

公开市场延续资金净投放

央行料保持操作的连续性

□本报记者 张勤峰

在资金面比较宽松的情况下，周二央行加量开展7天逆回购操作，保持了公开市场的资金净投放格局。综合国库现金定存投放，本周资金投放量有望超过上一周。市场人士指出，央行保持适量的短期流动性投放力度，既有助于防范月末扰动，更侧重稳定市场流动性预期，呼应证券市场维稳行动。未来一段时间，央行可能保持公开市场操作的连续性。

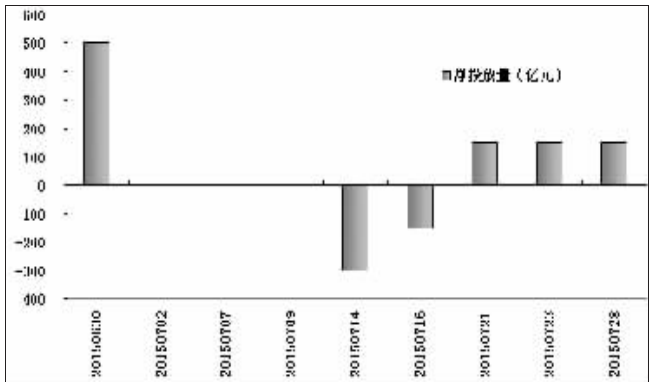
单日净投放150亿元

央行周二（7月28日）上午开展了公开市场逆回购操作，期限7天，交易量500亿元，较上周单次的350亿元有所增多，因当日有350亿元逆回购到期，因此实现净投放150亿元，单次净投放规模与上周持平。利率方面，本期逆回购中标利率为2.5%，自6月底以来一直保持稳定。

按目前操作力度，本周央行公开市场保持净投放的概率较大，且净投放规模可能接近上周。上周，央行共开展700亿元逆回购操作，当周公开市场实现净投放300亿元。不过，因有500亿元国库现金定存到期，上周央行实际上净回笼了部分流动性。而据公告披露，本周四财政部、央行将开展新一期500亿元国库现金定存招标，加上央行公开市场投放，本周资金投放规模大概率将超过上周。

在临近月末的时点上，央行保持适量的短期流动性投放力度，有助于防范货币市场波动。同时，随着美联储升息脚步临近，近期一些新兴经济体重新出现资金外

近期央行公开市场单次操作资金净投放情况



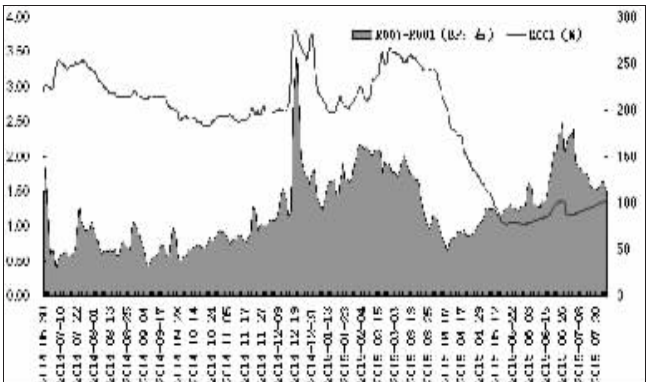
流的迹象。近期，央行和外汇局陆续公布了二季度的外汇储备变化情况，以及6月份的外汇占款情况。从数据来看，外汇储备上半年单月环比继续减少；6月份外汇占款环比跌幅再度扩大，虽然当月有规模庞大的经常项目顺差，但是剔除贸易顺差和FDI之后的“热钱”流出规模进一步扩大。为弥补外汇流出造成的基础货币供给缺口，央行也有必要维持适量的流动性供应，公开市场操作是其中一种渠道。

除上述两因素，市场人士认为，央行继续开展公开市场净投放，还意在稳定市场流动性预期，呼应证券市场维稳。近几日，A股市场波动重新加大，一度再现个股大面积跌停，显示市场心态不稳，有必要保持宽松的资金环境，防范风险的蔓延。

公开市场操作将持续

分析人士指出，综合中国经济增长

银行间隔夜回购利率及其与7天利率的利差走势



中枢下移、人民币汇率接近均衡水平、现阶段中美货币政策存在周期性差异等因素考虑，人民币外汇占款减少具有趋势性，未来基础货币供给仍要靠央行主动投放。与此同时，当前经济复苏势头不稳，仍需发挥宏观政策的托底作用，加上配合存量地方债务置换和防范金融风险的现实需求，未来宽松货币取向不会发生根本改变，央行适时适度进行货币政策的预调微调仍是主旋律，且放松将是主要的政策操作方向。有鉴于此，未来央行可能继续保持公开市场滚动操作。

值得注意的是，在央行前期投放了大量流动性，且银行体系流动性保持充裕的局面下，近期央行流动性投放出现一些微妙变化。在最近一次操作中，央行实施了定向降准而非全面降准，对PSL的倚重也显示出定向或结构化调控的倾斜。中投证券最新报告指出，在基础货币的投放上，央行提升了PSL的投放规模，却回收了

MLF的流动性，通过对政策性银行信贷投放进行结构性支持，以换取宽信用和稳增长的结构性的空间，在掌握了结构性调控贷款的技能之后，央行可能不会着力于大水漫灌式的在货币市场投放流动性。

不可否认，有了PSL等结构化工具，依靠公开市场操作等进行流动性投放的必要性下降，近段时间公开市场操作也显得有些“小心翼翼”，但有市场人士指出，央行公开市场可以滚动操作，有助于持续引导市场预期，且公开市场利率可以发挥利率指引的作用，更重要的是，在防范短期流动性波动上，公开市场操作有先天的优势——期限短且操作可逆，不会显著改变资金总量。下半年流动性季节性扰动因素较多，正好可以发挥央行公开市场操作的作用。

总的来看，未来央行可能保持公开市场操作常态化，净投放或净回笼可能随短期流动性波动而交替出现。

相对低估刺激需求 隔夜利率逆势上涨 隔夜利率上行空间或有限

□本报记者 张勤峰

在跨季后，流动性回暖、资金利率整体下行的背景下，隔夜利率连续温和上扬的走势格外显眼。分析人士指出，在流动性供给比较充足的情况下，近期隔夜资金利率上涨主要是需求增多的结果。当前资金利率低位运行的格局，助涨了债券套息交易，而利率相对“低估”将融资需求大量导向隔夜品种，加剧了隔夜资金供求关系的收紧，最终推高资金价格。考虑到隔夜利率与其他期限利率的利差渐趋修复，且货币偏松取向锚定货币利率低位运行格局，未来隔夜利率上行空间或有限。

隔夜利率普遍上涨

6月底7月初以来，随着央行降息降准及半年末效应消退，货币市场资金面重回偏宽松格局，资金价格水平整体回落。银行间市场上，具有代表性的7天回购利率从3%以上下行至2.5%附近，但值得注意的是，隔夜资金利率并未同步走低，反而在6月底的利率水平上有所上涨，并创下最近两个多月的新高。28日，银行间质押式回购市场上，资

金面整体较为宽松，回购利率多数继续走低。具体看，7天回购利率加权值下微跌0.5bp至2.52%，中等期限的14天和21天回购利率分别跌5bp、3bp，期限较长的3个月回购利率略涨至3.18%。当日隔夜回购利率加权值收报1.39%，较前一日涨5bp，自7月3日以来已连续第18个交易日走高。截至目前，银行间隔夜回购利率已超过了6月下旬的阶段高点（1.35%），创下5月中旬以来的两个半月最高值。反观7天回购，最新利率水平较6月下旬高点（3.20%）回落近70bp。

隔夜利率逆势上涨的情况并不只是在回购市场上出现。Shibor利率方面，自7月6日以来，Shibor隔夜利率也持续缓步走高，从月初1.16%一线涨至最新的1.39%，超过了6月份高点；同期，指标Shibor3个月利率则从3.2%小降至最新的3.16%。银行间拆借市场上，隔夜利率已从月初1.18%涨至1.42%，7天利率则从2.98%降至2.57%。

显然，隔夜利率的持续上涨已成为近期银行间货币市场的普遍现象，且与其他主流期限的货币市场利率走势形成明显的背离。

旺盛需求填平利率“洼地”

直观地看，资金价格是由供需双方力量共同决定的，在流动性供给仍比较充足的情况下，近期隔夜资金利率上涨应该主要是需求增多的结果。

从回购市场成交数据上看，近段时间货币市场融资活动持续活跃。以回购市场日均成交额衡量，5、6月份日均分别成交1.73万亿元、1.85万亿元，而7月至今日均成交1.87万亿元，再往前看，今年1至4日均成交额约有1.13万亿元，成交额稳步增长，反映出市场融资需求在不断上升。

进一步统计显示，隔夜回购成交额在市场总成交额中占比稳中有升，4、5、6月份，隔夜回购成交额占总成交额比重分别为0.85%、0.89%、0.84%，7月份至今比重则为0.895%。这意味着，在市场融资需求稳步增多的同时，期限上进一步向隔夜品种倾斜，使得隔夜资金需求相对增加得更明显。这与市场感受是吻合的，据资金交易员反映，7月以来隔夜资金需求持续旺盛，是推高利率水平的主要原因。

分析人士认为，近期货币市场资金需求上升，可能缘于银行间债券市场加

杠杆行为。自今年4月份以来，货币市场利率大幅走低，并于5月中下旬纷纷降至数年低位。低位运行的资金利率及稳定的流动性预期，极大地刺激了债券市场的套息交易，现券被反复用于质押融资以提升杠杆、扩大盈利，在这一过程中，融资活动趋于活跃。而与此同时，从期限结构上看，当前隔夜利率存在某种程度的“低估”，需求自然会向隔夜资金集中。

以质押式回购为例，7天与隔夜回购利率的利差的历史均值约为50bp，但自4月下旬以来，两者利差一直高于这一水平，5月份约为90bp，6月份平均为129bp，并一度高达185bp。如果说过高的利差是不可持续的，那么在7天利率运行相对平稳的情况下，大概率是以隔夜利率的回升来完成利差的修复。7月以来，两者利差开始收窄，目前已降至113bp，仍高于历史均值，但已接近最近一年的均值水平（95bp）。

往上看，分析人士认为，货币偏松取向锚定货币利率低位运行格局，未来7天回购利率运行区间大概率在2.5%上下，按过去一年平均利率衡量，隔夜利率运行区间大致在1.5%一线，未来进一步上涨的空间或已有限。

投资信用债勿忘安全边际

□鄞州银行 段苏

自6月中旬以来，随着股市资金大量回流债市，债券需求大量释放，带动信用债的收益率一路走低，信用利差不断压缩。在当前缺少高收益资产的情况下，信用债无疑是较好的替代品种，但在绝对收益率已然处于历史低位的情况下，未来行情能够持续多久，值得关注。

信用债需求爆发，而供给暂难跟上，推动收益率大幅下行。6月中旬后，在股市回调、IPO暂停后，大量资金涌入债市。而由于各类主体的融资需求依然疲软，尤其是券商金融债大降后，供给一时难以放量，短期供不应求的矛盾较为突出。与6月中旬相比，短融的收益率降幅普遍在50-60BP，超AAA短融的收益率已经在3%以下，3年和5年中票的收益率降幅普遍在

20-30BP，AAA级、资质较好的3年期公司债，收益率也仅在3.7%左右。最近两周，补涨行情在低评级债中蔓延，交易所低评级公司债的绝对收益率为投资者所看重，此前乏人问津的问题券，也吸引不少买盘。

由于利率债的行情相对偏弱，信用债的信用利差不断被压缩。AA+及以上品种的信用利差已经全线低于历史20%分位数，其中，超AAA短融、中票的信用利差在20-30BP，AAA级短融、中票的信用利差在30-50BP；AA+短融、中票的信用利差在80-100BP；AA短融、中票的信用利差大致在130-150BP，位于40%分位数，个券分化较大。

此外，由于理财产品的收益率相对刚性，大部分信用债的绝对收益率与理财收益率发生倒挂。在IPO暂停后，理财产品收益率开始下行，但由于理财产品的收益率

明显刚性，收益率下行幅度不及债券。目前，理财产品的收益率大致在4.95%左右，但是现在很多债券的收益率已在5%以下，仅有非公开公司债、部分低评级或民企债的收益率在5%以上。

往后看，短期内，由于难以找到合适的高收益资产进行配置，信用债的供需状况仍然良好，但也不宜过度乐观。

首先，在理财收益率与资产可能倒挂的压力下，绝对收益率已经明显偏低的品种，或不再具有大的吸引力。不可否认，理财资金存在较大的配置压力，但是理财对于收益率的要求也较高，如果持续倒挂，也很难加大对债券的投入。如超AAA和AAA的短融和3年期中票，收益率与理财产品的收益率已经相去甚远，与国开债的信用利差仅20BP，进一步下行的空间已经十分有限。其次，交易所市场杠杆操作的空间尚

有顶，下无限”的判断。策略上，维持短端信用加杠杆+长端利率择机进攻的策略。

国泰君安证券：信用利差将维持低位

资金利率低位，财富效应弱化；风险偏好下降，市场资金回流，短期市场环境向好，都对信用利差维持低位构成支撑，不过最受益的仍然将是中高级品种，而低评级品种受实质信用基本面弱化以及风险偏好下降，虽然利差不一定会系统性大幅拉大，但波动和分化可能会加剧。后续信用债的价差收益来自利率债的上涨以及信用利差低位，资产重配置的趋势下，利率债的一波“补涨”行情应该是大概率

国开行新债获热捧

国家开发银行28日对2015年第12期3年期、第13期5年期、第16期7年期和第10期10年期固定利率金融债进行了新一次增发。发行结果显示，以上四期国开债中标收益率全线低于市场预期，认购倍数均超过4倍，机构投标热情较高。

据市场人士透露，国开行此次招标的3年、5年、7年、10年期金融债中标收益率分别为3.2673%、3.5269%、3.8951%、3.8717%，中标倍数分别为5.4

倍、4.2倍、4.70倍、4.82倍。据中国债国开债到期收益率曲线显示，目前3年、5年、7年、10年期最新收益率分别为3.35%、3.66%、3.99%和3.96%左右，实际中标收益率普遍较二级市场低10基点左右。

市场人士表示，近期股市再度走弱，债市避险效应提升，资金大量涌入债市，带来增量需求。此外，银行间流动性延续宽松，央行维持资金净投放，也提振了债市看多情绪。（王辉）

人民币紧盯美元 汇价几无波动

28日，人民币兑美元汇率延续平稳走势，当日人民币兑美元汇率中间价小涨，即期汇价几无波动。

28日境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设在6.1154元，较前一日上调22基点，总体仍延续了自6月3日以来在6.11至6.12的狭窄区间内小幅震荡的走势。即期汇价方面，昨日人民币兑美元即期汇率收报6.2094元，较前一日仅上涨1基点，全天波动未超过6个基点，总

■交易员札记

信用利差过窄 利率债补涨

□安信证券 程昊

28日，早盘伴随着股市继续下挫，以及一级市场金融债需求超预期，债券市场收益率加速下行，午后随着股市逐渐企稳，债市收益率回归小幅震荡格局，至收盘长期利率债下行4bp。

昨日资金面整体呈现较为宽松的态势，银行间7天质押式回购利率持稳在2.52%。早盘国开行固定增发债券中标收益率明显走低，超预期的需求刺激交易情绪，长端10年期国开债收益率日间最低下探至3.915%，随后转向区间小幅震荡。截至昨日收盘，1年期国债利率最后成交在2.25%，5年国债在3.15%，7年国债在3.39%，10年国债在3.44%；1年期国开债最后成交在2.76%，5年国开债在3.56%，

重庆市将招标416亿地方债

重庆市财政局28日发布公告称，定于8月4日招标发行2015年第二批重庆市政府一般债券391.29亿元及2015年第一批重庆市政府专项债券25亿元。

具体条款方面，重庆第二批一般为记账式固定利率附息债，分为五至八期发行，期限分别为3年、5年、7年和10年，计划发行规模分别为62.29亿元、116亿元、116亿元和97亿元。3年、5年和7年期品种利息按年支付，10年期品种利息按半年支付。

重庆第一批地方专项债为记账式固定利率附息债，分为一期、二期发行，期限分别为5年和10年，计划发行规模分别为13亿元和12亿元。5年期品种利息按年支付，10年期品种利息按半年的两批地方债，均采用单一价格荷兰式招标方式，投标标位区间为招标日前1至5个工作日相同待偿期的国债到期收益率算术平均值与按平均值上浮15%之间。（王辉）

联合资信调升成都地铁评级

联合资信日前发布了成都地铁有限责任公司跟踪评级报告。

联合资信指出，跟踪期内，成都市区域经济快速发展，财政实力稳步增强，公司持续获得成都市政府在项目资本金、运营补贴、贷款还本付息、地铁沿线资源开发等方面的支持；同期，公司资产和权益规模快速增长，受益于地铁运营规模的增加地铁运营收入不断增长。

联合资信认为，2015年以来，基础设施建设行业融资环境有所改善，债务偿还的周转能力有所增强，流动性风险降低；成

都市较强的财政实力有助于支撑公司整体信用水平，成都市政府对公司支持明确且可持续性较强，设立了成都市地铁建设发展专项基金，对地铁项目的建设投入和还本付息提供了良好的保障；随着地铁线路的建设完工和路网效应的不断增强，公司未来营业收入和盈利能力有望得到改善。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA+调整为AAA，评级展望为稳定，将“14蓉城地铁MTN001”及“15蓉城地铁MTN001”的信用等级由AA+调整为AAA。（张勤峰）

大公调升兰石集团评级

大公日前发布了兰州兰石集团有限公司跟踪评级报告。

大公指出，兰石集团主要从事机械装备制造、房地产开发及贸易等业务。公司在国内板式压力容器及快速锻造液压机组生产方面仍处于行业领先地位。公司炼化设备市场占有率较高，下游客户稳定。公司仍是我国西北地区最大的锻造和热处理生产基地之一，生产规模较大。2014年公司新增房地产及贸易业务板块，营业收入及毛利润同比大幅增长。由于“出城入园”项目建设为公司带来巨大的资

本支出压力，公司总负债增长较快，资产负债率快速上升，存在较大的债务偿还压力。此外公司期间费用占营业收入比重仍然较高，对盈利能力产生不利影响；公司现金流获取能力始终较弱，2014年以来，公司经营性现金流持续大幅净流出，不利于对债务和利息的保障。预计1~2年，随着房地产业务规模不断扩大，公司生产经营规模将保持稳定增长。

综合分析，大公将公司主体信用等级由A+调整为AA-，评级展望维持稳定。（张勤峰）