

## 央行逆回购量减价跌

# 3月资金面改善仍需政策发力

□本报记者 王辉

本周二，央行开展二次降息后的首次公开市场操作。令市场略感失望的是，当日央行仅进行了350亿元7天期逆回购操作，中标利率则小降10BP至3.75%，下行幅度低于降息幅度；交易规模较上期略有下降，亦明显低于此前市场预期。在此背景下，银行间货币市场资金面仍延续节后的紧平衡态势，流动性格局未见明显改善。分析人士称，春节长假后的资金回流未能带动资金面如期放松，加之本周到期资金回笼压力较大，A股市场又将迎来新一批新股密集发行，3月资金面若想重回宽裕，仍需央行进一步加大扶持力度。预计未来央行公开市场投放规模有望加大，与此同时，央行仍可能推出SLO、定向或全面降准等其他流动性维稳手段。

### 逆回购投放力度不及预期

在上周末快速推出降息举措后，本周二央行在公开市场操作中却传递出在总量调控上仍偏中性的政策信号。公告显示，当日央行在公开市场开展了350亿元7天逆回购操作，较上周四的380亿元逆回购略有缩减；中标利率为3.75%，较降息前下降了10BP。

据WIND统计，本周公开市场共有2200亿元逆回购以及600亿元国库现金定存到期。其中周二共计有1100亿元逆回购到期。经过新添350亿元逆回购对冲之后，当日仍实现了750亿元的资金净回

### ■观点链接

#### 中信证券：降准是大概率事件

降息取决于物价是否会继续下行而导致实际融资成本上升。但我们判断石油价格将企稳回升并带动整体物价回升动能增强，因此继续降息可能性几乎为0。从降准的可能性来看，由于外汇占款下行导致货币投放出现巨大缺口，通过降准加以对冲或是央行的重要选择。但考虑到银行风险偏好上升导致降准资金对债市偏好下降；IPO对资金面形成持续冲击；央行仍然着力把控金融风险，不愿金融机构过度加杠杆等三重原因，预计资金面难以出现过度宽松的局面。因此，尽管央行可能出手干预货币市场利率或降低准备金率，但是7天回购利率最多下降至3.5%-4%的水平，而不会直接拉低至3%，而当前的长端收益率已经将其price-in了。

#### 华泰证券：货币宽松毋庸置疑

中国“低增长、高利率”的组合时间已较长，信用创造的功能开始萎缩，各种悲观预期自我强化和加剧是政策必须担忧



笼。如此推算，除非周四央行推出巨量逆回购操作，否则本周市场势必将出现较大规模的单周净回笼。

交易员指出，虽然逆回购操作的延续在一定程度上缓和了资金面压力，但其在量价两方面均弱于各方的期待。7天期3.75%的操作利率虽较降息前下降了10个基点，较二级市场也低近100个基点，显示出央行继续引导资金利率下行的意图，但与本次存贷款基准利率下调25BP相比，其下调的绝对幅度仍相对偏低。

在公开市场操作不尽如人意的背景下，周二银行间资金面仍旧延续了节后的紧平衡态势。由于大型机构出钱意愿仍旧偏低，主流资金价格整体继续运行在相对偏高的水平。数据显示，周二银行

的上半年，降息降准均有空间。资金面而言，节后资金价格仍维持在高位，说明流动性依然偏紧。从数据上看，热钱流出的趋势短期内恐怕难以逆转，再加上人民币汇率贬值预期依然强烈，都造成人民币中间价调控机制传导不畅，央行入市购买人民币压力较大，由此带来流动性持续紧张。降息之后这种压力会进一步增加，因此我们预计一方面资金价格短期可能仍处于相对较高水平，另一方面央行必然使用其他渠道（公开市场或定向工具或全面降准）投放以进行对冲。

#### 瑞银证券：数量放松落后于价格放松

相比价格型工具，央行过去几个月在动用数量型工具方面相对保守，在2月份降准之后并没有其他明显的公开投放流动性的举动。银行间市场的回购利率在春节前的攀升幅度虽然和历史同期相比不算很高，但节后以来仍然在高位徘徊，7天回购利率仍在4.5%以上，而央行却已经开始在公开市场操作中回笼资金。这背后的原因可能在于，政府降息一定程度上是希

间隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率（存款类机构）分别为3.45%、4.73%、4.87%、5.44%和5.32%。相较于本周一，隔夜和7天期环比持平、14天期下降5BP、21天和1个月期限分别上涨13BP和2BP。整体来看，周二的公开市场操作对资金面的改善，并没有明显的正面影响。

#### 资金面重回宽松仍需央行助力

虽然央行公开市场操作节前净投放、节后净回笼符合惯例，但结合节后资金面持续偏紧以及中短期资金面影响因素来看，市场主流观点均认为，当前央行在数量调控上的宽松力度犹显不足，3月份的公开市场操作对资金面的改善，仍有待于央行进行更多助力。

望从银行贷款渠道延缓实体经济资金成本上升的压力，从而维持现有债务规模，降低系统性风险，而同时从调整经济结构出发，也需要抑制投资和地方政府债务的过度扩张，因此政府也不愿大幅放水来刺激投资。因此，预计短期内流动性的放松可能还会滞后于市场预期。

#### 中信建投证券：回购利率必然会降低

当下人民币贬值压力继续加大，预计1月外汇占款继续净减少；且经济下行中，银行风险提升，私人部门投资意愿收缩，稳增长必须以国有企业和地方政府投资的参与为首。在土地出让金减少、地方财政收入增速下滑，随着年后项目的陆续开工，资金需求压力也将逐步体现。无论是对冲基础货币缺口，还是为宽信用铺垫，二次降准离我们并不遥远。预计3月-4月仍将有一次全面降准。当下约束利率债收益率下行的最直接的原因在于收益率曲线过于平坦化，短端收益率抑制了长端的下行，而短端收益率之所以居高不下则是在于回购利率。回购利率作为最基本的货

国泰君安在本周二发表的最新债市观察报告中指出，春节后资金利率并未显著回落，资金因素依然紧张，主要来自于四个方面的原因。一是本周逆回购和国库现金定存到期2800亿元，叠加月初存准补缴，资金面预期偏紧；二是降准降息及放松预期加剧人民币汇率贬值，外汇占款流出加速，导致资金面被动收紧；三是开工旺季信贷投放加速，大行资金融出意愿下降；四是新股发行节奏加快，短期加大资金利率波动。仅就短期来看，随着新一批新股申购密集来临、3月5日存准上缴，资金缺口较大，将有赖于央行主动投放。

中金公司本周也表示，随着市场对央行货币放松预期的高涨，人民币贬值压力也在同步增强，去年11月份降息后，货币市场利率不降反升，且在春节长假后有所恶化，就反映出贬值预期推动的购汇需求上升已经对资金面产生了较为明显的负面冲击。该机构认为，资金面的紧张，说明央行货币政策放松力度不够，还不能有效对冲资金的外流，因此，虽然央行二次降息的动作快于市场预期，但中短期内央行仍有必要继续以降准和更主动作为的公开市场操作，以引导货币市场利率下行。

此外，结合近几个交易日的资金面形势，有交易员也指出，要保证3月市场流动性的整体宽裕，央行后期至少须在公开市场逆回购、SLO等定向工具方面，继续加大资金投放力度。

币市场利率，其偏高一方面不利于银行边际资金成本的降低，约束债券收益率的下行，另一方面支撑理财收益率，使得信贷等资金成本更是难以下行。所以从结果倒推，回购利率必然会降低。

#### 中投证券：资金利率下探仍有待时日

春节后大量现金回流银行体系，静态资金供需将改善。从近年情况来看，每年3月份R007均值水平相比2月份都会有不同程度下行。而在控制杠杆持续攀升的中期政策指引下，货币市场利率下探仍需等待更长时间。中国各部门的杠杆率在2008-2009年之后快速攀升，特别是企业的杠杆率攀升幅度最大，在杠杆率易涨难跌的当下，控杠杆仍然是2013年“钱荒”以来的中期政策指引，而以逃避监管约束为主要动机的影子银行扩张，更是特别引起宏观调控当局的警惕。由于货币市场利率可以看作是影子银行的资金成本，货币市场可以看作是“影子银行”的资金池，保持较高的资金成本有助于抑制影子银行的扩张。

纷纷就此抛券了结。

可以预期，等到估值调整一定幅度之后，收益率将再次被宽松预期打下去。最近一周，长期利率债的回调幅度已经接近10bp，预计继续调整10bp以上后，市场的降准预期将愈发强烈，于是机构纷纷taken，直到下一个预期兑现。如此反反复复，最终导致长期利率债的收益率震荡下行。

目前来看，长期利率债估值均处于历史1/4分位点附近的低位，如果剔除掉利率市场化造成的成本抬升，其估值已经处于历史最低点，相较4%以上的回购融资成本，更是已经产生较大幅度的倒挂。而随着一次次预期兑现，金融环境持续改善导致基本面逐步回升的因素也在累积，作为金融资产价格之“花”所依附的“树”，将对债券合理估值产生压力。从根本上看，长期利率债行情不能过度依赖预期，合理估值的锚则仍需盯紧。（本文仅代表作者个人观点）

## 资金趋短避长 国开新债表现分化

收益率分别为3.6483%、3.6422%、3.6905%、3.7949%、3.6949%。此外，在投标倍数方面，1年期品种也以4.38远高于3至10年期品种的2.52、2.19、2.89、2.73。

新债短热长冷的局面，与二级市场现券表现极为相似。春节过后，中长期债券出现连续的调整，而短债表现出一定的抗跌性。当前1年期国开债收益率反而较春节前有所下降。

市场人士指出，在货币宽松预期驱动下，春节前中长债收益率经历一轮明

## 人民币兑美元汇率连跌三日

即期价再创28月新低

□本报记者 张勤峰

随着中间价继续小幅下调，3月3日人民币兑美元即期汇率亦步亦趋，开盘跌至6.2763元，再创新28个月新低，日内继续在“跌停价”附近窄幅盘整。市场人士指出，短期人民币贬值预期仍有待继续释放。

据外汇交易中心公布，3日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.1543元，较前一交易日下调30基点，连续三个交易日走贬。根据最新中间价测算，3日人民币兑美元即期交易价格下限在6.2774元。

从银行间即期外汇市场交易来看，3日早盘人民币兑美元即期汇率径直创下日内低点，低开33基点报6.2763，低开幅度与中间价相近；早盘多数时间里，该汇价在6.2755元一线横盘，上午11时30分后波动幅度略微扩大，收盘报6.2743

元，较前一交易日收盘价下跌13基点或0.02%，同样是连续第三个交易日走贬，但贬值幅度亦随中间价较前两日有所收窄。

交易员表示，当前人民币兑美元即期汇率与中间价偏离幅度持续接近波动上限，由于中间价调整幅度有限，人民币贬值预期未能得到充分释放，因此每日早盘人民币即期汇率基本上是直接开到“跌停价”附近，随后展开横盘。3日盘中，由于美元汇率在亚市阶段出现小幅回落，令人民币即期汇率波动略微有所放大，但是市场预期过于一致、交易缺乏对手方的局面没有彻底改变，人民币贬值预期仍有待继续释放。同时，考虑到货币宽松的托底效果将逐渐显现、春节后恢复开工或刺激经济、通胀有所回升，也不必过于担忧人民币会出现趋势性的贬值。

## 2月商业银行债券托管量罕见下降

□本报记者 葛春晖

中债登3月3日公布的数据显示，截至2015年2月末，在中央结算公司登记、托管的债券总量达到28.84万亿元，较1月末仅增加152.86亿元。主要投资者中，商业银行债券托管量出现历史罕见的单月下滑，保险机构亦出现小幅减持，广义基金、证券公司、交易所则均小幅增持，其中交易所托管量再创历史新高。

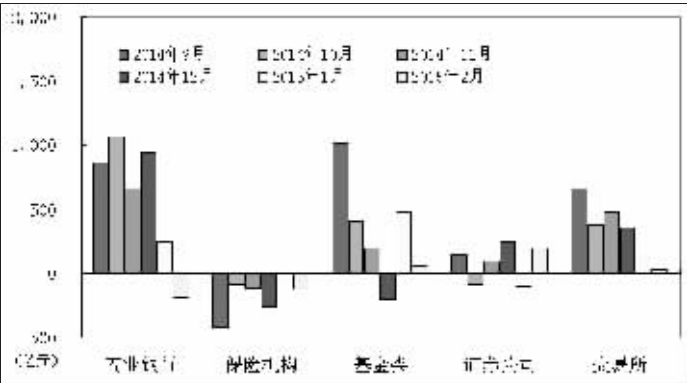
具体来看，2月份商业银行托管量下降192.9亿元，其中，全国性商业银行大减持1416亿元，城市商业银行则反而增持了1321.14亿元；此外，保险机构减持124.24亿元，广义基金类、券商、交易所分别增持58.21亿元、197.20亿元、27.67亿元。至此，交易所托管量达到13398.49亿元的历史高位，但当月增加额明显不及以前。

从投资者持有结构看，2月

份全国性商业银行主要减持了国债、国开债、口行债和中票，城市商业银行则增持了除中票以外的大部分主要券种；基金类机构主要增持了国开债和企业债；保险机构减持的主要是国债和企业债。券商则对各类主要券种均进行了小幅增持。

分析人士指出，2月份债券托管量环比增幅较前期大幅下降，主要是受到季节性因素影响。一方面，一季度通常是新债供给低潮期，另一方面，今年春节正好在2月中下旬，也减少了可供发债的工作日。中债登数据亦显示，2月份仅记账式国债就净减少了289.70亿元，政策性银行债则仅净增266.10亿元（其中，国开债托管量下滑284亿元）。而国债和政策性金融债正是商业银行、特别是大型商业银行的主要配置标的，这也解释了商业银行当月托管量出现罕见下降的原因。

### 主要投资者债券托管量变动（单位：亿元）



## 口行6日增发四期金融债

□本报记者 张勤峰

中国进出口银行3日公告称，定于3月6日上午通过中国人民银行债券发行系统，增发2015年第二期至第五期金融债券。

进出口银行今年第二至第五期债券分别为2年、5年、7年期和10年期固定利率金融债，票面利率分别为3.75%、3.85%、3.95%、3.99%，起息日均为2015年1月26日。各期债券的本次增发金额分别为不超过40亿元、60亿元、50亿元、60

亿元，发行价格将通过招投标程序确定。

上述四期增发金融债将以全价价格招标方式发行，其中2年期和7年期品种采用多重价格中标（美国式）的招标方式，5年期和10年期品种采用单一价格中标（荷兰式）的招标方式。时间安排上，缴款日均为2015年3月10日，上市流通日均为3月16日，上市后分别同原债券合并交易。上述四期债券均无基本承销额度，发行手续费依次为发行总额的0.05%、0.10%、0.10%、0.15%。

## 新世纪：调升南钢股份评级展望至稳定

□本报记者 葛春晖

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布报告，决定将南京钢铁股份有限公司的主体信用等级由AA/负面调整为AA/稳定，15宁钢铁CP001债项信用等级仍为A-1级。

新世纪表示，本次级别调整主要基于以下几点考虑：一、公司转型发展初见成效，主业盈利情况好转。南钢股份钢材产品以特钢为主，且部分产品的国内市场占有率较高。2014年公司转型发展结构调整项目全面投产，产销情况明显回升，产品结构进一步优化。全年营业收入同比增长，盈利能力改

善，并实现扭亏为盈。此外，2014年铁矿石价格进一步下滑，减轻了钢铁企业的成本压力。船舶海工等行业钢材需求量回升，为南钢股份有限具备特钢生产能力的企业提供了较好的发展机遇；二、公司研发能力较强，有利于保持及增强产品竞争力。公司具备较强的研发能力。南钢股份注重生产工艺优化以及新产品的研发，2014年研发投入投入达8.69亿元，并成功开发了一系列新产品；三、经营环节现金流量净额持续增长。南钢股份近年来加强存货、应收账款规模控制，并增加经营性应付款余额，经营性现金流较为充沛，对公司债务的覆盖情况较好。

# 长端利率债不应过度依赖宽松预期

□安信证券固定收益部 袁志辉

新常态下，经济增速缓慢下移、基本面偏差早已成为共识，但是资金供应和利率却并未有实质性的大幅改善。因此，2月以来长端利率债收益率的任性下行，只能从行为金融角度解释为投资者的宽松预期所推动，即金融资产是“心中的花”，因认定央行会开闸放水而开放。然而，心中的预期之花开得更旺盛，也不能完全离开了基本面之树，长端利率债的行情不能过度依赖宽松预期。

本质上，投资者持有金融资产的收益来源于资产原始标的投资回报率，比如股票投资收益取决于上市公司业绩增长。类似地，长期国债的现金流入来自政府的投资回报，从宏观上来看，取决于经济实际增速。拟合历史上长期国债收益率与“IP-CPI”（实际工业增速），除2013年下半年外的其他时段，两者走势高度相关。

通过观察可以发现，“IP-CPI”的波动中枢从12%逐步下移到2010年后的8%，2014年后继续降至6%的平台上。根据历史经验，如果不考虑利率市场化的影响，长期国债收益率波动中枢应该下移到3.1%附近。但2011年以来的利率市场化通过抬高商业银行负债成本，对长期国债估值产生了较大幅度的上拉，因此当前长期国债波动中枢的实际水平要比3.1%高。伴随着银行理财及同业负债规模的增加，目前商业银行综合负债成本较2011年已系统性抬升约60-70bp，根据对应关系，利率市场化可使长期国债估值中枢较2011年上移约30bp。综合实际投资回报率框定的中概3.1%，那么当前的长期国债收益率波动中枢应在3.4%-3.5%附近。

2014年以来，国开债在政策催化下成交活跃度远好于国债，其对国债的隐含税率也持续被压缩到10%的历史低点，利差也收窄到30bp附近。根据国债的估值，再

期、第四期7年期和第五期10年期固息金融债券。据市场人士透露，此次增发的1至10年各关键期限国开债中标收益率分别为3.5064%、3.6288%、3.7337%、3.7667%、3.8124%。其中，期限较短的1年期和3年期品种中标收益率低于二级市场水平，尤其是1年期品种较二级市场低出逾14基点，5年、7年和10年期品种则纷纷高于二级市场利率，期限最长的10年期品种较二级市场高出7基点左右。中债到期收益率曲线显示，2日银行间债券市场1至10年期固息国开债最新