

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

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550亿元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3290亿元，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150亿元逆回购操作，包括600亿元7天期和750亿元28天期两个品种，其中28天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%。
1月21日	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IMLF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，利率波动不超过上限。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。

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，但核心成交量——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MLF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，央行密集出手并连绵发声，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，资金面出现偏紧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。

“红包雨”倾盆 期债稳中求进

□本报记者 张勤峰

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，昨日货币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。

昨日现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撑，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

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。

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会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

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

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。

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年期固息非国开政策性金融债收益率分别为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，缺资产格局依旧，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浮息增发债以及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，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。

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浮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年期浮息债、20年期固息债差收益率/中标利率要略低于二级市场，3年期浮息债稍高，但三期

金融债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。

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，今年证券公司金融债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固息金融债，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0.05%、0.10%、0.10%、0.15%，各品种均无兑付手续费。（张勤峰）

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，将低于票面金额的价格贴现发行，变动幅度为0.0