

# 小额净回笼无碍流动性宽裕

□本报记者 张勤峰

周四,央行逆回购操作缩量,全周公开市场操作因此净回笼资金50亿元。市场人士指出,当前资金面总体宽裕,货币市场利率低位运行,小额净回笼对资金面影响不大。进一步看,为配合积极财政政策的推行,货币宽松有转向定向调控的势头,但在经济偏弱、局部风险犹存、降成本需求迫切背景下,货币市场流动性保持平稳和适度宽裕依然具有很高的确定性。

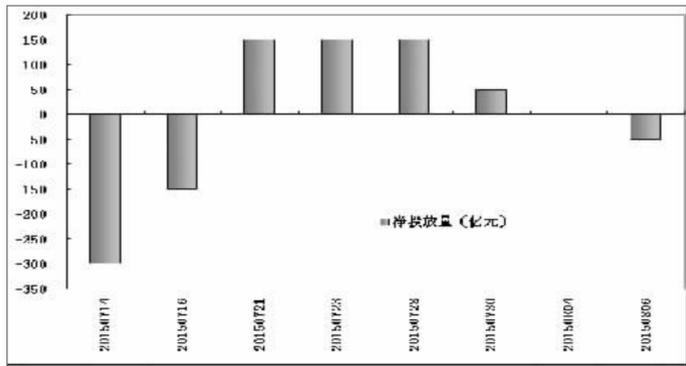
## 净回笼印证流动性宽裕

资金面宽裕背景下,周四央行公开市场逆回购小幅缩量。公告显示,央行周四开展350亿元7天期逆回购操作,中标利率持稳在2.5%,交易量较较本周二减少150亿元,较上周四少50亿元。由于当日有400亿元逆回购到期,当日实际净回笼资金50亿元,这是7月下旬以来央行单次公开市场操作首次净回笼。此外,全周公开市场操作也实现净回笼50亿元,终结了此前连续两周的净投放。

事实上,最近三次央行公开市场操作净投放规模一直在下滑。上周四为净投放50亿元,少于之前的150亿元,本周二降至零,本周四在进一步变成净回笼50亿元。至于背后的原因,市场普遍认为这是央行根据短期流动性状况做出的灵活调整。

资金交易员表示,7月中旬,受企业季节性缴税等因素影响,短期资金面一度在边际上略有收紧,央行顺势

近期央行公开市场单次操作资金净投放情况



重启了公开市场净投放。而从7月末以来,短期资金供需持续改善,特别是大行稳定融出,保障了正常的融入需求,资金面边际收紧状况明显缓解,整体流动性恢复至较为宽松的状态,8月初例行存准清算对资金面亦未造成太大影响。在此背景下,央行逐步减少公开市场净投放基本顺应了流动性供求格局的变化。

从货币市场利率走势上看,整体利率水平稳中有降,隔夜资金利率依旧是个特例,但在最近几日也出现了上涨趋缓的迹象。6日,银行间质押式回购利率方面(存款类机构行情),隔夜加权利率微涨1bp至1.51%,延续了自7月初以来的稳步上行势头,但涨幅在近几个交易日不断收窄;7天回购加权利率则

下行逾9bp至1.30%;7天以上期限回购利率稳中略降,3个月利率持稳在3.12%。交易员表示,7天以内资金供给充裕,隔夜需求虽旺盛但能较好得到满足,7天以上资金需求寥寥,市场资金面预期乐观依旧。

交易员指出,近期隔夜利率上涨或与债市加杠杆有关,活跃的债市套息交易提升了短期融资需求,而之前隔夜利率相对偏低,本身存在修复利差的需求。目前隔夜与7天利差渐趋合理,后续继续上涨的压力在逐步减轻。

## 流动性保持相对宽松无悬念

展望后续资金面,分析人士认为,从季节性规律上看,8月份资金面有小幅改善空间,但考虑到货币总量放松

节奏放缓、信用创造有所恢复以及债市杠杆操作提升需求等因素,货币市场利率恐难回到前期低点,未来有望保持低位运行,资金面呈现相对宽松格局几无悬念。

8月份,季节性扰动因素少,资金面往往会比7月份略宽松一些。观察7天回购利率月均值历史数据,自2009年以来,8月份利率均值都要比7月份略低一些。同时,IPO持续暂停,提升了市场资金面的稳定性,而随着股市去杠杆持续推进,部分资金仍在向货币、债券市场回流,增加货币市场资金供给。总体上看,8月份资金面有小幅改善的空间,这在近期货币市场利率下行中已有所反映。

值得关注的是,由于稳增长政策正进一步向积极财政倾斜,为配合政府加杠杆的趋势,货币政策正重新转向定向调控,更加注重实现货币向实体经济领域的引导。有市场人士指出,7月份央行流动投放总量减少,显示货币总量宽松重新进入观察期,后续在积极财政与货币定向宽松的配合下,信用创造将逐渐改善,货币市场流动性将进一步大幅趋松、利率水平回归前期低位的可能性不大。

不过,市场观点仍普遍认为,在经济偏弱、局部风险犹存、降成本需求迫切背景下,货币政策趋势拐点未现,货币市场流动性保持平稳和适度宽裕几无悬念。未来货币市场利率仍将保持低位运行态势,预计7天回购利率运行中枢或在2%-2.5%之间。

# 加息之日或是美元回调之时

□韩会师

目前美联储加息将启动美元长期上扬的论调主导市场,但笔者认为,美联储加息和美元能否持续上扬并无必然联系。即使美联储9月就启动加息,美元指数能否再次突破100.39的前期峰值也存在较大不确定性。

首先,启动加息不等于连续加息。根据历史经验,在一次较大的经济衰退后,美联储一般会连续快速加息以实现利率正常化。例如互联网泡沫危机过后,美联储自2004年6月底启动加息,至2004年12月14日,短短不到半年时间连续加息5次,将联邦基金目标利率从1%提升至2.25%,2005年又连续加息8次,将联邦基金利率提升至4.25%。但是,现在美联储绝对没有当年的底气连续加息,美元也就很难持续获得上升动力。

美国经济复苏力度虽然在发达国家中首屈一指,但自身纵向对比则不甚乐观。美国经济2010年就已经走出衰退,但截至今年6月底,其劳动参与率(失业和就业人口占劳动年龄人口比重)仅为62.6%,处于37年来最低水平。隐性失业问题远比5.3%的失业数据严重得多。此外,在就业大军中,找不到全职工作的非自愿兼职从业者高达650.5万,比2007年次贷危机爆发之前高出约230万。

经济指标固然繁多,但美国政府和美联储最为关注的就是就业,仍显疲软的就市场是阻碍美联储连续加息的主要因素。其实,美联储从未承诺连续加息,耶伦6月也曾明确表示,市场不应将注意力集中于美联储首次加息,因为首次加息之后,货币政策将继续保持宽松,加息速度可能较慢。

## 观点链接

### 招商证券: 美元长期仍将保持强势

历史上看,美联储首次加息前一季度美元指数会较为强势,加息前一个月以及加息后一个月、一季度走弱的情况更多,表明加息临近投资者对于美元会较为谨慎,加息后也会多数经历预期兑现后的沉寂。虽然美元走势与美联储政策利率之间并没有固定的模式,但历史上也曾有几轮美联储加息伴随着美元牛市,因为加息周期往往伴随着经济改善。目前,美国经济的复苏虽然难以与历史情况媲美,但从短期美国与欧洲、日本、中国的经济走势和货币政策方向明显分化,长期欧洲和日本仍将受制于人口结构的老龄化与政府债务问题的角度来看,美元长期仍将保持强势。参考年初人民币走,但参考年初人民币走强时人民币汇率明显弱势,而在美元指数跌回100以下后人民币又有所升值的情况来看,若美元指数如历史情况在加息后有所

其次,资本流动能否持续支持美元存在疑问。

美国与欧洲、日本、中国等主要经济体货币政策分化将导致资本流向美国,这是美元长期强势论的基本逻辑。但除了考虑美国对全球资本的吸引力之外,也不应忽视美国资本外流对流入资本形成的抵消作用。根据最新的美国国际收支平衡表数据,今年1季度,美国吸收海外直接投资约1862亿美元,吸收海外证券投资约1008亿美元,二者合计2870亿美元。而同期美国对外直接投资增长约756亿美元,对外证券投资增长约2302亿美元,二者合计3058亿美元。可见,国际资本对美国实体经济和证券资产的兴趣似乎不及美国资本全球狩猎的热情。

美国海外投资扩张速度高于吸收海

外投资的情况并非今年首现。2014年,美国吸收海外直接投资约1318亿美元,吸收海外证券投资约7050亿美元,二者合计约8369亿美元。但同期美国对外直接投资约3572亿美元,对外证券投资约5381亿美元,二者合计约8952亿美元。不难发现,即使在美元上涨速度最快的2014年,国际资本流入也未能完全抵消美国资本外流。

那么为何美元如此强劲呢?也许是在美元强势预期的影响下,全球投资者大幅增持美元存款和现金所致,虽然他们并未大举购入美元资产,但同样对美元构成了支撑。例如,2014年以来,我国企业结意愿下降、外汇存款规模大幅上升就对人民币形成了较大的贬值压力。

再次,摇摇欲坠的美国资产价格恐难承受连续加息。

## 人民币兑美元汇率延续横盘态势

震荡态势,运行轨迹多数在6.11-6.12的狭窄区间内。

即期汇率方面,6日人民币兑美元即期汇价早盘高开于6.2093,之后重新在6.2096一线展开整理,日内最高6.2093,最低6.2101,尾市收报6.2097,较上日收盘微跌1个基点。6月中旬以来,人民币即期汇率总体在6.20-6.21之间横盘拉锯,7月下旬以来收盘价更是局限在6.2090-6.2100之间的狭小范围。

值得一提的是,IMF日前建议将现在的SDR(特别提款权)货币篮子的有效期延长至明年9月,受此影响,市场对人民币的预期一度有所波动,并导致人民币兑美元即期汇价在5日早盘瞬间跌破6.21关口,但随后汇价又迅速复原。对此,市场人

历次大衰退后美联储启动加息均对股市产生了冲击。美国股市从去年12月就已上行乏力,高位横盘震荡走势已维持近8个月,加息,特别是连续加息,很可能成为压倒股市的最后一根稻草。在实体经济复苏步伐仍不甚稳健的情况下,美联储将极力避免资产价格发生较大波动,这可能也是美联储引领市场炒作作了1年多加息预期,但却始终不愿真正出手的原因之一。

总体来看,当前美元的强势表现已经体现了市场对美联储年内加息的充分预期,如果美联储不能持续加息,美元能否持续上扬便值得怀疑,甚至加息公布的时间点可能成为美元阶段性回调的起点。100以下高位震荡,可能是年内美元指数的主导行情。(作者单位:中国建设银行总行仅代表作者个人观点)

士指出,现有货币篮子期限延长并不意味着IMF计划推迟暂定于今年年底的SDR决定,人民币今年被纳入SDR的可能性依然较大。高华证券认为,SDR决定日益临近,是未来数月人民币兑美元汇率将基本保持稳定的主要原因之一。

此外,有多家机构指出,美国加息、美元走强对中国经济和货币的冲击有限。理由包括中国外债较少、外汇储备充足、贸易顺差保持高位,以及中国经济增长率仍然领先,不可能发生大规模撤资和资本外流的情况。

6日海外无本金交割无期外汇(NDF)市场上,一年期美元/人民币最新交投于6.2835一线,与上一交易日相比变化不大,显示市场上的人民币预期较为稳定。(葛春晖)

### 中金公司:

近期人民币汇率将保持在当前水平

近期人民币下有支撑、上有压力。经济和政策基本面均支持人民币保持相对强势:1、预计下半年中国贸易顺差将继续扩大,贸易再平衡将为人民币汇率提供有力支撑;2、相对出色的经济增长。如果2015年中国经济增长比美国高4.5%,人民币实际汇率需升值1.8%;3、人民币汇率保持稳定和相对强势有利于在短期内提升市场在国际交易中使用人民币的兴趣,有利于人民币的SDR评估。贬值压力包括:1、随着中国放松资本管制,境内居民对资产全球配置的需求可能会转化为资本流出;2、美元仍有空间进一步走强,从而令人民币承压;3、中国货币政策将保持宽松态势,而再通胀可能导致人民币名义汇率走弱。预计近期人民币汇率将保持在当前水平附近、可能小幅走弱。维持今年年底人民币对美元中间价6.15和即期汇率6.25的预测不变。随着中国扩大人民币汇率浮动区间的计划得到落实,人民币汇率可能呈现更多双向波动。

## 今年地方债发行量已超1.5万亿元

8月6日,上海、新疆各自顺利发行480.8亿元、49亿元地方政府债券。至此,今年以来地方债累计发行规模已突破1.5万亿元。

上海6日招标发行了两批债券,包括386.80亿元2015年第一批上海市政府一般债券和94亿元2015年第一批上海市专项债券,两批上海债分别分成四期(期限为3年、5年、7年和10年)和两期(期限为5年、10年)发行。新疆亦发行了两批债券,包括37亿元2015年第三批新疆维吾尔自治区政府一般债券和12亿元2015年第二批新疆维吾尔自治区政府专项债券,两

批新疆债均分为四期发行(均为3年、5年、7年和10年品种)。

发行结果显示,上述各期地方债中,所有3年、5年、7年和10年期品种的中标利率均分别落在2.88%、3.19%、3.45%和3.47%;且各期债券的中标利率均落在此前公布的指导投标利率区间的下限水平。市场人士表示,昨日公开招标的地方债利率继续向同期限国债看齐,亦符合市场预期。

来自WIND的统计数据显示,自5月18日2015年地方债发行正式启动以来,截至8月6日,已发行的地方债总量达到354期、15312.12亿元。(王辉)

## 证券公司发债步伐放缓

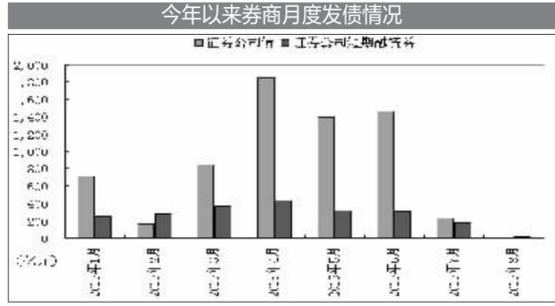
招商证券股份有限公司8月6日发布公告,定于8月11日在全国银行间债券市场公开发行2015年度第九期短期融资券。

招商证券本期短融券发行金额30亿元,为90天期固定利率品种,发行利率将通过招标系统招标决定。时间安排上,招标日为8月11日,缴款日、起息日、债权登记日为8月12日,上市流通日为8月13日。本期短融券不设担保。经上海新世纪评定,招商证券主体信用等级为AAA,本期短融评级为A-1。

据Wind统计,截至8月6日,今年以来证券公司累计发行短融券127只/2129.6亿元,少于去年同期的148只/2431.50亿元。与此同时,今年以来券商累计发行各类公司债券197只

/6657.40亿元,远远超过去年全年的106只/2497.05亿元,证券公司债成为今年以来券商主要发债融资渠道。

值得一提的是,7月份以来,伴随A股市场出现大幅调整,去杠杆导致券商两融余额持续下降,证券公司举债融资的需求也相应有所降温。数据显示,3-6月证券公司短融各月发行量均在300亿元以上,而7月发行量仅为169亿元,8月份截至6日仅有20亿元券商短融面世;4-6月证券公司债发行额分别为1852.2亿元、1394亿元和1462亿元,7月份骤降至228亿元,8月以来则仍处于空白状态。相对于短融而言,证券公司债发行量萎缩得更为明显。(葛春晖)



## 口行两新债获市场积极认购

6日,进出口银行对该行2015年第11期、第8期金融债进行了最新一次增发。在机构的热情追捧下,两期新债中标收益率均明显低于二级估值水平,认购倍数也均达到5倍以上的高位。

发行结果显示,口行本次发行的1年和10年期口行金融债中标收益率分别为2.5815%、3.9169%,投标倍数分别为7.38倍、5.33倍。中债政策性金融债(进出口行和农发行)到期收益率曲线显示,目前1年、10年期最新收益率分别在2.7350%、3.9700%左右。从实际中标结果

### 交易员札记

## 一级带动二级下行 债市继续火热

□鄞州银行 段苏

8月6日,流动性保持宽松,各期限shibor利率继续下行。债市行情继续火热,一级招标倍数创新高,二级收益率不断下行。

资金成本继续走低。银行间市场上,隔夜回购利率在1.5%附近上下波动,7天利率下行10BP至2.30%,14天和1个月分别在2.59%和2.62%。从交易来看,资金融出较不易,不少成交利率低于加权利率。

利率债一级倍数惊人,二级交易红火。早盘,市场行情较为胶着,虽成交活跃,但收益率基本平稳。午盘,进出口中标结果出炉,1年期和10年期的中标利率分别为2.58%和3.92%,投标倍数分别为7.38和5.33,创下新高。受此推动,二级行情爆发,中期利率债的收益率开始下行。截

## 国开行11日增发五期固息金融债

国家开发银行6日公告,定于8月11日对该行2015年第15期、第12期、第13期、第16期、第10期金融债进行最新一次增发。五期新债发行金额合计不超过260亿元。

国开行上述五期债券均为按年付息的固定利率债券,期限依次为1年、3年、5年、7年、10年,本次发行规模分别不超过30亿、30亿、50亿、70亿、80亿。时间安排上,招标日为8月11

日,缴款日为8月13日,上市日为8月17日。

五期增发债均采用单一价格荷兰式招标方式:1年、3年、5年期债券于8月11日上午10:00至11:10进行招标,7年、10年期债券于8月11日上午10:00至11:40进行招标。各期债券承销费按认购债券面值计算,1年期、3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(王辉)