

逆回购“降价” 宽松犹待加码

□本报记者 张勤峰

17日,在市场资金面缓和趋松的背景下,央行继续温和缩减7天逆回购操作量,全天实现净回笼150亿元。引人关注的是,逆回购中标利率意外下调10基点,继续传递央行引导市场利率下行的信号。市场人士指出,当前资金利率持续偏高,已成为综合利率水平下行的羁绊,症结在于外汇占款减少导致银行体系缺乏低成本资金注入。鉴于此,当前仍有必要继续调低政策利率,而配套实施降准、释放低成本资金亦是有效降低利率的现实选择。

央行逆回购利率“补跌”

公告显示,央行17日上午在公开市场开展了7天期逆回购操作,交易量200亿元,较前次(12日)操作减少50亿元,不及当日350亿元的逆回购到期量,实现单日净回笼150亿元。按照这一操作力度,本周央行公开市场有很大可能将延续净回笼格局。Wind数据显示,本周公开市场到期逆回购合计600亿元,目前尚余400亿元到期等待冲销,此前央行已连续三周实现公开市场净回笼。

值得注意的是,在此次调减逆回购交易量的同时,央行下调了7天期逆回购操作利率10基点至3.65%。央行上次下调逆回购操作利率是在本月3日,属于降息后的例行调整,而且当时下调幅度也是10基点,不及25基点的一年期存贷款基准利率下调幅度。市场人士表示,央行3月初降息后,货币市场资金利率未见明显下行,限制了央行逆回购利率下调的空间,近期资金利率重新走低,为央行继续下调逆回购利率创造条件,因此从某种程度上说,此次逆回购利率下调是对前次调整不充分的“补调”。

□渤海银行 蔡年华

当前,市场出现资金“宽松而贵”的矛盾现象,无论是银行间货币市场还是同业存款利率都呈现居高不下的局面。在此,我们从资金供需结构、利率市场化深化、汇率波动以及IPO冲击等方面进行分折,探究造成这一矛盾现象的根源及其解决方案。

首先,是资金供需结构矛盾突出。供应方面,2002年至2011年,基础货币的主要供给渠道是外汇占款,国有大型银行通过巨额的结售汇业务成为资金市场主要的供给者。具体表现为国有大行通过向央行结汇形成人民币投放,国有大行再通过货币市场向股份制银行和城商行等机构进行传导,最终实现资金的供需平衡。

而2012年之后,随着外汇占款增速快速回落,国有银行通过结售汇获取资金的渠道变得困难,基础货币的供给来源渠道发生了根本转化。目前央行提供基础货币的渠道主要通过PSL以及公开市场进行投放,同时创设定向降准、

■观点链接

中信证券: 回购利率下调对货币市场效用有限

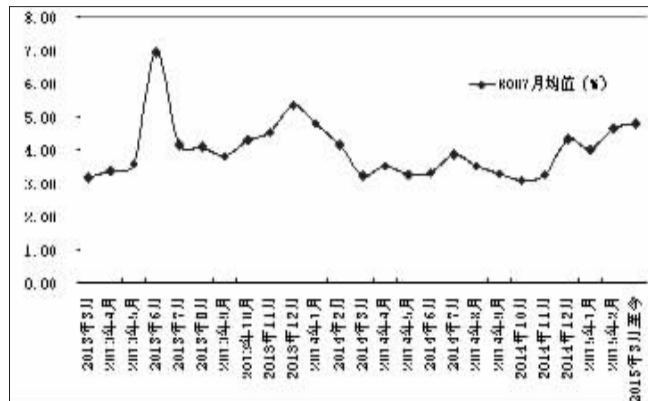
当前央行使用的是7天超短期逆回购工具,在货币市场引导方面的操作仍较为谨慎。当前资金面短紧长松依然是非常重要的问题,加杠杆操作或是7天回购的紧张程度超过其余期限的重要原因。在央行对导致资金面紧张的原因仍有忧虑的时期,央行在公开市场操作方面仍维持了较为谨慎的态度。2014年以来,央行多次在公开市场操作中降低回购利率,2014年9月18日、10月14日以及11月22日的降低正回购利率操作都未起到降低货币市场利率的效果。我们认为,在央行对货币市场进行量价双控的模式下,单纯下调回购利率或者说单纯的价

□本报记者 葛春晖

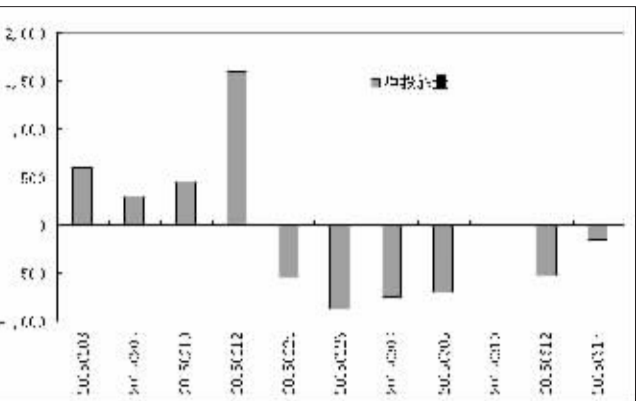
财政部日前发布《地方政府一般债券发行管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),标志着新《预算法》下,地方政府一般性债券的市场化自发还债全面正式起航。分析人士指出,预计未来地方政府一般债券的定价将略高于国债,且各地方政府债券的发行利率也将面临分化。

地方政府债券发行始于2009年,当年发行总额2000亿元,全部由财政部代发

去年11月降息后货币市场利率中枢不降反升



央行公开市场单日净投放(净回笼)情况(单位:亿元)



观察银行间回购利率走势可见,7天质押式回购加权平均利率在央行3月初降息后仅下行10个基点左右,随后基本在4.75%上方震荡,13日以来才进一步下行10基点至4.65%左右。因此,央行近两次下调逆回购利率累计20基点,与二级市场7天回购利率下行幅度基本相当。

不过,市场人士仍普遍认为,央行下调逆回购利率传递出了进一步引导市场利率下行的信号。因为,此前3.75%的7天期逆回购利率本身就明显低于二级市场水平,通过下调公开市场操作利率维持回购的一二级市场利差,有助于继续引导市场资金利率下行。

降利率需量价配合

结合央行下调逆回购利率来看,分析人士认为未来进一步降息的可能性不大,但在外汇占款低迷的情况下,降“价”还需“量”的配合,释放低成本资金才能真正降低货币市场利率和综合利率水平,因此目前降息降准都难言到头。

上周披露的前两个月经济和金融数据出现背离,加剧了市场对短期经济走势

的分歧。不过,多数分析人士认为,即便承认短期经济确有回稳的可能性,但鉴于内生增长动力不足,经济持续回暖的趋势仍很难得到维持。同时,当前货币条件并没有出现显性放松,表现为市场利率未见明显下降,人民币实际有效汇率仍在升值,因此经济仍缺乏政策有力托底,未来货币政策有继续放松的必要。中金公司等机构指出,考虑到人民币对美元大幅度贬值将面临加剧资金外流、阻碍人民币国际化的约束,利率是当前最重要且最符合国情的放松工具,没有利率的显性放松,经济动能就难以有效企稳回升。

值得一提的是,去年11月以来央行已两度降息,但市场利率没有明显下降,尤其是货币市场资金利率反而逆势走高。17日,资金面虽较前期有所松缓,但仍维持紧平衡,14天以内各期限回购利率持稳,更长期限的品种则纷纷走高,反映出市场对季末流动性波动的担忧。指标品种方面,7天回购加权平均利率下行2基点至4.64%,仍高出去年11月降息前100基点以上。

分析人士指出,当前货币市场利率

降低资金成本亟须多次降准

SLF、MLF和ISLO等工具进行资金投放。这些工具除公开市场操作外,都具有信息不透明的特点,且容易导致资金分层局面的出现。因此当前的市场格局就是,能从央行获得大量定向资金的机构成为市场资金的主要提供方和资金利率的定价方,国有银行的资金定价能力大幅削弱,政策性银行有所增强。

需求方面,目前债券市场上机构的杠杆维持高位,随着资金逐步流入股市,杠杆水平进一步被动增加,直接导致市场对资金的需求大幅增加。同时,虽然2014年非标资产受到一定限制,但非标业务在商业银行资产负债结构中的比重并未出现显著下降。而根据商业银行流动性缺口管理制度,在存量资产规模已然很大的情况下,新增资产的期限错配的难度明显增大,因此使得市场对长期资金需求大幅增加,长期资金价格居高不下。

其次,伴随利率市场化推进,商业银行负债成本提升。近年来,利率市场化对商业银行负债成本的影响不容忽视。以国有银行为例,2013年以前,活期存款在存款结构中

占比高达60%-70%,而随着余额宝的出现,占比降至50%左右,其他负债成本大致在4%-5%的高息负债。2014年利率市场化明显加快,银行系宝宝类产品层出不穷,理财对活期存款分流作用更加明显,活期存款占存款的比例正加速下降。

从上市国有银行2014年半年报可以看出,国有银行的生息负债收益率普遍提高,同时净息差不降反升,这样其对资产端的收益率要求会明显提升。对应到拆存同业上,国有大行同存的利率提升幅度较大,尤其以农业银行更为明显,提升幅度达137bp。利率市场化对商业银行资金成本的提升是显而易见的。

再次,2014年以来美元持续走强,美联储加息预期不断升温,人民币贬值压力上升,资金流出压力较大。由于保持汇率稳定是推进人民币国际化战略的必要环境,因此在贬值压力下,央行持续向市场投放美元、回收人民币,今年的首次降准也主要是为了对冲这一操作对资金面的影响。

第四,IPO的持续冲击,提升了资金波动率。相较于2014年来说,2015年IPO发

行量明显增加,按目前的打新规则,每次IPO集中发行冻结资金量达万亿元以上,这直接导致市场对7天以上资金的需求量大为上升,并增加了月末和季末资金的波动性。

另外,在股市向好的情况下,资金流出商业银行进入股市的比例也会大幅上升。而且证券公司为支持融资融券业务的发展,也会增加券商公司债、次级债、短融等债券的发行量,对银行间市场的资金分流作用明显。

中信建投证券: 热切期待本周降准

当前资金利率偏高的主因,在于人民币贬值下资金外流,外汇占款负增长,而央行降准目前更多停留在对冲意义上,放松力度不够,使得市场主体对于中

期资金较为担忧。但货币市场利率偏高和稳增长目标相悖,一是票据利率基于货币市场利率,票据利率直接关系到企业的短期融资成本,二是货币市场利率当下已经成为了约束债券市场收益率下的主要因素,三是货币市场利率也会通过影响银行理财收益率、同存利率作用于银行资金成本。稳增长压力之下,央行会循序渐进地放松货币政策,资金利率也将下行。稳经济需要宽信用,在经济下滑期,私人部门的投资意愿自然收缩,需要地方政府主导稳增长,但地方财政收入减少,存量债务压力较大,宽货币是宽信用的必须前提。无论是对外汇占款减少带来的缺口,还是为宽信用铺垫,降准窗口已经临近。我们热切期待本周降准。

地方政府一般债券正式起航

预计发行定价接近扣税后超AAA信用债

还。2011年起,上海、浙江、广东、深圳开始试点自发代还。2014年,上海等10个省市开展自发还试点,总额度为1092亿元。根据《暂行办法》,未来地方政府一般债券将全部由地方政府按照市场化原则自发自还。

在2014年自发还试点中,出现了各地方政府评级全部为AAA级、发行利率接近同期限国债(有的省份发行利率甚至低于国债)等非市场化特征。对此,分析人士认为,随着今年主体扩展,地方政府债

主体评级或将有所分化,发行利率也将出现一定程度分化。

根据《暂行办法》,地方政府一般债券的发行主体扩展至省、自治区、直辖市政府(含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府),且需开展一般债券信用评级工作。招商证券指出,虽然各地方政府将引入信用评级,但是考虑到中国财政横向和纵向转移支付以及省级财政的能力,预计引入评级后评级差异暂时难以体现,预计发行收益率与国债将保持微小差异,地

区之间利差也很窄。不过,招商证券同时指出,一旦未来地方债放量发行,随着发行规模的不断扩大,利差走阔的可能不可排除。

兴业证券更是进一步指出,与2014年相比,以后发行的地方政府债自发还还将受到更多约束,包括经济收入、财政收支和债务压力等方面,随着地方政府债务的清晰化,资质差异也将逐步体现出来。该机构预测,未来自发还的地方政府债利率比同期限国债可能高50BP左右,更加接近于扣税后的超AAA级信用债。

高企已成为综合利率水平下行的羁绊,从这一点来说,若真切实降低实体经济融资成本,有效降低货币市场利率可能是关键所在。而当前货币市场利率居高不下,症结在于短期资本流出、外汇占款低增长甚至负增长,导致银行体系缺乏低成本资金注入,因此要有效降低资金利率、打通利率下行堵塞的话,光靠降息的行政性指导不够,还需要给市场提供低成本的资金。

17日市场有传闻称,央行已对月内到期的3500亿元MLF进行了续做,并且是增量续做,操作量在4500-5000亿元左右。从此前披露的信息看,央行为商业银行提供的3个月MLF利率一般不高于3.5%,是一种期限较长、利率较低的资金供应方式,隐含了央行提供流动性支持和降低市场利率的政策用意。不过,有市场人士指出,MLF在期限、利率和普惠性方面均难及降准,对于降低资金利率的效用有限,未来降准配合降息的可能性仍很大,而且3月底资金市场将迎来今年首个季末考验,央行降准的可能性会更大一些。

周二,资金面先紧后松,主要回购利率稳中有降。早盘资金面仍呈现紧平衡态势,短期品种供给较少,之后随着到期MLF续作的消息传出,流动性恢复宽松,午盘后隔夜品种多以减点融出。

招商证券股份有限公司3月17日公告,定于3月20日(本周五)在银行间债券市场公开发行公司2015年度第四期短期融资券。

本期证券公司短期融资券发行规模为50亿元,期限88天,到期日为2015年6月19日(遇节假日顺延);采取固定利率招标的发行方式;发行利率通过招标系统招标决定,采用单利按年计息,不计复利;时间安排上,本期短期融资券招标日为3月20日,分销

日、起息日、缴款日和债权登记日均为3月23日,交易流通日为3月24日。

本期短融券无担保。经上海新世纪资信评估投资服务有限公司综合评定,发行人招商证券的主体信用等级为AAA级,本期短融券的债项信用评级为A-1级。截至本期短融券集说明书签署日,招商证券待偿还短融券余额为64.5亿元,短期融资券最高发行余额为84亿元。(王晖)

美元回调 人民币走强 即期汇价创年内最大单日涨幅

在美元指数回落至100点整数关口下方窄幅盘整的背景下,周二(3月17日)人民币兑美元汇率中间价、即期汇价双双走强,其中即期汇价更录得2015年以来最大单日涨幅。

据中国外汇交易中心公布,3月17日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.1585,较周一的6.1615上调30基点。当日即期交易市场上,人民币兑美元即期汇价跳空高开37基点于6.2587,随即升至6.2550附近展开震荡,午后2:30左右再次掀一波升势,最终收报6.2499,较周一收盘价大涨

125基点或0.20%。至此,人民币即期汇价一举创下2月17日以来的收盘新高,同时刷新了今年以来的最大单日涨幅。而随着人民币即期汇价显著上扬,其与中间价之间的价差也较前期明显收窄。

市场人士表示,当前货币政策、经济走势等基本因素没有新的利多消息,但昨日大型机构结汇力量倾泻而出,人民币贬值预期受到明显打压,考虑到中国争取加入特别提款权(SDR)以及人民币国际化进程的推进速度,短期内人民币或继续阶段性走强。(王晖)

国开行五期新债平稳招标 七年期品种利率略高于预期

3月17日,国家开发银行就该行2014年第1至5期金融债进行了最新一次增发招标。五期新债中标结果总体稳定,但七年期品种中标收益率较机构预测均值偏高6个基点左右。

国开行本次招标的五期新债依次为三年、一年、五年、七年和十年期固定息品种,规模分别为60、40、60、50和90亿元。来自中债网和交易员的消息显示,一年、三年、五年、七年和十年期金融债中标收益率分别为3.6454%、3.8227%、3.9035%、4.0530%和3.9282%;一年、三年和五年期品种分别为2.95倍、

2.73倍和2.49倍,其余两品种也均在2倍左右水平。银行间国债开债到期收益率曲线显示,一至十年关键期限债券对应估值依次为3.7550%、3.86%、3.87%、4.02%和3.89%左右。与到期收益率曲线相比,一、三、五、十年期品种基本接近二级市场,而七年期品种略高,且比多家机构给出的3.99%的预测均值高出6个基点左右。

分析人士表示,目前市场人气仍旧偏淡,资金面受逆回购利率下调的利好提振有限,因此昨日国开行各期新债中标收益率基本平稳,未能显示出多方期待的偏暖信号。(王晖)

■交易员札记

逆回购利率下调对债市提振有限

周二,资金面先紧后松,主要回购利率稳中有降。早盘资金面仍呈现紧平衡态势,短期品种供给较少,之后随着到期MLF续作的消息传出,流动性恢复宽松,午盘后隔夜品种多以减点融出。

招商证券20日招标18亿元短融

周二,资金面先紧后松,主要回购利率稳中有降。早盘资金面仍呈现紧平衡态势,短期品种供给较少,之后随着到期MLF续作的消息传出,流动性恢复宽松,午盘后隔夜品种多以减点融出。

招商证券股份有限公司3月17日公告,定于3月20日(本周五)在银行间债券市场公开发行公司2015年度第四期短期融资券。

本期证券公司短期融资券发行规模为50亿元,期限88天,到期日为2015年6月19日(遇节假日顺延);采取固定利率招标的发行方式;发行利率通过招标系统招标决定,采用单利按年计息,不计复利;时间安排上,本期短期融资券招标日为3月20日,分销

日、起息日、缴款日和债权登记日均为3月23日,交易流通日为3月24日。

本期短融券无担保。经上海新世纪资信评估投资服务有限公司综合评定,发行人招商证券的主体信用等级为AAA级,本期短融券的债项信用评级为A-1级。截至本期短融券集说明书签署日,招商证券待偿还短融券余额为64.5亿元,短期融资券最高发行余额为84亿元。(王晖)

大公:调低豫北金铅主体评级至A+

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,将安阳市豫北金铅有限责任公司2015年度信用等级由AA-调整为A+,评级展望调整为负面;维持公司2014年度短期融资券信用等级为A-1。

尚有部分订单,但规模同比出现下降;三、公司铜板带业务停产检修,目前仍未恢复生产。同时受下游订单不足及铜价下跌影响,公司铜板带业务经营面临较大不确定性;四、2014年以来,公司存货周转效率下降及白银预收款周期加长导致营运资金需求增加,对外部融资依赖加剧。2013年以来,公司经营业绩净流入减少,铜板带项目建设和电解铅生产线技术改造使得长期资金需求加大,有息债务负担加重;五、截至2015年3月9日,公司账面货币资金约6.4亿元,尚有部分可开立信用证的未使用授信余额,为电解铅业务的持续经营提供了一定保障。(葛春晖)