

■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的规律性的牛市定义。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，撇开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

好频传、“再配置”与“缺资产”的当下，担忧和质疑声音并没有被亢奋的市场湮没，在“十年国债利率进入2时代”呼声高涨的当下，部分投资者对债牛前景表达了担忧。

综合市场观点来看，未来债市趋势性或阶段性的风险可能来自以下几个方面：一是宽财政。当前缺乏信用加杠杆和信用创造的主体，致使经济难以有效企稳，但若中央政策能够主动加杠杆，并且是大幅加杠杆，或能推动信用和货币扩张走向正常，改善市场对经济增长的悲观看法，因此，尽管债市行情如火如荼，但市场上对宽财政的顾忌一直存在；二是汇率波动。汇率波动牵扯流动性，对这一轮由资金推动的牛市非常重要，而美元强势的根基未动，汇率波动风险并未走远；三是风险偏好变化。7月股市盛极而衰，“再配置”与“缺资产”成为行情主线，债券直接受益，而随着股市风险释放、股债性价比修复，再配置后的再配置风险愈发得现实；四是杠杆上升。债市取代股市成为当前金融市场加杠杆的主体，为未来的波动埋下隐患；五是信用风险。经济下行过程中，信用风险不断积聚，未来信用事件或常态化，与低利差的矛盾不断凸显。

市场人士指出，债市宴席未散，但留一分清醒是必要的。随着利率下行，债券性价比正在下降，需对阶段性或结构性的风险保持警惕。交易所债市站在新一轮行情的最前沿，未来的风险也首先值得关注。（本系列完）

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，有助于缓和经济下行风险，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。当日在即期市场上，在岸人民币兑美元汇率开盘后一度急速下跌，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

间。交易员预计人民币汇率走势仍将趋于平稳，不会出现大幅走弱的行情。

“双降”有利汇率持稳

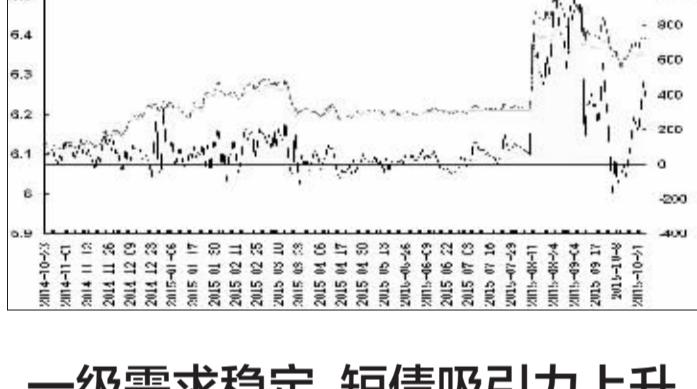
人民银行23日晚宣布降准降息，此举一度引发了市场对于资本加速外流的担忧情绪，投资者担心这将加重人民币所面临的压力。不过多数分析人士认为，中国经济有望于四季度企稳，加之人民币国际化进程的推进，预计人民币汇率将保持稳定。

中金公司指出，尽管利率下降可能对汇率形成一定压力，但利率下行有利于稳定经济预期和对经济信心，从中长期而言是有利于稳定汇率的。

而且利率下行对汇率的短期压力，央行有能力通过干预外汇市场来进行调节。近期欧央行暗示可能加大QE导致美元指数走强，人民币兑美元如果维持相对稳定，那么会导致实际汇率走强，只能靠实际利率压缩来对经济进行放松。

“人民币国际化成下一步重点，贬值并非趋势。”海通证券同时表示，我国金融市场的改革主要包括对内的利率市场化和对外的人民币国际化两步，目前第一步已基本完成，意味着下一步人民币国际化将成为重点。为推进人民币加入SDR，政府将加快推进利率市场化、汇率形成机制改革等各项金融改革，渐进审慎开放资本账户，提升人民币广泛使用和交易度，助力人民币国际化。预计短期央行仍可能会积极维稳，汇率较大概率维持双向波动。

美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



“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

债市空间再打开

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，资金价格中枢势必下移，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落到接近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。

多空激烈对垒 期债料维持震荡

□本报记者 王姣

连涨多日后，国债期货多空争夺战日趋激烈。26日，五年期和十年期国债主力合约早盘一度跌逾0.3%，日内震荡加剧，最终多头以微弱优势胜出，两大合约分别收涨0.02%、0.04%。与此同时，市场交易更显活跃，五年期、十年期国债期货成交量双双再度刷新历史最高纪录。市场人士认为，在经济基本面偏弱、货币政策有望维持宽松的背景下，长端国债利率将继续处于下行趋势，但鉴于降息降准的利好基本兑现，利率继续下行阻力明显，且国债期货短期涨幅较大，市场波动或进一步加大，期债后市预计以震荡为主。

成交量再创历史新高

26日，国债期货继续上行阻力明显变大，日内震荡加剧，最终五年期、十年期主

力合约勉强翻红。从盘面上看，昨日五年期主力合约TF1512、十年期主力合约T1512均小幅低开后迅速下行，此后多空双方在盘中展开激烈争夺，至尾盘多头赢得主动权，最终TF1512收涨0.02%报100.29元，T1512收涨0.04%报99.245元。

火爆行情之下，投资者情绪愈加亢奋。截至昨日收盘，五年期国债期货成交量高达57810手，较前一交易日增加7350手，十年期国债期货成交量也再增加2306手至23690手，双双刷新历史最高纪录。持仓方面，五年期国债期货总持仓量增加逾千手至24456手，十年期国债期货总持仓量则减少200多手至23400手。

“上周末‘双降’一如既往，但并未成为市场利好，相反昨日开盘后抛压较大，TF1512一度跌至99.91元，此后在买盘推动下艰难回升，盘末勉强收涨。多空双方对期债价格能否上行仍有较大分歧，

短期以震荡为主

市场人士认为，债牛将继续受到基本面和充裕流动性的支撑，不过考虑至双降落地、利率再度逼近整数关口、国债期货涨幅过大，市场震荡将有所加剧，建议投资者谨慎操作，短线多单可以逐步获利了结。

鉴于当前经济依然疲弱，市场预计后期央行仍需通过降息降准创新工具等方式稳定经济增长。目前银行间流动性平稳，且随着缴税步入尾声，流动性短期更无明显压力，有望继续向好。

展望后市，季天鹤认为，本周TF1512能否有效突破前期高点100.565元还很难下结论，一方面之前利率水平已经迅速降至较低位置，另一方面，昨日现券收益率普遍下跌，意味着期债大幅下跌的可能性也较小。本周将有较为激烈的多空争夺，市场料将维持震荡行情。

银河期货研究员胡明哲补充称，本次“双降”之后，此前市场对国债期货价格走势的过度预期基本被消化，国债期货价格基本处于均衡状态，搏长期资金利率不断下行的多单中长期底仓可以继续持有，其他资金可观望等待价格下调加仓多单的机会。

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。当前为杠杠周期中的去杠杠阶段，未来一段时间内通缩压力或将持续。经济体质化去杠杠过程中，货币政策宽松还是收紧，关乎是否会产金融经济风险。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。但慢慢去杠杠需要刚兑逐步打破，故未来会见到更多个债违约，尤其是集中在产能过剩产业。

中金公司：不具备中期配置价值

投资者对转债市场的预期大幅回暖，攀升至历史相对较高的水平。但我们需要提醒投资者，9月底我们已经开始提醒“买到用时”，只可惜“劣质少且贵”，不能参与股市结构性行情的投资者浅尝转债是最佳策略。后市电气等停牌券复牌大涨无疑将利好转债表现，短期股市表现和筹码博弈对转债表现预计也将有利，持有是最好的选择，但转债市场已经不具备中期配置价值。个券方面，投资者最关注的仍是电气、歌尔等转债。而对估值和绝对价位双高的格力转债，持横盘震荡看法的投资者较多，我们对此颇为认同。（王姣 整理）

适度杠杆，短期内在专项金融债等政策持续发力的背景下，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，实现温和去杠杠，维持后市信用利差持续低位震荡的判断。

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

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、政策债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）

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5124亿元。据招标结果显示，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3.5465%，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。据中行26日公开招标发行的三期固息债券，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3.5465%，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。据中行26日公开招标发行的三期固息债券，中标收益率均低于二级市场，认购倍数处于中等水平。

市场人士指出，流动性预期改善对大类资产都有助益，且经济犹弱、政策再松，有助维持债券牛市行情，风险偏好变化难引起收益率大幅上行。值得一提的是，在收益率平坦背景下，央行实施双降，打开了短端利率下行空间。此次招投标，1年期品种二级利差较大，或显示机构对短债兴趣在重新上升。（张勤峰）

口行29日增发三期固息债

中国进出口银行26日公告，定于10月29日招标，中标方式为单一价格中标（荷兰式），缴款日均为10月30日，上市流通日均为11月3日。

据已披露的发行公告文件统计，本周将发行利率债规模合计达到2110.86亿元，但其中有1250.86亿元为地方政府债券。市场人士指出，政策性银行一般把全年大部分发行量安排在上半年，下半年供给压力降低，扣减存量到期规模，预计四季度政策性金融债净供给将显著下降。（张勤峰）