

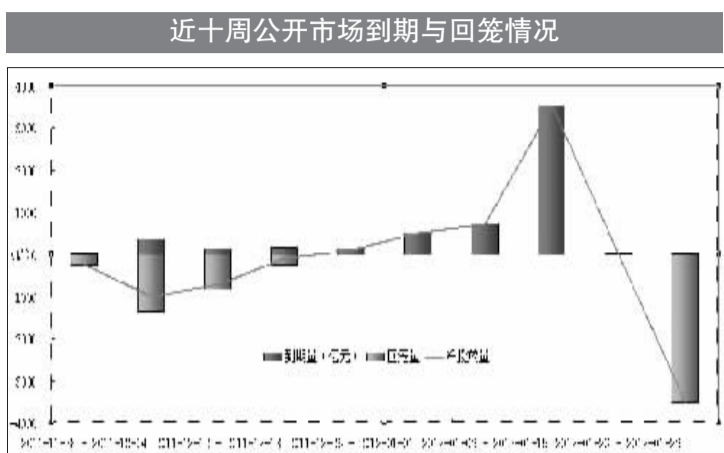
# 逆回购接踵到期 资金面有惊无险

## 打破紧平衡需政策助力

□本报记者 葛春晖

春节后首周,面对公开市场3510亿元的资金净回笼,银行间市场资金面有惊无险,资金利率总体保持平稳。不过,分析人士指出,考虑到公开市场到期资金较少等不利因素,资金面若想摆脱目前的紧平衡格局,还需寄望于央行采取进一步释放流动性的措施。

据Wind资讯统计,本周公开市场到期资金量仅10亿元,周二、周四分别到期逆回购1690亿元和1830亿元,由于央行继续暂停央票发行和正回购操作,本周公开市场净回笼资金3510亿元。从资金面反应来看,本周前四个交易日银行间



市场资金利率保持相对平稳。其中,主流交易品种隔夜、7天回购加权平均利率从周二开始持续徘徊于3%下方和略超4%

的位置。数据显示,2日银行间质押式回购市场上,隔夜回购利率收于2.9728%,与前一交易日基本持平;7天回购利率收于

4.3312%,略降2BP。总体来看,逆回购集中到期并未造成资金市场大幅波动。不过,鉴于隔夜、7天利率仍处3%、4%附近的相对高位,以及14天回购利率由节前最后一个交易日的4.20%上行至5%一线,目前市场资金面总体仍处于紧平衡状态。

对于本周资金面表现,市场人士认为一方面得益于节后流通中现金回流银行体系;另一方面,海外人民币升值预期重新抬头,外汇占款增长情况或好转也有利于银行体系流动性的改善。但展望2月份末几周,市场资金面仍面临着多重考验。其一,公开市场到期资金量仅剩110亿元;其二,中小银行将迎来最

后一轮保证金存准缴款,约可冻结资金千亿元左右;其三,在人民币升值预期并未达到前期高位,且国内房地产市场依旧低迷的背景下,外汇占款难有大幅增长。此外,存贷比考核压力下,商业银行年初信贷冲锋也对其资金面构成一定威胁。

分析人士指出,考虑到上述因素,预计未来数周央行都将会继续弱化公开市场回笼操作,与此同时,资金面若想打破目前的紧平衡格局,还需寄望于央行继续采取逆回购或调存款准备金率等放松措施。如果市场普遍期待的降准迟迟无法实现,后市资金面将具有较大的不确定性,资金利率将是易上难下。

# 1月债券托管量环比减少逾800亿

## 大行增持基金砍仓 市场机构渐显分歧

□本报记者 王辉 上海报道

中央国债登记结算有限责任公司2日公布了今年1月份债券托管统计月报。当月统计数据显示,在1月份债券市场托管总量环比下降的背景下,全国性商业银行、保险和券商持债量继续上升,其中全国性商业银行持债规模增加最多,而外资银行、基金等机构持债量则出现显著下降。分析人士表示,经过前期利率产品、高评级信用债轮涨之后,市场分歧正在显现。

### 机构托管量互有增减

中债登1月份债券托管统计月报显示,该公司当月末债券托管总量(含银行间债市及交易所债市)为21.27万亿元,较2011年12月减少852.52亿元。分投资者类型来看,商业银行、基金、证券公司、保险机构四大类主要机构的持债量增减不一。其中,商业银行当月末持债量为14.40万亿元,环比减少115.71亿元,为自2011年9月以来的首次下降;基金当月末持债量为1.64万亿元,环比减少464.91亿元。

值得注意的是,在商业银行持债量下降的同时,全国性商业银行、外资银行、城市商业银行的持债量变化方向并不一致。其中1月份,全国性商业银行持债量环比增加156.70亿元,外资银行减少195亿元,城市商业银行减少185.86亿元。

与此同时,证券公司、保险机构等其他两类主要机构当月持债量则出现不同程度的增长。其中证券公司1月末持债量为1904.62亿元,环比增加52.63亿元;保险机构1月末持债量为20,654.06亿元,环比增加42.82亿元。

市场分歧逐步显现。综合来看,全国性商业银行成为1月市场做多主力,债券托管量净增加额超过了证券公司及保险机构的总和。此外,外资银行与基金则对所持债券进行了较大规模的减持。

针对1月份债券托管统计数据,国泰君安交易员胡达认为,这可能表明部分机构对于债市上行空间已经有所迟疑。胡达称,从货币政策来看,除非是降息,其他诸如降准、逆回购等手段更多的只是改变市场预期。胡

达同时指出,从去年10月份本轮行情启动以来,债市收益率水平整体下降较快,1月中高评级信用债收益率也出现快速下滑,在此情况下收益率进一步下降的空间可能没有之前市场预期的那样乐观。

不过,分析人士同时指出,单一月份的持债数据,并不能全面准确地反映各类机构对于当前债市行情的看法,市场趋势也并不必然会因为机构间的分歧而发生扭转。从近期中金公司、兴业证券、华泰证券等多家机构对于债市中短期走势的最新研判观点来看,在债券市场仍将在较长时间处于政策提振时期的背景下,债市进一步震荡上扬仍是大概率事件,各主流机构仍倾向于继续看多债券市场。

达同时指出,从去年10月份本轮行情启动以来,债市收益率水平整体下降较快,1月中高评级信用债收益率也出现快速下滑,在此情况下收益率进一步下降的空间可能没有之前市场预期的那样乐观。

不过,分析人士同时指出,单一月份的持债数据,并不能全面准确地反映各类机构对于当前债市行情的看法,市场趋势也并不必然会因为机构间的分歧而发生扭转。从近期中金公司、兴业证券、华泰证券等多家机构对于债市中短期走势的最新研判观点来看,在债券市场仍将在较长时间处于政策提振时期的背景下,债市进一步震荡上扬仍是大概率事件,各主流机构仍倾向于继续看多债券市场。

达同时指出,从去年10月份本轮行情启动以来,债市收益率水平整体下降较快,1月中高评级信用债收益率也出现快速下滑,在此情况下收益率进一步下降的空间可能没有之前市场预期的那样乐观。

不过,分析人士同时指出,单一月份的持债数据,并不能全面准确地反映各类机构对于当前债市行情的看法,市场趋势也并不必然会因为机构间的分歧而发生扭转。从近期中金公司、兴业证券、华泰证券等多家机构对于债市中短期走势的最新研判观点来看,在债券市场仍将在较长时间处于政策提振时期的背景下,债市进一步震荡上扬仍是大概率事件,各主流机构仍倾向于继续看多债券市场。

达同时指出,从去年10月份本轮行情启动以来,债市收益率水平整体下降较快,1月中高评级信用债收益率也出现快速下滑,在此情况下收益率进一步下降的空间可能没有之前市场预期的那样乐观。

不过,分析人士同时指出,单一月份的持债数据,并不能全面准确地反映各类机构对于当前债市行情的看法,市场趋势也并不必然会因为机构间的分歧而发生扭转。从近期中金公司、兴业证券、华泰证券等多家机构对于债市中短期走势的最新研判观点来看,在债券市场仍将在较长时间处于政策提振时期的背景下,债市进一步震荡上扬仍是大概率事件,各主流机构仍倾向于继续看多债券市场。

达同时指出,从去年10月份本轮行情启动以来,债市收益率水平整体下降较快,1月中高评级信用债收益率也出现快速下滑,在此情况下收益率进一步下降的空间可能没有之前市场预期的那样乐观。

不过,分析人士同时指出,单一月份的持债数据,并不能全面准确地反映各类机构对于当前债市行情的看法,市场趋势也并不必然会因为机构间的分歧而发生扭转。从近期中金公司、兴业证券、华泰证券等多家机构对于债市中短期走势的最新研判观点来看,在债券市场仍将在较长时间处于政策提振时期的背景下,债市进一步震荡上扬仍是大概率事件,各主流机构仍倾向于继续看多债券市场。

达同时指出,从去年10月份本轮行情启动以来,债市收益率水平整体下降较快,1月中高评级信用债收益率也出现快速下滑,在此情况下收益率进一步下降的空间可能没有之前市场预期的那样乐观。

不过,分析人士同时指出,单一月份的持债数据,并不能全面准确地反映各类机构对于当前债市行情的看法,市场趋势也并不必然会因为机构间的分歧而发生扭转。从近期中金公司、兴业证券、华泰证券等多家机构对于债市中短期走势的最新研判观点来看,在债券市场仍将在较长时间处于政策提振时期的背景下,债市进一步震荡上扬仍是大概率事件,各主流机构仍倾向于继续看多债券市场。

达同时指出,从去年10月份本轮行情启动以来,债市收益率水平整体下降较快,1月中高评级信用债收益率也出现快速下滑,在此情况下收益率进一步下降的空间可能没有之前市场预期的那样乐观。

■ 交易员札记

## 收益率上行或创造低吸机会

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四市场资金面好于预期,隔夜、7天回购利率基本与周三持平。本周逆回购集中到期资金面却未现紧张,市场传言一部分公开市场逆回购获得了展期。我们认为,虽然当前资金面好于预期,但如果降准,二月资金面依然不乐观。春节后现金回流导致存款上升后需正常缴纳的准备金,以及2月15日最后一次存准扩大补缴的准备金均会对市场形成冲击。

周四现券市场延续了自周二下午开始的调整,目前二级市场依然是卖盘占据上风。1年央票表现相对稳健,在3.46%获得了买盘支撑;5-7年的国债和金融债调整幅度较大,10年国债暂时稳定在3.44%附近,Shibor浮息债则延续着逆市上涨的趋势。估计市场的调整还未结束,过去4个月牛市形成的获利盘需要时间消化,资金成本高企让持券无利可图,消息面暂时的真空也无法对市场形

成支撑。春节前后降准预期落空是导致本轮调整的最直接因素。目前现券收益率相对于资金成本显得偏低,当赚钱效应不再的时候,市场抛盘便开始涌现。由于第二次降准迟迟未至,市场的预期也发生了改变。此前市场普遍预期2012年是宽货币和紧信贷的局面,目前至少宽货币的预期开始被质疑。此外,四季度和1月份的宏观经济数据好于预期也打击了市场持券的信心,尤其是四季度GDP8.9%的增长率使得经济硬着陆预期落空。

与08年的牛市相比,本轮债券牛市中政策更加谨慎,经济下行也比较温和,使得牛市的幅度不及08年但时间跨度更长,中间也会出现更多的波段操作机会。宏观政策微调以来,信贷和社会融资放松的幅度并不大,经济和通胀下行的趋势将会延续,牛市的基调依然存在。如果现券收益率继续上行,将出现波段低吸的机会。

## 国开行拟发两期共400亿金融债

国家开发银行公告称,定于2月7日通过中国人民银行债券发行系统招标发行其2012年度第五期和第六期金融债。

12国开05为5年期固定利率债券,发行总量不超过200亿元,按年付息。债券缴款日、起息日为2012年2月9日,上市日为2月15日,兑付日为2022年2月9日。发行人对本期债券保留增发权利。

两期债券均于2月7日上午10:00发标,10:00至11:00进行投标。12国开05采用单一利率(荷兰式)招标方式,12国开06发行利率采用单一利率差(荷兰式)招标方式。两期债券均设立基本承销额。(葛春晖)

## 理性看待债市风险与违约

□交易商协会 钟帅 姜智强

过去的2011年,债券市场中信用事件时有发生,2012年初,两起信用事件继续刺激着市场神经,一时间,面对信用风险与违约,人们避之不及。

人们有这样的反应无可厚非,毕竟我国债券市场在2011年底,还未真正出现过一起违约事件,面对可能到来的“第一次”感到害怕,或许是人的天性。但是,害怕是一种感性的表达,在理性的思考过后,我们应正视信用风险和违约,勿需害怕。

风险不是绝对的恶,相反,它是金融市场中不可或缺的因素。从资金需求方的角度看,有资质非常好的企业,也有资质一般但发展前景不错的企业;从资金供给方的角度看,有风险规避型的机构,也有风险偏好型的机构。金融市场的桥梁,在实现资金融通功能的同时,将风险分散给不同类型的主体。金融市场的重要意义,不仅在于其为实体经济提供了多少资金,而且在于风险是否正确配置。

反过来,如果没有风险存在,金融市场风险配置的作用就无从谈起,其为实体经济服务的功能就会急剧萎缩。试想,如果缺乏相应的制度来为市场运行保驾护航,这种波动就会被放大,有可能对市场本身造成较大破坏。例如,信息披露制度是否健全,这涉及到发债企业是否全面、诚实地发布信息,投资者是否在事前充分了解并掌握了理被告知的情况;投资者保护制度是否建立,这涉及到发生信用事件后,投资者是否能得到合法公正的补偿,其经济利益是否有制度性的保障,等等。在市场从未发生过违约事件的背景下,这些制度是否完善似乎无关痛痒,但一旦违约等信用事件开始进入人们视野,如果没有这些制度,那么市场就会陷入混乱的泥潭而无法自拔。

在债券市场上,信用风险是主要的一类风险来源,它可以通过债券的信用评级来表现。在成熟的债券市场上,高信用等级债券只是冰山一角,信用等级相对较低的债券才是市场主体。例如,在欧洲的非金融企业债券市场上,AAA级与AA级别的债券规模占比不到20%,A级与BBB级别的债券规模占比约60%,剩下为BB级及投机级别的债券,整个市场的信用等级分布呈现中间大、两头小的特征,美国的情况也类似,这充分说明风险是债券市场不可缺少的要素。再看我国非金融企业债券市场,AA级别以上的高信用等级债券占市场的大多数,这与发达债券市场的特征完全相异,它反

映了我国债券市场对风险的容忍程度较低的现实。市场对风险的容忍程度过低,导致我国债券市场发展陷入瓶颈,低信用等级债券市场萎靡,意味着那些创新型中小企业很难在债券市场上融资,这就限制了债券市场服务实体经济功能的实现。所以,风险不是债券市场要规避的恶,恰恰相反,它是我国债券市场进一步发展所需要包容和承载之物。

既然我们承认风险存在的必要性和有益之处,那么我们就没有必要一听到诸如违约等信用事件就惊慌失措,更不应该动辄提高监管门槛,甚至对市场化的方向产生怀疑,这是因为,信用事件的发生是允许风险存在的必然结果。其实,如果一个市场多年来没有发生过违约等信用事件,我们才应该反思是不是市场本身出了问题。以美国公司债券市场为例,金融危机期间,其违约率曾高达约15%,而正常年份违约率也有近3%,反观我国债券市场基本无违约的情况,则令人深思。

但是,这也不是说面对风险和违约事件,我们就袖手旁观,无为而治。在信用事件频频发生的情况下,真正应该关心的,是债券市场制度的完善。违约等信用事件的产生,只是市场运行中正常的波动,然而,如果缺乏相应的制度来为市场运行保驾护航,这种波动就会被放大,有可能对市场本身造成较大破坏。例如,信息披露制度是否健全,这涉及到发债企业是否全面、诚实地发布信息,投资者是否在事前充分了解并掌握了理被告知的情况;投资者保护制度是否建立,这涉及到发生信用事件后,投资者是否能得到合法公正的补偿,其经济利益是否有制度性的保障,等等。在市场从未发生过违约事件的背景下,这些制度是否完善似乎无关痛痒,但一旦违约等信用事件开始进入人们视野,如果没有这些制度,那么市场就会陷入混乱的泥潭而无法自拔。

总之,我们不应该走那种由于害怕而停止发展甚至开倒车的老路,而应该找准问题的症结,更好地设计并完善债券市场的相关制度,用制度保障债券市场更健康、更成熟的方向发展。

## 可转债随正股逞强

2月2日,伴随沪深股市双双上涨,可转债市场亦重拾升势。当日中信标普可转债指数收于2583.50点,较前一交易日上涨16.87点或0.66%。

受中央一号文发布、节后资金面形势好于预期以及隔夜海外股市反弹等因素影响,2日A股市场午后发力上攻。截至收盘,沪指指数收于2312.56点,较前一交易日上涨1.96%;深证成指上涨188.74点或2.05%至9382.13点,可转债市场上,当日有交易的18只个券中仅有1只下跌,上涨个券达到15只。具体来看,受益于股市上涨,偏股型转债表现较佳,工行转债、美丰转债、石化转债分别以1.14%、1.04%、0.86%位列涨幅前三;唐钢、新钢等偏债型转债涨幅则不足0.2%。此外,另一只大盘转债中行转债受正股提振而上涨0.51%,居涨幅第五;中鼎转债净价下跌0.05%,成为两市唯一一只下跌转债。

华泰联合证券分析师表示,去年底以来,政策做多意志以及股市基本面趋势均有利于转债较快夯实底部,因此继续从大类资产角度看好权益类以及相应转债表现,其中主要看好偏股类转债,如国电转债、国投转债、深机转债等。(葛春晖)

## 交易所债券涨跌互现

因消息面平静缺乏指引,周四(2日)交易所债券市场整体走势较平稳,个券涨跌互现。

利率产品方面,上证国债指数延续高位整理,全天运行在前日收盘点位上方,收于131.78点,上涨0.02点或0.02%。上交所成交的国债共12只,成交总额(净价)为1.35亿元,较前一交易日略微放量。其中,剩余0.21年的02国债(3)成交6300万元,据成交金额首位,剩余9.50年的21国债(7)成交额也超过5000万元。在涨跌表现上,剩余1.07年的06国债(1)净价上涨0.31%,涨幅居首;剩余3.07年的05国债(1)下跌0.28%,跌幅居首。

信用产品指数多数下跌,上证企债指数收于148.86点,下跌0.06点或0.04%;深市企债指数收于124.88点,下跌0.08点或0.06%;沪公司债指数收于131.74点,下跌0.10点或0.08%;分离债一枝独秀,收涨0.08点或0.06%,报132.89点。个券基本涨跌参半,在高级别债阶段涨幅较大的背景下,一些中低评级券种表现活跃。

近期债券市场整体处于平衡市道,基本面、政策面乃至资金面消息都不多,行情缺乏进一步向上的动力。市场人士预计,在基本面向政策面有新的变化前,债市将继续震荡整理格局。(张勤峰)

## ■ 外汇市场日报

□东航国际金融公司 陈东海

2日隔夜,欧元区、德国和英国相继披露的制造业采购经理人指数均好于预期,欧洲三大股票指数因此大涨,其中德国DAX指数涨幅接近2.5%。风险情绪带动欧元、澳元、英镑等货币大幅度上升。但由于希腊债务仍未达成协议,欧元涨势随后受限。美国1月ISM制造业采购经理人指数则低于预期,但是高于前值,美国三大股指收盘上涨,其中纳斯达克

# 贸易数据造就澳元强势

指数上涨超过1%,美元指数因此承压,跌破79.00一线。

2日澳大利亚公布的贸易数据显示,2011年12月澳大利亚经常账取得17.1亿美元的盈余,而前月则为13.8亿美元和12.0亿美元。当日澳大利亚综合指数大涨,终结此前3天的下跌局面,澳元兑美元受到风险情绪的支持,延续前日的强势,基本上在1.07一线震荡。

日本财务大臣安住淳2日表示,不能忽视汇市投机因素,必要时将采取果断措施。日央行副行长山口广秀也表示,欧债危机给全球市场和经济带来极大风险,日央行随时准备采取行动。安住淳以及经济财政大臣古川元久表示,希望日央行采取适当措施对抗通缩。目前美元兑日元接近2011年10月31日日本央行的干预位置,市场因此在此前76.00一线格外谨慎。

2日欧洲市场时间,欧洲三大股指开盘上涨,但是很快走低。受到股市不振的影响,欧元承压而小幅下滑。西班牙、葡萄牙、法国

时将采取果断措施。日央行副行长山口广秀也表示,欧债危机给全球市场和经济带来极大风险,日央行随时准备采取行动。安住淳以及经济财政大臣古川元久表示,希望日央行采取适当措施对抗通缩。目前美元兑日元接近2011年10月31日日本央行的干预位置,市场因此在此前76.00一线格外谨慎。

2日欧洲市场时间,欧洲三大股指开盘上涨,但是很快走低。受到股市不振的影响,欧元承压而小幅下滑。西班牙、葡萄牙、法国

时将采取果断措施。日央行副行长山口广秀也表示,欧债危机给全球市场和经济带来极大风险,日央行随时准备采取行动。安住淳以及经济财政大臣古川元久表示,希望日央行采取适当措施对抗通缩。目前美元兑日元接近2011年10月31日日本央行的干预位置,市场因此在此前76.00一线格外谨慎。

2日欧洲市场时间,欧洲三大股指开盘上涨,但是很快走低。受到股市不振的影响,欧元承压而小幅下滑。西班牙、葡萄牙、法国

时将采取果断措施。日央行副行长山口广秀也表示,欧债危机给全球市场和经济带来极大风险,日央行随时准备采取行动。安住淳以及经济财政大臣古川元久表示,希望日央行采取适当措施对抗通缩。目前美元兑日元接近2011年10月31日日本央行的干预位置,市场因此在此前76.00一线格外谨慎。

# 财政部8日发行280亿1年国债

□本报记者 葛春晖

财政部2日公告,定于8日招标发行2012年记账式附息(二期)国债。本期国债为1年期固定利率附息债,计划发行面值总额280亿元,全部进行竞争性招标,不进行

甲类成员追加投标。时间安排上,2012年2月8日招标并开始发行计息,2月10日发行结束,2月14日起上市交易。各交易场所交易方式为现券买卖和回购,其中试点商业银行柜台为现券买卖。本期国债上市后,可以在各交易场所间

相互转托管。本期国债到期一次还本付息,2013年2月8日(节假日顺延)偿还本金并支付利息。本期国债采用多种价格(混合式)招标方式,标的为利率。2012年2月8日上午9:30-10:30为竞争性招标时间;竞争性

招标结束后15分钟内为填制债权托管申请书时间。本期国债通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行,其中试点商业银行柜台销售部分不再另行分配额度。发行手续费率为承销面值的0.05%。