

■债市流动性风险(三)

美联储加息渐近 债牛脚步料受阻

□本报记者 王姣

美国10月CPI出现三个月来的首次攀升，为美联储12月加息预期再添了一把火。

“如果美联储在12月宣布加息，美元指数走强将对国内汇率和利率下行形成挑战，债市也可能因流动性收紧继续出现调整。”业内人士表示。

从资本市场的表现看，11月份以来，债市的宽幅震荡态势不改，人民币兑美元汇率也持续走软。一些市场人士认为，年内美联储加息和人民币纳入特别提款权货币(SDR)似乎已经“板上钉钉”，资本外流和汇率调整风险或成为债牛继续前行最大的不确定因素，流动性预期波动加大料将导致市场波动提升。

美联储年内加息预期增强

良好的经济数据陆续出炉，令市场对美联储年内加息预期进一步升温，并提振美元指数走强。11月18日盘中，美元指数触及4月13日以来的最高点99.7592，创7个多月新高，离前期高点100关口仅一步之遥。

美国劳工部周二(11月17日)公布的数据显示，美国10月末季调消费者物价指数(CPI)月率增长0.2%，逆转9月下降0.2%的跌势。彭博社评论称，剔除了食品和能源的10月核心通胀数据较前值再次上升，凸显通胀已经逐步接近美联储预期。

美银美林周二(11月17日)公布的一项调查报告显示，调查中的81%的受访者预期美联储将在今年12月加息，10月调查时仅有47%这样认为。

而此前的11月6日，美国劳工部公布的非农就业数据显示，经过季节性因素调整后，10月非农就业人口增加27.1万人，大超市预期(18.2万人)。同时，美国10月的失业率降至5%，创2008年以来新低，就业数据推动12月加息概率大增。“债王”格罗斯在就业数据公布后称，美联储“几乎百分之百”会在12月加息。

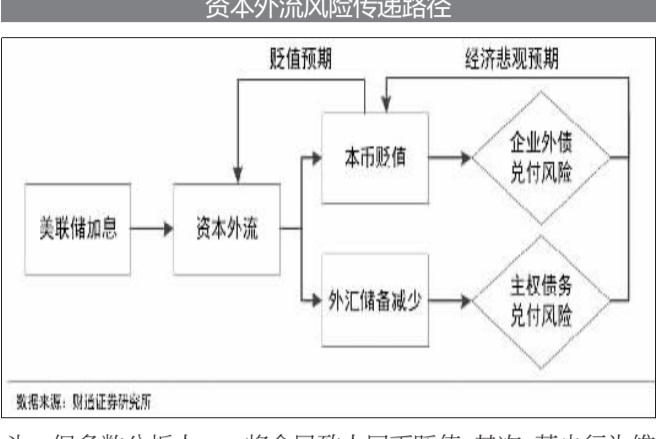
分析人士指出，美国11月首周失业数据进一步传达了就业市场较为健康的信号，加之美国10月非农数据非常强劲，

观点链接

海通证券：
美12月加息概率大增不利债市

美国非农数据亮眼，加上美国经济数据向好迹象，美联储12月加息概率大增，短期内对人民币汇率和国内流动性形成挑战，不利债市。综合来看，经过10月债市大幅上涨，利率已压至历史低位，继续下行受到多重风险因素制约，叠加近年来机构倾向于获利了结，因此短期债市面临一定调整压力，建议短期休养生息，抓住四季度调整期布局来年。

综合目前欧洲国家的局势、国内经济形势，再结合近期IPO重启和提高两融融资保证金比例，风险偏好的下降和通胀预期的下滑将有利于资金出于避险需求进入债市。一旦欧央行降息和进一步扩大QE，将继续向全球输出低息资金，拉动高息货币利率下行。随着中国加入SDR有望，逐步成为国际储备货币，全球央行和金融机构配置人民币资产的需求也会增强。中国债券尤其是利率债在这些大背景



经济数据向好支持加息，多位美联储官员已强调12月加息的坚定性，预计美联储将在不远的将来开始加息，从而结束长达7年的零利率货币政策。

资本外流和汇率风险加大

倘若美国“加息之靴”落地，到底意味着什么？业内人士指出，从国际资本流动层面看，美国进入加息周期，美元持续强势，将使新兴市场资产价格受到更大的下行压力，新兴国家也将面临较大的资本流出和汇率贬值风险。

美联储加息预期正推动国际资金大幅撤离亚洲新兴市场。招商证券指出，上周韩国、中国台湾、印度等其监测的6个亚洲新兴市场均出现资金净流出现象，尤以台湾资金流出量最大，达到2014年3月以来单周最大流出规模。

资金流向监测机构EPFR提供的数据显示，11月4日至11月11日，全球资金继续流出中国市场，当周录得6.62亿美元净流出，前一周为净流出6.06亿美元。11月11日当周资金流出中国债市1.38亿美元，且流出幅度显著高于前一周。

与此同时，上周新兴市场货币普遍下跌，近期人民币汇率也持续大幅下调。截至11月18日收盘，人民币兑美元即期汇率收报6.3849元，较10月30日的收盘价6.3175元累计下跌674基点，创8月28日以来的新低。

央行数据显示，9月我国外汇占款流出速度创历史新高，净流出7.6千亿元。尽管10月新增外汇占款129亿元，扭转此前

连续四个月的减少势头，但多数分析人士仍认为资金外流在今后的一段时间内仍将延续。

申万宏源证券表示，从货币政策来看，央行将继续保持宽松的货币政策但不会“过度放水”。伴随着人民币月底即将进行SDR评估，央行注重人民币汇率的维稳，短期内预期不会触发汇率风险。此外10月份数据表明中国面临较高的通缩风险以及严峻的经济形势，市场的流动性必须得以进一步释放，因此未来央行将继续致力于维持当前市场流动性宽松的状态，由于人民币贬值触发的资金外流仍将持续。

债市短期面临调整压力

眼下多位分析人士对美联储12月加息概率大增充满担忧。随着美元指数有望突破100大关，短期内对人民币汇率和国内流动性形成挑战，或阻挡债牛步伐，短期债市仍然面临一定调整压力。

“流动性更大的不确定可能源于加息预期与汇率风险。”中信证券在研报中指出，美联储如果在12月宣布加息，人民币汇率难免进入大幅震荡，届时外汇占款恐再次下滑，到时冲击国内流动性环境。加息预期明显抬升与前期人民币贬值的惯性，可能导致汇率与海外市场流动性风险提前到来，而降准对冲能否兑现将较为关键。

另据财通证券介绍，我国目前实行有管理的浮动汇率制度，因而资本外流风险将由两条路径传递：首先，资本外流

将会导致人民币贬值；其次，若央行为维护人民币汇率抛售美元，资本外流还将导致外汇储备减少。本币贬值将进一步加深资本外流并同时导致企业外债兑付风险，而外汇储备减少则可能导致主权债务兑付风险。

不过财通证券同时指出，由于新兴市场抵御外部风险的能力整体较强，且美国本轮加息也将是史上最缓慢的一次，因此美国加息引发全球系统性风险的概率小。对我国而言，由于目前资本项目开放度不高，且政府手持巨额外汇储备，汇率风险和主权债务风险较小。

与诸多业内人士担忧美联储加息对债市产生冲击相比，中金公司反而认为美元指数走强从经济基本上有利于国内债市。“由于中国债市并不是完全对外开放，中国债券收益率和美国债券收益率的相关性和联动性并不强。反而是美元指数和中国债券收益率的相关性更明显，即美元走强有利于国内债券收益率下行。一般而言，美元走强都会导致大宗商品价格下跌，压低通胀，同时降低金融市场的风险偏好。此外人民币跟随美元走强也不利于国内经济。总体上看，美元走强在基本面上有利国内债市。”

长期来看，海通证券也认为，人民币有来自经济增速相对较高、贸易长期维持顺差、人民币国际化加快、外汇储备充足等因素支撑，不存在长期贬值基础，且我国债市仍主要取决于央行货币政策、经济基本面和国内供需环境。因此，无须担忧长期资金外逃而导致债市下跌。

下将持续受益，收益率下行趋势仍将延续到明年。

中信证券： 流动性预期波动加大

本周对市场方向的主要影响来自流动性预期方面。一方面，IPO重启不可避免地会导致投资者对短期市场流动性需求的担忧；另一方面，更值得关注的是，美联储加息预期提升、SDR决议渐进以及前期人民币贬值的惯性，这些外部因素可能导致流动性预期恶化，而降准对冲能否兑现比较关键。流动性预期

波动加大会导致市场波动提升。

国泰君安证券： 利率债将重回下行通道

在欧洲经济遭受打击、油价迎新一轮暴跌情况下，美联储12月尽管仍有可能加息，但美元升值和全球经济将拖累美国经济复苏，2016年加息幅度和节奏都显著慢于市场预期。11月人民币加入SDR临近，短期汇率走强和避险情绪上升，将推动利率债重回下行通道。风险偏好的下降利好利率和中高等级品种，但对于仍在调整中的低评级品种难言利好。(王姣 整理)

中金公司： 收益率下行将延续到明年

综合目前欧洲国家的局势、国内经济形势，再结合近期IPO重启和提高两融融资保证金比例，风险偏好的下降和通胀预期的下滑将有利于资金出于避险需求进入债市。一旦欧央行降息和进一步扩大QE，将继续向全球输出低息资金，拉动高息货币利率下行。随着中国加入SDR有望，逐步成为国际储备货币，全球央行和金融机构配置人民币资产的需求也会增强。中国债券尤其是利率债在这些大背景

美元走强的“底气”已然增加

现。今年5月以来耶伦多次强调年内稍晚时间存在加息可能，并表示首次加息可能会引起长端利率的急剧上升。7月耶伦再次表示若等较长时间再加息，加息节奏会更快。上述信息可以被理解为：第一，耶伦并不希望太晚加息，否则过快的加息节奏会产生更多隐患；第二，首次加息对长端利率的影响很大，或许对市场形成冲击，希望被避免。美联储既需要足够长的时间让金融市场消化或者淡化首次加息的影响，又不能让这件事拖太久。

其次，如何评估加息的冲击已被淡化？最简单、直观的方式是，看多次加息预

期升温之际金融市场压力指数的变化。以圣路易斯联储编制的美国金融压力指数为例，0表示该指数的历史均值，正负值则表示高于/低于历史平均水平。在QE退出后该指数出现了趋势性反弹，但始终低于历史均值，9月、10月加息预期升温之际该指数曾创出三年新高，但仍处于历史较低水平。过去的3次QE已经为美国金融市场面对货币政策常态化预留了足够的压力释放空间。只要12月中该指数不显著接近0轴，美联储应该都不会放弃12月加息的特权。

此外，12月加息的另一个必要条件是美国劳动生产率的上升。笔者根据美

国GDP、就业人数和平均工作时间粗估的劳动生产率指数显示，2009年3月后的6年当中该指标遭遇瓶颈未见增长，今年二、三季度该指标则连续两个季度上升，反映了美国经济复苏的可持续性。

回看市场，3月美元指数站上100点的根源利好在于市场形成了今年上半年加息的共识，此后的回落也是基于这种预期的降温。一旦12月加息预期继续升温，并最终变成事实，则美元指数势必再度破百。与此同时，欧洲央行12月降息的概率也极高，为美元指数走强再添筹码。预计年底美元有望挑战106新高。

新工场投资顾问有限公司 张静婧

月初公布的10月美国非农数据超预期，将美元送上99；全球风险偏好恶化，再次助长了具有避险功能的美元。但这些不过是短期因素，最终决定美元未来的还是美国经济前景和以此为依据的美联储货币政策。近期市场对美联储12月加息预期强烈，但同样的预期在今年6月和9月两次议息会议中也出现过，这次靠谱吗？

首先，若长期跟踪美联储掌门人讲话则不难发现他们极少给出极为肯定的措辞，然而一旦出现强烈暗示则基本都会兑

现。今年5月以来耶伦多次强调年内稍晚时间存在加息可能，并表示首次加息可能会引起长端利率的急剧上升。7月耶伦再次表示若等较长时间再加息，加息节奏会更快。上述信息可以被理解为：第一，耶伦并不希望太晚加息，否则过快的加息节奏会产生更多隐患；第二，首次加息对长端利率的影响很大，或许对市场形成冲击，希望被避免。美联储既需要足够长的时间让金融市场消化或者淡化首次加息的影响，又不能让这件事拖太久。

其次，如何评估加息的冲击已被淡化？最简单、直观的方式是，看多次加息预

期升温之际金融市场压力指数的变化。以圣路易斯联储编制的美国金融压力指数为例，0表示该指数的历史均值，正负值则表示高于/低于历史平均水平。在QE退出后该指数出现了趋势性反弹，但始终低于历史均值，9月、10月加息预期升温之际该指数曾创出三年新高，但仍处于历史较低水平。过去的3次QE已经为美国金融市场面对货币政策常态化预留了足够的压力释放空间。只要12月中该指数不显著接近0轴，美联储应该都不会放弃12月加息的特权。

此外，12月加息的另一个必要条件是美国劳动生产率的上升。笔者根据美

国GDP、就业人数和平均工作时间粗估的劳动生产率指数显示，2009年3月后的6年当中该指标遭遇瓶颈未见增长，今年二、三季度该指标则连续两个季度上升，反映了美国经济复苏的可持续性。

回看市场，3月美元指数站上100点的根源利好在于市场形成了今年上半年加息的共识，此后的回落也是基于这种预期的降温。一旦12月加息预期继续升温，并最终变成事实，则美元指数势必再度破百。与此同时，欧洲央行12月降息的概率也极高，为美元指数走强再添筹码。预计年底美元有望挑战106新高。

新工场投资顾问有限公司 张静婧

月初公布的10月美国非农数据超预期，将美元送上99；全球风险偏好恶化，再次助长了具有避险功能的美元。但这些不过是短期因素，最终决定美元未来的还是美国经济前景和以此为依据的美联储货币政策。近期市场对美联储12月加息预期强烈，但同样的预期在今年6月和9月两次议息会议中也出现过，这次靠谱吗？

首先，若长期跟踪美联储掌门人讲话则不难发现他们极少给出极为肯定的措辞，然而一旦出现强烈暗示则基本都会兑

现货盘整期债调整 谨慎情绪占上风

主力合约逐渐临近交割期，成交规模有所下滑，但次季合约日渐活跃。18日10年期国债期货共成交236万手，较前一日的26万手缩水约一成；5年期国债期货共成交554万手，明显少于前一日的648万手。

昨日现券市场各期限继续窄幅震荡，长债收益率小幅走高，中短债则有所下行。据WIND数据，18日银行间市场上，待偿期接近10年的150023日内多笔成交于3.13%、3.14%，较前一日微涨1bp左右；接近5年的150019尾盘成交在2.99%左右，较前加权平均收益率下行约4bp。

近期资金市场持续均衡偏松，回购市

场供给充足，资金利率基本稳定。昨日，银行间回购市场表现平稳，短期回购利率稳中有降，存款类机构行情显示，18日7天回购利率加权值下行约5bp至2.66%；更长期限的14天品种则因可能横跨IPO新股申购期而连续两日小涨。

本月中旬，国债期货亦摆脱前期大幅回调局面，出现震荡回升，但10年期T1512合约在行至98.50元附近出现上涨乏力的情况。最近几个交易日，五年期TF1512合约亦在99.60元上下展开拉锯。

纵观近期债券期现货市场，买卖动力均显不足，市场震荡为主，但期债调整时往

往比现货更剧烈，反映出市场存在一定的谨慎情绪。市场人士指出，尽管预期债券收益率向上调整的空间有限，但面对多种负面因素，短期谨慎为上。一方面，IPO重启在即、美联储加息近在眼前、宽财政消息不断、A股暖意渐浓，短期负面因素较为集中；另一方面，债市收益率已低，货币政策暂无新动作，市场缺乏继续做多的足够动力。

有券商报告指出，当前经济基本面仍弱，债券市场仍受到基本面的支撑，利率在大趋势上没有大风险，但短期看，债券收益率已处在2012年乃至2010年以来低位，10年国债收益率一度跌回2009年初水平，但当前经济环境要好于2009年初，利率继续向下突破的难度较大，且临近年底，机构锁定盈利情况较浓，容易放大利空而忽视利多。建议交易户观望，或适度了结，而配置户可等待更好的介入价位，期债多头谨慎为上。

流动性受新股发行影响不大，资金成本有升有降，整体仍较为平稳。昨日隔夜质押式回购利率持平于1.77%，7天回购利率则下行5bp至2.27%，跨月的14天回购利率上行5bp至2.66%，1个月和3个月则分别持平于2.67%和3.05%。

利率债受到新股发行的影响全天弱势运行。昨日7年期国债招标结果不佳，更是加大了调整压力。5年、7年和10年期国债分别成交在2.995%、3.18%、3.15%，分别上行

股东承诺帮助还债 15山水SCP001或峰回路转

山水水泥超短融违约事件又有了新进展。公司股东天瑞集团和亚洲水泥竞相表示要帮助山水水泥赎回在海外发行的5亿美元优先票据，令债券持有人看到了新的希望。

另据媒体报道，亚洲水泥(0743.HK)的法律顾问伦律师事务所的合伙人Clifford Ng周三对彭博表示，亚洲水泥已同意给山水水泥提供8亿美元的信用额度。

截至目前，天瑞集团持有山水水泥28.16%股份，亚洲水泥持有山水水泥20.9%股份。

国泰君安证券指出，天瑞集团和亚洲水泥分别表态提供偿债支持，山东水泥违约后提前偿付CLO资产池项下贷款的法律瑕疵以及可能的政府协调，对目前债券持有人有利，但仍存不确定性。(王姣)

限于向山水水泥提供股东贷款(按当前市场利率收取利息)，或让天瑞集团作为共同担保人为山水水泥取得第三方资金。

另据媒体报道，亚洲水泥(0743.HK)的法律顾问伦律师事务所的合伙人Clifford Ng周三对彭博表示，亚洲水泥已同意给山水水泥提供8亿美元的信用额度。

截至目前，天瑞集团持有山水水泥28.16%股份，亚洲水泥持有山水水泥20.9%股份。

国泰君安证券指出，天瑞集团和亚洲水泥分别表态提供偿债支持，山东水泥违约后提前偿付CLO资产池项下贷款的法律瑕疵以及可能的政府协调，对目前债券持有人有利，但仍存不确定性。(王姣)

转债全线大跌

本周三，沪深转债(含可交换债)市场全线大跌，存量个券悉数翻绿，表现明显弱于正股。市场人士指出，转债仍然面临正股上涨预期不强、估值高、弹性弱的尴尬局面，且待发转债极有可能随着IPO重启而同步发行，供给开闸对目前估值预计有冲击，短期建议投资者谨慎为宜。

昨日A股市场持续回调，截至收盘，沪综指收跌1.01%，报3568.47点；深证成指下跌1.82%至12283.76点；创业板指则跌2.02%至2661.17点；两市超300只个股跌幅超过5%。

转债市场亦是一片惨淡，且个券表现整体弱于正股。两只转债所对应的正股中，格力地产、歌

华创证券指出，11月大盘大概率以震荡向上走出相对乐观行情，中长期慢牛可期。判断转债价格110左右进入底部区间，短期140~150以上进入顶部区间，一旦进入底部区间，建议逐步配置。目前电气、航信