

货币宽松有度 资金利率基本到底

□本报记者 张勤峰

央行货币政策报告确认了稳健中性的货币政策在实操层面已微调放松,但宽松仍是有限度的,流动性“合理充裕”的定位逐渐清晰,资金利率基本到底。

确认微调放松

央行日前发布了二季度货币政策执行报告。机构认为,从报告相关表述变化上看,货币政策在实际操作层面的微调放松得到确认。

二季度报告对央行货币政策取向的总体表述依旧是“保持货币政策的稳健中性,把好货币供给总闸门”,一季度报告的表述则是“保持货币政策的稳健中性,管好货币供给总闸门”。

单看这一表述,如果纠结于“把好”与“管好”“总闸门”之间的区别可能难免让人困惑,但结合后续补充表述来看含义就相对明确。

首先,重新提到货币政策要“松紧适度”。此次报告提出“稳健的货币政策要保持中性、松紧适度”,“松紧适度”的提法是前几个季度的报告中所没有的。这也不是央行首次用到“松紧适度”这个提法。中国证券报记者发现,“松紧适度”一词曾经在2015年的货币政策报告中反复出现,当时的提法是“继续实施稳健的货币政策,更加注重松紧适度”。

其次,指出“保持流动性合理充裕”。这一点与6月20日国务院常务会议、二季度货币政策委员会例会上的提法一致,较一季度报告中的“合理稳定”有进一步调整。事实上,“合理稳定”这个词也是从2017年第四季度报告中才开始用的,2017年多数时候用的是“基本稳定”。从“基本稳定”到“合理稳定”再到“合理充裕”,央行关于流动性调控提法的变化,与今年流动性呈现的回暖向好的变化是一致的。值得注意的是,在2015年至2016年间,央行在描述流动性的时候,用的也是“合理充裕”。

最后,强调“提高政策的前瞻性、灵活性、有效性”,这句话是与“保持政策的连续性和稳定性”一起说的。言下之意,既要保持货币政策的稳健取向,又要“根据形势变化预调微调,注重稳定和引导预期。”记者注意到,在2015年一季度货币政策报告中,央行曾经用过“既要”、“又要”的句式,提出在继续实施稳健货币政策的同时,更加“注重松紧适度 and 预调微调”。

总之,关于货币政策的相关提法和表述,二季度报告出现了一些变化,不少地

方与2015年有相似之处。

回头看2015年,央行多次实施降准、降息操作,货币市场流动性持续充裕,市场普遍认为当时的货币政策是偏宽松的。后来,对于这段时间的货币政策,央行相关人士亦表示,2011年稳健货币政策实施以来,受经济下行压力较大等影响,部分时段的货币政策在实施上可能是稳健略偏宽松的。

再看今年,1月、4月、7月,央行三次实施定向降准,春节前还实施“临时降准”,银行体系流动性持续充裕,市场利率出现较明显下行。本月初,货币市场利率整体降到了2015年-2016年的低位水平。

可以说,当前货币政策在实际操作层面,与2015年-2016年的某些时候不光形似而且神似,市场参与者的实际感受是略偏宽松的。

突出宽松底线

不过,“稳健”这个前提条件没有变化,这说明,货币政策既是有微调放松,也是有边界的,不会大幅偏离“稳健”的前提。

如前所述,央行提出“根据形势变化预调微调。”这其实已经说明了今年货币政策有所调整的原因,那就是形势出现了变化。

记者注意到,此次报告对于经济运行环境的判断更加谨慎。国际方面,报告提出“当前全球经济总体延续复苏态势,但贸易摩擦、地缘政治、主要经济体货币政策正常化等加大了全球经济和金融市场的不确定性,外部环境发生明显变化。”国内方面,报告提到“同时也存在一些深层次结构性问题”。

报告特别强调“注意防范短期内需求端‘几碰头’可能对经济形成的扰动”。这里所谓的“几碰头”,指的应该就是贸易摩擦、美联储加息、金融严监管、地方举债规范化可能对短期需求端造成一定的叠加影响。因此,今年以来货币政策预调微调的动机,源于经济运行环境和增长形势出现了一定程度的不利变化,需要宏观经济政策进行适度调整和对冲。

但是,央行依旧强调“把好货币供给总闸门,坚持不搞‘大水漫灌’式强刺激”,亮出了政策的“底线”。

有市场研究人士表示,仅仅依据“稳健”还是“中性”难以准确把握货币政策真正的松紧,而在货币政策执行报告中一般有一个核心的暗语——是否有“闸门”。一般在货币政策真正的宽松周期,没有“闸门”的提法,如果货币政策在态度

和立场上有偏紧倾向,一般会提到“闸门”,常用的说法是“管好闸门”、“把好闸门”、“调节好闸门”。

翻阅以往货币政策报告可见,在2010年三季度到2011年二季度、2013年一季度到2014年二季度、2016年四季度至今,这几个时间段内都有“闸门”的提法。而2015年至2016年三季度这段时间没有用“闸门”一词。

另外,央行强调“坚持不搞‘大水漫灌’式强刺激”,表达的态度也似乎比以往坚决。兴业证券分析师认为,这是央行是在货币政策有所松动后,进一步突出宽松的底线。

市场利率存底部约束

既然货币宽松有底线,市场利率的下行就存在底部约束。市场机构认为,市场利率面临着底部约束,下行空间已经不大。

今年以来,银行体系流动性改善较为明显,市场利率中枢有所下行,尤其是6月底以来,流动性极为充裕,短期市场利率大幅下行。

上周初,银行间市场超短期的隔夜回购DR001利率最低跌至1.4%,创2015年7月末以来新低;7天期回购DR007最低跌至2.25%,创2015年6月中旬以来新低。中长期期限的3个月Shibor跌破2.8%,接近2015-2016年的最低点2.78%。3个月股份行同业存单发行利率一度跌至2%,创历史新高。中美3个月期国债利率出现倒挂。

从这些数据上看,“宽货币”已见到成效,接下来央行货币政策的关注点,将

■观点链接

兴业证券:短端利率下行空间有限

央行二季度货币政策报告单独用一个专栏阐述了央行对于汇率的态度,强调“不搞竞争性贬值”等,同时释放出可能在必要时会进行“逆周期”调节。结合近期央行上调远期售汇业务风险准备金比例的动作,似乎都表明央行对于当前汇率贬值的态度,这可能也意味着国内短端利率进一步下行的空间也会受限。

申万宏源:资金利率料低位波动

央行二季度货币政策报告对下一阶段政策思路的表述有几点调整:把好货币政策总闸门,此前的“管住”调整为“把好”;“稳健的货币政策要保持中性”后增加“松紧适度”;将维护流动性“合理稳定”修改为“合理充裕”等。两处专栏关注流动性投放后货

币政策传导机制的疏通问题,以“几家抬”的思路聚焦实体经济融资。整体来看,预计后期央行仍将维持流动性的合理充裕,但并非“大水漫灌”,资金利率或在当前低位水平附近波动,进一步下行空间相对有限。

转向疏通货币政策传导,推动形成从宽货币到宽信用的局面。

业内分析认为,最近流动性如此充裕,一个重要的原因是,流动性总量起来了,信用扩张还没起来。信用扩张存在梗阻,大量资金尚停留在银行体系。如此也就不难理解,近日,国务院金融稳定发展委员会召开第二次会议,重点研究进一步疏通货币政策传导机制、增强服务实体经济能力的问题。

换句话说,现在货币已经“松”得差不多了,主要任务是疏通货币传导,形成宽信用的局面。值得一提的是,此次货币政策报告中,央行特别以专栏形式阐述“当前经济运行与货币政策”。央行指出,“从货币政策传导机制的角度看,央行在将流动性注入银行体系后,能否有效运用和传导出去,还取决于资金供求双方的意愿和能力。同时,在贸易摩擦加剧、主要经济体货币政策收紧等背景下,也需注意本外币政策的协调。”央行认为,下一步,应该“发挥好‘几家抬’的政策合力,增强金融机构服务实体经济特别是小微企业的内生动力。”

分析人士认为,宽信用方向已经确定,虽然仍面临一些制约因素,但趋势比较明确。一旦信用创造加快,对超储的消耗和占用就将加快。另外,汇率政策的边际调整,也会限制市场利率下行的空间。有鉴于此,未来货币市场流动性进一步宽松的空间有限,流动性“合理充裕”的定位逐渐清晰,资金利率基本到底。

币政策传导机制的疏通问题,以“几家抬”的思路聚焦实体经济融资。整体来看,预计后期央行仍将维持流动性的合理充裕,但并非“大水漫灌”,资金利率或在当前低位水平附近波动,进一步下行空间相对有限。

国泰君安:宽信用预期逐渐升温

宽货币走到强弩之末,伴随着一系列稳增长政策落地,宽信用预期开始对市场产生越来越强的影响。站在目前时点上,未来社融会不会很快企稳成为债券市场后续走势的关键因素。现阶段市场的普遍观点是政策拐点到融资企稳会有较长的时滞,至少7月份融资数据还不会出现明显的起色。但上周末银保监会已披露,7月份贷款数据约为1.45万亿,同比多增6000多亿,从这点上来看,7月份社融很有可能超出市场预期。(张勤峰 整理)

人民币跌逾200基点 贬值压力仍可控

□本报记者 王朱莹

受美元指数再破年内新高影响,8月13日,人民币中间价下调逾200基点,在、离岸即期汇价跌幅也在200基点左右,不过市场情绪整体平稳。

分析人士指出,近日全球外汇市场波动加大,美元指数突破96关口后继续上行,给人民币汇率带来短期压力,不排除未来仍有下跌的可能,不过人民币汇率指数企稳反弹,也体现市场汇率预期依然稳定,在国内基本面和政策预期的共同影响下,年内人民币贬值压力依然可控。

随美元反弹再度走弱

土耳其里拉暴跌引发全球货币市场波动加大,尤其给美元指数再度走强提供动力。上周五美元指数盘中强势突破96关

口,收盘大涨0.74%,报96.3290。

在此背景下,本周一(8月13日),人民币兑美元中间价下调234个基点,报6.8629,刷新去年5月31日以来新低。

人民币即期市场也随之明显走低。13日境内银行间外汇市场上,在岸人民币兑美元大幅低开于6.8762,日内跌破6.88关口至6.8830,全天维持低位震荡,至16:30收盘报6.8767,创去年5月24日以来新低,较上一交易日下跌193基点;进入夜盘时段,人民币汇率再度跌破6.88关口。

香港市场方面,继上周五下跌225基点后,周一离岸人民币兑美元汇率再度走弱,至北京时间13日16:30报6.8847,盘中下跌159个基点,随后盘中很快跌破6.89关口,跌幅超过230个基点,触及6.8924的低点。

市场人士指出,周一人民币兑美元汇率明显走弱,主要是受土耳其里拉暴跌、美元指数突破96关口的影响,且周一美元指数继续上探至96.5上方,表明市场避险情绪仍高,给即期汇价再度造成压力。

贬值压力可控

尽管人民币即期汇率有所走弱,但一篮子货币明显企稳。中国货币网13日公布的数据显示,上周三大人民币汇率指数集体反弹,CFETS人民币汇率指数8月10日报92.91,按周涨0.22;BIS货币篮子人民币汇率指数报96.21,按周涨0.23;SDR货币篮子人民币汇率指数报93.09,按周涨0.18。

分析人士指出,受外围环境影响,近期外汇市场波动加大,随着美元指数升破96,人民币短期贬值压力不容忽视,不

长江证券研究所宏观部负责人赵伟:

债市短期震荡 中长期仍看基本面

□本报记者 王姣

近期,随着政策边际调整效果显现,基建投资预期变化,债券市场走势出现波动。8月13日,长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员赵伟就此接受中国证券报记者专访时表示,本轮政策调整更加注重稳增长与调结构的平衡,不会走传统刺激老路,基本面对利率债有支撑。但受市场预期、债券供给上升、中美利差收窄等因素影响,短期债市或延续震荡格局,中长期来看,债市终将回归基本面。

中国证券报:如何理解本轮稳增长政策?

赵伟:本轮政策调整更加注重稳增长与调结构的平衡,防范经济增速过快下行的同时,加速经济结构的调整。扩内需政策主要围绕“补短板”领域发力,上半年财政投放已有所体现,精准脱贫、科学技术等“补短板”领域相关财政支出明显提升,地方专项债募资主要投向乡村振兴、生态环保和基础设施等。与此同时,政策积极“开前门”、增后劲,加快培育新兴产业、助力经济转型升级。

另一方面,有别于以往,本轮政策调整发生于主动去杠杆阶段,不能采取传统

“大水漫灌”刺激措施。今年以来,货币流动性环境中性略偏紧转向合理充裕,结构性对冲主动压缩债务去杠杆的影响,注重引导资金流向。一方面,禁止资金违规流向房地产和地方融资平台等,配合结构性去杠杆;另一方面,定向投放流动性,支持小微企业融资、债转股等,加强信贷定向作用、重点支持先进制造、战略新兴产业等。

中国证券报:谈淡历次稳增长政策对债市的影响。

赵伟:历史经验显示,重要会议强调调政策稳增长后,债市走势不尽相同,走强、调整和震荡情形均出现过,如2008年底至2009年、2010年下半年,债市出现明显调整;2014年至2016年8月,债市走强;2011年底至2012年,债市总体呈窄幅震荡格局。

稳增长政策下的债市走势,本质上取决于经济基本面,经济阶段性修复,债市出现调整;经济走弱,债市走强。而稳增长政策的力度和节奏,决定了经济基本面修复程度。例如,2008年底推出一揽子投资计划、取消银行信贷规模限制,经济出现企稳迹象,债市即出现调整;2012年5月底监管层强调要坚持“稳中求进”工作基调,“把稳增长放在更加重要的位置”,并未采取大规模刺激手段,总体经济平稳修

复,债市呈现震荡格局。

中国证券报:当前稳增长政策影响下,债市将如何演绎?

赵伟:稳增长政策下,部分机构担忧经济可能企稳回升,或使投资策略更偏向交易或博弈的逻辑。与此同时,结构性存款增长或面临进一步约束,叠加一般存款增长放缓,银行表外回表、表内负债端的压力依然较大,不利于配置需求的修复。从供给层面看,债券供给的阶段性上升,也可能压制债市表现。此外,中美利差持续收窄,当前水平已接近近年来低位,可能压制债市情绪、影响政策实施和境外机构投资行为等。

短期来看,债市或仍处于震荡格局,建议把握交易节奏、控制久期、甄选优质个券;中长期债市终将回归基本面。近期,稳增长政策逐步明朗化,加速转型仍是当前我国经济工作头等要务,财政金融政策更加注重结构性发力,不会走传统刺激老路,基本面对利率债有支撑。但市场对稳增长政策的力度和节奏存在明显分歧,可能使投资行为仍偏交易,机构负债端的调整、地方债供给阶段性放量 and 中美利差收窄等因素,或阶段性压制债市表现。

资金面告别过度宽松 3365亿MLF到期引关注

□本报记者 张勤峰

8月13日,央行公开市场操作继续暂停。受政府债券发行缴税、企业缴税等因素影响,短期流动性继续收敛,货币市场利率延续反弹。

市场人士指出,月初以来流动性已超出“合理充裕”范畴,央行持续停做逆回购就是证明。短期看,政府债发行缴款和税期因素会继续抽走流动性,央行何时重启公开市场操作、如何续作到期MLF值得关注。

货币市场利率继续反弹

8月13日,央行未开展公开市场操作。自7月20日以来,央行持续暂停公开市场逆回购操作。

因目前已无存量央行逆回购,央行暂停逆回购操作,不形成资金投放,但也不会造成资金回笼。不过,与先前流动性极度充裕的局面相比,最近资金面还是有所收紧,流动性供求回到相对平衡的格局。

8月13日,货币市场利率继续反弹。银行间市场上,存款类机构债券质押式回购利率全线走高,其中隔夜回购利率DR001大涨近29BP至2.10%,代表性的7天期回购利率DR007反弹约14BP至2.44%,此外,14天回购利率上涨近6BP、21天期回购利率涨10BP,但加权平均利率均在2.22%左右,与DR007形成倒挂。

交易员称,昨日银行间回购市场流动性延续了上一交易日的情况,供求总体均衡。大行继续融出隔夜资金,需求较快得到满足,但基本按加权价成交,很少再出现减点融出的情况,7天期价格有所上升,1个月和跨季资金需求有所增多。

本周关注MLF操作

央行在二季度货币政策执

国开行14日招标五期金融债

国家开发银行公告称,定于8月14日增发五期金融债,期限包括1年、3年、5年、7年和10年,总量不超过380亿元,最终以实际中标量(债券面值)为准。市场人士指出,短期市场风险偏好再度升温,有利于债券市场表现,不过收益率也难以明显下行,预计此次国开债招标需求平稳。

国开行此次招标增发的五期债均为固息债,包括2018年第九期、第八期、第十一期、第六期和第十期的金融债券,期限分别为1年、3年、5年、7年和10年,

发行规模分别不超过50亿元、80亿元、80亿元、50亿元和120亿元。

具体安排上,上述五期债招标日均为8月14日,招标时间均为9:30-11:10,缴款日均为8月16日,上市日均为8月20日,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,3年期为0.05%,5年、7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(王朱莹)

农发债招标需求一般

13日,债券一级市场明显降温,当日中国农业发展银行发行的两期固息债中标利率均高于二级市场估值水平,两期债全场倍数均不超3,整体需求平淡。

农发行本次发行的债券均为固定利率债券,分别为第八次增发2018年第九期3年期、第八次增发2018年第八期5年期固定利率(付息)金融债券,期限分别为3年、5年,发行规模均不超过50亿元,票面利率分别为4.24%、4.37%。据市场人士透露,此次农发行3年期增发债中

■评级追踪

华昌达 评级下调至A+

中诚信证券评估有限公司(简称“中诚信证评”)日前公告称,决定将华昌达智能装备集团股份有限公司(简称“华昌达”)主体信用评级由AA-下调至A+,将公司主体信用等级列入信用评级观察名单,维持“17华昌01”债券信用等级为AAA。

中诚信证评表示,华昌达仍保持信用等级领域的竞争实力,但2018年以来,公司大股东债务纠纷对公司日常生产经营造成一定不利影响,收入及盈利规模同比下降,且订单承接及完成情况不佳,业务下滑风险上升。同时,中诚信证评也关注到公司或有负债风险较大、偿债压力较大

行报告提出,观察银行体系流动性宜从“量”、“价”两方面着手:一是看“量”,要看银行体系超额准备金水平,而不是简单看基础货币数量;二是看“价”,也就是要看货币市场利率尤其是银行间的资金价格。

当前从量的方面看,据央行披露,今年6月末超储率为1.7%,比3月末的1.3%提高了0.4个百分点。考虑到7月份央行实施定向降准、两度开展MLF操作,中金公司固收研报称,目前估算的7、8月份超储率已回升到2%以上,是过去两三年的较高水平。

价的方面,6月末以来,货币市场又出现了一轮较快下行。到上周初,DR001一度跌至1.4%,DR007一度跌至2.25%,回到2015年三季度低位水平,并且较大幅度低于央行公开市场操作利率。

因此,量和价的角度看,当前流动性是较为充裕的,甚至比“合理充裕”的水平还要充裕。这就解释了,央行为何从7月下旬以来持续暂停了公开市场资金投放行为。

由于目前央行逆回购已全部到期,央行缺少短期流动性回笼工具。流动性要回到“合理充裕”,主要靠政府债券发行缴款、企业缴税等因素来吸收一部分流动性。从近期情况看,政府债发行缴款对短期流动性的影响已有所体现,而本周将迎来8月份税期高峰,流动性或进一步收敛。

随着流动性逐渐回到“合理充裕”,央行有可能重启公开市场操作。8月15日将有3365亿元MLF到期,央行如何续作无疑值得关注。

中诚信证评认为,央行开展超额续作基本不可能,甚至适当减量也是选项之一,央行将以此来证明资金面“过度宽松不可持续”。

发行规模分别不超过50亿元、80亿元、80亿元、50亿元和120亿元。

具体安排上,上述五期债招标日均为8月14日,招标时间均为9:30-11:10,缴款日均为8月16日,上市日均为8月20日,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,3年期为0.05%,5年、7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(王朱莹)

农发债招标需求一般

13日,债券一级市场明显降温,当日中国农业发展银行发行的两期固息债中标收益率3.9207%,全场倍数2.67。

上述两期债券中标利率均高于中债估值,需求一般。中债农发债到期收益率数据显示,8月10日,3年、5年期农发债到期收益率分别为3.6962%、3.9103%。

另据农发行13日公告,定于8月15日招标发行不超过140亿元三期金融债,期限包括1年、7年、10年,发行规模分别不超过40亿元、40亿元、60亿元。(王朱莹)

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)13日公告称,决定将雏鹰农牧集团股份有限公司(简称“雏鹰农牧”)主体长期信用等级由AA-下调为A,评级展望为负面。

联合资信表示,上述评级调整主要是考虑到公司目前部分土地和房产被查封,外部融资环境持续恶化,资金链紧张局面进一步加剧,短期偿债压力很大,公司控股股东所持有股份全部被司法冻结,未来公司面临支付相关违约金、滞纳金和罚息等不利因素。(张勤峰)