

资金面“赶考”月中料“紧一紧”

本报记者 王姣

刚进入12月中旬，资金面就出现收紧迹象。11日，银行间质押式回购利率多数飘红，其中隔夜利率(DR001)上涨9BP，可跨年的21天利率大涨14BP，表明市场对年末流动性仍存在担忧。

市场人士指出，本周除逆回购和MLF到期量较大外，缴准缴税叠加MPA考核的压力开始显现，同时周内美联储大概率加息，引发市场对央行跟随上调政策利率的猜想，月中资金面“紧一紧”的情形很可能重现。不过随着后续财政存款投放，加上央行“削峰填谷”，资金利率出现超预期上行的概率不大，预计资金面整体将维持紧平衡。

缴税+加息扰动

一如市场此前预期，12月中旬资金面压力开始显现。月初，受益于11月财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平，资金利率出现明显下行，但自上周五开始，资金宽松程度出现收敛，本周一资金利率继续上行，DR001、DR007快速回升至2.69%、2.87%。

市场人士对短期资金面预期收紧，主要缘于三点担忧：一是本周流动性到期规模较大，尤其MLF到期是否续做仍待观察；二是缴税周期开启，MPA考核压力渐显；三是周内美联储将大概率实施年内第三次加息，资本外流压力可能加大，且央行是否会跟随上调政策利率存在悬念，这对流动性预期将有明显影响。

本周将有4800亿元央行逆回购到期，其中周一到周五分别到期600亿元、1100亿元、700亿元、2400亿元、0亿元，无正回购和央票到期。16日还将有1870亿元MLF到期，央行上周开展了1880亿元MLF操作，仅完全对冲当日到期量，尽管市场预期央行大概率将再次续做MLF，但也不能排除MLF到期不续的可能性。

缴税方面，招商证券指出，本月15日（周五）是申报纳税截至日，也就是说本周将进入月度缴税高峰期，预计本月纳税规模为5000多亿元。

值得注意的是，美联储12月议息会议结果将在北京时间14日凌晨公布，目前市场对美联储再次加息已有一致预期。央行是否会跟随美联储加息而调整政策利率成为近期市场争议的焦点。如华创证券指出，考虑到央行12月以来持续净回笼及重要官员讲话，央行将维持资金面紧平衡来预防系统性金融风险的发生，并且不排除后期加息的可能性。

总之，本周央行会不会续做MLF备受关注，叠加月度缴税的冲击，月中“紧一紧”的情形很可能重现。

资金面略微收紧 OMO重启净投放

本报记者 王姣

12月11日，央行开展800亿元逆回购操作，净投放200亿元，为11月24日以来公开市场操作(OMO)的首次净投放。在央行重返净投放的呵护下，市场资金面虽有所收敛，但资金利率上行幅度不大。分析人士指出，短期来看，流动性到期、缴税及资本外流压力加大等扰动不容忽视，但央行维稳流动性的意图不变，资金面平稳跨年料无大碍。

OMO重返净投放

11日，央行开展了800亿元逆回购操作，其中400亿元7天期、400亿元28天期逆回购中标利率分别为2.45%、2.75%，均与

中铁总将招标 200亿铁路建设债

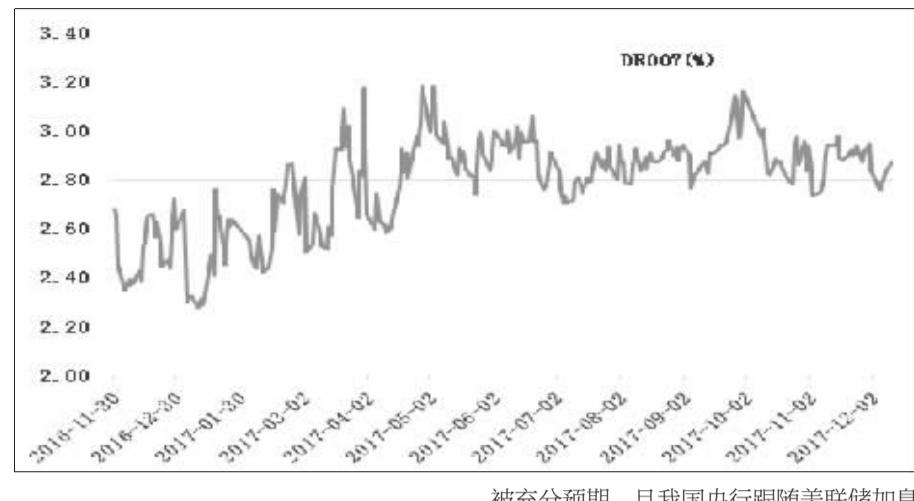
中国铁路总公司11日公告称，定于11月12日通过银行间债券市场债券发行系统发行2017年第十一期中国铁路建设债券，发行总额200亿元，包括5年期和10年期两个品种。

据公告，本期债券5年期和10年期品种发行规模均为100亿，均为固定品种，票面年利率将由市场招标结果确定；本次招标将采用单一利率(荷兰式)招标方式，其中5年期品种的招标利率区间为2.54%-3.54%，10年期品种的招标利率区间为2.84%-3.84%。

日期安排上，12月12日招投标，12月13日缴款截止并起息。本期债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。经中诚信国际综合评定，发行人的主体信用等级为AAA，本期债券信用等级为AAA。

发行人表示，截至本期债券发行前，发行人发行的尚未到期的债券合计14905亿元，包括13405亿元铁路建设债券，1300亿元中期票据和200亿元超短期融资券。(张勤峰)

银行间市场7天期债券回购利率(DR007)走势



总体压力有限

综合机构观点来看，随着后续财政存款投放，以及央行“削峰填谷”维稳流动性的操作，对后续流动性表现无需过于担忧，且目前多数机构倾向于认为，此次我国央行跟随美联储加息的概率较低。

自12月中、下旬开始，财政资金开始大量释放，对可供资金的总体影响偏正向。央行指出，我国财政季初月份大收、季末年大支的特点较为突出，10月份是税收大月，且今年10月、11月还有大量国债、地方债发行，这些入库资金预计到12月中下旬会形成规模释放。

12月财政性存款表现出显著的季节性投放特征，投放量高居每月之首，将缓和年末流动性。” 招商证券指出，2014年-2016年期间，12月财政性存款均大额投放，投放量分别为14147亿元、12264亿元及11104亿元，预计今年12月财政性存款将季节性投放约12000亿元。

民生银行进一步指出，除了财政支出的影响以外，12月资金面可能仍然有两点相对正面的因素。第一，从历史看，历年12月份银行体系都会面临一定的现金流出压力，加上央行近期公开市场克制的投放态度，资金面或维持紧平衡。进入下旬后随着财政大量投放，资金面或再次转暖。总体而言，12月的资金面依然波澜不惊，维持DR007中枢3.3%的判断。

被充分预期，且我国央行跟随美联储加息的概率较低，对12月流动性的整体影响也将有限。

“中国有没有必要跟随加息？我们的结论是至少目前还不充分。首先，11月外汇储备增加，人民币贬值压力下降，中美利差处于历史高位，在美加息预期大幅上升之际国际资本流动未出现大幅流出中国的迹象。其次，中国年内利率已经显著上调，加之目前国内经济出现放缓压力，因此没有必要继续跟随美国加息。”海通证券表示。

可能复制6月走势

市场人士认为，12月货币市场既面临MPA考核、同业存单大量到期等负面因素，同时亦有财政存款加速投放等利多因素。在央行“削峰填谷”思路明确、

观点链接

海通证券：资金面波澜不惊

本周美国加息概率大，但对国内资金面影响有限。进入12月中旬缴税时间窗口，加上央行近期公开市场克制的投放态度，资金面或维持紧平衡。进入下旬后随着财政大量投放，资金面或再次转暖。总体而言，12月的资金面依然波澜不惊，维持DR007中枢3.3%的判断。

国金证券：中下旬将中性偏紧

近期资金面整体偏宽松，但月末年末是资金面惯性紧张时点，考虑到跨年资金需求量大、同业存单到期量大、公开市场大量到期回笼、MPA考核等因素，预计12月中下旬市场资金面转入中性偏紧的格局。

兴业研究：资金面将保持中性

不可期待年末财政支出的规模释放。央行在解释63天期逆回购操作启动时，首先提到的就是熨平财政因素的季节性扰动。

利率上行幅度可控

分析人士指出，进入12月中旬，资金面将面临流动性到期规模较大、缴税，以及美联储大概率加息或引发资本外流压力加大等因素的扰动。在此背景下，央行可能加大资金投放力度，公开市场操作重拾净投放符合预期，且央行大概率将再次开展MLF操作，由此对短期扰动无需过于

高层对长端利率中枢关注度提高的背景下，12月资金面有望复制6月的紧平衡态势，资金利率超预期上行概率不大。

回顾今年6月，虽然市场资金面在部分时段及部分期限上偶有紧张迹象，但整体资金供求形势一直较为平稳，市场利率的波动趋于收敛，整体表现好于预期。其中代表性的DR007利率6月中上旬围绕2.92%-3%窄幅震荡，下旬出现明显回落，月末一度降至2.76%。

再看12月上旬，在资金面较为宽松的情况下，央行公开市场操作节奏发生了些许转变。首先，央行MLF续做方式发生转变，已在首笔MLF到期之际续做当日到期量；其次，央行连续暂停逆回购投放，上周净回笼资金5100亿元；再者，时隔3个月后，央行重启28天逆回购，在总量回笼的同时释放跨年资金。

“央行近期的大额净回笼一方面是引导流动性回归‘稳健中性’，另一方面则是为后续可能出现的资金面波动创造了应对的空间，实现平稳跨季、跨年。进入12月中旬，随着影响因素的增加和财政存款的投放，预计央行将适时重启净投放，而在央行精细化调控下，资金面平稳跨年料无大碍。”中泰证券表示。

如兴业研究所所言，岁末年初的关键时点，央行操作需要“刚柔并济”，为“去杠杆”保驾护航。一方面，央行有必要通过中性的操作来预防2018年初的“信贷冲锋”；另一方面，在确保守住不发生系统性风险的底线之时，央行也要避免利率波动过大失控。这就意味着，即使是在容易紧张的年末，资金面也不会连续紧张。

“其认为2个月期逆回购操作到期时可与年末财政大规模支出相对冲，实现更长时段的‘削峰填谷’”。这就意味着央行层面已经释放出了一个明确信号，即年末财政支出虽然由于季节性会增加不少，但是会有前期央行逆回购操作到期的对冲，资金面仍将保持中性，宽松难期。

国泰君安：同业存单可能阶段性见顶

近期随着资金面的企稳，我们认为，同业存单收益率即将见顶回落，主要原因有两点：一是银行提前准备流动性的动力越来越强，一般季末月的月初同业存单收益率就会见顶。二是从历史经验来看，每一次存单期限利差倒挂都伴随着利率顶部的出现。在12月份“抢跑”发行下，同业存单利率高点提前出现的规律仍然适用，而上一周同业存单发行利率已经出现倒挂现象，综合来看，同业存单利率很可能已经处于阶段性高点，未来大概率会进入回落通道。(王姣 整理)

担心。

市场对年末流动性收紧仍存在一定的担忧。11日，银行间质押式回购市场上(存款类机构)，主要期限利率整体走高，其中隔夜加权利率上行10BP至2.69%，代表性的7天加权利率上行4BP至2.87%，可跨年的21天加权利率上行21BP至4.08%。

分析人士指出，在央行“削峰填谷”的操作思路下，流动性管理方式将更加灵活，若后续扰动因素增加，预计央行将适时适量给予流动性支持，而随着年底财政支出的大量增加，央行或将进行净回笼，流动性也将维持在一个较为平衡的状态。总体而言，年底资金面扰动因素复杂，但在央行精细化的调控下，资金面平稳跨年料无大碍，资金利率上行压力整体可控。

市场对美联储加息已经达成共识。最近，靓丽的经济数据巩固美联储继续收紧货币政策的基础，“特朗普新政”取得一定的突破，进一步提振市场对美国经济及通胀上行的信心，给予美元基本面的支持。

市场人士认为，年底前，美元波动仍将是人民币对美元汇率波动的主要源泉。如果美元继续走高，叠加季节性因素影响，人民币对美元仍有一定贬值压力。不过，美元继续上行空间未必很大，一则市场对美联储12月加息已有充分定价，“加息靴子落地未必能刺激美元大幅走高，反而应担心投资者‘买预期，卖事实’的一幕重现。二则全球经济复苏开始形成一定共振，海外主要央行货币政策差异正在收敛，美元走出单边升值行情的概率不大，甚至可能随着全球经济复苏而重新进入下行趋势。

市场人士指出，预计年底人民币汇率将小幅承压，但出现大幅贬值的概率仍小，近期可能继续在6.61元一线上下震荡。

跌势难言结束 年底债市谨慎为宜

12月11日，债券市场继续走弱，国债期货全线收跌，现券收益率大幅走高。分析人士表示，年底投资者做多意愿不足，而资金面不确定性、美联储可能加息及11月金融数据超预期均打压市场情绪，市场下跌趋势难言结束，短期谨慎为宜。

现券收益率大涨

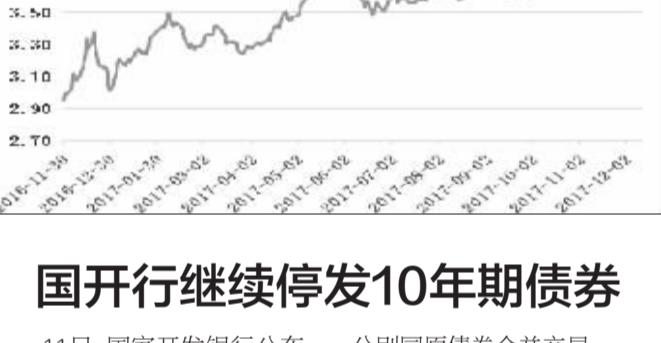
上周以来，国内债券市场再度走弱。12月11日，国债期货各合约全线下跌，其中10年期品种主力合约T1803收报92480元，跌0235元或0.25%。盘面显示，昨日T1803合约早盘低开低走，午后受资管新规过渡期可能延长的报道影响一度出现反弹，但收盘前重新走弱。至11日收盘，T1803合约已连跌3日。

11日，现券市场收益率纷纷走高。10年期国开债活跃券170215早盘从4.78%上行至4.83%，午后一度回落至4.80%，后重新走高，尾盘成交在4.86%，较上一交易日尾盘大幅上行8BP。10年期国债活跃券170025尾盘成交在3.93%，上行1.5BP。以国开债为代表的政策性金融债依然表现出较高的波动性。

受前期央行净回笼和例行缴准等因素影响，12月11日，市场资金面有所收紧，货币市场利率全线走高，隔夜回购利率将至11月债市尾盘跌势扩大的一个重要原因。

业内人士表示，年底交易盘倾向于保收益、防风险，做多意愿不足，银行配置盘则因为负债和流动性压力而受到抑制，市场供求关系依然不利，交易盘应谨慎为宜，利率难以大幅下行，也给予配置盘充足的择时空间，不必冒进。(张勤峰)

10年期国债中债到期收益率走势图



国开行继续停发10年期债券

11日，国家开发银行公布新一次金融债增发计划，10年期关键期限品种继续停发。

国开行定于12月14日通过中国人民银行债券发行系统增发2015年第一期3年期和2017年第八期7年期、第九期3年期、第十一期1年期、第十二期5年期金融债分别不超过100亿元、40亿元、50亿元、50亿元、50亿元，总量不超过290亿元。此次将增发的5只金融债均为固息债，按年付息，本次增发缴款日均为12月18日，上市日均为12月20日，上市后

分析人士表示，10年期国开债持续停发，表明国开行有意通过债券供给结构调整，降低利率上行对融资成本的不利影响。(张勤峰)

弱势未改

债券再次形成压制。另外，市场担忧美联储加息会带动我国政策利率上调，同时，中央要求有效控制宏观杠杆率，可见未来将持续深化去杠杆的大趋势未变，当前债市受监管因素主导的局面并未改变。

岁末将至，交易盘的交易力度逐渐减弱，本周又是数据集中公布窗口期，投资者应以观望为主，谨慎操作。(潍坊农信 吴凤华)

评级追踪

青岛银行获调升评级

新世纪评级日前公告称，决定将青岛银行股份有限公司的主体信用等级/评级展望由AA+/稳定调整为AAA/稳定，相应调整公司存续债券信用等级。

新世纪评级表示，上述决定主要基于以下考虑：

第一、青岛银行资本补充渠道拓宽，资本实力增强。2017年10月，中国证监会同意恢复对该行A股发行上市申请的审查，未来若实现A股上市，资本补充渠道将进一步拓宽。第二、区域覆盖度有所提升，业务结构逐步调整优化，有利于该行应对区域经济放缓、行业监管趋严、金融市场波动等风险。

精功集团获调升评级

大公日前发布跟踪评级结果，将精功集团有限公司主体信用等级由AA上调至AA+，将“15精功MTN001”、“17精功MTN001”信用等级上调至AA+，“17精功CP001”信用等级维持A-1，评级展望维持稳定。

大公指出，精功集团主要从事钢结构建筑、装备制造及绍兴黄酒等业务。跟踪期内，我国重型钢结构行业竞争相对轻型钢有所缓和，精功集团钢结构及黄酒等业务在国内相关行业中仍处于领先地位，钢结构业务仍有较强的技术及项目经验，黄酒业务仍在浙江省内市场占有率为首位。(张勤峰)