

流动性向好格局有望延续

□本报记者 王辉

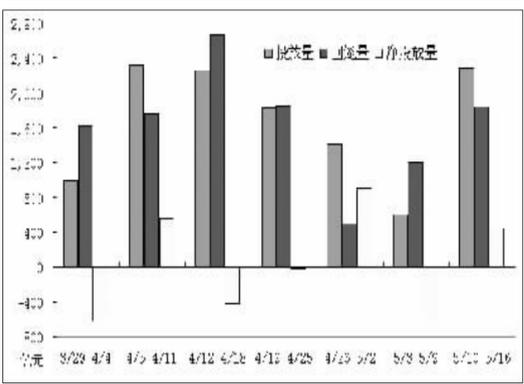
周四(5月15日),央行开展了970亿元28天期正回购操作。在上周净回笼600亿元之后,本周央行公开市场操作重回净投放,规模440亿元。与此同时,货币市场流动性继续保持充裕状态。分析人士表示,虽然5月末和年中考核等敏感时点即将到来,但在货币政策松动一致性预期较为稳固的背景下,未来一段时间内市场流动性向好格局仍有望延续。

本周公开市场净投放440亿元 资金利率低位震荡

央行公告显示,人民银行本周四(5月15日)在公开市场开展了870亿元28天正回购操作,中标利率继续持平在4.0%。据WIND统计,本周公开市场共有2280亿元资金到期,其中包括周二到期的930亿元正回购、400亿元3月期央票以及周四到期的950亿元正回购。央行周二、周四分别进行970亿元、870亿元正回购操作后,本周在公开市场合计实现资金净投放440亿元。此前一周,公开市场操作情况为净回笼600亿元。

市场人士表示,在本周到期资金量偏多、银行间资金面延续稳中偏松的背景下,央行公开市场操作力度符合市场预期,同时继续传递出货币政策松动信号。首先,本周到期资金量为近五周最高,央行适度提升了正回购交易量,由上周的1200亿元放大至1840亿元,这样既可调节短期流动性,也有助于弥补6月份到期资金量的不足;其次,尽管正回购规模放大,但本周公开

本周央行公开市场操作重现净投放



市场重回净投放,反映出在资金面进入5月中下旬压力区以后,央行适时放水以维护流动性稳定。另据统计,自3月末(3月29日至4月4日)以来的七周时间里,公开市场共计有四周资金净回笼、三周资金净投放,亦显示整体资金调控基调仍属温和;第三,央行本周并未如去年下半年那样对到期的长期限央票进行续做,也表明在经济持续增长较大压力的背景下,继续彰显适时微调的政策弹性。

在正回购操作力度基本符合预期、15日的例行缴准对资金面影响有限的背景下,货币市场流动性总体依然充裕,主流资金利率延续低位震荡格局。数据显示,昨日银行间市场隔夜、7天和1个月期限的质押式回购加权平均利率分别报2.35%、3.13%和3.68%,其中主流1天和7

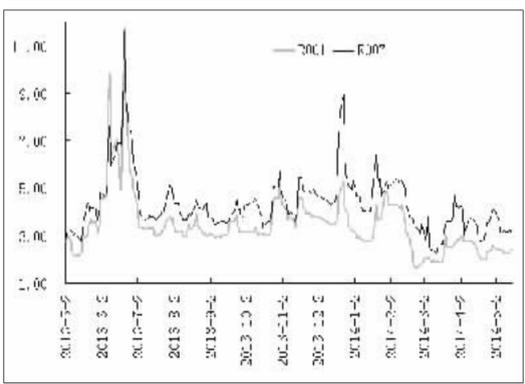
天期回购利率分别小幅下跌,1个月期限的回购利率较14日的3.58%小升10个基点但涨幅有限。

“借钱”容易“放钱”难 机构情绪普遍偏乐观

此前顺利度过“五一”小长假的季节性紧张后,随着时间推移,市场各方对于年中考核时点资金面的关注也在上升。而综合市场各方主流观点来看,虽然去年年中突发的“钱荒”还令人记忆犹新,但市场对于今年流动性走向的总体判断仍较为积极。

兴业证券固定收益投资经理朱文杰表示,目前“放钱事实上还是比借钱难”,中短期资金面还看不出要趋紧的迹象。他认为,在实体经济增长持续疲弱的情况下,央行应当比较认可目前的市场

主流资金利率保持低位震荡



流动性和利率水平;预计现阶段流动性调控仍会保持目前的操作态势,不会有新的政策动作出现,而资金面在未来一段时间内仍会继续向好。

此外,兴业银行、上海证券等多家机构指出,本周央行未续做到期央票,有利于中长端价格回落,继续体现了货币当局降低融资成本的调控意图,这将继续提振中短期资金面向好的市场预期。国海证券等机构也认为,4月工业增加值等指标的疲弱,反映经济动力依旧不足,将继续巩固流动性宽松托底的政策走向。

就下一阶段时点因素对资金面的影响而言,分析人士也普遍认为,虽然即将进入月末和年中的敏感时期,但在偏松的货币政策框架下,预计央行仍会适时加大对资金面的支持力度,流动性向好格局不会发生实质性改变。

■ 交易员札记

利率平台整理 静待政策指引

周四,资金面维持平稳宽松,1天和7天期回购加权平均利率分别下行2bp和7bp,14天期回购加权平均利率与周三持平,长端跨月资金需求增加,利率有所回升。现券市场方面,收益率趋于稳定。全天来看,早盘受央行正回购力度温和影响,收益率小幅下行,后期有所反弹。国债及金融债各期限收益率基本与上日持平,个别期限小幅上行1bp左右。

中端收益率在前期经历了一波超跌之后,本周又完成了一小轮反弹,市场对长端利率的走向又陷入了犹豫和徘徊,观望气氛渐浓。笔者认为,收益率反弹之中,既蕴含着交易性参与者获利出局因素,也反映出短端利率维稳对长端利率继续下行产生的制约。以表现最为活跃的金融债为例,前期牛市时,10年期品种收益率下行幅度近40bp,而1年期品种仅下行10bp左右,期限利差迅速收窄,而后在短端利率没有进一步明显下行的情况下,长端选择企稳回调也在情理之中。

目前决定短端利率是否进

一步下行的主要因素应在于央行的态度,维持在4%的央行28天期正回购利率水平,难以使短端利率产生向下冲动的动力,央行现阶段的政策执行,很大程度上是围绕中国当前的经济基本面展开的。从本月公布的各项数据来看,经济难言企稳回升,仍然保持在低位运行,去产能及房地产行业萧条对中国经济的负面冲击不可小觑。

展望后市,CPI上涨压力应较为有限,短期内“稳增长”依然是政策主线,各项经济数据值得继续关注,在经济实质性企稳之前,长端利率震荡下行是较大概率事件。从资金面来看,5、6月份的周期性趋紧以及银行半年末考核因素,会给市场带来一定的担忧,但从本年央行的操作上看,其大概率会平滑季节性的资金波动。15日公布的数据显示,4月份金融机构口径外汇占款新增1169.21亿,比3月少增约722亿,这也给央行适度采取数量型宽松留下了一定空间。(中国邮储银行 薛飞)

公开市场利率与债券市场短端利率走势



两银行披露同业存单发行计划

同业存单发行主体扩容后,新增试点的中小银行渐次揭开面纱。14日,上海银行和江苏银行相继披露2014年同业存单发行计划,正式加入同业存单发行行列。其中,上海银行今年同业存单发行额度为300亿元;江苏银行今年计划发行100亿元同业存单。

同业存单由央行于去年12月推出,定位是存款类金融机构在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证,是目前唯一具有存款性质的市场化利率,可为存款利率逐步市场化提供参考。首批有10家银行获得试点

发行资格,包括工行、农行、中行、建行、交行、招行、中信、兴业、浦发和国开行。

上周,浙商银行公告并发行该行首只同业存单,标志着同业存单发行主体范围正式扩容。央行曾在今年《一季度货币政策执行报告》中提到,将“吸纳符合审慎评估要求的更多金融机构作为自律机制基础成员,在进行相关信息披露后可在银行间市场发行同业存单。”而据市场人士透露,有包括部分城商行和农商行在内的几十家金融机构进入同业存单第二批试点发行机构行列。(张勤峰)

国开行20日增发五期固息债

国家开发银行15日公告,定于5月20日增发2014年第十二期1年期、第八期3年期、第九期5年期、第十期7年期和第十一期10年期固定利率金融债券,决定了它们在债市调整中波动幅度将大于国债。

综上所述,二季度债市整体形势依然值得看好,收益率震荡下行或是主基调。货币市场较低的资金利率为回购债券提供了一定的套利空间。金融债兼顾收益性、流动性和安全性,是较受市场青睐的品种。鉴于当前收益率曲线较为平坦,看好3-5年中期金融债的交易价值,建议机构在资金面扰动、市场情绪调整时逢高建仓。

日均为4月8日。此次五期增发债券均为5月20日招标,5月22日缴款,1年期品种上市日为5月26日,其他四个品种上市日为5月28日,增发债券上市后对应的原债券合并交易。

招投标方式方面,本次增发的第八、十一、十二期债券均采用单一价格(荷兰式)招标方式,本次增发的第九、十期债券采用多重价格(美国式)招标方式。各期债券均不设基本承销额。(张勤峰)

中债资信: 调升广州发展主体评级至AA+

中债资信评估有限责任公司近日发布跟踪评级报告,决定将广州发展集团股份有限公司主体信用等级由AA上调至AA+,评级展望为稳定。

中债资信表示,受益于燃气集团注入的支撑,广州发展电力、燃气和煤炭为主的综合能源供应能力提升,综合竞争力增强,在广州市内行业地位提升。经过一年多的时间,各业务有序开展,融合状况良好,经营风险很低。受益于燃气业务经营规模扩大以及火电行业景气提升,公司经营业绩向好,盈利水平有所

提升,债务负担维持行业较轻水平,偿债指标表现有望小幅改善。综合看,公司信用品质有较大程度提升。

中债资信认为,未来2-3年,随着在建电力项目和燃气管网的增加,广州发展在广州市的市场地位有望进一步巩固及增强,电力业务有望继续享受煤炭价格低位带来的利好,燃气业务有望保持较快增长,燃料业务有望保持稳定,整体经营有望保持稳定。加之公司整体债务负担较轻,预计未来财务表现仍将保持行业很好水平。(葛春晖)

三券商20日招标短融券

海通证券、中信建投证券、财通证券15日分别发布公告,各自定于5月20日招标发行短期融资券。

海通证券发行的是今年第三期短融券,发行金额30亿元,期限90天;中信建投证券发行的是今年第三期短融券,发行金额19亿元,期限90天;财通证券2014年第四期短融券发行金额4.5亿元,期限91天。三期短融券均采用固定利率,票面利率通过招标系统招标决定,单利按年计

息,不计复利。时间安排上,三期短融券均为5月20日招标,起息日、缴款日、债权登记日均为5月21日,上市流通日为5月22日。三期证券公司短融券均无担保,经中诚信国际评定,海通证券、中信建投证券的主体评级为AAA,评级展望为稳定;经大公国际评定,财通证券的主体信用等级为AA,评级展望为稳定。三期短融券的信用评级均为A-1。(葛春晖)

利率下行趋势未变

把握回调机会

□南京银行 郭伟

债券市场收益率在经历了上周迅猛下跌之后,随着“降准”预期的降温,本周出现技术性回调,交易盘获利了结,配置盘谨慎观望。对于未来债市走势,市场仍然存在分歧。我们认为,经济基本面的疲弱决定了收益率的下降趋势,期间因资金面的波动、供需情况的变化可能出现震荡,但较大的下行阻力难以看到,债市依然运行在偏暖的氛围中。

首先,“稳增长”对经济提振有限,基本面不容乐观。4月份经济“三驾马车”中,仅进出口增速企稳回升,投资和消费增速均低于市场预期。在“稳增长”的作用下,4月份的固定资产投资增速并未加快,反而出现了下滑,到位资金放缓是主因。虽然当月房地产投资增速回升,但在土地购置面积、新开工面积和房屋销售均出现负增长的情况下,单月增速的反弹可能只是“昙花一现”,投资增速下行压力较大。内需并未明显改善,终端消费难以成为拉动经济的力量。工业增加值也继续回落,“去产能、调结构”进程依然对工业增速产生较大压制,上游行业形势尤为严峻。

经济数据的背后,更多现实问题制

约了经济回升幅度。实体经济资金链紧张,负债成本高企,终端需求不旺;房地产行业拐点渐至,房价下跌预期下,二三线城市面临艰难去库存;银行不良率提升较快,整个金融系统风险上升……整体来看,虽然政府“稳增长”政策定向发力,但对经济的提振作用有限,基本面依然面临较大下行压力。

其次,降准可能性虽低,宽松资金面犹可期待。从广义流动性来看,4月份M2增速为13.2%,高于市场预期,也超出了13%的调控目标,但当月存款却在减少。这一增速的背离,原因之一可能就是淤积在货币市场的资金较多,这也解释了当前货币市场资金面较为宽松的局面。从狭义流动性来看,当前银行间质押式回购隔夜在2%-3%、7天在3%-4%之间运行,市场流动性较为充裕。

央行态度较去年有明显转变,在资金需求量增加的个别时点,表现出很强的呵护之意。央票到期没有续作,表示其放弃了去年的“锁长放短”操作模式。目前CPI低位运行,通胀不会成为货币政策的制约因素,经济增长因素在货币政策决策中的权重会提升。当前实体经济资金链紧张,负债成本高企,经济持续下行的宏观背景需要有宽松资金面的配合。虽然周小川

行长表示短期内不会大幅刺激,但是我们认为稳增长压力下当前宽松的流动性持续性可期。

供给压力仍大,需求成为关键。从托管量数据来看,4月份债券供给继续放量,其中国债和企业债增加尤为明显,“稳增长”措施的出台,使得政府以及地方平台融资需求提升,庞大的存量债务也需要增量的填补。后续无论是利率债还是信用债都面临较大供给压力。

从主要券种投资者结构来看,国债需求方较为单一,商业银行依然是主力,需求量增加空间有限。随着广义基金规模的迅猛增长,其对金融债和短融的需求量大大增加,当前股市不振,非标转标的背景下,债券成为该类投资者不错的选择。而交易盘对金融债和短融的青睐,决定了它们在债市调整中波动幅度将大于国债。

综上所述,二季度债市整体形势依然值得看好,收益率震荡下行或是主基调。货币市场较低的资金利率为回购债券提供了一定的套利空间。金融债兼顾收益性、流动性和安全性,是较受市场青睐的品种。鉴于当前收益率曲线较为平坦,看好3-5年中期金融债的交易价值,建议机构在资金面扰动、市场情绪调整时逢高建仓。

长端利率短期或陷入震荡

□南华期货 徐晨曦

上周高歌猛进之后,本周期债连续回调,对应的7年国债收益率小幅回升。上周行情出乎意料的火爆缘于市场的宽松预期,一季度货币政策执行报告中“主动作为”四个字,加上房地产市场铺天盖地的负面消息以及再创新低的CPI数据,令降准预期急剧升温。而在周末央行表态不会采取大规模的刺激之后,行情回归冷静也就自然而然。

向前看,长端利率是重回高位还是继续下行?鉴于今年以来央行通过公开市场的精细化操作保持银行间流动性平稳,资金面已不是影响行情的主要因素,因此只需从经济和政策两方面来分析。

经济基本上,虽然一季度经济大幅下滑,但此后稳增长政策密集出台应能在一定程度上避免经济持续恶化。今年的稳增长与去年所面临的环境大不相同,去年下半年房地产周期处于高潮期,政策只需稍稍发力,货币政策甚至是偏紧的,经济也能明显回升。而今年

房地产已处在下行期,如果仍然只是微刺激,经济回升不可能达到去年的高度,在乐观的情况下可以期待环比改善。价格水平方面,4月CPI同比创出新高,仅增长1.8%,但通胀形势并非高枕无忧。一方面,未来两月的翘尾因素处于年内峰值,CPI同比回升的可能性很大。另一方面,猪周期的再度开启可能在下半年甚至更长的时间内对通胀构成压力。去年四季度以来生猪价格持续下降已导致养殖户严重亏损,目前生猪及能繁母猪正在经历猛烈的去库,而随着去库接近尾声,猪肉价格将走出底部从而带来CPI新涨价因素的上升。

政策面上,可回到一季度货币政策执行报告寻找依据。在国内经济展望部分,央行认为内生增长动力仍然增强,结构调整和改革任务仍然艰巨,并特别指出“受增速换挡和结构调整过程中资金周转速度放慢、使用效率不高等影响,全社会债务规模继续较快积累,但债务扩张对经济增长的推动作用下降”。在价格水平方面,央行认为CPI上行的压力依然存在,居民通胀预期还不够稳定。因此,从

调结构、控债务以及稳定通胀预期的角度来说,大规模宽松都不是目前的政策选项,而定向宽松才是主要的政策思路,这也符合央行“总量平衡、结构优化”的提法。上周末央行行长周小川表示短期数据不一定说明问题,目前国务院强调宏观调控要有定力,不会采取大规模的刺激,也许就是为了引导预期。

综合来看,经济尚待企稳、政策定力仍在、通胀的影响偏负面,似乎并没有明显支持长端收益率下行的新因素出现。不过,影响未来行情的关键因素仍旧是政策预期,而当前市场的宽松预期并未消散。如果目前的微刺激不足以抵消房地产下滑带来的负面影响,市场的宽松预期将更加强烈,即便不做全面宽松,更多的定向宽松也可期待,那么行情还将向纵深发展。当然,如果经济在既有政策下企稳,那么政策无疑将更有定力,宽松预期一旦被证伪,利率债行情便行之不远。短期内,由于缺乏新的刺激因素,长端利率可能陷入震荡,新的方向有待酝酿。

期债延续调整 跌幅有所收窄

周四,国债期货市场延续回调整理行情,跌幅有所收窄。随着TF1406合约交割日临近,主力合约移仓换月加速进行,周四TF1409合约持仓量、成交量双双超过TF1406,成为新的国债期货主力合约。

期债市场昨日依旧处于前期连续上攻后的回调整理格局,但由于现券市场调整放缓,合约跌幅随之收敛。从盘面上看,当季合约TF1406早盘冲高回落,午后回稳,收报92.900元,跌0.11%;全天成交824手,环比减少269手,持仓减少256手至1748手。次季合约TF1409收报93.434元,跌0.05%;成交1486手,环比增加481手,持仓增加145手至2285手;远季合约TF1412收报93.674元,跌0.3%,成交13手,持仓78手。

从盘面上看,TF1406、TF1409合约成交及持仓继续呈现此消彼长的变化,继本周三持仓量赶超TF1406合约后,周四TF1409合约的成交量也实现反超,正式从TF1406合约手中接过主力合约的“交椅”。展望后市,TF1406合约交割日不断临近,资金还将逐步移仓至TF1409合约,前者价格波动性可能会因此加大。

现券方面,周四银行间利率市场调整放缓,CTD券130015成交利率微升至4.30%,代偿期接近7年的130020、140003成交利率也基本稳定在前日收盘附近。国债期、现市场表现较为一致。此外,交易所国泰上证5年期国债ETF收盘小涨0.09%。

市场人士指出,下半月资金市场波动可能加大,债券收益率继续下行动力不足,但市场乐观情绪犹存,配置需求仍较为旺盛,现券市场可能转向震荡行情。有鉴于此,国债期货短线或继续围绕93元关键点震荡,中线仍可多单持有。(张勤峰)

口行新债需求偏强 投标更趋理性

周四,进出口银行招标发行的3年及5年固息金融债需求偏强,中标利率继续低于二级市场,但利率折让幅度收窄,投标倍数趋降,显示现券调整行情已不可避免影响到一级市场投标热情。

口行昨日招标的是该行今年第三十一期、第三十二期固息金融债券,期限分别为3年、5年,招标总额各60亿元。据交易员透露,此次3年期口行债中标利率4.87%,低于4.95%的二级市场利率;5年期中标利率5.00%,亦略低于5.04%的二级市场利率。另外,两期债券的全场投标倍数分别为2.14和1.97。

市场人士指出,政策债是近期一级市场的热门券种,两期口行债中标利率继续低于二级市场,且认购倍数超过或接近两倍,显示机构配置需求稳中偏强。不过,与上周政策债发行利率动辄低出二级市场10余个基点相比,目前一级利率的折让幅度明显收窄。另外,数据显示,4月以来,口行债投标倍数多在2.5-4之间,此次两期债券的投标倍数也有所下降,这些都表明在现券市场回调整理的背景下,机构参与一级投标更趋理性。(张勤峰)