

■降息通道中的货币债券市场(二)

# 货币市场利率低位运行料成常态

□本报记者 张勤峰

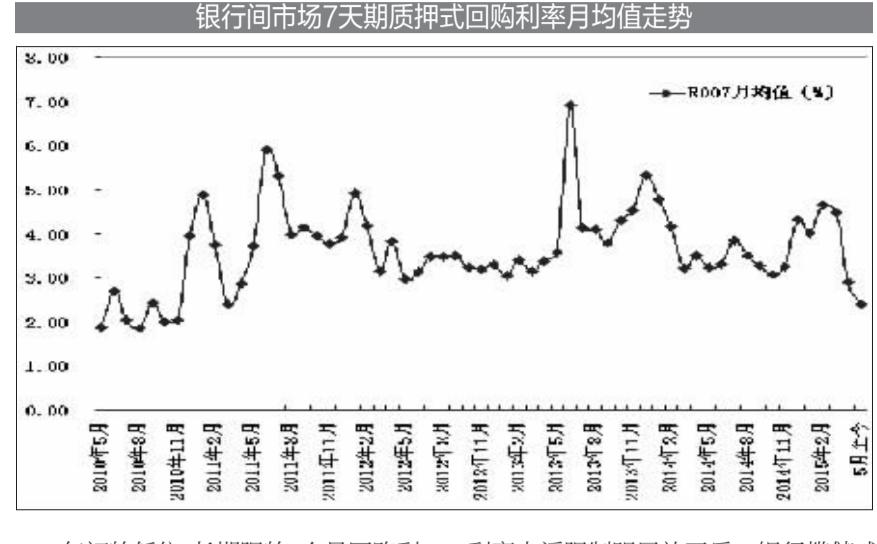
12日，货币市场利率依旧保持一路下行势头，银行间7天回购利率跌破了去年3月份低点，创下近三年新低。在此背景下，央行连续第七次暂停公开市场例行操作。市场人士指出，由于基础货币投放渠道生变，央行主动投放的流动性已成为增量流动性的核心来源和定价关键，当前经济下行压力较大、企业融资成本仍偏高，央行有动力维持货币市场利率在较低水平，未来继续降息、降准等宽松政策仍可期待，货币市场利率保持低位运行态势有望持续。

## 7天回购利率创近三年新低

12日，央行公开市场操作继续暂停，自4月下旬以来已连续七次无操作。市场人士表示，央行连续暂停公开市场操作的直接原因，应是公开市场交易商对央行逆回购的需求减少。自3月中旬以来，货币市场流动性显著改善，机构融资需求在资金市场上即能够得到满足，对央行逆回购的需求自然大减。

数据显示，12日银行间质押式回购市场上，7天期回购利率加权值收报2.18%，已跌破去年3月份低点(2.23%)，创下2012年6月以来的最低水平，较央行最近一次开展的7天期逆回购操作利率(3.35%)已低出117BP。

不仅是7天回购利率，近期各期限回购利率纷纷创出多年新低，表明当前货币市场流动性处于非常宽裕的状态。例如，最新隔夜回购利率跌至1.27%，接近



2010年初的低位；长期限的3个月回购利率最新为3.14%，创下了最近四年多的最低值。

近几年来，伴随国内利率市场化进程提速，商业银行负债成本呈现居高难下态势。在这一金融背景下，货币市场利率跌回数年前低位，更加反映出当前流动性的宽裕程度，但同时也引起了市场对偏低货币市场利率能否持续的关注。有机构认为，银行负债成本是货币市场资金利率的“软约束”，银行不可能长期低于成本出借资金，因此不应该对低资金利率的持续性过于乐观。作为货币市场最主要的资金供给方，存款是商业银行可用资金的主要来源，因此过去市场利率定价主要盯着银行存款利率。而考虑到国内利率市场化进程，尤其是存款

利率上浮限制明显放开后，银行揽储成本面临上升压力，其对货币市场利率的影响确实不容忽视。

但需注意的是，在外汇占款趋势性减少且储蓄存款持续搬家的背景下，银行可用资金来源正经历变化。中金公司报告指出，当前基础货币投放已从以往依赖外汇占款变为央行主动注入流动性，这些主动性注入的资金都不再是银行存款，甚至有的直接是在银行资产端派生的，因此，市场对利率的定价不能按传统的思路光盯着存款利率。中金公司认为，未来央行主动投放的流动性才是增量流动性的核心来源和定价关键，只要央行有意愿维持较低的货币市场利率，继续提供便宜的资金，则市场利率就可能维持在低位，甚至进一步下行。

## 货币市场利率进入2%时代

央行报告显示，去年11月和今年2月两次降息之后，1年期贷款基准利率共下调65bp，但去年四季度以来，商业银行人民币贷款的加权平均利率仅下行了41BP，实际贷款利率的下行幅度明显小于基准利率的调降幅度。分析人士指出，由于银行负债成本居高不下，银行为了维护息差，并没有太大的动力降低贷款利率，但在经济下行的环境中，企业资本回报下降叠加融资成本下行不明显，导致企业的利润受到严重挤压，因此，从鼓励企业增加投资和生产的角度来看，继续引导企业融资成本下降的必要性依然较强。

从降低企业融资成本的主要方式来看，一是调降存贷款基准利率，直接引导银行贷款利率下降；二是引导货币市场利率下降，以此降低银行资金成本，进而提升银行放贷和购债意愿。当然，由于外汇占款低迷，当前降低货币市场利率主要靠央行主动供给低成本的流动性来实现。

从货币政策手段来看，多家机构均指出，未来央行除了大概率继续降息、降准之外，还可能继续使用MLF等创新型工具，货币政策选择上将呈现出更多样化、灵活性特征。

既然央行有意愿维持较低的货币市场利率，也能够继续提供便宜的资金，则货币市场利率持续在低位运行并非不可持续。海通证券表示，在央行货币政策引导下，货币市场利率或已进入2%时代。

## 转债指数大涨 个券表现分化

# 人民币汇率延续窄幅波动

平稳度过降息首个交易日后，周二(5月12日)人民币汇率继续表现出温和整理的运行格局，中间价与即期汇率波动幅度均十分有限。

据中国外汇交易中心公布，5月12日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1155，较11日的6.1132小幅下调23基点，继续运行在6.12上方。在中间价小幅走软的同时，当日人民币兑美元即期汇率则微幅走升，全天收于6.2092，较11日微涨4基点或0.01%。交易员表示，全天市场交投清淡，缺乏方向性指引。

市场人士指出，央行年初以

## 国开行新债招标显暖意

国家开发银行5月12日对该行2015年第七期至十一期关键期限固息金融债进行了最新一次增发。发行结果显示，除10年期品种外，其余各期限金融债中标收益率均明显低于市场预期。

上周央行降息之后，本周前两个交易日银行间债券市场现券收益率曲线(特别是中长端)整体波动幅度不大，显示降息利好对债市的刺激相对有限。不过，虽然二级市场短暂纠结，但主流机构对于资金价格的持续走低仍有乐观预期，因此近期一级市场利率新债配置需求始终稳定，本次国开行新债发行回暖，短端品种尤其受到追捧也在情理之中。(王辉)

## 个券表现分化

三位。通鼎转债在正股通鼎互联连续第10个交易日涨停的情况下，已是连续第二个交易日涨幅超过15%，11日的涨幅为16.26%。另外，民生转债、东华转债、燕京转债分别下跌0.08%、0.24%、0.36%。

从昨日盘面表现看，虽然个券多数上涨，但也呈现出一定的分化走势，尚未进入赎回期以及进入赎回期后尚未触发强制赎回条款的个券，表现明显好于已经触发赎回的品种。中信证券表示，宏观经济在二季度企稳向上的概率较大，A股市场中期料将宽幅震荡，考虑到转债市场的安全垫逐渐缩减，转债标的数量也将进一步下降，转债个券表现可能将继续出现分化。(王辉)

## 两券商15日招标发行短融券

国元证券、华福证券12日分别发布公告称，各自定于5月15日招标发行一期短期融资券。

上述两期证券公司短融券发行金额分别为16亿元和6亿元，国元证券本期短融的期限为91天，华福证券本期短融的期限为90天。两期短融券均为固定利率，单利按年计息，发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上，两期短融招标日均为5月15日，缴款日、起息日、债权登记日均为5月18日，上市流通日均为5月19日。两期短融均无担保。经

Wind统计，截至5月12日，今年以来证券公司累计发行短融券86只/1442.1亿元，比较接近去年同期的86只/1466.5亿元；但与此同时，今年以来券商累计发行各类公司债券达到115只/3530.1亿元，较去年同期的15只/323.5亿元出现爆发式增长。(葛春晖)

## 新世纪调升海通恒信租赁主体评级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布跟踪评级报告称，决定将海通恒信国际租赁有限公司主体信用等级由AA调整至AA+，评级展望为稳定；同时调升公司2014年度第一期中期票据信用等级至AA+。

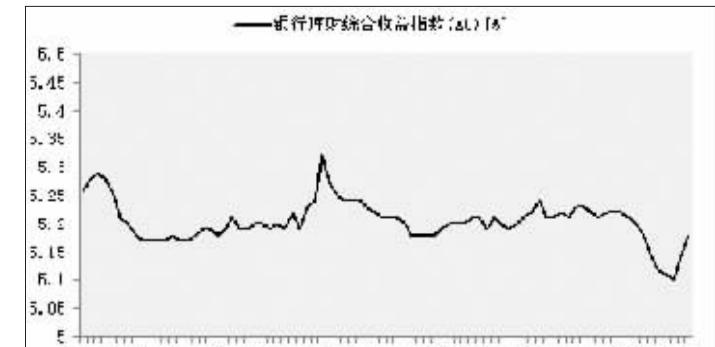
新世纪表示，海通恒信租赁主营融资租赁和租赁交易咨询业务，在租赁行业部分领域有一定市场占有率及较高的排名。

近几年，受益于中小企业旺盛的融资需求及公司资本实力的不断增强，公司融资租赁业务规模增长较快。公司业务以政教、医疗工业设备和印刷包装领域为主，截至2014年末，上述四个领

域应收融资租赁款占比约85%。2014年，海通证券成为公司实际控制人，海通证券拥有较为丰富的高端客户资源，且能在银行授信方面给予公司较大支持，公司融资成本不断降低。结合公司对当前宏观经济形势的判断，2014年公司融资租赁新做业务逐步向政教、医疗以及大型企业倾斜，客户质量有所提高。

新世纪表示仍将持续关注：宏观经济增速放缓给海通恒信租赁业务增速、资产质量、资产质量与盈利能力等方面带来的挑战；公司业务的快速扩张给人员梯队建设带来的压力；公司融资渠道的拓宽以及融资成本的降低。(葛春晖)

## 金牛银行理财综合收益指数走势



注：2015年5月12日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.13%，较修正后的上期数据上涨1BP。  
数据来源：金牛理财网

□海通证券 姜超 顾潇啸

随着全球市场化程度加深，多国已进行了利率市场化改革，放松或完全放开对利率的管制。中国并没有置身事外，年内放开存款利率上限是大概率事件，利率市场化将完成最后一跃，货币政策传导机制将重塑，高收益资产将受追捧，金融资产大时代仍将延续。

## 实现利率市场化的最后一跃

利率市场化指的是政府放开对利率的管制，让自由浮动的利率引导金融资源配置的改革。当前我国金融机构贷款利率管制已全面放开，贷款利率市场化完成。存款利率浮动上限分别在去年11月和今年3月、5月先后扩展至基准利率的1.2倍、1.3倍和1.5倍。我们推断，接下来存款利率调整有可能在年内完全打开浮动区间，完成利率市场化最后一跃。

利率市场化完成后，一个很大的好处在于我国货币政策传导机制将重塑，回购利率或成为市场基准利率，利率工具成为主要传导渠道，有助于解决当前降息传导不畅的问题。

央行在1季度货币政策执行报告中提

# 利率市场化接近尾声

出“调节好流动性水平，保持货币市场稳定”，这意味着泰勒规则回归。根据我们的测算，与7%GDP和1.5% CPI相匹配的R007区间为1.75%-2.5%，货币利率有望正式进入2%时代(最大保证就是央行明

确的货币宽松态度)。

## 存款利率上浮压力有限

利率市场化过程中，市场比较担心存款利率的上限放开后，利率大幅上升对银行和资本市场造成冲击。但我们认为，存款利率的上浮压力应有限。

从负债端看，存款利率上限放开后，其主要的比价对象为货币基金与银行理财产品，存款利率的上浮程度与货币基金和理财产品收益率正向相关。

2015年1季度由于回购利率高位，导致银行同业存单收益率较高，从而推高了货币基金和理财产品收益率。但2015年4月以来，货币利率在央行政策引导下显著回落至2.3%，短端利率(债券短端、同业存单利率等)也出现明显下降，目前余额宝年化收益率从4.5%降至4%左右，未来货币基金降至3%-4%之间可期。

理财收益率的下降相对缓慢，主要源于银行理财资金可通过购买高收益债、配资入股等方式维持较高的资产收益率。但

理财配置非标有35%的上限，同时理财资产池相当一部分配置同业存款，因此未来理财收益率也会逐渐下降。故而在当前环境下存款利率放开后，即便向货币基金和理财产品收益率靠近，上浮压力也明显下降。

从资产端看，银行仍以贷款和利率债为主要配置资产，目前10年期利率债收益率和3个月AAA+短融收益率均在4%以下，而贷款利率在2014年11月和2015年3月两次降息(进一步降息可能仍高)的带动下降低了22bp。这意味着未来银行资产端收益率必然下降，从资产端减少存款利率的上浮空间。

因此，从银行资产端和负债端两方面来看，存款利率的上浮压力相对有限。特别是未来回购利率预计持续低位、央行可能通过进一步降息降准等措施继续压低利率中枢，那么上限放开后，存款利率甚至可能会维持在原有水平。

## 股债双牛仍可期待

存款利率放开对资本市场的影响大致可分为两个阶段：存款利率上浮阶段和存款利率下行阶段。在存款利率逐渐放开的过程中，银行仍会因竞争压力而进入存款利率上浮阶段(我国目前处于这一阶

段)，该时期内为了保持利差，银行必然追求高收益资产。当资产端的高收益资产被“扫完”，资产端收益率逐步下降，进而倒逼存款利率进入存款利率下行阶段。存款利率下行阶段到尾声时，利率回归与经济基本面相匹配的水平，利率市场化逐步完成。

短期来看，当前我国处在存款利率上浮的第一阶段尾声，后续即使放开存款利率上限，上浮压力也相对有限，但是银行出于经营压力仍会追求高收益资产。

无论是对接股票的类固收资产，还是相对有价值洼地的高收益债券都获得市场追捧。

前期R007的下降已经带动短融收益率大幅下行，随着回购利率步入2%时代，预计3-5年期利率债品种收益率也将逐步下行，我们下调3年期国债收益率区间至3.3%-3.7%。

长期来看，我国正处于人口红利结束、地产面临拐点的时代，利率中枢长期下降是必然趋势，而利率市场化只是短期干扰。未来利率市场化完成后，银行存款利率必然会下降，居民财富配置因逐利而继续转向金融资产，股票和债券的投资价值愈加体现。因此，未来居民财富配置将是金融资产为王时代，而股债双牛仍可期待。

■交易员札记

# 绝对收益率受重视 流动性利差开始收窄

□鄞州银行 段苏

5月12日，流动性愈发宽松，资金成本继续下行，债券走势整体向好，但由于投资者的择券重点有所变化，导致不同品种间的走势有所分化。从市场交易热点来看，投资者不再过度追逐流动性高的个券，而是转为关注绝对收益率、流动性利差出现收窄的迹象。

资金成本再下一城，隔夜和7天回购

利率分别向1%和2%逼近。降息给本就处于低点的资金成本带来利好，各期限质押式回购利率不断创新低，除3个月回购利率仍在3%以上以外，其余期限均已降至3%以下。

短端利率继续下行，长端品种中的高收益个券受追捧。在资金成本创新低的背景下，短端由于利差空间可观、利率风险可控，持续吸引买盘。剩余期限0.9年的150206的收益率成交在2.88%，一举跌破

3%，而一级市场招标的1年期国开债，中标利率更是低至2.72%，剩余期限1年左右的央票出现了久违的买盘。在中长端品种中，国债受地方债供给压力的影响，表现略逊一筹，其中10年期150005上行4BP成交在3.41%。金融债交投活跃，国开非活跃券10年期150205的利率小幅下降2BP至4.12%，非活跃券窄幅波动在3.83%-3.84%，农发和进出口的价值开始受认可，成交升温。

在资金面持续宽松的情况下，债券仍具有配置价值，建议积极寻找高性价比的品种，获取息差收入。