

央行启用28天正回购 资金面将告别过度宽松 新招防“钱多”调控仍温和

□本报记者 张勤峰

周二，央行继续在公开市场开展正回购操作，同时增加28天期品种，以适当延长资金锁定期限。市场人士指出，随着节后现金回流进程终止，外汇市场干预力度减弱，以及近期净回笼的累计效应逐渐显现，银行间市场资金面正走过最宽松阶段，未来基准资金价格指标或适度上浮，但资金面相对宽松格局短期内不会出现根本性变化。

央行正回购期限规模“双增”

央行公告显示，人民银行周二(3月4日)在公开市场开展了两个期限的正回购操作，交易量合计850亿元，略多于上周四的600亿元。从操作品种看，除2月中旬以来连续使用的14天品种之外，28天期正回购操作也在今年首次露面。其中，14天正回购350亿元，中标利率持平于前期的3.80%；28天正回购500亿元，中标利率4.00%。央行上次开展28天正回购是在去年6月6日，利率为2.75%。

交易员指出，28天正回购延长了资金冻结期限，对流动性的收紧效果有所加强，表明了央行进一步回收过剩流动性态度。此前一天，银行间货币市场7天利率刚刚跌破了3%关口，创下去年5月16日以来的最低水平，显示尽管春节公开市场持续净回笼状态，但资金面仍处于非常宽松的状态。

从市场情况看，投资者此前对于央行继续提高公开市场回笼规模，延长正回购期限，甚至启用央票等工具等也有一定的心理准备。本周一，利率债招标趋淡、期债合约下跌，即被视为市场谨慎看待本周公开市场操作的反映。

资金面预期悄然生变

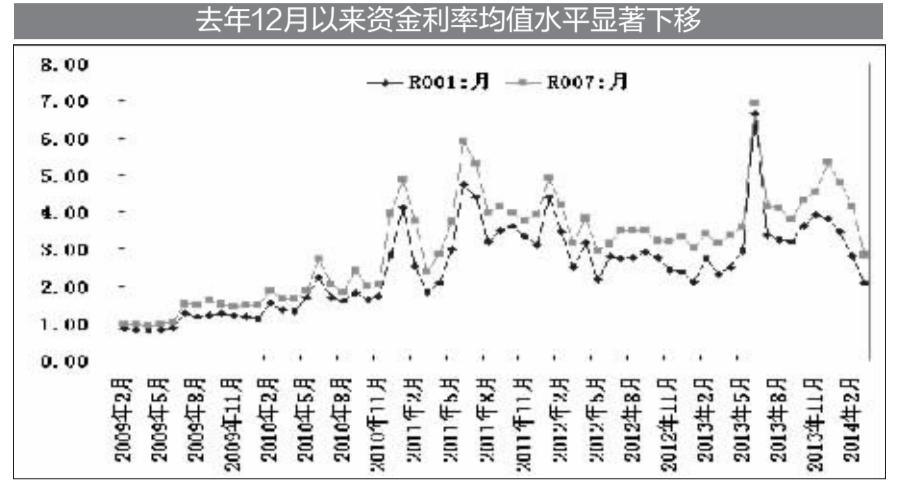
随着28天正回购重启预期的兑现，市场对未来资金面的看法略微转向谨慎。周二，利率互换市场基于银行间7天回购利率的3年期和5年期报价双双出现反弹；回购市场各期限利率亦多数上涨，其中7天回购加权利率大涨68BP，重回3.50%水平。市场人士指出，伴随着节后现金回流进程终止，外汇市场干预力度减弱，以及近期净回笼的累计效应逐渐显现，银行间市场资金面正走过最宽松阶段。

按照市场主流观点的分析，春节过后资金面持续宽松，主要得益于年初超储率较高、存款回流银行体系、外汇流入较多、央行在干预汇市中投放基础货币等因素。而年初银行机构加大投资力度，尤其是贷款派生存款导致负债激增，将逐渐侵蚀超储规模；存款回流进程则随着时间的推进，已基本结束，对银行体系流动性的增量贡献在不断衰减；鉴于人民币汇率近两周跌幅已经较深，后续随着央行干预力度减弱直至退出，银行间市场流动性也将恢复常态。此外，在人民币即期汇率大幅贬值后，市场担忧未来新增外汇占款下降，也在一定程度上改变了市场对资金面过度乐观的看法。

短期相对宽松依旧可期

不过，分析人士认为，在一季度末之前，资金面相对宽松格局不会出现根本性变化。首先，相比节后现金回流规模而言，近几周央行公开市场回笼规模依然有限。有交易员表示，公开市场回笼对资金面主要起到边际收紧的作用，难以动摇资金面宽松的格局。

其次，2月到3月中旬，资金面负面因



素不多。经验显示，3月份为财政存款净投放月，资金面的最大考验就是3月底的银行考核。不过，从往年情况看，一季度末对资金面的影响相比其他几个季度更温和。

最后，也是最关键的，央行近来更注重保持流动性的稳定性，经济增长放缓也给予央行微调调控力度的空间，央行对于收紧流动性的态度可能没有去年严厉。从节后公开市场操作看，虽然资金面非常宽松，但央行的对冲力度始终较为温和，先是仅启用了并不常见的、锁定期较短的14天正回购，而后回笼规模也持续低于市场预期。如，昨日正回购操作量仍少于上周二的1000亿元，考虑到当日有480亿元到期资金，实际单日净回笼规模只有370亿元。

另据交易员称，周二回购利率上涨，主要受到开盘价格引导，市场上1个月内资金供给实际上相当充裕。中信证券分析师认为，央行14天正回购利率3.8%可能是央行所能容忍的7天利率下限，3月份7天回购利率均值有望在3.8%-4.0%附近。

国债期货大幅下挫

□本报记者 王辉

在周二央行启动28天期正回购的背景下，周一就已冲高乏力、显现疲态的国债期货，周二出现大幅下跌。分析人士表示，28天期正回购操作的再度登场，将给资金面和现券市场做多热情带来持续压力。

昨日国债期货主力合约TF1406小幅低开于92.906元，经过盘初的窄幅整理后震荡下行，收报92.610元，跌幅达0.41%。三张合约合计成交2283手，较前一交易日有明显增加，总持仓量则环比下降了40手。

市场人士表示，28天期正回购重启在一定程度上仍超出市场预期，周二银行间债市现券收益率升幅明显，个别金融债品种甚至超过10个基点。机构对流动性的预期谨慎，促使现券抛压明显加重。上海中期认为，目前央行逐步收紧流动性操作思路不变，国债期货周一一开始的调整伴随着成交量的明显放大，预计短期内国债期货仍具备下行空间。

28天期正回购启动压力显现 国开行福娃认购明显降温

国家开发银行3月4日对2014年第一至五期金融债进行了增发。在当日央行在公开市场上重启28天期正回购操作的背景下，市场资金面心态明显趋于谨慎，进而推动本次国开行福娃认购倍数相对前期新债明显偏低，实际中标利率也略高于市场预期。

本次增发的1年、3年、5年、7年、10年期固息品种发行规模分别为60亿元、70亿元、60亿元、60亿元和70亿元，经招标确认的中标收益率分别为4.7050%、5.1193%、5.2883%、5.4210%和5.5023%。各期债券投标倍数依次为2.01、2.09、1.43、1.87和1.48。本次5年和10年期品种的投标倍数，已创下今年来政策性金融债投标倍数的新低及次低水平。

银行间市场国开行固息金融债到期收益率曲线显示，3月3日至10年期品种收益率分别为4.61%、5.05%、5.23%、5.35%和5.41%。本次增发的福娃债中标利率要明显高出二级市场约6到10个基点。

对于本次相对偏淡的发行结果，交易员表示，昨日公开市场正回购操作新增28天品种，虽没有扭转资金面偏松的整体格局，但仍在很大程度上使得机构对未来资金回笼力度加大的忧虑加重。在此背景下，当日二级市场现券抛售偏重，一级投标积极性也受到明显打压。(王辉)

人民币即期汇价 显露企稳迹象

本周前两个交易日，人民币兑美元即期汇价连续显现持稳特征。数据显示，在周二人民币汇率中间价因隔夜美元指数上涨而明显走弱的背景下，即期汇价仍录得了32个基点的上涨。

据中国外汇交易中心公布，3月4日人民币兑美元汇率中间价报6.1236，较上一交易日走低46个基点。受中间价走软影响，当日人民币兑美元即期汇价早盘一度大幅低开84基点，但随后全天以震荡上行为主。截至收盘，该即期汇价报6.1430，较3月3日收盘走高32基点或0.05%，由此实现了四个交易日来的首度走强。不过，相较于中间价而言，近阶段人民币即期汇价持续弱于中间价的特征依旧延续。

在离岸及海外NDF市场方面，周二人民币相关即期及远期汇价也均表现平稳。有分析人士就此指出，上周以来人民币汇率急速走软的势头已基本得到舒缓，预计短期内人民币即期汇率将延续相对平稳的表现。中金公司表示，人民币近期贬值主要是受到央行干预、大量人民币长仓平仓和投资者风险偏好降低所致，短期内人民币继续出现大幅贬值的可能性已经较低。(王辉)

紧盯政策组合 债券中仓操作

□国泰君安固定收益部研究总监 周文渊

其次，从经济体运行的内生需求来看，贬值的空间也不大。

开放经济体在储蓄率下降时，一个显著趋势是经常账户贸易顺差逐步转化为逆差，资本账户则需要保持顺差以为经常账户逆差融资。中国的现实情况是：国内储蓄率水平下滑是不争的事实，而伴随着人民币的不断升值，国内企业出口竞争力下降，贸易顺差在减少；同时，官方统计数据显示，2013年前三季度中国外债增长约为900亿美元、总额达到8230亿美元。但资本项目的净流入并非必然，一般投资项目高回报率、相对利差高、汇率升值的经济体面临较大的资本项目流入压力。而从去年的情况来看，中国利差和汇率都处于高位，资本流入合乎逻辑。

首先，从2月13日人民币在外汇交易中心即期交易中出现大幅波动开始，两周以来人民币兑美元已经贬值1.2%左右，继续贬值将需要承受更多的国际压力。

中国目前已经跃升为全球贸易第一大国。在最近一轮的全球经济复苏，所有的大国都在修复经常账户，美国经常账户赤字在下降，德国、日本追求持续的贸易顺差，新兴市场国家更是面临本国贸易赤字的修正。

人民币兑主要贸易伙伴一篮子货币的贸易加权实际汇率自2010年以来升值近20%，仅2013年就升值超过10%，意味着，这些国家都从人民币升值中获益。而一旦人民币出现持续贬值，来自国际上的压力会不断加大。

可见，汇率贬值是波段性的策略，人

民币不会出现趋势性贬值。那么，在汇率出现阶段性贬值之时，利率会如何波动？

目前的政策组合需在“贬值+低利率”和“贬值+高利率”之间进行抉择。如果从央行引导人民币汇率双边波幅和打击套利交易，则“贬值+低利率”政策组合最为有效。

“贬值+低利率”会造成资本流出，同时对货币条件有所放松，实际上利于人民币汇率的长期升值。“贬值+高利率”则并不是很好的政策组合，因高利率会造成国内金融资产的风险，反而进一步强化国内信用风险，导致央行主导的主动贬值发展到市场预期行为，从而致形势失控。

一季度中国央行对政策组合进行了调整，从“高汇率、高利率”向“贬值+低利率”转换，但是这种转换是波段性的，必须对外汇占款数据保持高度关注，一旦2月份外汇占款数据出现明显下降，则主动贬值将结束。而在汇率重拾升势之后，央行仍然需要在利率上做出决策。如果央行选择打破信用品种刚性兑付风险，则政策未来组合是“高汇率+低利率”，反之则仍然是“高汇率+高利率”。

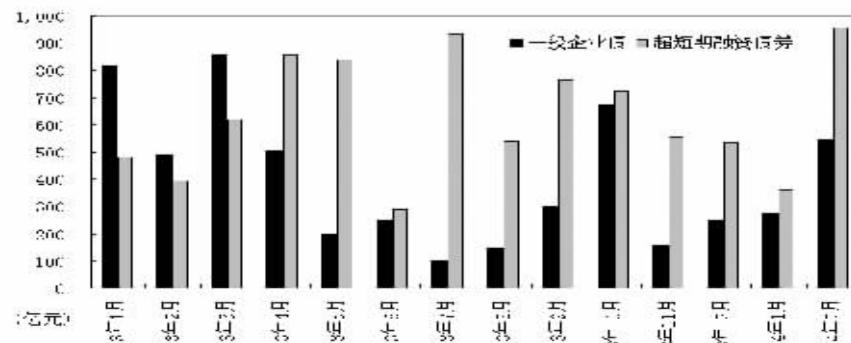
就债市投资策略而言，目前债券中性仓位较为合适。短期来看，只要汇率持续贬值，利率仍存在一定下行空间；而中期来看，投资者需要对政府的信用风险破局概率进行预测。

2月新债发行量环比增逾四成 超短融单月发行量创历史新高

□本报记者 葛春晖

尽管有春节长假扰动，但今年2月份债券一级市场仍取得不菲成绩，发行总量环比1月份增长逾四成，达到近三个月以来的最高水平。其中，信用产品环比增幅超过七成，超短融单月发行量创下历史新高。

根据WIND资讯提供的信息统计显示，2月份截至28日(以发行日为准)，各类债券(剔除央票，下同)发行规模合计为5417.83亿元，较1月份增加约44%。分券种来看，利率债发行2350亿元，环比增加18%，其中，国债发行总额560亿元，与1月基本持平，政策性银行债环比增加340亿元至1790亿元；信用产品累计发行3067.83亿元，环比大增72.9%，主流品种中，企业债、短融成为亮点。具体来看，2月份企业债发行546亿元，环比几近翻番，并创去年11月以来的最高值；短融合计发行2001.2亿元，环比增加71%，其中超短融发行量由上月的360亿元突增至958亿元，创下该品种的历史最高单月发行量；中票



票发行计划在2月份仍频频出现。究其原因，一方面，本轮债市走暖主要缘自流动性短期超预期宽松，而机构对于债券中长期走势仍偏向谨慎，中票相对于短融券则期限偏长；另一方面，当前中票和企业债发行利率仍处于历史较高位置，相对于以城投债为主的企业债发行人，中票发行人对发债成本更为敏感。

农业银行公布同业存单发行计划

3月4日，中国农业银行公布了该行2014年度同业存单发行计划，成为今年以来第8家公布该项计划的商业银行。

根据农业银行公布的发行计划，2014年该行同业存单发行额度为不超过500亿元人民币；单期发行金额不低于5000万元人民币，发行个案额度实行余额管理；发行方式分为公开发行和定向发行，公开发行包括招标发行和报价发行，招标发行可采用价格招标与数量招标的形式。

统计显示，今年以来已有工商银行、招商银行、交通银行、中

信银行、兴业银行、建设银行、中国银行、农业银行等八家银行发布了2014年度同业存单发行计划，计划发行总额合计不超过7100亿元。去年12月份，共有10家商业银行发行了首轮同业存单，发行量合计340亿元。

另外，昨日兴业银行发布了本年度第五期同业存单发行公告，计划发行量30亿元，期限6个月，采用单一价格荷兰式招标。作为今年首家实施同业存单发行的银行，兴业银行今年已累计发行五期、合计150亿元同业存单。(葛春晖)

口行7日招标三期固息金融债

中国进出口银行3月4日公告，将于3月7日招标发行2014年第13、14、15期金融债，合计招标总量为220亿元。

本次发行的第13期金融债为口行2014年第10期3年期固息金融债的增发债券，发行额度不超过80亿元，票面利率为4.93%，采用单一价格荷兰式招标。

上述各期债券的起息日依次为3月3日、3月4日和3月5日，缴款日依次为3月11日、3月12日和3月13日，上市流通日分别为3月17日、3月18日和3月19日。3年和2年期品种手续费为发行总额的0.05%，5年期品种为0.10%。(王辉)

浙商银行7日招标45亿元金融债

浙商银行股份有限公司公告称，定于3月7日招标发行2014年金融债券。

本期债券计划发行总额为人民币45亿元，为5年期固定利率品种，由主承销商组织承销团成员，以中国人民银行债券发行系统招标的方式，在全国银行间债券市场公开发行。时间安排上，招标日2014年3月7日，发行期限从3月10日至3月11日，起息日、缴款日2014年3月11日，兑付日为

2014年3月11日(前述日期如遇法定节假日或休息日，则兑付顺延至下一个工作日，顺延期间本金不另计息)。本期债券每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金。

本期债券无担保，经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定，本期债券信用级别为AA+，发行人主体信用级别为AA+。发行人表示，本期债券所募集的资金将专项用于发放小微企业贷款。(葛春晖)

西南证券7日招标10亿元短融券

西南证券股份有限公司4月公告，定于3月7日发行2014年度第三期短期融资券。

西南证券经主管机关核定的短融券最高发行余额为44亿元，本期发行待偿还未到期余额为34亿元。本期短融券发行金额10亿元，期限91天，固定利率，单利按年计息，采用通过中国人民银行债券发行系统公开招标的方式发行，最终票面利率将通过发行系统确定。时间安排上，招标日为3月7日，分销期、缴款日、兑付日为3月7日，分销期、缴款日、兑付日为3月7日。

起息日、债权债务登记日为3月10日，3月11日上市流通，兑付日为6月9日(如遇法定节假日或休息日，则兑付顺延至其后第一个工作日，顺延期间不另计息)。

本期短融券无担保。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。本期短融券所募集资金，将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。(葛春晖)

外汇市场日报

乌克兰局势缓和 风险货币反弹

□中信银行 胡明

率在无负面消息打压下或将呈现低位运行态势。

美元兑日元汇率受到风险情绪带动，从101的低点出现持续反弹，一度接近102关口。期间公布的日本1月劳动现金收入率下降2.0%，较差的经济数据带动美元兑日元汇率反弹30个点。日本央行要想完成通胀目标并稳定通胀预期，改善企业和居民对日本经济的信心至关重要，其中薪资上涨则是重中之重。如果缺乏薪资上涨，要对冲4月消费税提高带来的负面影响，日本央行只能加码宽松。

本周再次进入风险事件密集期，外汇市场大幅波动不可避免。除了仍有变化可能的乌克兰局势