

# 资金利率飙升倒逼央行再放水

□本报记者 张勤峰

周四,年内最大规模IPO拉开序幕,引发银行间和交易所市场资金价格剧烈波动。同日,公开市场操作继续暂停,但市场传出央行再次投放SLO的消息。央行表面上“沉默到底”,私底下却是动作不断。市场人士认为,SLO等工具主要是针对短期流动性偏紧的局面,可能意味着短期内难见全面降准,但由于资金投放时效有限,难以有效刺激银行放贷意愿,因此从更长时间来看全面降准的可能性并未下降。

## 资金利率全线大涨

周四,随着葵花药业开启网上网下申购,年内最后一批且最大规模的新股集中发行正式启动,资金市场再次进入“打新”模式。

面对新股批量IPO来袭,交易所市场首当其冲。昨日上交所回购利率出现剧烈波动,早盘各期限回购利率全线高开,隔夜品种首笔成交在16%,较前日加权利率跳涨1337bp,之后在摸高至24%后逐波回落,尾盘收在0.685%;全天加权平均利率为12.21%,较前日上涨约958bp。其他期限回购利率多数也先扬后抑,加权平均利率均有不同程度上行。

银行间市场方面,月初以来已经日趋紧张,新股发行申购无疑带来雪上加霜的效果。昨日银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权利率上涨49bp至3.53%,盘中最高成交到6.8%;7天回购加权利率从3.89%跳涨到5.28%,单日上涨139bp,盘中有机机构不惜在8.5%的高位融入。从加权利率上看,昨日隔夜、7天回购利率已逼近今年春节前后的高位,双双创下最近十个月新高。跨年品种方面,14天到1个月的各期限回购最高成交利率均达到7.6%或更高,其中,21天回购加权利率较前日大涨145bp;1个月回购加权利率涨至7.39%,目前在各期限中居首。此外,昨日1年期回购出现少量成交,而之前该期限最近一次有成交还是在10月份。

银行交易员表示,昨日早间银行间市场资金面依然极为紧张,回购利率上涨势不可挡;短期资金融入不易,长期限高成本资金同样供不应求,6%以上的高价比比皆是,到上午收市时,有较多机构没能做平头寸。下午三点过后,资金面略见缓和,但也仅限于隔夜资金,7天、14天资金融入需求到收盘都未见下降。

## 央行在行动

有机构预计,本轮新股发行冻结资金总额将达到2-3万亿元,很可能创下今年6月份IPO重启后历次冻结资金量之最,再加上前期MLF到期、临近年底等因素,短期内货币市场流动性着实面临较大压力。与此同时,短期流动性收紧压力也在考验货币政策定力。市场普遍认为,央行不会坐视流动性持续紧张不管。伴随着资金价格上涨,市场对于央行“放水”的预期陡增,尤以公开市场逆回购、降准的呼声最高。然而,周四央行连续第七次暂停例行公开市场操作,市场对于逆回购重启的预期再次扑空,降准更是至今没有动静。

不过,央行确实已经在行动。首先,财政部、央行昨日开展了600亿元3个月期国库现金定存操作,为银行体系带来增量资金支持。其次,昨日下午市场传出消息称,央行再次对部分股份制银行开展7天期SLO操作,规模在1000亿元左右。而据媒体广泛报道,央行在本周三已通过SLO向部分银行提供短期流动性支持,同时对部分到期的MLF进行了续做。如此来看,央行表面上“沉默到底”,私底下却是动作不断。

有市场人士指出,MLF到期续作在意料之中,年底前流动性风险主要缘于新股发行扰动和年底考核等时点性因素,而考虑到年底前会有约1.4万亿元财政存款投放,央行提供短期流动性支持,弥补财政存款投放前的资金缺口,应该能够化解短期流动性大幅收紧的风险。

值得一提的是,央行频繁使用SLO、SLF、MLF等工具延续了定向调控的思维,也在一定程度上加剧市场对于降准的分歧。有观点认为,如果只为应对时点性因素,则无需动用降准。但也有观点指出,结合央行上调合意贷款规模的消息来看,央行有意刺激银行信贷投放,而中短期的流动性供给难以提供稳定的资金来源预期,刺激银行放贷的效果值得商榷,相比之下,调降准备金率既有助于缓解短期流动性紧张,也有利于降低市场利率水平及提升银行放贷意愿,因此未来降准的可能性依旧不能排除。

短期来看,交易员认为,虽然银行体系流动性难现持续收紧,但由于增量资金有限,加上新股冻结资金持续上升,年中考核将近,年底前资金利率或整体维持在较高水平,尤其是交易所回购利率仍存上涨压力。

## 刚兑神话延续 公司债闻风小涨

□本报记者 葛春晖

18日,由于11超日债全额兑付使得公募债“刚兑”神话得以延续,交易所公司债市场较前期多出不少暖意,高收益品种更是呈现普涨行情。但与此同时,以城投债为主的企业债市场表现则相对欠佳,继续呈现弱势震荡走势。分析人士指出,短期来看,年末资金面趋紧、股市分流以及中证登回购新规、政府债务甄别等多重因素影响下,信用债市场仍面临调整压力,但中长期来看,虽然信用“黑天鹅”事件仍值得警惕,但未来信用违约实质性爆发的概率仍不高,信用债“盛宴”依然未散。

## 公司债添暖意 企业债仍淡定

12月17日晚间,超日太阳正式发布兑付公告,不但将全额偿还11超日债的本金、利息、欠息,还将支付罚息。这意味着超日债违约风波正式宣告结束,中国公募债市场上的“刚性兑付”神话也由此得以延续。

消息落地,18日的交易所公司债市场

高收益品种闻风而动,呈现普涨走势。活跃个券中,12墨龙01收益率下行12BP至10.81%,12三维债收益率大降22.80BP至10.17%,10银鸽债下行16.16BP至9.87%,11中孚债下行21BP至9.36%,12景兴债、12东铝债等收益率均有不同程度下行。在高收益债带动下,交易所公司债整体也呈现暖意,上证公司债指数上涨0.03%至156.55点。

不过,与公司债相比,企业债市场对于超日债兑付的反应则显得淡定许多,当日上证企债指数收平于180.45点,深交所企债指数更是下跌0.02%至127.42点。个券表现方面,仍是延续了近日的跌多涨少格局,活跃个券中,飘红者以产业债居多,城投债维持成交清淡、收益率多数上行格局。

事实上,从交易所信用债整体来看,包括公司债在内,昨日仍呈现为弱势震荡格局,各类成交均有所缩量。市场人士表示,今年10月23日的11超日债第二次债权人会议通过重整计划之后,市场对于该债全额兑付已经有了较为充分的预期,而短

期来看,交易所信用债市场依然承受多种压力,年内可能难以摆脱弱势格局。

## 短期依然承压 中期机会可见

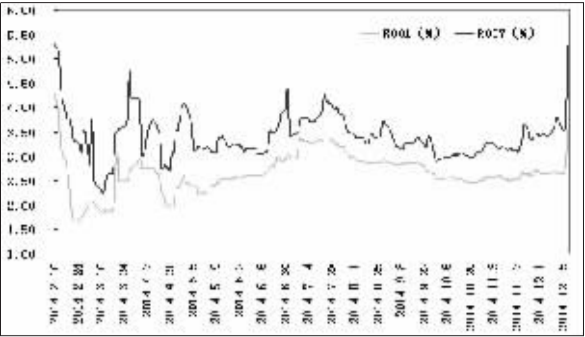
进入12月份以来,在投资者获利回吐、股市分流、资金面趋紧、中证登大幅收紧企业债质押门槛等利空压制下,交易所信用债市场随同整体债市一起陷入调整格局。市场人士认为,在超日债全额兑付的刺激结束后,交易所信用债市场短期仍面临一定的调整压力。

首先,商业银行年末考核、新股集中发行等因素继续施压资金面,而央行放水节奏低于市场预期,而交易所市场受新股IPO影响首当其冲,资金面仍难见宽松;其次,中证登质押新规影响延续,融资渠道阻塞对流动性和企业债乃至整个债市的冲击可能会持续至明年初;第三,股市行情如火如荼,资金分流压力继续;第四,政府债务甄别大限临近,在14天宁债、14乌国投债的政府债务资格被撤销后,市场对城投债风险的再认识得以强化。

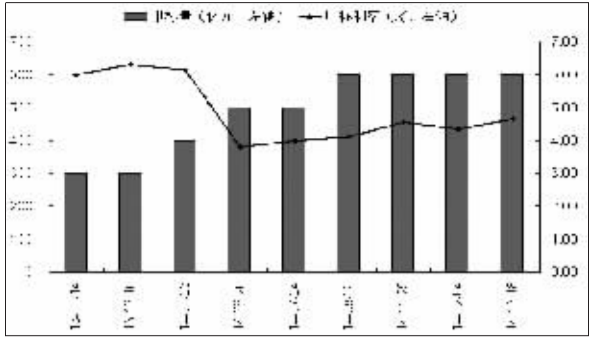
分析人士认为,超日债的完美兑付,加上华锐债解决方案出炉,令市场上的风险偏好有重新聚积迹象,但对未来信用“黑天鹅”事件仍值得警惕。上海证券指出,在各项经济指标显示经济下滑以及部分城投债的隐性担保可能消失的背景下,公司债和城投类债券的信用风险均明显攀升,低等级品种的违约概率正在攀升。

但总体而言,经历了12月以来的大幅调整之后,提示信用债中长期机会的机构已经开始增多。国泰君安证券表示,目前信用利差较之前已经有明显修复,而风险偏好仍将保持在高位,平坦化的曲线意味着随着年末资金面紧张的缓解,信用债可能在2015年年初迎来一定的交易机会。中信建投证券进一步指出,虽然实体经济的盈利和现金流情况可能没有大的改善,但在货币政策放松周期中,外部融资环境较为宽松,企业投资需求也逐渐放缓,因此实际信用事件爆发的概率不高,在“经济弱+通胀低”的基本面支撑下,明年信用债市场仍有表现机会。

银行间市场隔夜及7天回购利率涨至春节后高位



3个月国库现金定存招标情况



## 3个月国库定存利率意外偏低

□本报记者 张勤峰

4日,财政部、央行招标的600亿元3个月期国库定存利率为4.33%。

虽然利率再度出现上涨,但交易员表示,与当前市场资金的紧俏程度相比,本期国库定存利率实际要低于预期。从银行间货币市场利率来看,昨日3个月期质押回购利率高达6.83%。即便考虑到国库现金定存需上交法定准备金,机构参与此项业务的实际成本可能达到5.35%左右,但仍低于线上回购利率。此外,目前中小银行发行的3个月期同业存单利率也已涨至6%左右。

有交易员猜测,此次国库定存利率低于预期的原因或许是,有机机构原本预期此次国库定存中标利率会很高,因此影响了参与意愿;同时,也不排除央行对大、中型机构进行利率指导的可能,以防止价格飙升,影响市场稳定。

由于本月并无国库定存到期,因此本月财政部、央行两度开展国库定存操作,共带来1200亿元的资金净投放,这也被视为相关部门调节短期流动性的系列措施中的一环。

## 收益率曲线出现罕见倒挂

□中国邮储银行 王茜

本轮“缴税+IPO+MLF到期”推高资金成本,引发资金面收紧行情。从1个月及以上的资金价格来看,紧张程度已超过了年内任何一个时间,和去年12月20日相仿。从债券收益率来看,收益率曲线出现罕见倒挂,3个月内债券收益率高于中长期限。

本次流动性紧张的程度和影响都可与去年年末相较,但两次所处的市场环境却有很大不同。今年以来,央行一直坚持降低社会融资成本的基调,通过定向放水的方式保持了整体流动性的宽松,但为何近期央行在对流动性的支持方面显得如此犹豫?

笔者认为主要原因在于:一是

外围金融市场动荡,新兴市场国家存在资本外逃风险,人民币汇率也脱离中间价出现明显贬值。在此背景下,使用宽松货币政策的顾虑增加;二是股票市场的疯牛走势。11月降息以来上证综指快速走升逾20%,且大量新增资金是银行资金通过两融等渠道进入股市。股市疯牛走势不利于市场稳定也无益于实体经济,因此接下来的货币政策选择上也受到掣肘。

总体来看,央行仍会选择定向方式来支持资金面的稳定。预计随着IPO冻结资金的效果逐步显现,资金面情况将逐步好转,短端品种存在交易价值。

## 高杠杆成资金面“紧箍咒”

□渤海银行 蔡年华

增加。同时,股市大涨导致资金从银行间市场分流,银行的超备率有所下降,国有银行可融出资金额降低。

三是,财政存款投放速度不及预期。虽然根据财政预算12月将有2.2万亿的财政存款将集中投放,但由于中央政策的约束,大部分资金可能转入政府基金中,无法形成有效的流动性投放。而且投放时间点与IPO、MLF到期时间形成错位,无法有效平滑资金面。

笔者认为,以上观点都只看到了事物的表象。事实上,当期货币供给端表现平稳,而需求端却持续旺盛,根本原因在于机构投资者的融资需求过大,也就是资金杠杆比率过高,杠杆降低难度较大。

不得不说,在我国目前的金融格局中,商业银行占据了主要的资金和客户资源,因此其他非银投资者受制于资金的困难,普遍采用从商业银行融资加杠杆的方式进行投资。同时,近年来随着投顾业务和专户理财的不断发展,非银机构的投资杠杆无形中得到扩大。在资金面宽松的环境下,投资杠杆维持难度较小,机构持

续加杠杆的动力较高,而遇到资金紧张时,结果就截然相反。

目前的市场格局是,一方面,在央行淡出日常公开市场操作下,资金总量并未出现明显改善,机构高杠杆下只能通过提高资金利率来维持;另一方面,受制非银机构普遍持有流动性较差的信用债,尤其是受中证登新规影响丧失质押率的城投债,而市场债券投资需求在年末近乎枯竭,机构降低杠杆的外部环境不利。

对于央行淡出公开市场操作并对MLF到期续作缩量,笔者认为主要的原因在于,虽然今年央行通过结构性货币工具投放了大量的流动性,但社会融资成本并未得到有效降低,经济改善程度也较为有限,而债券、股票等相关金融资产价格却出现大幅的上扬,尤其是对股票资产而言,继续进行大幅资金投放有可能催生资产泡沫。

通过以上的分析可以看出,在目前的市场环境下,央行继续进行大规模资金投放的可能性较小,而机构在高杠杆的情况下短期难以实现结构调整,年末资金面或维持紧平衡的局面。

## 人民币兑美元即期汇率跌破6.21

在隔夜国际汇市美元大涨背景下,12月18日人民币兑美元汇率中间价、即期价双双下跌,即期汇率盘中和收盘价均创下下半年以来新低水平。分析人士认为,人民币短期仍面临一定贬值压力,但不大可能出现持续贬值,未来呈现相对坚挺、双向波幅扩大运行格局的概率较大。

隔夜国际外汇市场上,由于市场对美国将于明年上半年加息的预期大幅升温,美元指数创10月初以来最大单日涨幅,收盘升破89关口。据外汇交易中心公布,18日人民币兑美元汇率中间价报6.1195,自17日刚刚创下的近10个月高点回落58基点。18日即期询价市场上,人民币兑美元即期汇率低开低走,连续跌破6.20、6.21、6.22关口,最低报6.2215,尾市收于6.2163,创下今年6月30日

以来的盘中和收盘价最低水平。海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上,一年期美元/人民币汇率最新成交于6.3480,反映投资者预期一年后人民币中间价将贬值约3.60%,较前日略有扩大。

市场人士表示,短期内人民币汇率可能延续弱势。首先,中美货币政策差异明显,国内货币政策仍有放松可能,而美联储加息、美元走强已是大势所趋,这使得人民币继续承压;其次,今年以来央行逐渐退出外汇干预,市场行为成为汇率波动主导,短期汇价波动可能被放大。

不过,市场人士认为,人民币国际化,加上充裕的外汇储备,稳定的中间价政策,将有效抑制人民币贬值预期,预计人民币汇率未来双向波动并维持相对坚挺的概率较大,短期内可能会进入区间震荡格局。(葛春晖)

## 年前降息概率大过降准

时至年末,降准预期再度升温。那么,本年度以来一直以“新常态”、“稳健货币政策”、“定向刺激”为方针的央行,是否会在最后一个月全面投放货币呢?我们认为,降息与MLF等新型工具双管齐下以代替全面降准的可能性更大。原因如下:

第一,第三季度货币政策执行报告显示,央行偏好更具主动性、灵活性的创新型工具,例如SLF、MLF和PSL。这些新型货币工具不但具有定向功能,而且有期限到期的自动回笼功能。央行在9月通过MLF投放的为期三个月的5000亿元基础货币将在年底到期,在流动性偏紧,降准压力空前的情况下,央行无疑会选择续作MLF,甚至考虑扩充MLF规模,为市场补充流动性。

第二,央行引导市场利率下行。央行下半年以来重启了14日正回购,并在9月18日、10月14日和11月25日分别下调操作利率20bp、10bp和120bp。此举旨在引导长端利率下行,且略有成效。如果说公开市场操作只是

隔靴搔痒,那么更为重磅的炸弹来自于央行时隔两年后首度非对称降息,金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%,一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。

第三,全面宽松不符合今年央行行事风格。一是,在新常态背景下,新一届政府强调“创新宏观调控方式,精准发力,定向调控”,在货币政策上对全面降准等传统工具“投鼠忌器”;二是,在货币政策传导机制不畅,传统部门预算软约束未实质硬化的背景下,全面降准可能不仅难有实效,反而可能加剧毒瘤;三是,虽然资金面在12月面临年末、新股申购重大考,但央行应该并不愿意在最后一个月打破贯彻全年的“新常态”思想。

综上所述,预计央行会继续坚持定向调控的思路,但可能会在年末加强力度,采用全面降息与MLF双管齐下的方式达到降准降息的目的。而SLF和MLF将成为央行惯用的手段,为市场提供短期到中期所需的流动性。(南华期货 徐明)

## 长安银行披露同业存单发行计划

长安银行股份有限公司12月18日公布了其2014年度同业存单发行计划。至此,今年以来已披露的商业银行同业存单计划发行金额累计已接近1.43万亿元。

计划显示,长安银行今年同业存单发行额度为10亿元,该行将自行确定每期同业存单的发行品种、金额及期限,每期发行金额不低于5000万元。经上海新世纪评定,长安银行的主体评级等级为AA。

今年以来,同业存单发行主体和市场规模不断扩容。统计显示,今年以来已有89家银行披露同业存单发行计划,计

划发行额总计达到1.4295万亿元。其中,仅下半年就有67家银行公布发行计划,且多为主体评级在AA+及以下的中小股份制银行、城商行、农商行、农村合作银行和外资银行等。而据Wind统计,截至12月18日,今年以来同业存单累计发行量已达927只、8321.80亿元;同业存单存量为626只、5532亿元。

另据中国货币网信息,12月19日将有4家银行发行共7只同业存单,发行金额合计37亿元。其中,西安银行、贵州银行各发1只,兴业银行发行2只,富邦华一银行发行3只。(葛春晖)

## 富滇银行将发20亿小微金融债

富滇银行股份有限公司12月18日发布公告称,定于12月23日招标发行该行2014年第一期金融债券。

本期债券计划发行20亿元,为3年期固定利率品种,在全国银行间债券市场公开招标发行,票面利率根据市场招标结果确定,单利按年计息,不计复利,逾期不计利息。时间安排上,本期债券招标日为12月23日,缴款日、起息日为12月24日,付息日为存续期限内每年的12月

24日(遇节假日顺延,下同),2017年12月24到期兑付。经联合资信评定,本期债券的信用等级为AA,发行人主体信用评级为AA。发行公告显示,本期债券募集资金将全部用于发放小微企业贷款。

据Wind统计,今年以来银行间市场已累计发行商业银行普通金融债券44只,发行金额合计804亿元,其中绝大部分都属于小微金融专项债或“三农”专项债。(张勤峰)

## 19.13亿渝元信贷ABS下周发行

公告显示,发起人为重庆银行“渝元2014年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”将于12月25日招标发行,主承销商为中金公司,发行人为兴业国际信托。

本期信贷资产支持证券发行规模为19.13亿元,包括优先A档14.1亿元、优先B档2.4亿元、次级档2.63亿元。其中优先A档、优先B档为浮动利率(基准利率为一年定存),招标额分别为13.39亿元、2.28亿元,招标采用利率招标方式;次级档无票面利

率,招标额为2.49亿元,招标采用数量招标方式。本期ABS起息日为12月29日,缴款日为12月26日。中债资信、联合资信给予优先A档的评级均为AAA,给予优先B档的评级为A+、AA。

今年以来,信贷资产证券化业务得到长足发展。据Wind截至12月18日的统计,今年以来信贷资产支持证券累计发行了220档产品,累计发行金额达到2523.70亿元;而此类ABS去年全年的发行总量仅为16档/157.73亿元。(葛春晖)