

# 央行温和回笼 流动性收而不紧

□本报记者 葛春晖

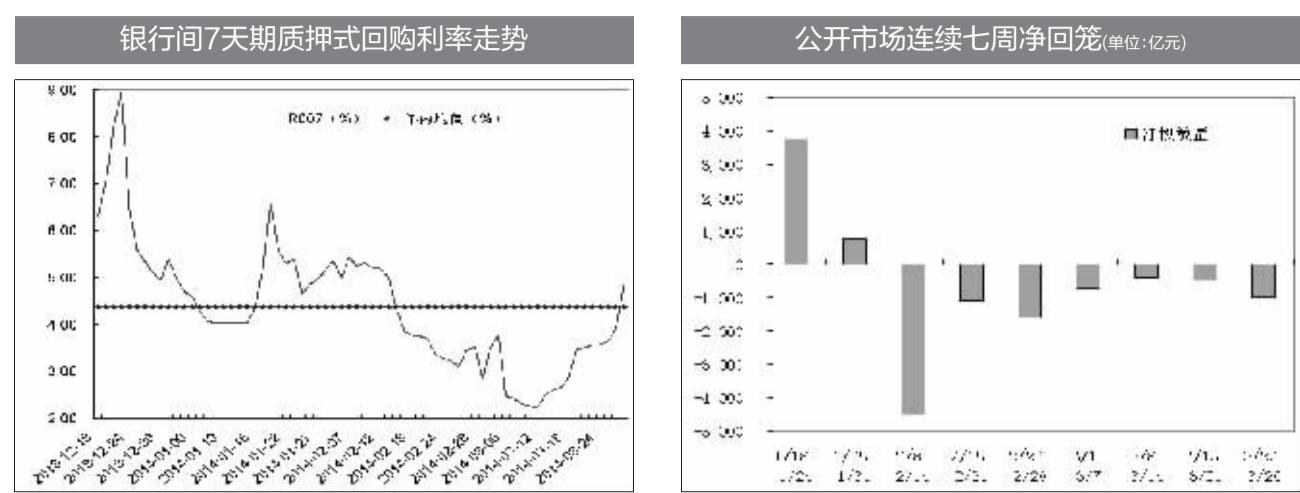
周四，央行开展520亿元正回购操作，本周公开市场净回笼资金980亿元，为春节后连续第七周净回笼。加之商业银行季末考核临近，货币市场利率出现明显上行。市场人士表示，公开市场连续净回笼，显示央行无意放任年初以来流动性泛滥形势进一步发展，不过，央行对冲力度仍属温和，资金面未见大幅收紧；展望4月份，资金面将面临财政存款季节性增长、外汇占款增速放缓等负面影响，但整体流动性依然有望保持适度宽松和相对稳定。

## 七周累计净回笼9740亿元 货币对冲力度仍属温和

央行公告显示，央行周四(3月27日)在公开市场开展了两品种合计520亿元的正回购操作。其中，28天期正回购操作规模200亿元，较周二的460亿元减少260亿元，中标利率持平于4.00%；14天期正回购操作重启，交易量320亿元，中标利率亦持平于前期的3.80%。

据统计，本周公开市场上没有到期资金，因此，在央行周二、周四各回笼460亿元和520亿元后，若央行无其他操作，本周公开市场将实现净回笼980亿元。这也是春节以来央行公开市场操作的连续第七周净回笼，七周累计净回收资金9740亿元。

此外，本周四是3月份最后一个公开市场例行操作日。据Wind统计，3月份公开市场累计到期资金3460亿元，央行累计回笼6020亿元，当月实现净回笼



2560亿元。此前两月，央行公开市场操作分别为净投放4500亿元和净回笼7180亿元。

在季末时点日益临近的背景下，本周央行坚持开展近千亿元级的净回笼操作，多少令市场有些意外。不过，分析人士表示，从回笼规模和品种结构来看，央行态度仍属温和。从量上看，今年1-3月公开市场累计净回笼5240亿元，尚不足以完全对冲1-2月新增外汇占款带来的合计5656亿元资金投放。从品种结构看，昨日的正回购操作中，28天品种缩量和14天品种的重启，显示央行意在缩短资金锁定期限，从而有利于维护短期资金面稳定。

## 资金利率全线上行 利率中枢或小幅上移

在520亿元央行正回购抽水以及

季末考核临近的背景下，27日银行间中短期限资金利率明显上行。银行间质押式回购市场上，隔夜回购加权平均利率较上一交易日上行14BP，收报2.65%；跨季末的7天回购加权平均利率大涨95BP至4.84%，较本月12日的月内低点2.23%累计上行261BP，14天品种亦大涨58BP至5.26%；21天和1个月品种分别上行34BP、13BP至5.39%、4.87%。

有交易员表示，昨日利率上行主要集中在跨季末品种，原因之一是跨季末资金需求增多，二是公开市场净回笼多少加重了机构的谨慎心态，大行融资意愿下降。不过，就整体资金面而言，昨日隔夜资金供给充裕，整体流动性并未显著趋紧，而随着商业银行跨季需求趋于尾声，3月最后两个交易日资金利率继续上行的空间已经有限。

展望4月份，市场人士普遍认为，季末压力缓解后，多项负面因素将使今年前三个月流动性持续超预期宽松的局面将难以再现。这些负面因素包括：首先，公开市场连续净回笼，表明央行无意放任流动性走向泛滥；其次，伴随人民币汇率双向波动、波幅增大的市场预期形成，新增外汇占款或面临增长乏力；第三，4月份将面临较大规模的企业缴税和财政存款季节性增长，例如去年4月份财政存款新增额约为5000亿元。但另一方面，市场也普遍认为，在经济稳增长背景下，央行货币政策收紧的可能性不大，在央行灵活有效的调控下，未来市场资金面仍有望保持相对宽松、平稳适度。综合而言，预计4月份资金利率中枢有望在3月份基础上小幅回升，但大幅上涨的概率较小。

# 外汇占款趋降 主动投放或跟上

□中债信用增进公司 赵巍华

春节过后，人民币兑美元汇率走贬，且央行进一步放宽汇率浮动幅度，人民币汇率波动性显著提高。在此背景下，市场对人民币汇率走弱的担忧增强，2月份金融机构外汇占款也较1月大幅下行，由此引发市场对新增外汇占款是否会减少并收紧银行间市场资金面的关注。我们认为，人民币汇率波动性显著增大将导致新增外汇占款收缩，并增强央行公开市场操作等主动货币投放渠道的重要性，年内资金成本低点已现但预计央行会审慎操作避免资金市场出现“钱荒”，资金面波动可能较去年偏温和。

新增外汇占款是否减少，主要取决于人民币汇率是否稳中有升以及境内外利差的走势。外汇占款最终来源于波动最大的部分是通常所说的“热钱”。近年来由于海外看淡中国经济的声音此起彼伏，直接源于海外机构“热钱”估计已大幅减少，近年来的“热钱”多是国内非主权机构负债外币化所致。在

境内外融资利差高企、人民币汇率持续升值以及境内机构资产回报率下降且融资难的情况下，国内企业负债外币化是理性选择，实际上这种现象也常见于亚洲金融危机前的东亚国家。持续的负债外币化高度依赖于人民币汇率强势以及美元等的低利率环境，会导致各类显隐性外债堆积，积累大量的利率和汇率风险敞口，一旦境外低利率环境逆转、人民币汇率步入持续贬值通道，则外币负债将因成本压力剧增而可能急剧收缩，进而引起资本流出，冲击国内资金面和金融市场稳定。

货币当局会力保人民币汇率相对稳定，本轮人民币贬值应只是短期现象，意在扩大人民币汇率波动区间、推进汇率市场化，并增加跨境利率汇率套利行为的风险。本轮贬值初期可能更多是央行借助国内外经济形势引导市场预期，但后期则演变为主要靠市场力量推动。央行引导汇率贬值的主要手段是通过大行在市场上融出人民币并融入美元以及中间价干预等，这会导致央行口径外汇占款的高企以及银行间资金

市场的宽松。而市场主体推动汇率贬值的主要手段是延迟结汇或转出资本，这会导致市场人民币流动性收紧。因此，人民币持续贬值会通过外汇占款影响基础货币投放，进而影响银行间市场资金面。2月份银行代客结售汇较1月份回落，但仍处于高位。由于短期内人民币贬值持续以及汇率波动性加大，预计未来数月金融机构口径和央行口径的外汇占款趋于回落。

外汇占款持续下降，会增强央行公开市场操作等的重要性，若无降准来提供低成本资金供给，则可能会使得银行间市场资金成本走高。在货币供给增速目标相对确定的情况下，外汇占款与央行公开市场操作等主动政策工具之间具有一定替代性。假定今年平均货币乘数约4.1，那么M2增长13%需月均新增基础货币2900亿元左右。目前基础货币供给主要通过央行购入外汇以及通过公开市场操作、SLF等主动工具投放。当外汇占款持续减少并累计月度平均新增量低于2900亿元，则公开市场的最重要提高，客观上需要公开市场等投放

跟进，如果央行滞后行动，则资金面存在再度趋紧的可能性。此外，由于外汇占款资金成本低于逆回购，因此外汇占款增长放慢，则意味着低成本的资金供给减少。若无降准补充低成本资金，那么市场资金成本会上升，年内资金成本的低点可能已经过去。

但“钱荒”今年难再现，预计央行会审慎操作、维持资金面的相对稳定。货币当局虽希望通过扩大汇率波动区间、限制境内套利等，但无意推动人民币持续贬值，反而会力保人民币汇率相对稳定。在美联储宽松政策退出可能提速、美元走强而美元中期利率趋升的情形下，人民币汇率的稳定性极为重要。要保持人民币汇率相对稳定，首先要维持国内宏观经济的总体稳定格局，保持人民币资产市场的相对稳定，避免系统性风险爆发后经常账户和资本账户的盈余崩溃。这在短期内要求货币政策通过公开市场操作等保持资金面相对稳定，避免持续的“钱荒”出现。因此，在复杂的内外部形势下，央行公开市场操作等有望维持稳定。

# 勿过分看重公开市场对债市影响

□渤海银行 蔡年华

去年以来，流动性成为主导债市走势的关键因素，由于影响流动性因素的复杂性，市场关注重心放在央行的公开市场操作上，春节后市场的交投情绪与公开市场的操作节奏高度吻合。步入3月末，市场分歧较大，期待货币政策指引，但公开市场并非判断债市走势的有效指标。

理论上来说，公开市场操作主要影响市场预期，其对资金面的影响需要进行针对性的分析。从影响程度看，央票回笼流动性大于正回购，回购操作倾向短期对冲，而央票倾向长期冻结。从政策信号看，央票发行明显高于回购操作，其对市场预期的影响更为直接。

一季度市场对公开市场操作关注度提升的原因主要有三个方面：一是央行重启正回购，且频繁调整正回购的规

模及期限组合，对流动性预期稳定性不利；二是2014年3期央票到期量较少，且集中于下半年，央行延续“锁长放短”操作必要性下降且短期重启央票不具备条件，这也导致市场可参考的政策指标只剩下回购操作；三是市场对正回购的解读存在分歧，部分机构认为正回购规模与银行间流动性状况成正比，这进一步加剧了预期的混乱。

受此影响，债市近期的波动与公开市场操作的频率高度吻合。笔者认为，市场应该理性看待央行公开市场操作与流动性的关系。目前，央行主要通过正回购对冲短期资金，在流动性最宽松的时期依旧未启用央票，回笼力度较弱，其对资金面主要起到平滑的作用，不应进行过多解读。

从数据上看，春节后公开市场累计净回笼资金9740亿元，其中正回购净回笼5240亿元，3月份单周回笼力度总

体呈现递减趋势。资金面也并未受到太大影响，2月份隔夜利率月均值为2.8%，3月份至今为2.20%，低于2013年度均值近100基点。由此可以看出，目前央行正回购主要是对冲操作，主动干预较少，对利率影响可以忽略不计，其对资金预期的影响亦较弱。因此，近期公开市场并非判断债市走势的有效指标。

影响未来流动性的核心因素还是商业银行表外融资业务发展及人民币贬值趋势。

银行表外融资业务的收缩使得流动性状况得到改善，但前景不容乐观。一季度表外业务收缩主要原因一方面是地方政府融资受限、房地产投资趋缓以及资金成本上升使得融资需求下降。另一方面商业银行调整资产结构，新增信贷规模的快速增长，满足了企业的短期融资需求。表外业务收缩直接的影响是银行

的超储率提升，资金稳定性上升。但是这一过程不具有可持续性，在债务到期规模巨大和经济稳增长的背景下，企业的融资需求难出现实质下降，表外业务在二季度将重现扩张步伐。

人民币超预期贬值使得流动性充裕，但资金流出压力会逐步显现。一季度人民币贬值近3%，央行通过自有席位或商业银行购汇释放大量人民币，这直接改善了流动性状况。但这一过程很快将结束，一是趋势性的贬值并非央行所期望的，银行间外汇市场的流动性供给渠道不具持续性；二是在QE退出背景下外部流动性面临诸多变数，若市场预期逆转，资金流出压力将加大。

因此，目前困扰债市的流动性问题并非央行公开市场的操作，过多关注公开市场是舍本逐末的行为，而商业银行表外业务发展和人民币贬值的走势应得到投资者足够的重视。

# 资金面整体压力不大

昨日货币市场有两大看点，一是，央行重新启动14天正回购操作；二是，7天利率价格大幅攀升。对于第一点，正回购的发行期限和规模由供需两方面决定，央行重启14天品种预计和银行的需求相关。由于4月中旬为缴税时点，商业银行因此希望用14天品种替代28天品种，从而为月中的缴税预留资金。至于7天利率大涨，可能与临近季末考核

时点商业银行为了降低风险资产规模不愿接受信用债券质押，使得信用债券质押成本抬升有关。根据商业银行资本管理办法，信用债质押回购利率的风险权重由交易对手方决定，如果对手方为商业银行，则三个月以内为20%，三个月以上为25%；如果交易对手为非银行金融机构，则均为100%。受正回购规模大于预期以及农发债

一级市场表现不佳的影响，昨日债券市场做多情绪受到制约，但收益率整体稳定。目前基本面呈现稳货币、宽信用的趋势。资金面可能会在一段时期内保持相对宽松的态势，但是利率水平会较此前有所抬升。结合近期房地产再融资开启以及国务院常务会议关于促进资本市场发展的精神来看，未来融资需求会有所上升，利率水平难有大幅回落。

## 资金面波动冲击农发债招标

受资金利率上涨影响，27日中国农业发展银行招标的四期固息金融债券，中标收益率多数高于预期。农发行昨日招标的是该行2014年第10期、第18期和第21期金融债的增发券，以及新发型的2014年第28期债券，均为固定利率品种，期限分别为1年、5年、3年和7年。据交易员透露，昨日1年、3年、5年和7年农发债中标收益率/利率依次为4.7687%、5.2497%、5.4370%和5.55%。除期限较长的7年期品种中标利率接近预测均值

交易员表示，中长期品种定价偏高，体现了短期流动性收紧的影响。27日在临近季末的背景下，央行正回购操作量反而有所上升，一定程度上加大短期资金利率波动。加上开盘价格较高，当日银行间7天回购利率跳涨近100基点。(张勤峰)

## 6.22支撑犹存 人民币弱势震荡

在中间价连续第二日下调的背景下，周四(3月27日)人民币兑美元即期汇率继续走贬，但关键心理位置的支撑仍在，汇价跌幅受到限制。

据中国外汇交易中心公布，27日人民币兑美元汇率中间价设于6.1465，比前一日下调25基点，为连续第二个交易日下调。受此影响，当日银行间即期外汇市场上，人民币兑美元低开86点报6.2180，开盘后人民币迅速下探至日内低点6.2191，随后走势企稳，多数时间于6.2140附近震荡，午后汇价一度升破6.21，最高至6.2059，但为盼人民币重新走软，最终收报6.2130，比前一日收盘价低36基点。

市场人士指出，中间价连续下调打压人民币走势，但美元在接近人民币6.2200元的整数关口时抛盘指令增多，形成了以关键点位为支撑位的震荡区间。短期来看，浮动区间扩大后，人民币汇价波动加大，对于投资者而言不确定性增多，市场交投谨慎，近段时间继续弱势震荡的可能性较大。(张勤峰)

## 浦发银行今发行20亿同业存单

上海浦东发展银行27日发布公告称，将于3月28日发行该行2014年度第001期同业存单(简称“14浦发CD001”)。本期同业存单期限6个月，计划发行20亿元。

据公告显示，本期同业存单面值100元，息票类型为零息，发行方式为报价发行，发行价格为97.3545元。起息日为2014年3月31日，到期日为2014年9月30日，兑付日为2014年9月30日。发行日为2014年3月28日，发行开始时间

14:00，发行结束时间16:00。单笔最低认购量为1亿元，单笔最高认购量为4亿元，最高认购总量为15亿元。

联合资信评估有限公司作为主体评级机构，给予发行人主体信用评级为AAA。

目前，同业存单首批10家试点银行均已披露今年的发行额度。其中，中行、工行、建行、中信、兴业、浦发各为1000亿元，招行、交行各800亿元，农行、国开行各500亿元。(张勤峰)

## 大公将哈投集团列入负面观察名单

大公日前发布公告，将哈尔滨投资集团有限责任公司列入负面观察名单。

大公指出，哈尔滨市国资委决定将哈投集团子公司哈尔滨供水集团有限责任公司整体国有产权从哈投集团划出，划转基准日为2013年12月31日。大公在完成相关调研和分析后，决定将哈投集团列入负面观察名单，理由有三点：

第一，本次资产划出后，哈投集团仅保留供热和证券业务，经营范围明显缩小。由于划转的水务业务现金流获取能力较强，同时市国资委并未给予哈投集团相应的补偿或政策支持，哈投集团未来营业

收入和经营性净现金流将大幅减少。第二，供水集团是哈尔滨市主城区供水业务唯一运营主体，区域专营优势明显，营业收入稳定。而哈投集团证券业务的盈利能力易受宏观经济和证券市场波动影响，供水集团划出将导致哈投集团财富创造能力稳定性大幅减弱。第三，本次资产无偿划转事项体现哈投集团业务发展受外部因素影响较大，经营决策独立性较低，对自身核心资产的支配能力较弱，未来偿债来源面临一定不确定性。

此前大公对哈投集团主体信用等级评定为AA+，评级展望为稳定。(张勤峰)

## 财政部下周招标7年期国债

财政部27日发布公告，决定发行2014年记账式附息(六期)国债。

本期国债为7年期固定利率附息债，竞争性招标面值总额280亿元，进行甲类成员追加投标。

日程安排方面，2014年4月2日招标，4月3日开始计息、招标结束至4月4日进行分销，4月9日起上市交易。本期国债利息按年支付，每年4月3日(遇节假日顺延)支付利息，2021年4月3日(遇节假日顺延)

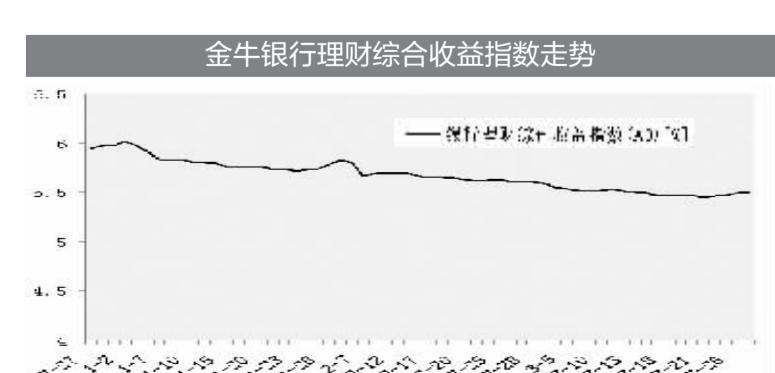
本次招标采用混合式招标方式，标的为利率。投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为75、15和30个基点。竞争性招标时间为4月2日上午10:35至11:35。中标承销团成员须于4月4日前(含)，将发行款一次缴入财政部指定账户。发行手续费为承销面值的0.1%。(张勤峰)

## 国开行下周新发五期金融债

国家开发银行27日发布公告称，定于4月1日(下周二)发行2014年第七期至第十一期金融债，五期债券发行规模合计不超过300亿元。

国开行今年第七期至第十一期金融债分别为1年期、3年期、5年期、7年期和10年期固定利率金融债券，按年付息，发行量各不超过60亿元。此次各品种招标日均为4月1日，缴款和起息日均为4月8日，

除1年期品种4月10日上市外，其他品种均为4月14日上市。招标方面，本次发行的第七期、第九期、第十一期债券，采用单一利率(荷兰式)招标方式；本次发行的第八期、第十期债券，采用多重利率(美国式)招标方式。各品种标位区间设置由发行人在我行前向市场公布。各期债券均不设立基本承销额。(张勤峰)



注：2014年3月27日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.49%，较修正后的上期数据上涨0BP。

■ 交易员札记

□中国邮政储蓄银行 王茵

27日，央行在公开市场开展200亿元28天正回购操作和320亿元14天正回购操作，利率分别持平于3.8%与4.0%。由于本周没有到期资金，最终实现净回笼980亿元。当日，银行间市场隔夜和7天加权利率分别上行2.6490%和4.8383%，较前一日分别上涨14BP和95BP。