

# 非常时期非常做法 公开市场操作“天天见”

## 资金面安稳跨节几无忧

□本报记者 张勤峰

28日，央行继续开展以28天跨节品种为主的逆回购操作，全周公开市场操作净投放4400亿元，创下三年多新高。央行流动性供给充裕，保障了货币市场稳定运行，资金面供求均衡偏松，货币市场利率波动较小。

同时，央行28日公告，将在春节前后临时增加公开市场操作场次，增加公开市场操作和SLO质押品，并扩大SLO参与机构范围。

市场人士指出，央行维护流动性合理充裕的态度明确，春节前资金最紧张期已过，而公开市场操作临时增加操作场次、扩大操作对象和质押品范围，也为央行在春节前后提供流动性、平滑到期回笼提供了更大的操作空间，有助于保持春节前后流动性平稳过渡。目前来看，春节前后流动性已不大可能再出现显著趋紧及大幅波动的情景。

### 公开市场操作依然给力

28日，在常规公开市场操作窗口，央行表现出近期一贯的慷慨。据公告披露，央行昨日开展了3400亿元逆回购操作，包括800亿元7天期逆回购和2600亿元28天期逆回购，中标利率分别为2.25%和2.60%，利率均未做调整。

与前次操作相比，央行维持了7天期逆回购交易规模，但小幅调低了28天期逆回购交易量。本周二（26日），央行公开市场开展了4400亿元逆回购操作，包括800亿元7天期逆回购和3600亿元28天期逆回购，单次操作规模创下2013年2月以后的近三年新高。虽然28天期逆回购交易量略有调减，但在操作组合中仍占据绝对多数，体现了央行着力提供跨春节流动性支持、应对机构现金投放压力的策略。

据统计，本周有1900亿元7天逆回购到期，并有1500亿元6天期SLO到期，央行新开展逆回购操作共计7800亿元，如果不再额外开展操作，则全周央行公开市场操作将实现净注资4400亿元，仅次于2013年春节前一周的净投放6620亿元，为近三年新高。

另外，如果央行不再额外开展操作，则1月份公开市场操作也已收尾。从全月来看，央行通过逆回购操作、SLO操作，累计投放资金19800亿元，净投放11350亿元，无论是投放规模还是净投放规模，均创了历史新高。

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	央行分批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。
1月28日	央行开展3400亿元逆回购操作，其中7天期800亿元，28天期2600亿元，利率不变。

### 本周操作或许没完

种种迹象表明，“如果央行不再额外开展操作”可能是个伪命题，本周五（29日）央行可能“破天荒”地继续开展公开市场操作，因此本周以及1月份央行公开市场资金投放规模仍可能继续增加。

央行28日下午发布公告称，将增加春节前后公开市场操作场次，从1月29日起至2月19日，除周二、周四常规操作外，其他工作日均正常开展公开市场操作；从1月29日起，将政府支持机构债券和商业银行债券纳入公开市场操作和SLO质押品范围；从1月29日起，扩大SLO参与机构范围，增加邮储银行、平安银行、广发银行、北京银行、上海银行、江苏银行和恒丰银行为SLO交易商。

有交易员反映，央行28日就7天和28天逆回购、14天和28天正回购以及91天央票进行了询量，这在历史上还是第一次，以往央行公开市场询量均安排在常规操作的前一天进行，即每周一、周三对次日操作进行询量。这表明，如果有需求的话，29日央行可以继续通过公开市场操作提供流动性支持。

值得一提的是，此前央行已经创设了SLO，以方便在常规公开市场操作的间歇期银行体系流动性出现临时性波动时，相机提供流动性支持。对此，有交易员表示，SLO属于超短期工具，以7天期以内短期回购为主，与公开的逆回购（现有限期为7天、14天、28天）有差距，此外，SLO操作对象为公开市场业务一级交易商中具有系统重要性、资产状况良好、政策传导能力强的部分金融机构，此前主要是国有大行，此次增加了部分股份行，因此参与机构范围并不如常规公

开市场操作广泛。面对春节前，跨节流动性需求系统性上升的情况，SLO的局限性决定了其仍将主要作为公开市场常规操作的补充。

有交易员指出，央行通过增加公开市场操作场次，可以保证春节前后流动性投放的连续性。同时，提高操作频率后，央行可根据春节前后现金投放节奏，对单次操作的规模和期限等作出更合理的安排，避免单次大额投放、节后集中到期对流动性造成不利的影响，有助于保持春节前后流动性平稳过渡。

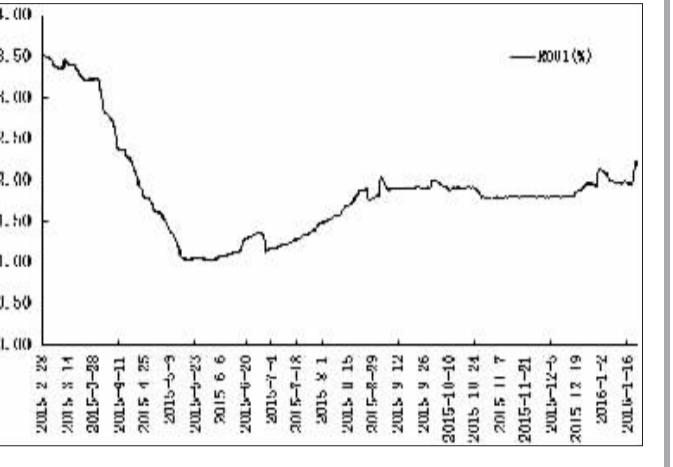
而市场人士指出，将政府支持机构债券和商业银行债券纳入公开市场操作和SLO质押品范围，进一步扩充了央行通过公开市场操作渠道投放流动性的空间，而扩围SLO参与机构，则使得SLO操作更趋普惠，总体来看，这些调整，增强了央行通过公开市场操作和SLO操作应对短期流动性波动的能力。考虑到2月19日后，流动中现金将开始回流银行体系，因此公开市场操作能够覆盖春节前后可能发生流动性紧张的主要时段。照此形势判断，春节前后流动性已不大可能再出现显著趋紧及大幅波动的情景。

### 操作给力 资金面均衡偏松

在央行大力度资金投放作用下，上周后半周以来流动性逐渐趋缓，资金面供给恢复均衡态势。28日，银行间货币市场运行平稳，主要回购利率窄幅波动。质押式回购方面，昨日隔夜回购利率加权值微跌1bp至2.01%，7天利率小涨5bp至2.52%，14天利率持稳在2.97%，21天利率持稳在3.52%，1个月品种则回落7bp至3.43%。

交易员称，虽然时值节前现金投放

### 银行间市场隔夜回购利率



高峰，机构跨节资金需求仍旺，但央行公开市场流动性供给充足，保证资金供需仍基本均衡。

从近期一系列货币政策操作来看，央行显然更加倚重通过公开市场操作来调节短期流动性余缺。今年春节前央行公开市场操作投放规模增长显著。据统计，2013年1月央行公开市场操作净回笼3000亿元，2014年1月净投放4500亿元，2015年1月仅净投放1050亿元，投放规模均大幅度低于今年。

据分析，部分原因是今年春节前现金需求较大，据相关方面测算，今年春节前现金投放规模可能达到1.6万亿元左右，但与此同时，在银行系统超储率不高而短期流动性需求较大的情况下，央行公开市场操作还部分承担了替代降准的重任。

央行外汇占款持续下降，叠加春节前取现需求、企业缴税、存准补缴等多种因素，是近期银行体系流动性突然收紧的主要原因，通过降准一次性释放长效流动性，既可对冲占款减少，亦可平抑短期流动性波动，因此，此前市场对降准预期高涨。不过，央行回避了降准的作法，而是选择搭配使用多种货币政策工具来“各个击破”，具体是通过公开市场操作提供短期跨节流动性支持，同时通过MLF、PSL等工具增加中期流动性供给，对冲外汇占款减少。据央行解释，降准政策信号过强，可能影响人民币汇率稳定。机构认为，稳定汇率的任务牵制了货币政策宽松力度，央行可能更倾向于运用短期化和结构性工具弥补流动性缺口。

尽管汇率市场波动，促使央行对货币政策操作手法做出调整，但央行保持流动性合理充裕的态度依然相当明确。

□本报记者 王辉

周四，国债期货市场维持横盘震荡格局，5年及10年期主力合约双双小幅走高。分析人士表示，货币宽松预期修正的影响还需消化，但随着央行持续给予流动性支持，市场对资金面的担忧也明显减轻，在此背景下国债期货短期内可能继续保持区间震荡运行态势。

### 期债小幅反弹

周四A股市场在经过此前连续两个交易日的下杀之后，再度出现大幅下挫，债券市场相对表现稳定。周四，国债期货早盘冲高略作休整后，即转入温和爬升，收盘时两品种主力合约均录得小幅上涨。

### 转债低位反弹 配置还需等待

□本报记者 王辉

尽管周四A股仍疲弱不堪，但交易所可转债市场（含可交换债）在前期估值泡沫大幅释放之后，逆势小幅走高，延续了上周下半周以来的低位反弹态势。

周四中证转债指数早盘微幅低开，全天多数交易时间呈现温和盘升走势。临近尾盘时，受沪深股市再度急跌拖累，全天涨幅收窄。截至收盘，中证转债指数报284.44点，较前一交易日上涨1.74点或0.62%，录得日线两连阳。个券方面，周四可转债呈现普涨格局，但涨幅均有限。两市交易中的11只转债中有9只上涨、2只下跌。其中涨幅最高的15国盛BE涨1.32%，跌幅第一的14宝钢EB跌1.28%。截至28日收盘时，两市转债转股溢价率分布为22.79%至125.17%不等，多数集中在60%至90%区间；纯债溢价率则在4.87%至27.71%之间。

海通证券认为，经过上周的下跌之后，转债各品种价格普遍均已降至120元以下，债底支撑以及二级市场配置价值已开始逐渐显现。在个券的挑选方面，债底保护较足且到期收益率为正，以及正股基本面较好的个券，后期建议可予以重点关注。不过，由于目前各品种纯债溢价率大都在10%以上，长期最佳配置机会可能还需进一步等待。

### 一手抓紧高评级 一手挑选高收益

□安信证券 程昊

信用债收益率在经历了过去两年波澜壮阔的下行之后，AA以上评级的信用利差目前已经处于历史最低点或最低区间，债券收益率与理财利率倒挂也持续已久。伴随着信用利差、信用债套息空间以及期限利差的收窄，采取“高评级、中低杠杆和久期”+“高收益债”的组合策略可能更为稳妥。

信用利差的未来走势无非是继续走低或者重新走扩。从去年年中股市大跌之后信用债收益率的迅速下行就可以推断，这一波信用债上涨并非源于风险偏好提升，而是更多是由资金面推动的，由于权益和类固收资产回报率不及预期导致债券这种“相对合意”资产重获追捧。如果这种极低的信用利差能够维持，必然需要资金总量充裕、资金利率较低并且平稳，这又有赖于央行继续放水或者有新市场参与主体介入。

然而，对今年资金面可能不能太乐观，信用利差变动将回归“信用”层面。从过去十几次利差周期来看，我国信用利差有着相对明显的资金杠杆驱

动特征。今年以来，汇率等因素使得央行继续“大水漫灌”并且回购利率大幅走低概率较小，边际上资金面并不能释放更多利好。从信用层面看，历史上，我国2008年下半年、2011年四季度都发生了高低评级走势分化的情况，2008年的背景是次贷危机爆发，加上2007年之后的持续紧缩政策，导致经济动能衰减，市场对于企业经营风险的担忧使得中低评级债券受影响，利差走低。目前中国企业面临债务率较高、产能过剩造成的盈利下降等困境，局部信用事件频频发生，加重了市场对信用风险的担忧。AA-级债券的信用利差目前仍比2014年中的水平高，可见“11超日债”等违约事件对低评级债券的冲击。

在利率市场化的背景下，信用风险值得关注。打破刚兑是利率市场化的必要条件，政府会在坚持底线思维，防范化解金融风险的同时，引导市场有效出清，让违约常态化。面对上一波资产收益下行，市场是通过信用下沉来达到高收益要求，但若信用事件频繁爆发，可能会导致理财等产品投资者对于风险的重新认识。

具体到期债的投资策略上，广发期货认为，近期市场做多意愿不足，节前国债预计仍然维持震荡走势，操作上建议维持前期配置性多头。银河期货周四则强调了该机构早前的研判观点，即虽然债券市场中长期牛市逻辑仍然成立，但继续建议投资者在2月上半月之前仅保留少量多单持仓，等待债市品种跌出更好的多头入场点位。

具体到期债的投资策略上，广发期货认为，近期市场做多意愿不足，节前国债预计仍然维持震荡走势，操作上建议维持前期配置性多头。银河期货周四则强调了该机构早前的研判观点，即虽然债券市场中长期牛市逻辑仍然成立，但继续建议投资者在2月上半月之前仅保留少量多单持仓，等待债市品种跌出更好的多头入场点位。

### 人民币对美元温和走高

28日，人民币对美元温和走高，总体不改近期的盘整态势。市场人士指出，在全球经济忧虑深重、金融市场波动加大的环境下，市场预期美联储二次加息的时点将继续后延，美元短期料难改盘整格局，再考虑到人民银行突出强调维稳人民币汇率基本稳定，近期人民币汇率不大可能再出现大幅波动行情。

28日隔夜，美联储1月份议息会议落下帷幕。不出所料，美联储选择按兵不动，并称将密切关注全球经济和金融市场变动，预计未来仍将缓慢加息。尽管美联储并未排除3月份加息的可能性，但进入2016年以来全球金融市场的动荡，已动摇了市场对美联储加息的信心。期货市场显示市场加息预期后推，预测美联储最早加息时间从6月后延到7-9月，加息次数也由2次减少到了1次。近期美元走势震荡偏弱，相应减轻非美货币贬值压力。

28日，人民币兑美元汇率中间价于6.5528元，较前一日上调5基点，连续五个交易日小幅调高。市场价格方面，当日在

岸人民币兑美元即期汇率走势与前一日几乎如出一辙。在28日15:00之前，在岸人民币兑美元即期汇率一直在收盘价附近窄幅震荡，15:00后汇价快速冲高，最高涨至6.5740元后折返，重归震荡走势，16:30收盘价报6.5755元，涨25基点，进入“夜盘”后汇价波动再度收窄，总体不改震荡格局。

香港离岸市场上，昨日人民币继续小幅走高，表现较前几日略强。截至18:30，离岸人民币兑美元报6.6160元，涨20基点，期间最高至6.6092元，前收盘价为6.6180元。目前两地人民币汇率价差在350基点左右。

市场人士指出，美联储升息预期降温以及中间价连续上调，推动人民币汇率市场价格小幅上行。近期汇率市场预期趋于稳定，春节前交投降温，汇率走势的市场基础更加稳固。同时，经济复苏进程恐限制美元升息进程，美元震荡也减轻人民币对美元贬值压力。短期内，人民币兑美元汇率有望延续平稳运行格局。（张勤峰）

### 三期增发国开债需求不旺

数4.49，边际倍数1.92。

此次国开行三期债中标收益率全部高于二级市场。27日，中债到期收益率曲线显示，1年、5年、20年期国开债收益率分别为2.4548%、3.0193%、3.8247%。此外，两期浮息债券认购倍数均不足2倍，显示机构

参与热情不高。

市场人士指出，春节前降准难产迫使机构修正货币政策预期，市场机构认为，虽然央行将通过多种操作保持流动性充裕，但这些工具具有期限有成本，在不主动下调利率的情况下，货币市场利率下行的空间也需重新审视。加上外汇市场不确定性犹存，机构倾向多看少动，等待更好买点。（张勤峰）

### 国开行下周增发五期金融债

国家开发银行28日下午招标的1年期、5年期Shibor浮息债及20年期固息债券，中标收益率全部高于二级市场。27日，中债到期收益率曲线显示，1年、5年、20年期国开债收益率分别为2.4548%、3.0193%、3.8247%。此外，两期浮息债券认购倍数均不足2倍，显示机构

参与热情不高。

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，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、60亿元、60亿元、40亿元，票面利率分别为3.74%、3.46%、3.99%、2.98%、2.29%。（张勤峰）

### 财政部今日发100亿贴现国债

公告显示，财政部定于1月29日招标发行2016年第五期记账式贴现国债。分析人士认为，在央行大额流动性支持下，短期流动性紧张趋于平缓，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标。具体安排上，1月29日招标，2月1日开始计息，招标结束至2月1日

进行分销，2月3日起上市交易。

本期国债于2016年5月2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