

定向降准先行 投放并未缩水 结构性“旱情”无需心慌

□本报记者 葛春晖

本周四,央行开展200亿元正回购操作,本周公开市场净投放150亿元,较上周的1040亿元显著缩量。在货币市场流动性有所收紧之际,央行显得颇为“淡定”。市场人士表示,年中考核叠加新股申购,造成了当前货币市场的结构性紧张局面,交易所市场资金供需矛盾尤为突出,而银行体系流动性仍相对稳定。预计随着本轮新股申购资金解冻以及年中考核影响消退,资金面有望从下周后半周开始逐渐向整体性宽松回归。

净投放缩量 “央妈”很淡定

央行公告显示,央行周四在公开市场开展了200亿元正回购操作,期限28天,中标利率仍持平于4.00%。据Wind统计,本周有650亿元正回购到期,央行周二、周四合计开展正回购500亿元,因而本周央行公开市场将实现150亿元资金净投放。与上周的1040亿元相比,投放力度明显下降。

鉴于半年末时点临近,且本周到期资金量较小,市场人士一度预期央行将适度加大投放力度,比如暂停正回购或重启逆回购操作。因此,央行本周的操作多少有些出乎市场意料。不过,若结合此前央行二次定向降准,以及当前银行间市场资金面实际情况来看,央行有如此定力就不难理解了。

本周一,含民生银行等股份制银行在内的部分商业银行获正式下调存款准备金率0.5个百分点。有机测算,此次定向降准可释放1000亿元左右的流动性。若算上周初准备金净退款,本周央行投放流动性规模与上周相差不多。

从银行间货币市场情况看,随着年中考核临近,加上本周A股重启新股发行,市场“打新”热情高涨,资金面宽松程度确实不如上半月。18日,14天质押式回购加权平均利率大涨82BP至4.49%;19日,21天品种飙升46BP至5.45%。不过,作为主流交易品种的隔夜和7天回购利率走势依旧稳健,19日分别收于2.74%、3.18%的今年以来中低位水平,显示银行

体系短期流动性依旧较为宽松和稳定。

有市场人士表示,在银行间资金面波动不大,且有定向降准防范在先的背景下,公开市场投放适度收缩也符合央行操作惯例。

时点扰动无碍 流动性有保障

近几日,交易所资金利率出现大幅飙升,特别是18日隔夜回购利率一度触及30%水平,不禁引起了市场的关注甚至心慌。但仔细观察不难发现,本轮资金收紧呈现出明显的结构性特征,一是,银行间市场资金需求矛盾主要集中于跨月末品种,二是,交易所市场资金紧张程度远超银行间市场。作为反映货币市场短期流动性的主要指标,银行间7天回购利率平稳运行,表明资金面总体无忧。

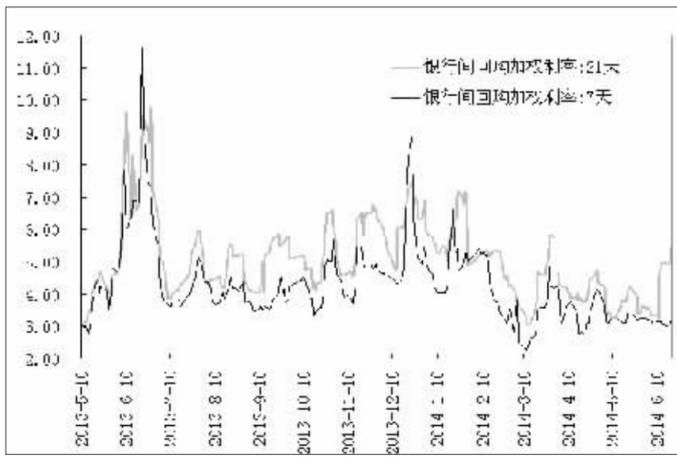
目前来看,交易所资金面趋紧,已经对交易所证券造成了明显冲击,对银行间债券市场也形成一定负面影响。近两日连续发生同业存单发行认购不足,也与之不无关系。那么,这种状况是否会继续蔓延和扩散呢?

综合多家机构观点来看,上述担心并无必要。首先,宏观经济增长仍然趋弱,因此货币政策基调有望继续保持逐步宽松趋势;第二,当前这种结构性“旱情”主要是由商业银行年中考核、大行分红、新股申购等时点性因素叠加引起的,虽然本轮新股申购将持续至下周,但下周解冻资金也将陆续回归市场,而且从历史经验看,年中考核影响将从月末到来前几日开始消退,大行分红新股申购的扰动下,货币市场流动性日渐收紧的态势。

浦发银行昨日发行的是该行今年第16期同业存单,期限3个月,计划发行10亿元,采用单一价格招标发行,标位区间为98.8415元-98.8908元。发行情况公告显示,该期同业存单中标价位98.8415元,落在招标区间下限;实际中标7亿元,部分出现流标。而此前一日,中国银行、民生银行发行的同业存单同样未获得足额认购。其中,中国银行该期同业存单也是3个月品种。

市场人士指出,同业存单属货币市

银行间市场标杆7天回购利率运行稳定



同业存单发行连现“流标”

□本报记者 张勤峰

据浦发银行公告显示,19日该行在银行间市场招标发行的同业存单(NCD)在招标区间内未获得足额认购,这已是同业存单发行连续两日出现未获足额认购的情况,折射出半年末季节性因素及新股申购的扰动下,货币市场流动性日渐收紧的态势。

浦发银行昨日发行的是该行今年第16期同业存单,期限3个月,计划发行10亿元,采用单一价格招标发行,标位区间为98.8415元-98.8908元。发行情况公告显示,该期同业存单中标价位98.8415元,落在招标区间下限;实际中标7亿元,部分出现流标。而此前一日,中国银行、民生银行发行的同业存单同样未获得足额认购。其中,中国银行该期同业存单也是3个月品种。

市场人士指出,同业存单属货币市

场工具,“流标”反映出临近年中关键时点,机构资金运用策略愈发谨慎。

自17日以来,交易所及银行间资金市场相继出现收紧的迹象。尤其是,交易所回购利率波动剧烈,盘中不乏在异常高位成交的情况。市场人士指出,进入6月下旬,季节性缴税、国有银行分红及年中考核等因素,对银行体系流动性有叠加影响,加之下半月公开市场到期资金有限,资金面本身就存在一定的收紧压力。此时新股集中申购,机构“打新”热情高涨,成为资金市场转紧的导火线。

市场人士指出,虽然同业存单在银行间市场发行、流通,但跨市场机构投资者“打新”,也会影响银行间流动性供求,且“打新”冻结资金易导致资金在银行间分布不均。若交易所市场资金持续紧张,银行间同样难独善其身。不过,在当前货币政策环境下,流动性不太可能持续紧张。(张勤峰)

预发行扩至所有关键期限国债

据财政部网站消息,财政部、人民银行、证监会决定将国债预发行券种由7年期记账式国债扩大至全部关键期限记账式国债(1、3、5、7、10年期)。交易场所符合三部委去年发布的《试点通知》规定后即可开展关键期限记账式国债预发行交易。

去年3月,财政部、人民银行和证监会联合发布了《关于开展国债预发行试点的通知》,明确了国债预发行业务的基本原则;7月,财政部、人民银行和证监会联合发布了《关于7年期国债开展预发行试点的通知》,明确7年期国债作为首批开展预发行试点的券种;10月,上交所正式开始7年期国

债预发行交易。

国债预发行是指以即将发行的记账式国债为标的进行的债券买卖行为。业内人士表示,国债预发行业务也有助于降低国债承销商的承销风险,也有助于进一步改善国债市场价格发现功能,促进国债市场功能的充分发挥。此外,投资者也可以借此间接参与国债发行过程,提前锁定投资收益。

有市场人士表示,7年期国债预发行试点表现平稳,一定程度上活跃了相关券种交易,与国债期货表现出较好联动性,但囿于期限单一,交易不够活跃,试点拓展至所有关键期限国债,有助于活跃市场,进一步发挥预发行功能。(张勤峰)

资金收紧致农发债定价偏高

农业发展银行19日对该行今年第36期1年期、第34期3年期、第35期5年期固息金融债进行了增发。受资金面有所收紧影响,尽管各期债券认购倍数不低,但中标利率整体高于市场预期。

据市场人士透露,农发行此次增发的1年、3年和5年债券,中标收益率分别为4.2007%、4.5626%和4.7602%,认购倍数分别为3.34、3.11和

2.80。此前,多家机构预测上述债券的中标利率均值分别为4.13%、4.50%和4.69%,实际中标利率均高于预期。

分析人士表示,伴随着定向降准等利好的兑现,近期利率债收益率下行遇阻,同时市场资金面在临近年中时点的情况下有所收紧,降低了交易户参与一级市场投标的兴趣,认购倍数尚可主要得益于配置需求的支持。(王辉)

财政部20日代发183亿地方债

财政部19日公告,定于6月20日代理发行2014年第三期地方政府债券。本期债券为7年期固息债券,计划发行183亿元,其中福建、湖北、广西、四川、甘肃、新疆、青海省(区)额度分别为24亿元、31亿元、22亿元、40亿元、23亿元、22亿元、21亿元。各省(区)额度以2014年地方政府债券(三期)名称合并发

行、合并托管上市交易。

本期地方债将采用单一利率招标方式,6月20日招标,6月23日开始计息,招标结束至6月25日进行分销,6月27日起上市交易。本期债券利息按年支付,每年6月23日(节假日顺延,下同)支付利息,2021年6月23日偿还本金并支付最后一次利息,财政部代为办理本期债券还本付息。(王辉)

开行24日发行四期固息债

国家开发银行将于6月24日增发2014年第九、十三、十四期金融债,并首次发行2014年第十六期金融债,分别为5年、1年、7年、3年期固息债券,发行金额分别为50亿元、60亿元、40亿元、50亿元。

开行此次增发的第九期、十三期债券,均采用单一价格招标方式;增发的第十四期债券采用多重价格招标方式;首发的第十

六期债券,采用单一利率招标

本次发行的四期债券缴款日均为6月26日;1年和7年品种起息日为6月9日,5年品种起息日为4月8日,3年品种起息日为6月26日;1年品种上市日为6月30日,3年、5年、7年品种上市日为7月2日。手续费率方面,1年期无承销费,3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%;各品种均无兑付手续费。(王辉)

华夏银行披露NCD发行计划

招商银行20日发行30亿NCD

华夏银行日前公布了2014年同业存单(NCD)发行计划。该行今年拟发行同业存单不超过600亿元。

华夏银行指出,该行同业存单利率分为固定利率和浮动利率两类,具体发行利率(或发行价格)以市场化方式确定。其中,固定利率同业存单期限原则上不超过1年,为1个月、3个月、6个月、9个月和1年,参考同期限上海银行间同业拆借利率定价。浮动利率存单以上海银行间同业拆借利率为浮动利率基准

计息,期限原则上在1年以上,包括1年、2年和3年。

业内人士认为,随着更多中小商业银行加入同业存单发行行列,将有助于推动存款利率市场化进程,为未来发行面向企业和个人的大额存单等奠定基础。

此外,招商银行19日发布公告,将于6月20日发行该行今年第7期同业存单,期限6个月,计划发行30亿元。中信银行将于6月20日发行今年第11期同业存单,期限3个月,计划发行10亿元。(张勤峰)

大公:云天化集团评级展望为负面

大公国际资信评估有限公司日前发布了对云天化集团有限责任公司跟踪评级。

大公指出,云天化集团已形成以化肥为核心、以磷矿采选及玻纤新材料等为主要发展方向产业格局,仍具有一定的整体抗风险能力。磷肥领域,公司自有磷矿且采选技术较高,磷肥竞争优

2013年通过调整食盐产品结构、提高产品价格,食盐业务的盈利能力有较大提升。但公司主要业务所处行业受宏观经济环境影响较大,2013年以来,化肥、玻纤行业依然持续低迷,公司盈利能力较差,经营出现大幅亏损;2013年以来,公司资产负债率持续提高,已超过80%,且短期有息负债增长较快,偿债压力较大。综合分析,大公维持公司主体信用等级为AA+,将评级展望由稳定调整为负面。(张勤峰)

金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年6月19日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.20%,较修正后的上期数据上行2BP。数据来源:金牛理财

从融资主体结构看融资难融资贵

□中债信用增进公司 赵巍华

今年以来,以城投债和非公开定向债务融资工具(PPN)为代表的信用债发行节奏显著加快,发行规模不断扩大,扭转了去年下半年信用债一级市场发行的颓势,融资成本也较去年下半年显著下行,对降低过高的社会融资成本起到了积极作用。不过社会融资成本的降低主要体现在以央企、城投平台、地方国企为代表的国企部门,以中小企业为代表的民营企业等融资渠道趋于收缩、融资成本还有所上行。预算软约束主体和民营企业自身不足限制了总量性政策的效果,未来要有效降低融资成本需总量和结构性措施并举。

观察上半年信用债市场的融资主体结构,呈现出以下特点。

第一,虽然近年来信用债发行主体和评级多元化,但高评级债券占主导的格局没有实质改变,近两年以来AA-及以下低评级券种的比例更是持续下降。

第二,高等级信用债主导格局背后,是央企、地方融资平台、其他地方国企这三类国有企业仍占有债券市场

融资的绝大部分份额,而且今年这一份额在上升。在我国信用债市场,国企身份是高评级资格的重要通行证。而相当多的国企可归类为非市场化的预算软约束主体,其融资需求强烈,且对利率等成本不敏感,容易挤占大量金融资源。此外,今年以来由于流动性资源稀缺和信用风险环境恶化,在市场规律的驱动下,金融资源实际上也越来越集中于受政府信用荫庇的高评级国有企业部门。

第三,上半年企业债务融资市场呈现银行间市场资金面宽松、融资利率下行,而信贷和非标准债务融资市场资金面紧张、融资利率总体持平或略有上行的局面。由于金融资源日益集中于各类国有企业,降低融资成本的总量政策到最后实际上主要是降低了体制内企业的融资成本,对降低国企的中小企业融资成本作用微乎其微。

总的来说,今年以来中央和监管部门降低社会融资成本的努力取得了一定成效,但政策效果具有明显的结构性,主要集中在进入门槛较高的信用债市场,未能有效传导至信贷市场和非标

市场等渠道。在这种情况下,三类国企之外以中小企业为代表的民营企业信贷、非标和债券融资渠道同时有萎缩之势,其融资难、融资贵的问题更加严峻。在严峻的形势下,由于自身治理机制不完善、对债权债务的权利责任意识不强,部分民营企业、中小企业等转移优质资产、逃废债、孤注一掷投机的动机和行为较强,而这会进一步加剧该类企业的信用风险并促使金融机构缩减其授信额度和实际贷款额度等。因此,如果缺乏妥善干预,这类企业的信用风险可能通过融资等债务链条、互保等担保链条、供应链传播,存在出现系列信用风险甚至区域性或行业性信用风险蔓延的隐忧。

预算软约束主体和以中小企业为代表的民营企业自身的欠缺使得化解融资成本过高复杂化。首先,预算软约束主体有很深且复杂的根源,短期内不易消除,因此目前债券市场等债务融资市场金融资源分配结构短期内难以从根本上改变。其次,中小企业融资难、融资贵有着复杂的成因。我国的部分民营企业存在着以家族式经营为主而缺

乏完善的企业治理架构、对债务的责任意识不强、形势好时大干快上豪赌而形势不好时转移优质资产等变相逃废债务的倾向,甚至存在一定程度的骗贷或者恶意套取银行贷款等问题。由于缺乏完善的征信体系而无法有效甄别“坏”中小企业,以及缺乏有效的债务追偿机制,银行“嫌贫爱富”和看重抵押品的当铺文化等行为并非全无道理。

因此,总量刺激政策很容易变成对预算软约束主体的单方面“输血”;单纯强调让银行等金融机构不计代价增加对中小企业的信贷,则或者因违反市场原则而成效甚微,或者因加剧逆向选择和道德风险而达不到预期目标。因此,只能综合采取总量和结构性等多种措施方能逐步化解融资成本过高,短期看通过采取行政措施等限制预算软约束主体债务堆积而用定向的财政和金融支持等措施改善非国有企业融资,长期看则需要发展多层次债务融资市场,完善市场的法治治理机制,特别是加快建立相对公开、透明、互通、可靠的征信体系,完善金融法治环境,强化债务追偿机制,增强各类企业对债务的责任意识。

搞好“基建”推动中小企业直接融资

□联合资信 李振宇 聂逆

长期以来,我国中小企业始终面临着融资难、融资贵的问题。随着近些年我国债券市场上中小企业集合债券、集合票据、区域集优票据和中小企业私募债等融资工具的相继推出,为中小企业开辟了更多的融资渠道。然而,这些创新融资工具推广难度较大,发展较为缓慢。

从2007年初2009年银行间市场先后推出中小企业集合债券和集合票据以来,由于在债券发行、投资交易、上市流通等环节对债券的信用等级存在较高的要求,能够成功发行债券的多为一些优质的、受当地政府扶持的并可获得担保的中小企业,这使得此类融资工具发展较为缓慢,特别是2013年以来其发行量有所下降。2013年,中小企业集合债券和集合票据共发行31期,合计发行64.39亿元,分别较上年减少13.38%和12.78%。今年1-5月,中小企业集合债券

和集合票据仅发行7期,与去年同期相比减少六成,但发行规模有所扩大。中小企业私募债券方面,在2012年6月和10月上交所和深交所相继推出中小企业私募债券后的一年多时间里,中小企业私募债券一度受到市场追捧,发行量较为可观,但进入2014年,其发行量也开始有所下降。今年1-5月,中小企业私募债券共发行109期,发行规模合计146.64亿元,分别较上年同期减少6.84%和5.27%。总体来看,经过多年发展,中小企业的债券发行量依然很小,发展较为缓慢。

与公开市场相比,私募市场具有入市门槛低、发行程序简便、发行费用低、融资目的不公开、与公开市场隔离风险等优势,在国外是成长型中小企业的主要发债市场。由于我国私募市场缺乏统一规范、缺乏合格投资者、流动性差以及违约保障机制不完善等原因,导致中小企业私募债券的发展受到阻碍。首先,关于中小企业私募债券

的相关规定,目前仅有交易所颁布的条文,法律层级较低,且存在差异性,没有明确的更高层级的统一法律来规范。其次,市场上缺乏风险识别和承受能力较强的合格投资者,银行、保险公司、证券公司、基金管理公司(含基金)等机构投资者的投资活动受到诸多限制,间接地导致中小企业私募债券发行难。其次,我国中小企业私募债券在制度设计上借鉴了美国的《144A规则》,但相比《144A规则》,在实际的市场准入、发行规模和期限、发行利率、投资者数量等方面仍有诸多限制要求,制度设计不够灵活,市场流动性较差。最后,2012年以来,我国债券市场信用风险开始逐渐暴露,中小企业担保代偿事件屡有发生,特别是今年首例债券违约的出现,使得投资者的风险偏好有所改变,风险防范意识有所加强,加之市场缺乏完善的风险防范、监测和处置的系统性制度,风险转移和对冲机制不够健全,投资者难以

很好地管理风险。2010年银行间债券市场推出的信用风险缓释工具(CRM)是目前我国债券市场仅有的信用管理工具。该工具交易量很小且品种单一,使得投资者的信用管理技术无法充分发挥,极大地影响了市场投资者加强信用风险管理的积极性和操作性。

国外债券市场的成功经验告诉我们,大量成长型中小企业进入债券市场是债券市场发展趋向成熟的必然阶段。因此,按照新“国九条”的要求,为了解决我国中小企业融资难、提高中小企业直接融资比重以及促进债券市场发展,应加快对私募市场的统一立法,完善私募市场建设,明确规定私募债券的发行统计监测、登记、备案、交易、合格投资者等规范,切实放宽市场准入门槛,积极采取措施培育和发展合格机构投资者,尝试开展以中小企业债券为基础资产的证券化创新,鼓励设立投资高风险的债券投资基金,吸纳更多中小企业进入债券市场。