

年末债市震荡概率大

□本报记者 王姣

尽管新一轮IPO和美联储加息逐渐临近，但资金面仍波澜不惊，昨日十年期国债收益率再度跌破3%，为今年10月末以来首度。而自11月中旬以来，债券市场行情持续火热，中债10年期国债收益率累计下跌涨幅已超过18BP。

市场人士指出，IPO重启对资金面实质影响有限，加之当前供给稀缺及年末机构配置需求升温，近期资金价格多数震荡下行，利率债尽数收复此前“失地”也不足为奇。尽管新一轮IPO冲击、汇率波动风险、年末流动性收紧等干扰因素仍然存在，但市场对年末央行的“维稳”动作抱有较强信心，预计未来资金面仍将维持相对平稳状态，在基本面仍然疲软、地方债供给冲击有限、市场风险偏好降低等利好支撑下，预计利率债将大概率震荡。

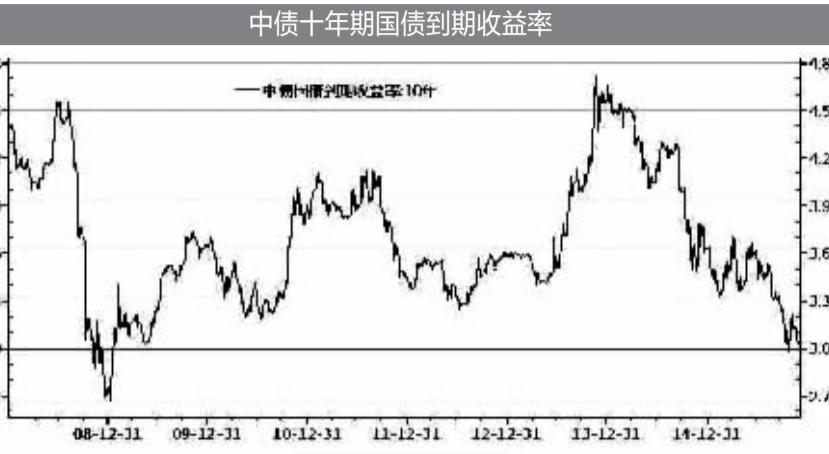
10年国债收益率再探3%

11月中旬以来，债券市场无惧年末流动性和打新压力重新演绎“牛抬头”，银行间债券市场行情持续火热，各期限国债收益率均明显下行。业内人士分析指出，近期利率债需求好于预期，与年末供给下降、机构配置需求提前释放有关，短端收益率受益于资金宽松整体下行，短端快降带动长端走强，收益率曲线整体震荡下移。

临近年末，一级市场供给下降，加之机构配置需求向好，利率债招标结果较为理想。如上周1年期及3年期国行债中标利率低于预期10BP以上，91天期国债中标利率虽高于预期约1bp，但认购倍数高达425。

二级市场利率债到期收益率亦全面下行。截至12月8日，中债1年期、3年期、5年期、7年期、10年期国债到期收益率分别为2.49%、2.71%、2.843%、3.02%、3.00%，相比11月9日分别下跌5BP、13BP、21BP、23BP、21BP。8日盘中，银行间债市十年期国债现券成交一度跌破3%，十年期国债亦跌至3.40%整数关口之下。

对于收益率全线下行的原因，东兴证券认为主要有四点：一是IPO重启后债市调整基本结束；二是资金充足，虽然有打新资金冻结，但无论银行间还是交易所，资金利率稳中有降，央行货币政策工具组合拳护航流动性；三是人民币加入SDR，对人民币储备预期增加，人民币资产看好；四是近期股市调整，债券市场资产配置动力上升。



多重利空限制反弹空间

尽管债市开启新一轮反弹，但短期债牛并非可“安枕无忧”。业内人士指出，美联储年底加息信号明确，资本外流隐忧再现，市场对汇率风险向国内债市的传导充满担忧。

我国外汇储备在10月阶段性回升114亿美元后，11月又大幅下降872亿美元至34383亿美元，降幅超出市场预期。分析人士指出，在美联储年内加息预期升温的背景下，11月份美元汇率强势，同时人民币汇率“小步慢贬”，资本外流压力明显加大。

中信证券认为，临近年末，外汇储备减少叠加跨年资金需求增加，使资金面面临较大压力，资金面压力或将制约债市收益率进一步下行。

12月以来，人民币贬值压力有所上升，境内外汇差值维持在较高位置，外汇市场日成交量攀升至200亿美元上方，香港人民币隔夜拆借利率大幅飙升。安信证券认为，这

种情况会对短端资金利率产生一定压力，不过打新影响消退又会使资金压力有所缓解，综合来看，资金利率下降空间有限。

国泰君安证券指出，两种情形下，汇率风险可能对债券市场产生直接传导：一是全球大宗商品价格阶段性反彈叠加人民币贬值，这可能会带来通胀阶段性抬头的预期；二是中美利差大幅收窄，这可能使得美债收益率的“标杆”意义提升，导致资金外流担忧加重，利率对汇率变化的敏感度提升。不过目前看来，对人民币汇率波动无需过度担忧，其不会对债券市场牛市形成实质性的干扰。

年末料保持小幅震荡

11月外汇储备下降加重人民币汇率贬值压力，但近期资金面延续平稳态势，且实体经济延续寻底，市场对于年末央行的“维稳”动作仍抱有较强信心，加之股市动荡下市场风险偏好降低、年末配置力量增强等利好，多数观点预计债市将进一步下行。

12月以来，人民币贬值压力有所上升，境内外汇差值维持在较高位置，外汇市场日成交量攀升至200亿美元上方，香港人民币隔夜拆借利率大幅飙升。安信证券认为，这

■观点链接

银河证券：利率下行空间有限

从资产配置情况来看，全球市场呈现震荡格局，国内资本市场风险偏好的回升仍然是债市后续行情的隐忧。整体来看，国内投资者对于权益市场的风险偏好仍然持续上升，后期若权益市场持续向好，虽然出现疯牛行情几率不大，但对债券市场的资金挤占仍应被充分重视。综上，中短期内债市趋势性机会难得，建议缩短久期控制风险。

中信证券：坚守窄幅区间策略

年内来看，由于央行干预汇市导

致基础货币收缩，降准的概率较大，但降息可能性较小。资金利率方面，目前尚未看出央行进一步宽松的意图，逆回购利率或将维持在2.25%的水平。由于资金面压力、基本面疲弱等多重因素制约，仍建议投资者年内坚守窄幅区间策略。

光大证券：债市依然向好

市场的整体风险偏好或已发生变化，而债市的有效供给正持续处于历史低位，资金面在央行的呵护下或仍将持续维持现有的宽松，在中国经济进入“新常态”大格局下，目前债券市场整体具有

仍将延续小幅震荡格局。

从基本面来看，11月官方制造业PMI为49.6%，较上月小幅回落0.2%，连降4个月收缩。业内人士指出，制造业显示经济下行压力有所增加，宏观经济去杠杆叠加短期周期去库存，年内经济或难见明显企稳态势，当前货币政策维稳意图明确，预计央行将综合运用多种手段，继续保持银行体系流动性合理充裕。

不过综合国内外基本面来看，业内人士认为，央行在中短期内的货币总量宽松力度不会太大，利率下行空间有限，债券市场趋势性机会难寻，维持震荡行情概率较大。如招商证券表示，短期内，一方面，央行维稳意图比较明确，资金面波动相对有限；另一方面四季度经济有好有坏，工业仍差，消费向好，通胀回升，而且市场对于基本面消息反应相对平淡，整体情绪仍然较为谨慎，年内利率维持震荡走平概率较大。

平安证券也认为，年内债市无大波动，基本面和资金之外的多空因素对债市不构成较大冲击，年内债市利率缺乏持续下探动力，债市利率中枢看平。年内长端无风险利率中枢看平，10年期国债收益率可能维持在3%左右。

兴业证券则认为，金融数据下降，意味着之前信用扩张的担忧会继续下降，而资金利率维持低位、信用风险逐渐上升，在各种有利因素的配合下，长端利率突破前低只是时间问题。未来货币政策宽松空间已有所收窄，财政加码、融资改善、美元指数阶段性调整均有可能带来基本面量价的改善，对利率走势或形成负面冲击，但若短期冲击导致利率曲线快速上升，会是一个较好的进场时机。

广发证券：调整即是买入时机

展望未来，周期下行、经济转型和供求关系均有利于债券收益率下行。理财资金、社保基金、海外资金等均是债券市场增量需求。短期内若美联储加息、CPI上行推升债券收益率，将是新的配置时机。近期进一步货币政策宽松是收益率下行的新动力。估计年末财政存款投放仅为6000亿~8000亿，春节前降准是大概率事件。（王姣 整理）

逆回购缩量 降准或走向前台

□本报记者 张勤峰

在资金面平稳度过IPO重启后首批新股发行之后，央行8日大幅下调公开市场逆回购操作规模。市场人士指出，考虑到新一轮IPO及接近美联储加息等多种因素，后半周资金面波动可能重新加大，央行流动性投放力度仍有提升的必要。尤其是11月外储数据大幅减少，暗示资金流出有所加重，短期内央行降准的概率上升。

逆回购大幅缩量

央行8日开展了100亿元7天期逆回购操作，中标利率仍稳在2.25%，交易量则比上周四、上周二操作分别减少200亿元、400亿元。

100亿元是今年以来央行逆回购的最低交易量。在今年10月底到11月中旬，央行逆回购交易量曾连续7周保持在100亿元，当时资金面持续平稳宽松，资本流出压力缓和，央行对冲压力减轻，有条件维持公开市场中性操作。

11月底以来，央行逆回购交易量有所提升，以因应新股发行重启可能引发的流动性波动，上周央行累计开展800亿元逆回购操作，周交易量创下7周新高。

本周一，首批10只新股申购资金解冻完毕，资金面平稳度过IPO重启后首批新股发行的冲击。交易员指出，既然先前央行逆回购放量，意在防范IPO的扰动，随着首批新股发行收尾，央行调降逆回购交易量在情理之中。回顾上周10只新股发行，累计冻结资金逾2.4万亿元，对短期流动性造成一定影响，但影响程度和范围有限，持续时间较短，短期流动性状况明显好于先前预期。

本周二，资金面依然波澜不惊，主要回购利率保持稳定。银行间质押式回购市场上，隔夜利率

稳守1.77%，7天利率上涨不到1bp至2.32%，14天利率小涨1bp至2.62%。

降准预期升温

有市场观点认为，年底前央行流动性投放力度仍有提升的必要，央行公开市场操作侧重于短期流动性调节，为应对资金外流压力，央行再次动用准备金工具的可能性在上升。

目前第二批10家企业已蓄势待发，将于本周五（12月11日）和下周一（12月14日）密集展开网上网下发行。机构预计第二批新股申购资金冻结高峰将出现在12月14日，会超过3万亿元。由于发行时点更为集中，且更加接近年底，而备受关注的美联储12月议息也将下周进行，多重因素影响下，第二批新股发行对短期流动性的影响可能会有所加大。

有鉴于此，市场人士预计，从本周四开始，央行逆回购交易量可能重新放大。如果不是这样，可能暗示央行考虑通过其他渠道加大流动性支持力度。而在11月外储出现大幅减少后，市场对于央行再次祭出降准巨斧的预期升温。

央行7日公布，11月末外汇储备为3.4383万亿美元，创2013年2月末以来最低。招商银行分析师认为，外汇储备再度大幅缩水，根本原因仍然是人民币贬值预期和人民币资产回报下降双重压力下，资金外流压力的体现。

市场猜测11月新增外汇占款同样不乐观，而12月人民币汇率继续走贬，加上美联储议息日程渐近，资金外流压力仍不容忽视。为弥补基础货币供给不足，支持货币信贷合理增长，中信证券、海通证券等多家机构认为，央行短期降准概率上升。另外，当前正值数据披露期，预计11月经济数据不会很乐观，稳增长也为央行放松货币政策提供了理由。

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
2015-12-8	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-15
2015-12-3	7	逆回购	300	2.25	0	2015-12-10
2015-12-1	7	逆回购	500	2.25	0	2015-12-8
2015-11-26	7	逆回购	200	2.25	0	2015-12-3
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

鹏元再降圣达集团评级

鹏元日前发布公告，下调四川圣达集团有限公司主体长期信用等级和“12圣达债”信用等级，并将“12圣达债”信用等级列入负面评级观察名单。

鹏元指出，圣达集团应于12月5日（遇节假日顺延）付息及兑付回售债券本金，其中应付利息2175万元，应付回售本金3亿元，而公司未能按期付息及兑付回售债券本金。同时，“12圣达债”的担保物均被其他债权人申请冻结，担保物将面临能否顺利处置、处置时

间长短及处置价款能否足额覆盖“12圣达债”应付本息的风险。

基于此，鹏元决定将圣达集

团主体长期信用等级由B下调为C，将评级展望由负面调整为稳

定，将“12圣达债”债项信用等级列入负面评级观察名单。

今年11月26日，鹏元曾将圣达集团主体评级由BBB+下调为B，同时将“12圣达债”债项信用等级列入负面评级观察名单。

今年11月26日，鹏元曾将圣达集团主体评级由BBB+下调为B，同时将“12圣达债”债项信用等级列入负面评级观察名单。