

净回笼无碍资金面宽松

全面降准时间窗口尚未开启

□本报记者 王辉

央行周四(8日)开展了600亿元28天期正回购交易，本周央行公开市场操作因此实现资金净回笼600亿元。从货币市场情况看，公开市场净回笼对市场资金面影响甚微，各期限资金利率基本稳定。市场人士指出，当前公开市场操作已能够满足维持资金面适度宽松的调控需求，现阶段全面降准尚无迫切必要。

净回笼再现 资金面平稳

周四，央行在公开市场开展了600亿元28天期正回购操作，期限、规模均与周二操作无异，中标利率也持平于4%。由于本周有600亿元正回购到期，在周二、周四两次操作后，若无其他操作，则本周央行公开市场操作将实现资金净回笼600亿元。上周，因“五一”小长假因素，央行在公开市场净投放资金910亿元。

市场人士表示，经过“五一”节前单周资金净投放之后，本周公开市场重新恢复小幅资金净回笼符合各方预期，市场资金面整体宽裕态势仍在持续。数据显示，周四银行间货币市场利率整体持稳。其中隔夜质押式回购加权平均利率跌15基点至2.22%，主流7



天期质押式回购加权平均利率小涨10基点至3.20%。1个月以内(含1个月)的回购利率全部保持在4%以下的相对低位运行。

全面宽松时机未至

在近阶段实体经济增长态势持续偏弱的背景下，货币政策是否放松一直是债券市场的热点话题，而在近日央行公布一季度货币政策执行报告后，相关讨论更是迅速升温，央行是否可能全面降准成为各方争论的焦点。

国泰君安证券、中信证券发布的点评报告均认为，全面降准的时间窗口已经出现。其中国泰君安指出，央行调降部分涉农机构存准率是货币政策出现转折的重要标志，全面降调存准率的条件正在形成。中信证券进一步指出，央行在报告提出了“灵活运用”公开市场操作、存款准备金率等工具，而之前几期货币政策执行报告用的一直是“合理运用”；由于这一提法在过去几年中仅出现过五次，而这几个季度恰好都是降准时期，因此定向降准

转为全面降准可能性大增。

不过，市场上不乏不同的声音。中金公司固定收益分析师就指出，央行对流动性工具的运用由“合理”改为“灵活”，4月份对县域农村金融机构进行了定向降准，已经体现了“灵活”。如果未来央行要对非银行金融机构对银行金融机构的同业存款追缴法定，考虑到对流动性的冲击较大，那么央行可能会考虑相应调整法定存款准备金率进行对冲，但这种灵活操作将不是大幅宽松货币政策的体现。

国海证券亦指出，“保持定力，主动作为”、“保持货币市场稳定”等新提法暗示着央行今年流动性管理的主动性明显增强，真正降息、降准全面放松的可能性不大，未来预计仍只对重

点领域定点定向宽松。

可以说，当前市场围绕货币政策基调以及调控方式方法存在很大分歧。有资深债券交易员表示，结合货币市场利率和国债期货等前瞻性指标来看，即便没有全面降准，市场也已经充分反映和预期到了流动性将在未来相当长一段时间内保持宽松状态。考虑到管理层去杠杆、去产能的宏观调控思路，如果后期实体经济不出现较剧烈的失速，则货币政策预计很难出现全面宽松。

多因素掣肘货币政策全面放松

□中债信用增进公司 赵巍华

今年以来经济增长疲弱，一季度货币供应量同比增速和社会融资总量等数据也低于预期，整体上企业融资难和融资成本高企的情况并无实质好转。基于此，市场机构等对货币政策放松的预期或呼吁此起彼伏。然而，未来很长一段时期内我国都将处于经济增速换挡期、经济结构调整期和前期刺激政策消化期，货币政策的放松更多旨在为经济托底，并促进经济结构调整和转型。货币政策全面放松存在诸多掣肘，短期内几无可能。

首先，由于大量预算软约束主体的存在，当前货币政策基本没有全面放松的可能性。虽然从各国历史经验和一般逻辑看，解决债务压力过高需要一个较长的去杠杆进程，而过程平稳的去杠杆一定伴随着十分宽松的货币环境，比如2009年至今的美国。但遗憾的是宽松的货币环境是平稳去杠

杆的必要条件而非充分条件，要达成充分条件需要另一个前提条件，即，市场上不存在大量预算软约束的非市场主体。这类主体会利用宽松的货币环境继续增加杠杆，而非平稳去杠杆。在中央财政政策特别是地方支出政策比较积极的情况下，货币政策实际上是避免债务过快堆积的一条“缰绳”。若不具备消除或有效控制软约束主体的前提条件，一旦全面放松货币政策，则投资欲望强烈的软约束主体会利用宽松的流动性大快朵颐，将大幅推升已过高的房价泡沫和显隐性通货膨胀，并将目前本已很高的债务堆积到更加不可持续的地步。由于目前国内新增投资的回报率趋于下降，大量低效新债务的堆积将大大加剧我国发生债务危机的风险，并使得过于依赖投资的粗放式经济增长模式卷土重来，从而可能中断刚刚取得初步进展的经济结构调整。

其次，货币政策全面放松可能进一

步吹大地产等资产泡沫，并增加中期资本外流和汇率贬值压力。货币政策全面放松，虽有望在短期内显著推升经济增长，但意味着经济转型的停滞、中期经济增长前景的恶化和资产价格泡沫继续膨胀，加剧中长期的资本外流、汇率贬值压力和资产泡沫破裂风险。特别是全面宽松的货币政策配合本就积极的财政政策，容易导致国内总需求的快速膨胀。由于我国储蓄率处于中长期下跌通道，因此总需求的膨胀会恶化经常项目下收支，甚至导致持续的贸易逆差，从而将经济内部失衡传导至国际收支上的外部失衡。在经济前景中期偏空的情况下，这会进一步推动资本项下的资金流出。一旦经常项目和金融项目出现双逆差，资本外流和人民币贬值互相促进的恶性循环就可能启动，那就意味着国内流动性环境将收紧，不仅对冲掉了部分宽松货币政策的效果，还可能快速刺破国内的资产泡沫。到那时货币政策的选择空间就十分有限了，所以全面放

松的短期收益远小于长期成本。

最后，经济增速的换挡期和经济结构转型是长期的过程，目前可能才刚刚开始，决策层势必要节约有限的政策“弹药”。由于人口老龄化、全要素增长率放慢以及投资回报率下降等因素影响，经济潜在增速下行具有一定长期性。要对冲潜在经济增速的下行得靠改革，释放制度红利，而不可能靠短期性的货币宽松。另外在经济增速下行时期，各项经济数据自然成疲弱的下滑态势，这时货币政策需谨慎，宜节约政策子弹，重在起到托底作用、避免经济快速大幅下滑，而非通过全面宽松创造短期性的虚假繁荣。此外，目前尚在前期刺激政策消化期，此时出台全面宽松无疑会让形势更加复杂化。

总的来说，现在处于经济增速换挡期，很多思路不能因循之前经济节奏高的繁荣时期，货币政策全面放松尚缺乏很多条件，短期内几无可能。

构的优化。

光大证券：
结构性宽松趋势未改

在一季度货币政策执行报告中，央行认为一季度货币总量增长进度快于往年正常水平，预示着短期全面降准概率不大，并且央行认为全年M2增长13%的预期目标可以达到。但我们认为，今年M2增速目标仍面临很大压力。除信贷资产继续扩张外，今年新增外汇占款和非标资产均面临新增规模回落、增速放缓趋势。我们预测，全年新增外汇占款规模在1.65-2.1万亿元，非标资产新增规模将低于1.5万亿元，信贷新增9.7-9.9万亿元。因此，如果要实现13%的目标，央行未来需要加快信贷投放或加大基础货币投放。我们认为，包括定向降准、放松货币存贷比、逆

回购、加强政策性金融作用、资产证券化、高级资本管理办法和优先股发行等等提高银行信贷投放能力的政策未来仍可期，其中部分政策已经推出。

国海证券：
货币政策转向中性偏松

结合央行一季度货币政策执行报告来看，货币政策基调已转向中性偏松。央行提到“着力降低棚户区改造等重点领域和‘三农’、小微企业等薄弱环节的融资成本”，显示央行对实体经济的支持力度开始从货币数量扩展到资金价格上，支持范围也逐步扩大，货币政策基调已经转向中性偏松。预计在经济企稳回升之后，资金面将面对长时宽松，央行未来对重点领域定向宽松的可能性较大。而“保持定力，主动作为”、保持货币市场稳定”

等新提法则暗示着央行今年流动性管理的主动性明显增强，虽然降息降准全面放松的可能性不大，但资金利率波动性也将大幅减弱。

中信建投证券：
短期难见总量宽松

“总量稳定，结构优化”的政策取向，意味着货币政策中性立场不变，央行持续进行的正回购操作也表明了态度；短期不会有整体性的降准或降息等总量宽松政策退出；只能是定向的结构性松动，其中除前期国务院常务会议提出的定向流动性支持政策之外，央行也着重强调了新设信贷政策支持再贷款，包括支农再贷款和支小再贷款，通过优惠利率降低实体经济融资成本，缓解“三农”、小微企业的融资难、融资贵”问题。(张勤峰 整理)

农行今发20亿同业存单

公告显示，农业银行定于5月9日发行该行今年第002期同业存单。本期同业存单期限3个月，计划发行20亿元。

据公告显示，本期同业存单面值100元，息票类型为零息，将采用招标方式发行，标的为价格。本期同业存单单期息率为5月12日，到期兑付日为8月12日；发行日为5月9日，发行开始时间10:00，发行结束时间11:00。此次招标设定的最低投标价为98.8785元，最高投标价为98.9525元，投标步长为0.0010元。

标准普尔给予中国农业银行的主体信用评级为A。

目前，同业存单首批10家试点发行银行均已披露2014年的发行额度。其中，中行、工行、建行、中信、兴业、浦发各为1000亿元，招行、交行各800亿元，农行、国开行各500亿元。(张勤峰)

贸易数据好于预期

人民币即期汇率升破6.23

□本报记者 葛春晖

价快速回升至上日收盘价上方，之后围绕6.23一线展开震荡。截至收盘，该期价报6.2280，较上日收盘上涨63基点或0.10%，较当日中间价仍低723基点或1.17%。

海关总署公布的数据显示，4月份我国出口同比增长0.9%，进口同比增长0.8%，市场预期中值分别为下降1.7%和下降2.3%；当月贸易顺差184.5亿美元，亦高于预期的139亿美元。市场人士表示，4月进出口增幅虽弱但仍好于预期，表明外贸企业已经出现企稳迹象，未来外贸形势有望持续改善并为人民币升值提供支撑，因此近期市场上看空人民币的情绪得到改善，推动昨日人民币汇率短期将维持弱势震荡走势。

在隔夜美元指数小幅反弹后，8日早上公布的人民币兑美元汇率中间价较上一日小幅回落15基点，报6.1557。

受此影响，当日人民币兑美元即期汇率低开22基点于6.2365，早盘最低探至6.2390，但随着贸易数据公布，该汇

示，4月份外贸好转无疑与人民币阶段性贬值相关，未来出口若想继续恢复，可能仍需弱势人民币的支撑，因此人民币自此重现升值趋势的概率较小。

有分析人士指出，从汇率表现看，4月下旬以来中间价跟随美元指数波动、总体表现稳定，即期外汇市场也鲜见央行干预迹象，因此当前即期汇价波动主要源自市场因素。而短期来看，市场多空因素交织，一方面，贸易形势转暖对人民币形成支撑；另一方面，房地产行业疲软以及到期信托贷款面临再融资压力，增加了国内经济进一步放缓的风险，5月份外企分红购汇高峰也令人民币承压。综合而言，预计短期内人民币汇率将维持弱势震荡、双向波动走势。

期债主力合约升破93元关口

创逾两个月新高

□本报记者 葛春晖

交易日上升。

昨日银行间市场流动性保持宽松，3个月Shibor利率跌至年内新低5.40%。现券方面，银行间市场国债收益率多数下行，最便宜可交割券(CTD券)13附息国债08收益率微跌0.002%。当日报价13附息国债08收益率为98.856%，较上日上涨0.16%。

分析人士指出，目前资金环境较为宽松，期债合约在突破前期压力线后，仍有震荡走强；不过，市场普遍认为当前货币政策全面放松概率较小，利率债收益率下行幅度或将受限，期债合约上涨空间亦有待观察。操作策略方面，业内人士建议，前期多单可继续持有，但短期追高则需谨慎。

配置热情高烧不退

固息农发债中标利率显著走低

□本报记者 葛春晖

10月1日、4月24日、3月21日，3年期品种的起息日为5月14日。

据中债网和交易员透露的信息，本次1年期增发债中标收益率为4.4880%，2年期增发债中标收益率4.7923%，3年期新发债中标利率4.83%，三期债券中标结果均低于预期约7BP；5年期增发债中标收益率为4.9282%，低于预期约8BP。

农发行昨日招标的为该行2014年第22期5年期、第29期1年期、第31期2年期固息金融债的增发债券以及第33期3年期新发固息债券。其中，1年、2年、5年期债券的票面利率分别为4.79%、4.94%、5.25%，起息日分别为4

月10日、4月24日、3月21日，3年期品种的起息日为5月14日。

伴随机构对中长期资金面的预期好转，本周利率债一级市场行情持续火爆，政策性金融债表现尤为突出。在周二国开行债遭“疯抢”之后，农发行于周四(5月8日)招标的四期固息金融债继续获得机构热捧，中标利率均明显低于市场预期。

农发行昨日招标的为该行2014年第22期5年期、第29期1年期、第31期2年期固息金融债的增发债券以及第33期3年期新发固息债券。其中，1年、2年、5年期债券的票面利率分别为4.79%、4.94%、5.25%，起息日分别为4月10日、4月24日、3月21日，3年期品种的起息日为5月14日。

据浙商银行披露，该行2014年度同业存单发行额度为100亿元。该行将遵照相关规定，自行确定每期同业存单的发行品种、金额及期限。目前同业存单的发行方式分为公开发行和定向发行。其中，公开发行包括招标发行和报价发行。同业存单发行通过同业拆借中心发行系统进行。

同业存单发行主体扩容

浙商银行今年将发100亿同业存单

□本报记者 张勤峰

同业存单由央行于去年12月正式推出，定位是存款类金融机构在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证，期限原则上不超过1年。首批有10家银行获得试点发行资格，包括工行、农行、中行、建行、交行、招行、中信、兴业、浦发和国开行。浙商银行此次公布发行计划，意味着同业存单的发行主体范围迎来首次扩容。

据浙商银行披露，该行2014年度同业存单发行额度为100亿元。该行将遵照相关规定，自行确定每期同业存单的发行品种、金额及期限。目前同业存单的发行方式分为公开发行和定向发行。其中，公开发行包括招标发行和报价发行。同业存单发行通过同业拆借中心发行系统进行。

国开行13日增发五期固息金融债

□本报记者 葛春晖

种起息日为5月9日外，其他四个品种的起息日均为4月8日。五期增发债券均为5月13日招标、5月15日缴款，1年期品种上市日为5月19日，其他四个品种上市日为5月21日，增发债券上市后同对应的原债券合并交易。

招投标方式方面，本次增发的第九、十一、十二期债券均采用单一价格(荷兰式)招标方式，本次增发的第八、十期债券采用多重价格(美国式)招标方式。

单期最大规模ABS将面世 开行109.47亿信贷ABS下周发行

□本报记者 张勤峰

先B档证券10.95亿元和次级档证券5.46