

■ 交易员札记

3年央票发行利率低于预期

□ 中国邮政储蓄银行 刘晋

上半年的最后一个交易日,银行间回购呈现供求两旺的局面,R001成交超过3800亿,回购利率总体保持稳定,R007略有抬升。不过交易所回购利率则呈跳水态势,尤其是7天回购,204007大幅收低至4.61%,较周三下行超过200bp。

周四恢复发行的3年央票颇受市场关注,招标利率3.89%略低于市场预期,市场普遍预期下周3年央票发行利率还有上行空间。3个月央票发行利率也上行8.16bp至3.0801%。本轮央票发行利率的上行何时结束还不好判断。

周四发行的5年国债开债招标利率4.33%,符合市场预期,2.04倍认购倍数显示需求尚可。周四现券成交以5-10年金融债为主,由于是上半年的最后一个交易日,市场成交不是很活跃,收益率变动较小。

展望后市,目前最直接的风险是回购利率的居高不下,持券投资者一直处于收益倒挂状态。由于下半年资金面也不是很乐观,预计三季度的回购利率均值将保持较高水平。此外,央行近期通过推高市场利率来治理通胀的思路较明显,央票一级市场利率存在上行幅度超预期的可能。相对而言,我们认为加息倒是不足为虑,7月份即使加息对市场的冲击也有限。

在市场风险经过释放以后,我们对后市的观点由谨慎偏空转变为中性偏乐观。6-7月份是本轮通胀的高点,市场也会继续面临一些冲击,但我们认为债券中长期建仓的价值已经凸显,未来CPI下行导致货币政策的放松的机会值得把握。资金稳定和抗风险能力强的投资者可以择机建仓,不过建仓点的选择是门艺术。

■ 外汇市场日报

希腊议会通过紧缩计划

欧元兑美元触及三周高点

□ 南京银行 蒋献

在希腊距离获得国际援助又近一步之际,欧元扩大了涨幅。希腊五年期经济紧缩计划在希腊国会取得多数议员的支持,为希腊取得国际救助资金扫除一个主要障碍。欧元兑美元在29日纽约交易时段获得支撑而大幅上扬,30日亚洲交易时段,欧元兑美元升至三周高位。

除基本面因素以外,一波止损买盘也对欧元的涨势推波助澜。据报道,宏观对冲基金卖出美元,一波针对欧元的空头回补操作,以及交易商建立欧元多头仓位,均帮助欧元上涨。在突破1.45的期权障碍后,欧元进一步扩大涨幅。

从技术面情况来看,过去数日来的欧元涨势已经改善了其在一目均衡云区图上的前景,欧元兑美元已升至云区以上,这被视为看涨信号。欧元触及接近1.47的6月初峰值前,1.4550附近可能会是一个阻力位,因该位置为欧元从1.47附近高位跌向1.4070的76.4%回档位。此外,欧元也面临1.4540位置附近的阻力位,该位置位于从5月初和6月初高点拉出的趋势线上。

目前希腊政府必须在周四为紧缩计划具体执行法案赢得议会批准,这样欧洲财长将在7月3日的会议上批准向希腊进行援助,并讨论对希腊援助的各种可选方案。尽管市场预期这一可能性很大,但是即使执行法案获得通过,希腊政府能否真正予以实施也是问题。目前希腊国内民众对于紧缩计划的罢工等抗议活动仍在持续,这无疑对希腊实施该紧缩计划的前景带来阴影。这也对欧元未来的涨势带来障碍,若欧元因此而回落也是预料之中。

而另一方面,欧洲央行总裁特里谢最近的言论表明,欧洲央行可能将在下周升息,这一信号从息差方面会对欧元带来利好。

美元方面,美联储结束第二轮量化宽松政策目前看来对美元基本没有什么支撑。随着希腊问题暂时得到解决,欧债危机可能暂时减弱对市场的影响,市场焦点预计会转向美国供应管理协会周五出炉的制造业调查等经济数据,并关注下周三以及下周五出炉的ADP民间就业数据及美国劳工部的非农就业数据。

交易所信用债跌势趋缓

周四交易所债市涨跌互现,信用产品初现企稳迹象。分析人士表示,经过近期调整,交易所债券估值吸引力有所提升,预计短期资金面好转后,交易所债市可能出现一定的交易机会。

周四上交所国债指数延续高位窄幅震荡,收盘上涨0.02点,成交依旧低迷。盘面上涨,当日上交所共有12只成交国债,其中6只上涨,5只下跌。

与此同时,信用债跌势收窄,初现企稳迹象。上证债指数上涨0.01点或0.01%,收于145.93点;深证债指数则连续8个交易日收跌,盘中该指数一度下探126.90点的近17个月新低,尾盘跌幅收窄,报收126.97点,下跌0.02点或0.09%。此外,沪公司债指数收平于129.96点;沪分离债指数上涨0.12点或0.19%,报收于127.85点;上交所正常交易的14只分离债中仅08宝钢债小幅下跌,其余存债全线上涨。(张勤峰)

□ 本报记者 王辉 上海报道

6月最后一个交易日,央行在公开市场操作中同时发行了50亿元3月期央票和150亿元3年期央票。尽管3月期央票发行利率跟随1年期央票出现连续第二周走高,但市场对于当日操作的关注焦点仍在于3年期央票的复出。对于未来数量调控政策的走向,分析人士表示,中短期内央行数量紧缩力度将会显著降低,而在准备金率手段有望“偃旗息鼓”的同时,公开市场操作将会跃至前台。

3年央票重启备受关注

央行6月30日公告称,当日在公开市场操作中发行了50亿元3月期央票及150亿元3年期央票,未进行正回购操作。发行结果显示,3月期央票与3年期央票发行利率双双上行。其中3月期央票发行利率上行8.16个基点至3.0801%,为连续第二期走高;3年期

■ 论债

下半年债市何去何从

□ 南京银行 黄艳红

时值年中,银行间市场刚刚经历了一场资金面的“银雨腥风”,现在又面对着近期加息落地的预期,在通胀尚未触顶、经济增速尚未明显回落的背景下,下半年债券市场何去何从?

目前市场机构普遍认为,拉动我国经济增长的出口、消费两驾马车动力不足,而投资拉动效应明显,但下半年经济增速会放缓到什么程度呢?首先,从国家统计局发言人和国家领导人的表态来看,目前的经济放缓更大可能是政策主动调控的结果,是符合预期范围之内的,而不是走向经济硬着陆。

其次,我国政府拉动型投资增长模式对经济增长构成支撑。在“十二五”规划以及今年的中央经济工作会议中,调结构、加速推进城镇化、保民生、促公平被确定为未来政府政策的主基调,落实在具体的政策中,积极财政政策成为重要的着力点,这与我国目前所处的经济发展阶段相适应。下半年有望通过发债等手段为保障性安居工程建设解决资金瓶颈。短期来看,政府主导的投资仍然会是我国经济增长的主要推动力。

再次,我们选取社会融资总量和M2分别跟GDP进行拟合,发现M2与GDP的相关性更大。若按照幂函数关系测算,在年末M2增速回落至14%的偏紧预算条件下,对应GDP增速大约在8.3%;若年末M2增速回落至15%,则对应GDP增速大约在9.5%。应该说在目前货币条件下GDP回落至8%以下的可能性不大。

另一个疑问是,通胀能否如期回落?近日温总理撰文谈到,中国已将限制价格上涨放在宏观经济调控的首

“资金池”入不敷出 流动性波动加剧

□ 信达证券 李建朋

近来银行间市场资金面极为紧张,6月份货币利率几乎全月高位运行,隔夜SHIBOR一度突破7%,一周SHIBOR一度攀升至9.0708%。究其原因,一方面,实际负利率导致资金流出银行体系;另一方面,货币政策牢牢控制了银行体系资金流入的“节水阀”。二者共振,造成“资金池”入不敷出,银行体系内“缓冲资金”减少,流动性波动加剧。

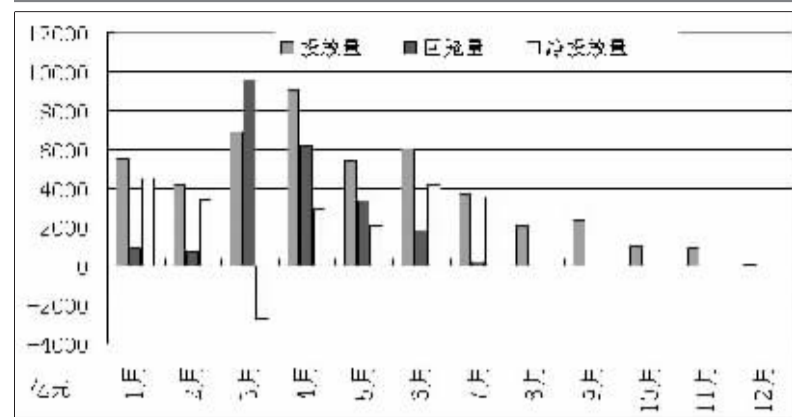
实际负利率促使存款“大搬家”

年初以来,通胀压力持续上升,实际存款负利率贯穿上半年,资金为追求保值增值流出银行体系,存款出现“大搬家”的情况。数据显示,4月份人民币居民户存款净流出4678亿元,5月份虽然转为净流入,但是713亿元的新增量远低于2007年以来月均3000多亿元的水平。

值得注意的是,过去发生居民储蓄存款“大搬家”时,往往伴随着M1同比增速超过M2,存款活期化的现象。而今年不同,M1同比增速下降得比M2还要快,这或许说明:存款搬往的“新家”不再是活期存款,而是“搬”到了银行体系之外。

大量资金转向了收益更高的各种理财产品。数据显示,今年1-6月我国债券型人民币理财产品共发行了5409只,是去年同期的2.18倍;同时,合同上预期收益率下限也明显提高,2011年6

今年各月公开市场到期及投放情况(6月30日统计)



央票发行利率则上行9个基点至3.8900%。分析人士表示,由于本周二1年期央票已经连续第二周走高,本期3月央票利率的攀升也完全在市场预期之内。

WIND统计数据显示,本周公开市场到期资金共计1420亿元,在所有3个

位,并推出了一套有针对性的政策;这些政策已经奏效,中国限制物价上涨的政策使总体价格水平目前处于一个可控的区间,而且预计将稳步下降。但可控,温总理认为通胀回落至4%以下也有难度。

对于债市而言,趋势性行情的出现需要通胀如期回落,但目前面临的挑战依然较大。首先,大宗商品价格的高位回落一定程度上减轻了输入型通胀传导的压力,但目前油价、电价等资源产品价格管制对市场价格扭曲导致的副作用越发明显。很多电力企业考虑到成本压力不得不减少电力供应,所以造成了部分城市的电荒,下半年价格改制的力度可能会随通胀压力的减少而适度加强。也就是说,新涨价因素部分会在PPI向CPI传导方面有所加强。另外,企业利润受到侵蚀较多,从2010年2月的高点快速下滑,而企业主营业务成本同时快速提升,未来一旦企业被迫转嫁到CPI,则成本推动型CPI有望加剧。

其次,近期猪肉价格的大幅上涨增加了CPI的不确定性。由于过去2年里猪肉价格的下跌,挫伤了养殖户的积极性,虽然2011年2月份生猪存栏规模同比增速开始转正,2011年5月全国能繁母猪的规模同比增速也开始转正,但供给不足带来的价格上涨由于生猪本身的生产周期和养殖成本、人工成本、运输成本的提高,价格上涨仍会持续3-6个月。

再次,从通胀的货币基础来看,社会融资规模仍然较大。在过去9年的时间里,我国社会融资总量增长了近7倍,今年一季度社会融资总量为4.19万亿,比2010年同期仅减少了2621亿元,按照目前企业融资、委托贷款发展态势,下半年社会融资总量不一定低于

月平均值为3.68%,而去年1月平均值仅为0.89%。

值得注意的是,资金在银行体系外流动,加重了市场流动性的迷路,减少了M2对于市场流动性的指示作用。而这可能会导致以M2为中间目标的货币政策出现过松或者过紧的局面。

货币政策“节水阀”严控流动性

由于人民币升值和利率调整的双重预期,加上美国、日本极低利率,套息交易(借入低收益货币来买入高收益货币)盛行,国内长期面临着“热钱”冲击,外汇占款超预期增长。2011年前5个月,新增外汇占款达到18112亿元,分别是2009年和2010年同期的2.2倍和1.6倍。

为对冲新增外汇占款带来的流动性,2011年前6个月,央行每月上调法定存款准备金率。目前,大型金融机构存款准备金率已经从15.5%提升至21.5%,中小金融机构已经从13.5%提升至19.5%。受年内连续六次上调存款准备金率及其叠加效应的影响,货币市场利率大幅提升。

与上述紧缩态势不同,公开市场今年前6个月合计净投放资金14420亿元,除3月份净回笼资金2710亿元以外,其余5个月均为资金净投放。这一方面是源于央票发行利率长期与二级市场利率倒挂,发行量一直比较低;另一方面也在一定程度上熨平了上调准备金率等货币政策对市场流动性造成的剧烈波动。

我们维持“人民币汇率、基准利率

上半年累计净投放14420亿元

下半年公开市场或成主要政策工具

月资金净投放。而上半年,除3月份为净回笼外,其余5个月公开市场均维持了单月资金净投放的格局,而上半年央行在公开市场累计净投放资金14420亿元。

公开市场操作有望逐步放量

值得注意的是,在本周操作结束后,市场对央行公开市场操作的关注焦点,正由加息预期转向操作方式和数量调控力度的揣测。分析人士指出,未来公开市场操作有望迅速恢复常态化,前期诸如10亿元、20亿元的央票地量发行状况将会发生转变。

国泰君安分析师周文渊表示,在上周短暂暂停一期公开市场操作之后,央行本周迅速推出3年期央票,这可能更多体现了央行再度将数量调控重心转向公开市场的意图。该分析人士指出,央行不可能一直依赖于准备金率这一非常规手段来对冲外汇占款和公开市场到期资金,因此,温和放大

期限的央票发行完毕后,本周公开市场再度迎来单周资金净投放,净投放量为1200亿元。而这也是央行公开市场操作连续第7周实现净投放,7周累计净投放资金6140亿元。

数据进一步显示,6月份全月央行净投放资金4160亿元,为连续第三个

公开市场操作力度、恢复公开市场操作常态化,也是在情理之中。此外,从未来一段时间公开市场偏低的到期资金量来看,选择相对温和的公开市场操作,也能够轻松实现政策的对冲。

与此同时,上海一大行交易员也指出,在上半年连续6次提准、法定准备金率已达到21.5%的超高水平后,中短期内央行数量紧缩力度预计将会大大降低。一方面,除非外汇占款出现大幅度上升,准备金率未来将很难再继续提高;另一方面,预计央行也可能在后期的公开市场操作中转为资金小幅净投放或小幅净回笼,在准备金率不再提高的情况下,这将会大大缓解前期持续紧张的市场情绪。

统计数据显示,7、8、9月公开市场单月到期资金分别为3720亿元、2060亿元和2390亿元,均较6月份的6010亿元出现大幅下降。在此背景下,央行完全可以仅通过公开市场操作这一种手段,实现资金的净回笼。

上半年人民币对美元升值2.33%

伴随国际市场上美元表现疲弱,今年前6月人民币对美元累计升值2.33%。与此同时,人民币对欧元和英镑则出现不同程度的贬值。

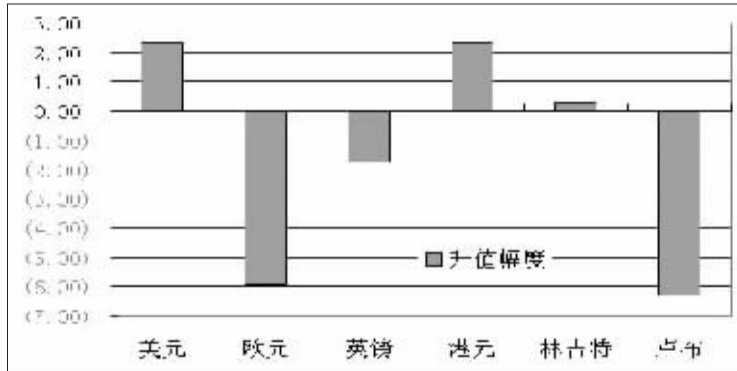
中国外汇交易中心公告显示,6月30日银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价报6.4716,较前一日交易日微涨2个基点。至此,人民币对美元汇率上半年的“行程”宣告结束。以中间价测算,6月份人民币对美元累计升值129个基点,升值幅度为0.2%;前6个月人民币对美元累计升值1511个基点,半年升值幅度达到2.33%。期间人民币对美元最高价位为6.4683。

总体来看,上半年在美元探底过程中,人民币对美元保持了升值

的势头,各月因美元走势波动,升值幅度亦有所差异。其中,今年1月份和4月份升值步伐较快,当月人民币对美元升值幅度分别达到0.51%和0.88%。进入5月份之后,因美元指数逐步脱离近3年低点,人民币对美元近两个月单月升值幅度也因此收窄至0.22%和0.20%。分析人士表示,下半年人民币对美元升值可能收窄,双向波动特征有望得到加强。

数据还显示,上半年人民币对欧元汇率则出现了不同程度的贬值。其中,人民币对欧元中间价上半年贬值5.93%,对英镑贬值1.73%。另外,上半年人民币对港元升值2.32%,对林吉特升值0.28%对卢布贬值6.31%。(张勤峰)

上半年人民币对主要货币汇率表现



上半年新债发行规模3.14万亿

前6月发债先扬后抑

6月30日,在11国开40等上半年新债发行工作顺利完成,6月份及上半年债券发行工作顺利收官。数据显示,今年前6月(以发行起始日为准)共发行新债(剔除央票,下同)3.14万亿元,债券融资规模出现较快增长。不过,因二季度资金趋紧,债市融资步伐有所放缓。

今年以来,受制于银行信贷规模控制,企业纷纷转道寻求直接融资。在信贷规模扩张放缓的同时,债券市场融资规模却出现了较快增长。据WIND资讯数据统计结果显示,今年1-6月债券市场共发行新债792只,面值总额3.14万亿元,较上年同期多发293只,8528.5亿元;前6个月发债规模已超过去年全年的60%。

国开行5年期新债获两倍认购

一级市场人气逐渐恢复

因预期跨月后资金面将继续回暖,机构配债需求开始逐渐释放。本周四,国开行新债获得两倍以上认购,中标利率与二级市场基本持平,显示一级市场招标热情有所恢复。

本期国开债为5年期固定利率债券,承销发行不超过200亿元,设立基本承销额,是国开行今年发行的第四十期金融债。据中债网发行快报,11国开40中标利率为4.33%,落在市场预测区间中值附近,与二级市场利率较为贴近;另据一位市场交易员透露,本期债券基本承销额为75亿元,余下125亿元招标额

具体来看,上半年各类债券发行规模分别为:国债8074.32亿元、金融债1.27万亿元、短融4999.4亿元、中票3329.95亿元、企业债1427.48亿元、公司债539亿元,可转债295.2亿元。利率产品中,金融债发行额是去年上半年的2.13倍,增长尤为显著;信用产品中,短融中票及公司债放量明显。

不过,面对日趋紧张的资金面与不断走高的资金成本,上半年月度发债额在3月份达到阶段峰值后,进入二季度开始出现回落。到了6月份,因市场资金异常紧张,一级市场新债流标、削减发行规模、推迟招标日程等现象接连出现,当月发债额已降至5148亿元,为3月份以来最低水平。(张勤峰)

度共获得254.8亿元有效认购,投标倍数为2.04倍。

在隔夜资金利率仍高达5%的情况下,5年期国开债的招标场面虽谈不上“火爆”,但相比此前已经“热闹”不少。上述交易员表示,经过前期上行,目前5年期政策性银行债收益率高出历史平均水平约94bp,具备较高的配置价值。尽管月末资金面仍偏紧张,但在央行持续注水背景下,7月初资金面应该会有所好转,另外可能为市场带来一定的机会。此外,本期债券缴款日安排在7月7日,机构缴款压力相对较小,也为本期债券“加分”不少。(张勤峰)