

央行逆回购操作利率如期补跌

资金利率向下 供需改善可期

□本报记者 葛春晖

周四，央行开展1500亿元7天期逆回购操作。继周三降息之后，本期逆回购中标利率如期下调，由2.50%下行15BP至2.35%。在央行本周以来动用降息降准、公开市场净投放以及SLO等一系列宽松工具的全力呵护下，周四银行间货币市场利率多数小幅下行，前期流动性供需偏紧的状况有所好转。市场人士表示，央行引导社会融资成本下降的意图明确，货币市场利率有望重新企稳于下一台阶水平，但短期内由于降准尚未到位、资金外流担忧仍存，货币市场融资难度下降速度可能相对缓慢，未来流动性实质性改善将是一个渐进过程。

本周央行净投放2700亿

央行周四（8月27日）以利率招标方式开展了7天期逆回购操作，交易量持平于周二的1500亿元，中标利率则由上期的2.50%下调了15BP至2.35%。

应该说，周四的央行公开市场操作符合市场预期。从量上看，近日银行间市场资金面持续偏紧，而周二宣布的降准实际生效日在9月6日，市场普遍预期此前央行会尽力保持银行体系流动性的合理宽松；从利率水平看，存贷款基准利率下调25BP，依照历史惯例，公开市场操作利率若在降息前未有动作，则往往在降息后出现补跌。事实上，周三降息后，已有多家机构指出本周四的公开市场操作利率将同步下调。



据WIND统计，本周公开市场共2400亿元逆回购到期，央行周二、周四合计开展3000亿元逆回购，因此，本周常规公开市场操作实际净投放600亿元。除此以外，货币当局还通过其他途径向银行体系注入了更多流动性，包括：央行在周三下午进行了1400亿元6天期SLO（短期流动性调节工具）操作；央行、财政部在周二联合进行了600亿元国库现金定存招标，并将于周五再招标600亿元，扣除周五到期的500亿元，本周由国库现金定存渠道向银行体系提供的基础货币达到700亿元。总体来看，若无其他操作，本周央行将实际累计净投放资金2700亿元。

从银行间货币市场反应看，在央行本周以来动用降息降准、公开市场净投放以及SLO等一系列宽松工具的全力呵护下，近期持续偏紧的货币市场流动性供需局面有所好转。周四银行间货币市场利率多数小幅下行。数据显示，当日银行间质押式回购市场上，存款类机构隔夜回购加权平均利率微跌1BP至1.76%，指标7天回购加权平均利率跌4BP至2.33%。

7天利率中枢或降至2.30%

回顾本轮央行7天逆回购重启以来的利率走势不难发现，公开市场操作利率对于货币市场利率的指导意义越来越明确。WIND数据显示，本轮央行7天期逆回购于6月25日重启，当期操作利率为2.70%，而当时存款类机构质押式7天回购利率已经接近3%；6月30日，央行7天逆回购利率下调至2.50%，随后，质押式回购利率便开始逐渐下降；7月份至本周

二（8月25日），央行7天逆回购利率始终稳定在2.50%水平，而银行间7天回购利率也在7月上旬降至2.50%附近后企稳，并在这一平台一线进入窄幅波动。

有分析人士指出，在我国经济增长仍存在下行压力的背景下，央行近期推出的一系列宽松举措，进一步明确了引导社会融资成本下降的调控意图，伴随央行逆回购利率再次下调，未来货币市场利率有望重新企稳于下一台阶水平。民生证券在周四发布的一份报告中指出，7天回购利率率正成为货币政策的指标观察利率，从双降后银行间7天回购开盘利率确定为2.30%，SLO（6天）操作利率也是2.30%来看，短期内7天回购利率可能维持于2.30%附近。这一水平比此前的2.50%下移了20BP。

值得一提的是，周四央行逆回购利率虽比上期下调了15BP，但仍少于25BP的存贷款利率下调幅度。因此，有市场人士认为，不排除央行在下期操作中继续小幅下调逆回购利率，以进一步确认利率下行方向的可能。

另据交易员称，虽然银行间货币市场资金面已经出现好转迹象，但资金融入的难度尚未得到根本性扭转。长期来看，在货币宽松措施有望继续出台、机构乐观预期持续回升的背景下，市场流动性重归充裕是大势所趋，但短期来看，由于降准资金尚未到位、贬值预期导致的资金外流担忧仍存，货币市场流动性实质性改善还将是一个渐进过程。

两融走下坡路 券商举债意愿低

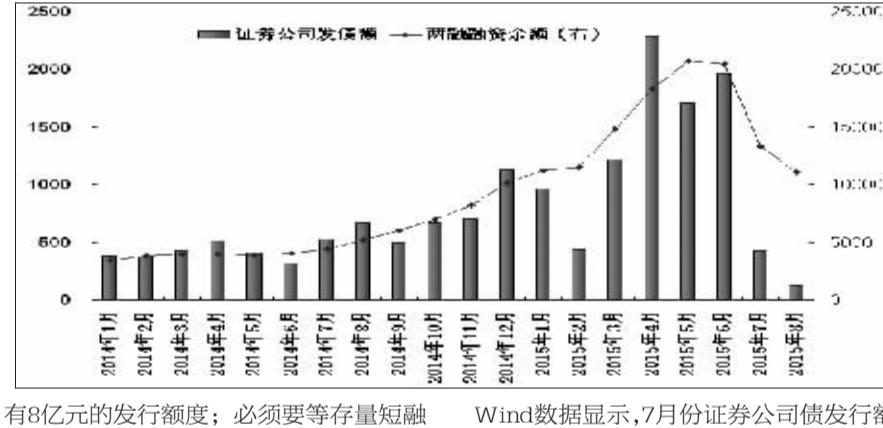
证券主体长期信用等级为AA级，评级展望为稳定，债项评级为A-1。

据统计，渤海证券本期短融是8月以来披露公示发行公告文件的第7只证券公司短融，但由于其发行起始日处在9月份，整个8月份的证券公司短融发行量实际上已确定为6只，发行总额110亿元。这已是该类短融发行规模连续第4个月下滑。

据Wind数据显示，在4月份券商短融单月发行额达到434亿元的历史次高位置后重新走低，5、6两月均回落至300亿元左右水平，7月份则骤降至169亿元，8月份的发行规模进一步大幅下滑。

两融降杠杆是主因

市场人士指出，今年以来，券商短融发行规模增速有所放缓。整个上半年，券商短融发行额为1940.6亿元，与上年同期的1963.5亿元基本相当，而2013、2014两个年度，券商短融发行额一直保持着扩张势头。这主要受制于发债额度的约束。以渤海证券为例，在本期短融发行前，该公司有17亿元待偿还短融余额，而该公司核定的短融最高发行余额为25亿元，也即只能只发行8亿元的额度；必须要等存量短融到期才有新的发行空间。



然而，该人士进一步指出，近两个月，券商发债规模大幅度下降，显然与A股市场调整有更大的关系。自年中时点，A股市场走势逆转之后，股票信用交易需求逐步降温，导致券商两融业务扩张放缓，券商融资的需求也随之降温。事实上，不光是短融，7月份以来证券公司债发行规模也出现断崖式下滑，就足以说明问题。

公开数据显示，截至8月26日，沪深两市融资余额约为11万亿元，而6月中旬上证综指摸顶5178点前后，该余额一度曾超过2.2万亿元。业内人士指出，在A股趋势未明，投资者情绪谨慎，降杠杆还没到头的时候，预计券商发债热情难现显著的回升。

Wind数据显示，7月份证券公司债发行额为255亿元，而6月份为1667.3亿元，上半年除春节所在的2月份，单月最低发行额也有713.2亿元。

公开数据显示，截至8月26日，沪深两市融资余额约为11万亿元，而6月中旬上证综指摸顶5178点前后，该余额一度曾超过2.2万亿元。业内人士指出，在A股趋势未明，投资者情绪谨慎，降杠杆还没到头的时候，预计券商发债热情难现显著的回升。

债市牛平行情即将呈现

券市场将迎来期待已久的牛平行情。

因人民币汇率大幅贬值、外汇占款持续减少以及市场情绪波动等多种因素影响，8月以来短期流动性持续收紧。此次降准预期兑现，可望向市场释放近7000亿流动性，有助于缓解流动性紧张局面。降准一方面降低了银行间市场资金成本，以7天回购定盘利率为例，降准首日直降17bp至2.39%，已是近两个月来的最低点，另一方面增强了投资者的信心，表明偏松的政策操作基点仍将延续，资金面平稳的局面仍将维持。但考虑到债市收益率曲线短端已

处低位，对降准预期有提前反应，短期内，继续下行空间不大。

央行降息将进一步推动存贷款利率下降，从价格方面引导长端收益率中枢下行。一方面，近几个月经济数据表现疲弱，此次降息将带动利率中枢下行，对降低社会融资成本起到促进作用；另一方面，全球资本市场和大宗商品的大幅下跌对全球经济的复苏造成了一定影响，并且增加了通缩预期。经济基本面的压力为长端收益率的下行打开了空间。

此外，银行理财收益率的下降以及理

财资金的回流也有望带动长端收益率下行。随着全球资本市场以及大宗商品大幅调整，市场风险偏好持续下降，高收益资产配置需求下降，长债的配置需求明显增加；与此同时，受股市调整及非标投资收益率的下行影响，银行理财收益率也将进一步下降，理财资金终将大幅回流债市，将带动债券长端收益率下行。

无论是从经济基本面来看，还是从当前资金成本与需求来看，长端收益率都将打开下行空间，结合短端收益率的表现，未来收益率曲线有望呈现平坦化下行。

中期风险小 逢低配置美元

已经预期并透支了美联储加息的影响。而且从目前全球情况来看，即便加息也只是试探性的25个基点，很难有持续或者快速的加息周期启动，因此利好兑现之下，美元短期回落将是大概率事件。

贝莱德研究也发现，在美联储首次加息以前，美元通常温和上涨，接着动荡调整一年，然后恢复升势。这也可能遵循这一规律。

目前美元已经开始到了某种程度的调整走势，并且力度也不小。因此预计如果年内宣布加息的话，美元的调整可能会在那个时候同步结束，随后展开缓慢的升值趋势。

美联储真的会加息么

这可能是加息之后美元如何运行更为关键的一个问题。在两个月之前，市场关注的焦点还在时间节点上的选择。然而随着人民币主动性贬值的意外到来，全球股市齐齐下跌的恐慌情绪蔓延，再加之此前一直萎

靡不振的大宗商品价格，对于美联储而言，整个金融市场环境似乎并不是那么乐观。

日元和欧元的套息交易在8月的头寸解除规模异常明显，体现出整个市场对于全球经济前景的巨大担忧。如果此时美联储宣布加息，那么在没有实质性复苏的背景之下，对于美国和整个世界经济而言都有可能造成巨大的破坏力。

全球最大的对冲基金之一桥水基金创始人Ray Dalio认为美联储正在开启新一轮量化宽松的边缘。在他看来，美联储认为市场已经度过了一个降息周期的转折点。但从一个更长债务周期的角度来看，通缩和全球经济衰退的风险更为严峻，美联储应该持续其宽松政策，而不是如大肆宣扬的一般开始紧缩。

假设在本年未来几个月内，美联储的基调开始软化，那么很容易传递给市场的信息是宽松的环境还将延续。那么有

理由相信，市场偏好改善将令美元重新获得市场的青睐。不过对于非美货币而言，分化可能会加剧。相对利率较低的日元和欧元将重启跌势，基本面不佳但会受益于大宗商品市场复苏的商品货币则将企稳反弹。在那种情况下，虽然美元指数在表现上可能上涨明显（欧元和日元分别是美元第一和第二大对手盘），不过在实际影响上可能会不如今年年初。

逢低配置是不二选择

从上述两个假设来看，无论美联储是否加息，美元在短期释放回调压力之后，都是存在温和上涨的机会的。对于市场参与者而言，今年年末可能是较为理想的新看涨美元的时间节点。

更为重要的是，在全球市场动荡的情况下，作为储备货币的美元，无论是从避险还是流动性角度考虑，都是不可缺少的标配。

一周两度投放国库定存

按照计划，财政部、央行今日上午将再进行600亿元3个月期的中央国库现金管理商业银行定期存款招标。市场人士认为，一周内两次国库现金定存投放量达1200亿元，远超到期规模。

业内人士指出，国库现金管理虽属于对财政资金的运营管理，但由于会引起银行体系流动性变化，且操作对象与央行公开市场操作对象有很大的重叠，因此在较大程度上体现了货币政策与财政政策的协调配合。本月两次操作，投放量大于到期量，且操作集中，在短期货币市场流动性偏紧的背景下，有助于增加流动性供给，释放政策干预信号。

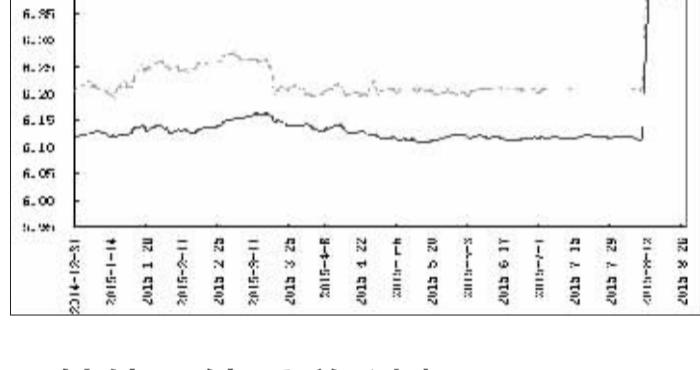
数据显示，以往也曾出现过一个月投放两期国库现金存款的情况，一般发生在流动性偏紧的时期，如今年6月中旬，2014年12月，2013年7月、8月等。据统计，在年内已开展的7期国库现金定存操作中，有3期为3个月品种，依次开展于今年6、7、8月，经投标确定的存款利率处于持续下行状态。（张勤峰）

人民币即期汇率温和走高

尽管隔夜美元指数强劲反弹，但27日人民币兑美元即期汇率仍出现小幅上涨，延续了8月下旬震荡走稳的运行格局。

据中国外汇交易中心公布，27日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.4085元，较前一交易日下调42基点，为近期连续第三个交易日下调。当日银行间外汇市场即期交易方面，人民币兑美元低开后缓步走强，收盘报6.4053元，较前一交易日小涨52基点或0.08%。此外，在香港人民币离岸汇率

美元兑人民币中间价与即期汇率收盘价



转债延续反弹

A股市场在压抑多日后于27日出现大幅反弹，交易所可转债市场也录得较大幅度上涨，中证转债指数连续第二个交易日收高。

27日，中证转债指数早盘大幅高开近3%，全天高位震荡后收报293.78点，较前一交易日上涨10.37点或3.66%，在连续第二交易日走高的同时，也创出近半个多月最大单日涨幅。个券方面，当日两市交易中的4只转债全部收涨，其中格力转债以5.77%的涨幅列两市第一

涨幅不及正股

位，两只可交换债也双双走高，但转债及可交换债全部跑输各自正股。

分析人士指出，转债价格在经过前期的持续大幅回调后，债底保护作用有所显现，在市场调整过程中的防御性有所显现。但由于各自对应正股价格普遍跌幅更大，转债转股溢价率较高，正股出现反弹时，转债上涨弹性相对有限，综合考虑到市场风险偏好逐步降低，A股市场前途未卜，转债市场短期料难出现趋势性上涨。（王辉）

口行债发行利率低于二级市场

进出口银行在银行间市场招标曾发行的1年和10年期固息金融债，中标收益率均低于二级市场水平，符合市场预期。

据市场人士透露，此次进出口行1年期固息债中标收益率为2.718%，全场认购倍数3.77；10年期固息债中标收益率3.7952%，全场认购倍数4.8。8月26日中债收益率曲线数据显示，1年和10年期固息金融债（口行及农发行）最新到期收

益率分别为2.7703%和3.9056%。市场人士指出，这两期固息债券招标结果符合预期，其中1年期品种出现博取边际收益现象。

资料显示，本次发行的两期债均为固定利率金融债，发行规模均不超过40亿元，期限分别为1年、10年，票面利率分别为2.63%、4.29%。两期债券均无基本承销额度，均采用单一价格荷兰式中标方式。（王辉）

鹏元调升当阳鑫源评级至AA

鹏元日前发布了当阳市鑫源投资开发有限责任公司主体及其2014年公司债券的跟踪评级。

鹏元指出，跟踪期内，公司作为当阳市基础设施建设和土地整理的投融资主体，继续得到了当地政府在资产注入和财政补贴等方面的支持；当阳市2014年经济持续增长，财政实力不断增强；公司主要承担当阳市的城市基础设施建设、土地整理任务，近年来收入稳定，目前待回购项目较多，在建和拟建工程规模较大，业务持续性较好，且部分公司自建用于自主经营的拟建项目完工后将产生一定的高速公路通行费、

自来水费、租金和旅游度假收入。公司以评估价值28.70亿元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券发行总额的2.39倍，有效地提升了本期债券的安全性。但也关注到，当阳市2014年经济增速有所下滑，公司应收账款和其他应收款规模较大；公司以土地使用权和回购权的组合为主，流动性不强；目前公司在建和拟建项目较多，尚需投入金额较大，面临较大的资金压力。基于上述情况，鹏元上调公司主体长期信用等级为AA，上调本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。（张勤峰）