

■ 2014年六大关键词·定向宽松

定向宽松成新常态 货币环境将保持适度宽松

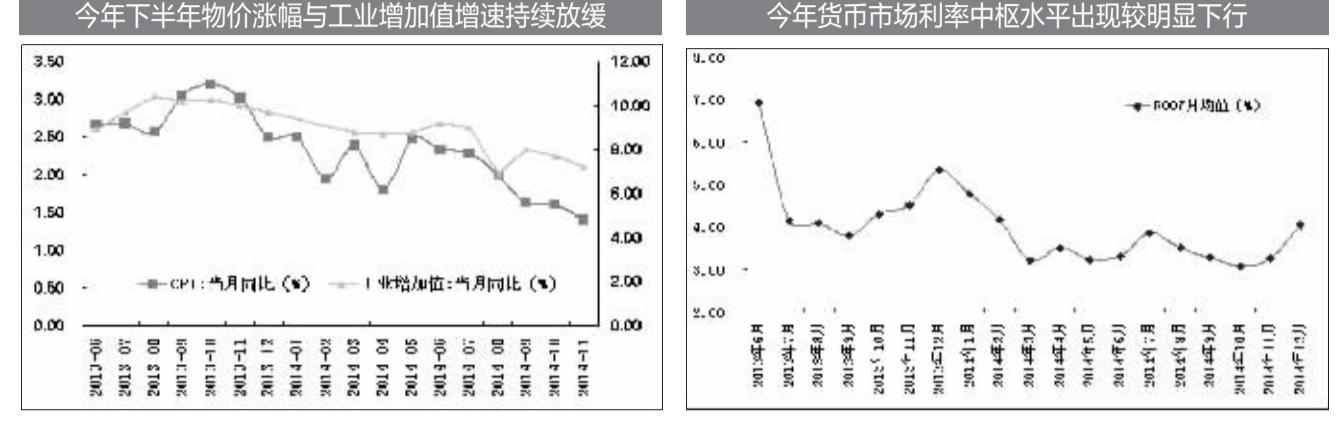
□本报记者 王辉

在宏观经济展现新常态的背景下，2014年以来，定向宽松成为全年货币政策走向的核心关键词。不过，由于宏观经济增速下行风险较大及微观市场主体融资成本高企等问题持续发酵，四季度以来，降息等深度宽松举措也已经浮出水面。展望2015年，分析人士指出，在经济内在增长动力较弱、经济结构转型短期难以一蹴而就、外部流动性形势仍难乐观等因素共同作用下，明年货币政策预计将继续稳中偏松的态势，央行将继续调降实体经济融资成本、保持银行体系流动性总体平稳，进一步采取全面降准、降息将是大概率事件。

定向宽松成政策新常态

经过较长时期的快速增长后，中国经济呈现出的“三期叠加”特征在即将过去的2014年得到了充分展现。由于传统行业产能过剩、房地产市场出现调整，全年多数时间宏观经济均面临较大的下行压力。回顾年初以来的宏观经济运行，尽管一季度经济增长开局平稳，但进入二季度之后，经济增速放缓的压力开始全面显现，并基本贯穿年内余下时间。

结合全年央行货币政策调控措施来看，一季度未央创设PSL援助国开行、三季度初频繁动用SLF向金融机构定向放水、11月下旬首次采取降息，基本都处于宏观经济下行压力快速上升的关键时点。整体来看，自2013年开始加快创新型



货币政策工具的运用之后，2014年央行更为频繁地动用了SLF、定向再贷款、定向降准等创新政策工具，在保持温和和宽松的政策取向的同时，定向调控特征尤为明显。

分析人士表示，在外部流动性供给减少、经济增长压力较为突出的背景下，央行运用结构化工具开展货币政策预调微调，既丰富和完善了货币政策调控框架，基本有效地稳定了宏观经济平稳运行，也在很大程度上体现出管理层对于经济区间管理容忍度的提升。尽管11月下旬央行开出降息这副宽松“猛药”，但2014年货币政策的主基调，无疑是适度审慎的结构性宽松。

明年或开启降准

在央行定向宽松举措逐步发力、中央及地方政府基建项目阶段性密集推

出、局部经济领域转型升级取得明显成效的背景下，2014年全年宏观经济增速基本保持平稳，没有出现大起大落。但值得注意的是，从最新公布的10月、11月主要经济指标来看，目前中国经济仍然没有完全彻底走出下行趋势。相关月度PMI、工业增加值、发电量等经济数据，仍旧表现相对疲软。光大证券、华泰证券等机构认为，当前阶段中国经济的内生增长动力仍然不足，下行压力预计还将延续至明年一、二季度。在此背景下，各方普遍认为，2015年政策调控取向仍然会保持适度宽松。

光大证券认为，在利率市场化进程过半、跨境资金或将持续流出的背景下，央行定向宽松手段可能不及之前及时、有效，后期还需要一系列后续政策的配合。该机构认为，明年央行在调降同业利率、放松贷存比、开启降准、延续降息等

方面，还将做出更多的宽松动作。华泰证券也表示，无论是对冲经济下行，还是应对降低社会融资成本的诉求，明年利率和数量宽松的配套都十分有必要。与此同时，近两年来央行形成的新货币调控框架也将得到保持，即通过公开市场操作搭配SLO双向调节流动性总量、通过SLF调节中小金融机构流动性供给；通过定向降准、再贷款、再贴现、弹性存贷比指标和PSL引导信贷资源配置。

此外，结合明年物价水平、日前刚刚公布的存款保险制度等因素，中信证券认为，从货币政策手段的使用诉求来看，由于CPI维持低迷而PPI仍处于负值区间，实体经济所面临的实际利率反而有所走高，社会融资成本的调降依旧任重道远。考虑到基础货币缺口、同业存款纳入一般存款口径、存款保险制度，目前金融机构偏高的准备金率有下调的需求。

期内的放松基调不会改变，只是时机的选择尚待观察。

华泰证券：降准很有必要

除季节性和时点性因素影响以外，本轮资金紧张的大背景是央行货币政策暂时陷入两难困境：面对促改革加稳增长的压力，央行以宽松货币政策对冲的必要性逐渐提高；但原油价格下跌幅度超预期，引发新兴市场国家资本市场动荡，人民币贬值压力掣肘央行货币政策空间，导致央行货币政策陷入暂时的两难困境之中。未来一段时间，这个矛盾仍然会存在，我们认为央行难以容忍货币市场的持续紧张，除公开市场投放，如果非银金融机构同业存款纳入一般存款范围，则降准也很有必要，因此流动性有边际改善的空间，但幅度可能并不会很大。（张勤峰 整理）

民消费，也抑制企业的库存投资，导致经济动能无法提高。如果实际利率不降下来，指望货币增速提高或者人民币有效汇率贬值也是不太现实的。从这个角度而言，名义利率需要下降的比通胀更多更快才可能降低实际利率。但货币政策的放松也面临现实的制约，放松需要更讲究技巧和时间点。

中银国际证券：降准动力大于阻力

由于MLF和SLO与财政存款的投放形成对接，年内降准的可能性已不大。从中期看，降准的阻力主要来源于两方面，一是降准可能催生金融泡沫，但近期机构逐渐对杠杆有所控制；另一方面是降准可能增加人民币贬值的压力，但央行会通过对外汇市场的干预防止过度贬值，因此市场不必做过度的解读。降准的动力是经济下滑加剧，MLF这样的金融

工具由于其期限有限制，对于提高银行放贷意愿的效果不如降准明显。总的来看，降准的动力仍明显大于阻力，明年降准的可能性依然较高。

海通证券：放松不会无限期延迟

下一次大力度的货币政策放松或延到IPO大量发行或是注册制启动之后，但非无限期延迟。当前我国经济下行风险未消，而油价下跌、内需不足加剧通缩压力，根据泰勒规则，长期内货币利率需要降在3%以下才能与经济面相吻合。事实上，我国人口红利已逐步消失，地产销量回暖也难以恢复到过去的大增长时代，而制造业仍在去产能、企业需要去杠杆，因此货币政策必然需要宽松，社会融资成本也需要下降。当前资金面的紧张主要源于央行货币宽松与降低社融成本的本意相违，资金囤积在资本市场，但长

人民币即期汇价五连跌

23日，人民币对美元即期汇率全天围绕6.22一线震荡，收盘连续第五个交易日走贬。市场人士表示，尽管美元升值前景与国内经济下行风险使得未来人民币仍蒙受贬值压力，但人民币出现大幅贬值可能性小。

昨日人民币对美元汇率中间价迎来近期连续第四日下调。由于隔夜美元指数延续上行，并于盘中创下89.80点的2006年4月以来新高，23日上午人民币对美元中间价设在6.1230，较前一日下调10基点。

昨日银行间外汇市场上，受中间价连续下调影响，人民币对美元即期询价交易低开在6.2230，盘中一度跌至6.2280，日内多数时间呈现窄幅震荡走势，尾盘收在6.2260，较前日收盘价跌44基点，已连续五个交易日走低。

外汇交易员表示，从盘面上

看，年底季节性购汇需求较多，加上中间价连续下调，而央行减少对外汇市场干预，共同导致人民币汇价继续向贬值方向倾斜。但与此同时，经过11月以来较快贬值后，市场观望情绪开始上升，客盘在美元高位结汇的兴趣也有所恢复，这在一定程度上避免人民币进一步大幅走贬。

这位交易员指出，短期人民币走向主要取决于美元走势，考虑到近期美元指数迭创阶段新高，已在很大程度上反映了美元经济增长与货币政策的领先性，美元转向震荡甚至出现短期回调的可能性在上升，这将有助于缓解人民币下行压力。从中期来看，美元升值前景与国内经济下行风险及政策宽松预期，使得人民币仍蒙受贬值压力，但鉴于货币当局有能力避免市场形成持续贬值预期，人民币继续大幅贬值可能性仍小。（张勤峰）

大盘转债全线“哑火”

周二，沪深转债市场自上周以来的持续上涨步伐戛然而止。受大盘权重股跳水影响，此前风生水起的大盘转债全线“哑火”。

从股市表现看，大盘低价蓝筹股本周以来震荡明显加大，昨日临近尾盘，A股权重板块集体跳水，上证综指最终收报3032.61点，下跌3.03%。由于当前沪深可转债对应的正股多属于上述周期类板块，在正股大跌背景下，昨日转债市场呈现普跌格局，中证转债指数收于396.68点，较周一下跌2.48%，为七个交易日来首次下跌。

个券方面，东方转债、中海转债分别下跌5.73%、5.62%，居跌幅榜前两位；大盘转债全军覆没，石化转债跌4.24%，浙能、工行、中行转债跌幅均超过2%，民生、平安转债双双跌逾1%。小盘转债表现相对大盘偏强，如齐翔

转债全天上涨1.47%，居涨幅首位。总体来看，当日转债平均跌幅为1.73%，小于3.12%的正股平均跌幅，显示转债走势略强于正股。

分析人士指出，经过前期连续逼空之后，大盘权重板块已经积累了大量浮盈筹码，预计短期大盘转债步入震荡的概率增大。不过，考虑到大盘蓝筹类股票业绩佳、估值低，投资者仍可中线关注大盘转债调整后的介入机会。

值得一提的是，随着正股大涨，近期触发强制赎回条款的转债持续增多，如国金、国电、平安转债均已公告将提前赎回，而中行、工行距离触发强赎也仅剩几个交易日。分析人士指出，随着强赎持续发生，转债存量规模持续减少，由转债赎回导致的存量转债的替代效应和估值拉升值得关注。（葛春晖）

多只同业存单未获足额认购

周二，在年底资金面偏紧的影响下，个别银行发行的同业存单未获足额认购。

据中国货币网的信息显示，23日银行间市场发行的6只同业存单中有3只未获足额认购。

据中国货币网信息，23日贵州银行发行的6个月期同业存单，计划发行10亿元，实际认购量只有3亿元，而泉州银行发行的3个月期和6个月期同业存单，各计划10亿元，实际认购量分别为8亿元、8亿元。

市场人士表示，一方面，临近年底，机构对中长期限资金需求上升，加上很多发行额度尚未

用完，导致近期同业存单供给量依然较多；而另一方面，当前中长期资金相对紧俏，在一定程度上影响了机构对同业存单的配置需求。

据中国货币网信息，12月24日仍将有7家银行发行共10只同业存单，计划发行金额合计144亿元。

据统计，年初以来共有90余家商业银行披露今年同业存单发行计划，计划发行额合计约143万亿元。而据统计，今年以来已发行的同业存单总额不到9000亿元，仍存大量的发行额。

市场人士表示，今年以来共90余家商业银行披露今年同业存单发行计划，计划发行额合计约143万亿元。而据统计，今年以来已发行的同业存单总额不到9000亿元，仍存大量的发行额。（张勤峰）

宝塔石化集团变更中票发行计划

宁夏宝塔石化集团有限公司23日发布公告称，决定变更该司10亿元中期票据发行计划。

据公告披露，该公司经交易商协会注册，获得中期票据注册金额28亿元，有效期截至2015年12月12日。公司中期票据原计划分3期发行，具体发行计划为：首期发行规模为8亿元，于领取交易商协会下发的接受通知书后2个月内发行；第二期发行规模为10亿元，计划发行时间为2014年三季度；第三期发行规模为10亿元，计划发

行时间为2014年四季度。

公告指出，该公司已于今年1月28日第一期8亿元中期票据，期限5年；于今年9月25日发行了第二期10亿元中期票据，期限5年。根据公司资金需求和市场情况变化，会司决定变更原

第三期中期票据发行计划，改为2015年一季度发行第三期10亿元中期票据。

市场人士表示，按照以往经验，随着年底临近，未来企业变更债券发行计划的情况可能将继续增多。（张勤峰）

■交易员札记

流动性改善 债市暖意初现

周二开始，新股申购资金开始解冻，银行间资金供给随之大幅改善，质押式回购利率全线下行。受此影响，债市交投热情回升，利率债各期限品种收益率均小幅走低，整体收益率曲线继续平坦化，全天长端利率债下行约7bp。

周二债市现券交投活跃，国债方面，1年内券种成交在3.40%，7年期早盘成交在3.63%；金融债方面，10年期国开债尾盘成交在4.03%附近，下行约7bp；短融交投活跃，收益率整体下行约5bp，半年期AAA券种14铝业CP003成交在5.65%附近，接近1年的14苏交通CP006尾盘成交在5.0%；中票整体收益率略降，中高等级

券种较受关注，1年期11河钢MTN3成交在5.80%附近，3年期13乌城投MTN001成交在5.85%；企业债收益率整体下行，热点集中在中高等级券种上，7年期11铁道08下行8bp，成交在4.85%，跨市场AAA城投债13鄂投02当日成交行权收益率从5.59%下行至5.54%。

由于新股冻结资金本周陆续回流，再加上临近年底，即将迎来万亿规模的财政存款投放，流动性紧张局面将出现实质性缓解，年前降准或逆回购操作的可能性也大为降低。近期受资金面拖累，短端品种利率上涨过快，随着资金面逐步转暖，未来短期品种利率存在一定回调空间。（中银国际证券 竹斯）

通缩隐现 明年“债牛”可期

□国海证券 范小阳

今年是股债双牛的年份，投资者大多收获颇丰，行情在明年能否延续？从市场主流预期来看，对明年经济增速的预测差别不太大，基本落在7%-7.5%的区间，最大的不确定性将来自物价，明年物价是保持平稳还是出现通缩直接决定了明年债券投资的空间。笔者认为，明年通缩的预期可能会抬头，政策将继续宽松，降准可能性很大，债券收益率还有较大的下行空间。

自上世纪九十年代以来，我国先后出现了三次通缩：1998-1999年、2002年和2009年。1998-1999年和2009年均处于危机冲击的特殊时期，而目前经济环境与2002年最为相似：全球经济仍受危机负面影响的困扰，国内经济增长也始终偏弱，2002年的情景可能对预判明年物价走势有一定参考意义。

笔者梳理了2001-2003年央行货币政策执行报告。从央行角度来看，2002年通缩的成因主要有以下三个方面：一是结构性中的产能过剩；二是大宗商品下跌

导致的输入型通缩；三是大部分国家应对通缩不利，国际大环境偏通缩。

从基本面看，目前与2002年有较大的相似性：首先，货币增速都保持在较低的水平。1999年-2002年，M2增速始终维持在较低的水平，直到2002年三、四季度才开始出现明显的反弹。目前M2增速达到了历史低位，社融增速也出现了大幅下滑，明年上半年货币增速很难有明显的回升；其次，大宗商品价格出现了大幅下跌。原油自2001年下半年开始，从近40美元下跌至18美元，跌幅达到40%以上，目前原油从110美元以上跌至60美元附近，跌幅接近50%；同时LME铜、铝等有色金属和玉米、大豆等农产品的价格都出现了不同幅度的下跌。最后，主要发达国家复苏缓慢，大多处于通缩压力之下。目前美国CPI水平与2002年接近，欧元区CPI甚至明显低于2002年。

还有一些迹象表明，目前的形势比2002年可能更为严峻一些：一是目前企业负债率更高，产能过剩情况更严重。2002年时企业经过了前期的去杠杆，负债率已

经下降到比较低的水平，而目前企业杠杆率始终保持在较高的水平，投资增速则处于较低的水平，特别是制造业投资增速较之前大幅下滑；二是缺乏出口拉动，目前经济前景不如2002年乐观。2002年外贸形势较好，中国经济刚刚找到出口这一新的增长引擎，而目前中国经济新的增长动力还不是十分明朗，管理层还在为稳增长而努力。

在此背景下，明年很可能重现通缩魅影。参考2001-2002年通缩周期的物价走势并就结合目前的政策环境，预计明年CPI同比增速可能会在1.4%左右，5-7月份可能降到1%以下，通缩预期可能明显升温。

通缩压力之下，未来政策还有宽松空间，央行可能因为资金外流的风险而对降息变得谨慎，但采取降准的可能性较高。降准在释放流动性的同时还可降低社会融资成本，而且降准是刺激性、非对冲的，这样才会有反通缩的效果。因此，明年债券收益率仍然有较大下行空间，乐观一些的话，债券收益率可能将回到过去几轮通缩周期的低点，中长期债券的资本利得收益并不会比今年逊色太多。

公开市场操作八连停
“打新”资金解冻 回购利率跳水

次暂停公开市场例行操作。不过，作为对近期资金面造成明显冲击的主要因素，本轮新股IPO从本周二开始进入申购资金解冻期，对资金面的影响也由负面转向正面。

数据显示，昨日银行间质押式回购市场上，短期限资金出显著增多并带动利率走低，隔夜回购加权平均利率下降14BP至3.57%，7天回购加权平均利率大跌70BP至5.47%。跨年资金供需紧张局面也有所缓解，14天回购加权利率全天下行

两券商26日招标短融券

中国证券金融股份有限公司、东吴证券股份有限公司23日分别公告称，各自定于12月26日招标发行今年第五期、第七期短期融资券，其中，证金公司本期短融券发行金额30亿元，期限88天；东吴证券本期短融券发行金额4亿元，期限91天。

这两期证券公司短融券均为固定利率，发行利率将通过招标系统招标决定，采用单利按年计息。时间安排上，两期短融券均为12月26日招标，分销期、缴款日、起息日、债权债务登记日均为12月29日，交易流通日为债权债务登记日次一工作日。两期短融券均无担保。经中诚信国际评定，证金公司的主体评级为AAA，本期短融评级为A-1。经上海新世纪评定，东吴证券主体信用等级为AA+，债项评级为A-1。

据Wind统计，包括这两期债券在内，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252只，4114.9亿元，远超去年全年的131只/2905.9亿元。（葛春晖）

口行26日招标二期金融债

中国进出口银行23日公告称，定于2014年12月26日通过中国人民银行债券发行系统，招标发行该行2014年第83期、第84期金融债券。

第83期金融债券为口行2014年第68期3年期固息金融债的增发债券，票面利率为4.2%，发行金额不超过55.1亿元，本计息期起息日为2014年10月21日。第84期金融债券为该行2014年第73期7年期固息金融债的增发债券，票面利率4.38%，发行金额不超过60亿元，本计息期起息日2014年10月28日。

两期增发债券均以全价价格招标方式发行，中标方式为多重价格中标（美国式）。招标时间方面，均为2014年12月26日10:00至11:00招标，缴款日为2015年1月7日，上市流通日为2015年1月13日。两期债券均无基本承销额度，3年期品种的发行手续费为发行总额的0.05%，7年期品种为0.10%。（葛春晖）