

■债市乍暖还寒系列报道(四)

流动性无恙但难有惊喜

□本报记者 张勤峰

弱经济与低通胀的基本面,奠定了这一轮已经持续超过两年的史上最长的债券牛市行情的基石,但要说这一轮是流动性“造牛”其实也不为过。债市过去两年大级别上涨的背后,几乎都有政策放松或者流动性改善在扮演推手,流动性状况及其预期对于债券市场走势非常重要的,在目前机构普遍采取加杠杆操作的情况下,流动性的更重要性更是毋庸置疑。

值得注意的是,去年底以来,资金面再现短期紧张,资金利率波动加大,流动性稳定性有所下降,同时,短端货币市场利率下行乏力,逐渐成为债市收益率继续向下的羁绊。市场对于货币政策及流动性的预期也出现了微妙变化。

市场人士指出,在经济企稳势头不明显,下行压力仍然较大,通胀绝对水平不高的情况下,货币当局仍以维持相对宽松的货币条件,流动性总体仍将保持适度充裕,阶段性大幅波动不具持续性,但汇率波动对于货币政策的约束犹存,当前经济边际回暖及通胀再起的预期可能进一步挤压货币宽松的空间,央行继续下调短端市场利率的动力不足。在一段时间内,预计流动性将难以给债券市场提供“惊喜”。

季末又见钱紧

进入3月最后一周,货币市场再次出现了资金拆借不易的状况,短期流动性偏紧,各类货币市场利率走高。3月31日,银行间质押式回购交易中(存款类机构行情),隔夜回购(DR001)利率最高成交到了5%,逼平1月中旬曾创出的高点,甚至超过了春节前后的水平;交易所市场上,上交所隔夜回购(GC001)利率盘中飙高至12.635%,创2月4日以来新高。深交所隔夜回购(R-001)利率最高涨升至12%,亦为2月4日以来最高,其余如2天期、7天期回购利率也有较大幅度上涨。

■观点链接

民生证券: 跨季后将恢复宽松

导致短期流动性偏紧的主要原因包括:一是MPA首秀,将广义信贷纳入评估体系,广义信贷包括有价证券投资和回购,以M2增速作为参考标准,在规模控制下,银行压缩资金拆出业务,而此前投资者普遍通过回购加杠杆做债,对流动性需求依赖较强。二是信贷扩张速度较快,3月信贷较2月扩张明显,一季度专项建设基金项目配套信贷在3月集中释放,信贷扩张推升金融杠杆并推升法定存款准备金上缴量,加剧资金面紧张状况。三是外汇占款持续流出,超储率不足。外汇占款持续流出,我们

此次资金面趋紧从本周初开始,3月28日,银行间7天期质押式回购(R007)加权平均利率从2.45%跃升至2.52%,3月30日续涨至2.79%,3月31日收在2.85%;隔夜品种(R001)亦从2.02%左右一路涨至2.20%。同期,交易所回购利率表现出了更大的波动性,3月28日,上交所GC001加权平均利率还在2.80%一线,3月31日已经涨至9.26%;深交所R-001加权平均利率则从2.78%涨至9.106%。

季末时点上,流动性波动很大程度上应归结为短期季节性现象。近期各期限回购利率中,短期利率上行较大幅度较大,长期限则相对稳定,就很能说明问题。本季度央行首次引入“宏观审慎评估体系”(MPA),则可能加剧了季末金融监管考核对短期流动性的扰动,特别是加剧了资金链上下游机构之间的结构性紧张。

2015年底,央行宣布自2016年起将采取“宏观审慎评估体系”(MPA),取代原有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制。宏观审慎评估按季进行,今年一季度是MPA首次运用。据称,央行将根据各金融机构宏观审慎评估等级,运用正向激励机制对金融机构的经营行为加以激励和约束。

市场人士指出,本季末适逢MPA启用,机构谨慎应对,加之为控制广义信贷规模,银行暂时收紧了对非银机构的拆借,导致大行出资减少、非银机构融资不易,加剧了短期流动性的紧张程度。这也解释了近期银行间市场资金面尚且均衡偏紧,交易所市场却颇为紧张的现象。

此外,有交易员称,先前央行公开市场连续净回笼资金,也增添了市场紧张情绪,3月31日,央行将公开市场逆回购交易量提升至1000亿元,单日实现资金净投放400亿元,但自3月25日起的四日内,央行公开市场连续净回笼了2150亿元。从整个3月份来看,因春节前后央行开展的大量短期逆回购交易到期,央行公开市场

操作累计净回笼资金10250亿元。

流动性波动加大

虽然季末因素、MPA首次运用、央行流动性操作能够解释本周资金面紧张的现象,但值得注意的是,这已经是本月以来资金面出现的第二次“旱情”。3月中旬,受缴准缴税、转债发行等影响,货币市场流动性也一度偏紧,R007从1.99%最高涨至2.11%,而后随着央行逆回购操作放量、转债申购资金解冻,资金面才重新恢复常态。若再往前看,去年底、今年1月中旬、2月春节前、2月下旬,资金面也曾出现短时的紧张,各时段短期回购利率均出现了脉冲式上涨。

不可否认,年底年初、春节前后,影响流动性的季节性因素较多,是导致短期流动性波动的主要原因,但也难发发现,自去年底以来,一些季节性或事件性因素对短期流动性的影响在加大。例如,在去年多数时候,月度常规缴税几乎不会引起流动性的较大波动,而今年3月底的货币利率涨幅也明显高于去年。

有分析指出,当前金融机构超储率处于中性偏低水平,可能是年初以来银行体系流动性频繁波动的根本原因。低超储率削弱了银行体系流动性抵抗边际冲击的能力,流动性的稳定性因而下降。分析人士表示,存款派生导致的存准补缴,造成银行准备金自然消耗;同时,私人部门净存款减少及资本外流增多,导致央行外汇占款持续减少,基础货币供给不足,流动性缺口严重依赖央行主动投放,一旦投放不及时,较易引发流动性阶段性波动。

央行数据显示,去年下半年金融机构超储率总体有所下降,2015年9月末为1.9%,12月末或因年底财政存款释放,超储率回升至2.1%,处于2008年以来中位数水平。但今年初信贷投放较多,派生存款增多导致的法定准备金补缴也多,预计超储率已重新降至2%以内。与此同时,在外汇占款持续减少的背景下,央行降准

交易员认为,短期看,央行继续下调短端市场利率的条件和动力均不充足,货币收益率继续向下的“绊脚石”难除,另外在机构普遍放杠杆的情况下,需要警惕流动性波动可能引发的交易盘集中止损,谨防利率波动加大。当然,利率波动也相应带来了交易性机会,震荡市道下,不妨波段操作。

交易员认为,短期看,央行继续下调短端市场利率的条件和动力均不充足,货币收益率继续向下的“绊脚石”难除,另外在机构普遍放杠杆的情况下,需要警惕流动性波动可能引发的交易盘集中止损,谨防利率波动加大。当然,利率波动也相应带来了交易性机会,震荡市道下,不妨波段操作。

估算的超额准备金率3月大约为1.8%左右,历史上合理水平为2%-2.5%左右,资金供给并不宽松。季末之后,MPA监管因素消退,流动性或继续宽松,但考虑目前超储偏低,货币政策实际上是偏紧的,后续依赖公开市场操作和降准对冲。

国泰君安: 最紧张时点即将过去

临近季末,资金面持续承压,R001和R007从3月上旬的低点持续上行。造成短期资金面紧张的原因如下:(1)传统季末因素;(2)公开市场净回笼量较大;(3)MPA考核下部分银行出钱较谨慎;(4)央行迟迟不释放进一步宽松信号。考虑到前三个因素随着季末的结束影响逐渐消退,即使当前楼市、通胀等因素制约央行货币政策空间,但总的来说资金面承压的最坏时点即将过去。

招商证券: 季节性因素是重要诱因

银行监管、税收制度以及节假日(春节)因素,导致银行间资金面经常在每个季度的季末、春节前后出现波动。虽然这种季节性因素对于市场而言已经是比较常规的事件,机构对此一般也会有提前的应对,但是如果同时叠加其他因素,则可能对银行间流动性造成比较大的冲击。总的来说,结合前几次

钱荒”的经验,季节性因素是历次“钱荒”的重要诱发因素。

的步伐放缓,在去年10月下旬到今年3月初的4个月之间没有实施降准,长期流动性供给存在缺口。

政策受缚 宽松“适度”

市场人士指出,当前资金面紧张主要因季节性因素诱发,且银行体系流动性尚可,因此央行可能仍倾向通过提供短期流动性支持予以应对。3月31日,央行已增加了逆回购操作量,跨季后随着季末考核影响消退,资金面有望重新恢复宽松。

需要指出的是,短期流动性投放难以有效充实银行超储规模,也难以形成稳定的流动性预期。

目前看,美元加息预期降温,减轻人民币贬值压力,外汇占款降幅有所收窄,但仍处在下行趋势中,基础货币供给缺口依然存在,长期流动性供给不足的问题依旧突出。

倘若央行投放不给力,未来流动性可能再次出现波动。

例如,4月份是季度首月,因企业上交季度所得税款,当月财政存款净增量往往较高,

届时将对资金面造成不利影响。

机构研究人士表示,货币当局维持流动性合理充裕的态度没有变化,面对资金紧张,预计仍会适时适量提供流动性支持,未来流动性总体仍会保持适度充裕。

但研究人士也称,汇率波动对于货币政策的约束犹存,当前经济边际回暖及通胀再起的预期,对于通胀水平的担忧和经济增长企稳预期仍有待考证之间的博弈,建议投资者不宜追高,以回调买入的思路对待。(王婧)

流动性再现季节性紧张

一季度末,境内本币市场流动性再现季节性紧张,银行间隔夜回购利率盘中飙至6%,创近一年多新高。市场人士指出,“宏观审慎评估体系”(MPA)首次运用,致大行出资谨慎,非银机构融资不易,质押信用债难度较大,流动性结构性紧张的现象突出。

3月31日,季末关键时点上,境内市场人民币流动性继续偏紧,主要期限货币市场利率走高,银行间隔夜资金,远不能满足市场需求,资金需求逐渐向14天、21天转移,并且成交价格迅速走高;午后市场供给仍然捉襟见肘,直至临近收盘才有大行融出资金,平盘需求得以满足。(张勤峰)

期债继续窄幅震荡

因流动性依旧趋紧,昨日国债期货主力合约T1606收盘报99.8元,涨0.005元或0.01%,成交量从1.64万手增至1.67万手,持仓减少739手。

“风险偏好上升,以及季末MPA监管约束下资金趋紧,五债结束涨势转跌,十债全天围绕昨日结算价上下小幅震荡,凸显近期多空僵持状态。”瑞达期货表示。

南华期货指出,经济好转和通胀回升预期未消,债市表现受整体而言或仍将以震荡走势为主,目前债市主要矛盾来自于对于通胀水平的担忧和经济增长企稳预期仍有待考证之间的博弈,建议投资者不宜追高,以回调买入的思路对待。(王婧)

国开债10年新券备受青睐

国家开发银行3月31日招标发行的两期金融债招标利率低于二级市场水平,且认购倍数均超过5倍,显示机构配置需求依然强劲,新发的10年期品种尤其受青睐,其中标利率低于二级市场水平逾10BP。

此次国开行招标发行的两期债均为固息债,包括2016年第10期新发债、2016年第5期增发债,期限分别为10年、20年,发行规模分别不超过120亿、30亿。据交易员透露,此次国开行10年期固息债中标利率为3.18%,全场倍数为5.69倍,边际倍数为1.08倍;国开行20年期固息债中标利率为0.15%,20年期为0.20%;各品种均无兑付手续费。(王婧)

10年期行债中标利率高于二级市场

3月31日上午招标发行的三期行债中标结果分化,其中3年、5年期债券中标利率低于二级市场水平,10年期债券中标利率则略高于二级市场水平,总体认购倍数一般。市场人士指出,近期通胀忧虑与经济企稳预期未除,降杠杆压力与季末资金面再收紧,令债券市场进一步承压,短期多重不利因素影响下,市场情绪偏谨慎,投资热情有所降温。

此次进出口行招标发行的三期债均为固息增发债,包括2016年第1期、2016年第2期、2016年第3期增发债,期限分别为3年、5年、10年,发行规模分别为50亿元、60亿元、60亿元。(王婧)

财政部今日招标发行100亿国债

财政部3月31日公告称,决定于4月1日招标发行91天期记账式贴现国债,发行规模100亿元。

公告显示,此次将发行的为2016年记账式贴现(十四期)国债,本期国债期限91天,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,进行甲类成员追加投标。

具体安排上,2016年4月1日招标,4月5日开始计息,招标结束至4月5日进行分销,4月7日起上市交易。本期国债于2016年

3.9047%,全场倍数为5.34倍,边际倍数为2.08倍。据中债到期收益率曲线,3月30日,银行间市场上待偿期为10年、20年的国开债收益率分别为3.2822%、3.9432%,此次招标的两期债分别低于二级市场水平10.22BP、3.85BP。

据悉,上述两期债招标日均为3月31日,缴款日均为4月5日。两期债均采用单一价格荷兰式招标方式,招标时间均为3月31日14:30-15:30。承揽费及兑付手续费:债券承揽费按认购债券面值计算,10年期为0.15%,20年期为0.20%;各品种均无兑付手续费。(王婧)

据中债到期收益率曲线显示,3月30日,银行间市场上待偿期为3年、5年、10年的国债收益率分别为3.204%,全场倍数2.71倍,边际倍数2.63倍;进出口行5年期固息债中标利率3.0066%,全场倍数2.9倍,边际倍数1.12倍;进出口行10年期固息债中标利率3.3669%,全场倍数3.3倍,边际倍数1.88倍。

而据中债到期收益率曲线显示,3月30日,银行间市场上待偿期为3年、5年、10年的国债收益率分别为3.2487%、3.0736%、3.3555%。据计算,此次招标发行的3年、5年期行债分别低于二级市场水平2.83BP、6.7BP,10年期行债则高于二级市场水平1.14BP。(王婧)

人民币汇率预期继续趋于乐观

境内外汇率续写强势

人民币汇率预期继续趋于乐观

0.35%的跌幅,同时逼近去年10月中旬以来的低点。而由于美元连续走软,周四人民币对美元汇率整体再度出现大幅拉涨。

昨日人民币对美元汇率中间价为6.4612,较前一交易日的6.4841大幅上升229个基点。在连续第三个交易日走强的同时,一举刷新2015年12月15日以来的近3个半月新高。而在最近短短两个交易日,人民币对美元汇率中间价累计已急涨0.69%。

周四人民币对美元即期汇率高开高走,连续第二个交易日出现大幅跳涨。截至收盘,人民币对美元即期汇率报6.4676,较前一交易日上涨104个基点或0.16%。在连续第三个交易日走强的同时,距离年内6.4559的高点仅有百余基点的距离。

周四人民币对美元即期汇率高开高走,连续第二个交易日出现大幅跳涨。截至收盘,人民币对美元即期汇率报6.4676,较前一交易日上涨104个基点或0.16%。在连续第三个交易日走强的同时,距离年内6.4559的高点仅有百余基点的距离。

周四人民币对美元即期汇率高开高走,连续第二个交易日出现大幅跳涨。截至收盘,人民币对美元即期汇率报6.4676,较前一交易日上涨104个基点或0.16%。在连续第三个交易日走强的同时,距离年内6.4559的高点仅有百余基点的距离。

周四香港市场上人民币对美元CNH汇价也在继续走强。截至北京时间3月31日16点30分,人民币对美元CNH汇价报6.4727,较前一交易日小涨34个基点或0.05%,与境内即期汇价之间的价差继续保持在较低水平。

预期趋于乐观

在3月美联储放缓加息节奏并释放出鸽派政策信号的背景下,对于未来较长一段时间内人民币汇率的表现,目前市场主流预期正再度趋于乐观。

富拓外汇中国首席分析师钟越周四表示,2015年8月11日汇改后曾一度出现大幅贬值,主要原因是市场对中国增长放缓的担忧增加以及中国经济转型进入“新常态”。然而,投资者无需对人民币

波动太过担忧。该机构认为,2016年人民币汇率将会更加平稳。一方面,中国经济的发展稳中向好,虽面临不少困难和下行压力,但经济稳定的基本面没有改变;另一方面,中国外汇储备量充足,央行有能力保持外汇储备处于合理水平。此外,虽然人民币汇率未来仍可能会阶段性走弱,但不会出现此前单边的大幅波动。整体而言,人民币汇率双向波动的时代将要来临。

此外,钟越还指出,今年美联储已经出现调整,考虑到全球宽松的压力,目前估计美联储还可能不断推迟加息时间表。这将对美元产生一定打击,因此美元指数年内重新回到100的可能性将会很小,同时也将对人民币汇率趋向平稳产生利好因素。

一季度发行逾9500亿 地方债供给增加

一季度发行逾9500亿

今年2月开始,地方债发行一反常态地提前启动,一季度末地方债发行进一步加速。

中国证券报记者据Wind数据统计结果显示,截至3月31日,2016年年内地方债发行规模已达9554.23亿元,其中公开招标发行的地方债包括88期,发行规模总计为7358.82亿元;定向发行的地方债包括62期,发行规模总计为2195.41亿元。

从发行主体来看,今年一季度,包括河北、湖北、广东、四川等在内的近20个地区共发行了150期地方债,共计9554.23亿元。另据已发布公告,截至4月8日之前,至少还有广东、广西、贵州、新疆、黑龙江等地区至少计划发行2117亿元地方债。这也

意味着,4月初,地方债发行规模将轻而易举地超过万亿元。

未来供给压力仍较大

市场人士指出,近期债券市场利空因素较多,在此背景下,包括地方债在内的供给压力似乎暂时退居末位,但其无疑也进一步加剧了二级市场的波动。总体来看,1季度地方政府债整体发行节奏较为稳健,总规模还不到1万亿元,对债市的整体影响有限,然后续供给压力料只增不减,目前市场多预计2季度地方债将持续放量,后市投资者对供给冲击应保持足够的谨慎。

中信证券指出,今年以来,在经济下行的背景下,政府出于稳增长的考虑采取提高赤字率、债务置换等措施扩大了债券