

# “打新”再来袭 资金面仍无恙

## 逆回购量缩价跌 货币宽松在路上

□本报记者 葛春晖

周二，新一轮A股批量IPO进入申购高峰期，但货币市场流动性仍延续近期的持续充裕格局，主流资金利率稳中有降。同日，央行缩量开展100亿元逆回购操作，中标利率再降10BP至3.35%。分析人士指出，在流动性整体充裕、MLF等定向宽松工具地位提升的背景下，相对于交易量而言，市场更关注逆回购操作利率的变化，而此次中标利率下调再次强化了央行引导市场利率下行的政策预期；考虑到未来稳增长、债务置换任务依然较重，进一步的宽松政策仍值得期待。

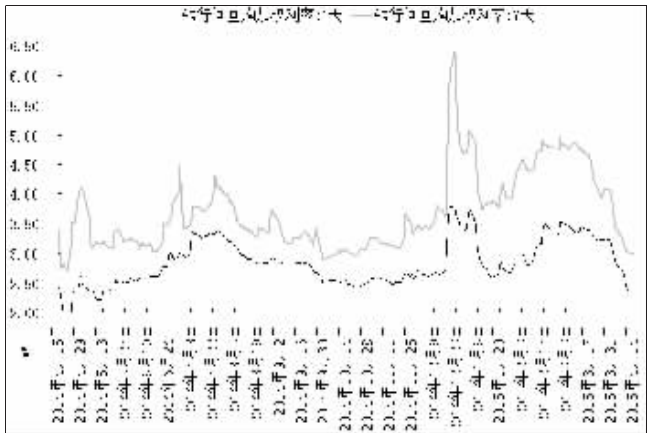
### “打新”成“家常菜” 资金面波澜不惊

本周，新一轮A股IPO批量发行再次成为市场关注的焦点事件。在周一（13日）汉邦高科拉开本轮新股申购大幕之后，周二（14日）15只新股同时迎来申购日，标志着本轮“打新”正式进入高峰期。4月份这批新股共有30只，接下来的周三（15日）、周四（16日）还将各有9只和5只新股发行。据机构测算，本批新股冻结资金可望达到3万亿左右，资金冻结给货币市场造成的压力将在周四达到峰值，周五随着申购资金解冻，“打新”对资金面的影响将由负面转为正面。

从历史经验看，“打新”对于资金面的影响通常在正式申购开始前一日便有所反映，资金利率会逐渐攀升并在冻结资金高峰日达到波峰。但从最近几批新股IPO情况看，新股申购对于资金面的冲击逐渐弱化。特别是4月份以来，虽然市场依旧把新股IPO作为判断资金面动向的重要因素，但货币市场利率却始终呈现持续下行态势，对于“打新”的反应可谓是被澜不惊。

数据显示，本周二银行间质押式回购市场主流资金利率仍是稳中有降。其中，作为主流交易品种的隔夜逆回购加权平均利率微降1BP至2.35%，创下去年5月16日以来的最低水平；作为货币市场标杆品种的7天逆回购加权平均利率微升

4月份以来货币市场利率持续下降



不到1BP至2.99%，连续第二个交易日位于3%下方，为去年11月以来的低位水平。此外，14天逆回购加权平均利率下降近6BP至3.47%，显示机构4月下旬的资金面预期较为乐观。

对于近日货币市场流动性持续改善以及资金价格不断下行的原因，市场人士认为，一是，外汇占款在3月中旬人民币汇率止跌回升后可能出现恢复性增长；二是，央行3月份通过加大MLF（中期借贷便利）操作规模等方式提供流动性支持，而且通过下调逆回购利率、指导货币市场开盘利率等方式引导资金利率平稳下行；三是，随着新股IPO每月一批成为常态化，“打新”也成为货币市场的一盘“家常菜”，机构和投资者应对措施和资金备付日益充分，对于流动性的整体影响也就相应弱化。另外，新股申购作为资金面的一项短期扰动因素，在流动性紧张的时候通常会加剧资金利率波动，而在当前资金面整体宽松的情况下，对资金利率的冲击也相应有限。

### 逆回购利率顺势下调 货币宽松加码依旧可期

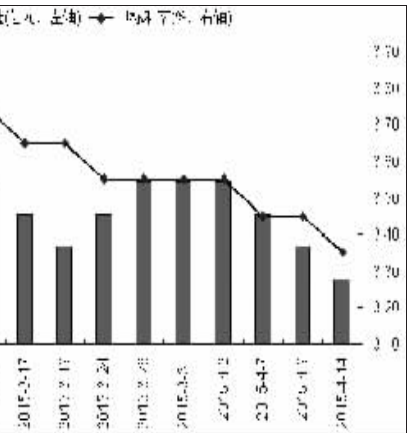
在货币市场量宽价跌的背景下，央行在周二的公开市场操作中再次顺势调整。央行公告显示，周二央行开展了100亿元逆回购操作，交易量较上周四的150亿元缩减50亿元，中标利率较上

期的3.45%下调10BP至3.35%。分析人士表示，相对于交易量而言，本次逆回购操作利率的下调更值得关注，因其再次彰显了央行引导市场利率下行的政策意图。

从交易量来看，据WIND统计，本周公开市场共有350亿元逆回购到期，其中周二、周四分别为200亿元、150亿元，央行周二仅新开展100亿元逆回购操作，意味着当日实际净回笼100亿元。但目前来看，在流动性整体充裕、MLF等定向宽松工具地位提升的背景下，市场对于公开市场投放规模已经并不十分在意。数据显示，3月份央行公开市场操作累计净回笼2080亿元，而当月央行MLF规模增加了3200亿元，两项相抵后反而增加了1120亿元的基础货币供应。交银国际由此指出，在外汇占款增长停滞、不再成为货币投放主渠道的情况下，公开市场逆回购也未成为央行投放基础货币的主要渠道，MLF则因为具有一定的定向性和促进经济结构调整的属性而受到央行青睐。

而从公开市场操作利率的角度来看，本次逆回购利率下调已经是3月初降息后的第五次下调，每次10BP，累计下调50BP。对此，市场人士认为，虽然央行在货币市场利率下行背景下顺势而为的因素，毕竟本周一的质押式7天逆回购利率已经低于央行7天逆回购利率近50BP，

近期央行7天期逆回购操作情况



但与此同时，央行逆回购利率的“小步频降”仍不断强化着市场对于管理层引导市场利率下行的政策预期。特别是在当前经济形势依然严峻，稳增长、债务置换任务依然较重的情况下，市场观点普遍认为，未来一段时间进一步的宽松政策仍值得期待。

周二央行公布的3月份金融数据信息显示，当月新增人民币贷款1.18亿元、同比少增约600亿元，M2增速、社会融资总额增速双双低于市场预期。海通证券指出，结合1-2月经济开局不佳来看，一季度GDP回落存在破7%的风险，鉴于目前经济下行风险未消、实际利率高企，未来仍需保持宽松政策，稳定货币信用创造。

而对于前段时间引发债券市场显著调整的万亿地方政府债务置换计划，机构也普遍认为央行将会提供相应的流动性支持。中信建投证券表示，预计央行将积极配合地方债发行，一是因为这是一项国家战略；二是万亿置换只是系列置换的开始，如果开不好头，未来地方债务置换成本可能会越来越高，从而背置置换初衷。因此该机构认为，央行有必要实施对冲性流动性放松，使利率债收益率排除供求因素影响而重新回到由基本面决定，预计央行可能会在置换债券发行之前先行降准，并由此提供一次债券市场交易性机会。

### ■观点链接

**民族证券：**  
**货币宽松势在必行**

随着3月数据陆续公布，一季度经济走势逐渐明朗，经济下行幅度或超市场预期，存在破7%可能。从高频数据来看，仅有螺纹钢及玻璃价格在春节后出现小幅上行，但进入4月二者上行趋势并未延续。同时，信贷增长虽强劲，但受债务滚动等因素影响，资金对实体经济的支持力度未如实反映，信贷作为先行指标的属性有所下降。为实现全年经济目标，二季度稳增长压力大。

就政策选择而言，财政政策更加有力度、货币政策加大资金对实体经济的支持力度将是必然选择。近期央行宽松态度更加明确，操作更加透明。在美元加息大概率推后、人民币汇率逐渐走稳的大背景下，国内货币政策宽松空间加大，期待新型货币政策工具承载更多量宽操作。

**莫尼塔：**  
**定期降准应是常态**

短期的跨境资金数据似乎显示资金流出尚不明显，商品贸易顺差还处于高位，但出口增速的下降意味着后期的商品贸易顺差下降，国际收支数据则显示去年下半年资本和金融项目出现了逆差，国际投资头寸数据显示2014年下半年中国的对外金融净资产下降了2000多亿美元。考虑到目前基准情形是联储在9月启动加息，后期联储加息的速度大约是在100bp一年，国内的资金流出的状况可能更加突出，未来12个月定期降准维持国内流动性稳定应该是政策新常态。今年的猪肉价格反弹早于2013和2014年，1月CPI是年内低点的可能性较大，猪价后期可能将推动CPI上行。央行在此前两次降息的解释中都表达了属于中性操作的意思，用来对冲的是CPI下降带来的实际利率上升，如果CPI企稳反弹而央行不改中性措辞，那么尽管数据较弱短期内再降息的可能性不大。

**中信建投证券：**  
**二季度仍有降准降息可能**

在经济下行压力仍然很大、通胀水平很低甚至有通缩风险的2015年，应该实行更宽松的货币政策。预计二季度仍然有降准降息的可能。基础货币供给渠道已经发生变化，对冲性的降准仍然可以期待。2015年人民币对美元双向波动加大，市场主体的结售汇行为开始发生变化，居民和企业开始在全球范围内配置资产，外汇占款增量减少已成必然。在此背景之下，19.5%的存款准备金率显得过高。且今年全年基础货币的缺口有3万亿，也需要央行降准以对冲。降息仍有必要。虽然当前社会融资成本有所下行，但总体仍在高位，特别是以1年期贷款利率-PP1计算的工业企业的实际利率目前仍高达10.35%。实际利率高企会明显地制约投资和消费，显然不利于稳增长。而未来几个季度仍有通缩压力，特别是工业领域的通缩，因此降低实际利率需要降低名义利率。

**银河证券：**  
**宽货币现雏形 流动性趋宽松**

刺激社融成当务之急，流动性趋于宽松。社融放缓不可避免：一是，宏观经济对资产压力的影响已实质性影响到信用扩张；二是，随着规范地方政府债务推进，地方政府信用显性或隐性担保的消失也会降低供给意愿。3月份M2、社融回升低于预期，货币当局可能出台进一步直接推动信用扩张的举措，甚至取消贷款规模控制。4月份以来，央行通过公开市场和资金市场引导资金利率的快速下行。可能是考虑：一、与近期政府稳增长声音增强相一致，希望通过资金利率引导社融扩张可能是重要考虑；二、为地方债发行创造环境。预计流动性宽松会持续至二季度，二季度超准率保持在2.3%水平，对应隔夜利率在2.5%上下，7天利率在3%左右。尽管地方债务置换最终解决方案尚未明确，但低资金利率带来了短期交易机会。预计二季度基本面趋于稳定，会限制利率下行空间，套息是更优选择。

# 资金面改善框定长期利率债估值上限

□安信证券固定收益部 袁志辉

3月中下旬以来资金面持续改善，4月初以来资金供应突然宽裕，7天回购利率从接近5%的历史高位区域快速回落。对于当前的债券市场而言，在现有所有可以预见利好、利空因素中，资金面的超预期改善尤为重要。央行引导利率下行、财政投放及外汇占款增加货币供应量，支撑了短期资金面的量价宽松，并将框定长期利率债的估值上限。

3月中下旬以来回购利率的超预期下降主要来自央行引导。首先，3月至今央行连续5次下调逆回购利率，7天期逆回购操作利率从3.85%的高位降至3.35%。考虑到公开市场回购利率是央行“利率走廊”货币政策管理框架下的短端利率锚，如此频繁快速的下调回购利率，无疑是央行引导资金利率下行的重要信号；其次，银行间7天回购利率开盘价逐步下移，从交易层面的信息看，主要与国开行等主要资金报价机构在央行指导下主动下调有关。

如果资金利率回落仅仅是政策引导而缺乏货币供应量的配合，那么资金利率的非市场化下降只能是短期现

象，但是4月上旬货币市场资金供应的大幅放量扰乱了市场预期。4月中旬开始，货币市场资金面面临超过3万亿的天量IPO打新冻结资金、财政存款惯性上缴的扰动，债市也火得一塌糊涂，且央行并没有投放大规模的基础货币，但此时的货币供应却是一反常态地充裕。究其原因，从货币供应渠道来看，主要是3月外汇占款形势与财政存款投放超预期。

一方面，3月下旬至今，外汇占款在边际上可能较前期出现大幅改善。2月份美元指数强势走高，人民币快速贬值，再叠加境内外经济基本面的差异，外汇流出压力很大，商业银行结售汇持续逆差。与此同时，由于汇率大幅急速贬值不符合人民币国际化战略下央行的政策意图，央行可能被迫在外汇市场进行干预，抛售美元以稳住人民币汇率，从而造成基础货币的回笼。而3月16日美联储释放加息延迟信号后，人民币开启了急贬后的升值过程，再加上市场对中国经济的企稳预期增强，外汇流出可能放缓甚至转为流入，而且央行不再需要继续干预，从而导致外汇占款可能发生方向性变动。

另一方面，3月财政存款投放可能超出预期。3月份通常是财政存款季节性投放的时间，往年一般在3000亿元-4000亿元，今年的经济压力可能导致财政投放时点提前且规模放量。年初经工作业会议定调2015年GDP增长7%左右，但一季度经济下行压力很大，一季度GDP增速有可能跌破7%，这就需要加大财政支出力度以稳增长，意味着既定的积极财政政策需要更加积极。财政部3月16日发布数据显示：2015年2月份全国公共财政收支已由1月的盈余8067亿元转变到赤字1215亿元，2月份单月的赤字率为2.6%，超过了全年的赤字率目标，可见财政政策非常积极。

总体而言，在经济增长压力较大，阶段性稳增长和中期去杠杆去产能叠加的经济新常态下，央行货币政策很难收紧，资金利率维持低位将成为常态。预计未来R007在3%-3.5%区间波动概率较大，会阶段性向上突破4%，而考虑到政策倾向，向下到2.5%的难度也很大。预计直到二季度末，资金面量宽价低局面都将对长期利率债的上行幅度形成有效约束。（本文仅代表作者个人观点）

### ■交易员札记

## 预期反复 收益率一波三折

□鄞州银行 段苏

4月14日，资金面维持宽松格局，央行继续下调逆回购利率，债市利好不断。午后，由于市场预期即将公布的信贷数据较强，债市一度陷入调整，但随后公布的数据低于预期，市场压力顿消，债券收益率全天走势一波三折，收盘时较上一交易日小幅下行。

央行昨日进行7天逆回购操作，交易量100亿元，中标利率3.35%，较上次下调10BP。资金成本延续下行态势，质押式回购利率低位运行，存款类机构隔夜和7天回购利率分别持平于2.33%和2.90%。

利率债走势曲折，收益率整体小幅下行。早盘，得益于资金面和公开市场的利好，买盘踊跃，推动利率不断下行，一级市场的国开债招标也好于预期。午后，3月份的金融数据即将公布，投资者普遍预期贷款数据将超出预期，市场情绪转为谨慎，加上近两日收益率下

行幅度较大，获利回吐压力显现，一时间抛盘沉重，利率快速上行。但在16:00公布的各项数据中，仅新增贷款数据基本符合预期，货币供应量和社会融资数据均低于预期，市场情绪顿时轻松。以市场成交最为活跃的10年期国开1502.05全天走势为例，其利率由4.13%下行至4.11%、后上行至4.16%，最终回落至4.125%。信用债利率小幅波动。新发的15首旅CP001（AAA）成交在4.75%，上行3BP；5年15铁道MTN001成交在4.67%-4.68%，下行3BP左右。

当前债市多空因素交织，短期难言趋势性机会，但配置价值正在显现。短期来看，股市上涨、资金面二季度仍有趋紧可能性、供给压力大，对债市形成制约；与此同时，经济形势仍偏弱，各项数据均低于预期，对债市构成支撑。展望二季度，收益率出现大幅下行的可能性或许不大，但目前的绝对收益率已经具有一定吸引力。

## 人民币兑美元即期汇价小幅反弹

□本报记者 王辉

周二（4月14日），人民币兑美元即期汇率温和反弹，从而结束了此前的“五连跌”走势。当日人民币兑美元汇率中间价继续窄幅盘整于6.14一线。

据中国外汇交易中心公布，2015年4月14日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1407，较13日小幅下调12基点，为连续第三个交易日小幅下调。当日即期交易方面，人民币兑美元即期汇价高开高走，收报于6.2118，较13日上涨49基点或0.08%，仍旧运行在3月下

## 两券商17日招标短融券

□本报记者 王辉

恒泰证券股份有限公司、金元证券有限公司4月14日分别发布公告称，各自定于4月17日发行最新一期短期融资券，发行金额分别为7亿元和5亿元，期限分别为89天和91天。

上述两期证券公司短融券均为固定利率、单利按年计息、不计复利、无担保，发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上，两期短融招标日均为4月17日，分销日均为4月17日至4月

## 新世纪调升海南航空主体评级

□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跟踪评级报告称，鉴于海南航空股份有限公司机队规模逐步提升、实力和运营能力逐步增强，决定将其主体信用等级由AA+调升至AAA，评级展望为稳定；同时，调升“14海南航空MTN1”信用等级至AAA，维持“14海南航空CP001”信用等级为A-1。

新世纪表示，跟踪期内，海南航空的机队规模继续扩张，业务开展情况良好，盈利能力在油价下跌情况下进一步提升，业绩在国内航空业内保持领先地位；公司规模在国内仅次于南航、国

航和东航等三大国有航空公司，服务质量依靠于国内同行，拥有较高的行业地位和品牌知名度；公司经营管理水平较高，跟踪期内飞机平均日利用率、客座率和载运率等指标在国内航空公司中处于较高水平；跟踪期内，公司资本性支出仍较大导致刚性债务明显增加，但经营积累使公司权益资本实力进一步增强，且通过调整债务期限结构以及融资方式的创新，公司财务杠杆水平得到控制。

新世纪同时表示，将持续关注海南航空在行业管制、资本支出压力、汇率波动风险、关联交易、飞行安全风险等方面面临的压力与风险。

## 联合资信调整 新兴铸管新疆控股集团评级展望

□本报记者 葛春晖

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，确定维持新兴铸管新疆控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望调整为负面，维持“14新兴铸管CP001”A-1的信用等级。

联合资信表示，跟踪期内，母公司对新兴铸管新疆控股集团支持力度较大，公司获得母公司增资21.29亿元，资本实力有所增强，债务负担有所减轻；经过母公司在新疆地区的业务整合，公司以钢铁生产为主的产业链“矿产资源-产品生产、销售

-产品贸易、物流”有所完善和发展；公司经营活动现金流量对“14新兴铸管CP001”保障能力较强。

联合资信同时指出需要关注如下事项：1.跟踪期内，新兴铸管新疆控股集团主业盈利能力较弱。2014年前三季度，公司钢铁主业亏损较为严重，公司整体呈微利状态，预计2014年盈利情况将显著低于预期；2.公司煤炭资源尚处于整合、建设阶段，未来发展存在一定不确定性。公司钢铁项目尚未全面建成，仍存在一定对外融资压力；3、公司短期债务占比高，债务结构有待改善。