

续做“麻辣粉”补水 流动性不松不紧

本报记者 王姣

15日，央行开展3995亿元MLF，同时暂停逆回购操作，考虑到有2875亿元MLF及1400亿元逆回购到期，单日净回笼资金280亿元，整体操作规模略低于市场预期。

分析人士指出，央行此次超量续做MLF意在对冲逆回购和MLF到期，对逆回购暂停或小幅净回笼无需过度解读。事实上，自7月底以来，央行公开市场操作(OMO)转向以对冲到期资金为主，彰显了央行流动性管理的中性适度取向，也恰恰说明当前流动性处于央行的“合意”区间。结合央行的最新表态来看，为避免市场对稳健中性货币政策取向的误读，公开市场操作将增强主动投放和回笼的灵活性，研究丰富逆回购期限品种，“削峰填谷”维护流动性基本稳定、中性适度。

超量续做MLF“补水”

周二，央行如期开展MLF操作，投放了3995亿元1年期资金，中标利率持稳于3.2%。当日有1500亿元6个月MLF、1375亿元1年期MLF到期，由此央行通过MLF续做净投放1120亿元中长期资金。但同时，央行暂停了逆回购操作，考虑到另有700亿元7天、700亿元14天期逆回购到期，公开市场操作单日小额净回笼280亿元，整体操作规模略低于市场预期。

兴业研究宏观团队点评称，8月MLF净投放量达1120亿元，创下4月以来最高净投放量，这或与本月公布的经济数据低于预期有关，也是对昨日1400亿元逆回购操作到期的部分对冲。

值得注意的是，自4月开始，MLF投放呈现每月一次性超量对冲到期量的特点，且央行进行MLF操作之时均暂停了逆回购。如4月17日，央行开展4955亿元MLF，对冲当月13日2170亿元、18日2345亿元MLF到期后，净投放440亿元；5月12日，央行开展4590亿元MLF，对冲当月3日2300亿元、16日1795亿元MLF到期后，净投放495亿元；6月6日，央行开展4980亿元MLF，对冲当月6日1510亿元、7日733亿元和16日2070亿元MLF到期后，净投放667亿元；7月13日，央行开展3600亿元MLF，对冲当月13日1795亿元、18日395亿元、24日1385亿元MLF到期后，净投放25亿元。此外，MLF投放期限逐渐拉长至1年，6月、7月、8月仅进行了1年期MLF操作，“锁短放长”倾向明显。

分析人士认为，央行采取超量续做MLF的方式进行“补水”，整体符合市场预期，结合近期公开市场操作来看，不必对昨日逆回购暂停做出过多解读，央行稳



健中性的操作取向并未发生改变。

本次央行通过超量1120亿元续做MLF，为银行体系提供中长期流动性支持，维稳资金面；操作利率维持在3.2%，“锁短放长”持续加强对长期利率的引导。”中信证券固定收益首席分析师明明表示。

OMO呈现中性对冲

自7月中下旬大额净投放“填谷”之后，OMO转向以对冲到期资金为主，迄今已有多个交易日进行等额对冲。

7月25日至8月15日的16个交易日中，有9个交易日OMO呈现中性对冲；有3个交易日实现净投放，净投放规模分别为200亿元、400亿元、300亿元；另有4个交易日实现净回笼，净回笼规模分别为200亿元、200亿元、600亿元、280亿元。整体而言，近期公开市场操作净回笼资金仅380亿元，彰显了央行流动性管理的中性适度取向。

分析人士认为，最近OMO连续实施等额对冲，恰恰说明流动性处于央行“合意”水平。8月以来，货币市场资金供求大致平衡，资金面整体松紧适度。

Wind数据显示，银行间质押式回购市场上（存款类机构），指标7天期利率(DR007)月初一度回落至2.78%，上周在2.84%-2.92%区间震荡，本周则回落至2.84%一线；此外，隔夜利率(DR001)月初一度回落至2.66%，近期总体在2.75%-2.83%的区间内运行。至15日收盘，DR001上行6.56BP至2.8329%，DR007下行近5BP至2.8455%。

联讯证券首席宏观研究员李奇霖指出，此前市场对近两日流动性并不乐观，因有月度缴税与法定存款准备金缴款，银行间的流动性本应处于“持续失血”状

态。但DR007近两天一直在2.8%-2.9%之间波动，是央行的合意区间，表明银行间的流动性并没有想象的糟糕。这也是央行昨日小幅回笼流动性的主要原因。

李奇霖认为，现在流动性仍处于相对充裕的状态，一来可能是外汇占款在人民币持续走强下为流动性贡献了增量；二来可能是银行存款增量较小，15日的缴准压力并不大，甚至可能是退缴，这可能与经济增长动能放缓，信贷需求减弱，银行信贷较弱有关。

分析人士指出，8月月度企业纳税到15日结束，8月15日也是中旬法定存准缴款与退缴时点，随着短期扰动因素消散，资金面稳定性有望提升，且央行也将继续以中性适度取向对流动性进行“削峰填谷”，未来一段时间央行的投放策略预计将是完全对冲或小额净投放/净回笼，8月资金面将延续平稳格局。

流动性坚守中性适度

央行15日公布数据显示，7月M2同比增长9.2%，续创历史新低，由此引起部分

800亿到期国库定存将足额续做

财政部、人民银行定于8月18日进行2017年第三期中央国库现金管理商业银行定期存款招投标，本期操作量800亿元，期限3个月(91天)，这将是时隔近3个月后，相关部门首次开展中央国库现金定存操作。

据招投标通知，财政部、人民银行将于18日上午9:00至9:30，通过人民银行中央国库现金管理商业银行定期存款业务系统进行本期中央国库现金定存招投标。本期存款起息日为2017年8月18日，到期日为

季月需要投放2月期的逆回购才能帮助银行改善LCR指标。从而提供超过1月期的逆回购有助于更好地帮助满足银行的跨季需求，实现头寸跨季与“指标”跨季，进而平滑资金面季度波动，实现更灵活的货币政策调节。

联讯证券：8月资金面比较平稳

15日小幅回笼280亿元只是央行的一个试探，央行的操作遵循的是相机抉择原则，跟随市场变化而变化。若15日资金面未见收紧的趋势，央行未来的投放策略仍会是完全

市场人士对货币政策适当放鬆的预期。

然而，央行在日前发布的二季度货币政策执行报告中已指出，近期M2增速有所降低正是加强金融监管、缩短资金链条、减少多层嵌套的合理反映。预计随着去杠杆的深化和金融进一步回归为实体经济服务，比过去低一些的M2增速可能成为新的常态。同时，随着市场深化和金融创新，影响货币供给的因素更加复杂，M2的可测性、可控性以及与经济的相关性亦在下降，对其变化可不必过度关注。

“言下之意，央行不会因为M2偏低有明显的政策放松，容忍M2实际值与目标值有一定偏离。”中金公司表示。

央行也明确指出，为避免某一阶段资金面持续收紧或宽松引发市场对稳健中性货币政策取向的误读，公开市场操作将增强主动投放和回笼的灵活性，研究丰富逆回购期限品种，提高资金面稳定性并引导金融机构优化资产负债期限结构，维护银行体系流动性基本稳定、中性适度。

国泰君安固收首席分析师覃汉称，这意味着央行公开市场操作的期限在未来一段时间有“扩容”的可能，例如增加3个月期的逆回购操作等。和同期限的MLF操作相比，逆回购操作在对基础货币影响的“本质”上没有区别，但可能在交易对手范围等操作细节上灵活性更强。

中信建投宏观固收首席分析师黄文涛进一步指出，整体来看，央行对未来经济增长较为乐观，通胀预期大体稳定，未来货币政策方面仍然坚持了稳健中性的货币政策，并且强调强抑虚，重视防控金融风险，加强金融监管协调，整体变化不大，预计年内货币政策放松空间不大。

综合机构观点来看，货币政策稳健中性取向暂时难以动摇，后续央行将灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排工具搭配和操作节奏，以中性适度取向对流动性进行“削峰填谷”，下半年流动性稳定性将有望增强，利率中枢也将保持基本稳定。

2017年11月17日（遇节假日顺延）。

上一次中央国库现金定存招投标开展于2017年5月19日，期限同为3个月，操作量800亿元，中标利率为4.5%。

Wind数据显示，8月18日正好有800亿元国库现金定存到期，本次操作是对到期存款的一次再投资。市场人士指出，本期存款可跨季末，且同业存单监管加强后，银行对一般负债的争夺更趋激烈，因此预计仍将吸引机构踊跃参与，利率水平将明显下降。（张勤峰）

对冲甚至小幅回笼。拉长来看，8月的资金面会比较平稳，杠杆策略会是不错的选择。

国泰君安：超储率回升趋势或难延续

三季度超储率回升趋势未必能够延续，一方面由于央行“填谷”意愿下降，另一方面外汇占款规模可能季节性扩张。此外，央行还对M2的“低增速”进行了解释，未来这一指标的代表意义将会弱化，M3可能成为货币供应量更好的“替代性”观察指标。（王姣 整理）

期债做陡曲线策略仍可为

本报记者 马爽

价值凸显。

关注资金面变化

分析人士表示，目前市场的关注重点多在资金面上，市场交投情绪逐渐趋于谨慎。

曾德谦表示，从资金面角度看，继7月缴税缴准压力过后，本月仍有大量逆回购到期，月底还有6000亿元特别国债到期，但在央行连续中性操作对冲资金到期量的背景下，资金面一直较为平稳，市场对月底特别是国债到期续做也并不十分担心，金融监管再出强监管政策的可能性也不高。在通胀数据低位盘整、中期流动性预期较为乐观的背景下，当前国债收益率水平偏高，期债价格因此企稳反弹。

中信证券明明称，7月经济数据出现全线回落，经济回暖证据逐渐弱化，基本面下行压力依然存在；货币政策稳健中性取向已确立难以撼动，市场资金面仍将保持前期平稳水平，国债收益率将稳步回落。

对于后市，曾德谦认为，短期内期债继续反弹的空间并不大。这主要是因市场对7月数据的回落仍存疑虑，7月份的工业生产回落一部分是受到当月全国大范围高温与降水及企业设备检修的影响，6月份的数据表明经济韧性仍在，同时商品大涨有推升PPI的可能，市场对于债市仍存谨慎观望态度。操作策略上，在对基本面仍有分歧的情况下，单边持仓不宜过多，轻仓逢低多单为主。套利策略上，可考虑按照2:1的比例多五债12月合约(TF1712)、空十债12月合约(T1712)，当前(2*TF1712-1*T1712)价差在100.00-100.25附近徘徊，处于历史较低位置，随着流动性的边际宽松以及避险情绪上升带来的债券配置需求上升，做陡曲线仍有收益空间。

国开债招标需求较好

国开行15日增发的三期固息债，中标利率均低于市场估值水平，整体认购倍数较高，显示市场配置需求仍然较好。市场人士指出，昨日央行超量续做MLF但暂停逆回购，叠加缴税等因素影响，资金面略有收敛但总体尚可，在近期经济数据偏弱及海外不确定性因素较多的背景下，债市有望延续偏强震荡。

国开行此次招标发行的三期债均为固息债，期限分别为1年、3年、10年，本次发行规模分别为80亿元、70亿元、10BP、5BP。（王姣）

公司债再现违约案例

德邦证券日前发布公告称，“15五洋债”已违约，并导致“15五洋02”触发交叉违约。

公告指出，五洋建设于2015年发行了“15五洋债”和“15五洋02”，由德邦证券担任受托管理人。根据《募集说明书》的约定，“15五洋债”回售部分债券的本金和第2年的利息的兑付日和付息日为2017年8月14日，截至8月14日，五洋建设未能完成相应回售资金、付息资金的发放，已形成“15五洋债”的违约。根据“15五洋02”《募集说明书》的约定，“发行人发生未能清偿到期银行借款本金和/或利息，以及其他到期债务的违约情况”构成本期债券项下的违约。

据Wind统计，“15五洋债”和“15五洋02”是今年违约的第28、29支债券，也是其中仅有的2支公司债。

有媒体报道称，“15五洋债”投资者中个人投资者占比49.09%，机构投资者占比50.91%。“15五洋02”投资者中个人投资者占比57.68%，机构投资者占比42.32%。（张勤峰）

10年国债随卖操作利率3.5455%

财政部15日上午开展国债做市支持操作，此次随卖操作标的10年期国债160023中标收益率为3.5455%，略高于二级估值水平，竞标倍数2.36。

本次进行的10年期国债随卖操作，是今年以来财政部第三次开展国债做市支持操作。上次操作于7月18日开展，也是针对160023的随卖操作。标的160023发行期限10年，剩余9.2247年，该券曾是市场上10年期国债的活跃券，但随着新券170004、170010等相继发行

上市，目前160023成交极为清淡，但仍存在一定做市需求。业内人士称，作为前期活跃券，160023的做市规模较大，空头有回补需求，但目前该券主要为持有到期账户持有，流动性较差，因此，这两次随卖操作主要基于做市商需求，帮助提高老券的流动性。

据悉，160023最新中债估值3.5024%，低于10年期国债中债到期收益率的3.5925%近10BP，反映出该券存在一定供需紧张情况。（张勤峰）

天风证券：创新空间来自28天-3月

逆回购期限品种上的创新可能的空间来自28天-3月之间的区间。可能的原因来自于在MPA监管框架、LCR流动性等指标考核下资金面的季度波动规律较为明显，缺乏能帮助银行指标跨季的资金工具。银行往往在季月前就需要发行3月期存单进行跨季准备，形成额外的资金使用成本。在临近跨季时28天的逆回购仅仅能帮助银行获得头寸上的跨季，而“指标”上不能跨季。理论上在

季月需要投放2月期的逆回购才能帮助银行改善LCR指标。从而提供超过1月期的逆回购有助于更好地帮助满足银行的跨季需求，实现头寸跨季与“指标”跨季，进而平滑资金面季度波动，实现更灵活的货币政策调节。

联讯证券：8月资金面比较平稳

15日小幅回笼280亿元只是央行的一个试探，央行的操作遵循的是相机抉择原则，跟随市场变化而变化。若15日资金面未见收紧的趋势，央行未来的投放策略仍会是完全

信托收益率普遍高达9%-9.5%，与同期限、评级的城投债利差至少有300BP。2014年底“43号文”横空出世，规范了非标融资这个“后门”，之后非标需求下降，融资成本走低，非公开公司债则闪亮登场，2015年中，交易所非公开债刚发行时相对公开债的溢价可观。后来，交易所非公开债溢价走低，到2016年初报价系统非公开债顺利接棒高收益资产的供给，当时报价系统非公开债收益率较沪深交易所可比品种要高出100-150BP。再往后，大家就看到了ABS的爆发性增长。

产品的轮动由自身发展周期决定，我们只能顺势而为。但几年下来，我们也发现市场投资风格在转变——从基于主体到基于资产。对于城投平台，以前由于资产负债表数据真实性有限，主要分析地方一般预算收入、平台数量/级别和业务范围等和主体相关甚至超越主体资质本身的信息。对于一般产业债，更多分析主体的信用资质。

但对于ABS的分析，就要透彻的穿透到具体底层资产上，这是一种理念的转变。这种转变带给我们的感受更加深刻，因为，它反映的正是投资组合管理的潮流和趋势。

目前信用产品的基本状况是信用利差、评级利差处于低位，面临上行压力。城投债和产业债之间利差虽较2016年低位有所修复，但城投债刚兑预期在逐步动摇，这也使

得未来新发城投尤其是低等级城投面临的调整压力更大。在房地产大周期面临拐点的当下，地产类资产性价比也趋于下降。同时，近几年积压的信用风险也可能会不时爆发，对组合管理而言，需更加分散化的资产/发行人分布，投资风格也应该从基于主体的投资慢慢过渡到基于资产的投资。

展望未来，在非可质押的资产中，ABS可能是下一个超额收益的来源。

ABS具备的多重优势，使得它成为当下很好的投资品种，比如，基础资产种类多，可以满足不同风险偏好的投资人；供给量大，超额收益机会出现的频率更高；期限更灵活，可满足不同账户流动性安排的需求；增信方式多样，不仅在产品层面有内部增信，还有一定的发行人主体信用“背书”；市场发展更健康，随着7月底首份ABS罚单的开出，ABS将迎来更加良性的发展；相对价值更高，并且有更多博取超额的机会。以PPN为例，目前AAA评级交易所ABS相比PPN的收益率大约高几个基点，在非可质押资产里面性价比更优。更不用说AA评级以及那些可以博取超额收益的夹层、次级档了。

当前可适度增加对ABS的配置比例，在具体标的的选择上，应尽量选择底层资产优质且分散程度高的ABS。（作者系安信证券固定收益部投资经理）

追非可质押资产这些年：从基于主体到基于资产

了很多非市场化的业务和职能，有着旺盛的融资需求且对融资成本不敏感，房地产行业则同时面临宏观和产业政策双重调控，融资渠道被明显收紧，急需寻找新的融资渠道。这都使得城投和地产板块在当时成为高息、非标（非可质押）资产的重要供给方。几乎同时，金融脱媒带来了泛资管业务大发展，广义基金杠杆有限并且可以成本法估值，天然对非可质押资产有着巨大的需求。自此，非可质押资产进入供需两旺的时代，这之后几年市场投资也基本围绕着这两大板块展开。

几年下来，这一领域市场热点已然经历了一轮轮动，这个过程主要以产品的更迭为主线，以经济周期和监管/产业政策为背景，大致遵循了从非标-PPN-中小企业私募债-沪深交易所非公开-报价系统非公开-ABS的轮动次序。

这不难理解，这大致就是这几类资产品种问世的先后顺序。历史已反复证明，任何一个新的资产种类的发展都会经历溢价逐步收敛的过程，在发展初期，新产品往往存在较高的风险溢价和流动性溢价，而后随着市场不断成熟和投资者认可度的提高，溢价会逐渐走低甚至消失。前述的几类资产亦不例外，这也决定了，随着新品种溢价走低和后继产品出现，资金追逐的热点将会发生转移。

作为券商自营部门的一员，我们从2012年下半年开始涉足非可质押资产投资领域。

2012年前后所处的背景是，城投与产业利差达到历史新高，房地产利差则在各产业债中居首。在2010年-2011年那轮货币信贷紧缩周期中，地方政府融资平台因承担