

■ 债牛“深蹲”系列之二

# “宽货币”未变 利率债长牛不改

□本报记者 张勤峰

面对货币市场流动性在多重因素影响下的正常收缩，本周二（7月22日）央行再度暂停正回购操作。此举表明央行维持流动性适度宽松和基本稳定的决心并未动摇。机构分析报告指出，无论是保增长还是降低社会融资成本，保持流动性充裕都将成为货币政策的基本取向，宽货币会持续更长时间，在此背景下，无风险利率下行的趋势未改，债券估值适度重估后的投资价值将重新显现。

## 央行多管齐下呵护流动性

本周二，央行未开展任何公开市场操作，正回购交易时隔一个月后再度暂停。央行上次暂停正回购是在6月26日，彼时因接近年中时点，货币市场流动性出现收紧，正回购暂停起到稳定市场情绪的作用。反观当下，货币市场形势较之6月底时有过之而无不及。

6月时，除下半部分时段略微收紧以外，当月多数时间资金面仍保持宽松态势，而本月初存款准备金补缴过后，货币市场流动性呈现出持续偏紧的状态。与6月相比，7月干扰资金面的季节性、时点性因素并不少。一是，季末冲存后，月初银行体系需补缴大量的存款准备金；二是，7月是季度首月，企业上缴上季度所得税，使得当月新增财政存款较多；三是，7月国有大行分红；四是，7月再迎新股集中发行，本周三、四将陆续有11只新股申购。与此同时，7月流动性“进项”却很少，一是，7月公开市场到期资金只有2680亿元，6月则为4220亿元；二是，新



增外汇占款预计仍保持低迷。

在上述因素综合影响下，货币市场利率进入7月后连续小幅上行，目前各期限回购利率已接近6月底峰值，短端如隔夜，长端如1个月、3个月等品种则超过6月底最高水平。

有交易员表示，短期资金面持续偏紧，加之本周公开市场到期量较少、新股申购在即，正回购再度暂停实属意料之内。据Wind统计，本周公开市场只有180亿元到期资金，为4月以来的最低单周到期规模，且全部在本周二到期。该交易员并称，即便正回购暂停，投放的资金量也不多，面对短期财税缴款和新股申购的叠加冲击，恐怕只是杯水车薪，因此市场更加关注央行是否会有额外动作，例如本周四央行会否重启逆回购。

此外，上周五市场曾出现央行通过常备借贷便利（SLF）投放流动性的传闻。虽然SLF传闻难被证实，但央行确实

已有额外动作。央行、财政部将于本周四开展500亿元3个月期的国库现金定存招投标，为月内第二次开展国库现金定存操作。Wind数据显示，本月15日有一期500亿元的国库现金定存到期，当日央行、财政部已开展续做，因此本周四的国库现金定存操作确实是“额外”的，这将给短期市场资金面带来有效补给。

市场人士表示，鉴于央行多管齐下呵护流动性，且本轮资金面收紧主要是时点因素扰动所致，持续时间不会太久，预计从下周开始市场资金面有望逐渐缓和。

## 宽货币格局将会持续

7月以来，市场对未来货币政策的预期出现一些微妙变化，并导致以利率债为首的债券市场出现显著调整。6月货币信贷投放超预期，且经济短期企稳态势愈发明朗，预示货币政策在狭义流动性层面进一步放松的概率下降，而7月货币

市场持续偏紧，在一定程度上加重了市场对政策面及资金面的谨慎看法。

不过，央行此番暂停正回购操作，并提高国库现金定存操作频次，表明其维持货币市场流动性稳定的决心并未动摇。银河证券指出，7月货币市场承压超出市场预期，但宽货币会持续更长时间。无论是保增长还是降低社会融资成本，保持流动性充裕都将成为货币政策的基本取向。中信证券亦提出，结合近期银监会出台的多项文件来看，严监管、宽货币以降低社会成本，促进无风险利率下移仍是监管当局的主要思路。

就债市而言，有市场人士指出，经济下行风险犹存，基本面远未到能够颠覆市场趋势的程度，谈论货币政策收紧还为时尚早，在此背景下，如果资金面仍有望维持在相对宽松且基本稳定的状态，债券估值适度重估后的投资价值将重新显现。

光大证券更是指出，在金融危机之后，债市中期走势受流动性的影响逐渐加深，而基本面的解释力大幅下降，中长期债券市场走势的核心驱动因素正逐渐由基本面转向资金面，这种情况在去年“钱荒”之后得到强化。该机构认为，目前实体经济资金成本仍然较高，资金面的紧缩不利于资金成本的下降，今年下半年流动性出现大幅收缩的可能性不大，而经过本轮短期回调之后，10年国债和国开债收益率已落在4.30%和5.30%的位置，即使考虑到利率市场化对中枢上移的推动，也属于中性偏高的水平，综合而言，利率债已经回调到了具有配置价值的位置。

# M2超预期不影响货币政策偏松基调

□安信证券固定收益部 袁志辉

上周央行公布的金融数据显示，6月人民币贷款增加1.08万亿，6月末M2同比增长14.7%，均小幅超出市场预期。结合年初政府工作报告框定的年度M2增长目标是13%，市场担忧央行下半年会收紧货币政策，并对流动性转为悲观。不过，这种判断可能有些武断。

6月金融数据超预期主要与基数及季节性因素有关。首先，去年二季度外汇占款持续负增长，对基础货币投放产生较大冲击，去年6月货币供应量增速达到全年低点。偏低基数推动了今年6月M2同比的反弹，如果剔除掉技术因素，同比增速可能不超过13.5%；其次，6月商业银行面临年中及月末时点考核，资金回表

带动货币供应增速加快，具有一般规律性；再次，较大经济下行压力导致6月财政存款投放3000亿，高于往年同期水平。

不管是基数、季节性因素，还是短期财政突击投放，下半年的持续性都较差。因此，假定其他条件不变，随着短期不可持续影响因子的消退，M2同比增长在下半年也会自然回落，对央行货币政策不会构成较大制约。

况且，从历史上来看，央行年初制定的M2政策目标与最终实际操作结果多有出入。2005年以来，只有2011年、2012年实际M2增速低于年初目标，其他年份均远高于年初目标，且增速差一般在0.5个百分点以上，2009年的M2增速甚至比年初目标高10.7个百分点。因此，M2并非是严格意义上央行货币政策的锚，在实

体执行中要根据经济、金融状况做调整。

另外，M2本身的参考价值已经下降。“M2-M1”的主要构成企业定期存款、储蓄存款和非存款类金融机构同业存款。随着利率市场化及金融脱媒，一般存款向同业存款的转移较为明显，但是同业存款创新信贷的方法以及短期波动性均较大，央行无法有效掌控。且多层次资本市场尤其是直接融资市场发展迅速，货币供应及实体经济融资方式多样化。因此，M2以及信贷等传统指标对货币政策的指示性变差，既无法准确反映货币供应，也无法体现实体经济有效需求。

为了适应快速发展的金融形势，2011年以来央行提出社会融资总量的概念，其和M2本质上是一枚硬币的两面，但是指标有效性更高。实证地看，社会融资总量与货币供应、实体经济融资需求

具有同步性，与经济增速具有较好的领先性，一般领先3个月左右。根据历史经验，当社会融资余额同比增速低于17%时，经济增速将面临极大压力。自2013年四季度以来社会融资余额增速持续回落，到今年4月份达到16.01%的历史低点，之后连续反弹至6月份的16.76%，相对于维持7.5%的GDP增速而言仍偏低。

5月以来，社会融资总量余额同比增速持续弱反弹到6月份接近17%的水平，因此，宏观经济可能在滞后3个月左右时段开始回暖，货币政策继续大幅放松的基础不存在。但是，从仍偏低的融资水平来看，下半年货币政策中性偏松的基调仍难改，而且社融中的表外融资已持续回落，央行政策也无边际收紧的必要。（本文仅代表作者个人观点）

## 观点链接

**中信证券：**  
下半年配置时间窗口成熟

流动性紧张而非对宏观及金融数据预期改善，是导致债市调整的根本原因。下半年，政策制定者既要防止“失水漫灌”，又要达到降低社会融资成本的目标，则监管升级+货币政策宽松+定向降息将是主要方式；理财和保险融资成本下降及迅速发展的要求，会使其对配债需求增加；对国开行住宅专项债的支持以及对直接金融的发展需求，决定了定向降息的同时货币市场不会紧平衡。定向降低融资成本=定向降低中长期债券利率，利率债存在重大转型机遇。当前收益率在资金面驱动下反弹且达到历史较高位，短期调整已近尾声，目前是配置中长期利率债的重要时间窗口。我们坚定推荐中长期利率债。

**兴业证券：**  
流动性悲观预期存在修复空间

7月份以来流动性超预期收紧，根本原因仍在于信用宽松后融资需求上升，但央行主动放贷意愿下降，银行对流动性的预期趋于谨慎。长期看，由于债务违约与地产调整的中期约束始终存在，政策对持续宽信用加杠杆的行为仍然较为警惕，风险偏好的回升缺乏可持续性。未来几个季度，地产下行压力没有消除，如果政府持续通过基建投资保增长，趋势上必须保持流动性宽松，因此我们对债市长期趋势仍保持乐观。考虑到货币政策难以实质性的收缩流动性，流动性悲观预期存在修复空间；未来定向工具降低实体融资成本有望继续出台；利率债经过调整后已回到第二次钱荒中的水平，但资金价格远低于当时，利率债的安全边际已经出现，存在波段机会。

**国泰君安证券：**  
政策观望期 市场弱势不改

中长期来看，市场仍然弱势不改：首先，融资加速背景下，经济基本面后期继续环比回暖的预期正在增强；其次，三季度流动性有季节性收紧趋势，IPO申购继续带来资金分层压力，宏观层面的环比改善可能是流动性边际收紧；第三，经济基本面的企稳回升使得短期政策继续大幅放松的必要性不大，融资改善到经济改善有1-2个季度的时滞，短期货币政策可能步入观望时期；第四，银行上半年配置完成之后利率债需求降温，同时宽信用向宽资金过渡信用的风险偏好抬升，对利率债亦有不利。本周初的收益率下行受到短期因素及情绪影响偏多，不具有持续性，短期交易价值可博弈，但有风险，需要适可而止。

**第一创业：**  
“宽货币”将向“稳货币”过渡

货币财政双重微刺激积成大宽松。6月末M2同比增长14.7%，增速比5月提高1.3个百分点；6月新增人民币贷款1.08万亿元。货币及信贷增长较快，三季度经济增长可看高一线。随着M2快速上升，货币政策进一步宽松的空间减小，宽货币”将逐步向“稳货币”过渡。但由于经济复苏的前景仍然不明朗，财政政策预计仍将加码，“宽财政”将继续维持。而为了减少财政扩张对私人部门的挤出，降低私人部门融资成本，央行将着力打造新的货币政策工具，以提供更有效的中期政策利率，将数量手段和价格手段相结合。由于市场需要对前期过于悲观的基本面预期进行修复，收益率仍存在上行压力，建议近期继续逢高减仓，等待下一步的政策信号。

# 利率短期难成货币政策核心中间变量

□中债信用增进公司 赵巍华

今年以来，随着央行推出SLF和PSL等新货币政策调控工具，市场热议央行过去偏重于数量调控的货币政策调控框架会否改变。特别是近期央行表态未来可能推出2-3组工具来调控短期和中长期利率后，有些观点倾向于认为未来利率调控工具将取代数量工具，成为央行的首要调控工具。我们认为，未来利率调控将有更大的空间，但由于建立有效的利率传导机制和利率调控框架仍有待时日，中短期内货币供应量等数量指标仍将继续发挥核心政策中间变量的作用。

我国货币政策长期以来主要通过以数量工具为主、利率工具为辅的政策工具体系来调节货币供应量等中间变量。在过去十余年特别是2003-2008年，数量调控工具主要体现在通过法定准备金率和央票来筑“池子”，调节过量的新增基础货币供给，以及通过信贷规模管控等数量手段控制银行

信用规模的扩张。在上述时期，由于外汇占款主导的基础货币和银行表内外信用创造驱动的信用货币均快速增长，中国经济多数时候倾向于过热，于是宏观调控更多地倾向于去“压”过热的经济增长。在当时人民币存在较大升值压力的情况下，利率工具受制于加息可能引发更多的短期资本流入等因素影响而使用受限，呈现利率工具使用有限且降息容易加息难的局面。此外，由于国内新增流动性过于泛滥，若不用如高准备金率等大规模数量工具调节过量的流动性，央行控通胀等货币政策目标难以实现。

上述数量调控手段更多是央行被动调节基础货币和信用货币过快膨胀，这在货币市场上体现为虽央行不断数量调控但总体上资金面易松难紧。

但是，随着外汇占款这一基础货币供应主渠道趋于萎缩，基础货币发行方式的逐步转变，会对货币政策调控框架带来多重影响。首先，新增基础货币供给主要依靠

需要补充的是，随着基础货币发行方式的转变，虽然央行对国内利率水平的影响力提高，但有效的利率传导机制和相对完善的利率调控框架建立仍需要众多条件支持，

短期内难以一蹴而就。特别是若将利率取代货币供应量作为货币政策调控的核心中间变量，则至少需要市场主体对价格工具敏感，但预算软约束问题使得这一条件暂不具备。

当下我国预算软约束问题相对普遍，使得利率作为核心中间变量存在很大局限性。微观层面上，预算软约束主体在进行融资时往往不以利率高低为融资与否的判断依据，从而利率调控很难对这类主体发挥调节作用。宏观层面上，虽然狭义中央财政赤字率的约束较严格，但包含政府支持机构、政策性银行在内的中广义的中央财政赤字率所受预算约束较小。预算软约束问题和保增长的需要可能促使财政货币化，即通过央行创设低成本的债权工具直接为广义财政输血。

总之，未来央行利率工具将有更大的使用空间，但仍将与数量工具配套使用；利率将作为货币政策中间变量的重要性提高，但很长一段时间内难以取代货币供应量作为货币政策的核心中间变量。

## 一级市场阴霾尽除 国开行三期新债获高倍认购

国家开发银行7月22日上午就该行今年第14期和16期金融债进行了增发招标，同时新发行了第19期金融债。在本次新债发行总规模大幅缩减、近期利率新债中标利率不断上移后接近主流机构长期资金成本的背景下，本次新债中标情况显著好于预期，认购倍数均达到5倍以上。

上述三期债券均为固息品种，期限分别为7年、3年和5年，规模分别为30亿元、30亿元和40亿元。来自中债网和交易员的消息显示，本次3年增发债中标收益率为4.8141%，5年期新发债中标利率4.92%，7年期增发债的中标收益率为5.1144%，而此前多家机构给出的预测均值分别在4.88%、4.99%和5.22%左右，实际中标利率（收益率）中。（王辉）

## 福建海峡银行、泉州银行披露2014年同业存单发行计划

7月22日，福建海峡银行、泉州银行分别披露了各自的2014年同业存单（NCD）发行计划。至此，今年以来披露同业存单发行计划的银行达到28家。

公告显示，福建海峡银行2014年同业存单发行额度为40亿元，发行人将在当年发行备案额度内，自行确定每期同业存单的发行金额、期限，每期发行金额不低于5000万元人民币；经上海新世纪评级有限公司评定，福建海峡银行信用等级为AA。泉州银行2014年同业存单发行额度合计近1.2万亿元，分期发行，

每期发行金额不低于5000万元，分别1个月、3个月、6个月、1年、2年和3年共七种期限；经上海新世纪评级，泉州银行主体信用等级为AA-。

据WIND统计，去年12月的首轮试点中，共有十家商业银行合计发行340亿元同业存单。今年同业存单的发行主体迎来大举扩容，除首轮十家银行外，有更多股份行、城商行、农合行及外资行加入同业存单发行队伍。截至昨日，28家银行披露今年同业存单发行额度合计近1.2万亿元。（葛春晖）

## 可转债追随A股放量上涨

得益于沪深股市的强势上涨，7月22日交易所可转债市场也放量上涨，个券呈现普涨格局。

22日，中证转债指数收盘报288.14点，较上一交易日上涨2.07点或0.72%，创下今年6月13日以来的最大单日涨幅。全天成交金额18.4亿元，较周一的9.6亿元放大接近1倍，也创下6月18日以来的最大单日成交规模。

个券表现方面，两市可交易的28只转债品种中，有24只上涨、4只下跌，呈现出普涨格局。

兴业证券表示，近阶段股市虽有板块轮动迹象，但大盘震荡格局或难扭转。前期中小盘转债表现持续弱于正股，整体估值压力不断化解，转债的股性也在增强。后市大盘转债适合防御，中小盘转债可继续参与博弈。（王辉）

## 进出口银行25日发行两期金融债

进出口银行22日公告，将于7月25日通过中国人民银行债券发行系统，招标发行第四十五期、第四十六期金融债券。

本次发行的两期债券规模分别不超过60亿元和50亿元，期限分别为6个月和5年，均为固息品种，招标时间均为7月25日下午14:00-15:00。其中第四十五期为新发债，第四十六期为2014年第44期金融债的增发债，两期债券均无基本承

销额。

口行第四十五期债券为贴现金融债，以价格招标方式贴现发行，招标采用荷兰式单一价格中标方式，缴款日和起息日均为8月1日，无发行手续费。第四十六期债券为5年期固定利率金融债，票面利率为4.8941%，以全价价格招标方式发行，采用美国式多重价格中标方式，缴款日8月1日，起息日7月14日，发行手续费率为0.10%。（王辉）

## 联合资信调降北营钢铁评级展望

联合资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告，维持本溪北营钢铁（集团）股份有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望调整为负面，并维持“11北营钢MTN1”AA的信用等级。

联合资信表示，跟踪期内，北营钢铁主要钢铁产品价格大幅下降，但受益于钢铁产品产销量的恢复，以及其他产品销售收入增长，公司营业收入实现小幅增长。同时，联合资信也注意到，公司所处钢铁行业景

气度持续低迷，经营压力较大；债务水平上升，债务负担进一步加重等对公司信用基本面的不利影响。

联合资信认为，未来随着公司资源自给率的逐步提升和装备技术水平的改善，以及重组效应的进一步显现，公司盈利能力将有所缓解；但未来在建工程结转固定资产后，折旧增加将压缩公司盈利空间；卷板生产线出租后，公司收入规模将有所下降。（葛春晖）

## ■ 新债定位 | New Bonds

### 14附息国债16

预测中标利率区间[4.75%, 5.00%]

债券期限	30年	计划发行额	260亿元	票息类型	固定利率
付息周期	半年付息	招标方式	荷兰式	招标日	7月23日
缴款日	7月2				