

多空交织 债市或转震荡

□本报记者 张勤峰

迹象。

机构人士指出，观察10月经济物价数据，低通胀与低增长的格局不改，偏弱经济基本面依然构成债券牛市的有力支撑。鉴于当前实际利率仍不低，且人民币汇率波动有限，货币条件的改善仍较为缓慢，这既为未来的政策宽松留下空间，也预示经济企稳回升将是缓慢的过程，未来一段时间债市的基本面风险不大。

不悲观也不过度乐观

市场人士指出，偏弱的经济基本面，限制了长债利率的上行空间，此外，市场情绪平复后，前期过快上行的利率也有修复需要，这共同促成了债市急跌后的回暖。目前，长债利率重新回到10月中旬位置，后续走势虽不悲观，但也不宜过度乐观。在大幅大落之后，债市行情或迎来震荡休整的阶段。

首先，尽管近期有些反弹，但债市收益率整体仍处于近些年低位，低利率背景下的票息收益与潜在资本利得都被压缩，特别是对于理财、保险等负债成本刚性的机构而言，利率继续往下的风险收益越来越不对称，做多动力可能减弱。其次，宽财政和宽信用带来的经济企稳预期仍挥之不去。再者，随着市场风险偏好回升，股市情绪逐渐转暖，给债券市场带来潜在的再配置风险。此外，年底阶段，机构有落袋为安的冲动，并且往往会更加关注对市场不利的因素。同时，利率长债供给压力仍大，且地方债置换额度可能进一步扩容。最后，也是目前最关键的是，IPO重启、美联储加息的利空还没有实质兑现，在未来一段时间内，仍会是困扰债市的潜在风险，特别是美联储升息或再度加重资本流出，对本币流动性充裕程度和稳定性均有挑战。

市场人士指出，利率暂无大幅上行之忧，这是市场共识，但对于美联储升息、IPO重启等潜在不利因素可能造成的影响仍待观察，债市阶段性转向震荡的可能性更大。

人民币中间价刷新三周低点

11日，人民币兑美元汇率中间价创下近三周新低，即期汇率再度小幅走软。

11日，银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价设在6.3614元，较前一日下调12基点，连跌7日，同时刷新了自10月20日以来的近三周低点。即期市场交易方面，11日人民币兑美元即期汇价早盘短暂，但随后回归震荡调整格局。截至收盘，人民币兑美元即期汇率报收于6.3665元，跌47基点或0.07%。

离岸市场上，昨日香港离

5年国债中标利率低于预期

财政部11日招标的5年期续发国债，中标收益率低于预测均值，认购倍数尚可，显示一级市场投资情绪有所回暖。

据中债网公布和交易员透露的消息，本次招标的5年期国债，中标收益率为2.9807%，稍低于此前3.01%的市场预测均值，投标倍数为2.29倍。此外，本期续发国债获0.5亿元追加投标，实际发行280.5亿元。

市场人士表示，在周初经历剧烈调整后，债券投资价值得到

期债短期料震荡为主

11日，国债期货连续第二日反弹，五年期、十年期主力合约分别涨0.34%、0.58%。市场交投依然活跃，十年期国债期货总持仓和总成交再创上市以来的新高。市场人士指出，昨日公布的经济数据显示基本面依然疲弱，巩固政策宽松预期，且市场近期跌幅较大，随着市场情绪修复，国债期货反弹也在情理之中，但前期诸多利空因素犹存，预计期债短期以震荡为主。

昨昨五年期国债期货主力合约TF1512收报99.650元，上涨0.34%，成交70358手；十年期主力合约T1512则大涨0.58%至

已非外资进入中国债市的主要障碍。

业内人士认为，考虑到目前境内债券收益率大幅下降、套息利差不断缩小等因素，短期内指望外资“接盘”中国债市尚不现实。但中长期来看，我国银行间债券市场流动性不断改善、收益率在国际上具有吸引力、与境外联动性较低有利于分散风险，叠加人民币国际化以及资本账户开放下的诉求，开放我国银行间债券市场有较大的市场需求以及必要性。

“长期来看，中国债券市场走向国际将是大势所趋，外资对中国债券的需求将逐步提升，增量资金有望降低国内利率中枢。”海通证券表示，首先，人民币汇率不具备中长期贬值因素，汇率稳定有利于吸引国际资金；其次，人民币债券的国际投资者占比有较大提升空间，将带来大量新增资金；第三，随着债市对外开放的加速，国内外套利交易将更为便利，国内外利率的联动性将会增强；第四，随着我国地方债规模的不断扩大，其流动性有望提高，收益率也将逐渐与国债拉开差距，境外机构对地方债的接受度有望逐渐提高，或有助于缓解地方债供给压力。

民生证券进一步指出，中长期来看，政府已采取和将采取的一系列改革势必给债券市场带来多重影响：第一，中期内套息利差的存在会持续吸引境外资金；第二，中长期内债券收益率必将下行，消除套息利差；第三，境外机构的进入增加了市场利率敏感性，促进形成有效的收益率曲线；第四，评级体系与国际接轨，境内外评级差异极大的信用债潜在价格波动增大。

离岸人民币债。

中国证券报：中国债券市场进一步加大对外开放的意义和影响有哪些？

胡嘉林：我们已经把中国看成是全世界最重要的四个经济体之一，把中国央行的重要性跟欧洲央行还有美国联邦储备局相提并论，目前在岸人民币债券市场规模很大，全世界排名第三。

如果中国政府真的打开在岸人民币债券市场的大门给境外资金，很多国际性的债券投资者对人民币的兴趣会提高，会有很多的钱进来。现在在岸人民币债券市场规模大概是7万亿美元左右，但根据人民银行公布的数字，这里面只有2%是由外国人持有的，这个水平很低。但观察发展中国家，或者是新兴国家当地的债券市场，通常来讲，有20%—40%是外国人持有的。如果外国人持有的比例从2%提高到12%，上升10个百分点，意味着会有7000亿美元进来。当然如果外国投资者进入在岸债券市场，会继续把利率拉低。

再考虑到公司在山东和辽宁具有较强的市场竞争力，对负债有一定保障。预计最终违约损失可能有限，回收价值较大。

兴业证券并指出，山水违约更多是由控制权纠纷导致的融资能力下降所致，即使清算，对负债实际上仍有一定保障。对市场的影响应该有限。不过，未来仍需加大对信用债排雷力度，包括：行业不景气导致主业下滑连续亏损的；股权变动导致违约风险加大的。

另值得一提的是，近期有消息指交易商协会和发改委都采取多项措施放松信用债审批并提高审批效率，其中交易商协会拟进一步松绑银行间债券发行，放宽超短期融资券发行门槛，加速超短融对短融的替代等。市场人士指出，在大力推动直接融资的背景下，债券降低发行门槛是大势所趋，违约个案难阻信用债市场扩容，但随着发行性整体资信等级下移，加上内外复杂的经济金融环境，债券市场信用风险事件或将常态化。

周三，中国山水公告确认15山水SCP001违约，成为第一单违约的超短融，信用事件的逐步发酵对债市影响逐渐加大，债市会不会再面临一个“信用黑天鹅”犹未可知。目前来看，债市收益率欠缺继续向下动力，在此背景下，国债期货非单边的组合策略或许更值得关注。

货币/债券Money Bonds

债市开放提速有望引入活水

□本报记者 王姣

在人民币国际化和金融市场对外开放的大背景下，我国债券市场对境外机构开放的步伐也开始提速。然7月以来，央行宣布大幅放开对特定境外机构参与银行间债券市场的限制后，由于境内资本市场波动加大等因素，过去四个月境外机构债券托管量仅增加12.82亿元。

市场人士指出，长期以来，较高的套息利差和人民币汇率稳定升值是境外机构进入中国债市的两大驱动力。然经历了股市震荡和债市收益率一路下滑之后，短期许多机构对中国债券持谨慎态度，指望外资“接盘”中国债市尚不现实。但中长期来看，考虑到中国宽松的货币政策、债市相对较高的收益率、与全球债券市场相关性低等因素，中国债券市场依然诱惑力十足，未来外资对中国债券的需求将提升，增量资金的涌入有望进一步降低国内利率中枢。

外资“冷”对债市开放

2015年以来，作为资本市场的重要组成部分，债券市场对境外机构开放的步伐开始加速，仅上半年，就有39家境外机构获得进入银行间债市的资格，而2014年全年也只有34家境外机构通过审核。

银行间债市可投资品种也不断扩容。5月，央行允许境外人民币清算行和境外参加行开展债券回购交易；7月，又将境外央行、国际金融组织、主权财富基金三类机构的投资范围从现券交易、债券回购扩展到债券借贷、债券远期以及利率互换等衍生品种。

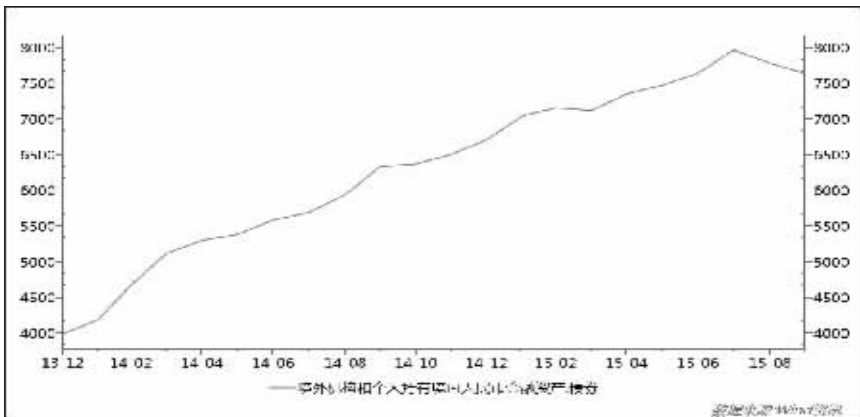
□本报记者 王姣

“我一直有一个强烈愿望：境外投资者参与境内债券市场没有投资额度限制，国外债券投资者也不是做对冲基金，而是变成长期投资者。”景顺集团亚太区固定收益首席投资总监胡嘉林日前在接受中国证券报记者专访时表示，希望中国债券市场对外开放程度能进一步提升，下一步可以允许境外资金进入在岸人民币债券市场。

中国证券报：以境外投资者的角度看，你觉得中国境内债券市场的吸引力有哪些？为何想把人民币债券纳入资产配置组合？

胡嘉林：首先，人民币债券收益率在全球市场上很高。目前境内10年期国债息率在3%左右，对应的美国10年期国债是2.1%，德国、日本更不用说了，以前传统高收益的货币是澳大利亚元、新西兰元，他们现在的收益率相比人民币还要低。而且中国的信贷评级是很高的，AA级，如果你买比中国政府信用评级低很多的西班牙、

境外机构和个人持有境内人民币债券资产情况



从中债登公布的托管量数据来看，今年7月，境外机构的确大手笔增持了国内债券，当月境外机构债券托管量大增284.52亿元至6183.39亿元。然随后由于股市调整和8月人民币中间价制度改革，国外机构出于谨慎抛售了不少债券，8月境外机构减仓政策性银行债102亿元、国债91亿元、商业银行债1亿元，月托管量减少226.93亿元。随着人民币汇率逐步企稳，境外机构对国内债券的减持量趋于下降，9月境外机构债券托管量减少78.22亿元，10月托管量则小幅增加33.45亿元。

目前境外机构持有的国内债券与整体债券市场相比仍明显偏少。截至10月末，境外机构债券托管量为5911.69亿元，占全市场托管总量的1.77%左右，相比第二季度末的1.83%略有降低，也远低于一些新兴市场国家。

海通证券指出，长期以来，较高的套息利差和人民币汇率稳定升值是境外机

构进入中国债市的两大驱动力。然而自2014年以来，中国债市收益率一路下降，套息利差不断缩小，外资进入的盈利空间被严重压缩；自8月11日人民银行宣布人民币中间价形成机制改革以来，人民币兑美元汇率中间价有所下调，驱动外资进入中国债市的动力在减弱。

中长期将吸引大量资金

央行负责人日前刊文指出，推进资本市场双向开放，改进并逐步取消境内外投资额度限制。提升股票、债券市场对外开放程度，有序拓展境外机构参与银行间债券市场的主体范围和规模，扩大境内机构境外发行债券的主体类型和地域范围，放宽境外机构境内发行人民币债券限制。

分析人士指出，中国债券市场对外开放进程明显加速，政策层已经逐步放开对境外投资者入市限制，部分境外机构也已在逐步入市，可以说政策限制

胡嘉林：

离岸人民币债券市场目前规模还不是很大，大约在1000亿美元左右，但是发展情况很好。在境外做交易打一个电话就可以做好，也不需要什么审批和报备。

现在也不是只有香港人说的“点心债”，过去两年，很多欧洲还有澳大利亚的银行都发行了人民币债券，未来越来越多的外国发行主体会发行人民币债券，这个市场会越来越丰富。

离岸人民币跟“一带一路”也是相辅相成的。“一带一路”中的国家跟中国的经济来往尤其是贸易越来越多。他们做贸易是用人民币做交易，有点像上世纪80年代日元的国际化一样。希望中国在这方面可以提前注意，“一带一路”中的国家跟中国贸易也是用人民币，但是他们做基建，做投资要想清楚借什么钱，如果是借人民币，资产错配的问题就可以解决。另外中国出口高铁和其他基建，这些国家无论是给钱还是做融资，其实都应该用人民币，他们可以融资借人民币，也可以发

意大利的国债，你会发现，他们不仅信贷的风险要比中国政府的信贷风险高很多，而且利率要比中国低很多。

进一步看，全世界那么多高信贷评级的国家中，他们的国债没有一个完全真实的利率。中国的CPI是1.5%左右，10年期国债息率是3%，减去CPI还有1.5%的正回报，而德国、日本、英国等很多国家的实际利率是负数。

第二，人民币是一种很强的货币，而且波动性很低。我们专业投资人不认为人民币在贬值，回顾过去一年、两年或五年内，人民币对英镑、欧元、人民币、澳大利亚元是升值的。再比如说欧元、日元的波动性是10%左右，人民币的汇率波幅也就是3%左右。

第三，由于中国的经济周期、利率周期和其他国家不一样，在岸人民币债券市场相对其他发达国家债券市场的价格相关性很低，对整个资产组合可以起到分散风险的作用。

中国证券报：如何评价目前的离岸人民币债券市场？

为山东山水母公司，在香港联交所上市。山水水泥11日公告称，集团董事会已得出结论，将无法于本月12日或该日之前取得足够资金以偿付境内债务，因此可以肯定将于本月12日就境内债务发生违约；该项境内债务违约将会触发所订立的其他财务贷款下的交叉违约；集团董事会于本月10日交易时间结束后决定向开曼群岛大法院提交清盘呈请并申请委任临时清算人，提交清盘呈请将会构成触发2020年到期5亿美元票据的提前偿付。

中诚信国际认为，山水水泥控制权纷争导致山东山水的业务和财务风险增加，流动性风险骤增，各类债务不能如期兑付的风险极大，因此决定将山东山水的主体信用等级由BB-下调至CC，将“13山水MTN1”、“14山水MTN001”和“14山水MTN002”债项信用等级由BB-下调至CC，并将山东山水主体及相关债项信用等级继续列入可能降级的观察名单。

今年9月，因关注到发行人盈利状况

多因素叠加 期债上演“深V”行情

150016计算的IRR日中一度下探至-6%。如果说前两周IRR为负更多体现了国债收益率下3%，CTD突变可能性上升带来的交割期权价值的上升。那么本周一的下跌，用供需关系来解释可能更为合理。从市场心理因素来看，今年所有机构利润指标完成情况都较好，临近年末的心态自然趋于谨慎。IPO的重启无疑给市场提供了一个做空的契机，并在一定程度上影响了基金的投资节奏，基金被迫临时腾出仓位应对赎回。周一，从

短融到中长端公司债、中票的抛售压力进一步影响投资者情绪，反过来又加大了投资者期货套保的需求，导致期现货出现螺旋式下跌。

后两日，虽然CPI和工业增加值数据的公布没有明显超预期的差，但基本面数据对防止国债期货的价格继续跳水还是起到支撑作用。从估值水平看，周一的调整幅度之大在年内也不多见，截至周一收盘，收益率基本回到10月行情启动前的水平。无论交易盘还是投资盘，尤其是前一

□安信证券 程昊

本周前三天，国债期货走了一波深V行情，完美诠释了市场心理因素、技术面因素以及基本面因素在国债期货走势中的影响。

周一的大跌从交易心态和绝对估值水平上可能更容易解释。通常我们认为IRR（隐含内部收益率）体现了交割期权价值、持有收益以及供需关系。过去几天，10年期国债期货IRR持续走低，以

98.175元，成交26937手，创上市以来新高。

现券方面，10年期国债150023昨日报价跌6.31BP至3.1369%；10年期国债150218报价跌7.5BP至3.5550%。

消息面上，昨日国家统计局公布10月规模以上工业增加值同比增长5.6%，基本符合预期。此外，央行将于本周内公布10月货币信贷及社会融资数据。分析人士认为，各项数据表明中国经济已有企稳态势，但基本面仍显疲弱，政策宽松取向不会改变，但收益率要回到之前低点亦有困难。（王姣）