

## 央行停逆回购 OMO再现净回笼

□本报记者 马爽

在上一日开展5020亿元1年期MLF操作之后,7月24日,央行公开市场操作(OMO)归于平静,未开展任何操作,700亿元央行逆回购到净回笼,为上周以来的首次净回笼。市场人士预计,月底前央行大概率连续暂停操作,但本周OMO已锁定净投放,加之月底财政支出力度加大,资金面有望保持平稳宽松态势。

### OMO进入静默期

7月24日,央行未开展公开市场操作。央行称,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。当日有700亿元央行逆回购到期,实现自然净回笼,这也是7月16日以来的首次净回笼。

为平抑税期等因素影响,7月16日起,央行曾连续4日通过公开市场操作实施大额净投放,4天累计投放5400亿元。7月以来的市场资金面本就比较宽松,税期扰动不明显,再加上央行有力地开展了对冲操作,资金面宽松度过企业季度缴税高峰。

从去年情况来看,公开市场操作往往跟随财政收支节奏变化而调整,通常是月中开展大力度操作对冲税期,月末则通过央行流动性工具到期回笼流动性。本月税期过后,资金面已恢复宽松,央行调降公开市场操作力度也顺理成章。

事实上,从20日开始,央行便暂停了逆回购操作,迄今已连续3日停做逆回购。只是23日央行突然开展了5020亿元1年期MLF操作,短暂打破平静。考虑到目前流动性总量较为充裕,货币市场利率处于一段时间以来的低位水平,不少市场机构预计,月底前央行可能不再开展操作,甚至会一直停到8月第一周过完。统计显示,本周共有3700亿元央行逆回购到期,央行尚未

## 河北发行156亿专项债

7月24日,河北省政府招标发行了该省今年第一批共14只土地储备、棚户区改造专项债券,发行总额155.81亿元。发行文件显示,这一批河北省政府专项债券共分为14只债券,对应债券简称为18河北12至18河北25,单只发行规模最低为0.5亿元,最高为24.6亿元,共计155.81亿元。其中,除了18河北21期限为3年之外,其余均为5年期债券。值得一提的是,7月23日,国务院常务会议指出,积极的财政政策要更加积极,并提出财政政策更加积极的两大举措,一个是“聚债减税降费”,一个是“加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”。国盛证券宏观团队称,结合去年未使用的限额,下半年专项债发行额可达1.2万亿元。(马爽)

## 200亿元铁道债今日发行

中国铁路总公司公告称,7月25日将招标发行200亿元铁道债,包括5年和20年期两个品种,其中5年期发行规模70亿元,20年期发行规模为130亿元。本次将发行的铁道债为2018年第十一期中国铁路建设债券,采用单一利率荷兰式投标方式,采用固定利率方式,5年期品种的招标利率区间为3.46%—4.46%,20年期品种的招标利率区间为3.86%—4.86%。本期债券招标日7月25日,

#### ■评级追踪

### 越秀租赁评级上调

中诚信国际日前发布跟踪评级结果,将广州越秀融资租赁有限公司的主体信用等级由AA+调整为AAA,评级展望为稳定。

中诚信国际表示,此次调级是基于对宏观经济、行业环境、公司控股股东以及越秀租赁自身的财务实力的综合评估之上确定的,肯定了越秀租赁较强的股东背景、良好的资产质量、不断增强的经营能力和持续提升的资本实力,同时反映了越秀租赁面临的诸多挑战,包括同业竞争日趋激烈、收入结构较为单一、资产规模及业务领域快速扩大对风险管理能力提出更高要求等。

### 君正集团评级上调

大公日前发布跟踪评级报告,将内蒙古君正能源化工集团股份有限公司的主体信用等级由AA调整为AA+,评级展望保持稳定。

大公指出,本次调级的主要理由有:第一,君正集团偿债环境良好;第二,公司财富创造能力很强。2017年以来,随着下游需求提振以及产品均价提升,公司营业收入和利润水平大幅提升。第三,偿债来源安全度较高。2017年公司经营性净现金流同比大幅增长,对债务和利息的保障程度较好;债务融资渠道较为多元,可变现资产变现能力较好,资产受限比例较低,流动性偿债来源充足。第四,公司偿债能力很强。一定的货币资金和债务融资能力能够为公司流动性还本付息提供一定保障。(王敏)

## 货币/债券 Money Bonds

# 有贬有升 人民币延续双向浮动

□本报记者 王姣

7月中旬以来,美元大起大落中,人民币汇率再引担忧。24日,人民币兑美元中间价、即期价双双调贬约300点,再度刷新去年7月中旬以来新低,至此,今年在岸即期汇价贬值幅度已逾4.5%。

未来人民币会继续快速贬值吗?多数机构认为,若美元继续上冲,叠加中美利差继续进一步收窄的影响,人民币压力仍然存在,但中期来看,美元或已进入筑顶阶段,且中国经济基本面韧性较好为汇率提供了有力支撑,人民币缺乏进一步持续大幅贬值的基础,有贬有升、双向浮动格局将延续。

#### 短期波动再度加剧

7月中旬以来,人民币汇率波动加剧,牵动市场神经。

24日,人民币兑美元中间价调贬298个基点,报6.7891,创去年7月11日以来新低。当日即期市场上,在、离岸人民币兑美元双双走弱,在岸即期汇率开盘不久即逼近6.83,盘中一度下跌超过450点,6.8295的日内低点刷新了2017年6月27日以来的纪录;离岸即期汇率则于盘中触及6.8441,创2017年6月28日以来的低点。

这一波新的加速贬值始于7月10日,短短11个交易日,在岸人民币兑美元汇率从6.60下行至6.82附近,累计跌幅接近3%;离岸人民币的跌幅更大,从6.62贬至6.84左右,累计跌幅已超过3%。

与此前一样,人民币快速贬值的背景依然是美元升值。7月9日开始,美元指数再度启动一轮升势,且这一回并未止步于95一线,19日一举涨至95.66,不仅超越了6月28日创下的年内前高95.54,并创下2017年7月14日以来的新高。

值得注意的是,7月11日至19日,美元指数累计涨幅仅1.15%,且突破95.6后美元指数再度回落,至24日主要在94.6附近震荡,但19日后人民币贬值的步伐并未停止,整体延续了6月中旬以来相对美元加速贬值的态势。

机构点评称,6月中旬以来,人民币兑美元双边汇率的贬值逻辑逐渐由外因向内因转移,背后主要反映的是季节性购汇旺季和短期情绪波动引发共振的结果。

中信证券固收首席明明分析称,美元与人民币汇率分别由各自基本面驱动。推升美元指数突破95的驱动力主要包括美国近期良好的经济增长态势、美欧日经济分化的催化以及政策组合的短期刺激。人民币汇率贬值则是受到美强欧日弱的国际货币环境、近期公布的中国经数数据指标偏弱、国内外利差变化以及外汇市

场供需关系的影响。

机构认为,从内部因素看,上周发布的二季度和6月经济数据验证内外需走弱背景下经济增长存下行压力,消息称央行通过MLF定向支持银行投放信贷及购买中低等级产业债,本周意外投放逾5000亿MLF,货币宽松预期升温令人民币汇率进一步承压。总的来说,近期人民币汇率走势是市场对内外环境变化、供需力量变化的真实反应。

#### “强美元”难以持续

当然,作为影响本轮人民币贬值的主要因素,美元的后续走势仍是市场关注的焦点。分析人士认为,短期来看,支持美元走强的动力依然存在,如美国经济向好、美联储加息步伐可能提速、欧元区经济不及预期、市场避险需求依然较强等;但从更长的视角看,多重不确定性因素对美元继续上行形成掣肘,未来“强美元”或将难以持续。

国际投行摩根士丹利(Morgan Stanley)在最新报告中称,美元已进入中期筑顶阶段,其罗列了三个理由:其一,美元近期的高点不仅未能形成上行势头,而且还没有得到RSI(相对强弱)指数的证实,后者正在形成技术分析师所称的“看空分化”;其二,美国总统特朗普再次抱怨美元走弱;其三,有迹象表明,美国经济增长在二季度见顶。尽管即将公布的美国二季度GDP数据预计表现强劲,然而前瞻性的美国指标似乎正在放缓。

上周美国总统特朗普公开批评美联储加息政策后,美元汇率应声下跌,从95.66快速回落至94.47,上周五0.76%的跌幅创下7个月以来最大单日纪录。

尽管美联储是独立机构,不受美国总统左右,但经济前景无疑将左右美联储加息的步伐以及美元走势。不少机构认为,从中期来看,美国经济发展前景难言利好,可能对美元上行构成制约。申万宏源证券孟祥娟团队称,首先,美国对大量最终消费品征收关税,将直接抬升美国相关终端消费品价格,可能在冲击国内消费需求的同时推升通胀水平,迫使美联储加快加息步伐,从而在中期内对企业投资形成抑制。其次,美国对大量资本品和中间品加征关税,将推高美国企业生产成本、削弱美国企业利润以及贸易竞争力,也将威胁美国在海外的产业链布局。第三,美国同样面临欧盟等经济体在关税等方面的反制措施,将对美国商品的外需形成一定程度的抑制。

“整体来看,美国贸易政策将对其中期经济发展前景不利,美元指数中期易下难上,特朗普总统上周的言论对美元指数

的影响或仍有发酵空间。人民币缺乏进一步持续大幅贬值的基础。”孟祥娟表示。

同时,从对美元指数强弱影响最大的货币——欧元来看,尽管其近期表现不佳助涨了美元,但长期来看欧元区经济向好的基础依然存在。摩根士丹利分析师在报告中称,市场“过度看空”欧元,欧日自贸协定的签署显然有助于欧盟减轻对单一伙伴贸易的依赖,对其经济有明显的提振作用。“考虑到债券供应的限制,欧洲央行进一步放松政策的空间有限。美元触顶最终将推动欧元对美元开始走强。”

往后看,若随着美强欧弱格局逐步发生变化,美元指数能否延续强势格局,也许该打一个大大的问号。

#### 双向浮动格局未变

7月24日,美元指数延续窄幅震荡,日内徘徊在94.6附近,人民币兑美元汇率也随之有所企稳,在岸人民币兑美元16:30收盘报6.81,跌幅收窄至266点。未来人民币汇率会不会继续快贬,仍是市场关心的问题。

对此多家机构给出了自己的答案。广发证券廖凌团队指出,全球贸易形势、中美货币政策“错位”的影响并未消除,意味着人民币贬值的压力仍然存在,但经历6月中旬以来的“快贬”,预计接下来一段时期贬值压力减轻。其一,人民币短期贬值幅度已是“8·11”汇改后最大,贬值压力已得到快速释放;其二,近期人民币汇

#### ■观点链接

#### 申万宏源:中期美元指数或回落

展望未来,美联储货币政策将持续面临一定的两难困境。美联储或坚持既定的渐进加息式的货币政策正常化框架,而在市场预期加息次数已经接近4次的背景下,美联储加息速度快于预期的概率较低,短期内美元指数和美德收益率或维持当前高位震荡态势,而中期美债长端收益率和美元指数可能呈现一定的下行。

#### 中金公司:大幅贬值可能性较低

人民币大幅贬值的可能性较低,主要是基于我们认为美元继续上行空间有限的预测。短期内,央行可以通过与市场的沟通、调节中间价等方式稳定汇率预期;而中长期看,只有稳经济、稳预期,才能有效稳住人民币汇率。决定人民币汇率和资本流动最根本的因素还是对中国投资回报率的预期。同时,我们看到,近期人民币汇率与国内资本市场的联动也较为明显。在当前时点下,稳

# 利率债转弱 一级招标结果分化

□本报记者 马爽

近期利率债一二级市场行情不同程度转弱。24日,国家开发银行招标发行的3只利息金融债表现分化,标杆10年期品种发行收益率偏高。市场人士指出,宏观政策调整缓解信用紧缩担忧,风险偏好提升于利率债影响偏负面,加之三季度是利率债发行高峰期,供给施压,供需关系转弱或抑制利率债表现。

#### 长债表现较弱

24日上午,国开行招标发行了3只金融债,分别是该行今年第四期5年期、第九期1年期和第四期10年期金融债的增发债,本次发行规模分别为60亿元、50亿元、150亿元。

据悉,此次国开债招标表现分化,其中1年期增发债中标收益率3.0096%,全

场倍数3.81;5年期增发债中标收益率3.8748%,全场倍数4.13;10年期增发债中标收益率4.1169%,全场倍数1.96;10年期债券不仅发行收益率偏高,且投标倍数较低。

中债到期收益率数据显示,7月23日,1年、5年、10年期国开债到期收益率分别为3.2248%、3.9292%、4.0976%。

市场人士认为,虽然10年期增发债招标量较大,对定价和认购情况难免造成一定影响,但作为长期利率债的风向标品种,其招标结果仍在一定程度上反映了市场对长债看法的变化。

不光是一级市场,最近二级市场上长债走势也有转弱的迹象。24日,银行间市场上,10年期国开债活跃券180005成交在4.24%一线,较上一日大幅上行近6BP。7月20日以来,该券二级成交利率已累计上行约12BP。

#### 两因素施压利率债

近期市场资金面较为宽松,货币市场利率走低,但长期利率债收益率对此表现麻木,反而出现调整。分析人士认为,部分原因可能在于,近期财政金融政策出现新的变化,市场对信用紧缩的担忧有所缓解,风险偏好改善,不利于无风险债券表现。

华创证券研报指出,今年以来,金融去杠杆的从严推进和外部环境的恶化致使经济基本面转弱,倒逼货币政策放松,尤其是非标在严监管环境下的大幅下滑带动社融显著走低,使得市场对宽货币紧信用的预期显著升温,也推动了利率债利率的下行。但从近期监管对非标态度的缓和和对中低评级信用的鼓励来看,前期的宽货币紧信用有向宽货币宽信用转变的趋势。从历史来看,宽货币紧信用是对利率债最好的阶段,但如果过渡到宽货币宽信用,因为经济

落将是名义GDP同比回落的重要原因,预计将接近8%的水平。下半年主要风险基本可确定为两点,一是实体经济总量,二是信用紧缩对微观实体经济的影响。为了实现对冲,政策调控的选择路径就相对重要得多,也是下半年宏观基本面所面临的最大不确定性。货币政策目前已经确认转向,广义财政也具有一定的空间。此外,6月制造业投资同比连续4个月回升,在信贷及相关产业政策的配合之下,下半年可以相对乐观一些。总体来看,下半年总量经济增长虽然有下行压力,但幅度并不悲观。

**中国证券报:**对下半年经济运行形势有何判断?
**臧昱:**随着实际GDP增速在2015年后落入7%下方,波动率大大降低,当季同比的波动幅度从未超过0.1个百分点。而上半年实际GDP增速仍然有6.8%,也就是说,全年实际经济增长最低预期也可以维持在6.7%上方,总体风险相对可控。但名义GDP方面,由于PPI以及核心CPI下半年将面临较强的基数效应,而工业品价格再次大涨受需求边际回落所制约,仍然存在一定难度。因此下半年GDP平减指数的回

落将是名义GDP同比回落的重要原因,预计将接近8%的水平。下半年主要风险基本可确定为两点,一是实体经济总量,二是信用紧缩对微观实体经济的影响。为了实现对冲,政策调控的选择路径就相对重要得多,也是下半年宏观基本面所面临的最大不确定性。货币政策目前已经确认转向,广义财政也具有一定的空间。此外,6月制造业投资同比连续4个月回升,在信贷及相关产业政策的配合之下,下半年可以相对乐观一些。总体来看,下半年总量经济增长虽然有下行压力,但幅度并不悲观。

**中国证券报:**对下半年债券市场怎么看?
**臧昱:**货币政策有望维持边际宽松,对于资金面和杠杆收益的影响正果,对于资金面和杠杆收益的影响正果,尾部利率的震荡下行或是预期中的结果。经济基本面方面,海外需求的回落预计会加速,国内信用紧缩局面有望在央行

率贬值斜率已高于美元指数上涨斜率,而欧洲经济潜在的反弹可能使得强势美元的斜率趋缓,对于人民币是“喘息之机”,加上全球贸易形势影响短期可能边际趋缓,人民币继续主动贬值的动力减弱;其三,在人民币保持“合理均衡汇率”的基调下,如果人民币形成过快贬值预期,政策干预或不可避免。

从更长的周期来看,无论是基于美元继续上行空间有限的预测,还是我国经济基本面依然稳中向好的支持,人民币都没有继续大幅贬值的基础。

“综合考虑我国经济基本面的稳定,内需对经济增速的有力支撑,同时结合我国当前货币政策提供适度充裕流动性,对冲企业信用风险压力上行的稳增长环境,人民币汇率的中枢下半年仍将总体稳定。”中信证券固收首席明明表示,预计2018年底人民币兑美元汇率的目标区间将在6.8—7.0。

平安宏观固收组陈骁同时表示,考虑到央行目前依然对资本外流保持了强有力的管理,逆周期因子在必要的时候依然能发挥作用、中国经济基本面依然健康,短期资本大量外流的概率很低。

近日外交部发言人的答复或可再给市场添一颗“定心丸”。7月23日,外交部发言人耿爽在外交部例行记者会上称,人民币汇率主要由市场供需决定,有贬有升,双向浮动。目前中国经济基本面持续向好,为人民币汇率保持基本稳定提供了有力支撑。

#### 兴业研究:人民币波动将提升

外汇市场的发展将伴随着参与主体多样化、单边趋势性行情难持续等特征,人民币汇率波动性将进一步提升。因此,未来裸敞口、赌方向的风险很大。当前人民币汇率处于自由浮动前的最后阶段,人民币向自由浮动货币过渡的时期,是企业等市场主体培育避险经验的宝贵时间窗口。然而,当前市场主体避险意识仍亟待提高。正如潘功胜局长在2018陆家嘴论坛”上的发言,企业外汇管理应当坚持服务于主业,坚持财务中性原则,运用外汇市场工具开展套期保值,减少押注单边升贬值行为”。(王姣整理)

基本面的改善预期和风险偏好的回升,相对更有利于信用债,利率债则会相对承压。兴业证券最新研报亦称,上周理财新规和资管新规部分条款的放松,加上23日国务院常务会议进一步释放出财政边际发力的信号,有助于缓解信用紧缩,宽松的货币信用条件加上趋缓的去杠杆节奏加上财政扩张稳增长的想象空间,推动机构风险偏好进一步抬升,风险资产(权益和信用债)价值抬升,利率债转入牛市中调整阶段。分析人士也提示三季度供给压力对利率债供需关系的影响。三季度是传统的利率债发行高峰期,发行量往往明显高于其他三个季度,今年上半年地方债发行偏慢,可能进一步推高三季度利率债供给规模。在利率债需求边际转弱的情况下,供给高峰的来临恐进一步影响供需关系,抑制利率下行。

市场人士提示,面对供给冲击,利率债一级市场可能率先承压。

兴业证券最新研报亦称,上周理财新规和资管新规部分条款的放松,加上23日国务院常务会议进一步释放出财政边际发力的信号,有助于缓解信用紧缩,宽松的货

币信用条件加上趋缓的去杠杆节奏加上财政扩张稳增长的想象空间,推动机构风险偏好进一步抬升,风险资产(权益和信用债)价值抬升,利率债转入牛市中调整阶段。

分析人士也提示三季度供给压力对利率债供需关系的影响。三季度是传统的利率债发行高峰期,发行量往往明显高于其他三个季度,今年上半年地方债发行偏慢,可能进一步推高三季度利率债供给规模。在利率债需求边际转弱的情况下,供给高峰的来临恐进一步影响供需关系,抑制利率下行。

市场人士提示,面对供给冲击,利率债一级市场可能率先承压。

货币政策转向的基调下出现改善,但负面影响的修复不是一蹴而就的过程,长短端利差不具备大幅走扩的条件,预计长端利率仍会出现向短端收窄的震荡回落走势。

信用债方面,下半年交易的重点仍然集中于对各品种信用利差的捕捉。现阶段AA+品种的利差仍然有继续收窄的空间。对于AA低评级品种而言,信用利差的收窄需要满足两个前提条件:一是高于AA级别品种的信用利差已经出现显著的收窄;二是货币政策继续维持宽松,阶段性的负债荒转化为相对的资产荒。

对于配置机构而言,可以适当提高杠杆,久期方面建议可以相对大胆一些,就部分可以使用信用下沉的机构来讲,必要的信评工作仍然需要重视,尽量规避低评级民企债券。城投板块的相对价值仍然存在。

#### ■市场连线

# 宏信证券臧昱:下半年长端利率将震荡回落

□本报记者 王姣

“随着国内经济增长由高速转向高质,投资拉动模式逐步向消费拉动模式转变,消费能否保持韧性成为关键因素。总的来看,下半年经济增长有一定压力,也有较强韧性。”宏信证券固定收益总部研究负责人臧昱日前在接受中国证券报记者采访时表示,后续海外需求趋于回落,国内信用紧缩局面的修复不是一蹴而就的过程,预计下半年长端利率仍然会出现向短端收窄的震荡回落走势。

**中国证券报:**结合近期公布的数据,谈谈对当前宏观经济形势的看法?

**臧昱:**上半年宏观基本面的核心逻辑主要有两点:一是欧元区和本年全球增长疲软,美国经济受益于税改在日本一枝独秀。美元大幅上涨导致新兴市场资本流出,经济增长趋缓,全球协同复苏动能下

降,在国内出口数据上的映射就是以中高端为代表的出口制造业景气度目前处在拐点之上;二是资管新规的落地,对宏观经济的影响实际上是被市场低估的,叠加上杠杆政策所引发的信用紧缩,也是上半年的核心逻辑之一。社融同比增速自去年中期开始触顶回落,对名义GDP的压制效果开始逐步加强。

**中国证券报:**对下半年经济运行形势有何判断?