

91天正回购利率下行2BP

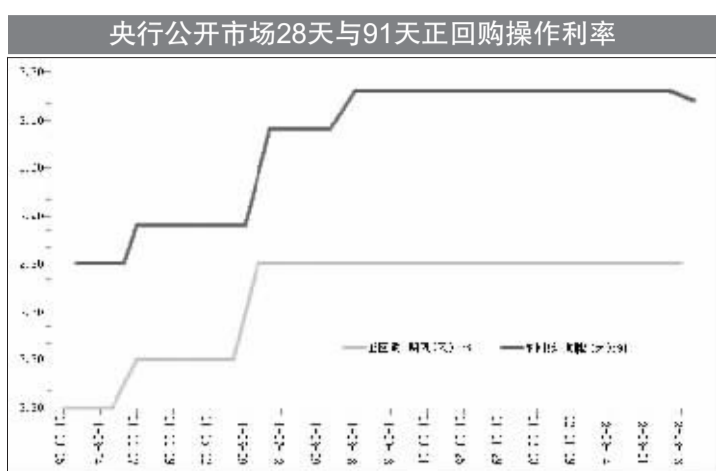
“被动调整”还是“主动引导”

□本报记者 张勤峰

时隔四个月,公开市场利率再现下行。本周四(15日),央行开展了200亿元91天正回购操作,中标利率较上一周下行2bp至3.14%。这是去年11月15日1年期央票发行利率下调8.58bp以来,公开市场利率首次下调。作为公开市场流动性管理工具,正回购利率变动引发了基于流动性调节与货币政策导向两个维度的解读。

有市场观点认为,正回购利率松动是流动性改善的反应。哈尔滨银行崔小龙认为,近期银行间市场流动性宽松程度超预期,央行近三周通过正回购操作已回笼1760亿元资金,然而资金利率中枢一直保持低位运行,尤其是短期利率波动幅度非常有限。回购利率下行表明机构对正回购需求非常庞大,侧面印证了银行间市场流动性的充裕程度。

这一观点包含了两种含义。



资料来源:Wind资讯

其一,正回购利率下滑可视为随行就市的正常调整。其二,也可能是由于正回购需求放量而倒逼的被动下调。值得注意的是,本期91天正回购操作量比上周减少100亿元,而周二28天正回购则增加360亿元。正常情况下,91天正回购需求应与28天品种呈现相同趋

势,因此操作量收缩或反映了供给端的态度。事实上,今年以来央票持续停发已暗示央行对较长期的资金回笼较为谨慎。如果其有意限制较长期限工具的运用,91天正回购在供不应求的情况下中标利率下滑自然也就不难理解了。相比之下,“被动下调”比“随

行就市”更有说服力。

除了“被动调整”的解读,也有分析人士从“主动引导政策预期”的角度去理解。如邮储银行刘晋认为,央行此举意在引导利率下行,以全方位压制融资成本,提振实体经济资金需求,货币宽松工具有从数量型转至利率型的迹象。中投证券何欣亦表示,正回购利率松动显示政策放松开始加速。何欣此前在其最新周报中指出,当前宏观经济增速触底、反弹乏力,导致经济增速低位徘徊的主要原因,在于总体融资规模偏低。面对相对疲软的贷款需求,央行可能通过加大流动性投放,来降低货币市场利率水平,从而形成对商业银行信贷投放的激励。

由于此次下调幅度只有2bp,目前无论是“被动调整”还是“主动引导”似乎都欠缺足够的依据。但哈尔滨银行崔小龙表示,两种解读其实并不互斥,反而存在内在的共性。“被动下调”反映了央

行对待资金面的态度,即利用短期工具平滑展期资金,总体维持流动性相对宽松,而“主动引导”意在营造政策趋松的市场预期,压低短期资金利率中枢水平。

其实,维持流动性相对宽松,进一步降低货币市场利率,现实意义都是为了刺激企业信贷需求,提振实体经济增长动能。此前中金公司报告指出,年初贷款需求下降意味着社会总体利率水平需要进一步回落,而降低货币市场利率中枢有助于间接降低贷款实际利率(票据贴现利率和中长期贷款的上浮比例和货币市场利率正相关)。这样做同时也能够提高银行的放贷能力,因为银行理财产品的收益率中枢会相应下移,倒逼更多的资金回到银行存款账户,降低贷存比。

目前看来,此番正回购利率松动,无论是被动还是主动,其所传递的信息都是一致的。降低资金成本,刺激银行信贷需求的政策思路正在变得清晰。

7天、14天回购利率双双跌破3%

□本报记者 张勤峰

周四,资金市场不改宽松局面,各期限回购利率低位徘徊,7天、14天回购利率携手跌破3%。

当日银行间质押式回购市场流动性充裕,各期限品种供给活跃,全市场成交量仍高达6000

亿元以上。具体来看,隔夜回购利率小涨3.31bp至2.35%,全天成交额小降213亿元至5277亿元,依然处于历史较高水平。7天与14天回购利率则双双重返3%下方,成交均有所减少。其中,7天回购利率下行11.98bp至2.88%;14天回购利率下行8.37bp至2.98%。长期限品种方面,1个月回购加权

利率上涨14.11bp至4.17%。2个月品种则继续下行,利率收在4.24%,全天成交超过100亿元。另外,6个月品种在4.79%水平成交了14亿元。

目前,各期限回购利率基本处于去年年中以来的最低水平。鉴于二季度财政存款增加的预期,以及2月新增外汇占款可能较

少,市场预期未来资金价格进一步下行空间有限。然而值得注意的是,周四91天正回购中标利率意外下行2bp至3.14%,提升了想像空间。有分析人士认为,此举表明央行对待流动性的态度出现了变化,为了防范经济风险、提振信贷需求,央行可能引导资金价格中枢继续下行。

银行理财配债需求“随风潜入夜”

□东海证券 郑文旭

目前我国银行理财存量规模较大,银行出于竞争压力以及规避监管需要,进行一系列的业务创新,一定程度上规避了监管层对于贷存比、信贷总量控制等方面的监管要求,货币政策调控效果有所削弱。监管机构则根据理财发展情况及时加以监管引导,近期银监会知会商业银行停止利用表外业务违规放贷及投资票据等资产。由于我国银行理财主要采取“资金池—资产池”的业务模式,在信贷、票据等投向受限的背景下,未来将加大对债市投资,且出于资金成本考虑,将以中低等级品种为主。

银行理财存量规模大

据央行数据,截止2011年三季度末银行表外理财产品余额为3.3万亿,比2011年初增9275亿,同比增长45.7%。而普益财富统计显示,2011年银行理财产品发行数量为19176款,较2010年上涨幅度为71.40%;产品发行规模为16.49万亿元人民币,较2010年增长幅度高达1.34倍。

尽管各个版本数据存在差异,但均显示出,银行理财产品

快速增长,且现有存量规模很大。以2011年理财产品数量(非规模)的结构简单测算,财汇资讯统计显示,投资范围包含债券的理财产品数量约占28%,再考虑到综合类理财产品,合计数量可能在30%以上。如以Wind资讯口径计算,则比例在50%左右,在此采用财汇资讯口径。假设各理财规模均等、且以央行公布的3.3万亿规模保守估算,则可投资市的资金约为1万亿,与当前混合型、债券型、货币型基金的合计规模相当。

当然,可投资资金并不等于实际已投资的债券规模,并且在银行理财投向未受限之前,信贷、票据等资产的收益率明显高于债券,且该类资产对银行的意义不仅在于高收益率,也是其通过其他融资服务维护银企关系的渠道之一,银行可能更偏好信贷、票据资产。因此,实际已投债券规模可能远小于1万亿。

银行理财更偏好高收益债

银行理财产品的投向一般为信贷、票据、债券、信托等,但银监会对银行理财资金的监控日趋严格,已叫停投向信贷和票据。作为应对之道,银行可能进行业务创

新加以规避,但在创新模式未大规模复制之前,银行理财有将资金投向债券市场的需要。

银行理财期限多集中在6个月以内,占比将近90%,但以最近一个月内的发行情况统计,投资于货币类品种的理财产品预期收益率均值达到1-3个月品种5.58%、3-6个月5.69%,如再考虑银行销售费用、托管费用等,则理财资金要求的收益率将达到5.8%以上。以如此短的期限要求如此高的收益率,因此银行一般通过构建资金池和资产池、利用资金池和资产池之间期限错配来赚取收益。这种策略使得银行无法使用投资杠杆,只能是投资于高收益类资产。在信贷、票据投向受限后,其资金必然转向高收益债。

基于上述分析,我们认为银行理财对于债券的投资需求仍有望继续保持,尤其是AA、AA-品种收益率仍有下行空间。我们看好AA、AA-的后市行情,但理财资金对于该类债券收益率的接受程度可能只有5.8%。其后除非银行理财预期收益率下降,否则将对需求产生抑制。随着可投资资产的减少以及债市收益率的逐渐下行,未来银行理财预期收益率也将下降。

债券市场深入发展助推利率市场化

□中国银行间市场交易商协会 张骏超

利率市场化”再度成为两会热议话题。利率市场化作为我国金融体制改革的重要内容,目前已经进入了改革的“深水区”。相关政策的出台和制度的调整,须根据经济运行的态势选择适当的时机。与此并行不悖的是,应当继续推动金融市场的发展,提高市场的深度、广度和活力。其中债券市场的深化发展可为利率市场化发挥更大作用。

近年来,伴随着债券市场的快速发展,直接融资比重的大幅提升,利率市场化的进程正在加快。债券市场的发展改善了金融体系的不平衡状况,从多个方面优化了利率市场化改革的金融环境,为利率市场化改革的推进创造了有利条件。

第一,债券市场的发展改善了企业融资结构,完善了市场利率形成机制。2005年以来,债券市场的产品不断增多,企业融资方

式趋于多样化。以银行间市场非金融企业债务融资工具定价估值为代表的发行定价机制,使得在企业资金可能性与价格市场化之间得到平衡。今年3月份以来,中国银行间市场交易商协会将非金融企业债务融资工具定价估值

的报价产品期限扩展至7年期和10年期,信用评级增加AA-级别,将进一步引导中低信用等级和长期限产品的价格发现,是市场化利率形成机制的完善。企业长短期债券以市场化利率进行发行、交易,这将成为利率市场化的引擎,这也将作为利率市场化的引擎,引导同样作为负债融资工具的银行贷款利率市场化。

二是债券市场提高了实体经济对金融的参与度,推动了企业和银行等微观主体行为的市场化。2005年以来,企业信用类债券规模持续扩大,余额占比持续上升。企业信用类债券市场的扩容极大提高了实体经济参与资本市场和价格博弈的广度和深度,使得利率更充分反映市场运行状态,也使由合理价格信号引导的

金融资源分配更加有效。与此同时,企业对银行信贷依赖性的减弱,也迫使银行业改变以单一的存贷款业务为主要利润来源的状况,逐步走向多元化服务,经营行为更加市场化。

第三,债券市场改善货币政策传导,优化央行调控方式。随着直接融资市场的发展,银行在我国融资体系中的重要性有所下降。在这样的条件下,仅通过对银行信贷行为的控制,货币政策效果将越来越有限。通过市场化手段,尤其是通过市场价格实现货币政策意图,成为理顺货币政策传导机制、提高货币政策有效性的关键。债券市场的发展为货币政策执行提供了有效渠道,改善了货币政策传导机制,在提高央行宏观调控水平的同时,起到平滑跨周期经济波动的作用。

第四,债券市场产品创新为利率市场化提供保障。一方面,对债券产品结构、定价方式的探索,如发行以Shibor为基准的浮动利率债券,债券市场化定价的水平

的月度均值翻了一倍多,净买入规模也增至21.7亿。这可能是由于1月份中票、短融供给量较少,导致银行理财资金的需求由一级市场溢出至二级市场所致。2月份短融供给明显增加,但在货币市场利率大幅走高的背景下,短融仍得到有效承接收益率持续下行,这一方面在于短融绝对收益率水平较高、信用债有陡峭化需求,另一方面则是银行理财的需求吸收所致。

于是我们看到,2月份债市呈现的格局是,绝对收益率高于6%的各期限AA品种需求回暖且需求推动收益率明显下行,而除短融外,利率债及绝对值低于6%的各类信用债,收益率均出现明显上行。

基于上述分析,我们认为银行理财对于债券的投资需求仍有望继续保持,尤其是AA、AA-品种收益率仍有下行空间。我们看好AA、AA-的后市行情,但理财资金对于该类债券收益率的接受程度可能只有5.8%。其后除非银行理财预期收益率下降,否则将对需求产生抑制。随着可投资资产的减少以及债市收益率的逐渐下行,未来银行理财预期收益率也将下降。

得以提高。另一方面,信用风险缓释工具等风险管理工具的推出,有利于市场参与者面对利率市场化带来的市场波动,为实现市场风险分担、保障利率市场化平稳运行起到积极作用。

总体看来,债券市场已成为当前利率市场化的重要平台。债券市场的健康发展,一方面为今后全面利率市场化创造了良好的金融环境;另一方面减少了企业对银行信贷的依赖性,一定程度上削弱了贷款利率管制的弊端,更好地发挥了金融支持实体经济的作用。接下来,还应当继续推动债券市场的发展,一是积极推动产品创新,探索利率期货、利率期权、利率联动债券等风险管理工具,丰富投资者的信用风险管理手段,进一步繁荣金融市场。二是合理的机制安排,进一步完善长期限、低信用等级债券的收益率曲线,提高定价的透明度。三是推动信贷资产证券化,使金融机构可以盘活信贷资产,通过证券市场来引导信贷资产价格达到合理水平。

央行引导资金利率下行

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四公开市场进行了200亿的91天正回购,不过回购利率出人意料地行了2bp,从3.16%下行到3.14%。历来央行公开市场操作利率的主动变化都有其背后的政策含义,我们认为此举反映央行有意引导市场资金成本下行,也意味着以存准率为代表的数量工具启用三个多月后,价格工具也开始粉墨登场。在2月CPI终于跌破3.5%的背景下,面对经济数据不佳和信贷需求不振,央行可能觉得有必要做点什么了。

过去的几个月,央行对于资金投放和回笼的态度出现明显的变化。去年11月30日第一次降准以后,央行维持1年期央票大規模的发行量,发行利率也维持在3.4875%不动,市场回购利率在短暂下行后又立刻重回高位;今年2月18日第二次降准后,1年期央票没有恢复发行的趋势并未得到改观,如果信贷需求一直低迷的话,经济可能出现超预期下滑。

由于市场分歧较大,在3月份宏观数据出来之前,预计债市将以横盘震荡为主。

人民币中间价创近3个月新低

□本报记者 王辉 上海报道

中国外汇交易中心周四公布,3月15日银行间外汇市场美元对人民币汇率中间价为:1美元对人民币6.3359元,较前一交易日的6.3328走高31个基点。该中间价数据刷新了自2011年12月15日以来中间价的新高,人民币汇率中间价由此一举创出近3个月的新低。

在15日人民币即期交易方面,银行间外汇市场美元对人民币即期汇价高开于6.3350,全日窄幅振荡后收报6.3300,较前一交易日6.3323的收盘价下跌23个

基点,全天交投比较活跃,抛盘依然偏重。上午一波抛盘曾让收益率有明显上行,但是股市跳水又让买盘涌现。交易所城投债在连续两天大跌以后,周四也迎来了较强劲的反弹,显示高票息品种仍较受欢迎。

市场目前多空分歧较大,以基金为代表的部分投资者认为中长期利率品种后期想像空间有限,正在逐步将其换成短品种。不过市场近期面临的最大的困难应该还是各家机构对政策性金融债的授信问题,这两年政策性金融债发行量大增,致使其每年的净增量都保持着很高的水平,几家大行均出现了授信额度不足的情况,这在较大程度上改变了市场的供求关系,使得一级和二级市场买盘均偏弱。尤其是,如果市场需求集中在几家大行的话,金融债会面临一级带动二级利率上行的局面。这个问题解决起来会费一些周折,不过总体来看经济下行的趋势并未得到改观,如果信贷需求一直低迷的话,经济可能出现超预期下滑。

由于市场分歧较大,在3月份宏观数据出来之前,预计债市将以横盘震荡为主。



■ 外汇市场日报

美元指数冲高回落

□东航国际金融公司 陈东海

美联储在近期的利率决议中,不但指出要保持基准利率不变,并声称将把联邦基金利率的极低水平一直保持到2014年底。美联储对于经济增长和通货膨胀都表现出温和的、谨慎的乐观。非美风险货币因而下跌。在3月15日的亚太市场中,美元指数也因此走强,最高触及80.74点。不过进入欧洲交易时段,美元指数开始脱离阶段高位,出现一定幅度的回落。

3月15日新西兰公布消费者信心指数月率为-2.7%,前值为-2.4%;2月制造业指数为57.7,前值为50.5。同时澳大利亚3月消费者通胀预期升至2.7%,前值2.5%。纽元和澳元在亚太市场时间持稳,随后走强。

因为受到日前美联储会议未提及有关第三轮量化宽松货币政策的问题(QE3)的影响,美元兑日元在亚太市场强劲上涨,最高曾经到达84.17位置。3月15日东京225指数收盘上涨0.7%,美元兑日元从高点有所回落。

