

## 短期波动加剧 期债难以突破前高

19日，国债期货市场震荡走高，移仓换月之后，五年期、十年期新晋主力合约TF1603、T1603分别收涨0.05%、0.02%。与此同时，市场成交依然活跃，总持仓量有所增加。分析人士指出，资金面持续稳中偏松，央行下调分支行常备借贷便利（SLF）利率以及公开市场操作等，令投资者稍感暖意，但美联储加息预期增强、年底流动性波动及IPO重启等因素，仍令市场情绪保持谨慎，预计债市将维持震荡格局，期债突破前高概率较低，建议短线投资者谨慎为宜。

### 后市震荡偏弱

央行周四表示，决定于11月20日（周五）下调分支行常备借贷便利（SLF）利率，对符合宏观审慎要求的地方金融机构，隔夜、7天的常备借贷便利利率分别调整为2.75%、3.25%。

海通证券对此点评称，SLF下调顺应低利率环境，货币宽松延续。“无论是逆回购利率低位、降准投放流动性，IPO取消预缴款，还是下调SLF利率，都旨在呵护资金面，货币利率低位无忧，稳定债券短端利率。”

不过中信证券认为，此政策仅是针对利率走廊构建以及多次降准降息推出的适应性政策，而且昨日公开市场逆回购利率并未调整，表明央行没有进一步宽松的政策意图。继续维持10年期国债3—3.3%波动的判断不变。

综合市场观点来看，央行近期信号对债市提振或将有限，年底之前IPO及美联储加息等因素都可能对市场产生冲击，目前机构买盘动力偏弱，利率缺乏继续下行的空间，短时期债仍将以震荡调整为主，建议短线投资者波段操作。（王姣）

## 交易所信用债跌幅收窄

IPO重启在即，交易所信用债市场保持弱势。19日，交易所上市企业债、公司债市价依旧跌多涨少，信用利差走阔，但调整幅度有所收窄。

昨日交易所企业债跌多涨少，但活跃券收益率波动不大。城投类品种涨跌互现，如债项评级AA的11丹东债收盘到期收益率小降4.21p,09怀化债则上涨32b;产业类品种企稳，如AA级10凯迪债收益率跌4.27bp,13豫盛润持稳。公司债收益率仍多数继续走高。高收益品种中，AA—级12建峰债涨8.52bp、12东锆债涨43.94bp、AA级11柳化债涨4.93bp。

三季度股市行情急转直下，股债跷跷板效应提升交易

## 人民币兑美元汇率料窄幅震荡

11月19日，人民币兑美元中间价、在岸和离岸即期汇率集体回升，两地价差略有缩窄。市场人士指出，美联储12月加息概率上升，支撑美元触及7个月高位，并导致人民币汇率近期明显走弱，不过随着加息预期的消化和人民币冲刺特别提款权（SDR），人民币汇率持续下调的概率不大，后续料维持在相对稳定的水平区间波动的格局。

19日境内市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3791元，较前一交易日上涨5个基点。人民币兑美元汇率随中间价高开高走，早盘一度突破6.38元关

## 口行债需求尚可 机构博边际收益

13日，进出口银行招标发行2015年第十四期、第十五期、第十六期金融债附增发债券。由于年底前利率债供给有限，市场配置需求犹存，本期债券招标结果尚可，10年期国债息债边际投标倍数超过30，再现机构博取边际收益情况。

央行今年第十四期、第十五期、第十六期金融债分别为10年期、3年期、5年期，本次增发金额各不超过60亿元、50亿元、50亿元，票面利率分别为3.87%、3.39%、3.48%。招标结果显示，3年期浮息债中标利率

## 财政部20日招标100亿元国债

财政部11月19日公告称，定于11月20日招标发行2015年记账式贴现（十八期）国债。本期国债期限91天，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额100亿元，不进行甲类成员追加投标。

具体安排上，2015年11月20日招标，11月23日开始计息，招标结束至11月23日进行分销，11月25日起上市交易。本期国债于2016年2月22日（节假日顺延）按面值偿

# 货币/债券Money Bonds

### ■债市流动性风险（四）

## 直面再配置 典型高杠杆 异常低利差

# 交易所债不只有流动性风险

□本报记者 张勤峰

借助利率长期向下的趋势与再配置、缺资产的中短期形势，以及极宽松的流动性环境，公司债一度站上风口，带动曾经默默无闻的交易所债券市场，在今年三四季度之交狠狠地火了一把。然而，正是从交易所债券的“一鸣惊人”中，敏感的投资

者嗅到了“过热”的气息，成为当前居安思危的债市舆论下的众矢之的。研究机构报告指出，目前所处的关键位置，以及引人注目的高杠杆特征，意味着一旦流动性状况出现较大变数，交易所债券可能首当其冲，利差畸低与风险暴露的突出矛盾，也令以企业信用债为主的交易所债市饱受诟病，安全边际的不足意味着当风险降临时，交易所信用债可能会很受伤。在目前微妙环境下，需谨慎对交易所债，特别是交易所中低评级债。

### 直面流动性风险

“说到底，这是一轮资金推动的牛市，因此，流动性风险可能是当前以及未来债券市场面临的最现实的风险。”有分析人士表示。

毋庸置疑，基本面奠定了这一轮债市长牛的基础。然而，没有买卖，就没有行情，牛市终究是买出来的。基本面的因素，也是通过“经济弱—政策松—资金宽—利率降”的逻辑来实现，更不必说，在机构负债成本刚性、票息收入微薄的当下，流动性宽松及资金成本向下的预期在支撑债牛不断前行的过程中发挥了多么重要的作用。

海通证券报告指出，当市场流动性充裕，金融资产的上涨，利率的下行，本质仍与资金偏好有关。该报告认为，广义流动性偏好可分为3层：一是流向股市还是债市，二是流向实体经济还是资本市场，三是流向国内市场还是国外市场。具体而言，即，投资者在股债配置中的选择，将影响两个市场的投资资金；实体需求决定信用需求，会影响银行资金在债券还是信贷上的分配；资本流动则牵动整个经济体资金供给，影响本市流动性的多寡。

按照这一观点，未来债市流动性风险可能来自三个方面：股市分流、信用扩

### ■观点链接

#### 中投证券：采取相对保守策略

纵观今年的违约事件，违约行业已由周期性行业蔓延至非周期性行业，违约主体已由连续亏损主体蔓延至经营相对正常主体，违约券种已由私募债蔓延至公募债，违约区域已由境内主体违约蔓延至境外内外主体联合违约。整体而言，信用事件两点紧密，信用风险加速暴露。因此，在风险—收益、资金面以及供需状况未有改善下，依然建议对信用债采取相对保守的策略，高评级、短久期。

#### 海通证券：防范信用风险为上

经济仍在探底，产能过剩行业信用风险的释放只是开始，将会有越来越多的“僵尸企业”浮出水面，政府受制于财收下滑，保刚兑的难度也会加大。短期内仍将有较多资质较差的债券陆续到期，信用事件仍将频发，信用债投资应牢记安全至上，以防范信用风险作为主基调。

#### 国泰君安：中低评级分化会加剧

中高等级企稳反弹反映前期利率债

# 逆回购温和放量 资金面宽松料延续

□本报记者 王辉

在此前连续7次保持100亿元的地量逆回购操作后，央行本周四（11月19日）温和放大了单日操作规模，从而实现近6周以来的首次单周资金净投放。分析人士指出，虽然现阶段银行间资金面仍旧整体宽裕，但IPO重启后部分新股申购在即的短期扰动因素，仍使得央行选择向市场小幅注入短期资金。在流动性常规调节基调延续积极的背景下，短期内各方对于货币宽松环境的信心料继续趋于平稳。

#### 公开市场再现资金净投放

在本周二连续第七次进行100亿元7天期逆回购后，11月19日的公开市场操作上，央行终于打破了此前较长一段时间的原地踏步。当日央行开展了200

亿7天逆回购操作，中标利率持稳于2.25%，操作量则较本周二及上周四的100亿元水平温和放大一倍。WIND数据显示，本周公开市场共有200亿元逆回购到期，其中周二和周四分别到期100亿元，在央行分别开展100亿元和200亿元逆回购操作后，本周公开市场实现资金净投放100亿元，结束了此前两周零投放零回笼局面。此外，四季度以来央行仅在10月第一周进行了资金净投放，本周的公开市场也成为近6周以来首次获得短期流动性注入。

11月19日，银行间市场各期限资金利率涨跌互现，波动相对不大，整体继续维持在相对低位水平。银行间隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加平均利率（存款类机构）分别为1.77%、2.30%、2.58%和2.68%。相较11月18日，

# 稳汇率应成货币政策短期着力点

需求非常低迷，那么投资肯定也是下滑的，固定资产投资增速已经从去年20%快速下行到三季度的10%附近。

货币持续大幅宽松的必要性正在下降。宏观经济面临严峻的去产能、调结构任务，必须启动实质性的改革，推动存量债务重组出清，激发新的增长潜能。继续宽松货币政策，可能导致更多的困境，货币流通速度以及货币增长与实体经济背离，都已经释放出经济自身深刻的结构化矛盾。

在资本自由流动视角下，美元加息进入实质性操作阶段，汇率稳定构成货币政策操作的现实约束。当美国10月份新增非农就业数据超预期向好之后，市

### 露的矛盾并没有缓和，甚至还在加剧，低利差提供的信用溢价保护明显畸低。

截至10月底，2015年上市公司三季报公布完毕。据国泰君安统计，剔除金融类公司之后，今年前三季度上市公司营业收入同比增速较中报小幅下滑0.09个百分点至-3.47%，净利润同比增速则从-0.15%大幅下滑至-9.48%。中金公司等机构之前即提示，去年下半年以来，A股行情回暖，上市公司投资收益在一定程度上缓冲了主营盈利恶化，而随着年中股市出现剧烈调整，上市公司投资收益整体下滑，盈利恶化的状况可能集中暴露。总之，信用风险不仅没有收敛，反而在继续发酵，这与信用债信用利差反映的情况截然不同。

正是因为之前的再配置造牛，交易所信用债收益率及信用利差下行更加明显，安全边际也更加脆弱。9月下旬，万科发行的5年期公司债票面年息跌至3.5%，只比同期限的国开债收益率高4bp，成为这一轮债市快牛的标志性事件。二级市场上，公司债收益率低于银行间中票已成常态，中证收益率曲线显示，目前交易所5年期AA公司债收益率在4.15%左右，同期限等级的中票则为4.53%。

去年3月超日债利息违约打开了公募债违约的“潘多拉魔盒”，此后便一发不可收拾，不到两年的时间里，公募债券领域已发生14起信用事件，其中有8起最终实质性违约。近段时间，债务违约和评级下调更加频繁，信用债“排雷”变得尤为重要，而具备突出低利率及低利差特征的交易所信用债无疑更值得注意。

调整主导的信用债收益率上行已经结束，而低评级品种继续调整反映信用事件密集冲击的影响仍在持续。后续来看，风险事件发酵、年末获利了结因素、外转局势主导风险偏好阶段性下降以及去杠杆情绪担忧，仍将压制信用债短期表现，尤其中低评级品种的尾部分化会加剧。

#### 中泰证券：警惕质押政策调整

在目前市场的平均杠杆率下，可质押券的折算率变化引发的欠库风险尚未完全凸显。但如果一些债券产品的杠杆率上

# 流动性常规调节仍积极

分析人士指出，短期内新股申购对资金扰动影响有望低于预期。而在年底之前，资金面在美联储可能首次加息、年末季节性因素等影响下，仍需央行继续适时予以扶助。考虑到本周公开市场操作重现资金净投放，在央行流动性常规调节延续积极姿态的背景下，市场资金面预计不会

#### 流动性常规调节仍积极

分析人士指出，短期内新股申购对资金扰动影响有望低于预期。而在年底之前，资金面在美联储可能首次加息、年末季节性因素等影响下，仍需央行继续适时予以扶助。考虑到本周公开市场操作重现资金净投放，在央行流动性常规调节延续积极姿态的背景下，市场资金面预计不会

场对于CPI继续抬升的预期自然形成，进一步对美联储加息的预期也大增。联邦基金期货价格数据显示，美联储在今年12月加息的概率从8、9月份的30%以下回升至目前的接近70%。

11月底，国际货币基金组织将对人民币

### 风雨过后或有彩虹

直面再配置风险，典型的高杠杆品种以及畸低的溢价保护……当前交易所信用债所暴露的种种风险特征，难免让其成为居安思危的债市舆论下的众矢之的。市场人士指出，年底时节，短期流动性不确定性上升，加之质押政策恐生变、信用事件节点密交，风险因素增多施压交易所债市，但交易所信用债借此实现纠偏，完成风险释放未尝不是好事，倘若利率出现超调，则有望为布局来年创造机会。

10月底以来，利率债和信用债收益率均出现大幅上行，但利率债收益率在10月疲弱经济数据的刺激下重新回调，信用品收益率回调幅度则比较有限，信用利差开始主动走阔，部分交易所信用债净价下跌明显，反映出信用债投资者的谨慎情绪逐渐升温。中证收益率曲线显示，10月底以来，5年期AA中票收益率基本稳定在4.50%一线，但5年期AA中票收益率已从3.79%升至约4.15%，5年期国开债收益率从3.29%升至3.42%，5年期AA公司债信用利差走阔逾20bp。

综合机构观点来看，IPO重启、交易所质押政策可能收紧、信用事件仍将频发，叠加年底保盈利的情结，或继续施压交易所信用债。但在利率趋势向下的大环境中，债市收益率向上调整有顶，当前包括交易所信用债在内的信用市场还无需担忧系统性风险。中高评级品种仍然相对安全，年末之前仍然可能有为明年考虑的配置需求释放，建议考虑收益率逢高买入。（本系列完）

升至2.5倍甚至3倍时，债券折算率的调整将使投资者的债券库存受到考验，普遍需要额外追加资金，由于这一规模普遍在本金的20%—40%之间，会对投资者本身的流动性产生较大影响。此外，类似去年12月末企业债质押新规这类黑天鹅事件若再次发生，对所有债券产品的流动性而言都是致命的。目前能入库的公司债占公司债发行总额达到81.82%，远高于目前企业债的25.49%，但其总体信用资质不高，因此若可质押券政策再次调整时，公司债可能会受到大幅影响。（张勤峰 整理）

## 出现超预期波动。

中信证券表示，虽然本轮28只新股仍将按照老办法缴款冻结申购，但在目前低风险高收益资产稀缺的背景下，市场冗余大量金，且央行继续维持资金面宽松，预计本批新股申购对资金利率冲击相有限。此外，申万宏源认为，目前可能会对年末资金面造成较大扰动的因素，包括季节性因素、IPO、人民币加入SDR评估之后的汇率波动和美联储加息等。为维持年末资金面平稳，预计央行未来会运用公开市场、降准和降息等操作予以对冲。

综合三季度央行货币政策执行报告中略显收缩的政策立场来看，现阶段利率水平及资金宽松程度已达政策目标，年内货币政策将以熨平资金面波动为主要目标。未来一段时间内，预计公开市场操作仍将以平滑短期流动性为主。

## 是否纳入SDR做出决议，而国际化的货币需要

要有相对稳定的币值做支撑。因此，央行货币政策操作必将着重维护人民币汇率的稳定。11月以来，在岸以及离岸人民币对美元汇率均出现快速调整，但近期已经企稳。

公开市场以及其他货币操作层面，都没有市场预期到的继续大幅宽松举措，市场利率甚至有小幅回升，尤其是三季度快速消耗掉的超储资金可能尚未得到有效补充。如果央行货币政策操作的重点，短期转移至汇率稳定，那么银行间市场的资金面有小幅恶化压力，这对于债券市场高杠杆投资、提前透支货币宽松预期的投资者而言，也是一种压力。（本文仅代表作者个人观点）