

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

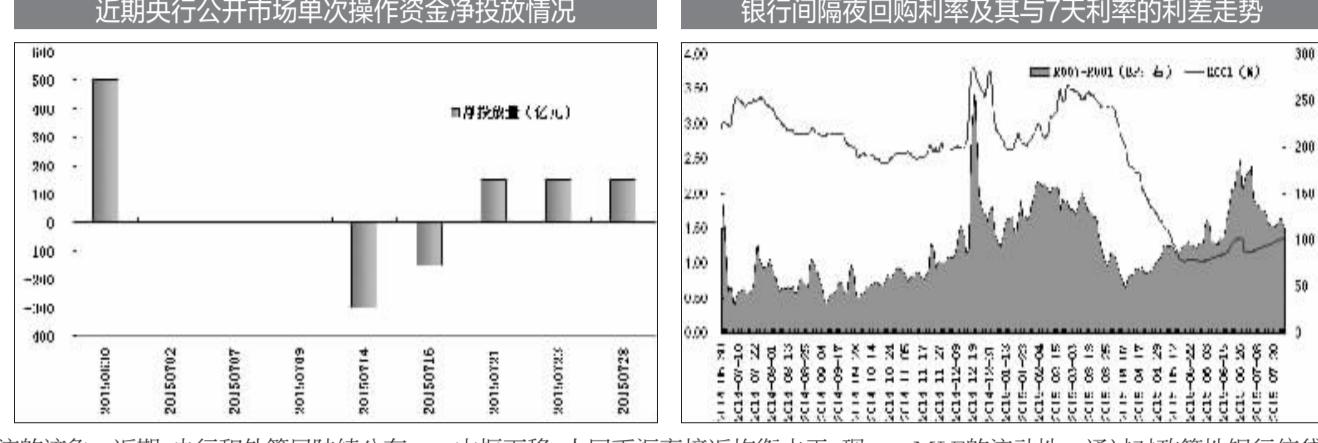
在资金面比较宽松的情况下,周二央行加量开展7天逆回购操作,保持了公开市场的资金净投放格局。综合国库现金定存投放,本周资金投放量有望超过上一周。市场人士指出,央行保持适量的短期流动性投放力度,既有助于防范月末扰动,更侧重稳定市场流动性预期,呼应证券市场维稳行动。未来一段时间,央行可能保持公开市场操作的连续性。

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、央行将开展新一轮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



流的迹象。近期,央行和外管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

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,且宽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的倚重也显示向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等结构性工具,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

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反向。

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金额衡量,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月份日均成交额只有约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)。

往后看,分析人士认为,货币偏松取向将导致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,按过去一年平均利差衡量,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

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,AA+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

可,但银行间市场的杠杆空间已压缩不少。在IPO暂停后,交易所的资金利率保持在低位,隔夜和7天回购利率分别为12%和15%,与债券收益率相比,还有较大的套利空间。反观银行间市场,7月中旬以来,资金成本一直保持小幅上行的趋势,目前7天回购利率在25%左右,AA+短融的利差空间在120BP左右,3年和5年AA+中票的利差空间分别在176BP和220BP,尽管短期内看起

来还行,但当中的期限错配风险不容忽视。

在目前的市场环境下,已不宜过分追逐资本利得,较好的策略是在保持适中的久期下,通过较高票息、中等评级的个券,进行杠杆操作,获取稳定的息差收入。重点推荐3年期左右的交易所小公募债:票息较一般公募债要高,利息风险可控、可用质押回购,且交易所资金成本低廉,套利空间较大。

事件,信用债至少能够挣到“beta”的钱。

中投证券:坚持高等级投资组合

7月以来新增资金持续流入债市,信用债配置的需求尤为旺盛,在目前时点上,我们判断信用债收益率暂且稳定,息差交易空间依然充分。而上周财新公布的PMI初值跌至15个月新低,实体经济运行在宏观数据上尚未出现明显反转,信用风险仍需持续关注。从息差空间以及流动性角度综合来看,再加上信用风险的考虑,高等级组合依然最为适合目前的信用债投资时点,维持AA+及以上的高等级组合建议。(张勤峰整理)

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年期固息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。

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

10年国开债在3.9275%。

昨日信用品种成交放量,收益率继续下行。短融交投有所减少,1个月AAA的15大唐SCP001成交在2.25%,1年AA+的15津保税CP001成交在3.59%。各期限中票交投活跃,AAA方面,3年期13中信01成交在3.46%,5年期14铁道MTN003成交在4.1%。企业债各期限成交活跃,如6年多的14宜城投债成交在5.4%,10年的14铁道11成交在4.32%。

交易层面,国开债发行利率走低反映了配置机构对于长期利率水平已经较为认可,近几日长期利率债下行幅度已接近13bp。在信用利差处于历史低位,3年AA信用债收益率与3个月理财收益率倒挂的背景下,利率债估值有继续下行的基础。

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,重庆第二批一般债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支付。重庆市本次将招标的两批地方债,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个工作日相同期限的国债到期收益率算术平均值与该平均值上浮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,受益于地铁运营里程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

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。公司在国内内板焊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。公司炼化设备占有率为较高,下游客户稳定。公司仍是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张,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)

□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

■观点链接

海通证券:灵活操作 套息仍优

目前公司债行情火爆,部分低评级甚至已经出现信用事件的个券也大幅上涨,与信用基本面背离,参考股市,市场疯狂加杠杆时更需保持谨慎。总体看,资金回流和高收益资产稀缺推动信用债全线上涨,目前中高等级利差均已降至历史低位。但债市新增资金流入速度递减,且信用风险和通胀风险均值得警惕,建议保持灵活操作,谨慎追高入场。以3年为主展开配置,主配优质城投和高等级公司债。资金面短期内不会明显收紧,虽然债券收益率整体较低,但相较较低的货币利率仍有

套息空间。

国金证券:利率债比价优势凸显

近期债券市场大幅走牛,尤其是信用债,一级市场和二级市场均表现非常火爆,信用债收益率快速下行,使得信用利差迅速收窄。目前,AA+以上等级信用利差已经下降到了2008年以来的最低水平。短期的债市走牛,主要反映了资金搬家的效应,尤其是理财资金搬家。如果说如此低的信用利差不是常态,我们认为后续大概率情况是,利率债收益率将被带动向下,信用债收益率虽然下行空间已经不大,但也