

缩表按部就班 市场冲击有限

债市：外部风险不是真风险

□本报记者 张勤峰

21日凌晨，美联储公布了9月货币政策声明，维持基准利率不变，并如期开启缩表计划。市场机构表示，美联储启动缩表，尤其是暗示年内加息计划不变，对市场情绪难免造成一定冲击，但由于市场对缩表预期充分，初期规模也较低，这种冲击应是可控的。进一步看，今年海外债市收益率甚至还有所下行，往后也难以出现明显的上行，加之人民币汇率企稳、中外利差仍较大，外部因素对中国债市影响有限。

一点意外之处

北京时间21日凌晨，美联储公布9月FOMC政策声明，FOMC宣布维持基准利率不变，10月将开启渐进式缩表，并下调了核心PCE预期。这一切似乎都在意料之中，但此次会议后，美股走高，美债利率反弹，美元指数亦抽身向上。

问题出在哪里？不妨来看看此次会议后声明都有哪些“要点”。

国泰君安覃汉团队指出，9月是季度会议，需关注三方面信息的变化，一是FOMC政策声明措辞的变动，二是美联储对经济及利率的预测，三是耶伦新闻发布会的讲话。该团队认为，此次会议主要的增量信息包括：第一，声明特别对近期在美国造成较大影响的飓风灾害进行了说明，认为风暴不太可能在中期内实质性地改变国民经济的进程；飓风之后，汽油和其他一些物品价格上涨可能会暂时加速通胀，但对中长期通胀影响不大。第二，会后公布的点阵图显示，美联储官员对今年底基准利率预测集中在1.375%附近，即预期年内仍有1次加息。第三，美联储上调了对经济实际增长的预期，下调了对失业率的预期，同时下调了对通货膨胀的预期。第四，耶伦会后讲话偏中性。

覃汉团队认为，美联储暗示今年12月仍有加息的可能性，或是导致会后美元指数上涨及美债下跌的主要原因之一，因此市场预期今年内美联储再次加息的概率已下降。

天风证券孙彬彬团队点评称，此次议息会议之前，市场预期12月美联储加息的概率才刚回到50%以上，因而，此次议息会议暗示年内将再次加息才是“鹰派”体现和冲击所在。孙彬彬团队认为，美国通胀已在一段时期内低于2%，且美联储下调了核心PCE预期，但美联储依然采用偏鹰态度，主要是美联储双重目标之下，生产就业数据强劲给了美联储“底气”。

此次会后声明显示，美联储对GDP增长以及通胀预期维持乐观，美联储上调今年实际GDP增速预测值至24%，预计明年实际GDP增速21%；预计今年失业率持平于6月预测值4.3%，下调明后两年失业率预测至4.1%。

是“真老虎”还是“纸老虎”

虽然在意料之中，但美联储9月议息会议最关键的政策调整，仍是“缩表”的问题正式落地，美联储宣布将在10月开始缩表计划。机构指出，由于本轮美联储货币紧缩是加息叠加缩表，缩表的规模又比较可观，因此可能产生深远的影响。从以往来看，美联储历次紧缩和美元升值周期对新兴市场国家均影响显著。那么，这回美联储缩表究竟是“真老虎”还是“纸老虎”？

此前，市场对美联储何时缩表，以及以什么方式、力度和路径缩表已有比较清晰的预期。早在2014年9月的货币政策正常化方案中，美联储就提到未来以被动、渐进和可预测的方式通过停止再投资来减少其持有的证券规模。

值得一提的是，负责公开市场操作的美联储执行机构——纽约联储曾在“9月宣布、10月执行”的假设下，测算了三种缩表进度：达到正常化水平的时间最早是2020

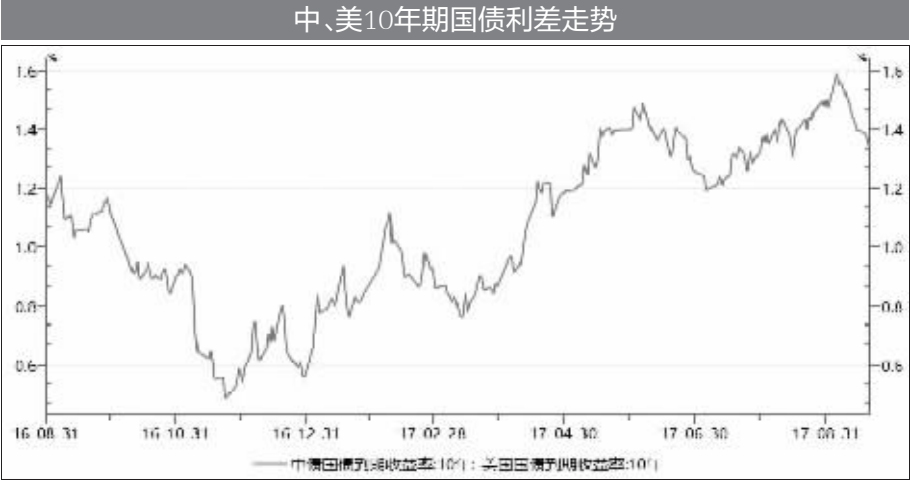
资金面继续改善

周四（9月21日），央行在公开市场开展600亿元逆回购，连续第二日完全对冲到期资金。与此同时，市场流动性有所改善但仍呈紧平衡。市场人士指出，央行公开市场操作重回中性对冲，基本验证资金面压力已明显缓解，后续财政将陆续投放，资金面平稳跨季可期。

央行昨日早间公告称，以利率招标方式进行400亿元7天期、200亿元28天期逆回购操作，中标利率分别持平于2.45%、2.75%。当日有600亿元逆回购到期，由此央行再次完全对冲资金回笼量。

从市场表现来看，资金面继续改善。21日银行间质押式回购市场上（存款类机构），主要期限资金利率涨跌互现，其中隔夜加权利率上行1.36bp至2.83%，7天加权利率基本持稳于2.94%；14天加权利率大幅下行10.47bp至4.06%；更长期限的21天加权利率则上行2bp至4.70%。

申万宏源证券认为，下半年央行仍将在稳健中性的货币政策基调下，通过“削峰填谷”操作稳定市场对资金面利率的预期，央行的持续灵活操作和市场预期的逐步稳定，将令资金面利率中枢整体较上半年有所下降，对9月及四季度资金面无需过于悲观。（王姣）



年第一季度，证券组合缩减到3.5万亿美元；最晚是2023年第三季度，证券组合缩减到2.4万亿美元；中间情况是到2021年第四季度，证券组合从4.2万亿美元降至2.9万亿美元。即综合来看，美联储平均需要花三年半的时间才能把资产负债表缩减1/3。

另外，美国财政部借款顾问委员会（TBAC）预计到2021年货币正常化之际，10年期美国国债的期限利差可能会上升40bp。相较于单次加息幅度25bp，缩表大约相当于1.5次加息，这一影响是分散在3年内实现，所以对市场冲击应该不大。中金公司分析师则认为，届时10年期美国国债的期限利差升幅可能不及40BP，因缩表并非QE扩表的逆过程，QE的结论不能用于

缩表；基本面和投资者结构也决定美国国债长期利率不会太高，期限利差上升有限。

较高利差提供安全边际

值得一提的是，今年初，全球投资者都看空债券类资产，很重要的一个原因便是担心美联储加快收紧货币政策，到年中之后又开始担心欧央行缩减QE和美联储缩表。最近，海外债市确有一定走弱迹象。月初以来，美国10年期国债收益率大约已从低点反弹超过20BP；德国10年期国债收益率也上行超过10BP。

市场机构认为，就短期而言，美联储启动缩表，尤其是暗示年内加息计划不变，对市场情绪难免造成一定冲击，但由于市场对缩表

直线跳水或为“乌龙指”引发

期债短期窄幅震荡为主

多头的程序化交易出错，引发了一连串的程序化后续交易，使得价格在瞬间波动巨大。

随后市场也的确很快有所修复，在午后窄幅震荡过后，10年期国债期货主力合约T1712最终收跌0.15%报94.970元，5年期国债期货主力合约TF1712收跌0.07%报97.450元。

分析人士认为，期债盘中跳水尽管或为“乌龙指”引发，但随后市场反弹修复有限，且利率债招标结果偏高，多重因素下现券情绪谨慎，资金面继续改善也未推动市场反弹，后续市场很可能暂时维持整理格局。

短期窄幅震荡

市场人士指出，缴税结束且将迎来月末财政的陆续投放，流动性有所改善但仍呈紧平衡，资金面压力缓和后市场交易热情仍未出现提升，表明机构情绪依旧谨慎，预计季末前市场仍以窄幅震荡为主。

华创证券指出，短期内债市的压力主要来源于对后市资金面、监管的担忧和美联储议息会议表态。目前央行态度依旧谨慎，并且市场对下旬资金面预期较月初明

的平均水平110BP附近，也是合乎逻辑的。

中金公司：中美利差或小幅压缩

人民币从贬值预期回到升值预期，一方面，过去积压的结汇需求带来外汇占款修复，从而带来国内流动性的相应改善、银行存款恢复，降低对同业杠杆的依赖；另一方面，境外债券投资者也将增加对国内债券的配置。货币市场利率和短期债券收益率可能会进一步下行，带来收益率曲线进一步陡峭化，而中美利差或小幅压缩。

中信建投：美元存在一定反弹动力

市场前期对于美联储未来加息路

预期充分，初期规模也较低，因此，这种冲击应该是可控的。结合前述分析，长期看，美联储缩表对美国市场利率水平的影响将有限。

中金公司研报称，即使在美联储缩表的背景下，后续海外债市收益率上行风险也可控，关键在于目前全球经济都难以找到持续扩张的因素。无论是国外还是国内，经历了几年快速加杠杆之后，目前都没有新的主体有持续加杠杆的意愿和能力。没有新的加杠杆主体和较强的融资需求，也就意味着经济和通胀都难以有持续的上升，利率本身也就难以上升。

近几日，中国债券市场呈现弱势震荡，10年期国债收益率在回落至3.6%后裹足不前，随后出现一定反弹。9月21日，银行间市场上10年期国债活跃券170018成交利率上行至3.64%。

但机构普遍认为，当前海外风险对国内传导有限。弱美元下，人民币逆转前期贬值担忧而走强，前期积压的结汇需求释放或使得未来人民币贬值空间较为有限，资本外流压力下降，加上中美利差扩大，中国货币政策的独立性在上升。

中金公司研报就称，整体来看，美联储缩表因较为缓慢、可预测，已经一定程度反映在预期中，叠加加息概率较低；在人民币贬值压力减轻之后，对中国的影响相对有限。

数据显示，当前中美10年期国债利差超过130BP，过去十年的均值水平则为95BP。

中信证券表示，对债市而言，美联储缩表将于10月开启，但根据美联储公布的缩表计划以及“预期引导”的调控手段，引起市场巨震的可能性不大。虽然加息点阵图显示年内还有第三次加息，但通胀疲软、基本面复苏不稳、资产泡沫程度降低或将减缓后续加息步伐。在央行调控之下，人民币贬值压力较小，货币政策约束得到缓解。国内方面，在去杠杆效果渐显、基本面对下行压力的情况下，央行货币政策或将依旧保持温和。其坚持10年期国债收益率3.6%顶部中枢的判断不变。

宏源期货表示，银行间市场资金面有边际宽松，季末流动性压力最大的时段或已过去，下周还有财政的集中投放，预计资金面在这两日将由紧转松，但债市交投依然较为谨慎，利率债整体成交一般，短期会有止跌企稳行情，进入下周后或有小幅回升。

宏源期货表示，银行间市场资金面有边际宽松，季末流动性压力最大的时段或已过去，下周还有财政的集中投放，预计资金面在这两日将由紧转松，但债市交投依然较为谨慎，利率债整体成交一般，短期会有止跌企稳行情，进入下周后或有小幅回升。

上述两只增发债发行收益率均低于二级市场水平。中债

径的过低预期在本次会议后得到了修正，市场对于12月加息概率的预期从会前53%左右大幅上行至78%，对于2018年末利率水平的预期也达到了1.6%左右，相当于较当前水平加息两次，较会前明显提升。美国10年期国债收益率走高，从会前的2.23%上行至2.27%，美元指数也出现了大幅提升，从会前的91.7左右上行至92.5。如果缩表计划的开启并未对市场造成过度冲击，那么美联储在12月加息可能仍将是大概率事件，而四季度美元指数可能存在进一步反弹的动力。

（张勤峰 整理）

人民币兑美元回调空间有限

□本报记者 王姣

随着美联储“缩表”尘埃落定，美元指数短线反弹，人民币兑美元汇率则顺势回落。21日，人民币兑美元中间价，即期价双双下调近200基点，均创近三周新低。市场人士指出，美联储9月议息会议宣布10月起启动“缩表”，并暗示12月仍可能加息，短期利好美元指数，但其涨势并未延续也表明提振动力有限。整体来看，近期美元走弱和人民币走强不大可能在年内有明显反转，预计后续人民币汇率回调空间有限，年内将延续双向波动格局。

人民币顺势回落

北京时间9月21日凌晨2点，美联储公布9月FOMC会议决议，维持1.00—1.25%利率不变，并维持点阵图预测的加息节奏不变，正式宣布10月启动“缩表”，且会议暗示年内仍将继续加息的可能性较大。

决议声明公布后，美元指数大幅上升0.7%至92.5，离岸人民币兑美元汇率盘中急跌约200基点至6.5850。在此背景下，21日人民币兑美元中间价调贬197个基点，报6.5867，创9月1日以来新低，为连续三日调贬。

人民币兑美元即期汇率周四亦大幅下跌至月内新低，盘中一度跌破6.6元关口至逾三周低点。截至北京时间21日16:30，在岸人民币兑美元收盘价报6.5934元，较上一交易日跌192个基点，盘中最低触及6.6066元；离岸人民币兑美元即期汇率继续下跌70基点，报6.5931元，盘中最低触及6.6030元，境内外价差倒挂约35基点。

有交易员透露，昨日早盘时段人民币下探6.6元后结汇

国开行新债需求旺盛

21日，国家开发银行招标的两只固息增发债需求旺盛，中标收益率均低于二级市场水平，投标倍数较高。

国开行昨日招标的是该行今年第八期7年期和第九期3年期金融债的增发债，均为固息品种，本次分别发行30亿元和50亿元。市场人士透露，此次国开行3年期增发债中标收益率为4.1970%，投标倍数3.75，7年期增发债中标收益率4.3486%，投标倍数4.03。

上述两只增发债发行收益率均低于二级市场水平。中债

需求涌出，加上部分隔夜美元多头头寸离场，缓和人民币跌势；午后购汇需求进一步增加，人民币跌势再起，与离岸人民币形成小幅倒挂。

全球汇市方面，昨日美元指数由涨转跌，截至北京时间21日17:00报92.3781，下跌0.09%。对此市场人士点评称，尽管美联储声明偏鹰派，但整体仍符合市场预期，对美元的提振作用有限，市场的表现也证明了这一点。

双向波动将延续

分析人士指出，考虑到美联储此次“缩表”和12月加息已经被市场所预期，年内美联储货币政策紧缩的外溢效应并不大，短期内美元的反弹或令人民币汇率在一定程度上走贬，但近期美元的走弱和人民币的走强不大可能在年内有明显反转，预计年内人民币汇率走势将维持双向波动。

申万宏源证券表示，从近期通胀数据来看，短期内美国通胀难出现趋势性改善，年内美联储加息仍有掣肘，美元指数低位难上。加上英、欧货币政策趋于收紧，整体来看，海外“英欧强美弱”的格局整体对人民币汇率以及国内债市影响持续偏利好。

中信证券指出，虽然人民币过快升值的势头已经逆转，但大幅贬值也不现实，一方面，今年5月26日逆周期调节因子的引入，在弱化前一日收盘价对中间价的影响的同时，加强了央行的调控能力，有助于预防美元走强造成的市场非理性波动，另一方面，中美利差高于历史均值，提供了较厚的“安全垫”，跨境资本不致过快流出。综上，预计下半年人民币将会在双向波动中小幅贬值。

国开行新债需求旺盛

21日，国家开发银行招标的两只固息增发债需求旺盛，中标收益率均低于二级市场水平，投标倍数较高。

国开行昨日招标的是该行今年第八期7年期和第九期3年期金融债的增发债，均为固息品种，本次分别发行30亿元和50亿元。市场人士透露，此次国开行3年期增发债中标收益率为4.1970%，投标倍数3.75，7年期增发债中标收益率4.3486%，投标倍数4.03。

上述两只增发债发行收益率均低于二级市场水平。中债

口行债需求一般

口行5年期固息增发债中标收益率4.3322%，投标倍数2.21；进出口行10年期固息增发债中标收益率4.3664%，投标倍数2.39。

上述口行债中标利率与二级市场估值水平相比有所分化。中债到期收益率数据显示，9月20日，3年、5年和10年期口行债到期收益率分别为4.2520%、4.3356%、4.3716%，其中3年期中标利率高于二级市场水平，5年、7年期中标利率基本与二级市场持平。从认购情况来看，三期口行债投标倍数均不足3倍，显示市场需求有所降温。（王姣）

■ 评级追踪

新世纪上调瀚瑞控股信用评级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪”）日前公告称，决定将江苏瀚瑞投资控股有限公司（简称“瀚瑞控股”）的主体长期信用等级由AA上调至AA+，评级展望维持稳定，将“14镇江新区MTN001”、“14镇江新区MTN002”的债项信用等级由AA上调至AA+，维持“12镇江新区债”、“16瀚瑞债02”的债项信用等级为AA+，维持“16瀚瑞债01”的债项信用等级为AAA。

新世纪表示，上述评级调整主要基于以下几点考虑：第一，2016年5月，江苏省政府正式发布《宁镇扬同城化发展规

划》，有利于镇江市进一步完善产业体系，提升整体经济实力。第二，该公司投资的大部分项目属公用设施产品，具有非经营性或者准经营性的性质。第三，2017年以来，该公司财务杠杆保持较为合理，资产构成与核心业务及自身功能定位相关度高，并持有一定的现金储备，可为项目后续开发和即期偿债提供必要的资金保障。第四，该公司与多家商业银行保持良好的合作关系，能获得资金支持，保障公司营运资金正常周转。截至2017年6月末，公司共获得银行授信382.96亿元，其中130.64亿元的授信额度尚未使用。（王姣）

银行债券自营要向精细化转型

□中国民生银行金融市场部交易中心 宋垚

今年以来银行业去杠杆进程加快，少数股份制银行资产规模负增长，此过程将对银行债券自营带来较大的冲击。首先，去杠杆导致流动性趋紧抬升负债成本，且负债成本的上升幅度显著大于资产收益，势必造成净利差缩窄。其次，去杠杆背景下，银行资产配置结构也发生较大变化，转向表内信贷资产和收益率较高的非标资产，而传统的生息资产—债券变得性价比有限。

银行债券业务利润匡算=规模*利差+估值盈亏，规模*利差贡献利润的大部分，估值盈亏属于“靠天吃饭”，而2017年受资产收缩影响，债券规模难以扩充，利差也严重收窄，在资金成本高企的时段甚至出现负利差；估值盈亏方面，今年前8个月中债总净价指数下跌3.2%。综上所述，去杠杆的背景下，银行债券自营面临多重窘境。

目前来看，如何破解窘境是各家银

行都面临的难题。相比于券商、基金，银行债券自营的投研能力还有待提高，参与的品种也相对受限，策略易受卖方分析师观点左右，客观独立和可持续性的策略模型研发不足。

银行债券自营过往靠规模、靠利差的粗放式经营必须向精细化经营转变，落实到投资交易环节就是要解决“何时买？买什么？买多少？何时卖？如何控制波动？”这五个问题。

经典的投资学教材都告诉我们交易其实就是“低买高卖”，这就涉及到择时和估值的问题。既然预测很难，那么我们可以去观测，通过交易逻辑和量化方法建立“何时买？买什么？买多少？何时卖？如何控制波动？”这五大决策系统，提高投资交易的精准度，实现债券自营业务的转型升级。

那么，当前债券收益率有吸引力吗？我们认为，债券收益率与经济基本面高度相关，拐点以及趋势性行情都是基本面发生逆转所导致，而货币政策的调整