

净回笼≠收紧 资金面趋松未变

□本报记者 张勤峰

央行周四开展200亿元14天正回购操作，锁定公开市场连续第二周资金净回笼。不过，公开市场净回笼对当日货币市场流动性几无影响，资金利率多数延续下行态势，资金结构性紧张状况有所缓解。分析人士表示，不能简单地将公开市场净回笼与收紧流动性划等号，总体上看，当前货币政策“总量稳定、结构优化”取向不变，未来资金面大概率将呈现均衡偏松态势。

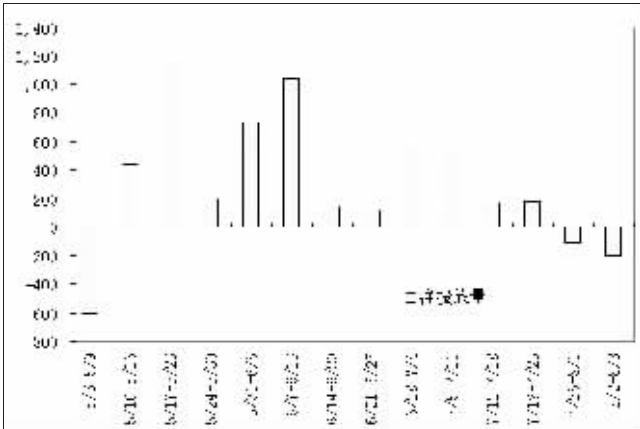
净回笼无碍资金利率走低

公告显示，央行周四继续开展了14天正回购操作，交易量200亿元，中标利率持稳于3.7%。由于周二的央行操作已提前完成对周内到期资金的冲销，因此本周公开市场操作最终实现200亿元净回笼，为近期连续第二周净回笼。据Wind数据，本周公开市场共有300亿元正回购到期，央行周二、周四分别开展300亿元、200亿元的正回购操作，期限均为14天。

数据显示，上周央行公开市场操作实现净回笼110亿元，为5月中旬以来的首次净回笼。与上周二、周四分别开展28天、14天正回购操作相比，本周14天正回购完全取代28天正回购，使得公开市场资金冻结期限有所缩短。

有交易员表示，鉴于央行周二已完成对到期资金的冲销，因此出现资金净回笼在意料之中。同时，考虑到资金冻结期限缩短，且周四的操作量调降，连续两周公开市场净回笼对资金面总体影响有限。

央行公开市场操作连续两周净回笼

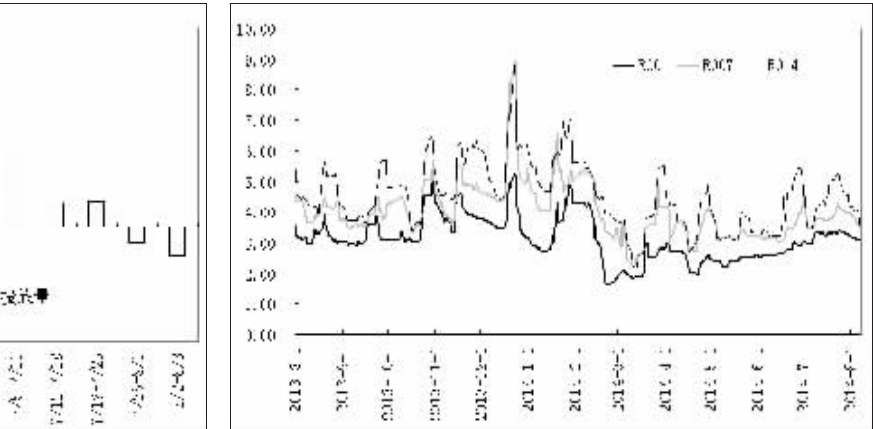


从货币市场反应看，周四资金利率多延续下行走势。当日银行间质押式回购市场上，1个月以内各期限利率全线走低，其中隔夜利率加权值续跌2BP至3.05%，7天利率加权值跌6BP至3.50%，短期资金供给较周初有所改善；14天、1个月等品种利率下行更为明显，其中14天回购利率加权值跌至3.53%，与7天品种已非常接近。

资金面将均衡偏松

央行公开市场连续净回笼难免对市场心理造成一定影响，但分析人士认为，不可简单地将净回笼理解为流动性总量收缩，而应该与近期外汇资金流动及央行定向调控政策结合起来考虑，总体上看，当前货币政策收紧的可能性微乎其微，货币市场流动性大概率将呈现均衡偏松的格局。

银行间市场主流资金利率稳中有降



有银行债券交易人士表示，近期央行公开市场出现净回笼，可能是考虑到季节性扰动因素减少、资金面相对宽松的背景下，此举有助于平滑未来到期资金分布，且净回笼规模不大，对资金面总体影响有限。另外，公开市场操作只是央行吞吐基础货币的一种渠道，不能简单地将公开市场净回笼与收紧流动性划等号。

值得注意的是，近期人民币连续升值，预示外汇占款增量可能有所改善，若将之与公开市场净回笼结合起来分析，央行流动性投放可能只是从“左手”换到“右手”，政策取向与流动性总量实际并无变化。而且即便外汇占款依旧低迷，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也非常明显，公开市场净回笼也并不意味着流动性总量在收紧。

有鉴于此，分析人士认为，未来央行公开市场继续间歇性甚至阶段性的净回笼不是没有可能。以期限更短的14天正回购取代28天正回购，恰恰就说明央行尽可能地降低了净回笼对资金面和市场情绪的冲击。

当然，按照目前主流的市场看法，由于经济触底回升的迹象越发明显，未来货币政策全面放松的可能性进一步降低，而是将更加关注“总量稳定、结构优化”。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，因而总体上看，未来资金面还将以稳为主、均衡偏松。

信用事件频现

债市违约风险不会“星火燎原”

□本报记者 王辉

近期信用债市场违约风险事件频发，银行间、交易所债市的个别短融、公司债、私募债等相继暴露出较大的违约风险。在此背景下，市场各方开始思考这些违约事件是否只是冰山一角、会否进一步引发信用债市场的系统性风险。上海证券研究所总经理助理兼宏观策略部首席分析师胡月晓、广发银行金融市场部利率及衍生交易主管欧阳健认为，当前的违约风险事件不具有传染性，债券市场爆发大面积信用风险的概率很小。

现阶段违约风险事件不具传染性

主持人:华通路桥短融等债券信用风险事件近期频出，信用债市场是否会大面积爆发类似违约风险？

胡月晓: 目前中国的债券市场进入了一个违约事件高发但系统风险仍能保持稳定的时期，现阶段的相关风险事件可以定性为“离散性风险事件”，即违约的发生不具有传染性。“离散性风险”上升时期的到来，在很大程度上并不是经济周期的产物，而是中国经济发

展到一定阶段的产物，未来3—5年债市都将处在这个时期。这个时期的风险表现特征是：风险暴露增多、以技术违约为主、低传染性。对债券市场的投资来说，信用风险主要表现为“踩雷”风险。整体而言，经济周期底部阶段，违约事件会增多，但不会大面积爆发。

欧阳健: 信用债券市场的发展需要有违约事件的出现，如果一直由政府兜底，风险积累会越来越严重，央行一直表示要打破刚性兑付。近段时间一些违约风险的涌出，只是打破刚性兑付路途中的一个小事件，预计后面还会继续发生。但另一方面，债券市场大面积爆发信用风险的概率应该不大。如果出现普遍性风险，就可以理解为出现危机了，这显然并非当局愿意看到的。

主持人: 目前违约风险较大的个券主要集中在哪些领域和哪些行业？如何有针对性地甄别个券风险？

欧阳健: 违约风险主要集中在民企领域，过剩行业也值得关注。不过，信用违约事件并不绝对会发生在某一个或某几个行业。相对而言，信用债投资还是要倾向于评级稍高、质地较好、有较大市场流动性的个券。

胡月晓: 经过30多年的高速增长，当前中国大部分行业都正进入发展相对平稳的成熟期，行业分化会成为未来重要特征。因此，先判断产业周期阶段，再自下而上的选择，可能是避免“踩雷”风险的有效途径。

下半年债市观点隐现分歧

主持人: 对下半年债市整体走势可以继续乐观吗？

胡月晓: 从近两年货币政策走向来看，2013年下半年是基础货币投放增加带动流动性趋松、但货币成本上升，2014年1至5月刚好相反；而从今年6月至今则是货币成本不变、货币投放上升。接下来货币环境又会进入基础货币投放减速、但货币成本再下降的阶段。上周四央行将14天期正回购操作利率下调10个基点，再次表明央行引导货币利率下行开始付诸行动。

考虑到货币成本决定着货币市场利率和利率基准曲线高度，在央行引导货币成本下降趋势不变、宏观经济持续平稳并低位徘徊的情况下，未来较长时间内债券市场的牛市基础也不会改变。就信用债市场而言，当前信用利差的变化

仅是技术性波动而已，经济和货币基本面并不构成对信用利差任何方向上的持续推动力，未来信用利差预计仍将呈现平稳波动态势。

欧阳健: 虽然管理层强调要继续降低社会融资成本，但央行也明确表示这是个结构问题，并非普遍放水可以解决的，而且普遍放水会有抬升物价等很多的副作用。因此，预计下半年货币政策还是会表现出相对稳健的态势。在这样的背景下，债券市场经过今年以来的大幅上涨之后，下半年的表现预计只能中性偏悲观。一方面，下半年经济增长没有明显压力，但由于假期、季度末、缴税等原因，货币市场预计还会容易出现习惯性的阶段紧张。另一方面，目前债市最大的支撑是央行授意国开行压制货币市场利率，但这种低利率可能造成投资者产生资金宽松的幻觉。就具体策略而言，建议下半年还是保持偏短久期，杠杆不要放太大，通过稳健操作抓住市场的超调机会。

（更多详细精彩内容，请点击观看中证面对面对话视频：<http://www.cs.com.cn/iclive/20140708/20140807/>）

CFTC货币期货持仓数据并非风向标

□韩会师

5月以来欧元对美元持续下跌，直至今日，看空欧元仍是市场主流观点，但所持论据常有似是而非之处。其中，美国商品期货交易委员会（CFTC）欧元空头持仓量就是较为突出的一个。

根据CFTC欧元兑美元货币期货非商业持仓数据，5月以来欧元空头持仓量从5月初的78,122份震荡上升至7月29日的164,637份，涨幅高达111%；与此同时，欧元兑美元多头持仓量从110,673份下滑至56,562份，降幅高达49%；空头进逼与多头撤退导致欧元由净多头转为净空头，且净空仓规模显著扩大。

由于CFTC非商业持仓主要反映缺乏商业背景的投机性基金的持仓情况，一般被视作反映大型投机资本情绪的重要指标。在多次经济危机中（如亚洲金融危机），投机资本已经证明其具有较强的市场影响力，因此当前CFTC欧元非商业持仓的净空头状态被众多分析师作为欧元将进一步大幅下滑的证据。其实，这是对CFTC持仓数据的严重误读。

首先，CFTC非商业持仓数据只代表部分市场参与者对市场走势的主观判断，其与市场实际走势并不完全一致。任何人都不具备预知未来的能力，实力雄厚的投机资本也不例外，

单纯根据CFTC数据判断货币走势可能犯重大错误。举例而言，2007年12月至2008年4月，CFTC欧元对美元货币期货非商业空仓规模大增，至4月29日空仓规模创历史新高，同期欧元非商业净持仓规模也由多头转为空头，但欧元汇率却并未伴随空仓力量的增强而贬值，反而在连续5个月的时间里基本保持强势，对美元累计升值大约6.4%。

其次，CFTC非商业持仓数据的运行趋势经常突然转向。换句话说，当非商业多头持仓（或空头持仓）达到阶段性的峰值水平之后，随之而来的往往是持仓量暴跌，这种看空或看多情绪由高涨到冷却的速度如此之快，经常令跟风者措手不及进而损失惨重。举例而言，2012年二季度受欧债危机向西班牙、意大利等欧元区核心国家扩散影响，欧元解体的忧虑情绪快速升温，CFTC欧元对美元非商业空仓规模急剧上升，并在6月5日达到251,069份的历史峰值，欧元净空仓规模也达到214,418份的历史峰值，同期欧元对美元震荡下滑，从1.33上方最低跌穿近1.23。但就在市场对欧元的悲观情绪极度高涨之际，CFTC欧元对美元空仓规模暴跌，四周之内下滑约30%，欧元贬值动能也随之弱化，并在7月下旬从1.21附近展开反弹。若投资者在6月大举跟进做空欧元，结局可能

十分悲惨。

再次，2013年以来投机资本的押注规模已经明显萎缩，投机盘对汇率走势的影响力明显弱化。大规模的投机押注需要重大的市场风险事件相配合。雷曼公司倒闭之前，CFTC欧元非商业空仓规模基本在5万份以下。2008年金融海啸、2010年欧债危机爆发以及2012年欧债危机向西班牙和意大利扩散令CFTC欧元非商业空仓规模连续三次创出历史新高，2012年6月5日的峰值达到251,069张。但时过境迁，随着欧债危机炒作热潮褪去，由于缺乏新的炒作热点，投机资本的押注规模明显下降，特别是欧元做空力量严重削弱。2012年，CFTC欧元非商业空仓头寸周平均值约为15.32万份，今年1—7月该数值仅约8.99万份，下滑约40%。投机资本参与热情的下降，自然使其对欧元汇率波动的影响力下滑，这也是2013年以来欧元波动率明显下滑的重要原因。

总体而言，CFTC货币期货持仓数据作为反映投机情绪的重要指标，其波动虽然对预测币值升贬具有重要的参考意义，但并非汇市波动的指南针，目前欧元非商业空仓数据的高企与其后市是否大幅贬值并无必然联系，过度跟风可能作茧自缚。（作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点）

人民币即期汇率盘中突破6.16

8月7日，人民币兑美元即期汇率延续近期走强势头，盘中一度突破6.16关口并再次刷新四个半月以来的最高点位。市场人士表示，继6日强势反超中间价之后，人民币兑美元即期汇率走势未来一段时间有望继续强于中间价，但短期升值空间或已有限。

据中国外汇交易中心公布，8月7日人民币兑美元汇率中间价报6.1670，较上一交易日小涨11基点。隔夜国际外汇市场上，美元指数盘中创下81.71的近11个月新高后出现回调，最终收报81.42，全天下跌0.15%。

境内即期外汇市场方面，6月初以来人民币兑美元即期汇率走势持续强于中间价，7月下旬以来更是出现一波快速上涨。8月6日，人民币即期汇价在时隔5个月之后重新反超中间价。7日，人民币即期汇率早盘高开高走，一举突破6.16整数关口，最高摸至6.1561，再创3月18日以来的新高，但此后随着购汇盘不时涌出，

农发行三期新债需求平稳

中国农业发展银行8月7日招标三期固息增发金融债券，中标收益率与市场预期相符。市场人士表示，尽管债券市场陷入持续震荡，投资者分歧较大，但这并不妨碍吃票息的刚性配置户出手，使得近期利率产品发行定价大都处在市场预期水平附近。

农发行昨日招标的是该行今年第32期2年期、第36期1年期及第38期3年期固息金融债券的增发债券，发行量各不超过50亿元。据市场人士透露，此次1年期农发债中标收益率为4.2609%，全场投标倍数为

汇价震荡回落，尾市收于6.1619，未能守住6.16关口。不过，该收盘价仍较上日走高14基点或0.02%，为3月17日以来的最高收盘水平。

分析人士表示，考虑到近两个月中国经济复苏提振投资者信心，中短期国际资本显著回流，客盘时点性大额购汇需求减少等因素，未来一段时期人民币即期汇价有望继续强于中间价。

不过，有市场人士表示，经过前一阵快速上涨后，短期内人民币升值步伐或将放缓。一是即期汇率在6.16附近面临技术性阻力，这从昨日汇价突破6.16后购汇盘持续涌出可见一斑；二是，7月份经济数据即将密集公布，市场谨慎情绪有所抬头。另外，有分析人士指出，美国经济表现靓丽、欧元区经济相对欠佳以及乌克兰地缘危机引发避险需求等因素，仍对美元中期走强形成有力支撑，在此背景下，人民币汇率进一步升值的幅度也将相对有限。（葛春晖）

财政部公布

第五次地方债代理发行计划

财政部7日在中债网发布通知，公布2014年第五次地方政府债券代理发行计划。通知显示，本次财政部代理发行的地方债分为3年期、5年期两个品种，金额合计489亿元，均定于8月15日招标。

具体来看，本次3年期品种发行金额共242亿元，其中云南、厦门、辽宁、安徽、贵州、西藏各77亿元、6亿元、40亿元、69亿元、45亿元、5亿元、2亿元、3亿元。

统计显示，今年6、7月份，财政部已四次代理招标发行共八期地方政府债，八期地方债的期限分别涵盖3年、5年和7年，发行额累计1886亿元。（葛春晖）

国开行12日增发四期固息债

国家开发银行7日公告称，定于8月12日增发2014年第15期、第19期、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。

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期债券为3年期固息品种，票面利率4.69%，起息日为8月7日；第21期债券为7年期固息品种，票面利率5.10%，起息日为8月7日。此次增发的四期债券均为8月14日缴款、8月20日上市，增发债券上市后同对应的原债券合并交易。

招投标方式方面，本次增发的各期债券均采用单一价格（荷兰式）招标方式，设置标位区间，不设立基本承销额。开行表示，本次发行所筹资金可用于支持棚户区改造、城市基础设施等项目建设。（张勤峰）

新世纪调降慈溪国控主体评级

上海新世纪资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，将慈溪市国有资产投资控股有限公司主体信用等级由AA+调整为AA，评级展望为稳定；维持该公司2012年度公司债券信用等级为AA+。

新世纪表示，2013年慈溪市经济稳步增长，财政实力继续增强，可为当地基础设施建设提供基础保障。不过，慈溪国控国土土地拍卖、房产销售和项目回购具有较强的周期性，2013年出现较

给予五家银行的主体信用评级分别为AAA、AAA、AA+、AA-、AA-。

据统计，今年以来已有39家银行披露2014年度同业存单发行计划，累计发行额度达到12995亿元。另据Wind统计，截至8月7日，今年累计已发同业存单179只，发行总额达2467.20亿元。进入下半年以来，随着更多中小银行加入同业存单发行队伍，此类银行负债类产品发行量呈现快速增长势头。与此同时，由于发行人资质呈现多层次化，同业存单利率曲线也更加完善，标志着利率市场化改革更进一步。（葛春晖）

大的经营亏损，盈利主要来源于政府补助。公司基础设施建设投入力度加大，加之关联方占用资金规模大、资金缺口显著加大，债务规模大幅增长，偿债压力持续加大。后续公司仍有较大规模的投资计划，投融资压力较大。

慈溪国控2012年公司债由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。新世纪认为，中投保资产流动性较好，可为本期债券的偿还提供一定保障。（葛春晖）