

# 降准驰援 资金面有望平稳跨节

□本报记者 张勤峰

周三，市场资金面尚保持稳定，货币市场利率稳中见涨，但资金拆借难度不大，市场静待新股集中发行与春节取现高峰的考验。周三晚，央行全面降准的消息不期而至。考虑到全面降准将一次性释放大量低成本资金，加上逆回购滚动操作带来的短期流动性支持，已能够很大程度抵消新股发行和节前取现的冲击，市场资金面平稳跨节基本无忧。度过春节后，货币市场利率大幅下行更值得期待。

## 资金面稳中偏松

伴随转债申购影响消退，周三市场资金面基本恢复平稳略偏宽松的格局。银行间质押式回购市场上，短期资金价格延续上涨走势，但市场人士反映资金供需均衡偏松，拆借难度不大。

具体看，各期限回购利率中（存款类机构行情），隔夜利率加权值微升2bp至2.95%，指标7天利率续涨约6bp至4.54%，14天品种涨9bp至4.96%。跨春节的21天和1个月回购利率则双双回落，其中21天品种跌14bp至5.86%。此外，更长期限的3个月、4个月回购利率也纷纷下行41bp和13bp。

交易员表示，周三隔夜资金充裕，减点融出不少，唯7天和14天资金卖盘稀少，市场资金面整体以均衡偏松为基调。在周四转债申购的影响基本消退后，本周内尚无明显不利因素，因此近两日市场资金面基本平稳。下周启动的新一轮IPO和春节前集中取现才是短期资金面真正需要应对的难关。

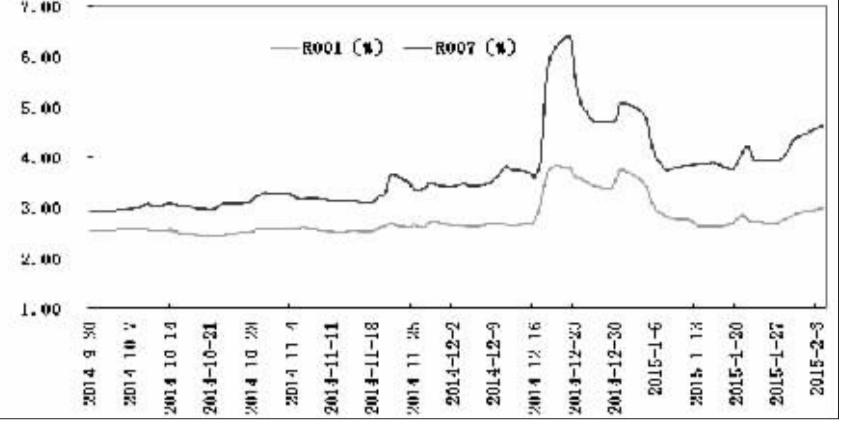
## 节后利率大幅下行可期

自下周起，机构将正式进入春节前集中备付的关键期。按照往年情况看，由于春节前取现需求大量增加，银行体系流动性很难避免出现阶段性收紧。今年由于新股集中发行的扰动，春节前流动性波动风险进一步增加。据公开资料显示，自下周一（2月9日）起，将陆续有24家企业进行IPO，机构预计届时打新资金冻结峰值可能超过两万亿元。春节效应和打新扰动两项叠加，对于短期流动性的冲击自然不可小觑。可以看到，尽管央行从1月下旬就恢复了公开市场逆回购操作，加大了短期流动性投放力度，但近期货币市场流动性依然未见明显放松的迹象，市场谨慎预期犹存。不过，随着全面降准的到来，资金面安然过节已基本无忧。

2月4日晚，央行宣布自2月5日起，全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，同时实施定向降准0.5个百分点。据机构测算，此次央行降准将释放出资金6000亿元以上，加上逆回购滚动操作带来的短期流动性支持，已能够很大程度抵消新股发行和节前取现的冲击。更重要的是，降准较之逆回购的宽松信号更强烈，可明显改善市场流动性预期。在市场资金总量并不低的情况下，预期的改善可避免资金市场出现情绪化的波动。

往后看，市场人士指出，考虑到当前通胀持续低迷，实际利率依然偏高，降准之后，再次降息或许已经提上日程。扛过春节前季节性波动后，银行体系流动性回归宽松具有相当确定性，且货币市场利率有望明显下行，存在跌破去年低位的可能性。

## 银行间市场短期质押回购利率走势



## 节前债市收益率料下行

□本报记者 王辉

周三（2月4日）晚间，央行出台了各方期待已久的降准政策。央行公告称，自2015年2月5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城商行、非县域农商行额外降低存款准备金率0.5个百分点，对农发行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。市场人士认为，降准宽松手段推动，春节前债券市场利率料再现一波阶段性下行。

周三，银行间市场现券整体持稳，利率互换（IRS）略走升。交易员表示，继前几日收益率小幅下行之后，现券暂做休整，市况波动不大。各主要关键期

限的短中长期固息国债收益率，继续运行在接近去年12月初的低点水位附近。仅从春节前资金面实际状况偏紧的角度来看，当前债市表现整体仍较强势。在一级市场方面，财政部当日招标的五年期国债，需求稍好于市场预期，中标利率也相对偏低。

综合此前主流机构的观点来看，当前债市强势运行的格局将持续较长时间，降准等宽松举措落地后将推动市场进一步走强。兴业证券本周指出，资金价格偏高条件下，前期债市可能已经历充分调整。后期投资者需积极面对波动，对回调空间不宜预期过高，把握好春节前的加仓时间。一旦降准等宽松周期进一步确认，债市长牛趋势将有望在春节之后得以持续。

# 美元滞涨 人民币贬值压力缓解

□本报记者 葛春晖

上周以来，美元指数突破95关口、刷新逾11年高点后震荡回落，周二跌破94关口。与此同时，尽管兑美元即期汇率频频逼近“跌停”，但人民币实际贬值幅度有限。分析人士指出，今年美元大概率保持强势，上涨空间则可能有限；而在美元强势、国内经济基本面疲弱、货币宽松大势所趋的背景下，人民币汇率仍将承受一定贬值压力，不过，综合考虑美元涨势趋缓以及国内货币政策松紧适度、贸易顺差高企、外汇流出规模可控等因素来看，人民币短期并不具备大幅贬值的基础。

## 美指跌破94 年内涨势趋缓

2月4日隔夜国际外汇市场风云突变，美元指数全天暴跌1.01%，创下2013年9月19日以来的最大单日跌幅。市场人士表示，两方面原因造成隔夜美元大幅走软，一是最新公布的美国一系列数据表现疲弱，且有美联储官员表示应该推迟加息甚至考虑重新开始购债，投资者由此对美联储将于年中加息的预期降温；二是希腊债务局势得到缓解，市场风险偏好迅速上升。3日有媒体报道称，希腊新政府不再坚持要求国际债权人减免债务，而是希望以债务一项置换计划缓解其偿债压力。受此消息提振，欧元兑美元全天大涨1.25%。

实际上从上周开始，美元指数就已显露出上攻乏力态势，数据显示，美元指数在1月26日盘中创下95.54的逾11年半新高后，便陷入了震荡调整模式；2月3日，美元指数收报93.63，盘中最低92.34，相较于1月26日高点，期间最大跌幅达到3.35%。

## 观点链接

### 申万宏源证券：贬值空间有限

这一轮人民币贬值，与全球经济主体竞相宽松、国内降准降息预期强烈以及人民币境内外汇差套利行为有关。但我们认为人民币不会趋势性贬值，进一步贬值的空间有限：首先，出现防范资产价格泡沫破裂导致金融风险的考虑，央行不会允许形成趋势性的贬值预期；第二，人民币区域化和国际化的既定战略，要求人民币币值必须保持相对稳定才可以对外输出资本，使人民币走向世界；第三，我国资本账户尚有管控，外汇储备高达3.8万亿美元，央行有能力通过中间价调控汇率走势，足以抵抗短期的资本外流。预计央行有可能通过扩大容忍度和汇率弹性释放短期汇率贬值压力，从历史经验看，央行众多目标中汇率目标权重低于国内经济和物价稳定，随着基本面下行压力加大，宽松货币政策该来终究会来。

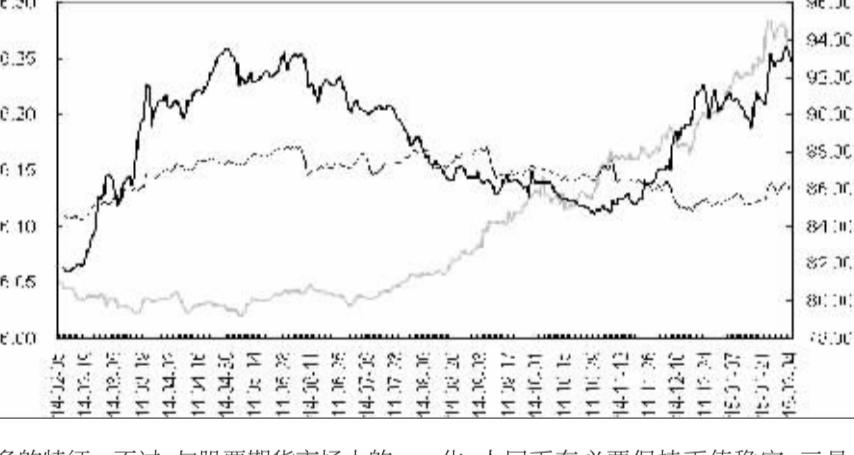
回顾2014年下半年以来，美元指数从80点附近一路上攻，直至1月下旬突破95点大关，期间最大涨幅接近20%。本轮美元升值主要得益于美国经济周期和货币政策周期的领先性。一方面，在经济增速回升、失业率下降的背景下，美联储开启货币正常化进程，6月加息一度成为市场普遍共识；另一方面，欧元区和日本等非美经济体复苏节奏明显滞后于美国，美国以外的全球央行货币宽松竞赛反而出现日益加剧态势。在此背景下，市场普遍认为，2015年美元具有持续走强的动力。

随着美元指数陷入短期调整，目前分析机构虽然仍坚持认为美元今年仍将保持强势，但对于未来美元上涨的速率和空间的判断则渐趋谨慎。究其原因，一是，有观点指出，虽然强美元可吸引资本流入、提升美元资产价格、刺激美国居民消费水平，但也会带来降低美国出口竞争力、增大美国对外负债水平等负面影响。因此，美联储乐见美元保持强势的同时，对于美元升值的容忍度也会有一定限度；二是，经过半年多的大幅度贬值之后，欧元资产的价值洼地也日渐显露，一旦美国推迟加息，欧元反弹可能会随时到来。综合机构观点来看，基于基本面和政策面的差异犹存，今年美元整体有望保持强势，但美元指数的上涨空间亦可能有限。

### 此“跌停”非彼“跌停” 人民币贬值空间有限

上周以来，伴随人民币兑美元汇率即期价频频逼近“跌停”，市场上对于人民币贬值的关注度急剧升温。确实，人民币兑美元交易价持续走软，很大程度上反映了市场短期看空人民币、购汇需求

### 美元兑人民币汇率中间价即期价和美元指数



增多的特征。不过，与股票期货市场上的“跌停”相比，人民币即期汇价“跌停”并不意味着人民币出现了连续的大幅下跌，因为人民币“跌停”仅仅是市场上对于即期汇价相对于中间价达到波动限制（央行规定日内最大不得超过上下2%）的一种通俗叫法。事实上，在中间价总体持稳的背景下，近阶段即期价的整体贬值幅度也较为有限。

数据显示，在隔夜美元大幅回调背景下，2月4日人民币兑美元汇率中间价上调51基点至6.1318，即期价则大涨104基点至6.2477，即期价盘中相对于中间价最大偏离幅度仍有1.94%。但自从上周一以来，人民币兑美元中间价累计仅下跌24基点或0.04%，收盘价计算的即期汇价跌幅也仅为189基点或0.3%。

综合多家机构观点来看，未来一段时间人民币虽贬值压力犹存，但实际贬值空间或已有限。究其理由，一是，美元攻势有望趋缓；二是，人民币正谋求国际

化，人民币有必要保持币值稳定；三是，海外经济复苏虽然缓慢但毕竟在回升，加上政府大力推进“走出去”战略，我国外贸顺差有望持续高企并对人民币形成支撑；四是，人民币资产仍具备较强吸引力，中长期看国际资本将继续呈现流入趋势。一方面，当前境内外利差仍处高位；另一方面，在海外金融环境不确定性整体增强的背景下，人民币相对于欧元等其他非美货币表现依然坚挺，避险属性显著提升。最后，庞大的外汇储备、中间价的指导作用以及外汇管制尚未完全放开，也给货币当局提供了充足有效的稳定预期手段。

数据显示，今年以来，人民币兑美元汇率中间价累计下跌128基点或0.2%，即期价累计下跌437基点或0.7%。海通证券表示，人民币短期将继续承受贬值压力，但中长期贬值幅度有限，预计今年即期汇率的贬值幅度应在3%左右，年末达到6.40附近。

### 广发证券：显著贬值预期未现

人民币汇率跌停是相对中间价而言，尽管人民币汇率几乎每天都逼近跌停线，但由于中间价的稳定，即期汇率维持在6.25左右水平。人民币兑美元贬值的原因在于美元大幅走强，并未出现显著的普遍性的贬值预期。去年11月份以来，美元对人民币汇率上涨2.25%，但人民币对其他货币均呈现不同程度的升值。本轮人民币贬值发生在美元迅速走强的过程中，是市场自动调节的结果。展望未来，美联储货币政策仍将维持逐步正常化的趋势，而欧央行量化宽松政策将延续到2016年9月，因此美元走强的趋势仍将延续。受此影响，人民币兑美元汇率仍然存在较为明确的贬值压力。巨额外汇储备决定央行对汇率具备最终的决定力。国际收支平衡是管理层调控的主要目标，而汇率调整是实现政策目标的手段。一旦外汇出现大规模流出，央行具备直接入市干预的能力。既然涨得多了，自然就有贬值压力。因

### 光大证券：压力主要来自美元上涨

从2014年12月开始，人民币对美元表现出贬值压力，并延续至今。目前，尽管人民币对美元的官定汇率——汇率中间价仍然保持稳定，但即期汇率市场上的每日收盘价相比中间价贬值幅度已经接近2%，达到了政府所允许的日内波动幅度上限。同时，人民币在离岸远期市场（NDF市场）上也走弱。以远期汇率推算，目前市场预期在未来12个月里，人民币将相对美元贬值接近4%。人民币的贬值压力主要来自近期美元的强劲升值。就经济增长来看，美国目前在发达经济体中一枝独秀。而美联储的货币政策也保持稳定，未大幅增加，增加了市场对中国经济的担忧。人民币兑美元存在贬值压力。跨境套利资金流出增加，企业和居民部门持汇和换汇增多。在2014年12月，金融机构外汇占款即已出现了1183亿元的负增长。和去年类似，1月中旬以来央行不断小幅提高人民币兑美元中间价，似乎有引导贬值的意图。强势美元之下，2015年稳增长也需要适度贬值。我们判断人民币可能在2015年对美元小幅贬值，但大幅贬值概率不大。预计今年人民币对美元贬值幅度会控制在5%以内，主观上和客观上都不会大幅贬值。（张勤峰 整理）

### 中信建投证券：大幅贬值概率不大

这一轮人民币贬值无疑和近期多国降息、货币贬值竞赛，特别是与1月22日欧洲央行宣布推出欧版量化宽松有关。期间美元指数持续走强。同时，国内经济处于疲弱状态，金融风险增加，传言的信贷规模也保持稳定，未大幅增加，增加了市场对中国经济的担忧。人民币兑美元存在贬值压力。跨境套利资金流出增加，企业和居民部门持汇和换汇增多。在2014年12月，金融机构外汇占款即已出现了1183亿元的负增长。和去年类似，1月中旬以来央行不断小幅提高人民币兑美元中间价，似乎有引导贬值的意图。强势美元之下，2015年稳增长也需要适度贬值。我们判断人民币可能在2015年对美元小幅贬值，但大幅贬值概率不大。预计今年人民币对美元贬值幅度会控制在5%以内，主观上和客观上都不会大幅贬值。（张勤峰 整理）

### 此，在美元走强的同时，人民币对美元的市场汇率明显走弱。

## 五年期国债中标利率低于预期

财政部4日在银行间债券市场招标发行了2015年记账式附息（三期）国债。发行结果显示，本期规模为200亿元的五年期固息国债中标利率为3.31%，略低于此前市场预期。

据交易员透露，财政部4日招标发行的200亿元五年期固息国债，中标利率为3.31%，边际中标利率3.34%，投标倍数为2.59倍。此前，多家机构为本期国债给出的预测均值为3.34%。对于央行全面降准或降息仍有较高期待，这在一定程度上压低了各方对本期国债的利率定位。不过，目前一级半市场上，五年期国债交投定价在“3.32%加返手续费”，对于以票面利率中标的机构来说，本期国债实际配置价值相对有限。（王辉）

## 农发行9日招标270亿金融债

中国农业发展银行4日公告，将于2月9日在银行间债券市场对2015年第一期、第二期金融债进行一次增发，同时新发行2015年第三、四、五期金融债。上述五期债券均为固定利率品种，增发品种期限依次为三年、五年，招标规模均为60亿元；新发行的第三、四、五期金融债期限分别为一年、七年和十年，招标规模均为50亿元。

据发行公告披露，本次增

## 持有人拟起诉担保方

### “12东飞01”违约风波现新剧情

近期广受关注的“12东飞01”私募债违约事件的后续处理工作目前已陷入僵局。2月4日，多位“12东飞01”持有人向中国证券报记者透露，在1月31日至2月1日召开的最新一次债券持有人大会上，多位持有人一致决定将起诉“12东飞01”的担保方——江苏省东台市交通投资建设集团有限公司（简称“东台交投”）。但由于“12东飞01”的发行人东飞马佐里纺织有限公司（简称“东飞马佐里”）、本期私募债受托管理人平安银行均拒绝在相关文件上签字盖章，持有人谋求通过法律手段维权的行动遇到阻碍。在此背景下，已于今年1月26日到期的“12东飞01”，即便未来能够全额得到兑付，预计也将耗费更长时间。

据记者了解，目前持有“12东飞01”的机构投资者名单，有国泰君安证券、长江证券等多家券商及一些公募基金。考虑到东飞马佐里发行的另一期1.5亿元私募债“12东飞02”也将于今年3月份到期，如果本次“12东飞01”的违约事件不能得到妥善解决，则“12东飞02”出现违约也将是大概率事件。（王辉）

## 两券商9日招标短融

华泰证券、恒泰证券4日分别发布公告称，各定于2月9日发行一期证券公司短期融资券，发行金额分别为30亿元和5亿元，期限分别为87天和91天。

上述两期短融均为固定利率、单利按年计息、不计复利、无担保，发行利率通过招标系统招标决定，在债券存续期内利率不变。时间安排上，两期短融招标日均为2月9日，缴款日、起息日、债权登记日均为2月10

## 两银行披露同业存单发行计划

4日，苍南农商银行、临商银行分别披露了2015年同业存单计划。

相关公告显示，苍南农商银行、临商银行2015年同业存单发行额度分别为10亿元、50亿元。据统计，截至2月4日，已有57家银行披露2015年同业存单发行计划，计划发行总额达到2.54万亿元；而2014年近百家银行的同业存单发行额度也只有不到1.5万亿元。

经过2014年数次发行人扩

围后，同业存单发行市场日渐快速壮大，同业存单已日益成为银行拓宽融资渠道，做大资产规模的一项重要工具。预计2015年同业存单市场将迎来更快的发展。

另据中国货币网披露，2月5日浦发银行、兴业银行、浙商银行、上海银行、光大银行、青岛银行、宁波银行、南京银行和杭州银行等九家银行将发行共11只同业存单，发行金额合计106亿元。（张勤峰）

## 今年首只银行二级资本债9日招标

浙江民泰商业银行4日发布公告称，定于本月9日招标发行该行2015年二级资本债。这将是年内发行的首只商业银行二级资本债。

本期二级资本债为10年期固息债券，第5年末附有条件的发行人赎回权，同时附有减记条款。本期债券计划发行不超过5亿元，按债券面值平价发行，票面利率将通过招标系统招标决定，单利按年计息，不计复利。本期债券不含有利率跳升机制及其他赎回激励，不与发行人自身的评级挂钩，也不随未来评级变化而调整。时间安排上，发行期限为2月9日至11日，缴款日、起息日为2月11日。本期债券无担保。根据大公国际资信评估有限公司的评级结果，本期债券的信用级别为A+，发行人主体评级为AA-级。

面对日益迫切的资本补充需求，去年以来银行发行二级资本债券的兴趣明显提升，发行主体除了涵盖工、中、农、建、交五大行之外，不乏股份制银行以及城市银行、农商行等中小银行。据Wind统计，2014年全年共发行商业银行二级资本债达到42只，发行总额合计3448.5亿元。（张勤峰）