

公开市场净投放减压资金面 流动性短期难改“紧平衡”

□本报记者 葛春晖

本周四，央行正回购如期缩量，公开市场全周净投放110亿元。不过，银行间市场资金面仍延续周初以来的“紧平衡”格局，主流资金利率在开盘价偏低影响下涨跌互现。市场人士指出，临近月末，资金面将承受财政存款季节性增长、新一轮IPO申购以及月末考核的多重压力，在央行操作仍偏中性、大行融出意愿不足的背景下，预计市场流动性短期内难见宽松，但资金利率上行空间亦将有限。

净投放数量有限 资金面依旧先紧后松

公告显示，央行周四（8月21日）在公开市场继续开展14天正回购操作，交易量由周二的300亿元缩减至100亿元，中标利率则继续持平于3.70%。市场人士表示，本周以来资金面持续趋紧，央行正回购适度缩量符合预期。

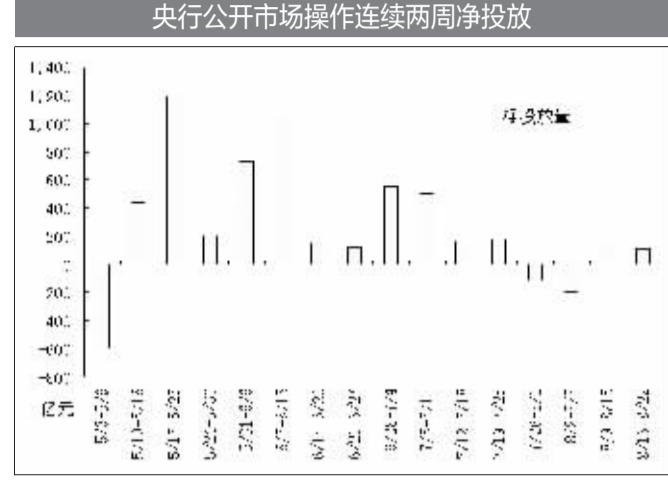
据Wind统计，本周（8月16日-22日）公开市场到期资金共计510亿元，其中包括周二的300亿元正回购、10亿元央票及周四的200亿元正回购。央行操作方面，除对到期央票未予续做外，央行周二、周四分别开展300亿元、100亿元14天期正回购，全周实现净投放110亿元，为连续第二周小幅净投放。上周公开市场净投放40亿元。

不过，在周四公开市场单日净投放90亿元之后，银行间市场资金面并未出现明显改善。据交易员称，全天资金供求依旧延续本周以来前紧后松格局，早盘隔夜、7天资金难求，而午后随着大行融出，资金面渐宽松，融资需求悉数得到满足。从资金利率表现看，昨日主流资金利率涨跌互现，但依旧显露出通过做低开盘价引导利率下行的意味。具体来看，质押式回购利率早盘低开于2.80%，全天加权利率较上日收平于2.85%；标杆品种7天回购利率低开于3.26%，全天加权利率较上日收涨近3BP至3.45%；跨月末的14天回购利率开盘于3.92%，全天加权利率较上日走低6BP至4.03%。此外，21天及以上资金利率涨跌互现。

市场人士表示，本周央行公开市场操作情况仍旧传递出中性货币政策信号，一方面，央行在资金面趋紧之际，通过净投放安抚市场情绪；另一方面，连续两周净投放规模均不足150亿元，对于货币市场流动性的实际影响有限。

月末资金面难见宽松 中期预期现分歧

目前来看，市场观点对于短期资金



■观点链接

中航证券： 资金价格中枢将回到上半年水平

继央行主动下调正回购利率后，上周国务院办公厅发文，就降低企业融资成本提出10条针对性意见，意味着实质性降低融资成本措施将陆续实施。有消息称，央行拨付国开行PSL利率定位4.50%，低于3年期国开债发行利率，降低了国开行融资成本，而PSL作为中长期利率的重要指标，有望降低金融机构中长期利率，从而使金融机构有能力降低终端成本。证金公司将转融资业务费率下调80基点至5.8%，也可看作是对价格调控政策的适时响应。银行间、实体经济、证券交易三大体系中的资金价格相继下调，明确传递了价格型调控的方向。银行间体系到实体经济资金利率的传导渠道有望逐渐疏通，宽松范围扩充。在此影响下，资金价格中枢将回到甚至低于上半年宽松时的水平。

海通证券： 三种方式降低利率

经济下行与融资成本居高不下有关，降低融资成本成央行主要任务，有三种方式降低利率：继续下调正回购招标利率；下调贷款基准利率；通过行政方式引导商业银行降低首套房等优质信贷资产的利率。从去年至今央行放贷态度明确：SLF-再贷款-定向降准-降低正回购利率。7月货币和通胀数据令前期对政策收紧的担心烟消云散。降息的时点取决于经济数据的变化。如果8月份以后经济数据出现明显下滑，就不排除9月以后降息的可能性。

第一创业证券： 定向宽松只是权宜之计

我国的货币政策在产业间和区域间都存在很强的结构效应，并且很难通过货币政策本身予以消除。定向宽松货币政策的逻辑是：政策层面希望某个行业、某个领域、某个区域更好发展，但这些行业、领域、区域无法获得足够的融资支持，于是通过定向宽松货币政策激励金融机构向这些行业、领域、区域倾斜。然而，这些行业、领域、区域无法获得足够的融资支持，根本原因是资金流向它们的风险与收益不匹配，使得资金避而远之。定向宽松货币政策给了金融机构一个正面激励使资金流向这些行业、领域、区域，本质上是对这些行业、领域、区域的一次低效的财政补贴：通过将增发货币产生的“铸币税”全部补贴到这些地方来实现对它们的补贴。但由于货币的特性，这种形式的补贴远远没有直接的财政补贴有效。相信央行比我们更明白这些。

国泰君安证券： 总量宽松和低利率暂无基础

货币政策出现总量宽松的概率偏低，低利率在目前的中国不具备任何现实基础（仅具备教科书式的书面基础）。道理很简单，长期偏低的实际负利率是引发中国过去房地产泡沫、投资过速、产能过剩、结构失衡的一个关键变量，中国经济要摆脱失衡，进入新的增长模式，依靠一定水平的正实际利率来纠正失衡是必经之路。随着经济体适应偏高实际利率的能力增强，债券继续走牛并非股市走牛甚至经济好转的必要条件，中国不需要也毋须低利率来重回老路。鉴于经济仍然在底部但是好转信号越来越明显，通胀持续低位但是预期上升，预计货币政策将“宽而不松”，但流动性边际收紧。

降低社会融资成本需多措并举

□渤海银行 蔡年华

当前，降低社会融资成本已成为高层和市场参与主体关注的焦点问题。然而，利率市场化的推进以及经济结构转型的需要，使得短期内实现该目标变得尤为困难。笔者认为，降息不是短期应有之策，而规范约束融资主体行为、打破刚性兑付以及加快推进直接融资市场发展才是长远之计。

根据央行公布的数据，6月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.96%，虽然比2013年12月份下降了25bp左右，但依旧处于高位且下行幅度极为有限，造成社会融资成本居高不下的主要原因有两个方面：一是社会旺盛的融资需求与金融机构监管约束的矛盾；二是融资主体财务软约束、利率不敏感以及资金资本化的特点明显。

近年来，我国固定资产投资增速维持在20%以上，新增投资资金达7-8万亿元；地方政府受制于财权与事权的不匹配，2008年4万亿配套项目尚未完成，

已经存在较大的融资缺口，与此同时，地方政府的负债规模或已超过20万亿。由于存量债务导致本息兑付压力和新增投资资金缺口较大，社会融资需求保持旺盛。另一方面，我国目前以间接融资为主，商业银行受存贷比约束和信贷规模控制，通过表内无法完全满足市场的融资需求。因此，融资主体不得不借道信托、券商资管等通道进行表外融资，这无形提高了企业的融资成本。而且，近两年利率市场化加快推进，互联网金融冲击以及外汇占款下降，也提高了商业银行的资金成本。

另外，在我国中小企业的信贷可得性较为有限，地方政府和国有企业是主要的投资主体也是信贷获取能力最高的部门。这两个部门中，前者具有财务软约束以及利率不敏感的特点，由于债务规模大、且事权多，融资需求旺盛；大中国有企业往往资金充裕，从金融机构获取资金后并不进行实业投资，而是投资金融机构的高收益产品，使得资金出现空转的现象。近年来房地产市场的飞速发

展也使得资金向该部门聚集，相应挤压了其他部门的资金可得性。

面对以上的问题，今年以来，央行创新性地使用了再贷款、PSL和定向降准等结构性工具为市场输血，但收效并不明显，7月数据显示经济企稳基础较弱，因此市场呼吁启动降息以降低实体经济的融资成本。但笔者认为，降息并非解决当前困境的良方，主要的判断依据依旧是上述两大主因。如果降息，依旧是资金可得性高的部门能获取资金，中小企业的信贷歧视难以解决。何况，低利率对房地产市场和地方融资平台的融资冲动可能更为明显，这与经济结构转型的思路相悖。

要降低社会融资成本，还需从约束融资主体行为、打破刚性兑付以及发展直接融资等途径入手。

需要约束的融资主体主要是信贷可得性较高且利率不敏感部门，主要是地方政府、大中型国有企业和房地产企业。对地方政府，需加快市政债的发行，区分公益性与效益型项目，并加强预算考

核，改变地方政府的投资行为；对大中型国有企业要加强现金监管，防止出现资金空转套利行为；对房地产企业，要管理房价快速上涨预期，限制资金过度流入。

打破刚性兑付，是降低社会融资成本的关键一环。目前而言，社会存量债务规模巨大，如果不对僵尸债务进行清理，本息兑付对资金的需求压力将难以改变，资金利率下行将不可实现。此外，刚性兑付打破也有利于市场主体行为和投资者投资行为正常化。

大力发展直接融资市场是解决社会融资需求旺盛与银行监管约束矛盾的根本途径，也有利于解决融资链条过长、不透明的缺陷。通过大力发展债券市场和股票市场，创新资产证券化产品，可以盘活存量，提高资金使用效率，进而降低融资成本。

当然，随着外汇占款的下降，基础货币缺口扩大也需要央行加快转变货币操作思路，同时加快基准利率建设，以有效传导货币政策思路，有序引导市场预期。

齐鲁证券26日招标短融券

齐鲁证券股份有限公司21日公告，定于8月26日在银行间债券市场招标发行该公司2014年第九期短期融资券。本期证券公司短期融资券期限90天，计划发行规模为12亿元。

本期短融采取固定利率招标，发行利率通过招标系统招标决定，在短期融资券存续期内固定不变，采用单利按年计息，不计复利。时间安排上，本期短融招标日为8月26日，分销日、起息日、缴款日和债权登记日均为8月27日，上市流通日为8月28日。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定，发行人主体信用等级为AA+级，本期短期融资券的债项信用级别为A-1级。截至本期募集说明书签署日期，齐鲁证券待偿还短期融资券余额为28亿元，短期融资券最高发行余额为44亿元。（王辉）

美元走强+PMI数据偏空

人民币即期汇率下跌超百基点

□本报记者 王辉

在隔夜美元指数强势攀升至82点上方、8月中国汇丰PMI初值明显下滑等偏空因素推动下，此前一个月持续走强的人民币即期汇率终于在8月21日显著回调，全天跌幅超过100个基点。

中国外汇交易中心公布，2014年8月21日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1632，较20日的

6.1580回落52个基点，由此创下8月7月以来的近两周新低。而在中间价显著走软的同时，人民币兑美元即期汇率也出现较大幅度回落。数据显示，该即期价早盘低开37基点于6.1450，随后转入逐波震荡下跌，尾盘收于6.1514，较上日收盘价下跌101基点或0.16%。至此，人民币即期汇率创下6月16日以来的最大单日跌幅。

市场人士表示，随着7月下旬以来人民币即期汇价的不断上涨，大行购汇

力量也在逐步抬升，近期美元指数走势强劲，也给人民币持续走升带来较强阻力，而昨日在8月中国汇丰PMI初值明显下滑的偏空消息公布之后，受到长期压制的人民币做空交易力量大幅释放，最终导致当日人民币即期汇率显著走软。不过，市场人士同时指出，考虑到中国经济企稳向上的趋势仍未扭转，境外热钱流入的势头也在持续之中，短期内人民币汇率震荡偏强的运行特征仍有望持续。

口行两新债发行结果符合预期

中国进出口银行21日在银行间债券市场招标发行了该行2014年第53期和54期金融债。招标结果显示，两期新债投标倍数均在两倍以上，中标收益率基本符合市场预期。

口行第53期债券为该行今年17期1年期固息品种的增发债、票面利率4.55%，第54期债券为该行第50期7年期品种的增发债、票面利率5.08%，两期新债规模均为60亿元。来自中债网和交易员的消息显示，1年期固息增发债（实际剩余期限约七个月）中标收益率为4.2546%，7年期增发债中标收益率为5.0169%；投标倍数依次

为2.74倍、2.35倍。

分析人士表示，虽然昨日8月汇丰PMI初值创三个月新低的消息一度刺激现货买气有所恢复，带动利率债收益率下跌3个基点左右，但随后资金面等因素仍令市场疑虑再起，现券市场未能守住早前反弹。综合二级市场近期走势以及市场情绪来看，本次招标的两期口行债发行结果基本符合预期。

资料显示，本次发行的1年和7年期增发金融债起息日分别为3月18日和8月12日，缴款日均为8月25日，上市日分别为8月27日和8月29日。（王辉）

可转债市场跟随A股回调

8月21日，在沪深股市调整的背景下，可转债市场也呈现整体弱势下行态势，两市个券普跌。

昨日中证转债指数自298点左右的前高附近逐波下探，收报296.69点，较前一交易日下跌1.66点或0.56%，创8月7日以来10个交易日的最大单日跌幅。个券表现方面，以全价计算，沪深两市合计29只交易的转债品种中，有25只下跌、4只上涨，整体呈现普跌特征。其中，跌幅

海通证券本周表示，短期内建议对转债市场保持波段操作策略，下半年政府以降低社会融资成本为主要任务，有利于中小企业经营改善，而国企改革有助于大型国企的转型，因此从主题和公司基本面的逻辑出发，仍可继续寻找有投资价值的个券。（王辉）

四银行今发30亿元同业存单

8月21日，平安银行等四家银行先后发布公告，将于22日发行合计5期、30亿元同业存单。

相关公告显示，平安银行、桂林银行、泉州银行、厦门农商行将于22日各发行一期期限为3个月的同业存单，计划发行量分别为10亿元、5亿元、5亿元、5亿元，均采用报价发行方式，发行价格分别为98.8292元、98.8170元、98.8046元、98.8046元，对应参考收益率分别为4.7000%、4.7496%、4.8000%、4.8000%。另外，平安银行还将同时发行一期9个月期同业存

单，计划发行额5亿元，发行价格96.5343元，对应参考收益率4.8000%。上述四家银行经评级机构给予的主体评级依次为AAA、AA-、AA-、AA-。

据统计，目前已48家银行披露2014年度同业存单发行计划，累计发行额度约1.33万亿元。而据Wind统计，截至8月21日，今年以来银行间市场累计已发行同业存单2671亿元，同业存单存量为2351.70亿元。值得一提的是，随着下半年以来中小银行的积极性加入，同业存单发行人呈现出资质多层次化趋势，其利率曲线也同步日趋成熟。（葛春晖）

中债资信： 调升河北出版传媒集团主体评级

中债资信评估有限责任公司近日发布跟踪评级报告，将河北出版传媒集团有限责任公司的主体信用等级由A₁调升至A₂，评级展望为稳定。

中债资信表示，跟踪期内，公司经营风险保持较低水平。受益于出版物价格提升和下游需求增长，我国出版发行行业保持稳定增长，公司仍然是河北省最大的国有出版发行企业，在河北中小学教材出版发行方面具有相对垄断地位。得益于稳固的市场地位及一定的产业链优势，公司的出版发行业务规模稳定增长；公司财务风险依旧较低。一是，公司贸

易业务实现快速增长，出版发行业务盈利能力基本稳定，整体收入和利润规模增速较快。二是，经营获现能力尚可，理财产品购买导致投资活动现金流动较大，未来融资需求仍较小。三是，转让部分子公司股权使得所有者权益上升，整体资本结构有所改善。四是，受益于公司的经营获现能力及较大规模的现金类资产，短期偿债指标及长期偿债指标改善；另外，跟踪期内，公司在经营权、出版物定价等方面仍能得到河北人民政府的支持，外部支持对公司信用品质仍有一定增信作用。（葛春晖）

■交易员札记

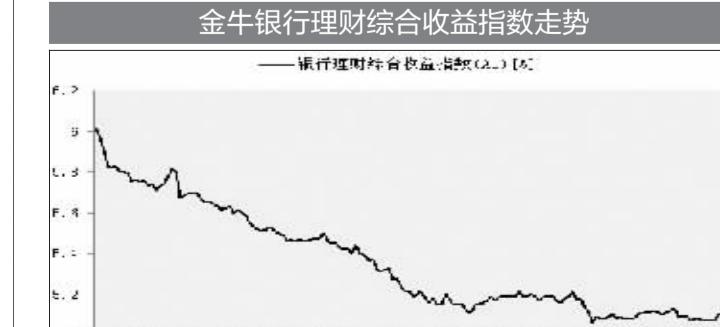
基本面趋势不明 收益率窄幅震荡

周四，市场资金面依然延续偏紧状态，资金需求期限拉长。隔夜回购加权平均利率与上日持平，7天上涨3BP、14天下降6BP，1个月及以上的长期限需求渐浓。当日央行进行14天正回购操作100亿，利率持平3.7%，全周公开市场净投放资金110亿元。

利率债市场总体呈现窄幅震荡格局。早盘受到公开市场净投放以及8月汇丰PMI预览值50.3，低于预期的影响，利率稍下行2-5BP，而后又反弹2-3BP。国债方面，全天收益率基本与上日持平。金融债长期利差有所收窄，长端受经济数据影响，收益率稍下行，短端受资

本周市场的焦点主要集中资金面，随着新一轮新股IPO和月末时点的临近，资金也呈现紧的状态。预计新股集中申购将会在月底之前给资金面带来持续扰动。经济基本面，市场存在分歧，有待进一步观察。笔者倾向于认为经济还在筑底过程中，尚未进入全面复苏阶段。短期内，利率大概率会受到各种因素的影响反复震荡，趋势性机会并不明显。（中国邮储银行 薛飞）

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年8月21日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.09%，较修正后的上期数据上行0.09%。
数据来源：金牛理财网