■ 记者观察

逆回购推动资金面合理修复

□本报记者 张勤峰

央行公告，其于30日上午以利率招标方式开展了逆回购操作，期限7天，交易量170亿元，中标利率为4.40%。这是今年春节过后央行首次开展逆回购操作，也是最近六周以来央行首次在公开市场开展操作。

临近月末，货币市场流动性再度收紧，资金利率出现快速上行构成此次央行逆回购操作的基本背景。分析人士认为，央行此举的目的主要在于，适度加大短期流动性投放，稳定金融机构预期，平抑资金价格过快上涨，但并不代表货币政策方向将出现变化。

央行启用公开市场逆回购交易，除起到增加短期资金供应的效果外，更显著的作用在于为安抚市场情绪，稳定流动性预期。

情绪性因素对于资金价格波动的放大效应在6月份钱荒中得到极致体现。同样，偏悲观的市场预期也是7月以来资金价格迟迟不见有效回落的重要原因之一。按照央行相关部门负责人公开的数据，6月末金融机构超额准备金率为2.1%，超额准备金余额达到两万亿元，远高于六、七千亿元左右的基本备付需求。纵然7月份存在税收清缴、国企分红等时点因素及外汇资金流动的不利影响，但同时考虑到公开市场自然到期资金和法定准备金退款带来的流动性补充，到月末时超储率应不至于出现太明显的下降。但是，7月以来，货币市场利率短暂回落后旋即企稳，并在中下旬重新走高，7天回购基本运行在3.5%上方，本周初一度回到5%以上的较高位置。一些机构认为，经历6月份钱荒后，机构心态脆弱，融出意愿不强，从而抑制货币市场利率下行；央行推进利率市场化、月末因素则进一步加重市场悲观预期，导致25日过后资金价格再现快速上涨。

缓解市场流动性悲观预期的直接手段，是由央行宣示最终贷款人角色，营造资金价格波动上限预期。据部分交易人士透露，在此番重启逆回购操作之前，对于7月中下旬资金面再度收紧的势头，央行并非是无所作为。事实上，有了6月钱荒的前车之鉴，央行“十分在意资金价格波动”，体现在：上周四隔夜回购开盘价跳升被严查，两涉事农信社违规资金交易罕见被通报；另有消息指出央行开展窗口指导，鼓励大行融出资金，警告高价交易；此外，市场传闻上周央行对部分机构进行了为期一个月的定向资金支持。不过，窗口指导或定向投放等调控手段，由于信息不公开，影响范围有限。相较之下，公开逆回购可明确释放“稳货币”预期，缓解市场紧张情绪的效果更显著。可以看到，虽有定向投放等传闻，上周后半周资金价格依旧出现较明显上涨，而周二逆回购消息公布后，货币市场利率应声止涨。

央行此次进行7天逆回购，正好覆盖月末和下月初准备金缴款日。而进入8月份后，随着时点性因素减少，若央行能连续开展数次逆回购操作，打消市场顾虑，则资金价格有很大可能会出现修复性回调。当然，也不应过度期待资金价格下行空间。

一是，逆回购并非央行货币政策放松的信号。从周二操作来看，央行对于逆回购交易的期限、规模和价格均有所控制：期限偏短，目的是帮助机构应对月末和下月初准备金缴款压力，但无法有效提升机构超储率水平；规模较小，只有170亿元，甚至低于传闻的定向投放规模，象征性意味较浓；价格较高，中标利率4.40%，虽低于市场7天资金价格，但同时相当于给出指导价位。二是，清理影子银行、规范市场交易、纠正资产期限错配等仍将提高机构中长期资金需求。三是，高法定准备金率对资金的累计冻结效应犹存。四是，外汇资金流动出现变化，而外汇占款明显增长是一季度货币市场流动性持续充裕的主要贡献因素。

总的来看，逆回购有助于纠正市场过度悲观的流动性预期，引导资金价格适度回落，但除非央行连续滚动开展逆回购操作，并下调招标利率，则货币市场利率很难显著下行，资金价格运行中枢可能比前4个月适度上移。

银行间7天质押式回购利率走势

年内央行公开市场逆回购操作一览

回购方向	发生日期	期限（天）	交易量（亿元）	中标利率（%）	利率变动（bp）
逆回购	2013-7-30	7	170.00	4.4000	1.05
逆回购	2013-2-7	14	4,100.00	3.4500	0.00
逆回购	2013-2-5	14	4,500.00	3.4500	0.00
逆回购	2013-1-31	7	1,000.00	3.3500	0.00
逆回购	2013-1-29	7	800.00	3.3500	0.00
逆回购	2013-1-24	7	580.00	3.3500	0.00
逆回购	2013-1-22	7	430.00	3.3500	0.00
逆回购	2013-1-17	14	100.00	3.4500	0.00
逆回购	2013-1-15	14	100.00	3.4500	0.00
逆回购	2013-1-10	7	150.00	3.3500	0.00
逆回购	2013-1-10	14	400.00	3.4500	0.00
逆回购	2013-1-8	7	200.00	3.3500	0.00
逆回购	2013-1-8	28	180.00	3.6000	0.00
逆回购	2013-1-5	5	900.00	3.3000	

货币市场利率全线回落

□本报记者 张勤峰

周二，央行祭出公开逆回购手段，稳定市场流动性预期，加上当日到期央票较多，扭转了连日来货币市场利率快速上行局面，银行间质押式回购利率全线回调。指标7天期回购利率降至5%左右。

具体看，周二隔夜回购加权利率报3.66%，比前一日下行11.76BP；全天隔夜资金成交4471.53亿元，环比减少400亿元。7天资金适逢跨月，需求较旺，而得益于央行开展7天逆回购，机构主动融出的情况有所增多，7天回购加权利率收报5.00%，回落11.87BP；全天成交1166.78亿元，环比增加242.91亿元。跨月的14天资金亦受到融入方青睐，加权利率下行16.49BP至5.35%，成交额则增加93.37亿元至271.59亿元。更长期限的资金需求减少，利率回落10-20BP。

交易员指出，央行逆回购释放出稳定流动性、平抑资金价格过度上涨的明确信号，且进入8月份后，时点性干扰因素减少，预计资金利率不会继续上行，并存在一定的自我改善可能。但由于央行此次逆回购规模有限、期限较短、定价较高，显示央行大规模释放流动性的意愿不强，再考虑到公开逆回购和前期定向投放资金到期影响，资金价格下行幅度不会太大，除非央行主动下调逆回购基准利率。

央行放水提信心 国开债招标回稳

□本报记者 王辉

国家开发银行7月30日（周二）再次增发了该行2013年第27至31期固息金融债。发行结果显示，在当日央行时隔5个多月重启逆回购操作稳定市场流动性预期的背景下，本期国开行福娃债获得机构较为积极的投标认购，中标利率基本符合此前市场预期。

来自交易员的消息显示，本次续发招标的五期国开债期限分别为一年、三年、五年、七年和十年，均为固定利率品种，中标收益率分别为4.2078%、4.2241%、4.2910%、4.3666%和4.4032%，各期投标倍数分别为2.71倍、2.82倍、3.15倍、2.64倍和2.19倍。

分析人士表示，周二央行在公开市场重启了暂停近半年的逆回购操作，以缓和资金面不断收紧的态势，彰显了央行继续维稳流动性的政策意图。综合上述因素，本期国开行福娃债整体认购情况良好，在认购倍数相对较高的同时，中标利率水平与此前多家机构给出的预测均值也基本吻合。除此之外，本次福娃债五年及以下期限的中短端品种需求好于七年和十年期长期品种，也与近期二级市场长债表现偏弱的市场状况相符。

交易所债跌势放缓

高等级品种小幅反弹

周二，逆回购改善市场预期，交易所信用债市场跌势收窄，部分品种展开试探性反弹。

企业债个券收益率涨跌互现。城投类企债中，活跃品种如AA级11丹东债收盘到期收益率续涨1.25BP，08铁岭债上涨2.01BP，09怀化债则回落6.79BP；AA-级11双鸭山上行2.50BP，10楚雄债下行9.26BP，12阜城投下行1.99BP。产业类品种方面，AA级10凯迪债收益率回落8.98BP，11蒙奈伦收益率上行1.01BP。

公司债收益率多数出现小幅回调。活跃品种如AA级11凯迪债下行3.81BP，11庞大02下行4.26BP；地产公司债中，09银基债回落8.41BP，09名流债下行20.45BP。部分信用资质恶化的品种如11华锐01、12海翔债等收益率继续上行。

资质较好的分离债存债成为机构博弈短期反弹的主要品种，收益率普遍回调。如AAA级08上汽债下行7.85BP，AA级09长虹债下行1.65BP。

市场人士指出，7月中旬以来，债券收益率持续快速上行，投资价值初步显现。逆回购重启则打消了市场对于资金价格继续上涨的担忧，投机资金参与博弈波段交易机会的动力增强，可能带来短端收益率小幅回调机会。不过，此次逆回购利率较高，限制资金价格下行空间，投资者不应过于激进，未来需观察公开市场是否有后续操作或逆回购利率是否下调。（张勤峰）

债市小幅回暖 等待突破信号

□上海银行 陈玥

7月份以来，债市整体呈现弱势运行格局，利率中枢全线上行，部分期限品种成交利率甚至反超“620”水平，5年、7年、10年国债一度分别触及3.74%、3.78%和3.80%的高位。在基本面环境并不理想的背景下，资金面和政策面无疑是这轮行情的核心推力。

经济增长方面，上周公布的汇丰PMI预览值为47.7，连续第四个月下降，且低于当期市场预期水平，为近11个月新低，显现在需求低迷背景下，生产企业去库存压力仍然较大，经济下行趋势仍在延续。就业指数依旧延续滑落势头，劳动力市场压力持续增大，三季度经济大概率上将维持弱势。通胀方面，从近期商务部和统计局的高频数据来看，虽然7月中上旬的食品价格有所回落，但由于受中旬以来高温天气的影响，蔬菜价格出现了一轮较为明显的上涨行情，预计7月食品仍将维持小幅环比上涨势头，而同期非食品价格虽有企稳，但在需求端弱势背景下，持续上行支撑不强，预计7月物价水平小幅上涨，但整体可控。基本面数据对债市影响整体中性偏利好。

资金方面，7月以来公开市场累计净投放近3000亿元，资金成本却节节走高。企业税收上缴、银行分红等因素对资金面有一定的收紧作用，但这些季节性因素并不能成为左右资金市场的主因，主要原因还是大型银行对未来央行政策预期不明确，从而主动提高了超储率水平，使得银行间资金供需矛盾激化。央行近来“维稳”态度明显，但并未消除投资者疑虑，短期限资金成本与略长期限资金成本的相异走势可以佐证政策倾向与实际需求间的差异，隔夜回购利率徘徊在3.5%附近，但7天回购利率却升至5%左右，14天及以上期限资金更是“价量齐升”。虽然市场对于“宽松货币”的期望一直存在，但结合最新政府经济工作报告的基调，以及中央在促使金融机构“去杠杆”事件上的坚定表态，投资者对此并未抱太大希望，市场仍然蔓延着资金恐慌情绪。

周二，央行突然向市场释放170亿逆回购，利率4.4%，引发了市场分歧，一方面认为此操作表明央行“维稳”的决心，另一方面认为偏高的逆回购基准利率对于引导利率中枢下行作用有限，此操作象征意义大于实质作用。但从全天市场走势来看，多头略占上风，债市利率中枢震荡下移，低于预期的国开债招标利率和较高的投标倍数也在一定程度上反映了交投需求的恢复。

本次逆回购距离前次约有半年，逆回购再现表明经历6月危机后央行不会放任市场流动性持续收紧引发系统性风险。笔者认为，逆回购重启在一定程度上可以稳定市场对流动性和资金成本波动的预期，钱荒“第二季”出现的可能性不大，对债市影响整体偏正面，短期内有一定的交易机会，但如果经济增速下滑幅度未超出政府容忍下限，央行大幅宽松货币的概率也不高，中期来看，仍需警惕机构“去杠杆”操作和利率市场化预期导致利率中枢继续上移的风险。

7年口行债公布意向票面利率

进出口银行7月31日将招标发行2013年第十八期金融债券，期限为7年，发行规模为不超过150亿元。30日（本周二），进出口银行发布公告称，该期债券意向性票面利率为4.35%左右，最终发行利率按照发行当日发行招标书中公布的利率执行。

有别于大多数政策性金融债利率（或利差）采用招标方式确定，本期进出口债券的票面利率由发行人确定，并在招标前公布，相当于有发行规模限制的数量招标。

市场人士指出，7月中下旬以来，资金利率偏高，导致一级市场需求羸弱，新债发行认购低迷、发行利率上涨。在此背景下，本期口行债改为数量招标，有助于提升机构参与意愿，同时锁定发行成本。考虑到周二国开行最新增发的福娃债中，7年期品种中标在4.3666%，预计本期口行债需求不会太差。（王辉）

天津自来水集团推迟5亿中票发行

天津市自来水集团有限公司30日在上海清算所网站发布公告称，鉴于近期市场波动较大，该公司拟推迟发行5亿元的2013年度第一期中期票据。

此前天津自来水集团于7月25日公开披露了该期中期票据相关发行公告文件。据发行文件披露，天津自来水集团该期中票期限3年，发行总额5亿元，原定于7月30日在银行间债券市场以簿记建档、集中配售方式公开发行。浙商银行为此次发行的主承销商。

7月下旬以来，债市遭遇明显调整，需求萎靡，并殃及新债发行，类似已披露发行公告文件而临时取消发行的情况不少。单从上海清算所网站披露的信息来看，就有多达10余只短融中票推迟发行。

市场人士指出，临近月末，银行体系流动性吃紧，打压一级市场需求，新债承销发行失败几率上升，且发行利率过快上升，打击企业发债热情。不过，随着利率不断提升，新债配置价值也正在显现。（张勤峰）

■ 各家之言

国泰君安：信号作用强于实质作用

本次逆回购操作重启释放了稳定流动性和资金成本的态度。7月份银行间市场流动性并不像看上去那样宽松，进入7月下旬，短期利率持续回升，7天回购利率上升到5%以上。考虑到6月份经历了流动性超预期紧张之后，显然央行此时出手是基于稳定流动性预期的作用。

但是信号作用强于实质作用。上一次7天逆回购发生在半年之前，发行量为1000亿，利率为3.35%。本次逆回购“价升量缩”，意味着央行并非是想传递给市场宽松的信号，只是为了抑制短期资金成本过高（相比前一天的7天回购利率水平下降了70bp）。

短期来看，逆回购重启可以稳定市场对流动性和资金成本波动的预期。中期来看，一方面逆回购重启并不代表央行货币政策方向的变化，未来货币政策放松可能低于市场预期；另一方面从逆回购操作的期限和量价特征来看，央行仍然有意识的不去大幅的影响或改变市场利率的走势，受到外生冲击和内生调整影响的资金成本中枢上升的趋势没有改变。

中信证券：对流动性缓解作用有限

首次重启逆回购的规模虽然不大，但向市场传达了央行维持货币市场利率稳定的信号，也意味着未来公开市场操作转向的概率不大。从货币市场来看，自7月中旬以来，资金面再度进入紧张状况。外汇占款新增规模持续下降、财政存款及大行分红冲击都是引起资金面收紧的因素。并且，银行类机构出于降低期限错配的考虑，增加负债久期，相对长期的资金需求持续旺盛。央行此前曾试图对货币市场利率进行窗口指导，但效果微弱；也有市场传闻央行对部分机构进行了SLF操作，但对持续收紧的资金面可谓是杯水车薪。因此，流动性持续紧张催生了央行逆回购操作。

此次逆回购规模不大，对货币市场流动性的缓解作用相当有限，我们也并不认为这是央行即将大规模放水的信号。并且，逆回购利率也较年初显著提高。根据历史情况，央行逆回购利率基本上形成了货币市场利率波动的顶部。因此，我们预计近期7天质押式回购利率的均值水平将在4.0-4.5%附近波动。整体来看，虽然央行转入逆回购操作，但仍然是资金中枢抬高，降杠杆的调控节奏。后续需要关注逆回购操作利率能否下调，并对货币市场进行重新定价。

福盛德：体现中性政策导向

本周一，货币市场利率有加速上行迹象。央行不愿意再度出现货币市场利率飙升的局面，于是采取了及早主动干预的策略，体现了央行保持货币环境相对中性的政策导向。同时，央行可能认为，目前流动性偏紧是临近月末考核等因素导致的普遍性偏紧，因此，采用7天逆回购帮助金融机构平滑短期流动性。如果央行认为是个别银行行为不当所致，完全可以不采取动作，或通过SLO、SLF来处理。但值得注意的是，7天逆回购利率大幅上行，较去年四季度和今年1月的7天逆回购利率大幅上升105BP。这是在告诉金融机构，可以向央行借钱，但是成本会比较高。其用意当然还是逼迫金融机构去杠杆，盘活存量资金。总之，央行这次逆回购，算是给市场吃了定心丸，但这个定心丸的味道和以前不一样，向央行低利率融资的时代或许一去不复返了。（张勤峰）

■ 交易员札记

逆回购再出山 中短券或存机会

□长江证券 斯竹

周二，央行意外开展170亿元7天期逆回购操作，当日到期资金850亿元，合计投放1020亿元。受此影响，资金利率全线下行，债券市场交投较为活跃，收益率呈现先抑后扬走势，最终小幅下行。

利率产品方面，短端成交活跃，1年期国债成交在3.48%，下行约2bp，5年期国债成交在3.65%，下行约1bp，7年期国债下行3bp，成交在3.67%附近，10年期国债成交在3.71%；央票成交寥寥；政策性金融债中，5年期国开债成交在4.28%，7年附近非国开债成交在4.33%。

信用产品涨跌互现，成交集中在高等级品种上。短融方面，受逆回购影响，短期品种收益率小幅下行，半年以内的券种成交较多，成交总量未有较大波动，如剩余16天的沪电气CP001成交在4.80%，3个月的12华能CP002成交在4.67%，半年附近的13浙能源CP001成交在4.85%；中票方面，剩余3至5年的AAA以上品种成交居多，收益率有所下行，如11中煤MTN1成交在4.95%，12中石油MTN3下行2bp成交在4.73%，不到5年的13铁道MTN1及13中石油MTN1成交在4.80%，AA-品种11津药MTN1成交在5.95%附近；企业债方面，抛压依然较重，AA及AA+品种有所成交，收益率缓步上行，如6.6年的13三明城投债成交在6.30%，稍长的13鄞城投债成交在6.30%，6.7年的AA+券种13烟开发上行6bp成交在5.81%，不到5年的AA券种12绍新城债成交在6.08%。

央行重启逆回购操作，一定程度上传递出维稳流动性的信号，有助于缓解市场对资金面的悲观预期，但4.4%的利率水平及170亿的规模，也让我们看到了货币政策并非实质性放松，资金面仍将总体偏紧。近期债市表现仍将取决于资金面及基本面的表现，从基本面上看，“稳增长、调结构”等显示出政府对于经济下滑的容忍度有所提高。对于经济增速放缓并未过于担忧，债市对于经济指标下滑的反应也趋于迟钝。临近月末，回购利率习惯性上行，虽然昨日由于逆回购的突袭而暂时全线走低，但也表明债市对于资金面的反应较为敏感脆弱。从当前收益率曲线变化来看，尽管期限利差较窄，但利率债中长端的收益率基本保持稳定，下月随着资金面压力有所缓解，中短期品种存在继续回落的可能性，而信用债在去杠杆压力下，仍将承受较大的调整压力。

人民币汇率延续盘整态势

□本报记者 王辉

据中国外汇交易中心昨日公布，7月30日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.1770，较前一交易日的6.1705下跌65个基点，但仍运行在近阶段6.16至6.18的波动区间。当时人民币走软对即期市场交易未产生明显影响，短期市场购售汇力量相对均衡，导致人民币即期汇率延续盘整态势。

在30日银行间外汇市场即期询价交易中，人民币兑美元低开29个基点报6.1345，全日先抑后扬，尾盘小幅收高8个基点，报6.1317，继续稳定在近几个交易日6.1350左右的运行中枢水平附近。

分析人士表示，近期美元指数在美联储议息会议结果公布之前持续围绕在82点附近水平窄幅波动，人民币兑美元汇率近几个交易日所处外部环境相对平稳。而自国务院近日强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”之后，市场对于人民币汇率阶段性走稳存在较强预期。预计短期内在没有实质性因素影响的情况下，人民币汇率中间价、即期汇价将围绕在近期运行中枢附近震荡。

■ 新债定位 | New Bonds

13进出17		预测中标利率区间【4.23%,4.32%】			
债券期限	2年	发行总额	70亿元	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	多重利率招标	招标日期	7月31日
起息日	8月6日	缴款日	8月6日	手续费	0.05%

国海证券：在经济下行压力和稳增长的需求下，央行适度投放资金，缓解流动性压力。目前利率债收益率接近判断的上限，已具备配置价值并存在交易机会，但机会的兑现有赖于流动性压力缓解的时点。由于资金面可能较长时间保持偏紧状态，预计本期债券中标利率将接近于二级市场，有望落在4.23%至4.28%。

第一创业：审计署全面审计结果公布前资金面难放松，而央行重启逆回购则表明央行不愿意看到市场重回今年6月下旬的紧张局面，在跨月等流动性紧张的时期依然会适度地为市场提供流动性支持。但考虑到4.40%的发行利率较高，资金面依然维持紧平衡。预计本次13进出17招标结果依然受制于资金面，不会出现下行，有望落在4.23%至4.27%区间。

国信证券：本周的资金利率走高和收益维持低位预示着在月末时点的利率债招标未见轻松。从上周3年期农发债4.30%的中标利率来看，本期2年期口行债不会偏离该水平太多。而由于采用多重价格招标，预计利率会高于二级市场水平。考虑到招标手续费影响2.5bp左右，预计本期13进出17中标区间为4.28%至4.32%。（王辉 整理）