

打新扰动减弱 资金面稳定性增强

□本报记者 张勤峰

在三季度经济数据出齐后，短期内政策面重新归于平静。周四（23日），央行开展的公开市场正回购操作量价持平，全周回笼量与到期量相当。货币市场上，新股发行及企业缴税的影响有所显现，但资金面总体仍保持稳定。市场人士认为，得益于央行适时的流动性支持及持续乐观的政策预期，资金面抵御短期波动的能力明显增强，预计未来仍将以平稳宽松为主。

正回购量入为出

公告显示，央行周四上午在公开市场继续开展正回购操作。本期正回购期限14天，交易量200亿元，中标利率3.4%，均与前次操作持平。

9月末以来，央行14天正回购交易量已连续六期稳定在200亿元。在资金面相对平稳的局面下，央行公开市场操作主要扮演着平滑流动性和发挥价格指引的角色。数据显示，本周公开市场有200亿元央票和1200亿元正回购到期，央行先后开展两期共400亿元的正回购交易，恰好将到期量全部回笼。上周，央行公开市场操作也以完全中性冲销收场，正回购操作呈现出量入为出的特征。

而实际上，当前市场对于公开市场操作的关注点并不在量上面。9月份以来，虽然资金面压力出现季节性上升，但公开市场到期量大为减少，每月1000亿元左右的到期资金量显得有些事无补，有鉴于此，近期央行主要依靠SLF、再贷款等渠道增加基础货币的投放。与此同时，央行屡次通过调整正回购利率来引导市场利率下行的预期，使得公开市场的价格变化相对操作量变化更加引人

■交易员札记

多空对峙 市场步入调整

□中国邮储银行 王茜

周四，央行在公开市场开展200亿14天正回购，利率持平于3.40%，本周公开市场实现平衡对冲，而考虑到本周有500亿元国库现金管理到期，本周实际净回笼资金500亿元。受IPO新股申购影响，周四资金面有所收紧。

周四公布的10月汇丰PMI预览值为50.4，高于9月终值50.2，也高于预期值50.2。但从分项数据来看，预览值的改善主要来自于就业数据的改善、反映需求的新订单数据和反映生产的产出指数都出现了下滑。总体而言，数据改善幅度较为有限。

当前现券市场呈现多空双方对决局面，缺乏明确方向。早盘在PMI数据公布后，抛盘一度发力，但市场对数据的担忧很快便平复，买盘随之跟进。下午在基金的带领下，买盘一度强势买入。总体来看，昨日债券收益率和前一交易日变化不大。国债期货市场盘整行情演绎得更为明晰，全天大幅震荡，尾盘收涨0.06%。

上周至本月初，回购利率下调的价格操作配合2000多亿PSL的数量操作，刺激债券市场出现快速走牛行情，各期限收益率都有了大幅下行，国债下行20—30BP，金融债下行30—40BP，收益率已经基本回到去年年初水平。目前债券市场多空双方对决激烈。一方面，经济回暖基础薄弱，货币政策宽松基调预计将维持，利率下行的空间还在。另一方面，收益率快速下行后，交易盘止盈情绪浓厚。此外近期发改委审批投资项目速度加快，对稳增长起到支撑作用，也对收益率短期下行形成制约。

三券商28日招标短融券

□本报记者 葛春晖

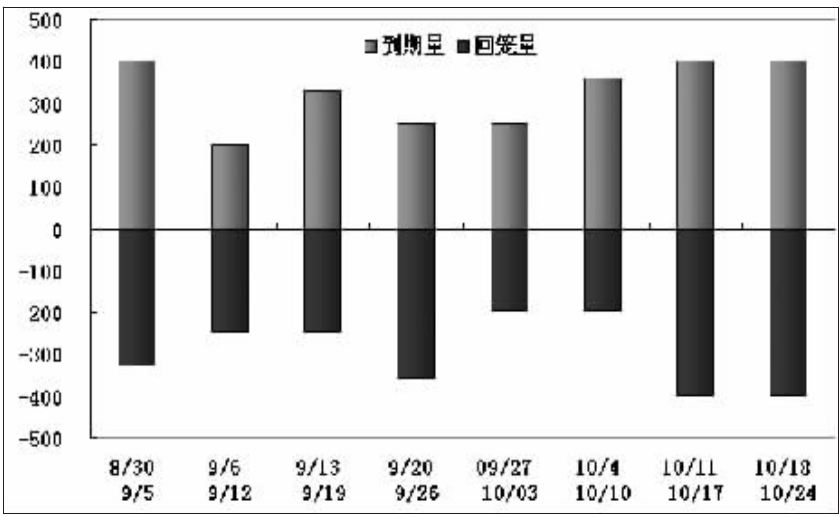
广发证券、西部证券、金元证券10月23日先后发布公告，各自定于10月28日招标发行一期短期融资券。

广发证券本次发行的是今年第14期短融券，发行金额30亿元，期限90天。西部证券本次发行的是今年第4期短融券，发行金额6亿元，期限90天。金元证券本次发行的是今年第1期短融券，发行额5亿元，期限91天。

上述三期证券公司短融券均采用固定利率，发行利率通过招标系统招标决定，采用单利按年计息，不计复利。时间安排上，广发证券、西部证券短融券的起息日、缴款日、债权登记日均为10月29日，上市流通日为10月30日；金元证券本期短融券的缴款日、起息日、债权债务登记日为10月30日，交易流通日为债权债务登记日次日一工作日。

三期短融券均无担保，债项信用评级均为A—1级。经中诚信国际评定，广发证券的主体信用等级为AAA，西部证券的主体信用等级为AA。经上海新世纪评定，金元证券的主体长期信用等级为AA级。发行公告显示，上述三期债券所募集资金都将主要用于补充流动资金。

央行公开市场回笼量连续两周与到期量持平



关注。

往后看，分析人士认为，受制于到期量的约束，央行可能在公开市场操作量上延续中性，公开市场操作的意义将主要在于传递利率政策信号。而对冲外汇流入减少、增加基础货币投放的重任，则将更加依赖于央行SLF、PSL、再贷款、再贴现等手段。由于市场对于公开市场利率的进一步下调仍存在期待，正回购等利率变化始终会是关注的热点。

新股申购扰动有限

周四央行公开市场操作中中规中矩，对资金市场几无指引，而新股发行等时点性因素的影响则有所增强。

周四，地尔汉宇等三只股票拉开新一轮新股发行的序幕。据Wind数据显示，本月23日至27日的三个交易日，共计12只新股将陆续展开网上网下申购。此

外，由于长假因素，本月企业季度所得税的征期顺延至24日结束，最近几日应属于企业缴税的高峰期，对短期资金面的影响比较集中，且与新股发行的扰动形成一定的重叠。

从货币市场上看，周四交易所市场回购利率波动较上一日有所加大。上交所隔夜回购（GC001）盘中最高成交在12%，较前一日高点高出约9%，全天加权平均利率报7.87%，较前一日加权利率上涨5.7%；此外，两天期、7天期回购加权利率也略有上涨。银行间市场方面，隔夜质押式回购加权利率稳定在2.43%，7天、14天加权利率则分别上涨8bp、5bp至3.06%、3.52%。

交易员指出，新股申购及企业缴税令短期资金面略微收敛，但影响非常有限。以交易所隔夜回购利率为例，虽然日内一度成交在10%以上，但该品种在周

地方债“自发自还”试点收官

三期深圳债利率“循例”接近国债

□本报记者 葛春晖

10月23日，深圳市政府招标发行了三期自发自还地方债，与此前其他省市的自发自还债招标结果一脉相承，三期深圳债中标利率继续比肩国债，反映地方债市场化定价机制仍有待进一步完善。而随着深圳债完成招标发行，2014年度开启的十省市地方政府债“自发自还”试点也正式收官。

深圳市政府昨日招标的三期债券分别为5年期、7年期、10年期固定利率债券，发行量分别为16.8亿元、12.6亿元、12.6亿元，合计金额42亿元。来自中债网的信息显示，这三期债券中标利率依次为3.63%、3.79%、3.81%，同日5年、7年、10年期国债的中债到期收益率分别为3.57%、3.78%、3.81%。不难发现，除5年期品种利率略高出国债6BP外，其他两个品种与同期限国债大致持平。而与中债网22日给出的银行

间地方政府债到期收益率相比，上述三期深圳债利率则大幅低出17BP、19BP、23BP。另据交易员称，三期债券获得的认购倍数分别达到2.98倍、3倍、2.67倍，显示此次深圳债不乏资金追捧。

今年5月份《2014年地方政府债券自发自还办法》正式公布之后，经国务院批准，山东等十个省市地方政府被列入今年地方债自发自还改革试点，广东省政府拔得头筹，于6月23日发行了首单“自发自还”地方政府债。可以说，作为“市政债”的探路之作，自发自还地方债的面世，标志着我国地方政府脱离自主举债融资更进一步，对于缓解地方政府偿债压力、化解地方债务风险、理顺地方政府融资偿还机制意义重大、影响深远。

不过，在发行工作顺利推进的同时，本轮自发自还地方债还是受到了一些市场病诟。比如，十个省市市政府无论经济实

力有何差距，评级机构给出的本轮债项评级一律为AAA。再比如，本轮自发自还地方债利率悉数向国债看齐，其中7月发行的三期山东债更是低于同期限国债约20BP。

分析人士指出，在本轮试点中，债券定价在很大程度上受到了非市场化因素的影响，这与试点期间发行量相对偏小不无关系，而随着未来来自发自还债的扩容、市政债的推出，地方政府债市场规模逐步扩大，其市场化定价机制也有望逐渐完善。

资料显示，财政部此前公布的2014年地方债发行计划为4000亿元，其中财政部代理发行额度为2908亿元，十省市自发自还额度合计1092亿元。9月24日，财政部已完成了今年最后一期代理地方债的招标发行。深圳市政府是最后一家发行自发自还债的试点省市，随着深圳债发行结束，2014年度所有4000亿元地方债发行工作亦同步收官。

债券收益率短期下行空间有限

□国海证券 黄诗城

在CPI增速破2带来的通胀担忧和政策放松预期推动下，10月债市再度走出一波快牛行情；但随着宏观经济数据略好于预期，市场乐观预期有所缓和。未来一段时间，尽管收益率仍没有大的上行风险，但从基本面可能逐步企稳和短端利率下行难度较大的角度考虑，推动收益率下行的因素已有边际减弱。

首先，基本面对收益率下行的推动作用将减弱。

基本面仍然处于较弱的态势，但边际上可能逐步改善。9月CPI增速降至1.6%反映了内需的疲弱，但也包含了高基数原因，实际上数据公布前市场对物价增速破2已有较充分预期；而三季度GDP和9月的工业增速水平均略高于市场预期，一定程度上表明经济态势并没有前期数据所反映得那般负面。从四季度开始，经济可能将出现企稳并小幅改善。

房地产政策放松的作用仍不可忽视。随着9月末房地产限贷政策放松，房地产销售已经开始显现回暖的迹象，同时也将减缓未来房地产投资的下滑态势。房地产的改善也将一定程度上扭转上游产业对经济的悲观预期，工业部门活动将有所回升。一些与工业关联度高频指标已出现好转，如发电量同比增速已经连续2个月回升，钢铁价格的同比增速开始反弹，而日前公布的10月汇

丰PMI初值也出现了反弹。

此外，出口的温和改善的态势也大概率将延续。在前期货币定向放松的支持以及四季度基数回落的作用下，未来经济增速将出现企稳并可能小幅回升。物价增速也将开始从低位逐步反弹并持续到明年2季度。因此，年内经济和物价双双底已现，后续基本面对债券收益率下行的推动作用将会减弱。

其次，货币政策相机抉择并定向缓释的态势难有明显变化，全面降息降准的概率仍然较低。

一是定向放松已有一定的力度。为应对经济和内需弱勢，央行9—10月份均在数据公布前后下调了正回购利率，同时对商业银行进行了SLF的投放，后续很可能再次进入一个观察期，再度进行投放刺激的可能性已明显减小。

二是就业底线尚未达到。尽管今年经济增速出现了明显下行，但就业态势总体平稳，而经济结构的改善也使对就业平稳有所支撑。

此外，从管理层的改革思路角度，由于全面放松下投放的货币仍将首先累积在资金需求较强的高杠杆部门，并不能促使融资成本有效地降低，定向投放现阶段仍是保证政策有效性和主动性的更好选择。

因此，未来一段时间，货币政策放松定向、缓释的态势将会延续。而目前收益率下行幅度已经包含了全面降息的预期，对政策放松幅度有一定的透支。

最后，短端利率下行空间仍然不大，

四的利率本来就要比其他交易日高，也即新股发行等对市场利率的冲击并没有数据反映得那么显著。

资金面抗短期波动能力增强

事实上，观察回购利率走势可见，新股发行对市场资金面的影响正趋于弱化。比较今年6月份新股发行重启以来，历次新股集中申购期间的GC001最高值可发现，新股发行对市场利率的扰动逐渐减弱：6月18日为30%、7月24日为25.8%、8月28日为50.5%、9月25日为25.02%。其中，8月回购利率有所反复，主要原因是此轮新股申购临近月末，新股发行扰动被显著放大。

前述交易员也称，24日（周五）的网上申购比较集中，不排除交易所回购利率进一步上涨，但周四尾盘交易所回购利率出现明显回落，则有别于前几次的情况，这表明市场认为新股发行的冲击难具持续性。数据显示，23日GC001最终收报1.165%，只比前日收盘利率微涨8bp，GC002、GC007收盘利率更是较前一日下跌101bp、20bp。

事实上，不光是新股发行、企业缴税，季末、节假日等时点性因素对市场资金面的影响也在减弱，共同反映出资金面抵御短期波动的能力明显增强。市场人士认为，在银行体系超储率本身不高的情况下，资金面稳定性提升主要缘于市场流动性预期的改善，即宽松政策环境下，市场对央行在关键时刻提供流动性救助存在强烈的信心。上月及本月初新股发行前，皆传出央行开展定向三个月SLF操作的消息，有力维护了货币市场的稳定。考虑到当前经济增长偏弱、政策宽松方向明确，预计未来资金面仍将以平稳宽松为主。

看好美元仍是明智选择

□胡明

23日亚欧交易早盘，美元指数未能延续前日大涨，受阻于86整数关口，呈现冲高回落态势。

欧元兑美元汇率小幅反弹，但仍处于1.27整数关口下方。欧元反弹受到两个因素带动。一是受益于略有改善的经济数据影响。最新数据显示，欧元区10月制造业PMI指数较前值微升至50.7，且远好于市场预期。服务业和综合PMI指数也均优于市场预期。二是1.2680附近是中期关键技术位，在此附近累积了技术性买盘。

不过，欧元兑美元汇率的反弹仍缺乏实质性的基本面支持。除了市场一直担忧的欧元区通缩问题以及随之引发的欧洲央行货币政策放松之外，未来投资者可能还会有更多看空欧元的理由。一方面，欧洲央行针对130家银行的压力测试结果将于本周日公布。有媒体报道，至少有11家银行未能通过压力测试。一旦如报道所言，市场将对欧洲银行新一轮资金缺乏问题产生担忧，特别是可能会导致欧洲银行

国开行28日招标五期固息金融债

国家开发银行23日公告，定于2014年10月28日增发2014年第21期至第25期关键期限固息金融债，计划发行总量不超过240亿元。

国开行今年第21至第25期金融债券期限分别为7年、10年、1年、5年、3年，本次计划发行额分别不超过40亿元、40亿元、60亿元、40亿元、60亿元。按期限由短至长排列，上述五期金融债票面利率分别为4.19%、4.33%、4.83%、5.10%、5.02%，起息日分别为9月15日、10月17

九银行今发11只同业存单

中国货币网信息显示，建设银行等九家银行定于10月24日发行共11只同业存单，发行额合计75亿元。至此，10月份同业存单有望再创单月发行量历史新高。

11只同业存单中，建设银行、兴业银行、光大银行、华商银行、顺德农商行、台州银行、厦门农商行各发1只，金额分别为10亿元、5亿元、10亿元、5亿元、10亿元、5亿元、5亿元；浦发银行、杭州银行各发2只，浦发银行2只规模合计15亿元，杭州银行2只规模合计10亿元。上述同业存单涵盖1个月、3个月、6个月、1年期等多个品种，九家银行的主体信用

大公调低天雁服饰评级展望

大公国际资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告，维持山东天雁服饰股份有限公司主体信用等级为BBB，将其评级展望由稳定调整为负面。

天雁服饰主要从事牛仔服装的设计、生产及销售业务。大公报表示，公司面临良好的行业政策环境，区域经济环境良好，主营业务收入及主营业务毛利润逐年增长，期间费用控制能力较好；近年来，公司经营性净现金流均为净流入并逐年增长，对债务保障程度较好。需要注意的是：近年人民币升值趋势明显，公司作为以出口为主

业进一步收缩贷款，给本已走低的通胀进一步下行压力。另一方面，希腊政局可能的动荡也不容忽视。

英镑兑美元汇率出现连续下行，汇价再次逼近1.60整数关口。受表现不佳的零售数据的影响，市场对于英国央行加息的必要性预期再次降低，英镑遭到抛售。

英国经济也和其他发达经济体一样，经济增速明显处于高速增长后的回调期。不过，英国经济毕竟已经恢复至相对可持续的增长模式中，增速的下行并不影响经济正常化进程，这也就意味着英国央行的货币正常化进程还将推进。因此，英镑中期不具备持续下行动力。

由于近期美国自身经济数据不稳定，外汇市场出现明显的震荡行情。短期来看，外汇市场可能仍将处于震荡期。随着月底美联储利率决议以及非农数据的公布，外汇市场可能会出现方向性的指引，震荡行情也将结束。目前，看好美元指数的表现仍是明智选择。（作者单位：中信银行 本文仅代表作者个人观点）

国开行28日招标五期固息金融债

日、9月19日、8月7日、8月21日，本次发行的缴款日均为11月3日，除1年期品种上市日为11月5日外，其他四期债券上市日均为11月7日。上述增发债券上市后至对应的原债券合并交易。

本次增发的五期债券均采用单一价格（荷兰式）招标方式，均不设立基本承销额。债券承做费按认购债券面值计算，1年期无，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%；各品种均无兑付手续费。（葛春晖）

九银行今发11只同业存单

等级涵盖AA—、AA、AA+、AAA四个等级，彰显出当前同业存单市场的期限品种多样化和发行主体多层次化特征。

据WIND资讯截至10月23日的统计，10月份同业存单累计发行量已达到1140.1亿元，加上24日即将发行的75亿元，10月累计发行量突破1200亿元几无悬念，并有望继9月份的1198.5亿元之后再创单月发行量历史新高。另据WIND统计，今年以来银行间市场累计发行同业存单535期，金额合计5212.10亿元；23日的同业存单存量达到427只、3909.40亿元。（葛春晖）

导的外贸型企业面临一定压力；公司原材料采购价格逐年上涨，成本控制压力加大；公司2013年以来有息债务明显增加，短期偿债压力增大。另外，公司对外担保比率很高，其中为润生淀粉提供的3000万元担保已经逾期。

大公报表示，预计未来1—2年，随着公司主要产品产能的扩大，公司主营业务将保持平稳发展，但对外担保企业润生淀粉及益泰丰工贸正处于停产状态，公司存在很高的代偿风险，因此对天雁服饰的评级展望为负面。（葛春晖）

近期部分企业主体评级变动情况					
企业名称	最新评级日	最新评级	评级展望	前次评级调整	最新评级机构
二重集团(德阳)重型装备股份有限公司	2014-10-16	B	调低	BB	中诚信国际
中国第二重机械集团公司	2014-10-16	BBB-	调低	BBB	中诚信国际
福建省交通運輸集团有限责任公司	2014-10-15	AA+	稳定	BBB	中诚信国际
中科云网科技集团股份有限公司	2014-10-8	BBB	负面	AA-	鹏元
湖北双环科技股份有限公司	2014-10-8	AA-	负面	维持	AA-
新疆石河子开发区经济建设总公司	2014-9-30	AA-	负面	维持	AA-
西部矿业集团有限公司	2014-9-30	AA+	负面	维持	AA+
楚雄州开发投资有限公司	2014-9-30	AA	稳定	调高	AA-
中国中钢股份有限公司	2014-9-29	AA-	负面	维持	AA-
山西沁新能源集团股份有限公司	2014-9-29	AA-	负面	维持	AA-
常州天晟新材料股份有限公司	2014-9-24	A+	负面	调低	AA-
无锡市新区经济发展集团总公司	2014-9-24	AA+	负面	维持	AA+
黑龙江北大荒农垦集团总公司	2014-9-23	AAA	稳定	调高	AA+
华锐风电科技(集团)股份有限公司	2014-9-19	A	负面	调低	AA-

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年10月23日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.08%，较修正后的上期数据下行2BP。

数据来源：金牛理财网