

# 两张表藏玄机：“大放水”预期落空

□本报记者 张勤峰

央行逆回购连停24个工作日，叠加暗藏在央行报表里的正回购线索，市场对货币政策的预期出现微妙变化。但事实上，不搞“大水漫灌”一直是坚持的立场，对流动性合理纠偏也不意味着货币政策转向收紧，流动性一直处于“上有顶下有底”的管理区间内。

## 全月央行逆回购停摆概率大增

到11月28日为止，央行已连续24个工作日

未开展逆回购操作。而且，就目前情况看，有很大可能性在11月最后两个操作日继续停摆，如此，整个11月将出现央行逆回购零操作的局面。

临近月末，财政支出进入每月投放的高峰期。从以往经验来看，有望给11月末的银行体系带来较多“活水”。历史上，11月多为财政净支出月份，体现为财政存款余额下降。例如，2016年、2017年的11月份财政存款就分别下降了2876亿元和378亿元。

从27日开始，央行公开市场交易公告已连续两日提示，临近月末财政支出增加，将推高银行体系流动性总量，并将其作为不开展逆回购操作的主要理由。11月最后两日，在财政支出的支援下，流动性供给有保障，而央行也有理由继续停做逆回购。

上一次，央行连续一个月不开展公开市场逆回购操作，还是在2015年5月份。

## 两张表暗藏线索

目前有一种比较合理的解释是，央行在10月底开展了定向正回购操作，而这笔操作于11月到期后形成了资金投放，因此本月央行就不再通过公开市场逆回购操作投放资金。

10月底，市场上曾出现过关于央行开展定向正回购操作的传闻，起因在于，当时资金面出现了急剧的收紧。据了解，10月最后一天，资金市场“画风”大变，DR001从1.5%一线跳涨至2.4%附近，单日涨幅创下有数据记录以来的最大值。常规因素很难解释资金面这股突然而剧烈的变化。“市场上有传言央行对几家大行开展了定向正回购，不然资金面不会突然这样。”当时一位资管机构固收部总经理告诉记者。

央行一般不会主动披露定向回购操作的信息，但还是可能在一些官方信息中留下蛛丝马迹。近期，央行公布10月份货币统计概览，在其中货币当局资产负债表和其他存款性公司资产负债表中就留下了这样的蛛丝马迹。

国盛证券分析师刘郁称，央行日前发布了10月资产负债表，其中两个科目指向央行可能于10月进行正回购操作。一个是其他存款性公司资产负债表“对中央银行债权”科目。该科目10月环比增加3800亿元，而前几个月一直保持在0。该科目为持有央行发行的债券及其他债权，指向央行可能进行正回购操作。另一个

10月底，降准叠加财政支出，推高流动性总量，资金面一度非常宽松，鉴于逆回购到期规模少、存量殆尽，央行开展疑似的定向正回购操作很大程度应源于对流动性合理纠偏的目的。

从这一点来看，货币政策取向和央行流动性管理目标一直没有变化，即便开展了正回购操作，也只是实现这一目标的一项手段，并不意味着货币政策会收紧。当然，不搞“大水漫灌”也一直是坚持的立场，在如今汇率约束加大的情况下，“大放水”显然更没戏了。

## 胶价低迷 中信期货帮扶胶农“过冬”

□本报记者 王朱莹

由上海期货交易所支持，中信期货有限公司承做的2018年度天然橡胶“保险+期货+扶贫”项目接近尾声。该项目覆盖海南省临高县贫困农户3996户，预计赔款200余万，为临高县全县贫困胶农带来切实利益，帮助他们度过天然橡胶的价格“寒冬”。

## 胶农弃割伤害橡胶产业

天然橡胶是我国重要的战略物资。据数据统计，2017年我国天然橡胶产量约816万吨，而消费量540万吨，远超我国自身产量，橡胶行业面临长期的进口压力。2011年，天然橡胶期货开启了长达七年的牛市，让广大胶农面临前所未有的挑战。面对价格的“跌跌不休”，一些胶农开始转投其他产业，放弃胶林，放弃割胶。胶农的放弃一旦成为普遍现象，伤害的不仅是本地的橡胶产业，对国家战略层面也会造成一定影响，保护橡胶产业刻不容缓。

在月初琼中县“海南省天然橡胶产业扶贫保险行动会”上，省委书记刘赐贵、省长沈晓明做出重要指示，表示天然橡胶是我国的重要农产品和战略物资，也是海南省广大胶农增收收入、改善生活的重要产业，海南省积极探索开展天然橡胶价格（收入）保险，有利于帮助广大胶农逐步恢复割胶积极性和信心，有利于稳定胶农生产性收入，有利于支持和保护我省天然橡胶产业持续健康发展。希望海南省各级党委、政府主要领导高度重视，严密组织，将天然橡胶价格（收入）保险这项惠农强农政策宣传好、贯彻好、落实好，真正造福全省广大胶农，助力海南省产业扶贫工作和乡村振兴战略。

## 进一步扩大帮扶力度

沈晓明在批示中指出，推行天然橡胶价格（收入）保险制度，是海南省财政金融支持实体经济和金融扶贫的一次创新实践，对于海南省农业政策性保险制度创新具有重要意义。在海南，解决了橡胶价格浮动过大的问题，就保护了胶农的积极性，就解决了相当一部分人贫困问题。希望海南省直相关部门和市县各级政府、保险机构密切配合，全力推进我省天然橡胶价格（收入）保险全覆盖工作，让贫困胶农增收，让广大胶农和胶企获益，支持我省天然橡胶产业持续健康发展。

中信期货自2017年开始与海南省临高县人民政府、中国人民财产保险股份有限公司海南分公司紧密合作，连续两年帮助临高县全县贫困胶农积极运用“保险+期货”模式应对橡胶价格波动的挑战。2017年覆盖全县7500亩橡胶园，受益农户2045户。2018年继续加大覆盖力度与广度，收益农户扩增至3996户，赔付金额也由2017年的50余万增至200余万。中信期货未来还将进一步扩大帮扶力度，与各家保险公司紧密携手，为海南省橡胶产业注入新的活力。

是货币当局资产负债表“其他负债”科目。该科目10月环比增加4364亿元，一般为正回购和外汇法定准备金，而后者一般与资产科目下的“其他国外资产”相对应，10月“其他国外资产”仅增加115亿元，也指向4364亿元的变动可能主要是正回购操作。

方正证券分析师杨为敩亦称，从变动规模（4364亿和3800亿）来看，二者大部分可能是重叠的，这是央行释放正回购的典型信号。而这也可能是定向正回购，因为在10月份的公开市场交易公告中没有关于正回购的任何信息。

央行开展正回购操作是回笼流动性。即便是定向操作，也难免引起市场对货币政策取向的猜疑。11月以来，随着央行逆回购操作和MLF操作双双“哑火”，这种疑虑难免进一步上升。

## “大放水”显然更没戏了

毫无疑问，今年货币政策在实际操作环节是偏松的，市场真切地感受到了宽松。2018年以来，银行间市场资金面改善明显，货币市场利率相比2017年大幅降低，DR007中枢下行约25BP至2.6%左右DR007甚至多次跌破7天期央行逆回购操作利率。

但央行一直坚持货币政策稳健中性的取向，并多次重申不会搞“大水漫灌”。从金融机构超储率来看，银行体系流动性总量有所增长，但确实没有显著增长。

超储率是衡量银行体系流动性的关键指标，决定了商业银行资产扩张能力，也是影响银行间市场资金面的核心因素。今年前三个季度末，金融机构超额准备金率分别为1.3%、1.7%

和1.5%，上年同期则为1.3%、1.4%和1.3%，数据有所上升，印证了货币政策边际宽松，但绝对水平并不高，说明央行投放的增量资金有限。近5年，超额准备金率的平均值约2%。

今年以来，央行强调保持流动性“合理充裕”，这本身就是“带有前提条件的充裕”——流动性既要充裕，也要合理，不应紧张，但也不宜过度充裕。从公开市场操作来看，今年央行始终在保持流动性“合理充裕”的导向下，对中短期流动性进行双向调节——资金过松的时候，暂停逆回购操作，并通过逆回购到期引导流动性回归合理充裕；资金偏紧的时候，适时重启并连续以较大力度开展操作，维护流动性合理充裕。

10月底，降准叠加财政支出，推高流动性总量，资金面一度非常宽松，鉴于逆回购到期规模少、存量殆尽，央行开展疑似的定向正回购操作很大程度应源于对流动性合理纠偏的目的。

从这一点来看，货币政策取向和央行流动性管理目标一直没有变化，即便开展了正回购操作，也只是实现这一目标的一项手段，并不意味着货币政策会收紧。当然，不搞“大水漫灌”也一直是坚持的立场，在如今汇率约束加大的情况下，“大放水”显然更没戏了。

## 转债：回调是中长线布局机会

□本报记者 王姣

最近一周，A股市场陷入回调，转债市场（含可交换债，下同）也随之走弱，中证转债指数下跌近1.4%，虽整体跌幅低于沪指，但在A股尚未企稳的情况下，转债随正股波动加大，无疑影响了投资者的配置热情。

“受股市反复影响，转债市场也处于涨跌交替的区间波动状态。”市场人士点评称，考虑到短期内转债仍将随正股上下波动，建议投资者不要用短期追涨的思维布局可转债，而应用更长远的视角来看待，当前转债的中长期配置价值较为明显。

## 转债随正股涨跌

复盘11月以来的行情，转债市场随A股起起伏伏的特征甚为明显。比如11月5日至9日，上证综指从2665点跌破2600点，累计下跌2.9%，同期中证转债指数从285点跌至282点，下跌近1%；11月12日至19日，中证转债指

## 观点链接

### 中信证券：货币政策暂不会收紧

在信用紧缩和风险暴露逐渐增多背景下，2018年二季度以来，货币政策转向宽松，但并未带来信用有效扩张，信用风险事件频发、中小企业融资难现仍需改善。无论是基于托底基本面还是政策配合的考虑，货币政策都难以退出当前宽松取向。

### 东北证券：资金利率上有顶下有底

考虑到10月份降准释放大量货币资金，以及年末将至地方债发行高峰期已过，政府财政支出增大，央行不会再

频繁进行公开市场操作，资金市场利率出现“上有顶下有底”的状态。

### 方正证券：不应对降息期待过多

不应对降息期待过多，后续利率层面的宽松信号最多可能来自于OMO利率下调。一方面，当前的基础利率无论相对于名义GDP还是上市公司ROA去看都是明显低估的；另一方面，当前利率的约束根本不是基础利率，自2016年起，贷款利率相对基准利率就不断走高，即使当前利率存在偏高的嫌疑，流动性的问题也要重于基准利率的问题。（王姣 整理）

## 财政支出力挺资金面宽松

□本报记者 王姣

11月28日，距离全月暂停逆回购操作，央行又近了一步。但得益于财政支出的支持，资金面维持均衡偏松，货币市场利率涨跌互现。市场人士称，财政投放逐步到位，月内资金面大势已定，但年末同业存单利率持续上行的现象值得关注。

### 资金面均衡偏松

28日，央行未开展逆回购操作，已连停24个工作日。当日无央行流动性工具到期，故实现零投放零回笼。本月只剩两个工作日，市场普遍预计央行年内不会重启逆回购操作。

28日，银行间市场资金面总体呈现均衡偏松的态势，与最近多个交易日一样，下午的资金面比上午要宽松。交易员称，昨日早盘债券回购市场供求均衡，隔夜资金较为充足，7天等跨月资金出较少；午盘过后，资金面趋于宽松，融出明显增多，至尾盘隔夜资金已有减点融出。

28日，银行间市场债券回购利率涨跌互现，波动不大，其中隔夜回购利率DR001跌逾4BP至250%，7天回购利率则小涨1BP至2.65%，14天和21天回购利率分别上涨2BP、4BP，1个月和2个月回购利率则双双下行。

昨日，央行公告称，临近月末财政支出增加，将推高银行体系流动性总量，故不开展逆回购操作。自27日以来，央行公告连续两日提到财政支出，说明财政投放已初具规模，今后两日料

将进一步增加，得益于此，市场资金面有望延续均衡偏松，而央行重启逆回购操作，投放短期流动性的必要性也不大，公开市场逆回购操作很有可能全月停摆。

### 关注局部微妙变化

值得注意的是，虽然资金面总体仍较宽松，但宽松程度已不及月初水平。另外，部分期限，如3个月Shibor利率出现了持续上行的迹象。

据了解，本月中旬以来，市场资金面通常是上午均衡，下午趋松，日内波动有所加大。分析认为，这可能是金融机构超储率下降所致。从央行数据来看，9月末金融机构超额准备金率为15%，较6月末下降0.2个百分点，虽高于上年同期，但仍处于历史偏低水平。这说明，当前流动性总量并不是很高，流动性供求处在一个均衡略松的状态。若有外部扰动出现，资金面可能向着更松也可能向着偏紧的方向波动，内在的稳定性稍有下降。

另外，自10月15日以来，3个月Shibor持续缓步上行。这背后，虽然与同业存单发行利率上行有很大关系，与货币政策取向变化关系不大，但至少说明，一些银行机构在临近年底这个特殊时段，对流动性的需求有所上升。

一方面，超储率并不是很高，另一方面，一些机构的流动性需求上升，这一情况下，若央行持续不提供流动性支持，流动性可能难免会出现一些波动。因此，虽在当前政策环境下，流动性问题不大，但机构也不宜对流动性过度乐观。

一方面，对于A股后市走势，当前多数机构均持相对乐观态度。如中信建投证券黄文涛指出，经历调整之后，越靠近本轮反弹的起点，A股下方支撑仍会较强。这是因为本轮反弹起点是植根于对民企、中小企业信用风险等核心矛盾的解决，在目前国内政策基调未变、实质数据上的压力短期未见披露之时，该低点支撑较强。

另一方面，机构对转债中长期配置价值较为认可。中信证券明明表示，从一个相对中长期的视角来看，转债市场的边际吸引力较上季度明显提升，这也奠定了四季度市场可为的方向不变。其一，当前转债的股性估值仍处于目标区间，满足要求标的数量也并未明显减少，股性视角下安全垫无需过度担忧，同时，股市的双向波动使得部分个券在短期具备充足弹性，也提供了不少低价布局的机会；其二，不管是下修条款博弈，还是新券的发行上市，都可能给市场带来更多惊喜。

另一方面，机构对转债中长期配置价值较为认可。中信证券明明表示，从一个相对中长期的视角来看，转债市场的边际吸引力较上季度明显提升，这也奠定了四季度市场可为的方向不变。其一，当前转债的股性估值仍处于目标区间，满足要求标的数量也并未明显减少，股性视角下安全垫无需过度担忧，同时，股市的双向波动使得部分个券在短期具备充足弹性，也提供了不少低价布局的机会；其二，不管是下修条款博弈，还是新券的发行上市，都可能给市场带来更多惊喜。

### 中国期货市场监控中心商品指数(11月28日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数	85.56	85.14	0.42	0.49			
商品期货指数	919.33	927.99	929.49	918.53	919.42	8.57	0.93
农产品期货指数	843.4	846.89	847.24	842.92	843.27	3.61	0.43
油脂期货指数	455.07	457.15	457.76	454.87	454.93	2.22	0.49
粮食期货指数	1284.44	1290.28	1284.19	1284.19	125.25	0.25	0.41
软商品期货指数	767.44	770.48	765.45	765.33	765.33	0.41	0.41
工业品期货指数	949.52	962.49	965.02	947.83	949.87	12.62	1.33
能化期货指数	636.43	650.32	651.3	635.17	635.82	14.5	2.28
钢铁期货指数	978.96	997.12	1001.11	979.98	981.4	15.72	1.6
建材期货指数	921.18	934.79	939.13	920.58	924.73	10.06	1.09

### 东证-大商所商品指数(11月28日)

	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨商品指数	94.55	94.96	94.73	94.81	0.16%
跨所能化指数	94.50	96.38	95.55	94.81	1.66%
东证大商所农产品指数(大商所)	94.76	95.27	94.98	94.93	0.36%
东证能化指数(大商所					