

央行大举放水 资金利率应声回落 资金面稳定性有望提升

□本报记者 葛春晖

伴随央行常备借贷便利(SLF)、公开市场操作“双管齐下”向银行体系注入流动性，周二货币市场利率应声回落，短期品种下行明显。不过，节前注资为常年惯例，由此尚得不出货币政策转向的结论，且资金利率整体仍处于年初以来高位，春节前资金面趋紧格局并未根本扭转；进一步看，鉴于近期央行微调力度和方式有所变化，政策透明度提高，未来即使中长期资金面仍持续偏紧，也有望出现波动性下降、稳定性提升的改善。

央行派发2550亿“红包” 7天回购跌逾百基点

20日晚，央行通过官方微博披露，针对现金大量投放等节假日因素对市场流动性的影响，央行已于20日通过SLF向大型商业银行提供短期流动性支持。周二，央行兑现承诺，市场收到2550亿元的大“红包”。央行公告显示，央行周二(1月21日)在公开市场开展了750亿元7天期、1800亿元21天期逆回购操作，其中，7天期中标利率持平于4.10%，新品种21天逆回购中标利率落在4.70%。

市场人士表示，21天逆回购能完整跨越春节长假，加上SLF相对SLO(短期流动性调节工具)期限较长，也可达到两至三周时间，两项资金投放叠加，将显著缓解春节现金备付给金融机构造成的流动性压力。

周一交易时段，资金利率突然出现飙升，隔夜、7天回购加权平均利率双双涨逾100个基点，一度令市场再现“钱荒”担忧。伴随“红包”落袋，银行间市场资金面应声好转。

调控方式更灵活 全面放松需等待

□郑州银行 段苏

在春节前这一流动性易紧难松的敏感时点上，央行于20日宣布将在部分省市开展分支行常备借贷便利操作(SLF)试点，将SLF的覆盖范围进一步向中小金融机构扩展。此举将有助于增强央行流动性操作的有效性，有利于稳定春节前货币市场运行，但是就此判断货币政策已经转向可能为时尚早。

据央行网站公布，自本月20日起，央行在北京、江苏、山东、广东、河北、山西、浙江、吉林、河南、深圳开展常备借贷便利(SLF)操作试点，由当地人民银行分支机构向符合条件的中小金融机构提供短期流动性支持。此次试点操作的对象包括城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行和农村信用社四类中小金融机构。期限分为隔夜、7天和14天三个档次。

从时点上看，央行此时开展分支行SLF试点，主要目的在于保障节前流动性供应，预防季节性流动性冲击。事实上，央行在春节前投放货币属于惯例。历年春节前，由于居民集体提现，银行间的流动性通常都较为紧张。遇到流动性本来就偏紧的年份，资金面会更加脆弱。因此，每年春节前，央行都会在银行间市场上投放流动性。2010年以来

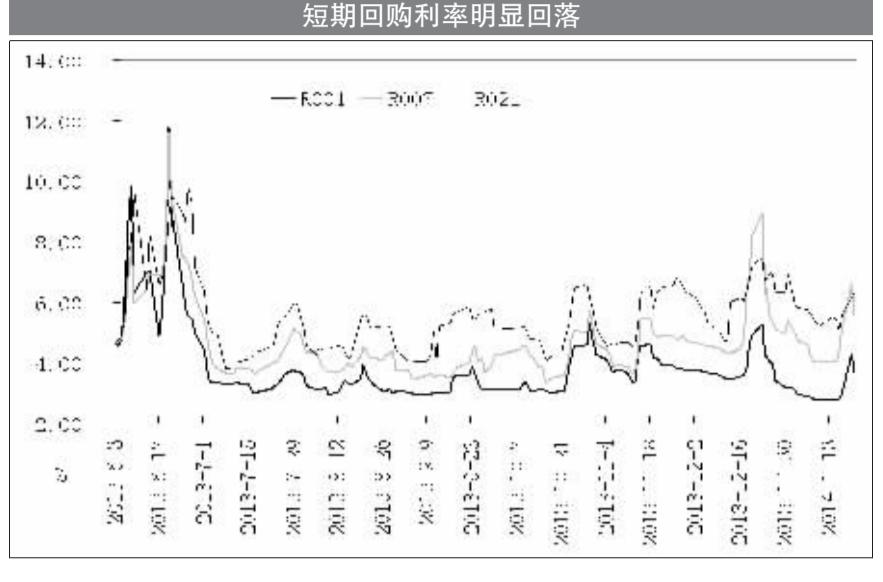
数据显示，21日银行间质押式回购市场上，短期回购利率下行显著，其中隔夜回购加权平均利率下跌64BP至3.67%，7天回购加权下跌104BP至5.55%；跨节品种涨跌互现，14天回购下跌20BP，21天利率续升11BP至6.27%；1个月及以上品种继续高位震荡，如1个月回购跌46BP至7.24%，2个月品种续升7BP至7.46%。

资金面紧平衡难改 利率波动性或下降

值得关注的是，经历去年中的“钱荒”后，央行对于流动性调控的态度和方法正发生微妙变化。

例如，去年12月19日、20日，央行通过官方微博，披露了原本应于一个月后公告的短期流动性调节工具(SLO)操作信息；再如，本周一，央行“破天荒”的对次日的公开市场操作进行预告，同时通过微博宣告了SLF信息。虽然没有透露具体操作规模，但央行调控措施的透明化，无疑对安抚市场情绪、平抑资金面波动起到了重要作用。此外，央行还宣布从1月20日起，在北京等十省市开展分支行SLF试点，对象主要是地方中小金融机构，这相当于给在资金市场处于弱势的中小银行派发了一颗“定心丸”。

对此，有机构认为，央行货币政策方向或正悄然发生变化，出现了回归中性甚至略微宽松的迹象。不过，多数市场机构依然认为，在春节前敏感时点向银行体系注入短期流动性，向来属于央行的常规动作，因此从中尚得不出货币政策转向结论，进一步看，在经济结构调整尚未完成、政府对经济下行容忍度提升，以及社会融资总额增速不低、影子银行风



险仍有待控制的背景下，货币政策至少在一季度仍有必要继续保持稳健。

就资金面而言，市场人士表示，考虑到未来几日春节提现需求还会进一步增长，预计央行会继续适度投放流动性，但资金利率可能仍将居高不下；中长期来看，在利率市场化背景下，资金利率中枢上移仍是大概率事件。另外，有市场人士表示，观察地方试点SLF的利率红线可以发现，中小金融机构获得流动性支持的门槛并不低，反映出央行的态度是“适当满足机构融资需求，而不会供应低价资金，纵容商业银行的无序扩张行为”。

不过，市场人士亦指出，未来即使中长期资金面继续偏紧，但伴随央行维稳力度加大、手段更加多样、信息更加透明，货币市场资金面的稳定性将得到有效提升，资金利率出现剧烈波动的概率也将随之下降。

观点链接

宏源证券： “钱荒”将难以再现

据央行在分支行开展SLF试点的相关文件，试点分为隔夜、7天和14天三档期限品种。今年春节前，三个期限档次利率暂定为5%、7%和8%。货币市场的管理是分层的，即R007超过5%，央行将对大行进行公开市场操作，7%针对的则是中小金融，因而7%的真实含义是“底线”概念，即货币市场的铁顶，钱荒”中超过20%的质押式回购利率将难以再现。货币市场利率上限的确定有利于降低货币市场的波动性。

申银万国证券： 需警惕节后资金回笼

春节前有资金时点缺口是这次央行投放流动性的背景，不能将这种时点资金投放理解为货币政策放松。进一步看央行后续动作，节前“放”和节后可能会出现“收”并不矛盾。现在市场不应该因为央行投放了短期流动性而放松警惕，反而更应该担心春节后，一是节前投放资金总归要到期回笼，二是如果信贷扩张持续，不排除央行动用正回购或央票回收资金的可能。

综上，央行近期祭出系列资金投放动作，在短期有助于调节春节前时点紧张，但长期来看不会改变上半年资金相对紧张的状况，不会降低资金利率的中枢。

华泰证券： 货币政策转向仍待信号

央行首次预告公开市场操作，且扩大SLF操作对象，意图均在于稳定市场预期，减少资金价格波动。但此举可能难以降低资金价格的敏感度。目前流动性易紧难松的本质原因，在于商业银行资产负债期限错配加剧，以牺牲资产的流动性为代价追逐高收益。因此将货币市场作为着力点，效果可能仅限于避免违约风险和平抑过度波动，却无力改变资金价格对流动性紧十分敏感的现状。

进一步看，货币政策转向仍待信号。目前虽然M2增速有所放缓，但在影子银行脱离监管创造货币的局面不改变之前，难以看到政策转向，即使公开市场上偶有放松的感觉。不过从短期来看，春节现金回流银行体系通常会带来不同程度的宽松，届时资金价格的回落很可能引导收益率曲线再次陡峭化甚至有小幅的整体性下行。(张勤峰 整理)

国债期货量价齐升

□本报记者 王辉

受央行大笔投放资金的提振，21日国债期货主力合约TF1403上涨0.38%，一举创出11月27日以来的近两个月最大单日涨幅。

分析人士表示，在20日宣布启动分支行SLF试点之后，21日央行宣称已通过SLF向中小金融机构提供了短期流动性，并且在公开市场进行两品种合计共2550亿元的逆回购操作。由于近几日央行资金投放力度较大，市场流动性明显缓和。上海中期、倍特期货等机构表示，技术上看，期债前期震荡区间已经被突破，但在91.850元一线出现跳空缺口，后期建议可低位轻仓试多。

中金所盘后公布的持仓数

央行派现提振信心

国开债中标利率低于预期

□本报记者 王辉

随后发行的2014年第一至五期金融债，中标收益率依次为5.0047%、5.6030%、5.7057%、5.7623%和5.8149%，认购倍数分别达到2.46倍、3.53倍、2.38倍、3.72倍和2.68倍。相较于二级市场及此前机构预期，6只债券中标利率均偏低。

分析人士表示，本周央行相继打出SLF和逆回购的组合拳，稳定机构预期，场内流动性明显舒缓，从而使得本次新债投标较为踊跃。

农发行24日发行三期金融债

□本报记者 王辉

农业发展银行21日对今第一至五期金融债进行了增发招标，同时还招标续发行了剩余期限约三个月的2007年第五期固息金融债。发行结果显示，6只债券中标利率均低于市场预期。

具体看，国开行昨日早间增发的2007年第五期固息金融债，发行量为40亿元，其中标收益率为4.9044%，投标倍数为1.52倍。

公告称，农发行此次招标发行的第四期债券，采用单

一利率中标(荷兰式)的招标方式，第五、六期债券采用单一价格中标(荷兰式)招标方

式。时间安排方面，第四、五期债券缴款日为2月10日，第六期债券缴款日为2月11日；第四、五、六期债券的上市日依次为2月12日、2月14日和2月17日。手续费率方面，1年期和3年期品种承揽费均为0.05%，5年期品种的承揽费为0.10%，各期债券均无兑付手续费。

锦州银行

24日发行15亿二级资本债

□本报记者 王辉

通过人民银行债券发行系统在全国银行间债券市场公开招标发行，发行日期为1月24日至28日，起息日为1月28日。每年付息一次，到期一次还本。本期债券无担保，主承销商为中信证券。根据大公国际资信评估有限公司的评级结果，本期二级资本债券，在第5年末附有条件发行人赎回权，发行人在有关监管机构批准的前提下有权按面值部分或全部赎回该品种二级资本债券。

发行文件显示，本期债券将

大唐集团22日发行40亿超短融

□本报记者 张勤峰

中国大唐集团公司21日发布公告称，定于1月22日发行40亿元180天期的2014年度第一期超短期融资券，同时公布了本期超短融的利率申购区间为5.95%-6.35%。

本期超短融将由主承销商、联席主承销商组织承销团，通过簿记建档、集中配售的方式在银行间市场公开发行；按面值发行，采用固定利率，发行

时间安排上，簿记建档日

为1月22日，起息日、缴款日为1月24日，1月27日起上市流通，2014年7月23日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。本期债券不设担保，中诚信国际信用评级有限责任公司给予发行人的主体信用级别为AAA。

新债定位 | New Bonds

13附息国债18(续3) 预测中标利率区间[4.48%, 4.58%]

债券期限 10年(剩余9.59年) 计划发行额 240亿元 票息类型 固定利率

付息周期 半年付息 招标方式 混合式 招标日 1月22日

缴款日 1月24日 上市日 1月27日 手续费 0.1%

第一创业证券：受央行大量逆回购的利好影响，周二发行的6期国开债招标结果较好，收益率大幅低于此前预期，二级市场也受到带动，成交活跃，收益率下行。预计本期国债招标仍会受到情绪带动表现良好，预计中标价格为98.25-98.55元，对应的中标收益率为4.49%-4.53%，边际或高3-5bp。

国信证券：周二招标的国开债收益率明显低于二级市场已反映出市场情绪的好转，预计本次国债中标收益率将低于二级市场。本期招标手续费影响约1bp，预计中

国信证券：周二招标的国开债收益率明显低于二级市场已反映出市场情绪的好转，预计本次国债中标收益率将低于二级市场。本期招标手续费影响约1bp，预计中

美元指数站稳81关口

元兑日元上涨，不过该汇价始终未能突破105关口。

以目前看，日元仍具有贬值的动力。一方面，美联储削减购债规模将拉开美日利差，从而刺激日元套息交易的活跃；另一方面，日本央行为了实现通胀目标而可能采取进一步的宽松行动。不过，需要注意的是，美联储收缩流动性可能导致市场避险情绪的抬升，日元避险性将会体现；同时，安倍政府现有政策并不足以实现目标，缺乏结构性改革的“安倍经济学”最终很可能以失败告终，进而推动日元反向

升值。所以，日元汇率在未来有可能呈现先贬后升的走势。

此外，纽元兑美元汇率也从前日的反弹高位滑落，不过，汇价仍处在0.83整数关口上方。受到通胀数据好于预期的带动，纽元汇率前日出现大规模的反弹，幅度超过60余点，但是利好带来的影响持续性不够，市场对于美联储鹰派的态度明显有所忌惮。

纽元已是近期非美货币中表现相对较强的币种。良好的经济表现以及新西兰央行相对强硬的表态都促使纽元走势

坚挺，但是受制于商品货币整体颓势，以及美联储退出宽松政策大环境的影响，纽元始终无法走出独立行情。

未来新西兰经济表现将成为关键，商业活动的走强能否抵消大宗商品出口的负面影响，进而引领新西兰央行提前结束宽松政策值得关注。

总的来看，糟糕的非农就业数据带来的负面影响正逐步消退，但由于缺乏进一步利好因素推动，美元反弹力度仍然不够，市场需要美国经济以及货币政策的更多信息以确定未来交易方向。

认购不足 湖北兴发化工取消中票发行

第一期中期票据相关发行公告文件。本期中票期限5年，发行金额3亿元，发行日为1月17日和20日，信用等级为AA级。公司公告指出，鉴于发行期间申购利率区间内申购资金不足，公司决定取消并推迟本期中期票据的发行，调整后的发行安排另行公告。

公司先前披露的申购说明显示，本期中票申购区间为7.7%-8.7%。据上清所公告，本月16日发行的5年期AA中票“14宁技发MTN001”发行利率已达8.2%。有交易员表示，当前银行间资金紧张状况比上周(1月16日)更严重，该期中票在原定利率申购区间内认购需求不足不奇怪。

这已不是今年的首例债券发行失败案例。本月17日，同洲电子3亿元中票同样因为在原协议利率区间内认购不足，而被迫取消并推迟发行。

市场人士指出，节前机构心态谨慎，配债意愿不足，一级市场回暖尚待流动性明显改善。

外汇市场日报

□中信银行 胡明

21日亚欧交易早盘，美元指数在震荡中继续走高，站稳81整数关口。与之对应，非美货币纷纷下滑，不过跌幅都比较有限。

由于缺乏重量级的消息，21日亚欧盘国际市场显得很平静。不过，日本央行正在进行的货币政策会议还是引起了市场的遐想。部分投资者认为日本央行将推出更多宽松政策，以对冲4月消费税上调对该国经济的负面影响，从而带动美

□本报记者 张勤峰

临近春节，流动性出现季节性收紧，再度殃及债券发行市场。21日，湖北兴发化工集团股份有限公司发布公告，决定取消并推迟其2014年度第一期中期票据发行。

兴发化工于1月10日披露了2014年