

SLF难比降准 资金宽松空间有限

本报记者 张勤峰

定向SLF的传闻尚未获央行官方证实，周三市场资金面已回归相对宽松。分析人士指出，SLF旨在提供短期流动性支持，稳定市场预期，防范季末货币市场剧烈波动，并有望增强大行放贷能力，从而稳定经济增长，但受制于期限及操作利率，SLF对流动性的扶助远不及降准等全面宽松措施。短期看，SLF虽有助于平抑市场利率波幅，但对降低利率水平的作用则有限。

SLF传闻提振市场信心

正当市场困惑货币政策在糟糕的9月份经济数据出炉后仍毫无表示的时候，政策面松动的讯息悄然而至。16日晚间，来自多个渠道的消息称，央行当天通知五大行，将在最近两天内向五大行进行总计5000亿元的SLF（常备借贷便利），期限为3个月，每家规模各1000亿元。5000亿元，与当前下调0.5个百分点的法定存款准备金率释放资金量相当，市场为之一振。

SLF是人民银行于2013年初借鉴国际经验创设的流动性管理工具，旨在满足金融机构期限较长的大额流动性需求，对象主要为政策性银行和全国性商业银行，期限为1-3个月。今年1月，人民银行在部分省市开展分支行SLF操作试点，将SLF操作对象进一步扩大至中小金融机构。另据央行披露，今年二季度未开展SLF操作，SLF余额保持为0。

站在当下，机构认为央行可能开展SLF的动机，主要在于防范季末货币市场波动。9月末，季末考核与长假备付对银行体系流动性有叠加冲击，而下周新股发行、银行为应对存款偏离度指标而提前冲存，可能导致资金收紧时点提前、紧张程度放大。与此同时，短期来自外汇占款、公开市场到期资金等途径的资金投放有限。单从流动性的角度考虑，央行适时放水是必要的。

市场人士指出，根据相关传闻，此次SLF期限较长、规模较大，大行有央行流动性的支持，融出资金意愿有望增强，从而缓解市场资金链的风险。更重要的是，央行此举表明了最终借款人的态度，有助于稳定市场预期。

此外，有分析人士指出，SLF期限长于逆回购、SLO（短期流动性调节工具）等工具，因此除提供短期流动性支持外，可能还有改善大行放贷能力、稳定经济增长的考虑。不过，定向SLF传闻一出，令市场对货币政策后续动作的分歧更大，全面宽松的预期有所降温。

平抑波幅难消波动

尽管到发稿时为止，SLF的传闻仍未能获得官方证实，但可以观察到的是，周三货币市场资金面已恢复相对宽松，不过，资金利率水平未见明显下行，反映出市场对SLF的反应较为理性。

资金交易员反映，周三借钱难度不大，资金面较为宽松。交易员并称，或是大行提前获知消息，从周二下午开始，融出开始增多，资金面已出现松动。

值得注意的是，周三银行间货币市场利率总体仍保持上行。质押式回购交易方面，除隔夜利率略跌1基点以外，其余各期限利率均不同程度走升，跨月品种仍是上涨主力。21天及1个月回购利率涨幅分别达到48bp、21bp。交易员称，回购利率走势反映出市场对季末资金成本趋升存在共识。

有交易员指出，SLF与逆回购、SLO等不同的是，央行提供了工具，但操作的主动性在金融机构，金融机构根据自身流动性需求申请SLF，因而即便消息属实，会否马上产生效力仍有待观察。此外，SLF的影响还需考虑操作利率。SLF的定位侧重于约束利率走廊上限，平抑货币市场波动幅度，而非大幅度降低市场利率。央行在披露二季度SLF操作情况时即指出，SLF利率发挥了货币市场利率上限的作用，有利于稳定市场预期。从以往来看，SLF利率一般略低于二级利率，且有到期期限，对流动性的助力仍远不及降准等全面宽松措施。

中金公司点评报告指出，待本月新股发行与银行冲存款到最激烈的状态时，资金面可能仍不免会有波动。

观点链接

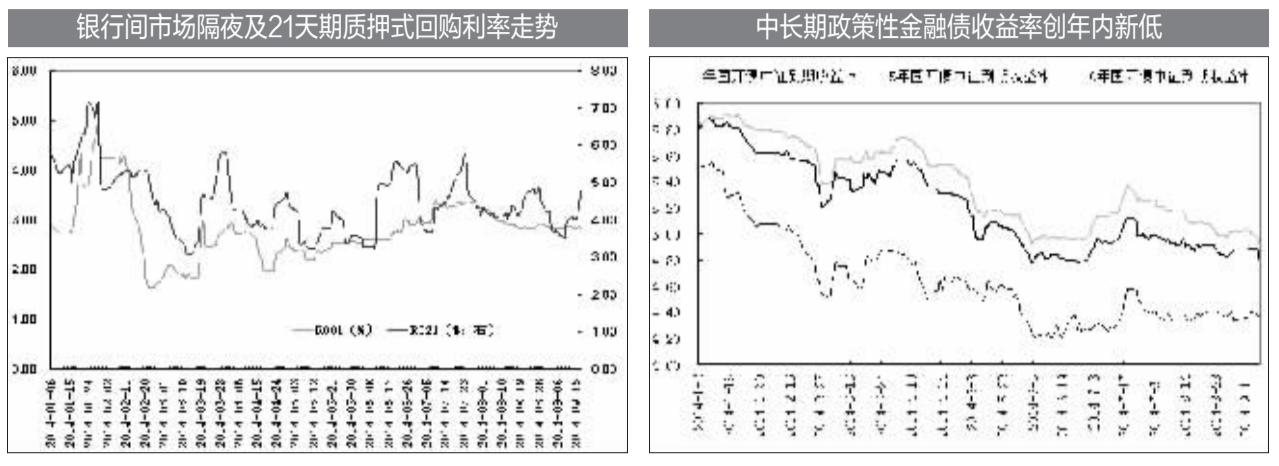
高盛高华： 全面降准或降息可能性很小

目前五大行获得SLF的消息尚未得到央行官方确认，但这一宽松措施符合我们两个预期：(1) 在实体经济大幅放缓且通胀下滑的情况下，政府有意放松货币政策；(2) 政府全面降准或降息的可能性很小，因为这将被视为强刺激。预计货币状况将小幅放松，从而为需求增长提供非常需要的支撑。政府也可能继续采取其它政策。其中一个可能性是将财政支出提前，每年最后一个月的财政支出往往占据异常高的比重（接近20%）。将财政支出提前，还可以减少外界一直以来针对年底政策支出过于集中的批评。不过，目前我们尚未看到政府将推出这些措施的信号。

瑞银证券：

今年年底可能会降息

SLF操作意味着央行仍不希望推出长期的流动性宽松政策，以避免传递过



宽松加码巩固债券牛市方向

本报记者 林娜

有消息称，央行将向五大行开展合计5000亿元的常备借贷便利（SLF），期限为3个月。本次政策宽松更多的力度相对较大，坚定了债券市场牛市方向。

第一，本次政策最大的意义在于加强了市场投资者的乐观心理，使市场看到了央行适时释放流动性、开展微宽松政策的持续性。近期由于一系列数据低迷对市场的利好边际作用递减，李克强总理在达沃斯论坛上的讲话强调要定向调控而不是全面放水，市场上出现了一些基于不会全面宽松而看空债市的声音。然而，本次SLF在定向宽松政策中力度较强，有望再次燃起看空者的看多信心。

第二，上半年央行出台的定向宽松政策主要是针对农信社、农商行和少数中小型金融机构，唯一一次针对大行（国开行）的万亿再贷款和抵押补充贷款也明确用途是棚

户区改造。而本次出台的SLF针对五大行，且没有明确资金用途。可见，上半年的定向宽松政策主要是为了有针对性地拉动经济，而本次的定向宽松更多的是将资金投放到银行间市场，对债市利好要明显强于上半年的微宽松政策。

第三，可能燃起市场对更为宽松政策的期待。虽然不会全面放水已经定调，但是如果定向放水波及范围扩大、放水规模扩大，对债市的利好也会进一步加强。本次SLF定向放水的范围和规模都明显扩大。英国、美国明年将步入加息周期，目前美国国债收益率高企，资金外流压力加大，为了给明年应对海外紧缩政策留出来更多的调控空间，今年国内有必要降准降息。即使不全面降准降息，但是也可以像本次SLF操作一样，扩大定向降准降息的范围，对债券市场则是更为宽松的政策利好。

目前债市整体收益率难以大幅度下行的主要阻力是利率产品收益率没有下行。利率产品收益率在7月份出现

了一波上升后维持高位，制约了信用债利率的进一步走低。以五年期国债和AA城投债为例，目前两者利差为230BP，而一般情况下两者的利差都在300BP以上。

7、8月份利率产品收益率抬升并维持高位的主要原因是利率产品供给过大，尤其是自发自还的地方政府债和政府代发的地方债纷纷在7、8月份集中发行，导致非信用产品收益率易上难下。目前来看，后续地方债供给压力明显下降，利率产品收益率上行的压力消失。

事实上，近期市场投资者已觉察到利率产品可能存在投资机会，但是一直没有明显大幅度加仓的行动。本次SLF针对五大行投放资金，而大行是利率产品的主要投资力量，很可能突破前期行情瓶颈，成为利率产品收益率下行的导火索。

综上所述，本次SLF政策不仅更加坚定了债券牛市行情，而且可能突破前期利率产品弱势的瓶颈，成为债券市场收益率全面下行的导火索。

交易员札记

市场担忧缓解 债市应声大涨

本报记者 段苏

9月17日，在央行实施5000亿SLF的传闻中，债市结束了连日的盘整状态，收益率大幅下行，买盘情绪持续高涨，中长期政策性金融债的收益率创年内新低。

流动性平稳，资金利率季节性上行。5000亿SLF的实施，极大缓解了市场对于流动性的担忧。此前，投资者普遍担忧存款考核新政和IPO对9月份资金面的冲击。而昨日，各大行加大了资金投放力度，流动性供需平衡。不过，随着9月末的临近，资金成本惯性上

涨。21天、1个月和2个月质押式回购利率均值分别在4.79%、4.45%和5.05%，分别上行48BP、22BP和23BP。

利率债收益率大幅下行。刚一开盘，各类型机构均大手笔买入债券，流动性最好的国债和国开债价格一度出现了供不应求的局面。一级市场的投标热情也不低，10年期国债的中标区间为4.13%-4.19%，大幅低于市场预期，投标倍数也达到了2.46倍。该结果出来后，进一步刺激利率下行。最活跃个券方面，剩余期限6.79年的140013成交在4.10%-4.15%，较前一日下行5BP左右，剩余期限9.34年的

140205成交在4.75%-4.79%，较前一日下行8BP左右。

信用债表现略逊色，收益率小幅下行。短端上，由于资金成本整体仍上升，对收益率形成制约，变动幅度不大。中长端上，高评级个券的收益率下行幅度在5BP左右。中低评级中票和城投表现平稳。个券上，新发AAA巨债集短融成交在4.98%，剩余期限9.75年的14铁道06大致成交在5.07%左右。

短期来看，受益于定向宽松政策推出，债市有望保持牛市氛围。但后市而言，收益率仍受制于资金成本居高不下，很有可能在当前水平窄幅震荡。

10年期国债中标利率大幅低于预期

本报记者 王辉

9月17日，财政部对于2014年记账式附息（二十一期）国债进行了招标发行。受央行向五大行实施5000亿元SLF（常备借贷便利）操作的利好传闻刺激，本期10年期固息国债中标利率大幅低于市场预期。

来自中债网的消息显示，本期10

年期国债计划招标发行总量280亿元，首场投标量达到了673.1亿元，对应认购倍数2.40倍，在追加发行0.5亿元后，实际发行总量达到280.5亿元。定价方面，本期10年期国债经投标确认的中标票面利率仅为4.13%，远低于此前4.27%的市场预测均值。

市场人士表示，从投标情况来看，大行投标户的乐观配置情绪，大

幅压低了最终的中标利率。本周二晚间，有消息称央行对五大行实施了高达5000亿元的SLF操作，这直接推动了周三银行间利率市场快速上涨，相关现券收益率普遍大幅下降10个基点左右，大行等主流机构投资心态全线转暖，进而直接刺激了本期长期限国债中标利率定位大幅走低。

对地产泡沫破灭引发的系统性金融风险，所有国家均选择了大幅降息，甚至降低至零利率，低利率与经济转型并不矛盾。在利率市场化背景下，央行可以降低回购利率，即通过降低银行的资金成本引导其降低实体经济融资成本，为改革转型提供有利环境。

华泰证券：
结构性宽松常态化 债市慢牛

从政策组合看：PSL起到定向降息作用，定向降准是真降准，目标都是三农小微，是长周期的调整结构；而这次SLF目标是五大行，着眼点则是货币市场。一是资金面临近季末已经有紧张感觉，二是新增外占再负。后续货币政策的放松，或许不以下调官方存贷款利率、全面降准为标志，而将以结构性宽松为常态，因为从中期来看，结构性宽松货币政策的边际效力则是逐渐加强的。在此预期下，市场利率将产生逐步下调的效应。不过，进入到11月后，由于宽松货币政策短期节奏

由于8月份经济数据降至过去几年的低点，一些宽松信号有助于稳定市场对经济的信心。短期内，这些资金的释放可能会提振市场的看涨情绪，推动债券收益率和IRS利率下行。但这波行情仍需要及时止盈，因为如果仅有SLF而后续没有更大的刺激政策跟上，不能指望资金面一直很宽松。一方面SLF有到期期限；另一方面，IPO发行和银行冲存款到最激烈状态时，资金面仍不免会有一轮冲击。

就年内而言，在理财利率不会大幅下降的前提下，随着经济数据在8月份确立底部，通胀9月份确立底部，我们认为这一轮央行定向宽松为债市带来的仍是反弹机会而不是趋势性机会。

资产支持证券添新丁 交银租赁证券化产品成功破冰

9月16日，由海通证券担任牵头主承销商和承销协调人的“交融2014年第一期租赁资产支持证券”产品在银行间市场成功发行。这是我国银监会系统金融租赁公司发行的首单租赁资产证券化产品。

资产证券化产品以未来持续现金流为支撑，帮助银行等金融机构有效解决了资金流动性的问题，也增加了实体企业直接融资的渠道。目前，银行间和交易所市场上发行规模最大、最普遍的是以企业贷款为基础资产的信贷资产证券化产品，另外还有少量的企业债权、汽车贷款和个人住房贷款等基础设施的资产证券化产品。

本次交银金融租赁有限公司推出的“交融2014年第一期租赁资产支持证券”，是以租赁资产为基础资产的资产支持证券。它的成功发行，为银行间市场的资产证券化添加了一个新的证券化产品。业内人士表示，交银租赁资产证券化产品的成功发行具有里程碑意义。它不仅填补了银监会系统中24家金融租赁公司参与资产证券化业务的空白，契合了央行积极发展融资租赁的相关精神，还为扩大资产证券化试点提供了独特的实践案例。

财政部24日 代理招标发行207亿地方债

财政部17日公告，将于9月24日代理招标发行2014年十三期地方政府债券，计划发行面值总额为207亿元。

本期地方债为7年期固息债，利息按年支付。其中，天津、内蒙、辽宁、大连、吉林、宁波、安徽、厦门、湖南、海南、西藏、贵州额度分别为10亿元、25亿元、21亿元、6亿元、25亿元、6亿元、35亿元、4亿元、38亿元、12亿元、3亿元、22亿元。各省（区、市）额度以2014年地方政府债券（十三期）名称合并发行、合并托管上市交易。本期地方债于9月24日招标，9月25

日开始计息，9月30日起上市交易。

本期地方债也将是今年财政部代理招标发行的最后一期地方债。据WIND统计，包括本期债券，今年以来地方政府债累计发行40期、合计3958亿元，其中财政部代理发行13期、合计2908亿元；10个自发自还试点省市中，除深圳市尚未发行外，其他省市均已发行结束，累计金额1050亿元。去年财政部共代理招标发行13期、合计2848亿元地方债。（葛春晖）

农发行22日增发三期固息债

农业发展银行17日公告，将于9月22日对该行2014年第40期、41期和43期金融债进行最新一次增发。

农发行本次增发的三期债券分别为三年、五年和一年期固息品种，发行规模各不超过40亿元，均为按年付息。其中，一年期品种票面利率为4.30%，起息日为7月21日；三年期票面利率为4.92%，起息日为7月21日；五年期票面利率

率为5.07%，起息日为8月21日。

时间安排方面，本次增发的三年和五年期品种缴款日均为9月25日，上市日均为9月30日；一年期品种缴款日为9月24日，上市日为9月26日。本次增发的三期债券均采用单一价格荷兰式招标方式，一年和三年期品种承销费均为0.05%，五年期品种承销费为0.1%，各期债券均无付息手续费。（王辉）

中银国际22日招标30亿元短融

中银国际证券有限责任公司17日公告，将于9月22日在银行间债券市场招标发行2014年第四期短期融资券。

本期证券公司短融券期限91天，计划发行规模为15亿元，采取固定利率形式，发行利率通过招标系统招标决定，单利按年计息，不计复利。时间安排上，本期短融券招标日为9月22日，分销期为9月23日，起息日、缴款日和债权登记

日均为9月23日，上市流通日为债权债务登记日次一工作日。

本期短融券无担保，经联合资信评估有限公司综合评定，发行人主体信用等级为AAA级，评级展望为稳定，本期债项评级为A-1。截至本期募集说明书签署日期，中银国际证券待偿还短期融资券余额为15亿元，公司经核定的短融券最高发行余额为30亿元。（王辉）

江苏银行22日 发行120亿元二级资本债

江苏银行股份有限公司9月17日公告，将于9月22日（下周一）招标发行该行2014年二级资本债券，牵头主承销商由南京银行担任，华泰证券和瑞银证券为联席主承销商。

本期债券为10年期固定利率品种，第5年末附有前提条件的发行人赎回权，计划发行规模为120亿元，募集资金将用于充实二级资本。本期债券采

用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，发行期限为9月22日至9月23日，起息日和缴款日均为9月24日。经中诚信国际信用评级有限公司综合评定，发行人的主体评级为AA+级，本期债项的信用等级为AA级。

资料显示，截至2013年末，江苏银行总资产为7632.34亿元，资本充足率为11.63%，核心一级资本充足率为9.49%。（王辉）

联合资信调升晨曦集团主体评级

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，将山东晨曦集团有限公司的主体长期信用等级由AA-调整至AA，评级展望为稳定，维持“14鲁晨曦CP001”的信用等级为AA-1。

联合资信表示，跟踪期内，山东晨曦集团有限公司作为中国最大的大豆进口商，大豆贸易规模持续扩大，保持了在国内外大豆贸易市场份额领先的优势；公司加强了石化产品的深加工能力，丰富了精细化工产品类别，逐渐

形成了完整的石油化工产业链，具备区域竞争优势；公司资产总额和营业收入等指标也保持较快增长，且整体盈利规模较大。未来随着公司在国际大豆贸易中的市场地位的提高，石化在建项目的投产，公司经营收入和业务规模有望进一步提升。

同时，联合资信也关注到公司部分石化产品需求和价格有所波动，对外担保比率高等因素可能对公司信用水平产生负面影响。（葛春晖）