

# 钱紧2.0:资金传递链条阻塞

□本报记者 张勤峰

继2013年钱荒之后,这一次的市場动荡再次告诫大家:流动性是金融机构的生命线。在2013年钱荒之后,金融机构普遍加强了流动性管理,预计这次也不例外,明年金融机构可能会执行更严格的流动性管理和风险控制。

市场人士指出,近期流动性出现异常波动,进而引发债市空前调整,已引起监管层关注,央行对金融机构流动性支持力度在逐渐加大,投放机制也有所调整。往后看,随着年底财政存款集中释放窗口期的到来,大额财政库款投放亦有望显著提升金融机构超储率,届时流动性将有望迎来进一步改善。不过,当前流动性总量不足、时点扰动较多、传递链条阻塞的问题比较突出,对未来一两个月流动性波动风险仍不可掉以轻心。尤其是,对于MPA考核实施造成的流动性结构性问题需保持警惕。

## 流动性收紧酿成大跌

历史总是惊人的相似,发端于2013年末,孕育于“钱荒”期间市场动荡的这一轮利率牛市,在持续了十一个季度之久后,因为又一次的流动性异常波动而崩溃。这一轮债券市场调整,与2013年钱荒期间债市出现的动荡颇有些相似。

自10月中旬以来,银行体系流动性反复收紧,且紧张程度和持续时间呈持续加重的趋势,逐渐动摇了原先市场对货币政策及流动性的乐观预期。自10月底起,中长期资金利率及利率互换利率持续走高,反映出市场流动性预期不断趋于谨慎甚至转向悲观;11月中下旬,流动性更是持续异常偏紧,“钱荒”重新成为舆论热词。到12月19日,银行间市场7天期质押式回购利率(R007)涨至

## ■ 观点链接

### 中金公司:应优化流动性投放机制

要恢复流动性正常运作,除了简单投放流动性以外,还有很多结构性问题需要解决。中国目前依靠逆回购和MLF的流动性投放机制存在缺陷,需要修改质押券机制以及对LCR指标进行适度的调整或者给予一定的缓冲。否则不是简单投放了流动性就可以缓解所有的资金面紧张因素。目前最核心的障碍在于借不到跨年资金,或者借入跨年资金的成

3.68%,较10月份低点上涨接近140bp,并创了2015年4月以来新高。

作为市场利率定价基准,货币市场利率中枢抬升,对债券收益率造成了系统性的冲击。回顾2013年下半年和这一轮调整,一个共同的特征是流动性持续紧张局面下,银行、保险等机构纷纷赎回货币基金、债券基金换取流动性,连续大额赎回迫使基金卖出资产。这一过程中,债券抛盘加重,加剧价格下跌,进而又引发更多机构止损,抛盘进一步加重,市场出现下跌自我强化的负反馈。另一个共同特征则是流动性持续偏紧及货币政策预期收紧,触动金融去杠杆机制。金融加杠杆是把双刃剑,当杠杆上升的时候,债券需求可能成倍增加,而一旦杠杆去化开始,原先被放大的买盘就可能立刻变成堆积的卖盘。

总的来看,这一轮债券市场调整背后,有基本面变化的作用,亦受到海内外市场联动的拖累,但主要还是流动性冲击和连锁去杠杆造成的,流动性持续收紧是根源。

### 稳定性下降与多扰动并存

流动性收紧的根源则在于银行可用资金的减少,体现在可量化的指标上就是金融机构超储率下降。据央行数据显示,到9月末,金融机构超额存款准备金率已落于2012年以来最低的1.7%。

除了机构资产配置会消耗超储之外,今年超储的减少主要受到资本持续外流与货币政策操作变化的共同影响。业内人士指出,基础货币投放渠道在2014年从外汇占款变为央行货币政策工具。今年二季度以来,央行再未实施过降准,主要通过开展公开市场逆回购操作和TMLF等操作提供流动性。同期,资本流出压力则持续加大,2016年以来外汇占款已减少近3

本很高。接下来的一两周,1个月或以上的跨年资金甚至跨过了春节,其供需矛盾或更为激烈。这可能需要货币当局采取一定的措施来避免冲击进一步扩大。中长期来看,降准不失为一个缓解流动性冲击的好方法。

### 华创证券:资金面仍不乐观

资金面依旧不乐观,资金利率中枢难下降。首先,人民币汇率贬值压力较大,资金流出或持续。其次,年末叠加明年春节,市场机构存在巨大资金缺口。年

万亿元。这样造成的结果就是,目前金融机构超储几乎全部来自向央行的短期借款(逆回购、MLF期限均不超过1年),而且规模在减少。总之,当前金融机构可用资金已较少,流动性总量并不充裕,持续不降准的负面影响逐步显现。

与此同时,三季度末以来,银行体系流动性还面临多重叠加影响:一是央行拉长流动性投放期限,但由于使用的是逆回购、MLF,银行向央行融资的综合成本上升,进而引发流动性收紧及货币政策倾向于持有更多的备付,而今年元旦与明年春节的间隔较短,春节效应可能提前显现并与年末效应形成叠加;四是MPA考核加剧流动性分层割裂,传递链条阻塞的问题较以往更突出。

业内人士指出,总量流动性不足,叠加央行货币政策边际收紧、强势美元引发的资本外流、中国特色的流动性季节性扰动以及MPA考核实施造成的结构性问题,流动性稳定性下降与流动性扰动增多并存,出现波动增多、波动加剧的现象也就不难理解了。

### 警惕结构性矛盾

应当看到,近期流动性出现异常波动,进而引发债券市场空前动荡,已经引起监管层关注,央行对金融机构流动性支持力度在逐渐加大,投放机制也有所调整。

上周五,央行再次开展MLF操作,并将同业存单纳入MLF抵质押品范围,显示央行投放流动性意愿阶段性上升。在央行通过逆回购和MLF操作持续实施大额净投放后,20日午后,货币市场流动性

未效应逐步显现,即使12月25日之后财政存款逐步释放,但由于距离年末太近,恐无法对冲年末效应对于资金面的抽紧,而且年末之后的明年1月份将再次面临巨量的资金缺口。再次,同业存单发行利率继续上行,限制了市场资金利率的下行空间。最后,央行态度并未发生变化,防风险变得更加重要。短期看,中性偏紧的货币政策还将持续。

### 海通证券:流动性将维持紧平衡

上周中央经济工作会议召开,定调

交易员表示,银行间市场周二资金面略有缓和,隔夜资金供给较为宽松,不过资金利率整体也并未出现大幅回落,尤其跨年资金价格仍处于高位。来自DM金融同业报价平台的数据进一步显示,截至20日16:30,DM平台线上隔夜资金供需比录得100:15,7天期资金供需比录得100:120。

### 短期资金面风险有望下降

市场人士表示,由于表外理财纳入MPA监管等利空因素持续发酵,跨年前后期限的资金需求继续紧绷。不过另一方面,央行公开市场加码净投放助力资金面改善,央行窗口指导大行出钱的传闻,也在一定程度上缓解了市场忧虑情绪。

整体来看,短期限资金供需情况仍相对宽松,但跨年的中长期资金价格整体仍处于高位。

紧张状况已出现一定改善。往后看,随着年底财政存款集中释放窗口期的到来,大额财政库款投放亦有望显著提升金融机构超储率,届时流动性将有望迎来进一步改善。

不过,当前流动性总量不足、时点扰动较多、传递链条阻塞的问题比较突出,对未来一两个月流动性波动风险仍不可掉以轻心。有业内人士就表示,MPA考核实施造成的流动性结构性矛盾值得高度关注。

业内人士指出,观察MPA实施的几个核心指标(如广义信贷、流动性覆盖率LCR指标),可看到银行同业间、银行与非银间的资金往来,尤其是资金拆出行为将极大地影响纳入MPA考核的银行机构。因此即便是央行增加短期流动性投放,流动性的传导途径在特殊的岁末时点也可能严重阻塞。央行通过公开市场一级交易商投放流动性的模式,由于银行机构对外的30天资金净流出量影响LCR,明年1月底的春节时间将卡死这个流动性传递链条。在总体流动性本已紧张的背景下,微观流动性传导链条却由于跨年原因被堵塞,小银行、非银金融机构等资金净拆入方面面临较大流动性风险。

有市场人士即表示,虽然最近总体流动性紧张还未到钱荒地步,但对于非银等中小机构而言,流动性紧张程度甚至已不亚于钱荒时期。

总的来看,考虑到央行干预力度重新加大,且有SLF这个应急投放机制的支持,流动性在总量层面出现钱荒的可能性较小,甚至不排除因为机构加强流动性管理,提前提高备付,年末流动性波动存在低于预期的可能性,但是对流动性结构性矛盾仍应保持警惕,未来央行流动性投放方式亦存在进一步优化调整的可能。

2017年是供给侧改革深化之年,弱化增长目标,提出把防控金融风险放到更重要位置。对于货币政策,今年的提法是货币政策稳健中性,适应货币供应方式新变化,调节好货币闸门,努力畅通货币政策传导渠道和机制。2017年货币政策将比2016年更为稳健,防风险仍是首要任务。这意味着,去杠杆仍是当前货币政策的主要基调,而货币政策的转向可能需要基本面再度下行压力很大时才能看到,因此短期内货币将维持紧平衡。(张勤峰 整理)

了“稳健中性”的概念,市场主流观点普遍将其解读为政府对经济增速放缓的容忍度显著提升。在此背景下,货币政策导向也将会在长期趋势上趋于稳健。不过,结合近期债券市场、货币市场的剧烈动荡和央行的应对来看,“循序渐进”依然是货币收紧进程中所必须遵循的引导方式。

分析人士进一步指出,本月以来的资金面与债市动荡已使得金融机构对跨年资金需求和MPA考核提前有所准备。随着下周财政存款的投放,以及央行的持续维稳,未来一周多时间内,资金面预计不会再度出现超预期紧绷风险。另一方面,由于债券代持业务等风险事件的利空影响短期仍难消除,非银机构资金融入利率高企等资金面结构性冷热不均的状况,可能还会持续一段时间。

## 人民币汇率偏弱震荡

周二(12月20日),人民币兑美元中间价、即期价双双走弱,境内外价差明显收窄,体现市场预期仍较稳定。市场人士指出,短期来看,人民币汇率仍将随美元指数波动,叠加季节性购汇需求居高不下,市场整体心态偏弱,不过加息落地后美元指数继续上攻乏力,人民币汇率在6.95一线的支撑预期也有所增强,年内人民币汇率继续下跌空间有限。

昨日人民币兑美元中间价大幅下调156个基点至6.9468,受此影响,昨日在岸人民币兑美元即期汇率盘初即跌近60点,开盘报6.95,日内多数时段于低位

窄幅震荡,盘中最低下探至6.9518,截至收盘报6.9509,较上一交易日跌59个基点,失守6.95关口;离岸方面,昨日香港市场上人民币CNH汇价整体震荡走低,盘中最低下探至6.9542,至北京时间20日16:30报6.9530,跌逾200个基点,两地价差基本抹平。

中银国际证券表示,预计短期内美元仍保持强势,人民币仍然面临贬值压力。在基本盘面支撑和中央经济工作会议再次重申“合理均衡水平上的基本稳定”情况下,美元带来的短期加速贬值预期预计人民币将恢复震荡走势。(王姣)

## 国开债认购倍数均超3

国开行12月20日招标发行的三期金融债中标利率基本符合市场预期,其中3年期认购倍数接近5倍,5年、7年期认购倍数均超过3倍,显示市场需求相对较佳。分析人士指出,尽管当前债市情绪仍然不稳,但连续较长时间的大跌过后,债市的安全边际也在不断提升,考虑到年末季初的配置压力,机构进场意愿有所提升。

国开行此次招标发行的三期债均为固定债,包括2016年第15期、第18期、第3期的增发债,期限分别为3年、5年、10年,发行规模分别为25亿元、30亿元、30亿元、70亿元。据业内人士透露,此次3年、5

年和10年期国开债中标收益率分别为39171%、39013%和39210%,市场预测均值分别为389%、392%和391%,其中3年、10年中标利率高于市场预期,5年期中标利率则低于市场预期;三期债全场倍数分别为479.315、329,边际倍数分别为2.268、5.67。中债到期收益率曲线显示,12月19日,银行间市场上待偿期为3年、5年、10年的国开债收益率分别为3.8902%、3.9007%、3.9243%,上述3年期国开债中标利率高于二级市场水平2.69BP,5年、10年期中标利率则基本持平于二级市场水平。(王姣)

## 财政部21日两债齐发

财政部20日公告称,将于12月21日招标续发2016年第二十二期3年期和第二十五期7年期记账式附息国债。

上述两期国债均为固定利率附息债,本次招标总额均为160亿元,均进行甲类成员追加投标。日期安排上,两期债券均为12月21日招标,招标结束至12月22日进行分销,12月26日起与原债券合并上市交易。

据悉,上述3年期国债从2016年10月27日开始计息;票面利率2.29%;按年付息,每年10月27日(节假日顺延,下同)支付利

息,2019年10月27日偿还本金并支付最后一次利息。7年期国债从2016年11月17日开始计息;票面利率2.79%;按年付息,每年11月17日(节假日顺延,下同)支付利息,2023年11月17日偿还本金并支付最后一次利息。

上述两期国债招标将采用混合式招标方式,标的为价格。3年期债券发行手续费率为0.05%,7年期债券为0.1%。

据悉,上述两期国债原定本次续发规模均为280亿元,总额为560亿元,财政部在发行前临时下调了招标计划。(张勤峰)

## 新世纪下调金川电子和昌明机械评级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪”)日前公告称,决定将宜宾金川电子有限公司(简称“金川电子”)主体长期信用等级由BB下调至CCC,并将其列入负面观察名单;同时将四川省宜宾市昌明机械有限公司(简称“昌明机械”)主体长期信用等级由B-下调至CC,并将其列入负面观察名单。

新世纪指出,“13宜宾SMECNII 001”于12月16日到期,本期票据的联合发行人分别为金川电子和昌明机械,其中金川电子的发行金额为5000万元,到期需兑付本息总额为5400万元,昌明机械的发行金

额为6000万元,到期需兑付本息总额为6480万元。金川电子和昌明机械均于12月13日发布关于无法提前向“13宜宾SMECNII 001”专项偿债资金账户存入债券本息的公告及关于提请启动信用增进程序的公告。金川电子和昌明机械均预计截至兑付日仍无法向专项偿债资金账户足额存入债券本息,因此金川电子和昌明机械提请中债公司按照信用增进函的约定履行代偿义务。新世纪表示,基于上述公告,认为金川电子和昌明机械的偿债能力均进一步恶化,故决定同时下调其评级并将其列入负面观察名单。(王姣)

## 汉口银行23日招标20亿二级资本债

汉口银行股份有限公司12月20日公告称,定于12月23日公开招标发行该行2016年二级资本债券,发行规模不超过人民币20亿元。

公告显示,汉口银行此次招标发行的二级资本债为10年期固定利率债券,在第5年末附有前提条件的发行人赎回权,发行人在有关监管机构批准的前提下有权按面值部分或全部赎回该品种债券。本期债券采用固定利率方式,最终票面利率将根据

簿记建档结果。本期债券面值为100元(人民币壹佰元),最低认购金额是人民币1000万元的整数倍且不少于人民币1000万元。

具体安排上,本期债券发行首日为12月23日,发行期限为12月23日至27日共3个工作日,起息日为12月27日,缴款日为12月27日。

根据联合资信评估有限公司的评级结果,本期债券的信用等级为AA,发行人主体信用等级为AA+。(王姣)

## 辽阳银行23日招标6亿二级资本债

辽阳银行股份有限公司12月20日公告称,定于12月23日公开招标发行该行2016年二级资本债券,发行规模不超过人民币6亿元。

公告显示,辽阳银行此次招标发行的二级资本债为10年期固定利率债券,在第5年末附有条件的发行人赎回权,发行人在有关监管机构批准的前提下有权按面值部分或全部赎回本期债券。本期债券不含利率跳升机制,采用固定利率方式,最终票面利率将根据市场招标结果。本

期债券的面值为100元,平价发行,最小认购金额为人民币500万元,且必须是人民币100万元的整数倍。

具体安排上,本期债券的招标日为12月23日,发行期限为12月23日至12月27日的3个工作日,缴款日为12月27日,起息日为12月27日。

经联合资信评估有限公司综合评定,发行人的主体信用等级为AA,本期债券的信用等级为AA-。(王姣)

□本报记者 王辉

在周二央行继续推出超千亿元资金净投放的背景下,市场资金面情绪有所改善。不过在债市情绪依旧脆弱的背景下,虽然有央行窗口指导,非银机构资金拆入难度依旧居高不下。分析人士表示,现阶段市场悲观预期仍难扭转,但情绪面的逐步缓和也在同步进行之中。考虑到年末阶段央行维稳为先的政策基调,未来一周多时间内,资金面预计将保持大体平稳。

### 公开市场连续5日净投放

央行周二以利率招标方式开展了2500亿元逆回购操作,7天、14天和28天品种分别为1550亿元、650亿元和300亿

## ■ 交易员札记

## 债市情绪有所修复

受明年一季度表外理财将正式纳入广义信贷范围消息影响,昨日现券早盘大幅走弱,10年期国开债收益率逼近4%,不过在资金面有所改善的支撑下,现券午盘后趋于震荡。整体来看,昨日债市交投较活跃,现券收益率先抑后扬。

利率债整体收益上行,涨幅趋缓,国债整体上行1-4bp,5年期成交在3.20%,10年期成交在3.35%-3.44%;金融债上行2-5bp,国开债5年期成交在3.93%-3.99%,10年期成交在3.90%-4.03%,非国开债10年期成交在4.0%-4.07%;信用债收益继续大幅上行,短端上行幅度较显著,短融交投活跃,整体收益有所上行,流动性好的AAA券种成交居多,如半年期的16国电SCP005成交在4.80%。

近日因资金面波动、“国海事件”持续发酵及表外理财纳入MPA考核等因素影响,多个利率债发行规模缩减,多家主体取消发行信用债。虽然央行稳定金融市场意图较为明显,市场情绪有所修复,但跨年压力较大,机构违约担忧仍存,债市短期或有所企稳,需关注流动性风险。当前,外汇占款流出叠加年末效应等因素,年末流动性仍面临一定不确定性,整体维持偏紧态势。(中银证券 斯竹)

元,中标利率继续分别持平于2.25%、2.40%和2.55%,当日到期逆回购量为850亿元,由此公开市场单日实现资金净投放1650亿元,较周一的650亿元大幅增加1000亿元,且为连续第5个交易日净投放资金。

在持续净投放的呵护下,银行间货币市场整体偏紧态势有所缓和。周二银行间隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构)分别为2.32%、2.57%、3.32%和4.23%。相较于前一交易日,主流隔夜品种环比持平,7天期品种小跌9基点;14天期品种大跌43基点,1个月期限的回购利率则继续上涨13基点。整体来看,短期限资金供需情况仍相对宽松,但跨年的中长期资金价格整体仍处于高位。

受表外理财纳入MPA考核、央行指导部分银行通过X-REPO提供流动性、央行部分支行近日开展债券代持业务调查等传闻影响,周二(12月20日)银行间现券收益率冲高回落,国债期货市场先抑后扬,最终5年、10期国债期货双双顽强收红。分析人士指出,临近年末,在资金面预期本就偏紧、信用违约事件不断的背景下,银行理财监管趋严,令市场情绪更为脆弱,当前整体环境仍利空债券市场,国债期货调整也难言结束,建议投资者继续保持谨慎,降低仓位控制风险。

### 国债期货顽强收红

利空、利多交织背景下,昨日银行间债市开盘继续大跌,10年期国债期货一度重挫逾1%,国债和国开债收益率一度大涨10bp,随后市场情绪趋于稳定,收益率涨幅明显回落,国债期货也顺势翻红,午后国债期货先抑后扬,最终全线收红。截至收盘,10年期国债期货主力合约T1703涨0.17%报94750元,早盘则一度大跌1.17%,刷新上市以来新低;5年期国债期货主力合约TF1703收涨0.05%报97775元,早盘也一度大跌0.85%。

一级市场上,昨日招标发行的3年、5年和

# 国债期货调整难言结束

□本报记者 王姣

10年期国开债发行中标收益率分别为39171%、39013%和39210%,其中3年、10年期中标利率高于市场预期,5年期中标利率则低于市场预期。二级市场上,银行间现券收益率由涨跌转换,10年期国债活跃券160017收益率最终跌2bp报3.35%,10年期国开活跃券160210收益率最终跌15bp报3.915%。

“央行有关负责人称,表外理财纳入宏观审慎评估广义信贷指标实施条件已经具备,将于2017年一季度评估时开始正式纳入。此举预计加重债市谨慎情绪,早盘债市延续调整,期债大幅低开。午盘受资金面好转,以及大量投机抄底介入,期限止跌反弹。”瑞达期货点评称。

### 弱勢格局仍将延续

市场人士指出,在当前临近年末、信用违约事件不断、资金面偏紧的情况下,表外理财纳入MPA、央行部分支行近日开展债券代持业务调查等消息,无疑进一步加剧了市场的紧张情绪,收益率继续上行的压力仍然较大,期债市场也难言稳定,整体来看,债券市场的弱势格局仍将延续,建议投资者多看少动。

“前期市场情绪已经十分脆弱,年末因素、上周‘萝卜章’事件的持续发酵,债券市场一直萎靡不振。当前理财新规对债