

# 央行逆回购放量 力促节前资金面稳定 公开市场四周来首现净投放

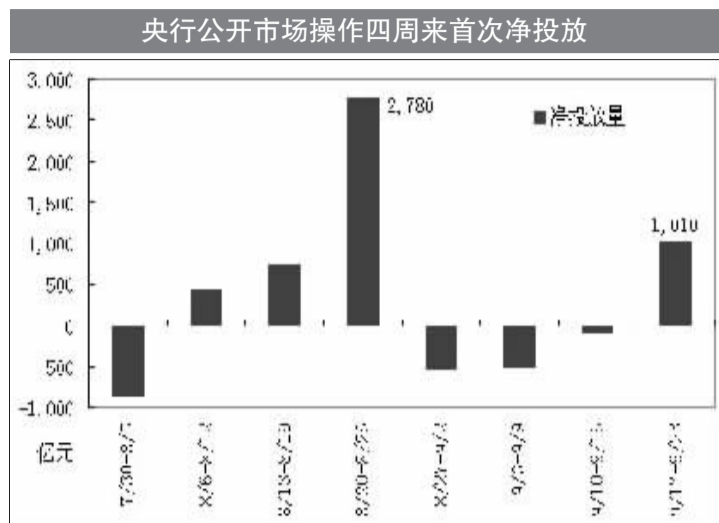
□本报记者 王辉 上海报道

央行9月20日开展了550亿元7天期和1050亿元28天期逆回购操作,合计规模较周二的750亿元超出逾一倍。至此,本周公开市场实现四周来首次净投放,投放规模达到1010亿元。分析人士指出,28天逆回购操作量迅速放大至千亿元以上,显示出管理层稳定双节前后资金面的意图,预计央行公开市场操作将依照历史惯例,继续呈现节前净投放的特征。

## 本周净投放逾千亿

央行9月20日在公开市场开展了550亿元7天逆回购和1050亿元28天逆回购操作,交易规模合计1600亿元,单日操作规模为9月以来新高。利率方面,7天期逆回购与28天期逆回购中标利率分别持平在3.35%和3.60%。

统计数据显示,本周公开市场到期正回购和央票60亿元,到期逆回购1400亿元。由于央行周二已进行了200亿元7天期和550



亿元28天期逆回购操作,如果央行不再进行其他操作,本周公开市场将实现资金净投放1010亿元,这也是近四周公开市场首次出现资金净投放。此前三周,央行在公开市场分别净回笼资金540亿元、520亿元和80亿元。

另据WIND截至9月20日的统计显示,下周(即9月最后一周)公

开市场到期资金量为-1050亿元;10月国庆节后四周的到期资金量分别为-100亿元、-1500亿元、190亿元和100亿元。从下周和国庆节后两周的到期资金分布来看,在这段时间内,央行仍有必要通过较高的逆回购操作数量,实现逆回购到期资金的对冲。

对于本周四公开市场逆回购

操作的巨量特征,市场人士普遍表示,28天逆回购操作量迅速上升至千亿元以上,显示出央行大力投放跨节资金的意图。

## 资金面有望保持平稳

受季末、节日因素影响,银行间市场资金面逐渐显露趋紧迹象。20日早盘,货币市场利率仍显著冲高,截至当日收盘,隔夜、7天、14天回购利率分别较前一交易日上行49BP、59BP、24BP至4.01%、3.92%、3.94%。不过,国泰君安交易员胡达表示,当日上午1600亿元逆回购操作结束后,市场资金面就恢复到基本平衡的状态,央行维稳资金面的效果基本得到了市场的普遍认可。

胡达表示,目前各期限回购利率普遍在4%左右,绝对水平虽然略高,但考虑到节日和季末的因素,与往年同期相比,仍然比较稳定。另外,考虑到下周公开市场操作量有望继续放量,如果节前最后几个交易日隔夜和7天期资金利率能保持在3.5%到4%附近,就都属于合理水平。

就都属于合理水平。

就后期央行调控流动性的手段而言,有观点认为,近期央行没有选择降准而是进行弹性更强的逆回购操作,是因为逆回购具有更大的灵活性,如果外部环境变化,可以不用担心释放的流动性难以收回。而通过期限和规模更具弹性的公开市场操作,市场资金面在国庆节前仍有望平稳运行。

不过,广州农商行等机构则认为,虽然央行近期的操作旨在缓解近来商业银行资金缺口较大的现状,平滑及缓解三季度末市场流动性压力,但从另一方面看,随着发改委批复项目的不断增加,市场对资金的需求亦逐渐加大,加上临近季末机构资金成本有上升的趋势,政策进一步放松的需求依旧存在,降准仍有必要性。

分析人士指出,综合市场各方面观点来看,不管未来央行是使用逆回购等常规工具,还是降准等其他政策手段,此次国庆节前的市场资金面都不会出现类似今年春节前等流动性过于紧绷的状况。

## ■ 交易员札记

# 无视资金偏紧 收益率略有下行

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四央行进行了550亿的7天逆回购和1050亿的28天逆回购,利率持平。虽然逆回购规模较大,但是市场资金却愈发紧张,R001上行50bp达到4.01%,R007上行59bp达到3.92%,多家机构在下午3点以后才勉强补齐头寸。双节前后市场资金面有些紧张,不但节前的现金需求和季末冲存款会形成较大资金压力,

10月8日的准备金补缴规模更可能达到3000亿左右,而节后第一次公开市场逆回购却要10月9日才能开展。因此,下周央行可能弃7天逆回购而启用14天逆回购来缓冲这个问题。

周四现券市场上午保持平稳,下午外资产盘逐渐增多。在资金面偏紧的背景下,买盘开始出现理由估计有三点:首先,市场紧张,不但节前的现金需求和季末冲存款会形成较大资金压力,

太认可此轮下跌的逻辑;其次,从一级市场来看,中长期品种的认购需求有所恢复,尤其金融债的投标需求较强;最后,消息面来看,9月汇丰PMI初值继续低迷,周四A股再次创出年内新低,德国物价指数略高于预期。

金融危机会来,欧美国家量化宽松一浪接一浪,在催生通胀预期的同时,也让我国的货币政策受制于人。量化宽松究竟何时休?我们认为须满足两个条件:其一,量化宽松的边际效用低至各国央行对货币刺激开始失望;其二,欧美国家的通胀水平开始抬头。如果量化宽松政策走到尽头,则可能成为债券走势的一个重要拐点。

# 转债涨跌参半 表现超越正股

在A股出现大幅调整的背景下,20日沪深可转债产品走势分化,涨跌互现。

当日A股市场再次出现较大跌幅调整,上证综指下跌42.99点或2.08%。两市正常交易的18只可转债对应的正股2只上涨、16只下跌,转债则为8涨8跌2平。电力转债依旧跌幅靠前,国投转债和国电转债包揽跌幅榜前两位,分别下跌1.43%和0.85%,川投转债以0.18%的跌幅位列第五位。另外,深机、中海、歌华等偏债型品种也出现一定幅度调

## 国家开发银行 25日首次增发第38至42期金融债

国家开发银行20日公告,将于9月25日第一次增发该行2012年第三十八期至第四十二期金融债券,合计发行规模不超过300亿元。

国开行第38期至42期金融债是该行以“按组滚动”方式发行的第三批“福娃债”,期限分别为1年、3年、5年、7年、10年,固定利率,按年付息,9月11日首次发行,发行票面利率分别为3.19%、3.8087%、4.0741%、4.1902%、4.29%。

公告显示,本次国开行五期债券的拟增发规模均为不超过60亿元,均为9月25日招标、10月10

日缴款,除1年期品种的上市日为10月12日外,其他品种上市为10月16日,上市后与对应的原债券合并交易。

招投标方式方面,本次增发的第38、42期债券均采用单一价格(荷兰式)招标方式,增发的第39、40、41期债券采用多种价格(美国式)招标方式。以上各期债券均不设立基本承销额;债券承销费按认购债券面值计算,1年期无承销费,3年期为0.05%,5年期、7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(张勤峰)

## 国库现金定存月内第二次招标 财政部、央行25日招标400亿国库定存

继18日完成今年第九期400亿元3个月期国库现金定存招标之后,中央国库现金管理操作室20日再发公告称,财政部、中国人民银行定于9月25日上午9:00至9:30,进行2012年中央国库现金管理商业银行定期存款(1年期)招标。

本期国库现金定存操作量400亿元,期限6个月(182天),起息日为2012年9月25日,到期日为2013年3月26日(遇节假日顺延),面向2012-2014年中央国库现金管理商业银行定期存款业务参与银行进行利率招标。由此,本月将

进行两次国库现金定存招投标,操作量合计达800亿元。不过,有市场人士指出,月内有两期共1100亿元国库定存到期,在到期资金再投资的需求下,出现两次招标并不奇怪。

数据显示,上次6个月期国库现金定存招标是在5月10日,操作量600亿元,中标利率为5.13%。市场人士表示,目前资金利率水平与5月上旬大致相当,但鉴于季末银行存在一定的揽储压力,本期国库定存中标利率存在小幅上涨的可能性。(张勤峰)

## 理性看待债券违约 强化风险识别管理

今年6月中旬以来,债券信用利差逐步走高,其中,中低等级债券上升幅度更大,债券信用风险已成为市场关注重点。尽管到目前为止,我国债券市场尚无真正的违约事件,但这并不意味着零违约将会长期存在。相反,违约事件才是成熟债券市场常态化现象。

相比即期汇价,近期美元对人民币中间价走势大致稳定。据外汇交易中心公布,20日美元对人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3380元,仅比上一交易日微跌12个基点,18日至20日为累计上涨85个基点或0.13%。

## ■ 韩会师

毋庸置疑,5月以来一度甚嚣尘上的人民币贬值预期已经出现了明显的降温。9月12日以来,美元人民币成交价持续在中间价下方运行,与前期持续高于中间价的运行态势形成鲜明对比。同时,远期市场美元对人民币的远期升水明显萎缩,一年期远期报价已从高峰时的6.48附近下滑至目前的6.44左右。

回首5月至7月那一段贬值预期最为强烈的日子,特定地点、特定领域的事件被夸张渲染为具有普遍意义的全局现象,进而误导投资者,最终导致了贬值预期的异常放大。而随着市场对于这些因素的认知逐渐清晰,对人民币贬值的恐慌将逐步缓和,人民币后市仍将重新回到小幅、稳步升值的轨道上来。

对外贸易扩张困难,是人民币贬值预期泛起的直接原因,但仔细审视我国贸易数据,不难发现这个导火索的力量被严重夸大,从而引发了过于强烈的恐慌。今年前8个月,我国进出口总额累计同比增长6.2%,远低于去年同期25.4%的水平,外贸领域增长乏力是不争的事实。但两个问题被舆论忽略了。

一是贸易扩张困难是全球普遍现象,并非中国独有,因此并非人民币汇率高估导致了外贸扩

张的压力。例如,美国和日本今年前7个月的进出口总额同比分别仅增长5.1%和3.4%。

二是对汇率波动产生直接影响的并非外贸总规模,而是顺(逆)差的规模,因为差额才是最终导致资金净流入或净流出的原因。今年除2月份以外,其余月份我国外贸均为顺差,前8个月累计贸易顺差总额1208亿美元,同比增长31%。若再考虑到今年前8个月我国出口总规模高达13091亿美元,创历史峰值的事实,很难找到人民币应当贬值,特别是大幅贬值的依据。

资本外逃是支撑人民币贬值论的另一重要理由。根据2012年上半年国际收支平衡表,上半年我国资本和金融项目顺差149亿美元,同比下降92%,这是资本外逃忧虑产生的主要原因,但深入分析就会发现这一理由似是而非。

资本和金融项目主要由三部分构成,直接投资、证券投资和其他投资。

上半年直接投资顺差900亿美元,同比下降3%。其中,外国来华直接投资净增1181亿美元,增长6%,可见并不存在外商直接投资大规模撤离中国的情况。

证券投资一直被看作是最不稳定的热钱,但今年上半年,证券投资项下净流入204亿美元,同比增长1.4倍。其中,境外对我国证券

投资净流入145亿美元,增长84%。很明显,最不稳定的“热钱”也未出现集中逃离中国的情况。

其他投资项目的逆差是资本和金融项目整体顺差大幅萎缩的主要原因。上半年其他投资项下净流出979亿美元,虽然规模庞大,但需要具体分析。受人民币贬值预期影响,我国居民持汇意愿明显增强,金融机构外汇存款仅上半年就增长1301亿美元,超过2003-2011年的累计增长总额。但在国内外汇贷款需求有限的情况下,国内金融机构只能将其用于境外,形成对外存款和贷款,这在国际收支统计上体现为资本外流。同时,在人民币贬值预期的大环境下,境内企业对外借款减少、对外债权增多,这也表现为资本外流。金融机

构和企业的理性行为共同导致其他投资项下对外资产净增加1623亿美元,同比增长109%;而境外对我国企业和银行的应收账款或存放款增幅放缓,导致其他投资项下对外负债净增加644亿美元,同比下降59%。这一升一降之间,其他投资项目就整体出现了979亿美元的资金外流。

从以上分析不难看出,外资主动撤出中国的迹象尚不明显,所谓的资本外逃主要是内资在国内运用渠道有限情况下的境外配置,是“藏汇于民”的必然结果。随着贬值预期的缓和,这种“资本外流”的情况将得到明显改观,进而有助于人民币贬值预期的进一步缓解。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

## ■ 韩会师

最近欧元区和美国、日本都再次启动量化宽松的货币政策,但是由于欧元区是不限量的,美国既不限额也不限期,而日本的新量化规模仅仅为10万亿日元,日本的量化规模力度不及欧元区和美国,因此日元在短暂的弱势后再次走强。由于量化宽松的货币政策对于货币走势具有中期的影响力,所以未来一段时间日元可能继续强势震荡。

## 国电集团 将发50亿元超短融

中国国电集团公司公告称,定于9月21日、24日发行2012年度第三期超短期融资券。本期超短期融资券由联席主承销商组织承销团,通过簿记建档、集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行,联席主承销商由中国民生银行和北京银行担任,簿记管理人由中国民生银行担任。

本期超短融发行金额(面值)50亿元,期限90天,固定利率,票面利率根据簿记建档结果确定,到期一次还本付息。时间安排上,簿记建档时间2012年9月21日,发行日9月21日、9月24日,缴款日、起息日、债权登记日9月25日,上市交易日9月26日,兑付日12月24日(遇法定节假日向后顺延至下一工作日)。

本期超短期融资券不设立担保。经联合资信评估有限公司综合评定,企业主体长期信用评级为AAA。(葛春晖)

## 人民币贬值预期显著收窄

