

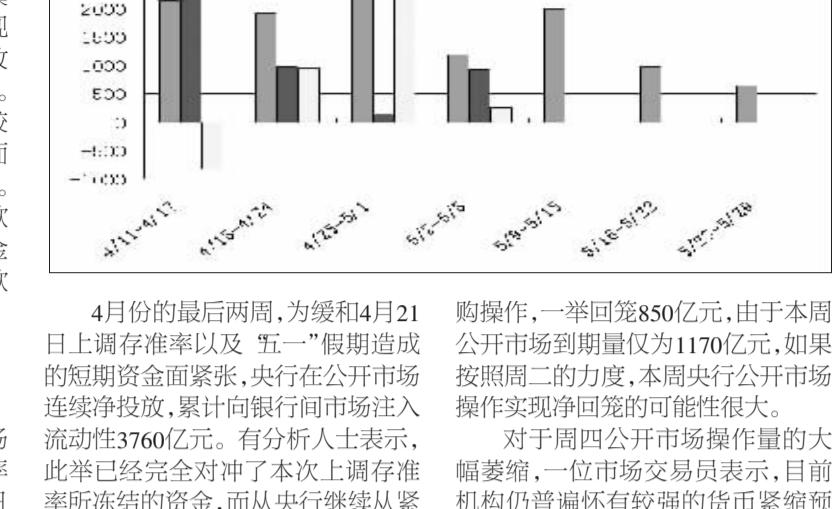
# 公开市场净投放 再次提准概率增大

□本报记者 葛春晖

周四，央行在公开市场仅发行了60亿元3月期央票且未进行正回购操作。至此，本周央行公开市场操作实现净投放260亿元，而周二1年期央票放量所引发的净回笼猜想则随之落空。业内人士表示，目前机构普遍怀有较强的货币紧缩预期，导致市场资金面持续偏紧，3月期回笼工具发行受限。而考虑到4月份信贷与新增外汇占款均有望保持高位，随着净投放后资金面逐步恢复宽松，5月份再次上调存款准备金率的概率进一步增大。

## 3月期回笼工具缩量 本周公开市场净投放260亿元

公告显示，周四央行在公开市场发行了60亿元3月期央票，发行利率连续第五周持平于2.9168%，且当日央行未进行正回购操作。至此，本周央行公开市场操作实现净投放260亿元，而此前关于本周公开市场操作可能重归净回笼的猜想则随之落空。



4月份的最后两周，为缓和4月21日上调存准率以及“五一”假期造成的短期资金面紧张，央行在公开市场连续净投放，累计向银行间市场注入流动性3760亿元。有分析人士表示，此举已经完全对冲了本次上调存准率所冻结的资金，而从央行继续从紧的态度来看，公开市场净投放不可持续。本周二的操作似乎已经验证了这一观点。当日央行通过发行520亿元1年期央票和进行330亿元28天期正回

购操作，一举回笼850亿元，由于本周公开市场到期量仅为1170亿元，如果按照周二的力度，本周央行公开市场操作实现净回笼的可能性很大。

对于周四公开市场操作量的大幅萎缩，一位市场交易员表示，目前机构仍普遍怀有较强的货币紧缩预期，导致节后市场资金面持续偏紧，而3月期回笼工具比1年期央票更容易受资金面影响，因此3月央票和91天正回购的操作量极度受限。

## 商业银行债券托管量连续5月下滑

中央国债登记结算有限责任公司公布的最新统计月报显示，4月份商业银行债券托管量出现连续第5个月下滑，基金托管量则连续第2个月上升并一举坐上当月新增托管量的头把交椅。

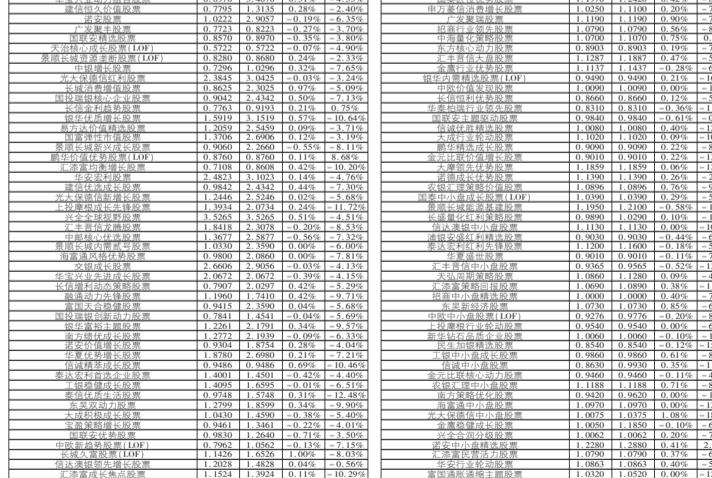
数据显示，截至4月末，债券市场托管总量为20.25万亿元，较3月末增加1653.21亿元。按投资者分类，4月末商业银行托管量为13.8万亿元，较3月末下降256.13亿元，这也是其托管量自去年12月以来的连续第5个月下滑。不过，从绝对量来看，商业银行托管量下滑幅度较3月份的431.8亿元有所下降；当月保险、信用社分别减持81.63亿元和125.55亿元，双双改变了3月份的增持策略；股市低迷使得基金成为4月份增持债券的大户，新增规模高达1275.5亿元，环比大增逾千亿；此外，在股市、房产等投资市场赚钱效应不足的背景下，个人投资者持有债券的

意愿也大幅增强，托管量大增378.52亿元。

一级市场方面，4月份包括央票在内，新债发行规模合计7858.15亿元，其中国债、央票、政策性银行债、短融券、中票、企业债分别为1706.35亿元、1900亿元、622.50亿元、461.60亿元和331.2亿元。值得一提的是，扣除7266.62亿元的兑付量后，当月净发行量仅为591.53亿元，较3月份的2248.6亿元大幅萎缩，这也成为支撑4月份债市反弹的重要原因之一。

数据还显示，4月份商业银行由二级市场买入现券38597.48亿元，卖出39349.4亿元，净卖出752.3亿元，一级市场拿券、二级市场卖出，反映出商业银行对于债市后市心存谨慎的态度。此外，当月保险机构、信用社、证券公司也在二级市场卖出现券，基金则大举买入近1500亿元。(葛春晖)

## 3、4月份主要投资者债券托管量变动(单位:亿元)



## 银行和保险资金继续支撑债市

□国信证券 李怀定

就5月份而言，我们维持2季度策略报告的观点，认为目前市场配置需求压力依然较大，银行、保险债券仓位低是支撑债市最有利的因素。

### 两机构债券仓位创新低

目前商业银行贷款/债券比值已经接近06年初以来高点，保险债券资产占比已经创2009年7月份以来的低点，银行、保险在资产配置上均面临配置压力。不过，依然有部分市场人士对债市资金面表示担忧，主要体现在货币市场资金以及银行体系资金两方面上。就前者而言，市场主要担忧2季度货币市场资金利率中枢水平通常会大幅走高，这对债市走势不利；后者的担忧是，经过前期持续的上调存准率，目前即使银行债券仓位占比比较低，银行也未必有资金用于购买债券。

首先，货币市场资金利率中枢水平提高是否一定会导致债券市场收益率走高？我们认为答案是否定的。以去年2季度为例，当时7天回购利率大幅走高，上行110BP；但10年期国债收益率却持续走低，回落20BP。我们认为这可能与国内债券市场投资者结构特征有关。具体讲，就是作为债券第一大投资主体的银行资金主要去向是贷款与债券，如果贷款投放受到限制，债券自然受到追捧。

现在的情况与去年2季度比较相似。虽然4月份工业经济环比动能继续放缓，但由于同比预计仍在高位运行；而4月份CPI同比虽然可能小幅回落，但毕竟与3月份的5.3%差不多，而且4月份信贷可能

### 或为上调存准率做准备

央行近日发布的第一季度货币政策执行报告指出，要保持必要的调控力度，巩固和加强前期调控成果，继续加强流动性管理，把好流动性总闸门。这意味着，前一阶段紧缩性货币政策还会持续下去。目前来看，由于4月份CPI指数出现小幅回落已是大概率事件，近期加息的紧迫性不是很强，但与此同时，再次上调法定存款准备金率的条件却依然显得较为充足。

从前期经验来看，央行选择是否上调法定存款准备金率的参照物主要有两个：一是新增外汇占款，因其直接形成基础货币投放；二是新增人民币贷款，因其是货币扩张的主要渠道。在4月份人民币汇率屡创汇改以来新高、人民币升值预期较3月份有所上升的背景下，国际热钱有望持续流入并致新增外汇占款居高不下。有机构预期，即使当月新增外汇占款可能因季节性下降而低于3月份，最终数额也将保持在3000亿元以上。此

外，有报道称，4月份四大行新增贷款2600亿元，较3月份增加200亿，这意味着，4月份金融机构新增人民币贷款总额也可能超过3月份的6794亿元。因此，从对冲外汇占款和控制信贷的角度来看，5月份仍有再次上调存款准备金率的必要。更何况，经过连续三周的公开市场净投放后，上次上调存款准备金率的效应已经被基本抵消掉了。

值得一提的是，周四的公开市场操作似乎已经透露出一些有关存准率的气息。业内人士表示，目前央票二级市场利差并不大，周四央票发行受限，一方面机构需求不足的原因，另一方面，也不能排除央行有意控制回笼力度，为再次上调存款准备金率做准备。

由于机构预期谨慎，节后市场资金面一度偏紧，资金利率下降缓慢，如果在这种情况下上调存准率，将可能会给资金利率带来更大波动，这是央行所不愿看到的。经过本周净投放之后，市场资金面已经大为好转，5月5日隔夜回购利率已降至2.0043%，资金面重回宽松，将为存准率上调提供合适的市场环境。

### 交易员札记

定存浮息债受追捧

## 加息后市最大风险

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四公开市场仅发行了60亿的3个月央票，没有进行公开市场正回购。机构普遍对6月底之前的资金面保持谨慎，所以周四的28天正回购有330亿的规模，而周四的91天正回购则完全没有需求。从目前情况来看，机构普遍对可能的准备金率上调有所准备，如果央行在6月底之前仅上调准备金率1次，银行间市场应该不会出现资金面异常紧张的局面。

受公开市场回笼力度减小影响，周四回购利率出现较大下跌，其中R001从2.52%直接下行到2.00%，显示资金面暂时恢复了较宽松状态。

国开新发5年定存浮息债受到市场热烈追捧，发行利率为59bp，利差较110219(+72bp)和110225(+65bp)有明显下降，认购倍数也高达3.17倍。而且尽管发行利差较低，一级半市场依然获得小幅溢价。自4月5日加息以来，加息预期有所升温，中期定期定存浮息债明显获得市场认可，成为市场领涨品种。相对而言，固息品种最近三周以来一直保持窄幅波动局面，周四亦不例外，全天收益率波动幅度很小。

近期基本面出现一些支持债市走强的因素，包括蔬菜价格下跌，PMI下行以及大宗商品价格走弱等等，不排除近期在乐观情绪推动下，市场收益率出现下行的可能。但是，即使收益率出现下行，空间也不会太大。首先，经济下滑应属预期之内，在连续加息、收缩信贷和货币流动性以及调控楼市和车市等压力之下，经济恐怕不下滑都难。其次，5-6月是财政存款高增的月份，历年来资金面都保持紧张局面，好在今年各家机构准备工作较为充分。

目前来看，最大的风险是6月份如果加息，1年央票利率将再上台阶，中长端也难免会有所下跌。因此，我们依然对后市维持谨慎观点。

### 加息预期浓厚

## 国开行盯定存浮息债利差低企

在加息预期浓厚的背景下，国家开发银行5月5日招标发行的盯一年定存浮息债中标利差落在59bp，明显低于此前机构预期。

本期债券为国家开发银行2011年度第三期金融债券，期限5年，按季付息，利率基准为1年期定期存款利率。综合此前多家机构定价报告来看，本期债券的预测中标利差区间在58BP-67BP。而中债网公布的发行快报显示，本期债券最终中标利率落在59个基点，中标利率为3.84%，大幅低于机构预测中值，而且比相同品种债券的中债估值水平低约5个基点。此外，据交易员透露，本期债券发行额为200亿元，扣除68亿元的基本承销额后，投标倍数达到了3.17倍。其中，中小银行对本期债券的需求异常火爆，并直接导致了最终中标利率的低企。

业内人士表示，目前市场对于年内通胀数据难以大幅回落已基本形成共识，受央行一季度货币政策执行报告措辞影响，机构加息预期进一步强化。而作为盯一年定存、按季付息的浮息品种，本期债券的防御价值在本次招标中得到了充分体现。

本期债券缴款日、起息日为2011年5月12日，上市日为2011年5月18日，兑付日为2016年5月12日。第一次结息日和利率调整日为2011年8月12日（利息基准为起息日所执行的一年期定期存款利率），以后每年的2月12日、5月12日、8月12日和11月12日为结息日和利率调整日，如遇节假日，则支付日顺延。(葛春晖)

能依然非常有限。这决定着同期债券净发行总量也依然非常有限。

与此同时，预计信贷在8月底之前至少要增加3万亿左右，导致期间银行贷款与债券比值可能继续走高，这也意味着债券仓位可能会越来越低。这样，即使8月后期可能会受到信贷宽松以及央票净发行放量的影响，资金的配置压力也有能力再持续一段时间。当然，最终是否如此，还需要参照同期非央票类债券净发行情况。

### 关注中长端品种

期限结构上，如果仅从1个月交易时间来看，我们依然倾向于中端品种，主要是3-5年期，但如果从3个月持有时间来看，中长端债券或许具有更强的配置价值。但需要提示的是，目前长端利率债风险暴露程度同样也最高，毕竟目前收益率与5年期定期存款利差已经很低，如果从更长时间来看，目前长端利率债本身就有估值压力。

从固息浮息品种讲，目前浮息债相对优势越来越明显，其中Shibor浮息债略优于定存浮息债。历史经验表明，2季度央票、短融收益率等具有货币属性的短端收益率通常会上行，此时配置浮息债具有一定的防御价值。同时，目前的固-浮收益率利差点位也有利于浮息债交易机会。

就所有债券大类资产配置角度而言，我们依然倾向于信用债，因为在基准收益率相对稳定的背景下，较高的信用利差不但可以使得信用债获得一定的资本利得机会，而且纵然收益率绝对水平无法回落，较高的息票保护也是其优点。

| 基金名称      | 份额净值(元) | 份额累计净值(元) | 今日净值(元) | 份额净值增长(%) | 基金名称  | 份额净值(元) | 份额累计净值(元) | 今日净值(元) | 份额净值增长(%) |
|-----------|---------|-----------|---------|-----------|-------|---------|-----------|---------|-----------|
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 大通银行A | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 大通银行B | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 平安银行A | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 平安银行B | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 民生银行A | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 民生银行B | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 兴业银行A | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 兴业银行B | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 浦发银行A | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 浦发银行B | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 招商银行A | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 招商银行B | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 中信银行A | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 | 1.0402  | 1.0202    | 0.9742  | -0.74%    | 中信银行B | 0.9895  | 1.7983    | 1.0402  | 8.9627%   |
| 万家中证500指数 |         |           |         |           |       |         |           |         |           |