

# 救急难救穷 资金紧张症结未解

□本报记者 张勤峰

继25日开展2670亿元中期借贷便利（MLF）操作后，央行于26日开展了1400亿元7天逆回购操作，因逆回购投放与到期规模此消彼长，当日公开市场操作实现净投放500亿元，虽较前几日大幅缩水，但仍保持了对金融机构的短期流动性支持。26日，短期货币市场利率出现止跌回升的势头，资金面明显好于前几日。

业内人士认为，央行以中期流动性投放替换频繁的大额逆回购交易，有望改善市场流动性预期，提升资金面的稳定性。伴随着央行持续净投放的累积效应显现，加上MLF到期及缴税影响基本消退，阶段性的流动性紧张可能已步入尾声，然而大额逆回购到期、节假日因素、营改增实施、债券市场波动等因素预计将延缓流动性回暖进度并限制资金价格回落空间。从更长时间来看，市场流动性预期已悄然出现变化，预防性资金需求回升与金融机构超储率中性偏低的矛盾，决定了未来流动性可能仍难免阶段性波动，5月缴税、6月季末考核则可能成为下一次流动性波澜的诱因。

## MLF为逆回购“减负”

央行于26日开展了1400亿元7天期逆回购操作，中标利率继续持稳于2.25%，交易量亦如预期的较前几次操作缩水。同时，26日，到期逆回购规模从上一日的300亿元增至900亿元。在逆回购投放与到期规模此消彼长的情况下，当日央行公开市场操作实现资金净投放500亿元，较上一日减少1000亿元，并创下最近5个交易日的最低。

市场人士指出，在央行再次开展MLF操作，以此延长投放资金的时效之后，继续滚动投放大额短期流动性的压力有所减轻，因此逆回购操作减量在意料之中。

央行于25日晚披露，当日对18家金融机构开展了MLF操作共2670亿元，其

## ■观点链接

### 中金公司：多因素致资金面偏紧

导致近期资金面偏紧的主要因素有：降准预期落空，货币政策转向谨慎；信用风险以及提前偿还等事件引发保险/基金的连环赎回，对流动性较好的资产形成冲击，也影响资金面；5月1日营改增即将落地，按照目前的规定，对买入返售（包括回购）征收增值税且无进项税可以抵扣，如无补充说明，营改增或将增加回购资金成本并加大摩擦，进一步引发市场尤其是杠杆型机构的担忧。

中3个月1010亿元、6个月1660亿元，利率与上期持平，分别为2.75%、2.85%。

市场人士认为，央行此举有为逆回购交易“减负”的意味。因上周央行连续开展大额7天逆回购操作，本周逆回购到期量将升至二季度以来最高。数据显示，上周（4月18日至4月22日）央行共开展8700亿元逆回购操作，全部为7天期，因此全部将在本周（4月23日至5月1日）到期，到期量将主要集中在27日至29日，分别为2500亿元、2600亿元和2400亿元。

交易员表示，在月底、小长假前夕且资金面本就偏紧的时点上，持续的大额逆回购到期亟需冲销，央行的选择无非两个，要么通过继续开展大额逆回购操作，将资金到期回笼的时点后延，要么通过其他的流动性投放工具予以对冲，例如MLF乃至降准等。

### 资金面有所好转

业内人士指出，因投放的流动性时效更长，MLF操作在弥补流动性供给缺口、稳定流动性预期，从而平抑流动性波动方面的效果往往比逆回购要强。伴随着央行持续净投放的累积效应显现，加上MLF到期及缴税影响基本消退，阶段性的流动性紧张可能已步入尾声。

4月以来，央行已先后三次开展MLF操作，此前的13日和18日，央行分别开展MLF操作2855亿元、1625亿元，期限包括91天和182天，利率水平保持稳定。在与月内5510亿元MLF到期回笼量轧差后，4月央行通过MLF操作实现资金投放1640亿元。在公开市场操作方面，截至4月26日，4月以来央行已累计开展7天逆回购操作16400亿元，剔除8550亿元到期回笼量之后，仍实现资金投放7850亿元。也即，4月至今，央行累计净投放资金接近9490亿元。而面对后半周大额逆回购集中到期，央行不可能无动于衷，公开市场操作保持适量的短期流动性投放仍是大概率事件，假设央行每日开展1000

### 国金证券：资金面预期悄然改变

上周公开市场操作净投放6800亿元，看似稳定了市场，但是短钱的投放不利市场对于资金面的预期。资金投放方式上，从去年频繁降准投放长钱，到如今MLF也成“奢望”，只能拿着过一天算一天的逆回购度日，资金面预期逐步恶化已是必然。

### 中投证券：营改增或降低流动性

由于新的增值税制对包括回购交易

亿元逆回购操作，4月份央行通过“逆回购+MLF”仍有望净投放资金5000亿元左右。交易员认为，在资金总量得到充实，并且MLF到期冲击及月度缴税均告一段落的情况下，资金面持续偏紧张的状况或现转机。

从货币市场利率走势上看，短端利率在连续上涨多日后终于出现了止升回落的迹象。Shibor方面，26日，隔夜Shibor 跌 0.9bp 至 2.036%，7天 Shibor 跌 0.1bp至2.341%，是过去8个交易日首次出现下跌。回购交易方面，昨日银行间质押式回购（存款类机构间行情）隔夜利率下行近6bp至2.01%，7天利率跌近10bp至2.34%。

据市场人士反映，昨日短期资金供给增多，资金面前几日好了很多。“MLF操作还是很给力的，另外，之前有消息称本月缴税延长至25日结束，可能跟缴税结束也有关系。”一位股份行交易员称。但这位交易员同时表示，月末前仍有大量逆回购到期，适逢“五一”小长假，短期资金面回暖的势头仍有赖于央行的呵护。

### 幡动 心也动

分析人士认为，大额逆回购到期、节假日因素、营改增实施、债券市场波动等因素可能会延缓流动性回暖进度并限制资金价格回落空间。进一步看，引发流动性频繁波动的症结并没有解决，这也为后续流动性再生事端埋下伏笔。

此次流动性紧张持续时间较长，即便央行大幅提高逆回购交易量，上周市场资金面仍持续偏紧，突出暴露了资金面的脆弱性。再往前看，去年底、今年1月中旬、2月春节前、2月下旬、3月中旬、3月底，资金面已多次出现短时紧张。市场参与者明显感受到，自去年底以来，流动性的稳定性下降，一些季节性或事件性因素对流动性的影响在加大。例如，在去年多数时候，缴税就几乎没有引起过流动性的较大波动。

分析认为，持续的外汇占款净减少，

收入、金融商品交易收入的进项税实际抵扣操作言之不详，可能会在正式实施之后降低货币市场和现券市场的流动性，特别是会影响现券交易户的活跃度，这有可能是利率市场的“黑天鹅”。不过，作为一般纳税人的银行类金融机构仍可以通过委外的方式，将资金交于公募基金等无须缴纳增值税的金融机构进行投资以避税，现券市场短冲击后或归于平静。但对回购市场而言，作为资金融出的主力机构，银行无论如何是无法将资金大规模进行委托管理的，货币市场流动性值得重点关注。

以及派生存款增多导致的超储消耗，使得金融机构超储率降至中性偏低水平，低超储率削弱了银行体系流动性的抗冲击能力，流动性稳定性因而下降。面对流动性先天不足的情况，央行的货币政策操作就成为影响流动性状况及市场预期的关键变量。无独有偶，去年底以来，央行货币政策操作策略悄然生变，市场对货币政策的预期也相应发生变化，这或许能解释一段时间以来流动性频繁出现波动的现象。

自去年底以来，央行货币政策操作更趋审慎。典型表现在，降准周期拉长，央行更加倚重“逆回购+MLF”来弥补流动性供给缺口，但央行投放的中短期流动性与外汇占款减少形成的长期流动性供给缺口有期限错配，难以形成稳定的流动性预期。

市场人士指出，去杠杆的政策导向、部分资产出现大幅涨价以及经济边际回暖、通胀预期再起，挤压了货币政策宽松的空间，央行货币政策操作正从大刀阔斧式放松回归相机抉择、灵活微调与定向调控的路径。市场对货币政策的乐观预期降温，对流动性的预期也不再那么乐观。

需要指出的是，市场情绪因素虽不可测但很重要。例如，去年超储率有时甚至低于2%，但流动性仍持续宽松，可能就因为市场对流动性预期很乐观，机构为提升资金使用收益，尽量减少了备付资金，大机构愿意出借更多的钱，而一旦流动性预期生变，为应对潜在的流动性风险，不光大机构出钱减少、中小机构借钱也可能增多，导致保持流动性平稳所需的备付规模将提高。

应该说，近一段时间流动性频繁出现紧张，既是流动性总量不足的反应，也是政策及预期趋谨慎的结果。往后看，预防性资金需求回升与金融机构超储率中性偏低的矛盾，决定了未来流动性可能仍难免阶段性波动，5月份的缴税、6月末的季度考核将是资金面需面对的两道坎。

### 华创证券：资金面的波动恐将持续

5月将再次面临缴税因素，6月则面临二季度末MPA考核等因素，资金面恐怕仍无法保持风平浪静；本周则需要关注公开市场8700亿元逆回购到期，一旦央行没有及时对冲，资金面可能会出现更大波动；即使央行采用货币政策工具进行了对冲，也只能起到补水效果，只能抑制资金利率上行，无法带动资金利率下行，对债券利率也就难以起到利多作用。（张勤峰 整理）

## 期债仍难回强势

用风险事件接二连三，信用债市场的寒风，预计也会对利率市场造成负面影响。整体而言，该机构认为，目前对债市利空仍在不断酝酿中，建议仍以防守为主。而平安证券则认为，本轮债市回调影响力度较大的因素在于资金成本。而在私人部门缺乏大幅盈利改善的情况下，长端无风险利率过高，与稳增长初衷矛盾。因此，目前债市表现仍可保持“短空长多”的看法，收益率继续上行的空间预计相对有限。

在期债的具体投资策略方面，宝城期货认为，短期市场情绪仍相对悲观，调整压力仍在，但另一方面市场整体低利率的环境仍未改变。考虑到10年期国债收益率目前已经接近3%关口，建议投资者可继续等待逢低轻仓买入的做多机会。信达期货也表示，在流动性预期前景仍偏负面的背景下，操作上建议关注期债超跌调整后的介入机会。

## “小试怡情”

限，建议投资者进一步控制仓位，短期谨慎为宜。

兴业证券指出，尽管经过了近期估值的大幅压缩，目前估值水平仍处于历史偏高的水平，出现这样的情况，主要因为三点：第一，股市牛市后期，市场预期仍然较强，如2008年、2010年转债估值均出现过较高的情况；第二，当前转债市场存量规模有限，待发行转债规模也不高；第三，债市收益率处于低位，赚钱也不容易，转债机会成本不高。

兴业证券认为，目前转债估值仍是相对偏高的，尽管过去一段时间估值压力有所消化，但股市如果不能出现明显的上涨，转债的机会仍相对有限。当然，过去一段时间以来一直是这样的行情，想参与的活，仍是反向操作为主，小赌怡情的模式为宜。

不过中信证券认为，虽然情绪与流动性因素对上周转债市场冲击较大，但目前转债估值内生压缩的空间已经不大，在上周市场如此疲弱的背景下转债估值也未见明显内生收敛，情绪与流动性的打压反而给予了部分个券较高的性价比，投资者可以适当博弈。

## 广西有色再现违约：5亿PPN未按期兑付

继“13桂有色PPN001”宣布违约后，广西有色金属集团有限公司（简称“广西有色”）再次出现债务违约，公司4月25日晚公告称，其2013年度第二期非公开定向债务融资工具（债券简称：13桂有色PPN002，债券代码：031390139）应于2016年4月23日到期兑付，公司由于连续亏损，并已进入破产重组程序，未能按期兑付本息。

此次广西有色宣布未能兑付的债券“13桂有色PPN002”发行总额为5亿元，票面利率为5.56%，期限为3年，到期兑付日为2016年4月23日，当前最新主体评级为BB，到期兑付利息将

按照破产法规定。

广西有色在公告中表示，2015年12月18日，公司以不能清偿到期债务且公司资产不足以清偿全部债务为由向南宁市中级人民法院提交破产重整申请，并于2015年12月23日收到（2015）南市破（预）第1号《广西壮族自治区南宁市中级人民法院民事裁定书》，法院正式受理公司破产重整申请。公司到期不能按期兑付“13桂有色PPN002”本息。

据悉，Wind数据显示，继“13桂有色PPN002”宣布违约后，广西有色所有已发行债券均已到期。（王姣）

## 春和集团信用等级再遭下调

4月26日，上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”）公告称，决定将春和集团有限公司（简称“春和集团”）的主体信用等级由BBB级下调至BB级，并继续列入负面观察名单，同时将春和集团2015年度第一期短期融资券（简称“15春和CP001”）债项信用等级由A-3级下调至B级。

新世纪评级称，其与春和集团多次沟通“15春和CP001”债券兑付资金来源，并要求其提供偿债安排，但截至本次公告日，仍未得到正式回复。目前春和集团经营现金流枯竭，在无外部有效支持的情况下，“15春和CP001”本息的到期偿付将面临较大的不确定性。

据悉，目前春和集团有两期

公募债存续，其中“15春和CP001”发行规模4亿元，期限1年，票面利率7.95%，将于2016年5月16日到期。

今年3月9日，春和集团公告称，公司本部及下属子公司部分贷款逾期欠息，截至目前公司共产生欠息约1047万元。为确保债券的正常兑付，公司拟出售下属公司的部分股权用于“15春和CP001”本息的兑付及逾期债务偿还，截至目前股权出售的谈判正在全力推进中。

随后的3月11日，新世纪评级决定将春和集团的主体信用等级由AA-级下调至BBB级，并列入负面观察名单，同时将“15春和CP001”债项信用等级由A-1级下调至A-3级。（王姣）

## 中城建被列入 下调信用评级观察名单

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）4月26日公告称，决定将中国城市建设控股集团有限公司（简称“中城建”）列入下调信用评级观察名单。

4月25日，中城建在其网站发布《中国城市建设控股集团内有限公司现状介绍及最终实际控制人变动的公告》。根据该公告，中城建已将部分工程类资产并入香港主板公众上市公司“中国城建集团股份有限公司”，股票代码HK00711，其他资产已全部由惠农投资基金持有。中国城市发展研究院有限公司持有中城建的股权已由100%降至1%，剩余99%股权则由惠农投资基金持有。另据2月4日的公告，中城建总经理、法定代表人、公司监

事及董事会成员均有变更。

联合资信认为，鉴于公司股权结构以及高管人员均发生重大变动，其对中国城建资产质量和后续经营发展可能产生不良影响，联合资信决定将中城建列入下调信用评级观察名单。观察期内，联合资信将密切关注上述事项的进展及中城建经营和财务变化情况，并与中城建保持沟通，以便全面分析并及时揭示上述事项对中城建以及存续期债券“11中城建MTN1”、“12中城建MTN1”、“12中城建MTN2”、“15中城建MTN001”、“15中城建MTN002”及“16中城建MTN001”信用水平可能带来的影响。（王姣）

## 人民币兑美元短期持稳

因隔夜美指回调，本周二（4月26日）人民币兑美元中间价大幅上调238基点，尽数收复周一跌幅。人民币兑美元即期汇率则持续稳定表现，在岸汇价收盘小升34基点，两地价差在120基点左右。市场人士指出，进入本周以来，市场的焦点都转向了美联储利率决议，在决议之前，预计市场交投仍将保持谨慎，短期内人民币兑美元汇率将延续稳定格局。

昨日境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.4882元，较上一交易日大幅上调238个基点，创3月8日以来最大增幅。此前人民币兑美元中间价连续三个交易日下调，累计下调541个基点。即期市场上，在

岸人民币兑美元随中间价高开，盘中最高触及6.4890元，最终收报6.4935元，较前一交易日涨34个基点。离岸人民币兑美元昨日波动更为明显，但总体围绕6.5一线博弈，截至北京时间4月26日16:30，离岸人民币汇率报6.5052元，微跌5个基点，两地价差约124个基点。

市场人士指出，美联储议息会议及其声明将在北京时间周四（4月28日）凌晨公布，目前各方仍倾向等待美联储议息决议后再选择方向，市场交投较为谨慎，主流预期普遍认为，实际议息结果预计不会对金融市场产生太大影响，美元指数大幅走升的概率不大，人民币汇率短期内仍将保持稳定态势。（王姣）

## 一级市场现回暖迹象 国开增发债中标利率走低

26日，MLF操作纾困资金面，现券收益率终见回调，在此背景下，国开行于26日上午招标的四期增发债券发行利率全线低于二级市场估值，显示一级市场亦有回暖迹象。市场人士指出，央行再施MLF令资金面出现转机，而近期债市收益率上行较多，对各种利空反应已较充分，债市快速调整阶段可能也已过去。

国开行昨日招标的四期增发债，均为固息债券，期限包括1年、3年、5年和7年。据市场人士透露，此次1年期债券中标收益率为2.7840%，投标倍数2.84，边际倍数5.66；3年期债券中标收益率3.0856%，投标倍数3.21，边

际倍数1.50；5年期债券中标收益率3.2884%，投标倍数2.95，边际倍数2.23；7年期债券中标收益率3.6041%，投标倍数3.14，边际倍数1.53。此次各期增发债中标收益率均低于二级市场利率，尤其是1至5年品种一二级利率差达7-10bp，认购倍数也较之前发行的政策债有所提高，总体显示市场需求在回暖。

据中债到期收益率曲线，25日银行间1至7年关键期限国开债收益率分别为2.8737%、3.1573%、3.3879%、3.6446%。

统计显示，由于时值月末，本周待发国债和政策性金融债约1300亿元，少于上一周的1874亿元。（张勤峰）

## 资金面压力缓解 期债仍难回强势

□本报记者 王辉

经过近几个交易日的持续震荡走软后，国债期货市场本周二（4月26日）在资金面压力明显缓解的背景下出现小幅反弹，利率债—二级市场也出现同步转暖。分析人士表示，虽然现货市场整体均暂时摆脱短期颓势，但在利率债市场交投情绪仍相对偏弱的环境下，短时间内期债市场预计仍难重回强势。

### 期债两品种双双回升

随着中国央行本周以来陆续进行中期借贷便利（MLF）操作及加大逆回购操作力度，此前持续偏紧的资金面在周二迅速转松，国债期货市场也暂时止住了近几个交易日的震荡下行步伐。

具体盘面方面，5年期期债主力合约TF1606早盘微幅低开，不过随即在低位

买盘的推动下快速攀升，并在午后进一步扩大涨幅。截至收盘，TF1606报100.585元，较前一交易日上涨0.21元或0.21%；当日TF1606持仓大幅减少2532手至15925手，成交10624手，与前一交易日基本持平。10年期国债期货主力合约T1606收报99.345元，涨0.27元或0.27%；T1606持仓当日也大幅减少3957手至26768手，成交较前一交易日放大约两成至17539手。整体来看，周二期债两品种均基本收复了周一下跌的失地，继续在年初以来的高位区间内保持横盘震荡格局。不过另一方面，目前国债期货5年及10年期合约的远月贴水状况，仍然还在延续。

交易员表示，央行在周一对18家金融机构开展2670亿元MLF操作之后，周二继续净投放500亿元，推动市场流动性在周二明显转松。而在资金面取得明显改善的同时，银行间债市—二级市场也同步回暖。国家开发银

行当日招标的新债招标结果整体向好，二级市场上利率债现券收益率也出现近期少有的较大幅度下行。不过从市场主流心态来看，目前多数市场人士仍认为，当前经济基本面仍处于复苏通道，货币政策也缺乏想象空间，债市短期预计仍缺乏持续走强动力。

### 市场分歧仍旧延续

在4月以来利率债市场整体阶段性震荡走弱的背景下，对于利率债市场后期的表现，目前主流机构观点普遍以中性偏谨慎为主。多数机构仍倾向于认为，短期市场调整压力可能还会持续一段时间。

海通证券本周表示，目前债市运行主要面临两大方面的不利因素。一方面，货币信贷驱动经济反弹，加剧通胀压力，正使得货币进一步宽松受限。而在缴税、缴准、MLF到期等因素影响下，4月银行超储率预计也将有所下行。另一方面，近期信

## 转债弱于正股 短期“小试怡情”

□本报记者 王姣

在近期“股债双杀”的格局下，转债市场表现同样不佳，部分个券表现远弱于正股。4月26日，转债（含可转债）涨少跌多，整体表现再次逊于正股。市场人士指出，尽管经过了近期估值的大幅压缩，目前转债整体估值水平仍处于历史偏高的水平，若A股市场延续弱势震荡，转债的机会仍相对有限，建议投资者短期内控制仓位，继续“小赌怡情”的模式为宜。

### 表现明显弱于正股

本周二，A股市场存量无量博弈行情特征明显，早盘几次冲高无量，午后股指略经调整后，尾盘震荡上扬，截至收盘，上证综指涨0.61%报2964.70点，深证成指涨1.02%报10209.9点，中小板指、创业板指分别涨0.93%、1.36%。两市成交额持续缩减，创半个月新低。

昨日转债市场亦随之震荡，存量个券涨少跌多，整体表现弱于正股。具体来看，转债方面，白云、电气、蓝标、三一转债分

别下跌1.50%、1.09%、0.48%、0.15%，对应正股则分别上涨0.41%、0.6%、1.81%、0.91%；可交换债方面，14宝钢EB、15国盛EB、15国资EB、15天集EB、15清控EB分别下跌1.67%、1.20%、0.79%、0.49%、0.23%，对应正股则分别上涨0.4%、0.19%、0.07%、1.15%、1.21%。此外，尽管格力、国贸、顺昌、汽模、歌尔等转债艰难翻红，但整体涨幅亦明显不及正股。

据中金公司的调查结果，大多数投资者认为，近期转债品种价格弹性变差的原因是“股市和正股缺乏趋势性”、“转债估值明显过高”。选择未来一个月转债估值中枢“小幅压缩”的投资者占绝大多数，占比44%。绝大多数投资者认为未来一个月转债指数表现将小幅震荡。

### 短期机会有限

市场人士指出，当前权益市场仍不稳定，而债市市场面临调整压力，流动性风险是否传导到转债市场还有待观察，就转债而言，目前整体估值水平仍相对偏高，且个券估值差异较大，投资机会相对有

## 山东债高于招标 下限18-23BP

□本报记者 王姣

4月26日，山东省、江苏省分别招标发行一批地方债，其中山东省四期债券为公开招标，中标利率高出投标下限13-23BP；江苏省八期债券为定向招标。至此，年内地方债已发行规模达18467.77亿元。

此次招标发行的2016年山东省一般债券（9-12期），期限分别为3年、5年、7年、10年，发行规模分别为138.08亿元、207.12亿元、207.12亿元、138.08亿元。据中国债券信息网数据，上述债券3至10年期招标区间分别为2.48-2.86%、2.71-3.12%、2.95-3.39%、2.92-3.36%。招标结果显示，山东省一般债券3至10年期中标利率分别为2.66%、2.94%、3.18%、3.15%，分别高于招标下限18BP、23BP、23BP、23BP。

此外，昨日江苏省定向承销发行的3年、5年、7年和10年债券，中标利率均分别为2.86%、3.12%、3.39%、3.36%。