

期债三大反常揭秘：投机资金搅局

□本报记者 王姣

金融衍生品市场上，资金腾挪的好戏正在上演。

这厢资金的撤离“冰冻”了股指期货，那厢资金的转战就“点燃”了国债期货。红绿翻腾，多空缠斗之间，重新成为市场“香饽饽”的国债期货，在新一轮移仓换月中也演绎出别样的反常剧情。

“经历大幅上涨和高位回落后，期债成交异常活跃，近期波动较现券更为剧烈，且出现与现券背离的现象，这是反常之一；虽值移仓换月，但成交量和持仓量切换背离，次季合约切换明显滞后，这是反常之二；跨期价差不升反降，这是反常之三。”业内人士指出。

这一切反常的背后，也许都隐藏着投机盘和量化资金的无形之手。

反常一：期债波动更为剧烈

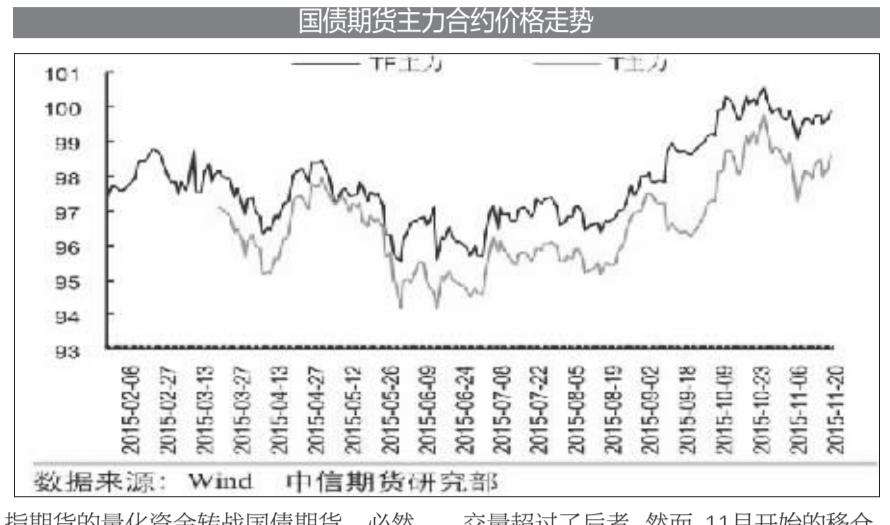
“鸡肋行情”，这是交易员对近期国债现券市场的评价。本月中旬以来，5年期中债国债到期收益率一直徘徊于2.98%-3.02%之间，10年期中债国债到期收益率仅在3.12%-3.14%间小幅震荡，近期表现的确乏善可陈。

与之形成鲜明对比的是，近期国债期货市场波澜起伏。11月10日至24日，五年期国债期货主力合约累计上涨1.17元，涨幅1.18%，同时十年期国债期货主力合约累计上涨1.22元，涨幅1.25%。

从盘面上看，期债与现券走势出现数次背离。如上周周一、周二在现货平稳的情况下，国债期货表现强势，TF1512分别上涨0.2%、0.09%，T1512分别大涨0.41%、0.18%。而上周三，在无明显利空的情况下，国债期货市场却出现踩踏，TF1512和T1512分别下跌0.31%和0.55%。

本周一，国债期货市场再出现剧烈震荡，早盘期价快速跳水，随后低位买盘介入逐步止住跌势，尾盘一度直线拉升，最终主力合约仅小幅收跌。周二期货市场则扶摇直上，TF1603和T1603分别大涨0.33%、0.59%。

在业内人士看来，近期国债期货的大涨大跌与投机资金过多有关。“此前股



数据来源：Wind 中信期货研究部

指期货的量化资金转战国债期货，必然会助涨助跌。”国泰君安证券表示，目前现货投资者参与期货交易仍属少数，当前投机盘过重容易引发期货剧烈波动。

最近几个月，国债期货成交和持仓量皆明显放大。今年9月中旬，五年期国债期货总持仓量位于1.5万手附近，日成交量不足万手，但随期货“走牛”其成交量逐步放大，10月末以来，单日成交最高超

过7.6万手，持仓量最高逼近2.7万手，持仓量增幅明显小于成交量增幅。与此同时，十年期国债期货成交量和持仓量不断刷新历史最高纪录，日持仓量一度接近3万手，日成交量最高超过3.3万手。

“随着国债期货交易趋于活跃，大量资金开始涌入市场，而近期利率出现大幅波动，套期保值需求也在上升，在资金作用下，国债期货的波动逐渐加大。”金石期货研究员黄李强接受记者采访时表示。

反常二：次季合约切换滞后

上周，国债期货当季合约迎来第一次保证金的提高，主力移仓随之加快。但与以往不同的是，当持仓从当季合约逐步转移到次季合约时，当季合约的成交量仍位居高位，主力合约的切换明显滞后。

以5年期国债期货为例，在今年8月的移仓中，从月中旬开始TF1512的持仓量开始超过TF1509，而从下旬开始前者成

交量超过了后者。然而，11月开始的移仓中，尽管从11月17日起，TF1603的持仓量就超过了TF1512，但直到24日，TF1512的交易量仍高于TF1603，仍是成交量最活跃的合约。

“成交量并未随持仓量同步转移到次季合约上，这是此次移仓与以往最主要的区别。”银河期货研究员胡明哲告诉记者。

方正中期期货研究员季天鹤认为，出现上述情况的原因，或在于套保盘和投机盘的脱离。“在套保盘移仓的过程中，投机盘并未随之一致移动，而是有所滞后。因为投机盘对流动性要求较高，因此在TF1603合约没有足够的成交量时，继续交易TF1512是较好的选择，而当移仓操作继续深入后，继续留在老合约的好处不能弥补其隐含的风险，从本周起，TF1603的交易量迅速放大，预计月底前能够超过TF1512。”

兴业证券同时指出，本次主力合约切换进程不同以往的主要原因是流动性改善加上套利因素。当前主要的参与者是日内交易，这些投资者根本不存在移仓的问题。对于小部分需要移仓的投资者而言，由于流动性好，因此移仓本身不会造成冲击，而且可以将移仓的时间推后。从持仓量上看，流动性略差的10年期合约已经率先完成切换本身也说明流动性是投资者移仓考虑的首要问题。

投机者尽早移仓，避免进入交割月被强行平仓从而带来不必要的损失。

中信期货：中期看涨逻辑未变

短期来看，美联储加息预期影响逐渐释放，债券收益率存在继续上升可能。而中长期宽松预期和资产配置荒的背景，导致收益率波动仍将维持区间震荡。IPO即将正式重启，或对资金形成短期冲击。综合来看，国内市场维持震荡，而国际市场传导或将进一步加强。预计本周债市仍将呈现震荡格局，建议投资者多单

反常三：跨期价差不升反降

一般而言，移仓换季期间，跨期价差会不断走扩。据华创证券介绍，这主要是因为国债期货采用实物交割，持有现券的空头掌握主动权，可选择以何种现券进行交割，而期货的多头一般都是投机盘，实际参与交割的很少，即使参与交割也处于被动地位。所以一般在移仓换季时，期货多头会选择移仓或平仓，从而压低了当季合约价格，抬高次季价格，使得跨期价差走扩。

然此次移仓换月中，跨期价差明显低于历史均值，且波动较小，明显不同于以往。截至昨日收盘，当季合约价格仍相对次季偏强，TF1603-1512的跨期价差缩窄至-0.375，T1603-1512的跨期价差缩窄至-0.405。

申万宏源证券分析师陈康认为，跨期价差不升反降，主要是因为主力合约成交量依然活跃，当季与次季合约的成交量差一个数量级，尤其是5年期主力合约的成交量远远超过持仓量，日内交易占比大，投机情绪浓。除此之外，近期债市不确定性增加，中长期债券套保需求增加，从套保的角度来说，马上到期的合约显然不是合适选择，套保需求集中到次季，也会压制次季合约的价格。主力强而次弱，使得跨期价差不升反降。

混沌天成期货研究员季成翔则认为，本次国债期货移仓最大的不同在于价差的波动方向。今年自十年期债合约为上市之后，空头力量逐步占据主导地位，使得在移仓换月的时候当季合约和次季合约的价差有所拉大，其价差从正值快速下滑到负值，出现价格倒挂且明显低于理论价差水平。

兴业证券同时指出，跨期价差由持有收益和交割期权价值共同决定，同时也受到投资者结构的影响。比如在9月份合约交割前，跨期价差多数时间为正，但由于套利资金（主要是期现套利）参与规模大幅上升，导致当季合约IRR明显压低，并由此出现了反向跨期套利（或者说变相期现套利）模式的出现，致使跨九月合约交割时跨期价差一度被压缩成负值。

兴业证券同时指出，跨期价差由持有收益和交割期权价值共同决定，同时也受到投资者结构的影响。比如在9月份合约交割前，跨期价差多数时间为正，但由于套利资金（主要是期现套利）参与规模大幅上升，导致当季合约IRR明显压低，并由此出现了反向跨期套利（或者说变相期现套利）模式的出现，致使跨九月合约交割时跨期价差一度被压缩成负值。

国投中谷期货：中期看涨逻辑未变

上周五证监会正式开闸10家IPO，将按现有存续发行，预计冻结资金规模在1.5万亿左右，届时或仍将对资金面产生一定冲击；加上美联储12月加息信号愈发明确，短期看，债券市场和国债期货仍面临一定的调整压力。然而，当前基本面依旧疲弱、流动性继续平稳、风险偏好尚在低位，中期看涨逻辑未变，国债期货盘整过后，上涨依然可期。（王姣 整理）

跨年存款抢手 国库定存利率走高

财政部、央行24日招标了今年第十期国库现金定期存款。招标结果显示，此次3个月国库定存中标利率较前次同期限品种走高25bp。

24日招标这次国库现金商业银行定期存款，规模500亿元，中标利率落在3.2%。资料显示，此前一次招标3个月期国库定存起息日为2015年11月24日，到期日为2016年2月23日，刚好跨过明年元旦和春节两个重要节点，受到银行机构欢迎，利率自然水涨船高。（王辉）

券商短融周发行额料创半年新高

中原证券、浙商证券24日公告，分别将于11月27日公开招标发行10亿元、7亿元短期融资券。至此，本周已发及待发证券公司短融总额已达132亿元，单周发行额有望6个月新高，显示券商发债热情正重新升温。

中原证券27日将发行该公司今年第三期短融，期限88天，发行金额10亿元。浙商证券同日将发行该公司今年第二期短融，期限88天，发行金额6亿元。这两期短融将通过招标方式公开发行，采取固定利率，发行利率通过招标系统招标决定。

发行文件并披露，截至本月23日，中原证券待偿还短融余额为0，该公司短融最高发行余额为24亿元；浙商证券待偿还余额为2亿元。（张勤峰）

静待评估结果 人民币汇率持稳

上，人民币兑美元也以横向整理为主。截至北京时间24日17时，人民币兑美元CNH汇价报6.4298元，较前一交易日微跌4个基点，与境内即期汇价之间的价差继续保持在400个基点左右。

分析人士指出，IMF执委会将在本月30日召开会议讨论是否将人民币纳入SDR货币篮，目前市场仍在等待评估结果。在此背景下，近几个交易日市场交投较为谨慎，观望情绪较浓。而美元指数的短期表现，对人民币汇率的影响相对突出，预计在下周IMF会议结果公布之前，人民币汇率仍将以窄幅震荡为主。（王辉）

交易所信用债弱势震荡

高等级利率回落，如地产债AAA的15恒大03收益率跌4.10bp；高收益品种中，AA-的11新筑债涨10.60bp，11柳化债涨9.72bp，12建峰债涨9.20bp。

11月中旬过后，信用债市场遭遇猛烈调整，信用利差主动走阔。市场人士指出，近期负面信用事件接踵而至，加上信用债本身有获利回吐压力，造成信用债快速修正。当前信用风险渐次暴露，叠加股市回暖，IPO重启可能分流，应保持对低等级债券的谨慎心态，未来信用债将走向分化，优质个券将更显稀缺，若在市场调整中遭遇错杀，值得留意。（张勤峰）

公司债走势分化，部分中

中诚信国际下调灵宝黄金评级

中诚信国际24日发布公告称，下调灵宝黄金股份有限公司主体及相关债项信用等级。

中诚信国际指出，2015年以来，受黄金产品价格持续下跌影响，公司盈利及获现能力进一步下滑，资产负债率和总资本化比率不断攀升，偿债压力加大。2015年前三季度，公司营业收入同比下降10.71%至42.72亿元，营业毛利率同比下降2.10个百分点至7.45%，利润总额为-1.11亿

基于上述情况，中诚信国际决定将灵宝黄金的主体信用等级由AA下调为AA-，评级展望由负面调为稳定，将“11灵金MTN1”和“11灵宝MTN2”的债项信用等级由AA下调为AA-。（张勤峰）

农发行27日增发三期金融债

中国农业发展银行24日公告，定于11月27日下午，利用中国人民银行债券发行系统增发至多210亿元三期固息金融债。

市场人士指出，年内金融债供给已接近尾声，加上当前资金面平稳、股市涨势趋缓，预计本批债券需求尚可。

本次发行的三期债券均采用固定利率，分别是农发行今年第12、17、20期金融债的增发债券，期限分别为7年、2年和5年，此次计划增发规模均为不超过70亿元；招标日均为11月27日，缴款日均为12月1日，上市日均为12月3日；上市后将分别同原

上海债中标利率较下限上浮10bp

上海市政府24日招标发行两期一般债券，总额100亿元，全部为置换债券。招标结果显示，3年期、5年期中标利率分别为2.95%和3.1%，均较招标下限上浮10bp，接近同期限国债利率，显示上海债信用资质较受投资者认可。

上海昨日招标的是该市今年第八、九期地方政府一般债券，期限分别为3年、5年，发行规模均为50亿元；据公布，中标利率分别为2.95%和3.1%，均较招标利率区间下限高10bp，即比同期限国债中债到期收益率五日均值高10bp。

据Wind统计，截至11月24日，包括上述两期债券在内，今年以来地方政府债发行总额已达35937.39亿元。按照今年地方债计划发行总额3.8万亿元计算，年内尚余2000多亿元地方债待发，地方债供给压力已不大。（王姣）

鹏元调整皇城相府评级展望为负面

鹏元日前发布了阳城县皇城相府（集团）事业有限公司2015年公司债券跟踪信用评级报告。

鹏元指出，跟踪期内，随着煤矿技改的完成，公司煤炭产销量大幅提升；公司拥有优质的旅游资源，门票收入保持稳定；土地使用权抵押担保有效保障了本期债券的偿付。但同时也关注到，受煤炭价格走低影响，公司营业利润持续下滑，未来面临一定的经营压力；公司煤炭业务区域及客户集中度仍较高；旅游业务收入下滑明显；关联方对资金占用较多，且部分账龄较长，未来回收时间存在较大的不确定性；期间费用率较高，对公司利润构成一定侵蚀；主要资产已抵押，未来融资弹性较小；有息负债持续攀升，刚性债务压力有所加大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望调整为负面。（张勤峰）

资金面松 流动性投放点到即止

本报记者 张勤峰

因资金面尚且宽松，国库现金定期存款又提供流动性支持，央行24日将公开市场逆回购交易量调回100亿元水平，央行公开市场重归中性操作格局。市场人士指出，往后月末年末、IPO等因素可能逐渐显现，央行小幅提升流动性投放力度的可能性较大；有偏松的货币政策作为坚强后盾，年底流动性难掀大浪。

公开市场重归中性操作

央行24日开展了公开逆回购操作，期限7天，交易量100亿元，少于前次（11月19日）的200亿元，但与上周二（11月17日）持平，中标利率依旧定在2.25%。

因与日内到期逆回购抵消，24日央行公开市场操作未净投放或净回笼资金。市场人士指出，周初资金面未见明显波动，货币市场资金供给充足，市场情绪稳定，因此，央行在公开市场实施中性操作在情理之中。此外，24日财政部、央行招标了500亿元国库现金定期存款，起到了一定的流动性投放效果，相应减轻了央行公开市场操作压力。综合起来看，24日央行实际通过公开市场操作渠道净投放资金500亿元。

昨日资金面继续呈宽松局面。银行间质押式回购市场上，存款类机构行情显示，24日主要期限回购利率维持窄幅震荡走势，隔夜利率持稳在1.77%，7天利率持稳在2.28%，跨下周IPO申购资金冻结到期的14天回购利率则小降4bp至2.63%，更长期限的跨年3个月回购利

近期央行逆回购操作一览

发生日期	期限(天)	回购方向	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	到期日期
2015-11-24	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-1
2015-11-19	7	逆回购	200	2.25	0	2015-11-26
2015-11-17	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-24
2015-11-12	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-19
2015-11-10	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-17
2015-11-5	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-12
2015-11-3	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-10
2015-10-29	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-5
2015-10-27	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-3
2015-10-22	7	逆回购	200	2.35	0	2015-10-2