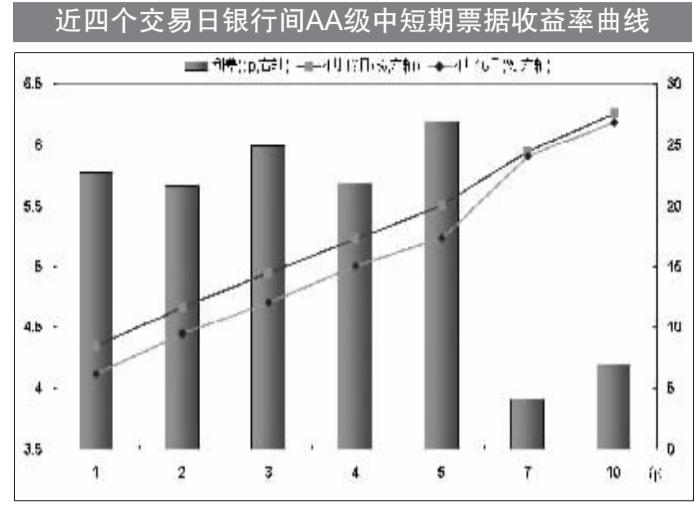


“黑天鹅”狂舞 债券市场一日入秋

没有征兆,没有缓冲,伴随着疾风骤雨般的监管风暴来袭,原本拖沓于“牛尾”行情的债券市场不得不直面抛盘涌现、收益率暴涨的惨烈调整。数个交易日之间,债券市场尝尽冷暖,行情变脸之快,让投资者始料未及。分析人士认为,事件正在升级,风险还在扩散,降杠杆不会一蹴而就,其过程将是剧烈而痛苦的。然而,相对短期行情的动荡,表外资产监管对债券市场发展所带来的影响必将是深远而长久的。



交易所活跃信用债近四个交易日市场表现

证券简称	收盘价(全价,元)	区间涨跌(全价,元)	区间成交额(全价,百万元)	收盘到期收益率	区间收益率波动(BP)	主体等级	债券分类
08万科G2	105.26	-0.24	106.48	4.43	82.35	AA+	公司债
09银基债	107.92	-1.73	50.71	6.69	77.75	AA	公司债
09名流债	106.82	-0.88	147.43	5.80	67.29	AA+	公司债
09富力债	106.97	-0.71	136.81	4.71	55.07	AA+	公司债
09鹤城投	108.75	-1.30	36.64	5.51	50.41	AA	企业债
11庞大02	105.68	-1.48	57.61	7.12	49.04	AA+	公司债
08铁岭债	111.63	-1.05	51.00	5.49	47.61	AA	企业债
11蒙泰伦	108.19	-1.70	78.99	7.24	43.97	AA	企业债
11双鸭山	108.65	-1.58	45.62	6.89	43.30	AA	企业债
09华化债	109.01	-1.40	99.14	5.79	42.99	AA	企业债
11新筑债	107.71	-1.20	40.10	7.02	41.66	AA	公司债
12兴荣债	107.99	-9.61	302.44	6.03	39.12	AA	企业债

风险尚未释放完毕

低评级长期压力大

□ 鄂州银行 段苏

22日,受监管风暴升级的影响,投资者情绪极为谨慎,部分机构去杠杆,加上流动性抽紧,抛盘大量涌出。市场延续上周后半周的调整态势,收益率大幅上行,部分品种买盘难觅。

利率债方面,中长期品种调整加剧。上周,短期品种的收益率上行幅度大,中长期相对平稳,而本周初,调整已蔓延至中长期品种。市场上成交最为活跃的10年期国债的收益率回到3.5%附近,上行约6BP;10年期金融债成交在4.2%左右,上行约5BP。

信用债方面,低评级债成下跌重灾区。低评级债由于杠杆最高、前期累积获利最大,此次抛售最为严重,买盘则寥寥无几。剩余期限6.7年的12鄂城投债,成交在6.12%,高出估值12BP。流动性最好的超AAA品种,由于变现较为容易,机构被动减持。剩余期限4.85年的13中石油MTN1,成交在4.62%,上行约15BP。

展望后市,债市风险尚未释放完毕,观望为宜。首先,机构去杠杆尚未结束。最近的几个交易日,由于市场严重供过于求,很多机构去杠杆进行的并不顺利。其次,即使资金充裕的机构,短期内的债券需求也可能会受到影响。很多机构开始对债券业务进行自查,期间大规模买债的可能性不大。再次,目前收益率并不具备吸引力,即使要抄底,也需等待。其中,低评级、长期的品种风险最大。

交易所债放量下行

活跃个券收益率涨逾20基点

受监管层整顿债市、大量机构去杠杆抛售行为加剧等因素影响,交易所信用债市场22日继续放量下跌。指数方面,上证企债指数下跌0.05%至164.00点,成交30.3亿元;深证企债指数大跌0.10%至128.40点,成交25亿元。

企业债、城投债抛盘密集,个券普跌。成交居前的个券当日收益率都达到20到30基点,中低评级券种收益率上行幅度最大。成交活跃的城投债方面,沪市10楚雄债、12阜城投、11丹东债分别下跌0.43%、0.69%、0.98%,深市的08铁岭债、09华化债分别下跌0.39%和0.85%。公司债方面,主要地产品种中09银基债当日下跌1.14%、09名流债下跌0.64%、08新湖债下跌0.80%。

交易员表示,近期农信社等机构普遍开始“去代持化”,大量城投债被挂至卖盘。在机构去杠杆的同时,由于月末临近,市场资金面趋紧,交易所信用债市场面临很大压力。预计短期内交易所债市将延续弱势运行态势。(王辉)

需求不旺

农发债认购创年内次低

农业发展银行于22日招标发行了该行2013年第八期金融债券。本期债券固定利率,发行总量200亿元,期限5年,经招标确认的中标利率为3.91%。来自交易员的消息显示,本期农发债的认购倍数为1.30倍,为今年以来利率债发行认购限,超过去年四季度高点的可能性较小。

此前,多家机构为本期农发债给出的中标利率预测区间在3.81%至3.93%。中债收益率曲线的数据显示,当前银行间5年期固定利率政策性金融债的到期收益率为3.85%左右。结合机构预测及二级市场市况,本期5年期农发债中标利率也略高于市场预期。

分析人士表示,受近期市场去杠杆化、风险规避情绪、资金面等因素影响,利率债收益率水平也出现跟随信用债上行的状况。其中近期债市严打,显著打压了主流机构当前配债的热情。不过,市场人士同时指出,在经过3月中下旬债市的本轮快速走强之后,机构对于利率债当前的收益率水平也相对谨慎。在此背景下,近期政策性金融债的招标倍数呈现明显走低,市场需求有明显下降。(王辉)

北京金融分析师协会:

债市弊案揭露三大问题

在日前召开的北京金融分析师协会开业庆典上,该会固定收益委员会相关人士表示,近期导致债券市场陷入舆论漩涡的利益输送个案,至少暴露出市场监管制度、金融机构内控机制及相关从业人员职业操守等方面存在不足或问题。

相关人士表示,监管制度或监管方式以及金融机构内部合规管理可以通过制度改进的方式加以解决。从业人员道德自律的问题,在债券市场前期的快速发展过程中,并未得到足够的重视,在未来也不可能一蹴而就。职业道德的树立不仅需要监管机构的引导,也需要来自民间的努力。促进行业自律意识、向职业投资人灌输职业道德观念、进而提升大众投资者对金融市场的信心,正是北京金融分析师协会创立的初衷之一。

北京金融分析师协会固定收益专业委员会秘书处负责人钟华认为,虽然短期债券市场运行不可避免地受到负面事件的冲击,其影响范围与持续时间还需观察事件的后续发展,但等待事件逐渐明晰后,市场情绪将逐渐恢复平稳,预计不会对市场趋势产生不可逆转的影响。而相关制度改进与从业人员道德提升,将有助于债券市场长期健康发展。

据介绍,北京金融分析师协会是中国大陆地区首家全部由特许金融分析师(CFA)组成的高级金融人才协会组织。(张勤峰)

收益率过快上行或孕育配置机会

细说债市“黑天鹅”

□ 华石

其来的转折导致当年债市收益率轰然下坠,牛市乍现。全球经济是一个统一整体,虽然“黑天鹅”事件发生在外,但经济的紧密联系使得市场之间的传导极其迅速。因此,研究国内债市必须紧密关注国际市场上的“黑天鹅”事件。

当然,对我国债券市场而言,最大的也是一直牵动市场神经的“黑天鹅”事件莫过于信用风险。近年来,随着债券市场不断扩容,发债企业的资质良莠不齐,信用违约不断冲击着市场原有的运行轨迹。

比较典型的当属2008年的“江铜事件”。

随着金融危机的扩散,经济急

剧恶化的担忧导致信用风险加剧。

2008年10月江铜下属子公司金瑞

期货铜期货多头疑似遭受重大亏损,

额度高达10亿元,导致08江铜债

收益率暴跌,并殃及整个信用债市

,5年期AA中票大幅上行近70bp,这与当时的经济环境出现较

大的背离。近年来债市面临的信用

风险事件多达数十例,但尚未出现

实质性违约的案例,市场对信用违

约的担忧只停留于“雷声大雨点

小”的状态,信用违约的“黑天鹅”

迟迟未能落地。

回到近期的市场,“黑天鹅”事件不断。先有银监会8号文引发理

财资金对债券需求增大形成实质利

好,后有监管严查债市交易行为形

成重大利空。短短两周内债市上演

了过山车似的行情。由此可见,“黑

天鹅”事件对市场的影响不容低估,

作为交易者应该如履薄冰,不断修

正预期并建立科学的交易策略。

无独有偶,2008年缘起美国的次贷危机引发全球金融市场动荡,并演化为金融危机,对全球经济产生巨大的冲击。在这一事件的影响下,当年9月16日,人民银行意外宣布同时下调存贷款利率。货币政策的突发事件转向一方面验证了此前市场对紧缩政策引发经济增长放缓的担忧,另一方面也预示着持续近一年半的紧缩政策开始转向。突如

□ 中债信用增进公司 赵巍华

一场令人措手不及的稽查风暴连日来席卷银行间债券市场,而身处风暴眼中的代持行为更成为众矢之的。部分机构纷纷开始抛售在外代持的债券,前期获利筹码兑现的意愿也异常强烈,引发新一轮集体去杠杆的行为,各债券品种特别是高收益品种收益率短期迅猛上涨。

在过去一轮牛市中,部分券商和基金等机构通过代持维持较高的债券投资杠杆,部分支撑了对一二级市场债券的旺盛需求。由于用高收益品种来养券的收益较高,各机构的融资券标的主要是高收益信用债群体。目前对违法代持的调查会削弱代持需求,并迫使部分机构减持存量的代持债券,从而推动其他高杠杆投资机构减持其债券持仓。

高收益品种首当其冲,但由于密集抛盘下债券接盘有限,因此部分机构为获取流动性被迫减持中高评级债券。

此外,投资受制于存量债务压

机难言结束,欧洲经济短期难以走出萧条的局面。

发达经济体经济增长疲软,同样会抑制新兴市场国家的经济增长。特别是,全球经济复苏疲弱使得外需疲软将持续较长时期,我国出口高增长的盛况再难再现。

进一步讲,实体经济去产能和债务去杠杆是长期的过程,这一进程将伴

随震荡下行的趋势经济增速、有限的通胀压力和相对宽松的利率环境,从而使得债券市场在中长期仍存在趋势性的投资机会。

因此,近期债券市场收益率虽会上行,但收益率上行幅度预计有限,超过去年四季度高点的可能性较小。

如果短期收益率上行过快、幅度

过大,则可能带来配置的机会。一般经

济因素驱动的收益率调整是相对平缓的,

而监管政策收紧等所导致的收益率

调整往往是急剧的,甚至可能出

一步或几步到位的调整,如4月22日部

分交易所城投债单日上行就达到20-

30bp。一旦部分债券收益率调整一步

到位,就将提供配置的机会。由于代持

债券主要为高收益品种,因此本轮调

整后的配置机会也可能最早出现在高

收益品种之中。

件性冲击可能成为债市收益率调整的导火索,近期收益率易上难下,但从中长期

经济基本面看,近期债市收益率上行空

间有限。

当前全球经济仍处于弱复苏通道,

且通胀压力相对有限。美国经济增长回

暖相对确定,但复苏力度不强,短期仍

会有反复;日本政府和央行虽出台财

政、货币、产业调整在内“三板斧”式刺

激政策,但受制于人口老龄化导致的竞

争力减弱和庞大的日本政府债务等,日

本经济复苏力度仍会偏弱;欧洲债务危

机难言结束,欧洲经济短期难以走出萧

条的局面。

如果短期收益率上行过快、幅度

过大,则可能带来配置的机会。一般经

济因素驱动的收益率调整是相对平缓的,

而监管政策收紧等所导致的收益率

调整往往是急剧的,甚至可能出

一步或几步到位的调整,如4月22日部

分交易所城投债单日上行就达到20-

30bp。一旦部分债券收益率调整一步

到位,就将提供配置的机会。由于代持

债券主要为高收益品种,因此本轮调

整后的配置机会也可能最早出现在高

收益品种之中。

如果短期收益率上行过快、幅度

过大,则可能带来配置的机会。一般经