

净回笼无碍资金面趋松

逆回购暂时淡出 正回购或挑大梁

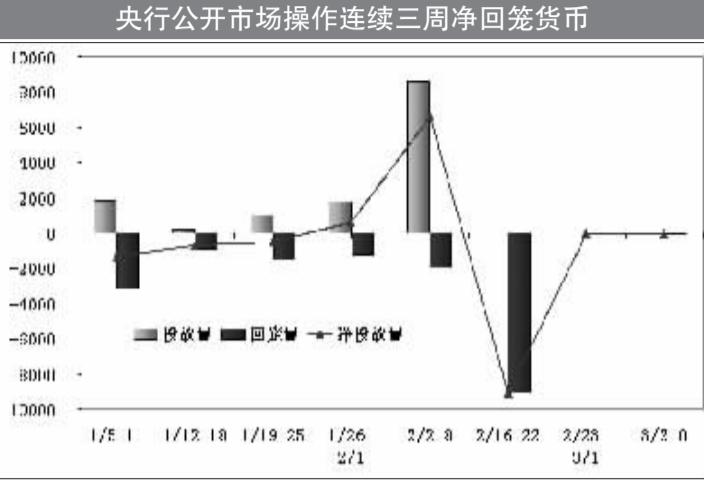
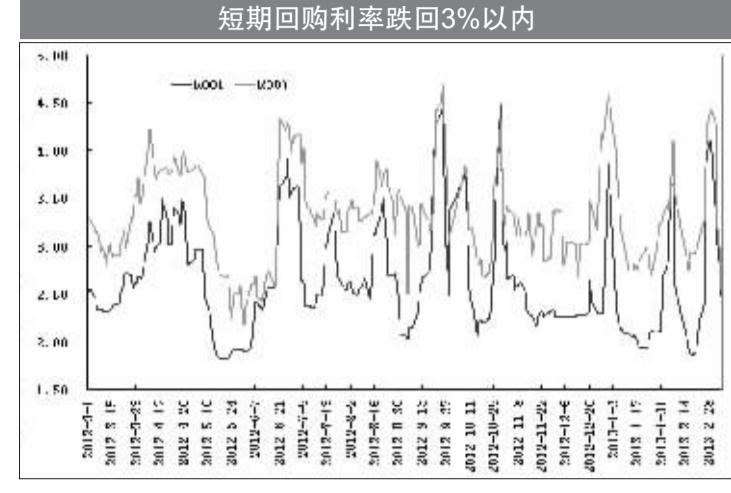
□本报记者 王辉

两度零操作后,央行7日(周四)恢复公开市场交易,当日实施50亿元正回购操作,从而自春节长假以来连续三周净回笼资金。值得注意的是,银行间市场对此反应大不如前,资金利率继续下行,7天回购利率更创出半年新低。分析人士表示,前期正回购重启一度市场对流动性趋紧预期升温,但随着1月份“天量”外汇占款数据公布,加上央行资金回笼力度较低,市场资金面预期正逐渐恢复乐观。预计未来央行将视流动性多寡灵活开展公开市场操作,总体保持资金面的适度宽松格局。

正回购重启 资金利率续跌

央行7日在公开市场开展了50亿元28天期正回购操作,中标利率持平于2.75%。Wind数据显示,本周无正、逆回购到期,在周四的操作结束后,全周净回笼资金50亿元,净回笼规模与上周持平。同时,本周也是春节长假后公开市场连续第三周净回笼资金。

货币市场上,7日资金利率延续回落态势,且跌幅较大。数据显示,当日有成交的质押式回购品



种利率全线走低。其中,隔夜及7天期加权平均利率分别为2.4788%和2.5326%,在周三大幅下行的基础上,再度下跌37.06基点和45.33基点。7天期回购利率水平更创出2012年9月4日以来的近半年新低。

毫无疑问,市场对于正回购重启的反应十分平淡。分析人士表示,此前央行重启正回购一度令市场情绪趋于谨慎,有关货币政策将转紧的猜测也随之出现。不过,结合1月外汇占款激增,以及央行行长周小川在两会期间对于节后流动性调节的言论来看,正回购的出现合情合理,并不意

味着政策方向的转变。央行开展正回购及净回笼资金对市场的影响不断减弱。

资金面风险小 逆回购暂时淡出

分析人士表示,1月外汇占款高增长与近期人民币即期汇率保持强势,提振了市场对于流动性相对充裕的预期。考虑到3月资金面外围环境较为有利,未来公开市场操作将视流动性状况灵活展开,资金面的整体平稳依旧可期。

对于3月的资金面状况,机构表示,3月中上旬资金面风险不大,正回购操作可能继续开展。该

机构认为,影响3月资金面的主要因素包括外汇占款、M0流动、财政存款、公开市场操作等方面。其中,在外汇占款上,3月的贸易顺差将回升,而热钱方面变动不大,预计外汇占款将在1500-2000亿元左右;M0在3月将继续回流银行体系,总量预计在3000亿元附近;3月份一般存在一定规模的财政存款释放,约2000-3000亿元。与此同时,该机构还认为,正回购发行利率是否上调将决定7天回购利率的走向,考虑到当前28天正回购利率为2.75%,下调概率不大,资金利率继续下行空间预计也较小。国海证券等机构观点也认为,在经济还

没出现明显反弹之前,流动性相对宽松的格局将不会发生根本改变。

在公开市场操作基调方面,南京银行认为,在流动性“紧平衡”与“恰当时率”的原则指导下,不论回笼还是投放,公开市场操作目标都在于“维稳”,操作工具选择上的政策指向意义将会下降。

兴业证券债券投资经理朱文杰则表示,公开市场操作暂停、正回购再启,但市场资金利率却纷纷大幅下滑,表明目前市场并不缺钱,当前主流机构已经重新修正了对于资金面的预期。短期来看,周四正回购重启后,延续为常态化操作将是大概率事件。

债市投资者结构将持续优化

□谷小青 钟帅

合理均衡的投资者结构是促进债市深化发展的重要因素,在提高债市流动性、增加市场有效性、推动产品创新等方面起着积极作用。目前,商业银行是我国债券持有量最大的投资主体,具有绝对主导地位,债券市场投资者结构仍有待优化。但我们不能以静态的眼光来看待这一现象,操之过急,甚至否认债市发展,而是要认清其产生的原因,并尊重和依据市场的运行规律,推动债市的发展。

我国债券投资者之所以以商业银行为主体,是由我国特定的金融结构特点所决定的。我国的融资结构以间接融资为主,银行在金融体系中具有主导地位,银行体系拥有大量的金融资产,庞大的资金实力使其必然成为债券市场最大的投资主体。2012年底,我国银行业金融机构的总资产达131.27万亿元,远高于其他非银行金融机构的总资产规模。

同时,由于我国的经济发展水平、人口结构、社会保障体系

以及投资渠道等多种原因,储蓄率一直处于世界高水平,这也决定了大量的金融资产聚积在银行体系。近年来,我国的储蓄率一直高达50%以上,储蓄余额也在不断攀升。这为银行投资债市提供了大量的、源源不断的资金来源,是银行成为债市投资主力的支撑力量。

因此,商业银行在债券市场居于主导地位这种现象,并不是债券市场本身所导致的,而是与我国整个金融系统以间接融资为主这一特征息息相关。综观全球发达国家的债券市场,也存在类似的规律:凡是以间接融资为主导的金融体系,银行在债券投资者队伍中的主导地位都比较明显;相反,凡是以直接融资为主导的金融体系,银行的主导作用相对较弱。例如,在直接融资市场非常发达的美国,银行持有债券所占的比例不超过20%;这个比例在日本和英国,大约在40%左右;而在以间接融资为主的德国,这一比例则接近60%。

不过,商业银行的主导地位虽非债券市场本身所导致,但的

确是债券市场进一步发展所面临的问题。事实上,优化债券市场投资者结构一直是建设和完善债券市场的一个重要方面。

从逻辑上讲,债券市场深度和广度的不断拓展,将极大地丰富金融市场的投资工具,为投资者提供多样化的投资选择,在此基础上,金融资产管理业务就不会成为“无米之炊”,各类非银行类金融机构才能逐渐做大做强,也就是所谓的金融脱媒。它反映的是金融深化、金融自由化的不断推进,其结果必然是非银行类金融机构投资者地位的不断上升,相应的,商业银行持有债券的比例则逐渐下降。需要注意的是,要达到这一目标,并非朝夕之事,而是需要一个渐进的发展过程。

现实也正是如此。近年来我国债券市场的快速发展有目共睹,投资者结构也在持续优化。数据显示,商业银行虽仍是债券市场最主要的投资者,但其持有债券的比重已呈现下降趋势,而各类泛基金投资主体所持有的债券比重明显上升。从2005年底至2012年底,银行间债券市场中商

业银行持有的债券量占投资者持有债券总量的比例从71%下降至65%,下降了约6个百分点,而各类基金类投资主体所占比例则显著上升,从4.2%上升至12%,上升了近8个百分点。尤其值得关注的是,企业类债券的持有结构优化趋势更为明显,非商业银行类投资主体表现出更大的后发优势,投资金额及占比迅速提高。例如,对于企业债和中票,“泛基金类”投资者的持有量增长迅猛,2012年其净增量合计达6500多亿元,位列第一,远大于当年内商业银行2600多亿元的净增量。

不仅如此,监管理念的与时俱进也为债券市场投资者结构优化开启方便之门。随着债券市场做大做强,关于市场发展和风险管理的理念逐渐被认同,保险资金、券商资管、公募基金等投资债券所面临的限制明显放开。随着债券市场的深化发展,以及诸多监管限制的放宽和取消,可以预见,未来债券市场的投资者队伍将日益壮大和丰富,商业银行的绝对主导地位必将成为历史。

“小微债券”探索小微企业长效融资机制

□肖宇

小微企业是我国国民经济和社会发展的重要力量。近年来,国家有关部门出台了一系列扶持小微企业的政策,取得了积极成效,但小微企业整体融资问题尚未得到根本解决,融资难、融资贵依然是制约小微企业发展的瓶颈。究其原因,主要在于缺乏整体引导力和示范作用的具体制度和机制,解决这一问题,应该从顶层设计上为小微企业融资创新金融制度和长效机制。

在此背景下,小微金融综合服务创新产品——小微企业扶持债券应运而生。小微债券采取以地方政府平台类企业为发行主体发行债券的发行模式,募集资金由管理人、托管人商业银行以委托贷款的形式通过商业合作社投放给小微企业,探索出了一条破解小微企业融资问题的新路子。

目前小微企业扶持债券试点企业已通过国家发改委审批,3月8日首批四家企业成功完成了35亿元3年期债券发行。

三大特色

小微企业扶持债券的主要特色包括:

第一,符合国务院相关政策要求。发行小微债券是推进落实《国务院关于进一步支持小型微型企业发展意见》(以下简称《国务院意见》)文件精神,努力缓解小

微企业融资困难的重要举措之一。第二,体现政策导向的创新融资模式。小微债券募集资金投向将严格按照国家产业政策,全部用于小微企业的成长,委托贷款由商业银行专项管理,地方政府和发行人共同监督,最大程度上将支持小微企业的政策、国家政策和商业银行信贷政策有机结合起来,展现了各项政策的综合效应。

小微债券突破了以往小微企业融资理念,由过去对小微企业被动、单向扶持,逐步转变为地方政府、平台企业、商业银行主动、互动式的共同合作机制,各方协力管理、互相监督,在合理控制风险的基础上,为小微企业提供了最大程度上的金融服务。

第三,实现多方共赢的优势互补模式。小微债券以政府真实出资作为风险缓释基金,以地方政府企业作为发行人,通过市场化方式间接弥补了小微企业的信用不足,进而有效降低了小微企业资金通成本;小微债券由商业银行作为主承销商,借力商业银行在小微金融服务、债券承销发行两个领域的优势与特长,有利于债券的成功发行上市,并切实提高募集资金使用的风险管理与防范水平。

四大创新

在产品设计与准入上,小微债券体现了五大创新亮点:

第一,政策准入层面取得重

大突破。小微债券开业界之先河,是发改委首次批准商业银行开展企业债创新产品业务试点,具有前瞻性引导意义;

第二,风险缓释措施创新。小微债券创造性地设置了分层风险缓释措施,如城市合作社风险缓释基金、委贷利差风险准备金、政府风险缓释基金应对于债券的偿付风险,有效保证了投资者的利益。

第三,交易结构创新。通过地方政府融资平台发行债券,发挥地方国有企业支持小微实体经济发展的作用,解决了小微企业信用评级低、抵押不足等问题带来融资难、融资贵问题;

第四,资金用途创新。政府平

台发行小微债券,募集资金投放给小微企业,是该产品的重要突破,而且通过债券市场支持小微企业发展,也是《国务院意见》重点倡导鼓励的方式途径。

创新型企业债券

小微企业扶持债券从类别上看,是将债券发行与募集资金委托贷款有机结合的一个业务创新,属于创新型的企业债券。《国务院意见》明确要求进一步加大对小微企业的财税支持力度,努力缓解小微企业融资困难,支持商业银行开发适合小微企业特点的各类金融产品和服务。因此,商业银行与地方政府共同努力,发行创新债券品种,并辅之以地方政府的财政资金支持,用于解决小微企业融资难题。

题,符合《国务院意见》精神,是国家政策鼓励的。小微债券发行不存在法律法规限制,如果主管部门核准此类创新,则其在合规性上也不存在障碍。相反,小微债券创新得到了国家发改委等主管部门的大力支持。

作为首批小微债券发行的主承销商,民生银行2012年7月率先提出依靠城市商业合作社发行债券,支持小微企业的研发与创新设计,在商业银行参与企业债发行承销上具有先行意义。

站在商业银行的角度,以小微债券为契机,把商业银行大公司业务、零售业务、资金托管等有机联系起来,进一步提升了商业银行小微金融综合服务能力;以小微债券为契机,商业银行成为承销企业债券的主承销商、资金托管人、资金管理人、债权人代理人等角色,为企业债市场注入了新的活力;以小微债券为契机,扩大了非息收入来源的增长点,不占用消耗全行风险资本,对商业银行实现小微战略和发展直接融资业务战略转型具有历史性战略突破意义。

值得一提的是,小微债券得到了相关监管部门的充分肯定与高度评价。首批小微债券是发行企业债券的一个创新,是发改委等方面与商业银行创新的有机结合,是城投债、中小企业集合债甚至带有金融债性质的结合,是很好的探索。

口行债投标热情降温

年初配置行情或近尾声

中国进出口银行7日招标发行了2013年度第三、第四期金融债券。在资金面宽松、机构配置需求犹存的情况下,两期金融债中标利率落在机构预期之内,同时延续了年初以来一级市场低于二级市场的走势。不过,相对偏低的认购倍数,则暗示年初以来持续火爆的新债招标行情已有降温迹象。

进出口银行第三、第四期金融债分别为7年期固息和5年期固息品种,此前多家机构给出的预测中标利率区间为4.06%-4.14%和3.85%-3.95%。3月6日,相应期限政策性银行债的中债收益率水平分别为4.1407%和3.9488%。据交易员透露,最终两期金融债中标利率分别为4.08%、3.88%,双

交易所信用债续涨

11超日债付息日走强

3月7日,在资金面继续向好的推动下,交易所信用债市场交投活跃,多数个券收益率延续下行。当日首次付息的11超日债净价上涨0.57元,收益率下行近26BP。

从指数表现看,上证企债指数收于162.25点,上涨0.07点或0.04%;上证公司债指数收于144.41点,涨0.03点或0.02%;沪深分离债指数收于140.44点,上涨0.03点或0.02%。从个券表现看,各期限品种均涨多跌少。企业债中,中低等评级城投债交投活跃,如09咸城债全天成交1.12亿元,收益率下行4.5BP。公司债中,地产公司债延续反弹,如08保利债收益率大降41.7BP,08新湖债、09万业债收益率分别下行3.6BP、7.4BP。分离债中,08石化债、08宝钢债成交居前,收益率持平。

11超日债于3月7日迎来首次付息。按照此前公告,11超日债的

票面利率为8.98%,每手“11超日债”面值1000元)派发利息为89.80元(含税)。扣税后个人、证券投资基金债券持有人实际每手派发利息为71.84元,扣税后非居民企业(包含QFII和RQFII)取得的实际每手派发利息为80.82元。当日该债全天净价上涨0.57元,收益率下行近26BP。

中信建投指出,尽管经历了重重磨难,超日债还是正常付息,说明过去的信用风险本质仍没有变化,在流动性泛滥的环境下,低资质信用债仍然是缝缝补补又一年的思路。就信用债后市而言,该机构表示,鉴于流动性宽松环境的贡献和政府信用维稳的需求,上半年的信用风险仍然可控,策略上可继续持有中低等级信用债;与此同时,由于资金面不确定性较强,而收益率处于偏低水平,久期和仓位建议控制在中等附近。(葛春晖)

11超日债市场成交情况							
日期	收盘价	涨跌	涨跌幅	YTM	YTM涨跌	成交量(亿)	均价
2013-03-07	74.00	0.57	0.01	18.78	-25.96	1.64	74.17
2013-03-06	73.43	-0.06	-0.01	19.04	3.51	1.46	73.39
2013-03-05	73.49	-3.15	-0.04	19.01	144.12	0.99	73.88
2013-03-04	76.64	-0.06	0.00	17.57	4.41	1.19	78.26
2013-03-01	76.70	-1.50	-0.02	17.52	65.82	1.05	76.82
2013-02-28	78.20	-0.40	-0.01	16.86	17.64	0.62	78.07
2013-02-27	78.60	0.03	0.00	16.69	-0.75	0.56	78.99
2013-02-26	78.57	0.97	0.01	16.70	-41.11	0.92	78.78
2013-02-25	77.60	-0.20	0.00	17.11	10.28	0.47	77.62
2013-02-22	77.80	-0.90	-0.01	17.00	38.96	0.76	78.28
2013-02-21	78.70	-2.45	-0.03	16.61	102.13	0.68	80.22

转债多跌 防御为先

在正股调整的拖累下,周四沪深转债市场多数品种出现下跌,中证转债指数收报300.64点,跌0.24%,结束短短两个交易日的反弹行情。市场人士指出,短期A股市场不甚明朗,转债投资宜保持谨慎,防御为先。

周四转债受正股表现影响明显,正股跌幅较突出的美丰转债、海运转债和国投转债分别下跌4.65%、2.29%和1.54%,列当日转债跌幅榜前三位。国投转债、石化转债和燕京转债等品种则因正股逆势上涨而实现小幅正收益。

其中,国电转债上涨1.44%,涨幅居首。大盘转债亦随正股出现分化,工行转债、中行转债分别下跌0.73%和0.53%,石化转债则上涨0.79%。周四转债受正股表现影响明显,正股跌幅较突出的美丰转债、海运转债和国投转债分别下跌4.65%、2.2