

■交易员札记

政策利好频出

债券牛市延续

SLF投放和降低正回购利率操作，力度之大、频度之高，确实有些超乎市场预料。笔者认为，这一方面是对季末时点叠加IPO的资金紧张窗口进行提前平滑，更主要的是在各项数据确认经济疲软向下趋势后，政策层面主动进行预调微调，以保证经济平稳运行。

周四，资金面较为宽松，隔夜和7天回购加权平均利率基本与上日持平，14天回购利率由于跨月因素上行11bp。当日央行进行了100亿14天正回购操作，中标利率3.5%，比前次下调20bp，全周净投放80亿元。

债券方面，SLF传闻被市场消化之后，早盘收益率略有上行，但随着公开市场正回购招标利率结果公布，多头情绪重新被点燃。国债、政策性金融债利率快速下行，各期限收益率普遍下行5-10bp，并且延续牛势直至收盘。假设货币政策已经进入到一个比之前更为宽松的周期，有理由相信收益率曲线会牛陡下行，下行空间则依赖于经济层面的变化和政策调整的力度。(中国邮储银行薛飞)

本周，央行接连进行定向

进出口银行两新债需求较好

9月18日，进出口银行招标发行了2014年第57期1年期固息金融债的增发债以及第62期7年期固息金融债。在央行下调正回购利率的利好刺激下，两期新债中标利率收益率双双走低，长期限品种需求好于短期品种。

来自中债网和交易员的信息显示，昨日口行1年期增发债中标收益率为4.2517%，7年期新发债券中标利率为4.80%，均落在此前市场预测区间的下限水平。1年期、7年期品种认购倍数分别为2.26倍、3.12倍，显示

国开行23日增发四期固息债

国家开发银行18日公告称，定于9月23日通过中国人民银行债券发行系统增发2014年第20期、21期、22期、24期固定利率金融债券，分别不超过30亿元、40亿元、40亿元、40亿元，四期增发债券计划发行总量不超过150亿元。

国开行上述四期债券期限依次为3年、7年、10年、5年，票面利率为4.46%、5.10%、5.02%、

两券商23日招标短融券

广发证券、东吴证券18日分别发布公告，各自定于9月23日招标发行新一期短期融资券。其中，广发证券2014年度第十二期短融券发行金额30亿元，期限90天；东吴证券2014年度第三期短融券发行金额5亿元，期限91天。

据WIND统计，截至9月18日，今年以来已发行的证券公司短融券累计达到183只、2981亿元，已超过去年全年的131只、2905亿元；截至18日，证券公司短融的市场存量为62只、980亿元，远超去年同期的27只、637亿元。(葛春晖)

尧都农商行23日发行二级资本债

山西尧都农村商业银行股份有限公司18日公告称，定于发行该行2014年二级资本债。

本期二级资本债为10年期固息债券，第5年末附有条件的发行人赎回权，同时附有减记条款。本期债券发行规模为7亿元，票面利率将通过招标系统招标决定，单利按年计息，不计复利。时间安排方面，两期短融均为9月23日招标，分销日、起息日、缴款日、债权登记日均为9月24日，上市流通日为9月

隔夜美元大涨 人民币汇率小跌

在隔夜国际市场美元大涨背景下，9月18日人民币兑美元汇率小幅下跌。市场人士表示，当前市场结售汇均衡，短期内人民币汇率或延续震荡走势。

据外汇交易中心公布，9月18日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.1490，较17日下跌40基点。隔夜国际市场上，美联储公布的9月FOMC声明重申将在相当长时间内保持高度宽松，但同时预测明后年利率将更快速上涨。受此影响，隔夜美元走高，截至收盘，美元指数大涨0.80%，报84.75。

当日银行间即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇率随中间价低开38基点于

央行正回购操作利率下调20基点

宽松信号频现 季末流动性无虞

□本报记者 张勤峰

央行周四意外下调公开市场14天正回购操作利率20基点，与此前5000亿元的SLF传闻一道，印证了在经济下行及流动性收缩压力上升的背景下，货币政策再现边际放松的倾向。分析人士指出，回购利率下调带有明显的拉低市场利率下限的色彩，尽管短期内货币市场利率尚受制于季节性和时点性因素而继续徘徊，但市场对未来货币市场利率进一步下行的预期已有所强化。

央行正回购意外调价

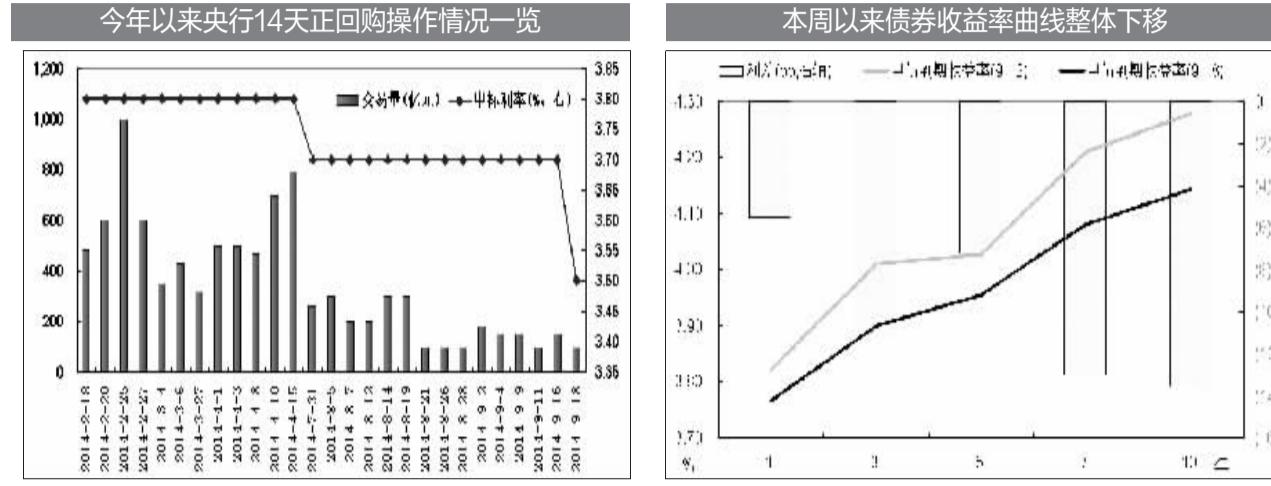
如果不是正回购操作利率下调，想必周四的例行公开市场操作不会引起太多人的关注。周四早间很多市场人士已经获悉，央行将开展100亿元的14天期公开市场正回购操作，交易量比周二减少50亿元，从而使得本周央行公开市场实现资金净投放80亿元。在当天有两只新股发行且季末时点不断临近的情况下，正回购缩量乃至净投放在意料之中。

不过，随后央行正式公布的交易情况公告，却让市场情绪为之一振。在这则公告中，央行披露的14天正回购中标利率为3.50%，比周二的操作低了20基点。而在此之前，14天正回购利率已经在3.70%的水平上稳定了一个多月时间。

Wind数据显示，央行于今年7月底重启公开市场14天正回购操作，重启后首次操作利率为3.70%，较重启前最后一次操作下调10基点。这次正回购利率下调一度引发市场对央行价格指引的讨论，但考虑到之前14天正回购有较长时间没有操作，且在随后滚动操作中并未做进一步下调，最后市场并未得出一致结论。

然而，昨日正回购利率下调的意义与上次明显不同。交易员指出，当前二级市场回购利率稳中有升，央行公开市场操作利率不升反降，明显是央行主动为之。研究机构也普遍认为，此次14天正回购利率在连续发行的状态下下调20bp，带有一定政策放松信号，央行可能希望借此引导货币市场利率下行。

结合近日央行面向五大行开展SLF操作的传闻，可以说，短期内央行流动性调节的量、价信号齐现，货币政策边际放松的倾向不言而喻。有市场人士指出，如果说SLF重在提供短期流动性支持，平抑季末货币市场波动的话，此次央行主动下调正回购利率的作用则超出了短期应急的范畴，重在释放引导货币市场利率下行的预期，后续货币市场继续下行的空间有望打开，从而有望带动整体收



益率进一步下行。

两新股申购对资金面扰动有限

从货币市场表现来看，周四银行间市场回购利率继续惯性上行，但难掩流动性实际宽松的状态，交易所回购利率尾盘也明显回落，显示新股发行的冲击较为有限。

银行间质押式回购方面，季节性因素导致相应期限的回购利率仍有一定幅度的上行。各期限品种中，隔夜与7天利率分别持稳在2.84%、3.38%；跨月的14天至21天利率上涨6-14基点不等，其中14天回购利率加权值为3.69%，较前一日上涨11基点，比央行正回购利率高出19基点；更长期限的3个月、4个月的回购利率双双下行16基点以上。尽管跨月回购利率还在上涨，但核心成交品种利率稳定，显示短期资金面并无大碍。来自交易员的反馈则显示，当天资金面实际较为宽松，各期限资金融出均有明显的增加，即便是跨月资金也不像之前那般紧俏。

交易所市场上，昨日两只主板股票启动网上申购，对资金面不可避免地产生了一定影响。上交所7天以内(含7天)的回购利率早盘均大幅升高，全天加权利率多数也要高于前一日，但日内成交利率基本呈现高开低走之势，尾盘明显回落，暗示市场认为IPO扰动的持续性不强。

分析人士指出，尽管短期内货币市场利率尚受制于季节性和时点性因素而继续盘桓，但中长端市场利率已先行走低，反映出市场对后续货币市场利率进一步下行有较强预期。另外值得一提的是，有交易员称，传闻中的五大行定向SLF已经陆续开始操作，受此提振，下周新股集中发行的冲击可能会弱于预期，而季末流动性基本无虞。

观点链接

平安证券：实质性降息周期启动

2014年利率的下行主要来自于经济增长下行带来的需求放缓，而货币供给端的变化有限，利率下行缓慢体现量宽不足，在央行短期无意调整存款准备金率和利率的情况下，调整短期利率下行并在短期货币市场释放流动性成为央行货币政策最终的选择。我们倾向于认为，央行的行为意味着央行可能已经重启实质性降息周期。在政策选择有限的情况下，短期正回购利率的下行有助于货币和债券市场明确预期，也有利率短期利率重新回到下行的轨道。

万联证券：定向降息和PSL仍有扩围可能

正回购利率下调引导短端资金利率下行，无疑类似债券市场的降息，这让我们更加坚定降息周期已经开始。另一方面，从货币市场到信贷市场的传导有一定时滞，而鉴于呼声最高的小微企业还没覆盖到，后续定向降息或PSL仍有扩容空间的可能，以期更直接惠及实体经济。资金利率下行的影响比单纯债券市场或信贷市场利率下行的影响更为多元，因为所有基于资金利率定

价的产品收益率大概率都会随之下行，如此最大的好处是银行负债端(同业负债和理财产品)高企的成本有望下行，这样如果再定向降息能减小政策执行的阻力。因此各种利率下行空间也已打开。对于债券市场而言，正回购利率下调其意义要大于SLF甚至定向降准降息。

中金公司：利好兑现 债券阶段性止盈

本周释放了较大量的3个月SLF之后，短期内重启逆回购的迫切性降低，但如果不能马上重启逆回购，又要在经济数据下滑后的较短时间内释放一些引导利率下行的信号，最好的方式就是下调正回购发行利率。在SLF和下调正回购利率两个大招放出来之后，采用降息和降准的概率短期内有所下降。对于债券而言，采用3个月SLF而不是定向降准来释放的流动性，银行未必用来增加债券配置。更为重要的是，年内理财的利率仍将维持高位，对银行表内存款形成分流，加上外汇占款减少和信贷派生存款减少，银行自营债券投资对债券的配置需求在四季度仍比较疲弱。短期内，在央行放松期权价值已经赚到手的情况下，建议交易型投资者阶段性止盈。

稳定长期资金预期有待全面降准

□渤海银行 蔡年华

在经济面临失速风险的背景下，本周央行向部分银行进行大规模的PSL操作并下调了正回购利率20bp，市场由此对降息的预期再度升温。但笔者认为，目前困扰债券短期利率的关键是长期资金面宽松预期不稳定，而在外汇占款持续下降的情况下，全面降准应成为货币政策的首选。

今年货币市场利率较年初已大幅下降，但3个月以上期限的资金利率依旧维持高位，这直接限制了短期债券利率的下行空间。与此同时，目前10年和1年政策性金融债的期限利差已降至50bp左右，低于历史均值近60bp。

导致长期资金利率下行受阻的根本，在于资金预期不稳。

一方面，作为基础货币的主要来源，

近几个月外汇占款持续下降，导致资金面难言乐观。8月份金融机构外汇占款下降311亿元，1-8月份新增外汇占款总额为8300亿元左右。目前人民币双向波动加大，客户结汇意愿不强，在美国经济复苏和加息临近的背景下，人民币重回升值的通道难度较大，虽然贸易盈余有望维持，但FDI和热钱等资本流出压力加大，预计未来新增外汇占款仍然有限。预计今年新增外汇占款在1万亿元左右大幅低于年初的预期。

另一方面，在外汇占款持续下降的背景下，央行货币政策对流动性的扶持力度相对偏弱。目前央行提供短期流动性的主要工具包括SLO、SLF等，该部分期限较短，最长的才3个月，且面临到期续做的问题；而定向降准和再贷款等主要作用的是特定领域的资金需求且规模有限，对资金面影响有限；央行在公开市

场持续进行正回购操作，叠加IPO申购和季末冲击等因素影响，也令市场难以形成宽松预期。

根据央行年初设定的M2增长13%的目标，按货币乘数4.15计算，预计需新增基础货币3.4万亿元，其中新增外汇占款大约只能提供1万亿元；央票自然到期1240亿元，暂无续做；今年定向降准和再贷款投放量目前无法准确预测，但最乐观的估计也应在1万亿元以内，基本仅对冲了外汇占款下降所带来的基础货币缺口。另外，财政存款今年预计提供3000亿元左右资金，因此今年央行公开市场操作和其他途径需要提供至少1万亿元的基础货币。

存款准备金率的变动与外汇占款的增减高度相关。基于上述测算，今年至少再进行2次全面降准方可实现M2增长目标。假设央行日前5000亿元SLF属实，也

仅相当于一次降准的规模，何况SLF最长期限为3个月，12月份就会到期，因而难以推动中长期资金利率下行。

目前市场对全面降准分歧主要在于：一是相比定向降准，PSL和再贷款而言，全面降准会导致资金可得性强的房地产和政府融资平台部门优先获得资金，与改革的方向相悖；二是认为在信用风险上升的环境下，银行惜贷明显，降准资金并不能进入实体经济，无法起到降低社会融资成本的作用。但不得不说的是，全面降准在目前的环境下具有两大功能，一是有利于稳定长期资金预期，引导3M Shibor回落，进而带动短端利率下行，市场对债券的需求将大幅上升，也有利于降低社会融资成本；二是有利于减少IPO对资金面的冲击，促进优质企业上市融资，从而与改革的方向相符。

推进人民币双向波动迎来新契机

步退出常态式干预。

第二、人民币双向波动的频率和幅度都有待提升。从年初计算，今年人民币最大累计贬值幅度不过3.4%，无论与美元、欧元、日元等发达国家货币相比，还是与俄罗斯卢布、印度卢比等新兴市场货币相比，其波动幅度都十分有限，且波动频率也很低。人民币今年的贬值之所以对市场造成巨大冲击，主要原因不在于其贬值幅度，而在于其打破了长期以来的升值惯性，重创了单边升值预期。但冰冻三尺非一日之寒，提高波动频率，扩大波动幅度是彻底扭转市场思维定势的必需过程。从实际情况看，当前市场自发的调整恰好提供了一个顺势而为的机会。

第三、市场对人民币维持中长期基本稳定的信心并未动摇。人民币较大幅度双向波动最大的潜在风险在于市场情绪失控，导致恶性贬值，那时货币当局将不得不出手维稳，这种被动而为无疑成本高昂，但在现阶段，这种潜在风险完全可控，因为市场对人民币的基本信心并

未动摇，甚至多数投资者仍对人民币在中长期维持强势抱有较强信心。

从近期结售汇数据的波动可以比较清晰地看出这一点。在人民币持续升值阶段，我国出口企业对远期结汇利用较多，而进口企业对远期售汇利用相对不足。例如2013年远期结汇签约3521亿美元，占当年出口规模的15.9%；远期售汇签约规模约2200亿美元，仅占当年进口规模的11.3%，远期结售汇顺差高达1321亿美元。若市场对人民币形成了比较强的贬值预期，那么远期售汇应明显增长，但实际情况是，今年2-7月，远期售汇签约月度均值约为173亿美元，较2013年同期月度均值则下滑了12%，这说明面对人民币的大幅波动，多数企业并未发生严重恐慌，而是在耐心等待人民币重回升值轨道。

企业之所以对人民币的中长期强势抱有信心，可能最主要的原因在于我国国际收支顺差的维持以及境内净结汇格局的延续。今年前8个月，虽然资本外

流迹象有所显现，但超过2000亿美元的贸易顺差无疑有助于稳定市场信心。与此同时，银行结售汇1-7月实现1894亿美元的顺差，即使在人民币贬值最为剧烈的2-4月，各月结售汇也均为顺差(尽管规模大幅萎缩)。这进一步表明，局部的资本外流虽然存在，但并未威胁到我国国际收支的基本稳定与安全，人民币并未失去作为强势货币的基础性支撑。

总体来看，尽管经历了一轮对市场冲击较大的双向波动，但人民币无论波动频率还是波动幅度均有较大进步空间。当前经济数据较为低迷，人民币前期的持续升值行情因市场自发的调整而扭转，这为进一步推进人民币双向波动提供了较好的契机。同时，在市场投资者对人民币中长期的基本稳定并未丧失信心的情况下提高波动频率、扩大汇率波幅，可以最大限度地降低贬值预期失控风险，实现由单边升值向双边波动的平稳过渡。(作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

隔夜美元大涨 人民币汇率小跌

6.1439，短时探低至6.1461后震荡回升，全天大部分时间围绕6.1440一线窄幅震荡，尾市出现一波快速上行，最终收于6.1411，较上一交易日仅微跌5基点。市场人士表示，

据外汇交易中心公布，9月18日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.1490，较17日下跌40基点。隔夜国际市场上，美联储公布的9月FOMC声明重申将在相当长时间内保持高度宽松，但同时预测明后年利率将更快速上涨。受此影响，隔夜美元走高，截至收盘，美元指数大涨0.80%，报84.75。

当日银行间即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇率随中间价低开38基点于

分析人士指出，8月宏观数据疲弱加上近期美元走势较强，导致境内外市场阶段性看空人民币的力量有所显现，但鉴于贸易顺差仍维持高位，目前市场中长期看涨人民币的心态仍较稳固，短期内人民币汇率将以震荡为主。(葛春晖)

□韩会师

月以来，人民币贬值行情扭转，截至9月中旬，连续3个半月的升值行情令人民币收复了2-5月贬去的大半江山。不过，近期国内较差的经济数据令人民币再度承压，境内即期成交价连续贬值，离岸人民币9月15日单日贬值高达290基点。笔者认为，这也许是进一步推进人民币双向波动常态化的一个有利时机。

第一、市场的自发调整是近期人民币贬值的主要原因。让市场在人民币汇率形成中起主导作用是人民币汇率改革的核心内容之一。近日央行人民币中间价相对较为平稳，但即期汇率连续贬值，显示8月外汇占款环比下滑和低迷的宏观经济数据对市场心理造成了较大冲击。外汇市场这种非外力作用下的自发调整是市场走向成熟的表现，也是进一步驱除长期弥漫市场的升值预期的好机会，若市场参与者能够习惯人民币汇率随经济数据的波动而起伏，无疑有助于央行逐