

正回购暂停 逆回购重启无障碍

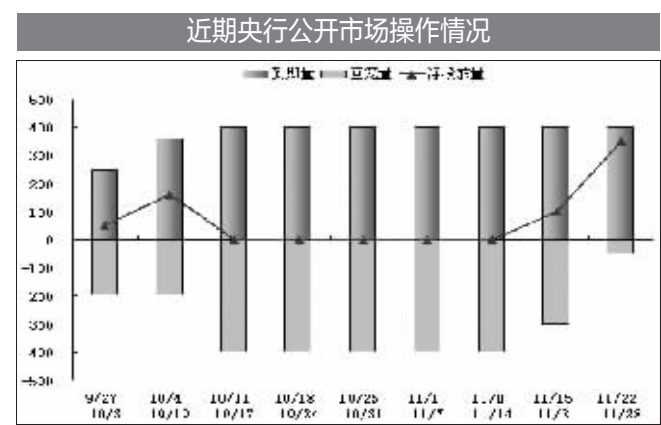
□本报记者 张勤峰

央行周四暂停开展公开市场正回购操作。正回购交易暂停客观反映出短期流动性偏紧,公开市场交易商参与意愿下降,但在主观上强化了市场对于货币政策宽松的预期。如果要继续发挥公开市场“利率锚”的作用,未来央行必将在正回购与逆回购之间二选一。分析人士认为,正回购会否就此阶段性退隐尚需观察,但考虑到年底前资金面易紧张,且央行面临补充基础货币缺口的压力,逆回购重启的可能性确有上升。

钱紧逼正回购

上周以来,央行动作频频,先有SLO,后有降息,紧接着正回购量价齐跌,到本周四索性暂停了正回购操作。昨日,央行没有发布公开市场业务交易公告,这意味着当天央行没有开展任何常规公开市场操作,这也是今年7月以来央行首次暂停正回购。

分析人士指出,短期流动性偏紧无疑是导致央行暂停正回购的一项关键因素。面对新股发行等多种因素引发的短期流动性紧张,央行近期已陆续采取多种应对措施,其中就包括调减正回购交易量,通过公开市场净投放资金。上周四,公开市场14天正回购交易量降至100亿元,打破了较长一段时间交易量稳定在200亿元的格局,当周央行公开市场操作净投放资金100亿元;本周二,该期限正回购交易量进一步降至50亿元,加之周四操作暂停,则本周央行公开市场操作将实现净投放350亿元,创下9月份以



来的单周最大规模的净投放。

从市场资金面来看,随着多只新股申购资金解冻,周四交易所回购市场趋于平稳,但银行间市场资金面意外再度收紧。银行间回购市场上,21天以内的各期限利率全线反弹,其中7天回购利率涨8bp至3.40%,14天利率涨至4.35%。有资金交易员表示,周四有600亿元国库定存到期,且有消息指上周开展的SLO操作已到期,导致昨日央行实际净回笼资金,加之月末基金、券商等机构质押信用债不易,市场资金面略显紧张。该交易员认为,暂停正回购是央行应对短期流动性过紧的一种方式,有助安抚市场情绪,与此同时,当前二级市场14天回购利率远高于一级市场,公开市场交易商参与央行正回购操作的意愿不足,央行暂停正回购也算是顺势而为。

事实上,央行上次暂停14天正回购(6月底),也发生在市场资金面短时紧张背景下。

长期暂停与否尚待观察

客观地看,央行暂停正回购交易是对短期流动性偏紧做出的正常反应,同时也是交易商参与央行正回购操作意愿下降的结果。但今年以来,市场一直对央行暂停正回购、重启逆回购存在预期,在央行降息后不久,正回购操作暂停很容易让人联想到货币政策继续宽松的话题。

分析人士认为,央行会否持续暂停正回购还需观察,毕竟此次暂停存在短期流动性偏紧这一现实因素,而国库现金到期、SLO到期传闻也增添了正回购暂停的应急色彩。未来一段时间,央行公开市场正回购操作不外乎有两种发展前景:一是长期暂停,最终被逆回购取代;二是阶段停发后重启。这两种情景在历史上都有对应的案例,去年6月初,央行也曾暂停过正回购操作,并在不久后重启了逆回购操作;而今年6月底,央行正



回购只暂停一期后便恢复了操作。分析人士进一步指出,如果正回购操作长期暂停,则逆回购操作重启的可能性很大,央行不大可能一直暂停公开市场操作,因为目前局面下,要继续发挥公开市场“利率锚”的作用,央行必将在正回购与逆回购之间二选一。

目前来看,尽管正回购重启的可能性无法排除,但央行重启逆回购的可能性在上升。一方面,外汇占款增长持续放缓,使得逆回购重启已不存在障碍;另一方面,年底考核、节假日等季节性因素影响导致资金面易紧张,逆回购也是应对短期流动性紧张的重要手段之一。

如果逆回购最终重启,意味着今年2月份以来“定向放水+公开市场回笼”的流动性双向调节将变成单向调控,市场将其解读为货币政策宽松措施也合情合理。

■降息开启债牛新阶段(四)

风险偏好提升 转债仍有好戏

□本报记者 王辉

本周以来,受央行降息提升市场风险偏好的影响,可转债市场跟随A股迎来大幅度上涨。分析人士指出,尽管当前转债市场整体估值水平已经不低,但货币政策、市场情绪、A股行情等方面仍然有利于转债。从中长期来看,转债市场有望延续强势格局。

风险偏好支撑转债

目前市场主流观点认为,央行上周降息表明货币政策放松的压力较大,未来货币环境对转债市场依然有利。与此同时,随着市场风险偏好提升,正股股价持续上涨将有助于推动转债市场继续走强。

在货币环境方面,长城证券等多家机

构认为,由于前期定向宽松政策对降低融资成本的成效不明显,向实体经济传导并不顺畅,本次全面降息的开启是解决融资贵、融资难问题最为直接有效的途径。在此背景下,降息周期有望开启,数量型宽松和价格型宽松预计将相辅相成。在继续推进创新型货币工具的基础上,后期降准政策料将接力降息。整体来看,经济基本面和资金面因素将继续支持资金利率下行。海通证券进一步指出,预计未来长期无风险利率将持续下行,随着系统性风险降低带动市场风险偏好回升,进而进一步提升正股估值水平,利好转债市场中长期表现。

光大证券指出,本次降息将在三方面利好A股。一是资金成本下降,使得权益资产变得有吸引力;二是宏观经济预期的

企稳;三是以港资为代表的海外增量资金,可能持续积极介入基本面未来改善的行业和板块。整体来看,该机构认为,此次降息将会打开A股未来上涨空间,长期利好转债市场。

估值不是障碍

综合多家机构观点来看,虽然年内转债市场已累积可观的涨幅,但投资者仍可以积极的心态继续参与转债品种的投资。

中金公司表示,在降息刺激市场风险偏好继续提高的情况下,风险资产表现会更好于无风险资产,未来可以继续增加包括转债及股票资产的配置。兴业证券也指出,降息后市场牛市思维得到强化,转债市场有机会再次回到“提估值”的节奏,进而有望迎来全面行情。该机构进一步表

示,短期内新股IPO对资金面的影响预计较为有限,在当前转债品种普遍性价比强的情况下,现阶段股市的强势将继续带动转债快速上涨。

至于转债个券的选择,海通证券表示,存贷利差收窄虽然导致银行转债短期表现出现波动,但降息周期的开启将利好非银金融个券。考虑到存款往理财产品搬家是长期趋势,金融市场或将迎来泡沫时代。在此背景下,低估值大盘蓝筹转债品种的潜伏机会和投资价值将持续显现。

民生证券等机构也表示,本次降息之后,预计下一次降准降息不会太远,股债的双牛仍然可以持续。综合市场最为受益的品种来看,未来一段时间内,投资者仍可重点关注金融类大盘蓝筹转债,例如平安转债、国金转债等。(本系列完)

放低盈利预期 明年守为上策

□国海证券 范小阳

今年是债券的大牛市,收益率下行幅度达到200BP以上,明年还有多大的行情值得期待?我们认为,明年债券市场的操作难度将明显加大,策略上总结为一句话:繁华落尽,守为上策。

明年经济下行压力将较今年减轻,物价增速将小幅回升。今年经济下行压力主要来自地产,而在政策支持下明年房地产投资企稳可期,预计明年房地产投资增速在9%附近,回落幅度约1-2%左右,较今年房地产回落9-10%左右的幅度明显缩窄,经济下行压力将较今年明显减轻。预计明年海外经济整体继续趋于好转,我国出口增速温和向好,也将支持经济增长,预计明年我国经济增速在7.3-7.4%,在政

策支持下有望低位企稳。通胀方面,在经济内需趋稳和基数作用下,CPI中枢将回升至2.5%,高点达到3%附近,可能对政策大幅放松有所制约。

明年的政策取向仍然是类似今年的偏宽松。目前资金利率处于近年来相对偏低的水平,虽然没有达到2008-2009年流动性泛滥的程度,但已明显低于流动性偏紧的2013年,与2012年加杠杆时的资金利率水平相当。今年货币政策大动作不多,但偏宽松的基调比较明确,明年大概率会延续这样的状态。2008年1年期定存基准利率最低降至2.25%,目前则为2.75%,鉴于我们仍处于“前期刺激政策的消化期”,存款利率进一步下调的空间并不大,预计明年央行至多降息1次,由于存贷比口径调整和外汇占款的下降,可能

对冲性地降准2-3次,但就算再出现政策放松,也很难将货币环境推向2008-2009年的极度宽松状态。预计明年M2增长目标会维持在13%,实际M2增速可能会略高于目标值。

预计短期内债券收益率仍将低位震荡,但明年中后期不确定性会加大。从过去两个降息年份看,在降息预期兑现后,收益率往往会有反弹压力,明年中后期的不确定性可能主要来自以下四个方面:一是,基本面趋于好转,政策宽松动力减弱。在增长目标可能下调到7%的情况下,稳增长压力减轻,而通胀压力可能有所抬升;二是,宏观杠杆率仍处于高位,债务滚动压力大,融资需求短期内难以明显萎缩,短期资金利率很难回到2010年以前的水平,制约中端收益率

的下行空间;三是,今年以来,上市银行计息负债成本不断抬升,降息也没有显著降低银行的成本,银行负债成本抬升压力会始终存在;四是,降息、调整存贷比和合意贷款规模等一系列动作,目的明确指向宽信贷,而宽信贷可能会挤压债券投资的额度,冲击可能会随着政策的推进而逐渐体现。

目前中长期债券的收益率已处于波动区间偏下限,与资金利率利差已经收敛到历史偏低的水平,而短期品种利差处于历史中位水平,尚有一定的配置价值。因此,建议明年债市投资保持谨慎,逐步转入防守的策略,跟随市场变化逐渐缩短久期,重视风险因素的变化,放低盈利预期,尽可能获取相对确定、风险较小的投资收益。

人民币汇率存在贬值压力

□易信中国区首席交易官 孙宇

中国央行在上周五意外降息之举令市场很多人感到意外。结合内外部环境来看,人民币存在一定的贬值压力,而允许人民币适度贬值既符合宏观经济形势,也顺应市场规律——毕竟美元对绝大多数货币今年都保持强势。

今年6月,欧洲央行开始高举降息大旗,并最终执行负利率政策。此后,欧元兑美元自1.40大幅下挫,至今已经跌至1.24一线。作为美元指数最大的对手盘,欧元的垂直下落直接推升美元走高。与此同时,美元第二大对手盘日元也竟相示“弱”。整个2014年,日元贬值就一直成为市场主基调。而在10月末,日本央行意外宣布扩大QE规模之后,短短一个月不到的时间,美元兑日元升值幅度达1000点之多。

日元、欧元下跌,导致人民币贬值以增加产品竞争力的压力逐渐增加。除香港外,欧元区和日本分别为中国第一大和第三大贸易伙伴。过去六个月,日元和欧元对美元相继贬值近10%,对人民币更是贬值近12%。自2012年末以来,人民币对日元已经累积升值近逾30%。当前,人民币对日元汇率已创下历史新高,人民币对欧元汇率也创了超过十年的新高。如果人民币继续保持高企,那么出口型企业的压力将更为艰巨。

此外,降息可能加速资本流出中国,人民币汇率贬值的市场化动力增强。花旗报告认为,如果资本持续外流,中国当局必须决定是捍卫汇率并收紧货币供给,还是允许人民币汇率适度贬值。收紧货币显然不符合当前经济脆弱的现状,上周五央行降息的举措已经是最好的证明。除实施非对称降息之外,央行在9月

和10月还分别通过MLF等方式向市场提供了大量流动性。向市场提供流动性进而刺激中国,这一点上与中国第一和第三大贸易伙伴,在这一点上,中国央行和欧洲、日本央行的做法并无明显区别。既然其他货币均因此下跌,人民币为何要坚持“独善其身”?应该说,人民币兑美元的贬值既符合中国经济现状,也顺应了市场规律——毕竟美元对绝大多数货币今年都保持强势。

最后,不妨再来看一下美元对人民币的趋势变化。今年年初,美元对人民币自2010年以来的长期下降趋势被打破,随后汇价出现了一波比较明显的反弹。虽然年中的时候出现回撤,但目前依然维持在前期低点上方。随着市场状况的转变,近几周以来,美元兑人民币的似乎又出现了上涨的苗头。只要维持在重要关口6上方的话,美元兑人民币始终有大反弹甚至是趋势逆转的可能。

人民币中间价创八个半月新高

□本报记者 葛春晖

在美元指数三连跌背景下,人民币兑美元汇率中间价在27日连续第三个交易日上涨,创下八个半月新高。不过,当日人民币即期汇率小幅下跌,延续短期偏弱走势。市场人士表示,短期内人民币即期汇价走势可能会持续弱于中间价。

27日人民币兑美元汇率中间价报6.1320,较26日上调34基点,三个交易日累计上行100基点,并追平了今年3月13日的近八个半月最高水平。即期外汇市场上,人民币兑美元高开低走,全天围绕上日收盘价窄幅震荡,尾市收于6.1392,较上日微跌3基

点。至此,人民币即期汇价已连续两个交易日运行于中间价下方。

交易员表示,国内货币政策宽松预期持续升温,叠加月末油在中价位盘购汇较多,使得人民币短期承压,考虑到今年以来央行大幅减少汇市干预,在中间价稳中偏强的同时,人民币即期汇价走势短期内可能将持续弱于中间价。

分析人士指出,本周以来人民币中间价频频创阶段新高,呈现出偏强的运行特征,这将有利于稳定市场上的人民币预期,从而避免出现贬值预期大幅升温引发的汇市剧烈波动。因此,预计人民币即期汇价虽然短期存在走软压力,但贬值空间不会太大。

降息立竿见影 贷款基准利率下跌24BP

□本报记者 葛春晖

央行存贷款基准利率上周末甫一下调,本周银行贷款利率马上应声而落。11月27日,1年期贷款基准利率(1Y LPR)报5.52%,较上周五(21日)累计下跌24BP。

贷款基准利率(LPR)是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率,其他贷款利率可在此基础上加减点生成。LPR采取9家商业银行集中报价、指定发布人对报价进行加权平均计算的方式得出,自2013年10月25日起由全国银行间同业拆借中心正式对外发布,目前向社会公布的只有1年期品种。

今年以来,为了解决融资难、融资贵问题,央行陆续推出了包括PSL、MLF、下调公开市场操作利率等在内的多项定向宽松措施。在此背景下,货币债

券市场利率持续下行,债券融资成本明显下降,但作为最受实体经济关注的银行贷款利率,却始终居高不下甚至略有上行。中国货币网数据显示,去年末1年期LPR为5.73%,今年4月初至6月中旬维持在5.77%高位,截至上周五仍稳定在5.76%水平。

央行上周五晚间宣布,自11月22日起下调金融机构1年期贷款基准利率40BP至5.60%。本周一(24日),1年期LPR应声下跌20BP,在5.56%徘徊仅两个交易日后,又在昨日续跌4BP。显然,对于贷款利率而言,相对于前期的各种定向宽松政策,直接针对贷款基准利率的“降息”更具实效性。分析人士认为,考虑到当前我国利率传导机制尚不成熟,在“降成本”目标下,未来下调存贷款基准利率的必要性仍强,降息空间较大。

中诚信调升太仓城投评级

□本报记者 张勤峰

中诚信国际日前发布公告,决定将太仓市城市建设投资集团有限公司主体信用等级由AA调整至AA+,评级展望为稳定;将“13太仓城投债”债项信用等级由AA调整至AA+。

中诚信国际指出,太仓城投主要负责太仓市范围内的资产经营管理、市政公用设施建设,并投资经营与市政公用设施相关的配套设施建设、水利工程建设等。本次主体信用等级调升主要考虑到:太仓市快速发展的区域

经济和较强的财政实力为公司的业务经营创造了良好的外部环境;作为太仓市城市基础设施项目的重要建设主体,公司在太仓市新老城区改造及配套基础设施建设中处于主导地位,得到了太仓市政府的有力支持;同时,公司近年积极探索转型升级发展道路,对贸易、能源板块的持股比例不断提高,业务逐步多元化。同时,中诚信国际也关注到公司未来投融资压力较大、其他应收款增长较快以及对外担保规模较大等对公司流动性和整体信用状况的影响。

个别同业存单未足额发行

□本报记者 张勤峰

因市场资金再现紧张,27日银行间市场发行的个别同业存单未获得足额认购,28日待发同业存单规模也因此再度下滑。

公开信息显示,浦发银行和民生银行27日发行的2只3个月期同业存单均未获得足额认购,其中“14浦发CD084”计划发行5亿元,实际发行0.5亿元,“14民生CD054”计划发行5亿元,实际发行3亿元,这两只同业存单均采用报价发行方式。

中信证券下周发50亿短融

□本报记者 葛春晖

中信证券27日公告称,定于12月2日招标发行2014年度第10期短期融资券。

本期短融券发行金额50亿元,计息期限91天,按面值发行,固定利率,单利按年计息,不计复利,最终票面利率将通过招标系统招标确定。本期短融券将于12月2日招标,缴款日、起息日、债权债务登记日为12月3日,交易流通日为12月4日,兑付日2015年3月4日(遇

节假日顺延)。经大公国际评定,发行人主体信用等级为AA+,评级展望为稳定,债项评级为A-1。本期短融券无担保,募集资金主要用于补充公司流动资金。

据Wind统计,今年以来证券公司累计发行短融券222只,金额共计3655.90亿元,远超过去年全年的131只、2905.90亿元。截至11月27日,市场上的证券公司短融券存量为873.90亿元,较去年同期的786.90亿元增加11%。