

公开市场单日净投放创近一年新高

逆回购救急 降息降准更趋谨慎

□本报记者 王姣

面对资金面短期吃紧，央行公开市场逆回购操作加码，昨日净投放流动性1200亿元，缓解了跨年后流动性边际趋紧的状况。市场人士指出，在人民币加速贬值、外汇占款持续减少、IPO及转债重启压力增大等因素影响下，近几日流动性迅速收紧，央行出手维稳资金面在情理之中。目前资金面逐步恢复稳定偏松局面，货币政策短期内进一步宽松的概率下降。央行有意保持流动性合理充裕，在外汇市场波动增添流动性不确定性的前提下，预计央行将继续向宽松方向“微调”，通过各类工具平抑货币市场波动，但出于去杠杆的需要，央行在降息、降准的频率以及其他货币政策工具的运用上可能会有所变化。

及时雨解资金面之急

继上周四突然暂停逆回购后，本周二，央行公开市场进行1300亿元7天期逆回购操作，利率持平于2.25%，创去年9月以来的单期操作量新高。考虑到当日有100亿元逆回购到期，昨日央行公开市场实际净投放1200亿元，单日投放量创去2月以来新高，极大程度缓解了近期资金吃紧的状况。

业内人士指出，年底流动性突然转紧，跨年后未见明显缓和，昨日公开市场操作央行加码放量，意在驰援流动性，安抚市场情绪。而本周公开市场仅有100亿元逆回购到期，无央票和正回购到期，为央行开展净投放也提供了便利。

“截至4日上午，资金面仍偏紧，但在央行‘放水’后，流动性紧张局面开始缓和，虽然市场需求量仍然较大，但总体供求比较均衡。”交易员告诉中国证券报记者，央行逆回购操作暂时缓解了市场

观点链接

民生证券：四因素导致资金面收紧

周一资金面边际收紧可能与以下几方面因素有关：一是人民币汇率大幅贬值，贬值压力会加重基础货币供给不足的担忧。二是转债申购，近期三一和国贸转债陆续申购，参考之前的中签率，预计累计冻结资金规模超1万亿。三是节日效应，节后第一日资金利率会有所收紧。四是货币政策预期不稳，央行货币政策宽松节奏略低于预期。

中泰证券：未降准意在控债市杠杆

结合目前回购资金利率已处低位和前几次普降降准的结果来看，降准对资金利率的影响较小；市场上资产配置荒

近期央行逆回购操作一览					
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)
2016-1-5	7	逆回购	1300	2.25	0
2015-12-29	7	逆回购	100	2.25	0
2015-12-24	7	逆回购	400	2.25	0
2015-12-22	7	逆回购	300	2.25	0
2015-12-17	7	逆回购	300	2.25	0
2015-12-15	7	逆回购	100	2.25	0
2015-12-10	7	逆回购	200	2.25	0
2015-12-8	7	逆回购	100	2.25	0
2015-12-3	7	逆回购	300	2.25	0
2015-12-1	7	逆回购	500	2.25	0
2015-11-26	7	逆回购	200	2.25	0
2015-11-24	7	逆回购	100	2.25	0
2015-11-19	7	逆回购	200	2.25	0

的担忧，不过人民币汇率波动对流动性的影响仍是市场关注的焦点。

银行间市场周二资金紧绷局面明显趋缓，5日，银行间质押式回购市场上(存款类机构行情)，隔夜回购利率加权值约1.1bp至2.01%，14天回购利率加权值2.4bp至2.91%，7天回购利率加权值和1个月回购利率加权值分别持稳于2.31%、3%。

无需担忧短期扰动

对于近期资金面迅速收紧的原因，市场主流观点认为，主要包括人民币持续贬值、外汇占款减少、节后资金流动需求较大、MLF到期、首批IPO即将重启、转债申购以及新券供给增加等多重因素。

近期人民币对美元持续加速贬值，资金外流的负面效应不断积累，EPFR数据显示，最近两周我国分别净流出资金9.6亿美元、1.6亿美元。市场预计即将公布的2015年12月外汇储备及其他跨境资金流动数据可能仍不乐观，有进一步刺激资本外流担忧的可能。

国信证券则认为，近期人民币贬值较快，居民换汇以及投机需求的确会造成

资金外流较多。但是考虑到人民币贬值从2015年11月份持续至今已有两月，而2015年末资金面平稳异常，因此1月3日到期的2500亿6个月MLF仍未续作可能是周一资金面波澜的主要关注点。

中金公司进一步表示，短期资金偏收紧，一方面是由于节后资金集中到期，滚动需求较大；另一方面是由于转债申购资金在途；但最直接的原因在于大行融出急剧减少，从大行的角度出发，3日应有2500亿MLF到期，似乎截至4日收盘仍未有续作的消息；叠加银行柜台持续的换汇需求，人民币贬值预期下，大行融出偏谨慎，导致资金面超预期紧张。

不过多数业内人士认为，无需过度担忧资金面的短期波动。如国泰君安证券指出，利率走廊调控模式下，资金利率对外生冲击的敏感性减弱，资金利率上行不会趋势化或者常态化，短期扰动过后，资金面仍会归于平稳。央行春节前降准修复政策预期的概率在提升。

降准仍需等待

近两个月以来，我国在货币政策上的宽松力度明显减弱，不仅降准降息预

的困扰依旧存在，因而货币投放之后，进入债市进行传统的杠杆操作的概率较高。然而目前经济依旧难言企稳，叠加下半年信用风险频出，杠杆率的回升易加速风险点的暴露，因而央行或有意在机构配置意愿较强同时资金并未显著趋紧的背景下，通过被动提升杠杆操作的资金利率、扁平化收益率曲线，来缓和部分机构过快增长的杠杆率，有助于平缓实际资金成本，同时防范信用违约风险通过杠杆放大。

上海证券：降准的空间依然较大

在中性货币政策取向下，面临资本外流的压力，发挥存款准备金的“兜子”功能，对冲“外汇储备减少给我国基础

光大证券：宽松不会缺席

上周公布的工业企业利润和PMI数据显示经济边际小幅改善，但是仍处在绝对低位。内外需求的小幅改善带动生产的小幅回升，但是前期高企的库存仍然需要较长时间的消化，未来生产难言恢复。同时，市场降准预期再度落空，以及央行公开市场操作偏紧使得资金利率有所上升，利率也有小幅的回调。

我们认为短期内央行有意控制堆积在银行间市场的资金，而长期来看，央行

的货币政策仍是维稳为主，配合政府的经济增长目标。现阶段传统制造业继续

下行，而新的增长点难以在短时间内培

育起来，宽松的货币政策不会缺席。未

来财政政策的发力同样需要宽松的货

币环境。

中信证券：宽松力度或弱于预期

“失水漫灌”并非政策层的意愿，且

已经上升到政策层对风险认识的第一

位。基于此，我们认为2016年的货币宽松

力度或将弱于市场的预期。而财政政策

成为发力重点将使得货币政策宽松持

续加码的必要性降低。基于此，我们维持对

2016年10年期国债收益率2.8%-3.4%区间

波动的判断不变。(王姣 整理)

期价续挫 债市谨慎情绪未消

□本报记者 王辉

在现券市场有所企稳的情况下，1月5日国债期货继续下挫，且跌幅不小。分析人士指出，年初流动性意外趋紧、人民币汇率加速贬值、人民币资产出现系统性波动等因素都对利率债市场带来一定不利影响，从短期来看，国债期货恢复趋势性上行或需继续等待。

国债继续下挫

5日，国债期货市场承接上一日的下行节奏，全天呈现弱势下跌的运行格局。具体看，5日国债期货五年期主力合约TF1603收报100.33元，跌0.275元或0.27%；在录得日线六连阴的同时，也刷新了自去年11月9日以来的近两个月最大单日跌幅；10年期国债期货主力合约T1603收报99.595元，跌0.315元或0.32%，录得日线五连阴。

现货市场方面，收益率先扬后抑，尾盘基本与前收盘价位持平。交易员表示，5日央行公开市场进行了1300亿元7天期逆回购操作，交易量创4个月新高。因前日尾盘

资金供给已开始转暖，5日的央行逆回购操作大幅放量，进一步安抚了市场情绪，巩固了资金利率低企的格局。当日国开行“福娃债”招标情况也好于前一日的农发债。

上涨或需等待

目前市场主流机构倾向于认为，短期债市仍存调整压力但长期趋势并未扭转。但与此同时，有最新机构调查观点也显示，投资者对利率债走势预期的分歧已有所增大。

上海证券报告指出，债市新年开局相对惨淡的主要原因来自两个方面。一方面，新年供给全面恢复，而配置需求却在去年年底进行了充分的释放，加上流动性意外短期趋紧导致了收益率的大幅反弹；另一方面，利率前期下降速度过快，新年伊始市场也存在观望情绪，也使得市场上行乏力。整体来看，该机构认为，利率债市长期牛趋势不变，但短期调整或将延续。

海通证券本周发布的一份投资者调查显示，在去年12月末市场收益率下行至新低之后，投资者对利率债走势分歧较

大，且略显悲观。投资者对于利率市场的标志性品种——10年期国债和10年期国开债收益率能否下行至2.8%和3.0%以下的信心有所不足。

有交易员表示，鉴于年前债市上涨过猛，部分年初配置需求提前释放，而近期外汇市场波动引发的谨慎情绪尚未消除，债市在短期内重启一轮升势的难度较大。

在国债期货投资策略方面，经过此前

几个交易日的持续走软之后，目前不同机构对于期债的短期走势的预期也有明显分化。银河期货等机构认为，债市慢牛趋势仍将延续，期债经历了多日的回调之后，多单已经开始具备加仓的机会。来自方正中期的观点则认为，近期不过度放水和出清过剩产能被管理层多次强调，期债总体运行环境依然偏空，短期仍可能继续震荡下行。

大行出手托底 人民币跌势放缓

两地汇率价差突破1200点

当天即期询价交易中，人民币兑美元汇率开盘报6.5250元，虽低于4日收盘价(6.5172元)，但实际较4日的末笔成交价格(6.5338元)高开了近90基点；开盘后，人民币兑美元即期汇率很快升至前收盘价附近展开调整，日间交易时段基本呈现横盘状态，16:30收盘价报6.5199元，较前收盘价跌27基点。进入夜市交易时段，人民币一度扩大跌幅，但随后汇价重新走高，截至19:30报6.5161元，已高于前收盘价。

1月5日，银行间外汇市场人民币兑美

元汇率中间价设在6.5169元，下调137基点，连续第六个交易日遭下调。

香港市场上，离岸人民币兑美元汇率继续走低，但跌势有所放缓，且日内双边波动有所加大。截至19:30，离岸人民币即期汇率报6.4610元，较前收盘价下跌119基点。

值得注意的是，因在岸人民币有所企稳，两地汇率价差再度冲破1200点，创去年“8月汇改”以来的最大值。

有多方信息显示，5日在岸外汇市场疑似受到干预，有中资大行出售美元，托底人民币，从而延缓人民币贬值速度。

业内人士称，开年人民币汇率出现异常波动，主要受到新年伊始个人集中购汇、经济疲软、市场悲观情绪宣泄等多重因素叠加冲击，不应也不可能成为常态。在内外因素作用下，人民币兑美元汇率有一定贬值的压力，货币当局对人民币汇率波动的容忍度也在提高，但人民币不具备大幅贬值基础，且在单一方向上的异常波动仍将面临干预，未来人民币对美元更可能呈现渐进有序贬值，对一篮子货币仍有望保持基本稳定。

国开债招标结果尚可

5日，国开行招标发行了一组固息金融债券，揭开了2016年国开债的发行序幕。此次国开行增发的五期固息债，中短期品种需求相对较好，整体需求仍稍好于4日招标的农发债。市场人士称，央行放量开展逆回购操作稳定流动性预期，债市恐慌情绪缓和，但短期市场走向仍待观察。

国开行5日招标的该行2015年第18期及第20至23期金融债的增发债券，期限分别为10年、5年、7年、1年和3年，本次增发规模合计300亿元。据市场人士透露，此次1至10年期国开债增发发行收益率分别为2.4243%、2.7138%、2.9582%、3.2546%、3.1853%，其中1年、3年、5年期品种发行收益率均略低于二级市场，7年和10年期则高于二级市场。认购倍数方面，1到10年品种的全场认购倍数分别为3.42倍、2.68倍、4.02倍、2.01倍、3.88倍。

央行公开市场5日进行了1300亿元7天期逆回购操作，净投放1200亿元。市场人士称，央行放量开展逆回购操作后，资金面紧张局面有所缓和，稳定了市场情绪。但年前上涨过快，配置需求后劲不足，且短期外汇市场不稳，债市暂时难以形成上涨合力。(张勤峰)

转债表现弱于正股

5日，沪深两市震荡剧烈，最终小跌收官，转债市场(含可交换债)亦随之起伏，存量个券涨多跌少，整体表现弱于正股。

“市场对于年末降准的预期非常强烈，但依旧落空；我们认为，看似与流动性扩张的大环境向背的调整，或意在缓和债市杠杆的回升，核心反而意在引导实际利率的持续下行。”中泰证券认为，央行将通过流动性的控制，缓和债市的杠杆风险。

招商证券补充称，虽然从对外汇占款下滑、稳定资金流动和补充基础货币的角度，降准预期无法排除。但对于央行而言，近期行为似乎再度回到了2015年上半年，整体货币政策操作和工具运用回归中性和稳健。“既要稳增长、又要调结构与控制资金外流，央行当前货币政策调控工具的选择如果确实再度回归中性，当期的资金利率即属于合意的状态。”

展望2016年，大部分市场人士仍然认为，在宏观经济深度去杠杆背景下，货币政策将维持适度宽松，进一步降准仍有必要，不过为防范系统性风险，央行或将采取较为谨慎的货币政策，在降息、降准的频率以及其他货币政策工具的运用上将有所变化。

和中国太保却分别上涨1.66%、1.76%。不过电气转债、格力转债分别下跌1.96%、0.71%，对应上海电气和格力地产表现更弱，分别下跌2.98%、1.46%。

就短期市场策略而言，中信证券指出，供给冲击下转债市场的机会主要来自两方面，一是一级市场打新，二是二级市场待新券陆续发行后可能有较好的择低抄底时机。供给冲击对估值的压力不可忽视，更重要的是辨明冲击节奏。新券募集说明书公告后数个交易日将是供给冲击最严重阶段，而在新券供给中间的转债价格与估值有望企稳。(王姣)

央行驰援流动性提振债市信心

□中银国际证券 斯竹

5日，在央行放量开展逆回购操作后，市场信心得到提振，流动性开始好转，至收盘已恢复宽松态势。当天债券一级市场回暖，早盘招标的国开“福娃债”需求尚可，表现好于前一日的农发债，受配置需求推动，信用债一级市场火爆依旧，招标利率下行明显，但二级市场整体收益率维持小幅上行。

5日，利率债成交利率继续小幅走高。国债收益率整体上行2-5bp，5年期成交在2.75%，10年期成交在2.88%；政策性金融债方面，5年期国开债成交在3.01%，10年期国开债成交在3.23%附近，非国开债则成交在3.35%。

从经济与金融数据来看，尽管部分指标有所回暖，但经济增长企稳态势仍不明显；在流动性层面，央行或将继续通过逆回购、SLF等手段维持流动性均衡，更为宽松的货币政策预期或将进一步落地。总体看，短期内债市或转为震荡行情。