

融资筑顶 M2探底 货币宽松猜想:以时间换空间

□本报记者 张勤峰

6月、7月份经济数据表现连续不及预期,基本确认今年经济增长已走过高点,然而融资数据仍表现稳健,显示基本面向下的速率和空间存在悬念。业内人士认为,当前经济还没有失速的压力,货币政策不紧不紧在金融防风险大环境下大概率将延续,对政策放松不应抱有太强的幻想。当然,随着经济运行的上限逐渐清晰,货币政策收紧的边界基本明确,未来一段时间,政策在边际上放松的概率要大于继续收紧。

社融与M2加剧背离

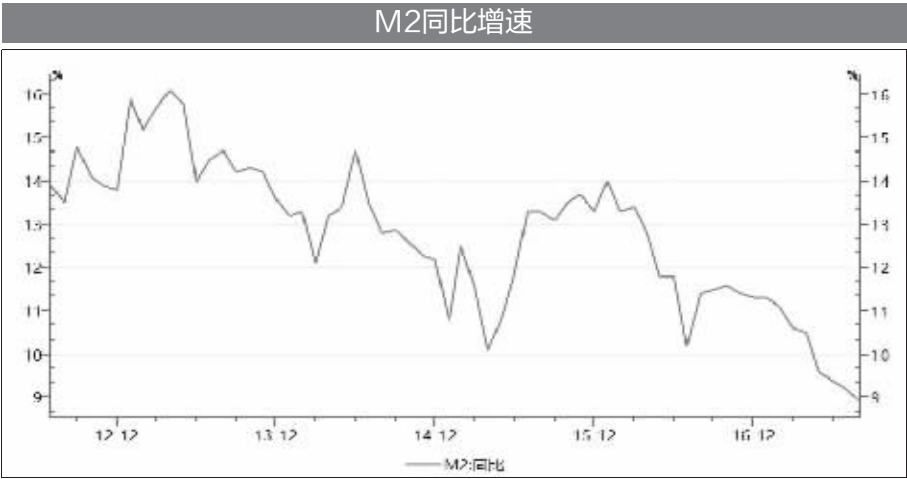
8月份人民币贷款和社融数据均超出市场预期,与连续下滑的经济数据之间呈现一定背离。据央行公布,8月份新增人民币贷款1.09万亿元,预期为0.95万亿元;社会融资规模1.48万亿元,预期为1.28万亿元。

从贷款数据拆解来看,8月新增贷款中,居民贷款贡献仍较大,可能与前期商品房销售火爆背景下积压的大量房贷需求有关。同时,8月企业中长期贷款新增363.9亿元,同比多增3719亿元,明显强于历史季节性。“企业中长贷的表现,反映了企业融资进一步向贷款集中的趋势”,机构研报指出,今年在委托贷款、债券等其他融资渠道收紧之后,贷款仍是地方融资平台和企业最重要的融资渠道。

在房贷与企业需求共同支撑下,8月新增信贷强于季节性,而在贷款偏强和表外票据转正的支撑下,8月新增社融1.48万亿元,连续三个月高于预期。据中金公司研报,8月份社融口径下新增贷款11500亿元,企业债净融资1063亿元,表外票据融资由上月的-2039亿元转为242亿元,境内股票融资653亿元。

值得注意的是,在信贷与社融保持双高的同时,8月份M2增速进一步下滑至8.9%,再创历史新低。据央行公布,8月M2同比增长8.9%,预期为9.1%,前值为9.2%,增速连续第7个月放缓。

鉴于8月财政存款降幅较大、外汇占款降幅继续收窄,对M2增速形成一定的边际正贡献,8月居民与企业存款增长乏力及地方债发行放缓,是当月M2增速进一步下滑的主要拖累项。数据显示,8月新增存款1.36万亿元,少于去年同期的1.78万亿元。中信证券固收研究团队指出,M2增速持续低迷是金融体系内部去杠杆的客观结果。一方面,货币政策保持中性,基础货币投放放缓,而在利率市场化趋势下,理



财、货币基金也持续冲击银行表内存款;另一方面,银行同业资产持续收缩,由此形成的存款派生也大幅减少。据银监会披露,8月份同业资产、同业负债分别较年初减少3.2万亿元和1.4万亿元,降幅较6月末数据扩大,表明同业资产仍在继续收缩。

融资筑顶 M2继续探底

继7月份多项经济数据表现乏力之后,上周公布的8月份主要经济数据全面走弱,基本确认前期经济增长高点,然而,8月份金融数据表现稳健,尤其是信贷投放维持高位、社融规模依旧超预期,又展现出经济增长坚韧的一面,信贷与社融双高的局面能否维持,已然成为预判后续宏观经济、货币政策乃至市场利率走向的关键变量。

综合各方分析来看,在前期信贷投放持续强劲的情况下,后续信贷投放正越来越接近“天花板”,回落的概率在提升。据央行数据,今年前8个月,新增人民币贷款9.89万亿元,较上年同期多增9455亿元。中金公司点评报告称,四季度信贷额度或成为主要的约束条件,因前8个月信贷累计增长9.89万亿,若今年额度接近去年水平,则余下四个月的月均信贷在7000-7500亿元;考虑9月信贷可能超1万亿,10-12月均值仅在6000亿元左右。另外,从需求端看,9月高频数据显示商品房销售有所放缓,叠加目前银行从紧发放房贷、监管今年明确控制全年房贷在新增贷款占比等因素,四季度按揭额度或出现明显下滑;此外,可持续关注地方政府举债行为对平台类机构融资的影响。

中信证券研报指出,8月社融数据虽仍超预期,但再算上地方债数据后,8月社融为18878亿元,较上年同期的23288亿元及上月的20653亿元均有所减少,表明社

会整体融资需求逐步呈现回落态势。

兴业证券固收研究团队进一步指出,尽管社融和信贷保持较快增长,但去杠杆和信用紧缩对实体经济融资的负面影响仍然存在,企业存款增速仍然处于持续下滑的通道,说明实体的融资条件受到了影响。

在M2方面,一些机构预测,89%的增速可能仍难言到底。中金公司认为,若四季度贷款额度如预期股偏紧,而外汇占款在央行较少干预外汇市场的情况下恢复仍偏慢,叠加同业资产萎靡,M2或仍有下行压力。

不紧不松仍是当前主基调

经济数据已连续两月走弱,若后续融资需求出现趋势性萎缩,M2进一步下滑,无疑将对货币政策产生一定的倒逼压力,这也正是不少债券市场机构憧憬四季度行情的原因所在。

■ 观点链接

海通证券:货币政策难言放松

上周央行加大了货币投放力度,但主要为对冲税期、金融机构缴纳法定存款准备金等因素的影响。金融论坛一行三会均表明了监管态度,央行提到要降低金融杠杆,维持稳健中性货币政策。8月经济短期下滑,但通胀短期反弹,加上金融去杠杆的约束,货币政策难言放松,降准为时尚早。

申万宏源:实体融资已在减弱

信贷和社融都只是表征实体经济融资的窄口径统计数据,信贷不错反映其他融资受限、向信贷转移,而社融中的非标口径主

3000亿难“解渴” 资金面紧势延续

明显好转,依旧大量机构在高价融入,不容乐观。这种紧张态势持续到尾盘并未得到缓解。

昨日银行间质押式回购市场上(存款类机构),主要期限资金利率趋于上行。其中隔夜加权利率大幅上行约11BP至2.82%,指标7天加权利率上行约1.4BP至2.92%,14天加权利率上行约8BP至4.14%;更长期限的21天加权利率也上行约64BP至4.80%。

不必过于担忧

市场人士指出,受缴税、政府债发行等因素影响,周一公开市场大额净投放不改资金面紧势,不少中小机构拆借难度有增无减,非银类机构价格亦居高不下,短期内市场谨慎情绪料将延续。不过国庆之前两

但从目前来看,虽然名义经济增长的高点基本得到确认,后续基本面边际走弱的可能性在上升,但下行的速率和空间仍不明确,尤其是融资数据仍保持比较稳健的增长,表明经济数据阶段性走弱,可能受到了相关政策的冲击,需求的下滑未必有数据表现的明显,7月、8月份数据出现“假摔”的可能性难以排除,后续基本面走势仍有待进一步观察。

鉴于此,市场似乎还不能对货币政策放松抱太高的期望。兴业证券报告指出,从政策的取向来看,目前仍没有放松的意思,政策防风险的基调仍是非常确定的,金融工作会议上提到的“强化金融监管”和“实体去杠杆”预计在未来会继续推进。再从基本面的角度来看,如果抛开保限产等政策的影响,在需求端,当前的经济增长已经有一些下滑的迹象,但经济并没有失速的压力,全年的经济增长目标应该是较容易完成的,在这样的背景下,经济数据的暂时波动还不会改变政策防风险的基调。中金公司报告亦称,中短期看,货币政策不紧不紧在金融防风险大环境下将延续,甚至滞后于经济周期。

不过,考虑到经济增长重新显现放缓势头,货币政策收紧的边界也在变得清晰。如中金公司报告所言,当前无论是工业生产、地产投资还是基建在现有政策、资金约束背景下,都几乎没有回升的逻辑,市场对美联储货币政策继续收紧的预期也在下降,后续央行放松货币政策的概率要大于放松,从时间上来看,“天平”正逐渐向着放松的一方倾斜,只是这个过程可能会比较缓慢,且有可能存在反复。未来货币政策柔性放松依然需要看到融资需求趋势性下滑、经济指标逐渐滑出预期底线。

天风证券:年内经济下行压力可控

通过测算环比、结合月度数据,今年三、四季度GDP增速存在一定下行压力,但是幅度可控;2018年GDP同比增速的关键在于一季度环比比值,如果环比跟随均值,则同比增速接近2017年第四季度;如若由于春节错位效应,环比增速接近2016年,则同比增速会有所下行。(张勤峰 整理)

期债料重回震荡格局

□本报记者 王姣

受资金面紧势延续影响,周一(9月18日)债券期货、现货市场双双回调,10年期国债期货主力合约T1712收跌0.29%,现券收益率上行2-3bp。市场人士指出,8月经济数据大幅回落,但金融数据表现仍较强劲,短期内来自基本面的影响将逐步减弱,资金面表现成为左右市场的关键。随着季末月资金需求逐渐上升,资金利率易上难下,期债短期料重回震荡格局。

债市明显走弱

昨日央行放量开展3000亿元逆回购效果有限,资金面紧势延续,主要回购利率多数上涨。受此影响,昨日债券期货、现货市场明显走弱。

从盘面上看,中国金融期货交易所10年期国债期货主力合约TF1712收报97.495元,较上日结算价下跌0.20%。

现券方面,一级市场上财政部5年期360亿元特别国债中标利率3.59%,投标倍数1.85,需求一般。特别国债招标结果施压二级市场,昨日银行间现券收益率明显上行,其中10年期国债开债活跃券170215收益率上行2bp报4.2275%,5年期国债活跃券170014收益率上行2.76bp报3.62%。

交易员称,央行开展大额逆回购,仍未明显缓和缴税及MLF到期压力,资金面紧势持续,叠加早间特别国债定位偏高的影响,现券交投

5年期特别国债需求一般

财政部18日上午招标的5年期特别国债中标利率接近二级市场水平,投标倍数低于2,需求一般。

财政部昨日招标的是今年第三期特别国债(债券简称“17特别国债03”),期限5年,计划发行360亿元,采用面向承销团成员公开招标方式发行。据市场人士透露,此次5年期360亿元特别国债中标利率为3.59%,边际中标利率3.63%,投标倍数1.85。

本期特别国债中标利率接近二级市场水平,投标倍数不高,显示需求一般。中国国债到期收益率数据显示,5年期国债最新到期收益率为3.5995%。

业内人士表示,短期市场资金面偏紧抑制一级市场投资

农发债需求尚可

农发行18日下午招标发行的两期金融债中标收益率接近二级市场估值水平,两期债认购倍数均超过3倍,整体需求尚可。市场人士指出,8月经济数据对债市的影响逐步消散,短期资金面紧张成为当前主要矛盾,预计债券市场将延续偏弱震荡。

农发行此次招标发行的两期债均为固息债,包括2017年第十一期、2017年第十二期金融债的增发债,期限分别为3年、5年,发行规模均为60亿

■ 评级追踪

中诚信上调辽宁方大信用评级

中诚信国际信用评级有限责任公司(简称“中诚信”)日前公告称,决定将辽宁方大集团实业有限公司(简称“辽宁方大”)的主体信用等级由AA上调至AA+,评级展望维持稳定,将“13辽方大MTN1”的债项信用等级由AA上调至AA+,维持“12辽方大债01”、“12辽方大债02”的债项信用等级为AA+。

中诚信表示,本次级别调整主要考虑以下因素:公司钢铁业务在细分市场具有显著优势地位,炭素业务产品线齐全并逐步向高附加值产品转型、市场份额及产销量稳居行业龙头,公司盈利能力逐步增强以

期债料重回震荡格局

氛围有所转弱。

短期重回震荡

分析人士指出,8月经济和金融数据已经出炉,本周将进入数据真空期,季末时点之前主要看资金面压力能否缓解,预计期债将重回震荡格局,且进入下旬后或有下行压力。

兴业证券指出,在融资需求衰退和政策转向之前,债市还看不到趋势性的机会。而在配置需求不强和收益率曲线平坦的约束下,投资者需要关注短端利率的定位,及时调整交易头寸,情况不对就要赶紧离场。

招商证券则认为,对债市来说,当前的利好因素仍在增加,持股过节不如持券;周期限由于政策和基本面冲击的叠加,上升趋势出现逆转的风险越来越大;临近国庆假期,市场风险偏好面临下降;跨过税期后,9月末财政支出的释放,将带来流动性的舒缓。

具体到期债策略,国泰君安期货指出,受到金融去杠杆影响,M2同比增速8.9%,连续创历史新低,并低于预期,由于全国金融工作会议强调降低实体经济融资成本,监管大概率将适度放松货币政策,放缓去杠杆节奏,以免对金融市场和实体经济造成伤害,这将加固期债下方的支撑。总体而言,期债有上行的波段交易机会。

宏源期货则认为,经济下行预期加重,但金融数据表现强劲,央行净投放下资金面依然表现紧张,随着季末月资金需求逐渐上升,期债重回震荡,进入下旬后或有下行压力,本周需关注美联储缩表计划。

3000亿难“解渴” 资金面紧势延续

□本报记者 王姣

周一(9月18日),央行在公开市场开展3000亿元逆回购操作,交易量创近两个月新高,但银行间市场流动性紧势延续。市场人士指出,因月度缴税在途,叠加政府债券发行、MLF到期等因素影响,央行大量“放水”仍难解渴,资金面结构性紧张现象依然存在。后续来看,尽管9月末面临季末考核因素,但下旬迎来财政支出的利好,且央行“削峰填谷”的思路不变,对后续资金面无需过度担心。

净投放不改资金紧势

昨日早间央行公告称,为对冲税期、政府债券发行缴款和MLF到期等因素的影响,维护银行体系流动性基本稳定,9月18

日人民银行以利率招标方式开展了3000亿元逆回购操作。具体来看,包括2800亿元7天期、200亿元28天期逆回购操作,中标利率分别为2.45%、2.75%,均持平于上次操作。当日无逆回购到期,由此单日净投放3000亿元。不过,央行上周末到期的1135亿元MLF顺延至昨日到期,实际净投放1865亿元。

尽管央行逆回购操作规模创近两个月新高,但银行间市场流动性紧势丝毫未缓,昨日货币市场利率多数上涨。

据交易员透露,昨日资金持续紧张,直至下午仍有多数机构头寸未平。具体来看,早盘融入机构数量居高不下,许多银行类机构限价借,跨季资金依然受到追捧,上午各期限均维持融出较少的局势;午后,虽然昨日净投放量较多,但资金市场并未看到

国开行21日招标 两期金融债

□本报记者 王姣

国开行周一(9月18日)公告称,定于9月21日招标增发不超过80亿元金融债,期限包括3年、7年,以实际中标量(债券面值)为准。市场人士指出,受短期资金面紧张影响,债券交投情绪偏弱,不过考虑到此次招标规模较小,且机构需求仍相对刚性,预计此次国开债招标结果向好。

国开行此次发行的两期金融债均为固息增发债,具体包括2017年第9期、2017年第8期金融债的增发债,期限分别为3年、7年,发行规模分别不超过50亿元、30亿元,票面利率分别为4.30%、4.14%。

具体安排上,两期债招标日均为2017年9月21日,缴款日均为9月25日,上市日均为9月27日,两期债券均采用单一价格荷兰式招标方式,招标时间均为9月21日14:30-15:30。

本次增发的两期债券所筹资金可用于支持棚户区改造、城市基础设施等项目建设。

□本报记者 王姣

周一(9月18日),在岸、离岸人民币兑美元即期汇率均现明显调整,境内外价差一度抹平,显示市场预期依然趋稳。分析人士指出,本周全球外汇市场的“重头戏”将是美联储9月利率决议,市场普遍预期美联储届时将宣布缩表,不过,预计此次会议加息的概率几乎为零,短期内市场情绪偏谨慎,美元指数缺乏反弹动力,而人民币汇率连续拉涨后出现回调也符合预期,未来一段时间内人民币兑美元汇率双向波动区间料加大。

人民币大幅回调

据中国外汇交易中心公布数据,9月18日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.5419元,较上一交易日调升4个基点,连续两日调升。

即期市场上,昨日在岸与离岸人民币兑美元汇率开盘后走势平稳,不过随着盘中美元指数快速拉升,人民币兑美元汇率加速下行,截至北京时间18日16:30,在岸人民币兑美元即期汇率收盘价报6.5618元,创9月1日以来新低,较上一交易日下跌

176个基点;离岸人民币兑美元即期汇率报6.5644元,较上一交易日下跌159个基点,两地价差基本抹平。

不过欧洲交易时段,两地人民币延续跌势,截至北京时间18日18:30,在岸人民币兑美元刷新9月1日以来新低至6.5680,日内跌幅超过200基点;离岸人民币兑美元跌破6.57关口至6.5780,日内跌近300基点,刷新9月1日以来新低。

有市场人士指出,月中时点急需购汇冲击已过,客盘在6.55元附近结汇需求略占上风,但因影响市场内外外部因素变化均不大,短期汇价或维持区间横向波动。

双向波动区间加大

分析人士指出,北京时间周四(9月21日)02:00美联储将9月公布利率决议,并发表货币政策声明,同时公布经济预期和加息点阵图。目前市场对9月缩表但不加息的预期较为一致,外汇市场在此关键性事件出炉前整体走势料将颇为谨慎。不过考虑到市场或已基本消化美联储缩表预期,除非结果明显超出预期,否则对美元的拉动作用有限,后续仍需关注美联储和欧洲央行的货币政策走向,预计年内人民币兑

美元汇率双向波动区间加大。

FXTM富拓中国市场分析师钟越指出,由于美联储本周宣布缩表计划的概率很大,因此很可能会对未来数月美元的走势定调。美元今年跌幅已超过10%,除非美联储年内加息预期大幅升温,否则美元颓势难以逆转;而美联储在9月宣布缩表计划后可能会看淡加息工具,该央行可能会放缓加息速度,将抑制美元上涨空间。

国内方面,国家外汇管理局18日公布的数据显示,8月银行结汇9422亿元人民币(等值1412亿美元),售汇9677亿元人民币(等值1450亿美元),结售汇逆差256亿元人民币(等值38亿美元)。

“央行实现清洁浮动,让汇率随市场供求波动并进而对供求发挥调节作用的目的非常明确。”招商证券研发中心首席宏观分析师谢亚轩点评称,虽然8月存量结汇较多,但只是在企业居民和银行层面,而非银行和央行层面。央行希望汇率更有弹性,保持人民币对一篮子货币汇率的基本稳定,增加货币政策独立性。其维持去年底对汇率的判断,年内人民币兑美元汇率窄幅“双向波动”,而非单边的升值或者贬值。