

# 回购利率低开高走 资金面步步趋紧 定向宽松料将再显身手

□本报记者 张勤峰

19日,尽管回购利率开盘继续续低,但盘中成交利率趋升、实际融资不易,显示出短期市场资金面收紧的现状。市场人士表示,传统季节性因素叠加新股申购发行扰动,增加了资金面短期波动风险,也使得市场对于央行“放水”的期盼再次增强。而鉴于外汇占款低迷与经济增长乏力为央行开展对冲性的流动性投放创造了条件,在资金面日趋紧张的情况下,定向宽松再显身手的可能性也随之上升。

## 资金紧张程度升级

19日,银行间市场资金面紧张程度继续加深。尽管早盘回购利率多数延续惯例低开,但是开盘后加点融入的需求不断出现,盘中成交利率也逐渐走高,显示市场对于短期资金趋紧已形成共识,开盘价指引难以阻挡利率上行的步伐。

盘面显示,昨日质押式回购市场上,1个月以内各期限回购利率全线低开,如隔夜回购利率低开7bp报2.45%,7天回购利率低开8bp报3.01%,但到收盘时,隔夜、7天回购全天加权平均利率分别上涨5bp、11bp至2.57%、3.21%。市场上不仅是短期资金买入不易,中长期资金需求也愈发难以得到满足,21天及1个月期限的回购利率双双大涨20bp以上,3个月以内的各期限回购利率最终全线上扬,资金面整体较此前一日更趋紧张。

有市场观点认为,近几日资金面突然收紧,很大程度上要归因于月中企业缴税和即将启动的新一轮新股发行。不



过,从历史数据上看,年底由于政府财政支出加快,且11月并非企业集中缴纳所得税的时点,当月财政存款一般表现为净减少,对资金面而言通常会形成正面支持。因此,企业缴税可能并非近期资金面收紧的一个主要因素。

一位银行债券交易员表示,本月下旬的新股发行对市场心理预期的影响确实比较大。尽管新股批量发行已趋常态化,但由于本次发行时点接近下旬例行存准金清缴和月末考核时点,且本轮计划募集资金规模较大,对资金面的冲击会有所加大。

此外,有交易员认为,前期银行间市场机构预期过于乐观,大量增加杠杆投资,而新增外汇占款低迷、政策面处于空窗,增量资金并没有跟上,可能也是导致近期资金吃紧、波动加剧的原因之一。该交易员表示,月初债券市场在没有明显利好的情况下出现迅

猛上涨,很大程度上缘于机构加杠杆的行为。

由于新股发行和月末日益临近,若无新增流动性供给,短期市场资金面面临进一步收紧的风险。

## 市场“放水”呼声渐增

分析人士指出,当前新增外汇占款低迷,经济增长形势不稳,通胀低位运行,无论是对冲外汇占款下降还是稳定经济增长的角度,央行给予银行机构合理的流动性支持都是合情合理的,并不存在明显障碍,资金面紧张之时,可能就是定向宽松再显身手之际。

尽管央行日前公布的数据显示,10月份金融机构口径的外汇占款新增约661亿元,是今年5月份以来增量最多的一个月,但是企业结汇意愿下降及近期人民币汇率走软,使得人民币外汇占款增长前景不容乐观。招商证券报告指

出,目前国际资本流动主要受到美联储货币政策转向的负面影响主导。自9月起,周边经济体国际资金流动状况明显恶化,港元汇率和新兴市场货币指数走弱,国际资金撤离新兴经济体,回流美国市场的趋势比较明显。我国也不能超然于当前国际资本流动的主要趋势,预计10月金融机构外汇占款的回升势头难以持续。此外,该报告指出,10月份外汇占款回升与其他数据明显不符,既不吻合于周边经济体的国际资金流动状况,也不吻合于其他新兴经济体货币走势,还与10月银行结售汇、银行代客涉外收付款以及金融机构外币存贷款余额背离,降低了其反映客观真实情况的可能性。

由于新增外汇占款持续低迷,基础货币供给愈发依赖央行主动投放。为了保障国内货币信贷合理的增长,央行适度增加流动性供给以对冲新增外汇占款减少的影响顺理成章。更何况,当前经济增长面临较大的下行压力。10月份主要宏观经济数据刚刚披露完毕,整体来看,通胀低位运行、工业生产低迷、投资乏善可陈,需求疲软的状况未见明显改善,加上海外经济反复波动,稳定经济增长依然需要货币政策适时发力。在此背景下,央行放水可以说是众望所归。事实上,近几日随着资金面转紧,市场上不时传出央行“放水”的传闻,足见市场机构对于央行政策放松的期盼。

市场人士指出,短期市场资金面紧张有所超预期,央行出手干预的可能性在上升,而手段可能仍倾向于定向宽松,从而将流动性投放与定向资金支持结合起来。

能更为直接、有效。我们并不认为央行会采取激烈的手段来再度刺激投资增加杠杆,因此降息的出现应当是由经济情况的演变而触发的,并且政策会随着实体经济的运行情况不断调整。

## 中信建投证券: 年内定向宽松政策将继续加码

10月数据显示经济仍呈现疲弱态势,本轮经济反弹动力正逐渐衰竭,四季度经济企稳问题不大,但需要更多的宽松政策组合来配合。依然维持年内定向宽松的政策将继续加码的判断。货币政策三季度已有较多放松,仅中期借贷便利就投放基础货币超过7600亿元。但基础货币的增加并未形成相应的贷款投放和货币供给的增长,流动性堆积在银行间市场而未进入实体经济。如何使得资金进入实体经济是降低社会融资成本和稳增长的关键。现实的情况是,仅靠市场自身,可能还难以实现经

济和融资的平稳转换,所以在非标受限的情形下,有必要增加信贷的额度,并给予窗口指导以促进其投放。2015年年初有可能出现贷款集中投放的情形。2015年需要更加宽松和预期明确的货币政策,降息、降准的总量政策得到落实。

## 民生证券: 公开放水不如悄悄宽松

全面宽松需要确认的条件是企业运用债务杠杆效率能够提高,在此之前,货币政策仍将保持定向宽松。央行虽对全面降准降息仍有所顾忌,但货币宽松周期并未走完,定向宽松和创新货币政策工具仍是未来主要着力点。考虑到银行风险偏好收缩,央行将更加致力于降低流动性在基础货币停留的停滞。未来可能采取的操作包括继续推行PSL、MLF等定向工具,下调PSL、MLF利率,不排除推出更长时期的流动性宽松工具的可能。

# 人民币双向波动预期渐成

远期结汇的萎缩。4-9月,远期结汇连续6个月同比负增长,同比萎缩28.4%;但2、3两月,远期结汇同比增长分别为111.3%和14.3%,这说明在人民币开始贬值的时候,众多企业在抓紧较好的价格结汇,此时他们更倾向于将人民币年初的贬值看作一次阶段性的调整,而非长期贬值的序幕。直到4月份,企业发现人民币仍在贬值,才放慢了远期结汇的步伐并延续到9月,但这可能是由于人民币的大幅波动使得企业难以对人民币未来走势进行判断,所以对远期结汇合约的利用更为谨慎,未必是源于对人民币长期贬值的忧虑。

更为明显的证据来自远期售汇数据。如果企业对人民币中长期贬值形成了较为趋同的预期,那么合乎逻辑的操作应该是大量增加远期售汇签约,这与人民币单边升值时期,企业远期结汇签约热情一直“高烧不退”的道理是一致的。但实际情况是,今年2-9月,远期售汇签约规模虽然同比增长14.4%,但与2013年同期14.0%的同

比增幅基本持平,企业并未表现出对于人民币可能长期大幅贬值的恐慌情绪。

从具体月度数据分析,可以更为明显地看出企业对人民币大幅贬值的怀疑情绪。由于2月中旬人民币大幅贬值才正式启动,市场做出比较充分的反应是从3月开始,3-9月远期售汇规模呈现非常标准的U字形。

3月远期售汇规模高达283亿美元,同比增长24.7%,亦为历史新高,但这主要是人民币贬值初期的恐慌所致。在过去人民币单边升值的环境下,众多境外融资的企业并未对汇率风险敞口进行对冲操作,2月份开始的人民币急剧贬值使外币负债较多的企业汇率风险突然暴露,大量企业被迫匆匆签署远期售汇合约对冲风险。

4-8月,人民币先后经历了4-5月的贬值行情和6-8月的升值行情,但远期售汇规模始终在170-200亿美元之间震荡,同比萎缩约1.4%,这说明度过了贬值开始阶段的恐慌之后,企业对人民币的贬值

前景趋于谨慎。特别是人民币在5月陷入低位震荡盘整之际,当月远期售汇创年内最低值,更凸显企业对于人民币贬值前景的怀疑态度,不愿接受很差的售汇价格。

直到9月,美元对人民币陷入低位震荡,人民币的升值动能明显弱化,当月远期售汇才同比大增104.9%至309亿美元,再创历史新高。这说明企业对于人民币能否继续升值也有较深疑虑,不少企业在市场陷入震荡盘整时担忧人民币很快将再次走弱,为避免错过较好的市场时机而加大远期的签约规模。

总体来看,微观企业层面对人民币的单边升值预期虽然已明显弱化,但也并未形成强烈的人民币将大幅贬值的预期,目前处于对“大幅升值”和“大幅贬值”均比较怀疑的情绪之中,人民币维持基本稳定的前提下双边波动加剧的市场预期正在形成。这无疑有利于人民币汇率市场化形成机制改革的进一步推进。(作者单位:中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点)

# 人民币即期汇率连涨三日

11月19日,人民币汇率即期价、中间价联袂走强。其中,即期汇率录得沪港通正式开启以来的连续第三个交易日上涨。

中国外汇交易中心公布,2014年11月19日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1397,较18日小幅上调33基点,从而暂时告别了此前的两连跌走势。当日即期外汇市场上,人民币兑美元汇价高开38基点于6.1175,之后缓步震荡回落,盘中一度跌破18日收盘价,在临近尾盘的一波跳水之后,最终收报6.1198,较18日上涨15基点或0.02%。至此,人民币即期

## 同业存单再现流标

在短期资金面趋紧、利率下行遇阻背景下,19日银行间市场上再次出现同业存单发行部分流标现象。

中国货币网信息显示,11月19日共有11家银行发行了11期同业存单,均为6个月期品种,均采用报价方式发行,其中,9家银行的同业存单获得足额认购,浦发银行、兴业银行实际发行2亿元、4亿元,未达到各自5亿元、10亿元的计划发行量。值得一提的是,18日浦发、兴业刚刚足额发行了两期6个月同业存单,参考利率分别为4.1999%、4.2201%,而19日这两家同业存单的参考利率则持平或下调至

4.1999%。另外,同为AAA主体评级的招商银行18日、19日分别足额发行了一期6个月同业存单,参考利率均为4.2201%。市

场人士表示,19日同业存单再现部分流标,主要是因为新股申购将至,资金面趋紧导致机构需求下滑,而两家银行给出的利率相对偏低,也使其率先遇冷。

不过,短期资金面紧张并未阻碍银行发债热情。货币网信息显示,11月20日又将有10家银行发行12只同业存单,发行额合计90亿元。据WIND统计,截至11月19日,今年以来银行间市场已累计发行同业存单742只,发行额累计7130.40亿元。(葛春晖)

## 东华转债大涨之后遭遇重挫

经过连续两个交易日的大幅调整后,11月19日交易所转债市场呈现出缩量企稳迹象。中证转债指数小幅收涨,个券涨跌互现,多空力量相对均衡。18日跟随正股东华软件复牌的东华转债再度成为市场明星,在前一交易日大涨23.22%之后,19日惊现12.40%的重挫。

当日中证转债指数收报320.79点,较18日小涨1.03点或0.32%。全天市场成交33.2亿元,较上一交易日大幅萎缩超四成。个券表现方面,两市29只正常交易的转债中有15只上涨、3只平盘,11只下跌。其中,领涨的国金转债、同仁转债、南山转债涨幅均在1%左右;跌幅榜中,除高居跌幅首位的东华转债外,东方转债、重工转债双双下跌1%左右,居跌幅第二、三位。

受资产并购利好推动,东华软件在18日复牌首日录得“一字板”涨停,但全天卖盘力量明显偏高,19日更是直接低开,卖压进一步涌出,最终不仅没能承接18日的涨势,反而全天大跌39.8%。与此同时,东华转债在两个交易日内亦出现罕见“过山车”走势。有市场人士表示,考虑到正股股价的弱势,未来几个交易日东华转债可能继续弱势震荡。

东北证券指出,在A股持续宽幅震荡的背景下,虽然不排除沪深股指向新高,但后期更应防范市场阶段性见顶的可能,未来一段时间内转债市场波动将明显加大。该机构建议,投资者后市可重点关注有改革预期的大盘蓝筹转债,同时仍需对11月中下旬的市场持谨慎防御态度。(王辉)

## 政策差异提振 美元兑日元上涨

周三,美元对日元升至七年新高,主要因为美联储最新货币政策会议纪要公布在即,投资者预期美联储可能继续重申偏强硬的政策立场,从而给美元带来利好,因此投资者纷纷增持美元多头。

另外,虽然日本央行如期维持政策不变,但市场认为日本首相安倍晋三推迟上调消费税的决定将利好股市而利空日元,因此日元承压。亚洲交易时段,美元对日元上涨0.4%至117.40位置,欧洲时段最新报117.65,触及2007年10月以来最高水平。欧元方面,

亚洲时段对美元下跌0.2%至12.515,欧洲时段有所反弹。

从技术角度看,欧元对美元支撑位在1.2457,阻力位在1.2570;美元对日元支撑位在116.30,阻力位在117.82。

当前市场关注的焦点在于即将公布的美联储最新货币政策会议纪要,由于欧洲央行、英国央行、日本央行等其他央行可能继续保持宽松货币政策的立场,若美联储纪要显示货币政策态度偏强硬,几大央行货币政策的差异将会继续给美元带来提振。(南京银行 蒋献)

## 鹏元调升吴忠城投主体评级

鹏元资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,将吴忠市城乡建设投资开发有限公司主体长期信用等级由AA-调升为AA级,评级展望维持为稳定;维持公司2013年10月发行的公司债券信用等级为AA+级。

鹏元表示,跟踪期内,吴忠市地区生产总值和财政实力均进一步增强,政府在财政补贴和资产注入方面继续给予吴忠城投较大力度的支持。此外,重庆市三峡担保集团有限

公司为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带保证担保,有效提升了本期债券的信誉等级。

同时,鹏元也关注到,吴忠市财政收入对上级补助收入的依赖性仍然较大;公司在建项目较多,未来将会面临较大的资金压力;公司期间费用率持续较高,营业利润持续亏损;公司有息债务规模继续快速增长,偿债压力较大;公司存在一定的或有风险。(葛春晖)

## 近期部分企业主体信用评级变动

企业名称	最新评级	最新评级	评级展望	评级调整	评级机构
西安旅游集团有限责任公司	2014-11-17	AA	稳定	调高	A- 中诚信国际
广汇能源股份有限公司	2014-11-14	AA+	稳定	调高	AA 中诚信评级
国电大渡河流域水电开发有限公司	2014-11-10	AAA	稳定	调高	AA- 中诚信国际
吴忠市城乡建设投资开发有限公司	2014-11-10	AA	稳定	调高	AA- 鹏元
攀钢集团有限公司	2014-11-6	AA	稳定	调低	AA+ 中诚信国际
中国第二重型机械集团公司	2014-11-5	B-	稳定	BB- 中诚信国际	
二重集团(德阳)重型装备股份有限公司	2014-11-5	CC	稳定	BB- 中诚信国际	
河南大用耐火材料有限公司	2014-11-4	BB-	负面	调低	BB+ 联合资信
河南新乡华宇电线有限公司	2014-11-4	BB-	负面	调低	BB+ 联合资信
南阳普康药业有限公司	2014-11-4	B+	负面	维持	B+ 联合资信
林州重机集团股份有限公司	2014-11-4	A+	负面	维持	AA+ 联合资信
新乡市起重机械有限公司	2014-11-4	BB-	负面	维持	AA+ 联合资信
芜湖宜信投资(集团)有限公司	2014-10-30	AA+	稳定	调高	AA 中诚信国际
富通集团有限公司	2014-10-24	AA-	正面	维持	AA+ 大公
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	2014-10-15	AA+	负面	维持	AA+ 大公
福建省苏通运输集团有限公司	2014-10-15	AA+	稳定	调高	AA- 鹏元
中科云网科技集团股份有限公司	2014-10-8	BBB	负面	调低	AA- 鹏元
湖北双环科技股份有限公司	2014-10-8	AA-	负面	维持	AA- 中诚信国际

# 10年期续发国债平稳招标

## 机构认购情绪依然谨慎

国债新债发行自8月初以来低点。由于没有机构后续进行追加认购,实际发行量确定为280亿元。利率方面,本期国债投标利率3.5780%,接近3.58%左右的机构预测中值。另据交易员称,本期国债边际收益率为3.6273%。

中债网信息显示,本期10年期国债计划招标发行总量280亿元,首场投标量为453.5亿元,对应认购倍数仅1.62倍,为国

债新债发行自8月初以来低点。同时,由于本周以来银行间资金面持续偏紧,且市场对于央行新一轮数量宽松的期盼仍未兑现,本期关键国债发行情况较为一般。