

去杠杆进行时 信用债更堪忧

□本报记者 张勤峰

除了基本面风险、流动性风险、信用风险，在今年跌宕起伏的债券市场行情中，人们深刻地感受到还有一类风险越发不容忽视，那就是监管风险。从监管层摸底债券杠杆到证券业协会设立“八条底线”，再到14天逆回购重启、公司融资局部收紧，一系列的政策调整紧扣金融去杠杆这条监管主线。日前，中证登就交易所债券质押式回购交易新规征求意见，核心思想仍是规范和限制交易所债券杠杆。

分析人士指出，当前债券去杠杆压力总体不大，预计此次交易所回购新规不会产生类似2014年12月质押率调整那样的冲击，但显示金融控杠杆、防风险的意图愈发明确。此次新规或刺激市场对去杠杆的担忧，短期债券或延续弱势，信用债在利差极度压缩后安全边际愈发不足，调整压力更值得关注。

严监管去杠杆在继续

虽然从大环境上看，债券市场仍处在利率下行的进程中，但今年利率下行的曲折和反复比过去两年都要剧烈，而在不断穿插的调整行情背后，频频闪现监管政策的身影。海通证券固收研究团队最新进行的问卷调查就显示，监管政策风险已成为债市投资者最为担忧的风险点。

而从年初监管机构摸底债券杠杆、证券业协会设立“八条底线”到近期央行重启14天逆回购、交易所局部收紧公司债融资，虽然金融监管举措不断，但始终围绕着金融去杠杆这条主线。最近的举措则是中证登等酝酿实施交易所债券质押回购新规。

9日，中证登联合上交所和深交所发布了《债券质押式回购交易结算风控指引（征求意见稿）》，在2011年版本的基础上进行了较明显的调整和完善。

■债市策略

利率产品

招商证券：继续保持区间波动

8月CPI虽低，但是PPI强劲，后续通胀可能大概率走高，需要进一步关注8月的其它宏观数据。近期全球金融市场再度出现大幅波动，主要发达经济体利率显著上行，同样值得注意。鉴于积极的财政更加积极，稳健的货币更加稳健，市场行为和央行举动分化加大，叠加监管与去杠杆，我们维持谨慎观点，预计利率将继续保持区间波动。

长江证券：震荡调整仍将延续

短期内，经济基本面与货币政策倾向对债券市场的逻辑支持仍然不利，债市震

机构点评报告指出，本次征求意见稿从经纪、托管、自营三个业务条线出发，分别对三条线上的参与机构、回购融资主体提出了明确的风控要求，包括明确合格投资者适当性管理要求，建立一般风控指标体系，并引导参与机构加强对回购融资主体的适当性管理以及持续风险管理等。主要要点包括：一、强调结算参与人对中证登的交收责任；二、明确规定质押回购合格投资者标准，取消了合格个人投资者的融资交易资格；三、规定经纪客户的回购标准券使用率不得超过90%，进一步限制杠杆运用程度；四、规定融资回购未到期余额与证券账户中的债券托管量比例不得超过70%，对所有融资主体的杠杆倍数直接进行限制；五、规定AA+级、AA级信用债入库集中度不得超过10%。

尽管此次发布的是征求意见稿，与正式版本可能不尽相同，但结合指引修订的背景及其要点来看，推动交易所债市去杠杆的监管意图十分明显。中金公司指出，2015年7月股灾引发了监管机构对杠杆风险的重视，而股灾之后大量资金回流债市，低资金成本亦助涨债市杠杆操作，债市杠杆风险随之进入监管视野，之前监管机构频繁对机构债券杠杆情况进行摸底就是表现。对于中证登来说，作为交易所质押回购中央对手方，在违约风险暴露和杠杆风险积累背景下，也有降低自身风险的必要，自2014年以来，中证登就频频出台政策加强对交易所质押回购的监管。不过，之前主要集中在对债券入库标准及质押折算系数的调整上，对整体回购业务的风控指标体系并不健全，对回购融资主体的管理也相对薄弱，这也正是此次中证登修订风控指引的原因所在。

应该说，此次交易所回购新规是中证登一系列政策调整的延续，核心思想仍是规范和限制交易所债市杠杆。

动荡调整仍将延续。8月主要宏观数据已开始陆续发布，进出口数据高于市场预期，中观层面包括高炉开工率、煤价、水泥价格等高频指标普遍向好，导致市场对年内经济形势的判断有所改善；8月CPI显著低预期，但已是年内低点，未来将逐月抬升。政策层面，央行转而采用MLF等工具“收短放长”补充基础货币、促进市场自发去杠杆，市场预期的政策宽松加码几无可能。

信用产品

海通证券：关注控杠杆政策风险

证券业协会设立八条底线、央行重启14天逆回购、中证登推杠杆上限和入库集中度管理，近期监管层控杠杆措施

新规总体影响有限

回顾2014年以来中证登历次质押规则调整，要数2014年12月的那次给人的印象最为深刻。2014年12月，中证登发布了《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，在市场上造成了巨大的影响。因为涉及面较大，特别是对于城投债质押条件大幅调高，债券市场迎来一次较大的调整，信用利差快速上升。对于此次质押回购新规，市场机构多认为总体影响有限。

中金公司指出，此次新规主要通过几个核心指标来限制杠杆倍数：一是新增回购未到期金额与债券托管量比例不得超过70%，直接规定了所有融资主体在交易所账户的杠杆上限。但据测算，目前交易所回购余额和债券余额的比值只有20%-25%，远低于70%，这意味着从全市场来看，杠杆倍数低于监管上限。只有部分小机构、和个人账户可能会通过AAA信用债和利率债将倍数做得比较高，因此主要影响这些账户。二是规定AA+级、AA级信用债入库集中度不得超过10%，这主要对持券集中度高的投资者有影响，AAA信用债和利率债则不受此限制。由于交易所目前回购质押券以AAA信用债和利率债为主，低评级债券比重不高，总体影响也不会很大。中金公司认为，此次新规不会产生类比2014年12月质押率调整那样的冲击。

尽管如此，在这个市场情绪已因为担忧去杠杆风险而变得较为敏感和脆弱的节点上，中证登拟推杠杆上限和入库集中度管理的消息难免会再次刺激市场神经，叠加偏强经济数据造成的冲击，短期债券市场或延续弱势。

警惕信用债乐极生悲

值得注意的是，8月15日以来，债券市场自高位回调，利率债和高等级债经历明显调整，但中低等级信用债似乎风

华创证券：放缓配置高等级品种

短期信用债供需和基本面改善都对信用债形成利好，但资金面波动、基本面不再支撑债牛、政策去杠杆等风险不容忽视。仍建议放缓配置高等级品种，多关注一些价值洼地和产能过剩龙头的配置价值，此外建议关注逆回购到期压力。

可转债

国信证券：精选个券逢低买入

短期看，A股年线附近压力重重，抱团

短期延续震荡

市场人士指出，美联储加息预期再次升温，导致国内外股债市场均大幅走弱；国内方面，资金面受节假日因素影响有所收紧，尽管央行公开市场转为大幅净投放1500余亿元，但有消息称央行同时意外重启28天期逆回购，令“降杠杆”担忧再起。

综合机构观点来看，短期而言，债券市场的调整或仍未终结，国债期货也大概率将延续震荡格局，不过收益率继续上行的空间有限。

国信证券认为，目前的利率水平已经price in了诸多触发调整的因素，例如经济稳定、加息预期等等，好于预期的进出口数据公布后，市场反应平平，或许就是

景仍好。中债收益率显示，过去四周时间里，10年国债收益率最多时曾反弹16bp，5年期AAA/Aa+/AA+各等级中票收益率最多时分别上升13bp、13bp、9bp、2bp，中低等级债表现抗跌，而上周利率债调整放缓，低等级债收益率又进一步走低，5年期AA-最新报5.42%，已较8月15日的5.54%低出12bp，同期10年国债收益率仍上升13bp。

在无风险债券利率走高的情况下，近期低等级债券利率下行造成信用利差持续压缩。国泰君安证券报告指出，目前AA及以上评级品种多数信用利差位于2009年至今5%的分位数之下，仍然处于历史较低水平，近期AA-信用利差加速下行，从之前60%-80%的分位数水平快速下降至20%-40%的分位数水平，已经处于历史较低位置。信用债在利差极度压缩后安全边际愈发不足，调整压力更值得关注。

市场人士提醒，虽然利率债和高等级债是近期调整的重灾区，但去杠杆的监管政策取向对信用债更加不利，要警惕信用债乐极生悲。据悉，信用债是套息交易的重要工具，同时信用债流动性逊于利率品，一旦遭遇去杠杆，对估值冲击会更剧烈。

国泰君安证券分析师指出，考虑到缺资产驱动评级利差短期来到历史较低水平，进一步压缩空间有限，短期中债登质押新规对中低评级信用债的限制，中期工业品价格下行重新引发风险偏好下降，以及未来实质违约不可避免的再次出现，均可能驱动评级利差再次走扩，尤其是最低评级品种仍然不可过度乐观。

中金公司报告亦称，近期配置压力加大情况下信用利差再度大幅压缩，结合尚未显著缓解的信用风险来看，信用债的性价比越来越弱。不过，从好的方面看，如果新规导致去杠杆的过程中可能推动信用利差扩大，可能带来错杀和新的配置机会，值得投资者关注。

不断。我们最新问卷调查显示，监管政策风险已成为债市投资者最为担忧的风险点，需密切关注后续政策进展。

华创证券：放缓配置高等级品种

短期来看，波段上两类转债均有机会，b类品种弹性弱，但向下保护也更好。中期转股思路，仍是立足股性更强的a类。个券选择上，白云、广汽等流动性好的品种仍是波段首选。国贸、江南、九州、海印、顺昌等是中期转股的好选择。当前九州价格已经不低，但溢价率不高，适合正股投资者适当进行正股替代的博弈。（张勤峰 整理）

取暖的资金想要推动股指突破年线似乎存在较大难度。既然正股机会不大，就好好精选个券，逢低买入，策略还是“成长+指数”。

成长类标的是江南、顺昌和洪涛，指数类标的则是15国盛EB、15国资EB和15清控EB。

兴业证券：两类转债有机会

短期来看，波段上两类转债均有机会，b类品种弹性弱，但向下保护也更好。中期转股思路，仍是立足股性更强的a类。个券选择上，白云、广汽等流动性好的品种仍是波段首选。国贸、江南、九州、海印、顺昌等是中期转股的好选择。当前九州价格已经不低，但溢价率不高，适合正股投资者适当进行正股替代的博弈。（张勤峰 整理）

国债期货将延续震荡格局

大幅收跌。从盘面上看，昨日5年期国债期货主力合约TF1612低开于101.36元，全天弱势震荡，最低下探至101.24元，截至收盘报101.29元，跌0.145元或0.14%，成交7361手，持仓量减少90手至19738手；10年期国债期货主力合约T1612收盘报100.6450元，大跌0.27元或0.27%，成交15917手，持仓量减少942手至36353手。

现券方面，昨日一级市场上，农发行上午招标增发的五期固息债中标利率均低于二级市场估值水平，认购倍数多在3倍以上，显示机构配置需求仍较稳固。二级市场上，昨日利率债收益率整体小幅上行，截至收盘，10年期国债新券160017涨1.62个百分点，报2.7850%；10年期国开债新券160213收益率涨1.88个百分点，报3.1363%。

期债低开低走

12日，国债期货市场低开低走，收盘

农发债投标需求尚可

12日下午，农发行招标的五期金融债中票利率均低于二级市场估值水平，且认购倍数多在3倍以上，显示尽管短期债券市场出现波动调整，但配置需求尚且较为稳固。

农发行此次招标的五期债券均为固息增发债，期限包括1年、3年、5年、7年和10年，本次增发规模分别为30亿元、50亿元、60亿元、40亿元、60亿元。据市场人士透露，上述1至10年期固息增发债中标收益率分别为2.1435%、2.7974%、2.9583%、3.1610%、3.1746%，全场认购倍数分别为43.273、308.343573。

中债到期收益率曲线显示，9月9日，待偿期为1年、3年、5年、7年和10年的固息农发债收益率分别为2.2598%、2.8029%、2.9710%、3.1749%、3.2106%。

市场人士指出，短期债券市场料延续弱势，一则美联储加息预期升温、海外债券资产集体走弱对中内地债券市场情绪有负面影响，二则8月经济数据披露，悲观经济预期面临修正，三则中证登质押回购新规及央行重启28天逆回购量等进一步传递监管层引导债市去杠杆的信号，短期内偏空信息交织，债市利率恐存在进一步上行压力。（张勤峰）

人民币汇率短期料继续持稳

本报记者 王辉

在美联储加息预期继续有所升温、美元指数自低位持续反弹的背景下，周一（9月12日）人民币对美元汇率中间价再度大幅下挫，不过人民币即期汇率强势稳定的运行特征仍在延续。分析人士指出，虽然未来一段时间内人民币汇率仍可能受到美联储加息预期升温的外部压力，但市场仍未脱离区间盘整的稳健预期，短期内人民币汇率走软空间料将较为有限。

即期汇价再显强势

9月12日，人民币对美元汇率中间价为6.6908元，较前一交易日大跌224个基点。由此，人民币对美元汇率中间价在连续第三个交易日走弱的同时，也刷新了自8月31日以来的近两周新低，并由此回吐了9月以来的全部涨幅。

不过昨日人民币对美元即期汇价却表现相对强势，即期汇价水平明显强于当日中间价。具体市况方面，周一人民币

稳健基调短期料仍将延续

对于近期人民币汇率的整体表现，分析人士表示，虽然上周以来有关美联储可能再次加息的不确定性有所增强，但考虑到美联储高官发言即将进入下周四（9月22日）议

息会议之前的静默期，短期消息面因素仍不甚明朗。在此背景下，在美联储议息会议结果公布前的未来几个交易日，人民币汇率实际面临的外部影响仍相对有限。

外汇交易商周一分析表示，在近期多项美国经济数据公布之后，9月美联储加息概率仍然较小。预计在下周议息会议之前，整个外汇市场的运行节奏还将以横盘震荡为主。此外，来自交易员的消息进一步显示，尽管最近一段时间客盘购汇需求仍然偏高，但大行在6.68元附近也在持续提供美元流动性，即期汇价窄幅拉锯仍然是多数市场人士的共识。

中国货币网特约评论员上周五发表文章称，虽然8月下旬以来，美联储主席耶伦和其他美联储官员相继释放加息信号，市场对美联储加息的预期有所升温，但在“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”机制下，总体上人民币汇率仍继续按照“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的机制有序运行，目前人民币对美元双边汇率的弹性正在进一步增强。

资金面边际趋紧 平稳跨节可期

本周一（9月12日），央行在公开市场开展700亿元7天期和450亿元14天期逆回购，当日有500亿元逆回购到期，由此当日实现净投放650亿元，结束了此前连续八日的资金净回笼。此外，昨日还有851亿元央票净偿还到期。市场人士指出，货币宽松预期有所降温，去杠杆预期则继续升温，叠加季末、节假日等因素影响，短期资金面边际趋紧，不过央行加大资金投放力度，再度彰显了对流动性的呵护之情，预计资金面整体将延续均衡格局，平稳跨节可期。

据市场人士透露，昨日早盘资金面偏紧，明显比前几日资金状况严峻，城商行和农商行融出七天期品种，不少机构需求基本接近收盘才满足了自身需求。昨日上午开盘后不久7天期资金供给也趋于紧缺，依然没有明显好转。（王姣）

国裕物流：无力兑付到期债权本息

武汉国裕物流产业集团有限公司（简称“国裕物流”）9月9日晚公告称，不同意公司2015年度第一期短期融资券（简称“15国裕物流CP001”）第二次持有人会议要求发行人立即偿还未到期债权本息的议案。

国裕物流表示，公司目前流动性严重匮乏，短融产品实无力兑付。公司资金链断裂，导致公司后续无以为继，陷入财务危机。目前公司已经处于悬崖边缘、随时有可能分崩离析。但公司对于债务不逃避、不回避的初衷并未改变。目前，公司也在与浦发银行、

据中信银行和华夏银行进行沟通，以争取获得银行支持，以最终达成全面债务重组的目标。

国裕物流称，就欠付短融偿

还问题，公司目前正就偿付方案与承销行浦发银行进行沟通，并已提出初步计划：由公司与浦发银行恢复信贷关系，由浦发银行先行向各债权人偿还短融欠款项，后续由公司向浦发银行还款。

据悉，截至2016年8月31日，国裕物流及下属子公司银行贷款逾期及欠息6582.08万元，其中逾期6000万元，欠息582.08万元。（王姣）

大公国际：关注横店集团孙公司停产

大公国际资信评估有限公司（简称“大公”）日前公告称，关注到横店集团有限公司子公司英洛华科技股份有限公司9月3日发布公告称，其全资子公司山西英洛华磁业有限公司和控股子公司浙江刚玉新能源有限公司因受经济环境等因素影响，出现连年亏损，为防止进一步亏损给英洛华带来不利影响，山西英洛华和刚玉新能源予以停产。

大公认为山西英洛华和刚玉新能源的资产和收入规模相对横店集团极小，其停产后预计不会对横店集团的经营和财务造成重大影响。

大公将持续关注上述事项

的最新进展及相关信息披露，并与横店集团保持联系，密切关注上述事项对横店集团信用水平可能产生的后续影响，并及时进行信息披露。（王姣）

联合资信上调云南建投债项评级

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）日前公告称，决定维持云南省建设投资控股集团有限公司（简称“云南建投”）主体长期信用等级为AAA，公司评级展望为稳定；并将“12滇建工MTN1”、“13滇建工MTN001”、“14滇建工MTN001”和“16滇建工MTN001”的信用等级由AA+调整为AAA，并将“10云建工/10云建工债”的信用等级由AA+调整为AAA。

联合资信指出，上述对云南建投的评级反映了随着整合重组的完成，公司资产及权益规模明显扩大，专业资质和区域市场地位优势进一步巩固，公司保障房和棚户区改造等基础设施投

资项目获得外部支持力度大，新

签合同额充足，为公司未来持续

发展奠定良好基础。同时联合资

信关注到建筑行业竞争激烈，公