

别样降准:政策回归实质中性

□本报记者 张勤峰

时隔3个月,央行将再次降准。尽管央行强调其与无条件的全面降准有别。但分析人士认为,连续的降准安排,不论是以什么名义,都是实实在在的货币政策边际放松,货币政策取向微调基本得到确认,今年流动性形势将好于去年。

一次特别的降准

4月17日晚,央行宣布,将于4月25日下调存款准备金率。这次降准来得很突然。2017年,因银行超储率偏低、流动性偏紧,市场上降准的呼声一度较高,但央行保持了定力。2018年以来,银行体系流动性持续充裕,即便短期流动性面临临期扰动,但预计通过公开市场操作对冲也无大碍,因此,对于此次降准市场可以说毫无准备。

今年1月25日,央行刚实施过一次普惠金融定向降准。与3个月前降准相比,此次央行也限定了对象,并强调了降准目的,以与无条件的全面降准进行区分。央行表示,此次是对“部分金融机构”降准,以“置换中期借贷便利”,货币政策仍维持“稳健中性”。

然而,从实施范围来看,大行、股份行、城商行,非县域农商行和外资银行均处于降准对象之列,实际覆盖了大部分商业银行。

此次降准幅度也不小,达1个百分点。如果比照历史上的全面降准,上一次出现1个百分点的降准还是在2008年金融危机时期。

新颖的操作方式也是此次降准的一大看点。央行表示,此次降准是为置换MLF。在降准实施当日,持有未到期MLF的银行,应以降准释放的资金偿还其所借MLF。央行有关负责人透露,以2018年一季度末数据估算,操作当日偿还MLF约9000亿元,同时释放税增量资金约4000亿元。按照这一数据估算,此次降准释放资金量约13000亿元。

不难看出,此次降准依然具备定向降准的属性,且加上了置换的环节,但由于实施对象广泛、操作幅度较大,资金投放力度要远超过1月份定向降准。央行曾透露,今年1月份的定向降准,释放流动性约4500亿元。

应该说,这是一次特别的降准,与普通的全面降准或一般的定向降准均有所不同,但仍具备降准操作的主要特征。

到底是不是放松

央行资金投放操作通常被赋予了放松的定义,更不用说像降准这样力度大、色彩浓的操作。历史上,不管是有心还是无意,降准都成为货币政策放松的标准配置。眼下,市场自然很关心这次降准到底是不是降准。

通过置换MLF的方式,央行限制了此次降准的资金释放规模,一次性释放的增量资金在4000亿元左右,而考虑到下周还有3300亿元的央行逆回购到期,预计央行大概率会通过停做逆回购,因此,下周降准释放的资金量大部分都会被冻结。

但以往在降准之后,央行同样会通过公开市场操作净回笼进行对冲,而且回笼的是短期资金,放出的是长期资金,后者对于稳定流动性和改善市场预期的效果更加显著。

进一步来看,之前央行创设MLF,很大一部分考虑就是降准释放的政策信号

■评级追踪

大连银行 信用等级上调至AAA

□本报记者 张勤峰

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,决定将大连银行股份有限公司(简称“大连银行”)的主体信用等级由AA+上调至AAA,评级展望维持稳定,将“17大连银行二级”的债项信用等级由AA上调至AA+。

中诚信表示,上述调整是基于对宏观经济、区域经济和行业环境、大连银行自身财务实力以及该债券条款的综合评估之上确定的,肯定了大连银行在当地金融体系中的重要地位、灵活的决策机制、持续推进的跨区域经营策略、不断改善的资产质量和盈利能力、较好的资源融合效果以及强大的股东实力;该评级同时反映了大连银行面临的诸多挑战,包括宏观经济持续不景气对业务运营和资产质量带来一定压力、非标投资加大风险管理难度、产品和服务种类有待进一步丰富以及跨区域经营对风险管控能力和员工素质提出更高要求。

据悉,2017年末大连银行存、贷款在大连地区市场份额分别为11.88%和8.66%,分别位居第一位和第四位,在当地金融体系中保持较为重要的地位。

过于强烈,以有限期、有成本的MLF替代降准,可避免释放宽松信号,引导市场形成政策中性预期。现在的置换操作,恰恰是这一过程的逆转。

置换操作的本质是提前将后续到期MLF无限展期,释放的政策信号即便比不上全面降准,也要比MLF操作升级了不止一点点。而由于MLF操作利率远高于法定准备金利率,置换操作可大幅降低银行从央行借入资金的成本,从而引导市场利率水平下行。

天风证券孙彬彬表示,即使只是存量对冲置换,也体现了央行偏向积极的一面,更遑论还释放了增量。

总之,虽然这次降准也被限定了对象,加上了条件,但这并不能改变这是一次降准的事实。

正如招商证券刘郁指出的那样,连续的降准安排,不论是以什么名义,都是实实在在的货币政策边际放松。

中信建投黄文涛也表示,年初预计今年流动性较去年宽松,货币政策将由去年的中性偏紧转为今年的真正中性或中性偏松。央行的动作正在验证这一判断。2018年央行货币政策的实际行动比此前预期更为宽松。

与去杠杆并不冲突

如果确定这是一次货币政策边际放松,政策取向正在回归实质中性,这是否

违背去杠杆的政策立场?事实上,不少观点认为,年初以来央行货币政策变得更友好的关键,恰恰就在于平衡严监管、去杠杆的影响,为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

综合各方分析,此次降准的目的可能有四方面:首先是改善流动性,增加资金稳定性。据央行介绍,此次降准释放的增量流动性主要给了城商行和非县域农商行,有助于缓解过去突出的流动性分层现象。其次是缓解银行负债压力。近年来,银行存款增长乏力,在表外资产回表的情况下,负债压力恐继续加大,央行通过释放长放低成本流动性缓解银行负债压力、激活资产负债派生循环的必要性在上升。再者,降准有助于降低社会融资成本。据悉,央行将要求相关金融机构把新增资金主要用于小微企业贷款投放,并适当降低小微企业融资成本,有助于加强金融对小微企业的支持力度。最后,降准有助于平衡结构性去杠杆及贸易摩擦的影响,对冲经济下行风险。

过去一段时间,金融去杠杆取得一定成效,但也带来一定的副作用,包括流动性波动加大、市场利率大幅走高、企业融资成本上升、小微企业融资面临挤出等,适当的降准可以部分缓解去杠杆带来的这些不利影响,更好平衡去杠杆与稳增长。

中金公司固收研报指出,今年以来货币政策在流动性操作层面更友好,主要的

原因可能是,在同业、表外理财和非标等业务受监管政策而收缩的大背景下,央行希望在表内流动性方面进行适度的放松来对冲广义流动性的收紧。

孙彬彬认为,作为三大攻坚战的关键,宏观去杠杆本身没有变化。但是结构性去杠杆作为基本思路,双峰监管与双支柱框架开始发力,这一崭新的运作模式缓解了央行货币政策行为的约束,货币政策的边际放松,体现了货币政策与监管政策之间的平衡。此次降准不是与宏观去杠杆背道而驰,而是体现了分类施策的意图。

展望未来,国泰君安证券覃汉认为,未来的货币政策组合大概率是多次“定向降准+政策利率加息”。考虑到美联储年内仍有2-3次加息,而央行大概率跟随,多次“定向降准+政策利率加息”的组合已经确立。黄文涛表示,传统货币政策工具回归,央行操作思路是否发生变化值得高度重视,未来不排除会持续宽松。

华创证券认为,不同于2014年的政策明确转向,目前结构性去杠杆大背景仍然存在,中期仍需观察货币政策操作的连贯性及政策方向的实际变化。

而对于未来的资金面走向,市场并没有太大分歧。降准带来的大量长放低成本资金,增强了流动性的“底子”,预计今年资金面宽松程度和稳定程度都会明显好于去年。

央行双管齐下 4月税期基本无恙

□本报记者 张勤峰

在宣布以降准置换MLF的次日,4月18日,央行继续通过公开市场净投放平抑税期扰动,尽显央行对银行体系流动性的呵护之意。分析人士认为,4月份流动性压力最大的时期正在平稳度过,随着降准落地和财政支出加大,下周资金面有望恢复宽松。

央行实施净投放

18日,央行开展1500亿元逆回购操作,全部为7天期,因当日无逆回购到期,均实现净投放。此前一日,央行刚宣布将于本月25日对部分金融机构降准。在降准实施间隙,央行继续通过公开市场操作平抑税期波动,进一步改善了市场情绪,银行间市场各期限债券回购利率窄幅波动,资金紧张局面得到一定缓解。

银行间回购市场上,资金价格短升长降,隔夜回购利率上涨1BP至2.71%,代表性的7天期回购利率DR007涨近4BP至2.98%,14天回购利率也上行3BP,更长期限的21天、1个月、3个月回

■观点链接

国泰君安:降准改善流动性预期

从央行有关负责人的表述来看,操作当日偿还约9000亿元”、顺序为“先借先换”,大概率对应的5、6月份到期MLF的8905亿元。1%的准备金率调整,在全面降准中也属于较大的动作,信号意义更加强烈。从这个角度来看,央行此番降准的目标中,至少有一项是稳定二季度末的资金面。此番操作之后,央行相当于提前足额续作了第二季度的MLF,只要未来央行不明确释放收紧流动性的信号,那么市场对于资金面的预期稳定将会得到加强。

购利率则纷纷下行,其中1个月回购利率下跌16BP。

临近午盘公布的Shibor呈现相似变化,隔夜、1周和2周Shibor分别上涨1.4BP、1.5BP和3.3BP,1个月及更长期限的Shibor则全线走低,其中3个月Shibor大跌7BP至4.10%,再创逾1年新低。

交易员称,本月税期高峰仍对短期流动性造成一定影响,但降准实施在即,央行重启公开市场净投放,稳定了市场预期,中长期限资金价格已率先回落,预计距离短期利率平复也已不远。

正平稳度过税期

4月是税收大月,过去几年,4月份财政存款净增量多在5000亿元以上,有机构人士预测,月中缴税高峰料在万亿元级别,对短期流动性供求的影响不容小视。不过,央行公开市场操作与降准双管齐下,料流动性波动已至阶段性高点。

“因MLF已被足额续作,本周余下时间已无央行流动性工具到期,只要央行维持适量的逆回购操作,有序衔接降准,货币市场在面对季度税期高峰料也无碍。”

申万宏源:政策微调与去杠杆不矛盾

去杠杆主要有两个手段:提高资金成本和加强金融监管,而一定是以行政监管为主要手段,不可能一直靠收紧资金面,一方面收紧资金面受到基本面、资产价格波动等约束;另一方面,资金面无法限制加杠杆,资金形成新的中枢套利空间永远在。况且去通道、禁多层嵌套、禁资金池、打破刚兑等并不是收紧资金面能达到的。随着监管政策布局完成,资金面波动将回归基本面。目前金融及实体加杠杆空间均已受到

一位交易员向记者表示。

从以往经验来看,4月税期高峰在18日前后出台,本周可能是4月财政收税对流动性扰动最大的时期。而数据显示,本周只有200亿元央行逆回购和3675亿元MLF到期,且已分别于周一、周二到期。在本周余下时间,央行对冲财税清缴入库的影响的空间很大,如果继续施以必要的逆回购操作,填补短期流动性缺口,资金面应可维持总体稳定。

下一周,虽然央行逆回购到期量将增至3300亿元,但由于降准落地,一次性释放大额流动性形成对冲,叠加季末财政支出力度加大,资金面重新恢复宽松应没有悬念。因而基本可确认,4月份流动性压力最大的时期正在平稳度过。

央行于17日晚宣布,将在4月25日对部分金融机构降准1个百分点以置换MLF,但仍会释放大约4000亿元增量流动性。业内普遍认为,随着降准释放大量长放低成本资金,流动性内在稳定性将得到提升,结构性分层矛盾有望得到缓解,今年流动性形势将好于去年,货币市场利率中枢可能继续小幅下行。

限制,不会再现无序违规加杠杆行为。

兴业研究:后续仍有降准空间

央行用降准来提到MLF作为新的流动性释放方式,可能意味着逐步对OMO和MLF等结构性货币政策工具的摒弃。事实上,当前超高的存款准备金率,是为了对冲过去外汇占款大幅的结果,而目前人民币已经主要由市场决定,结售汇大致平衡,新增外汇占款在零附近波动。高存准率的历史使命早已完成,后续仍有较大的准备金率下调空间。(张勤峰 整理)

降准引发暴涨 债市乐观情绪升温

□本报记者 王姣

央行意外降准再次点燃债市做多情绪,4月18日,债券期货、现货盘中双双大涨:10年期国债期货主力合约盘中涨逾1.5%,创近16个月最大涨幅并刷新逾半年高点;中债10年期国债收益率下行15BP至3.50%关口,10年期国开债收益率大幅下行22BP至4.31%,双双创2014年11月以来最大单日跌幅纪录。

分析人士指出,此前市场人士对货币政策和资金面走向犹有疑惑,随着央行突然降准,以及公开市场大额净投放,流动性预期迅速转为乐观,叠加资管新规可能推迟发布的影响,债市做多情绪迎来久违爆发。短期而言,乐观情绪或助推债市涨势延续,但收益率过快下行亦存在一定风险,建议投资者提防后续市场波动加大。

做多情绪爆发

“10年期国开债收益率下行18BP没悬念!”18日开盘前,业内人士兴奋地表示。

此前一晚(4月17日),央行宣布自4月25日起定向降准1个百分点置换MLF(中期借贷便利),叠加18日早间央行在公开市场净投放1500亿元,市场对流动性预期的乐观情绪快速升温,债市做多情绪迎来大爆发,上述预测很快便得到验证。

18日早盘,国债期货跳空高开,10年

期国债期货主力合约T1806开盘报95.07元,开盘不久涨幅迅速超过1%,随后多数时间高位窄幅震荡,13:30后多头继续进攻,盘中触及95.775元,最大涨幅超过1.5%,尽管尾盘有所回落,最终仍大涨1.05%报95.345元,创近16个月最大升幅,并刷新逾半年高点;5年期国债期货主力合约TP1806亦高开高走,收盘大涨0.62%报98.04元。

当日银行间现券市场同步大涨,收益率大幅下行,成交量明显放大。其中10年期国开债活跃券170215收益率开盘报4.4950%,早盘快速跌破4.45%,13:00后加速下行至4.37%关口,最大下行幅度约11BP,随后有所回升,最后一笔成交在4.43%,较上日下行5BP,创去年10月30日以来新低,成交高达625笔;10年期国债活跃券180004收益率盘中最低下探至3.4750%,收盘报3.49%,较上日收盘价大幅下行15BP,成交43笔。

中债估值方面,至4月18日收盘,10年期国债、国开债收益率分别报3.50%、4.31%,分别较上日大幅下行15BP、22BP,双双创2014年11月以来最大单日跌幅纪录。

乐观时保留清醒

市场人士指出,此次债市大涨主要受益于央行突然降准,同时18日公开市场操作净投放1500亿元,令市场对流动性的

人民币汇率预期平稳

□本报记者 马爽

周三(4月18日),人民币兑美元中间价、即期汇价均小幅走低。市场人士认为,受美元反弹和中国央行降准影响,人民币出现小幅调整,但市场波动并不大,显示市场对人民币汇率的预期仍较平稳,叠加我国3月外汇占款连续第三月正增长,表明国际收支延续均衡状态,预计后续人民币汇率仍将持稳运行。

人民币小幅走低

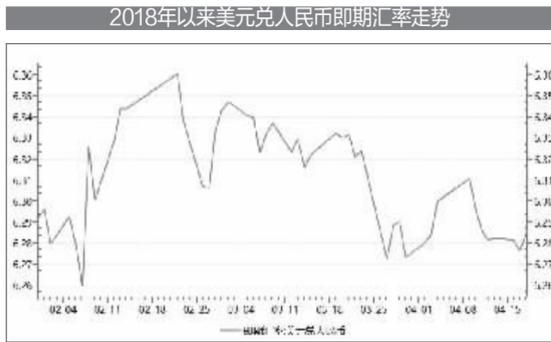
18日,人民币兑美元中间价下调46个基点,报6.2817元。不过昨日银行间外汇市场上,在岸人民币兑美元即期汇率小幅高开于6.2835元,开盘后偏弱震荡许久,15:30后一度出现直线拉升,盘中最高触及6.2824元,不过尾盘有所回落,16:30收盘价报6.2854元,较上一交易日跌90点,并创一周新低。

香港市场方面,离岸人民币兑美元汇率走势与在岸市场相似,昨日午后亦出现一波直线拉升,盘中触及6.2742元的高点,随后涨幅明显收窄,截至北京4月18日16:30报6.2802元,上涨约20基点,境内外价差约50基点。

全球汇市方面,昨日美元指数稳中偏强,北京时间18日上午横盘震荡,下午明显反弹,盘中涨幅一度超过0.3%至89.7844。分析称,美国乐观的经济数据给美元带来支撑。

仍将持稳运行

市场人士普遍认为,在全球政治、经济形势存在不确定性的当下,人民币汇率仍将随美元指数双向波动,当然结合我国最新



国债招标表现平稳

18日上午,财政部招标发行的两期国债中标利率均明显低于中债估值,认购倍数在2左右,市场需求平稳。市场人士称,央行降准令债市多头情绪重燃,昨日二级市场收益率加速下行,一级市场配置情绪也明显升温,后续市场仍有上涨空间。

财政部昨日发行2018年记账式附息国债八期和九期,期限分别为2年、5年,发行规模分别为290亿元、370亿元。据交易员透露,此次财政部2年期记账

公布的3月外占数据来看,我国的国际收支仍较均衡,人民币年内稳中偏强、双向波动的格局应可持续。

据央行网站4月18日消息,中国3月末央行口径外汇占款为21.5万亿元人民币,当月环比增加78.38亿元,连续第三个月上升,而且增幅略大于前两个月。此前的1月、2月,外汇占款环比增幅分别为44.82亿元、40.51亿元。

联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖团队点评称,考虑到3月经常账户出现逆差,官方外储规模上升更多是由美元贬值和美、日、欧、英等主要经济体国债收益率下行所产生的估值推动。在这种情况下,预计央行口径外汇占款的上升,主要驱动因素是美元贬值下的结汇意愿增强。

中美贸易摩擦方面,北京时间4月18日,美国同意就301征税措施与中国进行WTO/DSB项下磋商。根据美国4月17日提交WTO的文件《美国对来自中国的某些商品的关税措施》,美国表示愿意与中国进行磋商。

兴业研究指出,尽管中美贸易摩擦犹存,但短期内贸易摩擦不会汇率化。人民币无行政干预升值或贬值必要,未来仍继续受到美元指数、利差双锚影响。

短期来看,市场人士认为,从美国最新的核心CPI增速、消费者信心指数以及美联储态度倾向看,美国宏观经济前景展望仍偏乐观,而欧元区货币政策前瞻指引暂难以转变,预计美元指数将延续震荡偏强特征,与之相对应的是,人民币兑美元汇率可能延续总体持稳、双向波动格局。

国开行19日招标五期金融债

国家开发银行18日公告称,定于4月19日增发五期金融债,期限包括1年、2年、3年、10年和20年,总量不超过250亿元,最终以实际中标量(债券面值)为准。

国开行此次招标增发的五期债均为付息债,包括2018年第七期、第二期、第三期、第五期和2016年第五期金融债的增发债,期限分别为1年、2年、3年、10年和20年,发行规模分别不超过50亿元、40亿元、80亿元、50亿元、30亿元。

具体安排上,上述五期

债招标日均为4月19日,缴款日均为4月23日,上市日均为4月25日,2018年第七期、第二期、第三期金融债增发债的招标时间均为14:30-15:30,2018年第五期和2016年第五期金融债增发债的招标时间均为14:30-16:10。五期债均采用单一价格荷兰式招标方式。

此次债券承销费按认购债券面值计算,1年期无,2年、3年期为0.05%,10年期为0.10%,20年期为0.20%;各品种均无兑付手续费。(张勤峰)

农发债招标需求旺盛

中国农业发展银行18日下午发行的四期固定息债中标利率均低于二级市场估值水平逾发,短时间内利率将会延续下行趋势,但短短3个月时间长端利率累计下行超60BP,后续上涨的安全边际已经大幅降低,考虑到踏空者众,多数投资者在逼空行情下陷入到一种“看空做多”的状态,这种状态可能非常危险。

农发行此次招标发行的四期债均为固定增发债,包括2018年第四期、第三期、第一期以及2017年第十五期金融债的增发债,期限分别为1年、5年、7年、10年,发行规模分别为70亿元、70亿元、40亿元、60亿元。据市场人士透露,此次农发行1年期增发债中标收益率

3.3602%,投标倍数2.43;5年期中标收益率4.0759%,投标倍数3.02;7年期增发债中标收益率4.2829%,投标倍数4.1;10年期中标收益率4.3836%,投标倍数3.73。

此次农发行四期债中标收益率均低于中债估值。中债到期收益率数据显示,4月17日,1年、5年、7年、10年期农发债最新到期收益率分别为3.8114%、4.4438%、4.6296%、4.6982%,此次发行的对应期限农发债分别低于中债估值45BP、37BP、35BP、31BP。(张勤峰)