

净回笼未改回购利率跌势 偏松政策定调 资金面难掀大浪

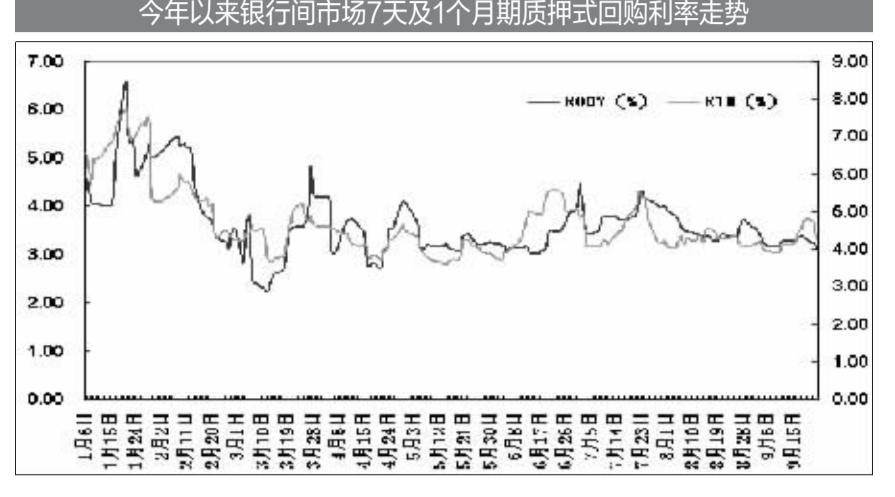
本报记者 王辉

央行周二例行公开市场操作实现30亿元的资金净回笼，但近期政策面宽松动作不断，银行间市场资金面依旧宽松，主要期限回购利率继续下行。分析人士指出，当前货币政策适度宽松的倾向明确，尽管各种时点性、季节性因素的叠加影响可能造成资金面的短时波动，但难见剧烈收缩。央行公开市场操作亦将保持灵活微调的特征，总体上看，季末资金面总体无虞。

市场反应平淡

央行周二在公开市场进行了180亿元的14天期正回购操作，资金回笼量略高于当日150亿元的到期量，中标利率则在上周四下行20基点后企稳，持平于3.50%。当日央行公开市场操作实现30亿元的净回笼。

尽管如此，周二银行间市场资金面依旧宽松，1个月以内的各期限回购利率全线走低。Wind数据显示，23日银行间隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的



场对未来的流动性预期普遍较为乐观。

光大证券最新观点指出，正回购利率的下调将直接传导至银行间回购利率，进而带动货币基金收益率和银行理财产品利率向下靠拢，引发短端市场利率的回落。从压低社会融资成本的角度来看，继7月之后的年内第二次正回购利率下调，表明央行货币政策正出现放松的倾向性。

申银万国证券报告也指出，考虑到利率短端需要进一步下行以打开长端下行的空间，后期央行可能还会加大银行间宽松的力度，从而引导短端资金利率中枢继续下行。在上周下调正回购利率之后，后期央行在某些时点，仍然存在暂停逆回购或重启逆回购的可能性。

华融证券等机构则认为，虽然未来货币政策的调整方向仍将以结构性为主，全面宽松的可能性有所降低，但后期央行希望通过降低短端利率中枢的方式，来引导中长端利率下行的调控思路将愈发明显。考虑到SLF的主动性高且期限较短，方便央行根据实际情况进行精确调控，后期相关创新型政策工具可能还会继续得到重用。

收益率中期下行过程注定曲折

□中债信用增进公司 赵巍华

近一两周，货币政策出现新的宽松举措，先是传闻央行对五大行实施5000亿元为期三个月的SLF操作，后是18日央行公开市场操作将14天正回购利率下调20bp至3.5%。8月份偏空的经济数据已提振债市做多情绪，上述货币政策新举措进一步推动债券收益率全线大幅下行。目前，10年期国债、国开债收益率已双双创至年内低位。

上述政策新举措均有一定的边际降息作用。据传5000亿元3月期SLF利率较低，不仅低于线上银行间市场3月期回购和拆借的利率，也低于线下同期限银行同业存款购入利率和理财融资利率，对银行负债成本有边际降息的作用。正回购利率下调虽然对银行负债成本的直接影响较小，但信号作用更为显著。随着银行表内外负债日益多元化、表内定期和活期存款占比持续下降，央行降息的内涵和外延也

日益多元化。全面调降存款基准利率固然是现阶段最有力的降息举措，但中央银行调低给予商业银行的资金利率也有一定的降息效果。

从长期看，中央银行资金利率对商业银行的负债成本将产生越来越重要的影响。之前外汇占款主导的基础货币发行机制已走向衰落，新增外汇占款持续低迷，对基础货币供给起到自动的收紧作用。未来基础货币的供给将主要依赖央行在资产端通过公开市场操作、SLF、再贷款等操作向商业银行提供人民币资金。央行通过上述渠道提供的资金将是商业银行越来越重要的直接或间接负债来源，央行调节这些资金的利率也将对商业银行负债成本有更大影响。因此，从长远看，应更加重视中央银行资金规模和利率水平变动对商业银行负债规模和成本的影响。

上述操作在一定程度上属于对冲型货币宽松举措，中长期政策继续宽松的方向较

为明确，但短期内是否持续加码有待观察。从数量操作的角度看，5000亿元SLF接近一次全面降准效果，为资金市场提供了不少流动性。不过，9月末新股密集发行导致的资金冻结、银行季末存款考核、国庆长假现金需求增加等因素叠加将对资金面构成一定的冲击，上述操作在短期内主要起着对冲的效果。本次SLF到期日大致与年底财政存款集中释放的时期重叠。如果到期不续做，则本次操作更多起到跨季的资金调节作用。随着央行减少对外汇市场的日常干预和新增外汇占款减少，为保障货币供给的正常增长，央行或者需要通过各种渠道向市场提供资金，或者需要调降准备金以提高商业银行可用资金和货币乘数。因此，央行本次操作在很大程度上带有对冲新增外汇占款下降的效果。当然哪怕是冲对冲，也对债市构成利好。只是如果没有进一步的政策加码，则债券收益率短期下行空间受限。

当前应充分重视“新常态”对货币政

策操作的影响。虽然7、8月份以来经济景气度持续下行，但央行仍采取调降中央银行端资金利率等非常规举措，而不选择常规的全面降准降息。虽然两类措施的实际效果有相似之处，但如此选择还是发出了很明显的政策反应机制改革更长的信号。具体来说，即宏观当局对经济波动的政策反应机制将与2002—2012年的“旧常态”有明显不同，不会因为某些经济数据的短期变化或者短期经济波动来“随风起舞”，不会将短期的GDP增长目标作为牢不可破的底线，会更重视改革和结构调整，会更重视政策的定力从而给市场主体相对稳定的长期预期。从长期看，中国经济的中期下行风险尚存，经济增速换挡仍将持续，这对债券市场构成中期利好。但受“新常态”对货币政策的影响，无论对冲性宽松政策还是加码性宽松政策，其出台的节奏和方式都会与过去十年有很大不同。虽然债券收益率中期下行较为确定，但过程注定曲折，要有耐心，不宜操之过急。

有必要适度降准

□安信证券固定收益部 袁志辉

今年以来，央行货币政策创新层出不穷，从定向再贷款到定向降准、定向降息等等，虽然步子迈得小，但方向是明确的，即适度宽松。央行货币调控的框架和工具不断进行微调，货币政策操作更加精细化，但也不应忽视存款准备金这一重要的工具。

过去相当长一段时间，存款准备金在我国主要被用于冻结因持续的外汇流入而过度投放的基础货币。近年来，在金融危机后国际经济再平衡过程中，我国新增外汇占款出现趋势性地回落，存款准备金冻结过剩流动性的历史职能开始弱化。

今年以来，表征银行体系流动性水平的商业银行超储率持续走低，从年初的2.1%逐步降至6月份的1.7%左右，造成货

币供应及融资规模的连带下行。8月份，M2同比增速降至12.8%，社会融资余额增速跌至15.5%左右，资金供应、实体经济融资需求同步下滑，且市场利率高位盘桓。从融资规模、利率水平与实体经济增长的关系来看，当前的金融政策可能支撑7.2%的GDP增速都略显困难。

虽然去杠杆、去产能是改革的新常态，经济增长可容忍下限降低，但是保持金融稳定仍需要宽松的货币环境。借鉴国外去杠杆的经验，保持货币政策适度宽松、经济增长率高于债务成本，经济体才能避免债务危机和速度衰退。当前经济体债务负担较重，且投资回报率持续下降，需要相对充足的资金供应及偏低的利率水平，以规避“明斯基时刻”的到来。

当前商业银行负债成本难以下行，导

致降低实体经济融资成本困难重重。央行虽然对商业银行做了再贷款等资金补充，但是利率均在3.5%以上，而商业银行存放款在央行的巨量存款准备金只能拿到1.62%的低利率。存款准备金收缩了基础货币，同时也在变相加息（提高商业银行负债成本）。如果准备金率能适度下调，不仅可增加货币供应，而且有助于降低商业银行负债成本，最终降低实体经济融资成本，并提高其融资可得性。

当然形式上，全面降准容易被误解为改革的倒退，但其实货币政策任务在于服务实体经济，在维护金融稳定的背景下并不妨碍改革的推进，本质上，畸高的准备金率无需硬扛，全面降准或者是更温和的持续定向降准势在必行。（本文仅代表作者个人观点）

长持续低迷为货币宽松创造条件。

中金公司：政策放松压力会有所减少

央行下调正回购操作利率，理论上会小幅引导银行间质押回购利率下行。不过，在强美元背景下，外汇占款趋于减少，加上IPO的冲击和季末银行冲存款对资金波动的影响，实际上二级市场回购利率有多明显的下行仍有待观察。在SLF和下调正回购利率两大举措推出以后，央行已释放了宽松的信号。往四季度看，由于基数的原因，经济数据可能在8月份见底，通胀数据在9月份见底，未来一段时间来自基本面倒逼央行进一步宽松的压力会有所减少，我们仍认为年内使用降息和降准的概率不大。（张勤峰 整理）

光大证券：政策维稳资金面无忧

8月超预期下滑的经济数据带来较大的保增长压力。同时，经济结构失衡的矛盾经过近一年多的治理有所改善，目前房地产景气回落、“非标”萎缩，金融体系货币偏紧，正是经济结构平衡化的进展。以正回购利率下调为信号，货币政策开始由中性向保增长倾斜。临近“十一”国庆，资金开始从银行体系流出，叠加季末因素，资金面可能收紧，目前跨节、跨月的资金拆借利率上升已经提前反映了资金紧缩的预期，再加上下半年IPO冻结资金仍然较多，资金面面临多重因素的冲击，但因为有政策维稳，不必过于担忧。

第一创业证券：外汇占款低迷促货币宽松

综合多方面信息，8月央行口径外汇占款增长23亿元，金融机构全口径外汇占款减少311亿元，金融机构财政存款增加992亿元。非银部门持汇意愿上升致外汇占款增长放缓。6—8月外汇存款余额同比增速分别达到34.5%、43.4%、43.6%，印证了这一点。外汇占款增长缓慢乃至减少，使得基础货币投放的主要渠道堵塞，在央行其他方式投放基础货币的量较为有限的情况下，预计超额准备金率仍处于下降趋势。而两个口径外汇占款的相关性下降，显示央行对外汇市场的常态干预在减少。作为央行汇率改革的重要部分，这一趋势预计仍将延续。而外汇占款增

交易所市场“不差钱”

打新在即 资金面波动有限

本报记者 葛春晖

23日，即将开始的新股批量申购对交易所资金面略有扰动，资金利率盘中出现冲高走势，但主流隔夜回购利率尾市大幅跳水，显示资金面未改整体偏松状态。

昨日上交所质押式回购市场上，主流品种隔夜回购利率(GC001)盘中最高触及

5.80%，午后逐波下跌，尾市加速跳水，最终收于1.11%的低位。值得注意的是，当天7天期回购利率出现大幅飙升，GC007盘中最高触及12%，尾市仍收于9.04%的近期高点。

市场人士表示，昨日银行间市场资金面继续趋松，各期限资金利率全线续跌，交易所资金利率之所以略起波澜，主要是24日将有七只新股集中申购，不少投资者提

国开债中标利率全线低于预期

23日，国家开发银行就该行今年第20期、21期、22期、24期固息金融债券进行了增发招标，四期债券中标收益率均低于市场预期，其中，3年期债券需求好于中长期品种。

国开行上述四期债券期限依次为3年、7年、10年、5年，本次增发规模分别不超过30亿元、40亿元、40亿元、40亿元。据交易员透露，此次3年、5年、7年、10年期国开债的中标收益率分别为4.4382%、4.5388%、4.6529%、4.6762%；认购倍数分别为5.14倍、3.50倍、3.18倍和

3.60倍。

市场人士表示，昨日四期新债中标收益率均接近或低于此前机构给出的预测区间下限，究其原因，上周宽松政策出台后，市场乐观预期升温，收益率相对较高的政策性金融债受到配置机构的普遍认可。

另外，昨日3年期品种的中标利率低于预期较多，认购倍数也较高。对此，市场人士认为，除3年期品种招标数量相对较少之外，这或表明经过前几日的快速下行之后，市场对中长期收益率继续下行的空间变得谨慎。（葛春晖）

数据偏暖 人民币微涨

人民币汇率波动幅度亦非常有限。

最新公布数据显示，汇丰中国制造业采购经理人指数(PMI)9月初值小幅回升至50.5，这是该指数连续第四个月位于荣枯分水岭上方。

分析人士指出，经济先行指标向好，提升市场对经济增长前景的信心，不过，在8月数据超预期下滑后，经济能否实质性改善仍有待观察。同时，综合考虑稳定性偏高的贸易顺差对人民币汇率仍形成有力支撑，美元短期陷入盘整，十一长假前可能出现惯性购汇等因素，人民币短期内延续区间震荡的概率较大。（葛春晖）

正股反弹

23日，A股市场在前一日显著调整后小幅反弹，带动转债市场同步回升。中证转债指数在22日创下1.52%的近15个月单日最大跌幅后，反弹0.46%至300.51点，转债个券近九成上涨。

个券方面，昨日正常交易的26只转债中有23只上涨，剩余3只个券2跌1平。其中，久立转债、重工转债、泰尔转债分别上涨2.41%、1.84%、1.28%，分列涨幅榜前三位；仅有的两只下跌个券燕京转债、歌华转债跌幅分别

为0.45%、0.07%。截至昨日收盘，两市到期收益率在3%以上的个券仅剩3只，15只个券到期收益率为负，转债市场继续呈现较强的股性特征。

海通证券最新研究周报指出，一方面，9月以来经济下行风险未除，企稳迹象未明朗；另一方面，宽松货币或打开无风险利率继续下行的空间，综合来看，短期内转债在多种因素博弈下或仍以震荡为主，建议及时兑现前期的收益，在转债价格回调后再介入。（葛春晖）

联合资信调升北大荒集团主体评级

联合资信日前发布了对黑龙江北大荒农垦集团总公司(简称“北大荒集团”)的跟踪评级。

联合资信指出，跟踪期内，北大荒集团作为中国规模最大、现代化水平最高的商品粮生产基地和农业生产、贸易龙头企业之一，在农业生产规模、土地资源、机械化作业、专业化程度和农副产品加工贸易等方面具有明显的竞争优势。同时，联合资信也关注到原粮收购资金需求量大、社会负债重等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

联合资信认为，近年公司农产品产销规模大，土地承包费收入稳定增长，工业和商业的收入规模快速增长。随着国家产业政策支持的不断深化，农业银行债务减免的完成，农产品深加工、多种经营和延长产业链等方面不断完善，公司经营将有所好转，债务规模将有所降低，盈利能力将得到提升。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由AA+调整为AAA，评级展望为稳定。（张勤峰）

七只同业存单今日发行

公告显示，建设银行等5家银行将于9月24日在银行间市场发行共7只同业存单，计划发行量合计45亿元。

其中，建设银行、宁波银行、成都银行各将发行1只同业存单，期限分别为3个月、6个月、6个月，计划发行量分别为10亿元、5亿元、10亿元；浦发银行将发行3个月和6个月同业存单各一期，计划发行量均为5亿元；浙商银行将发

行6个月、1年期同业存单各一期，计划发行量各为5亿元。

由于临近季末，机构流动性管理相对谨慎，本周以来同业存单发行节奏有所放缓。但据统计，目前已披露2014年度同业存单发行计划的银行共计63家，累计发行额度约1.37万亿元。而截至9月23日，同业存单存量规模为3058.3亿元，未来还有相当大规模的潜在供给。（张勤峰）

多家企业调整中票发行计划

23日，多家企业在银行间市场发布了变更中期票据发行计划的公告。

从相关公告来看，多为企业原定于今年第二季度或第三季度进行的中票发行计划。如哈尔滨工业投资集团原定于今年第三季度发行6亿元中期票据，现决定变更至2015年第一季度发行。此外，天津市公共交通(控股)有限公司原定今年第二季度发行1.6亿元中期票据，现决定变更至今年第四季度发行。

市场人士指出，在短融、中票注册有效期内，企业可根据自身资金使用安排及市场变化对发行计划进行合理调整。此类情况多出现在季末，但由于相关债券尚未进入实质发行进程，变更计划与季末资金面并无必然联系。不过，月末、季末资金面波动确实对一级市场有较明显影响，近日也有个别企业在银行间市场发行短融遭遇认购不足的情况，显示季末流动性收紧对企业融资仍造成一定的负面影响。（张勤峰）

金牛银行理财综合收益指数走势

