

流动性调控添利器 短期工具熨波动稳预期

债市短期反弹有望延续 中期调整压力较大

央行18日晚公告称,即日起将启用公开市场短期流动性调节工具 Short-term Liquidity Operations,简称SLO)。分析人士认为,SLO的推出顺应了在日趋复杂多变的流动性环境下,央行增强调节手段灵活性和主动性的需求。短期看,有助于熨平资金面波动、改善市场流动性预期;长期看,则暗含推进利率市场化的制度安排。就债市影响而言,在利率波动下降的预期下,年初以来的债市反弹行情短期内有望延续,但考虑到启用SLO并不意味着货币政策有明显放松意向,经济回升、通胀上行等因素给债市带来的调整压力仍值得警惕。

□本报记者 张勤峰

短期工具上场 央票存准或淡出

央行启用SLO的基本背景在于,公开市场已逐步取代外汇占款成为流动性释放的主要来源,央行对于流动性的管理逐渐由“被动”向“主动”、由“粗放式”向“精细化”转变。

影响银行体系流动性的主要有外汇占款、财政存款、流通中现金、法定存款准备金和公开市场操作五项核心因素。自2011年四季度起,我国新增外汇占款出现趋势性减少。当外汇占款丧失主导地位后,其他任何一项因素明显变化都可能引发资金面剧烈波动,加上利率市场化加剧了资金的表内外流动,使得近年来短期资金利率的波动显著放大,客观上要求央行提升流动管理能力。SLO的推出,则顺应了央行增强公开市场操作的灵活性和主动性的需求。

从公告来看,SLO主要有四方面的特点:其一,以7天以内短期回购为主;其二,操作时机、规模和品种由央行相机决定;其三,原则上在公开市场常规操作间歇期使用;其四,操作对象为公开市场一级交易商中具有系统重要性、资产状况良好、政策传导能力强的部分金融机构。可见,SLO拓宽了现有常规公开市场操作的品种和频率,使得央行

得以根据每日流动性状况选择性开展操作,提升了操作的灵活性。而通过制定相应准入标准,并强调相机决定操作的时机、规模和品种,均传递出央行在日常流动性管理中占据主导的讯息。

短期看,SLO的意义在于熨平资金面波动;从中长期看,则暗含推进利率市场化的制度安排。中金公司认为,SLO的推出使得央行对于短期利率的调控能力进一步加强,未来公开市场回购利率有望形成基准利率的地位,这一点类似于美联储的调控模式。国泰君安亦指出,从各国利率市场化经验来看,利率市场化后很多国家的央行都会从货币供应量等数量化指标逐步转向通过短期资金利率等市场化的价格工具来引导整体利率,进而实现货币调控目标。从全球经验看,SLO的推出符合利率市场化下的央行调控的发展方向。

另外,SLO的推出可能意味着今后央票、准备金率等单方向或长期限工具的运用余地将进一步降低。申银万国指出,2012年下半年以来,逆回购工具的常态化已经极大弱化了调整法定准备金率的预期,而SLO的推出意味着央行流动性调节将进入更为精细化的阶段,未来难以频繁再现央行利用准备金率吞吐巨量货币的局面。与此同时,中信证券认为,在外汇资金双向流动格局下,短期限正、逆回购工具的不断丰富意味着央票等单方向操作工具已基本退出操作舞台。

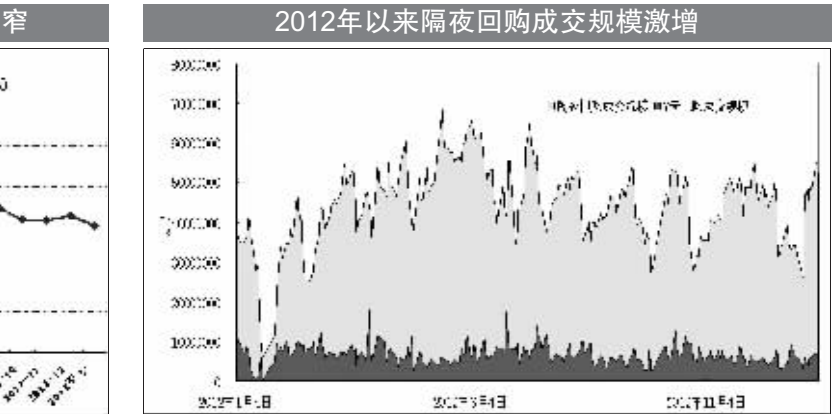
中短期资金面偏乐观

市场人士指出,启用SLO并不意味着央行在货币政策上有明显放松的意向,或者说央行投放的流动性总量并不一定会增加,但确实对中短期资金面具有一定的积极意义。

一方面,SLO有助于熨平资金面波动。如前所述,随着外汇占款趋势性下滑,流动性环境变得复杂多变,即便是资金总量不出现大变化,在节假日、月末、季末等特殊时点,由于银行揽储或企业个人提现,也可能导致资金面出现阶段性紧张。例如,2011年和2012年春节前银行间7天回购利率分别冲到8.2%和7.7%。中金公司指出,SLO有利于缓解时点因素对于流动性的冲击,尤其在近几年利率市场化加剧资金周转速度的情形下,能够进一步熨平资金面的波动,避免回购利率出现大起大落。

此外,瑞银证券表示,央行推出SLO可视为其去年以来持续进行逆回购操作的延伸和拓展。事实上,自去年6月下旬逆回购常态化操作以来,货币市场利率波动已有所下降,上半年7天回购利率月均值在月度间经常出现超过100BP的涨跌,而下半年最大波动只有43BP,而且2012年末也没有出现以往资金价格飙升的现象,这表明短期逆回购的操作确实起到了平抑资金面波动的作用。

另一方面,SLO有利于稳定金融机



构对资金面的预期。中金公司认为,与去年6月下旬以来逆回购的常规操作相比,SLO的推出使得部分一级交易商可以在每个工作日向央行申请拆入资金,即流动性紧张时央行总能成为市场最终流动性的提供者,对于稳定资金面的预期十分重要。

具体到中短期资金面走向,瑞银证券认为SLO的推出,使得2013年春节前资金价格的波动很可能小于往年。而中金公司预计,今年上半年7天回购利率将主要在2.5-3%之间波动,局部时点如3月份甚至有跌破2.5%的可能。

不过,市场人士强调,熨平资金面波动”的另一层含义,在于资金利率出现大幅下行的可能性也不大。“相机使用”说明SLO主要是针对流动性的意外和突然收紧,而并不是向市场敞开无限量供应资金,在资金面过于宽松时,央行同样可以运用短期定向正回购回笼货币。

债市利好有限 不同券种区别看待

多位市场人士认为,央行启用SLO短期对债券市场有一定的利好,一季度交易行情很可能进一步发酵。但鉴于SLO并不意味着央行货币政策放松,甚至在一定程度上降低了放松的可能性,因此其对于不同债券品种的推动作用需要区别看待。

中金公司指出,资金面稳中偏松有利

于短期债券收益率下行,但同时也有利于市场风险偏好和通胀预期的上升,风险资产的持续上涨将对长期债券收益率下行产生抑制作用,收益率曲线将继续陡峭化。建议投资者选择3-5年期政策性银行债和中等等级信用债作为息差交易的主要品种,并且可以通过加大杠杆获得比去年更好的息差收益;高收益债需关注交易所回购利率可能上行的风险。总体而言,不论是利率债还是信用债,在债券供给尚未明显释放的情况下,年初以来的反弹行情有望在一季度延续,但随着二季度债券供给逐步增加以及超储率的季节性回落,后续供求关系可能逐步趋于平衡甚至有所恶化,建议交易型投资者在收益率进一步回落后可以获利了结。

广发证券分析师徐寒飞表示,SLO降低了短期利率波动,有利于债券投资者增加杠杆、加大对高票息债券和低流动性债券的缩仓,因此流动性溢价可能会有明显的缩小。

申银万国则指出,SLO是在央行不愿意下调准备金率背景下推出的短期流动性调节工具,从中期看,流动性的状态仍取决于央行的态度。而从目前经济回升速度、通胀潜在压力等因素考虑,下半年流动性收紧仍是大概率事件,所以信用债下半年面临的流动性压力仍不能忽视。申银万国认为,如果收益率出现过快下行,市场有修正乐观预期的需要,收益率可能面临回升的风险。

启用SLO剑指深层次货币制度建设

□申银万国证券研究所 屈庆

央行1月18日公告,决定从即日起启用公开市场短期流动性调节工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)。此项工具的推出,不仅有利于商业银行管理头寸、平抑资金利率波动,而且在深层次制度性建设方面具有更为深远的意义。

利于平抑资金利率波动 降准概率进一步下降

SLO工具具备两个特征:其一,拓宽了公开市场操作窗口敞开的日期。这一新制度实际上提供的是一种应急渠道,除了周二、周四的常规操作外,商业银行可以在其他时间试探通过定向工具来管理流动性;其二,拓宽了公开市场操作工具品种的覆盖日期,操作工具拓展到7天以内品种,特别是隔夜品种的推出非常值得关注。当市场需求无法吸纳商业银行的短期资金,而央行愿意接纳资金且提供具有吸引力的利率时,商业银行可以通过隔夜品种将资金存在央行。如果该定向工具具有了上述属性,实质上相当于改变了原有的超额存款准备金账户性质,也相当于变相提高了超额存款准备金的利率(目前为0.72%)。

SLO工具推出,可能在两方面对市场预期产生引导。一方面,可以稳定货币市场利率的波动性。2012年以来,央行公开市场回购操作的常态化在一定程度上稳定了货币市场参与者预期,并缓解了市场中的显著波动性。而SLO工具的推出在很大程度上可以更为有效地平穩货币市场利率的波动态势,在一

定程度上有利于债券市场中的杠杆操作。另一方面,在一定程度上弱化了准备金率等“巨斧”类政策推出的可能性。从2011年开始,我国外汇占款出现了趋势性下降,利用法定存款准备金工具来调整资金供给容易引发货币市场的剧烈变动。事实上,2012年下半年以来,逆回购工具的常态化已经极大弱化了市场的调准预期,而SLO工具的推出,意味着我国未来货币政策流动调节将进入更为精细化的阶段,而难以再现利用准备金率政策巨量吞吐资金的局面。

扩大调控范围 提升货币传导有效性

在当前市场中,SLO窗口的推出更多被理解增加了投放流动性的渠道,可以更好的平穩资金波动的预期。但是我们认为,该举措的推出不能简单理解为央行单纯为了投放资金而另设的一个窗口(实际上,二、四的正常逆回购窗口完全可以稳定投放流动性)。我们更倾向于从如下制度建设角度来理解:

首先,隔夜品种被引入公开市场操作具有重要意义。

从已有的操作形式来看,市场倾向于将7天利率看作货币政策调控的基准利率,而且央行也可以通过现行的7天回购操作将该期限利率实行控制调节。但在实际中,却发生了1天和7天利率的脱节,比如在资金面超预期宽松的时期,反映市场实际资金松紧的反而是隔夜利率。如果融资采用杠杆模式,自然会回避7天融资模式,转而采用隔夜模式,这时虽然7天利率较高,却未必代表融资杠杆

率会有所降低,使得货币政策的意图可能被弱化。因此,央行有必要强化对于基准利率——隔夜品种的控制,强化对于隔夜品种的指导以及控制,可能是未来货币政策更为精确化的必经之路。

其次,SLO工具不仅具有投放流动性的功能,其回收流动性的功能可能更值得关注。

需要注意的是,一个成熟意义上的货币政策调控体系不单纯具有释放流动性的作用,同样需要具备随时回收流动性的作用。从理论上来看,相比于原有品种,SLO工具的新增亮点在于增加了隔夜品种,而隔夜品种最大的优势可能并不在于向市场投放流动性,更在于通过隔夜利率的变化调节商业银行隔夜头寸的应用。

假设未来中央银行精确化的衡量SLO工具中的隔夜品种利率、超额存款准备金利率以及市场中的隔夜回购利率三者之间的关系,则可以通过SLO隔夜回购工具更为有效的调节市场短期存量资金的余缺。这样一来,中央银行的公开市场窗口越发向美联储的货币政策传导机制靠拢,而短期公开市场操作利率(特别是成型后的隔夜品种操作利率)将具备与美联储基准利率相同的属性。

总体来看,我们更倾向于从中长期的制度建设角度来理解该举措的推出,其根本目的性可能并不在于应对当前的流动性状态、单纯地进行资金补充,其更深远的意义是扩大了中央银行对于收益率曲线各个短期品种(特别是隔夜品种)的控制力度,从而可以更为有效的传递货币政策意图。

银行间债市收益继续下行

■交易员札记

□潍坊安信 代长城

1月21日(周一),资金面延续宽松状态,各期限资金利率仍然在低位运行。隔夜回购利率1.94%,较上一交易日下行1BP;7天回购利率2.94%,上行10BP;14天回购利率2.80%,下行13BP。受央行SLO工具推出的影响,利率市场继续强势上涨,尤其金融债中短端下行明显,而国债收益率变动不大。剩余年限2.64年的12国债17成交在3.06%,与上一交易日持平;剩余年限4.97年的13国债01成交在3.21%,与上一交易日持平。剩余期限0.65年的12国开38成交在3.25%,下行3BP;剩余年限为2.46年的12国开29成交在3.825%,下行4BP;剩

余年限为2.65年的12国开39成交在3.84%,下行3BP;剩余期限6.11年的12农发01成交在4.17%,下行1BP;剩余期限9.47年的12国开32成交在4.44%,与上一交易日持平。

信用市场同样保持强势,整条收益率曲线平均下移3bp左右,其中短端下降更多达7bp。剩余期限0.92年的12首发CP001(AAA)成交在4.12%,较估值上行7BP;剩余期限2.74年的12鲁能源MTN2(AAA)成交在4.62%,下行3BP;剩余期限4.84年的12鲁商MTN1(AA+)成交在5.15%,下行1BP;剩余期限4.72年的12北国资MTN1(AAA)成交在5.02%,下行3BP;剩余期限5.98年的12襄投债(AA)成交在6.65%,较上一交易日下行10BP。

■观点链接

兴业证券: SLO将推动收益率小幅下行

SLO工具的启动有助于降低节前的资金面波动风险,提升对利率产品的需求,收益率曲线陡峭化下行格局有望延续,但在回购利率中枢的约束下,收益率的下行空间亦有限。

由于去年四季度超储率的回升和外汇占款的改善,供应层面使得银行体系的流动性十分宽松,这本身就有助于缓解春节资金需求上升带来的紧张。加上央行宣布启动SLO工具,市场对春节资金面乃至未来的资金面紧张预期都显著下降,有助于短端利率水平的平穩,如果外汇占款继续改善,资金价格有望继续小幅回落。因此,资金面的宽松给市场带来利好。

另一个利好来自于逆回购频率加快,这有助于增强市场对利率产品的需求。中长期来看,随着央票逐渐到期退出货币政策工具范畴,央行可能作为国债的重要需求者从二级市场购买国债。考虑到当前短债品种的相对稀缺性,这些品种的收益率仍然有下行的空间,而在流动性宽松的背景下,长债收益率的上行空间也相对有限。

预计收益率曲线仍将陡峭化下移,不过考虑到回购利率的中枢仍将受制于银行的资金成本,我们测算银行的资金成本在2.7%以上,因此回购利率继续下降的空间并不大,收益率下行的空间也有限。

海通证券:

推出SLO工具对信用债短多长空

上周五央行宣布启动短期流动性调节工具SLO,这意味着央行开始将逆回购作为常态工具。此举将使市场的流动性得到更多保障,大大加强了资金宽松的预期,短期也将继续维稳信用债收益率。

央行启动SLO,并非仅仅意在调整市场资金面,其更为长远的目的应在对于社会融资的支持,我们有理由相信未来经济及物价水平仍会持续上行。从对信用债市场的影响而言,资金利率下行将是信用债走势的正面影响因素,短融仍是最直接受益者。中期来看,若信贷及经济回升超预期,则是债市的系统性风险所在,因此,低评级高收益的中短久期信用债将好于利率品种和高评级品种。但鉴于年后收益率已显著下行,短期各信用品种交易性机会有限,持有则是较优选择。品种上,建议挑选AA+及质优AA-的信用债,优先选择城投债,规避股东背景薄弱特别是民营的产业债。

广发证券:

债券流动性溢价有望缩窄

SLO降低了短期利率波动,对低流动性的高低等级信用债有利,信用利差可能进一步下降。更进一步看,SLO的推出效果相当于央行给予市场参与者,即银行间短期资金交易的参与者某种保证:在流动性出现非预期性的大幅波动时,央行会通过确定的机构进行明确的适当干预,以降低短期利率的波动。

众所周知,中国债券市场的活跃程度始终不高,债券交易换手率远远低于海外市场,偶然的巨量交易大部分是基于非交易目的。尤其是高票息信用债,除了不同机构投资者需求差异导致市场分割带来的流动性溢价以外,短期利率波动率偏高也是中低等级信用债流动性溢价偏高的重要原因。相应流动性较好的国债、金融债则由于其交易属性,体现在收益率上可能会有流动性溢价,即其收益率水平相比“正常”水平可能会略低一些。此外,从交易所和银行间跨市场债之间的溢价也能说明这一点。

显然,SLO如果显著降低了短期利率的波动,有利于债券投资者增加杠杆,加大对高票息债券和低流动性债券的投资,流动性溢价可能会有明显的缩小。(张勤峰 整理)

东方证券24日招标发行 20亿元90天期短融

东方证券股份有限公司21日公告,该公司将于1月24日招标发行2013年度第一期短期融资券。本期短融发行金额20亿元,债券期限为90天,自2013年1月25日至2013年4月25日,计息年度天数365天。本期短期融资券采取固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,在债券存续期内利率不变,采用单利按年计息,不计复利。时间安排方面,本期短融招标日为1月24日,分销日为1月25日,起息日和缴款日均为1月25日。

来自WIND的统计数据表明,截至1月21日,2013年以来银行间市场共计有东方证券等7家券商公布了8期短期融资券的发行公告,合计发行金额(含未发行)216亿元。而2012年1月无一家券商进行短融发行。(王辉)

本周公开市场到期逆回购1500亿元 资金面有望保持平穩

统计显示,本周公开市场有1500亿元逆回购到期,总体规模相对不高。市场人士表示,近期逆回购到期回笼压力不大,而且公开市场短期流动性调节工具的推出将进一步平抑资金面波动,预计春节前资金利率出现大幅上行的可能性不大。

据WIND统计,本周及春节前最后两周,公开市场到期逆回购规模分别为1500亿元、200亿元、180亿元,无央票和正回购到期。就本周来看,全周1500亿元的到期逆回购规模虽然较上周的900亿元环比增加600亿,但总体来看仍相对不高。

1月21日,银行间市场资金面继续保持宽松格局,主流品种回购利率波

交易所信用债维持强势

调整压力加大

受资金面利好刺激,周一交易所信用债市场延续强势,企业债、公司债、分离债均多数上涨。其中,中低评级城投债成交最为活跃,收益率则波动不大。

从个券表现来看,企业债方面,居成交金额首位为AA级12昌经投,收益率微跌不到BP至6.65%;AA级12津南城、AA+级10鞍城投居成交金额二、三位,收益率分别持平于6.66%、5.57%。公司债中,AAA级08万科2、AAA级大秦01、AA+级09金街02分列成交金额前三位,收益率分别下行约4BP、7BP、5BP至4.20%、3.93%、4.65%。此外,评级普遍较高、剩余期限较短的分离债仅三家下跌,成交首位的08石化债收益率下行3BP至4.09%。

可转债指数继续小幅走高

上涨个券超八成

受周一(21日)A股市场继续震荡走高影响,交易所可转债市场继续维持偏暖气氛。截至收盘,中证转债指数收报297.20点,较前一交易日上涨0.30%,全天市场成交23.9亿元,较上周五的29.3亿元萎缩约两成。

在具体个券表现方面,当日沪深可转债成交的21只转债品种中,18只上涨、3只下跌,上涨家数占比超8成,普涨特征较为明显。其中,中行转债、工行转债、石化转债等大盘转债交易金额均超过3.4亿元,且均以小幅上涨报收。而上周表现强势的重工转债则受正股拖累出现0.70%

的小幅下跌。具体涨跌表现方面,海运转债、中鼎转债、深机转债涨幅居前,分别上涨2.33%、2.33%和1.49%;海直转债、重工转债、同仁转债分别位列跌幅前三,跌幅为1.76%、0.70%和0.64%。

对于当前的交易所转债市场,国泰君安认为,伴随着正股普遍向好,市场投资情绪显著改善,可转债估值水平预计可继续维持。在此背景下,该机构建议维持前期仓位,对中盘股性个券进行均衡配置。前期高平价和高估值个券的获利盘可适当实现收益,川投、南山、重工转债仍可继续看好。(王辉)