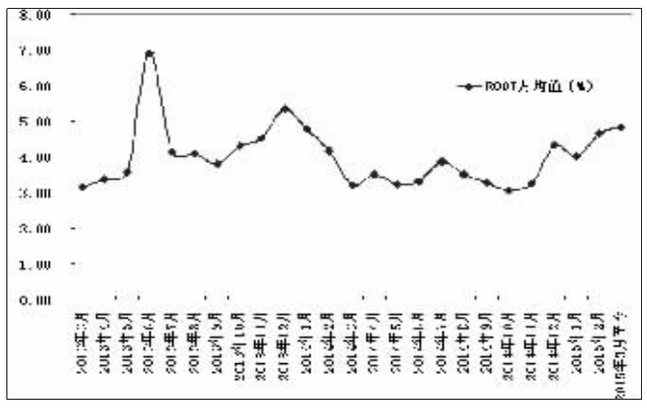
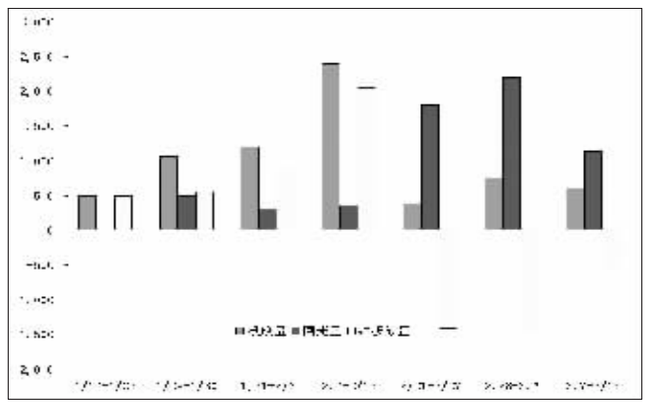
资金利率高企 降准窗口敞开

□本报记者 葛春晖

银行间7天期质押式回购利率月均值变化



近期央行单周公开市场操作情况统计（单位：亿元）



在IPO影响弱于预期、资金面整体均衡偏松的背景下，央行本周四仅开展250亿元7天期逆回购操作，本周实际净回笼530亿元。值得注意的是，尽管去年11月以来央行累计两次降息、一次降准，货币市场利率中枢却不降反升。分析人士指出，考虑到今年经济开局不佳、外汇资金流出压力仍大等因素，货币政策有必要继续加大降息降准力度，以引导货币市场利率有效下行，切实推动实体经济融资成本下降和经济回升。继3月初降息之后，再次降准的概率在上升。

资金面偏松 逆回购缩量

周四，本轮IPO集中申购迎来冻结峰值，但整体资金面并未出现大幅波动，货币市场资金供给仍然充裕。在此背景下，央行在公开市场开展250亿元7天期逆回购操作，操作量较周二的350亿元减少100亿元。

据WIND数据统计，周四公开市场有780亿元逆回购到期，当日实际净回笼530亿元，与周二的平衡对冲操作相比，央行回笼力度略有提升。而从全周情况看，央行公开市场操作亦实现530亿元净回笼，此为春节过后的连续第三周净回笼，净回笼量则较前两周的1420亿元、1450亿元明显下降。

市场人士表示，随着新股批量发行成为常态，机构应对起来越发自如，“打新”对整体流动性的冲击逐渐弱化，本轮IPO冲击明显小于预期。与此同时，元宵节后现金加速回流银行体系，近期人民币汇率有所企稳、大行结汇力度加大，也给人民币流动性带来支撑。

不过，虽然资金面整体延续偏松格局，机构融出意愿较强，但资金价格仍未见明显松动。昨日银行间质押式回购市场上（存款类机构行情），受IPO影响，主流隔夜、7天回购加权平均利率分别上行10BP、4BP至3.43%、4.71%；中等期限的14天、21天品种则分别下行5BP、11BP至4.72%、5.60%；1个月及以上品种成交清淡，利率多数下行。交易员表示，机构普遍预计IPO过后流动性将趋松，资金价格有望逐步回落。

打通利率栓塞 仍需降准降息

近段时期以来，伴随债券市场陷入调整，货币市场利率居高不下成为市场关注的焦点话题。

数据显示，尽管去年11月以来央行累计两次降息、一次降准，但货币市场利率中枢不降反升。在去年11月22日首次降息的当月，资金市场标杆利率——银行间7天回购加权平均利率的月度均值为3.25%，此后三个月，该利率均值分别为4.33%、4.01%、4.65%，3月初以来，其均值水平高达4.81%。

有市场人士表示，随着IPO申购退潮、财政资金季节性投放加快，3月中下旬资金利率有望逐渐回落，但考虑到财政资金投放并非长效因素来看，若无央行货币政策进一步扶助，资金利率下降的空间或有限。而鉴于资金利率高企会抑制综合融资成本下行，再加上今年经济开局不佳，外汇资金流出压力仍大，未来货币政策加大放松力度必要性较大。

近日相继公布的出口、经济、物价数据，均显示今年经济开局不佳，进一步确认了“经济弱、通胀低”的基本面环境。海通证券指出，当前的经济增速和通胀均远低于历史均值，意味着目前中国的无风险利率水平相对偏高，而货币利率高企将增加银行融资成本，减少其降低贷款利率的动力，同时也会导致债券融资利率上升，使得降息效果大打折扣，因此央行需及时加码宽松，切实降低社会融资成本。光大证券亦指出，在经济下行与通胀放缓压力下，货币政策需要进一步加大宽松力度，除了最有效的信贷扩张之外，货币当局可能需要进一步降准降息。

央行周四公布的2月份金融数据显示，当月M2增速和信贷增长规模双双超出市场预期。这在一定程度上引发了部分市场观点对于货币政策宽松短期受限的担忧。但也有不少观点认为，2月份新增贷款大增的主要原因，可能与表外转表内、政府融资项目拉动有关，并不意味着整体企业信贷条件转好，为了降低较高的实际利率，货币政策宽松仍有必要。值得一提的是，虽然近期人民币即期汇率已经逐渐离开“跌停板”位置向中间价靠拢，但其距离中间价的偏离幅度依然较大，显示贬值预期虽有收敛但依然存在。这预示着，短期内外汇资金流出的可能性依然存在，通过外汇占款途径投放的基础货币量难以有效回升。在此背景下，即便以降准来对冲外汇资金流失也显得仍有必要。有市场人士表示，继3月初降息之后，再次降准的概率在上升。

特别是，近日美元牛市步伐再次加快，12日美元指数一举突破百点大关，为2003年以来的首次。海通证券就此指出，汇率是经济基本面的相对价格表现，美元强势加剧短期热钱流出，因而我国亟需再次降准，甚至可以考虑加大降准的幅度至1%以上，以对冲资金流出，降低货币利率和融资成本高企的风险。

■观点链接

华泰证券：政策有望进一步宽松

今年经济开局不佳，“衰退+通缩”的状况没有改观反而压力有所增加。虽然中央下调了经济增速目标，但并不意味着可以放任经济下滑。从去年四季度开始，投资层面加码了基建投资审批，货币层面开启了降息降准，但从1-2月的数据来看效果还不是十分明显。因此货币和财政政策仍有进一步宽松的需要，但发力点可能不同。货币政策上降息降准仍有余地，特别是美国加息之前都是中国进一步宽松的较好时点。财政方面，已经审批和预算的基建投资规模不低，但资金来源仍是瓶颈。财税体制改革提速限制了公共财政作为的空间。未来还需加快资金来源方式上的创新速度，并加快投资的进度。

瑞银证券：疲软数据或激发更多放松

周三下午公布的1-2月固定资产投资、工业增加值和社会消费品零售总额等数据不及市场预期，显示2015年经济开局乏力。瑞银经济学家认为，疲软的经济数据可能激发更多政策放松，在二季度可能会再次降息，另外两会后财政放款可能加速来配合扩大赤字促进基建投资，央行可能也会增加流动性投放。我们认为市场对政策进一步放松的预期始终没有消退，近期公布的疲弱的开年数据可能会助长这一预期再度上升。另外，我们认为，在2015年的财政预算草案中给出了地方政府发债的明确指引，并且财政部还允许地方政府额外发债来置换之前的高成本债务，这些措施都有助于为基建投资提供资金，但也需要央行采取一定的货币对冲措施来保障这些债券的顺利发行。

中金公司：稳增长需利率显性放松

央行2月28日降息后，债券收益率不降反升，重现了2014年11月份降息后收益率回升的怪圈。交易型投资者的获利回吐是主要的影响因素。其背后最重要的原因是资金面的紧张程度超过预期。其中贬值预期导致资金外流以及打新股推动回购利率局部冲高是重要的因素。更不幸的是，美元持续走强，可能继续增强人民币的贬值预期和资金外流。通过主动的汇率贬值刺激经济并不是最合适的放松政策，而汇率方面更应该采取防御策略。目前货币市场利率的不降反升其实是抑制了整体综合利率的下行。从历史数据来看，货币市场利率与社融的趋势项环比高度相关，较高的货币市场利率抑制社融增速的回升，而偏高的银行理财利率也在抑制居民的消费。如果汇率不能成为一个显性的放松工具，那么面对偏强汇率以及国内杠杆放缓对经济动能的压制，利率必然成为最重要且最符合国情的放松工具。没有利率的显性放松，经济动能难以有效企稳回升。（张勤峰 整理）

资金成本高企 中长债仍显鸡肋

□中信资本 赵巍华

3月份以来，资金面紧平衡、现券市场收益率回升与央行降息的直观含义背道而驰。具体来说，货币市场资金利率总体仍维持高位，以利率债为代表的现券一二级市场收益率反而总体上行，长久期国开债等品种回升约10bp。

多种因素交织，使得央行降息被市场参与者理解为阶段性利好出尽。从市场预期的角度看，前期过于平坦、甚至局部倒挂的收益率曲线已经提前透支了多次政策宽松的预期。今年前两个月，在短端收益率维持高位的紧张状况下，长久期的10年期国开债和国债仍能震荡下行约30bp。这背后重要的驱动力就是市场对中国经济下行的悲观预期和对货币政策持续宽松的乐观预期。目前，虽然中国经济的下行周期仍远未触底、货币政策和财政政策仍处于大的宽松周期中，但一系列稳增长政策落地后，常规宽松政策的边际作用减弱。在预期微调的背景下，央行降息等标志性的货币宽松政策落地，就成了市场调整的契机。

从供给的角度看，进入3月份后，债券市场边际供给趋于增多，特别是利率债市场。由于今年财政预算赤字扩大，以及地方政府部分存量债务的置换工作即将展开，因此国债和地方政府债的总发行量、净发行量均有望上升。充当第二财政的政策性银行的净发行力度也不弱。此外，今年中央维稳固定资产投资的重心放在水利和铁路建设上，作为政府支持债券的铁道债净发行量仍将不低。多重因素叠加使得边际供给压力将在3月份之后逐步显现。当然，这是市场调整的一个间接原因，而非直接诱因。

最重要的还是需求端的变化。在各类资金利率持续维持高位的情况下，倒挂的债市收益率曲线使得多数现券收益率显得颇为鸡肋，市场配置需求减弱，交易空间日渐狭窄，债券市场调整的压力在不断累积后也需要释放，而降息落地恰好是一个不错的市场调整触发契机。从银行间市场看，去年12月以来，银行间资金市场持续维持紧平衡，回购利率持续高位；从银行理财市场看，去年以来银行发行理财产品的收益率居高不下；从整个银行系统来看，由于存款理财化愈演愈烈，以及去年四季度以来，银行存款增长困难、稳定性持续下降，因此银行系统的整体负债成本趋于上升。因此，在银行间市场融资买券、运用理财资金投资债券或是运用银行表内资金投资债券的息差很低且往往为负，加杠杆投资债券博取资本利得的性价比也偏低。于是，债市投资机构去杠杆的压力渐增，锁定部分前期盈利成为部分投资者相对合理的选择。实际上，从今年前两个月的债券托管数据上看，除了因定向降准拿到不少廉价资金的城商行配债力度显著增强外，全国性商业银行、外资银行、保险机构、公募基金等均呈现净减持的情况。虽然银行理财配债力度仍较大，但高企的理财融资成本使得配债的吸引力下降。只要货币市场和理财产品的收益率预期仍维持高位，则债市收益率仍需要适当上行以调整其风险收益比。

至于两次降息和一次降准未能降低货币市场和理财收益率，原因也是多方面的。其一，在银行存款加速理财化的利率市场化进程中，居民部门的收益预期易上难下，央行降息虽能降低银行存量存款负债成本，但是由于低成本存款占比持续下降而高成本理财占比上升，因此降息并未显著降低银行负债成本。其二，虽然降准有利于改善资金面和减轻银行经营压力，但资本外流实际上基本对冲了降准对总体资金面的影响。其三，在今年以来美元走强的背景下，为了稳定人民币汇率而在外汇市场投放美元的同时，也回笼了不少人民币。

从中长期看，我国仍处于经济下行、债务去杠杆进程之中，无风险利率处于一个震荡下行的大周期中。但从短期看，目前特定格局下，资金面紧平衡、人民币汇率承压和权益类资产的替代作用等因素使得债市中长端收益率仍有可能小幅调整以提升目前相对鸡肋的风险收益比。

美元扶摇直上 闯关百点得逞

人民币面不改色 贬值仍受约束

□本报记者 王辉

借着市场上持续发酵的美联储升息预期，美元指数在12日国际汇市亚盘交易时段一鼓作气升破了100点整数关口，继续刷新着近12年的最高纪录。但在当天中国银行间外汇市场上，人民币兑美元即期汇率继续在6.26一线横盘，几乎未受美元涨势的影响。分析人士指出，尽管美元暴涨带来的短期走贬压力难以避免，但短期人民币汇率料仍旧维持阶段性窄幅震荡。

美指攻破百点关口

在持续多个交易日大幅上扬之后，美元指数在兵临100点这一关键心理位置之际，并未出现“雪拥蓝关马不前”的状况。承接前一日的涨势，美元指数在12日国际外汇市场亚洲交易时段继续攻城掠地，盘中一度升至100.06点。由此，美元指数自2003年4月以来，时隔近12年后重新回到了三位数的高度。不过，受获利盘回吐和欧元等非美货币超跌反弹的影响，美元指数随后出现高位回调，重新回到99点上方展开震荡。

外汇交易商易信表示，虽然12日消息面上并未出现比较明显的利多利空变化，但亚市阶段美元指数仍旧一路高歌猛进，几乎没有遭遇任何阻挡力量。投资者惯性做多，使得美元短期急涨的趋势得以延续。从技术面上看，虽然美元指数部分技术指标已经严重背离，但本轮美元大涨、持续新高的运行节奏，短期内仍难觅任何见顶或者强阻力出现的迹象。而就基本面因素来看，市场美联储可能大幅提前加息的预期，仍在继续发酵之中。

人民币延续“淡定”表现

在美元指数一路青云直上的同时，最近一两周时间人民币汇率的表现也让人大呼“任性”。周四，人民币兑美元汇率中间价仅小幅下调，即期市场交易价格则几无调整。

在隔夜美元指数上涨近1%的情况下，3月12日人民币兑美元汇率中间价报6.1617元，仅较前一交易日的6.1597元下调20基点。银行间外汇市场即期询价交易方面，当日人民币兑美元即期汇价微幅低开后陷入持续横盘震荡。截至收盘，该即期汇价报6.2624元，较前一日仅微跌1基点。对于日内美元指数破百的壮举，人民币即期汇价似乎丝毫“不感冒”。据行情数据显示，自3月6日以来，人民币即期汇价已连续5个交易日持稳在6.26一线，而此期间美元指数最大阶段涨幅接近4%。

对于未来中短期内人民币汇率的表现，分析人士指出，尽管未来一段时间美元强势与中国货币政策放松仍会大概率持续，但中国经济回稳前景、贸易顺差持续高企、人民币国际化继续推进等因素，仍将约束人民币实际贬值空间。综合市场交易层面的博弈来看，短期内人民币兑美元汇率有望延续阶段性震荡格局。

口行债中标利率低于二级市场

进出口银行12日对该行今年第一、三、四、五期金融债进行了新一次增发。招标结果显示，此次增发的一年、五年、七年及十年期固息金融债中标收益率整体略低于二级市场水平，基本符合市场预期。

据交易员称，进出口银行12日招标的一年期固息增发债中标收益率为3.6531%、五年期为3.9233%、七年期为4.0148%、十年期为4.0232%，认购倍数依次为3.40倍、3.75倍、3倍、2.32倍。中债到期收益率曲线显示，目前银行间市场待偿期为一年、五年、七年、十年的固息非国开政策性金融债最新收益率分别在3.74%、3.98%、4.03%和4.05%左右。此次各期增发债中标收益率均略低于二级市场利率，且期限越短偏离幅度越大。

分析人士表示，新近公布的前两月主要经济运行数据表现疲软，显示经济增长下行压力仍大，货币政策放松空间犹存，而在新股集中发行情况下，短期市场资金面好于预期，共同提振债券市场交投情绪。在此背景下，经过前期调整后的利率产品有所反弹，对新债招标结果构成支撑。（王辉）

铁路总公司9日发100亿超短融

公告显示，中国铁路总公司将于3月13日发行2015年度第一期超短期融资券。

本期超短融发行规模100亿元，期限180天，将通过银行间债券市场债券发行系统公开招标的方式发行，利率为固定利率，将通过招标系统招标确定。本期超短融采用单利按年计息，不计复利。

日程安排方面，本期超短融3月13日招标，3月16日缴款并起息，3月17日起上市流通，2015年9月12日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。

本期超短期融资券不设担保。经联合资信综合评定，发行人主体长期信用级别AAA级，评级展望为稳定；经中债资信综合评定，发行人主体长期信用级别 AAA_{pi} 级，评级展望为稳定。

据交易商协会网站12日披露，交易商协会本月4日召开注册会议，接受中国铁路总公司超短期融资券注册，注册金额为600亿元，自今年3月5日起两年内有效。（张勤峰）

国开行17日增发五期金融债

国家开发银行12日公告，将于3月17日对2015年第一至五期金融债进行新一次增发。这5期金融债，分别为3年、1年、5年、7年和10年期固息品种，此次发行金额分别为60亿元、40亿元、60亿元、50亿元和90亿元。

国开行本次增发的第一至五期金融债，招标时的票面利率分别为3.64%、3.85%、3.76%、3.86%、3.81%。此次各期债券招标日均为3月17日，缴款日均为3月23日；除1年期品种上市日为3月25日外，其余品种上市日均为3月27日。本次增发均采用单一价格荷兰式招标方式。各期债券承揽费按认购债券面值计算，1年期无，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%；各品种均无兑付手续费。（王辉）

两券商17日招标短融

广发证券、招商证券12日分别发布公告称，定于3月17日各招标发行其2015年第三期短期融资券。其中，广发证券本期短融券发行金额30亿元，期限90天；招商证券本期短融券发行金额18亿元，期限90天。

这两期证券公司短融券均为固定利率，发行利率将通过招标系统招标决定，采用单利按年计息。时间安排上，两期短融券均为3月17日招标，分销期、缴款日、起息日、债权债务登记日为3月18日，自3月19日起上市流通，2015年6月16日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。这两期短融券均无担保。经中诚信国际评定，广发证券的主体评级为AAA，本期短融评级为A-1。经新世纪评级公司评定，招商证券主体信用等级为AAA，债项评级为A-1。

据Wind统计，今年以来银行间债券市场已发行及正在发行的证券公司短融券为39只/675.5亿元，少于去年同期的51只/938.5亿元。（张勤峰）

新世纪调升厦门港务评级

新世纪评级公司日前发布了对厦门港务发展股份有限公司的跟踪评级报告。

报告指出，厦门港务是综合性港口物流服务企业，主营业务包括港口物流服务、建材销售以及贸易。2014年12月12日，国务院决定设立福建自贸区，能为该公司进一步发展提供良好的政策环境。自2014年6月起，公司剥离了处于亏损状态的内贸集装箱装卸业务，码头业务盈利能力得到提升；公司建材销售业务区域市场占有率较高，中短期内发展前景较好；公司贸易业务发展较快，但毛利率低，对资金需求量较大。跟踪期内，随着海沧泊位及陆地港建设的推进及贸易业务的迅速发展，公司资金需求增大，负债规模进一步扩大，但资产负债率仍较为适中，目前偿债压力不大。

通过对厦门港务主要信用风险要素的分析，新世纪评级考虑到福建自贸区设立后公司将受益于政策红利、新建海沧码头投入使用后将提升经营能力、收费标准有望提升以及建材销售业务发展前景较好等因素，决定将公司主体信用等级由AA调升为AA+，评级展望为稳定。（张勤峰）

中诚信国际：

关注吉林森工集团停止商业性采伐

中诚信国际日前发布公告，对中国吉林森林工业集团有限责任公司停止商业性采伐表示关注。

中诚信国际指出，吉林森工集团本月9日发布公告，披露该公司近日接到相关部门通知，要求内蒙古、吉林、长白山森工集团公司从今年4月1日起全面停止木材商业性采伐（吉林森工集团红石林业局暂不停伐），下属各林业局第一季度的采伐量、出材量一律不得超过2015年采伐蓄积、木材产量的70%。该事项初步预计每年将直接减少该公司木材收入8亿元，减少净利润1.5亿元。该公司表示，国家停止木材商业性采伐后，将给予内蒙、吉林、长白山森工集团财政补贴，目前补贴范围、标准及相关配套政策尚未下达。

截至2014年9月末，吉林森工集团资产总额286.31亿元，负债总额235.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）50.61亿元；2014年前三季度实现营业总收入62.03亿元，净利润1.41亿元，经营活动净现金流-1.57亿元。

中诚信国际表示，由于国家扶持政策尚未下达，且前述停伐事项对公司整体生产经营的影响尚不完全明确，故而对本事件的后续进展及其对吉林森工集团的经营情况和信用状况产生的影响保持持续关注。（张勤峰）