

公开市场净回笼无碍资金面向好

投放渠道微调 宽松取向未变

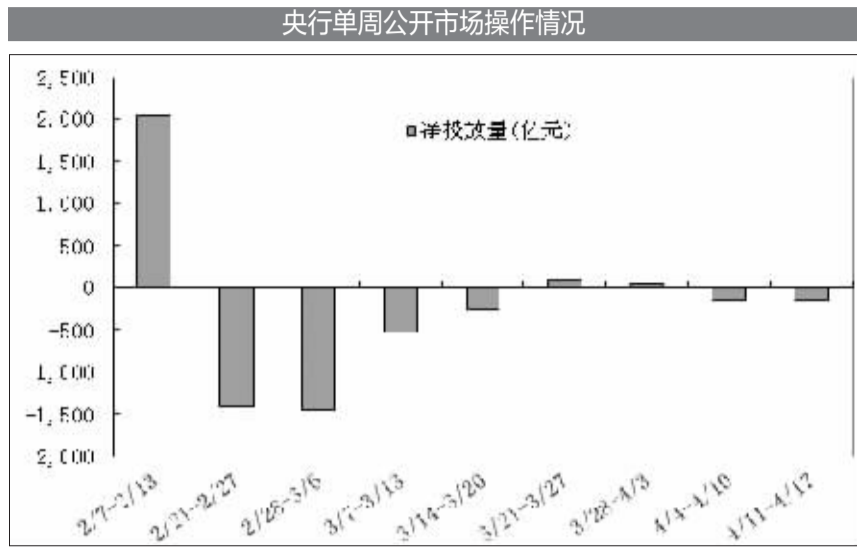
□本报记者 葛春晖

周四,央行在公开市场进行100亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于3.35%。本周公开市场净回笼150亿元,为连续第二周小幅净回笼。与此同时,本周货币市场资金面仍延续3月下旬以来的持续向好态势,银行间7天回购加权利率再创去年11月以来新低。分析人士指出,今年以来基础货币投放渠道微调,市场对于外汇占款和公开市场投放的倚重明显下降,MLF等定向宽松工具作用显著提升,未来在经济下行压力仍大、债务置换任务较重的情况下,定向宽松政策有望继续加码,降息降准的窗口也依然敞开。

公开市场连续两周净回笼 资金利率延续稳中有降

央行公告显示,周四(4月16日)央行在公开市场开展了100亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于3.35%。据WIND统计,本周公开市场共有350亿元逆回购到期,央行周二、周四各进行了100亿元逆回购操作,全周实际净回笼150亿元。这也是央行公开市场操作连续第二周净回笼,上周净回笼规模亦为150亿元。

值得一提的是,本周货币市场恰逢新一轮A股IPO批量发行,周四迎来本轮最后一批5只新股申购,冻结资金规模就此达到峰值水平。但从货币市场资金利率表现看,公开市场净回笼、新股申购二者叠加,并未给3月下旬以来日趋宽松的资金融造成明显冲击,主流资金利率仍延续稳中有降态势。数据显示,当日银行间质押式回购市场上,作为主流交易品种的



隔夜回购加权平均利率微升不到1BP至2.29%;作为标杆品种的7天回购加权平均利率下行1BP至2.98%,创下去年11月以来的最低水平;此外,月末到期的14天品种亦下行了近3BP至3.40%。

市场人士表示,虽然临近下旬,季度例行缴税对资金面存在一定干扰,但周五开始新股申购资金将陆续解冻,并对资金面形成正向支援,因此整体上机构流动性预期仍保持稳定。

定向宽松为主 降准亦可期待 央行逆回购利率仍有下调空间

本周以来,随着3月份和一季度宏观经济金融数据的陆续公布,经济下滑压力的增大令机构纷纷猜测未来管理层将推出更多刺激政策,包括更积极的财政政策和更宽松的货币政策。而就货币政策而言,结合今年以来央行陆续推出的

一系列货币调控措施来看,分析机构多数认为,央行在配合稳增长、调结构的过程中,在流动性投放上更加注重定向工具的使用,而对总量工具的使用仍较为谨慎,未来这一政策路径有望进一步延续和清晰化。

今年以来我国基础货币投放渠道的一个明显变化,就是对外汇占款和公开市场投放的倚重明显下降,MLF等定向宽松工具作用显著提升。数据显示,今年一季度我国金融机构外汇占款累计减少2521亿元,公开市场净投放仅500亿元;与此同时,一季度中期借贷便利(MLF)规模累计增加了3700亿元,其中3200亿元的增量发生于3月份。这在很大程度上解释了3月下旬以来货币市场流动性快速改善的原因。分析机构指出,相对于公开市场操作而言,MLF具有一定的定向性和促进经济结构调整的属性,因此更受

到央行青睐。此外,降准从严格意义上讲并不是基础货币投放渠道,而是通过释放银行可用资金、扩大货币乘数来达到刺激货币供应总量的目的,因其具有类似大水漫灌的特征,当前被视为非常态化工具,只有在外汇资金大规模流出时才作为中性对冲工具来使用。

央行在4月10日公布一季度SLF和MLF操作情况的同时,宣布将从4月份按月公布上月操作信息。南京银行等机构就此表示,央行提高MLF等操作的公告频率,一方面意味着货币政策的透明度进一步提升,有利于稳定市场预期;另一方面,也说明今后MLF等定向宽松方式还将成为货币政策的常态工具,以缓解对银行流动性问题的担忧。

不过,尽管今年以来降准主要作为中性工具使用,但分析机构普遍认为,在未来经济下行压力仍大、债务置换任务较重的情况下,降准窗口也依然敞开。南京银行认为,二季度债券集中到期,政府和企业都面临较大的再融资压力,如果货币政策偏紧,将导致再融资利率上升,不符合降低融资成本的初衷,因此二季度再次降准也值得期待。

申万宏源证券则在其二季度债券策略报告中指出,经济压力和地方债供给压力将倒逼央行宽松,政策调控的路径可能是下调逆回购利率-降息-OE-降准。值得一提的是,截至周四,银行间7天回购加权平均利率仍低于央行同期逆回购操作利率37BP。有鉴于此,市场人士表示,央行在下周二例行操作中再次下调公开市场利率的概率依然较高。

债市慢牛路途坎坷

□蔡年华

年初市场普遍的预想是债市2015年将是一个慢牛的行情,震荡市是主要特征,一季度以来的走势也验证了市场的判断。预计后市这一特征将继续伴随,慢牛路途坎坷在所难免。

慢牛行情的特征主要是利率趋势向下、幅度有限,且下行过程往往伴随反复。2015年支撑慢牛的主要因素主要还是经济基本面的持续疲弱。传统产业不断向下,新的经济增长点尚未崛起,经济结构仍处于蜕变当中,市场预期的不确定性提升。

从目前公布的数据来看,一季度无论是进出口数据、房地产投资增速,还是规模以上工业增加值,都延续了去年一路下行的走势,且明显低于市场预期。但与之相对应的是,M2增速在宽松货币环境下未能得到有效提高,实体经济的活力并未得到有效激发,而作为新经济因素代表的“互联网+”、“一路一带”等都处于萌芽阶段,其中的不确定性也有待市场确认。当前经济处于转型阵痛期,市场的纠结也来自于此,一方面,经济增长旧引擎熄火提振市场做多信心,另一方面,新引擎随时发力也令空头欢欣鼓舞。市场正是在这一过程中不断反复,当10年国开接近4.3%时做多热情提升,接近3.7%时做空占据上风,而收益率曲线暂时的平坦或陡峭也伴随长端利率的波动而改变。

那么,市场波动的直接根源来自于哪里?笔者认为,主要来自于市场预期与央行实际政策的预期差。回顾一季度,1、2月份市场做多热情巨大,信心主要来自经济回落和央行支持下的资

金面宽松,而春节后,市场的一致预期受到挑战,人民币贬值、IPO资金冻结量超预期的同时,央行并未多次降准,资金价格因此居高不下,债券利率与资金成本的倒挂令市场大跌眼镜,也使得收益率反弹一触即发。值得一提的是,期间央行也有过降息降准,且屡次降低公开市场回购利率,但每次政策都成为市场变空

的时机,多头信心反而受到打压。击溃市场多头信心的最后一根稻草,是地方政府债的超量供给冲击。起先,市场预期的地方债规模是4000亿元-5000亿元,而两会期间的官方数据变为1.6万亿,随后又向市场传递或超出1.6万亿的可能性。

天量供给来了,需求在哪里?市场可依赖的银行投资户和理财户受制存款流失、股市繁荣等影响,新增投资规模极为有限。资金成本降不了,需求远远跟不上供给,债市投资者唯一的选择只能是止损,3月底的止损盘在短短的几个工作日将收益率提升了近60bp。

就在市场看空情绪不断升温的情况下,4月份资金利率却出人意料地一路下行,7天利率从4.5%左右的高位降至2.8%,MLF续作规模也有所提高,资金面在瞬间变得即便便宜又宽松,市场做多热情再一次被点燃。

回过头来看,不难发现当前债券投资者的交易心理是脆弱的,而这种脆弱会放大市场的波动。虽然基本面支持慢牛行情,但预期差可能使交易者蒙受损失。因此,相比去年利率高位下行的轻松自如,2015年的慢牛路途将充满坎坷。(作者单位:渤海银行 本文仅代表作者个人观点)

国开行21日增发五期固息金融债

国家开发银行16日发布公告,定于4月21日通过中国人民银行债券发行系统增发2015年第六期、第七期、第八期、第九期、第十期金融债券分别不超过40亿元、60亿元、60亿元、50亿元和90亿元,总量不超过300亿元。

国开行本次增发的上述债券依次为1年期、3年期、5年期、7年期、10年期国债,均为按年付息,票面利率依次为3.97%、4.18%、4.13%、4.25%、4.21%,1年期品种起息日为

2015年4月8日,3年期品种起息日为4月3日,其余三期债券起息日均为4月13日。本次增发的五期债券均采用单一价格(荷兰式)的招标方式,缴款日均为4月23日,除1年期增发品种上市日为4月27日外,其余品种上市日均为4月29日,增发债券上市日同对应的原债券合并交易。以上各期债券均不设立基本承销额;承销费按认购债券面值计算,1年期品种无,3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%。(葛春晖)

新世纪调升华北制药主体评级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司16日发布公告,决定将华北制药股份有限公司的主体信用等级由AA-调整为AA。

新世纪表示,本次信用等级调整主要是基于以下几点考虑:1、华北制药股东背景良好,控股股东冀中能源集团有限责任公司对公司财务支持力度较大,并分别于2012年10月及2014年4月两次参与公司定向增发,合计向公司增资净额40.87亿元,补充了其资本实力,优化了资本结构;2、华北制药预计将于2017年底完成整体搬迁改造,搬迁后的旧址位于石家庄市市区,已纳入收储的土地约960亩。在旧址土地处置后,公司有望获得可观的土地处置收益返

还,并将带来较为充裕的现金流入;3、华北制药是我国最大的抗生素、维生素生产基地之一,规模经济优势明显。近年来,公司在抗生素领域构建了从发酵原料到半成品再到制剂的完整产业链,并逐步向新治疗领域、生物药转变。随着公司产品结构调整,制剂收入占比上升,盈利能力得到改善;4、华北制药是首批国家认定企业技术中心、微生物药物国家工程研究中心、抗体药物研制国家重点实验室。经过多年研发,公司重组人血白蛋白、基因重组狂犬病毒抗体等研发项目已取得阶段性进展,市场前景可期。丰富的药品储备有利于公司持续发展,并进一步改善经营业绩。(葛春晖)

人民币即期汇率升破6.20

周三(4月16日),人民币兑美元即期汇率第三个交易日上涨,收盘突破6.20关口。市场人士表示,中间价上调和高层表态均提升了市场上的人民币信心,预计近期人民币仍将保持稳中偏强、双向波动走势。

据外汇交易中心公布,16日人民币兑美元汇率中间价报6.1305,较15日上调35基点,为连续第二个交易日上调,两日累计升值102基点。隔夜国际外汇市场上,美国经济数据疲软打压美联储加息前景,且褐皮书报告表明美联储官员对经济的乐观程度不如预期,美元指数由此下跌0.31%。3月下旬以来,人民币兑美元汇率中间价总体稳定,主要跟随上一日美元指数相应小幅调整,波动区间大致在6.13-6.15的窄幅范围。

16日即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇率亦高开高走,收报6.1967,较15日上涨85基点或0.14%,为连续第三个交易日上涨。不过,该即期价尚未脱离3月下旬以来6.19-6.22的波动区间。

市场人士表示,中间价调高以及高层关于人民币汇率的表态,均对16日人民币的表现形成有效提振。李克强总理在3月末接受英国《金融时报》专访时表示,中国不能依靠贬值来刺激出口,而是应该练“内功”、调整经济结构。另外,商务部发言人在16日上午的例行新闻发布会上表示,一季度出口仍比较平稳,外贸还未到失速的程度,不必急于采取措施。市场由此认为,中国官方当前不会主动实施人民币贬值策略。

分析人士指出,近期美元走强、内地经济下滑、港股B股行情火爆刺激购汇需求等都令人民币承受一定贬值压力,但考虑到境内外利差扩大、人民币国际化加快、人民币正就加入SDR篮子进行谈判等因素,预计人民币汇率大概率将保持稳中偏强和双向波动的稳健运行格局。(葛春晖)

利差终将收敛 信用债仍有机会

□中信建投证券 黄文涛

2015年一季度,信用债在供需改善和货币政策放松的背景下,走出了一波小牛市行情。展望二季度,经济仍在探底,CPI也在相对低位,未排除通缩风险;经济基本面因素既利好债市,又给货币政策操作留下了充足的空间,债券市场特别是信用债市场仍有表现机会。

二季度信用债供需矛盾风险小。二季度信用债供给随着审批的放松和季节性的因素会有所回升,与此同时,固定收益类产品在大类资产冲击下需求增长有所放缓。但是我们认为供需缺口的增大并不会对市场造成显著的冲击,一是因为供给的增长受制于投资需求的不足,供给增加不会强于季节性;二是由于二季度信用债到期量高达一万亿,即便由于季节性原因债券供给有所回升,整体净融资压力也并不大;三是因为需求的弹性较大,目前随着短期资金利率的降低,套息利差正在稳步回升,能够在存量需求的基础上挖掘潜力。信用债的需求主要取决于理财产品的规模增长。年初,由于大类资产转换的冲击,理财产品在到期后的续作比例较低,理财产品一度被迫提高报价以保持规模增长。目前这一情况有所缓和,理财产品新发规模稳中有升,预计债券需求已经企稳回升。

信用风险冲击有限。一季度,信用债负面事件继续以“点爆”的形式出现,信用事件由民营企业向国有企业

蔓延的趋势明显。但我们认为,2015年在控风险的政策背景下,违约风险暴露也必将延续之前“点爆”的方式,风险事件超预期的概率比较低。需要提醒投资者的是,尽管目前为止公募债券违约后并没有出现本息未兑付的情况,但违约事件发生后,涉及多方利益博弈且索赔流程繁琐,且随着未来注册制的推进,发行人“壳”价值将逐渐降低,未来公募债刚性兑付的魔咒亦将逐渐打破。

估值逐渐显现价值。从信用利差的角度考虑,目前的信用利差短端处于历史上较高的水平,而中长端处于历史上相对偏中性的水平。由于地方政府置换债可能带来供给冲击的影响,一季度末的利率债出现了较大幅度的调整,带动信用利差也有所走阔。我们认为未来供给可能不会对利率债产生更多的冲击,基础利率的风险比较有限。目前的信用利差并不是对信用风险的担忧所致,更多是成本约束下的无奈之举。固定收益类产品由于有打新股和配资产品产生的低风险收益率的竞争,成本普遍处于较高的位置,比如银行理财产品的报价比年初还有所上行,与资产收益率的下行产生了鲜明的对比。未来随着短期资金利率在央行引导下持续下行,套息利差的恢复,整个收益率曲线会回复到比较正常的位置。而负债端收益率的下降,在央行宽松的货币政策实现后有望逐渐成行。

城投债风险降低,金边债券本色依旧。从供需方面看,一方面,发改委提

高企业债发行门槛后,预计全年发改委口径的城投债仅为3000-4000亿元,供给大幅减少。另一方面,城投债需求依然旺盛。万亿地方政府债券消化不确定性导致3月最后一周城投债收益率大幅上行,而当一级市场收益率上行至6.5%以上时,配置盘纷纷出手,说明市场对城投债需求依然旺盛。同时,从企业评级调整的情况来看,截至目前城投类企业依然最为安全。在万亿地方政府债置换计划等一系列政策的呵护下,在地方政府得到长期的低成本资金置换后,非政府性债务的风险也因此而降低。城投债虽有流动性风险,但违约风险依然较低,并且一类债务与二类、三类债务是荣辱与共的关系。不过,在三期叠加的大背景下,东北三省、山西等一些区域的经济下行压力大于全国平均水平,这些区域的城投债短期内可能受到市场的回避。

行业分化将会持续,回避高风险产业债。从主要行业景气度来看,信用事件逐渐从钢铁、有色、化工等中游行业逐渐蔓延到上游采掘行业,2014年三季度采掘业下调评级的企业家数已经由2季度的3家迅速增加到13家,此外,住宿和餐饮等行业景气度持续回落。煤炭、有色和钢铁是信用事件的重灾区,我们对这三个行业未来的盈利仍然持谨慎态度。从评级风险看,中高等级债券的评级调整可能性较小,因此具有较强的配置安全性。民营企业中小企业由于自身的信用风险特征导致其抗风险能力相对较弱,遭遇评级下调的可能性更大。