流动性跨季：净投放不能停

□本报记者 张勤峰

在连续净投放逾万亿元之后，季末及长假前最后一周的首个交易日，央行公开市场操作出现了资金净回笼。9月26日，央行开展1300亿元逆回购操作，不及日内高额的到期回笼规模，净回笼资金2450亿元，为9月12日以来的首次净回笼。

市场人士指出，过去两周的公开市场操作充分印证了央行维护流动性合理充裕的取向。凭借短期大额净投放，银行体系超储率得以提升，此次净回笼的出现，恰说明资金面正趋于平稳，预计央行将维持适量流动性支持力度，资金面总体实现平稳跨季跨节的问题不大。但季末、长假效应、MPA考核的多重叠加影响仍不容忽视，尤其是MPA考核增加非银机构融资难度，流动性或仍有结构性压力。

连续净投放戛然而止

26日，央行开展了1300亿元逆回购操作，包括1200亿元14天逆回购和100亿元28天期逆回购，操作利率分别持稳于2.40%、2.55%。

26日央行逆回购交易量虽较前一交易日（9月23日）增加300亿元，但仍不及当日2250亿元的逆回购到期规模，加上25日有1500亿元逆回购顺延到期，因此当日逆回购到期回笼量达3750亿元，对冲后仍净回笼资金2450亿元，为9月12日以来的首次净回笼。

自9月12日起，央行通过公开市场操作连续开展大额资金净投放操作。据统计，从9月12日到23日的九个交易日，央行累计开展逆回购操作16600亿元，叠加顺延到期的851亿元央票，累计投放资金17451亿元，冲销到期逆回购之后，仍实现资金净投放11951亿元。

有市场人士表示，在连续九个交易日开展净投放之后，昨日央行公开市场操作出现资金净回笼，主要是因为到期回笼规模太大，同时也反映出资金市场正恢复稳定，资金压力有所减轻。

据交易员反馈，得益于央行连续开展大额资金投放，银行体系超储率有所回升，加上央行在平抑阶段性流动性波动上所展现出的坚决态度稳定了市场流动性预期，从21日午后开始，资金面持续偏紧状况趋于缓和，22日、23日市场资金面整体恢复宽松，银行类机构融出增多，短期及跨季跨节资金融入难度均减轻，到23日午后资金供求已呈现过剩局面，隔夜资金减点融出的情况普遍。交易员称，如果市场资金缺口减少，意味着机构对央行流动性供给的依赖减轻，在到期回笼量较大的情况下，公开市场操作出现资金净回笼也并不奇怪，这恰恰说明资金面正趋于平稳。

另值得一提的是，昨日央行以14天逆回购取代了7天逆回购，前者从18日起曾短暂暂停操作。对此，交易员称，从本周起，7天逆回购的到期日将处于长假期间，实际融资期限超过7天，暂停操作既可以避免节后到期量过于集中，也可回避融资期限与价格之间的矛盾。事实上，这也正是上周央行暂停14天逆回购操作的原因所在。

投放逾万亿彰显决心

机构普遍认为，最近面对短期流动性偏紧及季节性扰动因素增多的情况，央行通过多种手段和多种工具连续实施大额资金净投放，显示其既有意愿也有能力维护流动性总体合理充裕。

9月上旬，央行连续开展资金净回笼，加上先后重启14天、28天期逆回购操作，以及在MLF续作中连续暂停3个月品种，引发了市场对央行货币政策操作取向与金融去杠杆的广泛讨论。主流观点认为，9月上旬的连续净回笼表明央行不愿流动性过于泛滥，延长流动性投放时效也会温和提升市场综合资金成本，目的均在于抑制金融杠杆继续上升，并倒逼金融机构加强流动性管理。但更有甚者认为，金融去杠杆的政策取向将致使流动性持续呈现紧平衡，结合海外主要央行宽松步伐放缓及海外债券利率阶段性回升来看，国内市场流动性的拐点已经到来。

很显然，9月中下旬央行积极开展流动性投放的行为有助于市场形成“央行不会主动收紧流动性”的共识。兴业研究的报告即指出，面对节假日效应、季末考核效应、资本外流等多因素的压力，近期央行积极在公开市场投放资金以呵护流动性，使得市场进一步确认了央行不会主动收紧流动性的判断。中信建投证券报告亦称，央行稳定资金面的决心坚定，市场资金紧张情绪已明显得到缓和。由于国庆节前资金面压力持续存在，央行维护资金面的态度不会改变。

中信建投进一步指出，尽管G20会议后各国央行态度有转变的迹象，但并不代表全球货币宽松的趋势发生变化，而是为了纠正市场此前过于宽松的预期。随着全球经济进一步分化，全球货币宽松的整体势头不会改变，流动性拐点终将被证明是个伪命题。申万宏源分析师亦称，只要经济没有明显好转，流动性仍将保持宽松，同时利率也将维持低位。

市场人士指出，货币当局有决心也有能力维稳流动性，加之经济稳增长和金融防风险也不支持货币政策收紧，因此不必过于担忧季末流动性状况。短期看，此前央行净投放的效果正显现，预计央行将维持适量流动性供给，市场对流动性平稳跨季抱有较高的预期。

季末前仍有净投放必要

不过，季末前流动性风险仍然值得关注，特别是市场流动性依然存在结构性压力。

市场人士指出，本周将进入季末考核及国庆长假前备付的最后关头，对短期流动性风险仍不可掉以轻心。

一方面，流动性仍面临多种因素的叠加冲击。季末在即，MPA考核扰动可能加重，节前取现高峰也将出现，流动性面临的时点性压力不小。同时，美联储暂缓加息，反而刺激了市场对12月份美联储加息的预期，资本外流带来的流动性紧缩效应挥之不去。此外，央行近期加大逆回购操作力度也相应积累了到期回笼压力。据统计，本周（9月24日至9月30日）公开市场将迎来9150亿元逆回购到期，形成最近半年的一个到期高峰，增加了央行公开市场操作难度，一旦央行逆回购操作力度不够，容易造成资金净回笼，对短期流动性及市场情绪的影响不小。有交易员就称，因26日央行公开市场净回笼资金，资金市场较前一交易日略微收敛，市场情绪也略显谨慎。26日，银行间存款类机构质押式回购利率整体走高，其中隔夜品种涨3bp至2.17%，7天品种因跨季因素上涨11bp至2.44%。

另一方面，MPA考核增添非银机构融资难度，季末前流动性结构性压力仍存。尽管央行开展大额投放，提升了银行体系超储率，流动性平稳跨季已基本不成问题，但季末前MPA考核的影响始终存在，银行收紧对非银融资，容易造成流动性的结构性紧张。

市场人士指出，考虑到短期流动性风险犹存，央行资金投放的动作还不能停，但可以预料，跨季后央行将回收大部分近期投放的流动性。在金融去杠杆及汇率维稳背景下，央行宽松有度，流动性投放也有度，期望流动性太宽松已不现实。

■债市策略汇

利率产品

申万宏源：关注资金面走势

短期美联储不加息，美元整体偏弱，人民币贬值压力有所缓解，汇率问题暂未成为市场关注的焦点。而进入国庆假日前的最后一周，9月27日将公布8月规模以上工业企业利润数据，整体对债市影响有限，建议关注本周资金面走势，如果资金利率持续回落，则有望带动债市继续向好。

中信建投：看好长端利率继续下行

由于国庆节前资金面压力持续存在，央行维护资金面的态度不会改变，而国庆节后资金面将回归宽松，近期债券市场风险点并不存在。重申债牛基本面逻辑，当前经济复苏概率偏低，房地产周期过后，新增长动力暂时缺位，2.8%成10年国债利率铁顶，继续看好长端收益率持续下行。继续坚持“顿国倾城”的投资策略建议，维持年内10年期国债收益率2.5%的判断。

信用产品

华创证券：关注价值洼地

目前信用环境保持稳定，产能过剩行业信用资质仍然向好，低评级信用债利差仍能维持低位，且随着投资者逐步认可其配置价值，仍有进一步收窄的空间，但建议仍要警惕资金面的波动、政策去杠杆等风险。建议放缓配置高等级品种，多关注一些价值洼地和产能过剩龙头的配置价值，城投可适当拉长久期。

国泰君安：警惕信用风险

“缺资产主导信用利差长期低位趋势”的逻辑已经演绎到极致，后续“防踩雷主导信用利差阶段性波动和趋势性分化”的逻辑将重新回归。四季度将有1.4万亿信用债到期，其中主体评级AA及以下的有2338亿元；按行业分类，煤炭、钢铁、有色、机械、化工等产能过剩行业有共计近3600亿元债券到期。四季度滚动融资的压力仍然很大，信用风险仍可能密集爆发。

可转债

海通证券：稳健操作 精挑个券

上周转债市场加权溢价率小幅回落至42.5%。新券方面，模塑科技转债拟发行金额由9亿元调整为8.1366亿元。转债市场成交清淡，日均成交额仅2.1亿元，转债市场整体机会有限，建议稳健操作，精挑个券，如以岭EB、江南、白云、九州、歌尔等博弈机会，及国资EB、皖新EB等低吸机会。

中金公司：总体震荡 关注个券

基于股市、转债估值的判断，未来转债市场继续呈现总体震荡、机会以个券为主的局面的可能性较大。银行转债大概率将出现，若供给冲击带来估值调整，则关注增持机会。择券上，基于股市板块、正股情况、转债估值和债股性等，建议关注电气、江南、以岭、歌尔、九州等，新券海印、洪涛以及国盛EB有短期机会。（张勤峰 整理）

期债市场延续温和走强

□本报记者 王辉

受市场情绪继续向好、机构配置需求仍旧较旺等因素影响，周一（9月26日）利率债市场继续温和走强，期债两品种也最终以小幅上涨报收。分析人士指出，尽管国庆节前市场资金面谨慎情绪仍未消散，但短期主流机构现券交投心态仍较平稳。在此背景下，短期内期债市场或维持偏强震荡的运行格局。

期债两品种小幅攀升

在周一公开市场市场操作出现较大规模资金净回笼的情况下，银行间资金整体仍旧延续了上周以来的紧平衡运行格局，不过场内资金拆借难度并未出现明显上升。与此同时，在保险等机构配置力量继续显现的背景下，当日利率债和期债市场仍出现小幅走强。

具体盘面表现上，5年期期债主力合约TF1612小幅高开后转入高位震荡，午后涨幅略有扩大，最终以小幅上涨报收。截至收盘，5年期国债期货主力合约TF1612报101.575元，上涨0.05%；TF1612持仓微增58手至21316手，成交4715手。10年期国债期货主力合约T1612报101.285元，上涨0.13%；T1612持仓增加613手至39211手，成交13341手。整体来看，周一TF1612与T1612均延续了9月中旬的偏强震荡格局，市场人气仍略有利于多头。

交易员表示，虽然周一银行间债市依旧受到资金面紧平衡的压力，但现券交投尤其是超长债券种仍旧持续受到保险等机构的青睐，从而带动了市场继续保持强势震荡。虽然“十一”假期、季末考核等利空因素继续给资金面带来压力，但市场各方对于央行维护资金面平稳的预期仍旧高涨。整体而言，在经过前期债市的阶段性调整之后，市场做多人气继续恢复。

短期市场料延续区间震荡

对于近期利率债与国债期货市场的表现，目前多数机构对市场走势整体保持中性预期的同时，乐观情绪有一定上升。

兴业证券表示，上周央行公开市场逆回购操作规模创阶段新高，除了增加资金供给外，也释放了维稳资金面的政策信号，利好市场交易情绪。除此之外，上周一级市场表现强劲，认购倍数整体走高，配置意愿的提升对二级市场也产生了一定的提振效果。外围方面，美联储9月议息继续按兵不动，缓解了人民币汇率短期的波动压力，也对现券交投构成利好。整体而言，利率债期限利差走平的状况，短期可能还将保持。

具体到期债的投资策略，中信期货认为，随着央行“锁短放长”效果显现，在隔夜资金利率维持在一个平稳的水平之后，利率债的配置热情或再度回暖。同时，随着美联储9月份没有加息，人民币贬值的压力也在近期得到缓解，从而进一步利好期债市场。交易策略方面，该机构建议，投资者在继续重点关注市场流动性变化的同时，可继续多单轻仓参与。

首例破产清算：债市市场化发展新标志

□联合资信评估有限公司 刘艳

2014年，“11超日债”无法按期全额支付利息，拉开了公募债券违约的序幕。此后，信用类债违约呈加速之势，但刚性兑付预期仍普遍存在。近日广西有色金属集团有限公司（简称“广西有色”）宣告破产，是银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业，成为我国债市市场化发展的新标志，也是债券市场走向成熟的必经之路，有利于打破“刚性兑付”信仰，消除市场扭曲，促进市场公平、健康发展。

破产清算是市场化发展的必然选择

近年来，随着经济改革的推进和结构调整的深化，我国债券违约现象不断出现，从私募产品到公募产品，从民营企业到国有企业，从中小企业集合票据到短期融资券、中期票据等常见券种的违约均有出现，债券违约趋于常态化。在此背景下，有序打破“刚性兑付”，消除信用市场定价扭曲，是债券市场化发展的必然选择。

近日，法院发布公告显示，因广西有色及管理人未能在人民法院裁定重整之日起六个月内提出重整计划草案，并且未申请延期，广西壮族自治区南宁市中级法院于9月12日宣告终止广西有色重整程序，并宣告公司破产。

分析其最终走向破产清算的原因，第一，广西有色资产负债率高达216.77%，资产处置价值已然不高，进行破产重组或会使其最终沦为僵尸企业，有可能进一步导致国有资产的流失；第二，政府如果救助，有可能助长市场的道德风险和逆向选择，破坏市场的公平性，导致债券市场资源配置不当等问题，不利于债市的长远健康发展；第三，随着近几年刚性兑付逐步打破，市场对违约和损失的容忍度在不断提升，破产清算不一定会带来很大的市场冲击，引发系统性风险的可能性不大。可以说，广西有色破产清算是市场化选择的结果，也是债市走向成熟的必经之路。

债市参与者应顺应市场化发展趋势

与之相契合的是，近日，银行间交易商协会发布了《投资人保护条款范例》（简称《范例》），针对债务融资工具违约风险点，设计了“交叉保护条款”、“事先约束条款”和“控制权变更条款”，将风险事件作为持有人会议触发情形，并分别设置了相应的投资人保护机制，进一步推动了投资人保护的规范化和制度化。

在上述背景下，我国债券市场参与者应与时俱进，适应债市市场化发展进程，共同推动债券市场健康、有序、规范发展。

首先，企业要充分认识债务风险，注意管控债务杠杆，努力提高资金、筹资和财务管理水平。企业应对未来宏观经济、行业周期进行谨慎、全面的评估，完善公司治理机制，以实现盈利和可持续发展为目标，主动、自发地寻求降杠杆、促发展路径。

其次，投资者风险意识应进一步提高。目前政府或者母公司等债券的各关联方对债券违约的救助能力和意愿趋于弱化，刚兑信仰逐渐打破，投资者应树立理性投资、风险自担的投资理念，提升自我保护意识，避免资金损失。

再次，监管机构应完善债券违约处置机制，提高事后处置效率。目前，由于我国破产申请程序繁琐，司法干预多，执行成本高，破产管理人专业程度不足、选任制度不完善，导致诉讼时间很长，重整计划效率不高。因此建议我国尽快建立一套完备、清晰的破产重整和清算等事后处置机制，推动债券违约处置制度化，降低破产审理成本，提高处置效率。

最后，金融中介机构应谨慎尽职，促进市场的有效运行。如主承销商应进一步完善业务架构、内控机制、激励机制，避免利益冲突，进一步发挥在尽职调查、信息披露、持续督导方面的作用和职责。评级机构应进一步完善评级方法，向企业基本面分析的本质回归，弱化外部支持因素对评级结果的影响，对企业信用级别调整应更加及时。

“15东特钢CP003”未按期兑付

9月26日晚，东北特殊钢铁集团有限公司（简称“东北特钢”）公告称，公司2015年度第三期短期融资券（简称“15东特钢CP003”）应于2016年9月24日（此日为节假日，顺延至9月26日，下同）兑付本息。截至到期兑付日日终，东北特钢未能按照约定筹措足额偿债资金，“15东特钢CP003”不能按期足额兑付，已经构成实质性违约。至此，东北特钢已经连续违约9次，本金违约金额升至近58亿元。

“15东特钢CP003”发行总额为7亿元，发行期限为1年，本计息期债券利率为6.3%，本期应偿付本息金额为7.441亿元。

东北特钢表示，由于公司资金流极度紧张，截至9月24日日终，东北特钢依然未能筹集足额偿债资金，“15东特钢CP003”不能按期足额兑付本息，已构成实质性违约。目前公司正通过多种途径积极筹措资金，并努力做好积极筹措外部资金、加强企业自身经营、努力通过经营性现金流偿付本期债券、努力保障后续债务融资工具到期偿付等工作。（王姣）

凤城园投评级展望遭调至负面

中诚信国际信用评级有限责任公司（简称“中诚信”）昨日公告称，决定维持凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司（简称“凤城园投”）的主体信用等级为AA，评级展望由稳定调整为负面；维持“2015年凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司公司债券”债项信用等级为AA。

中诚信表示，总体来看，2015年以来，凤城园投在凤城市突出的基础设施建设主体地位继续维持，公司短期内债务压力相对较小。但同期凤城市经济和财政指标下滑严重、公共财政预算收支双降、基金预算收入下滑，同时公司盈利能力大幅下降，供热业务仍未盈利，资产负债率也有所上升。由此，中诚信国际将凤城园投的评级展望由稳定调整为负面。

据悉，2015年，受全国经济下行及辽宁省财政收入质量情况监督检查行动的影响，凤城市经济和财政指标均开始下滑。2015年，凤城市实现地区生产总值254.8亿元，居丹东市第2位，按可比价格计算，同比下降4.9%；当年凤城市公共财政预算收入9.21亿元，较上年下降68.14%，其中，税收收入6.32亿元，较上年下降66.61%。（王姣）

大公调整龙信建设评级展望至负面

大公国际资信评估有限公司（简称“大公”）日前公告称，决定维持龙信建设集团有限公司（简称“龙信建设”）的主体长期信用等级为AA，评级展望由稳定调整为负面，同时维持“16龙信建设CP001”信用等级为A-1。

大公表示，龙信建设主营房建工程施工、安装装饰装潢及房地产等业务。上述评级结果反映了公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质，仍拥有一定的技术优势以及布局建筑产业化较早等有利因素；同时也反映了建筑业面临原材料价格波动和人工成本上升风险，公司收入有所下降，营业利润及净利润大幅下降，新签合同额大幅下降，对外担保比率较高，有息债务规模增长较快以及会计核算规范性有待加强等不利因素。

大公指出，随着龙信建设项目建设的推行，公司未来对资金的需求度不断提高，有息债务规模将持续增加。截至2016年6月末，公司总负债为99.35亿元，其中流动负债占比93.10%，资产负债率为69.14%，有息债务占总负债比重为40.02%，其中短期有息债务32.91亿元，占总负债的比重为33.12%。（王姣）

绿城集团主体评级被调升至AAA

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）日前公告称，决定将绿城房地产集团有限公司（简称“绿城集团”）主体信用等级由AA+调升至AAA，评级展望维持为稳定，将“15绿城01”、“15绿城02”和“15绿城03”的债项信用等级由AA+调升至AAA。

中诚信证评表示，2015年中国交通建设集团公司（简称“中交集团”）成为绿城集团控股股东绿城中国控股有限公司（简称“绿城中国”）的第一大股东，并在融资安排及资源整合等方面给予公司支持，积极推动其财务结构优化及协同效应的发挥。与此同时，凭借很强的市场影响力和产品认可度，2015年绿城集团在杭州等传统优势区域继续保持了明显的领先地位。此外，2015年以来绿城集团积极调整土地储备策略，新拓展土地向一线城市及杭州等重点二线城市集中，土地储备区域分布有望得到优化。不过中诚信征评也关注到绿城集团盈利水平阶段性下滑，项目及土地储备在三、四线城市占比较高等因素可能对公司经营及整体信用状况造成影响。（王姣）

“15赣和济债”评级上调

鹏元资信评估有限公司（简称“鹏元”）日前公告称，决定维持江西和济投资有限公司（简称“江西和济”）主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，并将“15赣和济债”的债项信用等级由AA上调至AA+。

鹏元表示，该评级结果是考虑到2015年上饶市的经济保持增长，财政实力进一步增强，公司继续获得上饶经济技术开发区政府大力支持，公司未来收入较有保障，上饶市城市建设投资开发集团有限公司的连带责任保证担保提升了本期债券的信用水平。同时鹏元也关注到了上饶市财政自给率不足，公司资产流动性较弱，委托贷款和支助款项占用公司大量资金且存在一定的坏账风险，公司主营业务盈利能力较弱，资金支出压力较大，有息债务规模快速增长，偿债压力增大和存在一定的或有负债风险等风险因素。（王姣）

口行29日增发三期金融债

中国进出口银行26日公告称，定于9月29日通过中国人民银行债券发行系统招标三期固息增发债券，期限包括1年、10年、20年，发行总额为不超过120亿元。

口行此次拟增发该行2016年第八期1年期、第十期10年期和2015年第十九期20年期固定利率金融债分别不超过50亿元、50亿元、20亿元，票面利率分别为2.2%、3.18%、3.88%。本次将采用全价价格招标方式发行，中标方式为单一价格中标（荷兰式）。

上述三期增发债券招标日均为9月29日，缴款日为10月10日，上市流通日为10月12日，上市后分别同原债券合并交易。这三期债券均无基本承销额度，1年期品种发行手续费为发行总额的0.05%，10年品种为0.10%，20年品种为0.2%。（张勤峰）