债市莫慌 “钱荒”魅影只是魅影

□本报记者 王姣

对“钱荒”的担忧终于酝酿成“债慌”。

过去三天时间里，各个资金群都是一片借声，“钱荒2.0” 到处刷屏，T1703已然断崖式下跌了1.42%，10年期国债收益率则快速攀升近15BP。面对此情此景，无论是“跪求隔夜资金”的交易员，还是被倒逼去杠杆的债基经理，心里都是一样苦。

“钱荒2.0”真的来了么？债市牛转熊是否已成定局？尽管一些市场人士难掩悲观情绪，但多数机构仍然认为，“钱荒”魅影只是魅影，后续资金面终将回归平稳，而经济基本面和货币政策对债市仍有支撑，调整之后的机会正在到来。

今年以来十年期国债利率走势

债市跌得停不下来

随着“资金荒”持续发酵，国内债市延续暴跌模式。昨日盘面数据显示，10年国债期货主力合约T1703早盘窄幅震荡，自10时左右开始一路下滑，盘中最低下探至98.115元，最终收报98.1850元，跌0.63元或0.64%。

现券市场上，CFETS本币行情显示，1日10年期国债新券160023开盘成交到2.96%，较前日尾盘上行2.5BP，继早盘窄幅震荡后，午后成交利率不断走高，盘中一度突破3%关口，为6月12日以来首次突破3%关口，收盘前略有回落。此外，10年国债活跃券160017午后成交收益率一度攀升至3.0205%，为近半年来首现，其末笔成交在3%，较前日收盘价大幅上行6BP。

二级市场的恐慌情绪也传导至一级市场上，昨日口行招标发行的1年、3年、5年、20年期中标利率均高于市场预期，且1年、5年、20年期中标利率均高于二级市场，5年期3.30%的定位已接近10年国开债活跃券水平。

值得注意的是，自11月29日以来，短短3个交易日，10年期国债收益率已从2.85%攀升至2.99%，累计涨幅高达14BP；期货市场上，10年国债期货主力合约T1703由从99.55元大跌至98.185元，累计跌幅高达1.42%。

从“钱荒”到“债荒”

在业内人士看来，此次债市大幅调整的直接导火索是资金面持续紧张。

业内有人如是还原11月29日的货币市场：本来打着“钱到下午自然平”的算盘的一些机构，在3点开始不安，在4点开始慌张，在4点半开始焦虑，在4点45分绝望，5点后台收盘时，违约的机构成片出现，连环爆了无数杠杆资金。

当日，央行在公开市场净回笼资金100亿元，本就令市场叫苦不迭，大行融出意愿降低更令境况雪上加霜，资金面紧张预期和去杠杆担忧循环发酵，债市由此开启了这波迅猛的调整。

尽管11月30日公开市场开始转为净投放，但市场紧张情绪似乎并未随之缓和。12月首个交易日，央行公开市场继续净投放，然而50亿元的投放量少得可怜，资金紧势难以明显缓解，Shibor利率连续第16个交易日全线上涨，隔夜Shibor涨0.90个基点报2.3250%；7天Shibor涨0.60个基点报2.5020%，创16个月高点。昨日上交所隔夜国债逆回购GC001利率也全天延续高位，尾盘甚至拉升至10%以上。

伴随着资金利率的持续攀升，2013年“钱荒”记忆不断被重提，对“钱荒2.0”担忧甚嚣尘上。“快醒醒，你借的隔夜到期了！”这句颇有调侃意味的段子，却正是导致近期无数交易员夜里难眠的警钟。

中金公司在最新研报中指出，在超储率偏低的情况下，叠加年末各类机构的资金融入需求上升，包括为了应对MPA考核，年底吸收同业资金扩大资产负债表规模等需求，导致资金面持续偏紧，货币市场利率也被抬升，从而波及中长期限债券。

天风证券进一步指出，资金面紧张下，可能引发连锁反应，带来金融机构集体去杠杆的效果。流动性较好的品种往往第一时间受冲击，赎回机构持仓较多的品种可能会被以相对低的价格抛售，配置型投资者可以择机适当参与。如果形成了负反馈，则这一过程可能会延续一段时间。

“钱荒”魅影不足惧

分析人士指出，短期来看，资金面仍是短期扰动债市的核心因素。考虑到资本外流压力难减、货币政策难实质宽松、跨年跨节资金需求增加等因素，年末资金面大概率仍维持偏紧格局，由此或将继续施压债市，但多数观点认为，类似2013年那样的“钱荒”不会再次出现，经济基本面和货币政策对债券基本面仍存在支撑，大跌之后的债市也许正迎来布局机会。

“魅影只是魅影，当前情况与2013年钱荒实质上仍存在明显差别，资金面因素短期内仍会平复。”中信证券表示，到目前为止央行仅通过量价分离和“缩短放长”的操作实现实质紧缩，缓慢抬升资金成本以期达到温和去杠杆目标。通过跨品种、跨期限组合操作工具实现精准滴灌式补充市场流动性需求，有意维持资金面紧平衡，态度相对温和。此外，央行前几日连续维持资金净回笼是触发债市大幅调整的重要因素，但目前来看央行已开始净投放资金缓解市场紧张情绪，11月30日净投放900亿元，本周剩余两天将有4050亿元逆回购到期，央行或会保持净投放对冲到期逆回购，安抚市场情绪。

月末因素消除后，昨日资金面已有所好转。从银行间质押式回购市场（存款类机构）来看，昨日隔夜回购利率下行约9BP至2.32%，7天回购利率也下行约2BP至2.66%。

国信证券进一步指出，如果不是货币政策出现趋势性转向，导致货币市场利率大幅波动的阶段性、结构性因素消失后，市场将重归平稳。该机构认为，虽无法预期最高点利率在哪里，但是当前水平的价值可以认可，以投资持有角度来看，后续将有可期的回报。

另据民生证券的最新调查，近期的现券波动主要来自大行主动行为，主要影响的品种是利率品和高等级信用品，大行降仓位是年末行为，元旦后资金会重新回归市场，因此对现券的影响是短期的。

国泰君安证券更为乐观地认为，债市如果崩盘一定会传导到股市、房市和实体经济，同时，债市面临的基本面和外部流动性边际也在改善。因此，“深挖坑”是为了“广积粮”，当前的暴跌是为了以后的上涨。

综合机构观点来看，临近年底人民币贬值预期升温，资本外流压力加剧，而货币政策难有实质性宽松，预计春节前资金面偏紧的局面难有改善，加之市场交投情绪十分脆弱，短期内债市调整难言结束，但随着资金面逐渐企稳，经济下行压力再度显现，大跌之后的债市很可能迎来反弹之机。

■观点链接

方正证券：央行将修正资金体系脆弱性

央行会择机修正货币体系的不稳定性，时间窗口可能是明年一季度。因12月美国加息压力，人民币汇率近期仍会遇到较大的贬值压力，在央行难实质性宽松的情况下，资金体系的脆弱性仍将持续，短期资金偏紧的问题很难根本解决。在经济增长因房地产压力可能出现一些下滑以及美国加息后人民币贬值压力得以减轻后，央行可能会借机修复这个脆弱的流动性体系。明年一季度资金偏紧的问题可能有所缓解。

民生证券：银行资管受流动性影响最大

受到流动性影响最大的是银行资管。随着对同业理财的监管趋严，同业理财规模收缩，负债端对同业理财依赖大的机构就会面临较大的流动性压力。银行的资产负债部门对资管流动性的支持力度减弱，也加剧了这一流动性压力。负债端收缩导致被动上杠杆，银行资管从资金拆出方变成了资金需求方，由于体量巨大，对市场的扰动作用非常明显。

华创证券：国债期货对冲作用显现

利率调整压力下，国债期货的对冲作用显现。于期货流动性要明显好于现货，在现货难以抛掉的情况下，可通过国债期货来进行对冲，降低损失，国债期货的套保需求将进一步增加。套保需求的增加，会进一步压低期货价格，反过来也可能对现货价格产生向下带动作用。投资策略上，基差交易方面，可以选择做多基差交易，即买入现货、卖出期货；跨期价差方面，可选择多1703，空1706进行跨期价差套利；跨品种方面，可选择继续多5年、空10年进行套利。

申万宏源：未来收益率或重新下行

明年一季度前利率仍有上行压力，而基于我们对明年物价高点出现在一季度，以及市场将重新评估特朗普新政效果、美债收益率将再次下行的判断，明年一季度之后中国的国债收益率也会随之下行。（王姣 整理）

境内外人民币汇率价差收窄

12月1日，在岸人民币对美元市场汇率追随中间价下跌，但日内波动有限，汇价仍受到大行售汇的托举。而昨日离岸人民币汇率大幅走高，令境内外利差继续收窄。市场人士指出，汇率维稳力量阶段性上升，有助于避免人民币过快贬值，但客盘购汇意愿未减，人民币对美元汇率仍面临压力。

1日，人民币对美元汇率中间价设于6.8958，下调93基点。当日银行间外汇市场，人民币对美元即期汇率开盘报6.8955，开盘后一度冲高至6.8917，后转为窄幅震荡，16:30收盘价报6.8949，跌79基点；进入夜盘，人民币跌幅略收窄，截至19:18报6.8922。

因预期内地资本监管收紧，或导致离岸人民币流动性趋紧，昨日香港市场上，离岸人民币对美元即期汇率大幅走高，日内一度涨逾200基点，截至北京时间19:20报6.8996，涨166基点。境内外人民币汇率价差因此大幅收窄。

市场人士指出，近期大行持续释放美元流动性，汇率维稳力量增强，矫正人民币过快贬值，但客盘仍呈现净回购，人民币对美元汇率压力犹存。（张勤峰）

一级市场口行债需求不佳

债市动荡之时，中国进出口银行1日招标发行的四期固息金融债中标利率大多高于二级市场利率水平，认购倍数介于1.8至3倍之间，显示市场机构谨慎，配置节奏放缓。

进出口行昨日招标的四期金融债券，期限包括1年、3年、5年和20年，其中1年、3年和5年债券均为新发债，20年债券为增发债，均为固息品种。据市场人士透露，此次1年、3年、5年、20年口行债中标利率/收益率分别为2.87%、3.15%、3.30%和3.7230%，全场投标倍数分别为1.88、2.44、2.12和3.05。

据中债到期收益率曲线显示，11月30日，待偿期为1年、3年、5年和20年的固息口行债收益率分别报2.75%、3.18%、3.25%、3.68%。此次招标的口行债中，除3年品种发行利率略低于二级市场利率外，其余均不同程度高于二级市场水平。认购倍数方面，低发行量的30年品种表现稍好，其余均不到3倍，易表明一级市场需求不佳。（张勤峰）

中诚信下调博源控股评级

中诚信国际1日发布公告称，下调内蒙古博源控股集团有限公司主体及相关债项信用等级。

中诚信国际指出，近年来，博源控股煤炭和化工业务的盈利和获现能力持续弱化。今年前三季度，博源控股亏损1.84亿元，经营活动净现金流4.16亿元，同比下降49.14%；同期末，资产负债率处于70.40%的较高水平。公司直接和间接持有A股上市公司远兴能源股份中的99.88%已被质押，再融资能力较弱。

此外，中诚信国际表示，对博源控股到期债务偿还及资金平衡方案一直保持关注。2016年12月至2017年1月期间博源控股发行的超短期融资券、远兴能源发行的“11远兴债”以及银行借款将集中到期，流动性压力加大，且外部融资环境的变化使其偿债计划在实施上存在一定不确定性，公司面临的流动性风险值得密切关注。

综上，中诚信国际决定将博源控股的主体信用等级由AA下调至AA-，将“12博源MTN1”和“13博源MTN001”的债项信用等级由AA下调至AA-，并将博源控股主体及相关债项均列入评级观察名单。（张勤峰）

吉林债中标利率近招标区间中值

12月1日，吉林省政府财政厅招标发行的3年期固息地方债中标利率落于招标区间中值附近。

吉林省政府此次招标的是该省今年第九期一般债券，为3年期固息品种，发行规模5.72亿元。据招标前公告披露，本期债券招标利率区间为2.53%-2.91%。据市场人士透露，此次本期债券中标利率为2.73%，高于招标利率下限20bp，处在招标区间中值附近。

四季度以来，各地公开招标发行的地方债利率多接近招标区间下限，不过，近几日随着债券市场持续调整，地方债与国债之间的溢价有重新走阔的迹象。与此同时，从近一段时间招标情况看，辽宁省、大连市、吉林省等东北地区省、市发行的地方债利率通常比同期其他地区发行的地方债更高一些。（张勤峰）

天津债中标利率均高于招标下限

12月1日，天津市政府招标发行的一般债和专项债中标利率高于招标区间下限10bp至29bp不等，显示随着近期债券市场出现持续调整，对地方债一级市场的冲击正在显现。

天津市政府此次招标的是该市今年第三批一般债及第三批专项债，其中一般债包括3年和10年期两品种，专项债包括3年、5年、7年、10年期四品种。据招标前公告披露，此次3年、5年、7年、10年期天津债招标区间分别为2.53%-2.91%、2.68%-3.08%、2.87%-3.30%、2.88%-3.31%。据市场人士透露，此次3年、10年期一般债中标利率为2.63%、3.07%，较招标下限高出10bp和19bp；3年、5年、7年、10年期专项债中标利率分别为2.72%、2.87%、2.97%、3.17%，分别高于招标下限19bp、19bp、20bp、29bp。

进入四季度以来，地方债定价大多接近同期限国债，但最近债市出现罕见的下跌，导致地方债与国债溢价重新走阔，各地区地方债定价也重现分化迹象。（张勤峰）

农发行7日招标五期金融债

中国农业发展银行1日公告称，定于12月7日招标发行五期固息金融债，期限包括5年、7年、10年、15年和20年，计划发行总额150亿元。分析人士指出，当前经济短期企稳、汇率承压、资金面偏紧等多重利空因素犹存，债市大概率将保持偏弱震荡，预计此次农发债招标结果一般。

农发行此次招标的五期债均为固息增发债，期限分别为5年、7年、10年、15年和20年，发行规模分别不超过50亿元、30亿元、70亿元、20亿元和30亿元。

具体安排上，上述五期债招标日均为12月7日，缴款日均为12月9日，上市日均为12月13日，将采用单一价格荷兰式中标方式。5年、7年和10年期债招标时间均为12月7日14:00-15:00，15年和20年期债招标时间均为12月7日14:00-15:30。（王姣）

口行5日将发10亿绿色金融债

中国进出口银行1日公告称，定于12月5日以簿记建档方式公开发行该行2016年第一期绿色金融债券。

据发行文件披露，本期债券拟发行至多10亿元，为5年期固定利率品种。本期债券将由联合主承销商组织承销团，拟通过簿记建档、集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行。本期债券票面年利率将通过簿记建档、集中配售的方式确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

日程安排上，簿记建档日为12月5日，发行期限为12月5日至7日，12月7日缴款截止并起息。

发行文件指出，本期债券的募集资金将依据适用法律和监管部门的批准，全部用于中国金融学会绿色金融专业委员会发布的《绿色债券支持项目目录》规定的绿色产业项目。（张勤峰）

月末虽过 年关将近

流动性“大考”在路上

□本报记者 张勤峰

12月首日，随着月末效应消退，资金市场紧势稍缓，主要回购利率纷纷下行，然而资金供求紧平衡与结构性紧张特征并存，非银机构融资压力未见明显减轻。市场人士指出，金融机构低超储降低了银行体系流动性的稳定性，而近阶段，外汇占款下滑与季节性扰动增多，叠加市场情绪作用，或进一步放大流动性的波动，今年底到来年春节前后这段时间，流动性供求压力较集中，波动风险仍较大。

紧势略松缓

1日，央行开展1700亿元逆回购操作，包括1000亿元7天期、500亿元14天期和200亿元28天期，当日有1650亿元逆回购到期，此次操作实现净投放50亿元，为连续第二日净投放。但与上一日相比，此次央行公开市场逆回购交易量和净投放量均出现缩水。11月30日，央行开展了2300亿元逆回购操作，净投放900亿元。

1日，银行体系流动性紧张形势仍出现略微改善，前两日市场上充斥的恐慌情绪有所消减，主要回购利率纷纷掉头下行。当日银行间质押式回购市场上，存款类机构的隔夜回购加权平均利率收报2.32%，较上一日回落近9bp；指标7天期回购利率亦下行逾2bp至2.66%；中长期限回购利率全数大幅走低，其中14天、21天、1个月、2个月、3个月期回购加权平均利率分别跌55bp、72bp、72bp、48bp和36bp。

不过，昨日早间公布的各期限Shibor仍连续第16个交易日全线走高。其中，7天Shibor涨0.60个基点报2.5020%，创16个月高点；1个月Shibor涨2.33个基点，报2.8930%，连涨16个交易日上涨；3个月Shibor涨1.98个基点报3.0556%，连涨31个交易日。

交易员称，昨日央行公开市场仅开展象征性净投放，资金市场紧势出现些许缓和，应更多归因于月末扰动因素的消退。此外，有消息称，央行通过常备接待便利（SLF）操作，向部分流动性紧张的金融机构提供了应急流动性支持。

这位交易员亦称，昨日资金面继续偏紧，只是紧张程度略有减轻，银行类机构情况稍好，非银机构融资压力依然不小，许多机构到午盘依然没能借够头寸，资金供求紧平衡与结构性紧张特征并存，而市场参与者对今后一段时间流动性状况依旧充满忧虑。

紧情远未解除

年末常见“钱紧”，这是季节性规律。业内人士指出，我国银行体系流动性供求变化的季节性特征比较明显，逢季末及节假日现金投放高峰来临，金融机构通常会多备头寸以防御流动性波动，容易造成流动性阶段性收紧、资金利率上涨。从往年来看，年末、半年末监管考核期以及春节、国庆长假现金投放造成的流动性季节性波动最为明显。

具体到今年，由于正式启用MPA考核，今年前个三季度末货币市场波动有所加大，尤其是非银机构融资难度加大，易加剧流动性供求结构性矛盾。眼下年末考核将近，机构纷纷多备头寸，大行融出资金意愿下降，可能在年底前这段时间加剧市场资金供求紧张关系。另外，年底流动性还受到元旦小长假现金备付影响，而2017年农历春节靠前（1月下旬），与元旦小长假时间间隔较往年偏短，因此机构可能提前开展长假现金备付工作，“春节效应”可能提前显现，对今年底明年初流动性供求的影响不容忽视。

年末常见“钱紧”，还有深层次原因。业内人士指出，因头年末财政库款集中划拨，一般年初时金融机构超储率处于全年高点，此后随着资产配置等消耗趋于下降，到年底11月、12月中上旬往往是一年中最低的时候。而低超储率会导致流动性内在稳定性下降，抵御边际冲击的能力不足。

具体到今年，超储率变化的季节性规律依然成立，与此同时，在人民币对美元持续贬值背景下，今年人民币外汇占款连续出现大幅下降，带来的流动性供求缺口一直存在，金融机构超储率下行更明显。央行数据显示，截至9月末，金融机构超额准备金率为1.7%，已降至年初以来最低，也是2012年各季度数据最低值。10月至今，央行虽通过OMO、MLF乃至其他货币政策工具净投放了一定量的流动性，但考虑到同期外汇占款亦出现加速下降迹象，超储率增加可能并不明显。

市场人士指出，当前偏低超储率降低了银行体系流动性的稳定性，而前期市场机构投资杠杆上升、资产负债期限错配加剧，已埋下了流动性波动隐患。在去年8月到今年8月一年时间里，银行体系流动性极度稳定，货币市场利率几乎拉成直线。由于当时资金成本稳定偏低、政策预期相对乐观，加上盈利压力和“资产荒”，市场上息差交易盛行、加杠杆操作普遍，且多利用隔夜资金滚动融资，不仅加剧了资产负债期限错配，增加了杠杆操作风险，而且拥挤交易特征明显，一旦流动性出现较明显波动，有可能触发集中降杠杆，积累了流动性风险隐患。而年底季节性扰动，既考验资金体系的稳定性，又可能进一步触发市场业已积累的风险隐患，产生负面循环效应，加剧流动性波动。

“大考”在后头

在当前内外多种压力下，市场机构依靠自身力量很难化解流动性供求矛盾，迫切希望作为最后贷款人的央行能够适时提供流动性支持，但最近央行很“淡定”。

Wind数据显示，整个11月份，央行开展3.255万亿元逆回购操作，操作量为前11个月之最，但由于当月逆回购到期回笼量同样巨大，全月公开市场操作仅净投放150亿元，连10月的“零头”都不到。

近几日，在市场机构拆借困难、资金利率持续走高之时，央行公开市场净投放依然有限，过去五个交易日的净投放规模只有500亿元。业内原本预计央行将通过MLF操作等方式提供额外流动性支持，但到目前为止仍未见到行动，虽然有消息称央行与部分金融机构开展了SLF操作，但由于SLF期限短、利率高，主要发挥利率走廊上限的作用，对于资金利率下行的引导则不明显。

市场据此认为，央行流动性投放有限，显示了货币当局推动金融机构去杠杆的坚决态度，考虑到政策重心转向防风险，未来可以期待的流动性投放可能有限，而资金外流、汇率维稳和年末春节效应带来的压力却有增无减，导致市场流动性预期更趋谨慎。分析人士指出，一致谨慎预期之下，机构预防性的资金需求会更多，这显然也会在边际上加剧流动性供求压力。

总的来看，当前流动性稳定性下降，前期积累的风险隐患开始暴露，而流动性供求压力却阶段性上升，叠加市场谨慎情绪影响，流动性波动风险仍较大。月末虽过，但年关将近，春节也已不远，流动性“大考”还在后头。