

■债市流动性风险(二)

# 宽财政发力 债牛料再起波澜

□本报记者 王辉

9月末以来的本轮债市大涨，正随着市场谨慎情绪的上升逐步转为宽幅震荡。分析人士指出，尽管货币宽松的整体环境中短期内仍有望延续，但综合货币政策和财政政策分析，债市未来将难再现流动性的超预期宽松。一方面央行有关“不能过度放水，妨碍市场有效出清”的表态及美联储加息等外部环境因素，将会明显约束货币宽松力度；另一方面近期财政政策悄然发力的政策信号，也将有望部分替代货币宽松，并可能加大新债长期供给。整体来看，债市未来在宏观经济托底政策轮换的背景下，将可能面临流动性波动及政策超预期风险。

## 货币超预期宽松将远去

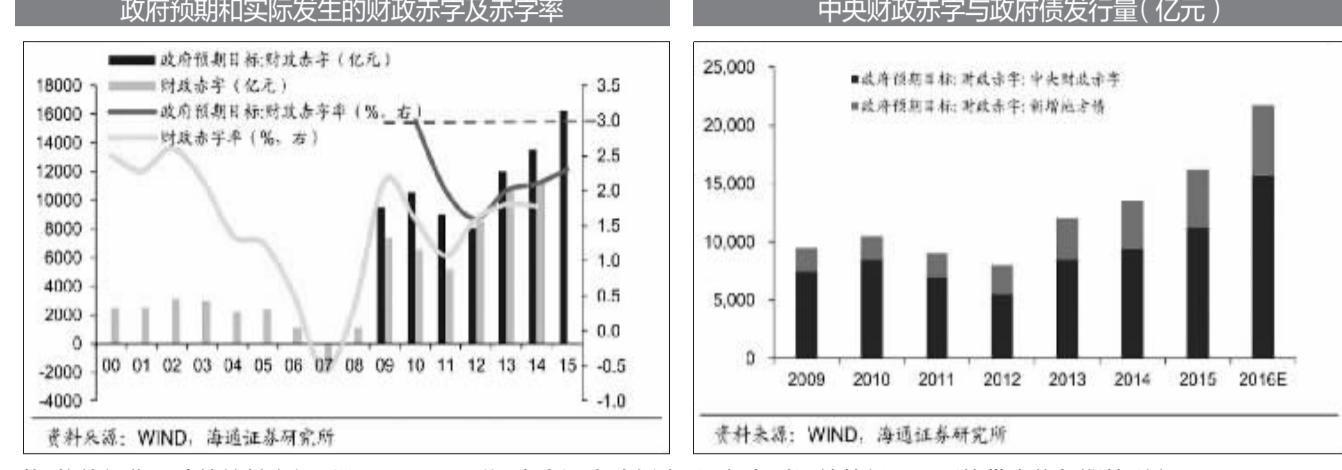
在10月下旬进行新一轮降准降息后，央行在11月6日发布的2015年第三季度中国货币政策执行报告再一次强调未来的货币调控要“松紧适度”，并新增“既要防止结构调整过程中出现总需求的惯性下滑，同时又不能过度放水、妨碍市场的有效出清”。对此，市场主流观点普遍认为，央行的此番表态意味着，对未来货币政策的宽松力度需要调低预期，未来超预期的大规模放水预计将不再出现。

海通证券表示，自2014年11月以来，央行已经进行了6次降息、5次降准，后续货币宽松力度或减弱。而中信证券也分析认为，央行10月下旬“双降”过后并未连续调低逆回购利率，表明对现阶段资金利率水平较为满意。而央行公布三季度货币政策执行报告阐明未来不宜过度放水，并将灵活运用多种工具维持市场流动性，则进一步表明，未来央行大规模超预期放水的可能性正在减小。在经济亟待稳增长的背景下，维持目前宽松环境的现状，也许是更加合适选择。

兴业证券则指出，三季度货币政策执行报告又一次提出了“调控的针对性与灵活性”，对比2013年调结构与中性的货币政策同时出现的情况，接下来较长一段时间内货币政策可能将更偏中性，即以维持流动性平稳、配合其他政策为主。货币政策的发力，将更多以稳定货币市场流动性，而非“大水漫灌”的方式出现。在信贷支持上，也将避免走老路，更多投放在新经济类产业以及公用事业上，以此平衡稳增长与调结构的双重目标。

与此同时，结合美联储最新一次议息会议政策基调，以及10月美国非农等最新经济数据，有分析人士进一步指出，今年12月美联储加息可能性大增的现实，也将对国内的货币进一步宽松造成制约。

在此背景下，综合管理层近期相关政策表态，目前市场各方普遍正逐步将政策关注焦点调整到财政政策的动向。国海证券分析指出，央行有关“不能过度放水，妨碍市场有效出清”的表态，以及中央提出的更注重供给侧的结构性改



革，将使得货币政策宽松空间受限。另一方面，最新主要金融数据也印证了目前流动性并不紧张，只是资金向实体流转的途径仍不顺畅。随着管理层提出适度突破3%的赤字率约束，未来财政政策后续发力的空间将大于货币政策。

## 财政政策蓄势待发料成主角

今年9月以来，财政部陆续通过多个渠道释放信号称，未来将实施更有力度的财政政策。而11月初财政部进一步表示，3%的赤字率红线和60%的负债率红线并不是绝对科学的标准。综合管理层最新一段时间的政策表态，分析人士指出，在未来宏观经济调控继续稳增长和托底的背景下，财政政策未来或有超预期的突破空间。而值得注意的是，从10月份最新的全国月度财政收支数据来看，宽财政或已经开始悄然发力。

日前公布的10月财政数据显示，10月财政支出同比大幅增加36.1%，较26.9%的前值大幅增长，并创出年内新高。1-10月财政支出累计同比增长达到了18.1%。此外，10月份财政盈余仅为944亿元，较去年同期大幅减少2426.4亿元。过去12个月累计财政赤字为2.27万亿元，占同期GDP的比例已达3.4%。对

此，光大证券分析表示，考虑到目前的经济基本面情况和11月上旬的高频数据，今年全年财政支出同比增速预计将明显超出10.6%的政策目标。总体来看，积极财政政策力度将不断加强。

海通证券、银河证券等机构进一步指出，目前存款利率已经降至1.5%的历史新低，进一步下降的空间有限，后续货币宽松力度预计将有所减弱。而为了托底经济，政府有可能转向宽财政加码。通过赤字率的松绑，以宽财政引水进入实体。

海通证券表示，2015年中国财政赤字率2.3%，远低于3%的红线，而欧美国家在2008年金融危机后的赤字率一度都超过3%。这意味着我国赤字率有提升空间，宽财政可加码。按照70万亿元的名义GDP总值和3%的赤字率，2016年我国财政赤字可达到2.1万亿元，较2015年增加4800亿元。

## 政策轮换或引发债市长期利空

在货币宽松力度可能逐步下降、宽财政政策有望轮换为新政策主角的背景下，分析人士指出，新的政策环境变化，对于债券市场的流动性宽松支撑，未来或不可避免地出现阶段性波动。财政政策发力将至台前，对于债市供需关系，也

可能带来偏长期的利空。

根据海通证券结合赤字率等指标的测算，叠加2016年国债到期量较2015年多增1000多亿元的因素，2016年国债发行量可能较2015年大幅增加5000-6000亿元。此外，在宽财政政策的背景下，2016年地方政府债券仍将延续置换发行。考虑到2015年末地方政府存量限额16万亿元，预计后续每年一级市场仍可能发行3万亿元左右规模的置换债券。与此同时，该机构还指出，未来管理层还将会通过更大规模的基建金融专项债，直接注资经济。

而对于未来宽财政政策环境下新债供给的显著放大，目前市场主流机构看法也逐步趋于一致。申万宏源表示，为配合财政政策、产业政策、区域政策等提升资金进入实体的比例，未来加大城投债以及专项金融债发行规模，以及上调地方政府债发行规模等都将是管理层可选政策。

总体而言，在未来货币宽松力度可能低于预期的背景下，随着宽财政逐步轮换为政策主角，债市未来将可能面临一定流动性波动和政策预期风险。而流动性季节性紧张，以及市场获利回吐压力等因素的叠加，则可能使得未来债牛再起波澜。

大量加仓，加上信用事件频发。因此，我们对债市坚持“半糖主义”，不过分激进，浅尝即止。

## 财通证券：财政政策更积极对债市较不利

近期管理层频频吹风，“十三五”期间6.5%年均增速的实现，离不开积极财政政策。考虑到当前地方政府和商业银行的现状，积极财政政策需要靠中央层面推动，财政赤字率有望扩大，我国将进入企业去杠杆、中央加杠杆的阶段。我国财政赤字率一直不高，2015年赤字率的政府目标位2.3%，低于3%的国际安全线，还有较大提升空间，实际上在一国经济下行较快时期，赤字率往往突破安全线水平。财政政策相对货币政策更加积极，对债市较为不利。

## ■观点链接

### 中投证券： 利率债将保持震荡格局

2015年所余时间无多，各种“托底”政策陆续出台，包括财政政策已经强调提前预支2016年的财政支出，各种以股代债的官方参股方式亦浮出水面。在这个阶段，利率债将保持震荡格局，在总体操作上不宜激进。

### 银河证券： 年前货币继续宽松几率减小

年底前虽然货币继续宽松几率减少，但基于经济延续出清寻底，货币政策势必持续采取适度宽松态度，资金价格将保持低位稳定，所以短期市场短端利率的上行是暂时的，短端的机会是确定的。进一步地，通过财政政策持续发力，经济持续下

行概率有限，可以期待四季度最终经济数据出现边际改善。综上，我们判断，债市利多利空交织下，短期将维持震荡行情，缺乏趋势性机会，建议短期投资者缩短久期，控制风险。

### 国金证券： 赤字率不会轻易调整

目前财政发力依然受到财政收入和年初赤字率的约束，赤字率不会轻易调整，尤其是年底。即使我们假设后面两个月的财政收入保持高位增长，达到历史最高的当月增速，全年财政收入累计增速也就在8.6%左右（目前累计增速7.7%），对应的财政支出累计增速在11.8%（目前累计增速18.6%）。之后两个月，财政支出有较大压力。从基本面方面看，目前债券市场牛市未尽，只是临近年关，机构大都不愿

# 资金面宽裕 公开市场操作“原地踏步”

□本报记者 王辉

在资金面持续宽裕的背景下，央行公开市场操作继续保持量地操作。周二（11月17日）央行7天期逆回购交易量价持稳，继续精确对冲了当日到期资金。市场人士指出，虽然首批新股申购在即，但短期流动性局部整体仍较平稳，央行继续在公开市场上保持“原地踏步”的中性操作策略符合各方预期。未来几个交易日，市场虽然仍会受新股发行申购扰动，但资金利率波动幅度预计仍相对有限。

## 逆回购操作继续持稳

央行17日上午开展了100亿元7天期逆回购操作，中标利率持平在2.25%。这也是10

月央行降准降息之后，逆回购交易量连续第7次稳在100亿元规模。来自WIND的统计数据显示，本周公开市场共计有200亿元逆回购到期，其中周二到期量为100亿元。

## 流动性调节仍将持续

对于年底前一段时间流动性调控的整体走向，分析人士指出，从近期央行持续维持地量操作来看，现阶段利率水平及资金宽裕程度已达政策目标，年内货币政策将侧重于熨平资金面波动为主要目标，进一步非常规宽松的概率相对不大。而考虑到年底前流动性仍在新股申购、季节性因素等方面有波动可能，预计公开市场仍会随时肩负起适时平滑短期流动性的任务。

对于年末之前市场资金面可能出现的扰动，市场人士指出，一方面今年以来

央行外汇占款持续下降，基础货币供给严重依赖央行主动投放，目前银行体系超储率不高，流动性出现一定程度波动的可能性仍然存在。尤其今年12月美联储可能升息，也带来了更多的不确定性。此外，虽然新股发行新制度使IPO对短期流动性的影响减弱，但未来两周时间内，28家企业仍会按旧规则进行申购发行，对资金面的扰动仍需保持一定关注。此外，年底一段时间内财政支出加快，可能有利于金融机构超储率的提升，不过能否完全对冲年底考核因素的影响仍有待观察。

综合来看，由于年底前公开市场仅在下周有逆回购资金到期，预计央行仍会通过包括公开市场操作、SLF、SLO等多种手段，保持流动性合理充裕。

# 国债期货或已见顶

放，积极财政政策不但正在发力，在盘活存量的要求下，大招说不定还在后面。

财政存款的支出首先是对银行间市场的利好，但银行间现在情况已经相当不错，央行似乎并没有让利率继续下行的意图，财政存款的袭来反而可能造成央行的收手，比如暂停降准的进程。

财政存款支出更大的意义，在于帮助资金在实体经济里面转起来。如果财政存款的支出，使得实体经济增速重新稳定，那么这对于债券市场走势无异于当头一棒。

而从交易所回购情况来看，7、8月间市场波动率较小，而从9月底开始，波动率迅速上升，日间价格上蹿下跳，交易量也有多暴涨，10月8日居然超过6000亿元。而11月份之后，波动率已经下降，11月9日起交易量

也一直在5000亿以下。与此同时，股市从9月底开始上行，到目前大涨600点，都说明资金正在离开借钱炒券的状态，重新回到股市。而当IPO重新开始之后，股权融资的通道重新打开，打新等交易重新活跃，此时固定收益产品的吸引力恐怕会继续下降。

另据万得数据，从6月起每月的债券发行量都达到2万亿元以上，11月到现在发行量已经1.4万亿元，整月突破2万亿元应该不难。低利率环境和降低发行难度的结合，吸引更多的融资人进入市场融资，而随着时间推移，市场利率水平必然会被推高，而不会一直维持在较低的水平。

当然，在上述利空因素的背景下，仍然有一些利好的因素。第一，债市信用事件频发，使市场产生分化，债市资金产生抛弃信

用债追求利率债的转向，对国债和国债期货构成一定支持。第二，银行间市场对外放贷，将吸引更多资金入场配置，而在信用风险浮现的情况下，利率债恐怕对于国外投资者而言更具有吸引力。最后，美国加息可能还会通过汇率影响境内市场。离岸人民币走势如果让境内股票市场重新震荡，风险偏好受到重创，对于债券自然也是利好。

总体来说，最好的结果是在目前的利率水平上，经济经过财政政策发力以及前期的调整能够有所稳定。更好的状态，乃是股市伴随经济的稳定，维持在一个好的水平，配合较为通畅的再融资机制，形成一个融资和支出的积极循环。如果出现的话，更低的利率水平当然就更没有必要了，国债也就真的见顶了。

# 人民币兑美元汇率料持稳

11月17日，人民币兑美元在岸和离岸即期汇率持续疲软，与中间价走势有所背离。市场人士指出，虽然美元指数走高，但人民币并未明显走跌，主要归因于市场对人民币汇率将持续企稳的预期，且人民币有望纳入SDR篮子对汇率提供支撑，预计未来一段时间内，人民币汇率将延续在一定区间内窄幅波动的格局。

17日境内市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3740元，较前一交易日上涨10个基点，结束了此前连续10个交易日的下跌。在岸市场上，人民币兑美元即期汇率低开高走，9时50分后

延续震荡下跌态势，截至收盘报6.3786元，收跌62个基点或0.1%。离岸人民币兑美元即期汇率昨日盘中一度出现急涨，但午后表现不佳，截至境内市场收盘（16:30），离岸人民币兑美元微跌18个基点报6.4018元，两市价差约232点。

兴业证券指出，近期全球对新兴市场的预期改善，国内资本市场稳定，外汇占款出现回升，资金外流的迹象明显缓解，短期人民币的波动主要受到SDR预期变化的影响。从种种迹象来看，人民币被纳入SDR的概率偏高，人民币币值稳定或会维持相对较长的一段时间。（王姣）

# 山水水泥清盘聆讯今日举行

山水水泥（0091HK）11月16日晚公告，开曼法院将于本周三（18日）就公司提交清盘申请并申请委任共同临时清盘人举行聆讯。

公司方面表示，为筹集资金以尽快偿付集团欠境内外债权人的债务，董事会已经从公司顾问和债权人处收集并考虑了四种可能方案：一是集团向其现有股东和/或其他投资者发行股份；二是集团对于集团的部分资产进行重组；三是集团对于集团的部分资产进行证券化（如在

该等资产上设定抵押）；四是以上任何方案的组合。

另据公告，集团已收到境内外债权人诸多查询和函件，董事会成员也已经就申请与部分债权人进行了沟通讨论。在这些讨论中，济南市政府表示了对公司的支持并要求境内债权人不对集团采取过激的行动。参与讨论的境内债权人也已表示在当前情况下对当地政府要求的理解与支持。目前集团生产经营情况稳定。（王姣）

# “10中钢债” 回售登记期截止日再次延后

备受债市关注的“中钢10债”违约事件，目前仍在艰难的协商谈判中。中钢股份16日公告称，为切实维护投资人权益，保障投资人利益，公司拟以所持上市公司中钢国际的股票为债券追加质押担保，并将“10中钢债”回售登记期延长至2015年9月30日-11月16日。

而在11月16日的回售登记期到来之际，中钢股份再次为“10中钢债”争取到了宝贵的缓冲时间，其回售登记期截止日延长一个月至12月16日。

“10中钢债”原回售登记期为2015年9月29日-10月12日，鉴于总部及部分子企业现金流枯竭，若投资者行使回售选择权，公司恐将无力兑付到期本息，势必出现违约风险，为此中钢股份10月10日宣布将该债券的回售登记期延长至10月16日。

10月16日当天，中钢股份公告称，公司拟以所持上市公司中钢国际的股票为“10中钢债”回售登记期截止日再度延长至12月16日。

“10中钢债”原回售登记期为2015年9月29日-10月12日，鉴于总部及部分子企业现金流枯竭，若投资者行使回售选择权，公司恐将无力兑付到期本息，势必出现违约风险，为此中钢股份10月10日宣布将该债券的回售登记期延长至10月16日。

同在11月16日，中钢国际公告称，公司拟将定增募集资金中的1亿元用途变更为永久补充公司流动资金。中钢国际表示，由于近期公司新签多个海外重大项目，项目预付款的需求较大，同时临近年底一些项目也进入执行高峰期，付款压力仍然较大。（王姣）

10月16日当天，中钢股份公告称，公司拟以所持上市公司中钢国际的股票为“10中钢债”回售登记期截止日再度延长至12月16日。

10月16日当天，中钢股份公告称，