

# 季节性因素施压 流动性宽松受限

□本报记者 葛春晖

本周一,银行间货币市场继续呈现“短紧长松”的结构性特征,各期限资金利率波动均不大。市场人士表示,本周短期资金面有望在存准退款之后有所改善,但在财政存款季节性增长的压制下,预计资金利率下行幅度有限,而从7月下旬开始,资金利率或再次面临上涨压力。

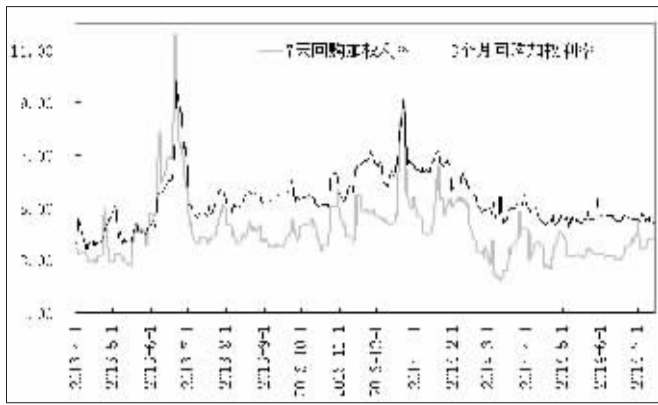
## 存准退款Vs财政缴款

上周,在月初缴准、大行分红以及可转债和A股IPO打新、利率产品大规模供应等多重因素压制下,加之机构预期受到5月份央行外汇占款几乎零增长的打压,银行间市场资金面呈现持续偏紧局面。期间,整体流动性状况呈现明显的“短紧长松”格局,即中短期资金价格上行明显,长期资金价格总体稳定。

本周二(7月15日),银行间市场将再次迎来存准准备金清缴日。这一次,伴随年中时点过后存款重新流失,商业银行有望迎来资金净退还,从而有利于短期资金面好转。不过,从本周一(14日)货币市场资金利率走势看,结构性紧张的局面依旧未见明显改观,除隔夜品种外,多数中短期资金价格延续上行态势。

数据显示,昨日银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率略降3BP至3.29%,7天回购加权平均利率微升不到1BP至3.78%;中等期限品种中,14天回购加权利率上涨9BP至4.35%,跨月月末的21天品种涨10BP至4.47%;1个月及以上期限品种中,1个月品种虽然涨24BP至4.37%,但绝对水平不高,与21天

银行间短期和长期限资金利率走势

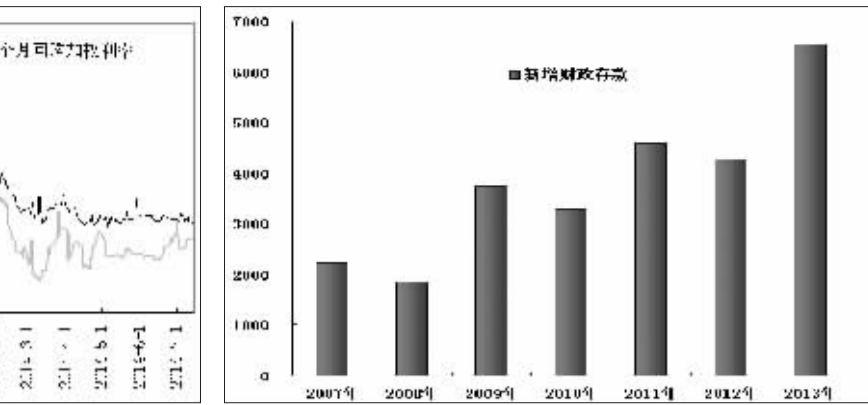


品种形成倒挂,其他长期资金价格涨跌互现、波动不大,利率水平均位于4.49%至4.95%之间,与短期品种的期限利差较前期明显收窄。

市场人士表示,存准退款仅对资金面起到缓和作用,在接下来的后半月,市场还将面临新股发行扰动、财政缴款季节性增长等因素的持续影响,从而抑制资金面的改善程度。广发银行分析师指出,根据历史数据,7月财政存款增量一般在3000亿元至6000亿元,近三年都在4000亿元以上,这一规模完全可能抵消退准影响,因此,对于7月中下旬的资金状况不可过于乐观。

事实上,月末到期的14天资金以及跨月的21天资金价格近日持续上行,就反映了财政存款因素对于机构融资行为的影响,预计随着时间推移,这一季节性因素对于7天和隔夜资金利率的抬升作用也将相继显现。广发银行分析师预计,本周退准

2007年以来每年7月份新增财政存款规模



后,7天回购利率将降至3.5%,但不会再低,而7月下旬开始回购利率将普遍上涨。

## 资金面或边际收紧

在今年以来陆续推出一系列定向宽松和结构性刺激政策之后,伴随经济基本面出现一定的企稳迹象,当前市场各方虽然对下一阶段货币政策和流动性仍保持“定向宽松延续、相对宽松不变”的总体判断,但对流动性能否进一步宽松的看法,则暂时趋于谨慎。

国泰君安证券最新报告指出,偏高的货币信贷数据很可能改变市场对货币政策宽松力度的预期,预计市场上“更宽松”货币政策预期将修正为“宽松”货币政策预期。该机构表示,尽管2014年半年末并未出现“钱荒”,但是7月份开始,资金利率也相应没有出现明显改善,考虑到三季度本身存在季节性资金收紧,央行货币政策由于经济数据、货币信贷

的改善而边际上调低“宽松”力度,三季度流动性状况相比二季度出现边际“收紧”的风险上升。

目前来看,由于短期谨慎心态占据市场主流,本周资金利率若想出现较明显的下行,除非央行公开市场操作给予更加积极的信号指引。东莞银行分析师表示,当前市场心理层面预期偏紧是确定的,除非央行能适时祭出逆回购工具,而随着正回购到期资金的枯竭和外汇占款增量下滑,未来逆回购工具祭出的概率在上升。不过,就本周而言,东莞银行认为,央行还不会立即祭出逆回购,而仍会适当回笼资金,以维持平滑向前的预期管理。

据Wind统计,本周公开市场到期资金共550亿元,其中周二有50亿元3年期央票和300亿元28天期正回购到期,周四有200亿元28天期正回购到期。广发银行预计,本周央行公开市场操作或实现300亿元资金投放,不排除周四再次暂停正回购。

# 宽货币宽信用或成下半年主基调

□安信证券固定收益部 袁志辉

宽松货币政策助推了上半年的债券大牛市,如今随着宏观经济释放出触底企稳的信号,收益率大幅下行后机构获利了结情绪加重,市场对后市的担忧情绪骤起。基本面可能将逐步取代资金面的主导地位,但经济弱复苏格局下,流动性状况对于债市投资获利模式仍有重要影响。

单一规则并不符合我国货币政策制定框架,从央行操作实践来看,“稳增长、控风险、调结构”依然是主要政策目标。

货币供应对于短期经济增长具有较好的促进作用,M2以及社会融资余额增速与工业增加值走势吻合,且领先3个月左右。理论上,剔除价格因素后的社会融资余额应当覆盖掉存量债务融资成本,而后才能用来创造产出。按照今年的增长目标,当社会融资余额增速低于17%时,经济增长将面临极大压力。自2013年四季度以来社会融资余额增速持续回落,今年4月份达到16.01%的历史低点,

5月份虽反弹至16.04%,相对于维持7.5%的GDP增速而言仍偏低。在短期基建投资无法有效对冲房地产投资下行背景下,宏观经济稳增长对宽松货币政策需求仍很迫切。

根据上市公司一季报,非金融企业ROIC(全投资回报率)已持续下行到5.65%附近,而一般贷款加权平均利率小幅上行至7.37%,且加权平均社会融资成本接近6.3%。投资回报率持续低于融资成本,必将推动债务规模像雪球一样越滚越大。明斯基从债务风险的防范不仅需要可融资的宽裕,还需要融资成本的降低。

一般认为,紧货币有利于去杠杆,其实恰恰相反。从全世界范围内的去杠杆经验来看,保持货币政策适度宽松、经济增长率高于债务成本,经济体才能潇洒地去杠杆。因此,在本轮猪周期偏弱,通胀压力可控的条件下,货币政策有条件

也有必要保持宽松。

央行宽松货币政策基调下,其具体实施工具及节奏仍面临较大约束:

首先,货币政策需精细化管理。2013年下半年,软预算约束的融资平台及利率不敏感房企对于资金的“黑洞”效应曾对流动性产生极大冲击。在经济结构转型大背景下,粗放式货币宽松难以有效影响市场主体投资行为。近期央行定向降准、再贷款等政策体现出央行结构化宽松的政策倾向,但是从释放基础货币规模上来看,预期定向宽松范围有望进一步扩大。

其次,流动性的供应端不稳定。随着贸易盈余的趋势性回落,外汇占款形成的基础货币萎缩,全年新增准备金约20000亿,因此若外汇占款增量不足20000亿,将形成基础货币供应的自然收缩。而根据人民币币值及出口恢复程度来看,下半年外汇占款单月突破1000亿难度较大,且近年来波动性增大。此外,再考虑到公开市场到期缩量、资金的季节性扰动,央行货币政策的对冲难度加大。

从经济复苏力度来看,预计央行下

半年仍将执行“总量稳定、结构宽松”的新常态货币政策,PSL(抵押补充贷款)有望逐步取代外汇占款成为基础货币投放方式,定向投放基础货币、扩大贷款规模将成为货币放松的政策工具。

考虑到货币供应主动权转移到央行手中,下半年资金供应量压力不大,且宽松货币存比等工具也将缓解季节性冲击。但是从需求层面来看,企业投资恢复带来投资储蓄缺口收窄将在边际上推升资金利率,且从央行货币政策走向来看,“宽货币、紧信用”将转向“宽货币、宽信用”,银行间市场流动性面临一定程度上的挤压,毕竟扣除掉风险、税收溢价后,贷款资产收益率已优于债券。此外,下半年IPO打新冻结资金对资金面将形成较大时点冲击。

综合以上分析,R007的波动中枢可能在接近3.5%的偏低水平,但是宽松程度较上半年有所降低。从目前债券息差保护空间来看,流动性环境仍支持投资组合中性杠杆水平。(本文仅代表作者个人观点)

下半年定向政策延续的可能性在增大。

## 海通证券：货币政策陷入两难

流动性短期收紧的主要原因在于6月货币超增,若金融机构新增存款超过3万亿,一方面意味着6000亿以上的准备金上缴,导致6月起超额率降至1.5%低位,另一方面也意味着M2或达到14.5%以上,大幅超过13%的目标。6月货币超增而经济依旧弱势,加之房价仍在下跌,意味着当前货币或再度出现空转,未来政策陷入两难,短期或难更宽松。货币利率短期或维持在3.5%至4%高位。(葛春晖 整理)

场操作和市场情绪使得三季度资金面可能环比二季度有所收紧。整体来看,7天回购利率均值可能在3.2%—3.5%的水平。

## 平安证券：定向宽松将继续

央行二季度例会召开,暗示定向宽松将继续。央行二季度例会与一季度的差异主要传达出三个信息:一是经济金融结构出现积极变化,是指宏观经济数据的好转和金融系统稳定性的增强;二是主要经济体货币政策分化,是指美国量宽退出及加息预期不断加强,而欧元区货币政策仍在放松;三是灵活运用多种货币政策工具,既是对上半年定向宽松政策的肯定,又表明

# 代发地方债中标利率略高于预期

□本报记者 王辉

财政部14日代理招标发行了今年第六期、第七期地方政府债券。由于当前市场情绪谨慎且本周供给偏多,两期地方债中标利率均略高于预期,与同期限国债的利差有所扩大。

本次招标的第六期和第七期地方债分

别为3年期、5年期国债。市场人士透露,此次3年期债券中标利率为4.15%,5年期债券中标利率为4.28%,投标倍数分别为1.41倍和1.44倍。据中债收益率曲线显示,11日银行间市场3年期和5年期国债收益率分别为3.86%、3.96%。据此计算,本次招标的3年期、5年期地方债与国债的点差分别为29bp和32bp。此前,财政部最近一次代发地方债是

在6月27日,同样分为3年期和5年期两品种,当时与同期限国债点差分别为27bp和28bp。分析人士表示,本次两期地方债中标利率略高于预期,与同期限国债的利差也有小幅扩大,显示利率债一级市场热度在下降,主流机构配置步伐在放缓。进一步的统计数据显示,本周利率债供给将超过1100亿元,为近阶段峰值,对一级市场的影响也不小。

# 长端农发债招标表现偏弱

□本报记者 王辉

据市场人士透露,本次1年、3年、5年和7年期农发债中标收益率分别为4.2364%、4.72%、4.95%和5.1572%,投标倍数分别为3.64倍、3.17倍、3.56倍和4.43倍。如果加上手续费返还,5年和7年期中标收益率要略高于3年、5年、7年和11年期国债品种,招标结果显示,尽管各期债券认购倍数不低,但长端品种定价仍略高于预期。

级市场谨慎氛围难消,本次农发行新债长端表现相对偏弱,短端则属于中性水平。此外,农发行14日公告称,该行将于7月17日招标发行四期金融债,分别为今年第23期金融债的增发债,以及新发行的第40期、第41期和第42期金融债。各期债券均为固定利率,期限分别为10年、3年、5年和7年,各期债券发行上限均为50亿元。

## 交易所债弱勢震荡

□本报记者 张勤峰

重磅经济数据披露在即,周一交易所信用债市场延续弱势震荡,整体收益率有小幅上行。市场人士指出,在风险偏好提升与信用环境尚无明显改善的背景下,交易所中低评级债券机会与风险并存,投资重在精选个券。

具体看,交易所企业债成交收益率稳中略升。活跃个券中,城投类品种如债项评级AA的12阜城投基本持稳于8.15%,11丹东债上涨1.41bp,10楚雄债涨3.65bp;产业类品种如AA+的10凯迪债收益率微涨0.50bp,AA级12春和债小涨1.88bp。公司债成交收益率以小幅

上行为主。高收益品种中,AA-级的12三维债上涨3.42bp,12毅昌01涨3.59bp;其他活跃个券如AA级09银基债上涨3.69bp,地产公司债如AA+级09富力债跌2.43bp。

7月以来信用债整体表现出相对较强的防御性,中金公司最新报告认为,这主要得益于近期市场风险偏好提升的态势仍在持续,而且信用债供需关系也相对良好。该报告指出,由于低评级产业债信用利差仍较高,在风险偏好提升过程中出现交易性机会的可能性比高等级更大。不过仍然要警惕局部信用事件和监管政策收紧导致估值波动,对交易所高收益债的参与仍需注意控制久期和仓位,并精选个券。

## 转债市场随正股走强

□本报记者 王辉

14日,沪深股市双双放量收涨,交易所可转债市场跟随走强,转债个券出现大面积普涨。

具体看,以全价计算,周一两市有交易的29只转债品种中有24只上涨、5只下跌,呈现出普涨格局。其中涨幅居前的齐翔转债、泰尔转债、徐工转债分别上涨2.68%、2.40%和2.22%,跌幅居前的东华转债、中行转债、

博汇转债则分别小幅下跌0.81%、0.13%和0.05%。

对于后期可转债市场的表现和投资策略,兴业证券最新观点认为,当前股市反弹可能难成趋势,建议投资者边看边做,波段操作要兼顾安全边际、流动性和股票弹性。整体来看,大盘转债博弈反弹价值下降,更适合防御,中盘转债可以继续博弈,小盘转债则需注重业绩的确定性。

## 两银行今发同业存单

□本报记者 张勤峰

中信银行、南京银行14日分别发布公告称,各定于7月15日发行一期同业存单,计划发行量为10亿元。

中信银行将发行的是该行今年第14期同业存单,期限3个月,采用报价发行方式,发行价格为98.8587元,息票类型为 零息,参考收益率为4.5803%。经大公国际评定,中信银行主体评级等级为AAA。南京银行发行的是该行今年

第4期同业存单,期限9个月,采用招标发行方式,息票类型为 零息,招标区间为96.4521元—96.5920元。经中诚信国际评定,南京银行主体评级等级为AA+。

据Wind截至7月14日的统计,今年以来银行间市场累计发行同业存单108只、1511.2亿元,其中6月份累计发行481亿元,创下同业存单面世以来的最大单月发行量;截至7月4日,市场上的同业存单存量为100只、1351.9亿元。

## 两券商17日招标短融券

□本报记者 张勤峰

方正证券、中银国际证券14日相继发布公告称,各定于7月17日招标发行一期短期融资券。其中,方正证券2014年度第四期短融券发行额15亿元、期限90天,中银国际证券2014年第三期短融券发行额15亿元、期限91天。

上述两期短融券将通过招标发行的发行方式在全国银行间债券市场公开发行,采取固定

利率,发行利率通过招标系统招标决定,采用单利按年计息,不计复利。日程安排上,两期短融券招标日均为7月15日,分销日、缴款日、起息日、债权登记日均为7月16日,7月17日起上市流通,到期一次性还本付息。

两期短融券均不设担保。经联合资信综合评定,方正证券、中银国际证券的主体信用评级为AAA级,上述短融券的债项评级为A-1级,评级展望为稳定。

## 鹏元调升眉山建设主体评级

□本报记者 张勤峰

鹏元日前发布了对眉山市宏达建设投资有限公司主体及相关债项跟踪评级。

鹏元指出,跟踪期间,眉山市的经济总量和财政收入均有所提高,为公司提供了良好的外部运营环境。但是,财政收入对上级补助收入和政府性基金收入的依赖较大,且政府性基金收入受土地一级开发市场和房地产市场的影响,存在波动风险。业务方面,公司土地出让及收入规模有所提高。资产置换后,土地账面价值有所提升,可供出让土地资源较丰富,收入来源有一定保障。同时,政府

也给予了公司持续的支持。另外,担保方眉山发展经营情况基本稳定,其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,能够继续加强本期债券的偿付保障程度。值得注意的是,公司在建项目投资规模较大,面临一定的资金压力;相关项目未与政府签订回购协议,未来资金的回笼方式及时间存在较大的不确定性。另外,公司资产流动性较差,主营业务的现金获取能力偏低,负债总额大幅提高,未来偿付压力将逐步显现。

基于以上情况,鹏元将公司主体长期信用等级由AA-上调为AA,评级展望为稳定。

金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年7月14日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.11%,较修正后的上期数据上行2BP。数据来源:金牛理财网

## 人民币即期价连续三日收跌

□本报记者 王辉

14日,人民币对美元即期汇价连续第三个交易日走跌,对美元汇率中间价同日也小幅走弱。

14日人民币对美元汇率中间价为6.1485,较上周五的6.1469下调16基点,为连续第二个交易日回调。即期市场交易方面,当天人民币对美元即期汇价微幅高开3基点报6.2034,随后呈现震荡盘跌走势。截至收盘,该即期汇价报6.2059,较前一交易日跌22基点或0.04%,为连续第三个交易日下跌。

分析人士表示,近期人民币汇率中间价再度呈现出走强势头,但即期汇价在6.20一线仍有较大技术性阻力,市场方向仍不够明朗。不过考虑到本月中下旬企业结汇力度可能有所转强,人民币即期汇价在经过前期充分震荡之后,后期仍可能因偏好的经济基本面因素,取得对6.20整数关口的有效突破。