

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，货币政策不松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

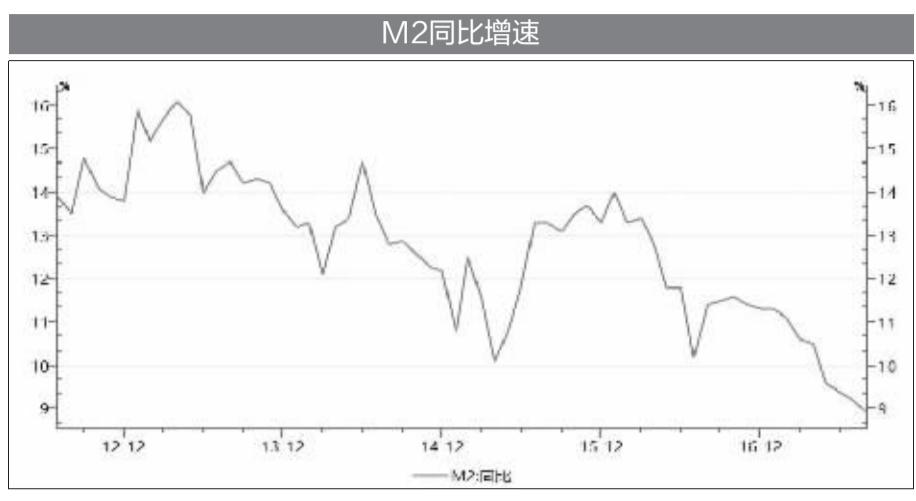
8月份人民币贷款和社会融资数据均超出市场预期，与连续下滑的经济数据之间呈现一定背离。据央行公布，8月份新增人民币贷款1.09万亿元，预期为0.95万亿元；社会融资规模1.48万亿元，预期为1.28万亿元。

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3639亿元，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。

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。

不紧不松仍是当前主基调

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，8.9%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般偏紧，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，叠加同业资产萎缩，M2或仍有下行压力。

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，但主要是对冲税期、金融机构缴纳法定存款准备金等因素的影响。金融街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

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概率在上升，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。

有鉴于此，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，目前仍没有放大的意思，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，如果抛开环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，货币政策不松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、房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，且可能存在反复，未来货币政策显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。

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T1712小幅高开后低走，日内震荡下行，截至收盘报95.080元，较上日结算价下跌0.29%；5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价偏高的影响，现券交投

期债料重回震荡格局

□本报记者 王姣

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。

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T1712小幅高开后低走，日内震荡下行，截至收盘报95.080元，较上日结算价下跌0.29%；5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%。

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%，连续创历史新高，并低于预期。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价偏高的影响，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%，边际中标利率为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。中债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

需求。受缴税、政府债发行等因素影响，近几日市场资金面有所收紧，短端利率走高，18日现货二级市场调整明显，均压制一级市场情绪。

值得一提的是，2007年发行的10年期特别国债“07特别国债03”将于9月24日到期兑付，总额350.90亿元。市场认为，本期特别国债即为“07特别国债03”的滚动发行品种。

数据显示，今年共有2007年发行的四期特别国债到期，其中第1期6000亿元特别国债已于8月29日到期并完成续做，余下的第3期350.90亿元、第5期349.70亿元、第8期263.18亿元均为10年期，将分别于今年9月、11月和12月到期。（张勤峰 整理）

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弭，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国债均为固息债，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

元。据市场人士透露，此次农发行3年期固息增发债中标收益率4.2387%，投标倍数3.26；农发行5年期固息增发债中标收益率4.2965%，投标倍数3.74。

从发行定价上看，上述农发债中标利率均略高于二级市场估值水平。中债到期收益率曲线显示，9月15日，3年、5年期农发债新到期收益率分别为4.2366%、4.2931%。从认购倍数来看，两期国债投标倍数均超过3倍，显示整体需求仍相对刚性。（王姣）

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，交易量创近两个多月以来新高，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

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

周时间公开市场逆回购到期量仅3200亿元，9月下旬还将有2000亿元左右财政投放，若央行维持目前公开市场投放节奏，银行资金面有望平稳过节。

中信建投证券表示，整体来看央行仍维持“削峰填谷”思路，而后续来看，尽管9月末面临季末考核因素，资金利率仍有上行压力，但央行公开市场操作力度加强的同时，下旬将迎来财政支出的利好，因此后续资金面无需过度担心。从央行“削峰填谷”的思路出发，本周央行公开市场有望重新向净回笼过渡，后半周可能更为明显。

Wind数据显示，本周央行公开市场有900亿元逆回购到期，其中周一到周五分别到期0、0、300亿元、600亿元、0；无正回购和央票到期。

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，债券投标情绪偏弱，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，其中包括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%、4.41%。

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。

人民币双向波动区间加大

□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，美元指数仍缺乏反弹动力，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。

近期市场上，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涨，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元，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元，日内跌近300基点，刷新9月1日以来新低。

有市场人士指出，月中时点实需购汇冲击已过，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，预计年内人民币升值或者贬值。

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，因此很可能会影响未来数月美元的走势。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。

国内市场，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