

# 央行公开市场重回净投放 多重投放齐现 宽松预期抬头

□本报记者 葛春晖

时隔两周之后，央行公开市场操作再现全周净投放。同时，本周货币市场流动性延续月初以来的向好趋势，主流资金利率继续稳步下移，新股申购形成的扰动十分有限。分析人士认为，7月数据显示经济下行压力仍大、托底需求犹存，预计未来货币政策宽松力度有望适度加大，货币市场利率有望进一步下行。

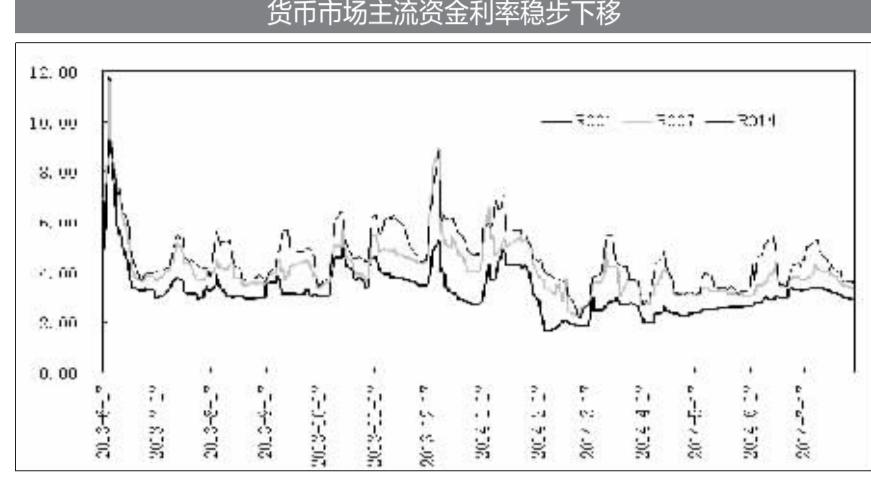
## 时隔两周再现净投放

公告显示，央行周四（14日）在公开市场继续开展14天正回购操作，交易量300亿元，中标利率持平于3.70%。

据Wind统计，本周公开市场到期资金共计640亿元，央行周二、周四分别开展200亿元、300亿元正回购操作，本周合计实现140亿元净投放。此前两周，央行公开市场操作连续小幅净回笼资金。市场人士称，央行公开市场重回净投放，有利于平抑新股申购给资金面带来的短期扰动，从而推动货币市场利率稳步下移。

数据显示，周四银行间市场主流资金利率延续稳中有降态势。质押式回购市场上，连续两只新股申购导致隔夜资金略紧，隔夜回购加权平均利率微涨1BP至2.90%；隔夜品种7天回购加权平均利率小降3BP至3.36%，再创6月20日以来的新低；14天品种跌14BP至3.47%，为一个月以来的最低水平。

本周三、周四各有一只新股申购，有



机构预计将冻结资金1500亿元左右。但从资金利率走势来看，资金面稳中趋松格局未受明显影响。市场人士表示，新股申购对于资金面的影响正逐渐下降，一方面，是投资者趋于理性，IPO重启初期的申购热情爆棚局面难以再现；另一方面，则是由于这段时间以来，货币市场资金面在管理层主动引导下日趋宽松，而且其他短期扰动因素相对较少，因此新股申购带来的资金面边际收紧效果有限。

## 利率下行可期

虽然本周公开市场净投放规模较小，且主要包含应对短期因素扰动的意味，但若与近期人民币汇率持续走强、外汇占款增长或有回升以及央行上周末增

加120亿元再贴现额度来看，在7月金融经济数据皆显疲弱的背景下，多重货币投放措施齐现，无疑传递出更多积极货币政策信号。

周三央行、统计局公布数据显示，7月我国新增人民币贷款3852亿元，为2010年1月以来的最低水平；当月新增社会融资额2731亿元，为2008年11月以来的最低值；7月社会消费品零售额增长12.2%，低于上月的12.4%和预期的12.5%；固定资产投资累计增长17.0%，同样低于上月的17.3%和预期的17.4%。

7月金融数据大幅低于预期，缘于基数偏高、季节性因素、存贷比约束、同业监管趋严、商业银行控制不良贷款率以及实体经济需求持续回落等多种因素影

响，而且央行表示，8月以来信贷呈现稳步增长态势。尽管如此，在众多机构看来，经济数据超预期回落，说明前期货币政策未能有效提升实体经济信贷需求，二季度以来的经济反弹动力或已不足，后期仍需各项政策多管齐下，才能刺激社会融资额的回升，进而稳定和推动经济反弹。

就货币政策而言，机构普遍认为，未来一段时间，货币政策有望延续中性偏松基调，宽松力度的提升值得期待。而在货币宽松的手段方面，由于当前M2增速仍高于13%的年初目标，众多机构认为主要的宽松方向将在于价格手段。海通证券报告指出，今年以来宽货币政策持续加码，但对解决社会融资成本过高、促进融资需求的作用仍不明显，要降低社会融资成本，意味着利率政策将发挥更大作用，可以选择的政策包括调低回购招标利率，对政策性银行定向再贷款或者降准降低长债利率，调低存款基准利率的可能进一步增加。不过，该机构同时认为，央行调整利率可能仍会先采取调整回购利率，降息的可能性与后续宏观经济数据的走向相关。

需要说明的是，有分析人士指出，价格型工具地位的提升，并不意味着数量型工具可以被忽视，由于建立有效的利率传导机制和利率调控框架仍待时日，而且数量型工具也可起到一定的价格调节作用，未来公开市场操作、再贴现、再贷款等货币投放工具有望继续被倚重。

## 利率政策主导时代来临

足。虽然近期国内权益类市场短线反弹幅度较大，但对5月下旬以来经济反弹的力度和持续性不可过于乐观，实体经济下行周期未结束，中国经济仍受以债务问题为中心的诸多问题的困扰，各种风险因素仍在积聚。总的来说，三期叠加之下国内中期经济增长动力不足、系统性风险仍在积累，客观上需要较低的名义和实际利率水平来对冲；而联储宽松政策退出并迈入加息周期，美元有望震荡走强、美元利率水平趋于上升，在其他条件不变时将降低国内外利差、促使人民币走弱、资本流出。若要维持汇率稳定，则需要国内利率水平跟随美元利率水平上升；若要稳国内经济增长、控金融风险，则要引导市场利率适当下行，而这不利于人民币走强，也不利于人民币国际化。显然国内外经济和政策走势的分化使得短期内我国将在利率政策和汇率政策之间面临艰难选择。

今年人民币利率与汇率之间这种跷跷板式共振现象，与中国经济短期走势变化关系密切，也侧面表明人民币汇率基本达到均衡水平。人民币未来已无大规模升值空间且其弹性将持续保持较高水平，人民币利率和汇率的走势将更多受到彼此的影响，央行汇率政策也将更多受到国内经济状况以及利率政策等的制约。

我国经济中期增长内生动力仍不

治本之策。

相比之下，避免资产端发生大的崩盘风险更为重要。这就需要政策当局保持相对独立的货币政策，始终优先根据国内经济形势的变化制定和执行货币政策，调节资金面和利率。这意味着，当系统性风险加剧时，需要将相对宽松的资金面和适当下行的利率水平作为优先目标，并增强对可能的人民币汇率有限贬值的容忍度，用政策腾挪的空间换取用改革化解存量问题的时间。

总之，中期视野内，央行在利率和汇率政策所面临两难抉择的首要着眼点在于防范系统性风险，为改革争取时间。而要防范资产价格破裂风险并消除持续的居民资产“人民币化”，短期的关键在于通过综合运用货币政策等政策工具稳住短期经济态势，但核心在于稳定中长期经济基本面，而这最终还是需要国内改革来化解积累的问题并挖掘经济增长的内生动力。

## 两券商19日发短融

国都证券、恒泰证券14日分别发布公告称，各定于8月19日招标发行一期短期融资券。

国都证券将发行公司今年第三期短融，期限90天，发行金额10亿元；恒泰证券将发行公司今年第二期短融，期限91天，发行金额7亿元。这两期短融均为固定利率，发行利率通过招标系统招标决定；8月19日招标，缴款日、起息日、债权债务登记日为8月20日，上市流通日为8月21日；两期短融均不设担保，经联合资信评定，国都证券主体信用等级为AA+，恒泰证券主体信用等级为AA，短融债项信用级别均为A-1。

据Wind统计，截至8月14日，今年银行间市场累计已发行证券公司短融券154只，发行金额合计2554亿元，比去年同期的69只/1773亿元增长显著。（张勤峰）

## 四银行今发同业存单

14日，光大银行等四家银行披露了七期同业存单发行公告，计划发行总额达65亿元。至此，本周已发或将发同业存单累计达到366.80亿元，再创单周发行量新高。

相关公告显示，光大银行将于15日发行一期同业存单，平安银行、兴业银行、上海银行则将各发行两期同业存单。据

Wind数据统计，本周已发或将发同业存单累计达到40期/366.80亿元，超过了上周破纪录的305亿元。

此外，西安银行及杭州联合银行14日双双披露了同业存单发行计划。西安银行今年同业存单发行额度为100亿元，杭州联合银行为20亿元。至此，今年已有43家银行披露2014年度NCD发行计划，累计发行额度超过1.3万亿元。目前NCD存量规模只有2000亿元左右，与发行额度相比还有很大差距，这意味着未来NCD仍将保持高密度的发行节奏。（张勤峰）

□中信银行金融市场部 胡明

在持续抬升的加息预期以及不断蔓延的避险情绪推动下，美元指数在7月创下了今年以来的最大单月涨幅，并刷新了年内新高。而进入到8月，美元指数则呈现出高位盘整的态势，波动幅度随之加大。与此对应，风险货币则维持着疲弱的阶段性底部整理态势。

无论从基本面还是从技术面来看，目前美元指数都进入到一个关键期，将在很大程度上决定是将反弹继续演化成为彻底的底部反转，还是再次回到年初以来的低位运行区间内蓄势待发。目前来看，美元指数由于经济与货币政策周期领先性引发的中期走牛行情难以撼动，但是8月是否能成为美元指数的反转节点还存在着一定的不确定性。

首先，美联储在8月并不会召开货币政策会议，而且缺乏重量级官员的讲话，这就意味着市场对于美联储的加息预期

难以进一步受到刺激。显然，美元指数前期的连续上行主要是得益于市场对美联储加息预期的抬升。在美国经济数据持续转好，美联储货币政策倾向有所转向的大背景下，投资者重新回到美元周期领先性这一交易逻辑中。不过，这一交易逻辑还处于初期阶段，需要更为明确的信息予以夯实，但8月的相关信息尚不够。

其次，近期地缘政治风险持续牵动投资者神经，金融市场避险情绪明显抬升，VIX恐慌指数大幅上涨，美元作为传统的避险货币受到青睐。显然，扑朔迷离的态势发展导致投资者对于地缘局势前景的担忧短期难以消退，市场可能陷入到持续的浓厚观望情绪之中。但是客观而言，无论是乌克兰局势还是大中东局势短期内急剧恶化的可能性都有限，继续大幅抬升市场避险情绪的可能性也不大。

最后，美元指数这一轮单边上行也得益于非美经济体自身的变化。一方面，欧元

区经济表现持续低迷，特别是市场对于第一大经济体德国的经济前景预期不甚乐观，对欧洲央行进一步采取类似于资产购买的宽松政策预期增强。不过，欧洲央行显然需要时间观察6月份推出的一系列措施的效果，短期资产购买计划难以成行。另一方面，对于前期因加息预期而受到支撑的英镑等风险货币而言，市场已经开始显露出现对现有汇价已经完全反映加息预期的思考。不过，它们的基本面并未出现实质性走差，短期难因基本面因素出现连续下行。

总的来说，目前影响外汇市场的多重因素持续转向对美元有利的方向，美元逐渐显露出中长期经济与货币政策周期的领先性，而且也得到市场的逐步认可。不过，从事件推动的角度而言，短期由于缺乏明显的催化剂推升市场对美元进一步认同感，美元在中期走牛的过程中需要一定时间和幅度的回调整理，除非地缘政治风险短期大幅推升市场避险情绪。

## 美元反弹进入关键期

□本报记者 张勤峰

## 上半年新发银行理财近50万亿

据“全国银行业理财信息登记系统”近日发布的《中国银行业理财市场年度报告（2013年）》、《中国银行业理财市场半年度报告（2014年上半年）》（以下简称《年报》和《半年报》）显示，今年上半年全国银行业理财市场共发行理财产品（不含开放式净值型产品）为投资者实现收益约4486.74亿元，加权平均的年化收益率达4.51%；今年为投资者实现收益约2561.30亿元，加权平均的年化收益率为5.20%。

《年报》和《半年报》还指出，银行理财资金投资于实体经济的资金余额稳步增长，积极支持实体经济发展，且银行理

财市场透明度进一步提高。

据悉，“全国银行业理财信息登记系统”由中央国债登记结算有限公司自主设计开发和运营管理。目前，该系统已发展成为我国理财市场基础设施建设的重要平台。截至今年6月末，全国已有498家银行发行并登记了理财产品，系统运行平稳有序。

业内人士认为，《年报》与《半年报》的发布将为监管部门制定相关政策提供重要参考，为银行开展理财业务提供数据支持，为投资者参与理财市场提供信息资源，为社会各界正确认识银行理财业务提供客观依据。

## 农发债招标结果偏暖

14日，疲软数据带来的利好效应尚未消退，公开市场又见资金净投放。在此背景下，当天中国农业发展银行招标发行的三期固息金融债纷纷获得较高倍数认购，中标收益率全线低于二级市场水平。

农发行此次招标的分别是该行今年第37期1年期、第38期3年期、第39期5年期债券的增发债券，均为固定利率品种。据市场人士透露，本次发行的1年、3年、5年农发债中标收益率分别为4.2635%、4.6854%和4.8560%，低于此前市场的预期均值及二级市场估值水平。据中

债到期收益率曲线显示，13日银行间市场1年、3年和5年期非国开政策债收益率分别约为4.39%、4.73%、4.94%。上述人士还透露，该三期金融债的全场投标倍数分别为3.32、3.36和3.18。

13日公布的7月金融数据大幅低于市场预期，经济数据亦不尽如人意，缓和了基本面带来的压力，并进一步刺激市场对后续政策放松的预期，当天债市久违的做多热情再次被点燃。14日，债券市场延续强势，加上央行公开市场再现资金净投放，无疑提升了投资者参与一级投标的热情。（张勤峰）

## 分歧加大 人民币延续盘整

14日，人民币兑美元现汇继续在近阶段高位附近震荡，市场观望情绪浓重。市场人士表示，人民币前期连续升值，汇价接近心理关口后本身有震荡整固需求，加之国内经济增长形势反复及欧洲央行宽松预期搅动市场，短期内人民币兑美元汇率基本持平。

14日隔夜，美元指数在美国疲软零售数据与英镑大幅下挫的综合影响下继续呈现高位盘整的态势，收盘小涨。在此背景下，14日国内人民币兑美元汇率中间价低开12基点在6.1545。银行间外汇市场上，人民币兑美元即期询价交易并未跟随中间价低开，但持续围绕前一日收盘价6.1544窄幅震荡，交投十分谨慎，盘

面表现沉闷。收盘时，人民币即期汇率报6.1531，比前日收盘微升13基点。

香港离岸市场上，14日人民币兑美元即期成交在6.1530左右，与前日尾盘的6.1588上涨约60基点左右。境外人民币即期汇率基本持平。

有交易员表示，7月以来人民币连续升值，且临近6.15关键位置，汇价出现震荡在情理之中。而7月国内经济金融数据疲软，使得人民币基本面出现反复，且欧洲央行宽松预期升温或进一步刺激美元走强，更加剧外汇市场的分歧。目前市场结构购汇相对均衡，预计汇价将保持盘整等待更多指引。（张勤峰）

## 开行下周招标四期固息债

国家开发银行14日公告称，定于8月19日增发2014年第19、20、21期金融债并发行第22期金融债，计划发行额分别不超过60亿元、50亿元、50亿元、40亿元，发行总量不超过200亿元。

开行今年第19期债券为5年期固息品种，票面利率4.92%，按年付息，起息日为7月24日；第20、21期债券分别为3年期、7年期固息债券，票面利率分别为4.69%、5.10%，按年付息，起息日均为8月7日；第22期

债券为10年期固息债券，按年付息，票面利率根据招标结果确定，起息日为8月21日。这四期新债均为8月21日缴款、8月17日上市，增发债券上市后同对原债券合并交易。

本次增发的2014年第19、20、21期债券采用单一价格（荷兰式）招标方式，第22期债券采用单一利率（荷兰式）招标方式。

开行表示，本次发行所募集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）

## 北京21日招标105亿地方债

8月以来，自发自还地方债发行渐入高潮。继江西、宁夏、青岛、浙江之后，北京市14日宣布将于8月21日上午招标发行总额105亿元的2014年北京市政府债券。

相关发行文件显示，2014年北京市政府债券为固定利率附息债券，分为5年、7年和10年三品种，其中5年期和7年期利息按年支付，10年期利息按半年支付，发行额分别为42亿元、315亿元、315亿元。时间安排上，8月21日招标，8月22日开始发行并计息；招标采用单一

价格荷兰式，标的为利率。

发行人表示，本期债券募集资金将主要用于北京市资源环境、保障性安居工程、交通基础设施、社会事业等方面。中债资信给予本期债券信用评级为AAA。

经国务院批准，今年山东省等10个省（市）列入地方政府债券自发自还改革试点，目前已八个省（区、市）完成自发自还地方债发行或已披露发行公告文件，这些自发自还地方债均获得AAA评级。（张勤峰）

## 中债资信调升江苏国信评级

中债资信近期发布了对江苏省国信资产管理集团有限公司（简称“江苏国信”）的跟踪评级。

中债资信指出，跟踪期内公司电力业务运营指标均有提升，在区域电力市场中的地位依然突出；天然气销售规模保持较快增长，整体能源板块业务运营效益呈现提升；公司贸易业务规模也有所回升，房地产和金融业务稳步发展。跟踪期内，公司总收入保持快速增长，利润总额增长较快，整体盈利能力增强。公司未来投资规模相对较小，资金压力很小。公

司债务负担有所上升，可偿债资金和EBITDA对全部债务和利息支出的保障呈现增强，但整体偿债指标仍一般。

中债资信认为，未来12-18个月内，公司市场地位将保持稳定，整体经营风险将保持很低水平。公司整体盈利能力有望保持稳定或有所增强。偿债指标仍将维持现有水平，财务风险仍很低。此外，江苏省政府将保持对公司的支持。

综合考虑，中债资信决定将公司主体信用等级由AA+调整为AA，评级展望为稳定。（张勤峰）

## ■新债定位 | New Bonds

### 14附息国债19

预测中标利率区间[3.85%, 3.92%]

债券期限	2年	计划发行额	260亿元	票息类型</
------	----	-------	-------	--------