9月流动性料有惊无险

资金面“通关”还有三道坎

□本报记者 王姣

“交易所隔夜利率冲上8%了！”30日早间,券商交易员小李紧张地盯着盘面。8月以来,资金面几乎从月初一直紧到月末,不少交易员，尤其像小李这样身处非银机构的,不得不到处“跪求”资金,机构违约“传说”也重现江湖。好在30日尾盘资金供给增多,流动性紧势稍显缓解,小李也顺利地平掉自己的头寸。

然而,最难熬的时点很可能尚未到来。马上将进入季末月，同业存单到期量逾2万亿、季末MPA考核,叠加外围货币环境的影响,将是资金面顺利“通关”需过的三道坎。分析人士指出,在超储率处于低位的背景下，近期央行连续大额回笼资金令机构“人心惶惶”,加之9月扰动因素不少,市场流动性预期易紧难松，不过在央行“削峰填谷”的操作基调下,对9月流动性不必过于担忧。

资金紧势再现

8月末，像小李一样的交易员再度进入“跪求隔夜”的状态。

自25日起,交易所中短期回购利率开始飙高,直观地展现出非银机构融资难、融资贵的状况。

30日早间，央行公开市场操作（O-MO）再度净回笼1000亿元,加重市场紧张情绪,上交所隔夜品种（GC001）利率应声冲高至8.15%，跨月的7天期品种（GC007）利率早盘也触及6.14%的高点,双双创7月底以来新高。

“贵也没办法,为轧平头寸,再贵也得硬着头皮拿！”小李说。据业内人士透露,此前一日（29日）,至尾盘阶段仍有少量机构没有平完头寸。

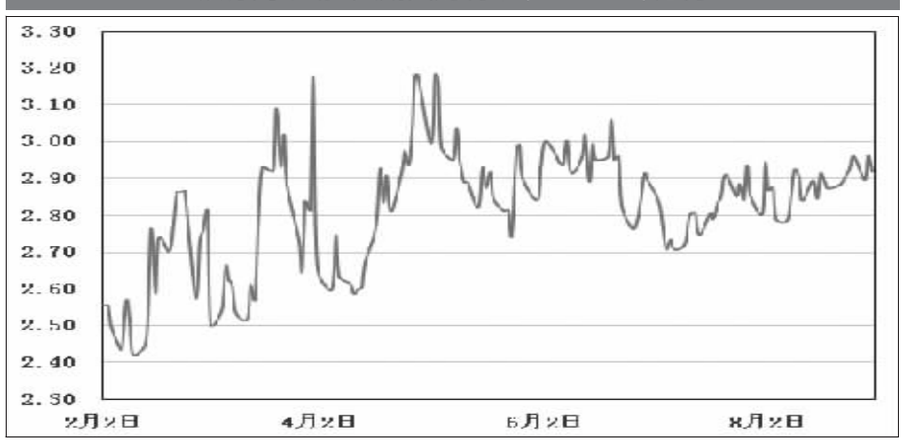
8月以来，资金面几乎从月初一直紧到月末,资金利率一路上行态势甚为明显,这一状况明显超出市场预期。从银行间货币市场来看,至29日收盘,隔夜加权利率（DR001）报2.9622%，较月初低点2.6616%上行30BP;7天加权利率（DR001）报2.9322%，较月初低点2.7838%上行15BP。

业内人士普遍认为，在超储率处于低位的背景下,缴税、缴准、政府债券发行缴款等扰动因素叠加，而央行OMO投放力度较7月减弱，尤其近期央行连续大额回笼资金,导致资金面出现超预期紧张。

“随着超储率持续在较低水平，银行体系资金面显得更为脆弱，央行公开市场操作的周期性流动性投放对市场资金面的影响显得更为显著。”中信证券固收首席分析师明明指出。

Wind数据显示,8月截至30日的22个交易日中,央行公开市场操作有11个交易日实现净回笼，有6个交易日实现中性对冲，仅有5个交易日实现净投放。总的来看,8月央行开展逆回购操作26300亿元,逆回购到期31100亿元；开展MLF操作3995亿元,MLF到期2875亿元；当月累计净回笼资金3680亿元。

银行间市场7天期回购利率（DR007）走势



分析人士指出,尽管财政支出、国库定存操作、金融机构法定准备金退缴等因素形成流动性供应,但近期公开市场资金净回笼较多、市场总体超储率偏低及流动性分布不均衡等因素限制了流动性回暖,叠加临近月末季节因素等的影响,金融机构资金融出谨慎,资金面料在紧平衡格局中跨月。

9月还有三道坎

30日,在月末财政支出力度加大的支持下,午后资金面紧势稍显缓解,隔夜加权利率DR001下行4BP至2.92%,指标7天期加权利率DR007也下行近6BP至2.885。但想到即将进入9月,小李丝毫不敢乐观。

“最难熬的时点可能尚未到来。”业内人士指出,在超储率处于低位的背景下,9月天量同业存单到期，叠加季末MPA考核,以及外围货币环境的影响,将是后续资金面不得不面临的三道坎。

首先，相比于3月、6月,9月同业存单到期量达到历史新高，将对资金利率造成较大压力，这也是目前市场最为关注的焦点。此前的6月份,央行在流动性上边际放松，资金面相对宽松后中小商业银行又大量增发同业存单，其中占比最大的是3个月期限的同业存单，这些同业存单在9月面临大量到期。

据统计,9月份同业存单到期量为2.3万亿元,超过今年1-8月水平,存在较大滚动续做压力,9月季末时点,叠加MPA考核压力下,同业存单利率有较大上行压力。

其次,从历史上看,季末MPA、LCR等流动性考核压力,对于债券投资、银行与非银资管合作业务和银行间回购都将产生收缩效应，容易引发资金面紧张。而今年以来,银行超额准备金率持续处于历史低位,MPA考核临近，叠加同业存单大量到期,将导致银行流动性压力进一步加大。据机构测算,7月末金融机构超额准备金率已降至1.1%左右,到8月中旬缴税后,或进一步降至1%,属于历史上极低的水平。此外,同业存单纳入MPA考核、史上货币基金新规对流动性的影响也待观察。

再者,9月份,美联储还可能宣布启动“缩表”，欧元区货币政策也有收紧预期,外围货币环境对国内流动性也可能造成一定的影响。长江证券指出,每个季末召开的美联储FOMC会议,也可能对国内流动性产生干扰。

总的来看，在超储率维持低水平的背景下,银行体系资金面脆弱,即将到来的9月流动性扰动因素不少，市场流动性预期易紧难松。

不必过于担忧

尽管“三道坎”给流动性运行造成一定障碍,但市场人士同时认为,央行货币政策稳健中性的基调并未改变,在“不松不紧”、“削峰填谷”式的货币操作下,对9月流动性环境也不必过于担忧，资金面大概率将维持在紧平衡状态。

长江证券研报指出,9月，同业存单到期规模创历史新高，还面临MPA考核、美联储FOMC会议等影响。与前两个季度末相比,对9月流动性环境不宜过于担忧、也不宜期望过高。货币投放或继续“削峰填谷”、保持银行体系流动性的基本稳定,资金面或维持紧平衡,仍需做好流动性管理。

中金公司分析师表示,9月份同业存单滚动发行会由于供求重新匹配而产生摩擦，尤其是银行会由于不确定性而增加备付。加上季末MPA考核、LCR等流动性考核压力,容易引发资金面的压力。不过,从今年的实际情况看，季度月市场均普遍担心，但由于央行的资金投放操作加上财政存款季末集中投放,资金面反而不紧张。在货币政策的不松不紧、削峰填谷的操作下,资金面大概率仍是有惊无险。

明明则认为,9月资金面将相对充裕。首先,货币基金新规落地不明确,货基续做同业存单动力较大,到期风险较低;其次,基于2015年和2016年第三季度季末财政存款释放比例，估算得到9月释放量在5000亿元-9000亿元之间，资金面充裕;在超储率低水平背景下，央行通过预判采取预调，使流动性周期与市场预期资金面周期相逆,“该紧不紧,该松不松”,9月中旬开始央行或将进行流动性净投放，保证9月底资金面的“不紧”。

综合机构观点,超储率低意味着资金面“底子薄”,9月扰动因素较多,资金面波动加大将不可避免,但央行货币政策维持稳健中性,公开市场操作“削峰填谷”,后续资金面不松不紧、维持紧平衡仍将是常态。

■ 观点链接

长江证券:不过于悲观或乐观

从资金到期情况、银行流动性状况和外围货币环境对国内的影响等方面对比分析前三个季度末流动性的异同,可以发现,9月银行流动性状况或与3月和6月类似,但资金回笼压力明显减小;9月同业存单到期增幅和分布与3月较为类似，但监管环境、受外围货币环境的影响或与6月较为接近。综合来看,对9月流动性环境不宜过于担忧、也不宜期望过高。

华创证券:资金面会保持紧平衡

即将进入9月，市场或有预期央行会像6月一样维稳资金面,但经过6月维稳后机构再次加大杠杆的情况后,央行难再次放松,操作将更加谨慎,资金面将会继续保持紧平衡。

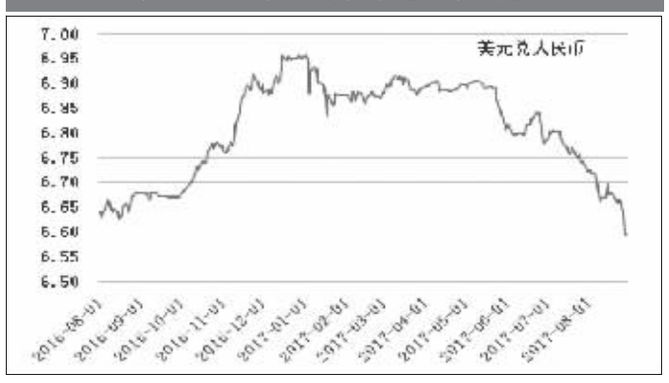
中信证券:资金利率大幅上行概率不大

9月虽有季末效应，但6月时较为宽松的资金面已侧面说明，只要央行有意维持资金面平稳,半年末季末并非难关,去年以来的市场反复证明市场比较担心的时点往往是市场缓解的时候，这也是因为央行的提前布局和安排非常有效的原因,所以9月份央行或将保持相似的调控力度,资金利率相比8月进一步大幅上行的概率不大。（王姣 整理）

美元“弱爆了”还是人民币“自强了”

人民币恢复年度升值有戏

美元兑在岸人民币即期汇率走势



□本报记者 张勤峰

7月以来，人民币兑美元汇率堪称势如破竹，接连突破6.8、6.7、6.6三道整数关口。在人民币快速升值背后，纵然有美元“弱爆了”在主导,人民币“自强了” 也可能是不能忽视的影响因素，当前市场汇率预期出现分化，相比之前单边贬值的情况改善不少。分析人士指出,往后看,美元对人民币汇率走势仍有重要影响，但即便美元止住跌势，人民币再现大幅贬值的可能性也不大，全年重现年度升值几无悬念。

表现堪称势如破竹

30日,人民币兑美元汇率中间价报6.6102元,续创2016年8月18日以来新高，较上一日调高191个基点，为连续第三日上调。

虽然隔夜美元指数探底回升，但在中间价继续上调的刺激下,8月30日，境内人民币兑美元即期汇率早盘快速冲破6.59关口,将本轮反弹高位刷新至6.5801元；在高位经历一阵盘整之后，人民币汇率涨幅开始收敛,16:30收盘价报6.5927元,较收盘价小涨48个基点。

7月11日以来，人民币兑美元汇率的表现可谓势如破竹，接连突破6.8、6.7、6.6三道整数关口，两个月左右时间里升值了3%;无论是升值幅度还是持续时间，都明显超过今年前几轮升值行情。

另外，自6月以来，CFETS人民币汇率指数止住跌势,转为低位震荡格局,最近还有所上涨,而今年前5个月，虽然人民币兑美元小幅升值，但兑一篮子货币汇率持续贬值，表现为人民币汇率指数一路走低。

这些变化引发了市场对人民币汇率升值进程的讨论。有观点认为，人民币升值正从被动式走向自主式，后续进一步升值空间正在打开。

“自强”还是美元弱

近段时间，人民币出现快速升值，到底是因为人民币“自强了”，还是美元 “弱爆了”？对比美元指数跌幅与人民币对美元升幅,不难发现,美元走弱依旧是推动人民币兑美元汇率升值的主要原因。

自从年初刷新十余年高位后，美元指数的走势便来了个一百八十度大转弯，在一路下跌超过10%之后，美元指数尚未出现明显企稳信号,8月29日亚欧盘中跌破92关口，创下逾两年半新低。从7月11日算起,最近美元指数下跌近4%,超过人民币兑美元汇率升幅,因此,人民币对美元升值，很大程度上仍要归因于美元自身弱势。

不过,与今年前五个月相比,这种价格变化的差距已明显缩小。今年前5月，美元指数下跌逾5%,人民币对美元升值幅度不到2%。当前人民币升值步伐正在加快,这可能与客盘结汇意愿上升及交易盘跟风追涨有关。毕竟过去两三年,人民币对美元持续贬值,不少企业选择持汇或延迟结汇,民众手里积累了大量外汇头寸,如今随着人民币对美元不断反弹,一些企业和家庭可能重新结汇,从而为人民币“补涨”提供动力。

所以说,在人民币快速升值背后,纵然有美元“弱爆了”在推波助澜,人民币“自强了”也可能是不能忽视的影响因素。

往后看，美元对人民币汇率走势仍有重要影响,如果美元继续走弱,人民币继续升值将是大概率事件。不过,美元较年初高点已回调超过10%,线性外推美元趋势可能已不合适,需提防后续美元走势出现反复。当然,市场上人民币汇率预期已显著分化,虽然还没有形成强烈升值预期，但单边贬值预期已减弱,后续即便美元走势反复,人民币再现大幅贬值可能性也小,从全年来看,人民币恢复对美元升值是大概率事件，若如此，将是2014年以来的首次年度升值。

期债连涨两日 对“抢跑”念念不忘?

□本报记者 张勤峰

8月30日，国债期货连续第二日上演小幅反弹，资金面初现转机刺激了一些机构做多的欲望。市场人士称,跨月后资金面或能继续回暖,参考3月、6月“抢跑行情”的示范效应，市场再次萌生了对交易性机会的期待。但当前监管压力挥之不去、资金面反复波动、供给压力依然较大,对出现一波行情的期望不能过高。

资金面初现曙光 期债开始激动

30日,国债期货先抑后扬,收盘各合约全线上涨。从主力合约走势上看,10年期国债期货T1712合约早盘一度走低,午盘反弹至前结算价附近后转为横盘，午后1:30前后期价再走出一波升势，收报94.770元,涨0.120元或0.13%。5年期国债期货TF1712合约收报97.505元，涨0.045元或0.05%。

截至30日收盘,国债期货连续两日上演小幅反弹。进一步从盘中走势上看,期价都是在午后出现了反弹。

现券方面,29日午后，收益率也出现一波下行。30日,现券收益率总体持稳,未继续走低,但同样呈现早盘上行、午后回落的特征。

债券市场呈现这样的走势，与资金面日内变化不无关系。本周以来,市场资金面总体较为紧张,28日下午、29日上午可以说是罕见的紧张，但29日下午三时左右,资金面紧势稍现缓和,这样的情况在30日再一次出现。交易员称,30日早盘流动性状况稍稍缓和,但中小机构融入仍有难度,直到下午融出突然增多，资金面顿时松缓了不少,全天回购利率有所下行。

交易员表示,虽然资金面总体仍偏紧,但“一到3点自然平”的情况再度上演,显示资金紧张局势初现转机，刺激了一些机构进场博弈后续利率下行，期货市场表现比现货更加明显。

季末月将至 未必再现“抢跑”

度过8月末,将迎来又一个季末月。值得一提的是,今年3月、6月,债券市场均走出一波像样的行情,市场将之称为“抢跑行情”。

所谓“抢跑行情”是指,市场对季末月流动性紧张引发利率脉冲性冲高存在一致预期,且从往年经验看,随着后续流动性逐步缓解,利率将重新回落,债市有望迎来一波交易性机会;由于市场预期过于一致,一些机构抢在别人介入之前提前入场，即为“抢跑”,此举引发其他机构跟进,导致行情提前上演。

今年3月中旬,由于资金面好于预期,做多情绪得到释放,债市小幅回暖。6月,机构出现类似于3月的“抢跑”行为,市场再次迎来短期交易机会。有了3月和6月的经验，一些机构开始对9月行情有所期待也不奇怪。

然而,两个多月过去,市场环境出现了一些变化,当前各方面因素的配合未必有6月好。首先,5、6月的预调,使得6月资金面表现好于预期,刺激了一些机构重新加杠杆,这一情况或已引发监管层警惕,结合巨量同业存单到期续发压力来看,9月资金面未必比6月宽松;其次,中央金融工作会议定调,防风险取向未变,各类监管政策正陆续出台,市场对监管加强的预期有所抬头;再者,三季度债券供给压力较大,不光是政府债发行规模较大,信用债净融资也开始恢复;最后,经济有韧性、大宗商品涨价刺激通胀预期,基本面对做多债市也不构成明显支撑。

如此来看，对9月份再现抢跑行情不能期望过高,守住流动性,等待利率冲高后的明确机会更稳妥。

农发债需求旺盛

中国农业发展银行30日下午招标的三期金融债定价表现分化,但整体认购倍数较高,显示机构配置需求犹存。市场人士指出，跨月后资金面短期有望好转，但季末流动性预期偏紧,金融去杠杆忧虑不减,债市震荡格局未变。

农发行此次招标的三期债均为固息增发债,期限分别为1年、7年、10年,发行规模分别为60亿元、30亿元、60亿元。据市场人士透露,此次农发行1年期债券中标收益率为3.8549%,全场倍数3.9;7年期债券中标收益率4.3851%，全场倍数5.83;10年期债券中标收益率4.3931%，全场倍数5.21。

与二级估值水平相比,此次农发债定价有所分化。29日,中债1年、7年和10年期农发债到期收益率分别为3.9313%、4.4155%和4.3918%,10年期品种定位略高于二级市场水平,1年、7年期品种则均低于二级市场水平。从认购倍数来看,1年期全场倍数接近4倍,7年、10年期全场倍数均超过5倍,显示随着资金面改善，机构需求正在回暖。（王姣）

■ 债市龙门阵

超长期限利差背离蕴含机会

□程昊

过去一个月,在超长期限利差中,国债30-10年利差持续走高至60BP，国开债20-10年利差却维持在20BP附近的低位。同样作为反映远期期限利差的指标,两者走势产生了如此大的背离,单纯用期限结构和品种差异解释难以令人信服,更有可能是由流动性等原因导致的。站在交易的角度,可考虑做两个利率品种超长期限利差的收敛交易。

为方便区分,一般将10年以内的利差称为期限利差,10年期以上的称为超长期限利差。其中20-10年的期限利差称为核心超长期限利差,20年以上期限与20年的期限利差称为非核心超长期限利差。超长期限利差和期限利差之间在变动上存在一定的独立性,因其影响因素有所不同。中短期债券受到资金面和基本面等因素影响较大,而中短周期因素对超长期债券影响相对有限,因而超长期限利差更加稳定且更易预测。

回溯历史可以发现，国债20-10年利差在30-10年利差中平均占比达79.1%,今年以来占比甚至高达93%,可以说,国债的核心超长期限利差主导了超长期限利差的波动。从这个角度来说,虽然目前市场活跃交易的30年国债和20年国开债期限不同，但国债30-10年利差与国开债20-10年利差应具备一定可比性。目前,国债30-10年利差较高是因为20-10年利差在52BP的高位,超过2011年以来的四分之三分位点,分析国债/国开债超长期限利差变动实际也就是分析其在相同期限下（20-10年）的期限利差关系。

交易层面因素或导致了超长期限利差走势的背离。近期国债30-10年利差走高可能是由于7月新发券招标结果较差,带动30年利率快速上行。一般来说,超长利率债的流动性有间歇性的特征,在新券招标/上市前后成交量放大,流动性变好,估值调整及时。7月新发的170015收益率高于市场预期,之后带动30年期成交活跃度增加,不排除一些机构被迫止损抛售带来负反馈效应，导致30年相比10年估值收益率上行更快。国开债方面,20年期仅在年初发过一次,规模较小且后无续发,交易不活跃,估值调整不及时,加之近期10年期上行较快,导致国开债20-10年利差维持低位。

从长期来看,国债/国开债超长期限利差的影响因素较为一致,其中枢非常接近,超长期限利差走势的背离终将收敛。历史上,国债30-10年利差均值在55BP,仅比国开债20-10年44BP的均值高11BP，中枢接近且较为稳定。理论上说,排除短期流动性和事件冲击的影响，国债超长期限利差走高也会伴随着国开债超长期限利差的走高。例如,2016年7月,国债30-10年利差在72BP,国开20-10年利差在65BP,彼时市场对于超长期限给出的溢价较为一致，而目前两者在60BP和22BP,同样作为反映远期期限利差的指标，两者走势产生了如此大的背离，单纯用期限结构和品种差异解释难以令人信服。

国债/国开债超长期限利差的差异水平是值得下注做窄的，具体方式为+30年国债-10年国债+10年国开债-20年国开债（+/-分别代表买入/卖出）。对于此策略来说,利差收窄的时间和动力不是特别明确,但不妨碍它成为一个值得交易的策略。

总的来说，当前可在控制仓位的基础上,适度参与国债30-10年与国开债20-10年超长期限利差的收窄交易。（作者系安信证券固定收益部投资经理、信用板块负责人）

■ 评级追踪

中诚信国际 上调四川发展担保评级

中诚信国际日前发布公告，将四川发展融资担保股份有限公司的主体信用等级由AA+调升至AAA，维持评级展望为稳定。

中诚信国际指出，此次评级调整主要反映了四川发展担保作为四川省政府间接持股的省级国有融资担保平台,与省内各级政府及银行建立了良好合作关系,得到四川省政府在资本补充和风险补偿等方面的大力支持;公司获得控股股东四川发展（控股）有限责任公司和国家发展基金有限公司分别增资25亿元,注册资本达到58.52亿元,品牌影响力和资本实力得到提升;在资本持续提升的有力支持下,担保业务稳步发展,担保放大倍数仍处较低水平,业务上升空间较大;投资风格稳健,流动性保持优秀水平。

联合上调榆林城投评级

联合资信日前发布跟踪评级报告，将榆林市城市投资经营集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定，并调整相关债项信用等级。

联合资信指出，榆林城投是榆林市国有资产监督管理委员会下属的唯一从事基础设施建设和公用事业经营的主体,区域垄断优势突出。跟踪期内,公司在资金、财政补贴及地方政务债务置换等方面得到政府的大力支持，资本实力进一步增强。未来随着榆林市地方经济持续发展，地方政府对公司的支持将持续。（张勤峰）