

正回购“三级跳”公开市场提前净回笼 短期资金价格或已见底

□本报记者 张勤峰

周二,28天正回购操作量再翻一番至660亿元,本周提前实现净回笼。市场人士认为,宽松的资金环境为央行加大资金展期操作提供了便利。随着回笼力度加大,且央票可能重启发行,资金价格下行过程已告段落。

28天正回购操作量再翻一番

2月份准备金率再次下调后,伴随着资金面显著改善,央行公开市场操作力度逐步加码。据央行网站消息,央行周二(13日)开展了660亿元28天期正回购操作,中标利率2.80%。从降准后首周的100亿元,到上周的300亿元,再到最新的660亿元,降准后三周28天期正回购操作量上演三级跳。

数据显示,本周到期资金量为290亿元。仅靠28天正回购操作,央行已提前实现净回笼370亿元。考虑到周四还有91天正回购操作,本周实际净回笼规模很可能将创出今年以来的单周新高。



银行间隔夜与7天回购利率走势

平 最高为1月30日当周因逆回购到期净回笼3510亿元)。

不仅如此,周四3月期央票重启发行的预期也在升温。据交易员称,央行周一(12日)就3个月央票和28天、91天正回购进行了询量。自去年12月底以来,央行已连续三个多月未发行央票。这一方面是年初流动性较为紧张所致;另一方面,也与公开市场到期低迷有关。进入3月份,资金面如期上演季节性回暖,7天回购利率一度跌破3%的预期底线,全月到期

资金量也增至2540亿元,为重启央票发行创造了条件。同时,3个月央票期限较短,对资金面影响不如1年央票明显,重启发行可增加公开市场操作工具选择,提升操作的灵活性。

不过,有市场人士指出,询量并不意味着一定会恢复发行。目前银行间3月央票收益率大致在3.27%,比暂停发行前的发行利率高出11个基点。如果不提高发行利率,需求难以得到保证,而提高发行利率,则难免会引起市场对

央行紧缩的质疑。不难判断,即便3月央票恢复发行,发行量也不会太大。当然,从趋势上看,仅靠正回购独挑大梁而“荒废”央票显然非央行所愿,重启央票正常发行只是时间问题。

7天回购利率重返3%上方

伴随着央行回笼操作逐步放量,资金价格的下行步伐也渐趋缓慢。周二,在7天回购利率连续运行于3%的市场预期下限下方后,首次反弹20个基点至3%。

市场对于3月份流动性季节性改善早有预期。到期资金增加、财政存款释放都是显而易见的有利因素。而央行2月底再降存准,以及当前超储资金向贷款转换过程遇阻,更推动了银行间市场资金面的超预期改善。自2月底以来,银行间7天回购利率下跌超过200基点,并于周四跌穿了3%的市场预测底部位置。与此同时,短期限回购成交规模迭创新高。12日,隔夜质押式回购全天成交4790亿元,创出有记录以来的单日最高水平,仅仅过了一天,13日

这一记录就被刷新至5222亿元。有交易员称,当前的资金面宽松得“惊人”。

分析人士指出,月内可能成为资金面负面因素主要有两个,一是央行公开市场操作;二是外汇占款变化。从目前情况判断,资金价格短期底部可能已经出现。一是,本周央行已提前实现净回笼,全月公开市场操作出现大幅净投放的可能性不大。二是,从贸易盈余与人民币升值预期角度观察,2、3月份新增外汇占款可能会比1月份有所减少。另外,隔夜回购已连续多日稳定在2.30%上方,继续下行动力不足,而从历史对应关系上看,在资金面宽松时期,7天回购和隔夜回购利差大致在40-50基点,那么12日7天回购利率创出的2.8%水平应该也是短期底部。目前市场人士普遍认为,3月份7天回购利率的常态运行区间在3%-3.5%。

13日,央行实施660亿正回购操作后,7天回购利率反弹20个基点至3.00%。隔夜回购反弹约2个基点至2.33%。

3个月Shibor下行幅度缘何偏低

□广发证券首席债券分析师 徐寒飞

3个月Shibor作为商业银行的报价数据,目前已经作为票据贴现、银行内部转移定价、协议存款、浮息债等产品的定价基准。但是2月份以来,随着流动性好转,7天回购利率开始出现大幅下降:2月底以来,7天回购利率下降幅度超过200bp,而3个月Shibor下降幅度则仅为20bp。

两者之间之所以出现如此巨大的差异,一般说法认为是因为Shibor为非成交的报价数据,存在无法反映当前流动性状况的可能性(报价行可以自主调整Shibor报价),但是我们认为这种说法未必成立:第一,Shibor既被商业银行用作是资产方的定价基准,也被用作是负债方的定价基准,主观上存在故意报高或者报低的可能性相对较小;第二,16家报价银行的Shibor报价是同时报送,而且会剔

除最高最低各两家报价,因此即使报价存在异常偏差,也未必会成为最终的Shibor报价;第三,Shibor指导小组会对每家报价行的Shibor报价数据进行考核,以保证该报价能最大程度地反映商业银行自身真实流动性状况。

事实上,Shibor不仅反映商业银行自身的流动性状况,还可能受到可比资产收益率的影响,反映投资的机会成本。我们做了一个计量分析,建立了3个月Shibor与机会成本(用商业票据转贴现和央票二级市场收益率作为替代变量,两者分别受到实体经济信贷需求和央行公开市场操作影响,相对于资金成本存在一定的内生性)、资金成本(用7天回购利率作为变量)之间的动态关系。计量结果显示,3个月Shibor的变动并不完全与资金成本有关,还受到机会成本的影响。

2月底到3月初,3个月央票收益率下行幅度不到10bp,而6个月

票据转贴现利率也仅下降了30bp左右,正是由于可比资产收益率的下降幅度相对较小,导致3个月Shibor下降幅度要明显低于7天回购利率下降幅度。

从市场层面看,3个月Shibor调整过慢意味着当前流动性好转的程度还未完全被债券投资者纳入相关较长期限产品的收益率中加以考虑,同时也表示债券投资者对当前流动性好转的持续性存有疑虑。

从宏观角度看,短期流动性的好转还没有完全传导到商业银行短期信贷供给成本上。实体经济的短期资金需求可能保持在一定的范围,从最新公布的2月份信贷数据来看,短期贷款和票据融资占比超过了60%,短期资产收益率仍然维持在较高水平。

至于为何3个月Shibor会跟随机会成本(可比资产收益率)变动,主要是由于市场上缺乏直接

的报价模型中更多借鉴了机会成本来衡量自己拆出3个月资金所要求的回报率。

此外,微观流动性(货币市场利率)的变动与宏观流动性(短期信贷利率)的变动之间存在滞后。前者是微观流动性边际上出现变动的结果,与商业银行短期资产配置行为、暂时冲击、流动性预期以及央行公开市场操作等因素有关,而宏观流动性不仅取决于短期资金成本,还与央行货币政策调控和实体经济信贷需求有关。正是这种滞后造成了3个月Shibor滞后于资金成本变动,并受到宏观流动性变动影响。

我们认为,央行稳健货币政策的使流动性保持在相对宽松的程度,上半年7天回购利率预计平均维持在3.0%-3.5%,而实体经济信贷需求可能逐渐下降,使宏观流动性继续改善。综合作用下,3个月Shibor可能继续下行,幅度在50-100bp。

资金环境好于预期 互换曲线将进一步增陡

□上海银行 陈琳

近期,资金成本回落速度及幅度均好于预期,利率互换曲线品种利率下行坚定,而长端品种利率在投资者风险偏好减弱的作用下震荡下行。

最新公布宏观经济数据显现国内正面临“通胀和经济增速双降”局面,投资者对于央行“降准降息”的时点猜测再度甚嚣尘上,而海外市场上,投资者对希腊乃至欧洲经济状况仍忧虑重重,继续“做多”付固定,收浮动”动力不足,利率互换曲线整体较月初已有明显降幅且小幅增陡。对于后市,投资者普遍对资金面走势保持乐观看法,但在基本面上判断上出现分歧,互换曲线有可能进

一步增陡。

近期“空头”收固定,付浮动”走势的推力主要源于相对宽松的资金环境,“降准”以后央行公开市场操作乏善可陈,央票继续停发,仅以短期正回购调节市场流动性,“稳健”基调体现充分,但随着春节后流通中现金逐渐回流银行体系,资金面自然解旱,7天回购利率突破此前3%的预测下限,最低降至2.8%附近,从而将投资者对年内均值的猜测从3.5%拉低至3.0%。

宏观方面,2月CPI同比降至3.2%,略低于市场预期,“三驾马车”中仅固定资产投资同比增速较去年12月略有提升,其中房地产投资的反弹力度较大,但2月

中长期贷款仅增加2109亿,占比29%,为2001年以来同期最低,表明固定资产后续投资或将乏力,而1-2月累计消费增速大幅下滑至14.7%,剔除价格因素后实际增速只有10.8%,2月贸易逆差达314.9亿元,创下近10年新高,市场纷纷猜测“经济增速和通胀双着陆”趋势形成。

市场方面,投资者“做空”动力显现,但由于对基本面认识存在分歧,交易兴趣主要集中于短期限品种,以及部分期差、基差交易,截至周二收盘,REPO IRS 1个月品种最新成交在3.20%,4个月品种成交在3.23%,9个月品种成交3.12%,1年品种成交在3.10-3.15%,3年品种成交于3.21%,5年品种成交于3.33%,

1*5期差报价20-22BP;Shibor IRS 1年品种成交于4.40-4.42%,2年品种成交于4.15-4.16%;DE-PO IRS 2年品种成交于3.15%,3年品种报价2.85%附近。

如果央行有意促进经济增长,恢复中长期贷款需求,提高银行放贷能力,则有必要降低市场利率中枢,而已大幅缓解的通胀压力也支持央行进一步放松银根。从“两会”上央行行长周小川的讲话中,大家纷纷猜测央行使用利率工具的谨慎级别较高,而继续使用数量型工具微调预期的可能性更大,短期内流动性再度发生紧张情形的概率较小。交易兴趣很可能继续择机“做空”短端品种,互换曲线有可能进一步增陡。

■ 外汇市场日报

□中信银行 胡明

由于美联储即将公布利率决议和政策声明,昨日亚欧交易时段外汇市场表现平稳,各币种波动性不大。但期间日本央行宣布维持利率不变,导致部分前期看空日元的头寸获利了结。

13日亚洲交易时段,美元兑日元震荡上行至82.50附近,但随着日本央行毫无变化的货币政策决议(基准利率0-0.1%、资产购买规模65万日元)出台,汇价快速下行至日内低点81.96。不过,欧洲盘美元对日元再次收复前期失地,并一度涨至82.80一线。

日本央行表示,有迹象显示经

静候美联储议息

亚欧时段汇市表现平淡

济回暖,料将逐步重返温和复苏。不过日本央行扩大高增长行业低息贷款规模以刺激经济,将向成长部门提供的贷款计划规模提高2万亿日元至5.5万亿日元,同时贷款申请期限延长两年至2014年3月。作为贷款计划的一部分,日本央行将考虑首次利用央行外汇资产提供价值1万亿日元的美元贷款。

众所周知,日本央行在2月货币政策会议上同意增加购买资产规模10万亿日元,而且设立通胀目标(当前为1%,中长期上限2%)。这些措施表明日本央行希望通过采取加大量化宽松力度和设置通胀目标的方式来改变投资者的预期,从而改变目前通缩局面。

如果日本央行确实贯彻1%的通胀目标,不排除其在今年上半年推出进一步宽松措施的可能。而市场对日本央行宽松政策的预期使得日元汇率持续受到打压。

昨日亚洲交易时段,欧元兑美元呈现震荡走势,汇价上下波动不超过50个点,至欧洲盘波动略有加剧。随着希腊债务危机重组,希腊短期内出现无序违约的风险随之解除,市场对欧元的信心也有所增强。这对欧元来说是利好,即使不能大幅带动欧元上行,也起码可以起到减缓欧元下行压力的作用。技术上看,欧元兑美元下探50日均线后反弹,该均线自2月份以来虽然被多次测试,

但汇价一直未能跌破此线,如果能够持续维稳,不排除欧元仍有上扬可能,但与此同时,100日均线对汇价的压制非常明显。

总体而言,随着希腊避免免短期内无序违约,市场的焦点将再次转向经济基本面以及各国央行的货币政策,尤其是美联储货币政策。对于欧洲、日本,甚至澳洲而言,经济前景的低迷以及货币政策再次宽松的可能性都非常高;对于美国而言,尽管未来经济仍有回落风险,但近期持续改善的经济数据,特别是就业状况,已经大幅降低了美联储推出QE3的可能性。目前美国经济基本面和货币政策均对美元构成利好。

■ 交易员札记

债市收益率整体下行

曲线进一步陡峭化

□长江证券 斯竹

周三银行间债市收益率稳中微降。

国债方面,剩余4.6年的11附息国债22成交在3.13%附近,收益率略有下行,9年多的11附息国债19成交在3.53%,此外,1年期品种成交在2.85%附近,7年期品种成交在3.39%。央票方面,成交较为活跃,3年期品种收益率下行逾5bp,如1101078从3.47%下行至3.41%。剩余1年多的券种多成交在3.43%,如10央票32、10央票60,剩余期限不到1年的11央票94成交在3.38%。金融债方面,中长期券种成交较多,收益率变化不大,3年附近的12进出01成交在3.68%-3.64%,4年多的11农发12和11进出14成交在3.83%附近,7年期12农发01成交在3.96%附近,剩余期限9.3年的11国开41成交在4.13%附近。

信用品种方面,短融火爆行情略有减退,成交缩量,成交收益率下行5-10bp不等,成交居多的是3个月以内的AAA超短券,收益率从4.20%下行至4.10%,不到1年的AAA券种

多成交在4.15%附近,AA-的12亿利CP001则成交在5.96%,AA-的12亿吴融CP01成交在5.90%下行至5.85%,半年附近的AA券种11亿众CP001成交在5.30%。中票方面,5年附近的券种地盘较重,其中AAA券种收益率有所上行,如11平煤化成交在4.90%,4年多的成交在5.33%,如AA+的11新汶矿MTN1和11福耀MTN1。此外,剩余期限3年附近的AA券种12魏桥MTN1成交在6.29%,AA+券种12百联集成成交在5.12%,AA附近的企业债也越来越受到券商等投资者的关注。

资金面较为宽松,银行间质押式回购除了7天和1个月品种有所上行,其余品种均有不同程度下行。从基本面来看,中长期通胀压力仍然存在,经济增长虽有回落但仍较为平稳,基准利率维稳的概率较大。近期在充裕资金面的支撑下,债市投资热情有所提振,市场对于后期宽松政策预期有所强化,短期品种和高收益券种的收益率呈现快速下行态势,AA附近品种尤其是跨市场发行的城投债越来越受到机构青睐。

中石油集团

14日招标200亿10年企业债

中国石油天然气集团公司13日公告,该公司将于3月14日招标发行第三期中国石油天然气集团公司企业债券。本期债券为10年期品种,发行总额为200亿元,采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计息。

本期债券采用固定利率方式,指导招标利率区间为4.19%-5.19%。票面年利率为Shibor基准利率加上基本利差,基本利差的区间为-1.02%至-0.02%。Shibor基准利率为5.21%,即公告日前5个工作

日1年期Shibor利率的算术平均数。本期债券的最终基本利差和最终票面年利率将由发行人根据市场招标结果,按照国家有关规定确定,并报国家有关主管部门备案,在债券存续期限内固定不变。

本期债券分销期为2012年3月15日至2012年3月16日,由承销团成员根据各自的中标结果组织分销。本期债券主承销商为银河证券、中银证券、国开证券、宏源证券、申银万国和中信证券,银河证券担任牵头主承销商。(王辉)

可转债涨多跌少

受益于正股走强,周二沪深可转债多数以上涨报收,中信标普可转债指数上涨4.95点或0.19%至2563.48点。

具体来看,周二两市正常交易的17只存量可转债中,11只上涨,5只下跌,另有1只平盘。美丰转债上涨1.25%,涨幅居首,巨轮转债、国投转债紧随其后,双双上涨0.73%;石化转债则以0.65%的涨幅列第四位。两行转债则一涨一跌,维持窄幅震荡走势,其中中行转债小涨0.05%,中行转债微跌0.04%。

投资者短期对燕京转债及中鼎转债进行获利了结,燕京转债周二小涨0.41%,中鼎转债则下跌0.69%,跌幅居首。

市场人士指出,上周燕京修正转股价带动转债市场回暖。不过,中信标普指数在反弹两日后受阻于30日均线重回震荡局面,表现不及正股,显示单个事件的刺激作用持续性不强。但整体看,当前处于历史低位估值水平令转债防御性极佳,在股性较强、股指上涨预期仍在的背景下转债市场机遇大于风险。(张勤峰)

货币不会再紧 流动性有限改善

□上海证券 胡月晓

尽管前两月信贷投放不及预期,但从侧面印证了市场对未来货币宽松的期待。我们认为,今年全年信贷规模仍将超过去年水平,而在经济增速筑底过程中,M1、M2增速差异暂时难以收窄,短期流动性格局有所改善但总体依然处于相对偏紧状态。

“货币不会再紧”得到验证

从历史经验看,2月份新增信贷水平通常比1月份有较大幅度回落,季度间新增信贷规模变动也是如此。

但从实际情况看,2月新增信贷环比仅略减少,同比则多增2824亿元,打破季节性波动规律,说明市场普遍预期的“货币不会再度趋紧”得以验证。我们认为,货币政策趋向有限放松,未来新增信贷将不太有同比减少现象出现,全年信贷新增规模很可能超越去年水平;同时,始于2011年下半年的表外转表内进程还未结束,商业银行规范授信经营业务,逐步将表内业务转为表内贷款,将增强信贷增长的相对稳定性。

货币结构差距将延续

在中国,货币波动主要受宏观经济状况影响,货币结构(M1-M2)变动在中国可以反映宏观经济状况。经济周期推动货币结构变化,中国货币结构和经济状况的一般规律是:经济周期上升初期M2超M1增长;经济到达顶点后,M1将超过M2增长;经济进入衰退期后,M1将以比M2更快的速度下降,直至穿越M2。经济周期和货币结构间联系的经济基础是:中国经济周期主要体现为投资周期,经济上阶段投资上

升带动M2超M1增长;经济繁荣带旺需求,导致M1反超M2。

自2011年中国经济再次进入下降通道以来,M2和M1间的差距持续扩大。2011年4季度以来,伴随经济状况持续恶化,不同信贷货币增速间差距加速扩大。2012年2月份,M1和M2间差距扩大趋势企稳。但是,由于经济增速放缓趋势仍在延续,M1-M2间的差距仍将维持目前态势,暂时不会缩小。从M1和M2增速的平滑曲线走势看,M1虽已在历史低位,但仍没有企稳迹象;而M2虽然较高,但已呈现出明显的企稳迹象。在经济没有持续向好前,货币结构差距仍将延续。货币政策改变,仅会导致货币结构的短期波动,“货币金叉”不会出现。

流动性紧张格局有限改善

由于2月份货币当局下调了准备金,短期流动性紧张格局有所缓解。2月份,银行间市场同业拆借月加权平均利率为3.38%,比上月低0.99个百分点;质押式债券回购月加权平均利率为3.58%,比上月低1.10个百分点。准备金调低在降低了资金成本的同时,也推动了银行间市场流动性紧张格局的持续改善。银行间市场的流动性紧张格局,自2011年11月中旬达到顶点以来,伴随着商业银行对负债业务开拓力度的加大,得以持续缓解。从资金需求端看,实体经济活动的放缓,减少了商业银行信贷反弹的可能,资金需求将持续偏弱。从资金供给端看,准备金下降带来资金释出效应仍将持续。因此,银行间市场流动性改善趋势短期仍将持续。但从整体上看,改善有限,相对于2009年和2010年的宽松时期,当前流动性仍然处于偏紧状态。