

央行延续公开市场平衡操作 11月资金价格有望再下台阶

□本报记者 王辉

周二，央行连续第九次开展交易量为200亿元的14天期正回购操作，操作利率持平于3.4%。分析人士表示，在央行连续数周进行平衡对冲操作之后，市场对于常规公开市场操作在数量调控方面的预期有所淡化，对正回购利率的关注度则进一步上升。考虑到实体经济趋弱态势未见明显好转，中短期内货币政策的量价宽松手段仍值得期待，在此背景下，预计11月市场流动性将延续宽松格局，资金价格也有望再下台阶。

200亿正回购成常规“菜单”

最新公开市场交易情况显示，11月4日（本周二），央行在公开市场继续开展14天正回购操作，交易规模200亿元，与当月市场到期资金量相同，与此同时，市场关注的中标利率仍继续保持于3.4%。

数据显示，自9月末以来，央行在每周二、周四例行的公开市场操作中，已连续九期维持200亿元14天正回购的方式。而在本周之前，央行通过每周开展400亿元正回购的方式，实现了精确对冲当周到期资金、全周零净投放/净回笼。由于本周到期资金量仍为400亿元，如果本周四央行继续续上200亿元正回购操作“常规菜单”，那么本周公开市场将实现连续第四周零净



投放，从而延续此前的平衡对冲基调。市场人士表示，央行通过滚动开展正回购操作，可为未来两周后提供相应到期资金，能有效缓解四季度以来公开市场自然到期资金较少的情况。

另外，市场人士还表示，近几周持续的公开市场平衡对冲，也反映出在前期陆续实施SLF等创新型货币投放工具后，货币市场流动性整体较为充足和稳定，在此背景下，央行公开市场操作的作用更多转向稳定市场预期。市场人士表示，随着央行政策发生微调，市场对于常规公开市场操作在数量调控方面的预期逐渐淡化，对正回购利率的关注度则进一步上升。

11月资金利率有望继续下行

在央行延续公开市场维稳操作基调的背景下，货币市场资金面在11月初这一时点仍保持了趋松格局。WIND数据显示，周二银行间市场资金利率整体小幅走低，其中主流交易品种隔夜、7天质押式回购平均利率分别较上一交易日下行约1BP、4BP，分别收报2.56%、3.22%。市场人士表示，虽然本周三（11月5日）存款类机构就将面临准备金例行补缴，但市场流动性宽松态势依旧未改。

据WIND统计，10月份银行间质押式回购隔夜、7天回购加权利率的月度均值

分别为2.51%、3.07%，较9月份分别下降26BP、19BP，显示10月份银行间市场资金面全面趋松。而对于11月及年尾之前的市场流动性状况，此前主流机构仍较为一致地认为，年末之前资金面的宽松大势仍将延续，11月整体资金价格有望较10月份继续下行。

广发证券本周表示，根据最新公布的9月末金融机构资产负债表可以大致测算出，9月末金融机构超额存款准备金率，已由6月末的1.7%大幅上升至2.2%，现阶段央行定向宽松的力度仍在明显加强，资金投放力度也未出现减弱迹象，政策引导融资成本下行的目标也将进一步落实。

第一创业证券本周则进一步指出，基本面和通胀水平为11月货币政策的进一步宽松提供了空间，月内央行仍有可能进一步投放流动性，并且不排除有年内全面降准的可能性。从资金价格的角度来看，该机构认为，如果月内银行间14天期回购利率低于3.4%，则预计央行将再次下调公开市场正回购指导利率。

此外，海通证券最新观点进一步指出，目前与当前经济通胀水平对应的主流R007利率应当在2.5%左右，考虑到未来央行或进一步下调正回购招标利率，月内R007波动中枢将在3%上下，较10月份继续有所下降。

■观点链接

民族证券： SLF到期续做概率大

结合央行对利率市场化的表态，我们认为SLF利率、正回购利率有望成为利率市场化下的基准利率，SLF到期续做的概率很大。主要原因：一是，近期公布的数据显示，供给端调整仍未结束，经济下行压力依然存在；从季报来看，上市银行不良贷款率有所上升，且地方融资平台陆续进入偿付高峰期，潜在的金融风险不容忽视。因此央行无论从支持经济增长，还是从防范系统性风险的角度，都有必要继续维持当前较为宽松的流动性水平。二是，当前外汇占款持续走低，美联储宣布退出QE将加剧外

汇占款的趋势性下行，央行需要新的货币投放渠道。SLF不但可以投放基础货币平滑短期流动性波动，其利率所传达出的信号还可以引导市场利率水平，推进利率市场化进程。

安信证券： 11月再降正回购利率可能性较小

年内三次下调正回购利率之后，债券市场的收益率普遍大幅下降，政府所关心的融资贵、融资难问题，最起码在债券市场得到了一定程度的缓解。从这个角度看，再次下调正回购利率的压力在减弱。当然，这只是说央行近期可能不会再下调正回购利率，并不是说将来不会再次下调。另外，

有效解决融资难、融资贵的问题，必须从信贷结构的改善起到积极作用，三季度农业贷款占比出现小幅上升，小微企业贷款单季占比为2012年以来最高。考虑到全面降准下资金流向难以控制，央行继续采取定向宽松的数量型政策推动信贷扩张的可能性较大。价格手段上，央行下调正回购利率和向商业银行投放短期资金进一步加强了市场对于央行政策宽松的预期。9月份CPI创下2009年以来新低，显示宏观经济通缩风险加剧，我们预计10月份CPI和PPI增速仍将维持低位。通胀压力的减弱给予央行在利率水平上进一步放松的空间，若经济出现进一步恶化的迹象（如房地产增速加速下滑），央行或将通过降息等手段降低存贷款利率，以控制经济尾端风险。

信达证券： 利率放松空间进一步增大

数量手段上，央行定向宽松的政策对

于信贷结构的改善起到积极作用，三季度农业贷款占比出现小幅上升，小微企业贷款单季占比为2012年以来最高。考虑到全面降准下资金流向难以控制，央行继续采取定向宽松的数量型政策推动信贷扩张的可能性较大。价格手段上，央行下调正回购利率和向商业银行投放短期资金进一步加强了市场对于央行政策宽松的预期。9月份CPI创下2009年以来新低，显示宏观经济通缩风险加剧，我们预计10月份CPI和PPI增速仍将维持低位。通胀压力的减弱给予央行在利率水平上进一步放松的空间，若经济出现进一步恶化的迹象（如房地产增速加速下滑），央行或将通过降息等手段降低存贷款利率，以控制经济尾端风险。

信用债普涨 低评级逞强

在利率产品大肆上涨的带动下，4日交易所信用债继续普涨，成交收益率整体进一步走低。

企业债方面，城投类品种如主体AA的11辽阳债收盘到期收益率下行4.51BP，12河套债下行2.44BP，AA-的12阜城投下行4.31BP，14宁国债下行16.04BP。产业类品种如AA的10凯迪债下行2.44BP、AA-的12远洲控下行9.53BP。

公司债涨幅不减，低评级全面开花，如AA的11孚债收益率下行14.26BP、AA-的三维债下行26.02BP、A+的09银基债下行2.81BP、A的10银鸽债跌10.22BP。其他活跃品种如AA的11庞大债收益率跌14.08BP，AA-的11常山债收益率跌10.64BP。

近期信用债收益率下行速度一定程度上超出市场预期，从侧面反映当前债券市场配置需求仍较为旺盛。分析机构报告指出，今年信用利差持续维持低位和理财带来的刚性配置不无关联，在流动性维持宽松、经济尚未企稳以及配置需求仍较旺盛的环境下，信用利差仍将维持低位运行，信用债仍具有配置价值。同时，考虑到信用风险事件层出不穷，对于今年以来持续大涨、已经积累了较大涨幅的高收益品种仍需保持一些谨慎。（张勤峰）

泰安商行 披露同业存单发行计划

泰安市商业银行股份有限公司11月4日公布了其2014年度同业存单发行计划。至此，今年以来已有76家银行披露同业存单计划，计划发行金额累计已超过14万亿元。

据泰安市商业银行披露，该行今年同存单发行额度为15亿元，该行将自行确定每期同业存单的发行品种、金额及期限。经中诚信国际评定，泰安市商业银行的主体评级等级为AA-。

另据中国货币网信息，11月5日将有12家银行发行共15只同业存单，发行金额合计151亿元。其中，工行、浦发、江苏银行、民生、光大、华商银行、浙江新昌农商行、东亚银行、宁波银行、平安银行各发1只，兴业银行发行4只，上海银行发行2只。

今年以来同业存单发行主体和市场规模不断扩容。统计显示，今年以来已有76家银行披露同业存单发行计划，计划发行额总计达到1.4121万亿元。另据Wind统计，截至11月4日，今年以来同业存单累计发行量已达625只、6064.5亿元；同业存单存量为498只、4574.80亿元。（葛春晖）

安享债市盛宴 国债价值突出

□南京银行 黄艳红

在央行下调正回购利率和对股份制银行实施SLF等宽松货币政策推动下，10月利率债收益率曲线陡峭化下行。鉴于年内定向宽松的货币政策依然值得期待，未来货币市场利率依然会缓慢下行，利率债盛宴仍可延续，如遇市场短线调整可逢高增仓。

尽管今年以来央行没有全面降准降息，但在货币政策方面央行动作不断。二季度以来，央行先后三次下调正回购利率，累计降幅达到40个BP；9月17日对五大行进行了5000亿的SLF以及10月17日对股份制银行预计不低于2000亿的SLF，这些都表明了央行试图降低社会融资成本的目的。

不过，从央行公布的最新贷款数据来看，三季度贷款增量中，三农贷款同比少增6200亿，小微贷款同比少增1900亿，三农和小微合计同比少增8100亿，增长明显放缓。造成这种现象的根源在于，由于经济处于下行通道，银行风险偏好下降，同时在利率市场化过程中受到互联网金融、理财等冲击银行综合负债成本不断上行，对于薄利的小微贷款和三农贷款发放力度兴趣不足。由于降

截至2014年10月30日，7天回购利率年内均值在3.59%，目前回落至3.3%附近。对比银行2011—2014年各季的资金成本和

7天回购利率走势可以发现，近三年中，7天回购利率几乎不会跌至银行资金成本以下。而三季度银行综合负债成本小幅抬升至2.46%。因此，若公开市场操作回购利率继续引导下降，则回购利率还有下降空间，但预计下降过程会比较缓慢，且IPO打新等阶段性扰动也会制约其下降空间。

从收益率水平看，目前1、3、5、7、10年国债和7天回购利率的利差为17、22、32、47、48个基点，均明显高于2010年以来的均值（分别为-58、-28、-9、11、25个基点）；1、3、5、7、10年金融债和7天回购利率的利差为58.75、91.107、109个基点，同样明显高于2010年以来的均值。其中，中短端品种保护较多。

综合而言，预计未来货币市场利率依然会缓慢下行，利率债盛宴仍可延续，但短线债市维持震荡的可能性较大。操作策略方面，如遇市场调整则逢高增仓，中短端保护较多，可参与波段。具体品种方面，对于银行等配置盘而言，资产配置时要充分考虑税收因素和经济资本占用。金融债的税后收益已明显不及国债，目前各期国债均高于金融债40BP以上，且具有不占用风险资本的优势，配置价值较为明显。此外，投资者还可以适当关注铁道债。

信用债牛市延续 高收益品种不宜再追

□海通证券 姜超

造业产能过剩矛盾仍在，地产和基建的内生增长也较为疲弱，经济增速仍不容乐观。二是，大国经济政策以本国实际情况为主，海外变化不影响国内政策宽松趋势。在美国因经济向好、资金充裕而停止QE之时，日本加大了量宽力度。我国货币政策以内部经济动态变化为主要考量，在经济不稳、通胀下降的情况下，宽松空间仍在。

三是，地方债务甄别分类工作展开。财政部351号文要求地方2015年1月5日前将甄别结果上报。其中，PPP转化为企业债务的不纳入政府债务，以义务教育为代表的公益性举债纳入一般债务，以土地储备为代表的债务纳入专项债务，交叉债务据资金流向和偿债安排对应一般或专项债务。积极管控有利于地方债务可持续性的增强。

四是，獐子岛事件再度警示信用风险。獐子岛三季度计提巨额存货损失，引发市

场对其公司治理的质疑。獐子岛或许并不存在财务舞弊的行为，但应该看到，尽管目前社会流动性充裕，但部分行业仍有压力，通过关联方的溢出效应释放可能是方式之一。农林牧渔业的特殊性，使其成为财务舞弊的高发领域，主要表现在两个方面：第一，农业类公司资产主要为生物性资产，其盘点核实等较为困难；第二，近年来一直享受国家诸多政策倾斜。目前农林牧渔业的债券存量约300亿，风险需重点筛查。

总之，流动性充裕带来的债市盛宴仍将延续。随着债市上涨，高票息资产日渐稀缺，但不建议承担更多信用风险追逐高收益。至于城投等有政府信用背书的安全资产，由于中央管控地方债务，其系统性风险下降且供不应求的局面仍会加剧。随着资产端收益率下降，理财等回报也会逐渐收缩，城投和高等级产业债与利率轮番下降行情有望持续。

10月银行净增持债券逾千亿

中债登4日公布的数据显示，截至10月末，在中央国债公司登记、托管的债券总量达到28.43万亿元，较9月末增加1555.45亿元。主要投资者中，商业银行和广义基金继续加仓债券，但增持力度一升一降。

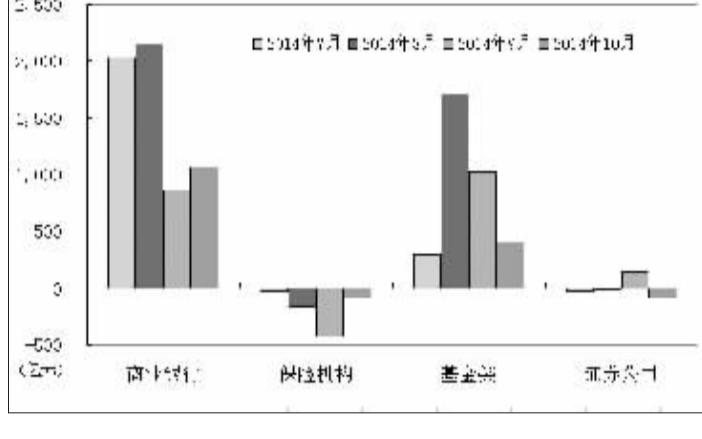
具体看，10月份商业银行托管量增加1062.88亿元，高于9月份的866.05亿元，也是当月增持债券力度最大的机构；广义基金类机构连续第十个月增持债券，当月托管量增加402.77亿元，少于9月份的1020.04亿元；保险机构则连续第五个月减持，减持规模降至87.17亿元。其他投资者方面，信用社、券商、非银机构托管量均出现

不同程度的下滑。

从投资者持有结构看，10月份商业银行主要增持了国债、口行债、企业债和商业银行普通金融债，小幅减持国开债与农发债；基金类机构以增持政策性银行债为主，其国债和企业债托管量双双小幅下降。保险机构除少量增持国债外，对其他主要品种均进行了减持。

市场人士指出，从托管数据上看，源于银行以及以银行理财为主的广义基金的增量配置需求，对当前债券牛市行情提供了有力支持，但也需注意到，在债券利率大幅下行后，一些机构出现获利了结的行为，收益率过快下行或导致行情出现反复。（张勤峰）

主要投资者债券托管量变动(单位:亿元)



人民币兑美元中间价创两个月新低 人民币即期汇价逆势上涨

尽管美元在国际市场持续逞强，人民币仍未改震荡偏强特征。4日，人民币兑美元中间价跌至近两个月低位，但人民币即期汇率保持坚挺，收盘小升31基点，继续持稳于6.11一线。

自美联储10月议息会议结束后，美元掀起新一轮升势，截至本月3日收盘，美元指数已站上87点关口，盘中最高涨至87.41点，达到2010年6月下旬以来的最高值。在此背景下，人民币仍有缓步升值的倾向。分析人士指出，人民币相对坚挺有助于减轻资本外流压力，并助推人民币国际化进程，但综合国内经济形势、国际收支形势和美元走势来看，人民币已无大的持续升值空间，未来人民币汇率在区间内双向波动并保持坚挺的可能性较大。（张勤峰）

时，人民币现汇价仍较为坚挺。4日，人民币兑美元即期询价交易平稳开盘后震荡上扬，盘中最高至6.1144，收报6.1152，较前一日收盘价上涨31基点。最近四个交易日，人民币即期汇率仅小幅贬值40基点，持续在6.11一线震荡。

交易员表示，央行减少对外汇市场干预后，在四季度市场结汇需求季节性增多的作用下，人民币仍有缓步升值的倾向。分析人士指出，人民币相对坚挺有助于减轻资本外流压力，并助推人民币国际化进程，但综合国内经济形势、国际收支形势和美元走势来看，人民币已无大的持续升值空间，未来人民币汇率在区间内双向波动并保持坚挺的可能性较大。（张勤峰）

国开“福娃债”招标遇热捧

借着现券利率快速走低的势头，国开行4日上午招标增发的一组固息金融债（俗称“福娃债”）中标收益率均低于预期，需求十分火爆，其中1年期品种发行利率落在招标区间下限。

国开行4日招标的是该行今年第21期至第25期固息金融债的增发债券，该组债券期限分别为7年、10年、1年、5年和3年。经中债登披露，此次增发的1至10年期关键期限国开债的中标收益率分别为3.4999%、3.8061%、3.9616%、4.0982%、4.1415%，全线低于市场预测均值。据路透调查，此前机构对该组债券给出的预测中标利率均值依次为3.52%、3.88%、3.48%、2.83%。

交易员指出，4日早盘现券利率继续快速走低，市场做多热情高涨，“福娃债”招标恰逢其时，中标利率自然被大幅压低，而新债低位偏低进一步刺激市场乐观情绪，一二级市场利率呈现交替下行的局面。该交易员并称，10月PMI数据疲软，点燃市场新一轮做多热情，但近期消息面整体相对平淡，债券收益率过快下行后或将迎来短期震荡。（张勤峰）

机械、基建类个券领涨

转债指数创近四年新高

11月4日，沪深转债市场延续整体偏强走势，中证转债指数创近四年新高。个券涨多跌少，机械、基建和运输类个券表现抢眼、涨幅居前。

后市而言，海通证券指出，在10月末正股的强势反弹中，经济基本面并非趋势行情主要推力，资金面和投资情绪才是关键，经济通胀低迷给予货币宽松政策空间，政府积极出台消费政策、增加居民收入，改革主题个券仍有机会。具体策略方面，该机构认为