

■ 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叹。

Wind数据显示,今年前三个季度,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,起初步伐还算稳健,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5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。

2013年以来资金面易紧难松的另一个原因,是商业银行资产负债行为发生重大变化。最近一两年来,在利率市场化改革和金融脱媒化加速的背景下,为了追求资产负债表扩张带来的利润增长,商业银行一方面倾向于配置非标资产为代表的高风险高收益品种,另一方面不得不借助高成本的理财产品、同业业务来增加负债规模,在这一过程中,期限错配、流动性错配的风险被拉升,进而导致商业银行对流动性的敏感性增加。

分析人士指出,从中短期的角度看,考虑到政府对经济下行的容忍度提升以及通胀压力犹存,货币政策仍将保持中性偏紧,再加上商业银行在利率市场化背景下仍会千方百计扩张资产负债规模,预计货币市场流动性仍将是易紧难松,资金利率中枢也将会上易上难下。



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
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,对稳定市场情绪下仍会千方百计扩张资产负债规模,预计货币市场流动性仍将是易紧难松,资金利率中枢也将会上易上难下。

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250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大概率出现短暂下行。

资金利率中枢或继续上行

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,商业银行积极进行资产负债结构调整,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

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。

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。

观点链接

海通证券:

明年1月资金面不乐观

预计明年1月资金面不容乐观,仍将保持紧平衡格局。理由在于:第一,近两月新增存款均超2.5万亿,随着今年下半年以来贷款/存款比显著回升,为了满足存贷比考核,今年商业银行拉存款动力不减,预计今年12月存款新增量不少于2.5万亿。这将使得明年1月商业银行补缴法定存款准备金压力上升,预计有3000-5000亿元的规模。第二,明年春节在1月31日,预计春节前后资金将大量流出银行体系。第三,明年1月股市IPO重启,将分流部分资金,或多或少冲击资金面。第四,明年1月财政存款将回笼资金,历史上规模达2000-4000亿元。第五,QE退出或多或少对资金面产生不利影响。第六,央行偏紧态度仍未改变。

中债资信:

明年流动性整体将处于中性状态

在外汇占款趋势性回落、表外监管

国信证券:

央行态度才是流动性关键变量

回顾历次QE推出的情形,QE推出与中国流动性的变化并无一致性联系。理论上,QE推出导致世界范围内流动性的泛滥,我外汇占款也会出现相应的变化。在QE1与QE3推出时期,我国外汇占款在较低水平,“热钱”处于流出状况,QE2时期则是相反,无论热钱还是外汇占款均处于高位,所以QE推出与我国外汇占款的相关关系并不明确。同时,QE1和QE3时期国内资金利率逐渐下行,QE2推出后银行间利率则大幅飙升,这又说明单独的外汇占款并不是决定我国当期货币市场资金面的根本。因此,QE退出与否与中国流动性的变化并无特别紧密的联系,中央银行的态度才是未来流动性的关键变量。

就近期而言,QE退出成为现实后,如果再配合以外汇占款的大规模负增长,中央银行有望启动对冲操作措施,这将改变目前中央银行政策取向由中性偏紧的局面,从这一意义上讲,其对于当前的

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会上难下

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,全天高点低点仅相差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后震荡走高,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92.152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。

中金所公布的数据显示,昨日TF1403合约前十大多头及空头席位持仓数量变化不大,其中最大空头席位国泰君安持空单1102手,较周一小幅增加70手;最大多头席位海通期货持多单417手,与前一交易日持平。瑞达期货表示,年底现券市场交投清淡,24日各期限收益率整体变化不大。尽管央行再度出手逆回购,但年底谨慎情绪或压制期债反弹。(王辉)

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月票面收益率下行5.06BP,AA级11月票面下行8.40BP;产业类方面,AA+级09海航债跌9.52BP,AA级12月票面和利率跌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

跌17.87BP,12勤上01(AA)跌12.80BP。分离债券收益率基本全线下行,AAA级08宝钢债收益率继续下跌1.27BP。市场人士指出,央行持续投放增量资金后,货币市场恐慌情绪缓解,随着财政放款的推进,资金面或将迎来一段喘息期,短期利好于债券市场,近期信用债调整较多,修复机会可能也更大。但从中长期看,流动性持续中性偏紧,加大企业财务压力,未来出现债券违约的可能性在上升,对中低评级品种应保持警惕。(张勤峰)

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型企业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级别由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期年不超过30亿元、3年期不超过80亿元、5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8亿元的当期债券。(王辉)

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期年不超过30亿元、3年期不超过80亿元、5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8