

## 货币/债券 Money·Bonds

# MLF虚晃一枪 “提价”悬念将揭晓

□本报记者 张勤峰

本月到期中期借贷便利(MLF)已全部续作,政策利率是否调整的问题依然未解,但这才是3月份央行货币政策操作的最大悬念。目前市场在大方向上有较大共识,认为央行大概率会上调公开市场操作利率,分歧主要在于怎样调及调多少。

市场人士指出,进一步看,人民银行上调存贷款基准利率的压力有所积累,但是否调整仍取决于未来经济基本面形势变化;除非央行采取超预期做法,后续政策利率调整对市场影响不大,今年货币市场流动性应不会再像去年那般紧张,市场利率波动有望趋缓。

### 意料之外情理之中

随着本月到期MLF相继完成续作,此前存在的一些悬念逐渐揭开。

本月央行开展了2次MLF操作,这与之前几个月的情况不太一样。公开信息显示,从2017年6月起,MLF基本上保持“1个月1次操作”的惯例,央行在每个月首笔MLF到期前后,即一次性完成对全月到期MLF的滚动操作;唯一的例外是2017年12月,当月共有2笔MLF到期,央行分别进行了续作,并在当月第二次操作时(2017年12月14日)将1年期MLF操作利率上调5BP至3.25%,这一天恰逢美联储再次加息。

本月也有2笔MLF到期。3月7日,央行开展1055亿元1年期MLF操作,操作量与到期量相同,利率持稳于3.25%。市场普遍认为,央行将在3月16日第二笔MLF到期前后再次水平操作,悬念则在于操作时点和利率水平。

与去年12月情况相似,本月20日,美联储FOMC将召开为期2天的议息会议,并于北京时间22日凌晨公布利率决议及政策声明。目前国内外市场几乎一致预期美联储FOMC将宣布继续加息。

此前不少人认为,央行可能延后续作本月第二笔到期MLF,16日可能通过放量开展逆回购操作,对冲到期的MLF。

如今,央行MLF操作“靴子”落地,出乎不少人预料的是,央行没有延后续作MLF,也没有上调操作利率。

回头来看,央行之所以选择分别续作MLF,可能是为更好地调节流动性,保持流动性合理稳定。月初银行体系流动性较充裕,货币市场利率整体下行,若央行一次性续作全部到期MLF,形成单日大额净

投放,有违当时以“削峰”为主的公开市场操作取向。中下旬流动性则面临税期、缴准、考核等因素影响,央行可通过开展MLF操作,平抑流动性潜在波动,起到稳定市场预期效果。

而得益于近期央行灵活开展逆回购、MLF操作,本月中旬市场资金面总体较平稳,税期、缴准等因素基本未造成太大影响。

### 利率调整悬念待解

然而,利率是否调整的问题依然未解。在业内人士看来,这才是3月份央行货币政策操作的最大悬念。

16日,MLF操作利率仍稳定在3.25%,是否意味着本月央行就不会再调整公开市场操作利率了?未必!有观点指出,央行完全可通过调整逆回购利率来释放政策利率信号,更有观点认为,此次央行未调整MLF利率,为直接上调存贷款基准利率埋下伏笔。

天风证券固收研究孙彬彬总结了过去3次央行调整公开市场操作利率的历史,认为动机主要有三:一是反映市场供求,适度收窄货币市场利率与公开市场操作利率利差;二是引导市场主体形成合理的利率预期,避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷,控制宏观杠杆率;三是应对美联储加息。孙彬彬表示,目前货币市场利率和公开市场操作利率之间的利差有所收窄,但要让两者贴合,仍需上调政策利率;引导预期、控制宏观杠杆率的任务并非阶段性的,政策利率的上调虽无必要性,但有合理性;就应对海外压力而言,当前中美利差水平支持人民银行跟随上调,同时,外汇占款流失压力不大,但处于季末维稳压力时点,美元阶段上行压力也大,要提防资本流动形势边际恶化。

中信证券固收研究明明认为,从国际货币政策环境和经济基本面两个角度分析,央行上调政策利率具有一定必要性。一方面,目前全球货币政策正常化的趋势较为明显,对于我国来说,顺应全球货币政策调整的大方向可能是更好选择,因为货币政策的分歧将对中美利差与人民币汇率波动产生直接影响。另一方面,2018年以来,包括我国在内的全球主要经济体复苏趋势更加明显,在供给侧结构性改革和全球经济同步复苏的带动下,我国2月通胀水平升至2.9%,顺势上调政策利率显得更有必要。

明明认为,此次公开市场利率上调幅度可能重回10BP,上一次则为5BP。他还

称,在全球货币政策周期背景下,央行调整存贷款基准利率的可能性也值得关注。今年央行调整基准利率的可能性较高,存款和贷款基准利率都有上调的机会,对称加息和非对称加息都可能成为选项。

孙彬彬则表示,在双支柱框架中,存贷款利率属于传统货币工具,侧重于通胀和经济,按照目前的季度通胀水平,并无加息必要性。

华泰证券宏观研究李超认为,央行上调存贷款基准利率的概率提升,最近就可能迎来时间窗口,理由在于:中美利差随国债利差不断收窄;同时2月通胀已经逼近3%央行加息阈值;国内经济表现超预期,为调整基准利率创造了空间;市场存贷款利率已先于基准利率上行,央行提高基准利率仅是一个确认的操作。

总的看,对于政策利率是否可能继续调整的问题,市场在大方向上仍有较高共识,认为会上调的是主流,分歧主要在于怎样调及调多少。对于这些疑问,本周的公开市场操作将是重要观察窗口。

### 政策料真正回归中性

从市场参与者实际感受来看,年初以来货币政策操作反倒是出现了一些积极变化。

中金公司固收研究提到,今年以来货币政策相关表述出现了一些微调。比如,2月发布的2017年第四季度货币政策执行报告提到,保持货币信贷和社会融资规模合理增长,把握好稳增长、去杠杆、防风险

### ■观点链接

### 天风证券:上调政策利率概率较大

从央行关注的内容来看,除了中美利差以外,各项指标并未恶化。因而,若央行再度上调政策利率(概率较大),反映了其有意引导市场利率与公开市场操作利率的贴合、避免市场宽松预期、同时对海外压力较为敏感;若未调整,表明了央行对目前货币市场利率和公开市场操作利率利差较为满意,且对阶段性资本流入流出形势保持乐观。

### 中信证券:年内可能上调基准利率

就当前国内外经济和政策周期看,支持央行对存贷款基准利率的调整,关于存贷款基准利率调整的方式和幅度,央行的可选空间较大。对称加息和非对称加息都

## 央行暂停净投放 季末前资金面暂无恙

隔夜回购利率跌2BP至2.54%,代表性的7天品种DR007微涨1BP至2.82%,14天品种基本稳定在3.5%一线,21天品种则上涨16BP至4.93%。

### 季末仍存变数

3月以来,市场资金面大体延续了春节前后的表现,资金供求均衡偏松,货币市场运行平稳。得益于央行及时对冲,月中缴税缴准等未造成大的波动,但一些分析人士提醒,不应忽视月末流动性波动风险。

3月税期已过,影响今后两周流动性供求的主要是财政支出与监管考核两大因素。我国财政年初初大收,季末年末大支的现象比较明显,季末财政支出力度较大,将形成可观的流动性投放,补充金融体系流动性,但季末财政支出节奏和规模难测,可能集中在季末最后几个工作日。在这之前,银行体系流动性将面临季

之间的平衡,掌控好流动性尺度,维护流动性“合理(之前是基本)稳定”。未再提“抑泡沫”。又比如,政府工作报告提到,稳健的货币政策保持中性,要松紧适度。管好(之前是管住)货币供给总闸门。中金分析师认为,“管好”相比“管住”用词严厉程度下降,且更具操作弹性。松紧适度的提法与去年不松不紧相比,也更为积极、中性。

从实际行动来看,今年央行在削峰填谷方面做得更出色。通过实施定向降准、创设CRA、完善自动质押融资机制等举措,央行大大降低了春节前流动性波动。

中金分析师认为,这背后的原因可能有四点:一是机构改革后,各司其职,通过收紧货币政策倒逼去杠杆的压力减轻;二是在融资需求回表的过程中,会加快资本金和超储消耗,需货币政策给予必要对冲;三是去杠杆已取得一定成效,货币政策无需继续偏紧;四是过高的市场利率抑制了加杠杆但也产生了新的“扭曲”。

但中金分析师也称,受制于全球货币政策转向大环境,加上金融防风险,基本面仍存韧性等因素,货币政策放松空间不大,更多是向真正的中性回归。

一位买方研究员称,货币政策取向有微调必要,边际上可能会比去年有所放松。做出这一判断的主要原因在于,去年政策重心在于推进宏观审慎对金融机构行为的规范,对于今年来讲,重点是关注相关政策落地后的执行情况,并尽可能平滑对市场产生的影响,因此,需要一个松紧适度的货币环境。

可以成为央行调整存贷款基准利率的选项。今年以来,无论是经济数据还是各方面表态都似乎在给市场一个暗示:今年可能上调基准利率。

### 东方证券:货币政策操作更灵活

目前央行货币政策操作更灵活,更注重流动性合理稳定,货币市场平稳运行。2018年政府工作报告中提到“稳健的货币政策保持中性,要松紧适度”,与央行2017年四季度货币政策报告中提出的“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,‘削峰填谷’维护流动性合理稳定”相吻合,央行对货币政策维持稳健中性的态度不变,但对于货币政策灵活性与有效性的要求进一步提高。(张勤峰 整理)

未监管考核带来的压力。

从近期盘面看,机构跨季资金需求逐渐显现,相应期限的资金利率已有所上行。月初以来,1个月Shibor从4.04%一线持续走高,19日最新报4.51%,已上行接近50BP。

另值得注意的是,年初以来同业存单余额重新增加,目前已达到近8.7万亿,再创新高。分析人士认为,同业存单规模下降反增,很大程度上反映了银行负债端的压力并未实质缓解。银行仍面临负债来源不稳定、负债成本上升的压力,恐将限制货币市场利率下行。

总的来看,季末前流动性波动风险仍值得警惕,但预计央行也将适时开展公开市场操作,近期央行已大幅提高跨季资金投放占比,后续重启资金净投放可能性较大,预计季末前流动性不会出现剧烈的收紧,资金面将以紧平衡为主。

## 人民币汇率延续双向波动

□本报记者 张勤峰

张勤峰

周一(3月19日),在、离岸人民币对美元汇率双双小幅走软,境内外价差仍维持低位。市场人士指出,本周即将召开美联储3月议息会议,鉴于加息已被市场充分预期,美元继续上行的空间有限,甚至不排除“靴子”落地反成利空的风险,不过若此次美联储表态偏鹰,美元仍有向上反弹的动力。总体而言,预计短期内美元指数区间震荡,人民币对美元汇率将随之双向波动。

### 人民币继续震荡

周一,人民币对美元中间价调升20个基点至6.3320元,不过受美元盘中偏强震荡影响,在、离岸人民币对美元汇率双双小幅走软。

从盘面上看,在岸人民币对美元汇率低开于6.3360元,开盘后明显反弹并重回6.33关口,午后因美元走弱一度翻红,盘中最高触及6.3276元,但尾盘重新转跌,16:30收盘价报6.3322元,创3月9日以来新低,较上一交易日跌75点。香港方面,离岸人民币对美元即期汇率也偏弱震荡,截至北京时间3月19日16:30报6.3294元,下跌34基点,其盘中跌破6.33并一度靠近6.34关口。

全球汇市方面,昨日亚洲交易时段美元指数整体小幅走高,日内重新触及90.35的高点,涨幅一度接近0.18%,截至北京时间3月19日16:30报90.2847,上涨0.1%。

### 整体仍将企稳

市场人士指出,最近一段时间,美元指数连续四周上

## 债市短期面临调整压力

□本报记者 张勤峰

周一(3月19日),债券市场整体窄幅震荡,10年期国债期货主力合约收涨0.11%,10年期国债开债收益率持稳于4.91%附近。市场人士指出,临近季末,流动性波动可能加大,市场对资金面的预期偏谨慎,金融监管对市场的影响不容忽视,当前时点不少机构倾向于观望为主,总的来看,债市短期可能面临一定调整压力。

### 债市窄幅震荡

3月19日,债券期货、现券市场整体偏强震荡,盘中波动幅度相对有限。从盘面上看,昨日银行间现券收益率小幅下行,其中10年期国债活跃券170215收益率开盘报4.91%,日内先上后下,但整体持稳于4.91%附近,最后一笔成交在4.905%,较上一交易日尾盘4.9125%小幅下行约1BP;次活跃券180205最后一笔成交在4.83%,收益率较上一交易日尾盘4.85%下行约2BP。国债方面,昨日10年期国债活跃券170025收益率最终报3.8350%,较上一交易日尾盘3.8375%下行约0.25BP。

国债期货市场则多数时段偏弱震荡,但尾盘出现明显拉升,最终小幅收红。截至昨日收盘,10年期国债期货主力合约T1806涨0.11%,报92.92元,盘中最高触及92.94元;5年期国债期货主力合约TF1806微涨0.05%,报96.54元。

资金方面,昨日央行开展500亿元逆回购操作,完全对冲当日到期量,不过受益于央行上

## 农发债招标需求平稳

3月19日,中国农业发展银行招标发行的两期国息债中标利率均低于二级市场估值水平,认购倍数均超过2,显示一级市场需求相对平稳。市场人士指出,进入3月下旬,对于季末资金面边际收紧、监管政策陆续出台的担忧有所升温,机构观望情绪较浓,未来一段时间预计债市可能偏弱震荡。

农发行此次招标发行的两期债均为固息债,包括2018年第二期、2018年第三期金融债的增发债,期限分别

涨,主要因近期美国经济数据整体表现强劲,投资者预计美联储料在本周议息会议上加息,与之相对应的是,包括人民币在内的新兴货币均有所承压,不过从近期人民币对美元汇率相对平稳的表现来看,人民币汇率预期依然稳定,预计后续双向波动、整体企稳的运行格局将延续。

美联储从3月20日开始将召开为期两天的政策会议,外界普遍预期美联储将进行今年的首次加息行动。据芝加哥商业交易所集团数据,目前市场预期美联储在3月将联邦基金基准利率上调0.25个百分点的概率高达91.6%。

申万宏源证券点评称,本周即将召开美联储3月议息会议,加息已被市场充分预期,而此时美国贸易战策略持续酝酿,预计中期将对美联储缓慢加息进程有所影响。进一步看,2018年海外方面主要聚焦欧央行货币政策走向,而1月以来欧央行在年内可能进行的紧缩预期快速形成,后期超预期空间有限,预计一段时间内美元和欧元汇率走势或缺乏单边趋势,美元指数2018年后续时段大概率在89-91的区间内窄幅震荡。

“倘若美联储3月议息会议未释放更为鹰派的信号,包括以点阵图暗示年内四次加息、提升通胀预期等,美元指数大概率在加息结束后震荡贬值。届时美元兑人民币震荡区间可能随之下移,但中美利差限制人民币升值速率和空间。反之假如美元指数超预期上行,美元兑人民币震荡区间上限将上移。”兴业研究表示。

周五超量续作3270亿元MLF,流动性预期有所改善,昨日银行间市场资金面总体较宽松,隔夜加权利率DR001下行2BP至2.54%。

### 短期陷入震荡

市场人士指出,继近期经济数据公布后,债市目前的关注焦点主要集中于资金面和监管政策上,考虑到美联储加息、季末考核、资管新规将落地等因素,机构谨慎情绪有所升温,未来一段时间债市料将陷入震荡行情。

华创证券固收屈庆团队指出,后续资金面波动将加剧,市场情绪已逐渐转向谨慎,等待更明确的方向。屈庆认为,短期经济并无较大下行压力,基本面仍具韧性,不至于引发货币政策的放松,短期之内对债券市场没有利多。而后续监管仍有较大的不确定性,资管新规落地必然会导致业务上调整,而且从新规落地到各地监管部门执行,具有迟滞性,意味着影响时间比较长。此外,资管新规相关配套措施未现身,不排除监管会在相关细则上加强力度。整体而言,目前仍不是配债的最佳时点,建议机构耐心等待。

国泰君安固收覃汉团队则认为,当前短端利率下行空间有限,二季度基本面和政策出现新增利空的概率不大,因此曲线大概率不会进一步陡峭化。二季度央行宽松货币政策或仍能持续,因此收益率曲线可能会从牛陡转向牛平。而行情向牛平切换过程中,长端利率仍有进一步下行空间,建议投资者适当拉长久期,防止踏空风险。

□本报记者 张勤峰

19日,央行逆回购操作量与到期量相同,终结连续五日的净投放。度过税期扰动的资金面,仍维持平稳偏松态势,货币市场利率小幅波动,涨跌互现。目前市场对季末流动性波动仍存担忧。市场人士指出,当前金融机构仍面临负债端压力,季末流动性分层现象值得关注,但预计央行将合理开展对冲操作,流动性有望大体保持平稳。

### 资金面依旧平稳

3月19日,央行开展了300亿元7天期、200亿元14天期逆回购操作,中标利率保持不变,投放量恰与到期量相同,实现等量对冲。

在业内人士看来,央行操作力度下降在情理之中,一方面,本月税期高峰平稳

### ■评级追踪

## 神雾集团信用等级被下调至B

联合信用评级有限公司(简称“联合评级”)日前公告称,决定将神雾科技集团股份有限公司(简称“神雾集团”)的主体长期信用等级由BBB下调至B,将“16神雾债”的债项信用等级由BBB下调至B,同时继续将主体及相关债项等级列入信用评级观察名单。

联合评级表示,神雾集团上市子公司神雾环保技术股份有限公司(简称“神雾环保”)近日公告称,由于神雾环保流动资金紧张,未能如期兑付“16环保债”回售本金和利息合计约4.86亿元。

“16环保债”为神雾环保发行的3年期固定利率债券,起息日为2016年3月14日,发行规模为4.50亿元,债券期限为3年。神雾环保所发行的“16环保债”由神雾集团、吴道洪提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。神雾环保作为神雾集团重要的子公司,“16环保债”所出现的实质性违约已表明神雾集团及神雾环保整体流动性紧张,神雾集团的整体偿债能力明显减弱。

同时,联合评级也关注到神雾集团及子公司神雾环保仍在积极推动引入战略投资者的工作,但该事项仍存在很大的不确定性,联合评级将对该事项的进展情况予以持续关注。(张勤峰)

### ■市场连线

## 长江证券研究所宏观部负责人赵伟:看多新经济 关注转型机遇

□本报记者 王姣

“结合一系列经济数据来看,近期生产端表现总体平稳,部分‘新经济’产业表现亮眼,随着更多数据的公布,后续对经济走势的判断将逐渐明朗。”长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员赵伟日前接受中国证券报记者采访时表示,展望2018年,坚定看空“旧”周期,看多“新经济”,建议重点关注“转型”逻辑下的投资机遇,以先进制造、消费升级等为代表。

**中国证券报:**从一系列宏观数据来看,近期国内经济表现如何?

**赵伟:**近期生产端表现总体平稳,部分“新经济”产业表现亮眼。1-2月工业增加值同比增长7.2%,较去年12月同比增速回升1个百分点,生产端表现总体平稳。其中,部分“新经济”产业表现亮眼。例如,1-2月高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长11.9%和8.4%,分别高出工业增加值同比增速4.7和1.2个百分点;具有代表性的“新经济”产业中,新能源汽车、集成电路、工业机器人产量分别同比增长178.1%、333.3%、25.1%,表现较亮眼。在投资数据中也有类似表现,部分先进制造领域投资增长较快。

从信贷社融等需求端领先指标来看,信用收缩迹象已有体现,后续或将导致经

济面临阶段性的压力。1月和2月信贷社融数据受“春节效应”干扰,前两个月累计新增信贷高于去年同期,但企业贷款大幅减少,居民和非银机构贷款增加;新增社融较去年同期大幅回落,主因非标融资显著收缩,社融存量增速也有所回落,信用收缩的迹象逐步显现。**中国证券报:**从高频指标来看,今年春节后企业复工情况如何?**赵伟:**今年春节以来,高炉开工率等高频经济指标趋于回落;相较往年,企业复工表现略显低迷。企业生产行为往往表现出一定的“春节效应”,即春节前赶工生产、春节期间停工或减产、春节后复工生产。从今年春节复工情况来看,较为典型的高炉开工率指标春节后并未出现明显修复,仍在继续回落;6大发电集团日均耗煤数据和炼油厂开工率、汽车轮胎半钢胎开工率等行业开工率指标也显示,相较往年,今年春节后企业复工表现略显低迷。

此外,部分产品的销售、价格、库存表现等,指向经济后续动力可能相对偏弱,如与消费需求关联较为密切的30个大中城市商品房成交面积春节以来回升相对较慢,表现弱于过去几年;春节以来螺纹钢为代表的大宗商品价格表现低迷,铁矿石等原材料库存也持续处于高位。需要注意