

# 时隔16个月 央票发行重返公开市场

□本报记者 张勤峰 葛春晖

连续缺席公开市场操作逾16个月之后,央票发行将于本周四(5月9日)重现公开市场。不过,尽管央行询量的消息在周三上午已经传遍银行间市场,但市场资金面仍保持了持续向好格局,主流交易品种资金利率依旧全线下行。市场人士表示,央行此次重启央票发行意在对冲凶猛的外汇资金流入,同时也满足了机构的资产配置需求,综合近期公开市场操作情况来看,货币政策调控基调依然温和,未来资金面有望保持相对宽松格局。

## 意在对冲热钱流入和央票大量到期

周三上午,一则关于央行允许公开市场一级交易商上报91天期央票需求的消息很快传遍银行间市场,市场人士纷纷预测,此举暗示暂停将近一半年的央票可能重新回归公开市场操作行列。而临近下午六点,这一猜测便已成为现实。来自央行网站的公告显示,央行将于5月9日(周四)发行2013年度第一期央行票据。本期央票期限3个月(91天),发行量100亿元,以贴现方式发行,缴款日、起息日为5月10日。

数据显示,央行最近一次发行央票是在2011年12月28日。暂停前,央票发行包括91天、1年和3年等品种,尤以91天和1年期品种为主。

市场人士指出,央行重启央票发行,其目的在于增强公开市场对冲能力,以应对外汇资金的持续涌入以及央票和正回购的大量到期。5月8日,人民币兑美元汇率中间价与市场价强势再创新高,表明短期逐利资金仍在大量涌入国内。本周公开市场共有1860亿元央票以及正回购到期,为今年以来到期资金规模最大的一周。

而从需求端的角度,市场人士同时表示,随着央票的大量到期,机构对新发央票的配置需求也相应释放,因此,央票重启也是顺应了市场需求的结果。

## 资金面继续向好 回购利率延续下行

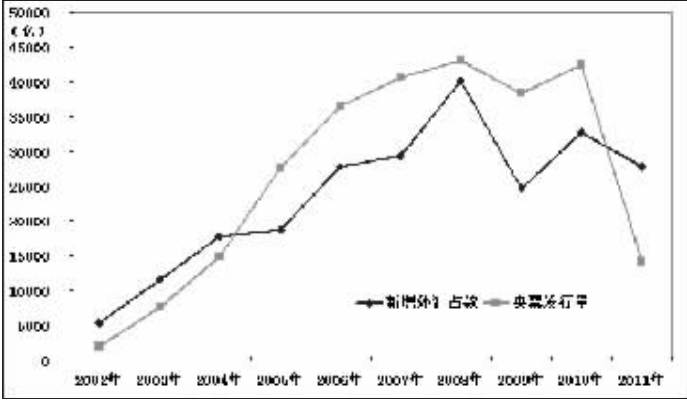
央票在时隔逾16个月后重启发行,央行采取多种手段回笼流动性的态度十分明显。不过,发行央票的资金回笼属性并未给昨日银行间市场流动性带来任何冲击。从资金利率表现来看,主流回购利率依旧全线下行,显示资金面仍保持了继续向好态势。

数据显示,当日银行间质押式回购市场上,主流交易品种隔夜回购加权平均利率较上一交易日下行25BP至2.11%,7天回购加权平均利率跌破3%,下行19BP至2.97%;中期品种方面,14天回购下行5BP至3.10%,21天品种持平于3.09%;1个月以上的长期限利率也均有不同程度下跌。

分析人士表示,央票重启并不意味着货币政策有所收紧,因而对流动性不会造成明显冲击。一方面,央票重启的被动含义较浓,而从历史经验看,被动对冲的效果往往滞后于流动性的涌入;另一方面,当前经济弱复苏的格局下,央行保持银行体系流动性适度充裕的态度非常明确,因此在央行发行量上必然有所控制。

据交易员称,周三央行还向一级交易商进行了28天正回购询量。统计显示,本周公开市场有1860亿元资金到期,央行周二已进行了550亿元正回购操作,周四将发行100亿元央票,考虑到周四正回购操作超过1210亿元的概率不大,本周公开市场仍有望实现净投放,从而继续为资金面的稳中偏松提供保障。

## 央票发行规模与新增外汇占款规模变化趋势基本一致



## ■ 记者观察

□本报记者 张勤峰

面对大举压境的“热钱”与大量到期的央票、正回购,央行终于再度出手。5月8日,央行一纸公告宣告了央票长达16个月的“静默期”正式终结。央票重归操作行列,将强化公开市场操作的流动性回收功能。不过,分析人士指出,央票重启更多属于公开市场操作的适应性调整,不应看作货币政策主动收紧的信号。在央行此次重启央票需求申报之前,央票已淡出公开市场操作的视野近一年半时间。2011年12月28日,在完成了当年第100期央票的发行过后,央行暂时将央票搁置在公开市场操作工具的行列之外。而在此前的10余年,央票一直占据着公开市场操作舞台最重要的位置。

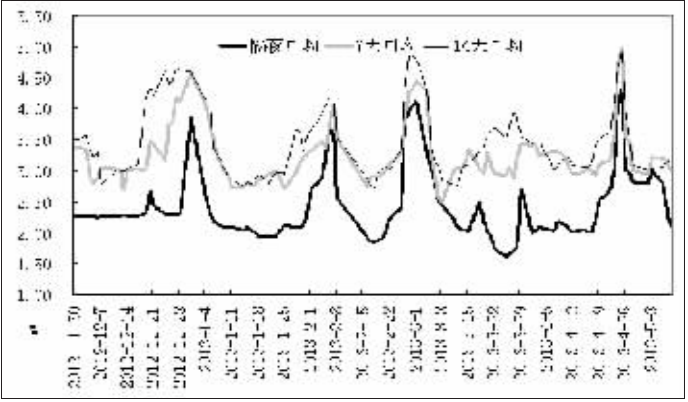
回顾央票从“兴起”到“失势”的历程,其命运一直与外汇占款紧紧地捆绑在一起。

作为一种政策创新工具,央票诞生的初衷,即是为了弥补公开市场操作工具不足的短板,应对外汇资产扩张而导致的基础货币过快增长。2002年以来,国际收支双顺差使得我国外汇资

产迅速扩大,外汇占款成为基础货币投放最主要的渠道。据统计,2002年至2011年,我国外汇占款累计增长23.6万亿,占同期基础货币增量的127.6%。而2002年之前,央行公开市场操作以回购和现券买卖为主,由于央行所持国债头寸有限,无法应对外汇占款的冲销压力。在此背景下,央票诞生并走向前台。2002年至2011年,央票共发行26.7万亿,远超正回购的交易量。

前阶段央票的淡出,同样缘于外汇占款形势的变化。自2011年四季度开始,由于内外经济形势恶化,人民币升值预期收敛,外汇占款增长放缓,甚至间歇性出现负增长,相应调整央票发行工具的行列之外。而在此前的10余年,央票一直占据着公开市场操作舞台最重要的位置。回顾央票从“兴起”到“失势”的历程,其命运一直与外汇占款紧紧地捆绑在一起。作为一种政策创新工具,央票诞生的初衷,即是为了弥补公开市场操作工具不足的短板,应对外汇资产扩张而导致的基础货币过快增长。2002年以来,国际收支双顺差使得我国外汇资

## 资金利率延续下行态势



# 央票重启并非政策收紧信号

当前,发达国家竞相宽松,利

差套利交易和投机交易盛行,加之中国经济增长存在相对优势、人民币升值预期升温,投机性外汇资金大量涌入,导致外汇占款重现持续增长。正是为应对大举压境的“热钱”,国家外管局日前发布通知,将加强对异常资金流入的审查,并强化银行结售汇综合头寸管理。如此背景下,央票这一传统的外汇占款冲销工具重新被央行祭出具有现实意义。

与此同时,公开市场到期流动性上升,也为重启央票发行增添合理性。据统计,5月份公开市场将有4750亿元央票及正回购到期,目前是全年到期量最高的月份;直到11月末,今后每个月都会有央票到期。到期资金尤其是到期央票的增多,一方面为央行公开市场对冲操作提出更高要求,另一方面也使得交易商面临到期央票再投资的压力。在短期国债、政策债发行量不多的情况下,恢复央票发行将为机构提供投资短期债券的额外选择。

央票这一传统资金回笼工具的回归,不可避免地会影响到机构对于未来流动性甚至是货币政策的预期,但将其视为货币

政策收紧的信号,并不合适。

当前经济环境并不支持央行收紧货币政策。一方面,发达经济体正掀起新一轮宽松浪潮,中国若贸然收紧货币,将拉大人民币与主要外汇利差,反而会增加“热钱”流入压力;另一方面,中国一季度经济数据低于预期,内生增长动力的恢复依然需要稳健货币环境的支持,而需求不足亦拉低通胀压力中期爆发的概率。事实上,相比收紧货币,近期市场更倾向于讨论央行放松货币政策可能。央票重启,虽一定程度上意味着货币政策放松预期的落空,但若说是进一步收紧货币,则显然与市场普遍看法相悖。

另外,首期央票的期限和规模,亦表明了其短期冲销过剩流动性的定位。根据以往经验,央票有91天、1年和3年等多个期限品种。91天品种期限最短,也最为灵活。当前正回购和央票交易期限均不超过3个月,相当于在回笼流动性的同时,为应对未来经济金融形势的变化预留了空间。此外,首期央票100亿元的发行量不高,符合今年以来公开市场中性对冲、维持流动性适度宽松的一贯做法。

# 人民币汇率中间价大涨103基点首破6.20

## 热钱持续流入 中间价、即期汇价双双再创汇改新高

□本报记者 王辉

经过短短3个交易日的休整后,周三(5月8日)人民币兑美元汇率中间价再创汇改以来新高,并首次突破6.20整数大关。与此同时,当日人民币兑美元即期汇价也延续了前期涨势,继续向新高挺进。

中国外汇交易中心公布,2013年5月8日银行间外汇市场人

民币兑美元汇率中间价为6.1980元,较上一交易日大涨103个基点。5月以来的短短五个交易日内,人民币中间价已第二次刷新汇改以来高点。数据显示,按中间价计算,2013年至今人民币兑美元已累计升值1.41%。

受中间价强势突破6.20整数关口影响,8日人民币兑美元即期汇价也大幅高开106个基点,盘中将汇改新高刷新至

6.1396。至收盘时,该即期汇价报6.1410,较前一交易日大幅上涨131个基点或0.21%。按即期汇价计算,截至5月8日,年内人民币兑美元升值幅度为1.45%。当日境外市场的交易上,美元/人民币1年期无本金交割远期(NDF)汇价交投在6.2250附近,也较上一日有所下降。

海关总署8日公布的最新月度贸易数据显示,4月出口同比

增长14.7%,进口增长16.8%,当月贸易顺差181.6亿美元。市场普遍认为,当月进出口数据均高于预期,这也在很大程度上解释了前期外汇占款以及热钱流入两方面的高增长。分析人士表示,当前市场对于人民币汇率阶段性强势的预期已经趋于一致。在热钱流入势头依然强劲的背景下,短期内人民币汇率有望继续拓展走强空间。

## ■ 外汇市场日报

# 中国贸易数据强劲 澳元摆脱低位

□南京银行 蒋献

周三,中国公布了4月贸易数据,出口同比增长14.7%,进口同比增长16.8%,贸易顺差高达181.6亿美元,好于市场预期。不论这一数据是否真实反映了实际情况,其仍提振了亚洲股市,同时打压了有避险功能的日元,提振了澳元。

亚洲交易时段,美元兑日元

持稳于98.97位置,从日内低位98.64附近反弹,最新报98.95。良好的中国经济数据也提振了澳元,令澳元暂时摆脱了因澳洲央行降息造成的低迷,持稳于1.0187位置,高于本周因降息而降至的两个月低位1.0115。最新报1.0193。欧元兑美元则上涨0.1%至1.3093位置,最新报1.3131。

周二纽约交易时段,因德国3月工业订单数据意外好于预期,加

上葡萄牙公债标售需求好于预期,令市场对欧债危机以及欧元区经济前景的担忧有所缓和,欧元兑美元在数据公布后一度上涨至1.3131的日内高位,最终持平在1.3074,不过欧元兑其他欧洲货币上涨,欧元兑瑞郎上涨0.2%至1.2294,欧元兑英镑上涨0.4%至0.8446。日元受益于伊朗和叙利亚的紧张政治局势而收货避险买盘,美元兑日元下跌0.4%至98.98位置。

从技术面角度看,欧元支撑位在1.3024,该位置是欧元4月24日至5月1日升势的76.4%回档位,阻力位在1.3242的5月1日高点。美元兑日元支撑位在97.67的30日均线位置,阻力位在99.95的4月高点。对于欧元而言,如果欧元区经济进一步低迷而促使欧洲央行进一步放宽货币政策,那么欧元可能将进一步受到打压。市场关注即将出炉的德国工业生产数据。

## ■ 评级追踪

### 中诚信国际:调升欧菲光主体评级至AA-

中诚信国际信用评级有限责任公司近日发布跟踪评级报告,将深圳欧菲光科技股份有限公司的主体信用等级由A+调升至AA-,评级展望为稳定,并维持T2欧菲光CP001“A-1”的债项信用等级。

中诚信国际表示,2012年以来,智能手机行业呈现快速发展势头,随着公司电容式触摸屏项目的达产,公司营业总收入和利润快速增长,盈利能力显著增强。公司具体优势包括:其一,智能手机销量快速增长,公司发展前景广阔;其二,触摸屏产量带动公司收入和盈利增加。随着市场需求增加及公司电容式触摸屏产能的达产,触摸屏已成为公司最主要的收入来源;其三,2013年1月,公司成功完成股票非公开发行,实际募集资金净额14.53亿元,用于江西基地的触控

屏扩产项目。非公开发行股票的顺利完成,一定程度上缓解了公司的资金压力。此外,中诚信国际表示将继续关注公司所属行业市场竞争激烈,产能扩张后债务压力仍然较大等因素对公司整体信用状况的影响。

### 新世纪:调升南京化工园主体评级至AA

上海新世纪资信评估投资服务有限公司近日发布跟踪评级报告,决定调升南京化学工业园有限公司主体信用等级至AA,评级展望为稳定;并调升公司2012年度发行的中票信用等级至AA。

报告称,评级反映了南京化工园公司2011年在所处的南京化学工业园区区域环境、外部支持和业务拓展等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在资金回笼、资金支出和债务偿付等方面所面临的压力。

公司面临的主要优势/机遇包括:其一,与沿江开发区合并后,南京化工园财政实力与发展空间大幅提升;公司外部发展环境持续向好;其二,政府支持力度较大;其三,随着园区入驻企业生产状况的稳定和园区服务的完善,公司近两年园区管理服务业务规模大幅增长;其三,南京化工园公司与多家银行建立了良好合作关系,剩余银行授信额度充裕,提高了公司的资金平衡能力。

公司的主要劣势/风险有:南京化工园为专业的化工产业园区,化工产业波动可能带来一定影响;公司刚性债务规模较大,债务偿付压力较大;未来投资规模仍然较大,仍面临较大的资金支出压力;对外担保额度较高,存在一定或有偿债风险。

### 大公国际:维持中科英华AA-主体评级

大公国际资信评估有限公司近

日发布跟踪评级报告,对中科英华高技术股份有限公司2012年度第一期中期票据信用等级维持AA-,主体信用等级维持AA-,评级展望维持稳定。

报告称,公司在电解铝箔和电线电缆领域拥有国内领先的生产技术,技术研发实力较强。截至2012年末,公司高档电解铝箔项目全部竣工投产,生箔产能达到271万吨,规模优势进一步加强,但仍将面临较长的调试期,短期内项目二期产能难以充分释放。郑州特种高压电缆工程项目为公司电线电缆业务规模的扩大奠定了良好的基础,受惠于营销策略的调整,2011年以来公司与国家电网等大客户的合作也取得了重大进展。公司石油业务毛利率较高,但预计未来1-2年,油井产油量将继续下降,石油业务难以继续保持较高的利润贡献率。整体来看,公司偿还债务的能力很强。(葛春晖 整理)

# 虚假贸易增大人民币升值压力

□韩会师

春节过后,人民币升值再次出现加速迹象。其背后的推手之一,是以跨境套利为目的的虚假贸易。

跨境套利往往并不需要动用大笔海外资金,其套利主体也并不一定是海外的投机大鳄。比如,内地企业利用广东、深圳毗邻香港的地理优势,可以低成本在内地与香港之间频繁进行进出口操作。为了规避进口关税,这种操作可以通过保税区完成。即货物由内地保税区出口至香港,再从香港进口回保税区。这样完成一个进出口的流程,时间短的一日可进行多次,时间长的也只需要一两天。假如外贸企业出口收汇后在内地结汇,进口付汇时在香港购汇,那么境外市场因进出口形成的外汇供给就不是顺差额,而是全部的出口额,这必然增大人民币升值压力。同时,由于结售汇顺差远大于贸易顺差,而给舆论造成外资涌入的错觉。

企业这样做,当然是有利可图。举例而言:若境内美元对人民币即期价格为6.20,香港市场美元对人民币即期价格为6.18,境内企业出口1亿美元货物至香港的关联公司,将所得美元在境内结汇,可获得6.2亿人民币,再将同一批货物由香港进口回保税区,此时借助跨境人民币支付的便利条件,只需向香港支付6.18亿人民币,于是货物的一进一出企业可获取200万人民币的套利收入,而境内市场则凭空增加1亿美元的外汇供给。

制约企业套利收入的主要有三个因素,一个是境内外汇差的大小,二是作为套利“马甲”的货物运输成本,三是货物本身的价值。境内外汇差是企业无法掌控的,为尽可能扩大套利收益,充当“马甲”的货物一般需要满足三个条件,一是体积小,以节约仓储运输成本;二是价值高(或者是价值不容易确定),以使较小的汇差带来较高的套利收入。很明显,纺织品、玩具等商品不符合上述要求,而单位价值高的黄金、珠宝和价值不容易准确评估的电子元

器件就很容易成为套利交易的“马甲”。

假设运输成本为零,企业完成一次内地与香港之间的进出口循环需要2天时间,一年时间企业可以轻松完成100次上述交易,赚取2亿元人民币的利润,同时境内市场凭空增加100亿美元的外汇供给。

在上述案例之中,假设企业用来充当马甲的货物实际成本并非1亿美元,实际上只有5000万美元(一般而言“马甲”的价值都被高估),按照6.2的境内汇率折算人民币3.1亿元。假设企业在境内可以拿到的1年期理财产品的收益率为4.5%,那么这批货物所占用的资金成本就是1395万元。从2亿元的全年套利利润中扣除掉1395万的资金成本,企业仍可获得1.8605亿元的利润,其暴利可见一斑。

不难看出,在上述虚假贸易操作中,巨额获利的是企业自己,但我国实体经济未获得真实的拉动,带来的只是外贸规模的虚增与人民币升值压力的加剧,海关和央行都成了无辜的受害者。需要指出的是,上述套利操作中,所有的进出口单据都是合法的,不存在法律风险。企业只需要在香港设立一家公司,或者找到一家香港合作企业就可以完成上述操作。也正是这种合法性与高收益,导致其很容易恶化商业竞争环境,诱惑更多正常经营的企业参与至这种“合法快钱”的盛宴中来。

此外,一旦人民币贬值预期泛起,人民币境外价格低于境内,企业只需反向操作,就可以大量套取外汇流向境外,从而加剧市场波动。

外管局日前发布《国家外汇管理局关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》,明确提出要加强对进出口企业货物贸易外汇收支的管理,说明上述跨境套利已经引起监管层重视,但对其进行有效约束还需商务部、人民银行、海关等多部门协调配合,虽然完全禁绝不太可能,但也应尽可能降低其对国内经济秩序的干扰。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

## 财政部15日首次续发行第八期国债

财政部8日公告,将于5月15日第一次续发行2013年记账式附息(八期)国债。

本期续发国债竞争性招标面值总额300亿元,进行甲类成员追加投标。续发行部分的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与原发行部分相同。从2013年4月18日开始计息;票面利率3.29%;按年付息,每年4月18日(节假日顺延,下同)支付利

息,2020年4月18日偿还本金并支付最后一次利息。

具体时间安排方面,本期续发国债5月15日招标,原发行部分当日停止交易一天;5月16日至5月20日进行分销;5月22日起与原发行部分合并上市交易。本期续发国债采用混合式招标方式,标的为价格,投标标位变动幅度为0.06元,发行手续费为承销面值的0.1%。(王辉)

## ■ 新债定位 | New Bonds

13进出08		预测中标利率区间【3.13%,3.30%】			
债券期限	1年	计划发行额	100亿	计息方式	固定利率
付息方式	按年付息	招标方式	单一利率荷兰式	招标时间	5月9日
起息日	5月14日	上市日	5月16日	手续费	0.05%

13进出09		预测中标利率区间【4.00%,4.12%】			
债券期限	10年	计划发行额	150亿	计息方式	固定利率
付息方式	按年付息	招标方式	单一利率荷兰式	招标时间	5月9日
起息日	5月16日	上市日	5月22日	手续费	0.15%

广州农商行:1年期固息政策性金融债对于追求流动性与收益平衡的投资机构来说是一个比较合适的配置及交易品种,10年期作为市场较稀缺的品种,也具有一定配置价值。预计本期1年期中标利率区间为3.25%至3.30%,10年期中标利率区间为4.00%至4.10%。

国海证券:短期内经济甚至存在一定下行风险,支持债券市场走好的基础还没有根本改变。目前资金面处于相对宽松状态,建议资金充裕的机构积极参与投标,交易型机构

可以在预测中标利率区间上限参与投标。预计13进出08中标利率为3.13%至3.18%、13进出09中标利率为4.02%至4.07%。顺德农商行:外汇局新规可能会对外汇占款带来一定负面影响,但是央行已经在公开市场上通过结构性的灵活调整来影响市场流动性,资金面将不会出现明显紧缩。物价方面,预计4月份CPI同比涨幅为2.2%左右。考虑到手续费等因素,预计13进出08、09中标利率区间分别为3.20%至3.25%、4.07%至4.12%。(王辉 整理)