

# 财政支出发力 资金面料平稳跨月

本报记者 张勤峰

8月最后一周，政府债缴款、财政支出等给市场资金供求带来多方面影响。市场机构预计，月底前资金面将保持适度宽松，资金面平稳跨月问题不大。往后看，在地方债密集发行背景下，货币政策与财政政策的协调配合是一大看点，预计相关部门综合施策，继续保持流动性充裕具有相当的确定性，但汇率对货币政策的约束犹存，流动性不会过度充裕，未来既有底部支撑，也有顶部约束。

## 公开市场操作重归平静

在意外开展MLF操作之后，8月27日，央行公开市场操作重归平静。当日，央行逆回购操作续停，1200亿元存量逆回购到期，实现自然净回笼。另外，当日财政部、央行开展了1000亿元3个月期中央国库现金定存操作。综合考虑，央行仍从银行体系净回笼了200亿元。

央行当天公告称，考虑月末财政支出、中央国库现金管理操作可对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理充裕，8月27日不开展逆回购操作。

交易员称，昨日早间回购市场流动性较为充足，国有大行、股份行大量减点融入隔夜资金，融入需求很快得到满足；7天期资金因跨月因素，融出略微减少，但融入需求也很快得到满足；14天及以上期限资金需求不多，成交寥寥；午后跨月资金融出继续减少，但隔夜资金供给充裕，有机构减点融入。总的来看，昨日市场资金面仍平稳偏松。

27日，银行间货币市场利率涨跌互现，短端涨幅相对较大。存款类机构债券回购利率方面，隔夜回购DR001加权平均利率上涨5BP至2.42%，进入跨月品种行列的7天期回购利率DRO07涨近6BP至2.64%，14天及以上期限回购利率则悉数走低，其中14天、21天品种分别下行约8BP、15BP。

昨日Shibor则多数上涨，隔夜Shibor涨近5BP，7天Shibor涨3BP，3个月Shibor涨0.6BP。

## ■市场连线

### 资金面跨月风险不大

本周是8月最后一周，资金面跨月情况自然会受到一些关注。市场各方认为资金面将保持适度宽松，跨月风险不大。

短期来看，影响流动性供求的因素可谓好坏参半。

一方面，政府债券发行缴款仍将对银行体系流动性造成一定的扰动。地方债发行缴款过程，是资金从商业银行体系流向央行（央行经理国库）的过程，在债券资金划拨使用之前，会因为财政存款增加而形成基础货币回笼。

8月中旬以来，货币市场利率从2015年以来低位反弹，前期极度充裕的流动性有所收敛，与近期地方债发行放量对流动性影响加大不无关系。

8月以来，地方债发行进一步加快，债券缴款对流动性的影响加大。统计数据显示，8月13日—19日当周，地方债周发行量再次迈过2000亿元关口，达到2076.50亿元，8月20日—26日当周进一步增至2927.19亿元，超过了7月9日—15日当周的2163.68亿元，创了今年以来的单周发行量新纪录。加上国债的话，8月13日—19日当周、8月20日—26日当周的政府债券发行量均超过3000亿元。近期，单日政府债券缴款额超过500亿元甚至600亿元的情况不鲜见。而按照最新数据，本周地方债计划发行量已超过了2100亿元。

另一方面，临近月末财政支出逐渐增多，可形成一定的流动性供给。8月是传统税收小月，财政支出大于收入，财政存款多会下降，从而增加流动性。数据显示，2017年8月份，财政存款减少了3900亿元。数据还显示，近几个月财政支出力度有加大的迹象，6月份财政存款减少得比2017年同期更多，7月份财政存款增量则比2017年同期更少，照此趋势，不排除今年8月份财政存款出现更明显下降。按照以往经验，财政库款划拨多集中在月末进行，本周财政支出有望逐渐增多，形成一定的流动性供给。

从近一两年情况来看，存款准备金由时点考核改为平均法考核，月末考核因素对流动性的影响减弱，财政收支因素的影响则有所加大。政府债密集发行与月末财政

支出，将从不同方向作用于财政存款，进而可能造成流动性波动，增加预测难度。不过，综合考虑央行适时调节，预计月末流动性出现大幅波动的可能性仍较小。

### 流动性存在上下限约束

业内普遍认为，这一轮地方债发行高峰将持续到10月底，8、9月份供给压力尤其巨大。在地方债密集发行形势下，货币政策与财政政策的协调配合成为看点。

8月24日，央行开展了1490亿元1年期MLF操作，这是8月央行第二次开展MLF操作，前次操作时，央行已对本月到期MLF进行了足额续作。当天公开市场业务交易公告中，央行指出此举是“为对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响，加强货币政策与财政政策的协调配合，维护银行体系流动性合理充裕。”

27日，财政部、央行开展了1000亿元3个月期国库现金定存操作，这是本月第二次开展这一操作。8月16日，财政部、央行曾开展1200亿元国库现金定存操作，存

### ■观点链接

#### 中金公司：

#### 货币市场利率下行空间不大

资金面在7月下旬到8月上旬出现了超预期的宽松，货币市场利率大幅下行，甚至一度低于美国同期限的利率，导致中美利差局部倒挂，在一定程度上对人民币汇率构成了压力。因此7月下旬以来，央行开始回笼一部分流动性，把货币市场利率拉回到政策利率上方。按照目前美国的加息预期来看，9月份加息的概率较高，12月份加息的概率也不低，如果年内美国还会继续加1—2次息，那么在保持中美利差不倒挂的情况下，基本封杀了目前货币市场利率下行的空间。

#### 华创证券：

#### 央行将熨平资金面波动

资金面方面，央行上周操作“削峰填谷”意图明显，预计本周仍将致力于降低资金面的波动。值得注意的是，上周五央行意外投放1490亿MLF，同时强调“加强货币政策与财政政策的协调配合”，未来公开市场

款量与本月到期量相同。

结合近期地方债密集发行的背景，央行增加MLF操作频率，财政部增加国库定期存款投放频率，一定程度上应该都是为了对冲政府债券发行对流动性的影响。机构人士认为，在地方债高供给形势下，相关部门综合施策，继续保持流动性充裕具有相当的确定性。

但也要看到，未来一段时间，流动性依然面临一定的“上限”约束。这个约束可能较多来自于外汇市场。8月上旬，流动性极为充裕，货币市场利率纷纷跌至2015年下半年以来低位，中美利差在局部出现倒挂，同期人民币对美元持续贬值，一度跌破了6.9元，逼近7元整数关口。考虑到汇率约束，货币政策继续放松空间不大，若流动性过于充裕，可能通过不对冲或少对冲央行流动性工具到期、政府债券发行缴款等引导流动性回归合理充裕。

总的来看，分析人士认为，今后一段时间，流动性既有底部支撑，也有顶部约束，出现大幅收紧或过度充裕的情况都不大。

资金面的宽松将逐步向信用领域传导。

#### 海通证券：

#### 缩短放长稳定资金面

央行上周减少逆回购投放，在无到期的情况下投放1年期MLF，并于27日进行3个月期1000亿国库定期存款招标。央行锁短放长一方面维护资金面稳定，同时防止短期利率过低；另一方面投放长钱，缓解银行债券缴款对资金面带来的扰动，促进银行进行债券和信贷配置。

#### 中信证券：

#### 当前流动性处于合意区间

7月底至8月初，银行间回购利率和7天逆回购一度出现倒挂，8月14日央行通过超额续作MLF以及后续的国库定期存款一方面为地方政府债的放量发行提供平稳适度的流动性环境，另一方面也反映了目前的流动性环境整体处于央行的合意区间。从历史情况看，在地方政府债冲击较大时期，央行通常通过增加公开市场操作量并降低资金利率的方式应对。（张勤峰 整理）

## 长江证券研究所宏观部负责人赵伟：通胀压力可控

本报记者 王姣

“猪肉价格和汇率变化等对通胀影响相对有限，年内通胀压力可控。”长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员赵伟日前在接受中国证券报记者专访时表示，对债市而言，通胀预期、债券供给等或压制短期交易行为，加大阶段性调整压力，但中长期债市将回归基本面。

中国证券报：哪些因素可能影响年内通胀形势？

赵伟：近期，猪肉价格上涨、输入性通胀和生产资料价格上涨等因素干扰下，通胀预期上升，市场甚至出现对滞胀的担忧。5月以来，猪肉价格持续上涨，加之豆粕价格上涨等，市场对猪肉价格推升通胀的担忧进一步加剧；同时，房租上涨、汇率贬值带来的输入性通胀担忧，以及基建投资和采暖限产预期等引发的螺纹钢等商品价格上涨，共同推升市场通胀预期。

首先，受生猪出栏季节性下降等影

响，近期猪肉价格阶段性反弹，今年22省市生猪均价从5月月均10.2元/千克上涨至8月初13.3元/千克，考虑到猪肉产量仍处于高位，季节性供给变化或较难推升猪肉价格走出“大周期”。经验显示，生猪出栏量往往在二、三季度季节性下降，相应的猪肉价格也常会出现季节性反弹。据国家统计局数据，今年二季度生猪出栏量回落至13439万头，高于去年同期的13034万头，而去年反弹幅度不到2%。

中国证券报：近期螺纹钢等大宗商品价格上涨，是否会影响年内PPI走势？

赵伟：近期，受基建投资预期、唐山等地区采暖季钢铁产能限制等影响，螺纹钢等工业品价格出现明显上涨。年内来看，PPI走势也可能受到供需两方面的影响，供给端或取决于限产力度，需求端可能受基建和房地产投资等影响。

转型框架政策平衡稳增长与调结构，基建结构性发力，可能延缓PPI下行节奏、较难改变下半年PPI下行趋势。有别于传统政策维稳时期，本轮政策维稳并不希望“走老路”，而更加注重稳增长与调结构

的平衡。政策助力加速转型阶段，扩大内需或主要围绕“补短板”发力，包括精准扶贫、乡村振兴、新型基建、能源结构优化等领域。基建投资结构性发力，对工业品需求或弱于传统周期，且基建投资对工业品价格的影响并没有房地产投资显著。若房地产投资不出现边际改善，同时考虑到当前周期品的供给弹性好于2015年底，采暖限产等供给端因素对PPI影响或弱于2016年。中性情景下，下半年PPI下行趋势或延续。

中国证券报：结合通胀预期，谈谈对债市行情的判断。

赵伟：通胀预期、债券供给等或继续压制短期交易行为，加大阶段性调整压力；债市中期或仍将回归经济基本面驱动。上周，受通胀预期回升、地方债供给加快等影响，债市整体呈震荡格局。短期交易行为或继续受到一定压制，可能加大债市阶段性调整压力。中期来看，政策维稳注重结构性发力，前期信用收缩滞后影响或加大下半年经济下行压力，债市或仍将继续经济基本面驱动。

## 债券市场延续窄幅震荡

本报记者 王朱莹

较上次高出10BP。对冲1200亿元逆回购到期后，27日实际净回笼资金200亿元。市场资金面有所收敛，银存间质押式回购率涨跌不一；Shibor多数上涨，隔夜品种涨近5BP。

### 短期延续震荡

消息面上，27日公布数据显示，2018年1—7月我国规模以上工业企业利润同比增长17.1%，基本符合市场预期，对债市影响有限，在资金面保持平稳、供给逐步释放的背景下，未来一段时间市场可能延续窄幅震荡，未来行情需观察8月经济数据情况。

### 震荡偏弱

8月27日，债券市场震荡偏弱，期货、现货市场小幅走软。

从盘面上看，中金所国债期货市场全天偏弱震荡，主要合约小幅收跌，其中10年期国债期货主力合约T1812低开低走，开盘不久触及9441元的日内最低点，随后震荡回升，盘中一度翻红，上探至9473元，下午又重新回落，最终收跌0.01%，报9462元；5年期国债期货主力合约则收报9761元，较上一交易日下跌0.04%，日内最低触及97505元。

银行间现券市场同步走软，收益率小幅上行，其中10年期国开债活跃券180205收益率开盘报4.26%，早盘快速上行至4.29%，随后主要围绕4.28%窄幅盘整，尾盘报4.2850%，较上一交易日收盘价上行2.5BP；10年期国债活跃券180109收益率日内从3.65%高位回落至3.625%，较上一交易日收盘价小幅上行0.5BP。

昨日央行未开展逆回购操作，进行了1000亿元3个月国库现金定存招标，中标利率3.8%，

## 农发债招标结果分化

8月27日，债券一级市场表现不佳，当日中国农业发展银行发行的两期固息债招标结果分化，3年期中标利率高于中债估值水平，5年期中标利率略低于中债估值，两期债全场倍数在3左右，整体需求一般。

农发行本次发行的债券均为固定利率债券，分别为第九次增发2018年第九期3年期、第九次增发2018年第八期5年期固定利率（附息）金融债券，期限分别为3年、5年，发行规模均不超过50亿元，票面

利率分别为4.24%、4.37%。据市场人士透露，此次农发行3年期增发债中标收益率3.7424%，全场倍数3.34，边际倍数1.12；5年期中标收益率3.9991%，全场倍数2.72，边际倍数1.33。

与二级市场估值水平相比，上述两期债券中标利率有所分化，整体需求一般。中债农发债到期收益率数据显示，8月24日，3年、5年期农发债到期收益率分别为3.7248%、4.001%。（王朱莹）

## 永泰能源再曝10亿债券违约

继月初发生多起债券违约后，8月27日永泰能源股份有限公司（简称“永泰能源”）再曝10亿债券违约。

日晚间，银行间市场清算所股份有限公司公告称，8月27日是永泰能源股份有限公司2017年度第五期短期融资券（简称“17永泰能源CP005”）的付息兑付日，截至27日终，公司仍未足额收到永泰能源支付的付息兑付资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。

“17永泰能源CP005”发行总额10亿元，发行期限1年，票面利率7%，应付本息金额约10.65亿元。

随后，该债券的主承销商浙商银行股份有限公司确认

### 评级追踪

## 金鸿控股评级下调至BB+

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）日前公告称，决定将金鸿控股集团股份有限公司（简称“金鸿控股”）的主体长期信用等级由A下调为BB+，并继续将其列入可能下调信用等级观察名单，将“15金鸿债”、“16中油金鸿MTN001”债项信用等级由A下调至BB+，并继续将其列入可能下调信用等级观察名单。

资料显示，金鸿控股发行的“15金鸿债”于2018年8月27日面临回售，待回售金额为4.14亿元（含利息）。根据《金鸿控股集团股份有限公司关于“15金鸿债”2018年付息和回售情况的说明公告》，公司未能于2018年8月23日将未登记回售债券的付息资金划付至中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司，相关资金仍在筹措中。同时，公司正在与登记回售的债券持有人协商争取达到展期协议，回售款的兑付将根据协调的进展另行安排。

联合资信表示，将持续关注金鸿控股的偿债资金安排，但截至目前，公司尚在筹措偿债资金，联合资信认为，金鸿控股整体流动性紧张，对“15金鸿债”已经登记回售债券的本息，及未登记回售债券利息的支付存在较大不确定性。（张勤峰）