

逆回购量缩价跌 资金面持续改善

政策“微干预” 利率中枢稳步下移

□本报记者 张勤峰

央行周二上午再次开展7天逆回购操作,交易量减少50亿元,中标利率下调40基点。市场人士指出,一方面,逆回购缩量,显示出央行在流动性总量并不短缺的判断下,对于货币投放的谨慎心态,预计未来央行货币政策以微调为主,出现趋势性放松的可能性极低;另一方面,逆回购利率下行,仍为货币市场利率的修复性回落打开了一定空间。总体看,8月资金利率较7月份下行可期,但下行空间不会太大。

逆回购缩量 政策止于微调

据央行网站显示,央行6日上午再度在公开市场运用逆回购工具投放货币。此次逆回购期限7天,交易量120亿元,中标利率为4.0%。这是央行近期连续第三次开展逆回购操作。与上周二同期限操作相比,本次逆回购交易量减少50亿元,中标利率则下调40基点。

银行间市场人士认为,逆回购操作缩量,在一定程度上符合预期。一方面,自上周央行重启逆回购交易以来,机构对流动性的悲观预期逐步修复,资金面渐趋改善,安然度过月初缴准日后,货币市场流动性已相对宽松,机构资金需求有所减弱;另一方面,从近期央行货币政策操作来看,在资金价格波动减弱背景下,其降低流动性投放力度并不奇怪。

有分析指出,央行始终认为当前流动性总量并不短缺,因此尚不存在进行大规模货币投放的必要,对于公开干预的操作方式更是较为谨慎。这一点,从6月“钱荒”发生前后央行的一系列反应中即可看出。即便当时货币市场出现极端波动,央行最后仍选择通过非公开的方式向资金投放方式进行调节。到7月底,有了“820”的前车之鉴,央行虽然选择了将干预方式由“地下”转到“地上”,从而更有效地引导市场预期,但对于货币投放的力度依然有所控制,恢复操作后首期7天逆回购交易规模也只有170亿元。

分析人士认为,通过近两周连续开展逆回购操作,央行安抚市场情绪,稳定市场预期,避免资金面再度出现极端波动的目的已经达到。此时市场资金供求相对均衡,适度调降逆回购交易量也合乎情理。但从一个侧面来说,这也再次显示出央行并不认为当前流动性总量短缺,预计未来除非国际资本大量外流,则央行即便继续开展逆回购操作,规模也不会太大;更进一步看,在统筹兼顾稳增长、调结构、促改革与防风险的多背景下,未来央行货币政策微调更多向稳增长这一首要目标倾斜的可能性在增加,但出现货币政策趋势性放松的可能性极低。

市场化定价 利率小降可期

本次逆回购操作的另一变化则是,逆回购中标利率下行40基点。一般认为,公开市场利率具有很强的基准指导作用。上周央行首期恢复开展7天逆回购交易,中标利率为4.40%。一些市场人士就此猜测,这透露出央行对下半年资金利率中枢抬升的定位指引,如果4.4%成为7天利率新的运行平台,那么央行逆回购的负面效应恐怕会超过正面作用。

不过,某股份行交易员表示,8月5日,银行间7天回购利率收在4.35%位置,低于上周二的4.99%,此次逆回购中标利率下行,显示逆回购交易定价有“随行就市”的特征。这意味着,首次逆回购的利率水平不能被看作是央行认为的合理水平。未来如果央行继续开展逆回购操作,而利率在某一水平或较小区间内保持稳定,再来讨论央行进一步的合理水平才有意义。该交易员进一步指出,此次7天逆回购利率继续低于货币市场7天回购利率,有望为后者打开一定的下行空间。

国信证券分析师认为,8月份7天回购利率中枢肯定会比7月有所回落。首先,“620”逐渐远去,目前央行已经在公开市场逆回购主动注入流动性,前期金融机构出于谨慎动机主动提高备付水平的状况有望逐渐转变为“去超储”;其次,8月7日及9日一些季节性收紧因素,比如缴税和分红;再次,“285号文”将推动财政资金相比往年提前投放,截至6月,今年财政存款新增累计为9588亿元,估计8月财政存款增量在-2000亿元左右。另外,2007年以来,8月7天回购月均值比7月低30BP左右。综合来看,估计今年8月7天回购中枢会下滑至3.7%。

国泰君安首席债券分析师徐寒飞亦预测,逆回购利率松动后,未来7天回购中枢有望回落至3.5%-4%之间。Wind数据显示,6日银行质押式回购市场上,隔夜回购加权利率稳定在3.10%一线,7天回购则因逆回购利率下行而回落21BP至4.14%。不过,14天到1个月的中长期资金需求仍旺,收益率出现反弹,显示出机构解杠杆、压表外、纠正期限错配的影响仍在持续。

分析人士指出,总体来看,预计资金利率比7月份下行可期,但下行空间不会太大。7月份7天回购加权平均利率均值为4.14%。

年内央行公开市场逆回购操作一览					
期限(天)	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	交易日期	到期日期
7	120	4.00	-0.40	2013-8-6	2013-8-13
14	340	4.50	1.05	2013-8-1	2013-8-15
7	170	4.40	1.05	2013-7-30	2013-8-6
14	4,100	3.45	0.00	2013-2-7	2013-2-21
14	4,500	3.45	0.00	2013-2-5	2013-2-19
7	1,000	3.55	0.00	2013-1-31	2013-2-7
7	800	3.35	0.00	2013-1-29	2013-2-5
7	580	3.35	0.00	2013-1-24	2013-1-31
7	430	3.35	0.00	2013-1-22	2013-1-29
14	100	3.45	0.00	2013-1-17	2013-1-31
14	100	3.45	0.00	2013-1-15	2013-1-29
7	150	3.35	0.00	2013-1-10	2013-1-17
14	400	3.45	0.00	2013-1-10	2013-1-24
7	200	3.35	0.00	2013-1-8	2013-1-15
28	180	3.60	0.00	2013-1-8	2013-2-5
5	900	3.30		2013-1-5	2013-1-10

■ 机构观点链接

南京银行: 债市波段操作机会增加

由于经济运行中突出的结构难题导致央行总量政策受限,预计央行将坚持宏观审慎与微观放活相结合。即,虽然央行整体取向趋于谨慎,但正如经济运行有下限,货币政策对底线目标的把握也将更加明确。央行会通过推进制度改革与提高日常工作中微调的频率,来共同实践货币政策目标。对债券市场而言,市场波动的焦点也许不再是央行何时会降息,何时会降准,而更可能是在经济增长波动过程中市场对于政策出台的预期博弈,从而导致市场可能运行在涨多了会跌,跌多了又涨的箱体震荡之中,市场波段

操作机会也有望增加。

招商证券: 阶段性宽松机会或已出现

三季度货币政策将维持“中性”。央行在二季度货币政策执行报告中,再次明确货币政策总量难以放松。虽然对于通胀担忧减轻,但是预计通胀下半年延续上行趋势,降息的的空间不大。对于流动性,建议投资者把握在流动性从紧一致预期中的阶段性宽松机会。该机会的出现需要具备充分和必要的条件:央行开展逆回购操作,向市场明确积极维稳的态度,充分条件已经具备;必要条件是,外汇占款出现改善的信号。我们认为,三季度跨境资金流向会较二季度好转,那么阶

利率风险下降 信用风险上升

□海通证券 姜超 倪玉娟

近期,央行一系列的政策向市场传导了稳定资产价格的预期,有利于资金利率下降,债券市场面临的利率风险也随之降低。但也应看到,在金融去杠杆背景下,资金供给仍难以显著改善,并将对实体经济和资金成本形成制约,因此信用风险还处于上升过程。

大力开展常备借贷便利操作(SLF)以及重启逆回购操作,是现阶段央行向市场注入流动性、传递维稳信号的主要工具。

央行二季度货币政策执行报告中披露,6月份在货币市场受多种因素叠加影响出现波动时,央行开展了常备借贷便利操作。即央行接受高等级债券和优质信贷资产等合格抵押品,向贷款符合国家产业政策和宏观审慎要求、有利于支持实体经济、总量和进度比较稳健的金融机构提供了流动性支

■ 交易员札记

□长江证券 斯竹

周二的资金面整体呈现前紧后松状态,早盘市场仍有资金收紧的顾虑,但随着7天逆回购的消息落地,资金面逐步宽松,午盘后愈加明显。资金需求集中在中短期品种,隔夜式回购利率涨跌互现,隔夜品种持平,7天品种量增价跌,14天品种及21天品种略走高。

由于7天逆回购的中标利率大幅下行40bp,使得市场利率有所波动,买盘较为踊跃,债市收益率整体呈现小幅下行后回稳态势。受央行公开市场持续逆回购操作及中标利率大幅走低的影响,早盘招标的中短

券认购倍数较高,收益率低于预期,尤其是1年期品种。

国债方面,1年期成交在3.40%,5年期从早盘的3.60%成交回升至3.64%;政策性金融债方面,早盘招标的国开福娃债继续热销,收益率全线下行,带动二级市场收益率先下后上,整体收益率波动不大。1年期国开债成交在4.20%-4.15%,同期限非国开债成交在4.12%-4.14%,3年期国开债成交在4.18%,5年期非国开债成交在4.20%,国开债则成交在4.24%。

短融方面,由于当日有170亿元逆回购到期,资金面仍呈现小幅净回笼,带动其整体收



段性宽松的机会可能已经出现,而降准的必要性不足。

兴业证券: 流动性悲观预期将修正

银行间市场的流动性悲观预期中期将得到修正。首先,从银行的角度来看,流动性备付头寸的提升以及期限错配(同业杠杆过高)的修正,有助于资金面的自然宽松;其次,下半年财政存款将转为投放,而且盘活存量财政的政策有助于平衡财政存款投放节奏和加大财政存款投放规模,将改善银行间市场的资金供给;第三,外汇占款尽管趋势上是减少的,但市场预期可能过于悲观。年内量宽退出导致资金大幅外流的风险下降,而下半年贸易顺差规模较大,加上人民

信用风险上升

时也想抑制过高的资金利率。二季度货币政策报告显示,防风险仍是央行主要目标之一。金融去杠杆背景下,资金供给难以显著改善,并将对实体经济和资金成本形成制约。二季度金融机构去杠杆十分明显,大型银行资金拆出总量仅为11万亿,同比下降7.6万亿,与之对应的是,其他金融机构的资金拆入量明显萎缩,其中最明显的是中小银行和其他金融机构的产品,主要是信托和银行理财产品等。

金融机构去杠杆导致资金供给意愿下降,最终表现为社会融资总量增速的回落,而与此同时,反映资金需求的投资增速回落则相对较慢,最终使得投融资关系在二季度出现首次逆转,并最终导致了社会融资成本的上升。数据显示,二季度反映实体经济成本的贷款利率出现反弹,就是这一现象的直观表现。

目前来看,防风险仍为央

币大幅贬值风险不大,有助于外汇占款的改善;最后,央行逆回购已经显示其维护货币市场利率稳定意图,无风险利率中枢系统性上移的风险已经大幅下降。

中信建投: 利率中枢将高于前5月均值

市场对后市的紧缩预期是资金面脆弱的主导因素。8月资金面季节性干扰因此在减弱,央行逆回购释放稳定货币市场信号,大行融出资金意愿将有所恢复。此前中性略紧的货币政策将重回中性。8月资金面将好于7月,新的资金成本中枢将会出现,但将略高于前5月均值,以反映央行治理表外业务的决心和外汇占款萎靡的现状。(葛春晖 整理)

行重要目标,这将使得回购利率中枢难降,融资总量仍趋于收缩,从而对经济不利。统计显示,6月共有30家债券评级下调,数量超过去年总和。而7月份,继续有债券评级被下调,且市场风险偏好下降,出现了“Y2中富01”、“Y1华锐01”、“Y2湘鄂债”、“Y1华锐02”、“Y2南糖债”、“Y2海翔债”等收益率超过10%的债券,且其中不仅有民企债,也有国企债。在经济下行,又逢金融去杠杆的背景下,信用风险扩散还未结束。

就债券市场而言,以往经济下行时往往对应债券牛市,而今年6月以后债市出现明显下跌,核心原因就在于央行防风险,收缩了流动性。目前来看,从央行层面收紧流动性风险已经下降,而且经济下行趋势明确,因而利率风险正在下降,但与此同时,实体经济及信用风险却仍在上升,因此在投资策略上需坚决提升组合流动性和信用等级。

可能性较小,中央政治局会议上对于货币政策的基调仍然维持稳健,从现阶段的经济形势及政策基调来看,央行动用利率或者准备金率这两大工具的可能性较小,公开市场操作仍是其主要手段。作为影响当前债券市场短期走势的决定因素,逆回购的重启有望令近期持续调整的债券市场出现企稳,但从昨日市场表现来看,3年期央票到期续作,冲淡了低价逆回购的喜悦,对于债市而言,资金预期仍不明朗,机构仍维持较为谨慎的态度,预计短期内中短期品种和收益率有望继续回落,债市整体仍将维持震荡行情。

中债系统性上移的担忧已被证伪,流动性悲观预期的修复有助于降低利率债和高等级信用债的系统性风险,但实体经济流动性压力仍然较大,加上当前信用利差处于历史低位,低评级信用债的调整尚未结束,信用利差仍将扩大。与此同时,多家机构均提醒投资者,要注意甄别信用风险,关注中高等级品种,特别是需回避处于产能过剩行业的低评级产业债。

兴业证券指出,无风险利率

人民币即期汇价创两个月新高

逼近汇改以来高点

尽管人民币兑美元汇率中间价近期持续表现不温不火,但即期汇价却已悄然刷新5月28日以来的两个多月新高。8月6日盘中,人民币兑美元即期汇价最高摸至6.1212,距离2005年汇改以来历史最高记录仅剩2个基点。

据中国外汇交易中心公布,2013年8月6日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.1753,较前一交易日的6.1767小幅上涨14个基点,延续了7月下旬以来围绕6.1750窄幅波动的运行态势。在近期美元指数持续窄幅震荡于82点一线背景下,人民币汇率中间价的此种表现亦属较为平稳。

而即期汇率方面,自7月22日以来,人民币兑美元即期汇价却持续小幅下行。8月6日,人民币兑美元即期汇价跳空

高开21个基点报6.1226,盘中最高摸至6.1212。截至收盘,该即期汇价报6.1217,较5日上涨30个基点或0.05%,创下5月28日以来的最高收盘水平。而6.1212的盘中最高汇价,则与汇改以来的历史高点6.1210仅差2个基点。

交易员表示,近期即期市场日内购汇需求相对均衡,但市场对于人民币汇率未来一段时间内“稳中有升”仍抱有一定预期。与此同时,近期美元指数在美联储QE退出预期不断消散的打压下表现疲弱,也在一定程度上提振了市场做多人民币的力量。但市场人士同时指出,近期即期市场日成交额处于相对偏低水平,市况相对较为清淡,预计人民币即期汇价短期内外或也难以继续大幅拓展走强空间。(王辉)

逆回购 跌价”助市场情绪继续回暖 国开行四期增发固息债获市场青睐

国家开发银行8月6日再次增发了该行2013年第二十七期、第二十八期、第二十九期、第三十一期金融债,每期发行规模均不超过50亿元。在央行继续开展7天期逆回购操作且中标利率大幅走低的背景下,市场资金面继续缓和,四期新债也由此获得主流机构较高认可,中标利率整体低于此前市场预期,而5年以内的中短期品种尤其获得市场青睐。

来自中债网和交易员的消息显示,本次续发招标的4期固息国开债期限分别为1年、3年、5年和10年期,中标收益率分别为4.0606%、4.1311%、4.1795%、4.3968%,对应的投标倍数分别为3.42倍、4.25倍、2.97倍和2.19倍。

西南证券9日招标10亿元短融券

西南证券股份有限公司8月6日公告,将于8月9日招标发行2013年度第一期短期融资券。本期短融发行金额10亿元,期限91天,固定利率,单利按年付息,发行利率通过招标系统招标决定。

本期短融招标日为8月9日,分销日、缴款日、起息日、债权债务登记日均为8月12日,交易流通日为债权债务登记日次日一工作日,付息、兑付日为2013年11月11日(如遇法定节假日

转债指数8月以来四连阳

经过7月份全月的疲弱表现之后,8月以来沪深可转债市场连续上涨。截至8月6日,中证转债指数已一举收复7月份全月失地。

数据显示,8月6日中证转债指数报289.19点,较上一交易日上涨0.20%。在8月以来的四个交易日里,该指数呈现四连阳走势,累计录得1.46%或4.15点的涨幅,成功收复7月份全月下跌0.93%的失地。而在个券表现方面,据WIND数据显示,以全价指标计算,8月以来两市交易的19只可转债品种无一下跌,其中表现最好的川投转债、国电转债、同仁转债三只转债

■ 新债定位 | New Bonds

13附息国债15(续)		机构预测中标利率区间[3.61%,3.68%]			
债券期限	7年	发行总额	300亿元(可追加)	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	混合式价格招标	招标日期	8月7日
起息日	7月11日	上市日	8月14日	承揽费	0.1%

国信证券:经历了前一段时间利率债发行高峰期后,上周紧张形势略有缓和。本周利率债发行再度发力,但考虑央行近期综合运用货币政策手段调控资金面,市场对于资金面的预期不至于如之前捉摸不定。预计本期国债招标应在二级收益率水平附近,预计中标区间为3.62%-3.68%,建议配置型机构在3.62%-3.66%区间博取超额。

海通证券:8月3日,13附息国债15”交易YTM3.6250%-3.6450%,最低报买价YTM 3.68%,最高报卖价YTM为

而此前,多家机构为各期债券给出的中标利率预测均值分别为4.16%、4.20%、4.23%、4.39%。交易员指出,从认购倍数及中标利率情况来看,此次增发的五年以内中短期品种需求更好,中标利率明显低于预期;而10年期品种基本贴近市场预期。

分析人士表示,近期高层关于经济增长不滑出底限的定调,促使央行灵活调整政策重启逆回购操作。本周二央行在公开市场继续推出120亿元的7天期逆回购,4.00%的发行利率环比上周二大幅下跌40个基点。尽管操作规模也有小幅下降,但其下压资金价格的意图也十分明显,市场情绪因此继续回暖。(王辉)

或休息日,则顺延至其后的第1个工作日)。经联合资信评估有限公司综合评定,发行人主体长期信用等级为AA+,评级展望为稳定,债项评级为A-1。本期短期融资券募集资金用于补充公司流动资金及相关法律法规未禁止的其他短期资金用途。西南证券由主管机关核定的短期融资券最高发行余额为人民币44亿元。截至发布公告日,发行人待偿还短期融资券余额为0亿元。(王辉)

品种,分别录得8.61%、4.73%和3.21%的涨幅。在市场预期来8月开门红之后,对于后期的可转债市场表现,一些机构的判断也开始趋于乐观。国泰君安表示,上周PMI数据、地产再融资开闸,均有利于基本面预期改善,正股大幅回落风险已经缓解,整体来看,当前转债价格、估值双低位对应强防御性,也提供了下跌0.93%的收地。因此该机构认为,可转债投资逻辑可从“安全性最高”向“基本面最好”和“弹性最好”的方向进行转移,可重点关注低位高弹性个券。(王辉)

个券。(王辉)