

研究员：

陈丽丽

025-89655505

chenlili0385@163.com

月报要点：

1、4 月资金面前松后紧，公开市场操作频繁；

2、同业资产报价略有下行，高收益资产稀缺；

3、票据利率区间小幅震荡，整体相对稳定；

4、货币政策稳健灵活适度，利率呈区间波动；

一、4 月份市场情况回顾

1、公开市场概况

4 月央行在公开市场每日均开展 7 天逆回购操作，上半月操作规模较小，下半月随着资金面的收紧，央行明显加大投放力度。具体来看，全月共操作 20 次，总规模 19000 亿，利率均持平于 2.25%。另外，为了应对下半月的流动性压力，央行分别于 13 日、18 日和 25 日开展 MLF 操作，总规模 7150 亿，其中 3 个月 3115 亿、6 个月 4035 亿，利率分别为 2.75% 和 2.85%，均与前期持平。结合逆回购及 MLF 到期，4 月份央行总体向市场净投放 5645 亿。

2、本币资金面

(1) 4 月资金面简评

4 月资金面整体前松后紧。月初市场流动性充裕，政策行、大行及股份制行均融出积极，需求集中在短期品种，日间隔夜减点卖盘几乎一直持续不断。临近月中，宽松态势逐渐收敛，向着均衡的方向发展。进入下半月以后市场明显收紧，季度财政缴税从银行间抽离了大量资金，加上 5510 亿的 MLF 到期，市场面临万亿规模的流动性缺口。央行及时通过公开市场操作+MLF 的方式不断向市场投放资金，对资金面的呵护态度明确。最终在央行的连续投放下，市场在月末最后一周重回宽松态势。

(2) 质押式回购

回购利率跟随资金面的波动有所反复，月初迅速回落，下半月伴随市场收紧以及即将执行“营改增”的影响，各期限明显上行，随着月末市场恢复宽松，利率又再度下行。全月来看，各期限利率较 3 月末均有大幅下行。隔夜降 10BP 至 2.1%，7 天降 34BP 至 2.51%。14 天到 1 个月降幅均超 100BP，14 天下行 113BP 至 2.81%，21 天下行 102BP 至 2.98%，1 个月下行 119BP

至 2.94%。2 个月降 88BP 至 2.95%，3 个月微降 8BP 至 2.98%。更长期限交投清淡，多成交在 3.0%-3.2%之间。

(3) 同业存款

4 月，存放市场经历了月初宽松，下旬转紧，月末重回宽松的波动行情。月初，市场转松，各期限资金较三月末均有不同幅度的下行，其中 7 天品种成交在 2.3%附近，14 天成交在 2.5%左右，一个月成交在 2.7%左右；长期品种回落 5-10BP，三个月品种成交在 2.8-2.9%，一年期成交在 2.95-3.0%。进入下旬，受到 MLF 集中到期、季度缴税等多重因素的影响，存放市场骤然收紧，各期限资金均供不应求，跨月资金跳涨至 3.0%以上。月末最后几天，资金面重回宽松，利率回落，7 天回落至 2.4%左右，14 天下行至 2.65%-2.7%。3 个月以上资金价格保持稳定，但成交清淡。其中，3 个月至 9 个月各期限基本成交在 2.9%-2.95%之间，1 年成交在 3.1%左右。

短期资产方面，月初由于资金面持续宽松，短期资产价格迅速回落，与同期限资金利差逐日缩窄，货币基金大多在 2.8%以内，一个月的非保理财和信托池产品大多报在 3.2-3.4%，相比三月末的 4.0-4.2%，已下降 80bp。下旬，资金面转紧，相较资金价格的飙涨，月内到期的超短期资产价格未见明显上行，活期和 7 天品种的非保理财均发在 2.4%，跨月的 14 天以上品种上行幅度有限，在 3.0-3.2%，与同期限资金价格基本持平；信托池一个月品种大多在 3.4-3.5%，与同期限资金利差较窄。月末最后几天，短期理财价格跳涨，跨月末的短期品种跳升至 3.4 附近，由于机构普遍没有月末规模限制，对高收益的短期产品争夺异常激烈，呈现额度难求的局面。

3、同业存单

4 月份存单市场整体表现较为弱势，上半月在较宽松的资金面下，投资热情尚可。随着资金的转紧，认购需求越发疲弱。具体来看，全月共发行存单 1092 只，计划发行量 9717.9 亿，实际发行 8408 亿，认购率约 86.5%。利率方面，1 个月品种先下后上，其他期限全月均缓慢上行。至月末，股份制银行 1 个月发在 2.8%，与 3 月末持平，3 个月上行 15BP 至 2.95%，6 个月上行 12BP 至 2.97%，1 年上行 8BP 至 3.0%。

4、同业资产

4 月资产方面报价较上月略有下行，本月同业资产的报价主要如下：保本理财 1Y 期在 3.6%，非保本理财 6M 在 3.7%，1Y 在 3.8%-4.1%；1Y 期协议存款在 3.9%；福费廷资产 6M 在 3.5%；银行类 ABS 优先级一年以内在 3.5%-3.9%，2 年以内在 4.2%；企业类 ABS 评级 AAA 的 1Y 期在 3.8%-4.3%，2Y 期在 4.0-6.0%，企业类 ABS 评级 AA+ 的 1Y 期在 5.0%-6.0%，2Y 期在 6%-7%。信托池类资产 6M 在 4.7%，1Y 期在 5.0%-5.4%。

5、票据资产

总体来说，除月末最后一周的短期快速下跌外，4 月份票据价格基本处于相对稳定的区间。4 月大部分时间，受资金面趋紧的影响，加上机构收票谨慎，票据价格不断小幅波动，稳中有涨。大部分时间，纸质银票买断价格在 3.3%-3.5% 区间波动，电银买断利率在 3.2-3.25% 区间波动。至 4 月末最后一周，票据市场走出一波震荡走势，其中 4 月 25 日-26 日票据市场较上周呈现微幅上行，其中纸质银票综合报价 3.47%，电票综合报价 3.25%，较前一周均微幅上涨，主要是受月末资金面相对不宽松影响。到 4 月 27-28 日，票据市场价格走势有点出人意料，纸质银票综合报价 3.05%，电票综合报价 2.85%，跌幅约 40 个 BP；主要原因是月末央行公开市场操作充足导致资金泛滥，且部分机构在 4 月末信贷额度未用足，因此在月末几天内用电票撑规模据市场上涌现大量买盘，包括工行、农行、平安等大行也在市场上大量收电票，因此打压价格迅速下行。但短期非正常走势不可持续，预计到 5 月初票据价格反弹将是大概率。到月末最后一天已有体现，4 月 29 日纸质银票市场报价稀少，个别机构报价在 3.1%，电票综合报价也在 3.1%，较此前两个交易日已明显反弹。

6、债券市场

4 月份债券市场跌宕起伏，前期大幅上行，至月底略有回调。各种利空因素持续发酵，主要包括以下几点：一是一级供给压力加大，认购情绪较弱，招标结果多高于预期和二级市场利率；二是经济数据短期企稳，市场预期发生微妙变化；三是信用风险事件频发，波及央企和地方国企，市场信心受损；四是营改增加重了税收负担，机构预期货币市场利率上行、国债金融债利差走扩；五是下半月资金面的收紧更令债市雪上加霜，市场情绪异常悲观。

具体来看，除了 10 年国债较稳定外，其他各期限的国债金融债都走出了一波 20-40BP 大幅上行的行情，随着最后一周资金面重回宽松，月末几天各期限利率较最高点回落了 2-10BP。全月来看，3 年国债涨 24BP 至 2.54%，5 年国债涨 28BP 至 2.73%，7 年国债涨 20BP 至 2.97%，10 国债涨 3BP 至 2.8965%。3 年国开涨 39BP 至 3.1%，5 年国开涨 34BP 至 3.305%，10 年国开涨 6BP 至 3.42%。利率互换全月持续上行，月末 Repo1 年收于 2.67%，涨 36BP；Repo5 年收于 2.99%，涨 38BP。国债期货下跌。五年主力合约 TF1606 收于 100.6，月跌幅 0.41%；十年主力合约 T1606 收于 99.515，月跌幅 0.29%。

7、外汇及衍生

4 月份，美欧日央行均维持既有货币政策不变。美联储维持利率在 0.25%-0.5% 不变，符合市场预期，并将维持再投资政策，营造宽松的货币政策环境。声明中值得关注：1. 删除了关于全球形势对美国前景构成风险的内容；2. 在承认美国经济放缓以及肯定就业市场不断改善的基础上指出通胀仍然低迷，并指出通胀指标依然是未来升息的关键。美联储并未对未来加息有强烈暗示，目前市场对下次加息时点为 9 月份的呼声较高。此外，美国于本月公布的经济数据好坏不一，最新的第一季 GDP 数据疲弱，显示继今年一季度经济放缓之后可能不会在二季度强劲反弹，低通胀的困局短期内打破的难度较大。令人意外的是，欧日央行本月均没有加码量化宽松，

但对于欧元区和日本未来的经济前景仍然认为有下行风险。三大央行的货币政策导致本月大多数非美货币出现上涨，尤其是日元，而美元遭受重挫，同时美国疲弱的经济数据支持了美联储对于加息的谨慎立场，也拖累美元走低。美元指数全月维持弱势区间震荡，月末报在 93.087，全月下跌 1.41%。10 年期美债收益率月内震荡上行，全月涨幅 4.7bp，报 1.821%。受助于美元走软，原油和黄金在 4 月迎来大涨，原油本月暴涨逾 19%，为一年来最大单月涨幅，美国原油报 45.92 美元，布兰特原油报 48.13 美元，纽约黄金期货 4 月累计上涨 4.4%，收在 1290.50 美元/盎司，创 15 个月收盘新高。

4 月境内美元拆借市场资金面不宽松，由于跨月逼近，市场紧张情绪持续升温，平盘需求火爆，大行融出谨慎。目前仍然是以短期限流动性需求为主，隔夜资金交投频繁，多成交在 0.40-0.45。1w 在 0.50 左右，2w 融出 0.60，融入 0.55。中长端美元价格保持稳定，需求旺盛，但融出较少，1s 报 0.70 双边，2s 报 0.80-0.85，3s 报 0.95-1.00，6 个月及以上期限资金成交清淡，6 个月报 1.3 左右，一年 1.65 以上融出。

汇市方面，人民币兑美元中间价本月升值 23 个点，报在 6.4589，即期贬值 179 个点报 6.4855。一年期掉期升水报 705bp，全月扩大 50bp，1 年期 USD/RMB NDF 报 6.6610，月贬值 330bp，香港 CNH 即期收报 6.4905，月贬值 190bp。本月由于美欧日三大央行的货币政策均选择按兵不动，同时美国经济数据较为疲弱，使得美元指数周期性见顶。欧元、日元等非美货币大涨明显打压美元指数，间接提振了人民币兑美元汇率，同时也压低了人民币兑一篮子汇率指数。此外，月内公布的国内经济数据均反映经济基本面边际改善对汇市构成一定支撑。展望后市，结合欧日央行负利率的现状，以及美国经济复苏势头尚不稳健，全球经济仍然存在很大不确定性的情况，美国加息节奏大概率会较为缓慢，依然维持短期内美元指数以震荡偏弱走势为主且的判断。而由于国内经济尚在筑底阶段，人民币短期内并没有大幅升值的基础，预计汇率仍将继续维持稳定。长期来看，海外央行货币政策的不确定性值得关注，负利率之下，欧元、日元升值显示全球避险情绪增加，尽管美联储在 6 月加息的可能性不大，但下半年至少加息一次的预期仍然不变，一旦加息势必影响全球金融市场，未来需要警惕油价和弱势美元对美国通胀预期的影响，年内人民币汇率宽幅波动是大概率事件，国内经济是否稳固改善仍是人民币汇率走向的关键性因素。

8、宏观新闻

(1) 3 月外储由降转升，汇率短期继续持稳

3 月份中国外汇储备环比增长 102.59 亿美元至 32125.8 亿美元，强于市场预期的 31960 亿美元，2 月末为 32023 亿美元，是 2015 年 11 月以来首次回升。同时，3 月末以 SDR 计值的外汇储备规模为 2.28 万亿 SDR，这是中国首次以国际货币基金组织（IMF）储备货币单位 SDR 计值公布外汇储备规模。中国 3 月末黄金储备增加 29 万盎司，至 5779 万盎司，创至少 8 个月以来最小增幅。兴业银行兼华福证券首席经济学家鲁政委表示，3 月外汇储备的增加，估计与

贬值趋势暂缓、市场主体选择减少购汇、国有企业将外汇调回国内使用，以及货币互换增加当期储备等因素有关。

在美元指数继续震荡走弱的同时，中国短期经济数据改善，人民币汇率基本稳定，加之宏观审慎管理等措施继续发挥作用，市场预计 4 月外汇占款数据将继续改善。近日的美联储议息会议决定暂不加息，美元或将继续震荡走弱，加之中国短期经济数据改善，短期内人民币汇率将继续保持相对稳定。

(2) 3 月 CPI 同比上升 2.3% 不及预期，PPI 环比两年来首升

2016 年 3 月份全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据显示，CPI 环比下降 0.4%，同比上涨 2.3%；PPI 环比上涨 0.5%，同比下降 4.3%。对此国家统计局城市司高级统计师余秋梅进行了数据解读：

首先 CPI 环比下降，同比涨幅与上月相同。从环比看，3 月份 CPI 环比下降 0.4%，主要是受鲜活食品和部分服务项目价格回落的影响。一是春节过后鲜活食品价格有所回落；二是春节假日影响消退；三是务工人员陆续返城，春节期间涨价的部分服务价格有所回落。从同比看，3 月份 CPI 同比涨幅与上月相同，部分分类涨幅较高。前期全国低温寒潮影响了鲜菜的生长，与去年 3 月相比市场供应相对不足，鲜菜价格同比上涨较多，涨幅达 35.8%，影响 CPI 上涨约 0.92 个百分点。由于前期猪肉价格长时间低迷，养猪场户积极性受挫，导致生猪存栏下降，生猪产能处于近年低位，市场供应偏紧，猪肉价格同比上涨 28.4%，影响 CPI 上涨约 0.64 个百分点。

其次 PPI 环比由降转升，同比降幅继续收窄。3 月份，全国工业生产者出厂价格环比由降转升，比上月上涨 0.5%，是 2014 年 1 月份以来的首次上涨。本月环比变动有如下特点：一是部分工业行业价格涨幅扩大，其中黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工价格环比分别上涨 4.9% 和 2.3%，涨幅比上月分别扩大 4.4 和 2.2 个百分点；二是部分工业行业价格止跌回升，其中石油和天然气开采、黑色金属矿采选、化学原料和化学制品制造价格环比由上月下降转为本月分别上涨 9.9%、3.6% 和 0.9%；三是石油加工价格环比下降 0.2%，降幅比上月收窄 3.7 个百分点。

(3) 4 月 PMI 指数较上月小幅回落，仍处于扩张区间走势平稳

4 月份，中国制造业 PMI 为 50.1%，比上月微落 0.1 个百分点，与去年同期持平，低于 50.3% 的预期值，但仍处于扩张区间，走势平稳。主要特点有：一是内外需求仍处于改善区间，企业生产平稳增长。需求方面，新订单指数为 51.0%，虽比上月回落 0.4 个百分点，但仍连续两个月位于临界点以上，且为去年以来的次高点。新出口订单指数比上月回落 0.1%，至 50.1%，但明显高于 2015 年下半年约 47% 的平均水平。两大需求指数虽都有小幅回落，但都处于荣枯线以上，表明内外需求仍处于改善区间。同时，受投资回升、房地产回暖以及基础设施建设加快推进等因素影响，制造业生产连续扩张。生产指数为 52.2%，比上月微落 0.1 个百分点，但

高于一季度均值 0.9 个百分点，制造业企业生产平稳增长。二是原材料价格指数持续回升，企业库存继续下降。由于近期市场预期向好，原材料采购价格进一步回升。主要原材料购进价格指数为 57.6%，比上月上升 2.3 个百分点，为近两年新高。而企业两大库存指数则双双下滑，原材料库存指数从 3 月的 48.2% 下降至 47.4%，产成品库存指数从 3 月的 46% 下降至 45.5%。三是中型企业经营状况改善，小企业经营难度较大。分企业规模看，大型企业 PMI 为 51.0%，比上月回落 0.5 个百分点，继续处于扩张区间；中型企业 PMI 为 50.0%，比上月上升 0.9 个百分点，位于临界点；小型企业 PMI 为 46.9%，比上月下降 1.2 个百分点，持续低于临界点，小型企业生产经营困难依然较大。

中国非制造业商务活动指数为 53.5%，比上月小幅回落 0.3 个百分点，微高于去年同期，继续高于临界点，表明我国非制造业继续保持增长态势，但增速略有减缓。一方面服务业商务活动指数为 52.5%，比上月回落 0.6 个百分点，业务总量增速有所放缓。服务业新订单指数为 48.4%，比上月下降 2.4 个百分点，表明服务业市场需求有所下降；二是房地产相关行业继续改善。其中建筑业新订单指数为 50.0%，比上月回落 0.5 个百分点，位于临界点。建筑业商务活动指数为 59.4%，比上月上升 1.4 个百分点，连续两个月回升，企业在施工黄金季节生产活动进一步加快。建筑业业务活动预期指数为 66.7%，比上月上升 3.0 个百分点，升至新高，表明企业对未来市场信心较强。

(4) 央行在全国实施全口径跨境融资宏观审慎管理

中国人民银行决定，自 2016 年 5 月 3 日起，将本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点扩大至全国范围内的金融机构和企业。对金融机构和企业，中国人民银行和国家外汇管理局不实行外债事前审批，而是由金融机构和企业在其资本或净资产挂钩的跨境融资上限内，自主开展本外币跨境融资。

2016 年 1 月 22 日，中国人民银行发布《中国人民银行关于扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点的通知》（银发〔2016〕18 号），决定自 2016 年 1 月 25 日起，面向 27 家金融机构和注册在上海、天津、广州、福建四个自贸区的企业扩大本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点。试点期间，多家企业和金融机构在全口径跨境融资宏观审慎管理框架下开展跨境融资业务，丰富了市场主体的融资渠道，降低了融资成本，取得了较好效果，积累了可复制可推广的经验，扩大试点的条件已经成熟。全口径跨境融资宏观审慎管理推广至全国范围后，中国人民银行可根据宏观调控需要和宏观审慎评估（MPA）的结果设置并调节相关参数，对金融机构和企业的跨境融资进行逆周期调节，使跨境融资水平与宏观经济热度、整体偿债能力和国际收支状况相适应，控制杠杆率和货币错配风险，有效防范系统性金融风险。

二、货币环境展望

后市方面，五月上半月资金面不会面临明显压力，有望保持一段时间的平稳宽松。加上财政部明确质押式买入返售金融商品和持有政策性金融债不纳入增值税征收范围，消除了机构之

前的担忧。偏宽松的资金面叠加市场情绪的修复，上半月资金利率有望有所回落。进入下半月以后，市场将面临 2015 年度企业所得税的汇算清缴，届时还将对资金面造成不小的压力。而进入 6 个月之后，第二次 MPA 的考核将使市场再次面临考验，届时利率将易上难下。故我们认为五月上半月是二季度中配置长期负债较良好的时点。

货币政策方面，从央行近期的操作来看，其维稳资金面的态度依然非常明确。但是在操作方式的选择上保持谨慎，更多是被动的补水，而非主动的放水。当前经济出现一定复苏迹象，进一步放松货币政策的必要性下降。同时央行降低金融机构杠杆的目标不变，也会避免过度宽松对此造成负面影响。故预计短期内，在经济未滑出合理区间时，央行将维持当前稳健中性的操作思路，在保持资金面不紧张的前提下，不会进一步释放流动性。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何改变，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行金融同业部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。