

# 正回购频繁微调 流动性以稳为主

□本报记者 张勤峰

二季度首个交易日，央行在公开市场开展了两期共720亿元正回购操作，交易量环比有所增多，顺应了本周到期量增加及资金面相对宽松的趋势。与此同时，14天期正回购在操作组合中的占比进一步上升。分析人士指出，正回购期限组合与操作规模频繁调整，表明央行意在维持银行体系流动性的稳定性，目前很难将央行的操作归结为收紧或放松，短期来看，流动性将以稳为主。

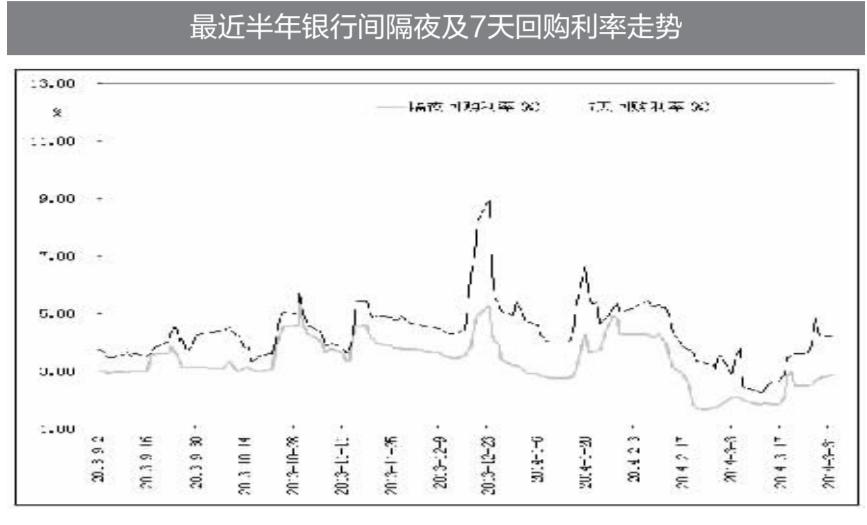
## 正回购提量 加权期限缩短

央行公告显示，央行周二（4月1日）开展了14天和28天两种期限的正回购操作，其中，14天期交易量为500亿元，中标利率持平3.80%；28天期交易量为220亿元，中标利率持平4.00%。

与上周二、四相比，昨日央行正回购交易量分别增加260亿元和200亿元，这也是央行公开市场单次回笼量连续第三次上调。不过，由于昨日有500亿元前期正回购到期，当日公开市场实现净回笼220亿元，与上周二持平，低于上周四的460亿元。

此外，14天正回购在总交易量中占比进一步提升，使得公开市场加权资金冻结期限进一步缩短。

据Wind数据统计，本周公开市场



有1000亿元到期资金，本周二操作后，尚有280亿元到期资金可供对冲。上周央行从公开市场净回笼980亿元，公开市场单周净回笼规模连续两周增加。

从资金面来看，昨日央行正回购继续放量的影响不大。银行间质押式回购市场上，利率整体保持平稳，其中隔夜利率小涨5BP至2.87%，跨例行存准缴款日的7天品种小涨2BP至4.21%，14天利率从前一日的异常高位上回落100BP到4.48%，1个月品种稳定在4.60%一线，更长期限的2个月和3个月利率则有所下行。

## 货币政策难紧亦难松

“两会”之后，由于实体经济运行指标继续走软，市场出现了一些朦胧的保增长预期。但“两会”甫一结束，央行在公开市场的正回购操作力度及净回笼规模便渐次增加，与日益升温的宽松预期背道而驰，致使目前政策预期颇为混乱。有分析人士指出，在外汇占款增量下降的背景下，银行体系流动性状况更加依赖央行的主动操作，不过，从近期央行公开市场操作情况看，还很难得出货币政策趋紧抑或趋松的结论。

一方面，公开市场回笼量提升并不等同于货币政策收紧。以昨日公开市场操作为例，尽管回笼量继续增加，但结合到期资金量增多及资金面相对宽裕的现状来看，这一回笼力度被认为是合适的，对整体资金面的影响也有限。与此同时，近段时间正回购期限组合频繁调整，也表明央行公开市场重在调剂跨期流动性余缺，保持资金面的相对稳定。值得一提的是，4月下半月原本到期资金量较少，且面临季度财税清缴，资金压力较大，当前放量开展14天正回购，正好可将多余资金延期投放，满足下半月资金需求。而央行若以回收资金为主要目的，大可使用期限更长、效果更好的央票等工具。

另一方面，央行连续实施净回笼，侧面印证前期资金面过度宽松，过低的资金价格水平不被认可。与此同时，央行重启正回购交易以来，招标利率始终稳定，且多数时间要高于市场利率，也蕴含了引导资金价格合理回归的用意。再结合正回购操作量频繁调整来看，央行可能希望将流动性维持在一个合理适度的范畴内，既不要过松，也不应过紧。

上述分析人士认为，正回购频繁微调，表明央行意图维持银行体系流动性的合理适度及相对稳定，基于这一判断，短期内流动性将以稳为主。

## 资金利率面临小幅回升 二季度债市转入窄幅震荡

□南京银行金融市场部 黄艳红

目前市场对于后续的货币政策和资金面市场存在一定的分歧，我们认为央行整体虽然仍将维持稳健的货币政策，但相较2013年的偏紧态度将更为中性。预计二季度资金利率面临小幅回升，债市也将转入区间震荡。

从影响资金面的因素分析，我们发现超储率和资金利率的正相关性最大，其次为M2和CPI，而市场比较担心的外汇占款影响最小，它与回购利率的负相关性仅为-0.14，更多取决于外汇占款回落后的央行的取向和措施。自去年开始，金融机构超储率和超储规模几乎均维持在2.1%和2万亿左右的水平。从影响超储率的三个重要因素来看：

第一，今年以来以“余额宝”为渠道的货币市场基金的快速增长，或使得银行间市场的超储率处在较高位置。但今年货基收益率逐渐下行，而且央行叫停了“货基提前支取不罚息”的条款，也将促

使货基规模放缓，从而带来超储率下降。

第二，今年二季度的新增财政存款规模可能会超过去年同期的8600亿元，从而分流市场资金。自去年下半年开始，财政存款的增幅明显超出季节性因素，主要原因是去年土地出让金规模较大。今年一季度，一二线城市土地市场依然较为火热，1-2月财政存款较去年增加2167亿元，增幅达到了60.2%。同时，公共财政支出增速低于收入增速，也使得财政存款增加较快。即将到来的4月面临较大规模的财政存款缴税，去年4月份缴税规模大概在5200亿元，今年可能会不低于这个规模。

第三，在一季度扩大人民币交易波动区间后，二季度外汇占款或将持续减少，甚至可能会负增长。一方面，近期外汇市场双向波动逐步形成，浮动区间顺利扩大，套汇风险加大。从NDF市场来看，人民币升值预期大幅减弱，将放缓境外“热钱”流入速度。另一方面，3月美联储FOMC会议决定继续缩减QE规

模，并透露出加息预期提前至明年春季的信号，可能意味着美元逐步进入强势。若美元进入升值通道，则人民币贬值的压力和持续性可能会超出市场预期，进而带来外汇占款的回落。

商业银行超储率和外汇占款在二季度都有下降的趋势，而二者与资金利率均是负相关关系，再加上二季度M2和CPI回升的可能性加大，因此二季度资金利率将会有所抬升。

但是，二季度资金利率也不会上行太快。一是，经济处于“弱增长”，实体经济需求萎缩；二是，如果资金利率上升较快，境内外利差扩大，套利资金必将卷土重来。

对比银行2011-2013年各月的资金成本和7天回购利率走势，可以发现近三年中，7天回购利率几乎不会跌至银行资金成本以下，二者的利差在-21至574BP之间大幅波动，均值在149BP。而10年期国债和银行资金成本之间存在66-265BP左右的利差，均值为144BP。

如果2014年银行资金成本为2.4%，按过去三年资金成本与7天回购利差的均值140BP计算，对应的7天回购利率中枢在3.8%附近。如果参照去年下半年流动性格局变化后的利差均值来计算，7天回购利率的高点将抬升至4.5%。

就债券市场而言，利率债方面，我们认为二季度将震荡调整，收益率易上难下，建议配置机构逢高买入。当前金融债的抗风险能力大于国债，其中尤以3-5年中期金融债最佳，攻守兼备，建议配置时优先选择；信用债方面，随着11超日债违约打破中国债券市场刚性兑付历史，投资者逐步关注投级信用债兑付风险，从而个别券将呈现分化趋势。但整体来看，投级信用债与利率债难以出现长期分化，预计二季度信用债仍将伴随利率债起舞。投资级信用债中从信用利差及供需角度首选AAA，维持短久期策略。城投债整体风险可控，投资时注意甄别个体差异，谨慎参与云南、贵州、四川等地的城投债。

## 财政部9日招标续发行今年第四期记账式国债

财政部4月1日公告，决定于4月9日对2014年记账式附息（四期）国债进行第一次续发行招标。

2014年记账式附息（四期）国债为3年期固息债券，于3月12日招标，从2014年3月13日开始计息，票面利率3.66%，按年付息，每年3月13日（节假日顺延，下同）支付利息，2017年3月13日偿还本金并支付最后一次利息。本次续发行部分的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与原发行部分相同，2014年4月9日招标，原发行部分在招标当日停止交易一天，招标结束至4月14日进行分销，4月16日起与原发行部分合并上市交易。

本次续发行竞争性招标面值总额200亿元，进行甲类成员追加投标，采用混合式招标方式，发行手续费为承销面值的0.05%。（葛春晖）

□本报记者 王辉

国家开发银行4月1日对该行2014年第七期至十一期金融债进行了增发招标。由于银行间资金价格继续相对高企，主流机构仍倾向于回避长期利率债品种，本次国开行福娃债招标结果相对平淡。虽然各期新债中标收益率基本贴近二级市场，但其中10年期长债品种明显受到市场冷遇，认购倍数更创出今年以来10年期金

融债品种招标倍数的新低。

来自中债网及交易员的消息显示，国开行昨日新发的1、3、5、7和10年期固息债中标利率分别为4.76%、5.2462%、5.44%、5.6101%和5.67%，各期招标规模均为60亿元。同时，各期国开债投标倍数依次为2.19倍、2.49倍、1.75倍、2.19倍和1.37倍，短端品种认购情况相对好于长期品种，10年期品种认购情况创同类债年内新低。银行间市场固定利率政策性金融债到期收益率曲线显示，二级

市场上1、3、5、7和10年期固息国开行金融债最新收益率分别在4.85%、5.29%、5.44%、5.62%和5.63%左右。

市场人士表示，近阶段资金价格走高的态势还没有显著缓解，而央行继续通过正回购手段回笼资金的步伐也依旧不减，在此背景下，市场主流策略仍倾向于偏向中短期品种。不过，也有分析观点指出，由于绝对收益率水平相对较高，部分中长期金融债仍获得一些资金认可。

## 外汇市场日报

## 等待重要事件 美元指数据守80关口

□中信银行 胡明

4月1日亚欧交易早盘，美元指数继续呈现出回调态势，但是幅度有限，指数仍运行在80整数关口上方。由于下半周将有重量级的美国3月非农就业数据以及欧洲央行4月利率决议公布，在此之前市场情绪相对保持谨慎，主要货币对区间震荡运行态势明显。

澳元兑美元整体运行平稳，在近期反弹的高位呈现窄幅震荡态势。不过，澳联储4月利率决议还是给澳元汇率造成波动，瞬间涨幅达到40个基点。显然，4月利率决议声明相较3月会议声明以及澳联储主席史蒂文斯3月底在香港投资论坛上的表态要显得更为强硬，因为前两次并未提及近期澳元上行的负面效果，但此次则再次强调澳元汇率过高。

澳联储表示，鉴于目前条件，最谨慎的做法仍是在一定时间内保持利率不变；澳元汇率仍处于历史高位，近期

消费税、消费税上调对日本经济的负面影响程度将会逐步展现于投资者面前，一旦负面影响显著，市场将在经济下行风险与日本央行可能加码宽松政策之间交易日元。显然，在经济走弱初期，日元会因为安倍经济学可能的失败而走强，但是如果日本央行再次加码宽松以应对经济下滑风险，日元则会再次贬值。其实，日本经济数据对消费税上调的不良预期已有所显现。数据显示，日本2014年第一季度大型制造业及非制造业表现均有所改善，但所有行业的大型企业预期商业形势未来三个月会有所恶化。

美元兑日元继续在近期反弹高位运行，汇率呈现出小幅上行态势，基本站稳103整数关口。汇率的上行主要是受到风险偏好情绪上升的影响。美元兑日元继续在近期反弹高位运行，汇率呈现出小幅上行态势，基本站稳103整数关口。汇率的上行主要是受到风险偏好情绪上升的影响。不过，进入4月，日本央行开始上调

利率，消费税上调对日本经济的负面影响程度将会逐步展现于投资者面前，一旦负面影响显著，市场将在经济下行风险与日本央行可能加码宽松政策之间交易日元。显然，在经济走弱初期，日元会因为安倍经济学可能的失败而走强，但是如果日本央行再次加码宽松以应对经济下滑风险，日元则会再次贬值。其实，日本经济数据对消费税上调的不良预期已有所显现。数据显示，日本2014年第一季度大型制造业及非制造业表现均有所改善，但所有行业的大型企业预期商业形势未来三个月会有所恶化。

总结来看，外汇市场再次处于等待重要消息公布的谨慎期。由于消息面纷繁复杂，很难判断美国非农就业数据的好坏以及欧洲央行是否会采取进一步宽松政策，市场进而选择窄幅波动以等待消息面的公布。相信，不论是否超预期，届时市场的波动性都将放大。

## 人民币兑美元中间价即期价双双反弹

经过连续多个交易日的弱势运行后，4月1日人民币兑美元汇率中间价、即期汇价报6.2069，较前一交易日走高111个基点或0.18%。

据中国外汇交易中心公布，4月1日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1503，较周一的6.1521上行18个基点。至此，人民币兑美元汇率中间价结束了此前的四连跌走势。

即期交易方面，1日人民币兑美元即期汇价也录得了近期难得的较大幅度上涨。当日银行间外汇市场上，美元兑人民币即期汇价大幅高出78个基点于6.2102，随后全天多数时间以上行摸高为

## 国债期货主力合约破位下跌

经过3月下旬以来持续窄幅震荡之后，本周二国债期货再度出现全线破位下跌，主力合约TF1406跌幅达0.13%，且成交量环比显著放大。

具体来看，国债期货主力合约TF1406收报92.408元，跌0.116元或0.13%，一举跌破60日均线支撑，全天成交1557手，较周一放大近2倍，当日增仓82手；TF1409合约报92.87元，跌0.122元或0.13%，成交16手；TF1412合约报93.1元，跌0.058元或0.06%，成交2手。

中金所盘后每日结算会员成交持仓数据显示，当日TF1406合

约前20多大空席位持仓数量继续保持在4000手以上，其中前20多大头席位增仓117手，前20大空头增仓51手，上海东证取代海通期货成为新的最大头席位。

长江期货表示，从基本面分析情况来看，稳经济增长基调将扩大债券、信贷等形式的融资需求，从而压制银行在债市上的资金配置；流动性上，短期内央行仍将保持资金面偏紧状态，以压制地方政府投资冲动和过剩产能淘汰正常进行。总体而言，外部因素整体可能将对期价构成长线利空。（王辉）

## 正股提振 转债反弹 防御为主 关注题材个券

4月1日，沪深转债市场在A股带动下整体走高，东华、隧道等个券领涨。分析人士指出，二季度债市调整压力较大，股市预计以震荡为主，转债市场宜以防御为主，适度关注部分具有题材概念的个券。

在刚刚过去的一季度，转债市场整体表现明显差于纯债，但明显跑赢股指。展望二季度，东北证券认为，一方面，流动性最宽松时段可能已经过去，二季度债市调整压力较大，收益率有望回升；另一方面，预计股票市场将以震荡为主，但个股比较活跃，题材概念突出。综合来看，该机构认为，二季度转债应以防御为主，部分主题题材如优先股、自贸区等概念个券有阶段性机会，可重点关注，波段操作；风险厌恶者可关注偏债型转债的配置价值，如中海、南山等。（葛春晖）

## 部分转债一季度表现与价值分析

证券简称	一季度涨幅/跌幅(%)	一季度正股涨幅/跌幅(%)	最新收盘价(元)	纯债价值(元)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)
东华转债	20.41	17.46	176.50	82.25	-8.61	-0.33
石化转债	6.99	12.05	102.50	94.98	2.53	4.33
隧道转债	6.29	11.03	106.74	84.90	1.36	-1.48
华天转债	4.02	-14.17	115.12	83.48	-0.44	15.83
中鼎转债	2.73	0.99	120.00	99.38	-5.68	0.10
中行转债	1.79	-1.53	98.99	98.84	4.68	7.78
歌华转债	1.64	3.85	97.30	94.59	4.04	4.04
海直转债	0.72	-7.32	126.00	86.87	-2.44	11.18
国电转债	0.59	-0.43	103.90	96.24	3.12	5.66
中海转债	0.52	-14.99	91.84	91.31	5.32	94.06
南山转债	-0.50	-4.99	91.16	97.57	7.49	25.74
工行转债	-1.89	-3.35	99.99	95.84	3.09	2.31
同仁转债	-3.58	-17.66	120.00	89.93	-2.45	19.73
平安转债	-7.01	-10.45	99.89	84.27	2.60	9.51
民生转债	-8.50	1.68	88.65	83.59	4.57	15.11
重工转债	-9.64	-18.00	105.49	87.88	1.14	7.74

## 新债定位

### 14附息国债06