

货币·债券 Money·Bonds

3月央票发行利率持平于1.7726%

本周公开市场净回笼620亿元

□本报记者 王辉 上海报道

央行28日公开市场操作情况显示,3月期央票发行利率与91天期正回购利率均与上周四持平;而3年期央票发行利率则受加息影响上行20个基点。此外,本周央行总计从市场净回笼资金620亿元。分析人士表示,3月期及1年期央票发行利率或已企稳,3年期品种还有进一步上行的可能;央行操作力度上,预计未来央行仍将保持当前的资金小幅回笼态势。

发行利率上行或告一段落

央行10月28日发行了250亿元3

月期央票和60亿元3年期央票,同时进行了660亿元91天期正回购操作。

操作结果公告显示,在受加息影响于上周四上行20BP之后,本期3月央票发行利率并未再次出现上涨,而是持平于上周的1.7726%,91天期正回购操作中标利率也持稳于1.77%;与此同时,3年期央票发行利率则从上一期的2.65%上升至2.85%,上升幅度为20BP,与上周3月期及本周1年期央票发行利率的上升幅度相同。

至此,本次加息后各期限央票发行利率均已上行20BP。而央票发行利率的后期走势,目前市场存在一定分歧。国泰君安分析师夏阳表示,整体

来看央行有意稳定市场对基准利率的预期,目前央票短端的发行利率应当基本已经上行到位,但3年期央票利率还有待进一步观察。

而招商证券分析师彭文静则认为,短期来看各期限央票发行利率可能已经基本到位,因为一方面,央行有意稳定市场对基准利率的预期;另一方面,一二级市场央票收益率也并非必须“拉平”。尽管目前3年期央票的二级市场收益率仍显著高于一级市场,但央行仍可能会在二级市场中预留一定空间。

小幅净回笼有望延续

从公开市场操作力度来看,统

计显示,本周公开市场到期资金750亿元,央行操作规模合计1370亿元,本周央行实现净回笼资金620亿元,为连续第二周资金净回笼,且规模与上周基本相当。

当前投资者普遍认为,央行从市场净回笼资金的局面短期内还将延续,但整体回笼力度仍将保持适度。上海一债券基金经理表示,加息刚刚公布,政策效应还有待观察,因此虽然目前市场资金面很充裕,但未来出现大幅回笼资金的可能仍然非常小。

彭文静则表示,加息后的银行间市场资金利率水平反映出目前资金面仍十分宽松,而央行此次启动

加息的目的在于“收紧”,虽然还不能判断央行将大幅回收资金,但目前央行在公开市场小幅净回笼资金的趋势还将延续。

值得一提的是,在上周四央行推出1450亿元的近9个月最高正回购规模后,28日央行公开市场操作中91天期正回购也成为了主力操作品种。对于近几个交易日正回购的大幅放量,彭文静称,这可能由于央票发行利率相对偏低导致需求不足,央行因而选择正回购作为主力资金回笼手段。与此同时,目前央行进行数量较多的正回购操作,将为未来央行保持数量调控的灵活性提供支持。

美元对人民币中间价逼近6.7
自汇改以后低点反弹489基点

在隔夜美元反弹的牵引下,美元对人民币中间价10月28日再度走高,继续向6.70关口挺进。

中国外汇交易中心数据显示,28日美元对人民币汇率中间价报6.6986,上涨74个基点,连续第三个交易日走高。在中间价指引下,当日银行间询价市场美元对人民币报收6.6874,较前日走高68个基点。

自10月中旬以来,人民币对美元汇率一改前期的单边快速升值势头,转而稳步走贬。美元对人民币中间价在15日创下6.6497的汇改以来新高后,至今已经反弹了489个基点。

有外汇分析师表示,近期人民币走弱主要系美元反弹所致。10月中旬之后,当二次量化宽松QE2几乎成为“板上钉钉”,市场转而开始担忧其规模可能不及预期,美元对主要货币汇率出现持续反弹走势。27日,美元指数上涨0.53%,收报78.06点,已从15日的低点大约反弹了2.5%。此外,在10月15日之前的一个半月时间里,人民币对美元累计升值2%以上。在经历了持续快速的升值之后,人民币汇率自身也存在一定的修正要求。(张勤峰)

国开债招标意外遇冷

认购倍数创近期新低

尽管有短久期或浮动利率的优势,周四国开行招标的两年固息债和五年浮息债的认购倍数分别只有1.12倍和1.18倍,达到9月份以来基准债认购倍数的最低点。其中,两年固息债券中标利率为2.90%,高于此前2.84%的预测均值;五年期三个月Shibor基准浮息债,中标利差为8个基点,同样远高于市场预测均值。

发行之前,机构曾较为看好这两期债券的招标,因为就期限而言,两年期固息债久期较短,可有效抵御市场利率风险,符合机构压缩久期的需求;就计息方式而言,五年期盯三个月Shibor的浮息品种在通胀预期下将起到较好的防控作用,同样迎合了资金的避险需要。

有分析人士指出,两期国开债招标结果折射出当前机构的谨慎心态。从加息后的市场表现来看,即使机构尚未形成“连续加息”一致预期,但事实上市场对后续加息的风险规避已经开始了。市场的稳定需要一个新的平衡点——而现在在显然还没有找到这个平衡点,这还需要时间。(张勤峰)

交易员札记

三年央票上演戏剧化行情

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四,这是现券市场上充满戏剧性的一天。

周三公布新发3年央票的发行量,市场普遍预期3年央票发行利率周四将上行至2.85%。周四银行间市场开盘以后也如市场预期,经过了短暂的平静以后,3年央票买盘不断涌出,卖盘趁势后撤,2.90%关口迅速告破。此后买盘变得谨慎,卖盘开始逐渐增多,市场陷入胶着。上午10点,3年央票招标结果公布,2.85%的利率预期兑现,利好出尽,收益率甚至略有反弹。

目前市场流动性非常充裕是不争的事实,在市场普遍回避中长期品种的情况下,市场预期周四发行的2年固息债和5年SHIBOR浮息债理应受到市场追捧。因此当招标结果公布后,由于发行利率均高出市场预期5bp以上,且两只债的认

购倍数都不足1.2倍,引发市场较大恐慌,2-3年品种收益率再次上行2-3bp,一时间整个市场难觅买盘。相对而言,其他品种表现则比较平静,1年以内品种成交较活跃,但收益率变化不大;而5年及以上品种则买卖盘都不活跃。

我们认为未来的市场还存在一定变数。消息面上,未来一段时间可能没有超预期的消息出台。10月CPI再创年内新高已是市场一致预期,通胀即使进一步恶化也尚需时日,年内再次加息的可能性较小。供给面上,今年政策性银行发债进度较快,未来两个月中长期金融债可能出现供给不足的情况。鉴于资金面仍然宽松,3年以下品种是配置首选,因此2-3年品种收益率与加息同步上行。由于本次加息的背景与2006年不同,因此期限利差的变化,进而中长端

收益率超调了吗

□安信证券 景晓达

在央行19日意外加息的带动下,收益率曲线经历了明显的调整。但我们认为,目前的调整尚未达到超调的程度,未来进行波段操作的空间不大。

加息以来,就曲线的水平移动而言,利率产品收益率曲线平均上行了23BP,信用产品收益率曲线平均上行了26BP;就曲线的扭动移动而言,期限利差出现明显扩大。从利差层面看,一方面期限利差扩大;另一方面,信用利差出现持平或扩大,并随着期限增长,利差扩大幅度越大;此外,受点差快速下行的影响,浮息收益率明显扩大。

在这样的变化表征下,尤其是中长期品种调整幅度大于短期品种的现象,是否意味着收益率曲线此次经历了超调?

观察2002年以来的收益率曲线数据,我们认为这次的调整中,从扭动的角度来看,陡峭化变动属于正常模式;但从水平的角度来看,幅度超过历史区间的上限。

历史经验显示,除2006年之外的历次加息后,收益率曲线均表现为先陡峭化变动,然后平坦化变动。具体而言,加息前段首先推动中长期品种收益率的相对更快上行;加息后段,中长期品种收益率稳定,短期品种收益率与加息同步上行。由

于本次加息的背景与2006年不同,因此期限利差的变化,进而中长端

相对于短端的变化,应当与2006年之外的时期类似。

历史经验还显示,在收益率曲线的水平方向调整上,每加息一个BP,国债收益率平均上升幅度区间为[-0.07, 0.52]BP。如果以此为基础评估,本次加息后国债的调整幅度是偏大的。

但必须注意的是,由于存在加息是否超预期等因素的干扰,上述对于水平幅度的评估看起来不具备很强的参考价值,因而不能寄予非常强的投资指导。

即便假定收益率曲线在水平幅度上有超调,那是否意味着可以介入波段操作呢?对此我们需要关注两个问题:第一,通胀预期是否会快速收敛?第二,资金面的趋势及其所对应的债券市场环境如何?

回答问题之前,我们先看一段案例。10月份的第一个交易周,季末因素消失后资金面出现了如期的恢复,但这样的恢复仅仅体现在了货币市场以及1年期以内的现券发行认购方面;而对于同期的3年以上债券市场而言,不论是二级市场还是一级市场,都没有感到推动收益率向下调整的力量。这说明,即使是在资金面充裕的环境中,中长债受通胀预期的影响已经成为相对较差的一类资产。

回答第一个问题,根据我们的预测,10月份CPI涨幅很可能升至4%;11月份在环比涨幅为零的情况下,CPI涨幅仍将达到3.7%,而如果考虑到猪肉价格的季节上涨,CPI涨幅很

可能与10月份持平或略低。这些数据意味着我们期望年内出现通胀预期收敛的可能性并不是很大。

事实上,此轮通胀上行的趋势很可能要持续到2011年二季度。通胀预期的存在将最直接地作用在浮息债和期限利差层面,并且有很大的可能导致累次加息从而抬升收益率曲线的中枢。

回答第二个问题,从商业银行的资产负债表角度观察资金面的趋势变化。首先展望四季度,贸易顺差所引起的负债规模膨胀趋势将延续;但在资产方,信贷配置也会相对变强。比照往年的信贷季度投放模式,今年四季度新增规模占全年20%的比例相对偏多,信贷行为的变化会改变银行在资产方的配置行为,表现为对债券市场环境的改善。

其次,展望中期,比如到明年二季度。第一,在宏观经济去产能化的阶段,主要反映国内总供给和总需求状态的贸易顺差增速将趋势向下,这将意味着外汇占款的增速向下;第二,央行紧货币,宽信贷”的货币政策将带来信贷的相对宽松和流动性的相对偏紧。上述两个力量作用的结果,是信贷资产和储备资产占比上升,相应的,债券资产占比将呈现系统性下降。

回答第三个问题,从商业银行的资产负债表角度观察资金面的趋势变化。

首先展望四季度,贸易顺差所引起的负债规模膨胀趋势将延续;但在资产方,信贷配置也会相对变强。比照往年的信贷季度投放模式,今年四季度新增规模占全年20%的比例相对偏多,信贷行为的变化会改变银行在资产方的配置行为,表现为对债券市场环境的改善。

其次,展望中期,比如到明年二季度。第一,在宏观经济去产能化的阶段,主要反映国内总供给和总需求状态的贸易顺差增速将趋势向下,这将意味着外汇占款的增速向下;第二,央行紧货币,宽信贷”的货币政策将带来信贷的相对宽松和流动性的相对偏紧。上述两个力量作用的结果,是信贷资产和储备资产占比上升,相应的,债券资产占比将呈现系统性下降。

我们预计,基于对上述两个问题的回答,未来债市波段机会的空间可能不会很大;在压力越来越大的债市环境中,波段操作需格外谨慎,年初以来的牛市思维不再适用。

财政部下周发行280亿3年期国债

公告显示,财政部将于11月3日招标发行2010年记账式附息(三十五)期国债,招标发行面值总额280亿元,11月4日开始发行并计息,11月8日发行结束,2010年11月10日起上市。

时间安排上,2010年11月3日招标,11月4日开始发行并计息,11月8日

日发行结束,2010年11月10日起上市

交易。本期国债利息按年支付,每年11月4日(节假日顺延)支付利息,2013年11月4日偿还本金并支付最后一次利息。本期国债采用多种价格(混合式)招标方式,标的为利率,发行手续费为承销面值的0.05%。

最近一期3年期固息国债于8月11日招标。当期国债中标利率为2.30%,认购倍数1.56倍。(张勤峰)

货币基金收益率

货币基金收益率