

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天期逆回购，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

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4.08%，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

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、资金价格下行值得期待。但央行在较长段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

况发生在2012年下半年，当时外汇占款陷入长期低增长，央行因此在很长一段时间内维持了公开市场逆回购操作。

该市场人士进一步指出，在外汇占款不济的情况下，去年以来央行在数量型货币政策操作方面做出的一些调整，很大程度上仍应理解为对冲式的干预，而非主动进行总量放松的做法。例如，市场上关于降准的预期由来已久，但直到最近的数据显示外汇流出的事态加剧，加上短期流动性面临新股发行和春节因素的巨大考验，降准才姗姗来迟。如果未来内外因素导致资本继续流出，则央行后续仍会继续进行干预，降准、公开市场逆回购、MLF等仍有想像空间，但货币政策操作总体上并未偏离“总量稳定，结构优化”的基调。

短期来看，在央行实施降准之后，进一步的利率宽松更值得期待。近期披露的经济数据，无不揭示出开年经济形势恶化的状况，货币政策需要适时肩负起稳增长的责任。而物价通缩风险加大，对投资和消费的不利影响正在加重，进一步增加适时下调名义基准利率的必要性。

国家统计局10日发布的2015年1月份全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)数据显示，当月CPI同比上涨0.8%，低于市场预期的1%，且为2009年11月以来首次跌破1%；当月PPI同比下降4.3%，降幅连续6个月扩大。中金公司报告指出，中金公司认为，PPI通缩加剧、CPI通缩风险隐现，无论是企业还是居民部门所面对的实际利率均继续上升，对投资和消费需求产生负面影响，这进一步加大货币政策放松空间，预计未来仍有一次25个基点的对称降息。招商银行报告亦指出，1月通胀数据全面低于预期，CPI中的服务项目和消费品价格大幅滑落，可能暗示经济放缓开始损及消费，这一苗头值得警惕，央行应加快降息节奏，刺激信贷和消费需求。

“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，上交易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19.79%、10.72%，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%，彼时恰逢中国国电等三只新股申购日。

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，因此昨日央行逆回购虽然加码，亦难抵挡集中“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，现券收益率率先升后降，整体小幅上行。

从收益率变动情况来看，新券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。

国债方面，中长端收益率先下后上，整体变化不大。金融债方面，3年国开债成交在3.65%-3.665%，同期限非国开成交在3.75%，整体上行1-2bp；5年国开债在3.73%位置反复成交，而后陷入僵持，整体上行约2-3bp；7年国开债成交在3.82%-3.815%，较上日基本持平；10年国开债上行约3bp。

1月份CPI数据显示通缩风险加大，预计央行货币政策策将更加积极应对，以助力经济企稳。预计央行会更偏好使用定向调控工具，但不会仅限于此，调整的节奏和频率可能会更积极，未来还存在降准可能性。(潍坊农信 代长城)

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3.38倍、2.90倍和2.37倍、2.25倍和2.07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期间，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涨，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借壳上市后，公司融资渠道进一步拓宽。2014年10月新洋丰发布公告称，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优势，2014年前三季度营业收入和净利润同比分别增长15.67%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，若公司矿业板块资产能形成持续、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)

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%，似乎外资并未集中出逃，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，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

近几年金融机构外汇存贷款单月新增额变动情况(单位:亿美元)

