

流动性控量+回购开盘价异动 两手抓？监管趋严 货币亦难松！

□本报记者 张勤峰

面对短期流动性紧张及大量中期借贷便利（MLF）到期,5月3日,央行重启公开市场操作（OMO）,放量开展2000亿元逆回购交易,但未对到期MLF进行续做,实际仍实施了净回笼。当日货币市场紧张氛围有增无减,资金利率整体重返升势,叠加最近银行间质押式回购开盘利率上行,围绕央行货币政策及流动性走向的猜测进一步增多。

业内人士指出,在金融去杠杆大背景下,监管方向是一致的,一只手硬,另一只手未必就会松;为避免加杠杆死灰复燃,央行大概率将保持一定流动性倒逼压力。与此同时,二季度流动性波动风险不容忽视,从“防风险”大局出发,预计央行会继续管控流动性波动,避免类似“钱荒”那样的极端情况发生,当前货币政策放松无望,但紧亦有度。

明放实收	钱紧在继续
继周二暂停操作后,周三（5月3日）央行重启OMO,且一来就开展了2000亿元逆回购操作,交易量创下2月17日以来新高。据央行公告,这2000亿元逆回购包括7天期1700亿元、14天期200亿元和28天期100亿元,中标利率分别为2.45%、2.60%、2.75%,均与上一期操作持平。	数据显示,3日有600亿元逆回购到期,故在冲销完回笼量后,央行逆回购操作实现净投放1400亿元,创今年1月20日以来央行通过OMO实施的单日最大规模净投放。但当日随600亿元逆回购一道到期的,还有1笔6个月期的MLF,规模2300亿元。而根据此前类似情况可基本断定,央行当日未开展MLF操作。总的来看,3日,央行通过OMO渠道继续实施了流动性净回笼,规模为900亿元,较上一日的700亿元反而有所增多。
自4月下半月以来,货币市场流动性本就偏紧,跨月后流动性也未见改善,在此情况下,央行继续从金融体系“抽水”,对流动性及市场情绪的影响可想而知。3日,货币市场紧张氛围有增无减,就连上一日有所回落的中短期资金利率也都重返升势。	3日早间公布的SHIBOR全线上涨,其中,隔夜、7天和14天品种分别上涨2.76BP、4BP和3.2BP,涨幅靠前,继续传递出短期资金相对紧俏的讯息,值得注意的是,当日3个月SHIBOR上涨3.07BP,创下近三个月最大单日涨幅。
3日银行间市场质押式回购（存款类机构、下同）利率整体走高,其中隔夜回购利率涨近6BP至2.92%,7天回购利率（DR007）涨近19BP至3.18%;中等期限的14天、21天品种分别大涨56BP、18BP。交易员称,3日早盘资金面继续紧张,少见银行类机构融出,大部分需求都无法得到满足,午后紧张依旧,直到15时许才逐步	



恢复正常,尾盘资金需求基本得到满足。

另外,最近中长期限资金利率自高位水平进一步上行,显示市场流动性预期更趋谨慎。3日,7天回购定盘利率（FR007）的1年期利率互换上涨4BP至3.76%,连续四日上涨,且收盘价创今年新高。

回购开盘价上行有玄机
从跨月后资金面回暖预期落空到在钱紧状态下实施净回笼,市场对于央行态度及未来流动性走向不由得增添几分谨慎。同时,市场注意到最近银行间市场主要期限回购开盘价出现上行,有人猜测这可能是公开市场操作利率继续上调的前兆。
近期银行间市场质押式回购开盘价有所上行,7天期回购（DR007）自4月28日以来连续三个交易日开在2.65%,此前一个多月,DR007开盘利率一直稳定在2.45%。从3月下旬开始,DR001开盘价大多处于2.35%位置,到4月28日这天也上涨20BP至2.55%,5月2日再次上涨30bp至2.85%,5月3日重新回落至2.55%。
华创证券分析师李俊江表示,回购开盘利率具备部分基准利率的作用,如果开盘利率持续保持在高位,OMO上调概率将加大。退一步讲,无论后续OMO利率是否上调,都将强化市场利率上调预期。
年初以来,央行曾于1月底2月初和3月下旬两度上调公开市场操作利率,这之间大约相隔一个半月,而从前次上调算起,到5月初的间隔也是一个半月左右,加上回购利率开盘价上涨,引发市场猜测也并不奇怪。
“央行货币政策操作具有一定连续性,央行继续上调OMO利率的可能性无法排除。”一位股份行交易员向记者表示,“但在回购一二级利差拉开之后,继续上调OMO的理由可能才足够充分。”
数据显示,自3月下旬以来,DR007一直高于7天央行逆回购利率,近期两者利差进一步拉大,截至5月3日收盘,DR007高于7天逆回购利率73BP,最近20日平均值也高出7天逆回购利率64BP。
前述股份行人士表示,从以往来看,回购开盘利率确实具备一定引导作用,如果开盘价持续稳定在上调后水平,且

央行维持流动性偏紧势头,回购交易利率中枢可能出现上移,与央行逆回购利率拉开后,继续上调逆回购操作利率的空间和条件也就具备了。从近期操作来看,央行倾向控量,OMO再次调价的可能性不能排除,但还需观察。

放松无望 紧亦有度
进入二季度,金融防风险监管政策密集兑现,政策效应逐步发酵,市场对银行体系去杠杆提速形成共识,对货币政策从紧的担忧则有所缓和,甚至一度出现对货币政策放松的预期。
据业内人士介绍,监管层主要有两种手段推动金融去杠杆,一是管住流动性,通过提高资金成本,挤压套利空间,倒逼金融机构去杠杆,这是市场手段。第二则是运用窗口指导、监管政策、行政命令等促使金融机构去杠杆,这是行政手段。
“稳定的融资成本和必要的利差空间是杠杆操作存在的基础,央行收紧流动性导致融资成本走高、稳定性下降且挤压了套利空间,从而动摇了杠杆策略的基础。”前述业内人士表示,自从去年底流动性环境发生较大变化后,金融机
■观点链接
海通证券:资金面短期难宽松
近期,资金面仍然稳中偏紧,央行公开市场操作回笼与投放力度维持紧平衡状态。为了配合金融去杠杆和政策严监管的趋势,资金面短期难以宽松。不过考虑到资金一旦过度收紧,叠加监管政策的趋严,可能会导致金融资产短期剧烈调整。因此展望5月,预计在去杠杆及守住不发生系统性风险的背景下,资金仍将维持紧平衡,7天回购利率中枢在3%。
华创证券:OMO利率上行概率加大
去年以来,银行间存款类机构质押式回购开盘利率很少出现不同期限同步上调的情况,只有4月1日二者同步上调5BP,但是第二个工作日均回落。上周五回购开盘利率同步上调且幅度较大,而且五一假期后银行间隔夜开盘利率进一步上行,短期内OMO

资金面紧势未缓 期债短期仍将承压

□本报记者 马爽

因资金面紧张局势未能缓解,3日国债期货延续弱势,10年期国债期货主力合约TF1706跌0.07%。分析人士表示,虽逆回购放量但中期借贷便利（MLF）未续作,资金面延续紧张态势,令债市承压走软。此外,在监管层的一系列监管措施下,预计后期国债将延续偏弱震荡。

期债延续弱势
昨日,国债期货延续弱势,所有合约均以阴跌报收。其中,10年期国债期货主力合约TF1706低开低走,仅早盘一度站上前结算价上方,日内多数时间维持颓势,盘终报收95.665元,跌0.07%。5年

期国债期货主力合约TF1706报收98.155元,跌0.06%。银行间债市亦延续颓势,现券收益率小幅上行,其中,10年期国开活跃券160213尾盘报4.305%,上行0.02BP;10年期国债活跃券170004收益率尾盘报3.52%,上行3.5BP。

宏源期货国债分析师曾德谦表示,目前,经济基本面变化对国债期价走势仍有支撑但推动不足。相反,金融监管升级以及流动性收紧则成为债市下行的主要因素。

资金面上,昨日央行公开市场单日净投放1400亿元。不过,因MLF未予续作,市场谨慎心态依然浓厚。银行间质押式回购利率亦出现大幅上行,隔天,7天期加权平均利率分别较上一日上行5.85BP、16.88BP。

一级市场上,财政部上午招标发行的1年、10年期国债中标利率分别为3.32%、3.52%,均高于预测均值,对应投标倍数分别为1.47和12.20,显示市场需求不佳。

资金面易紧难松
市场人士表示,5月是传统的缴款大月,且6月又面临半年末考核,预计未来两个月资金面整体上易紧难松。此外,监管压力仍在,因此市场谨慎心态仍较浓厚。

招商宏观表示,5月流动性易紧难松;经济向好撑腰监管趋严,央行维持资金面紧平衡的态度尚且看不到松动的理由;公开市场资金到期量较大,又有税收上缴的压力;不过跨境资本外流依旧不是影响资金面的关键因素;预计5月会延续上月机

构间资金多寡不平衡的局面。

中信固收明明表示,尽管监管压力仍在,但监管节奏缓和、国有大行资金配置需求增加以及债券交易需求增加,都使得债市短期存在一定的做多机会,维持10年期国债收益率区间3.2%—3.6%不变,考虑市场利率相对较高,存在一定下行空间。

曾德谦表示,在经济增速回落形成一致预期的背景下,金融监管升级以及流动性收紧将是短期内国债期货价格的主导因素。尤其是5月份流动性仍可能偏紧,对银行间同业存单等业务的限制目前尚处于自查阶段,未来“去杠杆”过程带来的银行缩表压力持续存在,同时金融监管升级也很可能使得机构风险偏好进一步下降,投资者需紧密关注监管政策的后续进展。

美联储“揭秘”在即 外溢效应仍不可低估

□本报记者 王辉

北京时间5月4日2:00,美联储将正式公布5月利率决议,并发表货币政策声明。市场普遍预计,美联储料在本次会议上宣布维持联邦基金利率目标区间在0.75%至1.00%的水平不变。同时市场密切关注,本次美联储是否将为6月可能的加息动作进行铺垫。分析人士表示,在当前6月加息预期仍较浓的情况下,相关声明线索和潜在的政策外溢效应,仍需投资者高度关注。

大概率按兵不动
对于本次美联储决议,目前市场最为关注的是美联储公布的政策声明,尤其是对下一次加息时间和缩表时间可能的暗示。外汇交易商富拓中国区分析师钟越表示,整体来看,预计本次美联储政

策声明较3月份不会有太大的变化。但另一方面,由于距离6月议息会议召开仅有一个半月的时间,如果美联储决定要在6月加息,则会释放更多积极信号;反之,则将打压6月加息预期并引发美债收益率和美元下跌。

分析人士表示,近期陆续公布的美国多数重要经济指标普遍偏软,这预计将成为本次美联储按兵不动的主要因素。美国商务部上周五公布的数据显示,一季度GDP仅增长0.7%,创下三年最慢增速。而糟糕数据远不止这一项:之前公布的3月非农就业人数、新屋开工、ISM制造业生产以及费城联储制造业调查都均弱于预期。

来自摩根士丹利、美银美林等国际投行的分析观点还指出,如果美国2017年3月CPI和第一季度核心PCE物价指数都显著偏弱、甚至出现阶段性下滑趋势,通胀因

素的扰动,预计也会使得美联储难以在本次议息会议上找到充分的加息理由。

资料显示,此前几个交易日的相关利率定价数据测算认为,4月最后两个交易日联邦基金期货利率交易暗示,市场预期美联储6月加息概率为70%和73%,而同期5月份美联储加息的概率则均在20%以下。

外溢效应仍不可低估
对于近一段时期美国在货币、财政等方面政策相关变动可能对外部的影响,分析人士指出,相关影响可能主要体现在美联储加息进程、缩表启动时间和美国政府减税细节等三大方面。对于中国 and 全球主要新兴经济体的外溢效应,仍不可低估。

钟越认为,此前较长一段时间,美国经济数据表现不佳令市场质疑6月加息前景,加上美国总统特朗普团队税改方案缺

乏细节等不利因素,导致美元指数继续承压。而本次美联储实际的政策基调,则仍可能对美元以及全球主要非美货币汇率走势带来显著波动。

而在美联储的缩表前景可能带来的外溢收紧效应方面,目前市场主流观点则相对乐观。申万宏源分析师孟祥娟认为,当前美联储主要官员就缩表开始的时间、缩表与联邦基金利率水平或经济和金融状况之间的关系、缩表的具体实施方式及细节均尚未达成明确一致,真正开始实施缩表的时间或在今年四季度或2018年初。

整体来看,虽然今年以来中国实体经济开局大体良好,人民币汇率持稳预期也在巩固,但外部环境变动可能引发的相关政策外溢效应,也需要债券和外汇投资者予以密切关注和积极应对。

警惕信用风险持续累积

5月2日,大连机床集团有限责任公司（简称“大连机床”）发布关于“16大机床SCP002”触发交叉违约已提前到期的公告,不过和此前的“12春和债”违约一样,并未在债券市场引起波澜。

市场人士指出,尽管近期信用事件还在陆续发生,但最近市场对这些风险事件的关注显然让位给了对金融监管加强的关注。不过随着信用风险的持续累积,未来市场对信用债风险的关注可能需要从需求弱化逐步重新转移回信用风险来,投资者仍需提防信用尾部风险显著加大。

风险事件未引关注
大连机床2日公告称,公司资金链极度紧张,发生连续债务违约。“16大机床SCP002”因触发交叉违约条款,于2017年2月13日应立即到期应付,但并未如期兑付并构成实质性违约。截至本次公告时间,“16大机床SCP002”应付本息金额为522,191,780.82元,应付罚息金额为8,448,489.86元。

不过和4月下旬的“12春和债”违约一样,此次公告并未引起债券市场的热烈关注。

“尽管近期信用事件还在陆续发生,4月初备受市场关注的宏桥年股延迟披露等负面事件也还没有太大进展,但最近市场对这些风险事件的关注显然让位给了对金融监管加强和委外赎回压力的关注。”业内人士表示。

转债弱勢行情料延续

周三（5月3日）,转债随A股市场震荡下跌,可交易个券跌多涨少,整体表现弱势。分析人士指出,目前看,转债个券机会仍然来自于正股,但股市能否企稳反弹需待观察,预计转债大概率将延续弱势行情。

从盘面上看,昨日上证综收盘震荡跌0.27%报3135.35点,受此影响,转债市场整体表现弱势,其中歌尔转债大跌2.32%,位居跌幅榜首位,蓝标转债、16皖新EB、辉丰转债也分别下跌1.06%、0.72%、0.68%,与之相对应的正股则分别下跌3.59%、1.02%、1.48%、0.6%。此

两期新发国债中标利率偏高

财政部3日上午招标的1年期和10年期国债中标利率双双高于二级市场水平。市场人士指出,债券弱势环境下,机构配置热情不高,且两期国债发行量较大,亦抑制招投标表现。

财政部昨日招标的是新发的今年第九期1年期和第十期10年期国债,计划发行规模均为360亿元。据了解,此次1年期国债中标利率为3.32%,边际中标利率3.43%,全场倍数1.47,边际倍数1.65;10年期国债中标利率3.52%,边际中标利率3.56%,全场倍数2.20,边际倍数1.76。

上述两期国债定位均高于

农发债中标利率多高于二级市场

周三（5月3日）,中国农业发展银行招标发行的三期固息债中标利率多高于二级市场水平,1年、5年期认购倍数均不足3倍,10年期认购倍数则超过4倍,整体来看招标需求尚可。

农发行此次招标发行的三期债均为固息增发债,包括2017年第8期、第9期、第5期金融债的增发债,期限分别为1年、5年、10年,发行规模分别不超过60亿元、70亿元、60亿元。据市场人士透露,此次农发行1

大公上调金科股份评级至AA+

大公国际资信评估有限公司（简称“大公”）日前公告称,决定将金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”）主体信用等级调整为AA+,评级展望维持稳定,同时将“15金科01”、“15金科地产MTN001”、“16金科地产MTN001”信用等级调整为AA+。

大公表示,金科股份主要从事房地产开发、园林工程、酒店及物业管理等业务。上述评级结果反映了我国城镇化建设为房地产行业带来良好发展前景,公司土地储备仍较为充足以及2016年资本实

提防尾部风险加大
分析人士指出,目前来看,超预期信用事件发生的概率降低,但融资环境趋紧、金融机构风险偏好下降、再融资难度加大,信用风险仍需高度警惕,随着微观层面的信用收紧和信用风险持续累积,信用尾部风险将显著加大。

“未来对信用债风险的关注可能需要从需求弱化逐步重新转移回信用风险来。”中金公司表示,对于低资质企业而言,尽管收益率和信用利差已经有了不小幅度的调整,但一方面需求弱化的风险尚未结束,另一方面市场风险偏好降低的趋势难以很快逆转,信用风险的加大也未充分反应,因此对于低资质品种仍保持谨慎态度。

国泰君安证券进一步指出,除监管主导的融资主动收缩外,市场紧缩预期引发的融资收缩更值得关注,这个收缩更加难以逆转甚至会是自我强化,反映在信用债一级发行市场上更加敏感,2017年1—4月信用债取消发行总规模达2123亿元,4月份一个月取消发行就达1023亿元,创下历史同期峰值;上周两只AA评级城投债发行利率接近7%。反映出在市场化定价下,投资者风险偏好快速下降,市场情绪脆弱,规避中低评级信用债,信用补溢价要求大幅提高,导致企业发债意愿猛降,微观层面的信用收紧和信用风险持续积累,信用尾部风险显著加大。（王姣）

外,白云转债、广汽转债、16凤凰EB、14宝钢EB分别上涨2.56%、2.28%、1.02%、0.85%,对应正股涨幅则分别达2.89%、2.88%、0%、1.47%。

海通证券指出,4月末,转债市场平均溢价率回升至33%,相对于3月末小幅提升05个百分点,随着皖新复牌及电气未来可能复牌,市场溢价率有望继续压缩。一方面,金融监管下市场风险偏好推升,且A股存在“Sell in May”效应（即5月清仓）,另一方面,债市需警惕商业银行缩表冲击,因此对转债市场仍维持“短期以稳为主”的观点。（王姣）

二级市场水平。据中债收益率曲线,5月2日,市场上1年期和10年期国债收益率分别报3.24%、3.49%。此外,1年期国债认购倍数低于1.5,处在今年较低水平。

市场人士表示,在监管严和资金紧的背景下,债券市场维持弱势,市场情绪谨慎,机构资金吃紧,配债意愿不高,即使有富余资金,可能也倾向等待利率进一步上行后再出手。分品种看,10年期国债流动性好,有一定的刚性配置需求,1年期债券需求则明显受资金面紧张影响,且两期国债发行量较大,均限制了招投标表现。（张勤峰）

年固息债中标收益率3.7540%,投标倍数2.3倍;5年固息债中标收益率4.2656%,投标倍数2.42;10年期固息债中标收益率4.3839%,投标倍数4.09。

本次农发债中标利率多数高于二级市场估值水平。中债到期收益率曲线显示,5月2日,待偿期为1年、5年、10年的固息农发债收益率分别为37362%、4.2661%、4.3756%,除5年期中标利率略低于二级市场外,其余两期债中标利率均高于二级市场水平。（王姣）

力和利润水平有所提升等有利因素;同时也反映了公司地产项目分布/较为集中,存货规模仍然较大且存在一定的资产减值风险,面临一定的偿债压力等不利因素。

大公并指出,截至2016年末,金科股份资产负债率为79.38%,债务资本比率67.81%,均有所下降;流动资产中存货占比仍然较大,速动资产对流动负债的覆盖程度仍较低;有息债务规模持续增长,存在一定的短期偿付压力。不过综合来看,公司的偿债能力很强。（王姣）