

逆回购重启 “放水”工具添“新丁”

流动性着重微调 降准退隐二线

□本报记者 王辉

在逆回购操作暂停近一年、公开市场操作暂停近两月之后，22日央行开展了500亿元7天期逆回购操作，宣告了这一公开市场短期流动性投放工具正式重出江湖。分析人士表示，结合央行21日确认近期已加量续做中期借贷便利操作(MLF)来看，央行现阶段仍延续了在流动性管理上适时适量预调微调的操作风格。从现阶段经济基本面、市场资金面和春节长假等因素来看，春节前央行预计仍会对7天期逆回购进行滚动操作，而全面降准的概率有所下降。

公开市场打破静默

自2014年11月27日以来连续15次交“白卷”后，1月22日央行终于打破了在公开市场操作上的沉默。当日央行在公开市场开展了500亿元7天期逆回购操作，中标利率3.85%。这是自2014年1月28日起，央行时隔近一年之后再次重启逆回购操作工具。

由于本周无正回购、逆回购及央票到期，在此次逆回购操作结束后，本周央行公开市场实现资金净投放500亿元，终结了此前连续五周既无资金投放也无资金回笼的局面。如果算同日开展的500亿



元国库现金定存招标以及近日新开展的500亿元MLF操作，则央行本周向银行体系注入了1500亿元左右的资金。

1月21日晚间，央行通过官方微博披露，近日已对到期的2695亿元MLF进行了续做，同时新增了500亿元MLF。此次操作对象为股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行，操作期限三个月，利率为3.50%。

流动性投放留有余地

市场人士普遍表示，央行此次重启

公开市场常规逆回购操作既在意料之外又在情理之中。有交易员指出，虽然21日央行确认了已于近期加量续做MLF，但新增额度仅有500亿元。结合月末、春节等季节性因素来看，央行仍存在投放流动性的必要，而短期逆回购最适合用于应对时点性的流动性波动。

此外，有市场人士指出，相较于续做3个月期MLF3.50%的利率，此次央行7天期逆回购利率定位不低，基本上属于随行就市的定价，政策信号偏中性，即央行一方面希望通过逆回购提供短期流动

性支持，帮助机构提前做好春节备付，稳定市场流动性预期，但另一方面也不希望市场各方对逆回购做出过度乐观的解读。

1月21日，央行行长周小川在出席世界经济论坛年会时表示，中国将确保稳定的货币供应，同时无意向市场注入过多流动性。多数市场机构认为，未来央行仍会综合运用SLO、SLF、MLF、公开逆回购等中短期限流动性投放工具，保持流动性的合理适度和基本平稳，而短期内可能难以见到全面降准。

中金公司最新发表观点表示，由于房地产仍面临较大下行压力，经济下行风险依然较大，央行有必要加大货币宽松力度，支撑经济企稳。未来一段时间公开市场投放和定向宽松将得以持续。申银万国则指出，目前央行的基础货币投放工具更为丰富，降准、公开市场操作和MLF都是可选项。具体选用何种工具，则将综合考虑不同工具的可投放货币规模、定向能力、期限灵活性、信号意义等多种因素。整体而言，短期内央行在基础货币数量大幅放松上的态度料仍然维持中性。从货币投放工具的选择上，MLF加量续做及逆回购的推出，可能都意味着降准的可能性下降。

期限讨好
旺盛需求推高国库定存利率

□本报记者 葛春晖

22日，财政部、央行招标500亿元6个月期国库现金定存。由于期限跨过春节和半年末敏感时点，本期国库现金定存受到机构追捧，中标利率高于上期水平，实际利率亦高于同期限货币市场资金价格。

本期是2015年首期国库现金定存，起息日为1月22日，到期日为7月23日。招投标结果显示，本期国库定存中标利率为4.68%，较上期同期限操作利率上行35BP。上次6个月国库现金定存招标是在2014年7月15日，中标利率为4.32%。此外，市场人士表示，考虑到国库现金定存需要上缴存款准备金，本期实际利率可达到约5.35%，相比银行间市场资金

价格仍略显偏高。22日，6个月银行间同业拆借利率为5%。此外，国库现金定存是中小银行获得流动性的重要渠道，而近日中小银行发行的6个月期同业存单利率也在5%左右。

市场人士表示，本期国库现金定存利率之所以有所偏高，一是由于近日资金面略显紧张；二是本期定存期限跨过春节和年中两个敏感时点，因而备受机构青睐，需求旺盛导致价格水涨船高。

值得一提的是，去年7月份开展的那期国库现金定存已于本月13日到期。市场人士指出，本期国库现金定存虽可视为上期品种的到期续做，但由于有一定的时间差，仍对当前货币市场流动性形成正面作用，有利于节前资金面保持适度宽松和稳定。

支撑经济企稳。由于新增外汇占款持续低迷，央行有必要加大基础货币投放力度，预计公开市场投放和定向宽松将持续。而春节前资金缺口较大，如果1月份经济数据仍较差，央行可能在春节前有更大的宽松动作，例如降准或者定向降准等。而逆回购利率逐步下调来引导实际利率下行也是未来可以期待的。

上海证券：
降准时点将延续后延

回顾2014年的公开市场可以发现，除了年初的几次逆回购操作外，其余时间均

是通过滚动正回购操作对资金面进行预调微调，在资金紧张的时点，央行也倾向于通过SLO、MLF等创新工具来实现流动性的调节，并没有开启逆回购操作。由于春节临近，市场对流动性的需求逐渐增加，此次央行重启逆回购主要在于缓解春节流动性的压力。此次逆回购在春节前一个月就重返市场，有利于稳定资金面，并稳住市场情绪，提振市场信心，随着资金紧张逐渐升温，逆回购规模有望继续加大。总之，在MLF续做、逆回购重启等操作的调控下，降准将继续后延，春节期间银行间流动性将以平稳为主。(张勤峰 整理)

不利因素弱化 债市跌宕中回暖

渤海银行 李连山

当前，债市收益率正在摆脱去年12月中旬以来的震荡行情，近几日各期限收益率都收获了20基点左右的下行，市场重新燃起做多情绪。笔者试着回顾去年12月中旬以来制约牛平行情延续的因素，以求寻找本次收益率下行的原因并探究其可持续性。

去年12月初，中证登“黑天鹅”事件发生以来，债券市场基本处于窄幅震荡格局，打破了前期的牛平走势。这期间限制债券收益率下行的因素大致可归纳为三点：一是，央行发布“387号文”导致市场对当月降准的预期落空，尽管非银同业存款暂不缴准可解读为变相降准，但该操作对信贷利好，长期来看利空债券；二是，

债市“跷跷板”效应显现，债市资金一定程度上被分流，一方面，券商两融融资量逐渐增加，两融受益权间接从银行间汲取资金进入股市，另一方面，股市新增开户屡创新高，大量新增资金流入股市，对银行存款及理财资金形成分流，间接分流购债资金；三是，去年12月新股发行，大幅加重了短期资金市场紧张态势。

正是由于上述多重不利因素叠加，使得债市展开了近一个月的震荡行情。近期，随着前期不利因素逐渐弱化，债券市场重拾上涨步伐，究其原因：

首先，本月新股IPO冲击资金面的程度远弱于预期是本次收益率下行的首要动力；其次，从历史规律上看，一季度债券净供给量相对较少，加上机构年初配置需求大量释

放，供求状况的改善助推了收益率下行；最后，在经济下行压力犹存，通胀仍处于低位的背景下，央行续做MLF提振了市场的情绪。同时，不可忽视的是，国际市场频出的黑天鹅事件导致避险情绪增加，外资机构买入利率品种及在利率掉期市场上的操作也在一定程度上助推了收益率下行。

本轮行情回暖虽然点燃了一定的投资热情，但持续性有待验证。从技术面来看，十年期国开债3.8%~4%，十年期国债35%左右的收益率基本已到阶段底部；此外，基本面转好预期增强，一般来说股市行情一般领先于经济基本面，目前股市的复苏也体现出投资者对经济转好的预期增强；去年12月新增中长期贷款及社会融资数据、地产销量数据均表现出好转迹象，经济增

速企稳并脱离底部的可能性在增加；从债券供需来看，在权益市场投资热情回升的情况下，债券的需求无法保证能稳定增长；供给方面，随着资产证券化实行备案制，业内预计2015年ABS产品的发行规模能达万亿，将进一步分流银行间资金。

从交易策略来看，目前无论是国债、金融债曲线还是利率掉期收益率曲线均表现出异常平坦化，在资金利率仍无大幅下行的情况下，单纯的借钱养券策略并不可行，建议投资者可以采取以下几种策略：一是，持有更具投资价值的短久期品种；二是，回购养券加利率掉期交易配套使用，套取利差并择机平仓；三是，通过利率掉期衍生品做底收益率曲线的策略。

央行多措并举 流动性应声转暖

率纷纷上涨回落。其中，隔夜回购利率加权收在2.72%，下行约8bp；跨月的14天、21天回购利率分别下行11bp、47bp，后者加权利率4.90%已低于14天品种的5.02%；此外，跨春节的1个月回购利率也回落4bp左右。当天7天回购利率上涨约16bp至4.13%，两个月回购利率亦小涨约4bp。

交易员表示，昨日资金市场拆借难度不大，各期限需求基本都得到满足，市场

紧张气氛大为减轻。标杆品种7天回购利率继续惯性走高，或是部分受到当天逆回购率的影响，但7天期限的资金供给已明显增多，后续重归下行趋势的可能性更大。该交易员进一步指出，资金面转机从周三下午就已出现，原因是企业缴税的影响逐步消除，而央行续做MLF等安抚了市场流动性信心。

央行日前证实近期已对到期MLF进

行续做，并新增操作500亿元，加上财政部周四开展500亿元国库现金定存、央行外重启500亿元7天期逆回购操作，本周央行主动净投放资金接近1500亿元。

多数市场观点认为，后续央行将滚动开展逆回购操作，到期MLF大概率也将得以续做，因此尽管居民部门取现及新股发行等因素，使得春节前货币市场流动性依然面临一定挑战，但因有央行充当最终贷款人的预期和行动支持，未来流动性出现过度收紧的局面的可能性不大。

结售汇数据冲击有限
人民币即期汇率三连升

108基点。

外管局22日公布的数据显示，2014年12月银行代客结售汇连续第四个月出现逆差，规模较上月扩大至699亿元；银行自身同期结售汇也连续第六个月录得逆差。不过，外管局国际收支司司长管涛在当日的新闻发布会上指出，虽然去年下半年出现一定的资金流出压力，但并没有改变全年外汇供大于求、外汇储备增加的基本格局，未来“贸易顺差、资本流出”的格局会更加常态化。

交易员表示，由于人民币汇率趋于均衡正成为市场共识，逆差数据并未给昨日汇市交易造成明显影响。后市来看，在国内经济短期改善、人民币国际化加快、中间价保持稳中偏强的背景下，预计人民币汇率短期内将在市场观望气氛中维持窄幅震荡走势。(葛春晖)

转债普涨 强于正股
“人丁”渐少支撑估值

周四，沪深转债市场呈现普涨格局，转债平均涨幅高于正股。市场人士指出，转债赎回潮仍未结束，存量转债的稀缺性将继续凸显，尽管转债估值对此已有所反应，但存量萎缩的状况至少可为转债提供正股波动环境下的抗跌性。

周四A股市场实现三连涨，盘面风格特征再度切换，金融权重股陷入盘整，概念板块则全面开花，中小盘股票交投活跃。转债正股方面，当天有成交的转债共25只，对应正股中有16只收高、1只收平、8只收低。上涨正股中，洛阳股份、歌尔声学、南山铝业等涨幅居前，大盘股如中国银行、工商银行、中国石化则纷纷收跌。不过值得一提的是，昨日中小盘转债风生水起，如洛阳转债收盘上涨6.36%，格力、歌尔、南山等品种涨幅亦超过3%，但大盘转债也表现出一定抗跌性，走势强于正股，如中行、工行、石化等转债均

实现正收益，25只转债中有26只收高，仅两只收低。

市场人士指出，当前转债市场纯债收益率悉数为负，强势格局自然有赖于正股行情维系，但昨日转债表现好于正股，尤其是大盘股体现出的抗跌性，侧面反映出存量转债稀缺性对转债估值的支撑。

南山铝业21日公告，拟提前赎回“南山转债”。考虑到近期中行、工行、南山等多只转债相继发布赎回公告，而预计转债规模有限、潜在供给“远水难救近火”，转债市场规模萎缩的态势短期内难以扭转。有机构预计，未来两三个月转债市场规模将降至500亿元左右，比2014年末再降低约一半，这将使得存量转债的稀缺性得到进一步凸显。市场人士指出，正股是当前转债估值扩张的核心驱动力，正股行情波动可能加剧转债波动，但转债稀缺性有望提升转债的抗跌性。(张勤峰)

口行四新债中标利率全线走低

中国进出口银行22日招标发行了该行2015年第一期至第四期固息金融债。在央行重新逆回购操作、资金面应声好转背景下，四期新债均获得机构较多认购，中标利率全线走低。

上述四期新债期限分别为1年、2年、5年、7年，发行金额各不超过50亿元、50亿元、70亿元、50亿元。来自中债网和交易员的数据显示，四期新债中标利率依次为3.72%、3.75%、3.85%、3.95%，与相应期限的中债收益率相比，分别低了11BP、7BP、8BP和11BP。中债银行间固息非国开政策性银行债到期收益率曲线显示，上述四个期限的最新收益率为3.83%、3.82%、3.93%和4.06%。投标情况方面，四期新债认购倍数分别为3.36、2.97、2.39和2.97。

市场人士表示，年初以来，在我国经济长期下行压力未消、机构对于债市长期牛市预期未变的背景下，年初机构配置需求旺盛、一季度新债供应

相对较少等因素促成了债券一级市场的持续回暖势头。而央行周三加量续做MLF和周四重启逆回购的消息，大幅缓解了机构对于短期资金面的紧张预期，1年期品种由于受资金面影响最为明显，更是受到了机构热情追捧，预计未来一段时间内，新债发行利率仍有望延续下行态势。(葛春晖)

国开行27日增发四期固息债

国家开发银行22日公告，定于1月27日增发该行2015年第一期至第四期固息金融债。在央行重新逆回购操作、资金面应声好转背景下，四期新债均获得机构较多认购，中标利率全线走低。

上述四期新债期限分别为1年、2年、5年、7年，发行金额各不超过60亿元、60亿元、50亿元和70亿元，总量不超过240亿元。

上述四期债券依次为3年、5年、7年和10年期固息品种，票面利率依次为3.85%、4.08%、4.18%和4.22%，起息日依次为2015年1月8日、2014年11月20日、2014年11月20日和2014年

1月20日。本次增发的债券均采用单一价格荷兰式招标，缴款

费按认购债券面值计算，3年期为0.05%，5年和7年期为0.10%，10年期为0.15%；各品种均无兑付手续费。本次发行所筹资金可用于支持棚户区改造、城市基础设施等项目建设。(葛春晖)

同业存单保持密集发行态势

来自中国货币网的信息显示，浦发银行等8家银行定于1月23日发行共计13期同业存单，计划发行金额合计136亿元。

上述13期同业存单期限涵盖3个月、6个月、9个月和1年。其中，浦发、兴业、北京银行、上海银行、上海农商银行将各发行2期，金额分别合计为16亿元、15亿元、20亿元、15亿元、20亿元；华商银行、光大、平安各发1

期，金额分别为20亿元、10亿元、20亿元。进入2015年，商业银行同业存单持续呈现高频发行状态。据Wind统计，本周前四个交易日，银行间市场累计已发行同业存单63期，计划发行678亿元，实际发行558.9亿元；按目前情况看，本周同业存单发行总额有望超过600亿元。上周，同业存单发行量达790.30亿元，刷新了单周发行量的历史纪录。(张勤峰)