

逆回购调期限换组合 剑指跨节资金压力

通缩魅影闪现 降息呼之欲出

□本报记者 张勤峰

10日,央行调整公开市场逆回购期限组合,适度加大操作力度,继续着力保障跨春节流动性需求。市场人士预计,央行后续仍将视短期流动性状况,合理调节公开市场资金投放力度和期限,并不排除运用SLO等手段增加短期流动性支持。在央行多措并举的情况下,预计春节前流动性不会出现持续剧烈的收紧。从更长时期时间来看,在外汇占款不济的情况下,央行仍会采取对冲式干预,降准、公开市场逆回购、MLF等都有想象空间;更值得注意的是,短期而言,在央行实施降准之后,物价通缩风险加剧使得央行进一步采取价格型宽松的必要性明显增强。

逆回购操作微调 护航跨节资金面

尽管降准“靴子”落地,降低了春节前流动性剧烈收紧的风险,但考虑到新股集中发行和节前大量取现的影响,央行仍继续通过公开市场净投放操作适时安抚市场情绪。公告显示,央行周二上午在公开市场开展了两期限共800亿元的逆回购操作,包括250亿元14天逆回购和550亿元21天逆回购。

与上周两次逆回购操作相比,央行此次操作舍弃了7天和28天品种,而是采用14天搭配21天的组合,保障跨春节流动性需求的意图更明显。交易员表示,若央行继续采用7天逆回购,到期日恰好在春节前一天,这样无助于缓解机构节日期间的备付压力;14天和21天逆回购期限适中,更加突出了央行公开市场操作应对春节流动性季节性波动的定位;此外,期限稍长的21天逆回购操作量占比高,有助于稳定市场流动性预期。

从历史情况来看,央行公开市场逆回购以7天、14天和28天品种为主,但出

■观点链接

华泰证券:

政策寻求平衡 债市博弈加剧

低增长、高利率”的组合时间已较长,市场对通缩的担忧会加剧。目前货币政策层面的核心矛盾主要是:如何在相对稳定汇率和走低的利率之间寻求平衡。去年底以来,全球货币竞争性宽松显著加剧,全球汇率体系博弈也在加剧。对于基础货币供应环境的系统性转变,中国会以“降准+渠道投放+公开市场操作+定向投放”的一揽子政策来应对,但面对全球汇率层面的博弈,中国央行势必要加强预期引导,一方面稳定汇率趋势,一方面减少不必要的金融交易性加杠杆,目前看来初见成效。在此环境下,央行不会快节奏地再出降息政策,但上半年降息降准仍是大概率事件。债券市场方面,我们认为,中国经济“新常态”对应的均衡利率水平势必下台阶,长端利率目前还偏高;而刚兑不破,短端利率下行速度仍将会较为缓慢。因此收益率曲线相对平坦的形态还会僵持一段时间。

2014年以来央行公开市场逆回购操作一览

发生日期	期限(天)	回购方向	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	到期日期
2015-2-10	14	逆回购	250.00	4.1000	-0.20	2015-2-24
2015-2-10	21	逆回购	550.00	4.4000	-0.30	2015-3-3
2015-2-5	28	逆回购	300.00	4.8000	0.00	2015-3-5
2015-2-3	7	逆回购	350.00	3.8500	0.00	2015-2-10
2015-2-3	28	逆回购	550.00	4.8000	0.00	2015-3-3
2015-1-29	28	逆回购	450.00	4.8000	0.00	2015-2-26
2015-1-27	7	逆回购	300.00	3.8500	0.00	2015-2-3
2015-1-27	28	逆回购	300.00	4.8000	1.20	2015-2-24
2015-1-22	7	逆回购	500.00	3.8500	-0.25	2015-1-29
2014-1-28	14	逆回购	1,500.00	4.3000	0.00	2014-2-11
2014-1-23	21	逆回购	1,200.00	4.7000	0.00	2014-2-13
2014-1-21	7	逆回购	750.00	4.1000	0.00	2014-1-28
2014-1-21	21	逆回购	1,800.00	4.7000	1.43	2014-2-11

于应对特殊时点因素的需要,偶尔也采用一些非常规的期限品种,如5天、6天、21天等。2014年春节前的1月23日,央行就开展过21天逆回购操作,中标利率为4.7%。而央行此前最近一次开展14天逆回购操作是在2014年1月28日,利率为4.30%。

值得一提的是,10日央行14天和21天逆回购操作利率分别为4.1%和4.4%,均低于此前最近一次操作利率,且明显低于货币市场同期限资金利率水平。受逆回购利率引导,10日银行间质押式回购上(存款类机构行情),14天和21天回购利率双双走低,其中14天回购加权平均利率报4.73%,较前一日回落约5bp,21天回购利率报5.08%,较前一日回落约33bp。不过,其他各期限回购利率则纷纷走高,其中隔夜利率上涨约7bp至2.87%,7天品种上涨4bp至4.37%。由此可见,央行逆回购利率定位在一定程度上起到了平抑货币市场利率上涨的作用。

交易量方面,由于10日有350亿元的逆回购到期,因此当天央行公开市场操作实现资金净投放450亿元;此次逆回购交易量和净投放规模均高于上周四(5日),但少于上周二(3日),一方面顺应

了新股发行启动后短期流动性需求上升的状况,另一方面也反映出在全面加定向降准释放出大量流动性后,央行对于短期流动性投放更为审慎的态度。

市场人士指出,在以往实施降准后,央行往往会通过公开市场正回购等操作回收部分流动性,以避免短期流动性过剩,今年考虑到春节和新股发行等特殊因素,央行降准后仍未停止逆回购操作,安抚市场情绪的意图非常明显。不过,从10日货币市场运行来看,新股集中发行的冲击较为明显,央行后续可能视短期流动性状况继续调整逆回购期限及规模,同时不排除通过SLO等手段增加短期流动性支持。

再次降息必要性增强

市场人士指出,有了降准、逆回购等提供的流动性支持,预计春节前资金面不大可能出现持续剧烈的紧张,春节后随着现金回流,资金面回暖、资金价格下行使值得期待。但央行在较长时间内维持逆回购滚动操作的可能性仍偏大。原因在于,当前外汇占款持续低增甚至出现净减少,使得基础货币面临供给缺口,需要央行通过各种手段进行弥补。类似情

光大证券:

节前放松难加码 债市短期陷胶着

1月CPI跌破“Y”区间,春节错期导致的食品项同比下滑是主因,不宜过度解读。PPI同比负增长扩大至-4.3%,存在内外两方面因素的影响:于内,产品库存高、需求弱,压制价格表现;于外,国际大宗商品陷入熊市,原油价格下跌。内部因素是主因,这将带来对企业盈利和投资意愿的持续性伤害。基本面上的通缩压力、工业领域的盈利压力都使得货币政策放松的窗口不会闭合。短期而言,降准兑现,节前进一步大力度放松的可能性很小,债市陷入胶着,但年后货币政策仍会延续宽松基调。政策推动信贷扩张的意愿可能强于单纯的货币放松,但只要经济低迷,要刺激经济,就必须降低融资成本,而这又必须要降低银行的负债成本、保持银行体系稳定充裕的流动性来配合。对债市而言,真正的风险在于实体出现融资好转和经济回暖动力。

中信证券:

“反通缩”政策亟须双管齐下

国内经济正在因需求不振而陷入通缩,这可能给未来经济、就业、金融领域带来螺旋式的负面影响,因此政策面亟须一场双管齐下的“反通缩”战役。货币政策进一步放松是必要的,降息降准和定向宽松都是可以选择的工具。与经济的弱势相比,社会融资成本的水平依然偏高,工业企业ROA已经低于长期贷款利率。从时间点上看,降准已经先行,预计一季度仍有可能降息,主要考虑到国内经济的疲弱,也兼顾降低美国下半年加息对资本流动的影响。考虑到当前出口状态,汇率方面也需要更加弹性灵活。由于低增长势必带来财政收入的增速回落,因此“逆周期”的财政政策需要发力以扩大需求,避免经济陷入通缩漩涡。2014年10月起,国家发改委密集批复了大量的基建项目,预期在今年上半年基建加大力度的趋势将更加显著。(葛春晖 整理)

厘清资本“外逃”迷雾 无需过度担心贬值

□韩会师

在对外贸易持续顺差的情况下,我国银行结售汇持续逆差、外汇占款规模下滑等现象令资本外逃忧虑升温。但2014年前三季度,外国来华直接投资净增1932亿美元,外国来华证券投资净增617亿美元,同比分别扩张17%和56%,似乎外资并未集中外逃,这与海外机构投资者始终积极申请QFII额度的现象也是一致的。

如果外资整体上比较稳定,那么为什么会出现大规模资本外流的现象?笔者认为,这主要是人民币大幅波动背景下,境内企业主动调整财务管理策略的结果,而非恐慌性外逃。境内企业主动调整财务管理策略主要表现在以下几个方面:

一是企业改变人民币单边升值环境下“出口提前收汇、进口延迟付汇”的经营模式,贸易渠道的顺差规模随之减少。

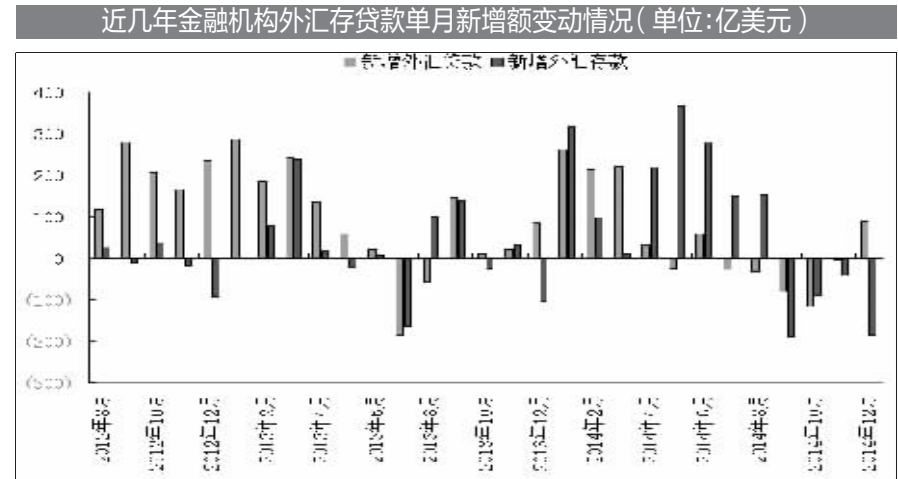
二是企业持有外汇的意愿增强。去年以来,不少企业倾向于持有外汇,以期在人民币贬值后获得更高的汇兑收益,这进一步降低了境内的结汇规模。2014年,境内外汇存款净增1349亿美元,是2013年增量的4.2倍,而境内外汇贷款仅增长了7.5%。

三是境外融资减少。在人民币单边升值环境下,由于境内利率较高,企业境外融资、境内结汇非常盛行,且众多企业保

留未来偿债时的汇率风险敞口,并不进行任何套期保值操作,以期望获得利差和人民币升值的双重收益。随着人民币单边升值趋势的扭转,上述跨境套利模式风险激增,企业海外新增融资规模骤降,同时开始大规模偿还存量贷款,这必然导致境内购汇压力增大。2014年三季度,我国净偿还海外贸易信贷和贷款就达到493亿美元。尚未归还境外存量贷款的企业,保留汇率风险敞口的意愿也急剧降低,通过远期购汇锁定风险的意愿增强,这导致远期购汇规模上涨,而商业银行通过即期市场对远期购汇合约的平盘操作则加大了即期市场的购汇需求。

四是境内外汇率驱动企业跨境套汇。去年底以来,受美联储加息预期和我国经济增速下滑影响,人民币贬值预期增强,境外美元对人民币报价经常大幅超出境内,这导致部分企业“境内购汇、境外结汇”的跨境套汇动力增强。虽然企业在境外结汇后获得的人民币资金最终也要回流境内,但在境内却因为结汇规模的萎缩造成美元外流的表象,同时加剧人民币贬值压力。

上述四大问题,前三个均为人民币由单边升值向双向波动转化过程中,企业调整财务管理策略的正常行为,也是将2013年以前,境内专家、媒体谈之色变的“热钱”挤出去的过程,既然当初我们不愿意它们进来,现在也不必挽留,否则岂不自相矛盾。而第四点,随着境内外市场的逐



步联通,套汇空间必然萎缩,短期内央行也可以通过中间价的引导,借打击贬值预期拉低境外美元相对于境内的升值幅度加以解决,因此不会威胁我国国际收支的基本安全。

另一个导致资本外流压力增大的重要因素是我国的对外投资,特别是直接投资的增长。2014年前三季度,我国对外直接投资净增557亿美元,三季度当季净增246亿美元。随着我国“一带一路”战略的推行,海外直接投资的规模有望保持高速增长,在资本流动上也将持续表现为资本外流,但这正是我国梦寐以求的以实体经济投资代替储备投资的海外投资模式,虽然它必将导致我国外汇储备规模的增速

下降甚至萎缩,但对于经济的长期发展无疑是积极的。

总体来看,目前的资本外流压力主要源自境内企业在人民币双向波动新环境下的资产负债调整行为,是对长期积累的货币错配风险的自我纠正过程,是对2013年之前各种短期投机资本的挤出过程,对于藏汇于民的长远目标来说也是有益的。随着我国对外投资渠道的拓展,以及人民币双向波动预期的稳定,经常项目顺差与资本和金融项目逆差的二元组合将成为市场运行的常态,对资本外流的恐慌情绪也会逐步消退,市场不宜对人民币的贬值压力过度敏感。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

“打新”需求“压力山大” 交易所隔夜利率盘中创7年新高

2月10日,17只新股齐发令货币市场流动性大幅承压,交易所相关期限资金价格暴涨,上交所隔夜回购利率创下近7年新高。同时,银行间市场资金利率虽然表现稳定,但交易员普遍反映融资难度显著增大。

10日上交所质押式回购市场上,主流隔夜、7天加权平均利率分别收于1979%、1072%,较9日分别大涨1599BP、464BP。其中,隔夜品种盘中最高触及65%,创下2008年以来的最高水平;该品种前高为2007年12月14日的99.90%,彼时恰逢中国太保等三只新股申购日。

银行间市场上,存款类机构质押式回购加权平均利率中,主流隔夜、7天回购加权平均利率分别上行7BP、5BP至2.87%、4.37%,波幅不大。但据交易员称,当日银行间同样受到IPO的

很大影响,紧张气氛从早盘延续到午后,直至下午四点后大行“放钱”,资金紧缺才得到缓解。市场人士表示,商业银行备付压力叠加本轮“打新”冻结资金或超2万亿元,资金面短期波动在所难免。此外,有分析认为,上周降准主要是为了对冲外占减少和节前资金流失的影响,实际基础货币增加量有限,因此10日央行逆回购虽然加码,亦难抵消集中“打新”带来的冲击。

市场人士表示,虽然打新资金要到后半周才陆续解冻,但打新高峰已过,交易所资金利率继续大涨的可能性较小,春节备付压力倒是可能会带动银行间资金利率继续上行。不过,预计未来几日央行仍会出手护航,资金面平稳过节并无大碍,而节后随着现金回流,资金面有望重现宽松局面。(葛春晖)

人民币即期收盘价创两周新高

2月10日人民币兑美元即期汇率小幅上涨,收盘价创下逾两周新高。

10日,外汇交易中心公布的人民币兑美元汇率中间价为6.1295,较9日微升16基点。即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇价低开高走,收盘上涨56基点或0.09%至6.2416。值得注意的是,尽管该即期汇价仍运行在近半个月以来6.24-6.26的窄幅波动区间内,但昨日其收盘价创下了1月26

■交易员札记

资金面阴云盖过CPI数据利好

债券收益率先抑后扬

周二,最新公布的1月CPI及PPI数据大幅低于预期,暗示中国面临通缩风险。但由于前期现券收益率对于疲弱的基本面已充分消化,而且随后公布的800亿元央行逆回购总量不及市场预期,因此债券市场买气未能因CPI利好而得到显著提升,反而在资金面紧张的压制下,现券收益率先降后升、整体小幅上行。

从收益率变动情况来看,新股发行和跨春节因素的叠加,将资金面推到了当前债市的主导位置,反而将CPI数据的影响冲淡了。究其原因,很多市场参与者、特别是交易型机构偏好于盯住资金面,一是逻辑链条比较直接;二是思维路径比较简单。

国开行新债定位符合预期

10日,国家开发银行对2015年第一至五期金融债券进行了最新一次增发。在银行间资金面保持紧平衡、1月物价数据低企的情况下,这五期新债定位基本符合预期。

本次增发的五期债券依次为1、3、5、7、10年期固息品种,招标规模分别为40亿元、60亿元、60亿元、50亿元和80亿元。来自中债网和交易员的消息显示,五期新债中标收益率依次为3.6056%、3.6188%、3.6954%、3.7925%和

3.7797%,认购倍数分别为338倍、290倍和1237倍、225倍和207倍。除10年期品种外,其他四期新债中标收益率均低于二级市场5BP-10BP。

分析人士指出,本次国开行招标的五期债券缴款日均在春节长假前,一定程度上约束了主流机构的投标热情。但1月CPI低企以及当前债市偏强的运行格局,仍使得最终发行情况相对偏暖,各期债券中标收益率基本符合预期。(王辉)

A股反弹助力 转债指数两连涨

2月10日,受沪深股市继续小幅上涨推动,交易所可转债指数连续第二日上漲,且涨幅超过A股主要股指。

盘面情况显示,中证转债指数早盘微幅高开后跟随A股震荡上扬,午后涨幅扩大,最终收报412.86点,较周一上涨7.62点或1.88%,高于同日上证综指1.50%和沪深300指数1.82%的涨幅。成交量方面,当日转债市场合计成交64.6亿元,较周一萎

缩近两成。个券表现方面,两市交易中的22只转债中有20只上涨。其中,南山转债、东方转债、格力转债分别以3.27%、2.97%和2.87%列两市涨幅前三位。

申万宏源本周初表示,转债市场在前三周跟随A股大幅调整后,估值水平已有所下行,考虑到A股阶段性下行空间有限以及存量锐减支撑转债估值,建议投资者可适时加仓,重点关注成长白马和题材类转债。(王辉)

新世纪调升洋丰股份主体评级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司近日发布跟踪评级报告,决定将湖北洋丰股份有限公司的主体信用等级由AA-/稳定调整为AA/稳定;同时将“14洋丰MTN001”的债项信用等级由AA-调整为AA。

新世纪表示,本次级别调整主要基于以下几点:1.2014年洋丰股份下属核心子公司新洋丰锂壳上市后,公司融资渠道进一步拓宽。2014年10月新洋丰发布非公开发行股票预案,定增完成后,

将进一步提高公司生产能力,促进产品升级,同时改善财务结构,提高抗风险能力;2、公司主营业务已颇具规模,具有较强的市场竞争力,2014年前三季度营收和净利润同比分别增长1567%和25.02%,经营业绩进一步改善;3、近年来,公司逐步收储磷矿资源,具有较强的资源优势,若公司矿业板块产能能形成持续、稳定的生产能力,公司磷肥的成本优势将逐步凸显,同时为其生产的稳定性提供进一步保障。(葛春晖)