

公开市场提前锁定净回笼

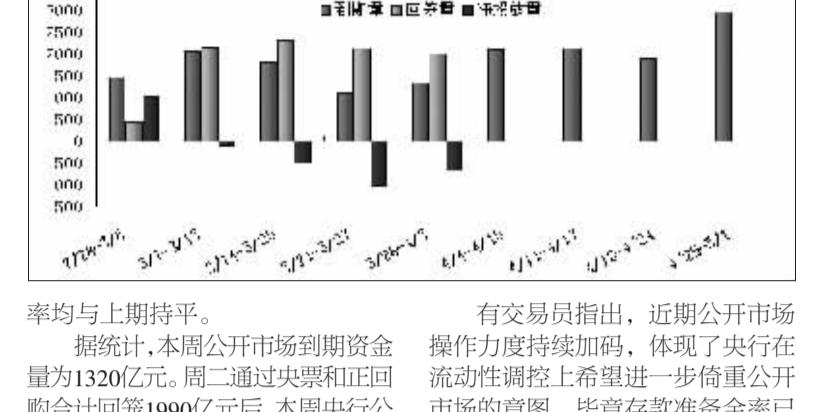
资金面未受明显冲击

□本报记者 葛春晖

周二，央行发行了990亿元1年期央票并进行了1000亿元的正回购操作，由于本周到期资金仅1320亿元，央行公开市场操作提前实现净回笼。不过，尽管央行数量型调控的力度持续加码，但银行间市场资金面仍保持了较为宽松的格局。分析人士指出，公开市场回笼功能的恢复，能在一定程度上降低普遍存款准备率的频率，但在流动性持续充裕的背景下，4月份再次上调存款准备率的概率仍然较小。

连续四周净回笼

公告显示，人民银行周二(29日)发行了2011年第十八期央行票据，并开展了正回购操作。其中，本期央票期限1年，发行量990亿，创出去年3月17日以来的最大发行量；正回购期限28天，交易量1000亿元。利率方面，央票与正回购利



率均与上期持平。

据统计，本周公开市场到期资金量为1320亿元。周二通过央票和正回购合计回笼1990亿元后，本周央行公开市场操作已提前实现净回笼。这也是央行在公开市场上的连续第四周净回笼操作。之前三周净回笼量分别为100亿元、490亿元和1030亿元，规模稳步放大，考虑到周四例行的3月期央票发行和91天正回购操作，本周净回笼规模有望再超上周。

有交易员指出，近期公开市场操作力度持续加码，体现了央行在流动性调控上希望进一步倚重公开市场的意图。毕竟存款准备金率已经升至20%的历史高位，而且相对于准备金来说，公开市场操作更具灵活性和市场化特征。

流动性仍然较为宽裕

尽管3月份以来公开市场连续净回笼，央行年内第三次上调法定存款准备

金率，而且季末考核因素也日益临近，但市场资金面并未受到明显冲击。

交易员表示，29日公开市场操作再度放量后，市场资金面较前几日略显紧张，但总体上流动性仍然较为充裕，资金利率也没有走高。数据显示，当日银行间质押式回购利率(R001)收于1.7940%，较上一交易日微涨0.33BP；而7天回购利率(R007)收于2.1346%，较上一交易日反而下跌了16.43BP。

对于近期银行系统内流动性持续宽松的原因，分析人士认为，一方面是因为机构此前对本次上调存款准备率有较为一致的预期，并提前作了头寸安排，因而市场承接能力增强；另一方面，春节后存款明显回流银行体系，加上贷款回落，2月份新增存款贷款差由1月份的-10603亿元转为7744亿元，这也对银行间市场资金面构成支撑。

存准率仍有上调可能

3月公开市场操作功能的恢复，

■ 交易员札记

资金面依旧宽松

债市收益率稳中有升

□国泰君安 刘颖

周二银行间市场交投平淡，整体收益率稳中有升。

资金方面，隔夜回购利率仍保持在1.79%的低位，其余各期限回购利率均有小幅回落。跨季跨节的7天回购利率下降17BP，表明季末因素对资金面影响较小。

央行周二发行990亿元1年期央票，并开展了1000亿元的28天正回购操作，使得本周提前净回笼670亿元。考虑到周四还将发行3月央票，央行本周净回笼资金预计将超过1000亿元。由于未来一个月资金到期量较大，此次央票放量并不会对资金面造成实质影响。

现货市场方面，利率产品成交较为清淡，个别期限国债与金融债收益率有小幅上行。新发的10年期国债110008成交在3.90%附近，较前一日上升1BP；剩余4.7年的国债100039成交在3.49%，也有1BP的上行。新发的几只政策性金融债成

活跃，3年期的国开债110215成交在3.86%左右，5年期的国开债110214成交在4.08%，有1BP的上行。此外，由于3月Shibor回落，前期发行的Shibor浮息债价值有所下降，卖盘多于买盘，成交价格小幅下降。

信用债方面抛盘较重，一方面银行、基金公司为维持流动性大量抛售短融，导致收益率有所上升；另一方面，新发短融从AAA到AA级均有较多需求，一级半市场成交活跃。热点

券种如AAA级的11神华CP01和11珠啤CP01分别成交在4.63%和4.60%。中票的抛盘则主要来自交易型机构，由于季末银行等机构买盘萎缩，中票需求大幅减少，收益率继续上行。新发的5年期AA+级的11国联MTN1成交在5.68%，溢价6BP；5年期AA级的11锡交通MTN1成交在6.15%，溢价7BP。

笔者认为本周在无利空消息的情况下，利率产品收益率将维持平稳；信用产品受到供给因素的影响，收益率难有下行。

数量工具两手抓

上周公开市场净回笼资金1030亿元，净回笼规模创下去年5月以来的新高。

央行之所以在公开市场大举回收资金，主要源于“对冲银行体系过剩流动性的需要”。在人民币持续升值、加息预期不断升温的背景下，央行不断被购入外汇、吐出过量的人民币基础货币，并直接增加货币供应，从而形成流动性过剩的压力”。数据显示，1月份我国新增外汇占款达到5016.48亿元，为去年同期的1.68倍。

值得注意的是，在公开市场开展净回笼的同时，准备金率也于上周五正式上调0.5个百分点，大约冻结资金3629.5亿元。然而，尽管两大数量工具同时发力，银行的“钱袋子”却依旧充裕。以隔夜和7天Shibor为例，两者仅在央行宣布上调准备金率后的首个交易日(01日)有所上涨，随后便出现了持续的回落。

在数量型工具合力收紧流动性的背景下，货币市场利率依然波澜不惊，3月份以来资金面表现得相对平稳。上周公开市场净回笼资金1030亿元，净回笼规模创下去年5月以来的新高。

数量工具两手抓

上周公开市场净回笼资金1030亿元，净回笼规模创下去年5月以来的新高。

央行之所以在公开市场大举回收资金，主要源于“对冲银行体系过剩流动性的需要”。在人民币持续升值、加息预期不断升温的背景下，央行不断被购入外汇、吐出过量的人民币基础货币，并直接增加货币供应，从而形成流动性过剩的压力”。数据显示，1月份我国新增外汇占款达到5016.48亿元，为去年同期的1.68倍。

值得注意的是，在公开市场开展净回笼的同时，准备金率也于上周五正式上调0.5个百分点，大约冻结资金3629.5亿元。然而，尽管两大数量工具同时发力，银行的“钱袋子”却依旧充裕。以隔夜和7天Shibor为例，两者仅在央行宣布上调准备金率后的首个交易日(01日)有所上涨，随后便出现了持续的回落。

在数量型工具合力收紧流动性的背景下，货币市场利率依然波澜

不惊”，一方面表明当前市场资金面的确十分充裕，另一方面或许也说明数量型工具的调控效果有所下降。

通胀形势严峻

流动性过剩为当局频繁动用数量工具提供了注解，而通胀之忧则是促使央行持续紧缩流动性的根本原因。如果仅仅是流动性充裕而通胀压力不大，央行可能并不会如此迫切地回收流动性。例如，国内CPI在09年一度为负时，M2同比增速一直在20%以上，并一度接近30%。当前的情况是，通胀压力已经超出了决策层的容忍范围。而中东北非动荡局势、日本强震和核泄漏等新因素，更加剧了我国面临的输入型通胀压力。

原油价格在过去近一年时间里一路蹿高，近期又增添了新的上涨动力。中东北非动荡局势无疑将累及原油供给，从供给方面继续推高原油价格。与此同时，受日本强震和核泄漏事故的影响，核电开发和利用放缓，传统能源的需求增加，也将从需求方面推高原油价格。

另外，日本强震及核电站关闭，影响了该国半导体产业供应能力。据估计，2010年日本电子设备产值占当年全球市场份额的14%，强震和核泄漏将更加剧了我国面临的输入型通胀压力。

原油价格在过去近一年时间里一路蹿高，近期又增添了新的上涨动力。中东北非动荡局势无疑将累及原油供给，从供给方面继续推高原油价格。与此同时，受日本强震和核泄漏事故的影响，核电开发和利用放缓，传统能源的需求增加，也将从需求方面推高原油价格。

目前一年期定存利率为3%，预计全年CPI升幅约4%。为扭转实际负利率的局面，一年期定存至少要升至4%。按每次加息25个基点算，则未来还有4次加息的可能。

在一定程度上降低了短期内频繁上调存款准备率的压力，但是从流动性整体情况来看，4月份仍有再次上调存款准备率的可能。

从当前资金利率水平来看，29日R001与R007比18日央行宣布上调存准率时，均仅高出11BP。而可以预期，季末考核因素结束后，新增流动性有望推动资金利率继续下行。一方面，据最新统计，4月份公开市场到期资金量已高达9110亿元，为2009年10月份以来最高水平。另一方面，2011年以来国际外汇市场上美元持续走软，人民币升值预期背景下，新增外汇占款有望继续处于高位。广发证券预计未来月均新增外汇占款规模可达4000亿元。

南京银行等多家机构表示，在内外双重压力之下，央行像3月份一样，同时选择在公开市场大力回笼和上调一次法定存款准备金率的可能性较大。

国开行

债信零风险延长至明年底

□本报记者 王辉 上海报道

中债网29日刊登公告显示，根据中国银行业监督管理委员会(以下简称银监会)的批复，银监会同意国家开发银行在2012年12月31日前发行的人民币债券风险权重确定为0%，直至债券到期，并且暂视同政策性金融债处理。国开行2012年末之后发行的人民币债券风险权重，银监会称将根据国开行商业化改革和债券市场发展实际情况，另行研究决定。

作为债券市场除财政部以外的第二大发债主体，国开行金融债的发行规模近年来在银行间债市占四分之一强。此前，根据国开行等三大政策性银行商业化改革安排，国开行的债信零风险期限将至2011年末终止。而此次银监会的批复，将该行债信零风险的时间期限往后再度推迟1年。

■ 新债定位 | New Bonds

11国开20

预测中标利率【4.42%, 4.52%】

债券期限	10年	发行量	150亿元	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	单一利率 (荷兰式)	招标时间	3月30日
起息日	4月7日	上市日	4月13日	手续费率	0.15%

徽商银行：随着央行持续净回笼以及信贷外汇等季节性因素的影响，银行间市场过度宽松的资金面可能发生改变。机构对于未来经济及通胀走势的分歧，也使得市场观望氛围渐浓。预计11国开20中标利率在4.45%-4.50%之间。

潍坊农信：3月CPI破5%的概率较大，货币政策将继续收紧。随着公开市场资金回笼能力恢复，预期未来资金面将回归到一个合理的水平。预计11国开20中标区间会略低于市场估值，区间为【4.42%, 4.47%】。

顺德农商行：准备金调整与公开市场操作抵消了本月新增外汇占款带来的货币投放，市场流动性已回归较稳定的状态。未来短期内流动性仍能为债市提供支撑，一旦加息预期兑现，债市将再次走强，预计发行利率区间为4.47%-4.52%。

11国开21

预测中标利差【-16BP, -21BP】

债券期限	5年	发行量	200亿元	计息方式	浮动利率 (3M Shibor)
付息频率	按季付息	招标方式	单一利差 (荷兰式)	招标时间	3月30日
起息日	4月8日	上市日	4月14日	手续费率	0.10%

徽商银行：目前中债银行间市场浮动利率政策性金融债收益率曲线5年期(Shibor)的点差收益率为-19BP。由于今年以来3个月Shibor一直处于高位，同时今年复杂的流动性形势也使得本期债券的交易价值较高，预计中标利差为-20BP左右。

潍坊农信：央行货币政策委员会2011年第一季度例会信息显示，货币政策和财政政策短期内的紧缩倾向明显。短期内市场对加息的预期有所增强，预计本期浮息债券的发行利差区间可能位于估值利差附近，略低于估值，预计中标利差区间为【-19BP, -21BP】。

顺德农商行：预计3月CPI同比增幅将在5%以上，甚至超过去年峰值。市场对4月加息的预期增强，投资者交易与配置的动力有所降低，预计发行利差区间为-16BP至-21BP。

数据来源:中国银河证券研究所基金研究中心

货币市场回购利率低位徘徊

上周公开市场净回笼资金1030亿元，净回笼规模创下去年5月以来的新高。

央行之所以在公开市场大举回收资金，主要源于“对冲银行体系过剩流动性的需要”。在人民币持续升值、加息预期不断升温的背景下，央行不断被购入外汇、吐出过量的人民币基础货币，并直接增加货币供应，从而形成流动性过剩的压力”。数据显示，1月份我国新增外汇占款达到5016.48亿元，为去年同期的1.68倍。

值得注意的是，在公开市场开展净回笼的同时，准备金率也于上周五正式上调0.5个百分点，大约冻结资金3629.5亿元。然而，尽管两大数量工具同时发力，银行的“钱袋子”却依旧充裕。以隔夜和7天Shibor为例，两者仅在央行宣布上调准备金率后的首个交易日(01日)有所上涨，随后便出现了持续的回落。

在数量型工具合力收紧流动性的背景下，货币市场利率依然波澜

不惊，3月份以来资金面表现得相对平稳。

上周公开市场净回笼资金1030亿元，净回笼规模创下去年5月以来的新高。

央行之所以在公开市场大举回收资金，主要源于“对冲银行体系过剩流动性的需要”。在人民币持续升值、加息预期不断升温的背景下，央行不断被购入外汇、吐出过量的人民币基础货币，并直接增加货币供应，从而形成流动性过剩的压力”。数据显示，1月份我国新增外汇占款达到5016.48亿元，为去年同期的1.68倍。

值得注意的是，在公开市场开展净回笼的同时，准备金率也于上周五正式上调0.5个百分点，大约冻结资金3629.5亿元。然而，尽管两大数量工具同时发力，银行的“钱袋子”却依旧充裕。以隔夜和7天Shibor为例，两者仅在央行宣布上调准备金率后的首个交易日(01日)有所上涨，随后便出现了持续的回落。

在数量型工具合力收紧流动性的背景下，货币市场利率依然波澜

不惊，3月份以来资金面表现得相对平稳。

上周公开市场净回笼资金1030亿元，净回笼规模创下去年5月以来的新高。

央行之所以在公开市场大举回收资金，主要源于“对冲银行体系过剩流动性的需要”。在人民币持续升值、加息预期不断升温的背景下，央行不断被购入外汇、吐出过量的人民币基础货币，并直接增加货币供应，从而形成流动性过剩的压力”。数据显示，1月份我国新增外汇占款达到5016.48亿元，为去年同期的1.68倍。

值得注意的是，在公开市场开展净回笼的同时，准备金率也于上周五正式上调0.5个百分点，大约冻结资金3629.5亿元。然而，尽管两大数量工具同时发力，银行的“钱袋子”却依旧充裕。以隔夜和7天Shibor为例，两者仅在央行宣布上调准备金率后的首个交易日(01日)有所上涨，随后便出现了持续的回落。

在数量型工具合力收紧流动性的背景下，