

逆回购“上阵” 正回购“稍息”

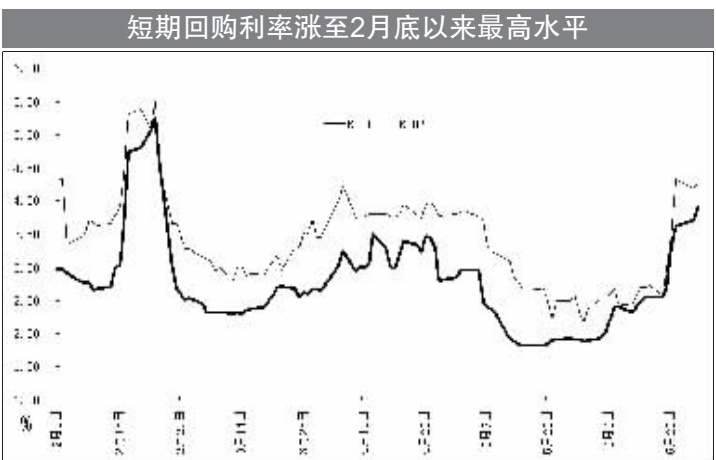
新一轮数量宽松或刚刚开始

□本报记者 王辉 上海报道

央行周二于公开市场操作中开展950亿元14天期逆回购操作,利率水平4.20%,低于银行间14天质押式回购约55基点,显示出缓解银行体系流动性紧张,平抑货币市场利率波动的意图。当日央行未进行28天正回购操作,预计周四91天正回购也将暂停,即便周四不进行逆回购操作,全周也有望实现净投放1670亿元。与此同时,考虑到7月份资金面压力较大,且有逆回购到期因素,央行或将于7月上旬再次下调存款准备金率。

银行将迎来“及时雨”

央行26日公告,当日以利率招标方式在公开市场上开展了950亿元逆回购操作,期限14天,中标利率4.20%。这是时隔一个半月后,央行再次进行公开逆回购,也是今年以来第三轮公开市场逆回购操作。其中,第一轮逆回购开展



于春节前的1月17日和19日,规模合计3520亿元,均为14天品种。第二轮逆回购进行于5月3日和10日,规模合计890亿元,均为7天品种。

分析认为,此次逆回购主要是为纾解短期银行间市场资金面压力。国泰君安分析师胡达称,本次逆回购操作显然是针对当前市场资金面趋紧的举措,以保障商业

银行等金融机构能够顺利渡过7月5日之前的季度末考核时点和常规准备金缴款时点。胡达表示,6月末资金面趋于紧张本属正常,但因为近期新债缴款较为密集,加上中信重工等大盘新股发行在即,对资金

面产生叠加压力。鉴于前两次央行均进行了多次逆回购,因此不排除本周四央行继续在公开市场操作

中开展逆回购交易。

来自一线交易员的消息显示,26日上午逆回购操作之后,市场情绪明显好转,资金拆借难度有所降低。不过值得注意的是,当日全天市场整体资金水平仍在高位运行,主流7天期回购加权平均利率为4.30%,较25日仍走升10个基点。一些市场人士表示,此次逆回购利率为4.20%,低于银行间14天质押式回购约55基点,显示央行引导货币市场利率企稳的意图明显。预计本次逆回购操作之后,市场资金利率将会自高位逐步回落企稳,不考虑降准等其他宽松手段,7天期回购利率后期或逐步降至3%至3.50%一线水平。

逆回购或是降准信号

对于26日央行开展逆回购操作,分析人士普遍表示并不意外,因为按照近几个交易日资金面持续趋紧的状况来看,市场显然急需“活水”注入。然而,考虑到逆回

购操作时效有限,就更长时间的资金面纾解手段而言,再次降准仍是大概率事件。

此前,东方证券等机构提出,综合6月份外汇占款增量仍不乐观、7月财政存款季节性增加、公开市场到期量较少等因素分析,7月份市场仍然需要央行出手注入流动性。而考虑到今年年初和5月份放松过程中,央行均是采取“先逆回购再降准”的方式,因此,这种政策组合仍可能再次出现。

市场人士指出,此次14天期逆回购操作虽然到期日在7月,但由于年中考核通常会导致6月末存款规模显著增加,7月5日商业银行可能面临数千亿元的准备金常规性补缴,资金面紧张的状况可能会延续到7月15日以后。在此背景下,解决资金面紧平衡的“治本”措施,将有赖于降准这一非常规宽松手段。

此前国泰君安和中金公司等机构均预计,央行下一次降准最早会在7月初出现。

货币政策放松还有后戏

来看,截至6月26日,资金供求中等多偏紧的局面依然没有改观,说明央行依然有较大的必要性继续出台放松政策。

单纯从资金成本角度来看,在外需不振、人民币贬值预期增强、外汇占款持续性减少以及国内推动利率市场化的时间内,资金只能是越来越贵。但我国有一个有利条件,就是商业银行法定存款准备金率高达18%以上,如果需要央行出台政策保持相关领域稳定,央行还是有较大的政策实施空间。同时我们认为这个空间也包括调整利率水平。但从央行出台政策的必要性和节奏来看,我们认为由于这波资金成本上涨具有时点性特征,所以央行只是通过公开市场操作进行微调。同时我们还认为,进入7月份,在半年度相关经济数据结果初步出来后,央行很有可能在7月上旬再次出台下调存款准备金政策。

从宏观经济基本面来看,5月份房地产新开工面积同比大幅减少,商务部公布的食用农产品价格指数持续回落(但降幅持续萎缩),煤炭存货近期增加明显,显示我国未来经济增速将继续下降。虽然6月份全国房地产市场有所回暖,但管理层有关坚持房地产严厉调控的口风未变。国外方面,国际油价持续下跌;虽然短期内希腊退出欧元区风险基本消除,但西班牙、塞浦路斯向欧洲央行提出救助申请,使得寻求救助的欧元区成员国增至五个。美国房市有所好转,但失业人数继续高企,美联储下调经济增长预期;韩国消费者信心6月份跌至3个月以来的最低点,已经接近均衡水平;印度经济增长也不乐观等。所以虽然近期国际清算银行对目前全球经济体过分依赖各自央行放松政策提出批评,但从各国实际状况来看,这一局面在短期内很难改变。这种大环境为我国央行实施稳健的货币政策提供正面的舆论环境。

目前,市场对我国经济增速何时见底存在分歧。有的机构认为GDP增速将在第二季度见底,第三季度出现小幅反弹;有的机构认为其在第三季度见底,第四季度反弹;还有机构认为整个二、三、四季度均是底部,GDP会在明年出现反弹。这几种不同的GDP走势将不仅关系到央行出台政策的种类和节奏,还关系到央行政策的实施力度。综合考虑到目前国内外经济形势,我们倾向于最后一种,即我国经济增速后期会在较长的时间内维持在7.5-8%的水平上,这也是央行坚持实施稳健货币政策的主要原因之一。从其实施主要内容来看,也是以稳健的小幅放松为主,并且这种局面持续时间可能较长。

关注收益率上升后的波段机会

小出口企业面临较大的经营压力。但新订单指数与新出口订单指数之差有小幅回升,表明内需出现了一定程度的回升,这应该是前期政策放松的结果。

从2008年下半年后的数据看,汇丰PMI指数与上证综指有极强的相关性。尤其在经济增速偏低时,其与股指的相关性明显高于中采PMI指数。例如,去年11月份汇丰PMI指数下落到47.7,创出近三年来的新低,此后上证指数也创出了近三年的新低,下跌到2132点。今年1月份之后随着汇丰PMI指数的回升,股指出现反弹,到3月份汇丰PMI预览值再次走低,下行到48.1,股指也同步下跌,4月份后股指与汇丰PMI指数同步回升,到5.6月份,股指又随着汇丰PMI指数同步下跌。这表明,相比中采PMI指数,汇丰PMI指数可能更能够反映实体经济的活跃程度,资本市场也更认可汇丰PMI指数,可以作为国内风险偏好的一个重要指示器。

后续汇丰PMI指数能否回升的关键在于内需增长,如果国内货币政策进一步放松,同时财政政策力度加大,那么内需的扩张速度将加快,进而带动汇丰PMI指数回升,从而提升国内的风险偏好。反之,风险偏好将持续偏低。

短期走势观“两面”

短期内,我们认为资金面及可能的政策变动是影响利率产品走势的主要因素。政策面上,因资金面趋紧,近期属于数量型政策调整的敏感期,央行已于周二开展逆回购操作,市场对于央行下调准备金率的预期也显著上升。如果央行下调准备金率,资金面紧张状况缓解,收益率曲线有望陡峭化下行。

从中期来看,影响中长期利率产品走势的主要因素在于经济增长和通胀。从经济增长来看,二季度经济增速继续下行,三季度能否反弹取决于后续政策放松力度,今年经济有一定的概率出现

“L”型增长。通胀方面,我们预计6月份CPI下降至2.3%左右,目前6月份CPI下行至2.5%附近基本上已经是市场共识。偏低的增长以及较低的通胀都有利于宽松货币政策实施,三季度央行很可能再次下调基准利率。因此,中期来看,中长期利率产品仍存在一定下行空间。

总体而言,在信贷投放没有放量,经济增长没有显著回升前,中端长期产品收益率缺乏大幅上行的基础。经过此轮资金面紧张之后,央行下调准备金率是大概率事件,我们认为,即使6月不下调准备金率,7月份也有下调的必要性。此外,从风险情绪来看,汇丰PMI指数的走低也压制了国内风险偏好的上升,海外市场持续动荡,风险情绪也受到打压。综合来看,当前因资金面紧张导致的收益率走高将带来利率产品的买入机会,配置型及交易型机构均可积极关注收益率上升之后的波段机会。

投资情绪偏谨慎

外汇市场陷入震荡

对本次峰会成果并不乐观,但仍期待欧盟在解决欧债危机以及推动欧元区经济增长问题上有新的计划。若欧盟领导人在峰会上就购买欧元区国家国债问题达成一致,允许欧洲临时救助基金EFSF和欧洲永久救助基金ESM直接在二级市场买入西班牙和意大利等国国债,将可能缓解市场对欧元区的忧虑,欧元也将短期获得支撑。否则,欧元仍将进一步下行。

26日亚欧交易时段,英镑兑美元汇率在德国大型银行买盘带动下向上突破1.5600心理关口,英国央行行长金恩的讲话进一步助涨了英镑,该汇率一度突破1.5650。金恩表达了对全球经济相

对悲观的看法,并表示不反对在必要时采取降息举措。虽然欧债危机导致大量资金流入英国,使英镑表现强于欧元,但在市场对宽松政策存在较高预期以及市场避险情绪高涨的大背景下,英镑很难走出独立行情。

总体而言,未来市场关注焦点仍然是欧债危机进展和主要国家货币政策动向。欧债危机方面,希腊大选顺利结束,缓解了短期退出欧元区的风险,但并未彻底排除这一可能。未来希腊政府与欧盟等救助方有关财政紧缩的谈判仍将继续,其不确定性也将继续困扰市场。此外,欧洲银行业风险因西班牙银行业被迫接受救助以及

资金利率短期难显著回落

尽管央行周二利用14天逆回购操作向银行间市场输血950亿元,但在年中考核和大盘股申购压力下,资金利率仍延续了近期的上行态势。市场人士表示,考虑到年中考核结束后,7月初银行体系又将面临大规模准备金缴款,预计短期内资金利率难以显著回落。

周二银行间质押式回购市场上,隔夜、7天回购加权平均利率分别收于3.91%、4.30%,较上一交易日分别走高19BP、10BP;14天回购利率受央行逆回购中标利率牵引,由上午的4.80%之上逐步回落至4.76%;21天品种收于5.05%,小幅上行4BP;1月、2月品种分别上行9BP、17BP至4.83%、4.80%。此外,3月品种微跌3BP至4.50%。从21天品种与1个月以上品种出现倒挂来看,机构对于中长期市场资金面的

预期仍偏乐观。

市场人士表示,本周资金面压力主要集中在前半周,除商业银行年中流动性考核外,25日有300亿国债认购缴款,27日有今年以来最大IPO项目网上申购,因此尽管央行紧急注入流动性,资金利率仍向上冲劲十足。不过,考虑到央行加码注入流动性,而且商业银行通常在考核时点前几日就会完成准备工作,因此下半周资金利率有望出现一定回调。但值得注意的是,由于年中考核通常会导致6月末存贷规模巨幅放大,7月初商业银行可能需要补缴数千亿准备金,加之7月公开市场到期量极低、外汇占款延续低增等因素,7月初银行体系流动性压力不降反升。在此背景下,资金面紧平衡的格局可能至少将延续到月下旬。(葛春晖)

票种稀缺+收益优势

国开行Shibor浮息债获超3倍认购

国家开发银行26日招标发行了该行今年第27期金融债券。本期Shibor浮息债的稀缺性及其相对于固息债的收益优势,使得本次招标获得机构的热情追捧,招标认购倍数超过了3倍。

根据发行公告,本期国开行金融债期限7年,是以3个月Shibor为基准的浮息债券,计划发行总额不超过200亿元,其中设立107.5亿元的基本承销额。中债网发行快报和交易员提供的消息显示,本期债券92.5亿元的招标量共获得3.15倍认购,在该行今年以来的新债发行中,仅略低于5月22日增发3年期固定息债时创下的3.31倍的年内最高水平;本期债券中标利差为16BP,落在此前机构预测中

值附近,较25日中债估值水平则高出1个BP,中标利率为4.21%。

市场人士表示,一方面,本期Shibor浮息金融债是今年以来银行间市场迎来的首只以Shibor为基准的利率债券,扣除基本量后的招标总额不足百亿,券种的稀缺性使其备受机构瞩目。另一方面,当前3个月Shibor浮息金融债相对于固息产品仍具有一定的收益优势。例如,25日7年期固息政策性金融债的中债估值为3.86%,本期国开行浮息债中标利率较之高出35BP。即使后期Shibor利率继续下降,加上利差后,Shibor浮息债的票面利率仍将发3年期固定息债时创下的3.31倍的年内最高水平;本期债券中标利差为16BP,落在此前机构预测中

交易员札记

逆回购不减跨季资金压力

债券收益率短升长降

□长江证券 斯竹

周二债市以短券及高等级券种抛售为主,中长期利率品种整体收益率小幅下行,短融抛盘较重,中票成交较为清淡,收益率小幅上行。

交票方面,以基金抛售为主,成交较为活跃,1年期品种收益率上行约4bp,成交在2.75%附近;半年期品种成交在2.72%,3年期成交在2.75%附近。国债方面,3年期品种成交在2.55%;5年期下行约5bp,成交在2.87%;7年期成交在3.15%;10年期略有上行,成交在3.44%附近。政策性金融债方面,当日一级招标发行的国开符合债获得3.15倍的认购,基本符合预期,二级市场10年期品种收益率有所走低,大多成交在4.11%-4.08%;7年期成交在3.81%附近;5年期成交在3.60%附近;3年期成交较为活跃,成交收益率在3.43%-3.41%。

短融方面,受早盘资金面影

响,抛盘较重,以高等级品种成交为主,收益率小幅上行。1年期AAA券种成交在3.4%-3.45%,1个月期AAA券种成交在3.70%。中票方面,AA+以上券种成交较多,如不到3年的11中石油MTN6成交在3.84%附近,相近期限的12鲁能源MTN1成交在4.0%,5年期12包钢集MTN1成交在4.60%;7年期12海运MTN2成交在4.85%附近。企业债方面,高等级券种收益率上行明显,如10年期12铁道01成交在4.49%,AA评级券种收益率略有下行,如7年期09哈城投债成交从6.72%下行至6.66%,AA+券种12仪征债成交在6.96%-6.92%,10宜春城投债成交在6.0%附近。

当前外部经济恶化,经济数据方面并未有所改善,再加上短期内资金紧张局面难以有效缓解,机构抛压加大,近期债市将维持整体偏弱态势,在缺乏明显利好刺激的前提下,趋势性行情较难出现。

■ 新债定位 | New Bonds

12进出09			预测中标利率区间[3.56%,3.65%]		
债券期限	5年	招标数量	150亿(可追加)	计息方式	固定利率
付息频率	每年1次	招标方式	荷兰式利率招标	招标日	6月27日
起息日	7月10日	上市日	7月16日	手续费率	0.10%

国海证券:由于该期限国债期限太长,多为投资户持有,市场鲜有成交。目前3年期国债收益率曲线显示为4.11%,该收益略低于历史发行均值4.19%。在目前的环境下,仍具备一定的长期配置价值。预计票面利率为4.05%-4.08%,边际为4.09%-4.13%,手续费、缴款等因素影响约0.6bp。

中金公司:相对于10年和10年以下的债券而言,长期国债收益率比较平稳。考虑到银行类机构有刚性配置需求,招标利率可能接近或者略低于二级市场水

平。预计本期债券中标利率在4.05%-4.09%之间,需求较强的投资者可以在4.00%-4.09%之间分价位投标,博弈边际投资者可以考虑4.10%-4.12%之间标位。

中银国际:目前市场上30年左右国债较少,并且交易很不活跃;参考中债估值,目前30年期国债估值收益率为4.10%附近,BE收益率在4.06%左右;考虑到偏紧资金面及市场需求情况,我们预计本期国债最终中标利率将接近估值收益率水平。建议积极的投资者在4.05%-4.09%投标,相对保守的投资者在4.10%-4.14%投标。

12附息国债12			预测中标利率区间[4.05%,4.09%]		
债券期限	30年	发行量	280亿	计息方式	固定利率
付息频率	2次/年	招标方式	混合式利率招标	招标日	6月27日
起息日	6月28日	缴款日	7月2日	上市日	7月4日

国海证券:由于近期资金面较为紧张,本周发行的7年期农发债12农发11中标利率为3.87%,略高于二级市场收益率。预计本期债券招标利率将接近二级市场,预计本期债券中标利率区间为3.60%-3.65%。

中银国际:目前市场上交易较为活跃,5年期非国开金融债市场收益率在3.62%附近,考虑到偏紧的资金面及机构对中期金

融债的需求情况,预计本期债券中标利率将略高于二级市场水平。建议积极的投资者在3.61%-3.64%投标,相对保守的投资者在3.65%-3.68%投标。

鄞州银行:经济底部特征依然没有确立,经济面继续支撑着债市行情。6月26日,剩余期限4.7年的120304报价在3.58%-3.64%附近,建议本期口行债投标区间为3.56%-3.60%。(葛春晖 整理)