

# 央行火力全开 流动性回暖初露曙光

□本报记者 张勤峰

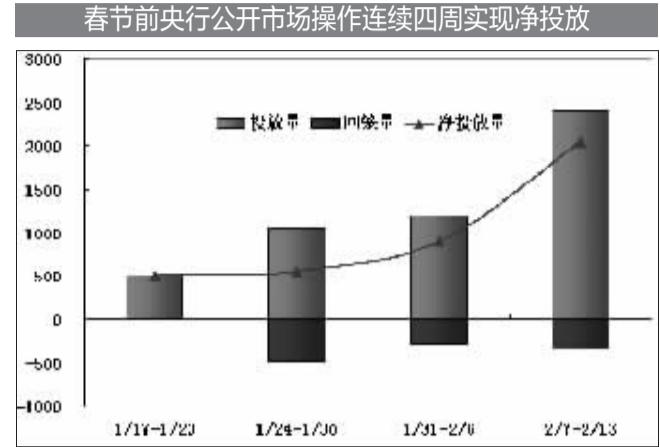
当新股发行扰动已成强弩之末,央行流动性操作全面聚焦于春节前维稳。周四,央行继续运用公开市场逆回购投放跨节流动性,公开市场单周净投放规模创下去年春节以来新高。在公开市场“放水”以及前期降准、分支机构常备借贷便利(SLF)扩围的鼎力支持下,市场普遍认为春节前流动性基本无忧,节后流动性自然回暖值得期待,但仍需注意新股常态化密集发行等因素造成的扰动。

## 公开市场单周净投放创一年新高

周四,本轮批量IPO的最后一只新股“继峰股份”登台亮相,宣告春节前“打新”冲击波进入收尾。在打过集中IPO的冲击过后,短期流动性面临的最大考验仅剩春节因素。有鉴于此,央行继续加强了对机构跨节流动性的支持。

据公告披露,周四央行在公开市场继续开展14天和21天期逆回购操作,交易量均为800亿元,合计投放资金1600亿元;操作利率各自持平于周二的4.1%和4.4%。由于周四公开市场无到期资金,因此逆回购资金全部实现净投放;单日的逆回购交易量和净投放量均创下本轮逆回购操作重启以来的新高。与周二操作相比,周四的两期逆回购期限未做调整,交易量则双双增加,但是14天品种放量更为明显,使得资金加权投放时限有所缩短。由于14天逆回购正好能够覆盖整个春节假期,交易量的调整显示出近期央行逆回购操作主要针对春节因素的特点。

全周来看,本周央行共开展2400亿元逆回购操作,扣除350亿元到期逆回购,本周公开市场操作共实现资金净投放2050亿元,从阶段统计看,单周净投放



规模仅次于2014年春节前一周的3750亿元。另据统计,在逆回购重启以来的四周时间内,央行公开市场操作合计实现净投放4000亿元。与2014年春节前公开市场净投放规模相当。

不过,近期央行投放流动性的渠道并不限于公开市场操作。上周,央行全面加定向降准,一次性释放的低成本资金超过6000亿元。此外,本周三晚间,央行宣布在全国推广分支机构SLF。有消息称,本次试点上限为1200亿元,一旦金融机构拆借利率达到或突破某一水平,就予以流动性支持。SLF作为提供大额流动性的补充手段,此次扩围明显意在平抑资金价格上涨、安抚市场情绪。可以说,为了应对春节等因素造成的流动性压力,央行已“火力全开”。

## 资金面最紧张时段已过

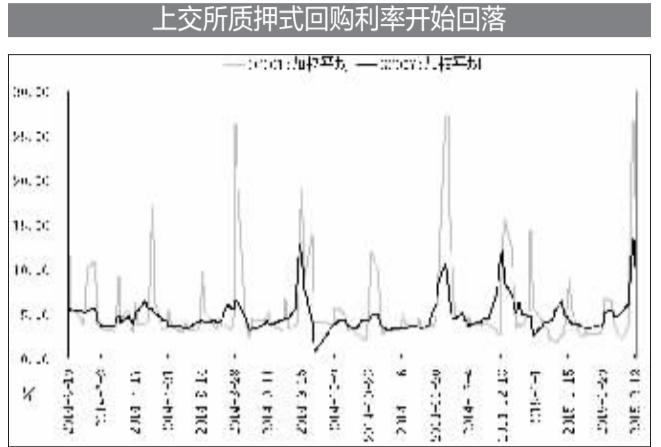
由于新股发行数量大幅减少,且周初发行的三只新股申购资金解冻,周四交易所市场资金紧而不荒,尽管回购利率尚运行在相对高位,但是波动中枢已

出现回落。当日上交所隔夜回购利率最高成交在33%,低于前一日的43%,收盘加权平均利率报13.87%,亦较前一日的26.65%大幅回落1226基点。

银行间货币市场上,流动性紧张态势亦有所缓解。存款类机构质押式回购行情方面,虽然1个月及以内各期限回购利率继续惯性上涨,但据交易员反映,由于逆回购放量和央行出手援助,融资难度降低,同时融资需求也有所下降。具体看,当日隔夜回购加权平均利率收报3.06%,小涨5bp,7天回购利率续涨9bp至4.63%,涨幅较前一日均有所收窄。

目前来看,新股发行冲击已呈强弩之末,且申购资金即将迎来大规模的解冻,对临近春节前的资金面状况反而可能起到一定的正面作用。本周五有17只新股申购资金解冻,该批新股申购合计冻结资金约15万亿元,将成为短期流动性的有力补充。

据交易员反映,存款类机构节前备付工作也已接近尾声。交易员称,近段时间央行通过降准、公开市场逆回购等手段投放的流动性,基本上已能够帮助机构应对



节前和假日期间的备付需求。到下周,随着交易员陆续休假,市场交易的资金需求也会下降,因此总体上看,节前资金面最为紧张的时段正在过去。而从往年经验看,银行间市场回购利率在春节前一两个交易日往往会出现见顶回落。

展望节后,流动性回暖值得期待。一是,节假日影响消退,资金重新回流银行体系,有助于推动资金面修复;二是,短期扰动因素消退后,前期央行降准宽松效果有望得到更充分的体现。当然,考虑到节后现金回流的影响,预计央行也会相应调整公开市场操作力度,甚至进行适当回笼,但由于基础货币供给面临缺口,央行不大可能持续开展正回购操作。

总体上看,春节后资金面有望迎来一段比较宽松的时光。在稳定经济增长和降低融资成本的政策诉求下,央行仍将致力于维持合理适度和基本稳定的流动性水平,货币市场利率下行的概率大于上行。但与此同时,在新股常态化批量发行且发行数量渐增的情况下,“打新”对短期流动性的影响仍值得关注。

国际资本流动情况,而高频物价数据、油价变化情况、人民币汇率变化情况是关注重点。除此之外,金融机构的风险偏好、资产价格也将成为影响央行决策的因素。

## 国泰君安证券:

### SLF救急不救穷 并非总量宽松

央行SLF再扩容,有利于平抑利率大幅波动,缓解流动性紧张。中小银行是资金需求主体,根据去年第四季度央行货币政策报告,中小银行2014年资金净融入量增长114.8%,占总需求的近40%。SLF扩容利于改善中小银行流动性,无需通过大行中间环节,提高央行流动性管理传导效率。2014年SLF扩容开启,但资金投放规模较小(2014年仅1200亿),且期限短(仅隔夜、7天和14天),利率随行就市,意味着仅当利率大幅波动高于区间上限时,央行才提供流动性支持。在实际操作中,资金投放效率偏低有一定滞后,远离省会的银

## 兴业证券:

### 债市坚定做多 不必担心短端

政策宽松,节后资金改善无疑,债市继续走牛。节后到3月份,随着现金快速回流银行体系和3月份财政存款的投放,资金面出现季节性的显著改善是确定的,根据历史经验,7天回购利率中枢可能回到3%附近。风险因素在于,IPO和准备金补缴(现金回流和信贷)等会形成干扰,而且人民币汇率波动增加和公开市场面临逆回购到期与MLF续作也可能增加资金的不确定性。但从央行2014年货币政策执行报告来看,在经济下行、通胀低迷以及金融风险上升的背景下,货币政策趋于宽松以托底增长,防范风险的态度是较为明确的,上述因素的影响应该不大。而随着资金的改善,短端利率对

债市的制约将逐渐下降。未来货币政策如果再有降准降息的动作,10年国开债收益率可能下行至3.5%附近。

## 申万宏源:

### 资金中枢下行并非一帆风顺

从央行去年第四季度货币政策执行报告看,未来货币政策的思路依然以稳为主,能否再度宽松仍主要取决于经济的变化情况。而从目前情况看,大宗商品下跌的影响正在向其他领域蔓延,供给收缩对就业的影响也刚刚开始体现,未来经济仍有较大的下行压力,必要时央行仍将进一步宽松。上周降准并非意味着全面宽松的周期到来,央行的货币政策仍保持中性,在市场没有进一步出现基础货币大量减少的情况下,央行资金的投放和回笼仍以对冲短期波动为主。在此情况下,节后的资金中枢在成本制约和外界扰动下,下行趋势可能并非一帆风顺。(葛春晖 整理)

# 通缩担忧推升债市做多情绪

□中国邮储银行 王茵

周四,市场交投较为活跃,受逆回购放量以及一级市场情绪火热的影响,债券收益率小幅下行2-3BP。一级市场方面,口行长期限品种需求较旺盛,5年期和10年期招标结果大幅低于预期。信用债方面,中票需求较旺盛。

近期市场利好不断:上周日公布的进出口数据显示,进口增速大幅下挫至5年来新

低;周二公布的1月份CPI同比增幅仅0.8%、PPI为-4.3%,均显著低于预期;周二下午发布的央行四季度货币政策执行报告中,不乏宽松信号;周三央行表示在全国推广地方分支机构SLF,应对春节前流动性季节性波动;周四逆回购放量,央行在公开市场进行1600亿元逆回购操作,本周公开市场净投放2050亿元。在政策面和基本面的共同利好下,债市不因紧张资金面,收益率毅然下行。

随着上周降准政策落地,市场关注点

由政策面回归基本面。此前的央行态度让市场难以理解——自去年11月降息后,央行持续沉默两个月,同时维持了公开市场逆回购的高水平利率,降准则让市场关注重心从对政策的揣测转向对基本面的判断,最终,对通缩的担忧推升了市场做多情绪。

未来对市场的判断应该把握“一条主线、两个关注点”。即,以基本面为主线,短期内疲弱的经济基本面奠定了市场整体乐观情绪;两个关注点分别为资金面和供

给因素。资金方面,央行的对冲政策工具往往存在滞后,此前外汇占款快速增长时表现为回笼滞后,如今外汇占款减少时则可能出现投放滞后,从而产生对资金面的冲击。就供给因素而言,地方债务问题仍在梳理阶段,未来如果存在放量供给,则会对市场形成扰动。

总体来看,随着春节后资金面好转,

市场仍有下行空间,但伴随而来的风险也不容忽视。

# 短期调整无碍美元中长期升势

在20万关口上方;平均薪资亦大幅上涨,为2008年11月以来最高,为乐观美国经济者埋下定心丸。但更早出台的美国制造业增幅达到1年以来最慢,去年12月消费支出也意外骤降,显示美元升值以及外部环境恶化对美国经济造成了一定负面影响。平心而论,整体来看美国经济复苏的逻辑依然存在,增长步伐依然稳固。只是当下的市场情绪过于乐观,以至于美国经济数据稍有差池都会刺激到美元多头紧绷的神经。

另一方面则体现在,美联储会议纪要显露的政治态度仍偏谨慎。在1月底公布的美联储会议纪要显示,联储成员一致认同对加息应有“耐心”,且承认做出货币决策时会参考全球经济变动。上述措辞显示美联储在加息问题上稍显谨慎的态度,从而再一次和市场过于乐观的预期形成背离。

这一方面体现在,近期出炉的美国经济数据喜忧参半。诚然,美国1月新增非农就业人口25.7万人,连续11个月保持

市”更多得益于美国经济及货币政策层面在去年中下旬不断带给市场惊喜。那么2015年伊始,无论非农人口增长维持20万之上,抑或是制造业保持扩张态势,似乎都不足以给市场带来更多惊喜。因为经过半年有余的累积,市场对于美国经济前景的预期也随着时间的推移而水涨船高。

那么接下来的一个问题是,要么美国经济复苏以更加强的姿态示人,从而满足市场乐观的预期,美元维持强势。要么,过于积极的预期无法得到现实的佐证,美元汇率被迫调整。显然,受到外部环境,即中国、欧元区经济放缓的影响,以及美元升值的压力,美国经济维持去年二、三季度的增速正在面临挑战。事实上,去年四季度增长已经出现放缓的迹象。2015年一季度经济同样不应有太多期许。

不过,这是否意味着美元的调整已成定局?答案是否定的。

短期来看,希腊债务困局依然抑制着

市场情绪。尽管市场人士都在谈论希腊或与欧盟达成最新协议,但这在一切未有定论之前仍为未知数,对美元是利是弊同样亦未可知。可以确定的,只是此为短期因素。

中长期来看,未来能够真正推动美元升势的原因,将会聚焦于全球货币政策的分化程度。一方面,随着时间的推移,无论是在6月中旬还是在9月进一步收紧货币政策,投资者都会愈发感受到美联储加息的氛围;另一方面,进入2015年,美国以外主要国家加快了宽松货币政策的步伐,加拿大、俄罗斯降息,欧元区推出QE,中国降息又降准。随着经济的持续放缓,相关地区未来进一步释放货币流动性已成定局。若证据表明美国与其他地区之间货币政策的差异加大,将会引导全球资金流向美元资产。而需要注意的是,这一逻辑的风险在于,美国未来经济的稳定性不佳,或者美国经济复苏无法得到美联储决策上的回应。

# 人民币汇率以“稳”为主

在离岸汇价整体持稳、春节前境内市场交投相对清淡的背景下,2月12日人民币汇率中间价与即期汇价连续第二个交易日双双小幅走软,但整体上仍延续了近阶段的平稳表现。

12日,中国外汇交易中心公布的银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价6.1333,较11日跌18个基点,为连续第二个交易日小幅下调。不过,该中间价仍盘整在11月下旬以来的6.13一线。隔夜国际外汇市场上,美元指数上攻95点整数关口未果,全天微升0.11%,继续横盘震荡。

即期交易方面,12日人民币兑美元即期汇率小幅低开后

窄幅震荡,尾市收报6.2454,较11日收盘价下跌27基点或0.04%,亦为连续第二个交易日小幅走软。但与中间价相似,人民币兑美元即期汇率仍运行在近一个月以来的窄幅震荡区间之内。

分析人士表示,周三央行宣布在全国推广分支机构常备借贷便利操作的消息,未对人民币汇率产生明显影响。此外,近日美元陷入窄幅震荡,境外CNH、NDF等人民币离岸汇价表现也较为稳定,也有助于境内人民币汇率交投保持平衡。综合各方面因素来看,预计节前人民币汇率走势仍将以为“稳”为主。(王辉)

# 风险偏好仍强 交易所信用债普涨

尽管近期个券信用风险事件有所增多,但交易所信用债市场仍保持了整体偏强走势。12日,交易所信用债市场呈现普涨格局,日前遭受重挫的奈伦债更是出现报复性反弹。分析机构指出,基于货币宽松、融资环境改善的考虑,未来信用债整体仍具有投资价值,但也需加强个券风险管理,防患于未然。

12日交易所企业债市场上,包括城投债和产业债在内的活跃品种收益率多数下行。

其中,前期因“戴帽”评级下调、资金链风险被警示而大幅下跌的奈伦集团公司债表现尤其抢眼,ST蒙奈伦收益率大降427.83BP至20.39%,ST奈伦债更是大降1023.50BP至22.50%。11日晚间,奈伦集团发布公告称,针对ST奈伦债到期兑付和ST蒙奈伦的付息及回售事宜,呼市政府成立了专项领导小组,牵头协调政府收储ST奈伦债抵押土地事宜;同时,公司正在积极进行资产债务并购重组并与金融机构协商提供流动性支持;公司将在中介机构监督下设立偿债专户。该公告

无疑显著提升了投资者对于这两期债券的信心。公司债市场方面,个券价格更是涨多跌少,活跃个券如AAA的12大秦债收益率大降11.4BP,AA+的11海航01微降近1bp,AA-的11常山债大降104bp。高收益品种收益率纷纷下行,ST湘鄂债下行11BP,ST三维债下行近14bp。

市场人士指出,在1月份数显示经济下滑明显、通缩风险上升的背景下,市场将央行近日全面加定向降准、扩大SLF范围、逆回购放量等举措理解为货币政策至少将从偏紧转向中性,从而改善企业经营和融资环境,进而降低信用违约风险。对于信用债而言,基准利率下行和信用利差收窄带来的投资价值都值得期待。不过,国泰君安证券指出,在货币宽松并非大水漫灌的情况下,未来个券资产负债表压力爆发的情况仍会时有发生,因此在操作上需要精耕细作,注重强化反向波动操作、把握主题和事件机会以及强化个券前瞻性风险管理。

# 宽松预期升温 口行新债受热捧

2月12日(本周四),中国进出口银行对该行2015年第1、2、3、5期金融债券进行最新一次增发。在主流机构热情高涨的投标追捧下,四期新债中标收益率整体低于预期。

口行本次增发的四期债券依次为1年、2年、5年和10年期固息品种,招标规模均为40亿元,合计总规模160亿元。来自中债网和交易员的消息显示,上述四期新债中标收益率依次为3.6584%、3.7037%、3.7484%和3.8503%。而中债登银行间固息政金债(口行和农发行)到期收益率曲线显示,与本次招标债券相同期限品种的

最新收益率分别在3.78%、3.78%、3.8250%和4.01%附近。此外,1年、2年期品种投标倍数分别为4.15倍和5.1倍,5年和10年期品种的投标倍数也均高达5倍以上。

市场人士表示,周三央行

宣布在全国推广分支机构常备借贷便利操作的消息,进一步提振了各方对于货币宽松的预期,利率债二级市场经过上周降准预期兑现引发的高开低走之后,再度转入强势上攻态势。在此背景下,考虑到节前利率新债供应已非常有限,主流机构对本次口行增发债予以追捧也在情理之中。(王辉)

# 稀缺性加剧 转债温和上涨

2月12日

转债市场迎来本周的第三只转债“谢幕日”。自13日起,工行转债将停止交易和转股。随着赎回和退市的个券持续增多,转债存量稀缺性进一步提升,并与股债市场连续反弹一起,带动本周以来转债市场呈现持续小幅回暖走势。

数据显示,12日中证转债指数收报415.33点,较11日小幅上涨1.97点或0.48%。在市场存量持续萎缩的背景下,当日市场合计成交30.3亿元,较前期70亿元左右的水平萎缩一半以上。个券表现方面,两市正常交易的21只转债16涨5跌,其中,国电转债、恒丰转债、东方转债分别

以2.53%、2.06%和1.70%的涨幅列两市转债涨幅前三位;东华转债下跌4.42%,列两市跌幅第一。此外,身处赎回登记日的工行转债小涨0.30%至132.38元,较100.629元的强制赎回价仍高出不少。

多家机构分析指出,在本周

工行转债等3只转债退市之后,未来几周东方转债、国电转债、同仁转债和中行转债也都陆续面临赎回,转债市场存量还将进一步缩减。而考虑到转债原有存量下降、新债供应相对有限,以及A股市场维持强势格局,预计未来一段时间转债市场仍会呈现相对偏强走势。(王辉)

财政部12日发布公告称,决定于2月25日第一次招标续发行2015年记账式附息(二期)国债(简称“15附息国债02”)。财政部12日发布公告称,决定于2月25日第一次招标续发行2015年记账式附息(二期)国债(简称“15附息国债02”)。

财政部12日发布公告称,决定于2月25日第一次招标续发行2015年记账式附息(二期)国债(简称“15附息国债02”)。

财政部12日发布公告称,决定于2月25日第一次招标续发行2015年记账式附息(二期)