

央行四天投放1.6万亿元资金

堪比降准 资金“紧”情初步缓解

□本报记者 张勤峰

近期货币市场波动惊心动魄，央行的雷霆处置则让人叹为观止。面对流动性波动，本周以来央行连续四个交易日开展相关流动性投放操作。周四（1月21日），央行再实施4000亿元逆回购组合操作，交易量创近三年新高，同时开展MLF组合操作3525亿元。四天下来，央行动用逆回购、国库现金定存、MLF、SLO等工具共释放16025亿元资金，净投放13075亿元。在央行大额流动性支持下，资金面紧张情在21日得到初步缓解，短期资金供给改善。市场人士指出，春节前资金需求较大，仍需央行保持流动性支持的力度和连续性，预计在央行综合调控下，流动性紧张势头难再升级，跨节问题已不大。

4000亿 逆回购再放量

在风风火火投放逾万亿资金后，央行丝毫没有收手的架势。周四上午，央行再在公开市场开展了7天和28天期逆回购组合操作，交易量达到4000亿元，创下近三年新高，其中包括2900亿元28天期逆回购和1100亿元7天期逆回购，交易量均较周二同期限增加不少。

周二（1月19日），央行通过开展7天和28天期逆回购合计投放资金1550亿元，其中7天逆回购800亿元，28天期750亿元，后者是2015年2月以来的首次操作。央行重启28天期逆回购，以此拉长公开市场投放资金的加权期限，意在满足机构迅猛增长的跨春节流动性需求。与周二相比，周四央行公开市场不仅提高了操作总量，还大幅提高了28天逆回购的占比，其交易量远超7天逆回购，使得本次投放的资金时效进一步延长。

算上SLO，本周前四个交易日，央行公开市场均有操作。通过周二和周四的常规公开市场操作，央行共投放7天资金1900亿元，投放28天资金3650亿元。在常规操作间隙，央行于周一进行550亿元3天SLO操作，周三进行1500亿元6天SLO操作，共投放资金2050亿元。四天下来，央行已通过公开市场操作投放资金7600亿元，减去周内到期的3天SLO和

1月15日以来央行货币政策操作一览

日期	货币政策操作
1月15日	央行对9家金融机构开展MLF操作共1000亿元，期限6个月，利率3.25%。
1月18日	央行开展550亿SLO操作，期限3天，中标利率2.1%。
1月19日	央行对22家金融机构开展MLF操作共4100亿元，其中3个月期3280亿元，利率2.75%；1年期820亿元，利率3.25%。
1月19日	央行公开市场进行1550亿元逆回购操作，包括800亿元7天期和750亿元28天期两个品种，其中28天期品种为近一年来首次重启。
1月19日	财政部、央行开展800亿元国库现金管理商业银行定期存款招标，期限9个月，利率3.02%。
1月20日	央行开展1500亿元6天期SLO操作，中标利率2.25%。
1月21日	央行开展4000亿元逆回购操作，其中7天期1100亿元，28天期2900亿元，利率不变。
1月21日	央行对20家金融机构开展3525亿元MLF操作，其中3个月、6个月、1年期均为1175亿元，利率分别为2.75%、3.0%、3.25%。
1月21日	央行分支行对地方法人金融机构开展SLF操作，按需足额提供流动性支持。SLF期限包括隔夜、7天、1个月，利率分别为2.75%、3.25%、3.60%。

2400亿元7天逆回购，央行公开市场实现净投放4650亿元，若算上周二财政部、央行投放的800亿元国库现金存款，这一数据则为5450亿元。此外，周五虽不是例行操作日，但难保央行不会继续开展SLO操作，因此，本周央行通过公开市场操作渠道，至少将净投放5450亿元，已足够列入央行公开市场操作单周净注资规模前三位。

逆回购不够？还有SLF、MLF

在公开市场操作之外，央行也在频繁出手，例如MLF被频繁用于增加中期流动性供给。上周五（1月15日），央行对9家金融机构开展了1000亿元MLF操作，期限6个月。在本周二，央行再开展4100亿元的两期限MLF操作，其中3个月期3280亿元，1年期820亿元，还将MLF操作对象扩围至22家金融机构。

周四，逆回购余热犹存，央行紧接着又宣布，对20家金融机构开展中期借贷便利操作共3525亿元，其中3个月、6个月、1年期均为1175亿元。此前，央行官方网站周二发布新闻通稿称，将加强预调微调，提前对春节前后的流动性安排进行布局，有效满足金融机构流动性需求。对于短期季节性的现金投放需求，将按历年做法通过公开市场逆回购操作对主要金融机构实现全覆盖，节后到期与现金回笼自然对冲。对于中期流动性需求，将通过分别开展中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）、再贷款等操作安排6000亿元以上资金予

以支持。

细数之下，从短期期限的逆回购、SLO，到中等期限的SLF、MLF、PSL、再贷款，除了下调存款准备金率，央行几乎是抛出了现有的全部的流动性投放工具。

本周以来四日，SLO、逆回购、MLF已先后露面，再算上跨部门操作的国库定存招标，央行累计释放的资金量已达到16025亿元，净投放13075亿元。需要指出的是，这还是不完全统计的数据。有交易员表示，央行未公布SLF、PSL操作，并不代表没有操作。事实上，在上述储备工具中的SLF也有了消息。央行21日表示，央行分支行对地方法人金融机构开展SLF操作，按需足额提供流动性支持，积极发挥利率走廊上限的作用。SLF期限包括隔夜、7天、1个月，利率分别为2.75%、3.25%、3.60%。相关操作细节未公布。

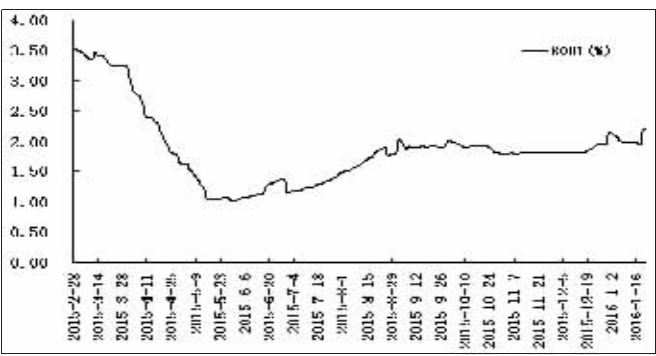
目前，单MLF操作一项，已经远远超过6000亿元。如果“安排6000亿元以上资金”不够明确的话，那么“按需足额提供流动性支持”说得则足够清楚。业内人士指出，SLF通过作为应急流动性供给手段，发挥利率走廊上限的作用，在满足特定利率条件下，央行将敞开流动性供给，从而确保流动性不枯竭，利率波动不超上限。简言之，只要条件满足，可提供的流动性支持无限多。

降准可能基本被排除

如果说近期货币市场波动惊心动魄，那么央行的处置则让人叹为观止。四日投放1.6万亿，虽无降准，更甚降准。市

场人士指出，央行多措并举、全面出击，以雷霆手段彰显其维护流动性充裕、保持市场利率平稳的决心。目前看，有足额流动性护航，流动性紧张势头难再升级，跨节问题已不大。

银行间市场隔夜回购利率



场人士指出，央行多措并举、全面出击，以雷霆手段彰显其维护流动性充裕、保持市场利率平稳的决心。目前看，有足额流动性护航，流动性紧张势头难再升级，跨节问题已不大。

在央行密集投放安排下，周四流动性紧张局势已初现缓和。周四，银行间质押式回购利率仍以上涨为主，但核心成交品种——隔夜回购利率有所回落。存款类机构行情显示，昨日隔夜回购利率加权值收在2.09%，下行4bp，全天最高成交在3.75%，低于前两日的5%；7天及更长期限回购利率仍在走高，其中7天利率涨3bp至2.42%，跨春节的21天利率涨19bp至4.04%，与1个月等期限形成倒挂。

交易员表示，周四早间流动性紧张依旧，但在央行巨额逆回购支持下，以国开行为主的大行出资增多，改善了隔夜等短期资金供给，或是受到SLF和IMLF操作支持，午后流动性进一步转好，接近15时借钱机构需求基本得到满足，尾盘已有大量机构融出。

市场人士指出，央行密集出手并连续发声，逐步令市场预期恢复稳定，加上SLF可提供应急支持，春节前流动性料难现异常剧烈紧张，资金利率波动幅度可控。当然，考虑到春节前集中取现及下周初存准补缴等因素，资金面出现偏差或波动的可能性依然存在，但预计央行将适时给予流动性支持。

此外，分析人士指出，央行流动性投放总量不断增加，且1年期MLF等工具的出现，使得节前降准的可能性已基本被排除。

需求。站在年初时点上，银行、理财、基金、险资均不同程度存在配置压力，而净供给尚且有限，供需关系有利于债市行情。当资金面警情逐渐得到控制后，再看债券市场，依然是大类资产中相对安全、相对有吸引力的品种，如果流动性转暖，债市仍有机会再来一波行情。

事实上，尽管近期流动性波动急剧，二级市场在交易户获利了结、外资机构抛售等影响下也有所调整，但一级市场招标情况相对稳定，表明债券刚性配置需求支撑有力。对于配置户而言，季节性的流动性波动，若造成债市收益率向上调整，反而可创造更好的买点。交易员指出，短期流动性预期正好转，债市调整风险不大，但鉴于春节前资金需求较大，流动性波动恐难避免，目前暂不宜大举抄底，期债多头可保持底仓，逢调整再加仓。

与此同时，在系统性估值水平快速压缩之后，市场结构性分化特征也将有望显现。国信证券认为，前期尽管经历股市几轮大幅下跌，转债市场估值却依然坚挺，这主要是由于转债市场稀缺性、博弈股市反弹以及机会成本相对较小。而近期转债市场捅破了“估值窗户纸”，触发因素则是供给及供给预期的冲击。从长期来看，市场估值水平压缩仍然是必然，未来将很难回到原来的绝对价格中枢水平。此外，来自国泰君安的观点也认为，近段时间以来，转债供给持续释放，弱化了此前的“稀缺性”逻辑。如果正股后续进入震荡或者下跌模式，那么供给节奏的加快将会加速转债估值的下修速度。

对于未来一段时间转债市场的策略，海通证券表示，本轮下跌后，转债个券价格趋同可能打破。随着一级供给扩容，可选行业和标增多，偏股型和偏债型个券价格可能进一步分化。市场回归常态，也将意味着转债精挑细选的机会来临。

可交换债）品种中，仍有多达9只下跌，仅2只上涨，整体呈现出与A股市场基本趋同的普跌格局。而本周以来，两市11只转债中，更有多达3只跌幅超过10%、7只跌幅超过5%，明显弱于同期正股表现。

估值水平方面，据WIND统计数据显示，经过近期市场持续下跌之后，目前两市转债品种的转股溢价率有所下降，但仍相对偏高。截至1月21日，11只交易中的转债转股溢价率分布在21.37%至102.43%不等。11只转债的纯债溢价率整体则已降至6.85%至24.63%的区间之内，债底保护较前期有所增强。

有望走向分化

对于年初以来转债市场走势，机构倾向于认为，近期转债市场出现系统性下跌，主要压力仍来自于在A股市场急跌背景下的估值风险释放。在短期A股市场预计仍难以趋势性反转、新债供给压力还将显现、转股溢价率可能还会持续压缩的背景下，转债市场预计还将继续缓步寻底。而与

口行债旺销凸显刚性需求

尽管近期资金面不稳，但一级市场招投标受影响不大，凸显

出年初旺盛的债券配置需求。21日，中国进出口银行增发的3年、5年、10年固息金融债，发行收益率均略低于二级市场，且认购倍数不低，需求尚可。

口行昨日增发的是2015年第17期、第16期、第14期增发债，发行规模分别不超过50亿、60亿、70亿，期限分别为3年、5年、10年。

据市场人士透露，昨日3年、5年、10年期口行债中标收益率分别为2.7356%、2.9701%、

3.2098%，全场投标倍数分别为3.69倍、2.6倍、3.49倍。1月20日，中债到期收益率曲线显示，3年、5年、10年期固息非国开政策性金融债收益率为2.7513%、3.0107%、3.2329%。

市场人士指出，当前经济疲弱不振，下行压力犹存，海内外风险资产调整迹象明显，缺乏产格局依旧，资金去无可去，债市仍是归宿。短期看，资金面依然偏紧，但央行对冲政策不断，预计紧张局势可控，债市收益率在向上修复后的配置价值也引起了刚性需求的关注。（张勤峰）

三期国开债招投标平稳

21日，国开行招标的三期金融债利率符合预期，投标倍数接近或超过3倍，招投标结果比较平稳。

国开行昨日招标的三期金融债包括2016年第1期、第2期SHIBOR付息增发债以及2016年第5期固息新发债，期限分别为1年、3年、20年，发行规模分别为40亿、20亿、40亿。

据市场人士透露，此次国开行1年期SHIBOR付息增发债发

行参考收益率为2.4823%（利率基准2.99%），投标倍数为3.08倍；3年期SHIBOR付息增发债发行参考收益率为2.9736%（利率基准2.99%），投标倍数为2.97倍；20年期固息债中标利率为3.80%，投标倍数为3.56倍。其中，1年期付息债、20年固息债点差收益率/中标利率要略低于二级市场，3年付息债稍高，但三期债券投标倍数都接近或超过3倍，显示需求尚可。（张勤峰）

本周逾130亿债券取消发行

春节前资金面寒流突至，打乱了信用债一级市场的节奏。21日，银行间市场至少8家企业发布公告称取消债券发行。据不完全统计，本周以来4天，被取消发行的债券规模至少已达到136.5亿元。

21日，电信科学技术研究院·新疆天业（集团）有限公司、四川长虹电器股份有限公司等8家企业先后在上海清算所网站发布公告称，取消其短融或超短融或中票的发行。涉及的中短期票据共8支，计划发行总额121亿元。

此前的19日、20日，已有盛屯矿业集团股份有限公司等多家企业宣布临时取消债券发行，

涉及债券发行总额至少达到15.5亿元。据不完全统计，本周以来亦有超过130亿元债券发行搁浅，主要是银行间市场的超短融、短融和中票。

根据公告，取消发行的原因都是因市场波动较大或利率高企。上周以来，银行体系流动性骤然趋紧，令债券市场承压。市场人士指出，流动性趋紧，降低机构投资意愿，利率上升也造成发行人融资成本上升，因此可能出现债券发行失败或发行人主动推迟发行的情况。以往年中、季末、春节前等流动性偏紧时点，也曾出现过致使债券发行取消的情况。（张勤峰）

两融缩水或打击券商举债热情

中信证券21日发布公告称，将于1月26日公开招标该公司2016年第一期证券公司短期融资券。

中信证券本期短融券计划发行30亿元，期限91天，将采取通过中国人民银行债券发行系统公开招标的方式发行；本期短融券采取固定利率，发行利率通过招标系统招标决定，在债券存续期内利率不变。日程安排方面，本期短融券1月26日招标，1月27日缴款并起息，1月28日起上市流通，2016年4月27日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。

本期短融券无担保。经大公国际综合评定，发行人主体信用等级为AAA级，评级展望为稳

定，债项评级为A-1。

发行公告文件并披露，截至本期短融券发行时，中信证券待偿还短融券余额为零。而作为国内证券行业龙头，中信证券经主管部门核定的短融券最高发行余额为265亿元。

业内人士指出，随着存量债券大量到期，目前券商短融券发行额度充裕，然而股市行情的冷暖直接影响投资者融资需求，也就决定了券商的发债意愿。近期A股再现较大波动，沪深市场两融余额跌破1万亿元，在此情况下，券商举债积极性可能受挫，加上宏观政策更强调去杠杆，今年证券公司规模扩张或难现前两年的大扩容势头。（张勤峰）

国开行26日增发五期金融债

国家开发银行21日发布公告称，将于1月26日通过中国人民银行债券发行系统增发五期金融债，总额不超过360亿元，期限包括1年、3年、5年、7年、10年。

上述五期债券包括国开行2015年第18期、第20期、第21期、第23期和2016年第4期金融债的增发债，均采用固定利率，期限分别为10年、5年、7年、3年、1年，本次增发行规模上限分别为130亿元、70亿元、50亿元、60亿元、50亿元，票面利率分别为3.74%、3.46、3.59%、2.98%、2.29%。

财政部22日发100亿贴现国债

公告显示，财政部定于1月22日招标发行2016年第四期记账式贴现国债。分析人士认为，在央行大额流动性支持下，短期流动性紧张状况初现缓和迹象，本期国债发行量不高，结合近期一级市场招标情况，预计本期国债需求平稳。

本期国债期限91天，将以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额100亿元，不进行甲类成员追加投

本次增发行招标日均为1月26日，缴款日均为1月28日，上市日均为2月1日，本次增发债券上市后将与对应的原债券合并交易。

上述四期债券将采用单一价格（荷兰式）招标方式；2015年第20、23期和2016年第4期债券招标时间为26日上午9:30-10:30；2015年第18和21期债券招标时间为26日上午9:30-11:00。此次1年、3年、5年、7年、10年债券承购费分别为面值的0.005%、0.10%、0.10%、0.15%；各品种均无兑付手续费。（张勤峰）

具体安排上，1月22日招标，1月25日开始计息，招标结束至1月25日进行分销，1月27日起上市交易。本期国债于2016年4月25日（节假日顺延）按面值偿还。

本期国债将采用混合式招标方式，标的为价格。投标标位变动幅度为0.002元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60个、25个和40个标位。（张勤峰）

“红包雨”倾盆 期债稳中求进

□本报记者 张勤峰

周四，央行追加投放资金逾7500亿元，银行体系流动性紧张局势初现缓和，债市情绪逐渐回稳，推动债券市场走出震荡上行走势，国债期货各合约全线小涨。市场人士指出，春节前资金缺口较大，但央行政策工具充裕、维稳态度明确、操作及时有力，流动性风险总体可控，债市在短暂调整后回稳显示买盘承接有力，后势调整空间有限，期债多头可稳中求进，逢调整介入。

巨额投放助债市回暖

周四，国债期货五年期和十年品种各合约全面收高，其中五年期主力合约TF1603收报100.86元，涨0.095元或0.09%，全天成交1.92万手，较前一日缩水约6000手；十年期主力合约T1603收报

100.365元，涨0.18元或0.18%，全天成交2.27万手，减少约7700手。

从盘面上看，昨日国债期货早盘高开低走，上午10时左右开始震荡走高，午后延续温和上扬走势。交易员称，昨日债市市场出现的改善迹象，提振了债券市场表现。

周四，市场资金面先紧后松，在央行连续投放大额流动性后，流动性出现缓和。据悉，周四早盘银行间回购市场上资金仍捉襟见肘，在央行实施4000亿元巨量逆回购操作后，隔夜资金出现一定松缓迹象，大行出资增多，午后供给继续小幅改善，因央行追加实施SLF和MLF操作后，一系列流动性投放操作的正面效果开始显现。

昨日债券市场同步小幅回暖，中长期限国债收益率有所下行。据Wind监测数据，周四银行间5年、7年和10年期国债成

交利率在2.67%、2.82%、2.77%左右，分别下行3bp、3bp、4bp。

调整创造更好买点

上周五以来，面对银行体系流动性因多种因素出现的紧张局势，央行多措并举、及时出手，连续发声，累计投放资金超过1.7万亿元，净投放逾1万亿元，并提前披露流动性投放安排，及时公布相关操作情况，逐步稳定了市场预期。市场人士指出，央行一系列流动性投放操作的正面效果开始显现，加上SLF可提供足额的应急流动性支持，春节前流动性料难再现异常波动，资金面波动对债券市场造成的不确定性有所下降。

交易员表示，当前经济下行压力犹存，利率风险不大，债市调整风险可控，而海内外金融市场波动加剧，恐导致市场风险偏好持续下降，有望提升债券市场配置

供给释放捅破估值刚性“窗户纸” 转债市场料继续寻底

□本报记者 王辉

在A股市场持续下挫、主要券种估值泡沫不断挤压的背景下，年初以来作为交易所转债市场持续表现羸弱，本周以来表现远逊于正股，主动挤压估值泡沫。分析人士指出，居高不下的转股溢价率，以及新券供给的冲击，在未来一段时间内预计仍将制约转债市场的表现，市场短期内预计将继续寻底。

主动挤压估值泡沫

1月以来，在A股市场开年即持续下挫的背景下，交易所转债市场也大幅走低。本周前四个交易日，转债更一改抗跌风格，表现远逊于A股。

21日，中证转债指数报收于279.88点，全天0.86%的跌幅虽低于沪深市场主要股指，但本周以来累计跌幅达8.51%，同期上证综指、沪深300指数的跌幅仅为0.71%和1.20%。

周四中证转债指数虽仅下跌0.86%，但两市交易中的11只转债（含