

“打新”扰动退潮 资金面趋稳

交易所市场资金价格高于银行间成常态

□本报记者 张勤峰

伴随IPO重启后首批新股申购高峰退却、打新资金陆续解冻，25日交易所市场资金面进一步恢复平稳。市场人士认为，随着打新预期收益率回落，未来机构参与热情可能下降，由新股发行引发的资金面波动有望减弱，而且银行体系流动性持续平稳充裕，也会为交易所资金面提供有力支撑。不过，鉴于新股发行将恢复常态，交易所市场融资需求上升与资金供给集中在银行间市场的矛盾可能进一步凸显，未来交易所回购利率的绝对水平和波动幅度可能会继续高于银行间市场。

交易所回购利率连日回落

本周以来，交易所回购市场表现愈发稳健，上周新股发行一度造成的价格剧烈波动已难觅踪迹。Wind数据显示，25日上交所隔夜质押式回购利率(GC001)加权平均利率收于3.78%，较前一日下行35bp，盘中最高成交在4.45%，尾市收报2.62%；跨季末的7天品种加权平均利率亦下行30bp至5.13%。

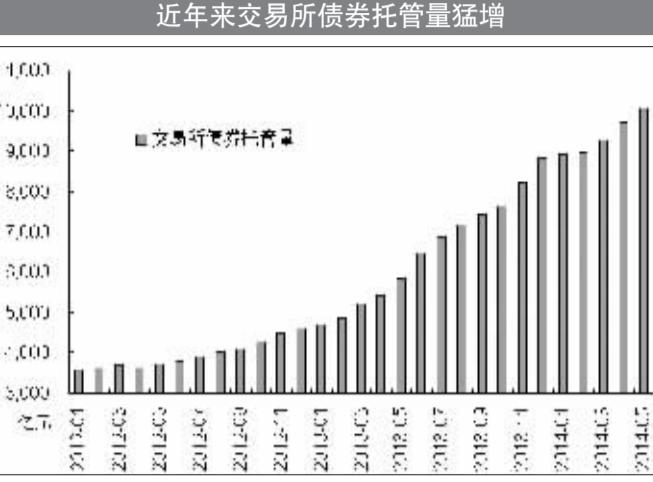
上周三(6月18日)，GC001盘中最高成交到30%，“打新”造成的价格波动引发关注。但正如很多机构分析的，结构性的资金紧张并未持续蔓延，此后交易所市场资金面逐渐恢复平稳。自20日开始，GC001的加权利率及盘中最高利率均连续回落。

中金公司报告指出，上周“打新”火爆并对资金面产生超预期影响可能与四因素有关：其一，首批十只新股申购时间较为集中，其中有四只在6月18日；其二，新规增加了网下市值配售规定，且取消有效报价家数上限，使得网下参与群体大幅增加；其三，新股发行市盈率与行业市盈率差距巨大，使得上市预期回报大幅提升，申购热情高涨；其四，此次新股发行试点与传统的半年未敏感时点重合，易引发市场情绪波动。

短期看，首轮新股发行对市场资金面的扰动已告一段落，资金市场主导因素将回归季末这条主线。从发行日程安排看，截至24日，已有九只新股完成网上网下申购，申购资金在23日至27日陆续解冻。申银万国证券报告指出，上周定向降准释放资金在25日左右退还给商业银行，与IPO资金的解冻同步，有助于缓解季末的资金紧张。

交易所市场融资需求上升

值得注意的是，2013年以来，交易所资金价格高于银行间正成为一种常态。Wind数据显示，25日银行间隔夜、7天质押式回购加权利率分别收报3.00%和3.60%，双双低于



观点链接

航天证券：

下半年资金面可能略紧

3月末金融机构超额准备金率为1.8%，按季末时点统计，创下2011年底以来新低，但资金面整体呈现宽松状态。这表明目前资金面宽松主要因为资金需求的大幅下降，资金面呈现衰退性宽松的特征。银行超储率一般下半年比上半年低，对应到资金面上，一般下半年资金面紧于上半年。从2010-2013年来看，除2012年外，R007下半年均高于上半年。随着IPO的重启和利率市场化的持续推进，下半年资金面稍紧于上半年的可能性较大。不过鉴于目前货币政策处于放松的过程中，资金面估计仍呈现较为宽松的状态。

中信证券：

价格型宽松将长期化

央行本轮宽松并非单纯的保增长，而是肩负降低融资成本、调结构、提高直接融资比重、降低债务危机爆发可能性等多重目标，在通胀低位、房地产泡沫难以吹大的情况下，价格型宽松将长期化，不排除通过PSL、深度降准、甚至降息等措施继续加码的可能性。对货币市场的分析应同时关注资金利率水平和波动率。我们认为，三季度7天回购利率将在3-3.5%区间波动，1个月以上资金利率将回落；波动率方面，可以看到本次半年末资金利率波动显著小于去年6月，甚至低于去年年末以及今年春节。

中银国际：

银行间利率将稳中有降

由于新股申购冻结部分资金，上周交易所资金面明显波动，但时间相对较短，并非流动性趋势性紧张。未来经济依然面临下行压力，央行将维持中性宽松货币政策，保持银行间利率平稳有所下行以降低社会融资成本。然而，利率市场化推进预期、信用风险上升、部分实体部门预算软约束、新增外汇占款大幅下降等因素使得央行压低短期利率行为难以有效传导至实体经济部门融资成本。央行或将在未来建立有效的中长期利率调节工具，其中讨论更多的是抵押补充贷款(PSL)和再贷款，定向投放、优惠利率可能在货币投放中占据更加重要地位。

南京银行：

三季度R007中枢3%-3.5%

三季度，宽松的货币政策和较低的资金利率仍然可以期待。主要理由是：1. 经济下行压力下，“稳增长”需要宽松货币政策的配合；2. 房地产预期悲观，信托集中到期，债务违约等加大系统性风险，宽货币是防范金融系统性风险的需要；3. 出口有望继续回升，贸易顺差扩大带动外汇占款增多，加上财政支出加快，基础货币投放量将增加；4. 存贷比约束有望松动，从而提高货币乘数，增加广义货币供应量。综合看，后续货币政策仍然有宽松的空间，宽松力度取决于经济增速与政策目标之间的差距，在宽松预期下，预计银行间资金利率中枢R007在3%-3.5%之间。

■交易员札记

资金面影响趋弱

债市短期或维持窄幅震荡

□中银国际证券 斯竹

周三债市窄幅震荡，资金面较为平稳，利率债交投以中短期金融债为主，信用债以银行间城投债为主，收益率小幅回落。随着打新资金回流，本周流动性整体较为宽松，由于跨季品种需求较大，银行间质押式回购14天品种上涨17bp，7天品种加权利率上行8bp。

现券市场方面，国债收益率维持稳定，1年、3年、5年、7年、10年期分别成交在3.37%、3.70%、3.85%、3.96%、4.06%。短融整体收益率下行，短券成交居多，不到1个月的14华电SCP001成交在5.0%，稍长的13五矿SCP008成交在5.1%。中票交投较为清淡。企业债5年以上的中高等级券种成交较多，AA+券种14长沙土开债

成交在6.55%，7年AA的14合肥高新债01成交在7.66%，12统众债(2.79Y+5Y)成交在行权收益率6.0%附近，下行约6bp。

6月中旬的发电量增速明显反弹，由此推断本月工业增加值同比增速或将反弹至9%附近，工业生产需求加快将带动整体经济企稳回升。本周三之后IPO出现一段空窗期，资金面的整体压力或将减轻，但考虑到周五有中行派息、本月底及下月初均有法定准备金补缴以及理财产品集中到期等因素，短期资金面将延续偏紧态势。当前机构对于后市行情观点出现分歧，债市短期内或维持窄幅震荡态势，信用债在偏弱的一级供给下有望维持一定上涨行情，但利率下行空间则较为有限。

杭州银行公布同业存单发行计划

兴业银行、浙商银行今日各发10亿同业存单

□本报记者 葛春晖

杭州银行25日在中国货币网公布了2014年同业存单(NCD)发行计划。至此，今年以来披露此项计划的商业银行达到20家。

统计显示，今年以来20家商业银行公布的同业存单计划发行额合计已达11430亿元。而据WIND截至6月25日的统计，今年以来银行间市场累计发行同业存单87只、1318.70亿元，当前同业存单存量为82只、1180.40亿元，与总计划额度相比仍有较大差距。市场人士认为，这可能与国有大行发行额度较大、融资意愿偏低有关，而随着中小银行的不断加入，下半年同业存单发行速度有望加快。

人民币即期汇价连续三日小幅走软

□本报记者 王辉

受季节性因素影响，近日人民币兑美元即期汇价走势持续偏弱，本周三(6月25日)再度收跌，并创下近两周的收盘新低。当日人民币兑美元汇率中间价也小幅回落。

中国外汇交易中心公布，2014年6月25日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1555，较上一交易日微跌10基点。不过，该汇价仍保持着6月中旬以来围绕6.15一线窄幅震荡的运行态势。

即期交易方面，25日人民币兑美元即期汇价低开27基点

于6.2342，全天在开盘价下方窄幅波动，收盘报6.2344，较前一交易日下跌29基点或0.05%。相较于当日中间价，人民币即期汇价日内最大涨幅为1.34%。截至昨日，人民币即期汇价已连续三个交易日小幅走软，且创下6月9日以来的收盘新低，但三个交易日累计跌幅仅84个基点。

分析人士表示，虽然近期我国PMI等宏观基本面因素有所改善，但年中时点企业季节性购汇需求亦较为明显，预计短期内人民币汇率或延续弱势震荡走势，再次大幅度贬值的可能性则不大。

财政部7月2日

招标发行7年期固息国债

□本报记者 王辉

财政部6月25日发布公告，定于7月2日招标发行2014年记账式附息(十三期)国债。

本期国债为7年期固定利率附息债，竞争性招标面值总额280亿元，进行甲类成员追加投标。时间安排方面，本期国债7月2日招标，竞争性招标时间为7月2日上午10:35至11:35，7月3日开始计息，招标结束至7

月7日进行分销，7月9日起上市交易。兑付安排方面，本期国债按年付息，每年7月3日(节假日顺延，下同)支付利息，2021年7月3日偿还本金并支付最后一次利息。招标方式方面，本期国债采用混合式招标方式，标的为利率，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为75、15和30个基点。本期发行手续费为承销面值的0.1%。

A股不振 转债跌多涨少

□本报记者 王辉

6月25日，在沪深股市走势低迷的背景下，可转债市场表现较为乏力，中证转债指数微幅下跌，个券跌多涨少。

数据显示，昨日中证转债指数收报288.25点，较上一交易日微跌0.06点或0.02%，市场成交8.87亿元，较周二的9.13亿元小幅萎缩，量能处于近阶段偏低水平。个券方面，两市27只转债中有9只上涨、3只平盘、15只下跌。其中，中鼎转债、石化转债、恒丰转债居涨幅前三位，分别上涨1.86%、0.41%和0.32%。

不过，从6月份以来的阶段表现来看，两市可转债仍然多数

欧版QE尚远 欧元下跌动能弱化

□韩会师

欧洲央行打压欧元的企图似乎又要落空了。6月5日欧洲央行会议之后，市场一度压倒性地认为欧元将至少进入中期下跌行情，但欧元却从6月12日就展开反弹，目前对美元在1.36附近震荡，与6月会议之前基本持平。

市场心态似乎也发生了微妙的变化。美国商品期货交易委员会(CFTC)每周公布的非商业持仓数据是观察投机资本动向的重要指标。6月3日，CFTC欧元兑美元期货合约非商业空头持仓量为90,134张，会议决议公布后，6月10日空头持仓量猛增12%至100,924张，显示欧元空头热情高涨。与此同时，欧元兑美元非商业多头持仓量从6月3日的57,109张暴跌30%至43,739张。时隔一周，6月17日的CFTC数据显示，虽然欧元兑美元非商业持仓的空头力量仍在加强，持仓量再次增长12%至113,240张，但欧元兑美元非商业多头持仓量却扭降为升，猛增约18%至41,405张。尽管在投机性持仓中欧元空头仍占据优势，但多头力量的大幅上升可能暗示部分投机资本对欧元中长期弱势的信心已经有所动摇。

德拉基强调“通胀预期”是否恶化是QE推出与否的重要前提。“预期”这个难以量化的因素给了欧洲央行非常大的回旋余地，欧洲央行随时可借“预期恶化”为QE造势，借

LTROs、取消SMP冲销操作等一系列措施之后，必然需要几个月的时间观察市场反应，在7.8月份“出大招”的概率很低。尽管德拉基在6月会议后明确表示，欧洲央行正在积极筹备ABS购买计划，即欧洲版的QE政策，但毕竟没有给出任何实质性的承诺。

此外，德拉基6月21日表示，如果中期通胀预期恶化的资产购买计划是欧洲央行的工具之一，但欧洲央行目前正在聚焦于6月5日宣布的一系列举措，QE暂时未列入议事日程。德拉基同时强调，QE的目的在于确保物价稳定，购买资产只是手段，但欧洲央行尚未看到通缩发生。

虽然学术界对于通货紧缩的定义存在争论，但一般认为CPI同比数据连续3个月负增长才算得上通货紧缩。5月欧元区CPI同比增长0.5%，距离负增长尚有一段距离。此外，欧洲央行目前预计欧元区2014年CPI同比增速有望在0.7%，2015年有望达到1.1%，虽然距离“接近但不超过2%”的目标距离尚远，但也谈不上通缩。德拉基的弦外之音似乎是：QE从口号到现实还有不短的距离，大家不要过度期待。

德拉基强调“通胀预期”是否恶化是QE推出与否的重要前提。“预期”这个难以量化的因素给了欧洲央行非常大的回旋余地，欧洲央行随时可借“预期恶化”为QE造势，借

打击欧元汇率，也可以随时用“预期趋乐观”来为QE的打干雷不下雨做借口。

总体来看，市场有理由怀疑欧洲央行推出欧洲版QE的诚意。2012年9月，德拉基就曾提出另一个版本的QE，不过当时的名字叫“直接货币交易”，简称OMT，其核心内容是欧洲央行可直接购买欧元区国债，以稳定受欧债危机冲击而飙升的重债国利率，且购买规模没有上限。OMT为人心惶惶的欧元区债券市场吃了颗定心丸，虽然事实证明，OMT最终只是一个口头承诺，迄今并无实质举措，但借助OMT的炒作，欧元区重债国融资成本大幅下跌，可谓德拉基成本最低、战果最大的一次心理战。欧洲版的QE有可能成为德拉基又一次瞒天过海之计。

6月20日，欧洲央行公布数据显示，欧元区4月经季节调整后经常项目实现顺差215亿欧元，环比增长9.7%；今年1-4月欧元区经常项目顺差总额883亿欧元，创历史新高。这对欧元多头无疑是重大利好。

除了QE，欧洲央行已经拿不出新武器强力打压欧元，而QE的遥遥无期令欧元后市的下滑动能弱化。当前的反弹行情有望延续，短期有欧元购汇需求的企业可考虑择机入市锁定成本。(作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

■外汇市场日报

升息预期遭打压 英镑下跌

□南京银行 蒋献

周三亚洲时段，英镑因央行总裁言论继续下挫，徘徊在一周低位1.6953附近。

英国央行总裁卡尼表示，英国经济仍然存在很多闲置的产能有待加以消化，相对于卡尼等英国央行官员在本月更早前突然表示可能转变货币政策，市场认为这次言论过于温和，与上周英国央行货币政策会议记录也存在较大差别，导致市场对英国央行可能在今年稍晚加息的预期降温，英镑承压下跌。英

镑的疲弱提振了欧元，欧元对美元保持坚挺，一度上涨至1.3615附近。

美元表现相对平淡。虽然周二公布的美国新屋销售数据和消费者信心指数强于预期，令市场对美联储更强硬对抗通胀的预期有所增强，带动美元指数走强，但美国第一季度GDP数据公布在即，市场预期该数据可能会下修从而增强美联储不会急于收紧货币政策的预期，因而投资者呈谨慎态度。从技术面看，欧元对美元支撑位在1.3584，阻力位在1.3660；美元对日元支撑位在101.78，阻力位在102.15。

目前市场关注焦点仍是各经济体央行的货币政策动向。未来一段时间内，美国、欧元区和日本三大央行仍可能保持货币宽松政策。但美国经济数据如果一直向好，很可能导致市场预期美联储对抗通胀的态度会越来越强硬，并将伴随升息预期的上升；本周五日本即将公布CPI数据，若出现正在摆脱通缩的新迹象，可能会限制日本央行继续施行货币宽松政策的前景；相对而言，欧洲央行未来保持宽松政策的立场相对更加稳定。

不过，从6月份以来的阶段表现来看，两市可转债仍然多数