

# 滴灌手段层出不穷 货币政策调控现“新常态”

□本报记者 王辉

28日,有媒体报道称,此前央行面向股份行进行的千亿资金投放,运用所谓的“MLF”(中期借贷便利),该工具在临近到期可重新约定利率并展期,且资金被限定用于三农和小微信贷领域。目前看,市场对于“MLF”是否真的存在是有疑问的,但大多认为,今年以来央行不断新货币政策调控方式方法,传递的信息始终是明确的,即保持定向调控基调,货币政策调控正呈现出“新常态”。

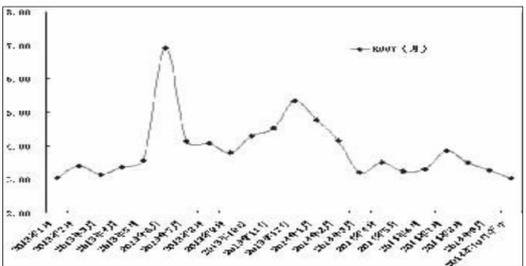
## 传闻扰市 宽松预期再升温

28日,银行间债券市场沉寂数日后重启升势,买盘情绪高涨,收益率再现一波下行。在当天央行公开市场操作毫无新意的背景下,行情的导火索指向一则难以证实的媒体报道。

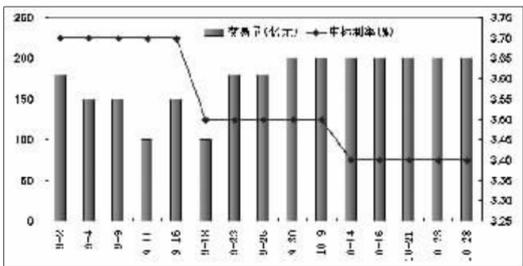
昨日早间,国内某门户网站率先报道称,中金公司固收部门向市场披露了央行最新一轮定向放水的细节——央行本月中旬向股份制银行投放的不是传统意义的SLF(常备借贷便利),而是“MLF”。由于“MLF”此前从未出现在央行披露的任何官方信息中,因而被市场理解成一种新的货币政策工具。报告更指出,中金公司获得的信息表明,“MLF”与SLF的差别在于后者在到期时可以重新约定利率并展期;此外央行要求,各商业银行通过“MLF”获得的资金需投向涉农和小微信贷,并且到期时展期的条件是商业银行发放贷款时降低利率。

根据报道所述,“MLF”与SLF的主要区别并非期限,而在于限定资金投向及提供利率指引,这被一些市场观点解读为“定向降息”。自央行下调正回购利

银行间7天回购利率月均值走势



近期央行公开市场正回购操作情况



率以来,市场上降息的传闻此起彼伏,“MLF”显然迎合了市场对于降息的期待,在债券市场引发共振也就不难理解。

## 定向宽松花样频出

目前来看,市场对于“MLF”是否真的存在是有质疑的,毕竟此前央行从未披露过这一工具。有媒体更称,中金公司已否认发布过针对前述话题的研报。不过,央行于本月为部分股份行提供了流动性支持则得到了多位市场人士的证实。

尚不论“MLF”真实与否,央行此举传递出的信息是比较明确的,即货币条件在局部适度地放松。来自国信证券的点评即指出,不管名词怎么花哨,其出发点都是一样的,即央行意欲缓解商业银行全面信贷问题。“MLF”一说的亮点则在于,将央行的基础货币注入与商业银行的信贷投放更紧密地挂钩。这进一步表明,央行正走在结构性货币宽松的道路上,试图以“定向发力”之名,行“渐进宽松”之实。

第一创业证券的报告也指出,央行在

创新货币政策工具的同时,致力于通过工具本身同时实现定向投放流动性和降低融资成本两个目标。虽然定向货币政策工具的有效性并不高,但依然会给金融机构一个正向的激励,促使其提高投向特定领域的信贷规模。通过该项工具,当前央行的货币政策取向也日渐明朗,即一方面在不降低基准利率的前提下降低社会融资成本,另一方面在不全面降准的前提下对冲外汇占款增长放缓对基础货币投放的主动性增强,央行创造性的调控思维得到展现。

## 货币政策改弦更张

分析人士认为,在近年来外汇占款增长显著下降、宏观经济增速放缓与结构调整深入的大背景下,货币政策调控的主动性增强,央行创造性的调控思维得到展现。

上海证券研究所首席宏观分析师胡月晓表示,观察今年二季度以来的公开市场操作可以发现,公开市场操作以微调为主,其功能主要在于针对可能出现

的资金过紧、过松等情况给予预调微调,公开市场操作的职能已从2012年的资金投放渠道转变为熨平市场资金波动的通道。在外汇占款方面,由于当前新增外汇占款规模保持在较低的水平,对市场流动性的影响也在下降。在此背景下,SLF等新型货币政策工具将能够弥补公开市场、外汇占款在新时期的缺位,实现流动性的适度宽松和定向调控。

广发银行金融市场部利率及衍生交易主管欧阳健表示,从今年的公开市场操作来看,公开市场操作更多的作用是进行资金适度回笼。由于公开市场操作是面向所有一级交易商,很难实现资金定向投放,因此SLF等创新型政策工具的登场也是顺理成章。此外,该市场人士还强调,当前央行基础货币从总量上看已经足够,在此背景下SLF等新型政策工具不仅相较于公开市场操作有更多的定向针对性,也更有调控的前瞻性。

分析人士指出,在宏观经济处于“新常态”的情况下,预计央行将继续运用更有针对性的创新政策工具。

# 正回购保平衡 资金面趋稳定

□本报记者 葛春晖

本周二,央行在公开市场开展200亿元14天正回购操作,中标利率、交易量均持平于前一期,结合到期量考虑,当日公开市场操作实现零投放/回笼。分析人士指出,伴随SLF等创新型流动性调控工具的不断推出,近阶段央行公开市场操作持续呈现中性特征,正回购利率成为市场更关注的指标;货币市场方面,虽然月末考核仍对短期资金面形成扰动,但随着新股申购资金解冻、月末因素消退,交易所和银行间市场资金面将陆续回归稳中偏松格局。

## 公开市场延续中性对冲

周二(10月28日)央行在公开市场进行200亿元14天期正回购操作,中标利率持稳于3.40%,交易量则连续六期无变

化。据统计,本周公开市场共有到期资金400亿元,周二、周四各有200亿元。周二央行公开市场操作实现零投放/回笼。从周度操作的角度看,此前两周央行公开市场操作的结果均为零投放/回笼。市场人士预计,在当前货币市场资金面总体稳定的情况下,本周公开市场再平衡操作的可能性依然较大。

值得一提的是,9月份以来,央行公开市场操作持续呈现中性对冲特征。数据显示,从8月30日至10月28日,公开市场累计到期资金2790亿元,央行共进行了15次正回购操作,累计回笼资金2590亿元,期间公开市场实际仅净投放200亿元。与此同时,货币市场连续承受了季末考核、新股发行、国庆长假等多重因素考验,资金利率走势总体仍呈现中权下移趋势。

分析人士认为,在SLF等创新型流动性调控工具的不断推出的背景下,央行在

公开市场开展中性操作一方面可以稳定市场对后市流动性的预期,避免市场产生总量宽松的幻想,另一方面也可以提高非公开市场工具使用效率。与此同时,伴随操作量的弱化,正回购利率成为市场最为关注的指标,9月下旬以来央行一个月内两次下调正回购操作利率,对货币市场利率下行具有重要的指导意义。

## 资金面重回宽松可期

进入本周,商业银行月末考核逐渐取代企业缴税和新股申购,成为影响银行间市场资金面的主要因素。受此影响,周二银行间质押式回购市场短端资金价格小幅上行,隔夜、7天回购加权平均利率分别小涨2BP、7BP至2.52%、3.16%。不过,7天资金在尾市出现减点融出,14天回购加权平均利率更是下行10BP至3.76%,显示当前银行间市场流动性依然

充足,机构对跨月后的资金面预期相对乐观。

由于月末考核对交易所市场影响有限,而新股申购资金从本周二开始陆续解冻,周二交易所回购市场资金面的改善立竿见影。数据显示,昨日上交所隔夜、7天回购加权平均利率分别收于3.48%、3.83%,较周一分别大降616BP、94BP。

分析人士指出,在央行公开市场延续中性操作的同时,SLF等创新型流动性调节工具,不断传递出管理层维护资金面总量平稳适度、压低融资利率的政策意图,在此背景下,货币市场资金面中长期稳中偏松可期。短期而言,随着新股申购资金继续解冻、月末扰动逐渐消退,交易所和银行间市场流动性将继续得到进一步改善,银行间7天回购加权平均利率跨月末后有望重回3%以下。

## 永续债供给放量

□本报记者 张勤峰

公告显示,中国大唐集团、中国有色矿业集团有限公司将于11月4日各发行一期中票。这两期中票均无固定期限,将于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续。由此,本月以来披露发行公告文件的永续债券增至8只,供给节奏明显加快。

大唐集团此次将发行公司今年第三期中票,计划发行50亿元,为5+N年期品种,在发行人赎回之前,票面利率每5年重置一次。中国有色矿业集团有限公司将发行今年第一期中票,计划发行30亿元,分为5+N年期和3+N年期两个品种,每个品种初始发行规模均为15亿元,可对向互换。在发行人赎回前,5+N年期品种票面利率每5年重置一次,3+N年期品种票面利率每3年重置一次。上述3只债券均采用固定利率,按年计息,并设置有递延支付利息条款;发行日程安排一致,均为11月4日招标,11月6日缴款并起息,存续期内每年11月6日为付息日(遇节假日顺延)。

据Wind统计,10月以来已披露发行公告文件的永续类债券总共达到8只,其中包括7只中票和1只企业债。按照发行起始日统计,10月共发行永续类债券6只,面值总额95亿元,进一步的统计显示,今年7月云能投供应了年内首只永续类债券以来,7月、8月、9月三月的发行量分别为2只/39亿元、2只/80亿元、2只/23亿元,10月份以来供给明显放量,而迄今为止,计划于11月份发行的永续类债券已达4只/130亿元。

市场人士指出,发行永续债券是一种类权益的融资方式,在满足特定条件后可计入权益而非负债,有助于降低企业资产负债率,且延长了负债期限,规避了负债额度的限制;相比股权融资,其发行门槛较低,且不会摊薄股东持股比例。此类债券较受高杠杆运营企业的青睐。

# 银行间市场推标准利率衍生品

□本报记者 张勤峰

全国银行间同业拆借中心(以下简称交易中心)日前发布通知,定于11月3日推出标准利率衍生品。标准利率衍生品对利率互换、远期利率协议等利率衍生产品的到期日、期限等产品要素进行了标准化设置,首批推出1个月标准隔夜指数互换、3个月标准Shibor1W利率互换、3个月标准七天回购利率互换和3个月标准Shibor3M远期利率协议。

# 本月NCD发行额料破1500亿

□本报记者 张勤峰

尽管临近月末,银行发行同业存单(NCD)的热情却丝毫未见降温。据中国货币网披露,农行等10家银行定于本月29日发行共15只同业存单,计划发行额合计161亿元。本月同业存单发行总额大

交易中心指出,银行间利率衍生品市场成员均可参与标准利率衍生品交易。标准利率衍生品在X-Swap系统上采用双边授信方式通过匿名点击达成交易,现阶段与X-Swap系统利率互换产品共用授信额度。

中债信用增进公司赵巍华指出,交易中心本次推出的四种标准化利率衍生品是标准化的短期限利率掉期。与银行间市场现有利率掉期相比,这些产品最大特点在于除了价格之外的合约要素通过事先约定而得以“标准化”,为市场资

金利率风险管理提供了更便利的工具,有利于增加掉期交易的活跃度并降低交易成本。

据悉,基础的利率衍生品有远期、期货、期权和掉期四种。国债期货属于利率期货,而上述标准化利率衍生品属于利率掉期。此外,上述标准化利率衍生品主要在银行间市场交易,交易对手需经过双边授信才能进行交易,参与者是机构投资者;国债期货是交易所市场交易,交易对手风险控制通过保证金管理进行,参与者既有机构投资者也有个人投资者。

概率将突破1500亿元。

上述15只同业存单中,农行、中信、浦发、平安、北京银行、广东顺德农商行、宁波银行将各发行1只,金额分别为20亿元、20亿元、15亿元、10亿元、15亿元、5亿元、5亿元;上海银行将发行2只,金额合计16亿元,浙商将发行3只,金额合计25亿元;兴业将

发3只,金额合计30亿元。上述同业存单涵盖1个月、3个月、6个月、1年等多种期限。

据Wind截至10月28日的统计,10月份同业存单发行额累计已达1357.10亿元,算上29日的待发规模,则全月发行额突破1500亿元几无悬念,而此前同业存单单月最高发行额纪录为9月份的1198.5亿元。

# 信用债普涨 低评级逞强

□本报记者 张勤峰

28日,债市交投活跃,买盘情绪高涨,交易所信用债收益率整体下行,低评级券种表现抢眼。

交易所企业债市场上,城投债收益率略见下行,活跃品种如主体AA的11辽阳债收盘到期收益率下行4.05bp,AA-的

09鹤城投微跌0.44bp。产业类品种收益率下行较为显著,如AA的11蒙奈伦跌30bp,AA-的12宁上陵跌18.78bp。

中低等级公司债同样表现突出,活跃个券如AA的12景兴债收益率大跌25.39bp,高收益品种中,AA的11中孚债收益率跌13.44bp,AA-的三维债跌41.48bp。

总体上看,产业类品种强于城投类,

低评级表现胜过高评级,产业债补涨,行情进一步向中低评级轮动。

市场人士指出,当前政策预期宽松,货币市场利率稳中趋降,信用债仍是获取绝对收益和赚取息差的重要标的,具有较好的配置价值。不过,信用利差整体已在历史低位,进一步收窄的空间不大,未来信用债的机会将主要来源于利率债行情。

## 牛陡预期强烈 国开“福娃债”短端受宠

国家开发银行28日进行了新一轮关键期限“福娃债”的增发招标。在市场情绪乐观、“牛陡”预期强烈的背景下,这五期固息金融债中标收益率均不同程度低于预期,短端品种相对于中长端更受机构青睐。

国开行28日招标的是该行今年第21期至第25期固息债券的增发债券,期限分别为7年、10年、1年、5年和3年。来自中债网和交易员的信息显示,此次1至10年期债券中标收益率分别为3.6954%、4.0365%、4.1981%、4.3165%和4.3369%,1、3、5年期品种较此前机构给出的预测均

值分别低出约8BP、3BP、4BP,7年、10年期品种均低于预测均值1BP左右。此外,五期新债认购倍数分别为2.91、2.57、3.63、2.64和2.76。

市场人士表示,目前机构对债券后市看法乐观,一级市场配置需求较为稳定,因此五期新债认购情况都较好。与此同时,在当前期限利差处于低位、未来货币市场利率有持续下行的背景下,机构对于“牛陡”行情的预期较为强烈,因此本轮国开行“福娃债”招标中,中短期品种相较于长期品种更受机构欢迎。(葛春晖)

## 财政部下周续发3年期国债

财政部28日公告称,定于11月3日招标续发2014年记账式附息(二十期)国债。

本次续发国债的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与之前发行的同期国债相同。公开资料显示,14附息国债20为3年期国债,票面利率4%,从2014年9月11日开始计息,按年付息,每年9月11日(节假日顺延,下同)支付利息,2017年9月11日偿还本金并支付最后

一次利息。

本次发行竞争性招标面值总额280亿元,进行甲类成员追加投标。11月3日招标,招标结束至11月5日进行分销,11月7日起同原债券合并交易。发行手续费率为0.05%。

本次招标采用混合式招标方式,标的为价格。招标标位变动幅度为0.025元,投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为80个、15个和30个标位。(张勤峰)

## 口行31日招标三期金融债

中国进出口银行28日公告称,定于10月31日招标发行2014年第74期至第76期金融债券。三期债券合计发行额不超过160亿元。

口行今年第74期债券为6个月期贴现金融债券,发行金额不超过60亿元;第75期债券为口行2014年第68期3年期固息金融债的增发债券,票面利率为4.2%,发行金额不超过50亿元;第76期债券为10年期固息金融债券,发行金额不超过50亿元。

上述三期债券的发行价格/利率均通过竞标确定,招标时间为10月31日。其中,第74期债券采用单一价格中标方式,缴款日、起息日为11月4日,上市日为11月6日。第75期债券采用单一价格中标方式,缴款日为11月4日,起息日为10月21日,上市日为11月10日,上市后同原金融债的增发债券,票面利率为4.2%,发行金额不超过50亿元;第76期债券采用单一利率中标方式,缴款日起息日为11月4日,上市日为11月10日。(葛春晖)

## 16亿元南昌银行ABS下周招标

公告显示,发起机构为南昌银行的“洪元2014年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”将于11月4日招标发行,发行人为华润信托。

本期资产支持证券发行规模为15.945亿元,包括优先A档、优先B档和次级档分别为9.86亿元、1.95亿元、4.135亿元。其中,优先档证券采用固定利率,次级档无票面利率;优先档证券(不含发起机构持有部分)将采用单一利率招标方式公开

发行,票面利率由招标结果确定,次级档证券(不含发起机构持有部分)采用数量招标方式定向发行。时间安排上,招标日为11月4日,缴款截止日为11月5日,信托设立日、起息日为11月6日。

今年以来,信贷资产证券化试点持续扩容。据Wind截至10月28日的统计,今年以来债券市场已累计发行各类资产支持证券超过2382亿元,远高于去年全年的271.70亿元。(张勤峰)

## 中债资信调升南京三桥评级

中债资信近期发布了对南京长江第三大桥有限责任公司(以下简称“南京三桥”)的跟踪评级结果。

中债资信指出,公司是南京交投旗下经营单一路产的项目子公司,虽然跟踪期内公司路产规模仍低且路产仍单一,但公司路产质量优质,通行费收入持续增长,收益水平较强,经营风险仍较低。财务方面,虽然公司存在一定规模的股东占款,但跟踪期内公司整体盈利能力较强,经营活动现金流流量和经营净现金流稳步增长,债务规模小幅下降,债务负担减轻,偿债指标明显

改善,因此将公司财务风险由一般水平调至较低水平。此外,公司股东实力较强,可获得一定的外部支持。预计未来12-18个月内,公司整体经营风险依旧较低。公司投资规模低,盈利能力有望维持稳定,债务负担和偿债指标也将继续改善,整体财务风险调至较低。未来需关注竞争分流和股东占款风险。

中债资信根据此次主动评级获取的相关信息,评定公司的主体信用等级为A-<sub>1</sub>,评级展望为稳定。在前次评级中,中债资信给予南京三桥BBB+<sub>1</sub>评级。(张勤峰)

## ■新债定位 | New Bonds

14附息国债26		预测中标利率区间【3.50%,3.60%】			
债券期限	5年	计划发行额	280亿元	票息类型	固定利率
付息周期	按年付息	招标方式	混合式利率招标	招标日	10月29日
起息日	10月30日	上市日	11月5日	手续费率	0.1%

**第一创业证券:**由于市场对基本面的预期在好转,而资金面依然宽松,当前市场略呈牛陡走势。本次发行的5年期国债属二级市场品种,预计中标利率接近二级市场,或在3.56%-3.60%之间,本次发行采取混合式招标,边际中标利率或将高出3-5bp。

**鄞州银行:**5年期品种期限适中,适合各类型的机构。目前该期限国债收益率水平略高于历史均值,具有一定的配置价值。预计本期国债的收益率会略

低于二级市场。10月28日,剩余期限4.5天的140008大致成交在3.57%左右,参照这一水平,建议本期国债的投标区间为3.50%-3.55%。

**国海证券:**前期利率品种收益率大幅下行,但目前国债的绝对收益率仍较高,本期国债期限较好,预计配置需求较好,中标利率将趋近二级市场,预计加权中标利率区间为3.52%-3.55%,边际中标区间为3.55%-3.58%。(张勤峰 整理)