

## 流动性充裕 央行逆回购低量操作

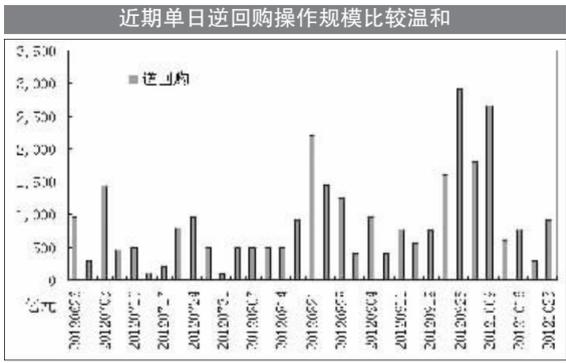
# 巨量逆回购到期无碍资金面稳定

□本报记者 王辉 上海报道

央行周二进行了总额910亿元的逆回购操作,在本周到期逆回购规模高达4050亿元背景下,当日逆回购数量虽然高于上周二的760亿元,仍显得相对偏低。但从资金面来看,银行间市场资金利率依然保持低位运行。分析人士表示,由于9月新增外汇占款回升至1306.8亿元,市场对于后期市场流动性的心理预期已显著改善。预计中短期内央行逆回购操作规模将维持在相对较低水平,甚至有重启正回购操作的可能,与此同时,市场资金面仍能够保持平稳局面。

### 央行周二开展910亿逆回购 资金利率保持低位运行

央行10月23日公告,以利率招标方式开展了两期逆回购操作。其中,期限7天的逆回购交易量为490亿元,中标利率持平于3.35%;期限28天的逆回购交易量为420亿元,中标利率持平于3.60%。两期操作



近期单日逆回购操作规模比较温和

规模合计910亿元,相对于上周二的760亿元小幅增加150亿元。

WIND统计数据显示,本周公开市场将迎来年内最大的一波逆回购到期“洪峰”,全周逆回购到期规模达4050亿元,是今年以来逆回购单周到期量最高的一周。其中,周二和周四分别有2080亿元、1970亿元逆回购到期。此外,本周还有190亿元央票到期,无正回购到期。这意味着本周央行需

要进行超过3860亿元的逆回购操作,才能实现资金净投放。从这个角度来看,周二910亿元的逆回购操作总量仍然属于较低水平。

值得注意的是,在本周天量逆回购到期、周二央行逆回购平稳操作的情况下,主流机构对于资金面的心态依旧十分平稳。23日银行间市场隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为2.3585%和2.9201%,分别较前一交易日小幅

上升10.80个基点和20.25个基点,继续保持在3%以下水平。

上海一券商交易员表示,上周以来市场资金面十分宽松,9月份外汇占款再次出现超千亿元的月度正增长极大地提振了市场信心。本周巨量逆回购的到期,并不会对宽松的资金面带来实质性冲击,周二910亿元规模的逆回购操作量,仍符合市场预期。

### 流动性中期有望持续宽松 公开市场以中性对冲为主

目前来看,四季度资金面持续宽松已经得到了机构的普遍认可。中金公司表示,9月份外汇占款月增量大幅回升印证了前期关于外部流动性改善的判断,预计四季度逆回购到期、周二央行逆回购平稳操作的情况下,主流机构对于资金面的心态依旧十分平稳。23日银行间市场隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为2.3585%和2.9201%,分别较前一交易日小幅

上升10.80个基点和20.25个基点,继续保持在3%以下水平。

统计数据显示,截至10月23日,公开市场未来四周到期资金分别为-490亿元、-900亿元、-60亿元、-270亿元,从资金对冲角度来看,相对于本周和前两周,央行的逆回购操作压力已大大减轻。

对于后续公开市场操作,中金认为,在没有出现高通胀之前,央行的公开市场操作将以中性对冲为主,外汇占款是决定流动性的主要因素。另外,逆回购发行规模下降是流动性宽松的结果,但不会改变流动性宽松的趋势。即便央行未来重启正回购回笼流动性,其发行利率也会与二级市场水平接近,显著低于逆回购发行利率。

统计数据显示,截至10月23日,公开市场未来四周到期资金分别为-490亿元、-900亿元、-60亿元、-270亿元,从资金对冲角度来看,相对于本周和前两周,央行的逆回购操作压力已大大减轻。

# 人民币兑美元即期汇价创收盘新高

## 中间价连续三日缓步回调

□本报记者 张勤峰

周二(23日),人民币兑美元即期汇价与中间价走势背离,即期汇价收盘首次升破6.25,再创汇改以来新高,中间价则连续第三个交易日小幅回调。市场人士称,短期内人民币对美元或维持强势,但不具备显著升值空间。

据中国外汇交易中心公布,周二银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.3078元,较前一交易日跌7个基点,连续第三个交易日小幅回调。当日银行间人民币兑美元即期交易高开高走,盘中最高触及6.2474,逼近上周中创出的6.2446的高位,尾盘收在6.2480。这也是人民币兑美元即期汇率首次收盘升破6.25。

离岸市场上,NDF(无本金交割远期)一年期美元兑人民币成交在6.3643/78,上日尾盘报6.3640,波动不大。境内市场美元兑人民币一年期掉期最新成交为升水1566点,相当于市场认为一年后人民币兑美元汇率将达到6.4046。

招商证券报告指出,9月多项宏观数据好于预期,缓解了市场对中国经济继续下滑的忧虑;同

时受到海外宽松政策的影响,国际资本不断流入,考虑到美国大选对中国汇率问题的关注等因素,短期内人民币即期汇率可能会持续走强。不过从国内以及离岸市场对人民币升值预期均再次出现回落来看,对于中国未来经济的担忧仍存以及资本流出的压力仍在,人民币汇率大幅升值的概率并不高。

招商证券报告指出,9月多项宏观数据好于预期,缓解了市场对中国经济继续下滑的忧虑;同

# 经济小反弹对利率债冲击有限

□中信证券 傅雄广

尽管三季度经济出现企稳势头,但短期内“弱增长、低通胀”的格局仍未改变,资金面也有望保持目前相对宽松的格局。因此,9月份经济增长的小幅反弹对市场的冲击有限,近期利率产品仍将以窄幅震荡为主。

### “弱增长、低通胀”格局未变

国家统计局公布第三季度GDP增长率为7.4%,季调后环比折年率为7.8%,略高于二季度的7.2%,从环比的角度看,经济已经基本企稳。从9月份的数据看,工业增加值同比增长率为9.2%,季调后环比折年率在13%左右,比8月份9%的环比折年率增速有明显回升。此外,名义社会消费品零售总额同比增长率比8月份上升了1%,达到14.2%。

然而,9月份经济增长的小幅回升主要依赖于基建投资的加速增长,当月基建投资同比增速比8月份上升了15.2%达到29.7%,但房地产投资和制造业投资仍没有明显的复苏迹象。预计短期内调控当局出台大规模刺激政策的可能

性较低,政策仍将以“稳”为主。在这一政策基调下,经济增长在短期内不太可能显著回升。预计四季度GDP同比增速仍将处在7.4%左右,明年一季度后小幅回升。在政策没有显著放松前,一段时间内经济都将处于低位筑底的格局。

从通胀来看,9月份CPI同比增速为1.9%,仍在低位,季调后CPI环比折年率为2.3%,低于8月份4.3%的环比折年率。分类来看,9月份季调后CPI食品环比折年率为0.3%,CPI非食品环比折年率为3.8%。在经济增长偏弱的背景下,CPI同比大幅反弹的可能性较小。预计10月份CPI同比与9月份基本持平,初步估算在1.9%左右,受翘尾因素影响,11、12月份CPI同比小幅回升,但CPI同比很可能仍处于2.5%以下,明年一季度有再度下行的可能。因此,通胀的压力并不明显。

### 流动性有望保持稳定

伴随银行间市场资金面持续好转,上周央行公开市场逆回购规模显著收缩至1060亿元。上周公开市场实现净回笼2210亿元,为连续三周净投放后的首次回笼。本周公

开市场逆回购到期规模升至4050亿元,预计央行将继续通过逆回购操作平抑货币市场利率,公开市场投放规模至少保持或略高于上周。

外部流动性的改善是近期流动性相对宽松的一个因素。9月份外汇占款新增达到1307亿元,新增规模显著超过2.3季度。新增外汇占款扣除新增贸易顺差和FDI因素后,9月份统计的热钱流出规模降至980亿元附近,较2-3季度2000亿以上的流出有明显好转。我们认为外汇占款新增规模的回升一方面与人民币升值步伐加快有关,另一方面也是前期企业/居民累积的结汇需求集中释放的结果。前瞻性地看,海外宽松政策以及国内经济企稳的预期有望继续支撑人民币,有助于外生流动性的好转。预计近期月均外汇占款新增规模将保持在1000亿元左右。

此外,季末过后存款规模回落引起的超额规模上升也在一定程度上改善了资金面。

总体来看,我们认为流动性有望继续保持稳定。尽管短期内央行主导逆回购利率下行的动力并不足,但资金利率在四季度仍

有望持续处于略低于3%的水平。

### 市场以窄幅震荡为主

在流动性维持相对宽松的环境中,国内基本面出现改善迹象及美国经济复苏加快是导致近期利率产品市场整体走弱的原因。但考虑到经济反弹力度有限,政策刺激的可持续性存疑,且四季度利率产品整体净供给下降,我们认为中长期利率产品收益率上行的幅度也将较为有限,近期利率产品继续呈震荡走势的概率较大。

我们维持10年国债收益率在3.4%-3.6%区间波动的判断。与此同时,由于资金面短期内还将保持相对宽松,收益率曲线有望延续陡峭化的趋势。

具体到现券策略上,近期利率产品可能继续承压,建议交易型机构在利率产品上控制仓位;鉴于收益率曲线可能将延续陡峭化的态势,可积极关注3-5年左右利率产品收益率上行后的波段交易机会。对配置型机构而言,目前7-10年左右中长期国债及金融债仍表现出一定的配置价值,可继续参与。

# 信用债市场宜中久期等待

□中信建投 黄文涛 施同亮

10月以来,随着资金面的改善,债券市场走势良好,尤其是中低等级的信用债出现了普涨行情,利率品种则并不显著。一般来说,正常的市场轮动是利率品种向信用品种发展的,而目前反其道而行的轮动方向恰恰揭示了行情更多来自技术力量,而非基本面的确定。实际上,经济增长趋势和市场预期仍未明确,技术面虽然有利信用债,但支撑却有限,因此交易型机会仍需等待。

### 基本面组合依然有利

目前仍有多重因素牵制着经济增长趋势的方向:第一,宏观经济与微观数据相悖,宏观数据反映经济企稳趋势,微观情况显示企业盈利并无好转。第二,短周期触底与中长期下行构成了矛盾。在中国经济连续下行三个季度后,从库存周期的角度看经济确有反弹的需

求,来自于价格和库存接近底部后新的补库存动力已经产生。PPI降幅收窄反映价格体系调整接近尾声,经济短期触底动力在加强,PMI的表现也反映了企业开始回补库存。然而,中期的产能过剩和结构恶化问题仍然十分严重,如果产业结构调整不成功,中期经济下行压力是巨大的。

目前来看,下半年通胀压力不大,颠覆了前期市场预期的通胀下半年大幅上升的观点。到年底,通胀水平应在2.5%左右。未来的通胀水平仍不会过高,这取决于经济的活性,中期内低迷的经济并不能支撑高通胀,而政府再次出台大规模刺激的可能性不大,我们认为明年的通胀水平也会在2.5%以内。

### 三因素驱动信用债向好

信用债的上涨来自于几个方面的动力。首先,资金面宽松将提供短期信用债下行的空间,但2.5%左右的7天回购利率水平应该是四季度资金利率的运行中枢,难有进一步的下行空间。其次,供给压力减弱是促进信用债行情的另一重动力,四季度相比三季度有明显的供给压力改善。但基本面并不能提供债券市场收益率大幅下行的动力。第三,前期回调幅度过大的低等级收益率也

给市场带来了估值修复的空间。总体来看,四季度信用债机会大于风险,整体趋势是震荡向上的,但并非一蹴而就。操作久期中,建议仍以中等久期对待,控制在3-5年较好,可视行情逐渐加大久期。配置型资金可以逐渐增持长期限企业债和中票,我们看好明年的债券行情。

评级上,应以中高等级和低等级风险相对小的行业为主,信用债行情将开始分化,低等级信用债风险较大。特别是在三季度季报大面积预减时,更需要甄别信用风险。例如,新中基已经给出行业敲响警钟。我们建议回避的三类行业是:强周期行业,产能严重过剩行业,出口型行业。随着失业潮和停工潮的加剧,低评级债券的信用风险未来可能进一步显现,四季度将是市场偏好从低评级向高评级风格转换之时,尤其是在结构调整过程中,若信用风险不断暴露,终将会出现实质违约的情况。信用风险转换已经拉开序幕。

## ■ 外汇市场日报

### 等待关键消息 非美货币弱勢震荡

□中信银行资金资本市场部 罗旋

23日亚欧交易时段,消息面清淡,外汇市场较为平静,非美货币总体保持弱勢震荡格局。其中,欧元兑美元和澳元兑美元跌幅相对较大,均超过30个基点。

欧元兑美元方面,亚洲交易时段,汇价总体保持盘整态势,但进入欧洲交易时段,由于市场担忧西班牙国债拍卖情况,汇价小幅承压,逼近1.3020。随后,西班牙成功出售35.28亿欧元国库券,发行规模在计划上限,认购倍数高于前次,市场紧张的情绪得到缓解,汇价止跌企稳。目前市场正在等待欧洲债务危机相关消息进一步明朗,市场情绪相对保持稳定。技术上看,汇价正受到4小时图上上升趋势线与均线的支撑,汇价企稳的概率较大,但考虑到上方压力密集,整体汇价维持震荡的概率较大。

英镑方面,亚洲交易时段,英镑兑美元汇价在1.6000整数关口上方窄幅震荡。进入欧洲交易时段,汇价一度跌破1.6000整数关口,然而随后公布的良好房市数据提振汇价,收复日内跌幅。数据显示,英国9月BBA房屋购买抵押贷款许可件数升至3.1175万件,高于市场预期,略微缓解市场对英国经济的担忧。不过,市场目前的焦点仍是关于英国央行货币政策倾向的相关线索,以期从中判断11月货币政策会议是否会再次加码宽松政策。所以,在此之前,英镑趋势性的走势将不太可能出现,更多的将

呈现出震荡整理态势。

澳元方面,亚洲交易时段,澳元兑美元汇价一度挑战前日高点1.0340,不过受到澳洲央行官员讲话以及CPI数据公布在即的影响,市场情绪保持谨慎,汇价此后连续回落,一度跌破1.0300整数关口。澳洲央行董事会成员理道特表示,澳洲经济持续走软令失业人数小幅攀升,而通胀率较低为进一步的宽松政策留出空间。他称,中国风险并不会出现硬着陆,但这种风险要高于6个月之前。尽管理道特明确表示上述都是他个人观点,并不代表澳洲央行的看法,但显然市场已对其言论产生较大反应,表明市场对澳洲央行未来继续放松货币政策预期在升温,这对汇价构成向下压力。技术上,之前汇价反弹受阻于50日均线后再次回落,且上方多条均线聚集,压力重重,未来下行风险较大。

总结而言,欧洲债务危机相关消息仍是影响外汇市场的主要因素。不过,目前市场对西班牙主动求援以及希腊获得援助的预期较高,总体呈现出乐观情绪,这将保持风险货币短期内仍在相对高位运行。此外,本周美联储货币政策会议、美国经济数据以及第三季度财报都将作为影响市场情绪的因素。预计宽松的货币政策态度以及相对良好的经济数据将提振市场情绪,但是可能表现不佳的公司盈利能力或带动股市从高位下行,从而拖累非美货币的表现。短期内,外汇市场仍可能延续目前震荡运行的走势。

## ■ 交易员札记

### 中长端利率品种小幅上行 信用品种继续受追捧

□长江证券 斯竹

周二,一级市场迎来了新一轮“五福娃”债招标,中标利率基本持平于二级水平,其中11个月的12国开38、4.9年的12国开40以及6.9年的12国开41招标结果均略低于市场预期。由于资金面有所趋紧,短期资金利率呈现不同程度的上行,跨月需求有所增多。

二级债市方面,中长端利率品种收益率略有上行,信用品种继续交投活跃。国债方面,29.6年的12附息国债12成交在4.18%附近,18.5年的11附息国债10成交在3.92%,14.8年的07国债13成交在3.69%,9.8年的12附息国债15多笔成交在3.54%,6.87年的12附息国债16成交在3.44%-3.47%,4.97年的10附息国债32成交在3.20%附近,2.89年的12附息国债17多笔成交在3.04%附近;央票方面,不到2年的11央票81成交在3.15%,0.88年的10央票79成交在2.94%,0.49年的10央票32成交在2.86%附近;政策性金融债成交集中在5年附近品种,如4.7年的12进出09成交在3.98%。

### 中国五矿集团今发20亿元超短融

中国五矿集团公司公告称,定于10月24日发行2012年度第四期超短期融资券。

本期超短期融资券发行金额20亿元,期限180天,面值发行,发行利率通过簿记建档、集中配售方式最终确定。时间安排上,簿记建档时间为2012年10月24日9:00-11:00,发行日为10月24日,缴款日、起息日、债权债务登记日为10月25日,上市流通日为10月26日,利息兑付日2013年4月23日,

本金兑付日2013年4月23日(如遇法定节假日,则顺延至其后的一个工作日)。中国银行担任本次发行的主承销商,北京银行为联席主承销商。

本期超短期融资券不设担保。中诚信国际信用评级有限责任公司给予发行人的主体信用评级为AAA。本期超短融所募集的资金将用于偿还中国五矿本部的银行贷款,提高公司直接融资比例。(葛春晖)

## ■ 新债定位 | New Bonds

12附息国债15(续2)		预测中标利率区间 [ 3.48%, 3.55% ]			
债券期限	10年	计划发行	260亿,可追加	计息类型	固定利率
付息安排	半年付息	招标方式	混合式价格招标	招标时间	10月24日
起息日	8月23日	上市日	10月31日	手续费	0.1%

鄞州银行:受经济数据正负双面影响,近期利率行情以震荡为主。10年期国债收益率为3.48%上冲至3.55%左右,后又下行至3.52%附近。从近期一级市场招标来看,中标利率位于票面以上的标位基本都可以溢价出售,且招标投标倍数也较高,说明市场对于利率债的交易需求非常旺盛。10月23日,10年期国债成交价为3.54%附近,建议本期国债投标区间为3.51%-3.55%。

国泰君安:工业增速超预期,企业流动性显著改善,市场风险也将随之提升,利率债收益率下

行空间或将有限;但经济改善幅度有限,且通胀仍将维持低位,因此利率产品整体或继续维持震荡。12附息国债15(续2)合理利率在3.50%-3.54%。

国海证券:目前10年期国债收益率曲线显示为3.53%,市场双边报价为3.55%,报卖为3.535%,成交在3.505%附近。本期债券手续费、缴款等因素影响约1.2bp。综合分析,本期债券将接近二级市场,预计本期债券中标利率区间为3.48%-3.51%,边际中标区间为3.51%-3.54%。(张勤峰 整理)