

## 公开操作暂停 定向措施不断

## 货币调控瞄准“降成本”

□本报记者 葛春晖

自4月下旬降准以来,央行公开市场例行操作进入持续静默状态,与之相对应,以定向工具为依托的流动性“锁短放长”操作,成为近期央行货币调控的主要看点。市场人士指出,当前货币市场流动性极为充裕,资金价格低企,但对于中低端债券利率等实体经济融资成本的传导有限,因此,央行货币政策近期以及未来一段时间会更着力于提供长期限、低成本资金,从而切实引导社会融资成本下行。在此背景下,预计短期内全面降准的概率有所下降,而继续扩大PSL等定向宽松依然可期,再次降准亦有空间。

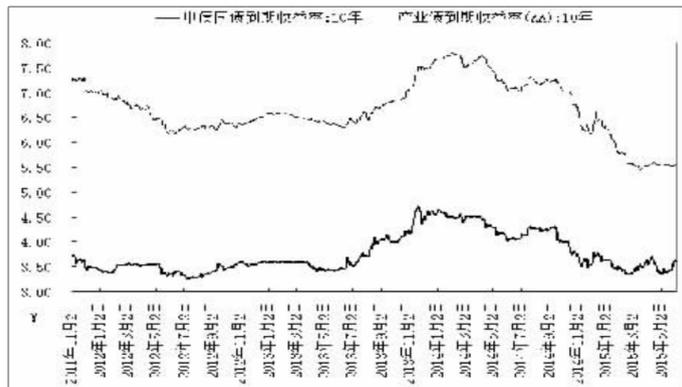
## 定向为主“锁短放长”

本周二(6月2日),央行公开市场例行操作继续暂停,为4月20日全面降准之后的连续第十三次。

市场人士表示,本次央行在公开市场保持静默,向市场传递出中性偏暖信号。一方面,尽管本周有中国核电大盘股发行,但当前货币市场资金面仍非常宽松,实在没有重启逆回购的必要;另一方面,上周坊间传出央行向部分大行进行定向正回购的消息,虽然市场多数认为此举并非意味着货币政策收紧,但仍给市场心理带来了一定冲击,而本周公开市场正回购并未露面,无疑给市场吃下了一颗“定心丸”。

与此同时,自上周以来,一种新的货币政策调控模式成为市场关注的焦点,即以定向工具为依托的流动性“锁短放长”操作。继上周传出央行向部分大行开展定向正回购操作的消息后,本周初又

10年期国债和产业债收益率走势对比



有消息称,央行针对特定银行开展了PSL操作并调低了操作利率。由于上周定向正回购操作的期限均不超过1个月,而据称本次PSL操作的期限长达3年,两项操作相结合,充分彰显出央行暂时回收短期过剩资金,同时释放长期限、低成本流动性的政策意图。

对于上述“锁短放长”操作,分析观点认为,从总量上看,整体流动性规模观“有收有放”而不会出现明显变化,这一调控模式更深层次的意义在于,有利于压低长期利率,从而切实降低实体经济融资成本。

而对于“锁短放长”中的淡化公开市场操作、侧重定向工具,分析人士认为,一是,央行上周进行定向正回购是顺应部分大行的请求,并无主动全面回收短期过剩流动性的意图;二是,虽然目前

有投放长期基础货币的需求,但前些年在外汇占款快速增长背景下,公开市场操作主要以回笼对冲为主,缺少投放长期基础货币的工具(此前最长期限的主动投放工具仅为28天期逆回购操作),对PSL、再贷款等工具的运用顺理成章;三是,通过PSL等工具定向投放,可以将资金更加直接地注入实体经济。

## 降成本任重道远

4月份降准之后,银行超储率接近4%,隔夜回购利率长期运行在1%的低位附近,银行间市场流动性可谓“水漫金山”。与此同时,10年期国债收益率反而在5月份出现了明显反弹,回升到了3.64%附近。

值得关注的是,作为资本市场的标杆利率,10年期国债利率回升意味着长

期企业债利率、长期贷款利率都会因此受到制约,意味着近年来管理层再三强调的缓解“融资难、融资贵”问题可能就此遇阻。

对于货币市场短期资金泛滥的同时,10年期国债利率的不降反升,市场人士认为主要有两方面原因:一是,万亿地方债供给施压;二是,当前货币市场充斥的都是短期流动性,而由于外汇占款下降导致基础货币增长有限,银行体系缺乏长期限、低成本的资金来源,因此市场对于流动性长期宽松的信心不足,不愿意配置长期债券。

央行实施“锁短放长”操作,特别是PSL操作的价跌量增,无疑提振了市场对于长期资金面的乐观预期,同时也提升了市场对长期利率下行的信心。从债券市场反应看,随着PSL传闻的发酵,周二债券期现货市场双双上涨,银行间10年期国债中债收益率较周一一下行了5BP至3.59%。

就下一步的货币政策而言,此间机构普遍认为,二季度经济持续下行的压力仍大,基建对经济起到的拉动作用正在边际减弱,货币政策仍需宽松,未来货币调控将更注重引导中长期利率下行,真正降低实体经济的融资成本。具体来看,考虑到4月降准后货币市场流动性仍极度充裕,短期内再次全面降准的概率较小,而考虑到PSL兼备基础货币投放和价格引导双重功能,且定向PSL附带的条件能够使资金更精准地投向实体经济领域,未来进一步的PSL仍值得期待。此外,海通证券等机构指出,降息依然有利于降低社会融资成本,未来随着银行负债成本下降,贷款利率进一步下行的空间将被打开。

PSL融化长债“坚冰”  
国开债招标结果回暖

国家开发银行2日对该行2015年第七期至第十一期金融债进行了新一轮增发,这五期债券依次为3年、5年、7年、10年和1年期固息品种。受到PSL传闻刺激,一级市场情绪有所回暖,五期国开债招标结果整体好于预期。

来自中债网和交易员的消息显示,本次发行的1年、3年、5年、7年和10年期国开债经招标确认的中标收益率分别为2.6059%、3.4705%、3.7584%、4.0552%和4.0534%,对应认购倍数依次为3.35倍、2.66倍、2.86倍、3.08倍和3.12倍。此前,中金公司等多家机构为上述债券给出的中标收益率预测区间,依次

## ■交易员札记

PSL传闻发酵  
债券收益率止涨回落

受央行PSL消息刺激,周二债市收益率有所回落。

具体品种方面,周二国债中债收益率下行约5bp,如7年期品种下行6bp,成交在3.57%附近,10年期品种成交在3.60%附近,下行约5bp;政策性金融债收益率整体下行约6bp,10年期国开债下行3bp至4.09%,而非国开债成交在4.14%附近,下行约6bp;短融方面,短期限高等级券种较受关注,收益率整体呈现小幅下行态势,如半个月以内超AAA收益率上行8bp至2.63%附近;中票方面,交投活跃,高等级券种交投集中,如1年期附近的13中农MTN2成交在3.50%,3年

为2.60% -2.68%、3.52% -3.58%、3.80% -3.88%、4.10% -4.14%、4.07% -4.15%。从中标结果来看,除1年期品种外,其余期限债券中标收益率均低于机构预测区间下限。

分析人士指出,5月末以来债市持续下跌,各关键期限金融债收益率水平均已创出年内新高,投资价值有所显现,而目前市场资金面及货币宽松预期依旧向好,本周初传出央行针对某家大行开展万亿规模的PSL操作的传闻,进一步强化央行引导中长期利率下行的预期,提振了债券一级市场情绪。本次国开行新债中标结果,有望对二级市场带来短期提振。(王辉)

PSL传闻发酵  
债券收益率止涨回落

多的13渝富MTN001成交在4.71%;企业债交投集中在长期限品种,如7年的15中区域建债成交在5.95%附近。

虽然PSL投放及利率下调至3.1%有助于缓解目前债券市场的紧张情绪,但银行整体负债成本仍然较高,供给压力也未能得到有效缓解。从经济基本面来看,周一公布的官方和汇丰PMI数据都显示出经济有所反弹,随着信贷供需两端分别回升,宏观经济有望进一步企稳,债市中期走势不容乐观。再加上近期的信用事件频频爆发,短期内机构多倾向于关注短期限及高信用等级债券。(中银国际证券 斯竹)

## 重庆地方债中标利率落于下限

重庆市财政局2日招标发行了2015年第一批重庆市政府一般债券。招标结果显示,本次招标的4个期限品种债券中标利率均落在招标利率区间下限。

2015年第一批重庆市政府一般债券分为一期、二期、三期、四期分别发行,债券期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为40亿元、79亿元、80亿元、66亿元。来自中债网和交易员的消息显示,本次重庆地方

债3年期、5年期、7年期和10年期品种中标利率分别为2.90%、3.26%、3.55%和3.57%,全场认购倍数分别为2.37、2.18、2.17和2.12。此前公布的四期债券招标利率区间,分别为2.90% -3.48%、3.26% -3.92%、3.55% -4.26%和3.57% -4.28%。

市场人士表示,本批次重庆地方债中标利率均落在投标区间下限,与前期公开发行的地方债较为相似,均体现出明显的非市场化定价特征。(王辉)

## 口行5日招标三期固息债

进出口银行2日公告,将于6月5日招标发行该行2015年第十二、十三期金融债,同时对今年第八期金融债进行新一轮增发。本次发行的3期债券均为固定利率附息品种,期限依次为3年、5年和10年,计划发行规模均为40亿元。

据公告披露,本次新发行的3年和5年期口行债均采用单一利率中标荷兰式招标;增发的10

年期品种采用单一价格荷兰式招标,招标时的票面利率为4.29%,起息日为2015年4月7日。本次发行的3期债券均为按年付息,不设基本承销额度,缴款日均为6月8日,上市流通日为6月10日。3年、5年和10年期品种的发行手续费,依次为发行总额的0.05%、0.10%和0.15%,将于缴款日后五个工作日之内划至承销商指定账户。(王辉)

## 湖北9日招标该省第二批地方债

湖北省财政厅日前发布公告,定于6月9日公开招标发行该省2015年第二批地方政府一般债券。

据相关发行文件披露,2015年第二批湖北省政府一般债券发行总额为364亿元,品种为记账式固定利率附息债券,其中置换一般债券200亿元,新增一般债券164亿元。本批债券将分为五期、六期、七期、八期分别发行,债券期限为3年、5年、7年和10年,计划发行规模分别为36.4亿元、109.2亿元、109.2亿元、109.2亿元。

本批湖北省地方债将通过招标方式在全国银行间债券市场、证券交易所债券市场公开发行,采用单一价格荷兰式招标方式,标的为利率;投标标位区间为招标日前1-5个工作日相同时待偿期的国债到期收益率算术平均值与该平均值上浮15%。

公开信息显示,湖北省于5月27日招标发行了该省2015年第一批地方政府一般债券,发行总额200亿元,各期限发行利率均接近招标利率区间下限,看齐同期限的国债收益率。(张勤峰)

## 浙江9日招标400亿地方债

浙江省财政厅2日发布公告,定于6月9日公开招标发行2015年浙江省政府一般债券(一至四期)。

据相关发行文件披露,2015年浙江省政府一般债券(一至四期)发行总额400亿元,品种为记账式固定利率附息债券,全部为置换一般债券。本次发行的债券将分为一期、二期、三期、四期分别发行,债券期限为3年、5年、7年和10年,计划发行规模分别为40亿元、120亿元、120亿元、120亿元。

本次浙江省地方债将通过招标方式在全国银行间债券市场、证券交易所债券市场公开发

行,采用单一价格荷兰式招标方式,标的为利率;投标标位区间为招标日前1-5个工作日相同时待偿期的国债到期收益率算术平均值与该平均值上浮15%。

据发行文件披露,经审计认定,2012年底,浙江全省总债务率66.11%,低于全国平均水平。经中债资信综合评定,2015年浙江省政府一般债权(一至四期)信用评级为AAA级。

## 债市将进入调整期

□国海证券 范小阳

尽管预计5、6月份的基本面数据还将维持在低位,但当前较低的债券收益率已充分反映了悲观预期,下半年随着积极财政政策的加码,资金利率中枢将会抬升,经济数据也将大概率出现持续的好转,债券收益率反弹的压力会明显增加。债券市场即将进入调整期,建议投资者防守为主,保持谨慎。

主要的经济指标短期内还将处于偏弱的状态,但下半年将会好转。预计5、6月份工业增加值同比增速将保持在6%左右的低位,固定资产投资和货币数据仍有进一步下行的可能,M2仍将维持在10%-11%的区间,预计二季度GDP增速勉强维持在7%,不过,下半年各项经济数据好转的概

## ■评级追踪

## 中诚信调升湖北联投评级至AAA

中诚信国际日前发布跟踪评级,调升湖北省联合发展投资集团有限公司(以下简称“联投集团”)的主体信用等级至AAA,评级展望为稳定;调升“Y2湖北联投债”、“Y2鄂联投MTN1”、“Y3鄂联投MTN1”和“Y3鄂联投MTN002”的信用等级为AAA,维持“Y4鄂联投CP002”的信用等级为A-1。中诚信国际指出,本次信用等级调整主要基于近年来湖北省经济实力和财政实力不断增强、公司工程施工及房地产业务收入的快速增长,以及公司进一步完善矿业及相关产业板块布局。此外,中诚信国际还肯定了武汉城市圈区域经济实力很强,基础设施投资建设潜力较大,公司外部经营环境良好;公司作为统筹实施武汉城市圈重大基础设施项目的核心主体,在政策、资金等方面得到湖北省政府强有力的支持;公司拥有优质的资源储备。同时,中诚信国际也关注到公司债务压力较大且面临较大资本支出压力,公司受限资产较多等因素对公司未来整体信用状况的影响。

## 中诚信调整TCL评级展望为正面

中诚信国际日前发布定期跟踪评级,维持TCL集团股份有限公司AA+的主体信用等级,将评级展望由稳定调整为正面。中诚信国际指出,本次评级展望调整主要基于:2014年TCL集团各主营业务发展态势良好;公司整体收入及利润规模稳步增长;公司多媒体产品保持了良好的市场竞争力和占有率,与子公司深圳市华星光电技术有限公司的一体化优势逐步显现;液晶面板业务运营良好,满产满销;通讯业务智能化转型成功,业绩大幅提升;此外,畅通的融资渠道也有助于公司整体抗风险能力进一步增强。但同时,中诚信国际也关注到黑电行业竞争日趋激烈,公司未来仍面临较大规模的资本支出等因素对其整体信用状况的影响。

## 新世纪调升天宝矿业评级至AA-

新世纪评级日前发布了对福建天宝矿业集团股份有限公司2014年度第一期短期融资券的跟踪评级报告。

并不会特别悲观。

物价走势底部已现,下半年逐步回升仍是基本判断。5、6月CPI为年内次低水平,随后将逐步回升。预计5月份CPI同比增幅小幅回落至1.2%左右;PPI同比维持-4.6%左右。目前猪肉价格重回上涨走势,大宗商品也筑底震荡,叠加基期因素影响,下半年将逐步回升。

货币政策已经转向注重疏通传导渠道,财政政策加码将逐步消耗超额资金。政治局会议提出疏通货币政策的传导渠道,近期证监会公司债开闸,发改委企业债发行标准放宽,融资渠道的打通将使得堆积在银行体系的流动性找到出口,从而消耗银行超储,直接减少银行间市场流动性和配债资金供给。而且从过去的数据统计发现,每年第三季度的资金利率往往会

新世纪评级指出,跟踪期内,该公司仍面临较大的短期偿债压力,但资产负债率水平受持有股票成功上市影响有所下滑。公司主营业务受整体行业形势低迷的影响盈利能力趋弱,但毛利率在同行业内处于较高水平。公司现金回笼能力仍较强,且持有东兴证券股票可以改善公司的

比第二季度高一些,因此预计6月底开始资金利率会有所抬升,年内资金最宽松的阶段即将过去。

债券市场已经充分反映了政策乐观预期,收益率对利多因素趋于钝化。5月份资金利率快速下行,央行再次降息,促使收益率快速回落至年内低位,二季度经济偏弱,政策放松的预期已经在收益率中充分反映。从降息后的债市表现看,降息及经济数据走低拉低了短端利率,但长端趋于谨慎,收益率曲线转向陡峭化运行,市场对利多因素已经钝化。

总的来看,目前债券已经充分反映乐观预期,下半年资金利率反弹确定性较大,经济数据也有可能回升,6月份很可能是债券牛市的毕业季,下半年收益率反弹的风险较大,建议投资者转入防守,保持谨慎。

负债结构,并扩大公司的融资渠道和融资方式,可为本期短券的到期偿付提供较好保障。

综上,新世纪评级将公司的主体信用等级由A调整为AA-,评级展望维持为稳定,并维持该期短融券A-1的信用等级。(张勤峰 整理)

企业最新评级变动情况						
企业名称	最新长期评级	最新长期评级	评级展望	前次评级	最新评级机构	
TCL集团股份有限公司	2015-6-2	AA+	正面	维持	AA+	中诚信国际
福建天宝矿业集团股份有限公司	2015-6-2	AA-	稳定	调高	AA+	新世纪
北京京能电力股份有限公司	2015-6-1	AAA	稳定	维持	AAA	联合
内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司	2015-6-1	AA+	稳定	维持	AA+	联合
湖北省联合发展投资集团有限公司	2015-6-1	AAA	稳定	调高	AA+	中诚信国际
中国石油天然气股份有限公司	2015-6-1	AAA	稳定	维持	AAA	联合
西安投资控股有限公司	2015-6-1	AA	稳定	维持	AA	大公
五洋建设集团股份有限公司	2015-5-29	AA	稳定	维持	AA	大公
厦门市城市建设投资集团有限公司	2015-5-29	AA	稳定	维持	AA	鹏元
厦门信达股份有限公司	2015-5-29	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
云南路桥股份有限公司	2015-5-29	AA	稳定	维持	AA	东方金诚
厦门国贸集团股份有限公司	2015-5-29	AAA	稳定	调高	AA+	中诚信国际
岳阳林纸股份有限公司	2015-5-29	AA	负面	维持	AA	联合信用评级有限公司
南京银行股份有限公司	2015-5-29	AAA	稳定	调高	AA+	中诚信国际
江苏洋口港建设发展有限公司	2015-5-29	AA	稳定	维持	AA	鹏元
安徽九华山旅游(集团)有限公司	2015-5-29	AA	稳定	调高	AA-	新世纪
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	2015-5-29	AA	负面	维持	AA	联合
福建圣农发展股份有限公司	2015-5-29	AA	负面	维持	AA	联合
中国中煤能源股份有限公司	2015-5-29	AAA	稳定	维持	AAA	联合
浙江传化股份有限公司	2015-5-29	AA	稳定	维持	AA	东方金诚