

■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月加息预期再添一把火。

“如果美联储在12月宣布加息，美元指数水涨船高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个月多新高，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推动12月加息概率大增。调整后，10月非农就业人口增加27.1万人，大超市场预期（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

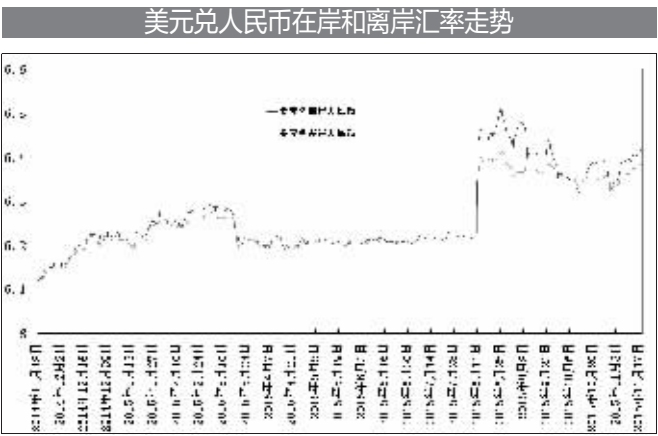
海通证券：
美12月加息概率大增不利债市

美国非农数据亮眼，加上美国经济数据有向好迹象，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，叠加近年末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。

□新工场投资顾问有限公司 张静静

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。但這些不过是短期因素，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月两次议息会议前也出现过，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



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

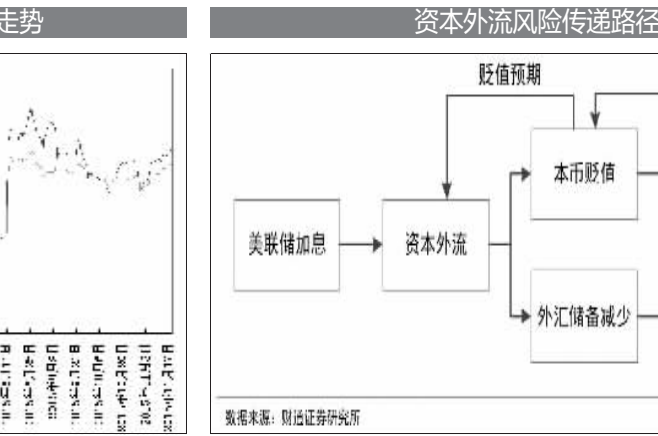
倘若美国“加息之靴”落地，到底意味着什么？业内人士指出，从国际资本流动层面看，美国进入加息周期，美元持续强势，将使新兴市场资产价格受到更大的下行压力，新兴国家也将面临较大的资本流出和汇率贬值风险。

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”。伴随着人民币本月底即将进行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量动性宽松的状态，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

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

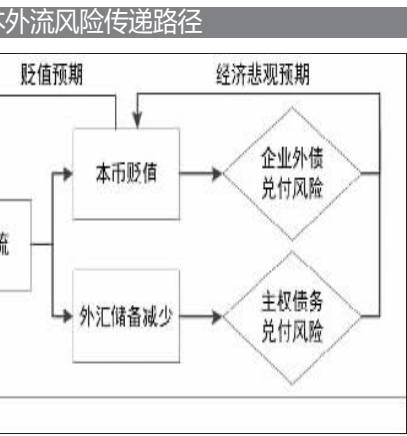
美元走强的“底气”已然增加

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OQE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OQE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



将会导致人民币贬值；其次，若央行为了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面上有利于国内债市。“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于国内债市。”

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。

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，但美元升值和全球通缩风险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等等级品种，但对于仍在调整中的低评级品种难言利好。（王姣 整理）

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现增长，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。

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。

中国天瑞水泥（01252.HK）17日晚间公告，获控股股东天瑞集团告知，就山水水泥已提交清盘呈请及申请委任临时清算人，天瑞集团仍然愿意向开曼群岛大法院签订承诺契据，其中包括，如山水水泥董事会出现变动，及山水水泥董事会实际上根据重组计划按请求重组，则山水水泥按合约有责任及实际上须赎回2020年票据。天瑞集团将促使山水水泥筹备足够资金，以支持于2020年票据所规定之期限内按要求赎回有关2020年票据，所采取之适当措施包括但不

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）的法律顾问中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。

截至今年6月末，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）

人民币兑美元汇率料窄幅震荡

18日，人民币兑美元中间价、在岸和离岸即期汇率延续跌势，两地价差维持在300点左右。市场人士指出，在即将冲刺SDR篮子的阶段，人民币汇率预计将继续平稳运行，但受美元强势制约，短期汇率波动区间或有所加大。

18日境内市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3796元，较前一交易日下跌56基点。在岸市场上，人民币兑美元即期汇率低开低走，日内波幅较小，截至收盘报6.3849元，跌63基点。离

七年国债招标结果中规中矩

财政部18日上午招标发行的7年期固息国债，中标收益率为3.1263%，接近二级市场利率水平，全场认购倍数1.88，招标结果中规中矩。市场人士指出，多空交织格局下，债券市场陷入盘整，从此次7年国债招投标结果中，既可看到刚性配置需求的支持，也传递出一定的观望情绪。

财政部昨日招标的是今年第二十六期记账式附息国债的首次续发债券，原债券期限7年，计划发行280亿元，甲类成方可追加投标。据市场人士透露，本期国债中标收益率为3.1263%，边际中标收益率为3.1648%，全场认购倍数1.88，边际倍数2.27，实际发行280亿元。

■交易员札记

交易情绪不佳 市场平淡运行

11月18日，流动性保持平稳，资金成本涨跌互现。受新债即将发行的影响，债市全天交易情绪较为低迷，一级招标情况也不甚理想。

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日弱势运行。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

1.5BP、3.5BP、1.5BP。5年期150220、7年期150209和10年期150218分别成交在3.405%、3.7%、3.545%，分别上行1BP、2BP和2BP。

信用债市场成交清淡，短融抛盘较重。剩余期限303天的AAA级15华能集CP003成交在3.3%，3年期AAA级15京能MTN001成交在3.92%，5年期AAA级15金地MTN004成交在4.35%，均上行1-2BP。

调整带来加仓机会，建议把握年底的配置时点。尽管12月底前，债市可能仍然承受一定的压力，但是债市面临的牛市环境没有出现拐点，明年一季度有交易性机会，建议积极把握年底的配置时点。（鄞州银行 殷苏）