

人民币兑美元即期汇率止步三连阴

26日，人民币兑美元即期汇率随中间价微涨，从而结束了此前的三连跌走势。不过，从盘面表现看，即期汇价仍徘徊于“跌停价”附近，显示短期内人民币即期汇率仍承受一定的走软压力。

据中国外汇交易中心公布，26日人民币兑美元汇率中间价为6.1379，较25日走升5基点。隔夜国际外汇市场上，美元指数小跌0.10%至94.40。1月底以来，伴随希腊局势出现缓和、市场对美联储加息预期不断反复，美元指数在94关口附近陷入窄幅震荡。

26日境内即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇率平开于6.2598，全天大部分时间以窄幅波动为主，盘中最低触及6.2604，距6.2607（偏离中间价2%）“跌停板”仅3个基点，尾市收于6.2589，较上日收盘微升9基点，仍距“跌停”不远。海外无本金交割远期外汇（NDF）市场上，一年期美元/人民币最新交投于6.3845一线，显示投资者预期一年后人民币中间价将贬值约4%，这一数据自1月底以来变化不大，但较去年末的2%左右明显扩大。

市场人士表示，从即期汇价表现看，当前市场上的人民币贬值预期较为强烈，但在中间价总体持稳背景下，即期价的贬值幅度仍受制于相对于中间价的波幅限制。后市来看，考虑到中国经济下行压力依然较大，货币政策宽松预期浓烈，而且美元中期走强仍是大概率事件，人民币兑美元汇率可能保持震荡偏弱的运行格局。（葛春晖）

国开行五期新债平稳招标

短端需求相对较好

26日，国家开发银行就该行2015年第一至五期固息金融债进行了最新一次增发招标。在当前市场观望情绪较浓、节后短期资金面回暖预期较强的背景下，五期新债的需求情况稳定，中标利率贴近二级市场，1年期品种相对更受到机构认可，认购倍数亦凸显出机构对于短端品种的青睐程度。

市场人士表示，节后短期资金面仍处于紧平衡状态，中长端收益率处于阶段低位，一定程度上限制了机构对此类品种的投标热情，但年初机构配置需求犹存，加之市场普遍认为债券慢牛行情尚未结束，因此本次招标中，中长端品种招标情况可谓是中规中矩，亦符合市场预期。与此同时，受资金面持续偏紧影响，收益率曲线从春节前开始便呈现平坦特征，二级市场上1年期国开债收益率甚至与3年期品种形成倒挂，而市场普遍对于节后资金面回暖抱有乐观预期，预计未来短端利率将随资金利率显著下行，因而机构对于1年期新债认购需求更为强烈。（葛春晖）

交易所资金面率先回暖
交易所信用债涨多跌少

尽管节后银行体系流动性依然偏紧，但交易所资金面已经呈现全面回暖态势。在此背景下，26日交易所信用债呈现偏暖走势，个券涨多跌少，收益率多数下行。分析机构指出，未来货币宽松周期有望继续支撑信用债表现，但同时也要注意防范信用事件可能带来的评级利差扩大风险。

26日上证所质押式回购市场上，标杆7天回购加权平均利率收报382%，较25日下行18BP，较银行间同期限回购利率低了约80BP。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走低。城投债中，AA级10楚雄债下行14BP，11丹东债下行278BP；产业债如AA级14超威债下行18BP。此外，节前因资金链风险被推至风口浪尖的ST奈伦收益率大降95BP，回售收益率降至53.88%，ST蒙奈伦债收益率亦续降近22BP至23.57%。

公司债收益率多数走低，活跃个券如AAA的12大秦债收益率大降27BP，AA级12宝泰隆小幅上行1.59BP，AA-的11常山债大降21BP。

海通证券指出，在经济整体低迷、通缩风险加剧的背景下，进一步的降息降准可期，整体上利于信用债的表现，体现为流动性宽松和放松预期下收益率呈不断下行态势。随着节后资金需求回落和宽松预期升温，节后资金面有望逐步好转。不过，随着信托产品、私募债等风险资产到期量上升，信用风险仍在升温，而历史数据显示宽松周期中若有信用事件冲击，评级利差将趋扩，信用债投资仍需铭记安全至上。（葛春晖）

财政部下周续发十年期国债

据公告显示，财政部决定于3月4日第二次招标续发行2014年记账式附息（二十九期）国债。

资料显示，14附息国债29为10年期固定利率附息债券，目前剩余9.82年。本次续发行国债的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与之前发行的同期国债相同。从2014年12月18日开始计息；票面利率3.77%；按半年付息，每年6月18日、12月18日（节假日顺延，下同）支付利息，2024年12月18日偿还本金并支付最后一次利息。（张勤峰）

发行条款方面，本次续发行竞争性招标面值总额为200亿元，不进行甲类成员追加投标。2015年3月4日招标，之前发行的同期国债当日停止交易一天；招标结束至3月9日进行分销；3月11日起与之前发行的同期国债合并上市交易。发行手续费为承销面值的0.1%。

本次招标将采用混合式招标方式，标的为价格，投标标位变动幅度为0.08元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为105个、20个和35个标位。（张勤峰）

口行金融债被限定最高余额

中国进出口银行日前在银行间债券市场发布了《关于公布中国进出口银行2015年度境内人民币金融债券发行计划的通知》（下文简称《通知》）。据该《通知》披露，该行已于近期获得人民银行对该行2015年度债券发行额度的批复。根据批复要求，进出口银行2015年内任意时点金融债券余额不应超过18570亿元。

据Wind数据统计，截至2015年2月26日，国内债券市场的存量进出口银行人民币债券共有101只，待偿还余额16265亿元。其中，有21只债券将于

2015年内到期，总额为2810.90亿元。假设进出口银行今年不发行期限在1年以内的短期债券，则根据上述要求，进出口银行2015年债券发行额度至多为5115.90亿元。

另据Wind数据统计，2014年全年进出口银行共发行人民币金融债券84只，发行面值总额为5040.10亿元，其中有8只债券发行期限少于1年，面值总额为480亿元。

市场人士预计，2015年出口行人民币金融债券发行规模将接近2014年水平。（张勤峰）

净回笼难掩维稳意图

资金面静待阳春三月

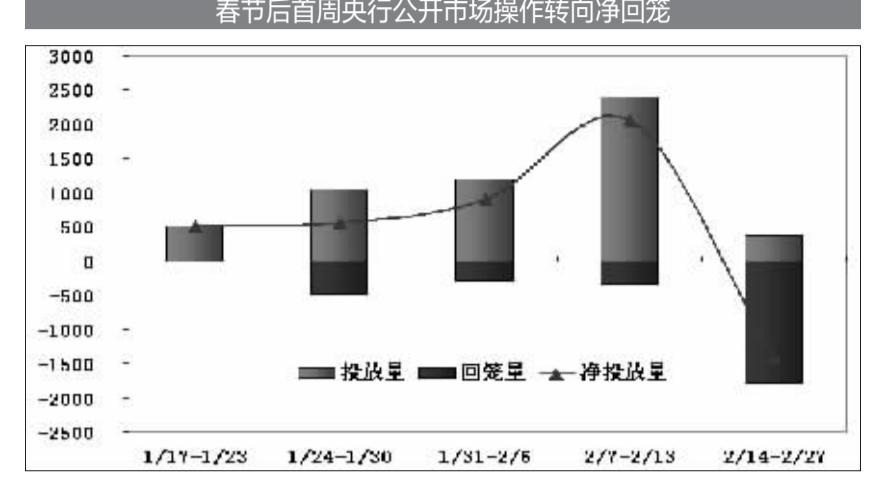
本报记者 张勤峰

26日，央行重启公开市场逆回购操作380亿元，但难抵周内高达1800亿元的逆回购到期量，全周公开市场操作出现年内首次净回笼。市场人士指出，央行在节前投放货币、节后回笼货币符合惯例，此番少量重启逆回购操作，已足以显示央行应对短期流动性偏紧的意图。考虑到短期多重因素影响，预计资金面暂且将维持偏紧格局，但随着现金回流银行体系和财政存款释放，3月份市场资金面有望实质回暖。

节后净回笼符合惯例

26日，央行公开市场迎来春节长假后的首个常规操作日。央行当天上午开展了380亿元的14天期逆回购操作，中标利率持平于4.1%。但由于日内到期的央行逆回购多达1250亿元，周内逆回购到期量多达1800亿元，此举未能改变节后首周央行公开市场净回笼资金的结局。据统计，本周公开市场操作实现净回笼1420亿元，为今年央行公开市场首次净回笼资金。

春节后央行通过公开市场操作净回笼资金符合历来惯例。为应对春节因素对流动性造成的冲击，央行会通过在节前投放货币、节后回笼，在保持流动性总量基本稳定的情况下，扶助金融机构开展备付，平抑货币市场波动。而由于公开市场回购工具期限适中、操作可逆，是



央行开展此类流动性操作的主要工具之一。从往年情况看，央行一般在春节前开展逆回购操作，跨节后再让逆回购自然到期或主动开展正回购操作回笼货币，2012年、2013年春节前后即是如此。

今年春节前，央行累计开展逆回购操作5530亿元，通过公开市场净投放资金共计4000亿元，目前这些逆回购正陆续到期，其中绝大部分会在今后两三天到期。据Wind统计，今后三周公开市场分别有1800亿元、2200亿元和1380亿元逆回购到期。考虑到央行还实施了一次全面加定向的降准操作，使得春节期间释放的流动性规模非常可观，即便春节后央行暂停逆回购操作乃至重启正

回购操作也不奇怪。事实上，在春节前最后一个常规操作日，央行已暂停逆回购操作。

交易员指出，央行26日恢复开展逆回购交易，可能是由于节后短期流动性仍较为紧张的缘故，尽管此举未能改变公开市场净回笼的结局，但已显示出央行维稳流动性的意图。25日是春节后首个交易日，当天银行间资金市场价格有所回落，但资金拆借难度仍未见明显降低，市场资金面持续均衡偏紧。26日，银行间质押式回购市场上，存款类机构7天回购利率续跌9bp至4.64%，隔夜、14天和21天利率则纷纷反弹4-6bp，资金面紧张程度进一步加重。

使2月上半月贷款增加超预期，导致了派生存款增加，一般会体现在对公派生存款增加上。对公派生存款的增加有可能抵消了现金走款导致的对私存款的减少，从而导致总存款减少规模有限，进而25日当天没有出现预期中的准备金退款规模（先前我们预期准备金退款规模在2000-3000亿元附近）。由此也提示投资者进一步关注2月份贷款增加情况。

东莞银行：
资金偏紧是暂时的

从本期的公开市场回笼与存款准备金退还的两者综合来看，资金净缺口将超过

流动性回暖是大势所趋

市场人士表示，考虑到短期多重因素影响，预计资金面暂且将维持偏紧格局，但逐渐回归相对宽松格局仍是大势所趋。

春节后，资金面未能立刻回暖，主要是有几方面原因：一是，春节持续时间较长，流通中现金回流银行体系的进度较慢，一般要等到农历正月十五过后才会加快；二是，春节后逆回购集中到期，本周到期量达到1800亿元，加之25日和26日连续有两期共1000亿元的国库定期存款到期，短期内从银行体系回收的流动性较多；三是，月末效应对短期流动性有一定不利影响。

交易员指出，27日将有一期500亿元国库定期存款操作，但与周内到期回笼量相比仍显不足，预计短期资金面暂时难改偏紧格局。下周，公开市场到期逆回购将进一步增至2200亿元，且有例行缴准影响，央行仍将面临流动性维稳压力，继续开展逆回购操作的可能性较大。不过，3月份市场资金面出现实质改善仍有较高的确定性。一是，现金回流进程将逐步加快；二是，3月份通常有数量可观的财政存款释放，去年3月份财政存款减少了近5000亿元。综合这两项因素和节前央行降准的影响，有望进一步提高3月份银行超储率，为流动性回暖提供坚实基础。当然，未来新股批量发行对货币流动性的影响仍值得警惕。

3000亿元。同时，如果将春节取现的超过1万亿元的现金和全面及定向降准的超过6000亿元的资金考虑在内，全面及定向降准的资金将一直留在市场上，而春节取现的资金将在一季末之前陆续回归银行，补充银行间市场的流动性。以每10天收回3000亿元的速度算，本期所回流的现金将可以弥补公开市场逆回购到期所回笼的资金缺口。因此，从资金进出总量上看应该是相对平衡的，但是，资金进出之间的领先滞后关系将影响着市场的资金松紧形势，使之整体上呈现相对紧张的格局，特别是在年初刚开工的时点，不同机构之间资金量的不匹配将增加市场的紧张情绪。（张勤峰 整理）

美元指数或陷入短线调整

限的LIBOR欧元利率的差值由0.10%扩大至0.45%，美元逐渐由息差劣势货币转变为息差优势货币。再加上希腊退出欧元区等风险事件的推波助澜，美元指数出现了罕见的月线7连阳行情。

但美元的短期基本面和技术面有所改变，四因素将令美元承压。

近期美国部分经济数据表现欠佳：1月供应管理协会制造业PMI由高点59回落至53.5，其中新订单PMI更是由去年底的66跌至52.9，1月成屋销售大幅低于预期、2月NAHB房价指数持续回落，同时各大联储制造业指数也显著回落。尽管存在季节因素影响，但月度数据实际结果与预期之间的差距表明美国一季度经济增速下降、通胀回落等整体形势也逐渐适应。同时，危机发生概率降低、欧元区经济稍有起色，因此短期美元有回调需要，预计将考验91支撑。但随着美联储加息事件形成，全球美元供需再平衡下美元指数将重新回升并挑战100。

2014年7月以来，美国经济增速超预期与主要非美经济体经济增速形成对比，美联储与非美央行货币政策的一紧一松亦形成对比。双重优势下LIBOR美元利率开始抬头，12个月LIBOR美元利率与同期

美欧经济差距收窄的可能性非常大。短短1月间已有加拿大、瑞士等发达经济体央行采取了降息行动，欧洲央行也承诺实施规模极高的开放式资产购买计划。但这反而意味着短期内美元指数构成货币对应的央行继续降息概率不高。同时，2月19日公布的1月美联储会议纪要显示，很多官员倾向于更长时间维持接近零的利率政策。美联储强调美元过强对美国经济不利，持续拖累出口，并抑制加息。本周耶伦更是在国会证词中亦暗示美联储不会在3、4月议息会议中实施加息行动。由此，短期美国的息差优势将有所收敛，美元继续攀升难度增加。

目前有欧盟官员表示希腊递交的改革措施和预算方案符合欧元区财长要求，则根据上周五的协议，此前希腊获得的援助计划将被延长四个季度。希腊风波的暂时平息将令市场重新切换至风险偏好模式，97、100。

美元需求受抑制。CFTC数据显示，年初至今美元指数构成货币的非商业净多单相对总持仓量占比均处于历史低位，情形类似2013年2-3月，彼时美元就曾冲高回落。进一步看，1月高点95.48刚好处于2002-2008年高低点的50%位置，阻力较强，短期有回调需求。

从技术上看，短期美元有望回调至91附近，但中长期仍处升势。美联储会有两种加息途径：早加息，慢慢调；晚加息，快快调。耶伦一直对低利率可能造成的资产泡沫心存疑虑，而过快调整利率又将加剧市场波动，美联储选择前一种加息方式的概率更高，则加息时点不太可能被推迟至明年。预计美联储将在6月议息会议上讨论加息并于三季度加息，且美元也将在加息坐实之后重新出现息差优势。随后在基本面和技术买盘推动下重新走强，挑战97、100。

转债慢涨缓解估值压力
阶段性上涨行情可期

同期沪综指则微跌0.75%和上涨2.74%。

与此同时，转债个券上涨面积也低于正股。以周四两市转债及其正股的涨跌表现为例，当日两市正常交易的20只转债中有16只上涨，4只下跌，相应正股则只有2只下跌。这一情况在本周三表现得更为明显，当天两市正常交易的可转债共19只，对应正股7涨12跌，转债中上涨的只有4只。

性价比不及正股

分析人士指出，当前转债整体估值高企，以及市场个券结构变化，是导致转债近段时间落后于正股的主要原因。不过考虑到A股市场中短期内有望维持相对强势，后期转债市场整体仍有望温和反弹。

中金公司表示，现阶段转债的性价比，整体远不及个股。截至目前1月中下旬，从估值水平上就可以看出，当时转债市场透支了过高的股市上涨预期。比如几只新券，绝对价位已经在150-160元之间，还能享受超过30%的溢价率，隐含波动率远超历史波动率，显然中期性价比不及正股。中金公司同时认为，随着前期大量个券纷纷在赎回压力下转股退市，转债品种可选择余地大为降低。但近两个

时间段内，A股市场结构性行情特征依旧明显，转债市场对应个券的缺失，自然使得转债市场整体上行乏力。由此，该机构指出，从估值和可选择余地上，当前转债市场的性价比已不及精选股票，短期内对于风险偏好型的投资者而言，股票替代策略可能是更好的选择。

不过，综合机构观点来看，未来一段时间交易所转债整体预计仍会保持温和上涨行情仍然可期。整体而言，随着过高估值溢价在运行中逐步消化，未来转债市场仍可能保持强势。



口行金融债被限定最高余额

中国进出口银行日前在银行间债券市场发布了《关于公布中国进出口银行2015年度境内人民币金融债券发行计划的通知》（下文简称《通知》）。据该《通知》披露，该行已于近期获得人民银行对该行2015年度债券发行额度的批复。根据批复要求，进出口银行2015年内任意时点金融债券余额不应超过18570亿元。

据Wind数据统计，截至2015年2月26日，国内债券市场的存量进出口银行人民币债券共有101只，待偿还余额16265亿元。其中，有21只债券将于