

资金面再奏“冰与火之歌”

□本报记者 王姣

12月28日，银存间7天期回购利率DR007一度上冲至13%，上交所GC007盘中更达到15.5%的高点，机构尤其是非银机构感受到较大的跨年压力。值得注意的是，这一波资金紧势中，隔夜“松”与7天“紧”、银行间“松”与非银间“紧”再度凸显，资金面再奏“冰与火之歌”。

市场人士称，在超储率持续低位、流动性摩擦和结构性矛盾显著的背景下，年底资金面季节性收紧时，中小银行和非银机构首当其冲。但恰如央行所言“目前银行体系流动性总量处于较高水平”，资金面基本已实现平稳跨年。随着后续财政存款投放、央行定向降准、跨年后银行融出意愿提升等一系列利好释放，跨年流动性有望改善。

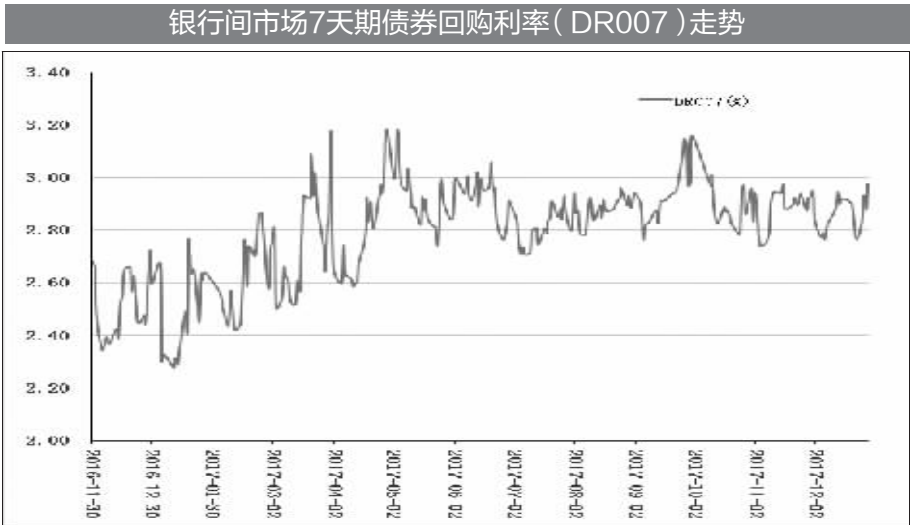
冰火两重天

这一年的12月，多数日子是极为好过的，市场上短期流动性一直较充裕，直至12月25日，伴随着中长期货币市场利率加速上涨，市场出现了一定的紧张情绪，连带着短期资金也开始出现收紧的苗头，当日，银存间质押式回购利率DR007和DR014分别上行5BP、11BP。此后，在央行连续暂停公开市场操作的情况下，资金紧势进一步蔓延，26日，隔夜DR001利率小幅上行5BP，而DR007和DR014分别大幅上行11BP、51BP；27日，DR001和DR014分别上行9BP、29BP；28日，代表性的DR007盘中最高触及13%，收盘上行约10BP至2.98%。

整体来看，近期资金市场呈现“冰火两重天”。

其一，隔夜“松”与7天“紧”并存，尽管隔夜资金利率有所小涨，但整体仍相对便宜，12月以来DR001加权利率整体保持在2.53%—2.81%区间，下旬甚至有所下行，但DR007加权利率近期涨势明显，并创下11月中旬以来的新高。这一现象在R001与R007之间表现得更为明显，如25日至28日，R007分别大幅上行49BP、103BP、50BP、189BP，R001自26日起仅分别上行5BP、12BP、3BP。

其二，银行间“松”与非银间“紧”并存，年末银行间市场资金面虽有所收敛，但整体仍处于相对均衡状态，但交易所市场回购利率上行幅度巨大，表明非银机构承受的压力明显更大。Wind数据显示，25日至28日，上交所回购利率GC001加权均价分别大幅上行112BP、248BP、625BP和359BP，28日盘中最高触及24%，收盘均价



也高达16.79%；22日至27日，GC007加权均价分别大幅上行135BP、1398BP、39BP和520BP，28日盘中最高触及15.5%，创10月以来新高。

央行近几日反复强调，“目前银行体系流动性总量处于较高水平”，也进一步表明当前资金面表现出的紧张主要是结构性紧张，流动性总量并没有问题，存款类机构流动性仍相对平稳，流动性波动风险整体可控。

多因素致结构性失衡

市场人士指出，在超储率持续低位、流动性摩擦和结构性矛盾显著的背景下，年末资金面再现结构性紧张是监管考核压力、金融机构负债压力与流动性分层现象叠加共振的结果。

跨年资金紧张的核心原因在于超储率持续低位背景下，各家机构缺中长期资金。华创证券指出，第一，今年超储率一直处在1.5%以下的位置，而年初各家银行都有冲信贷的需求，因此对基础货币的争夺更为激烈。同时伴随着银行融出跨年资金大幅减少，非银也资金紧缺。第二，在结构上，央行更多的是投放了短期资金而非长期资金。机构手中拿着更多短期资金，未来仍面临收回的风险，也导致融出跨年意愿降低。第三，今年机构对流动性预期普遍偏紧，银行主动提高备付水平，因此机构对资金需求强烈。

国泰君安证券覃汉表示，从流动性的“食物链”来说，央行—银行—非银越往下游走，支流越多，流通阻滞也越多，非银在跨年、跨年等时点会遭遇到“借钱难”的窘境。导致这一窘境的根本原因在于MPA考核对银行的净稳定资金比例、流动性覆盖率等方面等进行综合评分，在季末考核时

点银行倾向于压缩弹性较大的对非银机构的拆借以满足考核要求。

事实上，2017年以来流动性分层的现象日益凸显，DR007与R007的分化已成常态，GC007和R007加权平均利率偏离DR007的频率明显提高、偏离度显著加大。在一定意义上来说，正是流动性摩擦和结构性矛盾加剧了阶段性、结构性的资金面紧张态势。

招商证券徐寒飞进一步指出，月末的财政支出效果迟迟未现，究其原因，财政资金的支出同样存在分层：由央行到代理银行，再由代理银行到其他银行，最终再流向非银机构，所以市场感受到的财政投放效果存在时滞。

跨年有望改善

经历波折之后，当前市场对2018年一

观点链接

天风证券：结构性分化显著

跨年资金价格不完全受到供给总量的影响，在金融监管不断加强的背景下，年底时机构融入融出受到的约束越来越多，结构性短缺造成了跨年资金利率走高。具体来看，机构在负债端可能面临的约束包括针对银行的各项指标考核、针对公募基金基金的流动性风险管理办法等。结构性约束对资金面的影响体现在方方面面。2017年以来，每次跨季时同业存单利率均会大幅上行，而本季度同业存单的上行高点已经超出了二季度，更是反映出目前银行间机构结构分化的问题没有好转。

中信证券：流动性环境将逐渐恢复

当前可能就是流动性最为紧张的时

季度流动性环境的关注度上升。

央行人士此前曾明确表示，“预计12月份财政因素将净供给流动性超过1万亿元，2018年初普惠金融降准措施落地将释放长期流动性3000亿元左右。对于2018年春节前主要商业银行因现金大量投放而产生的流动性需求，人民银行也已作了安排。总的来看，银行体系跨年、跨春节流动性供应是有保障的。”

但也有机构对后续流动性持相对谨慎态度。华创证券指出，2018年春节假期在2月15日到2月21日之间，规避了1月“缴税+春节”的叠加压力，预计春节前夕资金利率上涨幅度不会过大，但1月份资金仍易紧张难松。一是跨年资金投放量增多，2018年1月公开市场到期压力较大。二是2017年财政投放较为平均，季节性规律减弱，12月的财政投放量或不如市场估计的乐观，而2018年1月面临的缴税压力将超过历史同期，财政收支差额或将进一步扩大。三是春节前央行或将进一步上调公开市场利率。

从扰动因素来看，长江证券表示，2018年春节在2月中旬，使财政缴税和取现需求分离；同时，MLF到期分布相对均匀。因而从常规因素来看，2018年一季度流动性环境受到的冲击或相对可控。普惠金融定向降准释放流动性规模有限，影响或相对平缓。但同业存单纳入MPA考核的正式实施，以及金融严监管的持续推进，或对流动性环境形成压制。

综合来看，后续流动性环境将面临财政缴税、取现需求增加、资金到期等因素的冲击，但随着财政存款投放、央行定向降准、跨年后银行融出意愿提升等一系列利好释放，跨年流动性有望改善。

刻，随着财政存款持续释放及其对流动性松绑影响的逐步显现，资金面紧张的局面将逐步缓解；年后定向降准等普惠金融措施的实施将进一步缓解流动性结构性矛盾，流动性环境也将逐渐恢复。

海通证券：资金面紧平衡

2018年货币政策从灵活适度、稳健中性变为保持中性，从调节好货币闸门变为管住闸门。预计2018年货币政策将保持中性偏紧，而银行流动性管理规定下，银行负债端竞争或导致季末时点流动性压力加大，但央行通过公开市场操作削峰填谷，叠加央行自动质押新规防范中小行流动性风险的发生，预计2018年资金面将呈现紧平衡。（王姣 整理）

最近人民币对美元也有内因推动。今年以来人民币市场利率上行较明显，中美利差处于高位，尤其到了年末，流动性季节性收紧，进一步推高本市市场利率，有助于提升外汇市场上人民币需求。有交易员就表示，最近美元走势偏弱，人民币利率走高，企业继续持有美元的机会成本上升，有助于刺激结售汇的意愿。另外，前几年四季度人民币均出现贬值，今年人民币不跌反涨，促使市场预期修正；当前中国经济较稳，货币政策不松，中央经济工作会议强调保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，也向外释放了稳定汇率的信号。总的来看，当前内外环境均有利于人民币汇率保持稳定。

进一步看，跨年后市场利率可能回落，目前市场对2018年美元走势仍存在一定分歧，人民币对美元汇率可能不会持续走高，预计2018年人民币汇率将保持基本稳定，出现大幅升值或贬值的可能性均较小。

同业存单利率上涨已近尾声

□本报记者 王姣

2017年最后一周，央行连续暂停公开市场操作并净回笼资金，而财政存款投放带来的利好迟迟未现，资金面收紧，同业存单利率继续冲高。28日，3个月同业存单发行利率已高达5.55%，接近历史最高水平。市场人士指出，同业存单利率仍在快速上行，表明超储率偏低的情况下，“负债荒”仍在继续演绎，但同业存单发行利率难以持续维持高位，随着2018年一季度整体流动性好转，预计同业存单利率有望回落。

同存利率步步高升

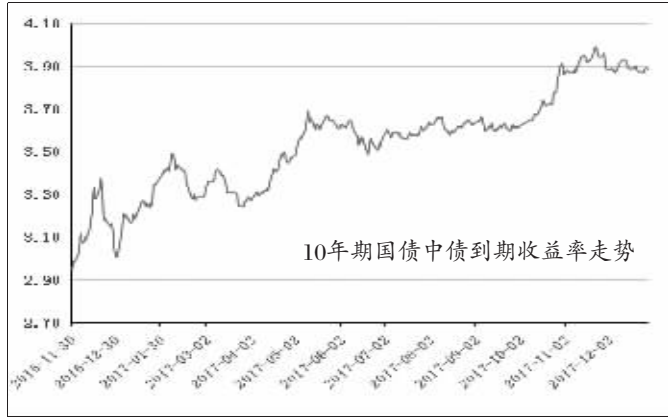
2017年12月，同业存单利率持续走高，到年末最后一周也未见回落迹象。Wind数据显示，12月28日，1个月、3个月和6个月同业存单发行利率分别报5.67%、5.55%和5.37%，均创下2015年以来的新高。

2017年12月，有2.2万亿元同业存

单到期，是月度到期量第二高峰，但截至24日，当月已有1.9万亿元同业存单到期，最后一周到期量仅3016亿元。此前，考虑到财政存款年末投放、同业存单到期高点已过等因素，市场倾向于认为年末资金面有望维持紧平衡。但年末最后一周，1个月、3个月和6个月期同业存单发行利率又分别上行约20BP、11BP、7BP。

相较往年而言，年末同业存单收益率缘何持续攀升，资金拆借难度为何如此之大？华创证券指出，主要原因有三点：一是年末各项指标考核叠加今年超储率持续维持低位，各家银行紧缺跨年资金，同业存单作为能够向非银融入资金渠道，价格自然走高；二是12月同业存单到期量较大，各家银行都有滚存需求；三是资金预期差助推存单价格冲高，此前市场对于资金面跨年较乐观，因此在存单发行时也未出现抢跑行情，但中旬以后资金仍然紧张，而各家资金缺口较大，因此不得不持续提价。

钱紧不可持续 债市小幅上涨



□本报记者 张勤峰

28日，债市小幅走强，投资者对年末流动性结构性紧张反应相对平淡，海外债市收益率下行也提供一定支持。市场人士表示，年底流动性波动不可持续，且最近主要是结构性紧张，总量问题不大。预计跨年流动性有望回暖，货币市场下行有利于债市反弹行情的展开，但考虑2018年机构负债压力和监管政策影响，利率回落的空间和时间均将有限。

债市小涨 成交清淡

28日，国债期货市场延续前日午后的反弹势头，收盘时，5年期和10年期国债期货主力合约均小幅上涨。其中，5年期TF1803合约收报96.505元，涨0.025元或0.03%；10年期T1803合约震荡走高，临近收盘前涨幅回落，报收于93.090元，涨0.105元或0.11%。

28日，银行间市场利率债成交变化不大。10年期国债活跃券170025开盘成交在3.895%，此后震荡回落至3.88%左右，尾盘成交在3.88%，较上一日尾盘下行2BP。10年期国债活跃券170215全天围绕4.84%反复成交，尾盘成交在4.835%，较上一日尾盘下行2.5BP。年末时点，现券成交更显清淡，170215全天仅成交53笔，170025全天成交11笔。

随着年末财政投放资金陆续到账，28日，银行间市场资金面稍稍转好，但盘中7天、14天回购利率仍不足10%以上的高价成交。交易所市场资金面仍偏紧张，收盘时，上交所7天及以下各期限回购利率仍全线超过12%。交易员称，银行间市场流动性边际改善，在一定程度上刺激债市做多热情，一些投资者尝试博弈年后反弹行情。另外，隔夜美债

观点链接

中金公司：趋势性机会需等待

配置价值已现，趋势性机会仍需要等待，短期交易性机会可期，负债端管理难度仍大，操作重心从2017年的防守、反击到2018年的投机、寻机。2017年10月份是看多做空，未来将是看空做多，不利因素仍多，但利率水平够高。大类资产上，短端性价比比较高，并建议逐步适度拉长久期。

国泰君安：不应忽视利好因素

四季度名义GDP增速大概率有所回落，2018年一季度定向降准释放的流动性或超市场预期，预计到春节前资金面大概率持稳，监管政策细则难以超出统筹意见稿的框架

年内最后一只国债29日招标

12月28日，财政部发布公告称，决定发行2017年记账式贴现（六十一期）国债，这将是2017年财政部发行的最后一只国债。

据财政部，本期国债期限91天，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额150亿元，进行甲类成员追加投标。本期国债将于2017年12月29日招标，2018年1月2日开始计息，招标结束至1月2日进行分销，1月4日起上市交易，于2018年4月3日（节假日顺延）按面值偿还。

收益率下行明显，也利好国内市场情绪。

理性看待反弹

本周以来，跨年流动性持续紧张，货币市场波动加大，一度导致债市收益率走高，但与前期相比，债市调整仍比较温和，利率上行幅度不大。

分析人士表示，年末是流动性波动高发期，出现短时性的紧张并不奇怪，且当前资金面紧张主要是结构性的，总量问题不大，预计紧张局势不会继续升级、跨年仍有望改善，因此不形成持续的利空冲击。从盘面上看，近几日反而有部分趁着市场波动在开展债券配置。

分析人士表示，从往年来看，跨年随着监管考核影响消退，加之年末财政集中支出形成较多流动性供应，市场资金面有望迎来明显改善，货币市场利率在年末冲高后将转入下行，有望带动债市收益率出现一定回落。另外，年初债券供给较少，供需关系也相对有利于反弹行情的开展。

但不少机构人士提示，2017年以来，影响债市影响的两大因素——基本面与政策面未来难有明显变化。经济复苏持续增强，增长韧性仍较足，使得利率下行难成趋势。同时，金融严监管、防风险的取向不变，金融机构仍需直面去杠杆带来的阵痛。另外，货币政策仍将维持稳健中性，预计央行将继续开展净回笼操作，引导流动性逐步回归稳健中性，货币市场利率下行有底，流动性溢价不会明显收窄，不支持债市收益率大幅下行。总的来看，年后债市可能走出一波反弹行情，如果资金面配合，甚至可能在近两日就会启动，但投资者对反弹的性质及持续的时间和幅度应有正确认识。

中信建投：债市涨跌空间均有限

从历史上来看，10年期国债收益率超过4%的时候并不多，当前债券收益率并不会持续大幅上行。但如果结合对2018年的经济和政策走向的判断，2018年经济大幅下行的概率也不大，而且通胀中很可能抬高，货币政策将保持中性，金融监管将带来一定压力。这种情况下，在2018年前期债市的表现将维持区间震荡。（张勤峰 整理）

联合上调

东阳光公司评级

联合日前发布跟踪评级，将深圳市东阳光实业发展有限公司的主体长期信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定，将“16东阳光MTN001”和“16东阳光MTN002”的信用等级调整为AA+。

联合表示，跟踪期内，东阳光电子材料与药业经营规模不断扩大，营业收入呈快速增长态势，其中，电子材料受环保政策趋严导致其他厂商关停或停产影响，公司2017年盈利能力同比大幅增长，有望继续保持其在该行业领先的地位；药业方面，公司该板块毛利率2017年前三季度大幅增长，抗病毒药物市场的快速增长为公司盈利提供良好市场环境；冬虫夏草产销量均大幅增长为公司盈利能力提供有力支撑。

联合指出，东阳光冬虫夏草项目进展良好，产能持续增加，未来公司盈利能力仍有改善空间；公司电子材料板块工艺技术先进，保证了其在电子材料行业的竞争力，受国家去产能政策和环保压力的影响，公司市场竞争力更加突出，主要产品产量均上升。公司EBITDA对存续期债券保障程度较高，经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。（张勤峰）