

# 央行护航:季末流动性无风雨

□本报记者 王姣

继17日意外开展2650亿元MLF(中期借贷便利)后,9月18日,央行重启逆回购,大方投放2000亿元,近五日央行通过公开市场操作(OMO)已投放7950亿元资金,再度彰显央行维护流动性合理充裕的态度。

分析人士指出,受税期、政府债券发行缴款等因素影响,市场资金面出现边际收敛迹象,但央行公开市场操作延续“削峰填谷”思路,此次开展1年期MLF释放中期流动性,重启14天期逆回购呵护季末流动性,均有助于平复资金面波动。往后看,无论央行会否上调公开市场操作利率,仍将延续短、中、长期工具配合的方式进行流动性管理,整体流动性环境仍有望稳中偏松。

## 连续净投放“填谷”

9月18日,央行重启逆回购操作,开展1500亿元7天、500亿元14天期逆回购,当日无央行流动性工具到期,实现净投放2000亿元,为连续第五日实现净投放。

此次公开市场操作重回净投放始于9月12日,当日央行重启逆回购,12日至14日相继开展了600亿元、1200亿元、1500亿元逆回购,因这三日均无逆回购到期,累计净投放3300亿元。接下来的9月17日,央行虽意外暂停逆回购,但超预期开展了2650亿元1年期MLF,净投放中长期流动性2650亿元。

总的来看,过去5个交易日,央行通过逆回购、MLF累计投放资金已达7950亿元,若考虑1000亿元国库现金定存到期,净投放规模也高达6950亿元。

央行为何如此“大手笔”地投放资金?央行在公开市场业务交易公告中明确表示:“为对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响,维护银行体系流动性合理充裕。”

进入9月中旬,流动性的确面临多重扰动,首先是税期高峰影响,本月12日至20日

为税期对流动性影响最大的时期,央行正是在12日重启了逆回购。其次,9月地方债发行规模或过万亿,上周已发行2352亿元,本周已公告发行的地方债达3789亿元,创单周发行历史新高,供给压力对流动性的影响不容忽视。

此外,本周有2700亿元逆回购到期、季末考核及9月美联储大概率加息等因素,对短期资金也有一定影响。

## 资金面有压无忧

从市场表现看,近期央行加大资金投放力度补充流动性缺口既有必要,也有前瞻性。

自央行重启逆回购后,市场资金面一度明显改善。9月12日以来,代表性的7天期回购利率DR007从2.67%回落至2.62%,下行了5基点;隔夜回购利率DR001也从2.58%回落至2.45%,下行幅度达13基点。

但意外的一幕随即发生:尽管央行17日早上超预期开展了2650亿元MLF,但当日午后资金面骤然转紧,有非银机构交易员向中国证券报记者透露:“下午借不到钱,我们交易员也很懵,按说这个月底还有财政投放,而且上午央行刚投放了2650亿元MLF,下午却突然收紧了,有点蹊跷。”

当日晚间上海国际货币经纪公司在日评中复盘称,17日资金市场早盘流动性充裕,接近午盘,资金面转向收紧,下午紧张之势加剧,基本没有融出,大量机构没有平盘,隔夜利率R001最高飙升至3.50%,紧张局面维持到尾盘。

进入18日,虽央行继续净投放2000亿元,但中短期流动性仍偏紧。18日Shibor多数上涨,隔夜Shibor大涨约19基点报2.65%,7天Shibor上涨约5基点报2.69%;银存间质押式回购利率也多数上行,隔夜回购利率DR001大幅上行约21个基点,报2.66%;7天回购利率DR007继续上涨9个基点,最新报2.71%,创7月以来的新高。

不过据市场人士透露,尽管18日资金利率有所上行,但随着央行连续净投放,市场流动性预期有所改善,当日下午资金面紧势开始缓解。

机构认为,因上述多重扰动因素叠加,短期资金面波动难以避免,但央行加大公开市场操作投放力度,近8000亿元资金驰援流动性,表明央行维护流动性合理充裕的意图未变,随着连续净投放效应显现、月末财政支出力度加大,资金面大概率将保持平稳运行。

## OMO利率会否上调有分歧

随着美联储9月议息会议临近,市场的关注焦点集中在我国央行的应对上。目前来看,若美联储如期加息,市场对央行是否会上调公开市场操作利率的看法仍存在明显分歧。

“9月我国央行‘加息’的可能性较低,资金面尚不构成当前债市波动的主要因素,预计下半年整体以稳为主。”申万宏源证券固收团队在最新日报中称。

该团队认为,在资本账户尚未完全开

## 观点链接

### 申万宏源:央行或有锁短放长意图

本次央行超预期开展MLF操作,首先,有利于缓解近期地方债加速发行对流动性的潜在冲击,其次,提前支持9月银行资金面平稳跨季,第三,考虑到本周三至周五合计共有2700亿元逆回购操作到期,央行或存在一定的锁短放长意图,以鼓励银行继续增加信贷投放、支持实体经济融资。

### 招商证券:资金面仍受一定压力

本周仍存缴税错位效应及地方债供给冲击影响,叠加季末效应在未来两周逐步显现,资金面仍受一定压力。但一方面,央

行对资金面较为呵护,货币环境总体较为宽松;另一方面,本月财政投放效应大于月中缴税效应,净投放额在2500元左右,季末仍有财政资金投放。因而季末资金面虽存压力,但预期仍将总体宽松。

华泰宏观团队同时表示,“预计9月议息会议美联储基本确定会加息,而我国经济当前仍面临一定下行压力,国内货币政策产生收紧压力的主要有两个,一是汇率,二是通胀。随着人民币汇率波动平复,通胀预期的变化引起了更多关注。分析人士认为,当前物价走势的确存在一定上行风险,但年内通胀压力可控,物价因素暂时不会对货币政策取向构成显著影响。”

以国泰君安、中信证券为代表的机构则认为,9月份我国央行有上调OMO利率的可能。中信证券固收团队指出,面对美联储9月份的加息,虽然央行可能不跟随以保持货币政策形式上的一致,但出于保汇率和稳经济的考虑,央行大概率还是会提高公开市场操作利率5BP的方式跟随。

无论央行后续会否上调政策利率,市场对货币实际边际趋松、流动性合理充裕的预期并未改变。综合机构观点来看,即便央行后续上调政策利率,但预计随后可能会以增加资金供应量等方式进行放松,以维持合理充裕的流动性环境,不排除年内继续降准的可能。

行对资金面较为呵护,货币环境总体较为宽松;另一方面,本月财政投放效应大于月中缴税效应,净投放额在2500元左右,季末仍有财政资金投放。因而季末资金面虽存压力,但预期仍将总体宽松。

### 国信证券:流动性将延续宽松

流动性将延续宽松局面,主要原因有两点:第一,近期,正值地方债发行高峰,央行大概率会释放更多的流动性来配合地方债发行,未来可能会看到更多的逆回购或MLF资金投放;第二,宽松的货币政策仍将继续维持,资金面也将长期保持在较为宽松的水平。(王姣 整理)

# 股市反弹吓“绿”债市

□本报记者 张勤峰

9月18日,A股市场在创出三年多新低后,抽身反弹,风险偏好的上升,令本就踌躇不前的债券市场踉跄下跌。午后,国债期货出现一波跳水,现券成交利率走高。市场人士称,债券市场环境未发生显著变化,收益率不具有大幅上行空间,但是短期内供给压力、宽信用预期、资金面波动等边际利空因素较多,若股市上涨刺激风险偏好,债市恐短期承压。

## 股债演绎“跷跷板”行情

9月18日,国债期货先扬后抑,10年期国债主力T1812收盘下跌0.16%,打破四日连涨的走势。盘面显示,18日早间,T1812开盘后窄幅震荡,临近午盘有所上涨,下午开盘后涨至日内高位,但随即出现跳水,直

至创出日内最低的94.305元才有所企稳,收盘报94.390元,跌0.16%,日内最低至94.305元,跌0.25%。

现货市场也一改近期平淡表现。18日下午,伴随着利率上行,市场成交放大。10年期国债活跃券180210上午反复成交在4.21%一线,午后逐渐走高,最高成交到4.235%,尾盘成交在4.23%,较上一日尾盘上行约0.5BP。Wind数据显示,180210日间成交了368笔,是上市以后首次超过300笔。

“早间二级行情平稳,一级招投标向好,午后盘面变化来得有些突然。”一位交易人士表示,午后A股抽身反弹,让债市投资者措手不及。

18日,A股市场在创出三年多新低后反弹。上证指数收盘重回2700点附近,全天涨1.82%,涨幅为近三周最大。

## 警惕风险偏好上升

从年内来看,在债券市场上涨背后,A股的逆预期走弱在一定程度上扮演了“助攻”的角色。统计显示,截至9月18日,今年上证综指累计下跌18%。同期,10年期国债收益率累计下行60BP。

股弱债强背后,传递出市场对经济基本面的谨慎预期。分析人士称,此前信用紧缩施压经济增长,进而倒逼政策放松,构成债券市场上涨的主要逻辑,归纳起来,就是紧信用与宽货币。这从基本面和估值的两个层面,对债券市场行情形成双轮驱动。于股市而言,虽然流动性充裕、市场利率下行的格局,从估值的维度对股市构成利好,但是盈利预期的恶化,加上外部风险事件的影响,股市情绪极为低迷,A股在年初短暂

上涨后陷入持续下跌。某种程度上,A股持续下跌营造的谨慎情绪,对债券市场的上涨也起到一定的助推。

当然,经历持续的股弱债强,股债跷跷板也在悄然变化。从年中开始,不少机构开始关注股债相对性价比的变化。华创证券报告指出,至少在股市磨底格局下,对债市形成利好效应在减弱。

分析人士表示,当前总需求偏弱,经济仍有下行压力,宽货币格局难改,市场利率面临上行约束,还很难判断债券市场趋势是否发生了根本变化。但是短期来看,债市确实面临较多制约上涨的因素,包括宽信用预期升温、通胀预期抬头、利率债供给压力较大、资金面季节性波动等等,这一背景下债市持续震荡,多空势均力敌,此时若股市持续上涨,形势恐将朝着不利于债市的方向变化。

# 利多汇集 三大期指仍存反弹空间

□本报记者 马爽

9月18日,三大期指午后发力快速上攻,主力合约涨幅一度均超2%。分析人士表示,央行频频释放流动性、基建补短板配套政策出台以及A股存在技术性超跌反弹需求等,均对期指走势形成提振。此外,三大期指均价态势良好,预计短期内仍存反弹空间。

## IH领涨期指

截至昨日收盘,沪深300期指主力合约IF1809报3273.4点,涨幅为1.98%;上证50期指主力合约IH1809报2465点,涨幅为2.47%;中证500期指主力合约IC1809报4679.4点,涨幅为1.7%。

美尔雅期货宏观股指分析师王黛丝表示,

9月18日央行超出市场预期开展2000亿元逆回购操作,基建补短板配套政策出台以及外部扰动事件方面传出消息,市场解读为利空出尽,是昨日各大指数放量上涨上冲的主因。

除了上述因素外,南华期货研究员姚永源认为,近期,A股持续弱势震荡下跌,以沪指为例,其频频碎步创新低,距离2638点强支撑位仅一步之遥,且沪指成交量跌破900亿元,再次刷新熔断以来新低,悲观情绪已至冰点,市场技术上酝酿超跌反弹行情,也是支撑昨日期指大涨的因素之一。

姚永源进一步表示,近期基差指标与期指价格持续背离,也刺激期指酝酿反弹行情。以当月和次月基差为样本,到期时间均为权重计算的加权平均总基差来反应股指期货对现货的市场情绪。从9月4日股市震

荡下跌以来,三大期指基差指标不断收窄,IF基差指标从-25.14点上涨到-8.95点,IH基差指标从-6.33点上升到7.39点,IC基差指标从-50.08点上升到-21.21点,甚至IH基差指标近期持续在零轴以上,反映出现货虽然持续下跌,但期货跌幅相对较小,与期货引领现货的规律明显不符。

## 短期仍具上冲惯性

值得一提的是,本期期指将迎来交割,主力新增资金将会大幅移仓。姚永源表示,昨日,IF、IH、IC三大期指合约总持仓量分别增加2042张、1407张、983张,说明价增量态势良好,短期还有上冲惯性,且当月合约持仓量大幅减少,说明期指临近交割主力新增资金大幅移仓,但从中期持仓量

和期价量增价跌关系来看,此次反弹依旧是超跌反弹,上行空间不会太高。

王黛丝则认为,随着行业、货币政策边际改善,产业资本、沪港通北上资金、险资等市场主体机构持续配置A股,市场风险偏好有望回暖,预计短期沪深主板指数仍有反弹空间,后市需关注成交量的配合情况以及相关领涨板块的持续性。

中长期来看,姚永源表示,影响股市的核心因素依旧是围绕经济是否稳中向好,也就是稳经济为重点的经济刺激政策实施效果能否反应到宏观经济数据层面上。此外,面对外部事件扰动,可能会促使管理层加大经济刺激力度,则表现出政策刺激而带动股市反弹,但若宏观经济数据未出现反弹迹象,股市就难言反转,将以宽幅震荡磨底为主。

对于后市,王艳红表示,中期来看,未来海外矿增产能力逐步兑现,宽松预期逐渐得到验证后,锌价重心在缺乏消费端的支撑下将逐步下沉。短期多空博弈焦点建议聚焦于库存维持低位和消费是否改善上,且内强外弱局面仍会持续,预计沪锌将在20500-21500元/吨区间运行。

黎俊认为,目前进口锌锭仍有盈利,不排除后期将继续流入,进而缓解国内现货市场供应紧张状态。预计锌价在消费旺季将维持偏强运行,但随着全球锌精矿供应的增加,沪锌期价将难以以上行至23000元/吨一线。

# 沪锌期价中期将承压

□本报记者 马爽

经过两个交易日的调整之后,9月18日沪锌期货再度发力上攻,主力1811合约盘中最高至21055元/吨,收报21045元/吨,涨495元或2.41%。

美尔雅期货分析师王艳红表示,宏观风险有所释放叠加锌产量创新低,均支撑昨日沪锌期价大涨。

国家统计局数据显示,中国8月锌产量同比减少7.9%至43.1万吨,降至2012年10

启动锌矿开采,世纪锌矿、杜加河锌矿山等已逐步复工,全球锌市供应偏紧局面正在逐步缓解。”黎俊表示。

国际铅锌研究小组(ILZSG)周一发布的报告显示,2018年1-7月全球锌市场供应短缺42万吨,去年同期为供应短缺25.3万吨。

王艳红表示,进入9月以来,虽然国内外锌矿加工费录得不同程度的上扬,使炼厂利润有所修复,但改善幅度仍较为有限。相比矿山,炼厂议价能力仍处相对劣势。在消费未出现明显复苏的情况下,炼厂并不具备大幅提高开工率的条件。短期在进口锌不断流入,国内供缺口明显收窄。不过,下游维持刚需采

购,整体偏悲观的消费预期使得前期锌价反弹承压。

对于后市,王艳红表示,中期来看,未来海外矿增产能力逐步兑现,宽松预期逐渐得到验证后,锌价重心在缺乏消费端的支撑下将逐步下沉。短期多空博弈焦点建议聚焦于库存维持低位和消费是否改善上,且内强外弱局面仍会持续,预计沪锌将在20500-21500元/吨区间运行。

黎俊认为,目前进口锌锭仍有盈利,不排除后期将继续流入,进而缓解国内现货市场供应紧张状态。预计锌价在消费旺季将维持偏强运行,但随着全球锌精矿供应的增加,沪锌期价将难以以上行至23000元/吨一线。

## 上涨空间或有限

“目前伦锌价格水平对于许多境外锌矿山来说有利可图,诱使不少锌矿商陆续

## 记者观察

### 涨价因素不会掣肘货币政策

□本报记者 张勤峰

升作用更为明显,对CPI的影响则较为温和,通胀持续呈现出结构性特征。

这不难理解,主要反映生产端价格上涨的PPI能否顺利向消费端的CPI传导,关键取决于需求。当前实体经济有效需求的缺失,使得PPI涨价向CPI传导存在阻滞。用机构的话来说,当前PPI上行并非源于需求拉动,亦无法形成对下游的需求拉动。

传统分析认为,需求才是决定价格的核心因素,在当前信用扩张放缓、消费需求走弱、投资需求下滑、海外市场存在变数的背景下,全面通胀、高通胀、持续通胀的格局难现,市场不应该担心长期通胀。

年内物价压力几何,会不会对多目标机制下的货币政策取向构成显著的影响呢?关键,还得看年内物价上涨的空间。

通胀成因往往较为复杂,大致可分为需求拉动型、成本推动型、输入型、结构型等几大类。当前推动物价上涨的因素,主要是供给侧冲击造成的成本上涨和汇率贬值引起的油价上涨等,大多数属于成本推动型和输入型涨价因素,引起的价格上涨也具有典型的结构性特征。

机构指出,目前通胀扰动因素并不来自需求端,而是供给端。去年部分工业品大幅涨价演绎的就是供给冲击的逻辑。最近在一些消费品领域,也开始出现供给冲击。但是,2017年以来的情况也表明,供给收缩对PPI的推

动作用非常有限,但讨论重新收紧还是为时尚早。

# 郑商所:尽快启动棉花期权挂牌交易

□本报记者 王朱莹

立项获批后,郑商所制定了棉花期权上市工作方案,合约设计、制度完善、仿真交易、做市商选拔、技术系统内部测试及投资者教育等工作正在有序地进行中。待上市获批后,尽快启动棉花期权合约挂牌交易。

中储棉信息中心总经理冯梦晓认为,在当前复杂的贸易背景下,中国棉花产业与全球棉花市场进入新的磨合期,棉花上中下游产业链运行面临较多的不确定性,棉花期权的推出,将有利于提升涉棉企业的风险管理能力,有助于棉花期、现货市场平稳运行。