政策空间,货币政策中性趋紧的态度将延续,银行也因此对流动性更加谨慎,这是11月份以来外部流动性和财政存款投放的背

景下,资金面持续紧张的主要原因。前瞻地看,央行近期还将通过公开市场操作的方式注入流动性,引导7天回购利率回落至4.5%以下,均值稳定在4.1%附近,维持中性偏高的回购利率水平。

宏源证券: 资金利率上行空间有限

近期央行放量开展逆回购操作,并重启14天逆回购,一定程度上超出市场预期。对此,我们的解读是:首先,从10月29日央行重启逆回购,到上周逆回购放量,以及14天逆回购重启,均表明央行确实关注货币市场动态,并非一味

□中债信用增进公司 赵巍华

三季度以来,利率债走势弱于信用债,信用利差随之收窄。截至本月11日,各评级信用债与政策性金融债之间的信用利差降至近年来的低点,信用债的投资吸引力大为降低。但自本月中旬起,上述局面有所改变,信用债收益率上行幅度较利率债更为显著,信用利差快速修复。尽管未来信用利差仍会震荡反复,但中期看信用债调整压力仍较利率债更大。

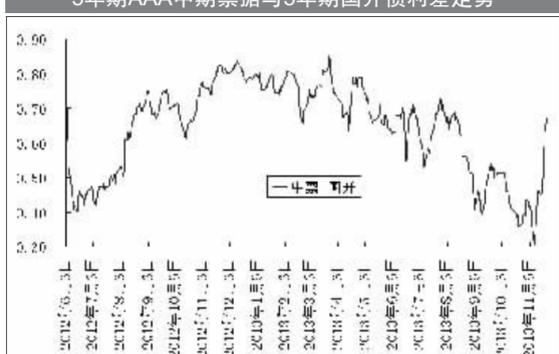
前期信用利差收窄主要由几个原因导致。首先,三季度利率债供给压力集中释放,而信用债发行密集推后或者取消发行计划,信用债供给压力相对较低,因此收益率上行压力集中在供需失衡更严重的利率债。其次,由于负反馈成本不断上升和银监会8号文”等影响,商业银行在其资产端和表外理财持仓中增加对包括信用债在内的风险资产配置比例,这对信用债构成一定支撑。最后,诸如理财产品等信用债配置大户的持仓估值多采用摊余成本法而非交易户的市值重估法,加之信用债交易不活跃,使得信用债估值的上升压力被抑制,并未导致大范围的上证

盘出现。而止损盘在弱市背景下蜂拥而出正是本月利率债收益率大幅上行的重要原因。

由于前期信用利差持续收窄并非非发行人信用资质改善所致,因此处于低位的信用利差使得信用债的吸引力降低。根据中债收益率数据,截至本月11日前后,各评级各期限信用债信用利差已降至近年来低点附近。11月12日招标的1年期国开债中标利率更是高于当周1年期超AAA中票发行估值。

最近两周信用债市场调整压力部分释放,收益率快速上行,使得信用利差有所修复。目前各期限各评级信用债估值收益率所对应的信用利差已回升至近年来的均值附近。但从中期看,信用债调整压力仍大于利率债。一是,企业债务融资需求的刚性使得未来信用债供给压力仍将逐步释放。近年来非金融企业的财务杠杆快速上升而资产回报率下降,其对债务融资的需求相对刚性。虽然下半年众多发行人为规避高发行成本而取消或推迟债券发行,但其融资需求并未消失,终将体现为供给压力。即使市场利率仍维持高位,但只要发行人意识到这种情况将维持较长时间段时,信用债供给压力仍有可

5年期AAA中期票据与5年期国开债利差走势



能密集释放。随着未来“9号文”等监管政策陆续出台,企业非标准融资渠道或会受到一定限制,而信贷资产证券化等金融创新使得信用债发行渠道拓宽,也会推高信用债的供给压力。

二是,由于潜在经济增速走低而负债融资需求仍刚性走高,中长期信用风险不容忽视。现有的信用利差难以覆盖潜在信用风险,信用利差存在被信用风险事件大幅推升的可能。随着利率水平不断上升,企业部门的平均利润率将越发难以覆盖其融资成本,部分企业财务状况将持续恶化,信用风险不断积累,甚至部分

高危行业和企业可能存在信用事件密集爆发的风险,信用风险一旦密集爆发则可能沿着产业链向上下游传导。此外,随着影子银行的扩展,企业负债融资来自影子银行的占比提升,而这部分融资不仅成本更高且期限更短,企业需要频繁再融资以实现负债滚动。一旦面临流动性持续收紧或骤紧的冲击,则资金链条可能断裂,使信用风险浮现。而外贸顺差结构性减少等因素使得资金面易紧难松的局面很难改观。

总之,虽然近期信用利差有所修复,但信用债未来走势仍可能弱于利率债。

国债期货尾盘翻红 短期或低位震荡

□本报记者 王辉

周二(11月26日)国债期货探底小幅反弹,但市场成交量却较前一交易日大幅萎缩,多空双方观望心态浓厚。

具体看,26日国债期货主力合约TF1312小幅高开,开盘后即转入震荡下跌,午后跌幅逐步收窄,并在尾盘小幅翻红。至收盘

时,TF1312收涨0.07%,报91.374元。成交和持仓方面,三张合约26日共计成交1886手,较前一交易日大幅减少887手;总持仓3663手,减仓93手。具体来看,TF1312成交1295手,持仓1821手,当日减仓204手;TF1403合约涨0.1%,成交561手;持仓1649手,当日增仓104手;TF1406合约跌0.01%,成交30手,持仓193手,当日增仓7手。

中金所盘后持仓排名显示,TF1312合约前20名多头持仓、前20名空头席位均出现170手左右的减仓,整体持仓变动幅度不大。其中最大多头席位国泰君安周二所持多单下降54手至337手;最大空头席位中粮期货空单持仓小幅下降63手至690手。截至26日,前三大空头席位合计持有空单1328手,仍大幅领先前三大多头席位

653手的合计多单持有量。对于26日国债期货的表现,来自上海中期的观点认为,央行没有对本周到期的3年期央票进行续做,并延续逆回购操作,但流动性调控整体基调仍偏于中性。虽然中期国债收益率水平已达到历史高位,但基本面仍然疲软,后市国债期货预计仍以低位震荡为主。