

逆回购双停 公开市场或开启静默模式

“来水”充沛 资金面暂时无忧

□本报记者 张勤峰

周二(12月10日)央行未开展任何公开市场操作,本周公开市场操作全停成为大概率事件。市场人士指出,近期银行间市场资金面呈现难得一见的持续改善态势,为央行微调公开市场操作提供了空间。未来央行公开市场或进入一段“静默期”,资金利率下行空间或因此受限,但在外汇占款增长与财政存款投放等因素助力下,资金面平稳状态可能不会受到明显冲击。

7天逆回购7周末首度暂停

据市场人士透露,周二央行未开展任何公开市场操作,继上周14天逆回购撤出之后,本周7天逆回购也被暂停。这是最近7周末央行首次暂停7天逆回购操作。

此次7天逆回购暂停操作,并未让市场感到太大的意外。

有市场人士表示,近期资金面较为宽松,基于货币政策中性偏紧的共识,逆回购暂停并不奇怪,何况14天逆回购先期暂停已释放出公开市场操作动态调整的信号。

月初以来,银行间回购利率持续逐步回落。以质押式品种为例,截至周一(12月9日),隔夜利率相比11月末下行接近20BP,7天利率下行接近25BP,中等期限的14天和21天回购利率则大幅下降100BP以上。据交易员反映,目前年内资金供给十分充裕,资金需求主要集中在1到2个月的跨年和跨春节品种上,而相应期限资金利率也有所下行。总体看,资金面呈现近期难得一见的持续回暖态势,央行开展逆回购的必要性有所降低。

与此同时,在近段时间逆回购频繁开关的背景下,市场对央行公开市场操作微调已习以为

常。有交易员就称,在资金面波动减弱后,央行逆回购很快收手,符合10月以来央行的一贯做法,体现了央行流动性政策中性偏紧的基调。

市场人士指出,鉴于目前年内到期资金供给充裕,周四14天逆回购大概率将保持暂停,央行公开市场或进入一段时期的“静默期”。数据显示,本周有370亿元逆回购到期,无央票到期,也无正回购到期。若央行不进行任何操作,公开市场将自然净回笼370亿元。

资金面预期稍微改善

值得注意的是,尽管公开市场连续净回笼可能性大增,但市场人士对于短期资金面的态度却比之前乐观,一些资金交易员认为,只要央行不重启正回购,那么资金面暂时无忧。交易员们的底气何在?答案可能得归结于年底

财政存款与外汇占款的双轮驱动,以及年底前货币政策边际收紧风险有所减轻。

不得不承认,近期资金面状况在一定程度上要好于预期。一个证据是,央行相继暂停14天、7天逆回购之后,资金利率依旧连续缓慢下行的走势,这明显有别于以往。按照之前经验,一旦央行暂停逆回购或者公开市场回归净回笼,资金市场很快便会有反应,资金价格多数情况下会出现上涨。然而,无论是上周四,还是本周二,逆回购暂停对资金面的冲击都比较有限。以昨日为例,尽管7天逆回购为7月以来首度被暂停,但消息披露后,银行间质押式回购利率依旧纷纷低开,全天各期限继续走低。其中,隔夜回购利率跌6BP至3.54%,7天回购跌6BP至4.43%;跨年或跨春节的2个月、3个月回购利率双双下行20BP左右。

在央行不改政策中性偏紧立场、公开市场转向净回笼的背景下,资金面持续回暖显然得益于流动性供给的增多。从内外两个角度看,财政存款进入集中投放以及外汇占款持续上升可能是主因。有交易员称,近期财政存款陆续开始释放,对资金面起到重要支撑。至于后者,从11月贸易顺差数据及近期人民币汇价迭创新高就不难看出,短期外汇占款投放可能比较可观。除此以外,有交易员指出,由于年内通胀基本见顶,经济增长相对平稳,货币政策在边际上继续收紧的风险也有所减轻,令市场悲观情绪有所缓和。

市场人士指出,央行暂停逆回购对资金供需实际影响不大,主要体现在对市场情绪的冲击。预计资金利率继续下行空间受限,但是资金面平稳状态不会受到明显冲击。

上有压力下有支撑

年底前债市也无风雨也无晴

□招商银行金融市场部 刘东亮

近期债券市场行情跌宕起伏,引人入胜,11月末的短暂反弹很可能已经完成了债市的第一次探底,接下来一段时间内,随着部分利好因素的释放,市场表现应该不会太差,但掣肘因素依然存在,令债市也难寻暖意,市场很可能进入“无风无雨也无晴”的震荡模式,为来年走势积蓄力量。

就短期而言,流动性状况与资金投向是债市的决定性因素。比较乐观的是财政资金,由于12月是传统的财政投放高峰,预计将有超过1万亿的资金释放出来,而贯穿全年的严控“三公消费”,已经导致前三季度财政存款高达14600亿元,明显超过往年,但为了保证明年的预算,各级预算主体在年末“突击花钱”的冲动依然存在,这将对年末的财政投放形成有力支撑。外汇占款则存在一

定的波动风险,特别是外管局刚刚公布了《完善银行贸易融资业务外汇管理有关问题的通知》,严查虚假贸易融资套利,这有可能对近几个月外汇占款高增的势头形成打击,但估计从《通知》下发至见到效果仍有时间差,这将保证12月的外汇占款不会出现断崖式的下跌。

因此,内、外部流动性的补充至少是不悲观的,这将对资金面带来支撑,并鼓励部分激进机构进行投机,从这个角度来看,年底前再次出现类似于11月末短暂反弹的概率依然很高。

但这种反弹预计也很难形成气候,近期的宏观经济数据并不差,而央行偏紧的政策显然也不会松动,因此基本面与政策面难以带来利好,而最大的风险则来自于央行对流动性的调控。

四季度以来央行对流动性的调节极为灵活,逆回购频繁开关。

表面上看,央行似乎有意保持资金利率的紧平衡,熨平资金波动,但我们认为央行可能更倾向于“紧”而非“平衡”。因为从实际操作来看,当资金紧张时,央行对流动性的投放是谨慎小心的,如近期公告的10月末SLO操作“量少价高”,而当资金稍一宽松,比如最近两周,央行便以超出市场预期的姿态回收流动性。

如果这一猜测是成立的,意味着央行将会以渐进式节奏缓慢收紧流动性,并有意使资金利率维持高位,有可能针对12月的财政投放和外汇占款采取对冲操作,确保资金不会出现明显放松,这将是制约近期债市反弹的最大潜在阻力。

而预期中的“9号文”出台与否,将对短期资金投向带来影响。假如近期“9号文”出台,我们倾向于将其看作利好,对非标等业务限制,会迫使部分资金转向债券市场,当然这仍需视具体规定

的严厉程度而定,但假如“9号文”迟迟不出,则部分银行抢搭末班车配置非标的冲动很可能会继续,从而利空债市。

整体而言,年底前债市都将处在寻底过程中,更有可能是震荡或缓跌,并伴随短暂的试探性反弹,反弹时间短且幅度难以确定。因此对交易员而言,年底前的操作风险较大,建议有机会时轻仓快进快出,对投资户而言,目前的利率债和高评级信用债已经具备良好的配置价值,值得逐步介入。

债市要出现值得期待的波段走势,可能仍需等到明年1月银行配置资金入市以后,预计明年一季度债市将有阶段性回暖机会,但寻底过程仍将持续较长时间。从央行态度和历次债市见底过程来判断,至少在明年二季度结束前,看不到债券熊市结束的可能。(本文仅代表作者个人观点,与所在机构无关)

年内最后一期铁路建设债券今日招标

公告显示,中国铁路总公司将于11日招标发行期限10年、总规模为150亿元的2013年第八期中期铁路建设债券。本期债券是今年发行的最后一期铁路建设债券。

本期债券采用固定利率方式,票面年利率为Shibor基准利率加上基本利差,基本利差区间为0.40%-1.40%,Shibor基准利率为4.41%,即本期债券招标利率区间为4.81%-5.81%。最终基本利差和最终票面年利率将由发行人根据市场招标结果确定。

本期债券将通过中国人民银行发行系统招标发行。招标日为12月11日,12月12日缴款截止并起息,以后每年12月12日付息(遇节假日顺延,下同),2023年12月12日到期兑付。

根据国家发改委的批复,2013年中国铁路建设债券发行规模为1500亿元。据统计,今年前7期铁路建设债券发行规模合计1350亿元,即本期债券将是今年发行的最后一期铁路建设债券。(张勤峰)

期债主力合约接近上市后低位

周二,因现券市场不改弱势,国债期货三合约全线继续走低,主力合约最低跌至91.30元,距离上市以来的低点仅一步之遥。

数据显示,昨日期债主力合约TF1403低开低走,最低至91.30元,收报91.308元,下跌0.41元或0.45%。经过12月以来连续回调,主力合约已重新逼近记录低位。TF1403曾在11月20日创下上市以来的最低价91.26元。成交和持仓方面,随着近月合约临近最后交易日,资金换月移仓接近完成,TF1403活跃性显著提升,周二全天成交3041手,比前一日放大六成以上;当日持仓大增448手至3000手。

其他合约方面,TF1312跌0.34%至90.996元,跌0.34%,成交59手,持仓427手,减仓14手;TF1406跌0.33%至91.856元,成交53手,持仓235手,增仓20手。

周二,新发“福娃债”中标收益率高于预期,带动二级市场中长期利率债收益率延续上行。债券市场整体维持弱势。CTD券13附息国债20收益率持平于4.64%,13附息国债15则上涨7BP至4.67%。国泰上证5年期国债ETF价格收跌0.25%。

申银万国证券报告指出,上周以来资金面稳定的可持续性不强,大概率仍将随年末临近而趋紧,国债期货后期还将面临下跌压力。

据中金所盘后数据显示,周二TF1312合约再现买卖各10手交割意向申报,截至昨日该合约共完成40手交割。(张勤峰)

□中债信用增进公司 赵魏华

央行日前出台了《同业存单管理暂行办法》,银行负债端利率市场化再前进一步。《办法》规定,同业存单(NCD)将参考Shibor利率定价,由此推动了前期一直被低估的中长期Shibor利率加速向市场真实利率回归,并带动Shibor浮息债和利率掉期明显上扬。我们认为,利率市场化有利于提升Shibor浮息债的中期投资价值,但经过近期价值重估,利率市场化对存量Shibor债的短期利好已部分兑现,不宜过分追高。

同业存单推出之前,长期限6月期及以上Shibor利率与同期限银行间回购利率及线下同业存款利率之间一直存在较大价差。究其原因,与长期限Shibor利率主要受报价行报价倾向的影响不无关系。在Shibor报价行中,主要的同业融入机构倾向于报低价,而主要的同业融出机构倾向于报高价。但是,今年下半年以来存款基础相对稳定的机构减少,因此中长期Shibor利率被刻意压低,制约了存量Shibor债的表现。

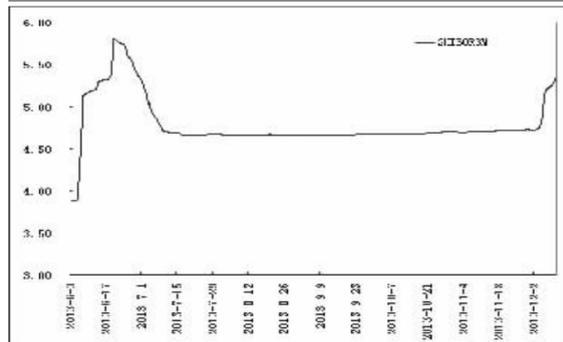
进一步看,Shibor机制存在上述缺陷的症结,在于Shibor利率只是报价利率而非可成交利率或实

际成交利率。然而,构建更为市场化的基准利率体系是负债端利率市场化的重要依托,央行利率调控体系的改进和市场利率定价自律机制的完善或将加速。在此背景下,现有的官方基准定存利率(Depo)和Shibor等同业利率体系可能面临结构性调整的契机,这意味着目前此类利率与市场利率之间的点差可望缩窄,将对存量浮息债产生较长期的积极影响。

值得一提的是,随着同业存单的推出,中端Shibor利率面临做实的契机。从长期看,要完善市场利率体系,做实中长期基准利率体系是必要的,而Shibor利率无疑是首要的备选项。未来除非同业融资利率等出现整体下降,否则3个月Shibor(6M Shibor)利率易于难下,从而对Shibor债有中期利好,尤其是存量中长期品种。

不过,就短期来看,市场对Shibor与回购利率及同业存款利率之间的点差收窄空间尚不宜过分乐观。原因在于,Shibor利率要做实,最为关键的一步是让Shibor从报价利率变为实际成交的利率或可成交的利率。未来大致有两种方式可做实Shibor利率:一是修改Shibor的定义和形成机制,以每个交易日11:30前主要银行同业存单加权

3个月Shibor利率延续上涨势头



成交利率作为当天各期限Shibor的定盘利率,此举将使3M Shibor变为类似回购定盘利率的实际成交利率;二是通过修改监管规则使报价行对其同业融入融出报价承担交叉义务,比如规定银行要以其Shibor报价作为发行同业存单的利率等,使Shibor成为可成交的利率。但目前为止,尚未看到官方有做实Shibor利率的举措出台。

与此同时,随着中长期回购利率的回落和3M Shibor的快速上行,两者之间的点差已经大幅缩小;受银行经营模式所限,同业存单暂时难以完全取代线下同业存

款,两者之间的利差会缩窄但不会完全抹平。因此,短期内中长期回购利率及线下同业存款利率的走势会制约3M Shibor走势。回购利率受财政存款下拨而趋于回落,年内资金面冲击有限,因此3M Shibor利率上行修正步伐趋缓。但由于Shibor债的利率基准多为3M Shibor的五日均值,因此估值仍有向上修正的空间,随着几日后定盘利率均值逐渐稳定,本轮3M Shibor估值修正或将暂告段落,盲目追高Shibor债欠妥,未来应紧盯资金面走势和13M Shibor做实的进度,进行相机操作。

一级市场降温 国开债中标利率高于预期

□本报记者 葛春晖

本周二,国开行招标的五期固定息增发债中标收益率均高于市场预期。市场人士表示,临近年底机构预期谨慎以及本周新债供应压力较大,导致利率债发行重新遇冷。

43至47期固定息金融债的增发债券,拟发行规模分别不超过40亿元、80亿元、80亿元、40亿元和160亿元;该行第43至47期金融债的期限依次为1年、3年、5年、7年、10年。来自中债网和交易员的信息显示,五期增发债券中标收益率依次为5.3159%、5.4899%、5.5445%、5.6740%、5.7592%,而此前市场给

出的预测中值分别为5.25%、5.45%、5.47%、5.55%、5.57%。市场人士表示,虽然近日资金利率持续下行,但资金利率中枢仍处于偏高水平,且年底考核临近,央行昨日进一步暂停7天逆回购发行,使得资金利率仍有上行压力;与此同时,本周国债、政策性金融债等利率产品发行规模合计达到

880亿元,加上另有150亿元铁道债发行,供给压力依然不小。此外,明年通胀压力易上难下也制约着未来利率债收益率的下行空间。事实上,周一现券收益率率先出现调整走势。综合来看,在债券市场整体仍处于弱势格局的背景下,机构需求不足导致了利率债一级市场重返低迷状态。

人民币兑美元汇率续写新高

10日,人民币兑美元汇率继续新高之旅,在中间价连续三日改写汇改后高位纪录的同时,即期价也连续两日创下历史新高。

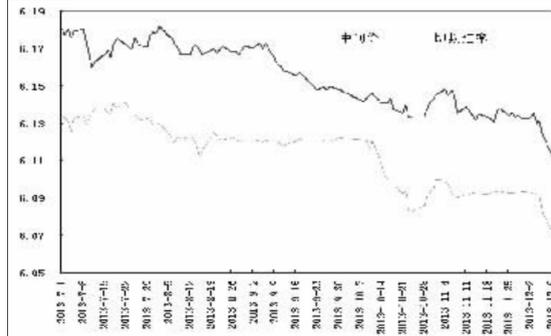
据外汇交易中心公布,10日人民币兑美元汇率中间价报6.1114,较前一日上涨16基点。隔夜美元指数续跌0.16%至80.13点。分析人士指出,表面上看,近日人民币中间价走高是受到美元下跌的影响,但根本原因可能是美联储或在12月缩减QE的背景下,人民银行行为稳定市场预期而进行的汇率政策微调。

在中间价连续创新高背景下,10日人民币兑美元即期汇率继续高开高走,盘中最高摸至6.0703的历史高点,尾市收于6.0710,较前一日上涨13基点。

10日海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上,一年期美元/人民币成交于6.1135附近,反映投资者预期一年后人民币兑美元中间价将微贬0.03%,较前期的贬值预期程度显著收敛。

分析人士指出,今年以来人民币升值动力逐渐转向国内外利差高企导致的国际资本流入,在海外低利率状况短期难改、国内利率中枢继续上移的背景下,人民币中短期内仍存在较大的升值压力,年内人民币即期汇率有挑战6.05的潜力。不过,从我国经济增长中枢下移、对外贸易占比下降、美元中期不确定性犹存以及我国央行调控的角度考虑,未来人民币不会再出现单边大幅升值走势,而将更多呈现“升升停停、双向波动”格局。(葛春晖)

人民币兑美元汇率中间价和即期汇价再创新高



3月期国库现金定存利率创新高

10日,财政部、央行就今年第十期国库现金定存进行了利率招标。由于机构对中长期资金面预期依旧谨慎,且此次招标品种期限较好,本期国库现金定存受到机构热捧,中标利率一举创下同期限品种的历史新高。

11月14日,财政部、央行招标的300亿元3个月国库现金定存中标利率达到6%,一度创下2011年9月20日以来的最高纪录。昨日招标的国库现金定存期限同样为3个月、操作量为300亿元,中标利率则进一步升至6.3%,创下2006年有记录以来的最高水平。

对于国库现金定存利率持

续的走高,市场人士表示其背后有多方面原因。其一,虽然近几日本市场资金利率有所下行,但在利率市场化的大趋势下,机构对于资金利率中枢上移形成一致预期,未雨绸缪成为资金来源相对有限的中小机构的优先选择;其二,昨日央行暂停7天逆回购操作,表明了维持流动性中性偏紧的态度;其三,本月12日将有500亿元3个月国库现金定存到期;机构到期续做压力较大;其四,本期国库现金定存期限为3个月,接连跨过年末和春节两个资金需求高峰,提升了对机构的吸引力。(葛春晖)

农发行13日招标三期金融债

中国农业发展银行发布公告,定于12月13日下午招标发行该行2013年度第35、36、37期金融债券,每期计划发行规模均为不超过50亿元。

其中,第35期债券为农发行2013年第33期3年期固定息金融债的增发债券,票面利率为5.37%,按年付息,起息日为2013年12月10日,缴款日为12月18日,上市日为12月24日,上市后将与该行2013年第33期金融债券合并交易;第36期债券为该行第34期5年期固定息金融债的增发债券,票面利率5.43%,按年付息,起息日为12月19日,上市日为12月25日,上市后将与第34期金融债合并交易;第37期债券为该行第22期7年期固定息金融债的增发债券,票面利率5.43%,按年付息,起息日为12月20日,上市日为12月26日,上市后将与第22期金融债合并交易。

三期债券均采用单一价格中标(荷兰式)的招标方式,均不设基本承销额,承销费依次为0.05%、0.10%、0.15%。(葛春晖)

新债定位 | New Bonds

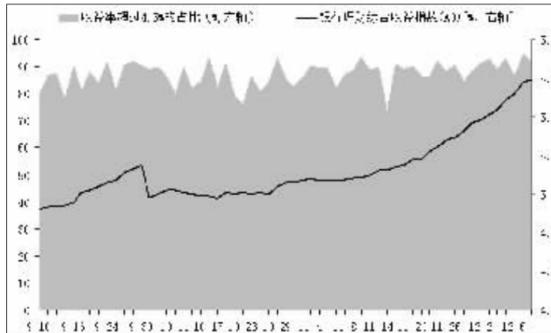
13附息国债20(续2)		预测中标利率区间【4.46%,4.64%】			
债券期限	7年	招标数量	280亿元(可追加)	计息方式	固定利率
付息周期	按年付息	招标方式	混合式	招标日	12月11日
缴款日	12月16日	上市日	12月18日	手续费	0.10%

鄞州银行:近期利率债波动剧烈。目前市场波动没有具体的方向性,以交易盘扰动为主。投资者可根据自身利率需求投标,不建议进行交易。12月10日,7年国债市场成交在4.60%至4.59%—4.64%。

国信证券:本周一,国债收益率上行,虽然前期招标形势较好,但预计配置资金未必会足够坚

挺,另外本周利率招标压力较大,最终结果可能会略有上行。本期招标手续费影响约为2bp,预计中标区间为4.55%—4.61%。国海证券:在净供给减少、资金利率以及通胀回落等有利因素下,债券收益率有望继续回落,建议投资者积极参与。预计本期债券中标利率将接近二级市场,预计中标区间为4.46%—4.49%。(张勤峰 整理)

金牛银行理财综合收益指数走势图



注:2013年12月10日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.59%,相比上期数据上涨1BP,预期收益率超4.5%的产品占总发行量的92%。数据来源:金牛理财