

宽信用需宽货币 资金面无大风险

□本报记者 张勤峰

随着转债发行和新股IPO临近，货币市场融资需求增多，11日各期限回购利率纷纷走高，中长期限品种涨幅扩大。分析人士指出，事件性和季节性扰动因素增多，使得半年末资金面有小幅波动压力，宽信用造成的银行超储消耗亦使货币市场流动性有自发收敛的趋势。不过，稳增长、宽信用、护航地方债置换都需要适度宽裕的流动性环境配合，未来降准等宽松政策有望适时出台，银行体系流动性并无大幅收紧的风险。此外，降低企业融资利率是改善需求，推动宽资金向宽信用转变的关键环节，未来央行继续降息的空间也依然较大。

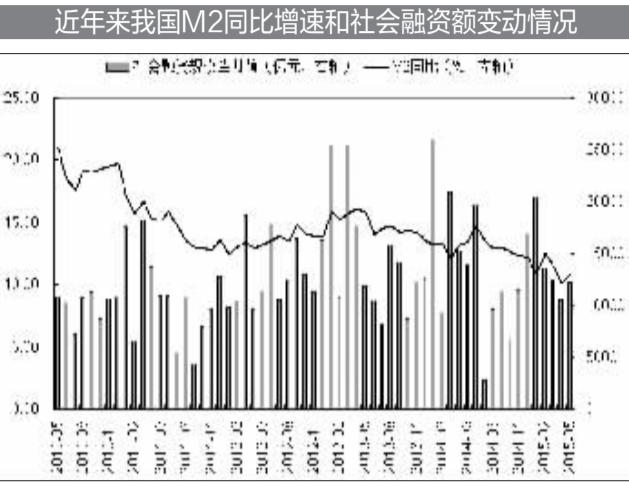
资金面现边际收紧

11日，银行间市场回购利率连续第二个交易日全线走高。当日银行间质押式回购市场上，从隔夜到6个月期限的回购均有成交，短端利率保持稳中略升，中长端利率上涨有所加快。

数据显示，11日隔夜回购加权平均利率微涨1bp至1.11%，大致保持稳定；受下周新股发行影响，7天回购加权利率上涨9bp至2.14%，14天回购加权利率上涨21bp至2.67%；跨半年末的21天利率涨幅达到35bp，更长期限的1个月和两个月回购利率分别上涨19bp、17bp；至此，21天及以上回购利率全线反弹至3%上方水平。

交易员表示，本周有新的可转债发行，下周又将迎来新一批IPO，导致中短期资金需求增多，带来中短期利率的上行压力。而随着半年末时点的临近，跨半年末资金需求逐渐涌现，尤其是考核因素导致机构质押信用债不易，较易放大21天至两个月等跨半年末资金利率波动。

据公开信息显示，发行规模为24亿元的航信转债将于12日在上交所公开发行。



行。鉴于此前可转债一级市场长期停摆，具备热门题材的航信转债预计将成为资金哄抢的对象。本周初，天士力集团公开发行的可交换债上演“秒杀”秀，已显示出投资者对于转股类债券的极高申购热情。从以前情况看，转债发行相比股票IPO更易造成银行间市场流动性波动。另外，下周将启动新一批24家企业IPO，“巨无霸”国泰君安证券的加入，使得此轮IPO募资规模再创新高，募资额不断上升且新股发行加密后，IPO对流动性扰动仍不能忽视。

与此同时，近期央行短期流动性投放陷入停滞。截至11日，央行公开市场操作已连续第七周暂停，并且市场上传出央行开展定向正回购、不对到期MLF进行续做等传闻。而央行上周披露的数据表明，5月份央行中期借贷便利操作净收回基础货币250亿元。

市场人士指出，在短期货币供给减少的同时，转债、新股发行等事件性因素与半年末时点因素又推高资金需求，使得银行体系流动性在边际上出现收缩的迹象。预计半年末时点前，流动性仍会出现短期波动，资金利率或继续小幅上行

空间。

从宽资金到宽信用

在货币市场流动性呈现持续宽松，资金利率纷纷降至数年低位后，市场已普遍认识到，加强宽资金到宽信用的疏通传导会成为未来一段时间央行政策操作的重点。

分析人士指出，当前货币市场流动性较为宽裕的格局，既得益于前期央行通过降准等方式释放出了较多的基础货币，更是资金向实体经济传导不畅、信用扩张乏力的结果。一方面，实体经济需求弱，有效信贷需求不足；另一方面，银行避险情绪较高，也不愿意投放信贷和配置债券，最终导致资金大量淤积在银行体系，造成了货币市场流动性极为宽裕、M2和社会融资总额增速却持续不及预期的局面。与此同时，在货币市场利率持续走低之后，实体经济融资利率居高不下的情况比较突出。

宽信用是稳增长的必经途径，在将短端利率下引至低位后，需要央行着力引导中长端利率下行，以降低企业融资利率，提振实体投融资需求，推动宽货币向宽信用转变的关键环节，因此未来央行继续降息的空间依然较大，结构性货币政策工具预计将得到更加频繁的运用。

向宽信用的转变，从而为稳增长“添砖加瓦”。央行11日公布的数据显示，5月份新增信贷、M2增速和社会融资规模均略超预期。据央行公布，中国5月新增人民币贷款9008亿元，预期为8500亿元，前值为7079亿元；5月M2同比增长10.8%，预期增长10.4%，前值为增长10.1%。中国5月社会融资规模为12200亿元，预期为11325亿元，前值10500亿元。市场人士认为，这可视为央行发力推动宽信用的直接证据。

值得一提的是，伴随信贷投放逐渐加速，银行超储将逐渐被消耗，会使得货币市场流动性出现自发的收敛。不过，分析人士指出，宽信用需要宽货币的配合，只有市场机构对短期利率形成稳定预期，才能真正降低中长期利率水平，而地方债置换也需要适度宽裕的流动性环境配合。在此背景下，降准等宽松政策仍有希望适时出台，未来银行体系流动性并无大幅收紧的风险。同时，鉴于降低企业融资利率是改善需求，推动宽资金向宽信用转变的关键环节，因此未来央行继续降息的空间依然较大，结构性货币政策工具预计将得到更加频繁的运用。

■交易员札记

重磅数据公布

□中国邮储银行 王茵

著下降，票据规模明显上升，显示银行整体的贷款意愿仍较弱，银行倾向于通过票据业务来完成贷款额度。综合以上数据，可以明显看出金融对实体经济的支持力度有限。

后期债市将有两大压力——宽信用的政策导向和房地产行业的企稳。从数据可以看出，货币政策传导不畅使得前期“放水”淤积在金融体系内部，后续的政策重心将是如何“修渠”，把流动性引向实体经济。5月以来已经出台了多项政策以满足实体经济融资需求，包括40号文、鼓励PPP模式推进、第二批地方政府债务置换等。日前的国务院常务会议也明确推进财政资金统筹使用措施。另外，房地产销售数据已经有明显改善，预计随着相关房地产政策的继续发酵以及房企融资途径的拓宽，房地产投资也将有所回暖。

预计未来债券市场将承压，曲线陡峭化概率增大。

口行两新债发行结果向好

□本报记者 王辉

债政策性金融债（进出口行和农发行）到期收益率曲线显示，目前5年、10年期品种最新收益率分别在3.86%和4.16%左右。

分析人士表示，财政部本周三下达1万亿元第二批地方债置换的消息基本在市场预期之内，虽在一定程度上使得市场情绪更趋谨慎，但冲击效应有限。另外，周四国家统计局公布的5月主要经济数据整体表现依旧偏弱，中短期内货币政策、财政政策料仍将会延续宽松态势。综合来看，口行两新债发行结果偏暖符合情理。

国开行16日招标5期金融债

□本报记者 王辉

年、10年和1年期债券的票面利率依次为4.13%、4.25%、4.21%和3.19%。各期增发债券均采用单一价格（荷兰式）招标方式，新发行的第十二期金融债采用单一利率（荷兰式）招标方式。各期债券均于6月16日招标，缴款日均为6月18日，上市日均为6月22日。承揽费均按认购债券面值计算，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%，各品种均无兑付手续费。

上述5期债券分别为5年、7年、10年、1年和3年期固定利率金融债，本次发行额度分别不超过50亿元、50亿元、70亿元、50亿元和60亿元，5年、7

们预测本轮存准率或有望下调至10%以内。2008年底2009年初我国同样面临经济下行和通缩压力，2009年1季度R007下降至1%以内，如此看货币利率有望正式进入2%时代。

中航证券：通缩压力加剧 宽松政策可期

5月数据显示经济通缩风险加剧，PPI与PPIRM差值为负且进一步扩大，企业利润不足，产能过剩仍然是制造业复苏的主要掣肘。房地产销售回暖向投资传导的机制不畅，也在一定程度上抵消了基建投资带来的提振效果。不过，CPI与PPI低位运行，为货币宽松政策预留了足够的空间。在经济寻求稳增长的大背景下，6月份将迎来降准时点。同时，央行也会继续配合使用PSL、MLF、SLO等多种数量工具，加强对利率的引导，有效降低实体经济融资成本。

中航证券：通缩压力加剧 宽松政策可期

国家开发银行11日公告，定于6月16日（下周二）对2015年第八期至第十一期金融债进行最新一次增发。本次招标的两期债券分别为5年和10年期固息金融债，发行规模均不超过40亿元。招标结果显示，两期固息金融债中标收益率分别为3.8192%、4.1364%，投标倍数分别为3.39倍和3.00倍。中

年、10年和1年期债券的票面利率依次为4.13%、4.25%、4.21%和3.19%。各期增发债券均采用单一价格（荷兰式）招标方式，新发行的第十二期金融债采用单一利率（荷兰式）招标方式。各期债券均于6月16日招标，缴款日均为6月18日，上市日均为6月22日。承揽费均按认购债券面值计算，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%，各品种均无兑付手续费。

上述5期债券分别为5年、7年、10年、1年和3年期固定利率金融债，本次发行额度分别不超过50亿元、50亿元、70亿元、50亿元和60亿元，5年、7

年、10年和1年期债券的票面利率依次为4.13%、4.25%、4.21%和3.19%。各期增发债券均采用单一价格（荷兰式）招标方式，新发行的第十二期金融债采用单一利率（荷兰式）招标方式。各期债券均于6月16日招标，缴款日均为6月18日，上市日均为6月22日。承揽费均按认购债券面值计算，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%，各品种均无兑付手续费。

中诚信国际同时表示，“14苏元禾债”由苏州工业园区国有资产控股发展有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，园区国控综合财务实力极强，能够本债的偿还提供强有力保障。此外，中诚信国际也关注到股权投资业务收益具有不确定性、经营性现金流呈现波动等对公司未来整体信用状况的影响。

中诚信国际：调升元禾控股主体评级至AA+

□本报记者 葛春晖

司总资产的62.53%。截至2014年末，公司持有的上市公司股权市值达55.62亿元，资产流动性较好；2014年公司股权投资业务发展良好，退出项目带来较好收益，使得当年公司盈利能力大幅提升。

中诚信国际同时表示，“14苏元禾债”由苏州工业园区国有资产控股发展有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，园区国控综合财务实力极强，能够本债的偿还提供强有力保障。此外，中诚信国际也关注到股权投资业务收益具有不确定性、经营性现金流呈现波动等对公司未来整体信用状况的影响。

中诚信国际同时表示，“14苏元禾债”由苏州工业园区国有资产控股发展有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，园区国控综合财务实力极强，能够本债的偿还提供强有力保障。此外，中诚信国际也关注到股权投资业务收益具有不确定性、经营性现金流呈现波动等对公司未来整体信用状况的影响。

中诚信国际：调升元禾控股主体评级至AA+

中诚信国际同时表示，“14苏元禾债”由苏州工业园区国有资产控股发展有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，园区国控综合财务实力极强，能够本债的偿还提供强有力保障。此外，中诚信国际也关注到股权投资业务收益具有不确定性、经营性现金流呈现波动等对公司未来整体信用状况的影响。

中诚信国际同时表示，“14苏元禾债”由苏州工业园区国有资产控股发展有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，园区国控综合财务实力极强，能够本债的偿还提供强有力保障。此外，中诚信国际也关注到股权投资业务收益具有不确定性、经营性现金流呈现波动等对公司未来整体信用状况的影响。

加入SDR将显著提振人民币债券市场

□中信证券固定收益部 杨希

随着IMF评审日期的临近，人民币是否会被纳入SDR货币篮子成为市场讨论的热门话题。目前来看，人民币有望今年被纳入SDR货币篮子。如果人民币加入SDR，对境内外人民币债券市场将产生积极作用。

人民币有望被纳入SDR货币篮子

SDR是IMF于1969年创设的一种储备资产和记账单位，其自身并不是一种真正的货币，而是IMF分配给各成员国获得“自由使用货币”的权利。当初，IMF创设SDR的一个初衷是为了补充成员国的外汇储备，以解决国际市场流动性不足及国际货币体系的不对称性问题。

IMF对于SDR货币的审核主要有两个标准：一是出口标准；二是自由使用标准。2011年，IMF又提出了储备资产标准，对自由使用标准进行了进一步的细化。对人民币而言，达到出口标准并没有任何障碍，但目前人民币和自由使用标准或储备资产标准仍存在着显著的差距：一是持有人民币外汇储备的国家数量偏少。二是国际债券规模和人民币外汇交易规模偏低。三是资本账户开放尚未达标。

近期，针对资本账户不可兑换项目，央行已经开始密集推出相关政策。例如，针对非居民在本地出售或发行货币市场工具项目，央行上周宣布允许境外人民币业务清算行、境外参加银行在银行间债券市场开展债券回购交易。由于今年

是人民币冲刺SDR货币篮子的关键时点，预计央行还会陆续推出相关政策，以满足资本账户开放标准。但人民币仍存在着持有国家数量偏少、规模偏低的问题，以及国际债券规模和人民币交易规模偏低的“硬伤”。

总的来说，人民币离自由使用标准或储备资产标准有明显的差距，今年人民币在技术层面达标的可能性较小。但另一方面，我国经济体量和出口规模已经成为全球经济中不可忽视的力量，将人民币纳入SDR货币篮子已经成为全球多数国家的共识。因此，如果人民币加入SDR的提案能够得到70%的投票权支持，人民币仍有望被纳入SDR货币篮子。这一个初衷是为了补充成员国的外汇储备，以解决国际市场流动性不足及国际货币体系的不对称性问题。

大幅提升人民币利率债需求

仅就SDR自身而言，人民币纳入SDR货币篮子对人民币债市的实际影响并不大。目前SDR总配额仅为2840亿美元，根据SDR货币权重公式推算，人民币在货币篮子的权重估计为12%-15%，对应的人民币储备资产仅为340-430亿美元，即人民币2100-2700亿元，这对于体量已经超过35万亿美元的人民币债券市场而言微不足道。况且，从以往SDR的使用情况来看，成员国实际使用SDR主要是转换为美元和欧元。因此，即使人民币纳入SDR，短期内并不会对人民币债券市场产生立竿见影的影响。

加入SDR的重要意义在于人民币获得了IMF背书，有利于增强各国对人民币

资产的信心，并大大加快各国央行将人民币纳入外汇储备资产的进程。假设各央行持有5%的人民币外汇储备，根据2014年全球11.6万亿美元的外汇储备规模，人民币纳入SDR在未来几年内将推动约6000亿美元（3.7万亿美元人民币）的人民币利率债需求。另外，全球主要新兴债券市场指数也会将国内债券市场纳入其指数范围，这也会进一步提升对人民币债券的需求。

即使今年IMF没有把人民币纳入SDR货币篮子，人民币国际化和资本账户开放都是不可逆的过程，因此，我们也可以借鉴参考韩国债券市场的国际化程度。目前，韩国15%的利率债是由境外机构持有，包括美国、中国、新加坡等国都持有韩元利率债。参照韩国债券市场的开放程度（15%）和目前人民币利率债的存量规模（约25万亿元），资本账户开放和人民币国际化同样也能带来约3.7万亿元的人民币利率债的需求。不过，与人民币纳入SDR的不同之处是，海外央行配置人民币利率债的进程会放缓，达到3.7万亿元左右人民币利率债规模所耗的时间也会更长。

此外，SDR还会加速推动境内外人民币债券收益率趋于一致。从5月份的离岸人民币国债招标和人民币国债的二级市场走势看，境内外人民币国债收益率趋同的现象已经非常明显。前瞻地看，随着人民币资本账户的全面开放，境内外人民币债收益率趋同的时代正在快速到来。

中诚信国际：调升鞍山银行主体评级至AA

□本报记者 葛春晖

构中竞争优势明显；小微企业业务在当地市场份额高，发展势头良好；储蓄存款及定期存款占比较高，负债稳定性较好；资本较充足。

联合资信同时也关注到，鞍山银行贷款行业集中度和客户集中度较高，不良贷款和逾期贷款有所上升，信贷和资产质量面临下行压力；资产管理水平在鞍山地区金融机构有一定压力。

中诚信国际：调升鞍山银行主体评级至AA

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，将鞍山银行股份有限公司主体长期信用等级由AA-上调至AA，评级展望为稳定；上调该行2011年次级债信用等级至AA-。该评级结论反映了鞍山银行次级债的违约风险很低。

联合资信表示，跟踪期内，鞍山银行公司治理机制逐步规范，内部控制及风险管理水平不断提升；主营业务发展较快，存贷款业务在鞍山地区金融机

今年地方债已发行额突破4400亿元

6月11日，229亿元的2015年吉林省一般债券（一期）至（四期）和16亿元的2015年河北省政府专项债券（一期）至（三期）顺利招标发行。至此，伴随地方政府债券发行工作紧锣密鼓而又有着条不紊地展开，在短短不到一个月时间内，今年地方政府债累计发行金额已突破4400亿元。

来自中债网和交易员的消息显示，昨日吉林省招标的3.5、7和10年期债券的中标利率依次为2.87%、3.25%、3.52%和3.58%；河北省发行的3.5、7和10年期专项债中标利率分别为2.87%、3.25%和3.52%。各期债券中标利率均落在此前确定的招标利率区间下限，与此前绝大多数地方债发行情况保持一致。

据WIND统计，本年度地方债发行工作自5月18日正式启动以来，截至6月11日，共有12个省级地方政府累计发行了70期地方政府债券，发行总规模达到4441.70亿元。而根据机构测算，在今年第一批、第二批地方债置换额度下发后，今年全年地方债总发行规模预计在2.7万亿元左右。因此，目前地方债累计发行数量已超过总发行量的15%。

另外，6月11日河南省政府公布了2015年第一批一般债券的发行计划。公告显示，河南省政府定于6月18日招标总额为424亿元的地方债，包括置换一般债券274亿元，新增一般债券150亿元，其中3年期品种发行43亿元，5年、7年和10年期品种各发行127亿元。（王辉）