

公开市场单周净投放创春节后新高

流动性总体稳定无虞

□本报记者 葛春晖

本周四，央行在公开市场再次开展1200亿元7天期逆回购操作，本周公开市场净投放量达到1500亿元，单周净投放规模创下春节过后的最高水平。分析人士指出，央行近期“多管齐下”向银行体系注入流动性，旨在平抑短期资金面波动，有助于安抚市场情绪，短期资金利率虽然仍有一定上行压力，但整体流动性出现大幅收紧的概率很小。

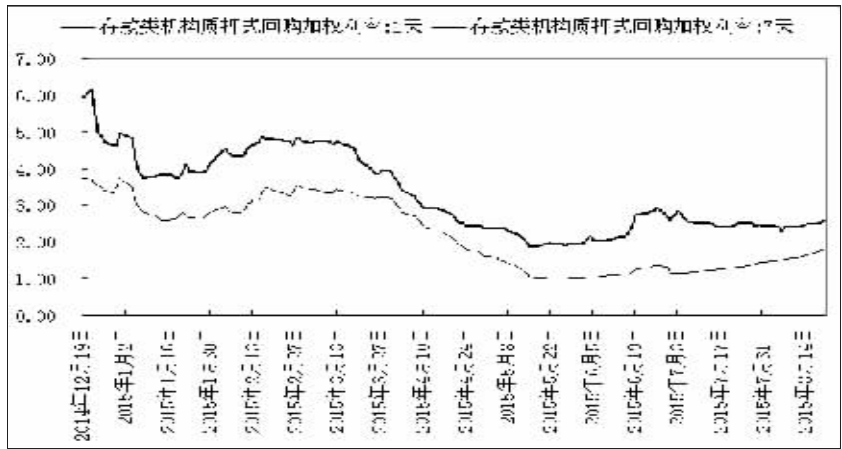
“多管齐下”护航资金面

央行公告显示，央行周四（8月20日）继续开展7天期逆回购操作，交易量持平于周二的1200亿元，中标利率亦持平于2.50%。据WIND统计，本周公开市场共有900亿元逆回购到期，央行周二、周四分别开展1200亿元逆回购操作，合计投放2400亿元资金。至此，本周央行公开市场操作全周净投放1500亿元，创下今年春节过后的最大规模单周净投放。

本周以来，央行货币投放力度明显加码。周二，央行放量开展1200亿元逆回购操作，单日净投放700亿元；周三，对14家金融机构开展1100亿元新增MLF（中期借贷便利）操作，期限6个月，利率3.35%；周四，再度开展1200亿元逆回购操作，全周净投放1500亿元。

另据中央国库现金管理操作室20日公告，财政部、央行定于8月25日上行进行2015年中央国库现金定存（七期）招

银行间质押式回购利率继续爬升



标，操作量600亿元，期限3个月（91天）。WIND数据显示，8月28日将有500亿元国库现金定存到期。第七期操作量为600亿元，除了对冲到期定存外，还将给银行体系带来100亿元的新增基础货币。

市场人士表示，结合本周公开市场投放、MLF操作以及下周的国库现金定存招标来看，在上周以来银行体系流动性边际趋紧态势有所加剧的情况下，央行“多管齐下”加大资金投放力度，将有助于安抚市场情绪、平抑资金面波动。

短期流动性或量稳价升

7月以来在机构融短配长需求保持旺盛的背景下，主流隔夜品种的质押式回购利率持续攀升，而上周以来伴随人

民币汇率中间价形成机制进一步完善，短期购汇需求猛增，流动性进一步边际趋紧、资金价格上涨迹象更为明显。

20日，尽管连日收到央行护航“红包”，但货币市场资金价格仍延续上行态势。具体看，当日银行间质押式回购市场上，存款类机构隔夜回购加权平均利率报1.81%，较上一交易日上涨3BP，为连续第36个交易日上行；指标7天回购加权平均利率上行5BP至2.58%，创下7月6日以来的最高水平；中等期限品种中，14天回购加权利率上行3BP至2.69%，21天品种涨24BP至2.95%；此外，1个月及以上品种资金价格亦有小幅上涨。从成交情况看，昨日整体质押式回购市场上，隔夜品种成交放大785亿元，而7天和14天品种成交

量分别大降725亿元和104亿元，21天和1个月期限的资金成交则有所增加。

交易员表示，从昨日成交情况看，当前隔夜回购利率与7天品种相比依然具有明显的价格优势，因而吸引了机构的主要融资需求；而21天和1个月期限成交放大，则反映机构对中等期资金的需求有所提升，原因一是当前7天至1个月期限资金价格相差不大，二是近日资金面趋紧可能刺激了一些谨慎的机构趁低价提前融入更长期限资金的意愿。

不过，上述市场人士同时表示，央行本周连续加码“注水”之后，银行间市场流动性趋态势已经出现改善，昨日资金面前紧后松、总体均衡，融资需求最终都能够得到满足。

分析人士指出，短期来看，受到月末时点、财政缴款季节性增长以及外汇占款下降等多重因素扰动，货币市场流动性仍面临一定的收紧压力，不过，鉴于央行维护银行体系流动性稳定适度的态度十分明确，市场流动性大幅收紧、资金面失衡的概率很小。另外，当前央行货币投放仍倚重公开市场逆回购和MLF操作，而逆回购期限较短、MLF操作3.35%的利率水平又相对偏高，对于压低短期资金利率的作用相对于降准而言略有不足，因此，短期内若无降准等进一步宽松措施出台，资金利率或仍将面临一定的上行压力。当然，在货币调控的护航下，资金利率出现剧烈波动的可能性也不大。

信用债短期上涨动力弱化

□本报记者 王辉

7月份以来，伴随股市资金、理财资金大量回流债市，债券需求大量释放，带动各类信用债整体收益率水平一路走低，信用利差也不断压缩。而从上周开始，信用债市场已出现了一定的调整迹象。分析人士指出，当前信用债绝对收益率已处于历史低位，信用利差也处于一种非常态水平，进一步下行和收窄的空间料已有限，综合考虑配置资金流动、杠杆交易修正、信用风险暴露等因素，需要警惕信用债市场可能处于阶段性高位的风险。

信用债高位回调

经过7月至8月初的持续拉涨之后，上周以来信用债市场在人民币走软及资金面趋紧的预期下，收益率持续震荡抬升，各期限及不同品种的现券价格均有所下跌。

上周，各期限信用债收益率普遍上涨。短融1年期中高等级品种（AAA、AA+）上行约13bp，AA品种上行3bp，但AA-品种下行2bp；3年期中票、企业债、城投债各品种普遍上行5至9bp，但3年期AA-城投债的收益率则下行2bp；5年期中票、企业债、城投债各品种收益率普遍上行6-10bp；7年期企业债各等级品种普遍上行3至4bp，7年期城投债各等级品种

普遍上行1至2bp。整体而言，上周信用债市场中短期品种上行的幅度大于长期品种，而前期走势较强的高等级品种上周走势最弱。不过，在市场的阶段性回调之中，信用利差则仍在继续压缩。

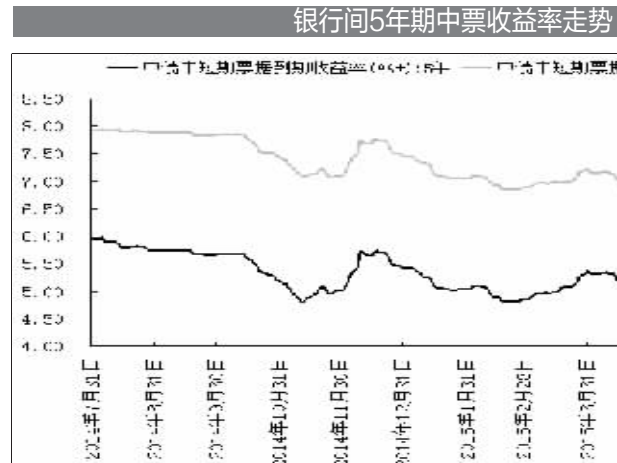
本周以来，信用债市场整体窄幅波动，涨跌幅度相对有限。在市场投资偏好仍继续追捧“收益为王”的背景下，市场信用利差继续收窄。

另外，由于A股市场持续表现不佳、信用债市场配置资金保持宽裕、经济基本面偏弱对中长端利率支持较强，近期信用债一级市场定价中枢总体上仍呈小幅下行趋势，1年期和10年期信用债发行利率下行幅度相对较大。

短期风险增大

分析人士指出，尽管7月以来，各类资金对绝对收益率相对较高的信用债表现出了明显的投资偏好，但在市场整体收益率水平及信用利差均已偏低背景下，后期已不宜过度追涨。

华宝证券表示，近期公布的7月份金融数据和经济数据，无一例外显示出了经济动能的重新滑落，稳增长压力仍然巨大。虽然从中长期来看，市场利率基准水平会持续下行，债券市场仍处长期牛市，但针对信用债市场而言，前期资金对信用



债品种的追捧，则已经导致信用债品种普遍价格较高、市场风险积累较大。

华宝证券指出，首先，由于前期配置信用债的资金多为通过银行理财从股市流入债市的短期资金，一旦股市回暖，会很快撤离债市，对信用债市场将形成较大冲击；其次，下半年仍可能出现信用风险集中爆发，导致市场流动性突然收缩，发生间歇的流动性风险；第三，在7月份主流机构大幅加杠杆进行套息交易的背景下，未来机构去杠杆压力方面的风险也值得警惕。因此，该机构建议，在目前的市场环境下整体宜保持谨慎操作，建议配置信用

评级较好、流动性较高的品种，谨慎加杠杆，做好流动性管理。

此外，海通证券本周也发表观点称，当前信用债绝对收益率和信用利差均降已至历史低位，配置价值有限。具体交易策略方面，该机构认为，虽然银行间资金利率维持低位、套息操作仍有空间，但后期需密切关注资金面和投资者情绪变化；同时，考虑到发行人整体信用基本面远未好转、信用债资质趋于分化、低评级发行人在经济低迷的背景下将雪上加霜，建议投资者未来一段时间内需谨慎进行杠杆操作，优选中高等级品种。

配置力量主导 债牛格局未破

□国泰君安证券 蔡年华

近期，央行进一步推进汇率改革，人民币出现较大幅度贬值，市场资金面陡然趋紧，引发债券市场利率出现一定幅度的反弹。笔者认为，人民币汇率贬值只是短期冲击因素，央行会通过其他工具进行对冲，而市场风险偏好下降导致的资金追逐固定收益产品，将是中短期内支撑债市走牛的基础。

上周人民币中间价连续贬值4.66%，即期汇率贬值3%，时间点和幅度超出市场预期。虽然面对出口恶化和美联储加息的压力，央行有对人民币汇率进行主动贬值的动力，但超市场预期易形成市场内生的贬值预期，直接导致资本外流。7月份外汇占款负增

长创近期新高，也使得市场对资本外流的担忧加深。为保持汇率稳定，央行必须通过相应的干预，向市场投放美元资产回收人民币，这会间接导致银行间市场资金面的相对紧张。受此影响，债券短期利率出现较大幅度的反弹，而长端利率影响较小。

不过，近日收益率曲线的再次平坦化，不会改变债市整体牛市的格局。主要原因，一是汇率贬值只是短期冲击因素，市场对整体资金面宽松的预期不改。为了支持宏观经济发展，配合积极的财政政策，同时也为保持汇率的相对稳定，需要维持一个相对宽松的货币环境；二是受市场风险偏好下降的影响，主流资金都在追逐固定收益率类产品，当期主导利率走势的市场力量主要是配置资金；三是虽然受猪周期和翘

尾因素影响，CPI近期出现反弹趋势，市场预期年内CPI可能突破2%，引发市场对央行宽松政策能否持续的担忧，但受经济低迷以及大宗商品价格下降的影响，CPI并非明年市场需要担忧的风险因素。

以上三个原因中，经济中枢下移是核心因素，是支撑债牛的基础，而在货币宽松的大环境下，因市场风险偏好下降导致资金追逐固定收益产品，是近期长端利率下行的主因。

今年上半年受股市牛市行情的影响，市场的风险偏好大幅提升，包括打新基金、两融收益权等在内的类固定收益品种的存在，导致市场出现新的无风险收益率，这直接限制了市场对债券资产的需求，导致长端利率维持高位水平。而随着6

月中旬下旬股市波动率的加大，市场的风险偏好大幅下降，资金开始追逐固定收益品种，尤其是前期的杠杆资金缺乏投资品种，更加加大了市场对债券资产的需求，导致市场的配置资金大幅增加，直接推动中长期债券利率的下行。

对于这部分配置资金而言，只有市场风险偏好重新提升，才会直接导致该部分资金的大幅流出。而在经济呈现L型走势，股市波动性依然较大的情况下，市场的风险偏好短期抬升的可能性较小。

基于以上判断，我们认为中短期内，资金面将继续维持相对宽松的局面，贬值担忧只是短期冲击因素，央行对冲操作将抚平资金的波动。市场的配置型力量将继续主导债市主动权，债牛格局未被打破。

人民币兑美元中间价连涨五日

□本报记者 葛春晖

在隔夜美元指数大幅下挫之后，8月20日人民币兑美元汇率中间价连续第五个交易日走升。同日，人民币兑美元即期汇率盘中出现近200基点振幅，收盘价较上一交易日小涨65基点。近几个交易日以来，境内人民币兑美元汇率持续呈现为窄幅整理走势。

据中国外汇交易中心公布，20日人民币兑美元汇率中间价为6.3915，较19日上行48基点。根据完善后的人民币兑美元汇率中间价报价机制，做市商在每日银行间

外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向外汇交易中心提供中间价报价。19日国际外汇市场上，由于美联储7月会议纪要显露鸽派特征，投资者对于美联储9月加息的预期降温，美元指数尾盘下跌0.7%至96.44。在此背景下，20日的人民币兑美元汇率中间价较19日即期汇率的收盘价6.3955走高40基点。

20日境内银行间外汇市场上，人民币兑美元即期汇率高于6.3937，早盘主要在6.4000的下沿附近进行窄幅整理，午后

一度快速拉升至6.3830的日内高点，之后震荡回落至上日收盘价附近再次展开整理，而尾市再现一波拉升之后，最终收报6.3890，较上日走高65基点或0.10%。

离岸市场方面，截至20日下午五时左右，香港市场人民币兑美元即期汇率交投于6.4460附近，较上一交易日收盘价走升131基点，与在岸即期收盘价的汇差为570基点左右。

在上周的连续三天下跌过程中，人民币兑美元汇率中间价、即期价分别累计下跌2848基点、1893基点。而最近五

中标利率高于招标区间下限10基点 公开发行业地方债定价现新“规律”

安徽省、甘肃省20日公开招标的地方政府债券，各期限中标利率均比招标区间下限高出10或11基点。自辽宁债意外遭遇招标失利，打破了先前地方债招标的“惯例”后，地方债一级市场似乎正在形成新的“规律”。

安徽省20日共计招标发行了两批地方政府债券，包括该省今年第五至九期一般债券，期限分别为1年、3年、5年、7年和10年，以及第一、二期专项债券，期限分别为5年和10年。发行结果公告显示，此次1至10年期安徽省一般债券中标利率分别为2.38%、3.03%、3.36%、3.61%、3.61%，除7年期债券较招标利率区间下限高11基点外，其余期限均比招标下限高10基点；专项债方面，5年、7年期中标利率分别为3.36%、3.6%，均比招标下限高10基点。

同日，甘肃省招标发行了两

■交易员札记

资金面紧张增加曲线走平可能

□中国邮政储蓄银行 王茵

20日，资金面紧张情况有所缓解，但资金价格仍然攀高，隔夜和7天加权利率分别为1.81%和2.58%。现券市场交投活跃，多空对决，收益率略有下行，10年期国开收益率下行2BP。

近期市场的主要关注点是资金面，尽管央行不断扩大投放力度，但资金面仍然持续收紧，隔夜资金利率由8月初的1.5%逐渐爬升30BP到1.8%，导致短融收益率上行。资金面的收紧主要来自于央行在外汇市场的干预。自8月11日汇改以来，外汇市场每日成交量激增，由原来的每日100多亿美元增加至现在的300多亿美元，央行干预力量明显。央行通过在市场上卖出美

批地方政府债，包括该省今年第五至八期一般债券，期限分别为3年、5年、7年和10年，以及今年第一、二期专项债券，期限分别为5年和10年。无独有偶，此次发行的各期甘肃地方债中标利率也均比招标区间下限高10基点，3至10年期最终中标利率分别为3.03%、3.36%、3.60%、3.61%。

值得一提的是，自本月14日青岛债以来，近期青岛、天津、安徽、甘肃四地公开招标发行的地方债中标利率均较招标利率区间下限上浮10基点。有市场人士指出，这或许表明，在辽宁债招标意外失利，打破原有定价“惯例”后，地方债一级市场定价正形成新的“默契”。虽然公开发行业地方债不再一律按下定价，但与国债利率仍相差无几，距离完全实现市场化定价仍有相当距离。（张勤峰）

元买入人民币，实际回收了大量流动性。

维持未来利率债长端继续区间震荡的判断，同时提示短端利率因资金收紧带来的风险。一方面，经济基本面难以在短期内企稳，通胀压力不大，基本面将长期利好债券；一方面，宽货币的重心继续向宽信用转移，供给方面仍然承压。同时，从境外CNH和境内CNY的点差来看，人民币的贬值预期仍然强劲，加上近期泰铢、哈萨克斯坦货币等其他货币竞相贬值，未来人民币市值维稳的路径并不平坦，预计人民银行的干预将会持续回笼货币。尽管会有MLF和降准等措施，但更多是起到对冲作用，资金价格难以回到前期低位。因此，收益率曲线走平的可能性加大。

口行新债中标利率低于二级市场

中国进出口银行20日增发招标两期固息金融债券。尽管流动性压力犹存，但得益于货币政策对冲操作及市场对经济的谨慎预期，两期新债中标收益率均较大幅度低于二级市场水平，认购倍数均接近4倍，显示机构参与热情较高。

进出口行昨日招标的两期债券分别是该行今年第十一期1年期、第八期10年期金融债券，本次增发规模均为40亿元。据市场人士透露，本次1年期债券中标收益率为2.6897%，全场投标3.8倍，边际投标4.2倍；10年期债券中标利率3.8838%，全场投标4.0倍，边际投标5.5倍。两期债券中标收益率均低于二级市场水平，据中债到期收益率曲线显示，19日银

行间1年期、10年期的固息非国开政策性金融债收益率分别为2.8169%、3.9639%。

交易员指出，近期流动性趋紧，令市场对货币政策放松重燃期望。20日，流动性压力犹存，货币市场利率整体继续小幅走高，但央行短期内接通过逆回购、MLF及国库定存等多种方式投放流动性，一定程度上提振了债券买盘。不少观点认为，只要流动性继续紧张，货币投放就停不下来，降准的可能性依然存在，债市短期因流动性出现调整反而是介入机会。与此同时，资本流动令国内经济稳增长形势更趋复杂，基本面的谨慎预期在升温，也增添博弈债券收益率回归下行的底气，当前债市仍是机会大于风险。（张勤峰）

七家银行披露同业存单发行计划

8月20日，承德银行等七家商业银行相继公布2015年度同业存单（NCD）发行计划。至此，已披露的2015年NCD计划发行额度累已达3.7万亿元。

相关文件显示，这七家银行包括承德银行、浙江玉环农合银行、浙江台州椒江农合银行、浙江台州黄岩农合银行、山东费县农商行、浙江德清农商行、磐安农信联社，各自2015年NCD发行额度依次为25亿元、3亿元、5亿元、5亿元、5亿元、15亿元、5亿元；其中，承德银行的主体长期信用等级为AA-，磐安农信联社的主体信用等级为A，其他五家银行的发行主体信用等级

均为A+。

据WIND统计，2015年以来，已有157家银行披露了总计3.70万亿元的NCD发行计划，截至8月20日的实际发行总量已达2.52万亿元/3354只。

在利率市场化不断推进的背景下，发行同业存单已经成为银行优化负债结构、拓宽主动负债来源的重要渠道。目前NCD发行主体已由最初的大型国有银行和全国性股份制银行，逐渐扩围至全国小股份制银行、城商行、农商行、农村合作银行、外资银行等多类主体，发行人主体评级涵盖从A到AAA的多个等级。（葛春晖）

国开行25日增发四期固息债

国家开发银行20日公告称，定于8月25日通过中国人民银行债券发行系统增发2015年第十期10年期、第十三期5年期、第十五期1年期、第十六7年期和第十七3年期固定利率金融债券分别不超过80亿元、50亿元、30亿元、70亿元和30亿元，总量不超过260亿元。

国开行此次增发的各期限债券中，1年期债券票面利率2.64%，按年付息，起息日为2015年7月7日；3年期债券票面利率3.86%，按年付息，起息日为2015年6月25日；7年期债

券票面利率3.94%，按年付息，起息日为2015年7月10日；10年期债券票面利率4.21%，按年付息，起息日为2015年4月13日。其中，1年、5年、7年和10年期债券此次增发发行的缴款日均为8月31日，上市日均为8月31日；3年期债券缴款日为8月31日，上市日为9月2日；各期增发债券上市后同原债券合并交易。

招投标方式方面，本次增发行将采用单一价格（荷兰式）招标方式。各期债券均无基本承销额。（张勤峰）