

■ 货币债券回眸2013系列之四

流动性边际收紧 利率中枢大幅上移

2013:资金盛宴成追忆

□本报记者 葛春晖

2013年，伴随货币市场流动性边际收紧、资金利率中枢持续攀升，年初一度呈现的“资金盛宴”终成幻象，而6月份的一场流动性风波更是令此后的市场谈“钱荒”色变。分析人士指出，两方面因素导致了本年度的流动性变局：一方面，基于调结构、防风险目标，央行转向实施中性偏紧货币政策；另一方面，在利率市场化背景下，商业银行在扩张资产负债表过程中，增大了期限错配、流动性错配风险，进而导致其对流动性的敏感性增加。考虑到这两项因素的持续性，预计中短期内资金利率中枢仍将易上难下。

从乐观到恐慌 市场情绪大逆转

回顾2013年，一张资金利率中枢走势图，描绘出了投资者从充满乐观到闻“钱荒”而色变的情绪变化。以银行间市场标杆品种7天期质押式回购利率为例，其月度均值在2013年度整体呈现先低后高、震荡上行态势，其中6月份的巨幅波动堪称壮观，12月份的表现亦令人惊讶。

Wind数据显示，今年前三个月，7天回购利率的月度均值分别为3.05%、3.40%、3.15%，若扣除春节扰动因素，资金面状况甚至好于2012年第四季度。然而好景不长，从4月份开始，7天回购利率中枢便踏上了攀升之旅，经初步估算稳健，4月、5月分别上涨22BP、20BP至3.37%、3.57%，但随着商业银行年中考核的来临，6月份资金面骤起波澜，当月7天回购利率中枢创下6.92%的历史纪录。一时间，“钱荒”一词甚嚣尘上，某股份制银行同业业务违约的传闻更是令市场恐慌情绪极度发酵。

度过6月风波之后，资金面在三季度进入修复期，7天回购利率月度均值连续三个月下行，9月份回落至3.79%，但仍高于6月水平。而正当市场刚刚燃起资金面回暖的希望时，资金利率上行之旅又再度重启，且一直持续至今。数据显示，7天回购利率中枢较10月、11月分别上行截至4.29%、4.52%，12月截至24日的均值为5.28%，如无意外，12月份该利率中枢将保持在5%以上、创下年内次高纪录。

□渤海银行 蔡年华

今年，货币市场无论是利率水平还是波动率都明显脱离了历史经验主义所能解释的范畴。对于未来利率走势，市场有诸多猜测。我们认为，受利率市场化和金融脱媒化的影响，市场利率逐渐从双轨制向单一利率转变，由于商业银行资产负债结构调整、资金供需结构错位以及外汇占款稳定性下降三者叠加，导致利率水平维持高位且波动性加大。

统计数据看，7天质押式回购利率的历史均值为2.56%，今年大致为4.09%，利率中枢高出历史150bp以上。另外6月和12月均值为6.92%、5.28%，利率的波动性明显高于历史水平。

今年无论是社会融资总量还是M2增速都不低，资金总量未出现收紧的情况，商业银行的超额准备金也基本维持在1.5万亿至2万亿之间。利率中枢上行的根源还在于资金的供需结构出现错位。目前，实体经济中资金需求旺盛的是地方融资平台和房地产企业，前者受

2009年“4万亿”投资的影响，部分在建项目融资需求刚性。同时根据中国社科院的测算，地方政府2012年的债务规模近20万亿，由于存量债务规模过大，还本付息压力迫使融资平台须进行再融资。房地产对资金成本容忍度较高，在房价不断走高的情况下融资需求旺盛。但是二者是融资限制较为严格的行业，同时商业银行受信贷规模限制，表内放贷有限。

一边是实体经济旺盛的融资需求，一边是信贷规模受限，资金供求的矛盾必然导致银行资产端收益上行。为此，商业银行积极就成为资产负债结构调整，表外融资业务（主要是非标债权业务）得到迅速发展，金融机构的杠杆水平显著提高。为匹配表外融资，同业存款和理财资金两大负债来源就成为机构争夺的重点领域，负债端的供不应求也推动成本上行。

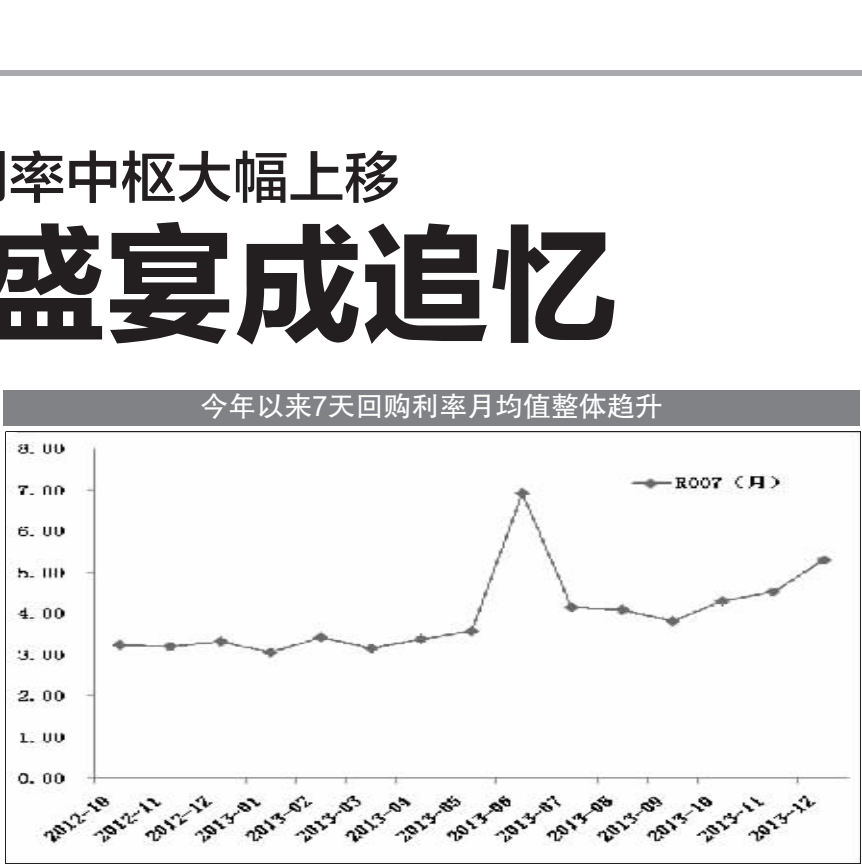
当前货币市场利率和法定存款利率双轨运行，由于利率市场化和金融脱媒化的影响，法定利率日渐式微，资金逐渐向货币市场和非银行理财市场转移，资

陆续推进、货币政策中性以及企业利息支付不断上升的背景下，预计2014年流动性总体将处于中性偏紧状态。

当前我国人民币汇率已出现双向波动，外汇占款增速趋势性回落，伴随着QE逐步退出，明年外汇占款增长预计将低于今年水平。今年新增社会融资总额同比增速已出现下降。从结构上来看，随着相关部门监管陆续推进，表外融资增速放缓，银行同业资产也开始出现收缩。从资金流向来看，主要的新增融资额或是沉淀到了房地产业，或是投向了国企部门，还有一定比例流向地方融资平台，而随着地方政府债务压力增大，中央对地方融资平台的管理可能进一步收紧，同时国企改革和房地产调控有序推进，预计社融规模不会出现放量增长。此外，近年来，企业支付利息负担不断加大，由于企业盈利能力并没有出现相应提高，内生性现金流入有限，这将加大实体层面流动性的压力。

综上所述，预计2014年流动性整体将处于中性状态，银行间市场和实体经济或会间歇性体会到一定的从紧压力。

货币/债券 Money-Bonds



近期央行公开市场逆回购操作一览						
方向	期限(天)	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	交易日期	到期日期
逆回购	7	290.00	4.1000	0.00	2013-12-24	2013-12-31
逆回购	7	180.00	4.1000	0.00	2013-12-3	2013-12-10
逆回购	14	190.00	4.3000	0.00	2013-11-28	2013-12-12
逆回购	7	320.00	4.1000	0.00	2013-11-26	2013-12-3
逆回购	14	330.00	4.3000	0.00	2013-11-21	2013-12-5
逆回购	7	350.00	4.1000	0.00	2013-11-19	2013-11-26
逆回购	7	90.00	4.1000	0.00	2013-11-12	2013-11-19
逆回购	7	80.00	4.1000	0.00	2013-11-5	2013-11-12
逆回购	14	160.00	4.3000	0.20	2013-10-31	2013-11-14
逆回购	7	130.00	4.1000	0.20	2013-10-29	2013-11-5
逆回购	7	100.00	3.9000	0.00	2013-10-15	2013-10-22

逆回购“平价”重启 资金利率应声回落

□本报记者 王辉

在市场资金面“高烧不退”的背景下，本周二央行平价重启公开市场逆回购操作，进一步安抚市场情绪，资金面随之出现一定的缓和。

央行24日公告，当日在公开市场上进行了290亿元逆回购操作，期限7天，中标利率继续持平于4.10%。本次逆回购操作利率远低于银行间市场6%以上的7天期质押式回购利率。市场人士表示，相较于上周央行多次实施的SLO操作，逆回购操作更加公开透明、期限更长、覆盖机构数量更广，对稳定市场情绪的帮助更大。同时，7天期逆回购利率的持稳也有助于机构情绪的平稳。

在周二逆回购操作重启的利好推动

下，当日银行间资金利率出现全线回落。质押式回购方面，当日21天及以内期限的回购利率全线降至7%以下，其中隔夜及7天品种利率分别为4.21%和6.44%，比前一日大跌104和1250基点。此外，1个月、2个月、3个月期限的回购利率也均下滑逾百个基点，利率水平均降至8%以下。

此外，有市场消息称，24日逆回购招标时段较往常提早15分钟至上午9:00-9:29。市场人士认为，逆回购操作时间的前推，在一定程度上有助于市场对于央行流动性调控基调的领会和把握。

不过，当前各方对于周四央行是否会重启14天期逆回购操作还存在分歧。有市场人士称，如果周四逆回购继续露面，则元旦前后资金价格预计将大概率出现短暂下行。

变化、存款准备金调整以及公开市场发生变化时，这类资金链条的脆弱性立刻显现，为满足资金需求，金融机构会主动抬高成本抢夺负债。

今年导致货币市场利率波动加大的另外一个因素是外汇占款稳定性下降。2008年次贷危机之后，欧美经济体经济下滑，我国外向型经济受到较大冲击，原先外汇占款与贸易顺差的正相关性逐渐减弱，而资本项下的资金流动成为影响外汇占款的主导因素。今年外管局加强对热钱流动监管以及QE正式退出预期使得热钱流动不稳定。随着明年QE退出，热钱流出的概率加大，外汇占款下降使得银行存款增速面临下降压力，对资金面的影响不可小觑。

从以上分析可以看出，无论是资金供需结构错位、商业银行资产负债调整以及外汇占款下降都将支撑利率中枢继续上行。但明年如果利率市场化和汇率市场化改革超出市场预期，套利资金将会有所缩减，金融体系期限错配的规模下降，资金的波动性较今年会有所降低。

货币债券市场是具有正面作用。

中金公司：明年货币市场利率仍易上难下

随着年末财政性存款开始大额季节性投放，央行短期流动性调节工具也会暂停。央行亦表明了货币政策的态度，希望市场不要抱有不切实际的幻想，央行并不会大量投放流动性以缓解资金面，市场机构应该主动调整期限错配现状，压缩非标投资占比，提高流动性管理水平。

2014年公开市场到期量仅有1240亿，是过去10年来的最低水平。而在美联储缩减QE带动外汇占款投放量减少的情况下，银行间市场流动性将更加依赖于央行公开市场投放。此外，由于存款的增长，法定准备金也将消耗超储资金。财政存款虽然全年增量变动不大，但由于投放主要集中在后两月，因此前10月仍将使超储资金减少1万亿以上。综合以上因素，如果央行目前稳中偏紧的货币政策态度仍没有转变，整个2014年货币市场利率仍处于易上难下的局面。（张勤峰 整理）

人民币汇价持稳

外汇交易中心公布，24日美元兑人民币汇率中间价为6.1145元，较本周一的6.1161小幅下跌16个基点，自12月9日以来，连续第12个交易日保持在6.11至6.12的窄幅区间内波动。即期汇价方面，24日美元兑人民币也延续了近期的持稳态势。

数据显示，周二银行间外汇市场即期交易方面，美元兑人民币开盘报6.0710，收盘报6.0714，小涨12个基点或0.02%。当日美元兑人民币即期交易的

波幅极为有限，全天高低点仅相差13个基点。

市场人士表示，美联储启动QE退出并未造成美元指数趋势性上涨，上周以来美元指数整体仍围绕80.50一线窄幅波动。同时，虽然当前中国宏观经济基本面依旧向好，升值预期也在持续，但在本月初一波急升之后，暂时还看不到新的刺激因素推动人民币汇率继续走强。在此背景下，预计人民币汇率短期内将延续平稳走势。（王辉）

国债期货冲高回落小幅收跌

国债期货昨日（12月24日）未能延续反弹走势，主力合约冲高回落，小幅下跌。

具体看，昨日国债期货三合约早盘高开震荡走高，尾盘走低，收盘多数下跌。其中，主力合约TF1403收报91.650元，跌0.04%，成交3551手，日减仓110手；TF1406合约报92.512元，跌0.02%，成交84手，日增仓1手；TF1409合约报92.554元，涨0.05%，成交3手，日增仓1手。

交易所信用债小幅回暖

在央行连续SLO并重启逆回购作用下，周二货币市场流动性逐渐恢复正常状态，带动交易所信用债品种出现一定回暖。

企业债市场上，活跃品种成交利率多出现下行。城投类品种中，AA+级12河套债收益率下行5.06BP，AA级11丹东债下行8.40BP；产业类方面，AA+级09海航债跌9.52BP，AA级12春和债跌16.18BP。

公司债收益率下行居多，尤其是前期调整较明显的低评级品种，如11华锐01（AA）收益率下跌33.97BP，12湘鄂债（AA-）下

新世纪下调同捷科技评级至B

上海新世纪评级日前发布公告，决定将上海杨浦中小企业2011年度第一期集合票据的发行主体之一上海同捷科技股份有限公司的主体信用等级由A- /负面下调至B /负面。

新世纪指出，做出上述决定主要基于两点考虑：其一，2013年以来，同捷科技业务规模大幅下滑，经营状况继续恶化。其二，同捷科技于11月20日召开股东大会，计划按照1.3元 / 股的发行价格向原股东发行股份18777.90万股，向公

司管理层和核心员工发行股份2000万股，并约定原股东应在股东大会召开后10日内书面通知同捷科技其具体的认购股份数量。但截至2013年12月19日，上述认购事项仍未按照计划进行，同捷科技也未收到任何增资款项，增资事项后续进展也存在重大不确定性。

新世纪评级认为，在经营和现金流状况恶化情况下，同捷科技不能按计划实现增资将对其能否偿还到期债务产生重大不利影响。（张勤峰）

国开行调整增发金融债发行量

国家开发银行24日公告，根据当前市场形势，该行决定将12月25日增发的2013年第43期至47期金融债各品种发行量进行调整。

国开行今年第43期至47期金融债均为固定利率品种，期限分别为1年、3年、5年、7年和10年。此次各品种原计划增发量分别为1年期不超过30亿元、3年期不超过80亿元、5年期不超过80

亿元、7年期不超过60亿元和10年期不超过30亿元。

调整之后，1年期不超过50亿元、3年期不超过80亿元、5年期不超过80亿元、7年期不超过60亿元；10年期品种为数量招标，首场数量招标不超过10亿元，首场招标结束后，国开行有权根据认购情况决定追加不超过6亿元的当期债券。（王辉）

中煤能源取消中票发行

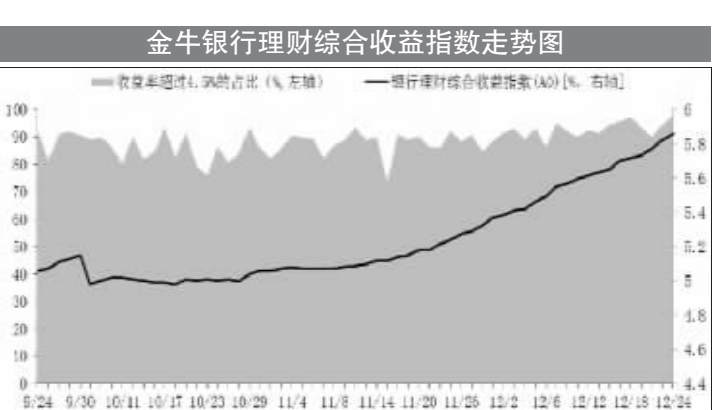
多家公司变更中票发行计划

中国中煤能源股份有限公司24日发布公告称，决定取消12月24日发行10亿元7年期中票票据。中煤能源于本月17日披露了2013年度第三期中期票据相关发行公文文件，发行金额为10亿元，发行期限为7年，原定于12月24日发行。公告指出，鉴于近期市场波动较大，公司决定取消本期中票发行。

上周以来，银行间市场资金面持续收紧，导致债券一级市场再度陷入困境。市场人士指出，中煤能源取消本期中票发行是近期首次出现发行文件已挂网公示而发行被迫中止的情况，通常是因为在原定利率申购区间内无法获得足额

认购。据中煤能源23日发布的公告显示，该期中票申购利率区间为6.10%—6.60%，而Wind数据显示，24日二级市场剩余6年多的同等级（AAA）13中铁建MTN1最新成交在6.68%位置。

除此以外，本周还有多家公司推迟发行中票的计划。锦州华信资产经营（集团）有限公司24日发布公告称，将原计划于四季度发行的10亿元中票推迟至2014年第一季度发行。市场人士指出，以往季末时点也偶有企业变更债券发行计划，不过今年在资金面偏紧、市场波动较大的背景下，这一情况明显增多。（张勤峰）



注：2013年12月24日金牛银行理财综合收益指数 (A0) 为5.86%，相比上期数据上涨4BP，预期收益率超4.5%的产品占总发行量的98%。

数据来源：金牛理财网