

■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7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

■观点链接

中信建投证券：
放松难言结束 降息还有空间

由于在经济下行期，私人部门投资意愿低迷，稳增长必须靠政府，而政府受困于43号文和62号文，自身的融资、招商引资困难，加之存量债务的借新还旧也要消耗不少精力，经济要稳住必须要有政策的配合。考虑到政策和经济的时滞性，经济的下行至少要到三季度才会结束。另一方面，由于地方债的发行是为了置换高债务成本，所以地方债的收益率不能定的太高，而地方债的发行将集中在三、四季度，无论地方债最终是以什么样的形式吸纳，为了对冲掉供给集中的压力以及经济可能的触底对债市的压力，央行都将保持低利率和宽松流动性的水平。降息还有空间。

东北证券：
把握低利率环境 债券适度加杠杆

目前银行间市场流动性比较宽松，甚至可以说过溢。4月份7天回购利率均值为2.908%，估计5月份在2.5-2.7%之间。低利率环境使得加杠杆套息回购养券成为目前的主要债市盈利模式。若目前的宽松是经济下行压力导致的衰退式宽松，则银行资产扩张速度就会减缓，货币市场回购利率下降将会导致银行负债成本下降，但这个过程可能比较曲折，长期看有利于打开长期端收益率下行空间，吸纳配置盘资金进入债市。估计资金面的宽松会持续到二季度末。5月份对债券市场走势持谨慎乐观态度，挖掘个券，持有待涨是其策略。把握低利率市场环境的低融资成本，适度加杠杆，特别是高评级信用债。

民族证券：
资金价格有望长期维持低位

从长周期看，我国货币政策的调控目标正在由数量型（M2）转向价格型（R007等货币市场价格），这一转换过程，直接决定了新型货币政策工具的使用将持续加强。MLF的使用更加频繁、更加透明，极大降低了货币市场的利率波动水平，货币市场资金价格有望在政策护航下长期维持低位。新常态下，经济发展方式转变，需求的回暖需依靠结构调整，货币政策的辅助性体现在维持流动性宽松，而非非大水漫灌以刺激投资回暖。对债券市场而言，虽然没有量化宽松，但央行长期维持流动性宽裕，同时结构性调整短期仍难见效，将推升短期资金流入债券市场，对债市将是持续性利好。

瑞银证券：
货币政策宽松基调会继续维持

在经济下行压力没有缓解的情况下，预计未来货币政策的宽松基调会继续维持，央行有必要继续降息来刺激实体经济的贷款需求，也有必要通过一定的数量化手段向银行体系提供低成本资金来鼓励放贷和顺利完成地方政府债务置换。瑞银预计5月10日降息后，年内还会继续降息和降准，同时会通过政策性银行加大对重点基建项目的支持。5月份流动性环境有望保持平稳，央行维持资金价格在较低水平的意图不会改变，但回购利率要继续下降还需要进一步的数量宽松政策出台，而后续政策继续出台的时点可能依赖于经济基本面的情况。需关注数量宽松措施一段时间内慢于预期落地而出现调整的风险。

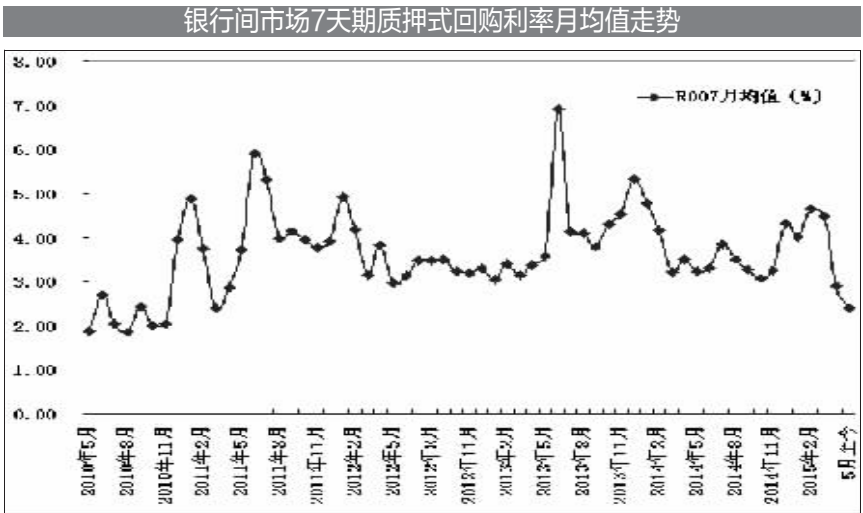
■交易员札记

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



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，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。

从长周期看，我国货币政策的调控目标正在由数量型（M2）转向价格型（R007等货币市场价格），这一转换过程，直接决定了新型货币政策工具的使用将持续加强。MLF的使用更加频繁、更加透明，极大降低了货币市场的利率波动水平，货币市场资金价格有望在政策护航下长期维持低位。新常态下，经济发展方式转变，需求的回暖需依靠结构调整，货币政策的辅助性体现在维持流动性宽松，而非非大水漫灌以刺激投资回暖。对债券市场而言，虽然没有量化宽松，但央行长期维持流动性宽裕，同时结构性调整短期仍难见效，将推升短期资金流入债券市场，对债市将是持续性利好。

从资产端来看，银行仍以贷款和利率债作为主要配置资产，目前10年期利率债收益率和3个月AA+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均相对有限。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。当前无论是对接股票类固收资产，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年期国开债收益率区间至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行，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，未来居民财富配置仍将是金融资产为王时代，而股债双牛仍可期待。

信用债成交集中在中短端。1年期AAA券种15首钢CP001成交在4.01%，下行9BP；1年期AA+券种15蒙东CP001成交在4.10%。中票，5年期超AAA券种15铁道MTN001成交在4.22%，下行8BP，AAA券种15五矿股MTN001成交在4.48%。

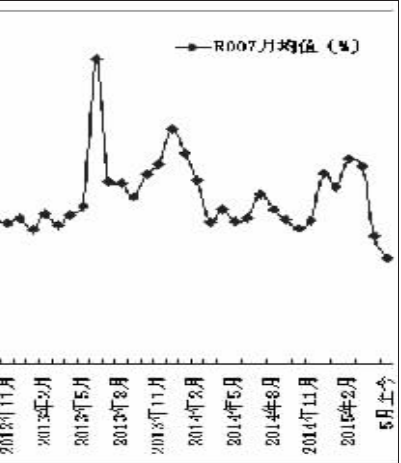
在资金面持续宽松的情况下，债券仍具有配置价值，建议积极寻找高性价比的品种，获取息差收入。

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

数据来源：金牛理财网

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行1BP。

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明显的多样化、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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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，中间价与即期汇价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价则微幅走升，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定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。

中债网信息显示，本次国开行增发的1年、3年、5年、7年、10年期固定金融债的中标收益率依次为2.7193%、3.4118%、3.6408%、3.9582%和3.8406%。此前，第一创业证券等多家机构为各期债券给出的中标收益率预测均值分别在2.97%、3.52%、3.68%、4.06%和3.80%左右。相较于机构预测，除10年期品种收益率偏高约4个基点外，其余期限品种均明显低于市场预期。

上周末央行降息之后，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偏暖，短端品种尤其受到追捧也在情理之中。（王辉）

转债指数大涨 个券表现分化

继前一交易日大涨之后，沪深股市5月12日继续保持上扬，在此背景下，交易所转债市场也整体走强，但个券走势出现一定分化。12日，中证转债指数早盘小幅高开后即展开上攻，全天基本保持震荡上扬的运行格局。截至收盘，中证转债指数报473.08点，较上一交易日上涨13.46点或2.93%。这也是该指数连续第二个交易日录得3%左右的大幅上涨。当日转债市场合计成交44.6亿元，略高于上一交易日的42.7亿元。

个券表现方面，两市可交易的13只转债中有10只上涨，仅3只下跌。其中，通鼎转债、电气转债和歌尔转债分别以18.99%、11.29%和3.67%的涨幅列两市前三位。通鼎转债在正股通鼎互联连续第10个交易日涨停的背景下，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概率较大，A股市场中中期料将宽幅震荡，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

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，在租赁行业部分细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）