

正回购“量增价稳” 资金面继续趋松

# 8月资金价格中枢或小幅下移

□本报记者 王辉

在上周四重启14天期正回购之后,本周二央行继续开展了300亿元该期限正回购操作。值得注意的是,虽然周二正回购规模较上周四有所放量,本周公开市场也有望再次实现净回笼,但当日银行间资金面仍延续了趋稳态势。分析人士表示,考虑到8月资金面扰动因素较少,而且预计在短期内央行会在控制货币投放总量的同时压低基础利率,相较于7月而言,8月份市场资金面有望明显趋松,资金价格中枢也将出现小幅下移。

## 14天期正回购操作小幅放量

本周二(8月5日),央行在公开市场进行了300亿元正回购操作,期限仍为14天,交易量较上周四的260亿元有所放大,中标利率则持平于3.70%。市场人士表示,昨日公开市场操作情况表明,14天期正回购在上周四复出后,有望成为未来较长时间内的常态化操作工具。

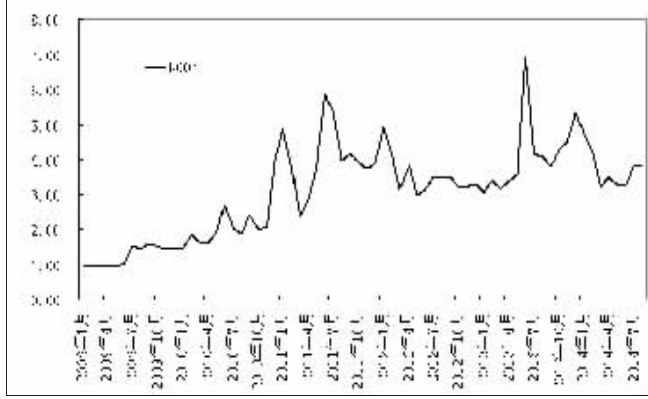
据WIND统计,本周公开市场共计到期资金300亿元,其中周二、周四分别有100亿元、200亿元资金到期。在周二300元正回购操作之后,全周到期资金已全部提前对冲完毕。周四央行如果继续开展例行操作,则本周公开市场将出现连续第二周资金净回笼。

分析人士表示,虽然昨日央行正回购出现温和放量,且全周净回笼几成定局,但考虑到未来几周公开市场到期资金的滚动因素,操作情况仍符合市场预期。最新统计数据显示,从下周开始的未来五周内,公开市场单周到期资金量依次为640亿元、310亿元、150亿元、0亿元、0亿元。较少的到期资金乃至无资金到期,将对届时的公开市场操作带来较大困难。在此背景下,现阶段正回购操作出现一定幅度的放量,也在情理之中。

## 8月资金面有望环比趋松

在公开市场回笼出现温和放量并提前对冲了全周到期资金,且面临月初存准补缴扰动的情况下,周二银行间市场资金面依旧运行平稳,主流品种资金价格均出现小幅下滑。数据显示,当日银行间市场隔夜、7天、14天、21天、1个月、2个月期限的质押式回购加权平均利率分别为

银行间7天质押式回购利率月度均值变动



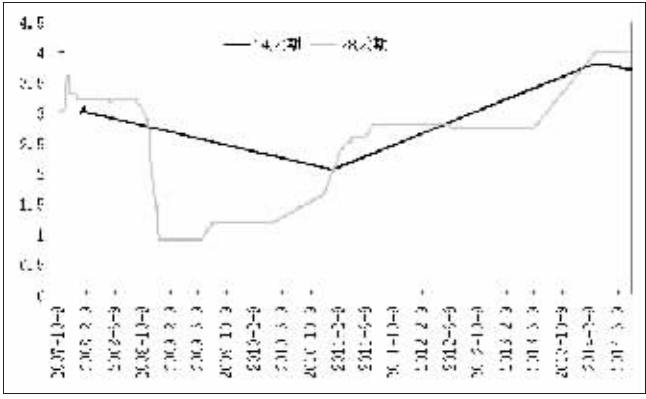
3.09%、3.66%、4.01%、4.18%、4.21%和4.40%,除21天和1个月期限的资金价格小幅走高外,其余品种资金利率均环比下降。其中,主流隔夜和7天期回购利率较周一分别下跌9BP和15BP,7天品种更跌至7月8日以来的近一个月低位。

进入8月份以来,银行间市场资金价格震荡下行的特征不断凸显。截至昨日,主流7天期回购利率已是连续第三个交易日下行。目前市场主流观点均认为,8月份市场资金面有望进一步趋松,资金价格中枢或较7月份小幅下移。7月份,由于新股申购、财税缴款、大行分红,特别是机构资金面预期一度转向悲观的影响,资金面宽松程度差于预期,7天期回购利率的月度均值达到3.85%,高出6月均值达54BP。

东北证券本周表示,上周四14天期正回购利率的下调,已经释放出流动性宽松的的信号,势必将引导市场资金利率下行,预计8月份主流7天期回购利率波动中枢在3.5%左右。该机构同时认为,考虑到政府降低融资成本的现实性,未来不排除有定向降息的可能。南京证券也认为,正回购期限缩短、利率下行的政策信号,主要在于平衡、微调,通过出台一些更趋灵活的政策,引导市场适度宽松的预期。

此外,对于8月份市场资金面的整体供需情况,市场观点普遍认为,在新债供应环比7月有望明显回落、新股申购和财税缴款等资金需求扰动压力下降的背景下,即使不考虑政策调控因素,市场流动性也将有望实现“暖平衡”。如果再结合管理层持续降低社会融资成本的宏观政策导向,8月份资金面的宽松程度预计将强于7月份。

央行14天期和28天期正回购操作利率走势



## ■观点链接

### 海通证券: 政策引导 宽松未变

虽然7月最后一周公开市场结束了连续多周的净投放,但是央行下调了正回购利率10BP。价比量更有指导意义,公开市场方向只是基础货币投放的一个方面,不能把公开市场净投放与流动性宽松完全划等号。而降低正回购利率表明央行响应政府号召,有意维持货币市场低利率从而降低社会融资成本的政策意图,我们认为8月政策面将延续前期偏宽松格局,但是在货币超增格局下,宽松幅度有限。

### 第一创业: 货币宽松空间有限

二季度货币政策执行报告对社会融资成本进行了详细论述。总体而言,报告认为社会融资成本高是结构性问题,而货币政策作为总量政策效果不大。我们认为,定向宽松货币政策仅能对金融机构产生边际上的激励作用,很难达到调整结构的目的。本次央行在货币政策执行报告中对融资成本问题中的结构性因素大书特书,意味着货币政策全面宽松的可能性很小,下半年仍将以定向宽松为主。

### 中信证券: 隐形利率走廊悄然形成

将《二季度货币政策执行报告》与央行相关报告结合起来看,央行重点透露了以下信息:(1)央行价格型调控思路已经成型,即隐含的货币市场利率走廊+降低

货币市场波动性,我们认为利率走廊R007利率中枢为3.5%;(2)货币投放走向超级结构主义,从粗放的“唯溉渠”模式走向节水的“滴灌喷灌”模式,改变货币投放结构,实现量平价降的效果;(3)新常态下,经济由过去的地产+投资驱动为主,走向后工业化增长新经济增长模式,经济增长周期、资金成本周期、地产泡沫周期、通胀周期、汇率周期等五大周期的同步性减弱,宏观经济将呈现波动区间收敛、增长通胀温和的特征;(4)降低社会融资成本,后续政策组合将在国务院顶层设计的框架下展开,央行的主体任务是量平价降,即总量适度、结构优化、降低资金波动性和降低无风险利率。

### 瑞银证券: 总量放松非央行首选

短期来看,央行下一阶段主要政策思路还是综合运用数量、价格等多种货币政策工具来保持货币市场稳定。二季度货币政策报告已经表明,央行并不希望大量使用总量放松的货币政策,在目前经济数据企稳的情况下,央行使用数量工具的意愿进一步降低。另一方面,值得注意的是,信贷的快速增长以及外汇占款流入的下降,势必给货币市场造成压力,同时实体经济的融资成本仍处于较高水平,央行的利率传导走廊尚未有效发挥作用,因此央行继续运用数量工具的可能性也不能完全排除。预计短期内,央行还是会继续运用价格调节和窗口指导手段来引导货币市场和贷款利率下行。

# 正回购“降价”空间有限 债市仍是震荡市

□国海证券 范小阳

本周二,央行再次使用14天正回购,本周很可能再现净回笼,但是正回购利率并没有继续下调。综合各因素分析,央行的首要意图可能是为下半年的公开市场腾挪到期量,期限缩短和价格下调是稳定市场预期的附加动作,未来央行可能会维持地量净回笼的力度,但价格下调空间并不大,调整的节奏也会偏慢。由此看来,债券收益率大幅下行的空间依然没有打开,区间震荡的格局可能还将维持一段时间。

央行利用14天正回购进行净回笼的操作意图,可能主要在于“量”。从目前情况看,9月份以后的公开市场只有两只3年期央票到期,规模合计400亿。到期量

的急剧下降,将会削弱央行对市场的控制力,而启动逆回购的信号意义又过于强烈,不符合“宏观政策要稳”的基调,在有腾挪空间的情况下,央行还是会尽量避免使用逆回购。因此,当前加大正回购规模是较为现实的选择。

缩短正回购期限和下调正回购利率,可能是配合公开市场净回笼的动作,以避免对市场造成太大的冲击,因此并没有包含很强的主动降低融资成本意图。未来正回购利率可能会继续下调,但是下调空间不大,调整节奏也会比较慢。

从连续性最好的28天正回购利率来看,今年以来4%的28天正回购利率高于历史最高点,比2007年的3.6%还要高,而2007年至今市场已经经历了基准利率下

调、GDP增速放缓的重大变化,因此4%的水平明显偏高,适度下调14天或28天正回购利率是符合宏观背景的正常调整。从历史统计规律看,央行连续下调正回购利率的概率还是比较大的,所以未来央行正回购利率下调也可能会具有持续性。

但是,14天正回购利率从3.7%继续下调的空间并不大。一方面,外围流动性趋于收紧,国内公开市场到期量减少,而央行对经济较为乐观,今年完成7.5%的增长目标压力不大,下半年资金利率水平可能会较上半年略有抬高,预计R007在3.5—4%的区间;另一方面,从货币政策执行报告来看,央行对总量型放松政策的使用依然会比较谨慎,定向调控政策将是主要手段,正回购利率连续下调

可能会向市场传递出总量宽松信号,未必是央行主动寻求的结果。因此,正回购利率即使有下调,可能也是配合性的,下调空间不大,而且调整的间隔时间会比较长,经常是走走停停。

首次下调正回购利率对债市已经产生了明显的刺激,但未来下调空间可能不大,调整间隔也可能会有比较长,这一因素对市场的刺激会逐渐钝化,收益率大幅下行的空间很难被打开。而且,连续地量净回笼虽然短期内不会造成太大的冲击,但是累积效果带来的扰动需要关注,特别是在季末或IPO的时点。总的来说,央行的态度和操作还没有改变收益率区间震荡的判断,现在债券市场表现仍很差,定向调控政策将是主要手段,正回购利率连续下调

# 江西债中标利率比肩国债

## 非市场化因素致自发自还地方债定价同质化

57.2亿元、42.9亿元和42.9亿元,5年和7年品种利息按年支付,10年品种按半年付息。据中债登公布,上述5年、7年、10年期债券的中标利率分别为4.01%、4.18%和4.27%。与最新银行间国债国债中债收益率相比,此次各期江西债与同期限国债均只有约2bp的利差。另据市场人士透露,上述三期债券的投标倍数分别为2.43、2.40和2.31。

江西是继广东、山东和江苏之后,今年第四个发行自发自还地方债的省份,也

是首次由经济欠发达的中西部省份(自治区)发行该类债券。然而从招投标结果来看,江西债利率依旧比肩国债,与先前完成该类地方债发行的东部省份并无明显差异,进一步凸显出地方债自发自还试点中非市场化因素对定价的干扰。

资料显示,经国务院批准,今年山东等10个省(市)列入地方政府债券自发自还改革试点,目前已发行或披露发行文件的广东、山东、江苏、江西、宁夏五地自发

自还地方债均获得AAA的最高评级。而在今年已完成自发自还地方债发行的四省份中,山东债中标利率低出同期限国债20bp左右,其余三省地方债的定位基本与同期限国债接近,均远低于财政部代发代还的地方债。

中债网8月5日公布信息显示,财政部今年代理发行的第六期3年期、第七期5年期和第八期7年期固息地方政府债券的最终票面利率分别为4.15%、4.28%、4.50%。

# 缺乏方向指引 债市小幅震荡

于二级利率水平。各种因素交织下,债市所受影响较为中性,整体呈现窄幅震荡。

现券市场收益率早盘小幅上行,午盘后逐步回落,整体成交有所放量。国债方面,10年期成交在4.25%附近,5年期成交在3.97%附近,1年期成交在4.71%,政策性金融债方面,受一级招标影响,同期限品种成交活跃,收益率小幅下行,如10年期成交在5.19%下行至5.13%。信用债成交较为活跃,短融成交较多,AA附近券种和收益率有所下行,如7个月的14洋河CP001成交在

4.82%—4.80%,较长的高等级券种较受青睐,如14大唐集SCP006成交在4.65%;中票交投有所增多,中高等级券种是关注重点,如不到1年的12中外贸MTN1成交在4.80%,不到3年的14船重MTN001成交在5.24%,4年多的14株城发MTN001成交在6.67%;企业债方面,收益率整体略降,中等期限中等评级的券种较受关注,如AA券种13福如东海债成交在6.97%。

短期来看,由货币供应刺激的经济短暂企稳还将延续,随着宏观数据的持续改

善,资金价格仍难进一步下降,中长端利率仍在震荡上行。信用债表现好于利率债,由理财资金推动的各项需求成为年初以来的较强支撑,但随着部分企业被下调评级或展望调整为负面,市场对于信用债看法不一,部分机构关注低等级债的信用利差,部分机构维持观望或继续降杠杆。从实际操作情况看,央行较好地坚持了二季度货币政策报告中“总量稳定、结构优化”的基调。债市静待M2等数据公布,以期从中得到进一步方向指引。

## 国开行新债中标利率符合预期

8月5日,国家开发银行招标准发行四期固息金融债券,中标情况显示机构需求平稳,中标收益率基本符合预期。

四期国开行新债分别为增发的2014年第十五期10年期、第十九期5年期及新发的第二十二期3年期、第二十一期7年期债券,均为固定利率品种。据市场人士透露,此次国开行3年期债券中标利率为4.69%,认购倍数3.22;5年期债券中标收益率为4.8978%,认购倍数2.67;7年

期债券中标利率5.10%,认购倍数3.06;10年期债券中标收益率5.1556%,认购倍数4.81。此前机构对上述新债给出的预测均值分别为4.68%、4.86%、5.09%、5.15%,各期债券中标收益率与市场预期相差不大。

交易员表示,昨日国开债招标需求尚可,主要得益于大行配置户的支持,但由于缺少显著的利好,交易户参与热情不足,一级利率欠缺下行的动力,市场谨慎观望情绪依旧比较浓。(张勤峰)

## 口行8日招标两期金融债

中国进出口银行5日发布公告,定于8月8日通过中国人民银行债券发行系统,招标发行第四十九期和第五十期金融债券。

口行第四十九期金融债券为该行2014年第四十七期3年期固息金融债的增发债券,按年付息,票面利率为4.6914%,发行金额不超过60亿元,起息日为2014年8月5日。第五十期金融债券为7年期固定利率金融债,按年付息,发行金额不超

过60亿元,起息日为2014年8月12日。

第四十九期债券以全价价格招标方式发行,采用多重价格中标(美国式),发行价格通过竞标确定;第五十七期债券采用多重利率中标(美国式)方式;两期债券招标时间均为8月8日,缴款日为8月12日,上市流通日为8月18日。两期债券均无基本承销额度,第四十九期上市后同原债券合并交易。(张勤峰)

## 中行8日发行300亿二级资本债

中国银行日前公告,定于8月8日招标发行该行2014年二级资本债券。

本期二级资本债券计划发行300亿元,为10年期固息品种,在第5年末附有前提条件的发行人赎回权,同时附有减记条款,不含提前或递延兑付条款。本期债券固定利率,按年计息,票面利率通过招标发行的方式确定。时间安排方面,招标日为8月8日,缴款日、起息日为8月11日。经大公国际评定,本期债券的信用级别为AAA级,发行

人主体评级为AAA级。

2013年《商业银行资本管理办法(试行)》实施后,监管层推出了创新型二级资本工具来取代次级债。面对日益迫切的资本补充需求,今年以来,银行发行二级资本债券的兴趣明显提升。8月4日,工商银行刚刚启动200亿元二级资本债券的发行。而据Wind统计,截至8月5日,今年已发行或已披露发行文件的商业银行二级资本债达到17只,发行总额合计1934亿元。(张勤峰)

## 六家银行今日齐发同业存单

农业银行、民生银行、宁波银行、兴业银行、杭州银行、平安银行5日分别发布公告,各自定于8月6日发行新一期同业存单,各期计划发行金额均为10亿元,合计金额达到60亿元。

农业银行今年第11期同业存单期限1年,固息,票面利率4.76%;民生银行今年第11期同业存单期限1年,零息,发行价格95.3743元,参考收益率4.8500%;宁波银行今年第4期同业存单期限9个月,零息,发行价格96.4785元,参考收益率

4.8801%;兴业银行今年第24期同业存单期限3个月,零息,发行价格98.8537元,参考收益率4.6002%;杭州银行今年第2期同业存单期限3个月,零息,发行价格98.8292元,参考收益率为4.7000%;平安银行今年第2期同业存单期限3个月,零息,发行价格98.8538元,参考收益率4.6002%。

据Wind统计,截至8月5日,今年累计已发同业存单152只,发行总额达1947.20亿元。(葛春晖)

## 中债资信调升深圳地铁主体评级

中债资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告,将深圳市地铁集团有限公司主体信用等级由AA+调升至AAA-,评级展望维持为稳定。

中债资信表示,跟踪期内,公司经营风险保持很低水平,财务风险较低,政府支持力度明显增大。跟踪期内,公司营业收入保持较快增长,首次实现经营性盈利,未来经营获利规模仍有望增长。虽然目前偿债指标表现仍很差,但物业开发收益的逐步实现以及财政资金的到位,有望改善未来偿债

指标表现。跟踪期内,深圳市政府向公司新增注入大规模土地资产,用以物业开发来平衡地铁建设的资金需求,且明显加大了财政资金支持力度,具有很强增信作用。此外,公司是深圳市唯一的轨道交通投融资主体,政府支持意愿很强,因而在面临债务危机时获得深圳市政府特殊性支持的可能性很大。

中债资信表示,评级结果反映公司偿还债务的能力极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。(葛春晖)

## ■新债定位| New Bonds

| 14附息国债13(续一) |       | 预测中标利率区间:[4.11%,4.16%] |            |      |       |
|--------------|-------|------------------------|------------|------|-------|
| 债券期限         | 7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)价格招标  | 招标日  | 8月6日  |
| 起息日          | 7月28日 | 缴款日                    | 8月11日      | 手续费率 | 0.10% |

国海证券:本期债券手续费、缴款等因素影响约1.5BP。近期7年期国债收益率比较稳定,考虑到国债刚性配置需求较多,本期债券期限较好,趋近于二级市场,预计本期债券中标价格区间为99.64—99.82元(对应参考收益率4.1527%—4.1221%)。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交易性机会。

第一创业:7月汇丰服务业PMI大幅下滑至2005年11月以来最低水平。此前公布的7月官方非制造业PMI亦出现下跌。今年服务业与制造业的走势基本背离,反映了经济自身增长动能不足,制造业回暖中政

策因素起主导作用。未来经济复苏仍有赖于政策支持。预计本期债券中标价格为99.66—99.89元,对应的中标收益率为4.11%—4.15%,边际中标收益率或高2—4BP。

国信证券:近期市场整体情绪偏好,上周没有国债招标,但政策性银行债招标结果尚可,短端优于长端。近期利好债市的实质性因素不算多,但央行货币政策报告基调还是比较乐观。综合看,预计本次招标结果会略低于二级市场和估值水平。预计中标区间为4.12%—4.18%,建议配置型机构在4.12%—4.16%投标,交易型机构在4.16%—4.18%区间博取边际。(葛春晖 整理)

□中银国际证券 斯竹

周二(8月5日),由于银行类机构月初缴准,早盘隔夜资金一度供不应求,但主流资金利率延续下行,银行间质押式回购隔夜、7天加权利率分别下跌9BP、15BP,反映机构预期依旧平稳。此外,7月汇丰服务业PMI陡降,创2005年11月有纪录以来最低;央行在公开市场进行了14天正回购操作,利率持平、规模变大,单日净回笼100亿元人民币;国开行四只新债招标结果略低