

# 时点扰动无碍流动性整体宽松 政策微调护航资金面

□本报记者 葛春晖

周二,财税缴款和“五一”小长假对资金面的短期扰动浮出水面,相关期限的7天、14天资金利率双双上行逾30BP,但整体流动性依旧宽松。同日,央行上午开展1000亿元28天期正回购操作,下午宣布对县域金融机构“定向降准”,显示货币政策延续中性的同时更加注重结构性“微刺激”。分析人士指出,在稳增长压力加大的背景下,财政支出加速、货币政策微调均对资金面形成正面支撑,再加上外汇占款有望保持一定增长,预计资金面宽松局面将至少延续至5月中旬。

## 隔夜利率低企折射资金宽松 央行顺势再施千亿元正回购

进入4月下旬,财政存款季节性增加和“五一”小长假对市场资金面的影响逐渐浮出水面。4月22日(周二)银行间质押式回购市场上,覆盖企业集中缴税时段的7天期回购加权平均利率上行36BP,收于3.07%;跨月末和“五一”小长假的14天回购加权平均利率上行35BP,收于3.34%。二者均为4月16日以来首次站上3%。

虽然时点因素对相关期限资金利率产生了短期扰动,但从隔夜资金利率走势上看,货币市场流动性整体宽松的大格局并未受到实质性影响。数据显示,昨日隔夜回购加权平均利率收于1.95%,较上一交易日续降约3BP,创下今年3月18日以来的最低水平,且连续第三日运行在2%下方。而且,昨日7天和14天回购加权利率仍处于4月以来均值下方。

除隔夜利率低位续降之外,央行昨日大举开展千亿元正回购,从另一侧面印证了市场短期流动性的宽松。央行22日在公开市场进行了1000亿元正回购操作,期限28天,中标利率持平于4.00%。据Wind统计,本周二公开市场上有930亿元正回购到期,当日净回笼70亿元。

有交易员表示,央行再施千亿元正回购,一方面反映出机构流动性较为宽松,因而对于28天回购需求较为旺盛;另一方面,也说明央行顺势而为,继续通过中性对冲将当前多余流动性搬运至下月,以平滑未来流动性到期情况。

## “定向降准”重在结构性刺激 全面放松难觅 中性偏松可期

伴随一季度宏观经济数据在上周

出齐,市场上对于经济下行压力加大背景下货币政策取向的猜测明显增多。综合多家机构观点来看,考虑到经济增速尚未滑出底线,货币政策全面放松的可能性不大,但多角度、微刺激的调控手段依然可期。而昨日央行宣布“定向降准”,这在一定程度上印证了上述观点得到了印证。

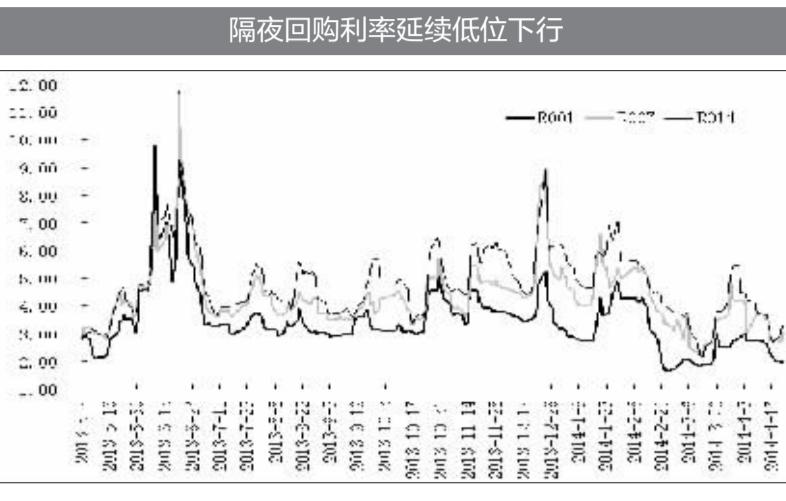
昨日下午,央行宣布从本月25日起下调县域农商行人民币存款准备金2个百分点,下调县域农村合作银行存款准备金率0.5个百分点。央行同时表示,此举旨在引导加大涉农资金投放的结构性调整,不意味着稳健货币政策的改变,不会影响银行体系总体流动性。

对此,多位业内人士表示,估计此次差别降准将释放约1200-1500亿元的资金,央行一次较大规模正回购操作即可完全对冲,因此对于资金面的实质影响有限。不过,业内人士亦指出,该项新政仍有望给市场资金面预期带来正面提振,而市场情绪的好转,将有利于中长期资金面的改善。

就资金面而言,短期来看,市场人士认为,预计财政存款增加额约为2000亿元,叠加小长假现金备付需求,将在未来数日持续从银行间市场抽离资金,因此短期资金利率月底前仍面临一定上行压力,但考虑到央行并无收紧资金面的意图,资金利率出现大幅波动的概率较小。

展望五一节后,多数分析观点认为,结合财政存款、央行调控以及外汇占款等因素来看,银行间市场资金面在当前基础上延续适度宽松局面依然可期。中信建投证券分析师指出,一方面,稳增长背景下财政政策先行,预计4、5月份财政存款增加较多的历史规模在今年将有所弱化;另一方面,稳增长已经启动,二季度地方债务和房地产资金的压力增大,资金需求刚性,央行需要保持适当流动性、稳定预期,流动性再现主动收缩的概率几乎为零。另外,分析人士指出,结合3月份数据、全球经济复苏以及境内外利差仍具有一定吸引力等因素考虑,外汇占款有望保持一定规模增长,从而继续对银行体系流动性构成有力支撑。

据中信建投预计,资金面宽松的局面有望至少延续至5月中旬。不过,该机构同时指出,综合考虑财政缴款、银行分红、IPO重启、银行优先股发行等分流资金因素,5月下旬开始资金面或面临较大考验。



## 观点链接

### 国信证券: 季节性扰动不足惧

在一季度税款上缴后,周一一下资金面略有边际收紧迹象,引发市场关注。我们认为不必过于关注资金面的细微变化,虽然资金面存在季节性的波动,但是最终影响总流动性的闸门由货币政策主导,当前对于资金面整体看法我们认为是趋于宽松的,这主要是金融数据不达目标的背景所主导,在这种大趋势下,任何季节性因素所引发的资金面波动都不足惧,而且从今年以来的经验来看,任何一次由于季节性因素波动所引发的债券波动都是介入的良机,对于未来时期,我们依然认为可以看到来自公开市场层面的暖意,这将促使整体利率曲线继续下移,特别是中长期利率。

### 中信证券: 资金宽松将维持一段时间

4月份资金宽松的程度超出我们的预期,毕竟外汇占款和财政存款对流动性的影响都偏负面,我们认为这与银行主动降杠杆有关,一方面来自监管层面的调控,另一方面,在房地产风险和信用风险加剧的背景下,银行风控要求提高。前瞻地看,尽管央行无意维持此前异常宽松的资金面,然而在基本面趋弱的情况下,央行的公开市场操作也趋于温和,对相对宽松资金面的容忍度也有所提升,银行主动降杠杆所带来的资金宽松或将维持一段时间,我们下调4月份7天回购均值至3.6%附近,二季度有望维持在3.8%-4.0%。

### 申银万国: 资金处于边际收紧状态

本周进入下旬,季度财政存款上

缴加上25号准备金例行补缴,将导致银行间总量资金流出五六千亿的规模。尽管本周公开市场有1830亿元到期资金,但大部分仍会继续滚动,没有多少真实净投放。后期资金总量改善也很少;外汇占款方面,央行公布3月新增外汇占款主要来自贸易顺差和外商直接投资的常规项流入,而剩余口径下热钱流入量环比已大幅缩减,二季度央行不会像一季度引导贬值带来更多主动结汇量;公开市场方面,目前最关键的是发行利率变化,现实中如果利率一直未降,那么市场对宽松预期终将被证伪。如果二季度公开市场最终投放量不多,市场降准预期没有被兑现,那流动性趋于紧张无可避免。另外,需求方面,近期回购成交量一直处于历史高位,融资需求不低,且下旬开始的月末资金需求将明显高于中上旬。因此,预计资金面将边际收紧。

### 国泰君安证券: 流动性承压预期缓和

3月份外汇占款增加1891.97亿元,环比多增610亿元,略超市场预期。汇率走贬背景下,贸易顺差的边际改善为外汇占款环比超市场预期走升的主要贡献因子;FDI数据贡献季节性增量;热钱在人民币大幅贬值背景下超市场预期继续流入,对外汇占款同样形成支撑,为外汇占款增量超市场预期部分中的主要贡献因子。

外汇占款超市场预期或减轻近期的流动性承压预期。4月份汇率贬值幅度明显收窄,热钱流入减速有所缓解,历史4月份均表现出热钱净流入;在外贸相对内需持续改善,人民币贬值滞后效应逐渐显现的刺激下,贸易顺差或继续上升,预计4月外汇占款仍为正值,且或有环比增量。(张勤峰 整理)

## 国债期货连跌两日

在周一显露调整迹象后,国债期货合约周二全线走低,跌幅有所扩大。

周二国债期货主力合约TF1406收报92.518元,跌0.176元或0.19%,成交1193手,增仓77手;国债期货TF1409合约报92.924元,跌0.182元或0.2%,成交50手,减仓12手;TF1412合约报93.214元,跌0.068元或0.07%,成交5手,增仓1手。

中金所盘后公布的主力持仓数据显示,在TF1406合约上,周二前20大多、空主力席位合计各增仓121手。

中信建投期货认为,当前央行货币政策保持中性,全面放松的可能性暂时不大。而随着前期基本面利好逐渐消除,本轮国债期货上涨行情恐将收尾,短期仍有一定调整压力。(王辉)

## 三峡银行25日 招标10亿金融债

重庆三峡银行股份有限公司22日公告称,该行将于4月25日招标发行2014年第二期金融债券。本期债券期限3年,发行总额10亿元,募集资金将全部用于发放小微型企业贷款。

发行条款显示,本期债券采用固定利率形式,最终票面利率将根据市场招标结果确定,主承销商为中信证券。本期债券招标日为4月25日,发行期限为4月25日至4月28日,缴款截止日和起息日同为4月28日,本期债券的计息期限自2014年4月28日起至2017年4月27日止,存续期内每年4月28日付息(遇节假日顺延)。经联合资信评估有限公司综合评定,本期债券信用级别为AA-,发行人主体信用级别为AA-。

发行文件显示,截至2013年6月末,重庆三峡银行资产总额664.45亿元。(王辉)

□本报记者 王辉

## “定向降准”强化宽松预期 债市收益率先扬后抑

### 长江证券 斯竹

周二债市跌宕起伏,公开市场操作方面,央行以利率招标方式开展了28天正回购操作,交易量为1000亿元,中标利率为4.00%,当日到期正回购930亿元,净回笼70亿元。国开行早盘增发今年第二组“福娃债”,中标结果均低于之前市场预测,尤其是长期限品种。早盘公开市场操作千亿元正回购导致整体收益率一度小幅上升,后受国开行新债发行结果向好带动及尾盘时“定向降准”细则出台,收益率恢复下行态势。

从资金面来看,央行正回购操作基本在预期之内,再加上企业集中缴税因素,流动性稍显紧张,但整体宽松未受实质性影响。早盘机构融出较为谨慎,7天及14天品种加权利率大涨35bp,1个月品种亦上行20bp。

国债方面,1年期成交在3.61%附近,3年期成交在3.90%,7年期成交从

4.44%至4.38%;政策性金融债方面,整体收益率先扬后抑,1年期国开债成交在4.66%,3年期国开债从5.14%成交至5.05%,稍短的国开债成交在5.08%,5年期国开债成交在5.30%,非国开债成交在5.28%,7年期国开债从5.48%成交至5.42%,不到10年的国开债成交在5.58%-5.54%;短融方面,收益率维持稳定,高等级券种及2个月内短券成交活跃,如14招商CP003成交在4.0%,14广发CP004成交在4.1%,接近1年的14海通国债CP001成交在5.35%,14中铝业CP002从5.70%成交至5.65%;中票方面,整体交投热情略有提升,高评级券种及短券成交较多,如不到2年的11中石油MTN2成交在5.10%,剩余期限2个月附近的09长航MTN1成交在5.70%;企业债方面,交投相对冷清,7年附近AA附近一二级券种较受关注,剩余5.5年的13塔国资成交在7.75%。

国债方面,1年期成交在3.61%附近,3年期成交在3.90%,7年期成交从

### 一级市场延续暖意

## 长期国开债中标利率低于预期

□本报记者 王辉

国家开发银行22日对该行2014年第七至十一期金融债进行了新一次增发招标。招标结果显示,本次增发的五期固息国开债中,1年、3年和5年期品种定位基本符合预期,7年和10年品种则明显低于预期,各期债券认购倍数均在2.5倍以上。

面预期并不悲观,经济下行通道下,政策宽松预期难以消除,但公开市场的操作也显示当局资金回笼力度未见减弱,货币政策总量宽松概率不大。中国人民银行周二称,决定从4月25日(周五)起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点,下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点,两者分别执行16%和14%的准备金率。上周债券市场对“定向降准”已经做出一定反应,此次调降幅度虽然略超预期,但由于仅仅针对县域农商行和农合行,不包含农信社,且恰逢财税上缴的时点,对于整体流动性影响较小,更多的是影响到市场对结构性宽松政策的预期。周三即将公布汇丰PMI初值,经济数据预期向好,对债市而言风险不大,但收益率继续下行空间较为有限。未来央行的政策微调或将继续结构性微调,长端收益率有下行动力,从而导致收益率曲线趋于平坦化。

多家机构给出的预测均值,1年、3年和5年期中标收益率接近预期,7年和10年品种则低于预期。

市场人士表示,当前金融债收益率曲线较为陡峭,4月份利率债净到期量较大,且市场资金面预期仍旧平稳,受上述多方面利多因素影响,配置户对于本次招标的中长期限国开债,均表现出了较浓的认购兴趣,从而压低了相关债券的中标收益率水平。

## 人民币中间价即期价齐创年内新低

□本报记者 王辉

近期持续呈现小幅贬值的人民币即期汇率,于本周二(4月22日)跌势加重。在当日人民币汇率中间价跌至近7个月低点的背景下,人民币即期汇率一举跌破前期低点,刷新近一年来的新低。

据中国外汇交易中心公布,4月22日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1610,较前一交易日的6.1591小幅下调19基点。由此,人民币汇率中间价在连跌3个交易日之后,已创出2013年9月11日以来的近7个月新低。

即期汇价方面,周二人民币兑美元即期汇价低开36个基点报

6.2310,全天基本以震荡盘跌为主,最低下跌至6.2390,一举突破6.2375的前期低点,相比当日中间价的“跌幅”为1.27%。至收盘时,该即期汇价报6.2375,较前一交易日收盘价下跌101个基点或0.16%。由此,人民币兑美元即期汇价创出了近一年来的新低。

市场人士表示,周二银行间外汇市场上大行汇兑力量较为突出,导致即期汇价跌至近一年新低水平。综合近期人民币汇率中间价不断走低的情况看,市场对于人民币汇率可能出现新一轮贬值的预期有所上升。短期来看,如果宏观经济基本面延续弱势表现,则人民币汇率将延续震荡走弱的运行态势。

## 新世纪上调北京农担评级至AA

□本报记者 张勤峰

新世纪评级近日发布公告,将北京市农业融资担保有限公司(简称“北京农担”)的主体信用等级由AA-级/稳定调整至AA级/稳定。新世纪评级表示,这一决定主要基于以下几点考虑:

首先,2013年4月及2014年2月北京市财政局先后两次发函向北京农担拨款共1亿元,专项用于增加注册资本,北京农担资本实力将逐渐增强。其次,近年来北京农担担保业务规模显著增大,担保业务能力不断增强。

## 联合维持东北特钢评级展望为负面

□本报记者 张勤峰

联合资信日前发布了对东北特殊钢集团有限责任公司的跟踪评级报告。

联合资信指出,受中国经济增速放缓及特钢行业景气度持续弱化影响,特钢价格持续回落,行业经营压力加大,预计短期内国内特钢行业景气程度难有显著改善。跟踪期内,东北特钢盈利能力仍然较弱;虽然公司积极运用土地收储补偿款偿还银行借

款,但受公司资本性支出刚性表现和营运资金需求增长影响,公司债务规模不断上升,债务负担持续加重,偿债能力弱化,公司未来偿债能力的恢复有赖于公司对债务规模的有效控制和整体盈利能力的改善。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望维持为负面,并维持“13东特钢CP001”A-1的信用等级;“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2”AA的信用等级。

## 三公司23日发行超短融

□本报记者 张勤峰

中国华电集团公司、河南投资集团有限公司及中国交通建设股份有限公司22日先后发布公告称,将于本月23日在银行间市场各发行一期超短期融资券,发行规模合计75亿元。

华电集团此次将发行公司2014年第三期超短期融资券,期限180天,发行金额30亿元;河南投资集团此次将发行公司2014年第一期超短期融资券,期限270天,发行金额25亿元;中国交建此次将发行公司2014年第三期超短期融资券,期限270天,发行金额30亿元。

上述三期超短融将采用簿记建档、集中配售的方式发行,簿记建档日均为4月23日,起息日/缴款日和债权债务登记日均为4月24日,上市流通日均为4月25日。

上述三期超短融不设担保。经大公国际评定,华电集团、中国交建主体信用评级均为AAA;联合资信给予河南投资集团主体信用级别为AAA,中债资信给予河南投资集团主体信用级别为AA+。

据Wind统计,截至本月22日,今年以来已发行的超短融累计111只,发行总额3229.50亿元,而去年同期为71只、2283亿元。(张勤峰)

## 新债定位 | New Bonds

### 14附息国债08

### 预测中标利率区间[3.99%, 4.05%]

| 债券期限 | 5年    | 计划发行额 | 280亿元(可追加) | 票息类型 | 固定利率  |
|------|-------|-------|------------|------|-------|
| 付息周期 | 按年付息  | 招标方式  | 混合式利率招标    | 招标日  | 4月23日 |
| 缴款日  | 4月28日 | 上市日   | 4月30日      | 手续费  |       |