

## 国债期货继续震荡整固

□本报记者 王辉

整体对于看好利率债市场中期表现的观点,依旧占据主导,短期市场预期预计仍难以出现大幅回调。

### 短期或延续休整走势

对于未来一段时间利率债市场的短期表现,此间多家机构均倾向于略偏乐观的分析观点。国泰君安表示,虽然近两个交易日10年期品种收益率小幅反弹,但短端品种及信用债整体收益率仍然在继续下行。整体来看,随着年末时点到来,交易员休息,债市也转入短期休息模式,短期做多力量出现下降也在情理之中。此外,招商证券进一步指出,短期内一度较为强烈的降准预期,兑现或落空均可能对当前利率走势有一定上行压力,预计利率进一步下行空间有限。而从较长期限来看,利率走势仍将回归资金面、货币政策取向、宏观经济运行等基本因素。

期债具体投资策略上,方正中期表示,短期国债期货行情整体预计将以震荡为主,本周剩余最后一个交易日波动应不剧烈,料将维持目前水平附近震荡态势。在具体投资建议方面,广发期货认为,考虑到人民币贬值压力未减,国债期货有短期回调需求。操作上建议交易性头寸回避,维持前期配置性多头,注意回调风险。此外银河期货也认为,短期内期债上方空间预计不大,但是慢牛趋势仍将延续。在此背景下,虽然期债短期内可能仍有回调的可能性,但仍可以维持基本的多单仓位。

### 温和走软

周二国债期货市场承接前一交易日的回调节奏,全天呈现出小幅震荡走弱的运行格局。具体盘面上,当日期债五年期主力合约TF1603早盘盘出现明显下探,盘中虽有拉升,但全天仍以小幅下跌报收。截至收盘,TF1603收报100785元,下跌0.045元或0.04%;全天TF1603成交20558手,较前一交易日缩减约一成,持仓减少495手至23177手。10年期国债期货主力合约TF1603收报10015元,下跌0.12元或0.12%;全天T1603成交19466手,与前一交易日基本持平,持仓减少218手至25926手。

交易员表示,银行间资金面周四整体宽松局面依旧,资金供给整体较充足。虽临下周一(2016年1月4日)有可转债申购缴款,但跨年需求也暂告一段落,流动性宽裕格局整体仍较为稳固。而在现券交投方面,由于元旦后利率新债供给就将恢复,加上前期市场收益率下行速度过快、部分机构获利兑现压力也有所显现,全天市场整体做多氛围则有所下降。不过整体来看,各类机构

## 跨年需求退潮 资金利率回落

跨年在即,流动性宽松大势不改,资金利率已提前开始回调。12月30日,银行间回购利率多数上涨回落。市场人士称,考虑到财政存款释放巩固超储规模,跨年流动性有望进一步回暖,央行短期流动性投放压力减轻,公开市场或延续低量操作。

12月30日,银行间市场资金面整体宽松依旧,各期限供给充足,而跨年资金筹措告一段落,进一步改善资金供需格局,主要期限回购利率稳中有降。质押式回购市场上,隔夜回购利率加权值持稳在1.94%,指标7天利率回落近5bp至2.62%,期限稍长的14天利率更是大跌22bp至3.06%,当天除21天期回购利

## 国开行下月5日发行五期金融债

中国国家开发银行12月30日公告称,定于2016年1月5日招标发行五期固息金融债,总额不超过300亿元,期限包括1年、3年、5年、7年、10年。

此次发行的五期债券均采用单一价格荷兰式招标方式。1年、3年、5年期债券于2016年1月5日上午09:30至10:30进行招标,7年、10年期债券于2016年1月5日上午09:30至11:20进行招标。债券承购费按认购债券面值计算,1年无,3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%。(王姣)

## 财政部下月6日发行两期国债

财政部12月30日公告称,定于2016年1月6日招标发行两期附息国债,总额为400亿元,期限包括1年和10年。

其中2016年期记账式附息(一期)国债为1年期固定利率附息债,2016年1月6日招标,1月7日开始计息,招标结束至1月7日进行分销,1月11日起上市交易。本期国债到期一次还本付息,2017年1月7日(节假日顺延,下同)偿还本金并支付利息。10年期国债为2015年记账式附息(二十三期)国债第三次续发行,起息日、兑付安排、票面利率、交易

## 中诚信下调龙煤控股主体信用等级

中诚信国际日前公告称,决定将黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司(简称“龙煤控股”)主体信用等级从AA+下调为AA,评级展望为负面,并维持公司短融券“15龙煤控CP001”债项信用等级为A-1。

中诚信表示,2015年以来,在下游需求增速放缓、煤炭市场价格持续下行的影响下,龙煤控股虽同比减亏,但仍处于亏损局面。今年前9月,公司实现营业收入158.27亿元,同比下降

## 货币/债券

# Money Bonds

## 在离岸价差再创新高

# 人民币贬值过快 强化干预预期

□本报记者 张勤峰

经过12月中上旬的一轮急跌,人民币兑美元汇率刷新了近四年半低位,此后转向横盘整理,原以为人民币有望平稳跨年,岂料本周以来,人民币对美元再度出现快速贬值。12月30日,在岸人民币兑美元6.50元关口告急,离岸即期汇价则一度跌破6.60元关口,在相继刷新四年多低位的同时,两地汇率差价走阔至超过1000点,反映出境内外市场空头气氛均较为浓厚。

分析人士指出,在美元有所回调的情况下,近期人民币加速对美元贬值体现了居民财富及国际资本在本外币资产上再配置的趋势。从当前国际国内经济金融形势出发,人民币对美元的调整压力难言释放完毕,但过快的贬值以及境内外过大的差价也需要适当的干预,央行出手维稳的可能性在加大,而资金外流与汇市干预造成的本币流动性紧缩或需央行通过降准等措施予以对冲。

### 新低不断 人民币势弱

12月30日(本周三),境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.4895元,较前一交易日下调31基点,且是本周连续三个交易日遭调低,近三个交易日累计下调182基点,该中间价也因此创下2011年5月30日以来的新低。

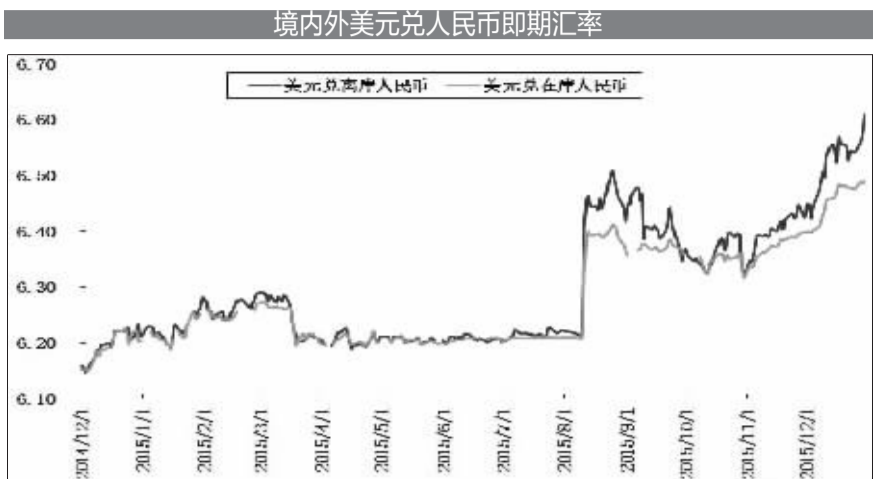
境内人民币兑美元即期市场价跌势稍缓,但弱势特征依然明显。12月30日,银行间外汇市场人民币兑美元即期询价交易多数时候在6.49元一线横盘,但早间开盘报6.4938元,径直低开86基点,6.50元关口告急;该汇价尾盘收报6.4902元,全天跌50基点,本周前三个交易日累计跌139基点,调整幅度小于中间价,但12月29日一度跌至6.4948元,同样刷新了2011年5月以来的低位。

香港市场上,离岸人民币对美元跌势又急又重。12月28日、29日,离岸人民币兑美元分别下跌182基点、154基点,30日,离

### ■观点链接

#### 中金公司：个人购汇影响有限

人民币兑美元汇率在年末最后一周跌至四年多以来的最低点,背后简单的原因是年末较强的季节性外汇需求。同时,随着开年个人5万美元的年度购汇额度得到刷新,在人民币贬值预期的影响下,市场对于年后是否出现个人集中购汇的情况存在诸多顾虑。我们认为,个人购汇总体规模应在可控范围之内。外汇市场的主要参与者是机构而非个人,因而机构行为才是人民币汇率的主要决定力量。因此,个人购汇或可触发市场过度反应,导致人民币汇率短期超调,但其影响渠道应是通过触发机构的激烈应对行为。汇率的中期走势主要取决于经济基



岸人民币在亚洲交易时段持续跳水,6.60元关口不保,汇价最低跌至6.6106元,创了近五年新低。以该汇价计算,本周以来三个交易日,离岸人民币对美元最多时跌近700点。不过,在创出阶段新低后,离岸人民币惊现快速拉升,疑似遭外部干预。

与此同时,近期离岸人民币领跌,导致境内外人民币兑美元汇率差价再次大幅走阔。据WIND数据,12月30日盘中,两地人民币价差多数时候一度接近1200基点,创了有数据纪录以来的新高。

### 人民币急跌或引干预

人民币对美元自11月以来走出新一轮跌势,进入12月后更是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曾连跌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日美联储加息预期兑现,离岸人民币累计贬值1458基点。但从12月18日起,人民币对美元有所企稳,在岸即期汇率甚至一度连涨六个交易日。曾有外汇市场人士表示,人民币对美元贬值速度较快、时间较长、幅度较大,对短期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,美元涨势放缓,人民币对美元有望平稳跨年。

本面因素,受个人购汇行为的影响有限。

#### 国信证券：美元走势是重要参考

中国外汇交易中心在美联储加息前发布了CFETS人民币汇率指数,通过考察该指数的走势,我们发现其自今年初以来就处于区间波动的状态,换言之,央行很可能自年初以来已以人民币“篮子汇率”的稳定为目标,只是具体的货币篮子直到CFETS人民币汇率指数的发布才浮出水面。假定央行以人民币“篮子汇率”稳定为目标,则美联储公布的美元指数的走势对于美元兑人民币汇率走势具有重要的参考意义。其原因在于,相对于最常见的ICE美元指数,美联储公布的广义的美元指数在货币篮

子构成上与CFETS人民币指数较为相似。因此,判断美联储公布的美元指数在2016年的走势对于人民币对美元汇率在同期的走势具有重要的参考价值。

#### 国联证券：有压力但无大幅贬值空间

从基本面看,人民币兑换美元的需求强劲,存在一定贬值压力。另外,央行盯住一篮子货币表明未来的干预可能有所减少,人民币兑美元的贬值得以释放。但人民币不存在大幅贬值的基础。首先,我国仍然具备维持贸易顺差的能力,这是人民币不存在大幅贬值的基础。第二,通胀水平仍不达标使得美国本轮加息周期较弱,而中国的利率水平下降空间有限,因此中美利差缩小带来的人民币贬值压力

# 金融债相对国债利差有望收窄

□安信证券固定收益部 袁志辉

在“资产荒”的强大配置压力下,四季度债券利率破位下行,并且在12月中旬美联储加息尘埃落定之后加速下降,10年期国债利率已跌到2.8%附近。虽然中期经济潜在增速下移必然伴随广义利率体系的中枢随之下移,但是短期如此的凌厉之势,将伴随着极大的反弹风险。在此点位上继续做多的风险收益比需要仔细衡量,但是如果考察相对价值,发现金融债与国债的利差有收窄的空间,做空利差不失为一个风险相对可控的投资机会。

最近两年,在市场火热交易热情下,此前数年里国开债相对国债较高的溢价被持续压缩。从价值构成看,国债享有免税效应,但是不同机构需要征缴的利息税和企业所得税不尽相同,所以实际中的合理税收溢价一般低于20%的名义税率,此

外的两类券种价差主要体现流动性差异,以及相对供给波动引发的筹码稀缺程度变化。

2015年,中央政府债务赤字率的政府目标为2.3%,而2016年,赤字率大概率将提升,不排除突破3%的红线。此前财政部部长副部长朱光耀曾经在2015年撰文就3%的赤字率的上限展开探讨,有政策指引意义;在经济下滑压力较大、企业加杠杆的空间有限、居民加杠杆的热情也有限的状况下,中央政府将承担起加杠杆的职能,以托底需求不足和长期下滑的风险。在3%的赤字率的假设下,预计明年的国债发行量在3万亿左右,比2015年国债净发行量增加9000亿左右。

2015年,除定向发行的专项金融债之外,政策性金融债的发行增速非常低,全年发行增速仅为7%左右,显著低于国债。在开发性金融获得政府全力支持、定向的

专项金融债继续发行放量的状况下,政策性金融债的发行力度预计将比较有限,增速降低至5%左右的可能性较大。2016年的政策性金融债的发行规模不超过2.5万亿,基本与2015年相当。

从净增量来看,实际上近3年来,国债相对金融债明显呈放量态势。金融债净增量逐年小幅减少,而国债净增量逐年大幅增加,并且在2015年,国债净增量反超金融债650亿。预估的2016年两类债券相对供给量也基本延续了过去几年的增长规律。猜测本质含义在于,货币政策有效性日益下降背景下,通过发行国债以及相应类国债的地方政府债等方式实现货币财政化,同时通过发行对接央行的转向金融债,实现财政货币化,构造一个全新的逆周期政策调控工具。在经济结构调整的长周期内,政策的延续性可以信任。

目前中长期国开债相对国债的隐

# 高估值趋于收敛

仍偏紧,加上电气、歌尔等临近触发赎回条款,对估值也有所支撑。展望后市,目前转债市场高估值收敛成为主要任务,在估值收敛前继续大幅向上的可能性与空间均有限。

昨日A股市场震荡反弹,截至收盘,沪综指收涨0.26%,报3572.88点;深证成指上涨0.65%至12889.83点;创业板指表现相对强势,上涨1.08%至2779.51点。

反观转债市场表现明显较弱,除歌

# 转债多数收跌

尔转债上涨1.45%外,其余可交易的存量个券悉数收跌。其中格力转债和电气转债分别下跌1.7%和1.38%,对应正股格力地产和上海电气一涨一跌,幅度分别为1.08%和-0.69%;15清控EB、15国盛EB、15天集EB、15国资EB、14宝钢EB也分别下跌1.06%、1.03%、0.88%、0.68%、0.15%。

中金公司表示,转债存量规模大减是股票牛市后的烦恼,存量个券由于触发赎回而纷纷转股退市。对转债

的调整压力。而在年底时点上,季节性购汇需求大,资金外流现象比较明显,因此容易造成人民币快速调整。

交易员称,目前市场看跌人民币预期仍较重,离岸和在岸价差较阔也加重在岸汇率下行压力,综合起来看,人民币对美元跌势难言结束。但短期过快的贬值和过大的差价,可能进一步加剧资金外流,不利于本国金融体系稳定,因此货币有必要进行适时的干预。

值得一提的是,近日有报道称,人民银行已对个别外资银行进行窗口指导,暂停其跨境及其参加行境内外汇业务至明年3月底,被暂停的外汇业务包括现货平仓等。近期在岸与离岸价差较大,如果从事套利交易将获利丰厚,央行此举旨在封堵套利渠道,被认为有维稳汇率的信号。

### 汇市波动提升降准可能性

对于本币市场而言,近期外汇市场波动既是风险,也可能蕴含机会。有券商报告就表示,央行干预汇率,可能进一步增加本币流动性压力,仍有必要降准以进行对冲。

国泰君安固收日报指出,从近期人民币汇率走势来看,央行出手干预在岸人民币市场稳定汇率的概率较高,央行外汇市场上抛美元收人民币的操作可能会对国内流动性状况造成一些不利影响,同时考虑到加入SDR之后人民币贬值压力有所增大,预计12月份外汇占款流出现象将更加严重,春节前央行降准的概率将提高。

此前央行公布数据显示,今年11月份,金融机构外汇占款余额减少2213亿元,央行外汇资产减少3158亿元,这当中主要是居民增持外汇资产、购汇需求上升所致,如果央行主动干预市场,增加外币流动性供给,则外汇占款减少的现象可能进一步加重。业内人士认为,为保持本币市场流动性合理充裕,央行释放流动性的压力在加大,而从期限和规模上看,降准确实是比较合适的政策工具。

比较有限。第三,中国存在通缩预期,与此相反美国的通胀水平在缓慢回升,从通胀的相对变化来看,人民币兑美元甚至具有升值动力。另外,央行有动力也有能力防止人民币出现大幅贬值。

#### 国泰君安：等待央行降准

如果我们不考虑债券收益率下行所隐含的降准预期,单单从降准的可能性来说,一方面从微观企业的数据来看,实际利率偏高仍然在抑制企业投资,从而对宏观层面的稳增长不利;另一方面,央行资产负债表已经开始出现负增长,这与外汇占款持续负增长和实体经济需求不强有关。由此来看,央行以降准来改善流动性预期已经是大概率事件。(张勤峰整理)

如果我们不考虑债券收益率下行所隐含的降准预期,单单从降准的可能性来说,一方面从微观企业的数据来看,实际利率偏高仍然在抑制企业投资,从而对宏观层面的稳增长不利;另一方面,央行资产负债表已经开始出现负增长,这与外汇占款持续负增长和实体经济需求不强有关。由此来看,央行以降准来改善流动性预期已经是大概率事件。(张勤峰整理)

含税率接近15%,在历史上仍属于中性偏高的水平,只有2013年的债券超级大熊市环境下出现过隐含税率明显高于当前水平的情况,当时该数值高达24%附近。2014年估值超调的金融债下行幅度远大于国债,隐含税率快速收窄至12%左右,并在2015年全年基本都维持在这一中枢,金融债当前的估值仍略有优势。

在相对有效的金融市场,定价的合理程度将大为提高,比如收益率曲线的形态、不同隶属的金融资产相对价值。在供给相对大幅放量的情况下,国债的稀缺性明显降低,金融债当前的相对估值优势有望在这个催化剂的推动下,逐步实现相对价值回归。这本质上并不牵扯到对单边利率走势的判断,而是在博弈两类债券资产的相对价差,是低利率环境下相对稳妥的投资盈利模式。(本文仅代表作者个人观点)

市场看法是中性偏谨慎,其确定性不如纯债,想象力不如股市,成功建立在股市暴涨这一小概率事件上,且承受供给增多等不利的边际变化。高估值和边际不利变化是确定性变量,而股市能否上涨是不确定性变量。因此,除非对股市有很强的判断,否则转债市场目前应至多平配甚至低配。当然,基于对股市区间震荡但存在结构性机会的判断,近期基本持中性偏谨慎的判断。