■债市风险提示录(三)

汇率风险警报难言解除

债牛前行仍需警惕汇率波动

□本报记者 王辉

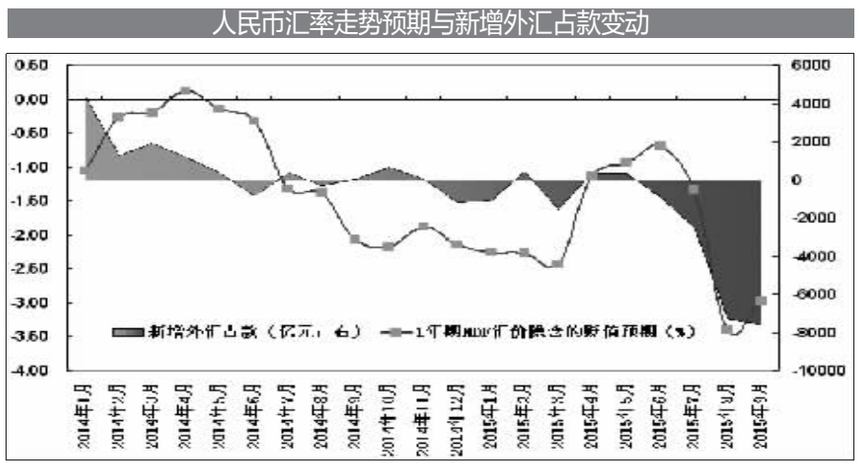
近期债市的一路走牛，宽裕的流动性环境及货币宽松预期的深化，起到了十分关键的作用。分析人士指出，目前债市资金面支撑最大的不确定性因素，仍来自于人民币汇率波动。考虑到现阶段美联储加息时间窗口仅是推后，方向却仍较为确定，未来债牛前行仍需重点关注汇率市场波动可能给市场流动性带来的冲击。在当前债市投资严重依赖杠杆套息的背景下，对汇率波动风险需保持警惕。

流动性托举债牛仍有汇率隐忧

回顾9月下旬以来债券市场的新一轮上涨，宽松资金面的托举以及杠杆交易的加大，无疑是推升市场快速走强的最重要原因。而从流动性总量的各方面影响因素来看，在货币政策环境继续明朗的背景下，分析人士指出，与人民币汇率密切相关的外部资本流动，仍然将会对债市持续走强带来较大隐忧。

对于近一个月来债市少有的单边大幅上扬，兴业证券等机构指出，9月下旬至今市场长端利率经历的一轮快速下行，逻辑上主要还是由于流动性预期的显著改善。一方面，市场对于短期和整个四季度央行货币政策放松的预期大幅上升；另一方面，随着人民币汇率的企稳，各方对于流动性整体外部环境以及人民币资产的悲观预期也大幅缓和。整体而言，本轮市场的急涨首先是一轮资金推动的行情，即流动性趋松带动短端利率下行，进而带动整个收益率曲线下行。

人民币汇率走势预期与新增外汇占款变动



与此同时，在近期各类债券票息收益日渐微薄的情况下，目前投资者也在普遍利用杠杆套息操作放大息差收益空间。分析人士就此指出，该交易模式高度依赖于市场资金价格水平的持续稳定低企。因此，流动性的持续宽松不仅是这轮行情的主要驱动力，在目前低票息环境及市场加杠杆不断深化的背景下，流动性可能出现的波动无疑是未来一段时间内债市最需要警惕风险之一。

而从流动性总量的角度而言，市场主流机构观点普遍认为，在影响流动性的主要变量中，货币政策态度明确，而人民币汇率走势仍面临较大不确定性。考虑到汇率波动对外汇占款、热钱流入和流出的直接影响，本轮由流动性宽松托举起的债券市场牛市，未来仍需进一步考量人民币汇率的整体走向。

汇率波动风险料仍需持续关注

央行日前公布的9月份金融机构全口径外汇占款数据显示，当月金融机构外汇占款继8月大幅下降7238亿元后，再度出现高达7613亿元的减少，跌幅创出历史新高。对此，市场普遍认为，8月中旬人民币的“新汇改”，是导致外汇占款连续两个月巨额负增长的主要原因。而对于债券市场的运行而言，虽然近期人民币汇率已初步体现出趋稳特征，但汇率市场波动风险对于债市流动性环境的影响，仍将持续。

结合货币政策对流动性总量的调控，申万宏源认为，目前人民币汇率趋稳，随着节假日扰动因素的消退，预计四季度外汇占款下降速度将较三季度有所放缓。但另一方面，虽然汇改后央行灵活运用逆回购、MLF、SLO等多种政策工具保持市场的流动性合理充裕，带动M2维持高位，但在越来越临近年底美联储加息时间窗口的情况下，预期年内市场主体仍将保持较强的持汇倾向。整体来看，年底之前外汇占款压力依旧较大，货币缺口仍有待继续对冲。

而在人民币汇率对市场流动性影响方面，安信证券等机构则进一步分析指出，包括央行资产负债表的变化、境内人民币汇率中间价与即期汇价的走势、在岸和离岸人民币汇率价差的变化、海外市场对于美联储加息时点的预期变动，未来都需要予以重点关注。整体而言，如果未来一段时间内人民币汇率走软压力大幅增加，则债券市场短端收益率预计将直接承压，并可能进一步使得市场整体做多情绪受到明显打压。

在人民币汇率走势的积极影响因素方面，分析人士也指出，在当前一段时期货币当局继续为人民币加入SDR和人民币国际化做积极准备的背景下，人民币汇率整体水平以及各方对人民币债券资产的信心，预计也将会有明显支撑。

资金供需两旺 市场仍盼放松

□本报记者 张勤峰

近期货币市场流动性保持宽裕，隔夜等短期限资金持续供需两旺，央行净回笼及企业缴税均未对流动性造成太大影响。市场人士指出，外汇波动趋缓后，资金外流的压力减轻，机构流动性预期改善，预防性资金需求下降，而融出意愿增强，在超储率基本没有提升的情况下，仍维持了流动性的宽裕局面。鉴于中短期流动性有望保持充裕，央行适度调整流动性投放力度，但经济增长下行压力仍大、基础货币供给缺口尚存，实际利率仍有下行空间；市场对后续货币政策进一步放松仍存在期待。

短期流动性供需两旺

21日，银行间市场资金面延续宽松状态，主要期限回购利率稳中小降。质押式回购市场上（存款类机构行情），核心品种隔夜回购利率加权值收在1.88%，微跌1bp；指标7天回购利率则持稳在2.38%；中长期限品种中，14天回购利率跌约3bp至2.70%，3个月回购利率降3bp至3.17%，其余期限少有波动。

机构交易员称，昨日融出资金依然充足，大部分融资需求都能得到满足，而需求依然集中在隔夜资金上，该期限回购成交量保持在两万亿左右水准，维持供需两旺态势，而7天及以上资金融出充足，但需求寥寥，总体上供过于求。

自上周以来，央行缩减了公开市场逆回购交易规模，最近的两次操作均净回收了部分资金，但并未对宽松的资金面造成影响。此外，10月属于季度首月，企业所得税款等清缴入库，往往会造成当月财政存款大幅净增长，产生行政性的资金回笼，而从目前来看，似乎也未在货币市场造成太大的动静。

机构认为，自9月末以来，银行间市场资金面持续宽松，主要归因于汇率波动趋缓、人民币贬值预期下降后，资金外流的压力减轻，银行向央行购汇以及央行参与外汇市场操作的压力也得以缓解，从而减轻了对本币流动性的冲击。同时，在汇率趋稳后，市场流动性预期恢复乐观，机构预防性资金需求下降，融出资金意愿增强。另外，央行调整存款准备金考核制度、银监会取消存贷比红线，也有助于平滑货币市场波动。

政策宽松预期仍浓

自9月份汇率市场逐渐趋稳后，资金外流放缓，本币流动性波动降低。在货币市场流动性总体宽裕的情况下，整个9月份，央行未开展常备借贷便利操作(SLF)和中期借贷便利操作(MLF)。10月以来，央行通过公开市场操作渠道已累计净回笼资金1200亿元。不过10月21日央行对11家金融机构开展MLF共1055亿元，市场认为此举意在对冲外汇占款下降和财政存款上缴的影响。

鉴于当前经济增长形势仍不乐观，未来下行压力仍然较大，稳增长压力不减；资金流出虽在放缓，但仍持续，基础货币供给缺口尚存；通胀不足惧，生产领域通缩状况继续凸显，实际利率仍有进一步下行空间；市场对后续货币政策进一步放松仍存在期待。

国信证券指出，根据测算，9月份银行体系超额准备金率在8月份基础上回落约0.2-0.3个点，大致保持在1.6-1.7%范围内，这是今年以来最低水平，考虑到后期依然存在财政性上缴压力，因此政策中性对冲流动性，补充超额准备金是大概率事件，10月份降准可期。

即便在流动性恢复合理宽裕后，降准有可能押后，有机构认为央行选择继续降息也是可能的。中金公司报告指出，货币政策仍有继续放松的必要，在货币增速不能明显改善，汇率不能明显贬值的情况下，货币条件改善仍需要靠引导实际利率下行来实现。

■观点链接

光大证券：流动性风险是主要风险

现阶段债券市场主要风险是流动性风险，即短期内资金价格的大幅回调带来的债券抛售，但是我们认为出现2013年6月份“钱荒”的可能性微乎其微，尤其是现在经济仍处在疲弱状态之下。未来央行配合保经济而保持持续宽松的货币政策是大概率事件。同时未来并不排除央行会通过降准补充因为外汇占款大幅流出带来的基础货币供应缺口。整体而言，目前债市利率水平虽处在一个相对低位，但是在央行对流动性的呵护下，债券市场未来方向仍是向下，空间或有限。

海通证券：流动性是关键因素

无论是2015年7月股灾、2013年钱荒，还是2014年12月中证黑天鹅事件，流动性都是影响金融市场运行的一大关键因素。流动性影响因素包括宽财政（实体融资）、股债跷跷板、汇率影响和货币转向，这几个因素之间又互相作用。流动性风险方面，经济下行风险未消，货币政策转向可能性小，而汇率趋于稳定，主要风险因素可能是股市是否大幅回暖。短期看，银行理财等大资金风险偏好较低，股市对债市的流动性影响有限，银行间回购利率比交易所更稳定。

中投证券：概率虽小但不可不防

汇率因素对债券市场的影响仍属于“黑天鹅”，概率虽小，但不可不防——人民币汇率因素的变化主要是通过影响流动性而对收益率产生影响。目前央行对冲流动性的货币政策工具较为丰富，存款准备金率仍处于高位，考虑到央行对国内货币市场一直以来的超强控制力，目前央行仍有能力弥补外汇占款减少造成的流动性缺失。但如果货币市场预期波动加剧，央行能否持续及时对冲仍须观察，而流动性压力持续上行将对高杠杆资产形成压力。

申万宏源：资金流出高峰已过

外汇资产的变化是过去时。从经验来看，汇率预期的变化与央行外汇资产的变化有较好的吻合度，虽然7、8月份资金流出压力大，但是随着汇率企稳，资金流出的边际压力在减小，最艰难的日子可能已经至少阶段性过去。稳经济仍是稳汇率的核心。在目前核心通胀依然较低的情况下，主动降准降息保持经济的稳增长仍是中期内稳定汇率市场的首选。（张勤峰 整理）

■交易员札记

收益率徘徊于关键点位

10月21日，流动性适度宽松，资金成本总体稳定。在经历了昨日的大涨后，债券收益率再临关键点位，在缺乏进一步催化剂的情况下，再下一城的难度较大，行情以震荡为主。

资金面平稳，各项资金成本保持稳定。近期流动性没有太大扰动，隔夜、7天质押式回购利率持平于1.88%和2.38%，3个月回购利率小幅下行3BP至3.17%。从成交量来看，由于资产利差越来越薄，资金需求主要集中在隔夜和7天。

利率债收益率临近关键点位，继续下行动力略显不足。昨日国债期货大涨，现货收益率跟随下行，10年期国债收益率由3.12%下行至3.05%左右，10年期国开债收益率则由3.56%下行至3.52%附近。由于10年期国债和10年期国开债的收益率逼近3%和3.5%的关键点位，短期内继续下行的心理压力较大。全天，二级市场以震荡为主，收益率上行1-2BP。

信用债市场平稳运行，收益率小幅下行。新发AA级华油天短融分别成交在3.9%，溢价6BP；3年AAA中票15光明MTN001成交在3.56%；5年AAA中票15大连万达MTN001成交在4.38%。

目前来看，基本面、流动性和政策面都对债市利好，股市短期内有所反弹，但走势仍不稳，因此债市的牛市基础仍在，可继续挖掘投资机会。（鄞州银行 段苏）

期债冲高回落 短期料高位震荡

□本报记者 王姣

10月21日，国债期货市场冲高回落，五年期国债期货和十年期国债期货主力合约双双收跌，跌幅分别为0.13%和0.08%。市场人士指出，在连续多日的上涨后，期债多头获利回吐的压力骤增，此番调整也是意料之中。尽管经济下行压力未消使市场对进一步宽松的预期仍浓，债市暖意料还将延续，但利率下行难度也较大，昨日7年期国债发行利率重回3.05%，就显示市场热情有所消退，预计期债短期将高位震荡。

期债全线收跌

21日，随着多头获利出逃，期债继续上攻乏力，全部合约以绿盘报收。从盘面上看，五年期国债期货主力合约TF1512高开高走，冲至100.380元后开始回落，临近午盘时有一波反攻翻红，但午后继续震荡下行，最终收报100.050元，下跌0.13%，成交36742手，日减仓516手至16294手。十年期国债期货主力合约T1512同样收跌0.08%，报98.885元，成交17607手，日增仓472手至17604手。

昨日债券现货市场以窄幅波动为主，收益率上行1-2BP。据WIND数据显示，21日银行间市场接近10年的国债150016成交在3.06%，国开债150218成交在3.52%。一级市场上，昨日7年期国债发行利率3.05%，高于上周发行10年期债券利率2.99%。

交易员称，昨日收益率大跌之后虽有一定获利回吐压力，但买盘力道不减继续支撑现券，反弹压力暂有限；股市午后暴跌更增添现券买气，推动尾盘部分券种收益率小幅下行。

短期料高位震荡

9月CPI大幅回落，且M2增速较8月回落，通缩风险再现，机构倾向于认为宽松货币政策仍将持续，债牛依然可期。

10月21日，为保持银行体系流动性合理充裕，结合金融机构流动性需求，人民银行对11家金融机构开展中期借贷便利操作（MLF）共1055亿元，期限6个月，利率3.35%。

招商证券对此点评称，当前稳增长压力依然存在，政策方向选择更加偏向宽财政与宽信用，央行政策操作更多是为了配合稳增长需要，引导资金流入实体经济；伴随稳增长政策逐渐明确，宽财政宽信用挤压边际流动性，资金利率难有下行空间，继续建议谨慎操作，短久期、择杠杆操作。

海通证券则认为，MLF有助于保持货币利率低位，债市套息可行。“此前利率债大涨后短期进入震荡，MLF有望加强宽松预期。同时随着经济潜在增速下行，我国资产回报进入低利率时代，多维度测算2016年10年国债利率中枢或降至2.5%，坚定债牛，长期看利率新低仍可期待。”

“如果央行在MLF的同时，在今天的公开市场操作中缩减逆回购规模，此举将进一步托住银行间利率水平，将成为对国债上涨的利空因素。”方正中期期货研究员季天鹤告诉中国证券报记者。

短期来看，混沌天成期货研究员季成翔认为，边界条件限制导致目前的利率水平已经是相对低位了，收益率再下行需要继续大幅的推动。“TF1512不建议追多，在100.5元以上可以空一点，注意波动就好。T1512目前在99-100元以上可以分批平仓，下方支撑大约在98元附近，不建议追多，建议逢低建多。”

中钢股份评级被降至CC

屋漏偏逢连夜雨。10月20日，“10中钢债”延期支付当期利息构成实质性违约，当日中钢股份的主体信用等级被中诚信国际由BB下调为CC，且被列入可能降级观察名单。随即中债资信发表评论称，中钢国际股权质押对本次债券偿付的保障能力存在不确定性。随着信用事件频发，多位机构分析人士提醒投资者谨慎关注煤炭、钢铁等高危行业，尽量规避低评级债券。

中钢债偿付能力遭质疑

10月19日晚，中钢股份发布关于“10中钢债”延期付息的公告，这意味着，继保定天威后，今年第二例央企债务违约已经构成事实。这也是中国钢铁企业的首例债券违约。

10月20日晚间，中诚信国际将中钢股份的主体信用等级由BB下调为CC，并将中钢股份列入可能降级观察名单。中诚信国际同时表示，考虑到公司为“10中钢债”新增质押担保但相关事项具体操作及执行效果面临一定不确定性，将“10中钢债”的债项等级由BB下调为B，并将“10中钢债”列入观察名单（方向待定）。

“中钢股份未按原约定于2015年10月20日支付利息或相应回售本金，10中钢债发生实质性违约。”中债资信贸易行业研究团队在最新报告中指出，受自身经营和财务恶化影响，在无法获得任何外部支持的情况下，中钢股份现阶段已基本丧失独立偿还10中钢债本息的能力。若后续公布的债券付息/兑付办法导致债券持有人权益受损，即中钢股份无法足额兑付本息，那么仍将导致10中钢债违约。

中债资信同时指出，中钢国际股权质押对本次债券偿付的保障能力存在不确定性。“质押物流动性一般、价格波动性较大、现有可质押市值无法覆盖债券本息，以及该质押增信方式可行性仍不明确，导致中钢国际股权质押对本次债券偿付的保障能力存在不确定性。”

谨慎关注高危行业

市场人士指出，在宏观经济不景气的背景下，此次中钢债务违约事件令业内开始担心债务风险是否会进一步蔓延，建议投资者谨慎关注煤炭、钢铁等高危行业，避免踩雷。

中诚信国际近期统计数据显示，9月债市主体级别调整21次，其中近六成级别下调。而从行业来说，主体级别下调的企业多属于周期性、产能过剩的重资产行业，目前的宏观环境导致行业景气度下行，盈利能力及偿债能力明显弱化；部分企业甚至不能及时偿还本息或发生企业破产重整。

据招商证券对三季报预警信息的梳理，在所有钢铁行业（申万口径下）上市公司中，共有21家企业公布了三季度业绩预警信息，其中20家发布了负面预警信息，数量仅次于2009年2季度，反映三季度整体盈利大概率继续下滑。

综合来看，在经济增速下滑的背景下，钢铁、水泥、煤炭等过剩行业的基本面已大不如前，尽管信用债系统性风险可控，但仍需规避低等级信用债风险。（王姣）

人民币兑美元中间价大涨141基点

21日，人民币兑美元汇率中间价较前一交易日大幅上调141个基点，即期汇率窄幅波动，在岸、离岸人民币价差继续持稳于200基点附近。市场人士指出，短期来看，央行首次试水离岸债券发行获得成功，各界对人民币加入SDR预期升温，在人民币国际化进程不断加速的背景下，预计人民币汇率仍将保持双向窄幅波动。

21日境内市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3473元，较前一交易日大幅上调141个基点。当日离岸、在岸人民币兑美元汇率盘中经历急涨急跌。截至境内市场收盘，在岸人民币兑美元微涨6基点报6.3482元，离岸人民币兑美元涨29基点报6.3682元，两地价差收窄至200基点。

市场人士指出，近期市场震荡加剧，显示多空头寸相对均衡，短期难觅方向，预计人民币汇率将持稳运行，延续双向波动格局。（王姣）

七年国债招标结果中规中矩

财政部21日上午招标发行的7年期固息国债，中标利率为3.05%，略低于市场预测均值，而全场获得1.99倍认购，在近期发行的利率债券表现并不十分抢眼。市场人士指出，7年期债券流动性稍逊，在一定程度影响投资需求，但即便如此，接近两倍的认购显示市场配置需求仍在。

财政部昨日招标的是今年第二十六期7年期记账式国债，为固定利率品种，竞争性招标总额280亿元，进行甲类成员追加投标。据市场人士透露，本期国债中标利率为3.05%，边际中标利率3.10%，全场投标倍数1.99，边际倍数1.39。

此前机构预测本期国债中标利率或在3.07%附近，实际票息水平要略低。另据悉，本期国债获得0.1亿元追加投标，实际发行280.10亿元。不过，与近期其他利率新债的一二利差比较，本期国债定价并未明显低于预期，表现并不十分抢眼。

市场人士指出，7年期品种交易不活跃，流动性逊于10年期品种，可能限制机构特别是交易户的参与意愿，而近期债市已积累较大涨幅，观点分歧加剧，一级市场略微降温也在情理之中。但即便如此，本期债券仍获得接近两倍认购，显示流动性宽裕格局市场基本配置需求仍在。（张勤峰）

农发行26日增发三期金融债

中国农业发展银行10月21日公告，定于10月26日下午利用中国人民银行债券发行系统增发2015年第五、十九和二十期金融债券分别超过50亿元、80亿元、50亿元，总量不超过180亿元。

上述三期债券均为固定利率金融债，期限分别为10年、1年和5年，票面利率分别为3.97%、2.7%、3.58%，起息日分别为2015年2月27日、8月21日、8月28日。本次三期增发债券招标日均为10月26日，缴款日均为10月28日，上市日均为10月30日。增发债券上市后将同对应的原债券合并交易。

三期债均采用单一价格荷兰式中标方式；招标时间均为10月26日下午14:00-15:00。三期债承揽费分别为面值的0.05%、0.10%、0.15%；均无兑付手续费。

市场人士指出，考虑到四季度政策性金融债净增量压力较小，配合近期债市行情火热、利率债需求旺盛，预计此次农发债增发行招标结果较为乐观。（王姣）

安徽27日发行470亿元地方债

10月21日，安徽省政府公告称，定于10月27日招标发行469.7791亿元地方债，包括第三批四期地方政府一般债券，总额318.7686亿元；以及第二批两期地方政府专项债券，总额151.0105亿元。

文件显示，四期一般债均为记账式固定利率附息债，期限分别为3年期、5年期、7年期、10年期，发行规模分别为95.4亿元、95.4亿元、63.6亿元、64.3686亿元。两期专项债均为记账式固定利率附息债，期限分别为5年、10年，发行规模分别为99.0105亿、52亿。

上述债券均采用单一价格荷兰式招标方式，标的为利率，全场最高中标利率为当期债券票面利率。时间安排上10月27日上午招标，10月28日开始发行并计息，10月30日发行结束。经东方金诚国际信用评估有限公司综合评定，上述债券信用等级均为AAA。（王姣）