

正回购量价齐动 公开市场重现净回笼

打左灯向右转 价格指引为重点

□本报记者 张勤峰

启用14天正回购、终结连续净投放、下调正回购利率,7月31日公开市场操作出现的诸多变化,引发市场对央行日常流动性管理的重新审视。分析人士认为,阶段性“维稳”及“放水”的任务减轻后,央行公开市场操作将偏向短期流动性调节,而在再贷款、PSL保障合理货币供应的情况下,流动性总量将大致保持稳定,调控重点转向引导资金成本下行。未来资金面预计将均衡偏松,货币市场利率中枢或比6、7月有所下移。

期限、规模、利率皆变 连续净投放就此止步

周四,时值月底,但资金面风平浪静,唯独当月最后一次的例行公开市场操作在债券市场掀起一阵波澜。

据公告披露,央行周四上午开展了260亿元正回购操作。由于本周只有300亿元到期资金,无央票和逆回购到期,而央行周二已通过28天期正回购操作实现回笼150亿元,因而此次正回购意味着本周央行公开市场操作将净回笼资金110亿元,这是最近十二周的首次净回笼。Wind数据显示,自5月中旬起,央行连续十一周在公开市场净投放资金,累计净投放5280亿元。有交易员表示,净投放已成常态,此次央行公开市场再次出现净回笼让人略感意外。据悉,尽管此前市场已预料到央行将重启正回购操作,但多数观点仍认为公开市场会延续少量净投放。

虽是净回笼,但量毕竟有限,相比之下,周四正回购期限与利率变化更加出乎意料。公告显示,先前央行惯用的28天正回购并未出现,而是使用了已有三个多月未露面的14天正回购,而且中标利率3.70%比前次操作下降10基点。记录显示,央行最近一次开展14天正回购操作是在4月15日,中标利率3.80%。

暂别“维稳”“放水” 公开市场操作重心转移

面对诸多变化,有市场人士认为,有必要重新审视央行公开市场操作的重心。本周央行正回购重启乃至公开市场转向净回笼的背景是,短期扰动消退,资金面恢复宽松,从而为央行资金回笼操作创造了条件。本周以来货币市场利率呈现稳步下行趋势,虽是月末,周四银行

信号混乱 勿过度解读

不改债市震荡行情判断

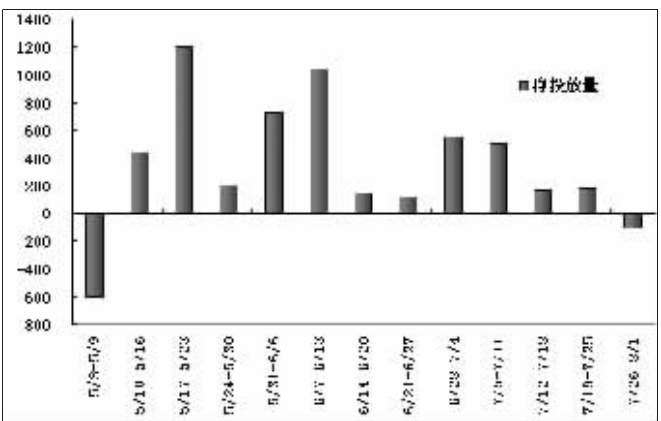
□邮储银行 王茵

周四,央行开展260亿元14天正回购后,本周公开市场操作实现净回笼110亿元,是两个多月以来首次净回笼资金。此次公开市场看点颇多——期限缩短、量增价跌,正回购的放量和操作利率的下降释放出多空两种截然相反的信号,导致市场分歧严重。我们认为,这种看似矛盾的信号,恰恰是当前经济环境和政策空间矛盾的缩影。

为什么缩短期限?昨日是央行4月15日以后首次开展14天正回购操作,回看4月中旬后,央行采取了多种方式投放货币,选择28天正回购与央行对此后一段时间的流动性有信心不无关系,即央行对流动性无虞才敢拉长资金回笼期限。如果这个逻辑成立,则本次正回购期限缩短可能意味着在外汇占款减少的同时,未来央行大规模投放货币的概率在下降。

为什么下调回购利率?近日管理层

央行公开市场操作结束连续净投放



间隔夜利率依日下行约5基点。应该说,资金面回暖,净回笼顺势出现,本身并不是很特别的事情。不过,有交易员认为这是央行公开市场阶段性“维稳”告一段落的标志事件。5月中旬以来,央行连续在公开市场净投放货币,一个很重要的考量是6、7月影响流动性的季节性、时点性因素较多,加上去年“钱荒”给市场造成一定心理阴影,公开市场操作的信号意义强,净投放有助于稳定市场情绪,避免货币市场出现显著波动。目前时点考核、银行分红、企业缴税等影响基本消退,在新一轮新股申购来临前,“维稳”的必要性确实有所降低。

与此同时,有分析人士指出,由于5月、6月新增外汇占款剧烈收缩,央行公开市场在一定程度上扮演了基础货币供应的“水龙头”。而连续净回笼的终结,说明这一角色在未来可能弱化。首先,未来公开市场到期量匮乏,难担大任。其次,货币当局以再贷款、PSL等工具弥补基础货币供应缺口的意图明显。之前即有机构表示,公开市场投放时效偏短,不利于市场形成稳定预期,且从上半年情况看,宽货币与紧信用的矛盾比较突出,货币市场流动性充裕并未能有效降低社会融资成本,而再贷款、PSL等行政色彩较浓的工具,既实现长期低成本资金供应,又往往约定资金使用方向,更加符合当局定向调控、针对性地降成本的调控取向。最后,近期人民币连续升值,预示外汇占款可能有所改善。

有鉴于此,分析人士认为,未来公开市场操作将更加关注短期流动性调节,而在再贷款、PSL保障合理货币供应的情

况下,央行公开市场出现间歇性甚至阶段性的净回笼不是没有可能。

14天正回购的出现或许部分印证了这一点。数据显示,8月到期量不多,且各周分布不均,期限更短的正回购有助于调节月内到期流动性分布。此外,交易员表示,由于冻结期限更短,14天正回购的收紧意义要弱于28天正回购,可缓和公开市场净回笼的影响。

至于14天正回购是就此取代28天品种还是两者混用,中债信用增进公司赵巍华等人认为还需进一步观察,但总体上看,流动性总量不会出现太大变化。

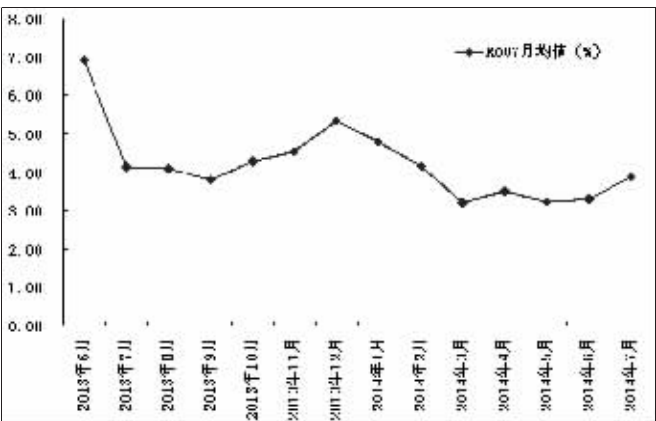
相对而言,14天正回购利率调整的信号更为明确。虽然以往无论是正回购还是逆回购,经历较长时间停用后重启时一般会对利率进行一次性调整,但仔细观察不难发现,今年3、4月份14天与28天正回购曾经混用,自那时以来28天正回购一直稳定在3.8%,并未做调整,同时,7月以来二级市场14天回购利率均值在4.4%左右,比3、4月水平更高,因此基本可以判断,此次14天正回购利率属于主动下调。

对于债券市场而言,价的变化远比量的变化重要。14天正回购中标利率低于二级市场,对资金市场利率有下行作用,这说明当局仍将保持货币市场利率在相对低位,且政策更加注重引导资金成本的下行,呼应了近期管理层降低融资成本的宏观调控意图。

资金面或将均衡偏松 7天利率或向3.5%靠拢

结合正回购期限、规模和价格水平

银行间市场7天回购利率月均值走势



变动来看,未来央行公开市场操作的重点或偏向熨平短期流动性波动,基础货币供应缺口则交由再贷款、再贴现、PSL等工具来弥补,流动性总量将大致保持稳定,并呈现结构性宽松。

从以往看,下半年资金面比上半年容易紧张,9月、10月和12月仍将面临关键时点或缴税等因素影响,而当前外汇占款低迷带来的基础货币供应缺口仍比较突出。央行最新数据显示,6月新增央行口径外汇占款大幅减少867.63亿元人民币,为2013年6月以来首次负增长。为保证合理货币供应,并降低处于重点领域或薄弱环节的相关企业的融资成本,预计央行仍会综合运用再贷款、再贴现、PSL等工具增加货币供应。

但需指出的是,为满足合理增长的货币需求而进行的投放,不能简单视为货币宽松。事实上,鉴于经济触底回升的迹象越发明显,未来货币政策可能更加关注“总量稳定、结构优化”,而货币政策进一步放松的可能性在降低。伴随着风险偏好改善,此前淤积在货币市场的流动性可能逐步流向实体经济,货币市场流动性也不大可能比上半年更加宽松。但与此同时,政府和相关部门降低企业融资成本的意图明显,保持货币市场基本稳定、资金成本在相对低位则是降低成本一项必要条件,因而流动性大幅收紧、市场利率明显上行的情况也很难发生。

总体上看,未来资金面还将以稳为主,均衡偏松。安信证券袁志辉等认为,未来银行间7天回购利率会比6、7月均值下移,但比上半年低点略高,大致靠近3.5%位置。

公开市场再传利好 交易所信用债续写升势

□本报记者 葛春晖

7月份最后一个交易日,在资金面继续改善的同时,央行正回购操作利率下行进一步刺激市场做多情绪,交易所信用债市场延续上周后半周以来的回暖势头,成交个券约八成出现净价上涨,部分中低等级品种收益率显著下行。

具体来看,企业债市场成交收益率普遍下行。活跃个券中,城投类品种如AA级10楚雄债收益率下行约4BP、12伊春债下行7.74BP、12阜城债下行8.15BP,AA+级12河套债下行4.76BP;产业类品种如,AA级11蒙奈伦债下行4.60BP,AA+级10凯迪债收益率下行近1BP。

公司债成交收益率以下行为主。高收益品种中表现尤其抢眼,如AA-级的12三维债收益率下行17BP至12.05%,12东锆债下行29BP至11.94%,AA级11

中孚债大降39BP至10.95%;其他活跃个券方面,如AA+级11海航02收益率下行约3BP,地产公司债AA-级08新湖债下行7.73BP,AA+级09富力债下行6.13BP。

上周后半周以来,伴随IPO申购扰动退却,申购资金相继解冻,交易所市场资金面持续好转并带动交易所信用债市场逐渐回暖。31日,央行在公开市场操作中重启14天期正回购操作,中标利率较4月份暂停前下行10BP。市场人士表示,尽管本周公开市场在连续十一周净投放后重回净回笼,但正回购利率的下行,冲抵了净回笼的负面冲击,当日公开市场操作对债券市场的影响偏向正面。上海证券更是认为,接下来货币环境又会进入基础货币投放减速,进而流动性增速回落,但货币成本再下降的阶段,昨日央行正回购中标利率的下降,意味着债市回升的“发令枪”再度打响。

转变交易思维 警惕利好变利空

□渤海银行 蔡年华

不得不说,市场7月初的收益率反弹大大超出市场预期,而下旬的修复也让更多兴奋不已。目前支撑多头的最主要因素有三个方面:一是经济数据的背离;二是资金面宽松局面的持续;三是定向宽松政策的加码。但笔者认为,市场必须以动态的眼光来看待以上三个现象,其中在短期内或成为债市转熊的主要推手。

经济数据的背离无疑是债市多头的主要动力来源,主要表现为宏观数据与中观数据的背离。宏观方面,PMI数据连续回升,M2数据增速已远超出预期目标,但发电量等中观数据持续低迷,呈现旺季不旺的局面,另外房地产市场预期不乐观,销售量和房价都出现回落,房地产固定资产投资增速明显下滑。宏观与中观数据的背离一个重要原因是PMI是环比的数据,而发电量等是同比数据。

预测后期经济增长需要分析两个因素,一是潜在增长水平与政府预期增长目

标7.5%的差距;二是在M2等金融数据大幅回升后经济的走势。目前来看,支撑经济增长的“三驾马车”已出现结构性的变化,次贷危机后外贸对经济增长的贡献度逐步下降;消费对经济增长的贡献度已达到60%以上,短期持续上升动力不足;由于经济潜在增速在下行,政府要维持7.5%的增长目标则需要投资方面着力,而房地产投资和地方融资平台投资受限,因此政府用棚户区改造和高铁建设进行对冲。此外,M2数据在二季度出现大幅回升,其对经济的影响大概滞后一到两个季度,经济后期的动能增强。因此,我们判断,下半年经济增长将维持二季度缓慢回升的趋势,由于政府调结构将持续,大幅回升的概率较小。

对于资金面目前市场的分歧较小,主要的风险来自于两个方面,一是外部流动性支持是否已逆转,6月外汇占款出现大幅下降,主要是受居民结汇意愿降低影响,后期风险在于美国加息后非FDI资金的外流,这部分资金的资本属性较强,波动性更

大。二是央行对短期流动性支持的错判风险,今年央行在关键时点,如月末季末以及集中IPO前往往会暂停正回购或通过SLO等向市场传递稳定信号,但持续正回购带来的预期逆转可能导致央行错判的风险。

无可否认,支持资金面宽松预期的重要因素是央行定向宽松政策的加码,一方面通过定向降准和再贷款增加货币总量供应,降低基础货币缺口;另一方面,通过PSL定向向小微金融发力的机构提供低成本资金,类似于定向降息。这种结构性的货币政策有利于降低一部分企业的融资成本。由于下半年经济调结构的基调不变,货币政策全面宽松的可能性较小,但保持相对宽松的资金面也有利于改革的推进。

从以上分析可以看出,支持市场多头的三个因素在下半年都可能出现动态的变化,经济数据的背离或走向相互验证,货币政策的总量控制、结构调控思路也不具备大幅放松基础,资金面难有更大宽松,债市利率中枢下行概率较小,而上行风险加大。

人民币创阶段新高后回落

在中间价连续两日走软之后,人民币兑美元即期汇率的连涨走势终于告一段落。7月31日,人民币兑美元即期汇率虽在盘中再次改写四个半月新高,但尾盘收跌。

7月31日,人民币兑美元中间价报6.1675,较前日下行30基点,两日累计下行60基点。隔夜国际外汇市场上,最新发布的美国第二季度GDP数据增长强劲,刺激美元指数全天上涨0.26%,盘中创下81.55的去年9月16日以来新高。7月中旬以来,受美元持续走强影响,人民币兑美元中间价同步走软。

近期人民币兑美元即期汇率则与中间价呈现明显背离。截至7月30日,人民币即期汇率连续七个交易日上涨,收盘价与中间价的价差也收窄至72基点。7

月31日,在中间价连续走软之后,人民币即期汇率也有所“示弱”,早盘低开23基点于6.1740,全天大部分时间在30日收盘价下方运行,午后一度上摸6.1705,创下今年3月18日以来最高水平,但临近尾市,即期价再度回落,收于6.1747,较前一日跌30基点或0.05%。

市场人士指出,内外因素合力,导致近期人民币即期汇率走强。一方面,国内经济基本面持续向好,另一方面,欧洲央行继续释放流动性,全球范围流动性依然宽松。在贸易顺差和FDI保持较高水平、境内外利差依然较高以及人民币升值预期犹存的背景下,人民币即期汇率短期仍面临一定升值压力,但同时也需关注美元走强以及中间价稳中有降而形成的阻力。(葛春晖)

开行下周招标四期固息债

国家开发银行7月31日公告称,定于8月5日增发2014年第15期、第19期以及发行2014年第20期、第21期金融债券,计划发行额分别不超过40亿元、60亿元、50亿元、50亿元,发行总量不超过200亿元。

国开行今年第15期债券为10年期固息品种,票面利率4.90%,起息日为6月12日;第19期债券为5年期固息品种,票面利率4.92%,起息日为7月24日;

第20期、21期债券分别为3年期、7年期固息债券,按年付息,起息日均为8月7日。四期新债均为8月7日缴款、8月13日上市,增发债券上市后对应的原债券合并交易。

招投标方式方面,本次增发的2014年第15、19期债券采用单一价格(荷兰式)招标方式,本次发行的2014年第20、21期债券采用单一利率(荷兰式)招标方式。(葛春晖)

两银行今发同业存单

中信银行、东莞银行公告称,各定于8月1日发行一期同业存单。

中信银行将发行的是该行今年第17期同业存单,期限3个月,计划发行10亿元,将采用报价发行方式,发行价格为98.8538元,息票类型为零息,参考收益率为4.6002%,经大公国际评定,中信银行主体信用等级为AAA。东莞银行发行的是该行今年第1期同业存单,期限3个月,计划发行10亿元,采用

报价发行方式,息票类型为零息,发行价格为98.8292元,参考收益率为4.7000%。经中诚信国际评定,东莞银行主体信用等级为AA。

据Wind截至7月31日的统计,今年以来银行间市场累计发行同业存单142只、1847.2亿元。据市场人士称,随着同业存单发行主体不断扩围,期限机构不断丰富,定价正日益显现差异化,对同业存款替代效应已初步显现。(张勤峰)

三券商下周发短融

国泰君安证券、西部证券、齐鲁证券7月31日分别公告,各定于8月5日招标发行一期短期融资券,发行金额分别为35亿元、10亿元、6亿元。

上述三期短融均为90天期品种,固定利率,发行利率通过招标系统招标决定;发行上市时间安排一致,均为8月5日招标,缴款日、起息日、债权债务登记日为8月6日,上市流通日为8月7日;均不设担保,经中诚信国际评定,国泰君安证券主

体信用等级为AA+级,齐鲁证券主体信用等级为AA+,西部证券主体信用等级为AA,相应短融券的债项信用级别均为A-1。

经过6月的短暂低迷之后,7月以来伴随资金面预期持续好转,证券公司短融发行热情也稳步回升。据Wind统计,今年7月银行间市场累计发行证券公司短融券23只,发行金额合计330亿元,较6月的13只、214亿元有显著增长。(葛春晖)

中诚信调升未来科技城公司评级

中诚信国际日前发布了对北京未来科技城开发建设有限公司的跟踪评级,将未来科技城公司的主体信用等级由AA调整为AA+,评级展望维持为稳定。

中诚信国际表示,此次调升未来科技城公司信用等级主要基于以下原因:昌平区发达的区域经济和财政实力为公司提供了良好的发展环境;未来科技城的建设得到了中组部、北京市政府和昌平区

政府在资本金注入、项目资金拨付、资源配套等方面的大力支持,且昌平区政府和昌平土储中心将最终承担未来科技城开发资金,公司获政府支持力度很大;未来科技城项目进展顺利,已初具规模。未来,公司将重点推进未来科技城公共配套设施经营性用地的出让事宜,同时,将参与未来科技城内的房地产二级开发,这些都将使公司收入得到进一步保障。(张勤峰)

鹏元调整上陵实业评级展望为负面

鹏元日前发布了对宁夏上陵实业(集团)有限公司的跟踪评级。

鹏元指出,跟踪期内随着公司业务范围不断扩张,逐渐形成了多元化经营格局,收入来源较多;公司牧业业务和工程施工业务发展较好,规模进一步扩大;资产抵押担保及银行流动性支持为本期债券本息偿付提供了较好保障。同时,鹏元也关注到公司各主体业务关联度低,使公司资金和

管理较为分散,难以形成规模优势;受上陵广丰和上陵丰田出售的影响,公司汽车销售业务规模大幅下滑;同时公司在建房地产项目投资金额较大,使公司面临一定的资金风险;公司资产中存货和投资性房地产占比较高,整体流动性一般;公司有息负债规模较大,存在较大的偿债压力。

综上,鹏元维持公司主体长期信用等级AA-,评级展望调整为负面。(张勤峰)

金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年7月31日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.12%,较修正后的上期数据上行0BP。数据来源:金牛理财网

鹏元: 调升吐鲁番国投评级

鹏元日前发布了对吐鲁番地区国有资产投资经营有限责任公司的跟踪评级。鹏元指出,跟踪期内,吐鲁番地区经济继续保持较快增长,财政实力稳步增强;公司收入、综合毛利率、利润等均保持较快增长,同时,当地政府继续在资产注入与财政补贴等方面给予公司有力支持。值得关注的是,吐鲁番地区经济总量仍然偏小,地方经济有待进一步发展;吐鲁番地区财政收入对上级补助的依赖性较大,财政自给能力有待提高,同时地区本级财政收入总量偏小;公司在建项目规模较大,存在较大的资金压力;公司资产主要集中于土地资产,且部分已用于抵押,整体资产流动性一般;经营活动现金流表现较差,有息负债规模进一步攀升,偿债压力有所加重;此外,公司存在对外担保,面临一定或有负债风险。

综上,鹏元将公司主体长期信用等级由AA-调整为AA,评级展望维持为稳定。(张勤峰)