

# 市场流动性预期趋于乐观

## 资金面宽松 公开市场顺势净回笼

□本报记者 王辉

央行9月15日进行了500亿元7天期逆回购操作,操作量较前几期大幅下降,公开市场操作由此实现1000亿元的单日净回笼。分析人士指出,近期货币市场流动性恢复稳中偏松格局,上周末央行推出的准备金考核制度改革亦有利于资金面稳定,因而公开市场大幅净回笼对市场心理未造成明显冲击。另外,虽然外汇占款持续下降、人民币走软预期尚未完全消除,但央行对流动性的呵护态度明确,市场对于流动性宽松的预期正在重新趋于乐观。

单日大规模净回笼无碍资金面稳定

15日,央行在公开市场上进行了500亿元7天期逆回购操作,中标利率持稳于2.35%。同时,本次公开市场例行操作延续了上周四的逆回购缩量态势。据WIND统计,本周共有2300亿元逆回购到期,其中周二到期量为1500亿元。这意味着,本周二央行公开市场操作实际净回笼资金达到1000亿元。

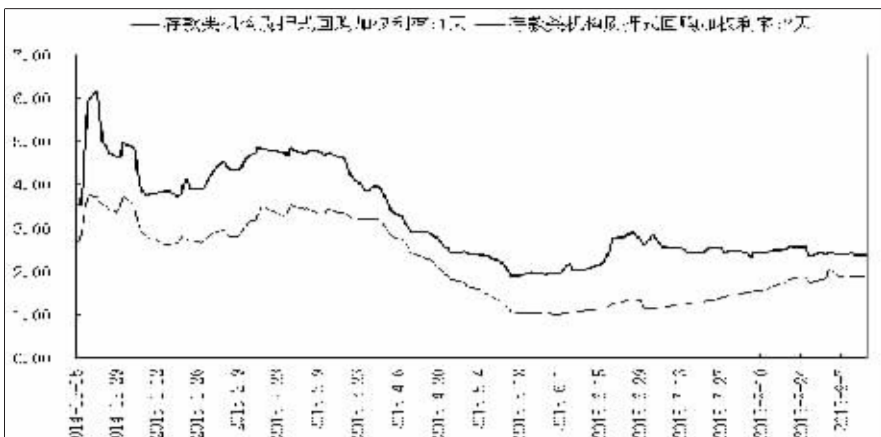
从货币市场反应看,昨日银行间市场主流资金价格虽较周一微幅走升,但仍明显低于9月上旬水平。具体看,隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构),依次为1.89%、2.36%、2.56%和

### 观点链接

**海通证券:**  
经济仍需宽松 降准正在路上

7月M2增速高达13.3%,货币超增制约宽松货币。但8月地方政府债务限额已出台,银监会管理地方债设定“天花板”,约束政府信用无序扩张。另一方面,政府后续救市将更注重市场自身调节,利于降低因救市而大幅增加的非银金融机构新增贷款,缓解货币超增压力。当前货币宽松的制约解除,后续宽松可期:首先,虽然从社会融资这一先行指标来看,2015年末经济可能短期向好,但制造业、地产投资仍无实质改善,加上股灾拖累消费、金融增加值下滑,2016年下行压力仍大,需要货币宽松。其次,8月我国外汇储备下降

银行间货币市场利率维持低位运行



3.05%,分别较周一温和走高1BP、1BP、1BP和3BP。其中,主流7天回购利率在上周五刷新8月27日以来的新低之后,继续运行在2.35%一线的相对低位。交易员称,虽然周二公开市场大幅净回笼,但市场流动性在近期恢复稳中偏松后已有一定承受力,资金供需整体仍较为均衡。

市场人士表示,目前银行间资金价格仍运行在年内相对低位水平,上周末的准备金新考核制度改革也有利于资金面稳定,提振了市场短期信心。在此背景下,虽然央行进行净回笼操作,但并未给市场心理层面带来实质性冲击。

### 流动性宽松预期增强

央行本周一公布的数据显示,8月份金融机构外汇占款较7月猛降7238亿元。这是该数据连续第三个月下滑,且降幅显著扩大,反映出在8月中旬以来人民币走软预期升温的背景下,通过外汇占款被动投放基础货币的渠道正在进一步收缩。但值得注意的是,随着8月末以来央行推出多项货币宽松举措,目前市场各方对于未来货币宽松继续发力以及流动性进一步宽松的预期也在重新增强。有交易员表示,尽管人民币贬值预期对流动性的扰动短期尚难消除,但央行

939亿美元,为2014年9月以来新高,为了补充国内流失的流动性,逆回购、SLO、MLF等流动性投放或将持续,再度降准也极具可能。最后,基建融资需要地方债和基建债发行,为了呵护低利率环境,也需要央行降准为银行提供流动性。

**财富证券:**  
结构性宽松政策需加强

8月份CPI同比上涨幅超预期,PPI下降幅度超预期,尤其是PPI连续三年多同比负增长,并且近几个月跌幅持续扩大,表明通缩压力较大。工业领域的通缩表现在较大程度上反映了经济面临的下行压力较大。CPI与PPI背离幅度持续扩大,表明价格传导机制并未得到改

善,向实体经济的流动性投放途径没有打通,宽松的货币政策对实体经济的作用效果不明显,工业企业利润空间没有得到改善,凸显出经济结构调整过程中的调整失衡。因此,一方面要从政策上引导改善市场对通缩的预期,避免通缩的自我实现。另一方面结构性调整中出现的问题,应该通过结构性宽松政策来引导和改善,结构性货币政策工具使用要加强。降准或定向降准仍值得期待。

**银河证券:**  
7天回购利率或稳定在2.3%-2.5%

宏观数据显示经济下行压力较大,资金面将维持稳中偏松。CPI虽然升至2%,但除猪肉价格上涨幅明显外,更多体

## 人民币兑美元汇率窄幅波动

15日,人民币兑美元汇率中间价和即期价涨跌互现、波幅不大。与此同时,离岸与在岸即期汇价的汇差继续稳定在300基点附近水平。分析人士表示,伴随市场波动性下降,人民币贬值预期有望逐渐回落,汇率走势将重回基本面主导,而稳增长措施的持续发力将有助于汇率保持基本稳定。

据中国外汇交易中心公布,15日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.3665,较14日上调44基点。此为人民币中间价连续第三个交易日上调,三天累计升幅107基点。目前人民币兑美元汇率中间价的报价,由做市商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提供。14日,人民币兑美元即期汇率收报6.3679,美元指数微升0.09%至95.26。

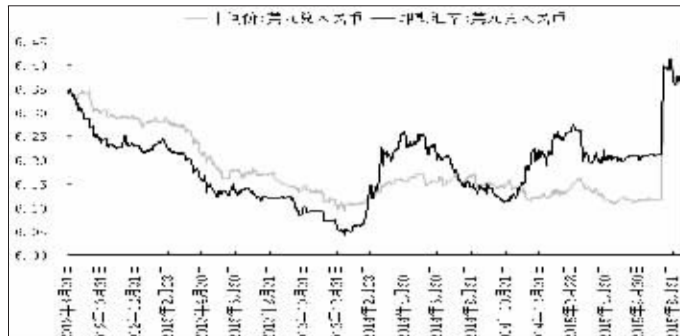
15日银行间询价交易市场上,人民币兑美元即期汇率收报6.3700,较上日收盘价小跌21基

点或0.03%。截至北京时间19:00,香港离岸市场人民币兑美元即期汇率交投于6.40附近,与在岸市场的汇差为300基点。

市场人士表示,当前市场上仍存在一定人民币贬值预期,但央行也在适时干预,短期预计人民币即期汇率将在6.37附近窄幅波动。

当前市场目光聚焦于本周末联储议息。中金公司认为,无论美联储是否在9月加息,美中长期走强的趋势难改,从而将继续对新兴市场经济体带来资金外流和货币贬值压力。不过,有分析机构指出,伴随市场波动性下降,9月以来人民币贬值预期有所减弱,汇率走势将回到基本面主导上来,中短期看,稳增长的各项举措,包括货币和财政政策进一步发力,都有助于人民币汇率企稳。中投证券表示,在目前核心通胀依然较低的情况下,主动降准降息保持经济的稳增长,仍是中期内稳定汇率市场的首选。(葛春晖)

人民币兑美元汇率中间价和即期价



## 地方债定价差异扩大

9月15日,地方债公开招标结果再现新情况。新疆和广西当日公开发行的地方债中,新疆一般债券与专项债券定价出现分化,两地同期限债券的发行利率也呈现较大差异,显示地方债定价的差异性逐渐从不同期限、不同地区扩展到不同地区,市场化定价特征日趋浓厚。

新疆昨日公开招标了一批一般债券和一批专项债券,均包括3年、5年、7年和10年期四品种。同日,广西公开招标了一批一般债券,包括3年、5年、7年和10年期四品种,以及一批专项债券,包括5年和7年两品种。因投标价位区间确定规则一致,但同日招标的不同地区的地方债发行利率出现如此分化还是首次。

招标结果显示,15日上午招标的新疆一般债券中标利率分别为:3年期3.13%、5年期3.37%、7年期3.55%、10年期3.49%;专项债券中标利率分别为:3年期2.98%、5年期3.18%、7年期3.41%、10年期3.34%。与投

标下限相比,各期一般债券中标利率分别高15bp、19bp、20bp、15bp,出现了较明显分化。同时,同期限的新疆一般债券与专项债券的中标利率也不尽相同,后者除7年品种高于下限6bp外,其他期限均落在下限水平。这在今年以来地方债招投标中都实属罕见。

15日下午的广西债中标利率与新疆债也存在较大出入。一般债券方面:3年期为3.23%、5年期3.43%、7年期3.60%、10年期3.59%;专项债券中5年期3.43%、7年期3.60%;各期较投标下限均高出25bp。尽管近期地方债定价浮动频率加快,但同日招标的不同地区的地方债发行利率出现如此分化还是首次。

市场人士表示,随着供给持续释放,地方债定价的市场化特征日益浓厚。

福建省15日公告,将于本月22日公开招标发行147.2003亿元专项债券和69.9207亿元一般债券。(张勤峰)

### 交易员札记

## 买盘热情高涨 收益率再下一城

周二,资金面维持均衡状态。早盘招标发行的国开“福娃”债中标利率明显低于二级市场水平,认购倍数较高。下午招标的铁道债也获得2倍多的认购,中标利率为今年发行铁道债最低水平。

一级发行需求向好,叠加最新财政数据提振,债市买盘热情高涨,二级收益率整体继续下行。国债方面,3年期成交在2.90%,5年期成交在3.15%,7年期成交在3.31%,10年期成交在3.29%附近;政策性金融债方面,3年期国债成交在3.28%附近,5年期国债成交在3.51%,7年期国债成交在3.80%附近,10年期国债成交在3.77%。信用债方面,短

融交投活跃,成交以短期限AA+以上品种居多,中票交投集中在高评级品种,企业债表现活跃,高收益品种较受关注。

8月财政数据显示,一般公共预算收入增速下滑,支出同比增幅继续上升,财政收入增速下滑6.9%,政府性基金收支下滑,显示未来财政政策或将加码。从政策面来看,央行调整了存款准备金率核算方法,市场对于资金面预期有所改善。当前经济疲弱局面并未实质性改善,后续货币宽松政策仍可预期。近期股市下挫引致避险资金需求增加,高收益品种受到追捧。总体看,债市短期内续涨的基础犹存。(中银国际证券 斯竹)

### 中诚信国际:

## 下调山东山水主体评级至AA

中诚信国际信用评级有限责任公司15日发布跟踪评级报告,下调山东山水水泥集团有限公司(简称“山东山水”)主体信用等级为AA,下调“14山水MTN001”、“14山水MTN002”和“13山水MTN1”的债项信用等级为AA,并将山东山水主体及相关债项信用等级列入可能降级的观察名单。

中诚信国际表示,2014年下半年以来,国开债与非国开金融债的利差逐渐由正转负,即显示出机构对国开债的态度转变。与此同时,国开债招标结果较好也表明当前配置需求依然较为坚挺,在市场风险偏好低落的情况下,利率债仍存在较强需求支撑。

下降,水泥行业下游需求放缓,产品价格下降,行业盈利能力明显弱化;2014年以来,受水泥价格持续低迷影响,公司盈利和获现能力弱化;2015年以来,公司发行多期债务融资工具,债务规模快速上涨,且以短期债务为主,面临一定的偿债压力;由于第一大股东的变化,中国山水水泥集团有限公司面临控股股东以及实际控制人变更的风险。此外,中国建材股份有限公司和亚洲水泥股份有限公司的联合要约收购或将引发山水水泥5亿美元票据的提前偿付,并将对公司业务、运营和财务造成重大影响。(葛春晖)

# 境内企业美元产业债初显估值洼地

□安信证券固定收益部 袁志辉

7月份股市下跌以来,市场风险偏好下降引发了大类资产配置领域的大幅调整,打新基金、银行理财等被动配置资金大规模从权益市场流向债券市场。与此同时,随着传统经济投资主体的融资需求下降,到期债务被低利率的地方债置换导致高收益资产减少,债券市场的短期供需均衡最终被打破。在配置压力主导下,债券收益率被拉低,先是7月份的信用债快速下行达到30—40bp,再是8月份的长期利率债下行20bp左右。

然而,截至9月初,信用债的利率已经下降到3到6个月期的银行理财成本线,考虑到理财利率在利率市场化推进过程中的刚性较强,在成本覆盖的综合考量下,信用债利率已经被压缩到极限。在信用债利率以及信用利差都下行不动的情况下,银行理财被迫靠中长期利率债的短期交

易收益以及杠杆息差收益来维持,但是当10年国债收益率下到接近3.3%、10年期国债收益率下到接近3.8%后,理财与商业银行综合负债成本的利差也已被压缩到极低。这意味着,目前传统债券市场已经开始面临高收益资产与低风险偏好资产配置压力的矛盾。在此背景下,鉴于内地企业海外发行美元债存在丰厚溢价,其估值洼地下的投资价值逐渐凸显。

金融危机后,主要发达经济体相继施行史无前例的量化宽松,资金、资产利率相继下降到过去两百年的历史低点。与此同时,我国经济进入债务冲顶阶段,央行货币政策维持稳健带动资产利率高位盘桓,明显的投资回报率差异,引导全球资金进入亚洲债券市场,尤其是境内企业在香港发行的美元债。从2014年开始,随着债务融资规模、非标等融资工具的监管趋严,国内融资渠道收紧,企业尤其是房地产企业发行美元债券规模飙升。截至2015

年8月末,内地企业美元债余额约3500亿美元,且发行速度不断加快,今年以来累计发行超过千亿美元,其中40%左右是房地产企业。

与A股和H股同权不同价一样,境内外债券市场同样存在明显的溢价。经过7月份前后交易所公司债估值的显著下行,同一债务人发行的美元债与境内公司债估值差异普遍超过200bp。以市场存量最大的房地产行业为例,一线城市的全国性房地产龙头企业境内外融资利率差异不大,但是二三线城市房地产企业美元债融资利率基本在10%以上,比境内发行的公司债利率高500bp左右。

境内外债券投资者的风险意识和风险偏好截然不同,由此给出的评级差异非常大。一般而言,境内信用评级虚高,而境外评级过于严格,美元债的溢价需要体现信用差异,同时,美元债流动性略差也影响了投资者的交易成本。综合而言,美元

债的高估值凸显了市场制度以及投资者结构的差异,但是对于境内的银行理财等配置机构而言,美元债的劣势影响并不大,一旦投资通道打通,目前配置压力极大的境内配置资金将获得制度性红利。超过200bp的溢价对于4.8%附近的理财成本而言,可以贡献相当显著的超额收益。

一个必须考虑的风险在于汇率波动。假如持有期内人民币兑美元的汇率累计贬值幅度超过美元债对境内债券的溢价率,跨境投资美元债是不划算的。但是随着国际经济格局的调整,我国贸易盈余已经趋势性回落,人民币兑美元汇率基本在均衡汇率附近,且美联储逐步进入加息周期,中短期内人民币兑美元汇率不存在继续大幅升值的基础。因此,在国内高收益资产稀缺的当下,跨境投资内地企业发行的美元债,对于被动配置资金而言是个很好的选择。(本文仅代表作者个人观点)

# 本周利率债发行额创逾7年新高

□本报记者 张勤峰

中国农业发展银行15日公告,定于9月18日利用中国人民银行债券发行系统增发该行2015年第五期10年期、第十二期7年期和第十二期5年期固定利率金融债券均不超过60亿元。按最新数据统计,本周已发及待发行的利率债超过4300亿元,刷新2008年以来的单周发行额纪录几无悬念。

农发行上述5年、7年和10年期金融债券,票面年利率分别为3.58%、4.18%、

3.97%,均为按年付息,起息日分别为今年的8月28日、5月4日、2月27日;此次增发发行缴款日均为9月22日,上市日均为9月24日,上市日分别同原债券合并交易。本次增发将采用单一价格中标方式;不设基本承销额。

据Wind统计,本周14日、15日银行间市场已发行国债、地方债、政策性金融债等各类利率债1992亿元;截至15日已公告的文件则显示,包括上述农发债在内,本周16至18日,待发的各类利率债还有2334.19亿元。此外,中国铁路总公司于15日发行了

150亿元铁路建设债券,该类债券被明确为政府支持机构债券,一般被视为准利率产品。即便不考虑铁道债,本周银行间市场已发和待发的利率债合计已达4326.19亿元,只要不出现大面积发行失败的极端情况,将超过6月8日至14日当周的3498.50亿元,创今年以来利率债单周发行额新纪录。

事实上,目前3498.50亿元这一数据,是仅次于2007年12月10日至16日、2007年8月27日至9月2日的历史上利率债第三高周发行额,后者因发行特别国债,导致周发行额超过6000亿元。可以说,本周将是利率债发行上创纪录的一周,而考虑到地方债定向发行数据公布的滞后性,实际发行额还可能高于4326.19亿元。

经过8月底的短暂休整,最近两周,国债、地方债、金融债频发,一级市场火力全开。Wind数据显示,上周利率债发行额即达2878.11亿元,远高于之前一周的412亿元。市场人士指出,目前待发地方债额度仍超过1.5万亿元,结合国债发行计划看,9至11月份仍将是利率债供给的高峰期。

## 利率低 认购高 国开债需求旺

年。据中债登公布,此次1至10年期国债中标收益率依次为2.4992%、3.2290%、3.4431%、3.7492%、3.7096%,分别低于二级市场利率6bp至19bp不等。中债到期收益率曲线上,14日待偿期为1年、3年、5年、7年和10年的国债国开债收益率估值分别为2.6883%、3.3170%、3.5404%、3.8142%、3.7951%。另据市场人士透露,上述国债全市场投标倍数均在3倍以上,其中,相对较低的7年和10年期品种分别为3.62倍、3.97倍,而1至5年品种分别达到

6.01倍、5.59倍、4.88倍。

发行利率低、投标倍数高,凸显出机构对国开债的旺盛需求及参与热情。值得一提的是,上周发行的四期国开债同样表现不俗,其中10年期品种获得6.43倍认购,创下今年以来长期利率债认购倍数的纪录。此次10年期国开债认购倍数虽有所下降,但考虑到发行人调高该品种发行量至90亿元,高于上周的70亿元及本周其他品种的30或40亿元,招标结果仍可圈可点。

市场人士指出,国开债被定位为开发

性金融机构,在政府致力于稳增长的情况下,获得各方面较大的支持力度,资信状况改善,机构认可度上升,债券交易流动性越来越好,加上相对政府债券的绝对收益优势,越发受到投资者的欢迎。2014年下半年以来,国开债与非国开金融债的利差逐渐由正转负,即显示出机构对国开债的态度转变。与此同时,国开债招标结果较好也表明当前配置需求依然较为坚挺,在市场风险偏好低落的情况下,利率债仍存在较强需求支撑。