

七天回购急挫逾两百基点

资金面回暖难持久 降准料渐行渐近

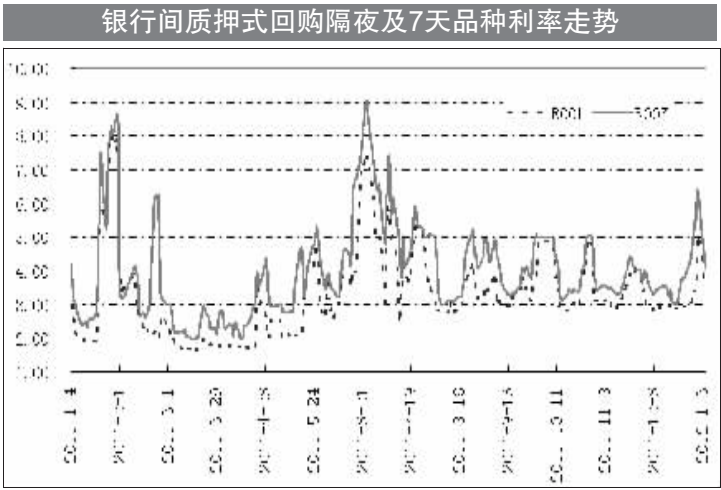
□本报记者 张勤峰

新年伊始，资金市场峰回路转，4日中短期资金利率普现逾百个基点的回落。分析人士预计，随着年末因素消退，资金面将迎来一定的改善。资金市场“年关行情”历来如此。不过，元旦刚过，春节又近，资金面回暖注定将是短暂而有限的，春节前银行流动性面对多重考验，预计央行再次降准已经不远。

新年资金市场拨云见日

2011年最后两周，资金市场再度遭遇年底之困。节日备付、年终考核、公开市场净回笼以及外汇占款负增长，传统因素与新增压力一道，推动资金成本再现阶段性明显上涨。代表性利率方面，银行间7天质押式回购利率12月19日为3.02%，至年底一路走高至6.33%，期间上涨330BP，利率升幅及绝对水平与2010年末时较为接近。

跨过年底的紧张，资金市场在2012年首个交易日瞬间回归宽松。1月4日，货币市场利率全线回调，中短期品种跌幅普遍超过100BP。以质押式回购为例，1个月



以内回购利率整体下行180BP。短期品种方面，隔夜回购利率由前5.01%跌至3.50%，下行151BP；7天回购利率降幅尤其突出，径直由前6.33%跌至4.08%，下行了225BP；中期品种方面，14天和21天回购利率分别降至4.75%、4.9%，降幅为173BP和168BP。

在利率大举回调的同时，中短期品种成交量亦显著放大。与2011年最后一个交易日相比，隔夜回购成交骤增905亿元，7天回购增加864亿元，7天品种增加1269亿元，这一方面源于节后涌现出

大量到期的跨年资金，另一方面也是因5日为今年首个准备金计交日，市场对短期资金依然存在较大需求，从而造就了短期资金供需两旺的局面。相比之下，长期限品种需求寥寥，成交清淡，利率水平则基本保持稳定，如1个月回购利率为5.94%，仅回落了4BP。

年底前趋紧，跨年后走松，资金市场“年关行情”历来如此，体现了节日备付与指标考核等年末因素的短期扰动。新年伊始，年末因素消退，资金面重新走宽便势成必然。不过，新年首日短期资金

利率暴跌，或表明年前资金利率存在一定的虚高成分。尽管多重压力不容小视，但毕竟年底财政存款释放仍对流动性构成支撑。有交易员表示，上周银行间债券收益率不升反降，表明市场资金面“明紧实松”，与2010年末“形似神不似”。

短暂休整迎接春节大考

或许，年前资金面趋紧，不过是历史的再一次重演。但是，元旦刚过，春节又近。鉴于今年春节靠前，资金面有限改善后恐将再迎“枯水期”，新一轮流动性紧张山雨欲来，为货币松动再次出手埋下了伏笔。

Wind数据显示，今年1月公开市场到期量为1260亿元，基本集中在上半月（即前两周）到期，有1240亿元。以目前看，月初资金面或存在一定的改善空间。不过，考虑到今年农历春节在1月23日，机构相应的会在春节前两周即陆续开展备付工作，资金面的改善注定将是短暂而有限的。

更值得注意的是，今年春节前的流动性形势颇不乐观。首先，春节历来是现金需求的高峰期。数据显示，2011年1月当月流通中

现金增加了1.34万亿元，即便保守估计今年流通中现金增量为1万亿元，也基本能够将去年12月财政存款释放的资金量冲销殆尽。其次，新增外汇占款与公开市场投放额度有限，而财政存款的回笼作用又将显现。假设1月外汇占款增加500亿元左右，公开市场到期资金全数投放，能够提供的基础货币供应也不足2000亿元，但是1月是季度首个月份，财政存款因国企缴税因素将恢复增长，以去年同期增量估算，今年1月基础货币最终很可能将出现净减少。另外，1月中小银行仍需补交保证金存准1000亿元左右，加上因存款基数增长补交一般准备金，综合来看商业银行超储率重新下滑已成定势。

在“宽货币”的政策氛围下，春节前流动性的现实压力，使得货币数量型放松存在客观必要。东方证券报告指出，在不下调存准率的情况下，春节前市场资金面将会异常紧张。而实际上即使下调存准率0.5个百分点，释放资金3700亿元左右，春节前市场资金面仍会较为紧张。招商证券同样认为，央行再次下调存准率的时点就在春节前。

收益率涨跌互现

春节前债市维持窄幅震荡

■交易员札记

□长江证券 斯竹

2012年首个交易日，债券市场总体保持平稳，收益率涨跌互现，早盘时交投较为清淡，午盘后热情渐涨，中长期利率品种及高评级信用品种交投活跃，收益率呈现小幅上行。

国债方面，中长期券种收益率小涨，5年期如11付息国债22成交在3.03%，上行约3BP，7年期如11付息国债21多笔成交在3.34%，小涨2BP，9年期11付息国债02成交在3.43%，此外，剩余期限约10年的11付息国债24成交在3.43%，2.4年的11付息国债13成交在2.84%附近，3年期11付息国债25成交在2.86%附近；金融债方面，9.8年的11国开58成交在3.99%—3.97%，小涨约1BP，6.97年的11农发20成交在3.73%附近，4.93年的

11农发19成交在3.89%附近；央票方面，1年期品种多笔成交在3.47%—3.49%，2.8年的11央票81成交在3.44%—3.46%。

信用债方面，AAA评级的券种成交相对活跃，短融如27天的

11中铝业CP02成交在5.15%—5.20%，5个月的11中色CP01成交在4.95%，10个月的11开深CP01成交在5.05%，1年期的11电网CP02成交在4.70%，此外，AA评级的不

到半年的11神火CP01成交在6.30%附近，剩余期限不到1年的11东莞海龙CP01成交在7.1%附近；中票如3年的10陕煤化MTN1成交在4.85%，5年期的11粤电MTN2成交在4.87%。

从资金面来看，资金价格经过上个交易日的突涨之后呈现显著回落，融出报价较多。银行间质押式回购隔夜品种大降151BP至3.5%，7天品种大降

225BP至4.08%，14天品种大降173BP至4.75%。但预计春节前资金利率难以出现显著回落，仍维持在相对高位整理。就交易情况来看，目前高评级的信用品种及中长期利率产品仍是机构交投的重点。从基本面来看，当前经济下行的趋势仍未改变，市场对于上半年经济增速放缓的预期仍然存在，春节前债市或将持续窄幅震荡。

4日银行间质押式回购成交情况							
回购代码	最新利率(%)	成交量(万元)	前日成交量(万元)	变动(万元)	加权平均利率(%)	前加权平均利率(%)	变动(BP)
R001	3.5	36111146.3	27058086.5	9053059.8	3.5009	5.0109	-151
R007	4.07	11854421.5	3214512.6	8639908.9	4.076	6.3298	-225.38
R014	4.73	3358319.5	659400	2698919.5	4.7516	6.481	-172.94
R021	4.9	30000	74840	-44840	4.9	6.5767	-167.67
R1M	5.95	303130	175650	127480	5.943	5.9798	-3.68
R2M	5.85	220302	89920	130382	5.9267	6.0092	-8.25

人民币对美元中间价即期价同创新高

□本报记者 王辉 上海报道

受元旦假期期间美元走软以及人民币汇率内在走强因素推动，2012年首个交易日，人民币对美元汇率中间价再度站上汇改以来的新高点。中国外汇交易中心4

日公布的数据显示，1月4日银行间外汇市场人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3001元，较2011年最后一个交易日的6.3009走低8个基点，人民币对美元中间价从而再创汇改以来的新高。

元旦假日期间，美元指数在1

月2日、3日合计下跌0.52点或0.55%，澳元、欧元等主要非美货币对美元汇价均录得较大涨幅。分析人士称，新年首个交易日人民币汇率由此跟随非美货币走强、再度改写新高纪录。与此同时，人民币汇率中期强势格局仍

在延续，预计中短期内人民币汇率都将续写新高。

即期汇价方面，银行间外汇市场美元兑人民币4日收报6.2946元，较上个交易日收盘价6.2940元微涨6个基点，盘中最低6.2919元，再创历史新低。

升值一如既往 触跌停引发热议

人民币日内波幅宜扩大

和马来西亚林吉特对美元分别贬值2.30%、贬值0.80%、贬值4.69%和贬值3.30%。因此，人民币在2011年整体的升值态势与其它新兴经济体对美元贬值的态势有所不同。

比照美元指数以及人民币与新兴经济体货币对美元汇率的全年走势，可以清楚地看到，人民币汇率连续跌停与其说是体现了人民币汇率趋势转向的担忧，倒不如说暴露了日内人民币波幅过窄的技术瓶颈。

新年尾频现跌停 凸显波幅区间限制

2011年的人民币汇率整体趋势呈现升值，尽管在国际比较中显得与众不同，但是基本符合国内外市场的预期，并没有太多悬

3月期央票继续停发

□本报记者 王辉 上海报道

受市场资金面偏紧、3月期央票一二级市场收益率显著倒挂等因素影响，央行本周四再度暂停央票发行。有分析人士指出，最近几个交易日都可能成为存款准备金率再次下调的敏感时间窗口。

央行4日晚间未公布次日的央票发行公告，加上消息人士证实当日商业银行等主流机构未上报央票需求，本周四央票连续第二周出现暂停。上周，央行时隔6个月停发3月央票，当周通过公开市场净投放资金90亿元。市场人士表示，疲软的

新年首期国开债将于10日亮相

国家开发银行于日前公布了其2012年部分关键期限债券的发行计划。该行今年计划每月发行一期关键期限债券，发行量均为200亿元。

具体来看，国开行关键期限债券包含5年期和10年期两个固定利率债券品种，交替逐月发行，每期计划发行量均为200亿元，全年计划发行12期，合计发行2400亿元。国开行关键期限债券发行均安排在周二或周四进行，且全部为每月上旬发行。首期10年期固定利率

债券将于1月10日（周二）率先发行。另外，国开行表示，可视市场情况对上述债券品种进行调整，如追加或调减发行量、变更债券发行要素等，并于发行前三个工作日公告。

据Wind资讯统计，2011年全年国开行共发行金融债62期，实际发行总额为1.06万亿元。有市场人士表示，2012年是新发国开债按零风险权重计算的最后一年，融资优势或将驱使国开行融资规模继续维持在相对高位。（张勤峰）

■债市策略汇

利率产品

东方证券：抓住利率债最后的配置机会

资金面偏紧带动短债收益率小幅上行，而长端收益率却略有下行，看好后市的投资者提前布局推低中长端收益率水平。10年期国债从3.48%回落至3.42%。元旦过后回购

利率将会有所下行，但幅度有限，受春节因素对资金面扰动的影响，春节前回购利率可能比年底水平还要高，1月份建议投资者抓住利率债最后的配置机会。

招商证券：或有调整 是为蓄势

虽然债市行情已经整体维持了三个月，但从宏观面来看，10年期国债收益率的底部应该在3.2%一线，目前利率产品的利好尚未完全兑现，在基本面和政策面支撑下，利率产品的慢牛行情有望延续。不过，也必须考虑到降息预期兑现可能会比较靠后，短期流动性的波动均会扰动债券收益率，1月份在资

金面扰动下收益率若出现回调应是为下一波行情蓄势。投资策略方面，1月份资金面的变化或将扰动债市，但不会改变债券走牛的中期趋势，资金面扰动下债券收益率走高也正是继续介入的量级。目前长期利率产品依然比较安全，宜选择期限为10年期及更长券种，品种上金融债胜于国债。

信用产品

华泰证券：看好中高等级信用品

考虑到政策首要目标已转向“稳增长”，外汇占款连续两月负增长，以及存准率依然维持在绝对高位，春节前再次降准是大概率事件。但即使单次降准0.50个百分点，也不足以大幅度改善银行间资金面，紧平衡在春节前仍然难以打破。对于债市来讲，下一波上涨或在降准后，但收益率下行的幅

度或较为有限，一方面银行间资金面依然维持偏紧，另一方面更实质性的降息短期依然难以发生。投资策略方面，继续推荐投资者布局中高等评级信用债，仍然以中短端为主。资金充裕的投资者可重点关注一级市场或新上市的中高等级信用品种，中票、公司债最佳，短融次之。

华泰联合：谨慎看待新年攻势

在2011年11月信贷增长总体仍较平稳但到12月份有望进一步加快反弹背景下，我们认为市场期待的债市新年攻势并不具备有利条件，建议仍宜从票息稳健当收益角度出发优先投资信用产品冲击相对有短品种。配置类需求目前可积极参与偏短信用产品，主

要是兼具估值优势又具较好流动性的品种，包括各评级短融以及中高评级3年期中票。交易盘可重点利用资金利率超调情况下的波段机会，近期R007脉冲上行对高流动性信用产品冲击相对有限，建议可逢跌抄底AAA级短融及3年期AAA级中票。

国泰君安：偏债型个券有望上演估值修复

短期来看，股市仍在震荡寻底，右侧确认尚需时日，而转债市场股性估值也相对合理，未来上行空间有限，偏股型个券的机会仍需等待。但因转债价格近期调整，转债市场债性估值再度回落，逐渐靠近2011

年9月底。与01—05年相比，低债底偏债型个券有5—10%的修复空间，其中川投、海运、歌华转债值得期待，相关个券有望再演估值修复行情。中期来看，转债市场大反弹仍需要股市的配合。

中金公司：持有兼具安全边际和股性的个券

转债市场已经重回底部区域，不少个券已经进入右侧。由于债底的保护，持有转债的风险较为可控，但存在一定的机会成本。股市仍处在复杂格局中，震荡格局仍是主旋律，拐点还不清晰。因此，转债品种还难言重仓价值，但已经具备埋伏价值。总的来看，转债市场2012年获得正回报的概率偏大，但难度难以过于乐观，整体超过信用债略有难

度，大类资产配置上先埋伏并等待投资时钟到来。短期控制仓位，持有兼具安全边际和股性的个券，博弈短期技术反弹和埋伏中期股市转机。对于股性不佳、转股价修正无望个券，除非收益率给予足够补偿，否则持有将面临较大的机会成本，不如持有信用债。中期耐心等待股市探底和新券供给，机会成本降低过程中的低吸机会。（张勤峰 整理）