

公开市场以价为纲 定向调控多维发力

# 文火慢炖 长端SHIBOR低头

□本报记者 张勤峰

周四，央行继续在公开市场施展平衡术，公开市场连续四周回笼量与到期量持平。市场人士指出，公开市场操作逐渐进入平稳期，既是央行短期流动性调节压力有所减轻的反应，更是定向调控思路下，央行转变货币政策调控方式方法的结果。展望未来一段时期，央行公开市场操作将更注重于发挥其价格指引功能，与此同时，尽管政策未见全面放松，但鉴于定向调控配合利率指引的成效较为明显，市场上的流动性预期继续改善，机构对于融资成本趋降存在共识。

## 公开市场操作转变角色

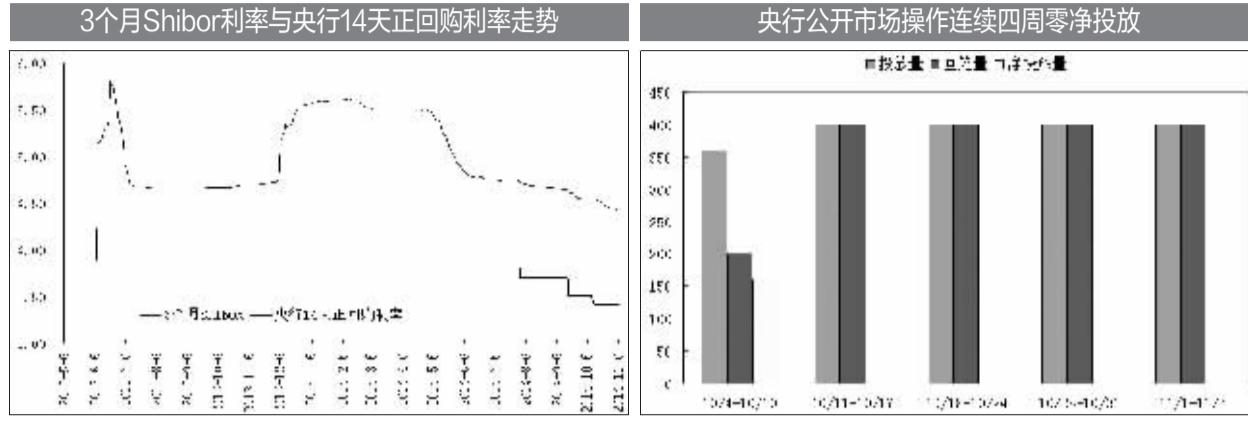
周四，公开市场云淡风轻，央行继续开展量入为出式的平衡操作。当天，央行14天正回购交易量连续第十期稳定在200亿元，操作利率连续第八次稳定在3.40%；公开市场操作则连续第四周回笼量与到期量持平。

回顾今年4月份以来，央行公开市场操作力度明显减弱，尤其是常态化开展14天正回购操作之后，公开市场回笼量与投放量相当接近，每月净回笼或净投放量由上半年的数千亿降至几百亿甚至几十亿元的水平，基本成为象征性操作。

从期限定位上看，央行公开市场操作侧重于短期流动性调节。今年二季度以来，银行体系流动性趋向平稳宽松，货币政策定向调控加上表外非标业务治理、存款偏离度考核的运用，使得货币市场利率稳定性大为改善，央行公开市场操作逐渐进入平稳期，一定程度上正是央行短期流动性调节压力有所减轻的反应。

但值得注意的是，在公开市场操作数量陷入沉寂的同时，今年以来正回购操作利率三次下调，配合其他如SLO、SLF、MLF、PSL等多种创新工具的运用，使得央行货币调控大放异彩，也反映出今年以来货币政策调控框架正在发生转变。分析人士指出，在“稳健”的基调下，今年以来货币政策的适度放松有目共睹，但公开市场、降准等工具在流动性投放中始终未得到重用，关键就在于这些传统的政策工具难以兼顾调节流动性与调整经济结构的双重目标，而要实现结构调控、精准对接，必然要更多重视定向调控手段的应用。

当然，作为一项重要的日常货币调控工具，适当的公开市场操作仍有必要保留。市场人士指出，随着利率市场化进程的推进，货币市场利率作为市场基准利率的地位不断巩固，例行公开市场操作正是引导和调节货币市场利率的重要途径，只有确保操作的连续性，才能有效发挥公开市场操作引导利率的作用。今年以来，央行三次下调14天正回购操作利率，引发中长期债券利



率快速下行，公开市场操作的利率指引功能从中得到了充分展现。

## 3M SHIBOR跌回“钱荒”前

尽管货币政策在10月中旬的一轮量价宽松之后暂时进入真空期，但市场上的宽松预期仍不断发酵，以3个月SHIBOR利率为代表中长期限的市场基准利率持续走低，显示市场对未来流动性趋松、融资成本趋降存在共识。

从SHIBOR利率走势来看，由于正回购利率未见进一步下调，近日短期资金利率走势趋稳，隔夜利率稳定在2.5%一线，7天利率大致在3%—3.3%之间徘徊。但与此同时，3个月及更长期限的SHIBOR利率仍在继续走低。最新数据显示，11月6日3个月SHIBOR利率降至4.4%，已回到去年“钱荒”发生前的水平；1年期SHIBOR利率则降回今年初的水平。

市场人士指出，银行同业存单、企业信用债发行等多以中长期限SHIBOR利率为定价参考，中长期限SHIBOR利率对银行负债、资产两端的利率水平均有重要影响，是市场基准利率变化向债券、信贷、非标等实体经济融资领域传导的重要途径。

今年春节后，7天回购利率等短期货币市场利率持续震荡下行，但3个月SHIBOR利率直到5月份之后才发生明显松动，到了7月份下降步伐又一度停滞。彼时，市场一度将利率突破下行的希望寄托在货币政策全面放松上。而随着7月末央行重启14天正回购并下调操作利率，此后又在9月、10月份连续祭出下调正回购利率+SLF(MLF)的量价宽松组合，3M SHIBOR又踏上了缓慢下行之路。

市场人士指出，目前来看，尽管至今仍未见到全面降准、降息等重磅措施，但在持续、稳定的定向宽松之后，央行细火慢炖式的调控已产生春风化雨、润物无声般的效果。中长期限SHIBOR利率持续下行以及债券市场空前火热的行情，足以表明融资利率的“坚冰”正在逐渐融化。

## 观点链接

### 中信建投证券：定向宽松将继续

从目前的货币市场利率来看，尽管已经下行显著，但银行理财、货币市场基金等短端利率仍然位于较高的位置。银行理财受制于存款的流失，成本具备刚性，下行缓慢。货币市场基金同样处于规模扩张期，下行同样缓慢。在经济下行低通胀的背景下，2014年降息概率并不大，政府对待全面宽松的谨慎态度及四季度经济下行速度的放缓，都使得货币政策仍然将以定向为主。我们认为央行将继续动用定向工具如PSL、SLF等注入流动性，短端利率顺势下行。

方正证券：年内资金面保持宽松概率大

近期央行的连续宽松货币政策使得市场对资金面的预期较为乐观，预计11月、12月份资金面保持宽松的概率大，但可能宽松幅度不及往年。主要原因：一是，年底仍然会有财政存款的较大规模投放，但今年底的财政存款投放量可能不及往年。因为今年财政收入的增速有所下降，而财政支出的节奏变得平缓，年内的财政支出力度较往年有所加强，这将导致年底突击花钱的现象有所减轻；二是，美国退出QE可能在一定程度上加剧资本流出风险。不过，

预计央行货币政策将继续保持宽松，12月将面临5000亿元SLF到期，到期展期的可能性较大。一方面，需要保持货币市场流动性宽松，以引导实体经济利率下降，另一方面，可以保障银行间市场度过春节期间的资金紧张。

### 华泰证券：短端的宽松政策可能略放缓

明年二季度之前，多手段降低融资成本的政策思路将延续，货币政策的宽松将按部就班施行。时间窗口的判定主要是对明年美联储加息节奏的预期，而货币宽松政策的观察则是以正回购利率的继续下行配合SLF或PSL的组合。不过，目前短端资金已经较为充裕，货币市场利率也较前期有了一定程度下降，R007从8月3.4%的平台下降到目前3%左右的平台，在经济数据未有进一步走弱的背景下，央行短端的宽松政策可能略有放缓。10月集中批复了一批基建项目，预计投资金额达到5000亿元，不排除年底前央行会实施PSL等定向宽松措施予以配合。目前对于货币政策宽松持续的预期非常一致，有利于降低机构的预防性流动性需求，资金利率有望维持低位。预计11月R007波动区间在2.8%—3.1%附近，但如有回购利率下调等措施，则可能进一步下行。

# 重识降息内涵 无须死盯贷款基准利率

□渤海银行 蔡年华

从目前的货币环境看，虽然我国已进入实质的利率下行和降息周期当中，但市场对“下调法定存贷款基准利率”这一传统降息手段仍情有独钟、呼声不断。笔者认为，在经济三期叠加期，应该重新认识降息的内涵，并逐步淡化法定存贷款利率在货币政策手段中的关注度。

## 降息周期已得到确认

在传统的货币政策工具中，降息主要指降低法定存贷款利率，但是在利率市场化的中后期，简单的把降低法定存贷款利率与降低市场利率以及降低企业融资成本等同起来就有失偏颇。主要原因如下：

首先，目前企业的融资结构中，新增贷款所占比重仅略高于50%，发行债券、信托融资和未贴现票据占比逐步提升，前者利率主要参考银行间债券市场利率，后两者主要参考Shibor利率。虽然今年表外融资业务受限，新增贷款占比逐步回升，但随着债券品种的不断丰富以及发债门槛的逐步降低，债券市场在企业融资结构中的比重将越来越大。因此，单纯降低法定存贷款利率的作用式微。

其次，从商业银行资产负债结构来

看，资产端主要是贷款、非标资产和债券，负债端包括一般性存款、同业存款和理财资金。从目前来看，资产端已经实现了市场化定价，负债端除一般性存款外，也实现了市场化定价。在这样的结构下，商业银行负债端成本抬升，为稳定利差，必然提升资产收益率。即使降低法定存贷款利率也无法起到实质降低企业融资成本的作用。

另外，法定利率的调整并不能解决信贷约束和财务软约束的问题，资金可得性高的部门持续加杠杆不利于经济结构调整，也增加了金融体系的系统性风险。

正是基于以上的认识，今年法定存贷款利率调整被雪藏了，但这不能否认我国正处于降息周期当中，因此就需要对降息的内涵进行重新界定。

从降息的实质看，只要是能有效降低企业融资成本的利率政策都应该是降息的工具，因此，从这个维度来看，法定存款准备金率、公开市场正回购利率以及SLO、SLF和PSL等工具利率都应作为降息的内涵范畴。今年公开市场正回购利率共降低利率3次，其他结构性工具利率由于不披露也无从考证，但整体而言要低于金融机

### 央行回购利率的基准作用增强

如上文所述，由于诸多的限制，法定存贷款利率的调整并不适合当下宏观经济环境，未来货币政策依旧依靠公开市场和结构性工具进行。

首先必须说明的是，货币市场的降息能够起到降低企业融资成本的作用。今年，央行公开市场从量上来说表现平平，并未有方向性，但价格引导的意味较浓，这也表明公开市场回购利率的基准作用在逐步增强。这有两方面的表现：一是正回购利率下调直接导致货币市场资金利率下行，引导Shibor利率下行，进而降低以此定价的非标资产和票据贴现的利率水平；二是债券市场对正回购利率下行反应明显，利率下行趋势得到确认，能有效降低企业发债的融资成本，进而促进企业加大债券融资力度。

另外，再贷款、PSL和SLF等工具无论在数量宽松和价格宽松上都起到较好的作用，是央行在资产端进行货币宽松的结构性政策。但这几类工具都具有一定的弊端，并不能真正控制货币的流向，也会导致资金滞留在银行间市场，无法起到降低企业融资成本的作用。

因此，从长远来看，央行继续发挥正

回购利率的基准利率的作用，引导无风险利率下行是最优的政策选择。目前来看，商业银行同业存款利率已出现明显回落，但理财资金成本并未出现大幅下降，这直接制约了银行负债成本的下降，也限制了债券市场利率下行的空间。而通过继续下调正回购利率，同时配合宽松的货币环境，Shibor利率下行的空间将进一步打开，银行继续维持高利率的条件不再具备，资金成本下行可期。

当然，必须看到，在非标业务受限的背景下，从环比来看，新增贷款在社会融资结构中占比回升较快，这让市场对降低法定存贷款利率的预期又大幅提升。但是，目前商业银行FTP定价主要参考综合负债成本和息差保护，目前净息差已在2%以下，继续下降压力较大，而负债成本的降低有赖于同业资金和理财资金利率的下降，如果继续降低法定存款利率，一般性存款流向理财的速度将加快；如果降低法定贷款利率，由于负债成本未实质下降，银行维持上浮比例或者加大上浮比例的概率较大。

因此，在利率市场化改革进程难以改变的背景下，法定存贷款利率在货币政策中的作用应逐步淡化，取而代之的是加快基准利率建设，通过货币市场引导利率下行。

# 美元短期缺乏大涨动力

于预期。这进一步增强了市场对于周五即将公布的10月非农就业数据的信心，市场对于美联储的加息预期有进一步攀升迹象。

与此同时，其他经济体的数据疲软也映衬出美国经济的优势。中国10月汇丰服务业PMI及综合PMI表现均较前值下滑；德国/欧元区/英国10月综合及服务业PMI也无一例外的低于预期。此外，欧元区9月零售数据年率增速0.6%，大幅低于预期的1.4%。全面走弱的经济数据，导致市场对于其他经济体集体陷入再次宽松货币政策的预期大幅增强。

此外，本周初美国中期选举结果出炉，共和党赢得参议院多数席位，因此控制了参议院和众议院。市场认为这一结果对美国经济和金融市场而言是个好消息。一方面，这

的相关数据来看，数据只要不大幅差于市场预期，美元都将会受到一定的支撑。从外部因素来看，尽管其他经济体经济数据疲弱，但短期还难以让市场看到其他央行采取宽松政策的预期兑现。一方面，考虑到目前内部存在的分歧，欧洲央行难以进一步采取行动，即使经济数据表明欧元区经济毫无起色迹象。另一方面，英国经济虽有下滑，但仍处于复苏轨道中，英国央行货币政策正常化的进程方向不会改变。

总结而言，基本面状况决定了市场对于美元看多的态度不会改变，美元仍处于中期走牛的过程之中。但是短期美元仍缺乏大幅上行的内外合力，因为美元相对于其他货币的货币政策周期领先幅度进一步拉大仍需要时间。

## 兑美元中间价刷新两个月低点 人民币即期汇率再现逆势上涨

□本报记者 葛春晖

元中间价整体仍未脱离8月份以来6.14—6.17的窄幅震荡区间。

境内即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇率跟随中间价小幅低开6个基点，短时下挫出波震荡上涨，尾市收于6.1123，较上一交易日收盘上涨23基点或0.04%。当日海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上，一年期美元/人民币最新交投于6.2510，显示投资者预期一年后人民币中间价将贬值约1.5%，与前期变化不大。

市场人士表示，在中间价总体保持稳定的背景下，当前市场结售汇比较均衡，即期汇率也以窄幅波动为主，考虑到贸易顺差维持高位，第四季度结汇季节性增多，年内人民币汇率仍有小幅升值的空间，但总体波动幅度预计有限。

## ■交易员札记

### 交投热情降温 收益率略有回调

□中国邮储银行 王茵

经历了前几日的巨幅波动后，周四债券现券市场交投热情有所下降，收益率略有回调。

如果将2008年后收益率的低点连成一条直线，这条线就形成了近6年来的趋势线，显示收益率低点逐步抬升。不过，目前收益率已经突破这一阻力位，未来债券能否延续强势走势，下一目标价位在何处，就成为市场关注焦点。笔者认为，年内降息可能性较小，货币政策的宽松意图仍会以定向放水配合公开市场利率下调来实现。在宽松的流动性及疲弱的基本面作用下，债券市场的牛市预计仍将延续。

本周以来，债券收益率大幅平坦化下行，10年期国债收益率降幅超20BP，最低时逼近4%，目前金融债收益率已回到2013年的最低点。刺激本周市场情绪的主要有两大利好因素，一是经济基本面仍然堪忧。前一周公布的10月中采PMI指数回落0.3至50.8，低于预期的51.2，也低于前值的51.1，分项数据中，生产指数和新订单指数均回落，显示经济疲态。本周公布的汇丰PMI虽

经历了前几日的巨幅波动后，周四债券现券市场交投热情有所下降，收益率略有回调。

本周以来，债券收益率大幅平坦化下行，10年期国债收益率降幅超20BP，最低时逼近4%，目前金融债收益率已回到2013年的最低点。刺激本周市场情绪的主要有两大利好因素，一是经济基本面仍然堪忧。前一周公布的10月中采PMI指数回落0.3至50.8，低于预期的51.2，也低于前值的51.1，分项数据中，生产指数和新订单指数均回落，显示经济疲态。本周公布的汇丰PMI虽

5550.75万元。本期资产支持证券中的优先A1档、优先A2档采用固定利率，优先A3档、优先B档采用浮动利率，次级档无票面利率。其中，优先档资产支持证券将以招标方式公开发行，次级档资产支持证券则采用定向发行方式。

今年以来，信贷资产证券化试点范围持续扩大。据Wind数据统计，如果以上各期同业存单足额顺利发行，则本周同业存单发行量将达到538.9亿元，与上周的538.4亿元基本相当，仍处在较高的水平。

数据还显示，截至6日，同业存单存量为524只、4817.8亿元。另据统计，今年以来已有78家银行披露同业存单发行计划，计划发行额总计达到1.4141万亿元。与发行额度相比，当前同业存单存量依然偏小。

### 兴业银行64亿ABS14日发行

□本报记者 张勤峰

兴业国际信托有限公司6日公告，定于本月14日在银行间债券市场发行“兴元2014年第三期信贷资产证券化信托资产支持证券”。本期信贷资产支持证券的发起机构为兴业银行。

本期资产支持证券总规模63.705亿元，包括优先A1档、优先A2档、优先A3档、优先B档和次级档资产支持证券分别为86356.96万元、104985.84万元、347686.45万元、42470万元和

今年以来，信贷资产证券化试点范围持续扩大。据Wind数据统计，今年以来债券市场已累计发行各类资产支持证券2389.99亿元，远高于去年全年的271.70亿元。

### 转债多数上涨 主题概念逞强

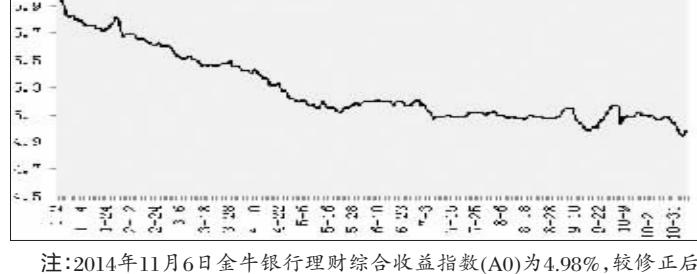
□本报记者 葛春晖

11月6日，沪深转债市场上一交易日小幅调整后再次走强，中证转债指数反弹0.53点或0.17%，收于320.70点。个券多数上涨，中小盘转债走势强于大盘转债，核能核电等主题概念个券表现抢眼、涨幅居前。

具体来看，昨日转债市场可交易的30只个券中有21只上涨、9只下跌。其中，受核电年内重启基本确定的消息刺激，核能核电类个券跟随正股大幅上涨。如，正股大涨7.98%的东方转债上涨4.43%，居涨幅榜首位；久立转债上涨2.79%，居涨幅榜第二位。此外，受益于中国“马歇尔计划”、“一带一路”等概念的中小盘基建运输类个券多数上涨，如隧道转债、中海转债涨幅均超过1%。相对而言，大盘转债表现欠佳，工行、中行、石化转债纷纷随正股绿盘报收。

分析人士指出，未来随着经济下行压力渐渐改善、政策利好不断释放，转债市场有望继续走牛。而短期来看，大盘转债经过去一波上涨后，可能随正股陷入短期休整，与此同时，主题类转债仍有望迎来上涨机会，其中核能核电、国企改革等板块值得关注。

### 金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年11月6日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.98%，较修正的上期数据上升4BP。

数据来源：金牛理财网

□中信银行金融市场部 胡明

10月中旬以来，美元指数迎来新一轮上涨行情，指数从前期回调低点的84整数关口附近开始攀升，成功突破87整数关口，创下近四年半以来的新高。显然，新一轮美元指数的上行启动于10月美联储利率决议的“鹰派”措辞，市场普遍预期美联储会提前加息。而近期最新的美国经济数据优势和美国中期大选两大利好因素，进一步推动着市场看多美元热情。

最新公布的数据显示，美国经济复苏的韧性明显。10月美国ADP就业人数增加23万人，高于市场预期的22万。虽然10月ISM非制造业指数自前值58.6降至57.1，且低于预期的58，但分项数据方面，就业指数表现好