

730亿 公开市场连续第三周净回笼

资金面缓慢改善趋势不改

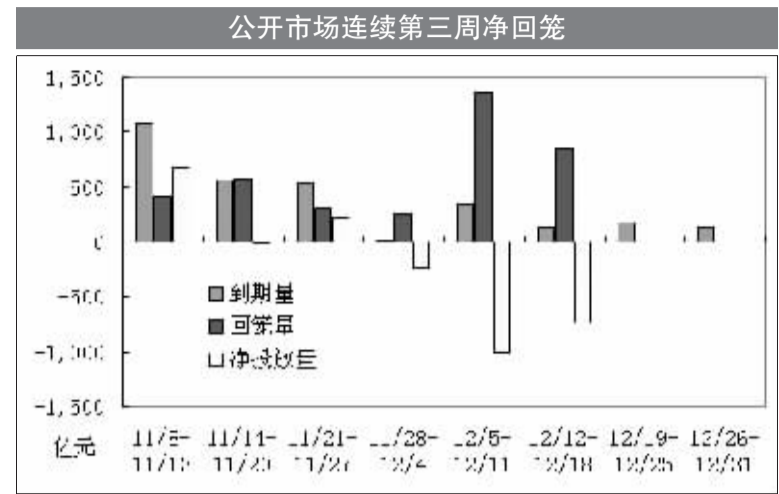
□本报记者 葛春晖

本周,央行公开市场操作以730亿元的规模实现连续第三周资金净回笼。在公开市场三周累计净回笼1980亿元之后,12月5日下调存准率所释放的流动性已经对冲过半。不过,同期银行间市场资金面仍延续了缓慢改善的态势。分析人士指出,财政存款加速释放或是近期资金面保持宽松的重要原因,考虑到12月中下旬将迎来更大规模的财政存款投放,年内货币市场流动性有望继续向好。

三周累计净回笼1980亿元

央行公告显示,15日央行在公开市场发行了30亿元3个月期央票,同时进行了100亿元91天期正回购操作,两项操作中标利率分别持平于上一期的3.1618%和3.16%。

据Wind统计,本周到期资金130亿元,央行已于周二发行380亿元1年期央票并进行了350亿元正回购操作,如无其他操作,本周将实现净回笼730



亿元。这也是央行在公开市场连续第三周开展净回笼,三周累计净回笼规模达到1980亿元。有市场人士指出,5日央行正式下调准备金率所释放的流动性约为3700亿元,公开市场连续三周净回笼之后已将其对冲过半。

对于存准率下调后央行在公开市场大力净回笼,分析人士指出,其

首先是到期规模萎缩所导致的被动结果。11月底以来,公开市场到期量骤降,最近三周单周到期资金最多仅350亿元。与此同时,机构央票需求旺盛又推升了央票发行规模,一增一减之间,公开市场净回笼无可避免。其次,为了避免存准率下调造成流动性短期泛滥,央行有意维持了较大的回

笼力度。最近两周,央行没有为了控制回笼规模而下调央票发行利率,这在一定程度上说明了这一点。其三,明年,特别是明年1月份春节前后,公开市场到期资金仍然偏少,央行有必要加大短期回笼工具使用规模,以维护未来到期流动性的基本稳定。而央行选择在11月底宣布下调存准率,一方面是为了对冲外汇占款下滑,另一方面也是为了给公开市场赢得更多腾挪空间。

资金利率低位平稳运行

在公开市场大力回笼的同时,银行间市场资金面却显得波澜不惊。数据显示,15日银行间质押式回购市场上,主流交易品种隔夜、7天期回购加权平均利率分别收在2.96%和3.45%,较11月28日的3.72%、3.98%分别回落了76BP和53BP。自12月5日以来,两项资金利率始终各自运行在3%以下和3.5%左右的水平。

市场人士表示,市场资金面之所以在重压之下仍保持持续改善态

势,除了下调存款率的因素外,财政存款提前加速释放也是功不可没。央行最新数据显示,今年11月份财政存款负增长3763亿元,投放规模为历史同期最高。这就部分解释了为何资金利率在存准率12月5日正式下调之前便开始下行。

按照以往惯例,财政存款大规模释放主要集中在12月中下旬。分析人士指出,尽管财政部已经有意识地加快了财政存款投放步伐,但预计年底前银行体系仍有望从中获得更多流动性支持。

需要注意的是,由于未来两周公开市场到期资金规模均不足200亿元,继续被动净回笼的可能性较大,加之近日人民币即期汇率连续触及“跌停”显示短期资金外流趋势仍在延续,再考虑到年末、明年春节前资金需求激增,未来市场流动性压力依然不小。多家研究机构据此指出,如果届时出现资金面紧张的状况,央行或于今年底或明年初再次下调法定存款准备金率。

货币政策腾挪空间有限

□上海证券 胡月晓

2012年货币政策无论“向左”还是“向右”,都会面临“高墙厚壁”,在货币政策腾挪空间有限情况下,维持现状或为可行选择。

2011年行将结束。回头来看,今年货币政策在实际执行过程中,究竟是属于中性(稳健),还是偏紧?货币当局可能和市场认识存在偏差,货币当局内部也没有达成一致共识。今年3月,银监会主席助理阎庆民表示,今年的贷款增速约为15%-16%,可以保持中国经济平稳。根据测算,贷款增速15%-16%对应着大致相等的货币增速。而今年11月,又有央行货币政策委员会委员表示,当前货币增速只要在8%-10%之间,即可满足正常的经济运行需要。综合诸多货币当局相关官员的表态,当前货币环境是“稳健”还是“偏紧”,市场无法达成统一判断。

面对当前下行的价格走势和经济增长前景,对货币环境判断的不同,导致了明年货币前景的不同看法。一方面,防范信贷风险要求维持偏紧货币环境。维持货币政策的偏紧环境,保持适度的竞争压力,促使经济主体有转型动力,这是中国当前经济转型的客观政策环境要求。毫无疑问,中国宏观经济目前已处于过度货币化的状态。从国际比较的角度,中国目前的货币深化指标(M2/GDP)值(约180%)为美国(约60%)的3倍,日本(约110%)的1.5倍。现代信用货币体系下,信用是通过信贷创造的。从信贷增速上看,危机后中国信贷增速过快,给金

融体系埋下了潜在风险隐患。

2011年9月IMF新提出了一项衡量信贷增长风险的风险预警指标:信贷余额/GDP,该指标如果年增幅超过5%,未来两年爆发金融危机风险将大增。2009年,我国该指标的增长率为21.36%。2010年我国的信贷余额/GDP增速仍处增长状态,未来如回落,信贷累积风险可能会上升。

而另一方面,保持经济平稳要求货币适度宽松。当前我国经济运行现实状况是,同时面临三大泡沫风险(信贷、房地产和影子银行)和潜在高通胀的风险,化解前者三大风险需要在经济结构调整的同时,保持适度宽松的流动性,而治理后者通货膨胀风险则需要收缩流动性。宽松的国际货币环境,化解地方融资平台风险,以及减缓房地产泡沫快速破裂对经济平稳运行的冲击,也需要我们实行宽松的货币环境。

要同时达到上述两个对流动性管理方向相反的目标,需要减少资产价格泡沫和房地产泡沫破裂对银行资产质量的冲击,更确切地说,需要增强银行抵抗泡沫破裂的冲击能力。而要减少银行陷入财务困境的可能性,就需要在收缩流动性的同时,创造长期的低利率环境。从我国货币政策工具的针对性看,加息显然在更大程度上是针对价格水平变动的,其首要目的是治理通货膨胀。因此,我们认为,未来我国货币退出将以数量性措施为主,加息只能是偶尔为之,而数量工具又主要取决于未来外汇占款的变动情况。总而言之,未来我国货币政策的腾挪空间较为有限。

3.74% 11农发20中标利率低企

中国农业发展银行15日招标发行了2011年度第二十二期金融债。作为该行本年度最后一期金融债,中规模招标的结果为其本年度金融债发行工作顺利画上了句号。

本期债券为7年期固定利率金融债,招标规模不超过150亿元,可追加,招标规模不超过150亿元,可追加,据交易员透露,本期债券中标利率

为3.74%,落在此前机构预测区间偏下位置,且较前一交易日中债估值水平走低近8个基点。认购方面,首场认购倍数约1.5倍,100亿元的追加额度未追满。

市场人士指出,近期债券一级市场发行保持了利率低企态势,显示配置机构对于债券后期走势仍

具有较强的信心,认为收益率还有下降空间。不过,短期来看,由于前期债券收益率累积了较大降幅,债券二级市场进入阶段性盘整,因此限制了交易型机构的参与热情,再加上年底机构拿券意愿本身就不强,从而导致本次招标认购倍数较为一般。(葛春晖)

■ 交易员札记

资金面好于预期 债市期待新突破

□中国邮政储蓄银行 时旭

周四的91天正回购有所缩量,但本周公开市场净回笼依然达到730亿元。此外周四还有近800亿的准备金补缴,加上存款上升导致的准备金正常上缴,一些投资者预期周四市场资金面会开始趋紧,回购利率会有所上行,但是令人意外的是市场似乎并没有受太大影响。近来人民币连续触及“跌停”,外汇占款应该不太理想,下调存准释放的4000亿资金也通过各种渠道回笼了2700亿左右,唯一能解释资金面好于预期的理由是财政存款流出可能好于预期。

周四发行的7年期农发固息债依然保持强势,3.74%的发行利率依然低于二级市场,一级市场也对二级市场有所带动,但是其后追加发行未获足额认购,午后二级市场也有所降温。受资金面趋紧的预期影响,其他品种交投较冷清,不过收益率保持稳定。当前收益率纠结主要基于以下两方面因素:一方面,市场担心资金面紧张和获利盘出货。央行各渠道回笼货币和一年央票不断放量发行给市场释放货币政策仅仅是“微调”的信号,年内大幅做多可能面临资金面和政策的风险,而9月份以来收益率

已有相当幅度的下行,获利盘也有了结的冲动;另一方面,机构看好明年债市,踏空风险远高于暂时的收益率波动风险。尽管有春节的扰动,通胀明年一季度料将看到明显回落,值得关注的是外汇占款下降可能对货币供给产生的影响,不仅将导致M2持续下降,而且存贷比红线下降给经济增长提供足量信贷将变得越来越难,央行公布的11月份M2、M1增速剪刀差持续增大也表明实体经济活力正在逐渐消失。在这种背景下货币政策特别是存款准备金率继续并持续性下调的可能性在增加,这也构成了继续做多的直接理由。

“少年”债市应着力解决成长烦恼

□中国银行间市场交易商协会 申世军

作为资本市场的重要组成部分和提高直接融资比重的主渠道,近年来债券尤其是企业债券市场服务经济发展的作用愈加明显。为进一步提高服务效能和作用空间,当前正处于“少年阶段”的企业债券市场应着力解决“成长中的烦恼”。

我国企业债券市场当前仅处于少年阶段

虽然近几年我国企业债券市场发展迅猛,但横向来看成长性不足的特征依然明显,可以说正处于“少年时期”。根据亚洲开发银行的数据,截至今年9月底,从绝对规模来看,我国企业债券规模仅为773亿美元,略高于韩国,但较日本仍有近400亿美元的差距;相对规模来看,我国企业债券占GDP的比重仅为11%,而同期韩国约为64%,马来西亚约为40%,新加坡为33.5%,日本约为19%。

少年债市面临三方面的成长烦恼

一是什么是适合我国特色的债市发展模式。当前市场出现关于债市统一与否的讨论。对此,需要明确的一点是,不能笼统地看待统一与否,而要看是否有利于市场的快速发展。从历史上来看,我国债市曾是统一的,不存在监管竞争,但却长时间裹足不前,甚至“深度昏迷”。2004年,我国企业债券规模仅为243亿美元,不及同期韩国的十分之一,仅为日本的四分之一。1998-2004年的6年间,市场规模仅增加230亿美元,不及目前一个月的发行规模。而随着2005年短

期融资券“备案制”的实行,尤其是2007年后非金融企业债务融资工具“注册制”的实施,我国企业债券市场才算正式步入快速发展阶段。可见,统一与否并非债券市场发展的决定条件,真正激发市场活力的关键是“备案制”尤其是“注册制”所体现的市场化特征。二是我国债券市场如何消除制约创新的“藩篱”。近年来我国债券市场尤其是企业债券的发展,主因在于正确的市场化理念指引和自上而下的创新机制推动。与自下而上的创新相比,这种创新思路既可有避免创新过度引致风险积聚的弊端,也能充分拓展市场发展空间。与此同时,当前的一些法律法规和监管做法,比如对企业发行债券余额不得超过净资产40%的规定,对部分投资者投资特定债券品种的限制,对自律组织在监管体系中的定位未予明确等,也在一定程度上压缩了创新空间,成为市场发展亟待消除的“藩篱”。

三是债券市场如何尽快成为资本市场的主体。成熟经济体中,股票、国债、企业债券的规模依次从小到大,呈金字塔结构,债券市场是资本市场的主体。我国资本市场则呈现“股票市场大,债券市场小”的倒金字塔结构,且这种结构还在不断强化。据统计,自2009年以来,我国股票市场募资总额连续3年居全球首位,募集资金比同期美国市场高出56%,分别是日本、西欧和中国香港的7.9倍、1.15倍和1.4倍。与股票相比,债市规模则要小得多。因此,当前需给予债市更大政策倾斜,尽快扭转债市市场和股票市场的“倒金字塔”结构,确立债市在资本市场中的主体地位。

发展债市需做到“三坚持,三防止”

为充分发挥债市作用,当前需要妥善处理市场成长中的各类问题,遵循规律,尊重现实,探索一条适合我国国情和现阶段市场特征的债市发展之路。

一是坚持市场化的理念,务必防止重走行政审批的老路。进一步促进我国企业债券市场发展,首要就是统一市场发展的市场化理念,充分尊重和发挥市场机制的作用,适度减少政府的行政干预和审批,不能再走“重审批、轻市场”的老路。而秉承市场化的理念和操作,充分发挥“注册制”的作用,也是当前欧美债券市场的通行做法。

二是坚持推动创新的步伐,务必防止为创新设置过多“藩篱”。要赋予债券市场更加宽松、稳定的创新环境,而对于创新过度可能带来的风险积聚问题,在自上而下主导的模式下则不必过于担忧。尤其是,这种自上而下的创新模式需要以适度的监管竞争存在为依托和土壤,否则容易产生创新集权,最终结果将是创新严重不足,于市场发展非常不利。

三是坚持弥补短板”的策略,务必防止“倒金字塔”结构强化。市场参与方面,适度放宽企业利用债券融资的门槛和法律限制,拓展各类投资者参与市场的广度和深度;基础设施建设方面,完善信息披露、投资者保护、资信评估等方面的规范和制度设计;市场发展方面,少一些利益之争,多推出一些普惠市场的得力举措,少一些细枝末节的纠结,多一些市场观念的融合。

人民币兑美元即期再触跌停板

伴随国际市场美元持续走强,15日境内美元兑人民币中间价连续第三个交易日走高。与此同时,银行间市场上资金继续追捧美元,导致人民币兑美元即期汇价在当日多数时间封住“跌停板”。

隔夜意大利标售国债收益率再创新高,惠誉调降欧洲五家大银行信用评级,市场担心法国等核心国主权评级遭降,欧债危机已经令投资者对于欧洲经济前景信心尽失。受此影响,欧元兑美元汇率跌破1.30关口,美元指数则刷新11个月高点至80.73。

欧元下跌拖累非美风险货币纷纷下跌。中国外汇交易中心15日公布,当日国内银行间外汇市场美元兑人民币中间价为6.3421,较上一交易日上行25个基点连续第三个交易日上探。询价市场上,美元兑人民币高开高走,全天大多时间封在6.3738位置,涨幅达到当日中间价0.5%的上限水平,尾市小幅回落至6.3735;较上一交易日上涨29个基点。这意味着,自11月30日以来,人民币兑美元即期汇率已经有十一个交易日盘中触及“跌停”。

市场人士指出,近期海外市场美元风头正健,短期内人民币兑美元即期汇价也将维持弱势,但这并不预示未来人民币将进入大幅贬值通道。总体来看,明年人民币对美元有望继续小幅升值,但升幅可能会放缓。(葛春晖)

11国开61确定利率簿记区间

国家开发银行将于今日(16日)公开发行其10年期固息债11国开61。与以往不同的是,本期国开债将以簿记建档方式发行。在正式发行前一日,主承销商中信证券公布了本期债券的利率簿记区间等。

据中信证券公告,本期债券前三年的票面利率通过簿记建档方式确定,簿记区间为2.70%、3.70%;如投资人继续持有本期债券,则后七年的票面利率在第一年基础上加50个基点;承销团成员的全面申购利率须满足利率区间限定要求。具体申购时间为12月16日14:00-15:00。承销团成员须在申购时间内向簿记管理人提交《申购要约》。发行人与簿记管理人将采用单一利率(荷兰式)招标的方式最终确定本期债券的发行利率。

据悉,11国开61为10年期固定利率投资人选择权债券,发行总量不超过150亿元,按年付息。投资人可选择在2014年12月21日向发行人全部或部分回售该债券或继续持有该债券至到期。(张勤峰)

正股拖累转债下跌

短期以防御为主

尽管有转债价格做支撑,但在正股疯狂杀跌之下,可转债市场未能幸免调整。周四,两市可转债产品多数继续下挫。市场人士表示,短期可转债市场仍以防御为主。

具体来看,周四双良转债因存量余额过低已正式退出二级市场交易,石化转债则因召开股东大会讨论下调转股价格而暂停交易一天。其余正常交易的17只转债产品之中,有5只上涨,11只下跌,1只收平。国电转债继续领涨,净价上涨0.93%;燕京转债上涨0.25%,涨幅第二;巨轮转债跌幅较上一交易日有所扩大,跌幅跌幅榜第一,下跌0.96%;澄星转债下跌0.74%,跌幅居第二位。成交方面,国电转债全天成交2.97亿元,居成交排名之首;其次是工行转债,成交7969万元,中行转债成交6258万元,列第三位。总的来看,17只可转债净价平均下跌0.14%,整体跑赢正股跌1.62%约1.5个百分点。

有市场人士表示,经过近期调整,转债平均纯溢价率正回归历史低位,在债性支撑作用下,转债尤其是偏债型品种向下空间有限。然而若要向上,则要依赖于正股市场的表现。目前无论是从市场扩容,还是正股走势而言,短期内转债市场仍然看不到赚钱效应,建议继续以防御为主。(张勤峰)

■ 外汇市场日报

意债收益率走高

亚市欧元兑美元汇率徘徊于1.30下方

□东航国际金融公司 陈东海

15日隔夜,德国总理默克尔说欧元区债券可能是一个错误,不会解决危机,ESM及EFSF总上限不超过5000亿欧元。美国统计局公布的数据显示,英国11月失业金申请人数增加0.3万至160万。意大利和德国国债收益率达4.7%,创欧元诞生以来的新高,其10年期国债收益率再度突破7%的关口至7.169%。意大利等国国债与同期德国国债收益率利差扩大,加剧市场对于欧债问题的担忧。由于欧美市场传来上述若干负面消息,欧洲三大股指大跌,其中法国CAC指数收盘下跌3.33%,而美国三大股指跌幅均在1%以上。汇市情绪低落,欧元兑欧元1.3000,最低探至1.2945,美元指数持稳于80.00以上。

15日新西兰公布11月BNZ制造业表现指数为45.7,前值为46.5。亚洲市场主要股指下跌,澳元、纽元温和走强。日本第四季度短观报告数据好坏不一,日本经济大臣川元久表示,短观报告后经济展望不变,将采取行动防止经济下滑风险,美元兑日元轻微回落。

15日欧洲市场时间,欧洲三大股指开盘上涨。法国和德国公布的12月制造业采购经理人指数初值均优于预期和预期。但是由于对于欧元区债务问题的担忧,意大利的国债收益率微幅上扬。欧元在欧洲开市后上冲至1.3038,随后回落。

在欧盟有关财政联盟问题的峰会以后,利好作用非常短暂,国际评级机构继续看淡欧元区、欧盟和欧洲主要银行的前景。近日惠誉连续下调了东欧四国主权评级以及经济增长预期,并下调法国、丹麦、芬兰、荷兰所属的五家大型银行和银行集团的长期信用评级。因此市场尚没有恢复信心,欧洲债务问题依旧。同时由于财政紧缩,欧元区和欧盟经济在2012年前景不佳,都给欧洲债务问题的解决增加了困难。因此,欧元中期弱势震荡的格局尚未改观。

票据转贴利率连续持稳

近期货币市场利率稳中略涨,且临近年底部分机构出于调整信贷规模而在出票压力,票据市场转贴利率未延续上月末以来的回落势头,近几日连续持稳。

中国票据网公布的数据显示,截至15日16:30,当天共有38家金融机构登录“中国票据”网发送了48笔报价,报价金额累计256.65亿。其中回购报价22笔,报价金额187亿;转贴报价26笔,报价金额69.65亿。其中,当天26笔转贴报价中,买入10笔,加权平均利率8.5335%,最高9.4000%,最低8.2200%;卖出16笔,加权平均利率8.4986%,最高

9.6000%,最低7.9200%。

有交易员表示,临近年底各家机构出于调整信贷规模而在出票压力,但与此同时,购票机构也相当积极,票据市场转贴利率整体持稳。数据显示,12月15日报价以1000万六个月为标准的银行转贴利率月息为6.1%,已连续四个交易日持稳,较本月7、8两日的5.8%略微走高,但总体低于月初6.5%左右的水平。

市场人士表示,年底是资金需求高峰,且预计短期货币政策大幅放松的概率不大,转贴利率的下行空间有限。(张勤峰)

上证国债市场续创新高

信用产品普遍回调

受中小行缴准与央行净回笼影响,周四资金面稳中偏紧,抑制了债券市场表现。当日交易所债券以调整为主,上证国债盘中续创新高,但涨幅明显收窄,信用产品则跌多涨少。

周四上证国债指数开盘续创新高后,逐步震荡上行,最高涨至131.14点,刷新历史新高纪录,随后有所回落,尾盘收于131.13点,涨0.01%或0.01点,连续第九日上涨,且收盘价连续第五日创新高。当日上交所国债共成交11只国债,成交金额合计1.83亿元,其中4只上涨,4只平盘,3只下跌。

交易所信用债指数全线收跌。