

# 定向降准落地 资金面料稳中偏松

本报记者 张勤峰

7月5日,定向降准正式实施,央行逆回购再停,市场资金面一派宽松,货币市场利率再下一步。市场人士指出,降准资金释放和货币政策取向微调,奠定了今后一段时间市场资金面稳定偏松的大格局,7月流动性难现大波动,但应防范月中可能面临的扰动,短端货币市场利率债当前水平上进一步下行空间已不大。

## 资金面一派宽松

在短暂重启操作之后,7月5日,央行再次暂停了公开市场操作,当日到期的1400亿元央行逆回购实现自然净回笼。

市场对此并不感到意外。6月24日,央行宣布,为进一步推进市场化法治化“债转股”,加大对小微企业的支持力度,将下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点,7月5日为实施日。

昨日的公开市场业务交易公告指出,以上措施释放流动性约7000亿元,可吸收央行逆回购到期等因素的影响,银行体系流动性总量处在较高水平,故不开展公开市场操作。

跨过半年末,市场资金面立马恢复宽松,此次定向降准释放资金到位,资金面自然更松了。

7月5日,主要货币市场利率继续全线走低。银行间市场上,存款类机构间债券回购利率下行6BP至22BP不等,核心交易品种隔夜回购利率DRO01跌至6BP至2.03%,代表性的7天期回购利率DRO07跌至9BP至2.50%,前者追平2017年1月份低位,后者也回到2017年3月份低位水平。

中长期回购利率下行幅度更大,5日,21天、1个月、2个月回购利率分别下行18BP、14BP、22BP。全口径的回购利率(R系列)也整体走低,5日,隔夜回购利率R001跌至2.10%,7天利率R007跌至2.51%,与DR001、DR007的价差大幅收窄,表明市场整体流动性显著改善,非银机构融资难度大幅下降。

交易员表示,7月5日,市场资金面保持宽松,流动性充裕,早盘银行类机构就开始融出各期限资金,隔夜和7天资金金融出价基本低于加权价,隔夜品种大量成交在2%以下,机构对14天及更长期限的资金需求不多,价格纷纷下调,午后资金面宽松依旧。

## 当前可能是最宽松时期

从月内来看,当前及未来可能就是7月份资金面最宽松的时候。

首先,季末大量财政支出,增加流动性供给,提高了流动性总量。从以往来看,6月末和12月末往往是金融机构超储率在全年的两个高点,这与季末财政支出力度较大有关。经过季末财政投放,目前流动性总量尚处于高位。

## 转债表现好于正股

7月5日,上证综指小幅低开,尽管早盘一度翻红,但午后加速回落。截至收盘,上证综指下跌0.92%报2733.88点,续创28个月新低;深成指下挫1.92%报8862.18点,创2014年11月以来新低;创业板指跌2.1%报1532.68点,上证50顽强守红。

在此背景下,转债市场(含可交债,下同)随A股走势震荡,不过午后明显抗跌,中证转债指数收盘还微涨0.04%,个券的整体表现也强于正股。

市场人士指出,近期持续调整过后,转债估值已处于或接近历史底部,中长期配置价值明显,尽管短期市场尚未企稳,但考虑到转债市场潜在上涨空间较足,中长期资金可尝试布局。

## 转债表现好于正股

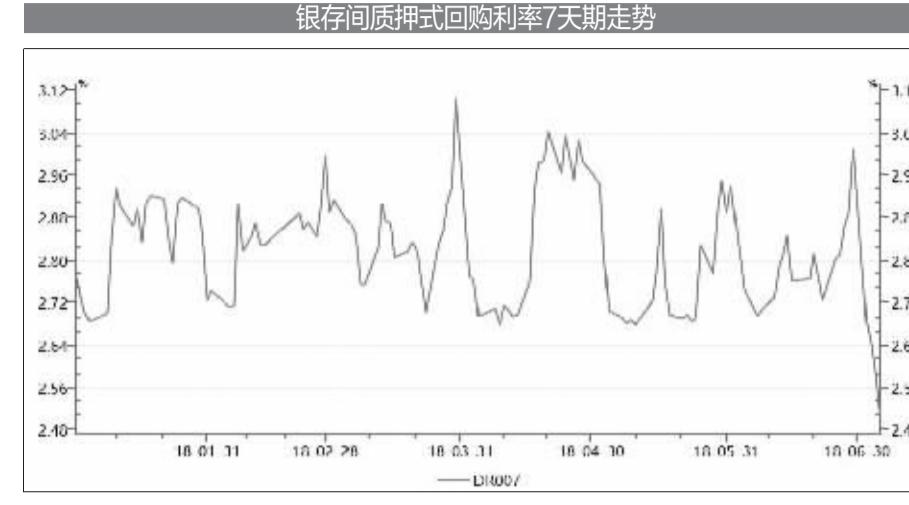
7月5日,上证综指小幅低开,尽管早

盘一度翻红,但午后加速回落。截至收盘,

上证综指下跌0.92%报2733.88点,续创28

个月新低;深成指下挫1.92%报8862.18

点,创2014年11月以来新低;创业板指跌



其次,月初流动性扰动因素较少,资金面通常都比较宽松。

再者,定向降准正式实施,释放出资金7000亿元,虽然央行对降准资金运用有限制,但从总量角度看,降准增加了银行超额储备,释放出了大量低成本的长期限流动性,有望进一步改善银行体系流动性,在边际上降低银行资金成本。

最后,对于市场参与者而言,定向降准的意义不止于释放流动性,更在于释放政策信号。今年以来,央行已4次动用准备金工具,货币政策边际放松得到确认,改善了市场流动性预期,避免货币市场的情化波动。另外,更多中小机构得到央行直接的流动性支持,也有望缓解金融体系流动性分层,提升流动性整体稳定性。

从这个角度上来说,未来流动性的波动风险将进一步下降,资金面稳定性提升比较确定。不过,7月份资金面也不是完全没有隐忧。

第一,定向降准一次性释放出较多资金,加之月初流动性总量较高,央行倾向于通过逆回购自然到期回笼部分流动性。

6月末以来,央行已逐步降低了公开市场操作力度,近期多次暂停操作。

统计显示,6月25日以来,央行公开市场操作转向净回笼流动性,截至7月5日,已连续9日实施净回笼,累计净回笼7600亿元。

到本月15日之前,还有2300亿元央行逆回购到期,

预计央行不对冲或少量对冲的可能性很大,公开市场操作将保持净回笼的格局。

第二,季初月份财政收入大量增加,会形成流动性回笼效应,这可能是7月资金面最大的不确定性来源。我国财政收支的季节性特征比较明显,一般年初季初财政收入增加较快,季末年末支出力度较大。6月是财政支出大月,7月则是传统的税收大月。过去五年,7月份财政存款平均增加近7000亿元,去年7月份,财政存款增加了11600亿元。

第三,第三方支付机构交存客户备付金对流动性也有一定不利影响。央行日前宣布,自7月9日起按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例,到2019年1月14日实现100%集中交存。未来货币当局资产负债表“非金融机构存款”这一科目

还会继续增加,每月都会形成一定规模的流动性回笼。

第四,7月仍是海外上市企业分红高峰期,市场上存在用汇刚需,叠加近期人民币对美元有所贬值,外汇占款下降的压力有所加大。

眼下处于月初时点,定向降准刚刚实施,而央行净回笼的累积效应还不明显,因此,市场资金面可能处于最宽松时期。临近月中税期高峰,资金面则存在一定波动风险。

## 调控基调微调获确认

今年以来,市场资金面表现总体好于预期,对于市场参与者而言,最大感受可能在两方面:一是资金面比去年松;二是比去年稳。

市场注意到,从6月20日的国务院常务会议开始,对流动性的调控要求已从之前的“维护银行体系流动性合理稳定”变成了“保持流动性合理充裕”。

6月27日,新一届央行货币政策委员会召开了首次例会,会后官方通稿对于经济和货币政策的表述相比之前也出现了

## 观点链接

### 中金公司:货币政策腾挪空间有限

货币政策放松在短期可能会起到托底和对冲甚至应急的作用。但货币政策如果过松,在实体经济缺少投资机会的情况下,更容易推升房地产等资产价格,欧美QE政策就是典型案例。而且这将激励金融体系重新加杠杆,容易导致金融防风险、去杠杆前功尽弃。

人民币汇率近日的贬值也与央行降准、未“加息”有一定关系。因此,货币政策腾挪空间较为有限,如果贸然开出货币政策宽松的药方,短期可能有收效,但中长期副作用也将明显。

### 中信建投:料将继续定向降准

最近央行两次降准目的有所不同,但都发生在社会融资下滑、国际贸易形势复杂、银行清理表外资产、中小企业经营困难与违约风险与日俱增的大背景下。

一定微调。提到流动性时,用“合理充裕”替换了“合理稳定”。

这已是过去半年多来,有关方面对流动性提法的第二次微调。

从基本稳定到合理稳定再到合理充裕,流动性提法的变化揭示了央行流动性调控取向的微妙变化,当前的尺度无疑比之前要松,弹性也更大。

另值得一提的是,央行货币政策委员会新一次例会在提到货币总闸门时,用的是“管好”,上次例会用的则是“管住”。虽然仍旧强调货币总闸门的概念,但从“管住”变成“管好”,也释放出一定的积极信号。

这些迹象都表明,虽然货币政策基本取向没有根本变化,但在实际操作中已经出现了微调,今年以来流动性的适度改善是可持续的。

从历史上看,保持流动性“合理充裕”的提法,曾出现在2014年第四季度至2016年第三季度这段时间,这段时间货币市场利率恰恰处于2011年以来的低位,是资金面比较宽松且相当稳定的一段时期。

当然,“合理充裕”的提法,与货币政策宽松时期“适度充裕”的提法仍有区别,这决定了,未来流动性不会过度充裕,货币市场利率中枢整体下行空间可能不会太大。

分析人士认为,当前货币政策放松仍然面临一些制约,一是可能引发金融杠杆复燃,导致防风险、去杠杆前功尽弃;二是海外主要央行仍在收紧货币政策,中美利差收窄,限制了国内利率调控空间;三是政策大幅放松可能影响外汇市场预期,加大市场波动;第四,退一步来看,当前经济仍有韧性,还没有明显下行迹象,好钢用在刀刃上,政策调控应留有余地。

总的来说,未来资金面改善主要将体现在市场利率中枢小幅下行及稳定性提升上,类似去年那阵资金面反复大幅波动的情况应该不会再出现,稳中偏松是大格局。

# 人民币汇率延续双向波动

本报记者 王朱莹

人民币仍有一定调整压力的可能。

## 总体企稳运行

市场人士指出,7月5日,美元指数和人民币汇率盘中双双走弱,表明在当前局势下,投资者倾向于观望为主,短期人民币可能延续震荡。不过往后看,年内美元继续上行的空间可能有限,人民币汇率预计会回到总体企稳的运行轨道。

兴业研究在最新研报指出,近期美元指数走强,显著修复了汇率与美德利差之间的关系。据其研究,根据美德短端国债利差估值的美元指数,已经逐渐出现高估的情况。根据历史经验判断,美元指数的强势反弹或在7月进入尾声。

兴业研究认为,全球贸易形势生变和中美货币政策取向的差异诱发本轮人民币贬值,且多是对四、五月份美元走强情况下人民币横盘的补跌;横向比较,年初以来人民币贬值幅度不大。考虑到美元指数走强即将步入尾声,人民币贬值在情绪充分释放后将放缓,甚至可能出现反弹。

天风证券固收首席孙彬彬同时表示,如果把这一轮快速下跌视为前期贬值压力的释放,那么,人民币贬值可能短期告一段落。其一,对比历史单次跌幅而言,这一次跌的幅度已达历史最大,高于“8·11”汇改下跌幅度;其二,考虑到修复因素,依据前期美元指数上涨的幅度,人民币贬值的幅度基本也已补上;其三,从资产配置的利差交易角度来看,中美利差近两月来已经停止下行,人民币汇率存在阶段性稳定的局面。

# 口行债招标需求旺盛

7月5日,中国进出口银行发行的三期金融债招标结果向好,其中标利率均低于中债估值,且1年期全场倍数近4.5年、10年期全场倍数均在6左右,显示机构认购热情高涨,市场配置需求旺盛。

口行此次招标发行的三期债均为固定利率金融债,包括2018年第五期、第九期、第十期金融债的增发债,期限分别为1年、5年和10年,发行规模分别不超过40亿元、30亿元、30亿元,票面利率分别为3.49%、4.37%、4.89%。据市场人士透露,此次进

## 评级追踪

### 天恒置业 评级上调至AA+

联合信用评级有限公司(简称“联合评级”)日前公告称,决定将北京天恒置业集团有限公司(简称“天恒置业”)主体长期信用等级为AA,评级展望由稳定调整为负面,同时将“15天恒债”评级由AA上调至AA+。

联合评级表示,2017年西城区经济实力强,区位优势突出,为公司提供了良好的外部环境,作为西城区棚户区改造及土地一级开发的重要主体,公司棚户区改造业务承接量有所增加,在建设资金方面得到外部的有力支持,房地产业务发展良好。

## 交易员札记

# 收益率曲线逐渐陡峭化

7月5日,定向降准落地之际,债券市场交投情绪再次燃起,一、二级市场联袂回暖,一级市场中标利率屡创新低,二级市场收益率延续下行走势。现券方面,5日主要利率债收益率日内波动约3BP,其中10年期国开债活跃券180205收益率从4.205%开始震荡下行,盘中成交最低下探至4.1775%,创下今年以来的最低点。

近期,影响债市走向的关键因素回归到对经济基本面的预期以及央行的货币政策:

首先,经济基本面预期不佳。5月份经济数据、金融数据表现差于预期,结合近期资本市场的表现,市场对6月份的经济数据和金融数据表现仍有疑虑,值得关注。(潍坊农信 吴凤华)

# 抗跌特性彰显 转债呈现配置价值

本报记者 王朱莹

周四(7月5日),转债市场(含可交债,下同)随A股走势震荡,不过午后明显抗跌,中证转债指数收盘还微涨0.04%,个券的整体表现也强于正股。

市场人士指出,近期持续调整过后,

转债估值已处于或接近历史底部,中长期配置价值明显,尽管短期市场尚未企稳,但考虑到转债市场潜在上涨空间较足,中长期资金可尝试布局。

## 转债表现好于正股

7月5日,上证综指小幅低开,尽管早

盘一度翻红,但午后加速回落。截至收盘,

上证综指下跌0.92%报2733.88点,续创28

个月新低;深成指下挫1.92%报8862.18

点,创2014年11月以来新低;创业板指跌

2.1%报1532.68点,上证50顽强守红。

在此背景下,转债抗跌特征彰显。5日,中证转债指数高开高走,早盘一度大涨0.28%,盘中突破276点,尽管随后涨幅逐渐收窄,但在午后A股大跌的情况下,转债市场表现出顽强的抗跌性,最终仍收涨0.04%报275.4点。

昨日可交易的83只转债个券中,34只收涨,47只收跌,另有2只收平;而对应正股中仅有11只上涨,高达71只收盘报跌。

转债个券表现也明显抗跌,如鼎信通讯跌停,对应转债跌幅仅3.72%;格力转债、艾华转债、嘉澳转债分别下跌0.03%、1.03%、0.65%,对应正股则分别大跌了8.82%、8.08%和7.03%;此外,航天信息、新凤鸣等6只正股的跌幅均超过5%,对应转债中最大跌幅仅2.4%,且众兴转债还微涨0.18%。

换一个角度看,5日,转债的跟涨能力也有所增强,如宝信转债以2.45%的涨幅领涨,对应正股的涨幅为2.13%;紧随其后的顺昌转债收涨1.31%,对应正股反而大跌2.42%;赣锋转债上涨了1.01%,对应正股的涨幅也仅0.34%。

## 短期谨慎 中期乐观

市场人士指出,由于转债市场当前主要影响因素仍是正股表现,在A股形势未明朗前转债投资者仍应谨慎为宜,不过当前市场具备中长期配置价值也已成为机构共识,中长期投资可适度乐观。

“目前依然宜坚持保守策略,建议投资者谨慎参与近期转债的申购,多参与交易活跃的低价债券尤其是大额转债,并寻求条款博弈机会。”国元证券表示。

中信证券指出,近期转债市场整体缺

乏弹性,多数个券弹性并未处于最佳位置,考虑到目前转债市场潜在上涨空间较足,投资者大可以比正股多一份耐心。

中信证券判断,正股市场或逐步呈现分化的走势,部分板块有望先行触底,宜重点关注医药、计算机、电子、军工、新能源等板块对应的转债标的,当然首选弹性与空间俱佳的标的。此外,中报期即将到来,可以适当关注业绩超预期或稳健的标的,受正股基本面支撑,有望赚取收益。

光大证券进一步指出,在下半年转债市场扩容以及权益市场震荡市的预期下,转债价位预计继续分化或出现越来越多的低价券,在转债自身最终转股的诉求未变情况下,预计会有比较明显的转股价修正机会。

前货币政策已经全面转向无疑,但考虑到对冲政策更多的是“相机而动”,因此监管政策、财政政策转向的紧迫性暂时不强,此谓“政策将转未转”。

覃汉称,考虑到基本面和政策的矛盾积累仍然不够充分,因此博弈的氛围将会持续发酵,长端利率正在演绎“一波流”行情。

华创证券屈庆团队则认为,目前债市的核心驱动因素仍是股票市场低迷引发的避险情绪,在股票市场真正企稳之前,债市的交易行情仍有望延续。但前期支撑利率下行的监管继续缓和、经济基本面持续下行、货币政策不断宽松、贸易形势等利多因素目前都在悄然向着对债市不利的方向发展,供给压力和汇率风险则如影随形。因此一旦股市企稳反弹,债市的交易行情就将接近尾声。