

央行正回购利率续跌10基点 利率牛市吃下政策“定心丸”

□本报记者 葛春晖

周二，央行下调14天正回购操作利率10BP至3.40%，为1个月内的第二次下调。此举再次彰显出央行通过公开市场操作引导货币市场利率下行，进而引导债券市场乃至整体社会融资成本下降的政策意图。受此影响，债券一二级市场利率双双显著下行。市场人士指出，央行正回购利率连续下调印证降息周期继续展开，在经济下行风险未除、通胀料将持续低位的背景下，进一步的货币宽松仍可期待，未来不同层次的市场利率下行空间有望进一步依次打开。

正回购调价指明利率方向

周二（10月14日），央行再次给货币债券市场带来“惊喜”。当日央行在公开市场开展了200亿元14天期正回购操作，交易量与上周四持平，中标利率则较上期下行10BP至3.40%。由于本周二公开市场上有200亿元正回购和200亿元央票到期，当日实现200亿元资金净投放。与单日净投放相比，更加引起市场热烈反响的，则是正回购利率的再次下调。

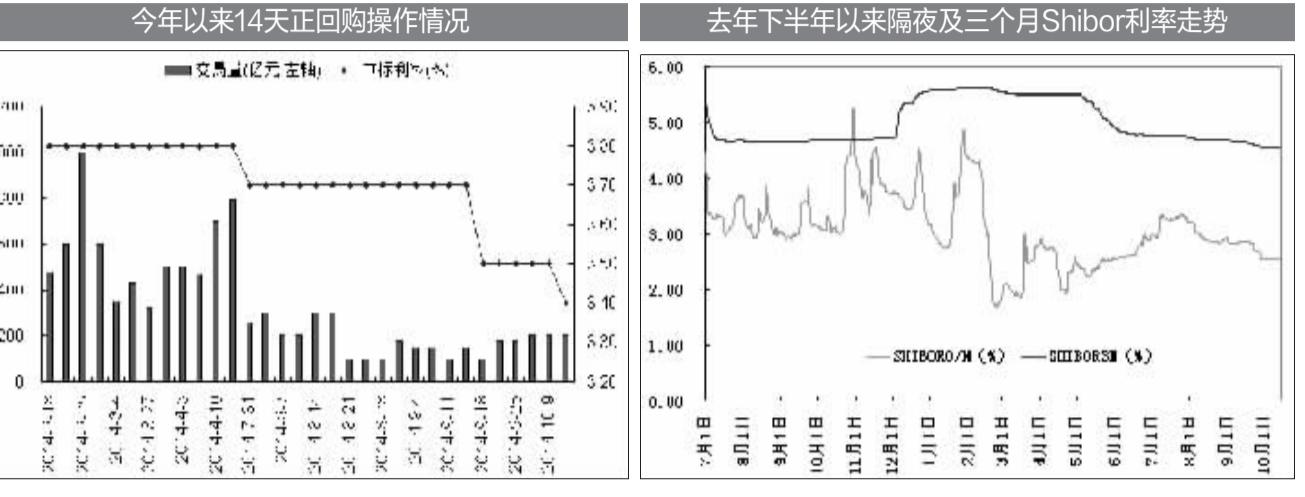
统计显示，今年以来，央行先后三次下调14天期正回购操作利率，分别为：7月31日由3.80%下调10BP至3.70%，9月18日由3.70%下调20BP至3.50%，昨日操作即为第三次下调。不难发现，本次下调时间间隔不到一个月，与前两次相比大大缩短。市场人士表示，在营造低利率环境、降低融资成本已经成为市场共识的背景下，本次正回购利率下调在趋势上符合预期，但在时间上则略早于预期，再次彰显出货币当局通过公开市场操作引导货币市场利率下行的政策意图。

降息之门已经打开

□上海证券 胡月晓

在准备金市场成为货币政策操作平台和场所的状况下，货币数量和货币成本都成为货币政策的操作目标，且货币数量和货币成本在独立性上首次得以实现。中国由于没有联邦基金利率和明示的货币政策操作指向，无法直接观察货币成本变动。以下两种情况均可认为央行在引导货币利率下降：一是维持基础货币投放指标利率不变，但增加投放规模；二是下调基础货币投放指标利率，而不论投放的数量如何变化。目前的情况显然是属于后者。近段时间央行虽然在公开市场上继续以正回购的方式回笼货币，但14天正回购利率前已下调三次，表明央行降低融资成本的态度越加鲜明和坚决。

考虑到利率指标体系的变化，我们认为，央行的降息之门已经打开，并将继续前行。接下来货币环境将继续呈现基础货币投放减速但货币成本下行的状态。货币成本决定着货币市场利率和利率基准曲线高度，央行引导货币成本下降趋势不变，在经济相对平稳、低位徘徊的情况下，意味着债券牛市的基础没有改变。



从货币债券市场反应来看，昨日银行间债券市场受利好刺激显著上涨，一级市场国开行四期新债中标利率全部低于市场预期，二级市场国债、政策性金融债收益率纷纷下行，标杆品种10年期国债收益率全天下降约10BP。货币市场资金面依旧稳中偏松，隔夜、7天回购加权平均利率较上一交易日分别微升约1BP，收报2.55%、3.07%。

市场人士表示，近段时间以来，出于对未来货币政策的宽松预期，债券市场整体情绪保持乐观，昨日央行正回购利率下调再次触发了机构的做多热情。货币市场方面，在9月份5000亿元SLF投放后，资金面整体相对宽松，银行间市场14天回购利率进入10月份以来持续低于央行操作利率，也造就了央行下调正回购利率的市场基础，但在公开市场投放力度维持中性的背景下，10个基点的利率下调更多是跟随市场调整，释放出的更多是政策指向信号，对短期资金利率走势影响则相对有限。

显而易见，本次央行下调正回购操作利率，是对国务院要求降低实体经济融资成本的落实措施。不过，在不少机构看来，在当前我国稳增长需求仍较为紧迫的背景下，若想尽快切实降低企业融资成本，未来货币政策的刺激力度还需要进一步加大。

西南证券分析师指出，目前正处于三季度经济数据公布的窗口期，央行在宏观经济数据和货币金融数据公布之前就急于下调正回购利率，不得不让人联想到三季度数据或许并不令人满意。该机构认为，近期经济各个层面刺激政策的持续出台，也暗示着“稳增长”将是四季度政策的主旋律。

从今年以来货币调控方式来看，在“控总量、调结构”的思路下，央行陆续采取了SLF、PSL等定向宽松措施，同时三次下调公开市场操作利率，以7天回购利率为代表的货币市场短期资金利率水平由此出现了显著下降。但与此同时，以

3个月Shibor为代表的中长期资金利率虽降犹高，远未达到去年上半年水平，因而对债券短端形成制约，并进一步制约了中长期债券利率的下行空间。而债券长端利率正是企业中长期融资成本的关键指标。

追根溯源，降低企业融资成本，还需要货币市场中长期资金面的进一步实质性宽松，这在很大程度上仍取决于货币政策的取向和节奏。光大证券指出，当前金融和债务风险缓解，结构调整成效初显，但同时保增长压力大增，政策在调结构和稳增长之间倾向稳增长，预计中性偏宽松的货币政策在年内将持续，定向和新型的货币政策调控仍会在下一阶段延续。具体政策方面，光大证券认为，如果外汇占款持续回落，央行可能在基础货币投放上有所松动；申银万国分析师李慧勇则表示，10月份以前经济表现会比较弱，明年经济压力可能进一步加大，政策亟须提前做准备，降息势在必行，具体时点则不确定。

曲线将呈现陡峭化下行

□渤海银行 蔡嘉年华

央行14天正回购利率再次下调，凸显了央行引导利率下行的政策意图，并将为债券市场短期利率下行打开空间。

本次下调是在三季度经济数据公布前调整，表明央行有意引导市场预期。虽然9月已公布的进出口贸易数据与8月相当，但内需疲软的趋势并未改变，房地产投资并未好转，市场对经济的预期并不乐观。另外，受经济疲软及信贷情绪抬升和存款偏离度考核的影响，预计9月M2增速在12%附近，较8月有所回落，央行继续降低市场利率引导资金投向实体经济的意愿增强。

央行此时降低公开市场操作利率也有其特有的政策意义，一方面，目前货币市场利率已出现缓慢下行的趋势，降低正回购利率顺应这一趋势，有利于表明央行降低市场利率的意图；另一方面，在市场降息预期不断升温的环境下，央行继续采取降低正回购利率而不是降息的方式，表明定向刺激仍将是未来一段时间政策的主要方向。

毋庸置疑，下调正回购利率对债券市场的正面作用十分明显，短端利率下行的空间将继续打开，债券曲线将呈现陡峭化下行的走势。

降息内涵外延日益多元化

□中债信用增进公司 赵巍华

今年以来，央行引导融资成本下降的主要渠道有两种，一是释放SLF等低成本资金，直接降低棚户区改造等政策支持项目的融资成本；二是通过引导货币和债券市场利率下降，进而将利率下行传导至信贷市场和非标市场等。自9月18日下调正回购利率后，银行间14天质押式回购利率已从3.69%降至3.3%附近。目前收益率曲线十分平坦化，短期利率成为制约长期利率下降的重要因素。央行降14天正回购利率，既是顺水推舟地引导并巩固货币市场利率稳中有降的走势，也利于未来进一步压低收益率曲线的水平。

此外，正回购利率下调有边际降息作用，虽然对银行负债成本的直接影响较小，但信号作用更显著。随着银行表内外负债日益多元化、表内定期和活期存款占比持续下降，央行降息的内涵和外延也日益多元化。从中长期看，中央银行资金将是商业银行越来越重要的直接或间接负债来源，央行调节这些资金的利率也将对商业银行负债成本和信用创造有更大影响。

在年底的中央经济工作会议之前，稳健的货币政策基调大概率都不会发生重大改变。年内全面的降准降息之类的举措很难出现，结构性的宽松政策仍将担当主角。

■交易员札记

债市收益率整体大幅下行

□中银国际证券 斯竹

周二央行再次下调公开市场14天期正回购操作利率10bp，为年内第三次下调正回购利率，被市场解读为替代基准利率下调的举措。受此影响，债市交投热情高涨，整体收益率继续走低，其中，中长端利率品种下行约10bp。

国债方面，1年期成交在3.69%，10年期成交在3.90%附近；金融债方面，短期品种收益率走低。1年期成交在4.20%，3年期品种成交在4.40%，5年期成交在4.53%附近，7年期成交在4.55%附近，10年期成交在4.60%附近。短融交投活跃，收益率下行明显，2个月AAA券种14南车SCP003成交在4.20%，半年多的AAA券种14北车SCP007成交在4.52%。中票收益率呈现大幅下行，AAA及AA+品种较受关注，5年的14粤珠江MTN002成交在5.87%，14五矿MTN001成交在5.30%。企业债交投活跃，中等资质品种更受关注，如不到7年的AA券种14渝南债成交在6.43%。

市场预计9月份及三季度主要经济数据恐难明显改善，加上节后流动性仍旧宽松，短期内机构大多对债市持乐观看法。周三将招标续发10年期固息国债，预计新债利率有一定下探空间。本周即将迎来四季度缴税时点，预计银行间会上缴5000亿元左右资金，基本对冲上月底央行投放的5000亿元SLF，需关注未来资金价格走势及即将公布的GDP等数据。

从本质上讲，投资者持有金融资产的收益来源于资产原始标的的投资回报率，比如股票投资收益取决于上市公司的业绩增长，债券收益同样来源于企业的经营利润，只是资产暗含的期权属性不同。类似地，长期国债的现金流入来自政府的投资回报，而从宏观上看，取决于经济实际增速。拟合长期国债收益率与“IP-CPI”（实际工业增速），除2013年下半年外的其他时段，两者走势高度相关。“IP-CPI”的波动中枢从12%逐步下移到2010年后的8%，2014年后继续降至6%的平台上，在逻辑上，长期国债存在趋势下行的动力，目前4.0%左右的收益率偏高。考察历史类似宏观环境下，长期国债收益率波动中枢大致在3.1%附近，当然还需考虑到利率市场化带动估值中枢的上移幅度。

利率市场化对长期国债估值的影响主要通过抬高商业银行负债成本本来实现。银行理财分流了低利率的存款尤其是活期存款，同业负债规模也在增加，导致商业银行综合负债成本抬升约70-80bp，根据历史经验，长期国债估值中枢将上移约40bp，对应到当前的长期国债收益率波动中枢在3.5%附近。目前商业银行负债成本在2.5%左右，2006年以来长期国债收益率与银行负债成本利差均值接近110bp，因此长期国债的估值也应在3.5%-3.6%一线。

当前长期国债估值处于历史3/4点位的高位，相较于3.1%的回购融资成本，接近100bp的息差仍为历史较高水平，放一倍杠杆的收益率达到5%，基本达到覆盖理财成本的程度，也间接证明长期国债投资价值凸显。从相对估值来看，金融债相对于国债的隐含收益率约17%，已大幅下行到基本持平于历史均值的水平；长期金融债与国债的利差下降到不足70bp，已低于历史均值20bp左右。前几年持续被压抑的金融债估值快速修复，使得长期国债投资价值再次凸显。

但是，由于市场非理性的存在，金融资产从估值洼地到估值修复的行情很难一帆风顺，而且估值不合理可能会长期存在。价值回归需要催化剂，未来促进长期国债估值修复的催化剂在哪里？首先，类似于国开债受益于政策利好推动的价值回归过程，国债也有潜在的政策利好。人民币国际化会推动国债走向世界，一方面市场对外资机构逐步放开，会提高国债的需求规模，对收益率产生下拉作用；另一方面，海外发行人民币国债的试点在扩大，融资利率远低于国内市场，会对国内银行间市场的国债发行产生替代作用。从国内金融市场的开放态度及偏高的债务融资压力来看，国债的政策利好有望逐步兑现。其次，由于央行持续执行宽松的货币政策，资金供给稳定且利率偏低的预期日渐强烈，再叠加实际负债成本的缓慢回落、资产配置风险偏好下降，商业银行等国债的传统投资者对国债的需求逐渐恢复。

目前3.92%的长期国债估值偏高，根据宏观微观层面的对应关系，其合理估值或许在3.5%-3.6%，存在40bp左右的估值修复空间，据同样的方法测算，国债估值修复的空间可能不足15bp。如果国债进一步跑赢国债，那么长期国债的估值优势会更明显，后期国债市场开放程度加大、商业银行需求逐步恢复，有望成为其价值回归的推动力。其实9月份以来长期国债利率的下行幅度已与金融债相当，再考虑到成交量，长期国债的估值修复行情或已在不经意间展开。（本文仅代表作者个人观点）

长期国债已成估值洼地

修复行情料已展开

□安信证券固定收益部 袁志辉

年初以来，国开债上演了轰轰烈烈的牛市行情，长端品种收益率累计下行超过120bp。与此同时，国债受到市场一致忽视，收益率下行幅度明显较国开债小，成交活跃度也大为降低。如今随着估值优势的转变，长期国债的安全边际逐步出现。

从本质上讲，投资者持有金融资产的收益来源于资产原始标的的投资回报率，比如股票投资收益取决于上市公司的业绩增长，债券收益同样来源于企业的经营利润，只是资产暗含的期权属性不同。类似地，长期国债的现金流入来自政府的投资回报，而从宏观上看，取决于经济实际增速。拟合长期国债收益率与“IP-CPI”（实际工业增速），除2013年下半年外的其他时段，两者走势高度相关。“IP-CPI”的波动中枢从12%逐步下移到2010年后的8%，2014年后继续降至6%的平台上，在逻辑上，长期国债存在趋势下行的动力，目前4.0%左右的收益率偏高。考察历史类似宏观环境下，长期国债收益率波动中枢大致在3.1%附近，当然还需考虑到利率市场化带动估值中枢的上移幅度。

利率市场化对长期国债估值的影响主要通过抬高商业银行负债成本本来

人民币汇率刷新7个月高位

在隔夜美元指数大幅回调的背景下，周二（10月14日）人民币兑美元汇率中间价继续上调至近7个月高位，人民币即期汇价盘中则刷新7个多月高点。

14日人民币兑美元汇率中间价设于6.1408，较前一日上调38基点，为近期连续第二个交易日上调，同时创下今年3月20日以来的近7个月新高。当天银行间外汇市场上，受到中间价上调的指引，人民币兑美元即期汇价继续走高，盘中最高至6.1230，达到今年3月10日以来

正回购调价点燃一级市场 四期国开债获热捧

国家开发银行14日对该行

2014年第21期7年期、第22期10年期、第24期5年期金融债进行了增发，并新发行了第25期3年期金融债。受到当天央行下调14天期正回购利率的提振，本期国开行招标的四期债券被市场机构热捧，中标收益率全线大幅低于市场预期。

来自中债网的消息显示，国开行14日招标的3年期债券中标利率为4.33%，增发的5年、7年和10年期债券中标收益率分别为4.4616%、4.5590%和4.5944%，远低于二级市场预期。13日

交易所信用债普涨

得益于政策面的刺激，14日交易所信用债市场回归普涨格局，收益率整体出现较明显的下行。

具体看，交易所企业债市场上，活跃城投债收益率下行3.57bp，AA+的08铁岭债跌1.19bp。产业类品种如AA的11新光债跌2.91bp、AA-的11万基债跌4.37bp。

公司债市场整体回暖，活跃券如AA的12德豪债跌1.18bp。地产公司债如09富力

口行17日招标三期金融债

进出口银行14日公告，定于10月17日通过中国人民银行债券发行系统，招标发行今年第六十七期、第六十八期、第六十九期金融债券。本次招标的三期债券，依次为6个月贴现、3年期固息和5年期固息品种，发行金额分别为60亿元、50亿元和50亿元。

本次招标的六个月贴现品种招标方式为单一价格荷兰式，其他品种均采用单一利率荷

两券商17日招标短融

中信建投证券、华融证券14日分别发布公告称，将于10月17日招标发行一期短期融资券。其中，中信建投证券今年第七期短融发行金额17亿元，期限90天；华融证券今年第六期短融发行金额10亿元，期限91天。

这两期证券公司短融券均为固定利率，发行利率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10月17日招标，分销

期10月20日，上市流通日为10月21日。第六十七期、第六十八期、第六十九期金融债券的上市流通日依次为10月23日、10月27日和10月27日。本次公开发行的三期债券均没有基本承销额，半年期品种无发行手续费，3年期发行手续费为0.05%，5年期为0.10%。（王辉）

12只同业存单今日发行

建行等10家银行14日公告，定于15日发行共12只同业存单，计划发行额合计163亿元。

其中，建行、浦发、光大、平安、上海银行、徽商银行、宁夏银行、江苏江南农村商业银行、南京银行各将发1只同业存单，期限分别为6个月、3个月、6个月、1个月、9个月，计划发行额分别为10亿元、20亿元、5亿元。

据统计，今年以来已有65家银行披露同业存单全年发行计划，发行额度总计近1.38亿元。截至10月14日，同业存单存量规模为3279亿元，与总发行额相比还有很大差距。（张勤峰）

大连农商银行 将发6亿三农专项金融债

大连农商银行14日公告称，将于本月17日发行公司2014年第一期“三农”专项金融债券。

本期债券期限3年，计划发行6亿元。

公告显示，本期债券将通过中国人民银行债券发行系统在全国银行间债券市场公开招标发行；采用固定利率形式，票面利率将根据市场招标结果确定，在债券存续期内固定不变。本期债券招标日为10月17日，10月20日缴款截止并起息，存续期每年10月20日（遇节假日顺延）支付利息，2017年10月20日到期还本。

公告指出，本期债券本金和利息的清偿顺序等同于商业银行一般负债。根据联合资信的评级结果，发行人的主体信用级别为AA-级，本期债券的信用级别为AA-级。本期债券募集资金将全部专项用于发放涉农贷款。

据统计，本期债券是继苏州银行金融债后，国内发行的第二期“三农”专项金融债。（张勤峰）