

## ■债市风险提示录(一)

# “零利率”并不现实 利率太低本身就是风险

很多人没有料到，年初时并不被十分看好的债券市场竟一路笑到现在。从打破熊长牛短的宿命，到打破三季度的魔咒，再到一次次击穿市场的利率底部预期，本轮债券牛市一路向前，早已颠覆中国债券市场既有规律性的牛市定义。然而，面对利率不断下滑、利差不断收窄、杠杆不断抬升，市场对已然缺乏经验借鉴的行情的前景也隐生担忧，那么，当前债券市场到底有哪些风险或者至少是值得关注的地方？

□本报记者 张勤峰

随着10年期国债利率逼近3%的关键位置，目前债券市场上大部分期限、等级乃至券种的收益率水平已降至数年甚至是历史纪录低位。综合机构观点来看，在利率充分反映经济及政策预期、资金成本企稳、机构负债成本下行滞后背景下，对利率短期内继续下行的空间不宜过度乐观，在利率接近阶段底部的过程中，投资者获利了结以及替代资产分流等都可能带来利率波动的风险。总之，当前利率太低本身就是一种风险。

## 长债洼地填平 低收益成普遍现象

三季度末前后，债券市场悄然走出一波快牛行情，上半年表现不多的利率长债强势突起，带动收益率曲线迅速平坦化下行，10年期关键期限国债收益率突破了之前久攻不下的3.2%关口，最低探至3%。10年期国债利率逼近3%，本身就是一个标志性事件，而随着长期利率债的估值“洼地”被填平，债市收益率整体上已来到近些年较低的位置上。

中债到期收益率曲线上，目前1至10年期各关键期限国债到期收益率已全面低于历史均值20-50bp，大多接近2012年牛市的最低点，而10年期国债收益率上次处于3%以下，还是在2009年初。

又如本轮牛市的代表券种——国开行金融债，其收益率已全面低于历史均值50-70bp，其中10年期国开债日前最低跌至3.50%一线，基本回到2010年中的低位。

而早于利率长债发动行情之前，在债

穿三季度的资产再配置浪潮中，信用债行情如火如荼，收益率已率先出现更显著下行，表现为不仅绝对收益率低，信用利差也纷纷收缩至历史偏低水平。银行间以中期票据为例，目前5年期AA+中票收益率低于历史均值约80bp，与同期限国债信用利差约150bp，低于历史均值约50bp；8月中下旬，交易所公司债收益率几乎是各等级各期限全线刷新历史低位，近期虽有所回升，仍远低于历史均值。

比较历史数据，当前债券绝对收益率已经较低，而公司信用类债券相对无风险债券的溢价也低，收益低已是当前债券市场的典型特征。

值得一提的是，随着本轮牛市持续时间不断积累、利率利差持续下行，行情已在时间和空间两个维度上突破了传统牛熊周期的历史规律。研究机构认为，这是新的时代背景所决定的，即经济周期从加杠杆周期转入去杠杆周期、从成长周期步入转型周期、从大稳定时代进入多周期叠加的不稳定时代，导致全社会缺少加杠杆和信用创造的主体，金融资产供给大幅收缩，且难在短期逆转，债市的牛市周期得以拉长，而利率中枢出现趋势性下移，历史中枢的参考价值在下降。从这个角度看，当前债券收益率在长远看可能未必很低，未来若刚兑预期得以完全破除，无风险利率再进一步下行也不无可能。但就目前而言，债券收益率确已较低。而有机构报告直言，债市收益率低本身就是一种风险。

## 利率有底 低位需防波动风险

目前来看，“零利率”并不现实，债市收益率向下仍是有限的。中金公司的报告指出，宏观去杠杆没有完成甚至才刚刚开始，当前更多是杠杆的转移，尚未看到资产负债表收缩，且未来加杠杆将更多依靠中央政府。这意味着，未来无风险资产不会稀缺，利率向下有底。有银行交易员也指出，中国正在步入低利率时代，利率降低是长期趋势，但并不意味着会一步到位降至最低，中间走势可能会有反复。由此分析，当前债券利率不断下行，即不断接近阶段性底部的过程。

近期10年期国债最低逼近3%关口，是一个标志性的事件。上次10年期国债利率低于3%是在2009年初时，彼时正值全球性金融危机发酵，经济预期远比当前悲观；股票基金大肆参与长端利率债投资，远比当前的理财等资管机构激进；货币政策施行大水漫灌，资金面远比当前宽松。应该说，当前债券牛市环境与2009年初还有一定差距，但利率水平差距已不大，已经较充分地反映了当前对经济的悲观预期和对政策的乐观预期，要进一步大幅下行可能需要经济更差、政策更松，或者刚兑彻底被破除。

在汇率波动趋缓后，政策面未有进一步松动，近期长端收益率虽显著下行，但短端波动不大，货币市场利率基本持

稳，已日渐成为长端利率继续下行的羁绊。另需指出的是，当前机构负债端和回报预期下行缓慢，导致债券投资的边际收益微薄，也是限制资产端收益率进一步下行的一大客观因素。Wind数据显示，目前股份制银行发行的3个月理财产品预期收益率约4.6%，仍比政策性金融债乃至新发行公司债收益率高出不少。

综合机构观点来看，短期内利率快速下行令人鼓舞，难轻言触底，但阶段性下行空间已经有限，往下风险收益可能越来越不对称，在此过程中交易户平仓冲动可能上升，由此或造成收益率的向上波动。与此同时，债市低利率无形中也造就了替代资产的估值修复契机。有机构指出，股市和债市性价比经过三季度的此消彼长之后明显修复，目前沪深300P/E倒数开始超过10年金融债利率，板块和个股想象力超过纯债的机会增多。近期股市反弹一定程度上就是因为利率下行，机会成本下降。三季度行情中，资产再配置是一条主线，股市上涨虽不至于扭转债市趋势，但在低利率位置上引发心理预期调整和市场波动是有可能的。

总体看，机构认为，对债市利率阶段性下行空间不宜过度乐观，需防范利率在阶段底部的波动风险。

## 终结三连阴 期债短期料偏强震荡

10点左右触及当日高点99.85后逐步震荡回落，临近尾盘时出现拉升，最终收盘报99.740元，上涨0.08%。当日TF1512成交25841手，环比上周五缩量约两成；持仓则增加186手至1.53万手。国债期货10年期主力合约T1512收盘报98.220元，上涨0.14%；成交萎缩约三成至10185手，增仓434手至1.59万手。

周一国债市场整体呈现出缩量持仓、小幅上涨的运行格局，暂时终结了此前连续三个交易日高位回落的调整态势。结合国债现货市场来看，市场阶段性偏多的交投氛围仍在延续。

数据显示，截至本周一下午4点，银行间市场中长期限固息国债收益率整体以小幅下跌为主，5年期、10年期国债收益率继续下行的中长期底仓多单，仍可以继续持有。

而在国债现货市场，目前市场观点虽有一定分歧，但看多声音依旧占据上风。上海证券表示，经济疲弱、CPI重新回落，意味着宽松空间再度打开，债牛走势也日渐明朗。虽然当前国债期限利差极度压缩，长端或将有所震荡调整，但短期内市场牛平格局仍将延续，建议投资者对于现券可继续持有。

此外，结合刚刚公布的9月CPI、三季度GDP增速等最新经济数据，华泰证券等机构进一步表示，9月物价水平低于市场预期，预计四季度物价将持续低迷态势，从而释放货币宽松空间。结合国内基础货币的情况及投资资金的配套需求，四季度再度降准将是大概率事件。在此背景下，债市偏强的运行格局还将持续。

风险。城投再融资风险再次下降，信用基本面处在历史最佳时点，配置价值仍存。

## 可转债

### 中金公司：券到用时方恨少

目前转债品种最大的问题是“券到用时方恨少且贵”，浅尝之后很难大规模操作。股市横盘突破时最贵，需求弹性推动估值和绝对价位提升，但绝对价格在150-160元区间之后，加之非常高的平价溢价率，很可能出现滞涨，又回到了年初终点难惊喜，过程不放弃”的套路，甚至性价比不如当时。需要值得指出的是，可交换债启动发行的时机已经成熟，值得关注。

### 中信证券：继续追高不可取

经过上周上涨，转债风险已然较大，继续追高不可取，待回调后视情况定夺，两支停牌转债复牌后补涨机会值得把握。从市场表现来看，上周格力与歌尔的突破原因主要有二，一是市场情绪压抑许久后的回升，推动转债溢价率走高；二是航信与电气的停牌实际上导致转债市扬可选标的减少，值得注意的是，格力与歌尔上周的换手率明显增大，表明参与者投机成分较大，高溢价率背后的风险在不断积聚。整体上，建议投资者保持谨慎，短期若市场回调则是参与的时点，但需注意两支停牌转债后续复牌对市场的冲击，高溢价率何时收敛仍是重点关注指标。(张勤峰 整理)

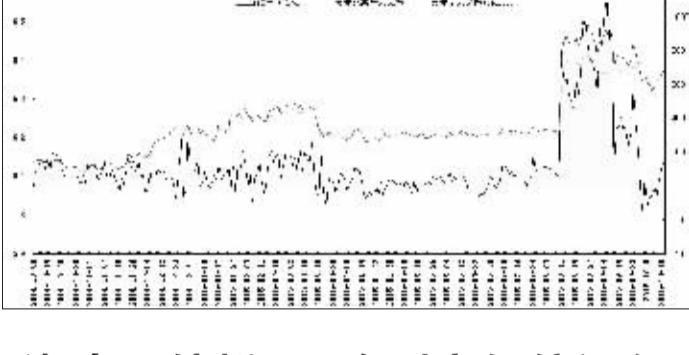
## 人民币即期汇率跌幅收窄

(16:30)，人民币CNY汇率收跌0.11%报6.3601元，人民币CNH汇率交投于6.3736元，两地价差再度扩大至135个基点，显示离岸资金对人民币仍存在一定的贬值预期。

据中国国家统计局昨日公布数据，三季度国内生产总值(GDP)同比增长6.9%，创六年来以来最低增速。此前路透调查预估中值为6.8%；环比则增长1.8%。

兴业证券指出，近期人民币市场化的推进，如放宽波动幅度、央行退出对汇率干预等，使得人民币汇率受到经济基本面的影响变得明显。从近期市场表现来看，人民币与国内金融市场之间的联动性也上升，这意味着未来基本面对整体人民币、资本市场的影响力均在上升。近期稳增长政策也将成为人民币市场的稳定剂。同时，央行可能把关注点转向信用派生，经济可能在三季度的疲弱后在四季度出现短期企稳。这在边际上对人民币汇率是有利的因素，意味着人民币汇率在短期内风险不大。(王姣)

### 美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



## 资金面偏松 回购利率低位运行

19日，银行间市场继续呈现均衡偏松格局，主要期限回购利率波动不大。市场人士认为，在宽信用渐显成效的背景下，资金成本下行难度有所增加，未来下行空间将主要取决于货币政策继续放松的节奏和力度。

昨日银行间回购市场资金面偏宽松，主要期限回购利率均保持稳定。存款类机构行情显示，19日隔夜回购利率加权值持稳于1.88%，指标7天回购利率持稳在2.37%。另外，已经跨月的14天回购利率稳定在2.70%一线，21天回购利率则大幅下行逾30bp至2.73%，与14天期限利差显著收窄。更长期限的1个月回购利率跌约5bp至2.98%，重回3%关口下方。交易员指出，昨日早间银行间回购市场开盘即有大量资金融出，短时间内大部分融入需求得到满足，午盘至尾盘融出和融入需求大致均衡；全天质押式回购交易共成交21874亿元，较前一交易日增加6.55%，成交仍主要集中在本重新成为市场的一大关注点。

市场人士指出，汇率趋稳后，货币政策尚未见进一步松动，而资金外流虽放缓但仍在持续，加上银行机构信贷配置等消耗超储，限制超储率水平，由此制约短期资金成本进一步下行。未来资金成本下行空间仍将主要取决于货币政策继续放松的节奏和力度。

WIND数据显示，本周将有900亿元央行逆回购到期，到期量较上周减少800亿元。有市场人士指出，本周有企业缴税影响，央行或保持公开市场一定的流动性投放力度。(张勤峰)

## 30年国债需求一般 农发债受青睐

财政部19日招标发行了2015年记账式附息(二十五期)国债。招标结果显示，该30年期附息国债中标收益率略低于预期，整体总体一般。

据中债登和交易员的信息，本期国债中标收益率落在3.74%，全场倍数3.14，边际倍数1.53；7年期固息债中标收益率3.6527%，全场倍数3.74，边际倍数1.45。

分析人士指出，上周三十短期国债中标利率向下突破3%，10年期国开债收益率也降至3.53%；在近期不到半个月的交易时间，收益来看下行幅度接近30bp。尽管在获利回吐压

力的推动下，近期收益率有小幅的回调，但买盘依然较强，收益率上升空间有限。考虑到超长期国债的需求主要来自保险、银行等，收益率下行趋势中拉长久期的需求仍在，高收益资产稀缺下超长期国债配置价值增加。(王姣)

## 口行22日招标三期金融债

中国进出口银行周一(10月19日)公告，定于10月22日上午通过中国人民银行债券发行系统，增发2015年第十一期、第十三期和第十四期金融债券。

进出口银行2015年第十一期债券为1年期固息金融债，票面利率2.63%，本次增发金额不超过40亿元，本计息期起息日为2015年5月29日；2015年第十三期债券为5年期固息金融债，票面利率3.81%，本次增发金额不超过40亿元，本计息期起息日为2015年6月8日；2015年第十四期债券为10年期固息金融债，票面利率3.87%，本次增发金额不超过40亿元，本计息期起息日为

另据公告，昨晚进出口银行2015年第十一期金融债第七次增发发行价格为100.998元，2015年第十四期金融债第三次增发发行价格为101.96元。

据Wind资讯数据统计，截至10月19日，今年以来进出口银行已累计发行92期金融债券，发行金额合计3990亿元。(王姣)

## ■交易员札记

### ■债市策略汇

## GDP略超预期 收益率先上后下

昨日市场资金面仍然保持宽松，虽然上周央行净回笼资金700亿元，但对资金价格影响不大，隔夜和7天回购维持在1.90%和2.42%，变化不大。

二级市场收益率全天走出倒V图形，先上后下。尾盘买盘强劲，交投活跃，各期限均有成交，中长期国债和国开债下行明显。成交集中在流动性较好中长期国债和国开债，7年国债15国债14成交在3.13%，较估值下行1.5BP；15年国债15国债16成交在3.11%，较估值下行4BP。信用债方面，短端高等级信用债成交活跃，167天的15华能集SCP004成交在3.11%，较估值下行5BP；211天的15大唐SCP005成交在3.14%，与估值持平。

昨日债市收益率下行主要的驱动因素是经济面的支持，虽然三季度GDP增速略高于预期，但经济下台阶的大趋势并未改变。影响债市后期走势的因素主要是股市反弹持续空间，近期两融数据止跌反弹、证券保证金净增加、货币基金赎回规模增加而分级B基金份额增加，种种数据表明投资者的信心开始恢复，投资热情有可能会再次点燃，虽然股市短期对债市在资金上不能起到虹吸的作用，但对机构投资者心理产生较大影响，是一个较大的利空因素。因此短期内更倾向于采取中性偏谨慎的操作思路。(潍坊农信 代长城)

## 利率产品

### 国金证券：牛市根基未动摇

国庆节之后，债市收益率下降如此之快，有必要关注一下目前不利债市的因素：其一，9月贷款数据反弹明显；其二，资金价格依然偏贵；其三，财政支出总是有发力的担忧；其四，股市近期表现抢眼。就目前情况看，房地产销售回暖难以持久，企业贷款受到需求制约同样难以持久。目前资金价格依然偏贵，央行流动性投放速率偏慢是主要原因，之后进一步宽松可期。财政支出目前受制于财政收入和赤字水平。就风险偏好切换来说，一方面，风险偏好本身只影响牛市空间，而无法决定市场走向。综上，债牛根基未动摇，留一份清醒的同时，不妨也留一份醉，拥抱这轮牛市。

### 招商证券：维持谨慎 短久期操作

当前市场收益率水平，一是由于过多资金淤积于债券市场，二是反映过度悲观的经济预期，伴随着货币金融数据首先企稳，未来经济悲观预期被修正的可能性较大。各种迹象显示，政策方向逐渐走回老路，未来经济企稳回升可能性大幅增加。在宽信用和宽财政的稳增长框架下，经济底部仍有支撑，而在投资挤压之下，流动性进一步宽松难度较大，继续维持谨慎观点，建议短久期、择杠杆操作。

## 信用产品

### 光大证券：套息操作仍可继续

本轮信用债收益率下行缘于银行资金回流带来的配置需求，使得信用债与利率债之间的信用利差持续压缩。但伴随利率债收益率快速下滑，目前信用利差又接近回到历史均值附近，信用债仍有空间。信用风险的点状爆发不可避免，但流动性宽松的情况下，不会导致收益率曲线的系统性抬升。信用债与资金利率的利差皆在历史中值偏高水平，利差充分。货币政策宽松，流动性充裕，资金利率回升的可能不大，加杠杆套息操作仍可继续。基于交易所与银行间的供给对比，尤其是资金利率的对比，银行间债相对价值或更优。城投债仍然是较好的投资标的。

### 海通证券：加大排雷力度

当前经济未见好转，货币增速回落，而前期推动物价上涨的猪价因素已经消失，通缩压力增大，降息空间再次打开，货币利率低位运行的状态仍会持续，加杠杆仍可行，但交易所套息则为负。10英利MTN1如期违约，雨润中票则化险为夷，但明年上半年到期的短融和中票仍有兑付风险。当前企业信用基本面仍未好转，高危行业风险仍将持续释放，信用事件频发的现象仍将延续。总之，企业信用基本面仍未好转，中上游、产能过剩等高危行业积累的信用风险逐渐爆发，信用事件仍会不断发生，建议加大排雷力度，防范信用

风险。城投再融资风险再次下降，信用基本面处在历史最佳时点，配置价值仍存。

## 可转债

### 中金公司：券到用时方恨少

目前转债品种最大的问题是“券到用时方恨少且贵”，浅尝之后很难大规模操作。股市横盘突破时最贵，需求弹性推动估值和绝对价位提升，但绝对价格在150-160元区间之后，加之非常高的平价溢价率，很可能出现滞涨，又回到了年初终点难惊喜，过程不放弃”的套路，甚至性价比不如当时。需要值得指出的是，可交换债启动发行的时机已经成熟，值得关注。

### 中信证券：继续追高不可取

经过上周上涨，转债风险已然较大，继续追高不可取，待回调后视情况定夺，两支停牌转债复牌后补涨机会值得把握。从市场表现来看，上周格力与歌尔的突破原因主要有二，一是市场情绪压抑许久后的回升，推动转债溢价率走高；二是航信与电气的停牌实际上导致转债市扬可选标的减少，值得注意的是，格力与歌尔上周的换手率明显增大，表明参与者投机成分较大，高溢价率背后的风