

■债市风险提示录(五)

# 债牛渐入佳境 不妨未雨绸缪

□本报记者 张勤峰

在经济环境与增长周期出现深刻变化的当下,债券市场行情的时间和空间可能已经很难再用历史的标尺来度量,目前债券市场仍处在找寻新利率中枢的过程中,利率上行风险总体有限,若经济更差、政策更松,亦或者刚兑预期破除,无风险收益率再下一城不无可能。分析人士指出,经济不稳,债牛难停,但利率走向新均衡的过程不会一蹴而就,反复与波折往往不可避免。伴随着绝对收益率不断下行,需对阶段性或结构性的风险保持警惕。

## 打破传统 不一样的牛市

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,此轮债券牛市一路向前,早已突破中国债券市场既有规律性的牛市定义。越来越多的人意识到,不能再用传统牛熊周期的历史规律来审视当前的行情。

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,当前债券市场的



低收益率在长远看可能未必很低。

经济环境与增长周期的深刻变化,构成这轮债券牛市的基本背景,未来能够颠覆这一轮牛市的力量,很大可能也将来自基本面。但目前来看,经济形势仍不乐观,9月经济数据总体低于预期,尤其是投资大幅下滑,工业产出继续放缓,显示经济动能依然不足。这也是9月下旬以来,债市中长端收益率再次快速下行的本质原因。与此同时,尽管近期利率下行较快,但通胀也有所回落,撒开CPI,以GDP平减指数和PPI作为参考的实际利率依然偏高,仍有下行空间。总的来看,当前经济下行压力仍然较大,而需求不足致使通胀维持弱势,货币政策仍有继续放松的必要,在信用扩张缓慢、货币增速不能明显改善,汇率不能贬值的情况下,货币条件改善仍需

要靠引导实际利率下行来实现。换言之,先有债市牛,再有经济稳,经济不稳,债牛难停。

## 居安思危 关注五类风险

按照机构分析,当前债市正处于并将继续处于找寻新利率中枢的过程中,利率上行风险总体有限,而若经济更差、政策更松,亦或者刚兑预期得以完全破除,未来无风险收益率再下一城也不无可能。但市场也会关心,新的利率中枢会在哪里,债券收益率降到什么水平才算合理,而在缺乏历史经验指导的情况下,每一次利率的快速下行不免让人担忧会成为“最后一跌”。事实上,利率寻求新中枢的过程不会一蹴而就,期间的反复与波折往往不可避免。

值得注意的是,在货币政策宽松利

# “双降”扫清障碍 债市空间再打开

□本报记者 张勤峰

26日,货币市场流动性宽裕,央行“双降”带动资金价格全面下行,唯略欠缺力度,但多家市场机构指出,近期货币政策操作凸显央行维护流动性合理充裕的坚决态度,未来流动性无忧,随着超储率回升,资金价格有望再下一城,从而为短端利率打开下行空间,扫清债市收益率继续下行的障碍。

## “双降”护航 流动性无忧

26日,银行间货币市场流动性宽裕,回购利率响应央行“双降”的引导,出现不同程度的下行。以存款类机构质押式回购交易行情为例,26日隔夜到4个月期限品种均有成交,除两个月品种以外,加权平均利率均出现下行。其中,隔夜回购利率加权值收在1.82%,下行约7bp;7天回

购利率小降3bp至2.35%;中期限方面,1个月和3个月回购利率双双下行14bp左右。交易员指出,昨日资金市场宽裕,成交进一步向隔夜、7天品种集中,但需求基本能够得到满足,中期限资金则供过于求,中长期流动性预期乐观。

9月底以来,货币市场流动性均衡偏松,回购利率低位徘徊,即便是上周企业缴税高峰,也未对资金面造成影响,而央行近日来开展MLF操作并行降息降准,坚决维护流动性合理充裕,进一步打消了市场对流动性的顾虑。

央行23日晚宣布,自本月24日起,降息0.25个百分点,降准0.5个百分点,并对符合标准的金融机构额外降准0.5个百分点。机构解读认为,经济疲弱构成此次“双降”的基本背景,而降准有助弥补外汇占款减少导致的基础货币供应不足,引导货币市场利率有效下行。国金证券研究指

出,截至9月底,估算金融机构超储率降至1.7%左右,已明显偏低,而此次降准将释放资金6000-7000亿元,将推动超储率回升到2.2%左右。

之前外汇占款大量流失,超储率下滑,货币市场流动性仍维持了相对的宽裕,如今随着央行加大资金投放、释放超储资金,流动性趋于进一步宽松也在情理之中。考虑到缴税影响已过,短期尚无明显不利因素,未来一段时间流动性基本无忧。

## 化解曲线困局 打开短端空间

值得注意的是,26日货币市场利率下行仍稍显犹豫,幅度均不及存贷款基准利率下调幅度。但不少市场人士相信,“双降”之后,资金价格中权势必下移,从而将为债市收益率下行重新打开空间。

中金公司报告直言,此次“双降”的最大意义其实不在引导长端利率下降,而

是打开短端利率下行的空间,从而为整体利率下行腾出空间。报告指出,今年三季度,由于外汇占款大幅减少,超储率不断下降,货币市场利率有所回升。在缺资产背景下,虽然货币市场利率没有下行甚至上升,但信用利差和期限利差的压缩都使得整体利率水平趋于下降。但当信用利差和期限利差都已经比较低,压无可压的情况下,短端利率不再下行成为制约整体利率下行的障碍因素。目前7天回购利率依然停留在2.4%,处于历史的平均水平,但经济增长、通胀和长端利率都已低于历史平均水平。从这个角度看,货币市场利率已经太高。报告预计,此次“双降”后,7天回购利率有望逐步回到接近2%的水平。

国金证券分析师亦认为,经此次“双降”,资金价格中枢将下移,短端利率将再下一城,从而化解当前收益率曲线过于平坦的债市困局。

农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

以上三期债券发行利率不同程度低于二级市场水平。据中金公司报告,农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

## 人民币汇率将继续平稳运行

□本报记者 王姣

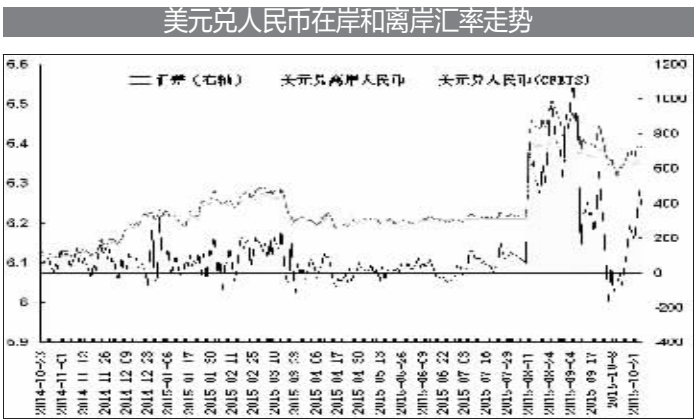
26日,人民币兑美元即期汇率整体走势相对平稳,最终小幅收跌29基点,同时在岸、离岸价差有所扩大。市场人士指出,在全球流动性宽松的基本格局下,考虑到我国利率市场化、汇率形成机制改革等各项金融改革正在稳步推进,此次央行降准降息有效对冲了外汇占款低迷、基础货币增速下降,有助于缓和下行风险,实际有利于人民币汇率稳定。短期来看,人民币汇率将较大概率维持在一定均衡区间内双向波动。

## 在岸即期汇率小幅收跌

26日,境内市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3549元,较前一交易日上升46基点。当日即期市场上,在岸人民币兑美元汇率开盘后一度急速下探,此后迅速回升,盘中最高上探至6.3482元,此后维持窄幅震荡,尾盘小幅回落,最终收跌29个基点,报6.3529元。

与此同时,离岸人民币兑美元即期汇率盘中起伏较大,截至境内市场收盘(16:30),离岸人民币兑美元上涨58基点报6.3918元,两地汇率价差有所扩大,离岸低于在岸汇率389基点。

在业内人士看来,昨日早盘人民币即期汇率的急跌,主要归因于市场对上周末央行降准降息可能给人民币造成压力的担忧升温,但随着市场情绪的企稳,人民币汇率也回归稳定态势并窄幅震荡。而在岸和离岸价差的扩大,将为套利活动提供空



## 一级需求稳定 短债吸引力上升

26日,中国农业发展银行招标增发行的三期固定息债券,中标收益率均低于二级市场,认购倍数处于中等水平,显示债市配置需求依然稳固。

农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

以上三期债券发行利率不同程度低于二级市场水平。据中

金公司报告,农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

农发行昨日招标的是1年期“15农发19”、5年期“15农发20”及10年期“15农发05”的增发债券,均为固定利率品种。据透露,此次1年期债券中标收益率为2.5513%,全场投标倍数2.86;5年期中标收益率为3.2867%,投标倍数3.73;10年期中标收益率为3.5645%,投标倍数3.57。

以上三期债券发行利率不同程度低于二级市场水平。据中

## 地方债供给居高不下

四川省26日公开招标发行了该省今年第一批专项债券,发行总额51242亿元。据招标结果显示,此次四川省发行的各期地方债中标利率均较招标下限高30bp。

四川省今年第一批专项债券券分为3年、5年、7年和10年期四品种,招标利率区间依次为2.79%-3.21%,2.91%-3.35%,3.08%-3.55%,3.07%-3.53%。据招标结果公告披露,此次3至10年期四川省专项债券中标利率分别为3.09%、3.21%、3.38%、3.37%,均较招标下限上浮30基

点;另据悉,上述各期债券投标倍数介于1.31倍至1.49倍之间。

此外,广东省财政厅26日公告,定于11月2日招标发行该省今年第四批一般债券,计划发行规模合计158.392亿元,全部为置换债券。

据已挂网公告统计,本周含四川债在内,计划公开发行的地方债达1250.86亿元,并不排除有定向置换债券发行,在国债、政策性供给压力边际减轻的情况下,地方债供给规模仍居高不下。(张勤峰)

## 口行29日增发三期固定息债

中国进出口银行26日公告,定于10月29日增发该行2015年第12期至第十四期金融债券均不超过40亿元。

口行2015年第十二期债券为3年期固定息金融债,按年付息,票面利率3.53%,本计息期起息日为2015年6月8日;第十三期债券为5年期固定息金融债,按年付息,票面利率3.81%,本计息期起息日为2015年6月8日;第十四期债券为10年期固定息金融债,按年付息,票面利率3.87%,本计息期起息日为2015

## ■债市策略汇

### 利率产品

#### 光大证券:收益率仍有下行空间

年中以来债券市场一路高歌猛进,我们在坚定看多的同时也关注可能制约收益率持续走低的风险:长期来看是经济企稳,短期来看是流动性枯竭。但无论从宏观“三驾马车”的角度思考,还是从中观层面的产业链方面观察,都没有看到经济企稳的迹象,未来货币政策宽松的周期不会结束。再看流动性,央行对流动性的呵护逐渐由短期向长期过渡。此轮货币宽松的周期并没有结束,未来仍有降准的可能性,但是降息的概率降低。债券收益率仍有下行空间,同时未来也要关注双降或带来股市反弹,分流债市资金,使得债券市场出现短期波动。

#### 招商证券:建议维持谨慎态度

上周五央行宣布再度开启“双降”,但对债市影响难言乐观。从资金面来看,货币政策的基调继续松紧适度,兼顾稳增长和

### 适度杠杆,短期内在专项金融债等政策支持持续发力的背景下,考虑外部环境特别是外汇占款变化不确定性,流动性不可轻言乐观,估计银行间7天利率可能继续维持2.5%左右的窄幅区间波动格局。从基本面来看,央行政策任务重在疏通货币向实体经济传导,在前期信用已经出现持续扩张的背景下,叠加当下财政持续发力、基建批复加快等政策措施,未来经济底部仍有支撑,继续建议维持谨慎态度,短久期、择杠杆操作。

### 信用产品

#### 中信证券:信用利差持续低位震荡

目前信用债违约尚可控,主要关注点仍在个券风险防范上。央行“双降”超出我们预期,背后的主要原因可以归结为外汇占款流失持续扩大、稳增长压力凸显,而财政政策周期长见效慢,难以对抗经济下行压力。降准降息有助于降低企业的融资成本,实现温和去杠杆,维持后市信用利差持续低位震荡的判断。

### 平安证券:仍需警惕低评级信用债

三季度经济数据显示基本面依然较为疲软。当前为杠杆周期中的去杠杆阶段,未来一段时间内通缩压力或将持续。经济体去杠杆过程中,货币政策宽松还是收紧,关乎会产生金融风险。自去年11月以来,轮番货币宽松以及多样化的结构化货币工具使用已体现央行宽松意志。在经济基本面疲软+流动性持续充裕背景下,信用利差迅速收窄。经济增速阶梯式下行过程中,缺乏骤然打破刚兑的动力,系统性违约风险不会引爆。但缓慢去杠杆需要刚兑逐步打破,故未来会见到更多个债违约,尤其是集中在产能过剩产业。

### 可转债

#### 国信证券:短期受益于“双降”

上周末央行“双降”,进一步验证了我们对于货币政策继续宽松的判断,在流动性充足、无风险收益率大幅下降的情况下,风险