

# 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,且央行会否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。

□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

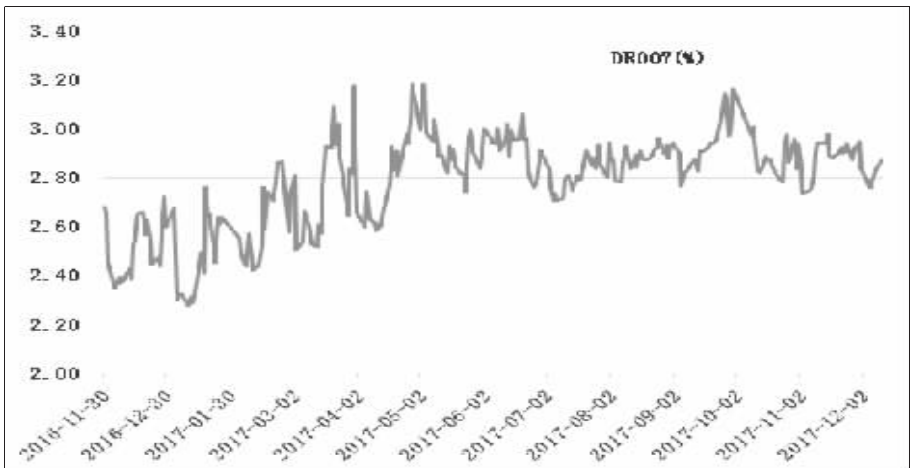
中国铁路总公司11日公告称,定于11月12日通过银行间债券市场债券发行系统发行2017年第十一期中国铁路建设债券,发行总额200亿元,包括5年期和10年期两个品种。

据公告,本期债券5年期和10年期品种发行规模均为100亿,均为固息品种,票面年利率将由市场招标结果程序;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254%-354%,10年期品种的招标利率区间为284%-384%。

日程安排上,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、季末年末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,MO环比增长规模同次年春节时间也有较为明显的相关性,如果春节在次年2月,那么12月现金流出压力较小,如果春节在次年1月,那么12月现金流出压力较大。2018年春节在2月中旬,今年12月的现金流出压力可能相对较小,至少较去年会有一定程度的减少。第二,目前央行的公开市场操作(OMO)包含了63天期逆回购,而春节前现金流出、节后现金回笼也属于对银行体系流动性造成“峰谷”的暂时性因素,因此12月以后,63天期的逆回购操作规模可能有所上升,对稳定流动性预期有所帮助。

尽管美联储12月大概率加息,对人民币汇率和国内流动性将产生一定压力,但机构普遍认为,考虑到美联储12月加息已

# 资金面略微收紧 OMO重启净投放

上次操作持平。当日有600亿元逆回购到期,由此央行单日净投放200亿元,为11月24日以来首次净投放。

12月以来,因银行体系流动性总量处于较高或适中水平,央行公开市场操作持续处于净回笼状态。12月1日至8日,面对8200亿元逆回购到期,央行仅开展了2700亿元逆回购,累计净回笼资金5500亿元。

此外,央行改变了MLF续做方式。12月6日,央行进行1880亿元1年期MLF操作,等额对冲当日到期量,这是央行自4月以来首次改变MLF续做方式;此前,央行连续8个月在每月首笔MLF到期之际,进行全月到期量的一次性超额续做,而本周(16日)还有1870亿元MLF到期。

市场人士认为,12月以来OMO净回

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超调,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R007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

# 资金面略微收紧 OMO重启净投放

笼高达5500亿元,但上周四央行重启28天期逆回购操作,且本周一OMO重回净投放,表明央行确保银行间流动性平稳跨年,同时保持流动性不放松的政策意图。央行12月MLF操作谨慎,可能是为了观察美联储加息前后市场资金面的变化情况,留足政策操作的余地。

### 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,公开市场操作重返净投放符合预期,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

# 美元未必大涨 人民币贬值风险可控

□本报记者 张勤峰

11日,人民币对美元汇率小幅走高,在美联储议息前夕,外汇市场静候方向指引。市场人士指出,加息预期兑现后,美元未必大涨,年底人民币贬值风险仍然可控。

### 结束连续贬值

12月11日,人民币对美元汇率中间价设在6.6152元,较前值上调66个基点,打破了此前连续10个交易日的下调势头。

受中间价调高及亚盘美元回调影响,人民币对美元市场会录得小幅升值。11日,银行间外汇市场上,人民币对美元即期汇率开盘报6.6190元,日间呈现窄幅震荡,最高至6.6143元,16:30收盘报价6.6173元,较前收盘价微涨2BP;进入夜盘交易时段,人民币小幅走低,但不改横盘运行的态势,截至18:30报6.6185元。

昨日香港市场上,离岸人民币对美元汇率波动也不大,截至北京时间11日18:30报6.6216元,较前收盘价上涨22个基点。

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,仅在首笔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,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,实现平稳跨年、跨年。进入12月中下旬,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。

动”,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,而上周一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)

# 资金面略微收紧 OMO重启净投放

上次操作持平。当日有600亿元逆回购到期,由此央行单日净投放200亿元,为11月24日以来首次净投放。

12月以来,因银行体系流动性总量处于较高或适中水平,央行公开市场操作持续处于净回笼状态。12月1日至8日,面对8200亿元逆回购到期,央行仅开展了2700亿元逆回购,累计净回笼资金5500亿元。

此外,央行改变了MLF续做方式。12月6日,央行进行1880亿元1年期MLF操作,等额对冲当日到期量,这是央行自4月以来首次改变MLF续做方式;此前,央行连续8个月在每月首笔MLF到期之际,进行全月到期量的一次性超额续做,而本周(16日)还有1870亿元MLF到期。

市场人士认为,12月以来OMO净回

# 美元未必大涨 人民币贬值风险可控

两地人民币汇率价差维持在50个基点以内的较低水平。11日亚太交易时段,美元指数展开回调,一度下探92.73,跌0.1%左右,欧元对美元升值成为美元指数拖累项。分析称,当前欧元区经济状况保持良好,经济增速预期存在上调可能,后续政策收紧的想象空间较大,未来欧元若再度走强,美元指数将承压。

### 美元走势是关键

11月底以来,人民币对美元中间价一度持续下调,市场汇率也出现一定幅度的贬值。11月27日至12月8日,人民币对美元中间价连跌10日,累计下调408基点。

外汇市场人士认为,年底处于购汇旺季,私人部门用汇需求增多对人民币汇率造成季节性的下行压力,与此同时,近期美元指数走高,直接影响人民币对美元双边汇率。

上周美元指数连续反弹,全周上涨1.07%,为连续第二周出现反弹。在美联储议息前夕,美元重返升势,显示了

## 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0.235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。

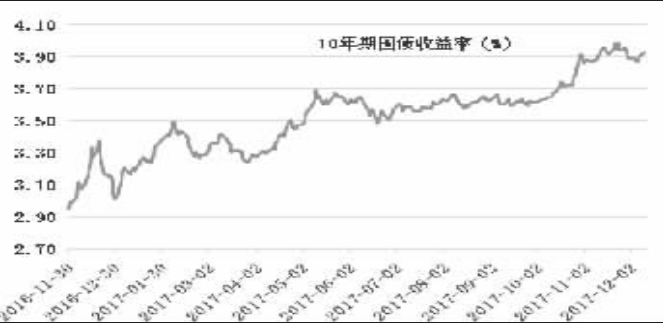
11日,现券市场收益率纷纷走高。10年期国开债活跃券170215早盘从4.78%上行至4.83%,午后一度回落至4.80%,后重新走高,尾盘成交在4.86%,较上一交易日尾盘大幅上行8BP。10年期国债活跃券170025尾盘成交在3.93%,上行1.5BP。以国开债为代表的政策性金融债依然表现出较高的波动性。

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,隔夜回购利率上涨较明显。

### 不确定性因素较多

“年底诸多因素令债券市场承压。”一位券商债券投资经理表示,短期债券市场面临诸多不确定性因素的影响,一则本周

### 10年期国债中债到期收益率走势



## 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,本次增发发行缴款日均为12月18日,上市日均为12月20日,上市后

分别同原债券合并交易。

值得注意的是,国开行此次增发的金融债仍不包含10年期品种,自11月21日以后,国开行就未再发行10年期债券,另外,本次增发的2015年第一期金融债存续期只剩下28天,这已是两周来央行第二次对该期债券进行增发,国开行削减长债供给的意图明显。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)

债市再次形成压制。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市场占有率位列第一以及收购事项将拓宽公司销售渠道。(张勤峰)