

经济数据走软 信用供给收敛 短期扰动增多 多重压力考验货币政策定力

□本报记者 张勤峰

面对惨淡的经济数据和短期偏紧的资金面，央行公开市场操作依旧淡定。央行周二开展150亿元14天正回购操作，单日小幅净投放30亿元，从中仍看不出明显的放松信号。分析人士指出，短期看，经济数据走软、信用供给收敛、资金面扰动因素增多，共同考验货币政策定力，即便当局继续搁置全面降准、降息等选项，加大定向宽松力度的必要性也在上升。为避免季末流动性剧烈波动，补齐到期资金和外汇资金的不足，逆回购可能重回政策视野，而要保障社会融资适度增长，定向降准有可能继续得到使用。

央行公开市场操作保持中性

周二上午，央行开展了14天正回购操作，中标利率持稳于3.70%，交易量为150亿元，当日实现30亿元资金净投放。Wind数据显示，本周（9月13日至19日）公开市场有330亿元到期资金，比前一周多出130亿元，其中周二、周四分别到期180亿元和150亿元正回购。

交易员表示，虽然周二公开市场实现小幅净投放，但结合短期略显紧张的流动性状况来看，尚看不出明显的政策放松信号。

周二银行间市场上，由于央行公开市场操作无明显调整，资金面继续呈现连日来稳中偏紧的态势。质押式回购利率早盘“惯性”低开，但盘中加权利率震荡上行，隔夜回购全天加权平均利率微涨1bp至2.85%，7天回购涨5bp至3.33%，跨月末和国庆节的21天品种大涨26bp



至4.31%，1个月品种涨11bp至4.24%。据资金交易员反映，隔夜资金供给紧平衡，7天及更长期限的资金则较为紧张，特别是21天等跨季末跨国庆长假的品种，显示当前市场机构对季末流动性状况不无担忧。

季末资金面压力重重

进入9月下旬，银行体系流动性将面临较大考验。

近年来，银行为应对考核，在月末、季末突击揽储，造成流动性季节性波动已成常态。银监会日前发布了《关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》，希望通过约束银行月末和季末冲存款的行为，降低利率水平波动。但有机构认为，此类举措能否起到明显效果有待商榷，毕竟银行冲存款的内生动力仍在，而银行冲存款的手段多种

多样、防不胜防。中金公司认为，9月末可能仍是银行冲存款的关键时点。

面对季末扰动及国庆长假的备付压力，近期银行机构在进行短期流动性管理时已经比较谨慎，体现为资金市场供给方主要为几家政策行，大行及股份行供给意愿在减弱，而新一批新股发行的消息无疑加剧了市场担忧。证监会周一发新一批IPO批文，其中10家新股网上网下申购时间集中在下周三、周四，适逢节前应对考核和节日备付的关键时期，“打新”造成的银行体系流动性分布不均，恐将进一步放大季末、长假因素对流动性的冲击。

与此同时，可以预见的来自外汇占款、公开市场到期资金等途径的资金投放将非常有限。央行数据显示，8月份金融机构外汇占款再度负增长311亿元，央行口径外汇占款虽略有增长，但也只有

寥寥数十亿元。Wind最新数据显示，本周及下周公开市场到期资金量分别为330亿元和250亿元。

总体看，未来一段时间，银行体系流动性“进项”少、“漏出”多，逐渐收紧的趋势难免，且可能因为新股发行导致资金收紧时点提前、紧张程度放大。

定向刺激可能性上升

8月份金融和经济数据出炉后，市场对货币政策继续放松的预期明显增强，但与此同时，政策面表现却相当淡定，从近期公开市场操作中也看不出有明显的放松信号。短期内，糟糕的数据与淡定的政策信号并存，让市场对货币政策后续动作产生较大分歧。

国信证券等机构认为，政策面保持定力的底气可能来源于当前相对乐观的就业形势。就业水平充当着经济增速下行的底线约束，只有当就业开始出现困难时，政策面才会考虑重回全面宽松的老路，而只要就业相对稳定，政策面仍会倾向于定向发力、精准调控。

不过，展望9月末，短期流动性收紧压力，与7、8月份宏观指标预警的经济下行及信用供给收缩风险一道，仍共同考验着货币政策的“定力”。中金公司表示，预计政府采用大幅刺激的可能性仍不高，但政府增加定向刺激的可能性在上升，重启逆回购以及再度定向降准未来一段时间有可能使用。该机构指出，9月资金面压力较大，顺势重启逆回购并小幅下调逆回购利率可能是在当下较佳的政策选择，既释放了一些宽松信号，又不是强烈的刺激。

货币政策重心从M2管理转向利率调控

□南华期货 徐玥

从经济发展的角度看，中国经济正在经历从粗放型向集约型转变的过程，宏观经济分析的框架也随之从量向质转变。那么，对货币政策框架、央行行为的分析，也需要在“恰当”的时候从M2控制转向对利率调整的分析。

纵观美国经济历史，M2曾经是重要的货币中介目标，但随着M2与GDP增速逐渐脱节，1982年美联储宣布不再强调货币中介目标，转而重视利率目标。1993

年，美联储彻底废除了货币中介目标。我们测算了历史上美国M1、M2和M3与GDP的相关性，发现1960年后M1与GDP增速的相关性减弱，1990年后M2与GDP增速也不再正相关，反而是M3开始与GDP相关。

中国的货币增速M1、M2曾与经济走势密切相关，因而也曾是重要的中介目标。但随着金融脱媒、表外业务开展，我国在2012年以后出现了M2与工业增速相关性的不稳定。在货币数量与经济关系逐渐脱离的同时，贷款利率在2012年

后与经济名义增速逐渐接轨，反映了利率对经济增长的影响正在显著上升。

与美国的历史经验类似，当货币供给与经济脱节，而利率开始接轨经济时，简单的改变货币供应将无法对经济起到调节作用，因此必然要求央行货币政策调控框架从数量目标逐步转向利率目标。

今年以来，利率降低的意义显得更为重大。央行一系列行为反映了其在这些方面的决心。在经历了2013年钱荒后，央行2013年年底推出SLF并给出了利率上限的倍数，指出当隔夜、7天、14天回购利

率高于5%、7%、8%时，金融机构可以向央行融资。今年以来R007基本处于5%以下，说明央行关于利率上限的背书有效降低了市场利率中枢。2014年7月31日，央行重启14天正回购并将利率下调10bp至3.7%，标志着央行正式着手通过回购利率影响短端利率的下行。

鉴于利率对政策面的指引意义提升，对政策面的解读，也需要逐步从超储率、净投放/回笼，转向正回购利率、贷款基准利率和信贷资产利率等利率的变动。

■交易员札记

资金面紧平衡 收益率止跌回升

□中银国际证券 斯竹

周二，由于下周将启动第四批新股发行，流动性预期偏紧，机构观望心态较重，导致一级招标利率走高。早盘国开行招标发行的四期固息新债中标利率/收益率均高于预期。

资金面继续维持紧平衡态势，早盘短期资金品种紧俏，午盘后隔夜、7天品种供给转为充裕，隔夜回购加权利率基本持平，7天品种上涨5bp，跨节品种成交增量，利率有所上行，长期限品种供给较少。

二级现券市场上，早盘关键期限政策性金融债收益率小幅走高，部分机构获利回吐压力较大。国债方面，7年期成交在4.19%附近，10年期成交在4.26%；政策性金融债方面，受一级招标带动，3-10年期品种表现活跃，3年期国开债成交在4.65%附近，非国开债成交在4.76%，5年期国开债成交在4.76%，非国开债成交在4.90%，7年期国开债成交在4.88%附近，后下行至4.84%，10年期国开债从4.86%成交至4.95%。

信用债方面，短融成交集中在高等级券种，整体收益率走高。半年期成交在4.85%附近，接近1年的14苏城建CP001成交在5.15%。1年期14津城建CP002成交在5.085%；中票交投一般，收益率变动不大，中高等级券种较受关注。接近3年的14浦路桥MTN001成交在5.70%，5年期14神华MTN002成交在5.15%；企业债交投热情有所降温，7年附近中等资质券种及铁道债较受关注，如14铁道04成交在5.15%，14银开发债成交在7.92%。

央行昨日继续开展公开市场正回购操作，政策面无放松迹象。10家公司宣布启动新股发行，网上和网下申购时间均集中在下周，季末资金面进一步承压。鉴于当前机构心态偏谨慎，短券承压，长债收益率下行空间有限，债市收益率或小幅走高。

流动性为王 债市慢牛暗含波折

□广州证券固定收益部副总监 孙路

当前中国正面临传统产业的软着陆、深化市场经济改革以及新旧经济模式交替碰撞等问题和变革，这并不是“经济增长下台阶”能简单解释和概括的。通过分析中国经济“新常态”，以流动性为索引研判债券市场，我们认为债市慢牛基础尚在。

经济“新常态”下

流动性上升为债市核心变量

基于过去的投资经验，债市的判断主要是基于经济周期、通货膨胀、债市供求。尤其债券行情与经济周期和通货膨胀的负相关属性，是以美林投资时钟为代表的大类资产配置的主要逻辑之一。虽然长期来看这种逻辑基础未变，但中短期来看流动性已逐渐上升为核心变量，原因如下：

第一，中国经济“新常态”导致周期性弱化。由于新兴产业仍未成型而传统产能严重过剩，本应通过补库存、设备更新等效应带动产能周期和库存周期进入良性循环的动力不足。换句话说，有效的内生性需求不足或已成为中短期的常态，经济周期性弱化。

第二，通货膨胀的货币属性将增强。过去中国由于外汇占款派生基础货币而一直处于货币超发，但并没有出现恶性通胀，其重要原因是超发货币被房

地产的繁荣所吸收。随着这一因素的消退，流动性对通货膨胀的影响力将逐步上升。

第三，货币政策而不是财政政策有望主导宏观调控。一方面，随着投资拉动经济作用的弱化，财政政策短期作为宏观调控的力度或有限。另一方面，货币政策的“余地”较大尚有定向调控空间，且具有更灵活、更量化、政策成本更低的优势。

第四，市场情绪对流动性敏感度显著提升。2013年的钱荒已令债市对“央妈”敬畏有加，2014年二季度以来的牛市行情逻辑亦主要是“定向降准”带来的流动性乐观预期。尤其是以票息策略为主的配置盘，对流动性的敏感度显著提升。

降息周期已启动
进一步放松意愿不强

2014年上半年中国经济增长7.4%，未达7.5%的全年目标，下半年尤其是四季度存在“保增长”压力。由于房地产景气不断下行，而财政政策力度有限，即使考虑加大铁路建设和棚户区改造等因素，基建等投资对房地产投资的对冲效果也将不断减弱，需要货币政策的有力支撑。基于此，央行于4月和6月两次定向降准，7月通过PSL释放近万亿基础货币，主动降低公开市场操作利率引导短端利率下行，并于近期提出“降低社会融资成本”。这种数量和价格型货币政策工具运用，实质上

可视作降准、降息周期的起点。

CPI近期无忧是货币政策敢于宽松的大前提，是债市维持高景气的定海神针。降准降息一旦启动，至少在短期不太可能逆转，因此，债市的牛市基础尚在，资金市场利率有望维持低位，有利于息差策略。

不过，今年4月启动定向降准后，上半年货币政策直接拉动了以GDP、PMI为代表的经济指标，但二季度货币政策执行报告提到M2“已明显高于全年13%的预期目标”后，在央行加大窗口指导力度的背景下，7月M2同比回落至13.5%，8月M2进一步回落至12.8%。在此影响下，8月PMI应声回落，经济再度显露疲态。

这一方面证明货币政策进一步放松的意愿其实不强，另一方面证明经济数据对流动性和货币政策非常敏感。7月份，债市在经济回升和货币政策收缩预期下经历一波调整，标杆利率上行近30bp。这种逆周期博弈或将贯穿2014年下半年甚至更长的时间，债市的波动可能加剧，给交易盘带来波段操作机会。

值得关注的是，本轮牛市中信用利差快速缩小，且主体评级越低，回落幅度越大。“台风来了，猪都会飞”。在违约风险不大的时候，我国信用风险主要表现为流动性风险，因此在流动性主导的牛市中低评级品种尤其受到青睐；然而，由于违约风险逐渐暴露，目前处于低位的信用利差则非常脆弱，拉大修正的空间较大。

人民币兑美元即期汇率连跌四日

□本报记者 王辉

9月中旬以来，在中间价整体表现稳定的背景下，受8月中国宏观经济和外汇占款数据走软的影响，人民币兑美元即期汇率持续走贬。截至16日，该即期汇率已录得连续第四个交易日下跌。

据中国外汇交易中心公布，9月16日人民币兑美元汇率中间价为6.1462，较上一交易日小幅下调10个基点，连续第五个交易日盘整在6.1450附近。而当日即期外

汇市场上，人民币兑美元即期汇率早盘大幅低开81个基点于6.1501，盘中最低跌至6.1572，刷新8月22日以来新低，尾市收报6.1462，较15日下跌42个基点或0.07%，为9月11日以来连续第四个交易日下跌。与此同时，人民币兑美元即期汇价也于昨日重新回到了弱于同日中间价的状态。

分析人士表示，8月中国宏观经济数据和外汇占款数据的“灰暗表现”，在很大程度上引发了人民币汇率的弱势表现。本周央行公布的8月金融机构外汇占款环比减

一级市场心态依旧偏弱 国开行四新债中标利率高于预期

国家开发银行9月16日对该行2014年第20期、21期和22期金融债进行了最新一次增发招标，同时新发行了今年第24期债券。在当前利率债一级市场心态依旧偏弱的背景下，四期新债中标利率（收益率）均略高于市场预期。

分析人士表示，由于新一批11只新股申购启动在即，叠加商业银行季末考核和最新推出的存款偏离度监管指标，市场资金面情绪有所收紧，16日银行间21天、1个月等部分中等期限的资金价格出现一定上涨。此外，尽管8月宏观经济数据表现疲弱，但货币政策层面未见宽松迹象，进一步约束了一级市场的配置心态。（王辉）

A股放量下挫 可转债全线收跌

9月16日，沪深股市自高位放量下挫，交易所可转债市场随之整体大跌。当日中证转债指数录得近一年多最大单日跌幅，两市个券无一上涨。

中证转债指数早盘一度跟随A股强势冲高至305.45点，随即转入逐波下探，最终收报301.05点，较前一交易日大跌3.98点或1.30%，创下2013年6月24日以来的最大单日跌幅。转债市场全天成交33.6亿元，仍处于9月以来较大的量能水平。

个券表现方面，沪深两市

28只正常交易的转债全线下跌。其中，跌幅居前的泰尔转债、重工转债和华天转债分别大跌4.46%、4.45%和3.70%，跌幅最小的燕京转债小幅走低0.09%。

海通证券本周初指出，8月经济金融数据大幅低于预期，虽然低通胀环境支持政府宽松政策的加码，但工业增速的急速下滑也使得市场风险偏好面临下降压力，在此背景下，建议投资者整体仍应以安全为上、逐步兑现转债收益，后期可等待回调机会。（王辉）

流动性趋紧 同业存单发行降温

进入9月下旬，货币市场紧张情绪逐渐抬升，同业存单市场受到牵连。9月16日，同业存单发行再现流标，最新披露发行公告的银行也由15日的17家骤降至4家。

相关公告显示，民生银行、西安银行将于9月17日各自发行5亿元、12.5亿元同业存单，期限分别为9个月、6个月；顺德农商行、余姚农村合作银行将于9月18日各自发行10亿元、3亿元同业存单，期限分别为6个月、3个月。

另外，相关发行情况公告显示，北京银行原计划于16日发

行10亿元同业存单，实际发行量为5.5亿元，未能足额发行。

分析人士指出，虽然8月宏观经济数据不佳，金融和外汇存款数据走弱，但昨日央行公开市场操作仍未透露进一步放松信号，叠加商业银行季末考核、国庆长假临近以及IPO新股发行紧锣密鼓等因素，机构对于月末货币市场流动性预期趋于谨慎。在此背景下，上半月爆发式增长的同业存单发行势头或面临降温，但考虑到中小银行吸储需求较强，同业存单发行市场亦不会就此陷入停滞。（葛春晖）

3.14亿元九银信贷ABS下周发行

公告显示，发起机构为吉林九台农村商业银行股份有限公司的“九银2014年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券(ABS)”将于9月23日招标发行，主承销商为第一创业摩根大通证券有限责任公司，发行人为中信信托有限责任公司。

本期信贷资产支持证券发行规模为3.1375亿元，包括优先A档、优先B档和次级档各2.04亿元、0.47亿元、0.6275亿元。

其中，优先档为固定利率，次级档无票面利率，除发起机构持有部分外，优先档的全部2.51亿元、次级档的0.4706亿元

元以公开招标方式发行，优先档为单一利率招标，次级档为数量招标。时间安排上，招标日为9月23日，分销日、缴款截至日为24日，信托设立日、起息日为25日。中债资信、联合资信给予本期优先A档的评级为AA+、AAA，给予优先B档的评级为BBB+、A-，次级档无评级