

# 资金面趋松 央行正回购放量

## 流动性调控力度短期料延续中性

□本报记者 王辉

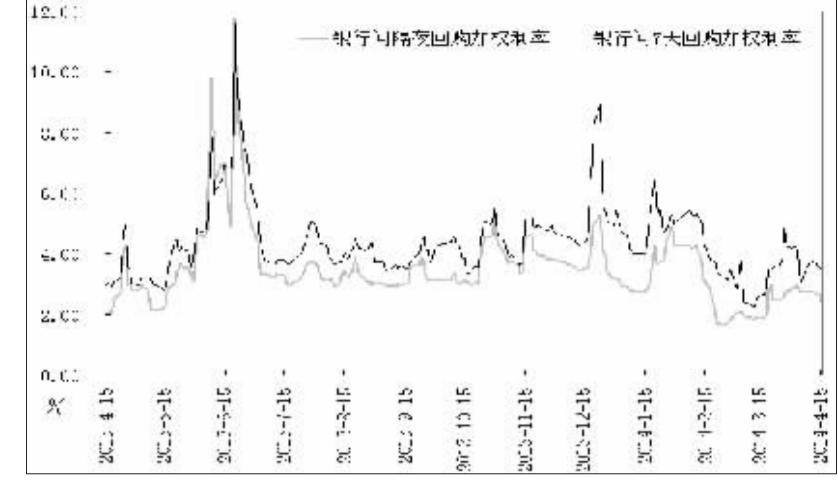
在银行间市场短期资金面进一步趋松,且本周公开市场到期资金量较大的背景下,周二(4月15日)央行在公开市场开展1720亿元正回购操作,创下本轮正回购重启以来的最大单日操作规模。分析人士表示,周二正回购操作的顺势加码,再度表明了当前央行流动性调控的中性立场,即在维稳资金面平衡的同时,不希望短期资金过于宽松。综合当前资金面实际状况和刚刚公布的3月货币信贷数据来看,市场各方对于货币政策会否很快出现明显松动仍然有较大分歧,不过,就中长期流动性形势而言,则至少不必悲观。

### 正回购放量 调控依然温和

最新公开市场交易公告显示,央行周二进行了790亿元14天期正回购操作,中标利率继续持平于3.80%;同日进行的930亿元28天期品种,中标利率也维持在4.00%。由此,当日正回购操作总量达到了1720亿元,较上周二630亿元的操作量放大接近两倍,同时创下本轮正回购操作自2月18日重启以来的最大单日操作规模。

市场人士普遍认为,周初以来,在金融机构迎来一定存款准备金例行调整退款,公开市场到期资金量较

货币市场主流资金利率连续两日下行



大,500亿元国库现金定存提供助力的情况下,银行间市场资金面呈现持续趋松态势,央行正回购操作顺势大幅放量符合市场预期。

WIND统计数据显示,本周公开市场合计到期资金多达2260亿元,其中仅周二到期量就达到了1500亿元。此外,昨日市场同时迎来500亿元国库现金定存招标。因此,在1720亿元央行正回购操作之后,当日银行间市场实际上依然实现280亿元的单日资金净投放。再考虑到存准退款因素,央行调控力度实属温和。

从资金面实际状况看,在之前市场面较为宽松的情况下,周二货币市场价格继续稳中趋降,显示出当前市场心态仍较为平稳。数据显示,当日银行间市场隔夜及7天期两大主流质押式回购加权平均利率分别收报2.44%和3.41%,较周一分别下跌18BP和11BP。

### 短期进一步放松动力不足

央行4月15日公布的货币信贷数据显示,3月份人民币信贷新增105万亿元,基本符合市场预期;但同月121%的M2

同比增速则显著落后于市场预期,这一增速也创出了二十多年以来的新低。此外,3月份和一季度社会融资规模较2013年同期也均有明显负增长。

尽管一季度宏观经济疲弱态势愈加明显、信贷货币数据表现相对也乏善可陈,但在近阶段资金价格持续低迷的背景下,此前许多分析机构仍然认为,目前阶段货币政策并无放松的充分理由。例如,来自招商银行金融市场的观点认为,3月份新增信贷并不低,一方面表明融资需求还在,另一方面也显示出商业银行放贷以及通过表外融资的动力较稳定、风险偏好没有出现实质性下降,在此背景下,央行将不会推出明显的放松政策。此外,南京银行金融市场部、中信建投证券等机构的最新观点也认为,在可以预见的一段时间内,降息降准的动力并不充足。

不过,也有观点认为,货币政策仍具有进一步放松需求。中信证券周二表示,随着宏观经济进一步趋弱和物价的相对稳定,从中长期看,货币政策仍将会向宽松方向调整。该机构认为,从流动性调控角度来看,预计未来一到两个月,公开市场操作将有望从当前的回收资金,转变为向市场投放流动性。光大证券也表示,短期资金面的宽松并未传递至实体经济,实体经济融资成本仍在进一步走高,在此背景下,二季度货币政策进入实质性放松已无悬念。

# 人民币兑美元中间价创7个月新低

□本报记者 张勤峰

在隔夜美元延续反弹背景下,15日人民币兑美元汇率中间价顺势下调,一举创下近7个月以来新低;人民币近期汇价则延续盘整,6.22关键位置支撑犹存。市场人士表示,综合美元走势、国内经济来看,短期人民币难改弱势特征,若中间价连续下调,不排除即期汇价进一步下探,但市场上中长期看多人民币的观点依然不少,人民币持续大幅度贬值面临阻力。

### 中间价今年以来贬值近1%

据外汇交易中心公布,15日人民币兑美元汇率中间价报6.1571,较上一交易日下跌40基点,为去年9月18日以来的最低水平,人民币中间价也因此创出本轮回调新低。据统计,截至4月15日,今年以来人民币兑美元中间价累计已贬值602基点,幅度近1%。

隔夜美元强势上涨,被视为15日人民币兑美元中间价下行的导火索。14日国际外汇市场,由于美国最新公布的零售数据表现强劲,提振市场对于

6.2260,但随后跌幅收敛,全天呈现锯齿行情,终盘报6.2220,比前日收盘跌29基点。交易员称,近几日人民币即期汇价再度走弱,但尚未脱离近期的整理平台,市场上结售汇力量仍相对均衡。

### 短期弱势难成中期趋势

外汇分析人士表示,短期人民币汇率难改弱势格局,美元反弹及疲软经济均对汇价走势不利;不过,市场上中长期中间价则不一定上调。例如,本月9日美元指数下跌0.33%,但次日(4月10日)人民币中间价仍下调20基点。值得一提的是,10日当天,中国海关公布的数据显示,3月份我国进出口双双呈现负增长,外贸形势逊于预期。一些外汇市场人士就此认为,人民币中间价跟跌不涨,体现了经济基本面面对人民币汇价的拖累,但也有市场观点将其理解为是汇率政策“稳增长”的一种安排,即中间价有引导人民币汇价维持阶段弱势的倾向。

就短期来看,人民币汇率或因两方面因素承压:其一,QE稳步退出,中外利差趋向缩窄,可能推高美元、打压人民币。当前美国增长趋势有待确认,市场关注点也更多转向美元加息时点,一致预期尚未形成,美元走强仍需等待,预计暂时不会成为影响人民币的主要因素。其二,中国经济增速放缓导致人民币自身基本面恶化,恐将对现阶段汇价走势施加更大影响。从以往行情看,人民币汇率走势在趋势上与中国经济走势高度相关。

前述交易员表示,近期香港离岸市场人民币跌幅更大,境内外即期汇差收

敛甚至逆转,反映出随着中国经济下行压力加大,海外市场原本强烈的人民币升值投机欲望正在快速消退。

该交易员指出,目前一季度经济数据公布在即,之前先行指标及高频数据已预示数据不会很好看,数据披露对短期人民币走势的影响不可忽视。尽管即期汇价尚未跌破6.22关键位置,但倘若中间价继续下调,不排除即期汇价向下突破。

不过,市场主流观点认为,人民币出现大幅贬值的可能性小,且中长期认为人民币将恢复适度升值的观点不少。有外汇分析人士表示,人民币持续大幅度贬值既缺乏依据也面临阻力。一方面,当前经济放缓的势头可控,未来增速不会明显脱离上下限范围,中国经济基本面的相对优势依旧明显,对人民币汇价有中期支撑;另一方面,大幅贬值不利于经济金融稳定,势必将面临政策干预。

招商银行高级分析师刘东亮表示,未来中国经济将出现企稳,且中美实际利差依然诱人,预计人民币在未来6-12个月的时间段内仍然有升值空间,但最终能否升值以及升值幅度,取决于货币当局对汇率的干预力度。

# 资金预期改善助利率债回暖

□南京银行 郭伟

3月份利率债收益率整体震荡中略有走升,虽然“经济弱+通胀低”的基本面组合持续对债市构成支撑,但市场对未来资金面的谨慎预期压制了利率债的表现。不过,从上周下半周开始,局势有所转变,利率债二级市场暖意渐现,金融债收益率下行尤为明显。展望后市,我们认为基本面疲弱、资金面平稳还将支撑短期做多热情,但后续供给压力增大,机构会甄选更具有价值的品种,推荐中期金融债。

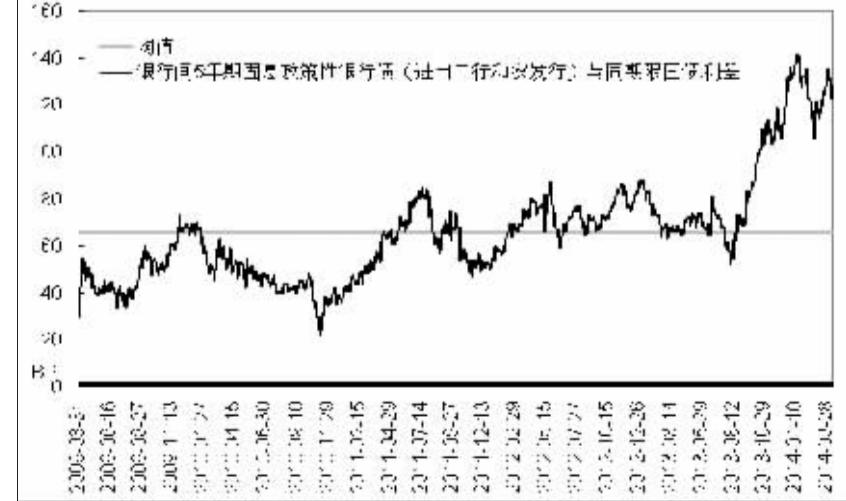
### 资金面仍是债市主导因素

从当前驱动债市的几个因素来看,基本面依然对债市形成利好。不过,基本面影响需要一个货币政策的传导过程,在政府“区间论”的调控思路下,只要全年经济未滑出底线,货币、财政政策大幅宽松的可能性就不大,对债市难以形成实质性利好。近期公布的进出口贸易数据和通胀数据均较弱,也预示着即将公布的GDP等增长数据不容乐观,这强化了市场对货币政策宽松的预期,也成为支撑此轮收益率下调的主要原因。然而,一旦这种预期破灭,债市将面临回调风险。

资金面依然是债市的主导因素。对货币政策和未来资金面的预期是决定债券收益率走势的关键。

去年“钱荒”过后,市场的情绪明显变得谨慎,对流动性反应更为敏感。而货币政策的取向和对未来资金面的判断成为比当前资金利率更为重要的

银行间5年期固息政策性金融债与同期限国债利差居高不下



券的投资额度增长空间有限。

在供给冲击下,市场会更加注重对利率品种的甄选,具有相对价值的品种将受市场追捧,不同品种的需求将会分化。

### 金融债更具相对价值

我们通过对当前收益率水平下各利率品种进行分析,得出金融债具有相对价值的结论。

首先,从信用利差的角度来看,当前金融债和国债的信用利差明显高于历史均值水平,其中5-7年的高出均值近70BP。3月份的回调中,5年期以上金融债收益率走高,而国债则相对平稳,导致信用利差走扩。后续债市调整中,金融债的安全边际大于国债。

其次,从期限利差来看,当前金融债中3-1年和5-1年的期限利差相对均值水平最为突出,意味着3、5年金融债具有相对期限价值。

再次,从收益率的绝对水平来看,跟金融债相比,国债的收益水平偏低,金融债风险溢价较为充分。即使考虑到国债的免税因素,当前5年期以下国债的吸引力也不足。存款流失推升银行综合负债成本,必然导致机构寻求收益更高的资产,同样几乎无风险的情况下,金融债更受市场青睐。近期一级市场上国债和金融债发行情况的分化,也体现了市场的这一倾向。

综合而言,我们建议机构建仓时首选各方面都具有相对优势的中期金融债。

# 6个月国库定存中标利率跌逾百基点

财政部、央行4月15日进行了今年中央国库现金管理商业银行定期存款(四期)招投标。公告显示,本期500亿元6个月期国库现金定存中标利率为5.00%,较今年前三期国库现金定存操作利率大幅下行。

今年一季度,财政部、央行共开展三期国库现金定存操作,包括3个月、6个月和9个月各一期。其中,6个月期操作开展于1月14日,中标利率6.02%;3个月和9个月国库现金定存中标利率也都超过6%。

## 国开行“福娃债”热发 中标利率多低于预期

4月15日,国开行就其2014年第7至11期,期限分别为1年、3年、5年、7年和10年的固息债券进行了增发招标,招标金额分别为不超过60亿元、70亿元、60亿元、70亿元和40亿元。受资金面宽松影响,五期“福娃债”的增发中标收益率多数低于市场预测均值。

据交易员透露,昨日1年期国开债中标收益率为4.5911%,预期均值为4.57%;3年期国开债中标收益率5.1768%,预期均值5.20%;5年期中标收益率5.3208%,预期均值5.38%;7年期中标收益率5.5172%,预期均值5.55%;10年期中标收益率5.5337%,预期均值5.58%。14日银行间国开债1至10年期关键期限品种中债收益率分别为4.6435%、5.2803%、5.4311%、5.5722%和5.6110%。当日招标的“福

### 中债资信:

## 上调华润电力主体评级至AAA-

中债资信评估有限责任公司近日发布跟踪评级报告,决定将华润电力投资有限公司主体信用等级由AA+上调至AAA-,评级展望为稳定。

中债资信表示,受益于煤价的大幅下跌,火电行业景气度明显提升,华润电力经营业绩显著向好,盈利能力大幅提升,债务负担有所减轻,偿债指标表现向好,信用品质有较大幅度提升。从行业未来2-3年看,煤炭价格与

“十一五”期间相比将整体处于低位,尽管上网电价水平或将有所下调,但较低的煤炭成本仍将使得行业利差空间高于2007-2011年水平,未来两三年火电行业将继续保持经营向好的趋势。

中债资信表示,得益于煤价的大幅下跌,火电行业景气度明显提升,盈利能力大幅提升,债务负担有所减轻,偿债指标表现向好,信用品质有较大幅度提升。从行业未来2-3年看,煤炭价格与

### 联合资信:

## 上调西南证券主体评级至AAA

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,确定将西南证券股份有限公司主体长期信用等级由AA+上调至AAA,评级展望为稳定。

联合资信表示,作为上市券商,西南证券建立了较为健全的公司治理、内部控制以及风险管理体系,公司经纪业务在重庆当地市场具有较强的市场竞争优势,再融资、并购业务行业竞争优势明显。公司积极推进创新业务发展和综合化经营平台建设,2014年定向增发的完成也提高了公司的资本金水平,为各项业务发展提

供资金支持。公司控股股东有较强的意愿在未来保持对公司的控股地位,在资本金补充、流动性等方面将给予有力支持。

联合资信同时也关注到:西南证券自有负债规模快速增长,财务杠杆水平上升;创新业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求。另外,联合资信还表示,需密切关注经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响。(葛春晖)

## 两银行18日将发行二级资本债

招商银行、天津农村商业银行日前相继发布公告称,将于4月18日分别招标发行113亿元、不超过36亿元的二级资本债券。

两银行此次发行的二级资本债券均为10年期固定利率品种,按年付息,并在第5年末附有前提条件的发行人赎回权。两期债券附有减记条款,即当触发事件发生时,发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下,自触发事件发生日起,不可撤销地对该期债券进行全额减记,任何尚未支付的累积应付利息亦将不再支付。

此次两期债券将通过中国人民银行债券发行系统招标方式公开发行,

### ■ 新债定位 | New Bonds

#### 14附息国债05(续一)

预测中标利率区间[4.34%, 4.42%]

| 债券期限 | 10年   | 计划发行额 | 280亿元 | 票息类型 | 固定利率  |
|------|-------|-------|-------|------|-------|
| 付息周期 | 按年付息  | 招标方式  | 混合式   | 招标日  | 4月16日 |
| 缴款日  | 4月21日 | 起息日   | 3月20日 | 上市日  | 4月23日 |

第一创业:3月M2同比仅增12.1%,为该项数据有统计以来的最低水平。二季度M2在高基数及经济弱势背景下仍难以攀升,为货币政策宽松提供了空间,预计货币政策仍将维持“易松难紧”的局面。周二上午发行的国开“福娃债”中标收益率均低于二级市场水平,长端亦表现良好。预计一级市场暖意仍可持续。预计本期国债中标价格为100.62-100.94元,对应的中标收益率为4.35%-4.39%。

国信证券:近期债券收益率在经济数据趋弱和资金面平稳的背景下出现下行势头,利率债招标除了短期国债绝对收益率偏低而需求较弱以外,其他各品种需求尚可,预计本次招标结果会在二级偏低的位置。本期招标手续费影响约为1BP,预计中标利率区间为4.36%-4.42%,建议配置型机构在4.36%-4.40%投标,交易型机构在4.40%-4.42%区间博取回报。

国海证券:本周国债收益率比较稳定,考虑到国债刚性配置需求较多,预计本期国债中标价格区间为100.70-101.02元,对应中标利率区间为4.34%-4.38%。本期债券期限较好,收益率上相对较高,建议资金充裕的配置机构积极参与投标,交易户可以适当关注短期内交易性机会。(葛春晖 整理)