

# 稳增长压力不减 偏松方向难改 定向宽松有望逐步发力

□本报记者 王辉

上周以来，IPO、年中季节性因素以及MLF到期未续作等因素推动资金利率持续攀升，但流动性的边际收紧，并未实质性改变资金面的整体稳定格局。分析人士指出，尽管近期到期的MLF未能到期续做，但在稳增长压力仍然较大的背景下，偏松的货币调控方向未发生根本变化。综合积极财政政策继续发力、降准降息节奏明显落后于市场预期等因素来看，未来货币政策预计更加注重引导流动性进入实体经济，相关定向宽松举措或出新招。

## 资金面边际收紧 整体依旧平稳

受新股密集发行、地方债持续巨量供应、企业缴税、大行分红以及年中季节性时点等多方面因素影响，6月中旬以来银行间市场资金面逐步温和收紧，但资金供需总体上仍旧平衡。

Wind数据显示，6月24日银行间隔夜、7天和1个月期限的质押式回购加权平均利率（存款类机构）分别为1.32%、2.84%和3.90%，较23日分别走高3BP、6BP和20BP。其中，主流隔夜及7天期回购利率是6月中旬以来连续第9个交易日上涨，1个月期限回购利率也连续第5个交易日走高。不过，据一线交易员称，目前资金拆入难度相对不高，市场紧张情绪相对有限。

从近期银行间货币市场整体表现看，虽然出现了一些流动性边际趋紧导致的资金利率持续上行，但资金面整体仍保持了较为稳定状态。市场人士称，上周以来，资金面在每日盘面中通常呈现前紧后松格局，符合IPO短期扰动导致结构性紧张的特征，而从尾盘隔夜资金涌出来看，银行体系流动性总量依然充裕。

另外，市场人士认为，央行近期在常规流动性调控方面保持不温不火的“壁上观”，亦是反映了货币当局对市场流动性并未脱离“基本均衡”的认可。继端午小长假后市场消息称

“部分到期MLF未续做”之后，本周二（23日）公开市场操作继续保持空窗，这也是自4月20日降准以来，央行连续第19次暂停公开市场操作。市场人士普遍认为，随着IPO扰动消退，年中因素难掀大浪，短期内公开市场操作重启的可能性依旧不大。

## 定向宽松有望再出新招

尽管近期到期的MLF未能到期续做，但分析机构普遍认为，在经济下行压力仍然较大的背景下，货币政策仍将会为宏观经济的稳增长保驾护航，偏松的货币调控方向不会发生根本变化。同时，综合积极财政政策继续发力以及降准降息节奏明显落后于市场预期等因素来看，未来一段时间内货币政策将更加注重引导流动性进入实体经济，定向宽松工具有望进一步得到倚重。

中信证券指出，从流动性总量格局上看，上周MLF部分不续作并不是央行不续，而是机构主动不要，即机构主动不要意味着其已经平补了MLF不续作带来的流动性缺口。目前管理层多次强调定向调控，预计后续总量流动性工具使用的概率降低，流动性最宽松的时期已经过去，定向调控或出新招。

平安证券进一步指出，未来一段时间央行或将推出较大规模的PSL或其他创新型货币政策工具，向政策性银行和商业银行定向投放更为长期的流动性，加大货币定向宽松力度。

招商证券等机构也认为，当前管理层稳增长意图不变，但政策选择出现变化，考虑到前期简单宽货币政策难以有效缓解经济下行压力，反而在一定程度上造成资金过于泛滥，5月以来相关政策调控正在转向疏通信用传导。这其中既包括促进信贷投放，也包括放宽直接融资渠道、盘活财政存量资金、加大财政支出力度。整体来看，为防止资金不能有效地流入实体经济而是在虚拟经济下空转，未来货币政策预计会更有灵活性和针对性地出台一些支持实体经济的举措，从而更有利经济的平稳增长。

**■观点链接**  
海通证券：  
总量宽松延后 定向宽松加码

4月以来央行已释放了大量流动性，但从最新的社融数据来看，银行仍以票据冲贷款量，企业中长贷并未改善，而资金大量冗余在货币市场和资本市场，造成货币利率较低，但长期贷款利率仍高的局面。这意味着此前频频出台的总量宽松货币政策的使用必要性或下降，而“锁短放长”的定向宽松或成为未来宽松政策主旋律。此前，央行已经通过定向正回购+PSL的方式透露出锁短放长的信号，未来定向宽松或加码。从基本面角度，6月以来，新房销量增速走高，但新开工和投资增速依然较差，发电耗煤再度恶化，工业增长不乐观，长期看，财政刺激效果有限，宽货币只是延后不会缺席。维持2015年三季度货币利率中枢2%左右的判断。当前货币



## 年中因素主导资金利率惯性上行

24日，银行间市场资金利率整体继续走高，跨半年末时点的资金依旧抢手，相应期限的资金利率是上涨主力，但随着大量新申购资金解冻，资金供给略有改善，资金紧张程度有所缓和。不过市场人士称，半年末时点渐近，短期内资金利率仍易涨难跌，资金面更明显的回暖或需等到跨月之后。

24日早间公布的Shibor利率全线继续扬升，显示短期资金利率上涨并未因新一轮IPO的结束而停止。其中，7天至1个月期限的Shibor利率上涨最明显，7天资金由于已跨半年末时点，利率上行13bp至2.81%。同时，24日银行间质押式回购市场上，主要期限的回购利率亦多数继续上行。从存款类机构间行情看，隔夜利率上行仍较为温和，全天加权利率涨3bp至1.32%；指标7天利率续涨6bp至2.84%，刷新4月下旬以来阶段高位，跨半年末时点因素使得7天资

金的吸引力进一步提升；此外，14天到1个月的回购利率纷纷上涨14-20bp，跨季依旧是利率上涨的主要；更长期限的3个月和4个月回购利率稳中有升，但供给和需求都不旺。

尽管资金利率持续上涨，交易员却表示，随着新股申购资金大量解冻，从23日后开始回购市场供给已有所改善。自23日起，本轮IPO申购资金开始解冻，其中募资规模和冻结资金规模最高的国泰君安证券合计2.35亿元的网上网下申购资金于24日解冻，令近阶段偏紧的货币市场供需格局略见缓和。

交易员同时指出，当前半年末时点渐近，考核因素或影响大行融出意愿，且非银机构质押信用融资难度加大，都容易造成资金利率波动。短期看，回购利率易涨难跌，但上涨空间总体有限，而出现大的松动可能需等到跨月之后。（张勤峰）

一旦央行按兵不动，实际效果可能是资金较前期明显紧张。

**申万宏源证券：**  
资金面边际趋紧还将延续

目前资金面边际趋紧仍将延续一段时间。一方面，本周还有IPO和地方债发行，月末临近也增加了资金面的不确定性。另一方面，目前国际资金环境开始发生变化，美国年内加息的预期比较强，随着欧洲、日本的经济和通胀逐渐有所起色，欧洲日本进一步宽松的可能性明显下降。但资金面不会失控，仍会保持平稳，7天资金价格如果超过3%，央行采取降准等措施的概率较大。4.5月经济表现出阶段性企稳，但进入6月以来，经济出现再度趋弱势头，经济企稳可能会半途而废。6月以及未来1-2个月经济可能再度低于预期，进而倒逼降息、PSL等政策更快出台。（葛春晖 整理）

## 两年期国债遭遇技术性流标

本报记者 张勤峰  
24日上午，财政部公开招标发行的260亿元两年期固息国债，实际发行251.6亿元，成为年内首只遭遇流标的政府债券。分析人士指出，目前非地方债的利率债需求确实不是很旺，但本期国债流标并非因为需求不足，投标中标位限定导致部分标位被剔除才是症结所在，属于技术性流标。

财政部24日招标发行的两年期为今年第十三期记账式附息国债，招标发行总量

260亿元，不进行甲类成员追加投标。据中债登披露的招标结果显示，本期国债中标利率为2.44%，投标量为370.2亿元，对应投标倍数1.42，实际发行总量只有251.6亿元，出现部分流标。这是今年以来，公开招标发行的政府债券首次出现部分流标的情况。

在近期羸弱的债券一级市场上，短融、中票、企业债等未获得足额认购，被迫取消发行的情况并不鲜见，需求弱是客观事实。就本期国债而言，计划发行量低于关键期限品种，但是投标倍数却在今年已

发行的记账式国债中垫底，可见需求确实不高。不过，业内人士指出，需求弱不是本期国债遭遇部分流标的最主要原因，因为投标量超过了计划发行量，投标中标位限定导致部分标位被剔除才是症结所在。

据发行公告，本期两年期国债投标剔除、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个标位。其中“中标剔除”是指，标的为利率时，高于全场加权平均中标利率一定数量以上的标位，全部落标。交易员表示，本期国债有部分高于

加权中标利率12BP以上的标位中标量被剔除，由此造成首场招标未能招满，而实际上投标总量超过了计划量。该交易员进一步表示，造成这一结果的原因，一是投标剔除标位差设置比较严格；二是当前一年期和三年期关键期限国债利差太大，导致市场对比较少见的两年期国债的定价有分歧，投标标位差距较大，较高较低的标位都容易被剔除，因此易造成技术性流标。

由于同样的原因，去年一年期记账式国债曾数次出现部分流标。

## 希腊退欧并非欧元不可承受之重

国政要均曾在不同场合表示，可以承受希腊退出欧元区对经济的冲击，这自然是给了给希腊施加压力使其接受援助条件，但也绝非信口雌黄。

其次，国际投资者并不认为希腊危机可以广泛扩散。CDS报价直接反映市场投资者对于标的资产违约风险的判断，从欧元区重债国CDS报价走势可以清楚地看出，国际投资者已经将希腊从“欧猪”国家的队伍中独立出来。

欧债危机爆发后，很长时间里，希腊与其他重债国的CDS报价在波动幅度上虽然存在较大差异，但波动方向基本一致，可以说一荣俱荣、一损俱损，但2014年四季度以来，希腊国债CDS报价走势与其他重债国背道而驰。以意大利和西班牙为例，2014年四季度以来，其1年期国债CDS报价保持横盘震荡，其主震荡区间分别为40-70和35-55个基点，大约相当于其峰值水平的十分之一，也大幅低于欧债危机爆发前的水平。虽然去年4季度以来，欧元

区风波不断，但其CDS报价相对平稳的走势表明市场已经基本将其看作正常国家。

反观希腊，去年4季度以来，其1年期CDS报价由500个基点以下一路上升至目前的6600个基点左右，这意味着几乎没有机构愿意为希腊国债提供保险。从CDS市场不难发现，虽然2009年12月希腊债务危机的爆发迅速蔓延为欧元区的集体恐慌，但目前市场并不认为希腊债务问题仍具有撼动整个欧洲的能力。

再次，希腊退欧将令重债国更为慎重地对待债务问题，离开欧元区的信贷支持，希腊经济和金融体系几乎瞬间就会崩溃，放弃欧元恢复希腊主权货币的必然结果是本币暴跌和国民财富瞬间蒸发，这可能演变成希腊全国范围的社会和政治动乱。特别是对于靠退休金生活的老年人，一旦将欧元标价的退休金换成德拉克马，几乎意味着晚年生活失去保障。近日，希腊国内爆发大规模群众游行，要求留在欧元区，这反映了希腊民众对于脱离欧元区的忧虑心态。

希腊就像一个被宠坏的孩子，多年来不断索要援助，今年以德国为首的欧元区核心国家一改对希腊的纵容态度，既是对希腊过度贪婪的不满情绪爆发，也是为了避免道德风险扩散。欧元区各经济发展的不平衡始终是欧元区长期稳定的隐患，当年为了扩大欧元区的政治和经济影响力，过低的进入门槛才造成如今的困局。既然事实已经证明拥有“免死金牌”只能让不自律的成员国更为堕落，欧元区有必要从希腊开始，转型为一个可进可出，拥有淘汰机制的俱乐部。而希腊出局后的惨状可以起到杀一儆百的作用。

总之，尽管目前希腊债务谈判一波三折的局面令欧元承压，但不必过度担忧希腊退欧，一方面希腊自身会竭力留在欧元区，另一方面即使欧元区将希腊开除，尽管短期内可能因市场情绪波动对欧元走势造成一定冲击，但不会给欧元带来灭顶之灾。（作者单位：中国建设银行总行 仅代表作者个人观点）

## ■交易员札记

### 跨季资金紧俏 债市维持窄幅盘整

本周IPO解冻资金回流，债市资金面稍有改善。周三，质押信用债的7天及14天跨季资金需求仍供不应求，加权利率大幅上行20bp，隔夜加权午盘后融出过剩，加权利率基本稳定。

利率债交投平稳，收益率较前一交易日变化不大。国债方面，1年期成交在1.72%，3年期成交在2.84%，5年期小幅上行成交在3.25%附近，7年期成交在3.52%附近，10年期成交在3.60%附近；政策性金融债方面，1年期国开债成交在2.73%，非国开债成交在2.74%-2.76%，3年期国开债成交在3.63%附近，非国开债成交在3.67%，5年期国开债成交在3.88%，10年期国开债成交在4.11%，非国开债成交在4.17%。

信用债涨跌互现，高等级短券较受关注。短融交投较为活跃，高等级券种较受关注，3M内和1Y附近券种成交较多，短端收益率下行。1个多月的15招

商cp005成交在3.98%，半年的15联通scp001成交在3.47%，接近1年的15电网CP002成交在3.50%，上行约3bp；中票依然维持清淡行情，高等级短期限品种较受关注，3个月的10陕延电MTN1成交在3.85%，不到1年的13中电投MTN1成交在3.57%，3年多的14杭城投MTN001成交在4.86%；企业债交投积极性有所提升，整体收益率小幅波动，AA等级高收益券种成交较为集中，如11本溪债多笔成交在5.84%，3年多的12华通债成交在5.18%。

节后宽松政策预期落空，临近年末的资金面维持紧平衡，债市收益率呈现窄幅上行，曲线逐步平坦化。上周有近95亿元信用债债券推迟发行，本周仅利率债节节攀高，债市谨慎心态有所加剧。再加上经济下滑压力较大，市场对于货币政策定向调控及进一步宽松仍抱有期待。（中银国际证券 斯竹）

### 国元证券29日招标14亿短融 券商举债趋向多样化

国元证券24日发布公告称，定于6月29日在全国银行间债券市场公开招标发行该公司2015年度第四期短期融资券。

国元证券本期短融计划发行14亿元，为91天期固定利率品种，发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上，招标日为6月29日，缴款日、起息日、债权登记日均为6月30日，上市流通日为7月1日。本期短融无担保。经上海新世纪评定，国元证券主体信用等级为AAA，本期债项信用级别为A-1。

据Wind统计，截至6月24日，今年以来证券公司累计发行短融券112只/1898.6亿元，略少于去年同期的116只/1963.

亿元。证券公司短融券在经历了前两年的快速扩容后，今年以来的发行量增长势头放缓。据分析，这主要与很多券商的短融注册发行额度已接近用尽有关。以招商证券为例，本期短融发行公告披露，该公司经注册的短融最高发行余额为44亿元，而截至本期短融发行时，该公司待偿还短融余额为30亿元，也即该短融发行后该公司注册额度即用尽。在此背景下，今年券商新增债务融资已更多转向了公司债。据统计，今年以来券商累计发行各类公司债券173只/5838.6亿元，较去年全年的106只/2497.05亿元出现爆发式增长。（张勤峰）

十家银行参与试点，累计发行额340亿元；2014年，共有92家银行类金融机构披露发行计划，计划发行额总计达到1.4852万亿元，当年实际发行了8985.60亿元/998只NCD；2015年以来，已有100家银行披露了合计3.27万亿元的NCD发行计划，截至6月24日，实际发行总额已达1.5869万亿元/2131只。

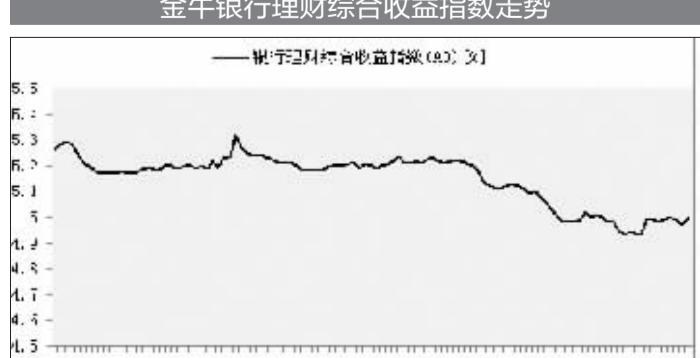
市场人士指出，在利率市场化不断推进的背景下，发行同业存单已经成为银行优化负债结构、拓宽负债来源的重要渠道，2015年同业存单发行总规模在去年基础上翻番几无悬念。（葛春晖）

从2013年12月份启动试点以来，银行同业存单发行主体和市场规模经历了跨越式扩容。据Wind统计，2013年共有

中诚信国际：  
调升中能硅业主体评级至AA

中诚信国际信用评级有限责任公司日前发布跟踪评级报告，将江苏中能硅业科技发展有限公司主体信用等级由AA-调升至AA，评级展望稳定；将“11苏中能债”的债项信用等级由AA-调升至AA。

中诚信国际表示，做出上述评级调整主要基于：2014年以来，国家延续了2013年以来对光伏行业的支持，出台了一系列促进光伏产业发展的政策，光伏行业持续回暖。作为行业内多晶硅生产的龙头企业，中能硅业的多晶硅产销量同比



注：2015年6月24日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.99%，较修正后的上期数据下行2BP。  
数据来源：金牛理财网