

# 六月资金面不太紧

## 流动性压力或促政策放松

本报记者 张勤峰

周二,资金利率涨势有所放缓,但部分机构融入难度加大,显示流动性在边际上继续收紧。分析人士指出,5月份以来流动性存在内在收敛压力,而季节性、事件性因素较多,进一步加大流动性波动。短期流动性不利因素依然较多,资金利率仍有上行压力,但在货币宽松周期中,流动性不具剧烈收缩风险。6月份资金面不太紧,而月内大量MLF到期,会否成为货币放松的触发点值得关注。

### 多因素致流动性收敛

周二银行间质押式回购市场上,利率多保持上行。存款类机构行情显示,昨日隔夜回购加权平均利率微涨至1.12%;受新股发行影响较大的7天回购利率再涨7bp至2.22%,涨幅略见收窄;跨月末的21天回购利率则稳步走高,最新加权利率收报3.67%,涨14bp;更长期限品种方面,两个月回购利率续近30bp,1个月品种则再跌17bp。

据交易员反映,周二回购市场资金供给仍较为充裕,但IPO导致中短期资金需求大量上升,券商、基金等部分机构融入难度有所加大。与此同时,跨月末资金需求持续活跃,相应期限的回购利率不断扬升,显示机构对于半年末时点的流动性仍心存担忧。总体上看,流动性在边际上继续缓慢收紧,市场流动性预期较之前期亦略转谨慎。

交易员表示,短期内新股集中发行,尤其是国泰君安证券在列,使得本轮IPO拟募资规模刷新纪录,相应的申购资金再创新高无悬念,对短期流动性的扰动自然会强于前期,这是近期流动性收缩的一个重要诱因。事实上,在本月初的那一轮IPO前后,货币市场波动已经有所加大,而那一轮因有中国核电发行,募资总额高于之前数轮IPO。

### 观点链接

**招商证券:**  
流动性收紧压力不可忽视

第二批地方债务置换额度正式披露,未来债券供给压力进一步加大,预期央行参与力度依然较弱。在政策已经转向信用疏通信号的背景下,地方债发行以及愈发频繁、规模增大的新股发行对于资金面的扰动频率和力度都在增大,流动性的边际收紧压力不可忽视。最近的国务院常务会议再次提及存量财政资金的统筹使用,在梳理完信用传导解决地方政府债务隐忧之后,财政支出发力将重新发力,基本面将维持边际改善,在利率底部已经确认的情况下,未来波动中的长端利率底部,存在



但值得注意的是,新股发行造成资金在途效用,并不影响资金总额,不应造成资金利率的趋势性抬升。4、5月份,总共历经三轮IPO且5月份发行频率加倍,均未对资金面造成显著影响,资金利率甚至都未出现过明显起伏。而6月伊始,银行间7天回购利率便重返2%关口上方,近来波动中枢一直在缓慢抬升,IPO不能完全解释这一现象。

分析指出,近来流动性出现边际收紧,是多方因素作用的结果。一方面,在外汇占款减少的背景下,央行暂停逆回购操作、减量续做MLF使得基础货币供应减少。而另一方面,地方债高频发行、企业缴税、信用扩张有所加快导致银行体系资金消耗加快。5月18日,江苏首批地方债发行,自那以后地方债一直保持高频供应节奏,在不到一个月时间内,累计已发行逾6100亿元,加上其他利率债供给也有所增多,对银行类机构的资金消耗在加大。同时,在宏观政策发力稳增长背景下,5月份信贷投放已有所加快,信用扩张同样在不断侵蚀银行超储资金。除此之外,进入年内,流动性面临的季节性影响增多,而新股发行提速加量,亦使短期流动性波动压力加大。总的来

看,流动性供给格局的变化,使得流动性出现内在收敛趋势,而季节性、时点性因素较多,进一步加大流动性波动。

### 收紧压力仍存 关注政策动向

短期资金面不利因素依然较多,资金利率仍有上行压力,但多数机构相信,在货币宽松周期中,流动性不具备剧烈收缩的风险。另外,在流动性边际收紧的环境中,货币政策会否顺势放松也值得关注。

从月内来看,本周IPO集中申购,预计累计冻结资金在6万-7万亿,叠加小长假因素,短期资金面仍有边际收紧压力,而IPO过后,下周资金解冻能够带来资金利率的回落仍存疑问。因从发行日期上看,本轮IPO资金解冻后,已接近半年末时点,届时资金需求仍会较为旺盛,而大行在融出资金上可能变得更加谨慎。同时,6、7月份是大行集中分红期,也会影响作为市场主力融出方的大行的流动性资金。而本月以来,利率债供给仍在加速,本周已公告发行量即超过3300亿元。照此看,未来一两周,资金利率仍存上行压力。

不过,机构判断,6月份资金面不会

太紧,从前期的极度宽裕转向均衡格局的可能性大,未来也不具持续收缩风险。中信证券报告指出,虽然当前资金面不利因素很多,但主要矛盾仍有利于资金面。一是央行呵护资金面的意图明显,经济企稳迹象尚不明显,复苏基础仍较弱,需要宽松货币继续保驾护航;二是实体需求低迷,信用扩张不畅,资金脱实向虚的势头不减,大量流动性仍淤积在金融体系内。

分析人士指出,当前经济政策侧重于稳定经济增长、化解存量债务风险和降低企业融资成本,这都需要适宜的流动性环境支持,因而政策面支持流动性维持适度宽裕的状态。从这一角度来说,如果流动性的波动超出预期,则可能触发政策调控机制。

尽管近期货币政策操作陷入静默,但面对短期流动性波动,相关方面并没有坐视不管。周二,财政部开展了两期限共1000亿元的国库现金定存操作。因月内并无国库定存到期,此举为银行类机构带来了实实在在的流动性补给。

而本月到期的大量MLF会否被续做相当引人关注。分析人士认为,这既可能成为短期资金面的隐忧,也可能是货币宽松的触发点。国信证券报告指出,6月17日或18日,3月份续做的MLF操作面临到期,预计总规模6700亿元。如果这部分MLF到期不续做,将降低银行超额准备金率约0.5个百分点。在半年末时点上,央行不续做到期MLF,对市场资金面的冲击将是显而易见的。机构认为,央行不至于“在下雨天收伞”,MLF会续做,规模以及利率仍值得关注。也有部分机构认为,MLF若不续做,央行将会通过其他方式来补充流动性。因目前政策重点正转向降低中长期利率,不排除央行顺势降准0.5个百分点,这样并不改变资金总量,但可以降低银行资金成本,对市场利率的引导或许更明显。

不过,机构判断,6月份资金面不会

急于使用降准这一工具。因此,从未来资金面的演绎路径来看,应该是先出现资金利率上行和流动性边际趋紧,而后才是央行降准和资金面的再度变宽。

### 海通证券: 6月或再降息降准

本周IPO航母国泰君安发行,预估整周新股冻结资金规模在7.4万亿,18日为冻结高峰期,叠加端午节及半年末效应,资金利率或继续小幅上升。5月工业投资低位徘徊,内外需疲弱,经济下行风险仍存,通胀回升仍遥遥无期,货币政策宽松依然是必须选项,6月或再降息降准。维持2015年三季度货币利率中枢在2%左右的判断。(张勤峰整理)

## 今年地方债已发行6131亿

年期新疆债中标利率为3.61%,10年期四川债中标利率为3.62%。另外,两批新疆债、四川债的招标总额分别为351.4亿元、450亿元。据WIND截至6月16日的统计,本年度地方债发行工作自5月18日启动以来,包括这两批债券在内,共有16个省(直辖市)级地方政府累计发行了94期地方政府债券,发行总规模达到6131.8亿元。据机构测算,包括新增地方债、两批置换债在内,今年全年地方债总发行规模预计在2.7万亿元左右。至此,今年以来地方债累计发行量已接近预计总量的23%。(葛春晖)

## 国开行新债招标“短稳长弱”

国家开发银行16日招标发行了五期关键期限固定金融债。发行结果显示,在资金面宽松预期仍较乐观,本周中长期利率债供给压力较大的背景下,五期新债中,中短端品种需求稳定、中标利率双双落在2.89%、3.26%、3.54%的投标区间下限水平,10

年期品种则高出预测区间上限10BP左右。

市场人士表示,虽然进入6月中下旬资金面边际收紧迹象明显,但在经济通胀下行的背景下,

机构普遍预期未来货币政策宽松、流动性充裕的整体格局有望延续。与此同时,巨量地方债供应压力仍是悬在债市头顶的“巨石”,而地方债多为中端品种,对相关期限利率债的挤占效应明显。在此背景下,近期机构纷纷给出短久期的债市策略,从而导致了昨日国开行新债招标呈现短稳长弱的分化局面。(葛春晖)

## 收益率有优势 铁道债招标受捧

6月16日,中国铁路总公司招标发行今年第三期中国铁路建设债券。尽管近期债券市场长期品种表现欠佳,但受益于自身相对较高的绝对收益率水平,本次铁路总公司招标的10年期和20年期两新债仍获得了机构的青睐,中标利率双双低于二级市场。

资料显示,今年第三期铁道债10年期、20年期品种的招标利率区间分别为3.55%~4.55%、4.05%~5.05%。而据交易员透露,两期新债中标利率分别为4.30%、4.67%,虽然均处于招标区间内偏上位置,但仍明显低于二级市场估值水平。据中债铁道债到期收益率曲线显示,15日的10年、20年期铁道债最新收益率(减税)分别为4.4744%、4.9575%。

市场人士表示,铁道债属于政府支持债券,享有税收减免政策,与相同期限的国债和政策性金融债相比,绝对收益率水平较高、配置价值更为明显,因而更受机构资金认可。数据显示,15

日10年期、20年期国债的中债到期收益率为3.67%、4.03%,同期限国开债到期收益率为4.12%、4.75%。(葛春晖)

## 财政部24日招标两年期国债

财政部16日发布公告称,定于6月24日招标发行2015年记账式附息(十三期)国债。

本期国债为2年期固定利率附息债,竞争性招标面值总额为260亿元,不进行甲类成员追加投标。日期安排方面,2015年6月24日招标,6月25日开始计息,招标结束至6月29日进行分销,7月1日起上市交易;中标承销团成员须于6月29日前(含)将发行

款一次缴入财政部指定账户。本期国债利率按年支付,每年6月25日(节假日顺延,下同)支付利率,2017年6月25日到期偿还本金并支付最后一次利息。

本次发行采用混合式招标方式,标的为利率;投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为50个、12个和25个基点。发行手续费为承销面值的0.05%。(张勤峰)

## 联合调升滁州交基评级

联合资信日前发布了对滁州市交通基础设施开发建设有限公司的跟踪评级报告。

报告指出,跟踪期内,滁州市经济平稳发展,为公司提供良好区域环境。公司作为区域政府交通基础设施建设投融资主体之一,跟踪期内,持续获得政府的相关支持,首次获得政府对公益性资产的回购收入,同时参股公司投资收益持续增长。考虑到政府对公司项目贷款还本付息的支持,公司整体偿债能力保持稳定。

“09滁交基债/09滁交基”由安徽全柴集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任

保证担保。经联合资信评定,全柴集团主体长期信用等级为A+,在一定程度上保证了“09滁交基债/09滁交基”的本息偿还。同时,滁州市政府已按时拨付用于偿还本期债务利息的财政资金,通过回购公司公益性资产的形式拨付用于偿还本期债券本金提前赎回的1.40亿元。联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险较低。

基于以上因素,联合资信将公司主体长期信用等级由A调整为A+,评级展望为稳定,并将“09滁交基债/09滁交基”的信用等级由A+调整为AA-。(张勤峰)

### 债市情绪回暖

## 收益率曲线陡峭化下行

本周新债供给压力大,加上巨量新股发行在即,致16日市场资金面继续收紧。当天央行为开展公开市场操作,但财政部合计进行1000亿元国库现金定存招标。受政策宽松预期影响,10年期国债和政策性金融债成交较多,市场做多情绪回升,长端收益率大幅下行,短端收益率稍有回调,整体收益率曲线呈陡峭化下行。

国债方面,1年期品种成交在1.69%,5年期成交在3.22%,7年期成交在3.54%,10年期成交在3.65%~3.61%;政策性金融债方面,1年期国开债成交在2.68%附近,小幅走低,5年期国开债下行3bp,成交在3.81%~3.84%,10年期国开债下行约

## 国库定存集中招标 释放政策暖意

本报记者 张勤峰

周二,财政部、央行开展的3个月和6个月国库定存操作,中标利率均大幅低于前期水平,符合过去一段时间市场资金成本下行的趋势。而市场人士指出,财政部集中开展国库定存操作增加了流动性供给,有助于缓和市场对短期流动性波动的担忧。

财政部、央行16日以利率招标方式进行了今年第四期、五期中央国库现金管理商业银行定期存款招标,这两期国库定存期限分别为3个月和6个月,存款量均为500亿元。据投标结果显示,此次3个月国库定存利率为3.4%,6个月为3.5%,利率水平双双大幅低于前一期同期限品种。

据Wind数据显示,财政部、央行此前最近一次3个月国库定存操作开展于去年12月,利率为4.65%;最近一次6个月国库定存操作开展于今年2月,利率为4.97%。此次两次存款利率均下行超过120bp,符合过去一段时间市场资金成本下行的趋势。与此同时,3个月与6个月存款利差亦有所收窄,反映出市场对中长期流动性的预期较为乐观。

值得注意的是,此次国库定存操作是二季度以来首次,且一次性开展两期操作也实属罕见。市场人士认为,在短期流动性出现边际收紧的情况下,相关部门集中开展国库定存操作,向银行体系注入了较多的流动性,虽然无法完全对冲IPO、半年末等因素造成的影响,但至少传递出政策上的善意,有助于缓和市场对短期流动性波动的担忧情绪。在月内有大量MLF到期的情况下,若后续流动性波动继续加大,不排除央行进一步采取措施,增加流动性支持。

## 若无降准 长债不妨暂避风头

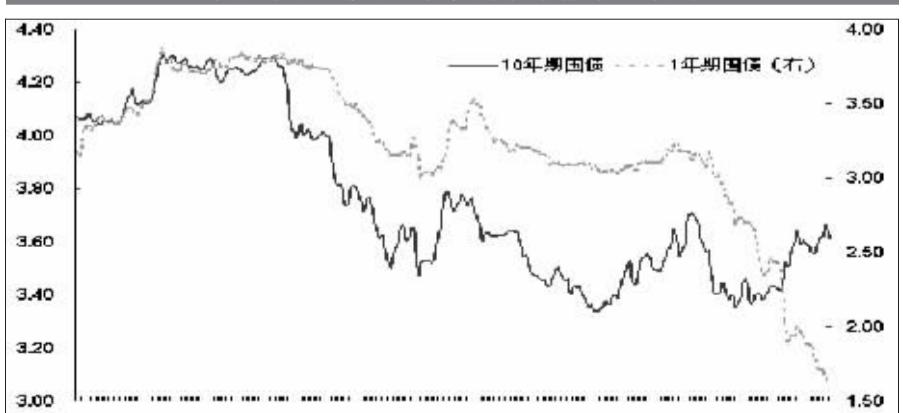
□中信建投证券 黄文涛

5月份宏观数据再次证伪经济企稳预期,后续货币政策仍需宽松,支撑债券行情的基本面依然完好。近期资金面出现一定的波动,在地方债快速发行、信用恢复增长和半年末时点因素等作用下,下半月资金利率下行的概率不大。我们认为,本周面临MLF续作或降准的时间窗口。如无降准,于市场情绪不利,再考虑到下半月资金面潜在风险,预计收益率曲线短端继续下行空间有限,而长端仍看不到明显下行动力。实际利率高企背景下,降息、降准仍然可期。

从上周公布的数据来看,经济企稳再次被证伪,不过三季度经济进一步恶化可能性降低。5月份投资增速继续明显下滑,后续固定资产投资仍有回落的压力。房屋销售加速的可持续性有待进一步确认,且今年房地产投资减速已几成事实;制造业仍面临过剩产能出清,投资仍有下降空间;基建投资方面,近期基建项目审批速度明显加快,但当前地方政府面临财力约束和融资困境,对基建投资的制约作用值得关注。

5月信用有所恢复,但不乏水分,货币政策仍需宽松。5月的社融和信贷数据虽然较4月有所恢复,但社会融资规模的主要环比增长都来自票据;非银金融机构贷款增长和居民短期贷款可能有部分进入股市;企业的短期和中长期贷款较少;5月社融和信贷数据可能有一定的“水分”,对经济增长的支持力度可能有限。

尽管放松货币传导到实体经济的过程出现一些障碍,但不能因此否定货币宽松的必要性。短期来看,5月CPI低位运行已经提供了降息的空间;随着信用的逐渐恢



复,地方债的密集发行,预计银行超储率将下降,通过降准提高货币乘数、保证货币增长和地方债发行仍有必要,货币政策仍在宽松途中。

近期,资金利率波动有所加大,在降准缺席的前提下,下半月资金利率下行的概率不大,但整体将保持在低位。首先,进入6月以来,地方债发行已经明显加速,同时第二批一万亿的地方债已经下发到各省,银行资金的消耗加大,在降准未落地之时,市场预期也难以宽松。其次,稳增长力度加大,实体对资金的需求度将上升,5月信用已有所恢复,6月的信用增长预计将更快。这些都将消耗银行资金。实际上,近期中长端资金利率上行已反映出市场对于临近半年末时点的资金面存在担忧。尽管如此,我们对资金面仍然相对乐观,原因在于在经济尚未明显企稳、地方债务问题亟待解决之时,央行势必将保持资金利率在低位运行。

我们认为,收益率曲线的异常陡峭将成为常态,未来两个月长端收益率区间震荡概率较大。