

通缩风险增大Vs资产泡沫担忧

# 政策尺度纠结无碍资金面稳定

□本报记者 葛春晖

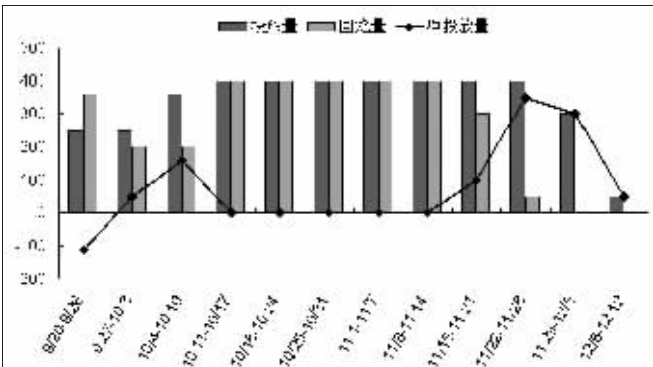
周四，众机构翘首企盼的央行逆回购依旧被束之高阁。尽管迟迟未见公开市场大规模“放水”，但货币市场流动性仍呈现总体宽松状态。分析人士指出，一方面，年底前市场流动性面临多重压力，需要央行给予适当扶助，通缩风险加大也提升了货币政策宽松的必要性和空间；但另一方面，近期市场关于金融泡沫的讨论引发关注，短期内货币当局在放松尺度以及货币政策工具的选择上可能面临纠结。但考虑到央行定向调控手段充足，年内资金面保持稳定不成问题。

**逆回购被雪藏 资金面较宽松**

周四，央行连续第五次全面暂停公开市场例行操作。据WIND统计，本周公开市场上有50亿元正回购到期，因此本周实现小幅净投放50亿元。市场曾经对本周央行重启逆回购抱有厚望。原因在于：一是，央行公开市场操作连续暂停之后，货币市场缺乏明确的价格指导；二是，从本周四开始到2016年上半年，如无其他操作，公开市场再无任何资金到期，逆回购成为通过公开市场投放流动性的首选；三是，进入12月中旬，银行体系面临的压力增多，需要央行给予适当扶助；四是，本周披露的11月份CPI同比增幅创五年新低且大幅低于市场预期，机构认为伴随通缩风险增大，货币政策放松的必要性和空间均显著提升。

然而，周四众机构翘首企盼的央行逆回购依旧被束之高阁。对此，有市场人士表示，央行逆回购期限一般比较短，主要用于平抑短期资金面波动，而周四货

央行公开市场资金投放和回笼情况(单位:亿元)



币市场短期流动性充裕，因此央行暂时缺乏重启逆回购的动力。

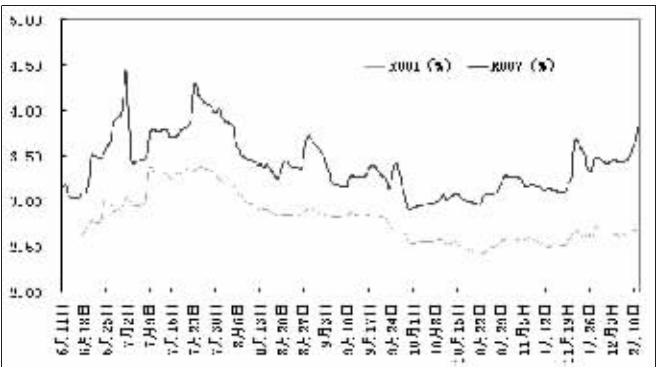
从货币市场表现看，周四银行间质押式回购市场上，隔夜资金供过于求，午后大量资金减点融出，回购加权平均利率全天下行近2BP至2.66%，显示短期资金面十分宽松。一位商业银行交易员称，“有一家基金竟融出了10亿隔夜！”

对于周四资金面的宽松表现，有市场人士认为，可能与央行日前通过大行定向注水传闻有关，另外，也不排除部分投资者在前期股市暴涨获利后重新买入货币债券基金。不过，市场人士同时指出，从下周开始资金面扰动因素增多，趋紧压力加大，届时仍需央行及时出手扶助。昨日银行间市场7天及以上资金利率仍显著上行，也反映出机构对于下半月的流动性预期较为谨慎。

**政策两难 央行或谨慎出手**

展望年内剩余时间，银行体系所面临流动性压力确实不小。首先，证监会最

短期货币市场利率走势



来，国债收益率反而超过了降息前的水平，同时，人民币加速贬值、股市大幅上涨，金融杠杆提高，在此情况下，央行货币政策可能陷入两难。

申银万国证券指出，若普惠型的货币宽松不能带来经济改善的预期，就更容易催生金融泡沫，因此虽然货币宽松方向仍然确定，但货币调控短期可能重回定向的轨道，央行可能通过MLF、SLF到期加大续作等方式来投放流动性，而暂时回避使用降准等信号意义较强的政策工具。

实际上，随着市场上关于金融泡沫的讨论增多，管理层对金融杠杆的监管继续进行，近期有不少机构开始认为，短期内货币当局在放松尺度以及货币政策工具的选择上可能面临纠结。而市场人士指出，考虑到SLO等定向流动性调控手段充足，年内资金面保持稳定不成问题，而如果没有全面降准等更大力度宽松措施出炉，资金利率仍可能面临一定幅度的上行压力。

与中间价背道而驰

# 人民币即期收盘价创四个月新低

□本报记者 葛春晖

11日，人民币兑美元汇率即期价与中间价再现背离走势，中间价再次刷新九个半月高点，即期价则创下逾四个月的收盘价新低。市场人士表示，中美货币政策方向性差异使得近期看跌人民币情绪升温，加之年末购汇需求通常较大，人民币市场价走低也在情理之中，但中间价坚挺将对人民币贬值幅度形成制约。

受隔夜美元继续回调影响，11日境内人民币兑美元汇率中间价上调42基点，报6.1153，创下今年2月21日以来的九个月新高，且为连续第五个交易日上调。当天即期外汇市场上，人民币兑美元早盘高开，全天大部分时间维持窄幅震荡，但尾市再度走贬，最终收报6.1886，较上日收盘价跌118基点或0.19%，创下今年7月26日以来的最低收盘价。

11月20日央行降息以来，人民币兑美元

即期汇率持续走软。多数市场观点认为，主要原因在于中美货币政策差异导致人民币贬值预期有所抬头。从海外无本金交割无期外汇(NDF)市场数据看，截至12月10日，一年期美元/人民币收于6.3060，反映投资者预期一年后人民币中间价将贬值3.05%，这一预期贬值幅度较降息前显著扩大。

另外，有交易员表示，年末客户付汇需求较大，本来就是购汇偏强的季节，加之年末机构流动性较差，价格波动幅度也就容易

扩大，因此昨日汇价下跌也在情理之中。

需要指出的是，在即期价持续走软的同时，人民币中间价频频上调，显示出当局有维护币值稳定的意图。有分析机构指出，在追求国际化目标的过程中，保持币值相对稳定是必要条件之一，同时，中间价坚挺也将有效抑制贬值预期过分升温，从而降低短期资本大量外流的风险，在此背景下，预计未来人民币汇率将呈现双向波动、宽幅震荡的运行格局。

# 人民币适度贬值未尝不可

□中债信用增进公司 赵巍华

对于人民币汇率中期走势，近期市场出现明显分歧，对升值或贬值的利弊也有不同看法。有一类观点认为中期人民币汇率应该并且能够维持相对坚挺，大致有以下几点理由：第一，人民币国际化和人民币成为重要的储备货币需要相对坚挺的汇率作为支撑。从海外经验来看，主要货币走向国际化的过程中都十分依赖汇率的坚挺。此外，由于资本是逐利的，因此坚挺的人民币有利于吸引资本流入、降低资本流出风险。第二，“一带一路”等资本输出计划需要坚挺的人民币汇率作为支撑。第三，相对坚挺的人民币有利于倒逼

实体经济部门提升生产效率，并分享原油等大宗商品暴跌带来的经济增长红利。

第四，一旦放任贬值，可能形成持续的人民币贬值预期，从而带来资本外流和贬值预期的正反馈式共振，得不偿失。如果人民币贬值太多，会对跨境债务敞口造成巨大负面影响；如果贬值太少，根本就没啥效果，何必贬值？

在持此类观点的人看来，由于中国拥有庞大的外汇储备，因此如果货币当局有意维持汇率坚挺是能够实现的。此外，我国经济低速导致的衰退式贸易顺差扩大虽不能构成人民币走强的有力支撑，但也阻遏了经常项目盈余继续恶化所推动的贬值预期。

不过，市场上也存在另一类观点，即中期人民币存在贬值压力，应释放正常的

贬值压力，并适时采取政策强力干预人民币持续贬值预期。毕竟国内外经济形势的变化使得当前人民币无大幅升值空间，由于美元强势、美元利率中期趋升和欧日等货币竞相贬值是大概率事件，若勉强维持强势人民币，代价会很大。强势人民币会继续推升已高企的人民币实际汇率，从而会使出口部门竞争力进一步下降，不利于外贸改善。此外，如果人民币兑美元保持强势，美元利率走高还会对国内利率政策的自主性带来影响。在人民币汇率的资产属性变强的情况下，如果我国利率水平进一步下降，会使人民币对美元汇率面临一定贬值压力，还可能加剧境内资本流向更具吸引力的美元计价资产。这一点从降息以来的市场表现上可见一斑。因此，要保持人民币强势，就需要维持一定的中美息

低迷市道难阻供给热情

# 信贷资产证券化走向常态化

10日启动招标发行工作。但中粮信托10日宣布推迟发行工作，原因是近期债券市场波动显著。据11日披露的最新发行文件及招标文件显示，除发行工作相关日期外，发行人还对该期ABS的招标发行利率及招标发行利差等内容进行了调整，各优先档证券招标利率区间上下限均上调10bp。

市场人士指出，近期债市波动剧烈，对新债发行造成较大冲击。临近年底，机构配置需求不旺，加上行情波动较大，一级市场可能延续一段时间的低迷状态。

值得一提的是，上述开行ABS在调整发行日程和招标区间后很快再度“上场”，一定程度上显示出银行开办ABS的热情较高。据中债信息网显示，11日还有另外三只银行信贷ABS披露了发行文件，分别是北京银行87.047亿元的该行今年第二期ABS、华融湘江银行25.325亿元的该行今年第一期ABS和浙江温州龙湾农

商行4.537亿元的该行今年第一期ABS，这三只ABS发行日期均为12月18日。

**信贷ABS大扩容**

自2005年进行信贷资产证券化试点以来，信贷资产证券化试点在国内已经开展近10个年头，期间经历多次试点启动到暂停的轮回，一直没有步入常态化态势。这一情况终于在今年出现了很大的变化。

据Wind统计，截至12月11日，今年以来由银监会主管的ABS已完成发行200只，发行总额达到2380.14亿元，而去年全年的发行量分别为16只、157.73亿元。不光是发行数量和规模显著增加，今年ABS发行机构也经历了大幅的扩围。过去很长一段时间，国内信贷ABS试点发行机构集中于几家国有银行和少数股份制银行，而今年已有更多股份行、城商行加入到发行群体当中，不光如此，发行人中还出现了汽车金融公司等非银机构的身影。种种迹

## 跟随股市节奏 转债两极分化

□本报记者 张勤峰

11日，转债跟随A股呈现震荡调整行情，金融、石化板块的大盘转债跌势明显，拖累转债指数较大幅度收低。

沪深转债11日跌多涨少。据统计，两市正常交易的28只转债中，上涨、下跌个券分别为11只、17只，整体跑输正股。具体看，受累于A股金融、石化板块调整，国金、平安、中行、石化、民生、工行等转债全线下跌超过2%，尤其是国金转债再度大跌6.51%，近三个交易日累计跌幅达18.96%。反观上涨的转债，其正股多为近两日表现活跃的中小盘股票，其中久立转债全天上涨4.21%，

连续两日涨幅超过4%。由于大盘转债几乎全线走软，昨日中证转债指数下跌2.57%至360.35点。

受到A股市场波动影响，近几日转债行情波动加大，个券分化明显，前期表现抢眼的大盘转债涨势消退，而中小盘题材类个券重新活跃，盘面风格转换较快。券商报告指出，短期内A股市场可能步入宽幅波动、震荡上行格局，转债市场波动风险加大，但从中长期看，看好权益资产的观点仍是主流，转债仍是一些机构分享股市上涨的重要工具，而且随着转债触发赎回的情况增多，存量规模不断减少，转债的稀缺性渐现，估值水平仍有提升空间。

## 同业存单供给重新增多

□本报记者 张勤峰

因短期流动性改善，银行间市场同业发行量再现大幅增长。据中国货币网信息，12日将有13家银行发行共16只同业存单，计划发行额合计152亿元，较11日的11只/84亿元增加较多。

这16只同业存单中，浙商发行2只，合计15亿元；民生发行2只，合计10亿元；富邦华一行发行2只，合计6亿元；浦发、兴业、北京银行、光大、长沙银行、宁夏银行、桐庐农村合作银行、上海农商行、徽商银行、宁

波银行各发1只，金额分别为15亿元、10亿元、10亿元、35亿元、10亿元、5亿元、1亿元、10亿元、5亿元、20亿元。

本周上半周由于资金偏紧，同业存单发行难度较大，多次出现未能招满的情况，利率也是水涨船高。但随着近两日流动性逐步缓和，同业存单发行又重新活跃起来。

据统计，今年以来已有88家商业银行披露同业存单发行计划，计划发行额合计1.4275万亿元。而今年以来已发行的同业存单总额不到8500亿元，仍存大量的发行额度。

## 国开行下周增发两固息债

□本报记者 张勤峰

国家开发银行11日公告称，定于12月16日通过中国人民银行债券发行系统增发2014年第二十五期3年期及第二十八期7年期金融债券分别不超过49.42亿元和50亿元，总量不超过99.42亿元。本次增发的3年期和7年期国开债均为固定利率债券，按年付息，票面利率分别为4.33%、

4.18%，起息日分别为2014年10月17日、11月20日。本次增发的两期债券缴款日均为12月18日，上市日均为12月24日。增发债券上市后同对应的原债券合并交易。

本次增发的四期债券均采用单一价格(荷兰式)招标方式，不设基本承销额。债券承销费按认购债券面值计算，3年期为0.05%，7年期为0.10%；各品种均无兑付手续费。

## 两券商16日招标短融券

□本报记者 葛春晖

齐鲁证券、华融证券11日分别发布公告，各定于12月16日招标发行20亿元、10亿元短期融资券。

其中，齐鲁证券发行的是其今年第十一期短融，华融证券发行的是其今年第七期短融。这两期短融期限均为90天，将通过招标方式公开发行，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，两期债券招标日均为12月16日，分销日、缴款日、起息日、债权登记日为12月17日，12月18日上午流通。两期债券

均无担保，发行人主体信用等级均为AA+，债项评级均为A-1。

近年来，随着融资融券等资本中介型业务快速发展，券商融资热情高涨，特别是12月以来伴随A股市场放量上涨，证券公司短融券发行再现井喷。据Wind统计，包括上述两期债券在内，今年以来银行间市场累计已发和披露发行文件的证券公司短融券达到240只、3980.90亿元，远超过去年全年的131只、2905.9亿元；另外，12月份已发和已披露发行文件的短融金额达300亿元，超过11月份的285亿元。

## 新世纪评级上调魏桥铝电评级

□本报记者 张勤峰

新世纪评级公司日前发布公告，将山东魏桥铝电有限公司的主体信用等级由AA/稳定调整为AA+/稳定，并维持该公司两只存续期内短融券A-1的债项评级。

新世纪评级公司指出，魏桥铝电是我国最大的铝生产企业之一，且产能集中在滨州地区，规模优势明显。考虑到其一，魏桥铝电规模及成本优势突出，在电解铝行情下滑时

期，仍保持了优良的盈利能力，体现了很强的抗风险能力；其二，通过持续经营累积及股东增资，魏桥铝电资本实力逐步提升，资产负债率保持在相对较低水平；其三，魏桥铝电持续获得了股东在资本金注入及资金周转等方面的支持，新世纪评级决定调整公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定；认为14魏桥铝电CP001及14魏桥铝电CP002还本付息安全性很强，维持A-1信用等级。

## 新世纪评级上调外高桥集团评级

□本报记者 张勤峰

新世纪评级公司日前发布公告，将上海外高桥(集团)有限公司的主体信用等级由AA+/正面调整为AAA/稳定，并将12外高桥MTN1的债项评级由AA+调整为AAA。

新世纪评级指出，上述决定主要基于以下几点考虑：第一，受益于自贸区制度创新，招商节奏明显加快，有利于公司后续的开发、运营。第二，自贸区内的土地和物业资源较

为稀缺，并且2014年8月自贸区土地二次开发政策落地，公司的土地及物业价值明显上升，提高了对债务偿付的保障。第三，公司负债经营程度明显下降。2014年9月末，公司负债总额和刚性债务规模较2013年末明显下降，资产负债率已降至60%以下，偿债压力有所减小。第四，自贸区挂牌成立后，公司能够利用境外资本市场进行直接与间接融资，进一步拓宽了融资渠道，降低融资成本。