

逆回购再放量 跨节品种当主力 流动性平稳跨节问题不大

□本报记者 张勤峰

26日，央行继续开展公开市场逆回购组合操作，交易量增至4400亿元，创下近三年新高，且期限结构上进一步向跨年的28天品种倾斜。据统计，自月初以来，央行公开市场操作（含SLO操作）已累计投放资金1.64万亿元，实现净投放9050亿元。市场人士认为，春节前央行将保持逆回购操作的连续性，并调整逆回购期限结构，匹配银行机构现金投放回笼节奏，流动性平稳跨节问题基本不大。

4400亿 逆回购再放量

在风风火火投放逾万亿资金后，央行仍然没有收手的架势。26日上午，央行再在公开市场开展了7天和28天期逆回购组合操作，交易量进一步增至4400亿元，创下2013年2月以后的近三年新高，其中包括3600亿元28天期逆回购和800亿元7天期逆回购，中标利率分别为2.25%和12.60%，利率无变动。

本月以来，央行公开市场操作逐步发力，单次逆回购操作规模由此前两、三百亿元增至千亿元以上，特别是上一周，面对突如其来的流动性紧张，操作规模直线上升。上周四（21日）和本周二（26日）两次操作，央行逆回购交易量均超过4000亿元，这在历史上极其少见。据公开数据，迄今为止，历史上仅有四次央行逆回购操作规模超过4000亿元，前两次均发生在2013年2月初，时间点也是在春节前。

数据并显示，26日有800亿元前期7天逆回购到期，此外，20日央行开展的1500亿元6天期SLO操作也于26日到期，

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%。
1月26日	央行开展4400亿元逆回购操作，其中7天期800亿元，28天期3600亿元，利率不变。

因此26日央行公开市场操作实际净投放资金2100亿元。21日，在考虑了3天期SLO到期因素后，央行公开市场操作实现净投放1850亿元。由此可见，在短期集中释放了巨额流动性后，央行仍旧保持了较大的投放力度。

在流动性释放总量不断上升的同时，期限结构上进一步向跨年的28天品种倾斜。本月19日，央行重启28天期逆回购操作，使得公开市场投放资金期限延长，此后三次操作中，28天逆回购交易量及占比持续提高，较好地匹配了因居民取现造成的机构跨节流动性缺口。

或还有9000亿投放额度

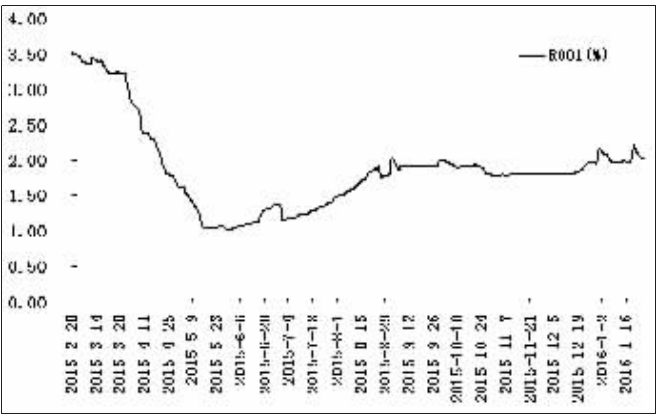
据统计，自月初以来，央行公开市场操作（含SLO操作）已累计投放资金1.64万亿元，实现净投放9050亿元，操作量和净投放量均超过了2014年、2015年春节前水平。市场人士指出，当前已进入

春节现金投放高峰期，央行公开市场操作将继续在平抑流动性季节性波动方面发挥关键作用，预计央行将保持逆回购操作的连续性和稳定性。

交易员表示，央行逆回购操作期限不超过1个月，到期可自然回笼，因此即使短期开展大额操作，也不会对金融体系流动性总量造成太大影响，适合用于平抑季节性或临时性因素造成的短期流动性波动。春节前，大额现金投放是造成流动性季节性波动的主要原因，同时，春节后现金将重新回流金融体系，一进一出恰好可与央行逆回购操作形成对冲，因此预计春节前央行仍会保持较大力度的逆回购操作，以匹配现金投放节奏，并在期限上进行衔接，后续随着春节临近，不排除央行会启用14天逆回购。

事实上，央行此前发布的流动性座谈会新闻稿已明确指出，对于短期季节性的现金投放需求，将按历年做法通过

银行间市场隔夜回购利率



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。随后流出的部分会议纪要显示，央行测算出春节前大概需投放1.6万亿左右的现金，并计划全部通过公开市场操作给予满足。以此测算，考虑7天逆回购到期因素（春节前还将到期1900亿元），春节前央行可能还将开展9000亿元左右的逆回购操作，平均到未来三次常规操作中，每次在3000亿元左右，当然，公开市场操作的灵活性，给予了央行很大的操作空间，实际操作力度可能视短期流动性余缺进行调整。

总之，因央行公开市场逆回购连续操作，春节前现金投放造成的短期流动性缺口将得到有效满足，而SLF机制的存在，将确保货币市场利率波动不超出走廊上限。目前看，春节前流动性已不大可能再次剧烈收缩，货币市场波动风险基本可控。

期债走势不稳 暂且静观其变

□本报记者 王辉

在周一遭遇大幅下挫后，周二国债期货市场小幅回升，5年及10年期国债期货主力合约双双小幅反弹。分析人士表示，周二央行再推巨量逆回购维稳，节前资金面形势出现明显改善。但随着宽松政策预期生变，目前现券买盘心态仍显犹豫，短期中期债市场料延续整理态势。

期债温和反弹

周二A股市场再度遭遇单日重挫，债券市场则未能出现避险行情。反映在期债市场上，虽然期债两品种主力合约早盘均一度出现大幅拉高，但收盘时仅录得小幅上涨。

■观点链接

华创证券：抄底时机尚未成熟

债券市场短期内调整仍将延续，抄底时机尚未成熟。一是资金波动尚未平复，1月上旬信贷过快对央行货币政策宽松空间形成制约；二是前期股市快速下跌，近期进入修正空间，对债券市场形成压力；三是长期品种收益率水平依然偏低。当然，债券利率市场并不会持续调整，不过一季度的底部已经形成，后期再超过前期低点的可能性不大。目前如果有配置需求可以先配置短期品种，等春节后收益率调整到位后再买入长期品种。另需考虑的是，由于前期市场交易户介入过多，包括基金和银行等广义的交易参与者，可能会加大市场波动。如果短期收益率上行过快，如10年期国债快速突破3%水平，也可以考虑适度参与。

海通证券：长债面临多重风险

当前央行货币政策宽松暂缓的意图明显，汇率也未完全稳定，流动性更加宽松的局面短期难以看到。而春节过后，一级市场供给给可能扩大，信贷投放超增也可能分流债市资金，对长债造成调整压力。防风险是今年债市的主基调，缩短久期、提高评级、手握“时间期权”，等待利率调整后的机会；等到美国加息冲击暂缓，人民币汇率企稳，货币宽松重新松动，才是债市的下一波机会。

国泰君安：牛市逻辑未变

整体来看，市场情绪较差，收益率出现明显调整。调整的原因从根本上来说是前期收益率的快速大幅下行使得做空情绪逐渐积累，收益率继续下行的动力有所减弱，而

归谨慎，收益率跌幅收窄。结合国债期、现货市场表现来看，短期内市场谨慎心态仍待消化。

高位震荡料将持续

在上周下半周以来利率债市场持续回调的背景下，市场机构对于未来一段时间债市走势的分歧也有所加大。

国泰君安表示，前期流动性紧张的主要原因在于机构行为，而货币政策仍然具备弹性甚至逆转的可能性，未来仍有可能出现降准窗口。在此背景下，该机构认为，市场对流动性的担忧是没有必要的，信贷放量也不会对债券市场带来挤出效应。整体而言债市短期有震荡调整风险，长期仍可继

央行流动性管理座谈会中透露出来的降准概率降低以及1月份信贷大幅增长的信息则成为空头情绪爆发的导火索。然而，央行虽然并未降准，但公开市场操作、MLF、SLO等手段也释放了较多的流动性，不是降准，胜似降准；与此同时，1月份信贷数据的大幅放量可能是“虚火上升”，并不具有持续性。整体上来说，牛市的长期逻辑并未发生变化，市场做空情绪爆发可能带来短期调整，但这正是好的上车机会。

申万宏源：节前持续调整概率大

债券市场在节前持续调整的概率大。周一银行间市场资金面紧张状况有所缓解，但受央行短期降准无望以及春节期间现金备付压力上升的影响，债市仍交投谨慎，盘中现券收益率和利率互换同步走升，国债收益率整体上行6-8BP，国开债收

续看多。海通证券最新观点则认为，当前央行货币宽松退位的意图明显，汇率也未完全稳定，流动性更加宽松的局面短期难以看到。春节过后，一级供给可能扩大，信贷投放超增也可能分流债市资金。从更长一段时间来看，长债调整压力不容乐观。

在期债的投资策略方面，方正中期认为，在央行维持流动性支持的背景下，短期债市抛盘可能有所缓解，但国债期货下跌压力仍存，多头需谨慎操作。银河期货则表示，从短期来看，期债下方可能仍有一定下行空间。在中长期牛市逻辑仍然成立，结合近期央行的表态和动作，期债2月份上半月预计将跌出较佳的多头入场点。

益率整体上行4-8BP，政策性银行（依发行和进出口行）金融债收益率除个别期限外整体上行5-9BP。农发行下午招标的四期债中标利率除1年期外，均与二级市场走势一致，较前一日市场价格偏高。预计本周央行仍会继续采用除降准之外的货币政策工具向市场投放流动性以填补资金缺口，而债券市场在节前持续调整的概率大。

上海证券：短期调整或将延续

虽然近期央行巨量“放水”，令资金面紧张情况有所缓和，但短期内资金需求仍旺，央行还需再接再厉。利率已降至低位，继续下行空间有限，因此预计在资金没有完全恢复宽松裕前，下行动力不足。债市长牛趋势不变，短期调整或将延续。（张勤峰 整理）

资金面稳步回暖

在央行逆回购操作继续加码的助力下，26日，银行间市场资金面继续向好，借入资金难度下降，主要期限回购利率波动不大。交易员表示，央行公开市场资金投放力度加大，投放期限延长，较好满足跨节流动性需求，料短期流动性将维持均衡宽松态势。

26日，货币市场流动性进一步趋缓，回购利率窄幅波动。早间公布的上海银行间同业拆放利率（Shibor）显示，短期限小幅走低，中长期则稳中略升，如隔夜Shibor跌1.2bp至1.997%，跨月的7天Shibor跌1.3bp至2.363%，跨春节的2周Shibor则涨5.7bp至2.90%。

人民币波澜不惊 离岸价突破遇阻

26日，人民币兑美元汇率总体延续横盘震荡走势，在岸即期汇率收盘价微跌3基点，离岸人民币早盘震荡下行，尝试向下突破，但遭遇狙击，后恢复至前收盘价附近盘整。市场人士指出，美联储议息及A股重挫，增添人民币汇率下行压力，但央行护盘态度明确，料人民币兑美元汇率短期难改震荡格局。

26日，境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设在6.5548元，上调9基点，连续三个交易日小幅调高，并低于前一日即期市场收盘价近250基点，隐含引导人民币市场价格上行的信号。

昨日人民币兑美元即期询价交易平稳开盘，日间交易几乎“一字”走平，截至16:30收报6.5797元，较前收盘价微跌3基点。进入“夜盘”时段，人民币波动加大，汇价快速跌至最低6.5855元，但随后反弹，来回

转债全面跑赢正股

26日，A股重挫，拖累转债，但前期主动调整，挤压估值泡沫后，转债表现出很强的抗跌性。市场人士指出，目前多数转债到期收益率“转正”，债性增强，安全边际提升，吸引力有所增强。

26日，A股市场出现破位下跌，上证综指跌6.42%，转债（含可交换债）正股跌幅普遍较深，有多只下跌超过9%甚至跌停。在此情况下，两市正常交易的转债无一幸免，但跌势相对较轻，全面跑赢正股。

具体看，昨日正常交易的转债共11支，其中电气转债、格力转债分别跌3.42%和3.05%，跌幅居第一、二位，另有15清控EB等5支转债跌幅超过1%，国贸转债等其余4支跌幅均不到1%。正

银行间质押式回购交易中，各期限利率稳中略涨。以存款类机构行情为例，昨日隔夜回购加权平均利率收报1.97%，上涨不到1bp；7天回购利率涨1bp至2.30%；14天利率涨4bp至2.96%；1个月品种涨2bp至3.34%。整体看，短期限回购利率基本持稳，14天及更长期限利率则出现小幅上涨。

据交易员称，在央行继续开展大额逆回购操作的支持下，昨日银行体系流动性继续改善，天以内资金借入难度大幅下降，尽管春节前集中取现造成的跨节流动性仍存不确定性，但料央行将保持跨节流动性支持力度，总体上问题不大。（张勤峰）

拉锯。香港市场上，离岸人民币总体不改震荡，但从盘面上看，离岸人民币走势仍有下行倾向，开盘后汇价持续走低，最低至6.6204元，下跌超过100基点，但15:10前后有多笔成交在6.6090元附近，将汇价带回前收盘价附近，此后成交价基本在前收盘价附近徘徊。截至17:00报6.6118元，跌21基点。两地人民币汇率价差保持在300点左右。

市场人士指出，美联储议息会议召开在即，美元升息悬念加剧外汇市场波动，而A股市场再现深幅下挫，打压风险偏好，均令人民币汇率蒙受压力。但近期人民币汇率明显受到“维稳”，离岸价多次向下突破均被修正，显示央行维持人民币汇率基本稳定的态度坚决。短期看，即期市场交投降温，运行方向不明，料人民币兑美元汇率保持盘整的可能性更大。（张勤峰）

国开债招投标不温不火

国开行26日招标的五期固息增发债中标收益率均低于二级市场水平，但招标倍数整体不高，表明在流动性尚不稳定、政策预期有变后，债券投资者心态偏谨慎。

国开行此次招标的五期金融债券，期限包括1年、3年、5年、7年和10年，均为固息债券。据市场人士透露，此次1年期债券中标收益率为2.3296%，全场投标倍数2.99；3年期中标收益率2.7386%，全场2.24倍；5年期中标收益率2.8969%，全场2.21倍；7年期中标收益率3.157%，全场3.57倍；10年期中标收益率3.0658%，全场2.5倍。

近期逾200亿债券取消发行

虽然央行及时“放水”，缓和了银行体系流动性紧张局势，但短期资金面动荡造成不利影响仍在债券市场上持续发酵。26日，又有至少4家企业发布公告取消债券发行。据不完全统计，自本月15日以来，被取消发行的债券规模至少已达231.5亿元。

26日，物产中拓、山西省经贸投资控股集团、嘉兴市城市投资发展集团、内蒙古能源发电投资集团等4家企业先后在上海清算所网站发布公告称，取消其短融/超短融/中票的发行，涉及中短期票据4支，计划发行总额28亿元。

据上海清算所挂网公告，本月15日以来已有19家企业债券发行计划搁浅，相关债券计划发行总额231.5亿元，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。春节前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）

降低收益预期 本金安全为先

挣扎多年，金砖等新兴市场国家大多陷入增长困境，全球经济增长处于数十年来最为黯淡的时期。

在当前国际货币体系下，美国是货币政策对外溢出效应最大的经济体和全球基础货币的最大提供方。自2013年美联储酝酿退出量化宽松时，全球美元流动性持续十余年的高增长就已逆转，美元进入一个边际紧缩的新周期。这对其他国家特别是全球货币体系外围的新兴市场国家而言，意味着一个紧缩的外部流动性环境。新兴市场国家在流动性泛滥时代高投资所形成的资产面临质量持续恶化的窘境。中国经济减速使全球经济增长动力更为匮乏，全球总需求不足而结构性产能过剩的矛盾更加严峻。

由于全球增长动力匮乏，多数国家堆积多年的结构性问题以及美元紧缩效应的持续发酵，很多过去经济运行中的复杂矛盾进一步浮出水面，中国经济也面临汇

率、利率等多重因素之间的艰难平衡，稳定且较高收益的投资机会稀缺，很多大类资产价格处于再平衡的过程中。市场对风险资产的信心比较脆弱，在某些敏感的时刻其实只需要一根“火柴”就可以点燃市场的避险情绪，导致那些阶段性高估的风险资产剧烈震荡。

目前，市场参与者的风险偏好很难持续回升，各类金融资产以阶段性机会为主、趋势性机会需要耐心等待。在经济基本面短期难有很大改观的情况下，市场风险情绪的低迷使得股票等风险资产在一段时间内很难走出大级别的反弹行情，相对确定的反弹机会需要结合国内和国际因素综合判定，需要耐心。高等级债券和黄金等避险资产则可能获得较多的支撑。受此影响，美国长期国债利率的上行压力有限，即使美联储继续加息也主要是影响短端收益率曲线，美债收益率曲线平坦化的趋势可能仍会延续。这

会在一定程度上减轻中美利差对我国利率债收益率的制约，也有利于离岸市场上的中国概念高评级债券。如果形势持续恶化乃至某些新兴市场出现影响力较大的危机，国际资金可能因避险需求继续撤出新兴市场资产，会对全球高收益债券市场等造成进一步的冲击。

今年国内债券市场所面临的环境也很复杂，稳定的高收益机会很有限。国内经济状况并不支持货币政策大幅收紧和利率大幅上行，避险情绪也会支撑高等级债券。但国内债券的风险收益比确实已吸引力不大，信用风险在加大，短期维持汇率稳定的目标也制约了货币政策再宽松和收益率水平下降，汇率维稳带来的资产通缩效应短期影响有限。面对这种情况，资产管理可能需要降低收益率预期，以本金安全为先，拓展策略的类型，控制策略的风险收益比，至少保证短期相对的确定性。

□中信资本 赵巍华