

## 央行正回购操作延续“200亿循环”

# 资金价格中枢下移待政策加码

□本报记者 葛春晖

周四,央行在公开市场继续开展200亿元14天期正回购操作。至此,央行公开市场实现连续第五周零净投放,正回购利率保持稳定。分析人士认为,当前MLF等创新型非公开市场工具已经成为央行稳定银行体系流动性、引导货币市场利率下行的主要手段,即使公开市场投放量收缩,资金面也有望保持总体稳定和适度充裕;不过,资金价格中枢若想再下台阶,则需进一步的宽松政策刺激,考虑到经济下行压力依然较大、降融资成本需求迫切,未来宽松加码仍有必要,除正回购利率有望继续下调之外,SLF、MLF以及更多创新型定向宽松工具也都值得期待。

### 连续五周零净投放

公告显示,央行周四(11月13日)在公开市场开展了200亿元14天期正回购操作,中标利率3.40%,期限、交易量和利率均与上期保持一致。由于本周到期资金仍为400亿元,央行周四、周四分别回笼200亿元后,本周公开市场操作连续第五周实现零净投放。

自10月21日以来,央行每周二、周四例行开展的公开市场操作毫无变化,即,每次新开展200亿元14天期正回购操作,从而将当日到期的等量、同品种操作平移到两周以后。而央行的这种做法已逐渐被市场理解和接受,首先,外汇占款进入低增长的“新常态”,央行通过公开市场调节基础货币投放的压力下降;



其次,通过这种操作,保障了未来每周有数百亿元资金到期,一方面可以预防未来短期资金波动的不时之需,另一方面,也保留了通过调整公开市场利率引导市场预期功能;第三,随着公开市场量化操作上的逐渐淡化,9月份以来,MLF等创新型非公开市场工具已经成为央行稳定银行体系流动性、引导货币市场利率下行的主要手段,而且市场流动性在这些新型工具的调控下也保持了稳中偏松局面。

数据显示,13日银行间市场各期限资金利率涨跌互现、波幅有限。其中,主流隔夜回购加权平均利率持平于2.49%,标杆品种7天回购加权平均利率微升1BP至3.14%,期限稍长的14天回购加权利率微跌1BP至3.45%,均为11月份以来的低位水平。

### 降成本仍需政策放松

虽然当前货币市场资金供需总体平衡、流动性相对充裕,但资金面宽松程度略不及10月份。进入11月以来,银行间7天回购利率的均值为3.17%,比10月份3.07%的月度均值高出10BP。市场人士表示,鉴于有大行维护低价开盘,且前期央行通过MLF和PSL投放的资金仍然有效,近期资金面保持稳中偏松料也无忧,但考虑到11月上旬资金价格高于10月同期,而且10月中旬市场接连收到正回购利率下调、MLF放水等政策红包,若无新的政策刺激,11月资金价格中枢再下台阶恐有难度。

而从降低实体经济融资成本、保障经济稳定增长的角度来看,由于当前贷款融资利率仍居高不下,尽管货币市场

利率向贷款市场传导不很顺畅,但依次引导货币市场、债券市场、信贷市场利率下行,仍是货币政策的必要选择。

国家统计局13日公布的数据显示,10月份我国工业增加值同比增长7.7%,低于8.0%的上月增速和机构预测均值;当月社会消费品零售总额增长11.5%,固定资产投资同比增长15.9%,虽然与预期均值持平,但较上月的11.6%、16.1%双双回落。汇丰银行亚太区董事总经理屈宏斌就此指出,数据显示当前有效需求依然不足,结合日前发布的通胀数据,经济负产出缺口明显,推出进一步的宽松政策十分必要。

从政策工具的选择来看,在央行11月6日发布第三季度货币政策执行报告后,机构普遍认为央行对于总量调控的态度仍较为谨慎,因此预计四季度全面降准降息的可能性较小,但进一步的定向宽松仍是大概率事件,如继续下调正回购操作利率、通过SLF和MLF投放资金等等。东莞银行在本周初的流动性报告中表示,预计四季度央行将继续加大非公开市场净投放的力度,规模可能超过7000亿元。

另据Wind资讯的信息,多名市场人士证实,央行13日向江苏和浙江等省份城商行提供了百亿级的MLF资金,利率为3.5%,要求该笔资金定向投放于小微企业。有分析人士表示,此举可能是为了缓解江浙地区的民间融资风险,货币宽松加码的方向进一步得到印证,预计未来除了SLF、MLF等已有工具外,还会有更多创新定向宽松手段推出。

## 信用债定价估值降幅扩大

随着债券牛市深入演绎,企业债券融资利率不断走低。13日,中国银行间市场交易商协会发布的非金融企业债务融资工具定价估值显示,最新各期限信用债估值继续全线走低,且降幅扩大。

与上期(11月5日)估值相比,本期各期限各等级信用债估值下行7-14bp不等。分期限看,3至10年期品种领涨,整体降幅均超过10bp,其中3年期降幅最显著,平均下行13.2bp。另外,15年品种平均下行近10bp,1年、20年、30年等两端的品种降幅稍逊,但普遍不低于8bp。分等级看,中高等级品种估值下行相对突出。

与此同时,本期信用债估值

降幅有所扩大。据11月5日的数据显示,当期信用债估值降幅最多为8bp。

在现券回暖的背景下,近期交易商协会定价估值持续呈现普降的态势,表明基准利率的下行,正逐渐反映在企业债务融资的成本之中。据统计,与去年末相比,最新信用债定价估值整体降幅已达到102bp。

进一步的统计显示,信用债估值下行最显著的正是9月下旬以来的这段时间。一方面,现券行情异常火热,带动一级发行利率持续走低;另一方面也显示出在政策预期宽松的背景下,市场对信用风险的担忧阶段性下降。(张勤峰)

## 人民币汇率窄幅震荡

经过周初大幅波动后,近日人民币汇率重新回归窄幅震荡走势。

13日,在隔夜国际汇市美元指数延续高位震荡的背景下,人民币对美元即期汇率继续呈现窄幅震荡的走势。盘面显示,昨日银行间外汇市场人民币对美元即期汇率全天振幅仅40个基点,收盘报6.1248,较周三小涨18个基点或0.03%。当天人民币对美元汇率中间价为6.1418元,较前

一日小涨10基点。由此,人民币汇率中间价扭转了此前连续两个交易日走弱的势头,总体仍运行在9月以来的波动区间之内。

市场人士表示,在前期未能有效击穿6.10整数关口的背景下,近阶段人民币汇率连续出现横向窄幅盘整,符合各方预期。考虑到贸易顺差、经济基本面、市场情绪等方面因素,在经过近阶段的震荡休整之后,人民币汇率仍有望继续温和走强。(王辉)

## 财政部19日续发10年国债

财政部13日公告,定于11月19日第二次续发行2014年记账式附息(二十一)期国债。本期国债为10年期固定利率国债,本次竞争性招标面值总额280亿元,进行甲类成员追加投标。

本次续发行国债的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与原国债相同。从2014年9月18日开始计息;票面利率4.13%;按半年付息,每年3月18日、9月18日(节假日顺延,下

同)支付利息,2024年9月18日偿还本金并支付最后一次利息。

本期续发国债11月19日招标,招标结束至11月24日进行分销,11月26日起与原国债合并上市交易。本期国债采用混合式招标方式,标的价格为,发行手续费率为承销面值的0.1%。中标承销团成员需于2014年11月24日前(含11月24日),将发行款一次缴入财政部指定账户。(王辉)

## 国开行18日招标五期金融债

国家开发银行13日公告称,该行将于11月18日增发2014年第23期1年期、第25期3年期及发行第27期5年期、第28期7年期、第29期10年期固定利率金融债,分别不超过40亿元、40亿元、50亿元、50亿元和60亿元,总量不超过240亿元。

日程安排方面,招标日为11月18日,缴款日为11月20日,1年和3年期品种起息日分别为

9月15日和10月17日,新发品种起息日均为11月20日,1年期品种上市日为11月24日,其他品种均为11月26日。本次增发债券将采用单一价格招标,新发债券将采用单一利率招标。

本次发行的各期债券均无基本承销额,无兑付手续费,1年期无承销费,3年期承销费为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%。(王辉)

## 兴业证券18日招标21亿短融

兴业证券13日公告称,该公司将于11月18日招标发行2014年第四期短期融资券。本期短融期限86天,规模为27亿元。

公告显示,本期短融采用固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,在存续期内固定不变。本期短融采用单利按年计

息,不计复利。时间安排上,招标日为11月18日,分销日、起息日、缴款日和债权登记日均为11月19日,上市流通日为11月20日,到期日为2015年2月13日。

本期短融无担保,经联合资信综合评定,发行人主体信用等级为AAA,本期短融债项信用等级为A-1级。(王辉)

## 中债资信调升五洲交通评级

中债资信近期发布了对广西五洲交通股份有限公司的跟踪评级。

中债资信指出,高速公路行业信用品质较高,五洲交通控股路产在广西具备一定区位优势,是区域内优质路产,未来通行费收入将保持较快增长;随着贸易业务的收缩以及资源板块业务的增长,未来公司的经营稳定性将增强,整体经营风险较低。在贸易业务收入增长的带动下,公司营业收入增长很快,但盈利指标和盈利能力呈现弱化;公司未来投资规

模不大,融资渠道畅通,筹资压力很小;公司债务规模增长很快,债务负担较重,偿债指标呈现弱化,债务偿还能力仍较强,整体财务风险一般。公司控股股东信用实力较强,对公司信用品质的增信作用较强。未来12-18个月内,预计公司整体经营风险依旧较低,财务风险仍一般。此外,控股股东仍将保持对公司一定的外部支持力度。

中债资信评定公司的主体信用等级为A,评级展望为稳定。中债资信在前次主动评级时给予五洲交通A-pi评级。(张勤峰)

### 金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年11月13日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.96%,较修正后的上期数据下行3BP。数据来源:金牛理财网

# 可乐观不盲目 吃息差赚稳钱

□国海证券 陈滢

进入11月份,在降息或下调正回购利率等政策宽松预期不时释放的推动下,债券收益率延续快速下行的牛市行情。鉴于当前债券收益率已不高、利差过窄,基本面向正在边际改善、货币政策较难如预期般全面放松,利率暂时缺乏进一步大幅向下的空间和动力,在对后势乐观的同时需留一份清醒。

与年初高点相比,目前10年期国债收益率维持下行幅度已达到200BP,而期限利差维持在历史较低水平,曲线平坦化依然严重。与历史数据相比,目前长端利率债收益率已低于2012年经济总体趋弱、政策连续放松时的水平,而从期限利差来看,

也只有政策极度放松或者极度收紧的阶段才会出现目前的偏低状态。收益率的绝对水平和利差均显示出当前债市对经济悲观、政策乐观的预期反应较为充分。

在这样的情况下,若要利率继续下行,只有基本面比预期更差或者政策面比预期更松才可能,目前看,这两种情况暂时不会出现。经济方面,11月以来公布的经济数据已经显示出边际改善的情况,外贸形势相对稳定,而经过前期财政政策、产业政策的刺激,固定资产投资和房地产投资部分均出现当月同比回升的情况,虽然累计同比暂未结束下行态势,但政策效果还是有所体现,经济出现超预期下滑的风险可控。政策方面则不能低估管理层的定力。第一,除了经济数据已有企稳迹象

外,明年经济面对的是较今年低的基期因素,外加今年拖累经济的房地产行业也在度过最坏的阶段,稳经济的压力较今年会有所缓解,通胀也将重归回升势头,政策放松的必要性有所下降;第二,近九年全社会的杠杆率仍在抬升,全面放水可能导致杠杆率增速失控,酝酿更大系统性风险,留给管理层的政策空间十分有限;第三,“降低社会融资成本”也不意味着政策需要全面放松,要看到目前融资成本高是资源错配引发的问题,融资需求最为旺盛的往往是成本敏感度差或者政策抑制的部门,对真正需要资金和支持的部门极易产生挤出效应,这种结构性的问题较难通过全面放松来实现,今年以来央行持续采取定向指导性的放松可能是对此所能

采取的最佳解决方式。

此外,利率市场化进程持续、利率中枢抬升的局面尚未终止。从银行角度出发,今年虽然资产端的利率大幅下行,但负债端更加顽强,由于理财产品等负债规模保持较快增长,利率并未明显下行,导致总体成本不降反升,目前息差空间显著收窄,也会制约债券的配置需求,抑制利率下行空间。

不过,货币政策不大可能转向收紧,流动性仍将维持宽松状态,短期资金利率有望保持相对平稳,市场完全转向的风险不大,只是在乐观中保留一份清醒,适度缩短久期,降低资本利得收益预期。获取相对确定的息差收益,可能是当前更好的投资策略。

### ■观点链接

#### 兴业证券:牛市莫“下车”

提醒投资者,牛市莫下车。本轮债市走牛的最大动力来自于融资需求端的萎缩,而不是政策的放松。而且本轮经济的下行更多的是受到潜在增速下降的牵引,而在债务的约束下,实体经济成本仍高企,经济降速过程还没有结束,未来杠杆率很可能出现结构性的下降,推动无风险利率进一步下行,静态的基于资金成本对债券进行定价,认为牛市将要结束的观点可能需要进行修正。实质上,如果我们认为这一轮经济的下行是经济结构再平衡的结果,那么中国当前的回报率已经远远低于过去,理论上的无风险利率的底部也是不断下行的,过去几轮大的牛市,10年期国债收益率都低于3%。

#### 申银万国证券:调整是加仓机会

周三市场仍然受到数据预期的较

大扰动,行情来回反复,市场分歧在增加。周三现券收益率反弹4-8bp,日内最大波幅再次超过10bp。但AA+/AA-短融和中票收益率基本持平,甚至小幅下行。正如我们周报所说,一方面,在牛市第二阶段,市场波动幅度将较前期放大,另一方面,绝对收益率相对较高的品种仍然是更好选择。

短期来看,随着前期利率的快速下行,以及年底将近,不排除债市出现一波获利了结的行情,并引发利率的波动。作为投资者,在当前阶段,应当以牛市思维看待市场的波动,这意味着可以获利了结,但不能轻易丢掉主要仓位,意味着面对调整不悲观,调整是加仓的机会。这与熊市思维下逢高减仓的操作是完全不同的。还是那句话,牛市趋势中,调整不可怕,踏空才郁闷。

# 利空“非农”不足惧 美元上涨仍可期

□新华财富 关威

不经意间,美国10月非农就业报告扮演了一回欧元“救世主”的角色。弱于预期的数据表现,在抑制美元上涨的同时,也间接缓和了近来备受煎熬的欧元下行的压力。但正如《肖申克的救赎》中的一句:坚强的人只能救赎自己,伟大的人才可能拯救别人。套用到欧元和美元的身上,欧元不够坚强,尚不能拯救自己;美元不够“伟大”,亦无意拯救欧元。

或许这样的比喻不够恰当,但却暗示了我们对于近期汇市的初步判断,即欧洲基本面不足以带动欧元在近期重返升势,投资者也更不应寄托美元的意外“失足”能够间接帮助欧元。诚然,美国10月季调后非农就业人口增加不及市场预期,且薪金增长乏力,这也成为了上周五美元自高位回落的直接诱因。但平心而论,美国10月非农就业报告仍有可圈可点之处。首先,10月

失业率由9月的5.9%进一步下滑至5.8%,创下2008年以来最低水平。同时,10月劳动参与率却从9月上升62.7%小幅升至62.8%。表明越来越多的民众正在获得工作的机会。其次,非农就业人口增长已经连续第9个月超过20万关口,显示出当前美国劳动力市场复苏的稳定性和持续性。整体来看,本次非农数据结果虽不能称其为靓丽,但亦不应归咎于惨淡。因此我们认为,其一,美元近期的震荡回落,更多来源于美指之前屡创新高,本身市场存在多头回补的需求;其二,弱于预期的数据结果,并不足以改变美联储收紧货币政策的预期。而近期美联储成员也频繁释放“鹰派”言论,与乐观的美国经济数据互为验证。因此作为近期持续推动美元上涨的主要动因,美联储加息预期因素并未因10月非农报告而推翻。所以,美元未来一段时期维持上升走势仍是大概率事件。

与之形成鲜明对比的是,欧洲经济

环境一直未见起色。近期数据显示,欧元区9月零售销售月率创2012年4月以来最大降幅。欧元区10月Markit制造业采购经理人指数也跌至强弱分水岭。法国、意大利制造业活动处于萎缩阶段,即便欧洲经济火车头德国亦差强人意。羸弱的经济形势加重了市场对于欧元前景的担忧。同时也推动了欧央行进一步加大宽松货币政策的意愿。近来在不同场合,欧央行行长德拉基表示,一旦欧元区中期性通胀预期恶化或者已实施的宽松措施被实践证明为无效,欧洲央行就会采取进一步的非常规性宽松措施。因此无论从经济基本面,亦或是央行未来货币政策意图,均对欧元走势不利。

综合来看,相信未来一段时间,美元强、欧元弱的格局将会持续。欧元只有依赖本区域经济实质回暖,才能扭转当前被动的局面。遗憾的是,我们对这种情况出现的可能性持悲观态度。