

# 二季度资金面料乌云难散

□本报记者 王辉

受MPA考核、光大转债申购等多个短期负面因素影响,3月下旬以来,市场资金面持续偏紧,尽管近几日资金面紧势有所缓解,但市场心态依然偏于谨慎。分析人士表示,展望二季度,市场资金面预计仍将受到货币政策收紧、金融体系杠杆依旧较高、审慎监管加强等三大潜在利空的压制,在此背景下,流动性总量预计仍大体维持紧平衡格局。而包括同业存单和理财的监管政策变动,以及其他与货币政策导向有关的信号,仍将不可避免地对资金面带来一定的阶段性冲击。

## 货币环境将告别宽松

央行行长周小川上周末在参加博鳌论坛时表示,货币政策在经过多年的量化宽松之后,目前全球已经到了这次周期的尾部,这意味着货币政策将不再是宽松的政策。此外,周小川还解释称,宽松政策可能造成高通胀或金融市场、房地产等领域的资产泡沫,但这是政策权衡的结果,因为目前的政策重点是使经济从全球金融危机中复苏,所以即使货币政策会造成这些后果,也不得不这么做。

国元证券本周发表研究观点称,从央行对于市场资金利率的把控来看,资金利率的实际上升可以追溯到今年2月央行上调7天逆回购利率,而在此之后,央行又相继上调各期限的逆回购利率及MLF利率。从周小川的这一表述来看,货币政策趋于紧缩将可能逐步成为长期趋势,在此背景下,市场资金实际利率将走入长周期上升通道。来自华创证券等机构的最新分析观点也认为,周小川行长对于央行货币政策的最新解读,将意味

着货币政策趋于中性偏紧,将逐步传导到资金面出现持续性的紧平衡。

分析人士进一步表示,结合3月下旬以来央行对于资金面的调控来看,上周末至本周二(3月28日),央行在市场资金面有所改善的情况下连续3个交易日暂停例行逆回购操作,并使得公开市场出现单日资金净回笼,在很大程度上,就再度反映出货币政策立场依旧偏于“严厉”。

与此同时,在美联储进入加息周期、人民币贬值压力加大、外汇储备萎缩趋势仍未得到有效扭转、实体经济去杠杆去产能以及通胀抬头的大背景下,尽管央行依然有支持经济复苏的政策诉求,但政策重心可能已经发生偏移,即从侧重于稳经济,逐步转移到防风险、控泡沫。尤其值得注意的是,近期全国超过20个城市掀起继去年10月以来的第二轮楼市调控,在一定程度上,可能也反映出政府整体经济金融政策的方向性转变。在此背景下,从货币政策导向的变化角度来说,资金面势必难以重回以往较长一段时期的全局性宽松。

## 金融去杠杆将深化

回顾3月下旬以来市场资金面的紧绷状况,除了MPA考核、光大银行可转债申购等因素外,目前天量规模的同业存单可能对资金面带来的潜在巨大风险,也同样是加剧市场各方心态一度十分悲观的一大利空因素。

前海再保险投资管理部副总裁广南表示,虽然与去年四季度和今年前两个相比,目前市场各类机构的杠杆已经显著下降,但以农商行、城商行为代表的中小银行天量同业存单,依然是影响未来市场资金面稳定的重磅“暗雷”。该

市场人士称,截至目前商业银行同业存单总量高达7.5万亿元,占65万亿元债券市场总规模的11%。与此同时,这些同业存单大多期限都属于3个月、6个月的短期品种,到期续发的压力很大,且存在期限错配的问题,一旦纳入MPA考核,将可能对资金面产生剧烈冲击,而这也是下一步市场关注的焦点。

此外,对于目前金融体系内部在同业存单、理财等领域的去杠杆问题,有观点称,“整个市场的流动性缺口,从央行的政策取向和投放情况来看间接判断可能更为准确”、“流动性稳定性的提升,有赖于金融机构主动去杠杆,加强流动性管理”。从这个表态上看,相关机构认为,未来只要央行认为金融机构杠杆水平没有回落,就会维持偏紧的货币政策,抬高资金成本,倒逼机构去杠杆,即以市场整体杠杆水平的去化来决定流动性的总量投放水平。由此,该机构认为,在美联储快速步入加息周期、金融监管继续加强的背景下,预计央行将保持偏紧的货币政策,并主动维持较高的资金成本。

另一方面,目前市场主流观点也普遍认为,在目前金融系统整体对货币政策和监管政策整体极度敏感的背景下,央行在同业存单、理财等方面监管收紧预计也不会过度剧烈,以免对金融体系带来难以把控的冲击。而与之相对的是,相关监管政策循序渐进的调整,也可能更显著地强化资金面的紧平衡格局。

## 紧平衡格局料延续

在3月市场资金面因MPA考核等因素出现紧绷和颠簸、近几个交易日

正逐步趋稳的背景下,对于4月份和二季度的资金面形势,业内人士普遍认为,综合各方面因素来看,季末之后市场资金面状况预计还会出现一定好转,但资金价格水平则难有大幅度下降。

于广南认为,整体来看,进入4月份之后,市场资金面预计将会趋于稳定,较3月末有明显好转。不过,相对于一季度前期,整体资金利率中枢还是会高一些。此外,从降低社会融资成本和避免对金融系统产生剧烈冲击的角度考量,央行在同业存单等方面的监管上,预计也不会主动放出“杀招”,因此对二季度资金面形势也不宜过于悲观。

华创证券则分析认为,从历史数据看,银行间市场7天期资金水平与公开市场操作利率的利差均值约在37BP左右。目前资金利率已经较为宽松,后期资金利率下行幅度可能将较为有限。此外,今年以来央行已经两次上调公开市场操作利率,后期仍然不能排除有继续上调的可能,因此季末时点过去之后,市场流动性也难以很快回归宽松。与此同时,考虑到央行维持资金面紧平衡的基调,以及商业银行一季度MPA考核普遍存在不合格的风险,对未来资金面仍然不可掉以轻心。

整体来看,综合货币政策收紧、金融体系杠杆依旧较高、审慎监管预计将缓步加强等因素,二季度的资金面状况,预计仍将延续今年2月以来的紧平衡格局。而从防风险的角度来看,对未来央行公开市场操作、监管政策等方面的因素仍需保持高度关注。

## ■观点链接

### 中信证券:短期流动性有望保持平稳

本周(3月27日-31日)资金到期压力较轻,有1700亿元7天、700亿元14天、500亿元28天逆回购到期,共2900亿元;本周二至周五,还有1100亿元7天、600亿元14天、400亿元28天逆回购到期。季末流动性方面,前期光大转债预期消退,预期的消退利好资金面,同时,央行虽连续三日暂停公开市场操作,但宣布月末财政支出力度加大,银行体系流动性处于较高水平,月末财政支出的加大同样利好资金面。

我们认为,央行在季末MPA考核前无意造成流动性紧张局面,今年货币政策将保持稳健中性的基调,短期流动性有望保持平稳。

### 申万宏源:资金面大概率将改善

随着月末即将到来,市场对MPA考核的担忧已经逐渐缓解。受此前市场对资金面担忧影响,3月中下旬短端各品种收益率普遍上行,期限利差收窄,随着MPA考核结束,资金面大概率将有所改善,建议关注短端品种。

### 中信建投:资金面压力仍在

资金面情绪缓和但压力仍在。上周前半周光大转债资金冻结,资金面一度紧张,央行通过连续公开市场投放缓解资金压力。后半周随着冻结资金解冻,资金面情绪缓和,上周五央行称财政支出力度加大,银行流动性处于较高水平,暂停了公开市场操作,反映出央行货币政策依然倾向于紧平衡。本周将迎来MPA考核,中小银行普遍反映MPA考核要到最后一周才会明朗,进而才能

有所应对,因此月末后续资金面压力并未消除。

### 海通证券:利率中枢难以下降

本周迎来3月最后一周,今年MPA考核趋严,核心是将银行表外理财纳入考核从而监管银行的广义信贷,这意味着过去高速扩张的中小银行将面临政策收紧的风险,由于中小银行的负债高度依赖于同质化的同业存单,这也意味着紧缩预期下存单利率难降,而货币利率中枢也难以下降。(王姣 整理)

# 期债跳水 资金压力仍需提防

席,但银行间市场短期资金依旧偏宽松。

而基于对季末过后资金面转松的一致预期,债券一级市场出现难得的火爆景象。28日上午,国开行招标增发的1年、3年、5年和10年期债券中标收益率分别为3.4152%、3.8224%、3.9000%、3.9746%,均低于此前预测均值和二级市场估值水平,且对应认购倍数分别高达6.92、4.31、3.92、5.86,显示机构整体需求相当强劲。

不过国开债需求旺盛对二级情绪带动甚微,昨日银行间主要现券收益率日内由跌转升。截至收盘,10年国开活跃券160213收益率上行1.27bp报4.065%,10年国债活跃券170004收益率上行0.5bp报3.265%。

国债期货市场则午后上演“跳水

秀”,并最终全线收跌。截至收盘,5年期国债期货主力合约TF1706收报99.220元,较上日结算价跌0.12%,持仓量增加246手,成交量为9918手;10年期国债主力合约T1706收报96.910元,较上日结算价跌0.40%,持仓量减少437手,成交量为5.52万手。

## 短期仍需谨慎

分析人士指出,3月只剩下最后3个交易日,尽管目前来看季末资金紧张程度不及预期,但并不意味着未来资金面就将重回宽松,对短期流动性仍不可掉以轻心。总体而言,在当前偏紧的货币政策基调下,仍需注意季末MPA考核、缴税缴款等带来的流动性冲击,建议投资者

者保持谨慎。

“企业利润反映出实体经济需求并未出现显著恶化的迹象,季末资金面压力的缓和并不意味着未来资金面就会趋于宽松,人民币兑一篮子汇率的贬值压力也将逐步显现。因此即使短期资金面压力有所缓和,收益率也很难有进一步下行的空间。”华创证券在最新研报中表示。

具体到期债策略,广发期货认为,短期回暖的情绪、流动性压力的逐步缓解以及市场配置需求对国债期货形成支撑,而工业生产延续向好的态势及周小川对货币政策的表态施压国债期货,受多空因素交织的影响,国债期货短期或维持偏强的震荡格局,多单可尝试继续持有,还未入场的建议观望为主。

□本报记者 王姣

周二(3月28日),受获利了结打压,国债期货高位低走,午后跳水并最终全线收跌,10年期国债主力合约T1706收跌0.4%,创3月8日来最大跌幅。分析人士指出,尽管全球避险情绪升温、资金面延续宽松对债市仍有一定支撑,但市场经过近期明显走暖后出现获利了结,现券也跟随期货调整。短期而言,对季末资金面仍不可掉以轻心,建议投资者谨慎操作。

## 期债全线收跌

昨日央行继续暂停公开市场操作,当日有700亿元逆回购到期,单日净回笼700亿元。尽管央行逆回购连续第三日缺

## 联合资信:

### 关注淮南矿业整体改制

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)日前公告称,关注到淮南矿业(集团)有限责任公司(简称“淮南矿业”)计划进行整体改制并上市,后续将持续关注公司进行整体改制、上市工作的相关进展并动态评估本次重大事项对公司及其存续期间信用水平可能带来的影响。

淮南矿业3月20日公告称,公司计划进行整体改制、整体上市工作。整体改制方案需经审批的具体事项包括但不限于以下事项:安徽省国有资产监督管理委员会设立控股公司并将其持有的淮南矿业股权转让至控股公司;非上市资产由淮南矿业剥离至控股公司;落实国有控股混合所有制改革,引入战略投资者以现金方式对淮南矿业增资。待整体改制方案获批并实施后,在“条件具备、时机成熟”时,淮南矿业将与控股上市公司安徽皖江物流(集团)股份有限公司(简称“皖江物流公司”)共同推进淮南矿业整体上市。本次整体改制方案尚需履行相关的内部决策程序和外部审批程序,改制方案能否获批、获批时间以及是否涉及修改或调整等,均存在较大不确定性。(王姣)

## “债券通”助力我国债市对外开放

□联合资信评估有限公司 郝帅

今年我国将在香港和内地试行“债券通”,允许境外资金在境外购买内地的债券。此前,我国先后推出针对内地与香港股票市场的“沪港通”、“深港通”,扩大两地投资者的投资渠道。与这两者的运行模式类似,“债券通”将不同的市场连通起来,为内地与香港的投资者提供跨境平台,双方无需改变现有的债券交易方式,就可以投资对方市场的债券产品。

“债券通”有助于加快我国债券市场对外开放,提升人民币债券的国际影响力。近年来,我国债券市场对外开放不断加速,先后允许ROFI和QFII机构申请进入银行间债券市场,境外机构的投资额度和投资范围不断扩大。截至2016年底,债券市场主要债券品种存量规模达到64.22万亿元,是全球第三大债券市场,而投资中国债券市场的境外投资者仅有400多家,金额约为8000亿元,占我国债券市场比例约1.25%,远低于新兴市场的债市开放水平。而我国债券市场品种多样,不仅存在一些在发行利率上有一定优势的债券产品(如城投

债),且我国绿色债券规模巨大,已成为全球绿色债券市场增长的主要驱动力,这些债券将受到越来越多的境外投资者的青睐。综上所述,我国债券市场对外开放的潜力仍然巨大。

“债券通”的试行是我国债券市场对外开放的进一步尝试,境外投资者能够便捷地参与到内地债券市场交易中,提高对外资的吸引力,扩大人民币债券需求,加快我国债券市场对外开放的速度。其次,香港与内地债券市场互联互通后,跨境投资资本的流动效率将大幅提高,人民币债券的定价水平会随之强化,进一步与国际接轨。同时,“债券通”的构建将促进人民币债券市场交易、结算等制度的不断完善,为更多海外投资者提供便利和友好的制度环境,这些都将为未来与其他国际金融市场互联互通,构建完全开放的债券市场打下基础,推动人民币国际化的不断深入。

我国评级机构应借助“债券通”机遇,加快国际化发展步伐。随着“债券通”的试行,境内外债券市场逐渐互联互通,债市对外开放的程度不断加大,境内外投资者对信用风险识

别、管理的需求将不断释放,这是我国家评级机构发展的新机遇。但我国信用评级机构起步较晚、仍处于发展初期,业务规模和综合实力较国际三大评级机构存在一定的差距,在离岸人民币债券市场影响力很小,国际化程度较低,境外投资者对我国评级机构的信用评级认可度不足。“债券通”

试行后,如果我国评级机构无法满足境内外投资者的需求,国际评级机构将在一定程度上抢占国内评级市场,加剧人民币债券评级市场的竞争,从而对我国评级机构提出了挑战。因此,我国评级机构一方面应该积极“走出去”,获取境外市场业务资质,尤其是香港市场的信用评级资质,助力我国债市的对外开放,为更多的投资者提供全面准确的风险揭示信息,加快与国际接轨的步伐。另一方面,我国评级机构应积极顺应国际债务资本市场发展的步伐,加强评级产品研发,完善等级体系设定,建立契合未来境内外投资者等市场参与者多元化要求的评级体系,开拓国际债券评级市场,推动我国信用评级业的国际化发展。

## “14富阳债02”拟提前还债

杭州富阳市城市建设投资集团有限公司(简称“富阳城投”)3月28日公告称,拟提前归还2014年第二期富阳市城市建设投资集团有限公司公司债券(简称“14富阳债02”)本金及应计利息。

富阳城投表示,为积极响应党中央“去杠杆、改变债务结构”的号召,目前政府拟对富阳城投名下的土地资产进行收购,原用于“14富阳债02”的偿债保证金措施的地块也在其中。如果收购通过,公司名下的资产将发生较大变化。先前公司打算变更偿债保障措施的议案也因无债

券持有人及其委托代表参会,未获得通过。为保护投资者的利益,在资金面充裕的现在,富阳城投拟配合政府回购公司土地资产的计划,并提前归还“14富阳债02”本金及应计利息。

富阳城投公告称,拟于4月17日召开“14富阳债02”2017年第1次债券持有人会议,审议表决《关于政府回购发行人原用于“14富阳债02”偿债保证金措施的地块的议案》和《关于提前归还“2014年第二期富阳市城市建设投资集团有限公司公司债券”募集资金的议案》。(王姣)

## 国开债需求旺盛

国开行28日发行的四期固息债招标结果较佳,其中标利率均明显低于二级市场估值水平;且整体认购倍数较高,其中1年、10年期认购倍数甚至分别高达6.92、5.86,显示市场需求旺盛。

国开行此次招标增发的四期债均为固息债,包括2017年第4期以及2016年第15期、第18期、第13期金融债的增发债,期限分别为1年、3年、5年、10年,发行规模分别为20亿元、50亿元、50亿元、50亿元。据市场人

士透露,此次招标的1年、3年、5年和10年期国开增发债中标收益率分别为3.4152%、3.8224%、3.9000%、3.9746%,对应认购倍数分别为6.92、4.31、3.92、5.86。

此次国开债中标利率均明显低于二级市场估值水平。中债到期收益率曲线显示,3月27日,银行间市场上待偿期为1年、3年、5年、10年的国开债收益率分别为3.5704%、3.9366%、3.9919%、4.0458%,此次国开债中标利率分别低于二级市场水平约16BP、11BP、9BP、7BP。(王姣)

## 人民币兑美元汇率小幅走软

周二(3月28日),人民币兑美元中间价、即期汇价双双小幅走软,境内外价差有所收窄。市场人士指出,连续多日走软后美元指数出现小幅反弹,但预计短时间内反弹力度有限,整体仍将偏弱震荡,与之相对应的是,人民币汇率大概率将延续平稳走势。

昨日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.8782元,较上一交易日下调81个基点,为5日来首次下调。在岸人民币兑美元即期汇率随之低开低走,日内偏弱震荡,16:30

收盘价报6.8858元,较上一交易日跌94个基点;香港市场上,离岸人民币兑美元汇率整体走势相对更弱,截至北京时间28日16:30下跌124个基点报6.8684元,境内外价差收窄至177个基点。

兴业研究表示,美元指数是否趋势性突破100整数位数尚待验证;倘若维持100-102区间震荡,美元回升时人民币仍将承压;倘若下破前期低点99.233,人民币存在升值动力,但需关注实需盘反应。4月中旬前总体仍维持人民币平稳判断。(王姣)

## 中诚信:关注江西长运业绩预减

中诚信国际信用评级有限责任公司(简称“中诚信”)日前公告称,关注到江西长运股份有限公司(简称“江西长运”)2016年度业绩预减,将对公司审计报告的披露、财务表现、经营情况及其对偿债能力的影响保持密切关注。

据公开信息,江西长运于1月21日披露2016年度业绩预减公告,预计2016年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比,将减少80%至90%(2015年归属于上市公司股东的净利润为7713.70万元);随后的3月21日,公司发

布更正公告称,预计2016年度经营业绩将出现亏损,实现归属于上市公司股东的净利润为-9700万元左右。业绩预告更正的主要原因包括补提约2600万元商誉减值、对相关债权增加计提约4800万元减值损失、补提资产减值损失约7400万元、冲回递延所得税资产3000万元等。

中诚信在2016年度跟踪评级报告中表示,维持江西长运主体信用等级为AA,评级展望为稳定;同时维持“15赣长运MTN001”债项信用等级为AA。(王姣)

## 财政部下周三续发行640亿国债

财政部28日公告称,定于4月5日招标发行640亿元国债,期限包括1年和10年。

财政部此次续发行的国债分别为2017年记账式附息(三期)国债、201