

宽货币促股债共舞

利率债跨年行情渐入佳境

□本报记者 王姣

上周以来，股债同涨格局重现，沪指重新站稳3600点，10年期国债收益率则再创新低至2.94%，共同点燃了年末资本市场的配置热情。“经济数据疲软叠加美联储加息，市场对货币政策宽松预期升温，加之打新资金回流与配置机构入场，直接推动收益率曲线大幅陡峭化下移。”业内人士如是点评。

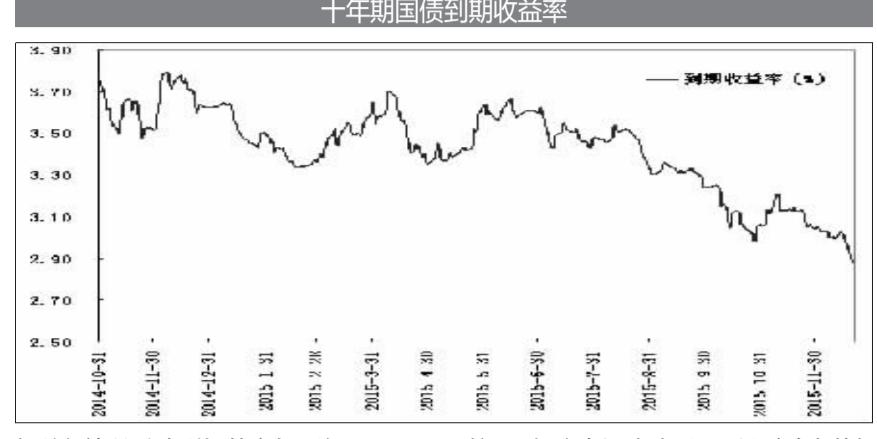
在经历快速下行后，长端利率创下逾6年新低，投资者的心态也开始纠结：后续收益率将迎来调整还是会延续下行？对此，多数市场人士认为，利率下降的过程没有结束，短期内年底信用事件多发，利率债和高等级信用债将成为年末红包行情的宠儿。

10年国债下破2.9%

本周一，A股低开后震荡上扬，权重股全线拉升，带领沪指成功站稳3600点后继续上行。与之相对应的是，10年期国债收益率继上周五下探至2.94%后，再次刷新逾6年低位。周一，银行间市场10年期150023成交至2.89%；10年国债收益率逐渐接近2009年1月份低点。

近期A股重拾升势，截至12月21日收盘，沪指在最近六个交易日上涨50点或6%。与此同时，国内债市无惧美联储加息落地等偏空因素影响而表现强劲。7年期国债一级招标利率首破3%，10年期国债在3%关口反复犹豫后亦终于确立下行趋势，上周收益率陡峭化下移并创历史新高，10年期国债收益率下行5BP至2.94%，10年国开债收益率下行5BP至3.31%。此外，信用债各期限等级品种收益率也整体下移，AA+及以上品种下行幅度大于中低等级品种。

分析人士认为，近期国内股票及债券市场表现抢眼，一方面缘于美联储加



息利空兑现反成利好的市场理解，另一方面，资金面好于预期也推高价格，市场热点不断涌现提升投资者情绪。与此同时，上周利率债收益率下行也体现了现券市场在11月经济数据公布后，对央行进一步宽松预期的加强。

宽松预期提振配置需求

在业内人士看来，经济疲软叠加美联储加息的利空出尽，降准预期下配置需求走强，是推动长端利率突破前低的主要原因，打新资金回流、地方债供给收缩对中短端利率下行亦有积极作用。

上周以来，整个市场的焦点无疑是美联储加息，随着美联储宣布上调联邦基准利率25基点，美联储加息靴子落地。正如市场人士所言，这对股市及债市来说都有一种利空出尽的意味。

平安证券则认为，当前全球经济低增长低通胀，而美国增长势头并不强劲，美联储不具备快速升息空间。因此，美联储加息前后中国长端债券利率快速下行，主要是对降准预期的反映。

而从基本面来看，11月经济数据依旧疲软、外汇占款持续下滑等，使得部分市场人士对货币政策进一步宽松的预期

较强烈。广发证券表示，12月财政存款投放空间迅速收缩，春节前资金投放需求将大幅扩张，因此春节前进一步降准是大概率事件。同时，经济并无明显企稳回升迹象，基于基数效应判断，12月经济增速将有所下行。宏观数据的下行，将为进一步宽松预期创造合适的环境。

兴业证券补充称，配置盘买债需求的改善是11月下旬这一轮利率下降的关键驱动力。该券商表示，从资金面来看，虽然跨年资金需求上升，但央行主动开展了对冲的操作，而年底也有巨量的财政存款投放，未来一段时间资金利率仍将大概率维持偏低。

其微观调研也显示，场外等待配置的资金仍很充裕，钱多缺资产的局面延续，有利于配置需求的进一步释放。

年末配置行情再起

随着债券利率快速下降，长端收益率刷新前期低点，投资者对收益率下行过快的担忧已经显现。据业内人士透露，市场人士尤其交易盘开始担心，一季度行情是否已经提前兑现，投资者纠结的心态还表现在担心降准会引发兑现，而不降准则会引发调整。

■交易员札记

买盘汹涌

□潍坊农信 代长城

对此，兴业证券仍然坚持11月中旬以来的观点，“这整体来看，判断利率下降的过程还没有结束，十年国开债收益率将向下突破3.2%的水平，10年国债回到2.7%~2.8%附近。建议投资者继续持有。”

从资金面来看，有观点认为，为对冲年末资金需求，提振内需，年内仍然存在“降准”可能。海通证券就指出，“降准预期”或是本轮利率债收益率下行的市场预期支撑，再加上现在经济基本面的情况，也支持利率维持低位，因此若短期因为汇率原因导致收益率上行，或是利率债逢低买入的良机。

值得注意的是，今年最后一批新股发行将于本周三、周四申购，这也是新股申购预先缴款制度下的最后一批IPO。据业内人士测算，冻结资金规模在2万亿左右，对资金面影响有限。

招商证券表示，传统IPO制度下的最后一批IPO将于本周展开，据测算，资金冻结高峰主要集中于23~24日两天，累计冻结规模最高约为1.6万亿。虽然本次IPO临近年末，叠加跨年行情，但在央行维稳操作下，市场预期较为平稳，预计冲击仍将有限。

“年底之前，我们依然看好债市。基本面短期内难以发生改变，唯一需要关注的是资金面的变化，目前资金面总量宽松，加上年底财政存款即将下放，资金面不会收紧，债市料继续走牛。”国金证券表示。

就投资机会而言，业内人士认为，当前信用风险事件层出不穷，规避和减少信用风险暴露，自然成为投资者的普遍选择，因此利率债和高等级信用债应是最合理的配置方向。不过也有机构提醒投资者，目前长端利率已经再度创下今年以来的低位水平，可能透支未来政策放松的影响，当大家都乐观的时候，还是要多些谨慎。

利率再降

的超短期债券变化不大，中长期债券鲜有成交。

昨日中长期利率债收益率大幅下行主要有两个原因：一是美国加息落地，加息的幅度没有超预期，从某种程度上讲，利空出尽则是利好，债市看多情绪趋浓；二是以往一季度债市都有一波行情，资金充裕的投资者在为来年做准备，因此出现饥不择食，疯狂抢债的情形，预期形成共振，卖盘惜售，因此下行速度较快。此轮债市收益率下行的根本支撑点是大家都预期经济面的探底过程没有结束，因此有胆量做多长债。

债市上涨不辍 期债再攀新高

0.255元或0.26%，日内最高至99.92元，基本追平10月底的高位99.93元，T1606、T1609合约分别涨0.31%、0.26%。

现券方面，昨日利率市场延续升势，中长端收益率下行较明显。银行间市场待偿期接近10年的国债150023尾盘成交在2.89%，较前日下行约3.5bp。历史数据显示，10年国债收益率上一次低于2.9%还是在2009年1月。

市场人士指出，年底利率债供给稀少，而短期流动性尚可，货币政策宽松预期浓厚，打消机构顾虑，在早投资早受益观点影响下，配置需求提前释放，短期供需关系良好，支撑收益率继续下行，但债市收益率已低，后续进一步下行空间在收窄。

人民币并不具备大幅贬值的条件。此外，年末资金面的压力依然存在，债市收益率下行的空间已经十分有限。因此，提示投资者警惕债市回调风险，在央行货币政策双锚开启，经济企稳，通胀回升和跨年资金压力的多重利空影响下，3%~3.3%仍是年内需谨守的操作区间。

信用产品

申万宏源：风险偏好下降

近日来债券收益率与负面事件间的敏感度显著提升，这一方面可能是由于部分负面事件超出了投资者预期，因此引发了市场估值的大幅变动；另一方面也侧面反映在了企业在违约压力加大，负面事件频发，且刚性兑付预期逐渐弱化的背景下，债券投资者也成为惊弓之鸟，对于有瑕疵的债券采取尽量避而远之的低风险偏好态度，预计这种低风险偏好

将在较长的时间内持续。

国泰君安：信用利差或再度收窄

随着国债收益率中枢进一步下行，信用利差再度收窄只是时间问题。但投资者需关注两点：一是后续信用利差低位小幅震荡将是常态，毕竟当前各期限等级信用利差分位数接近历史极限，收窄的动力来自于走扩，趋势性收窄的可能性已不大；二是信用利差内部分化格局愈发明显，资产配置荒和流动性宽松导致中高等级信用债有较强的杠杆价值，信用利差难以趋势性走扩，而信用风险增大又导致低评级信用利差难以进一步收窄。

可转债

国信证券：转债表现不及正股

有提前赎回条款的转债在平价接近130元时，估值压缩是主要矛盾。暂时未

有赎回压力的转债短期也将因发行重启而导致绝对价位的估值参考意义变小，相对估值（转股溢价率）将变得更有意义。年底之前比较看好权益市场表现，预计转债表现不及正股。

中信证券：风险相对较小

短期内转债的风险相对较小，价格在下方获得较强的支撑，但溢价收敛仍是价格突破的前提，中期看风险主要来自于供给冲击但不必过于担忧。转债的底部价格支撑相对明显、风险可控，因此在四季度一直提示投资者无需过于担忧。从收益角度来看，溢价收敛依旧是价格突破的前提，提前赎回压力不可避免也不可忽视。策略上，建议谨慎的投资者可以先暂时等待后续供给冲击发生，风险偏好较高的投资者则可以关注目前溢价相对较小的转债个券以及可交换债。（王姣 整理）

中国债市需继续有序开放

都得到了很好的发展，投资者结构日趋多元，债券品种逐渐丰富，中国债券市场正赢得全球投资者瞩目，而且越来越成为境外机构配置增量资产的选择。

“境外机构对人民币资产的需求越来越强烈，境外机构在中国发行人民币债券也成了抢手货，发展趋势势不可挡。”12月19日，第一创业证券总裁钱海龙在“2015中国债券论坛”上表示。

根据中登和上清所的数据，截至2015年9月末，境外机构债券持仓总量为6554亿元，较2014年末5714亿元增长14.7%，比2014年同期增长25.38%；从相对值来看，2011年3月至2014年9月间，债券投资与股权投资之比持续上升，从10.9%升至41.4%。这表明，境外机构在增

量资产的配置中，越来越偏好中国债券。

据摩根大通全球人民币业务总监蒋红波介绍，境外投资者对国内债券投资的品种集中在两项，一是国债，二是政策性金融债，而境外投资者60%来自于海外央行和超主权机构，20%来自RQFII、QFII和海外三类银行参与仍较为有限。

国际化提出更高要求

11月30日，IMF宣布，人民币将被纳入SDR篮子，成为排名第三的国际货币。业内人士认为，人民币国际化有助于国内债券市场进一步发展完善，同时也对固定收益市场特别是国债市场的发展提出了更高要求。

“人民币国际化将带来债券品种多样

化、投资主体多元化、债券市场国际化。”银华基金副总经理姜永康表示，境外金融机构对债券信用评级标准更加严格，他们参与国内市场，也会倒逼国内债券市场定价合理化。

第一创业证券董事总经理、资产管理部联席负责人陈尚前同时表示，人民币国际化和利率市场化的背景下，固定收益资产管理机构将面临新的挑战，一是国内债券市场波动性加大，二是风险管理要多元化，三是流动性管理挑战，四是技术和人员的挑战。

就债券市场继续开放而言，国家金融与发展实验室建议，要继续放松债券市场投资者的准入限制，要推进人民币利率和汇率机制市场化，要配合人民币国际化，加快培育人民币离岸金融市场等。

急跌告一段落

贬值尚未结束

□本报记者 张勤峰

动，美元涨势放缓，人民币对美元急跌有望告一段落。

伴随着美元在升息预期帮助下而持续走强，人民币对美元自11月以来走出新一轮跌势，进入12月后呈现快速贬值的走势。据统计，12月4日起，在岸人民币兑美元即期汇率连跌10个交易日，累计贬值865基点；离岸人民币对美元亦加速走贬，到12月17日美联储升息预期兑现，人民币CNH汇价累计贬值1458基点。在此过程中，在岸与离岸人民币价差一度走阔至接近1000基点。

汇率趋缓趋稳

12月21日，银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.4753元，较前一交易日上调61基点，该中间价自12月7日以来连续阴跌的势头终于就此打住。前一个交易日，即12月18日，该中间价设于6.4814元，创下2011年6月15日以来新低。

人民币兑美元即期汇率已提前一个交易日止跌。18日，在岸人民币兑美元即期汇率收报6.4815元，全天小涨22基点，终结了此前的十连跌；当天人民币兑美元即期汇率一度跌至6.4880元，为2011年5月30日以来的最低值。

21日，在岸人民币兑美元即期汇率高开后走平，全天在前收盘价附近震荡，收报6.4808元，涨7基点。香港市场上，离岸人民币亦有望连续第二个交易日对美元反弹。Wind数据显示，21日，香港市场人民币兑美元即期汇率高开在6.5540元，截至境内银行间市场收盘时，报6.5512元，涨104基点。而人民币在岸与离岸汇率差缩窄至约700基点。

到目前为止，即期汇率与中间价、在岸汇率与离岸汇率均已摆脱连续的下跌，人民币汇率显现企稳迹象。外汇市场人士表示，近段时间，人民币对美元贬值速度较快、时间较长、累积调整幅度较大，对美联储升息、外贸数据疲软、资金外流等各种不利因素的影响消化较充分，加上美联储升息靴子落地后，市场注意力暂时转向日本、欧洲政策举

数据，12月18日，银行间外汇市场人民币兑美元即期询价交易共成交307.6亿美元，创下逾3个月新高，显示市场看跌人民币对美元的预期仍较重。

供给改善 回购利率短降长升 岁末货币政策宽松有戏

□本报记者 张勤峰

MLF操作，有助于对冲资金外流对中长期流动性的不利影响，但投放规模有限，且本月有1000亿元MLF到期，此举也可能是到期续做。往后看，资金外流的影响仍需对冲，年底季节性资金需求大，流动性仍易发波动，预计必要时央行仍会提供流动性支持。

投放没有到头

年底资金需求持续旺盛，而新股发行、跨境资金流动性亦增添流动性的不确定性，市场机构认为，年底流动性易发波动，也是货币政策操作的敏感期，降准可能性不排除，但也可能采用SLO、SLF、MLF等中短期流动性工具进行操作。

从上周开始，跨年资金需求开始增多，年末效应崭露头角。

交易员称，因年底监管考核，机构谨慎应对流动性管理，倾向增加资金储备，在提升资金需求的同时，也降低大行出资积极性，容易诱发流动性波动，而今年底有新股发行扰动，叠加居民本外币资产再配置与跨境资金流出造成的本币流动性紧缩效应，使得短期流动性面临多重不利因素影响。目前资金仍呈均衡格局，但供需的此消彼长容易导致资金面迅速转紧。

央行上周开展MLF操作已释放信号。市场普遍认为，货币当局维护流动性适度宽松的态度明确，未来在该出手时会出手，加上调控的工具相当充足，可确保流动性不出现持续大幅的收紧；年底降准可能不能排除，但考虑到年底财政存款一次性释放使得明年初流动性存在极大改善可能，面对短期流动性波动，央行也可能利用SLO、SLF、MLF等中短期流动性工具进行过渡，进一步降低或许综合考虑内外多种因素的影响。

分析人士称，央行开展

□本报记者 王姣

2015年是中国债券市场加大对外开放的一年，截至2015年11月，中国债券市场规模达到6.7万亿美元，成为仅次于美国、日本的全球第三大债券市场，且越来越成为境外机构配置增量资产的选择。

业内人士认为，人民币被纳入SDR篮子，对固定收益市场特别是国债市场的发展提出了更高的要求。

国内债市受外资青睐

2015年，债券市场无论是广度和深度