

政策预期回暖 资金面平稳无忧

□本报记者 王姣

伴随着节后逆回购到期高峰正式结束，本周央行延续低量逆回购的操作模式，市场资金面持续宽松，货币市场利率有所下行。

市场人士指出，降准后货币政策乐观预期重新抬头，而近期市场资金需求端压力不大，加之现金回流效果显现、逆回购到期冲击退潮、资本外流压力趋缓等，均对银行体系流动性形成支撑。短期来看，流动性或有小幅改善空间，但资金利率进一步下行仍待央行主动引导。中长期来看，政府工作报告中对货币政策的表述由去年的“松紧适度”变为“灵活适度”，表明资金面适度宽松意图未变，预计今年央行货币政策操作仍将以灵活对冲为主，针对流动性的变化进行预调微调，后续资金面将大概率维持平稳。

逆回购低量滚动操作

自2月底宣布降准之后，央行连续两日暂停公开市场操作，之后几日逆回购进入低量操作期。3月10日，央行公开市场开展200亿元7天期逆回购操作，中标利率维持2.25%不变；考虑到当日有400亿元逆回购到期，单日净回笼200亿元。

自3月8日起，春节后的逆回购到期高峰正式结束，3月剩余时间到期逆回购不到2000亿元。逆回购到期扰动消除后，近期市场流动性明显改善。

3月10日，资金面延续宽松态势，全天流动性保持充裕，货币市场回购利率小幅上行。昨日隔夜回购加权平均利率持稳于1.98%，7天期小盘2.04个基点至2.36%，14天期持稳于2.53%，1个月加权平均利率上涨4.44BP至2.69%。昨日Shibor维持整体小幅下行走势，隔夜Shibor报1.9470%，下跌0.30个基点；7天Shibor报2.28%，下跌1.2个基点；3个月Shibor报2.8040%，下跌0.30个基点，再度刷新五年多低位。

市场人士指出，近期央行通过对流

■观点链接

中信证券： 货币政策将更加稳健

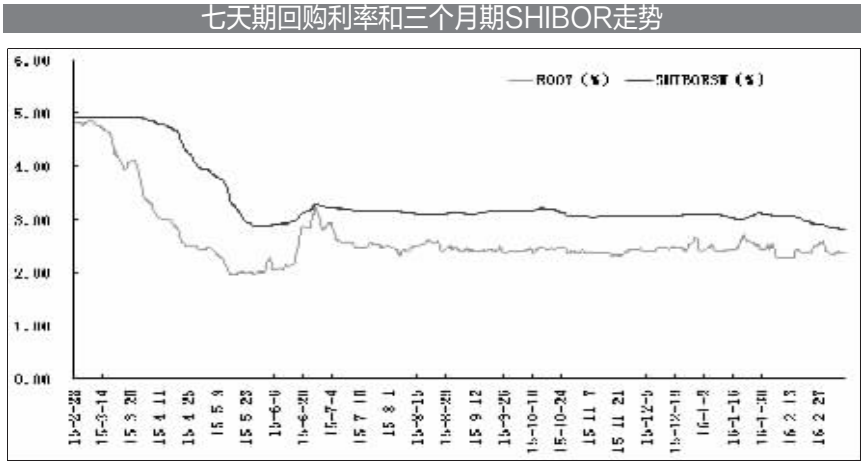
其一，M2增速目标不是一个一定要实现的目标，而是一个视经济目标而灵活变动的目标值。其二，宽货币与宽信贷是两回事。在数量型宽松上，宽货币将与宽信贷亦步亦趋，在价格型宽松上，则相对空间较小；其三，从金融风险考虑，今年由于通胀压力存在，而美国继续加息仍是大概率事件，中国央行出于汇率风险和资本市场风险两方面的考虑，都不太可能采取太过度宽松的货币政策。当前楼市的火热行情如果持续，则带来经济过热和转型失败的风险也会让央行持续警惕，从而使得当前继续加码宽松的可能性不大。

上海证券： 央行将维持中性货币政策

央行将基于货币与经济“中性”的关系维持中性的货币政策。在资本外流的压力和趋势下，发挥存款准备金的“池子”功能，对冲“外汇储备减少给我国基础货币调节带来的影响将是未来货币政策的主要工作。降准”只是维护货币增长平稳的“冲销”手段，过去、现在、将来会持续出台的“降准”行为，只是一种应对资本外流等基础货币变动的“对冲”手段而已。在储备率偏高情况下，为防止货币增长过快收缩，持续“对冲”式的操作将是最佳政策选择。

华创证券： 今年仍有逾4次降准空间

预计2016年仍有4次以上 ②00bp以



动性收短放长，达到保持长期流动性平稳运行，同时又不至于使得短期流动性过度泛滥的目的。“短期投放过多货币会导致流动性泛滥的状况，央行对此并不乐见，因此进行锁短压长的操作意图明显，预计在价格上央行也将遵循这一原则，短期逆回购利率调整的可能性仍然不大。”中信证券分析师表示。

短期流动性无忧

央行降准后，货币政策乐观情绪重新抬头，加之现金回流效果显现、人民币汇率企稳、资本外流压力趋缓、逆回购到期冲击退潮等，银行间市场流动性持续充裕。市场

人士指出，结合近期资本流动迹象、财政存款变化规律来看，短期内流动性基本无忧，资金面有望稳中向好。

据业内人士透露，春节前，降准预期屡次落空，市场担忧汇率、资产比较、信贷放量等约束，央行政策可能转为中性，对政策放松倾向感到谨慎，此次降准向市场传达了明确且坚定的宽松信号，政策目标重回稳增长，明确了宽松货币立场。

降准对冲了大额逆回购到期的冲击，且令前期相对谨慎的货币政策预期有所改观。而近期市场资金需求端压力

不大，加之春节后现金回流、3月财政存款投放、资本外流放缓等因素，均对市场资金面形成支撑。

短期来看，市场人士认为，在央行平滑流动性波动的工具箱不断完备、利率走廊调控机制逐渐完善的大环境下，短期流动性基本无忧。预计央行将继续通过公开市场、SLO、SLF以及MLF等工具向市场投放流动性以保持资金面的宽松局面。

华泰证券指出，央行有足够的流动性工具来补上短期流动性缺口，未来短端利率中枢有望保持稳定。但是长期流动性仍需降准补充，在资本外流、美联储加息大周期和实体被动加杠杆下，长端利率向上概率大于向下判断不变。

中信建投证券进一步表示，整体而言，近期资金面可能仍然缺乏惊喜，继续维持不温不火的状态。而资金利率向下突破可能还是需要等待降息（逆回购利率下调或存贷款利率下调）的指引。

适度宽松格局将延续

综合2016年政府工作报告对货币政策的表述，以及近期央行在货币市场上的操作来看，业内人士认为，在“稳增长”压力下，资金面适度宽松意图未变，预计今年央行货币政策操作仍将以灵活

上)降准空间。1季度经济下行风险较大，尤其金融业对GDP拉动作用将下降0.5个百分点左右，政策仍需保持积极宽松，此外叠加大额外流（2015年下降2万亿元，2016年预计1.5万亿元）、国债和地方债大规模发行（预计2016年总量近7万亿元），基础货币缺口仍然很大，降准仍不可替代，央行2016年的降准周期刚启动，未来降准、PSL、MLF等仍有大幅放松空间，货币宽松趋势延续，Carry+leverage投资策略仍有稳定收益。

中信建投证券： 降准必要性从未改变

人民币贬值压力较长时间内不会消退，资金外流也将持续。央行即便运用MLF、PSL等途径投放的基础货

币，前者期限较短且成本较高不利于资金利率走低，后者受制挂钩项目不利于短期有效投放资金。所以降准提高货币乘数增大货币供给是央行必然选择。

中泰证券则认为，2016年货币政策实质上是稳健偏宽松的。“2016年外汇占款继续下降可能性大，基础货币继续下行，而宽财政下赤字率提高，为应对地方债和国债发行，央行通过降准提高派生能力来补充流动性可能性较大。虽然逆回购、SLF、MLF等可以补充短期流动性，然而存量债券市场的扩大仍需长期资金来消化，因此2016年降准仍是大概率事件。”

国金证券则倾向于认为，货币政策在2016年的整体环境是边际收紧的。原因在于：第一，汇率约束依然存在，并且随着欧美货币政策的一步分化，人民币贬值压力趋升。第二，货币刺激边际效率递减。第三，推进供给侧改革，并不能依赖货币刺激。

从流动性来看，中信证券指出，由于央行锁短压长的操作意图，未来的货币政策工具配合或以间歇性降准+短期流动性抚平的操作来维持流动性中性偏宽松。这种MLF+对冲性降准+逆回购叠加的操作方式下，流动性碎片化和周期化的特征依然明显，基于此，投资者对流动性的压力仍然不能完全掉以轻心，流动性仍然是贯穿今年全年的一个影响资本市场的核心问题。

虽然从整体上分析，在供给侧改革和稳增长推动经济逐步企稳之前，仍有必要维持实际融资成本在低位，然而利率变动的节奏大概率取决于由财政和货币政策的释放力度和节奏，同时债务的供给也对利率和货币政策存在一定的压力。我们认为后期大规模流动性投放仍有可能，货币政策配合财政适度，中短期内长端利率在2.7%-3.0%之间波动的可能性大。（王姣 整理）

暂时现象。考虑到前期曲线的陡峭透支了太多的经济乐观预期、收益率保护度已较为充足，债牛的多头将重新归来。上海证券最新观点则认为，虽然近几个交易日债市避险价值再度显现，收益率也打破了多日盘局而出现向下突破，但仍不可过分乐观。随着债券供给的加大，在需求不足的情况下，一级市场的弱势可能会传导至二级市场。此外，兴业证券也认为，目前债市的上涨更多属于交易性机会，进一步扬升的空间不会很大。未来真正趋势性的机会仍然来自于经济基本面的超预期下降，或者地产、股市、信用风险等层面的动荡。

至于国债期货市场，南华期货认为，现阶段综合数据显示宏观经济整体依旧较为疲弱，央行继续降准降息、合理引导利率下行仍有必要。在此背景下，短期内国债期货市场预计仍将以区间整理为主。建议投资者可依托前期技术平台逢低做多、高位减仓。国投安信期货也认为，投资者近期仍可考虑轻仓逢低试多。不过考虑到市场情绪易反复，加上近期大宗商品价格波动放大累及债市，仍应注意控制入场点和仓位，不宜过度追涨。

中泰证券： 大规模流动性投放仍有可能

虽然从整体上分析，在供给侧改革和稳增长推动经济逐步企稳之前，仍有必要维持实际融资成本在低位，然而利率变动的节奏大概率取决于由财政和货币政策的释放力度和节奏，同时债务的供给也对利率和货币政策存在一定的压力。我们认为后期大规模流动性投放仍有可能，货币政策配合财政适度，中短期内长端利率在2.7%-3.0%之间波动的可能性大。（王姣 整理）

期债三连阳 做多情绪复燃

□本报记者 王辉

受货币放松预期增强、流动性持续宽裕等因素推动，10日国债期货市场继续小幅上涨，5年及10年期主力合约双双录得日线三连阳。经过一段时间的调整后，市场上看多债券的声音重新增多，但分歧依然存在，机构建议国债期货投资者近期仍可考虑轻仓逢低试多，但仍应注意控制入场点和仓位，不宜过度追涨。

期债三连涨

10日，A股市场延续了近期的低迷表现，大宗商品市场在前期暴涨与急跌之后也转入震荡，而债券市场与国债期货市场则延续了此前两个交易日的上涨势头。

主力合约方面，昨日10年期国债期货主力合约T1606收盘报99.42元，涨0.295元或0.30%；成交28185手较前一交易日放量超两成，持仓则小幅增加436手至35388手。5年期国债期货主力合约TF1606收盘报100.57元，涨0.135元或0.13%，成交变化不大，持仓则增加599手至29915手。

交易员表示，10日市场上出现了有

关公开市场逆回购利率可能下调的预期，虽然随后被证伪但放松预期仍然存在。与此同时，尽管国家统计局当日公布的2月CPI同比上涨2.3%，涨幅创2014年7月以来新高，但机构主流观点认为本次物价的同比走升并没有持续性，二季度CPI同比增速可能再度走低。在此背景下，现券交投情绪继续回暖。

现券方面，昨日银行间市场上，剩余期限为9.61年的15附息国债02最新收益率报2.8845%，较前一交易日下行2.55个基点；剩余期限为5.32年的14国债13最新收益率较前一交易日下行1.68个基点，报2.6741%。

市场分歧依旧明显

过去三个交易日，债市交投升温，利率重新向下，冷静了一段时间的做多情绪复燃，但市场机构对于债券后市表现仍然有较大分歧。

国信证券最新报告指出，2016年开年以来汇率市场波动在一定程度上制约了中国利率政策的运用空间，也造成了市场对于货币政策的后续松动空间产生了疑虑。但目前来看，这一扰动仍然只是

人民币汇率料继续持稳

6.5127元，较前一交易日下调21个基点，为连续两日下调。中间价公布后，离岸人民币兑美元一度快速下跌，此后企稳并窄幅震荡；在岸人民币兑美元日内总体表现平稳。截至3月10日北京时间16:30，人民币兑美元收报6.5159元，较前一交易日涨9个基点；离岸人民币兑美元盘中下跌39个基点报6.5172元，两地价差仅12基点。广证恒生在最新研报中表示，本月

长债需求回暖 两长限国开债旺销

国家开发银行10日招标的10年期和20年期增发债券中标收益率双双低于二级市场利率，并获得较高的认购倍数，显示在流动性持续宽裕而风险偏好回落背景下，机构对于长债的投资热情已有所回升。

国开行昨日增发的债券期限包括10年和20年，均为固息债券。据市场人士透露，此次10年期国开债中标收益率为3.1431%，全场倍数3.64；20年期国开债中标收益率为3.9710%，全场倍数8.33。两期债券发行利率双双低于二级市场

中标利率低 投标倍数高 增发口行债获机构热捧

10日，中国进出口银行招标的3支固息增发债中标收益率均低于二级市场，且全部获得3倍以上认购，显示在经过前段时间埋伏后，利率债投资需求正重新释放。

进出口行昨日增发的3支债券期限包括3年、5年、10年，均为固息债券。据市场人士透露，此次3年期债券中标收益率为2.7590%，投标倍数3.61；5年期债券中标收益率为3.0642%，投标倍数4.116；10年期债券中标收益率3.4007%，投标倍数4.34。

3月9日的中债到期收益率

场估值水平，且认购倍数较高，机构踊跃参与，需求旺盛。

据中债到期收益率曲线显示，3月9日，银行间市场上待偿期为10年和20年期的固息国开债收益率分别报3.22%、4.02%。

10日，现券市场亦维持涨势，10年期国开债成交利率下行逾4BP至3.17%左右。

市场人士表示，在资金面稳步向好而风险资产下跌打压风险偏好的背景下，近期债券一二级市场行行情纷纷回暖，中长期债券的投资需求明显改善。（张勤峰）

3年品种受青睐

曲线，待偿期为3年、5年、10年的非国开政策性金融债收益率分别报2.81%、3.16%、3.45%。

整体看，3年、5年口行债定价延续了近段时间短债一级利率低于二级的特征，而10年品种低出二级市场5BP左右，并获得超过4倍认购，则显示出长债投资需求在经过前段时间低迷后亦有所恢复。

市场人士表示，降准后政策预期改善、流动性稳步趋暖，为利率下行创造宽松的市场环境，而前期短端利率持续下行，也为长债利率重新向下打开空间。（张勤峰）

两地招标地方债

浙江省、山东省10日分别招标发行了该省2016年第一批地方政府债券，各期债券招标结果基本符合预期。

浙江省昨日招标了该省2016年第一至四期一般债券，分别为3年、5年、7年和10年固息品种。山东省则招标了该省2016年第一至四期一般债券和2016年第一至四期专项债券，其中一般债券和专项债券也均包括3年、5年、7年和10年四个固息品种。

招标结果显示，本次浙江省4期一般债中标利率分别为2.57%、2.79%、3.07%和3.21%；山东4期一般债中标利率依次为2.60%、2.79%、3.09%和3.11%，4期专项债中标利率分

别为2.59%、2.79%、3.09%和3.11%。根据招标前发布的公告，当日3年、5年、7年和10年地方债投标利率区间依次为2.51%至2.89%、2.64%至3.04%、2.90%至3.33%和2.91%至3.35%。

此次浙江、山东招标的各期地方债中，3年期品种均接近投标下限，其余品种则高出下限15-20bp不等，而浙江一般债中标利率略低于同期限山东一般债或专项债。整体看，招标结果基本符合预期。

据WIND数据统计，截至3月10日，今年以来累计已发行37只地方债，发行面值总额达2980.51亿元。（王辉）

财政部11日招标100亿国债

财政部10日公告称，定于3月11日招标发行100亿元记账式贴现国债，期限91天。市场人士指出，目前资金面宽松利好短期债券，且市场还存在投标压力和降久期需求，预计本次国债招标结果大概率向好。

公告显示，本期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，2016年3月11日招标，3月14日开始计息，招标结束至3月14日进行分销，3月16日起上市交易。竞争性招标时间为2016年3月11日上午10:35至11:35。

招标方式上，本期国债采用混合式招标方式，标为价格。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）

国开行15日增发四期金融债

国家开发银行10日发布公告称，将于3月15日通过中国人民银行债券发行系统增发发行四期固息金融债，总额不超过320亿元，期限包括1年、3年、5年、7年。

上述四期债券包括国开行2016年第6期、第7期、第8期、第9期金融债的增发债，均采用固定利率形式，期限分别为5年、7年、3年、1年，本次发行规模上限分别为70亿元、60亿元、70亿元、60亿元。本次发行招标日均为3月15日，缴款日均为3月17日，上市日均为3月21日，上市

后将同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，投标人可在一定数量标位内进行不连续投标，各品种标位区间设置在发行前公布。各期债券均不设立基本承销额。此次1年期、3年期、5年期债券招标时间为3月15日上午9:30-10:30；7年期债券招标时间为3月15日上午9:30-11:20。此次1年期债券无承销费，3年、5年、7年期债券承销费分别为面值的0.05%、0.10%、0.10%；各品种均无兑付手续费。（张勤峰）

厦门国际银行 15日发70亿二级资本债

厦门国际银行10日公告称，将于3月15日公开发行该行2016年二级资本债券。

本期二级资本债为“5+5”年期品种，在第5年末附有前提条件的发行人赎回权，同时附有次级条款和减记条款，计划发行规模不超过70亿元；将采用固定利率形式，不含利率跳升机制及其他赎回激励，票面利率不与发行人自身评级挂钩，也不随评级变化而调整。

本期债券将由主承销商组织承销团，通过簿记建档集中配

售的方式在银行间债券市场公开发行。时程安排上，3月15日为簿记建档日，3月15日至17日发行，3月17日缴款并起息。根据联合资信综合评定，发行人主体信用等级为AA+，本期债券信用等级为AA。

据统计，年初以来，银行间债券市场共发行的商业银行二级资本债券12支，发行规模241.5亿元，经历了去年底的供给小高潮后，近段时间商业银行二级资本债券发行节奏一直比较平稳。（张勤峰）