

# 二月还得跨次“年” 流动性：“临时安排”保“平安”

本报记者 张勤峰

难熬的2017年末终于过去,对于债券市场投资者而言,这不失为一个好消息,市场资金面终于拨云见日,央行实施大额净回笼也未阻碍货币市场利率纷纷大幅回落。然而,“年关”不止一道,春节前银行体系流动性将再次面临考验。

分析人士表示,在货币政策不松、金融监管加强、各类扰动加大的情况下,2018年流动性短时波动风险仍值得警惕。好在货币投放方式变化和流动性管理难度上升,促使央行不断创新政策工具、提升调控水平,得益于年初“定向降准”落地和“临时准备金动用安排”的推出,春节前后流动性波动风险或能有所缓和,流动性有望保持紧平衡。

## 流动性自然回暖

跨过年关,市场资金面终于拨云见日。1月2日,央行公开市场操作继续停摆,多达2900亿元逆回购到期自然净回笼,仍无碍货币市场利率全线大幅下行。

分析人士表示,得益于财政库款集中投放,年末年初商业银行备付金得到补充,超储率通常处在全年高位水平,为市场资金面改善提供有力支持,与此同时,年初时不利影响因素较少,也为流动性保持平稳营造了有利的环境。

从历史数据上看,历年四季度末金融超额存款准备金率均会明显回升,且从未低于2%。考虑到2017年前三个季度未超额准备金率均处于1.3%、1.4%的历史较低位置,而当年财政支出节奏有所提前,年末财政支出可能不如往年那般集中,超储率能否回到2%以上尚不确定,但应该会明显高于前三个季度末水平。

相应的,1月份货币市场利率水平通常要低于上年12月份。比如,2017年1月,R007月平均值为2.68%,较2016年12月回落33BP。

分析人士表示,上年末财政资金集中投放后,流动性总量处于较高水平,近一两周流动性有望保持平稳,但存量逆回购到期回笼将促使其逐步回归中性。

鉴于短期流动性总量较高,且扰动较少,市场普遍预计央行将延续上月下旬以来的做法——暂停公开市场操作,通过存量逆回购到期回笼流动性,以引导流动性回归中性适度水平。数据显示,1月份央行流动性工具主要集中在前三周到期,今后三周分别将迎来5100亿元、4100亿元和2400亿元逆回购到期,本月13日还有1825亿元MLF到期。假设央行继续暂停操作,今后两周逆回购到期将自然净回笼逾9000亿元,加上之前公开市场操作已连续多日呈现净回笼,将基本对冲2017年末财政投放的效果。

“1月上半月资金面问题不大,但宽松程度将随着央行净回笼逐渐收敛,到下半月,随着年初财政大量收税,机构着手开展春节前备付,流动性可能再现波动,央行重启公开市场操作也将顺理成章。”前述分析人士表示。

## 还得再跨一次“年”

然而,1月份货币市场利率水平并不总是低于上年12月份,2016年1月就要略高于2015年12月,更有甚者,如2012年1月,R007月平均值为4.92%,足足较2011年12月高了102BP。这背后,春节带来的长假效应是一项很重要的影响因素。

我国流动性运行的季节性特征较为明显,春节前现金集中大量投放和节后持续回笼容易引起流动性供求大起大落。2016年春节在2月初,银行备付工作主要在1月

## 国开行重启发行 10年期金融债

2018年首个交易日(2日),国家开发银行公告称,定于1月4日招标发行四期金融债,期限包括91天、3年、5年和10年,总量不超过320亿元。

值得注意的是,这是国开行逾1个月后重启发行10年期金融债,此前的2017年11月24日,国开行公告称停发原定于当月28日发行的10年期品种,国开行上次发行10年期品种还是在2017年11月21日。

公告显示,国开行此次拟发行的2018年第一期91天债券为贴现债券,发行量不超过100亿元;同时国开行将招标增发三期固息债,包括2017年第九期、第十二期、第十五期金融债的增发债,期限分别为3年、5年、10年,发行规模分别不超过60亿元、70亿元、90亿元。

具体安排上,上述四期招标日均为1月4日,缴款日均为1月8日,上市日为1月10日,四期债均采用单一价格(荷兰式)招标方式。91天、3年、5年期招标时间均为1月4日14:30-15:30,10年期招标时间为14:30-16:10。债券承揽费按认购债券面值计算,91天贴现债券,3年期为0.05%,5年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(王姣)

本报记者 王姣

人民币汇率在2018年首个交易日迎来“开门红”。1月2日,人民币兑美元中间价大幅调升263基点,在岸人民币兑美元汇率涨逾150基点,双双创三个多月以来新高。市场人士指出,2018年首日人民币表现颇佳,既有美元指数大跌的影响,也有中国PMI数据向好等国内因素的支撑,短期来看,美元指数大概率偏弱震荡,不过人民币也缺乏单边升值的条件,预计短期内人民币兑美元汇率将稳中趋升。

## 新年延续涨势

2018年首个交易日(2日),人民币汇率以大涨开局,延续了2017年末以来的强势格局。当日早间,人民币兑美元中间价调升263个基点至6.5079,创2017年9月11日以来新高,并为连续第三个交易日上调。

昨日中间价公布后,在岸人民币兑美元汇率开盘涨逾百点,离岸人民币兑美元大涨逾300点,均升破6.50关口并

创2017年9月以来新高。从盘面上看,2日在岸人民币兑美元即期汇率高开于6.5030,日内高位震荡,16:30收盘价报6.4967,创9月8日以来新高,较上一交易日大涨153个基点;离岸人民币兑美元即期汇率涨势更为明显,其盘中连破6.53、6.52、6.51、6.50关口,截至北京时间2月1日16:30报6.4940,较上一交易日大涨369基点;与此同时,境内外人民币价差仍维持在25基点的低位。

人民币喜迎“开门红”,主要受益于美元指数的大跌。昨日全球汇市方面,美元指数延续疲软表现,日内跌幅接近0.9%,盘中跌破92关口,并刷新去年9月20日以来新低至91.76。

## 短期稳中趋升

分析人士指出,展望2018年,美元前景依旧不妙。而中国经济基本面仍有较强的韧性,叠加货币政策维持稳健中性、金融去杠杆持续推进,对人民币汇率构成较坚实的基本面支撑,预计年初人民币汇率将稳中趋升。

根据BBG发布的对美元的调查预估

流动性需求,人民银行也已作了安排。这里的“安排”,即“临时准备金动用安排”。

2017年最后一个工作日,央行表示,为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生临时流动性需求,决定建立“临时准备金动用安排”,在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时,可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金,使用期限为30天。

不少机构表示,“临时准备金动用安排”是2016年春节期间推出的“临时流动性便利(TLF)”,升级版,理论上可动用准备金规模近2万亿元,操作对象范围也有所扩大,且释放的资金成本较TLF操作更低,可有效对冲节前大量取现的影响,平抑货币市场利率波动,稳定市场预期,再考虑到“定向降准”落地将释放3000亿元左右资金,春节前流动性风险将得到有效管控,再现类似2017年末的紧张情况的可能性较小。

机构也表示,“临时准备金动用安排”具有很强的“临时性”和“可逆性”的特征,主要是为了应对春节效应的影响,保持流动性基本稳定,并不意味货币政策取向有变化,从一个较长时间来看,也不会对流动性总量有影响。未来流动性仍将呈现紧平衡的特征,波动风险或能有所缓和,但出现持续宽松的可能性很小,货币市场利率中枢下行空间不大。

跨过年关,交易所市场回购利率开始向常态水平回落。2日,上交所隔夜回购利率从上一交易日收盘时的14.53%直接跌至6.01%,下行852BP;7天回购利率收报4.415%,较前收盘价下行131.5BP。

年前居高不下的同业存单利率也掉头回调。2日,兴业银行发行的3个月期同业存单利率为4.7%;二级市场上,剩余21天的17恒丰银行CD218在3.5%成交多笔,利率较上一交易日下行214BP。

交易员称,2018年首个交易日,资金面较为宽松,各期限资金供给均较为充足,机构融入需求迅速得到满足,午盘后隔夜资金开始减点融出,1个月以上中长期资金需求明显减少。

## 紧平衡仍是主基调

市场人士表示,短期市场资金面有望继续改善,但预计央行也将继续暂停资金投放,1月份缴税缴准和央行逆回购到期将推动流动性重新回归紧平衡。

年初银行体系可用资金通常处于高位。市场预计2017年末财政投放量超过1万亿元,可明显提升金融机构备付金时点

流动性需求,人民银行也已作了安排。这里的“安排”,即“临时准备金动用安排”。

2017年最后一个工作日,央行表示,为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生临时流动性需求,决定建立“临时准备金动用安排”,在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时,可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金,使用期限为30天。

不少机构表示,“临时准备金动用安排”是2016年春节期间推出的“临时流动性便利(TLF)”,升级版,理论上可动用准备金规模近2万亿元,操作对象范围也有所扩大,且释放的资金成本较TLF操作更低,可有效对冲节前大量取现的影响,平抑货币市场利率波动,稳定市场预期,再考虑到“定向降准”落地将释放3000亿元左右资金,春节前流动性风险将得到有效管控,再现类似2017年末的紧张情况的可能性较小。

机构也表示,“临时准备金动用安排”具有很强的“临时性”和“可逆性”的特征,主要是为了应对春节效应的影响,保持流动性基本稳定,并不意味货币政策取向有变化,从一个较长时间来看,也不会对流动性总量有影响。未来流动性仍将呈现紧平衡的特征,波动风险或能有所缓和,但出现持续宽松的可能性很小,货币市场利率中枢下行空间不大。

## 资金面跨年后“放晴”

本报记者 张勤峰

2018年首个交易日,央行公开市场操作继续停摆,多达2900亿元逆回购到期回笼,但无碍市场资金面自我修复,银行间货币市场利率大幅走低。市场人士表示,短期流动性总量较高,且扰动较少,资金面暂时无恙。

## 资金面全面回暖

2日早间,央行连续第八日暂停公开市场操作,当日有1300亿元逆回购到期,另有1日的1600亿元逆回购顺延到期,单日净回笼2900亿元。

央行公告称,目前银行体系流动性总量处于较高水平,可吸收央行逆回购到期等因素的影响,1月2日不开展公开市场操作。

货币市场表现印证了央行公告说法。2018年首个交易日,银行间市场资金面恢复正常,货币市场利率纷纷大幅走低。

银行间质押式回购市场上,1个月以内各期限回购利率(存款类机构)全数回落至4%以内,短端回购利率下行明显,其中隔夜回购平均利率(DR001)下行14BP至2.59%,7天期回购利率(DR007)回落19BP至2.77%,迅速向前期中枢水平靠拢。

另据了解,2日,银行间市场全口径的7天期回购利率全线走低,其中代表性的7天期回购利率

水平。另外,年初流动性扰动因素也较少。市场人士认为,流动性暂时无忧,货币市场利率仍有希望继续向常态水平回归。

不过,资金面宽松局面难以维持太久,鉴于年初流动性总量较高,央行大概率将延续净回笼操作,引导流动性向中性水平收敛。

与此同时,年末银行加大负债争夺,可能使得年初法定存款准备金补缴量较大。本月5日,银行机构可能需要补缴较多的法定准备金。另外,1月份也是财政收税大月,财政库款较快增长也将回笼流动性,这一影响预计将从本月中旬开始显现。

总的来看,年初因流动性暂时处于较高水平,而年末监管考核影响消退、扰动因素较小,资金面呈现自然修复,但预计改善的空间和持续性有限,货币市场利率中枢将大幅下降。

展望2018年,在央行把牢流动性总闸门、外汇流入减少的情况下,金融机构超储率仍难有显著回升,流动性水平仍将有限,再加上财政收支、监管考核等季节性、临时性因素继续产生扰动,流动性短时波动可能还会不少。但预计央行仍将张弛有度地开展操作,结合对流动性供求因素的分析,灵活开展“削峰填谷”的操作,流动性不会太松但也不会太紧。紧平衡仍将是2018年银行体系流动性运行的主基调。

放资金规模或为6000亿左右。

华创证券:流动性取决于央行操作

临时准备金动用安排仅是解决春节流动性需求的新工具,未来流动性环境依然取决于央行货币政策操作。流动性环境主要取决于央行操作,因此更应该关注央行投放总量的多少和超储率的高低。在金融监管持续推进的背景下,央行货币政策将配合金融去杠杆维持资金面的紧平衡。投资者应保持谨慎,在去杠杆未完成之前,货币政策并不会产生根本性转变。(张勤峰 整理)

## 债市开门绿 短期陷震荡格局

本报记者 王姣

大幅调整。其中10年期国债主力合约T1803早盘小幅低开于93.17元,日内多半天段盘中出现一波明显跳水,最终大跌0.57%报92.64元,创2017年11月13日以来最大跌幅;5年期国债主力合约TF1803最终收跌0.34%,报92.26元。

### 短期料陷入震荡

消息面上,昨日上午公布的2017年12月财新中国制造业PMI为51.5,创四个月来新高,预期为50.6,前值为50.8。而此前公布的中国12月官方制造业PMI为51.6,环比下降0.2个百分点。

### 期现均现明显调整

1月2日,央行继续暂停公开市场操作,单日净回笼资金2900亿元,不过跨年后短期流动性明显改善,早盘现券、期货市场均呈横盘震荡,但随后公布的12月财新中国制造业PMI数据明显好于预期,打压市场情绪,债券期、现市场双双出现明显调整。

从盘面上看,昨日10年期国开活跃券170215收益率开盘报4.81%,与上一交易日持平,早盘波动较小,10:30后开始缓慢上行,上午最高触及4.845%,午后收益率加速上行,15:30附近触及4.89%的高点,一度上行8BP,尾盘高位窄幅震荡,最终收报4.88%,较上一交易日收盘价上行7BP;10年期国债活跃券170025收益率开盘报4.875%,较上一交易日小幅下行0.5BP,日内震荡上行,最终收报3.90%,较上一交易日上行了2BP。

与此同时,国债期货市场全线明显收跌,尤其尾盘出现

华创证券则指出,新年第一周,市场关注焦点仍在于资金面,公开市场到期5100亿元,压力不小,央行偏紧货币政策未改,大概率会持续净回笼收紧流动性。基本面消息不多,但考虑到监管细则会加快落地,债市将继续承压。

## 国开债招标结果偏暖

2018年首个交易日(2日),国家开发银行招标发行了两期固息债,其中标利率均低于二级市场估值水平,且1年期认购倍数超过4倍,7年期认购倍数也达到2.5倍,整体来看,市场需求向好,显示新的一年机构配置需求正逐渐释放。

公告显示,国开行此次招标发行的两期债均为固息债,分别为2017年第十一期、2017年第八期金融债的增发债,期限分别为1年(兑付日为2018年10月20日)、7年,发行规模均不超过60亿元,票面利率分别为3.83%、4.3%。据市场人士透露,此次国开行1年期金融债中标收益率为4.2887%,全场倍数为4.16,边际倍数为3.44;国开行7年期金融债中标收益率为4.9426%,全场倍数为2.5,边际倍数为1.85。

中债到期收益率曲线显示,2017年12月29日(上周五),银行间市场上待偿期为1年、7年的国开债收益率分别为4.6789%、4.9765%,从定价水平上看,上述两期债中标利率均低于二级市场水平。(王姣)

## 农发行3日拟增发三期金融债

中国农业发展银行公告称,定于1月3日面向境内外投资者公开发行三期金融债,首场发行总量不超过120亿元,追加总量不超过30亿元,期限包括3年和5年。

具体安排上,上述三期债招标日均为1月3日,缴款日均为1月5日,上市日均为1月9日。三期债均采用单一价格荷兰式招标方式,招标时间均为1月3日14:00-15:00。此次3年(剩余期限约2个月)、3年、5年期债券承销费分别为0.05%、0.05%和0.1%。(王姣)

### 评级追踪

#### 武隆城建专项债

#### 信用等级上调至AAA

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪”)日前公告称,决定维持重庆市武隆城乡建设发展(集团)有限公司(简称“武隆城建”)的主体信用等级为AA-级,维持评级展望为稳定,同时将“17武隆专项债01”及“17武隆专项债02”的债项信用等级上调至AA+级,维持评级展望为稳定,同时将“17襄高投债”的债项信用等级由AA+级上调至AAA级。

新世纪表示,重庆三峡担保集团股份有限公司(简称“三峡担保集团”)为“17武隆专项债01”及“17武隆专项债02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新世纪已将三峡担保集团主体信用等级由AA+级提升至AAA级,维持评级展望稳定,因此决定上调“17襄高投债”的信用等级。(王姣 整理)

## 人民币开门红 稳中趋升态势延续

本报记者 王姣

人民币汇率在2018年首个交易日迎来“开门红”。1月2日,人民币兑美元中间价大幅调升263基点,在岸人民币兑美元汇率涨逾150基点,双双创三个多月以来新高。市场人士指出,2018年首日人民币表现颇佳,既有美元指数大跌的影响,也有中国PMI数据向好等国内因素的支撑,短期来看,美元指数大概率偏弱震荡,不过人民币也缺乏单边升值的条件,预计短期内人民币兑美元汇率将稳中趋升。

## 新年延续涨势