■债市风险提示录(二)

再配置宿命：股债齐牛还是竞跑

□本报记者 张勤峰

如今股市风险已得到较大程度释放，未来可能是越跌越有价值，且随着债市收益率不断下行，股、债相对价值得以修复。虽说股市上涨在一定时期内尚难伤及债市筋骨，但其可能造成的边际影响，也是债券投资者不应漠视的因素。分析人士指出，三季度债券牛市的核心推动力正是股市行情逆转、股市衍生资产收缩造成的“再配置”与“缺资产”的格局。随着股市行情回暖，有必要开始关注未来风险偏好继续回升以及金融资产供给恢复可能造成的“再配置后的再配置风险”，而离股市最近的交易所债市可能成为风向标。

十年期国债利率与上证综合指数走势对比

最近股债都很火

国庆长假前后，债券市场悄然上演一波快牛行情，10年期国债利率在短短十余个交易日内下行近30bp，一级发行利率一度击穿3%关口，将长端收益率重新带回2010年甚至2009年低位。随着长债一扫上半年的沉闷，债市收益率曲线重新变得十分平坦，10年与1年期国债利差从100bp上方收窄至70bp一线。回头来看，从短端到长端，从信用债到利率债，从杠杆到久期，今年以来债券市场已经历了一轮非常完美的轮动。放在以往，投资者已经习惯性地开始打起股市的主意。

历史上，股债双牛的现象并不鲜见，但按传统的投资周期理论——美林时钟下的大类资产轮动规律，股债“双牛”终究有一头“牛”要倒下，而从货币—债券—股市—大宗商品的轮动链条上看，债市经历一轮完整轮动之后，将逐步迎来股市的表现时刻。

值得一提的是，最近股市确实比较火，股债市场乃至外汇等其他资产表现出共舞的特征。据统计，10月8日至20日，A股上证综指累计上涨逾12%，活性更高的创业板累计上涨超20%；股市成交及沪深两融余额均止跌回升，参与热情回暖，风险偏好有恢复的迹象。

股市难伤债牛筋骨

但如今多数研究人士认为，近期股市反弹无碍债券牛市的延续。国信证券指出，在以往投资周期中，之所以会出现股票与债券之间的跷跷板效应，主要原因在于以往股票上涨反映的是经济周期的启动与复苏，进而有大量金融资产被创设出来，如信贷、非标等，这些金融资产会提升整体社会融资需求，因此在一定程度上会虹吸债市资金，因此，会否产生股债跷跷板效应的关键在于实体融资需求的变化。目前股市反弹并非源于经济复苏，实体融资需求仍较低迷，因此无碍债券牛市的延续。兴业证券等机构指出，近期股债市场演绎双牛，共同源于汇率市场趋稳后，资金面恢复宽裕，流动性预期改善，国金证券统计了历史上几次比较典型的股债双牛的时期，也发现共同的特征是资金宽松，资金价格维持低位。

不可否认的是，去年底及今年5月，股市大涨期间，债市的确表现不佳，而彼时股市上涨并没有得到经济复苏的支持。对此，有市场人士指出，之前股市行情火爆，衍生出大量的高收益、低风险资产，如打新、配资、两融收益权等，虽是股市衍生资产，但又因低风险的特征，俨然是“类非标”，对债券投资者有很大吸引力，因此对纯债市场产生了一定的杀伤力。但如今，打新暂停、配资被严管、两融业务萎缩，连量化产品都因为期指交易限制而无端中枪，股市衍生资产全线收缩，高收益、低风险资产供给稀少，“再配置”与“缺资产”成为大类投资的主旋律，因此股市反弹很难对债券市场造成实质性的冲击。

进一步看，权益资产向上的想象空间也并非特别乐观。中金公司报告指出，重挫之后投资者仍心有余悸，救市后新的博弈格局和市场重建要求，导致巨大的不确定性短期难以消除；微观企业业绩预期较差，在未来至少两三个季度仍难以看到业绩驱动，甚至将面临不小的业绩压力，缺少进攻的方向和标的；昨日的利多都是现在和未来的利空，救市政策如何退出，IPO何时重启等等都悬而未决，令投资者投鼠忌器。病去如抽丝，股市仍需要休养生息，向上空间不大，向下未知，仍不对称。

总结而言，近期股市反弹并非源于实体融资需求改善、经济增长动能增强，加上年中动荡后的情绪影响，短期内股市向上空间并不十分乐观，而金融资产供给萎缩、缺资产的格局未变，再配置余温犹存，尚难动摇债券牛市趋势。

提防再配置后的再配置

虽说股市上涨在一定时期内尚难伤及债市筋骨，但对于风险偏好改善、股市表现回暖，可能对投资者行为及预期造成的边际影响，也是债券投资者不应漠视的因素。

要知道，随着近期长债收益率快速下行、10年期国债最低逼近3%，债市整体收益率已经降至2010年以来低位，局部如公司信用债甚至处在历史低位。而经过年中剧烈调整，股市系统性风险已经得到了大半释放。中金公司转债分析师指出，股票和债券性价比经过三季度的此消彼长之后明显修复，目前沪深300P/E倒数开始超过10年金融债利率，不少蓝筹股股息收益率都开始超过其债券发行利率，板块和个股想象力超过纯债的机会增多，股市结构性机会开始引起投资者关注。

分析人士指出，三季度债券牛市的核心推动力正是股市行情逆转、股市衍生资产收缩造成的“再配置”与“缺资产”的格局。随着股市行情回暖，有必要开始关注未来风险偏好继续回升以及金融资产供给恢复可能造成的“再配置后的再配置风险”。

需要指出的是，因地方债供给牵制了商业银行，今年以来债市主力与以往有很大不同，特别是三季度行情主要是理财等资管机构和农信等机构发动的。对于理财等机构而言，虽然债市行情如火如荼，但其实颇为鸡肋。有业内人士就指出，目前债市主要矛盾在于客户回报要求落后于资产收益率下行，倒逼资管机构风险偏好上升，加杠杆、加久期、信用下沉及增持流动性差资产，这种被动投资的特征暗藏隐忧。如果未来有高收益资产出现，那么再次腾挪资产造成债市波动不无可能。一位市场人士也向记者表示，尽管三季度有很多资金从股市撤出，但其中相当部分并未远离股市，交易所的信用债在这轮行情中表现最突出就是证据；理财、保险资管等机构的负债端成本仍很高，无法通过债券投资满足回报要求，这些资金仍在密切关注权益市场的超额回报机会。

由此来看，随着股市回暖、情绪改善、股债相对价值修复，资金涌入债市最快的阶段可能已过去，资金流动在边际上变化可能抑制利率继续下行，也可能带来利率低位波动风险，投资者需要开始关注资金再配置后的再配置风险，特别是若IPO重启、两融业务再增长对债市可能构成一定压力。届时，离股市最近的交易所债券市场可能会首当其冲。

■观点链接

国金证券：债牛根基未动摇

就风险偏好来说，一方面，风险偏好的切换难以迅速完成；另一方面，风险偏好本身只是影响债券牛的程度，而无法决定债券市场走势的方向，决定债券走牛还是走熊的根本还是基本面。另外，我们统计了历史上几次比较典型的股债双牛的时期，共同的特征是资金宽松，资金价格维持低位。2005年11月至2006年3月，通胀维持在2%以下的低位，R007中枢在1.4%左右；2009年2月初至2009年3月底，通胀低位，R007中枢在11%以下；2011年2月初至2011年3月底，回购利率快速下行；2014年9月至2014年12月，超储率维持高位，央行降息等引导资金面宽松。我们认为债牛根基并未动摇，留一分清醒的同时，不妨也留一分醉，拥抱这轮牛市。

中金公司：资金撤出股市但并未走远

去杠杆进程目前已经过大半，两融数额已经降至年初水平。全社会缺资产，不缺资金，证券保证金等还远超年初，不少资金将货基作为避风港，并未走远。目前的状况是缺少入场的意愿和契机。股市与债市表现此消彼长，当前性价比正在趋于平衡。理财未来收益率下降将进一步降低股市的机会成本。股市是称重机，更是试金石。以往经验来看，上市公司营业收入与GDP同比仍保持了较高的相关性，没有经济整体的好转，在转型成功前，还难以看到业绩的显著好转。但由于成本端和财务费用等的下行，行业间盈利再分配及局部改善值得关注。

海通证券：股市动向是潜在风险

债市的流动性可能重新回到股市，股市回暖和IPO重启是债市的另一大风险。数据显示，2014年末和2015年4月股市大涨期间，债市的确表现不佳，有一定股债跷跷板迹象。而2014年6月后IPO每月进行，可提供年化收益率在10%甚至以上的打新收益，成为债券的替代品，导致了今年上半年债市需求减少。经过7月和8月大跌，当前股市重新站到3100点，市场平均估值回到18倍，而10年期AA级企业债收益率下行至5.8%，从无风险利率比较的角度来看，股市估值与债券收益率匹配，处于合理区间。银行股等股息率也重新回到6%左右，与债券相比，收益率并不低。对比疯狂的交易所公司债，未来股票可能越跌越有价值，因此对债市而言，股市是否回暖、市场风险偏好是否抬升、IPO是否重启，是短期比较关键的流动性风险点，其对交易所资金面的影响大于银行间。（张勤峰 整理）

逆回购量缩价稳 资金面持续宽松

□本报记者 王姣

10月20日，央行逆回购交易量续降至250亿元，创7月16日以来最低水平，当日有400亿元逆回购到期，据此计算，央行公开市场单日净回笼150亿元。当日银行间货币市场继续保持平稳态势，资金供需总体均衡。市场人士表示，目前银行体系流动性充足，因此逆回购规模有限不足为奇。经济数据疲软令市场预期央行或进一步放宽政策，预计在偏松货币政策的保护下，资金面将继续保持平稳偏松。

央行昨日以利率招标方式开展了逆回购操作，交易量为250亿元，期限为7天，中标利率2.35%。与上周四（10月15日）操作相比，此次央行逆回购的期限和利率均保持不变，交易量则减少了250亿元，这也是自7月16日以来的最低水平。

Wind数据同时显示，本周将有900亿元央行逆回购到期，到期量较上周减少800亿元。此外，截至10月20日，未到期的回购操作共有2笔，累计未到期金额为750亿元。未到期的央票共有9期，累计未到期金额为4222亿元。

20日银行间质押式回购市场上，中短期限资金价格稳中有升。其中，存款类机构隔夜回购加权平均利率微升1.2BP至1.89%，7天回购加权平均利率持稳于2.38%。交易员称，昨日资金市场总体宽松，央行虽小幅净回笼，且目前正值季度缴税之际，但资金供给充裕下市场影响不大。

在实体经济下滑的背景下，央行货币投放依然维持稳健增长。数据显示，9月末，广义货币M2余额135.98万亿元，同比增长13.1%，M2增速连续三个月高于13%。此外，9月社会融资增量1.3万亿元人民币，新增人民币贷款1.1万亿元，双双超过预期及前值。民族证券指出，在7、8月表外融资及债券融资持续回暖后，9月银行信贷投放意愿出现回升，此外温州地区民间综合利率自9月中下旬起出现上行，融资需求在稳增长政策带动下弱势企稳，经济年内低点已经出现。预计未来M2增速有望延续高位，维持“财政政策持续发力、货币政策维持流动性平稳”的政策判断。

周一数据显示中国第三季度经济同比增长6.9%，创下2009年初以来最低增速，加剧了货币政策宽松预期。中金公司研究报告指出，鉴于三季度贸易顺差扩大，国内投资增速不断下滑是导致GDP增速放缓的主要原因。GDP平减指数再次由正转负，从二季度的0.1%的增长下降到-0.7%的通缩，打开货币宽松空间。货币政策方面，料今年央行还将降息25个基点、降准100个基点。

市场人士表示，近期数据显示基本面依然疲弱，预计货币宽松的趋势不会改变，与此同时，资金外流现象得到缓解，9月央行口径外汇占款环比减少2641.42亿元，创三个月来最小降幅。在央行向市场稳步投放货币、资金外流减缓的背景下，当前市场流动性整体仍然相对充裕。

人民币即期汇率走高

20日，人民币兑美元在岸和离岸即期汇率一改近期颓势，双双大幅走高逾百点，与中间价走势有所背离。与此同时，在岸与离岸人民币价差再度扩大至逾200基点。市场人士指出，在四季度经济有望企稳的背景下，随着人民币市场化和国际化进程的推进，人民币贬值预期进一步淡化，不过短期美元有望重拾升势令其承压，预计人民币汇率将延续在一定区间内的双向波动格局。

20日境内市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3614元，较前一交易日再跌87个基点，最近两日累计下跌178点。当日离岸、在岸人民币兑美元汇率盘中先后由跌转涨，涨幅均超百点。截至境内市场收盘，在岸人民币兑美元涨113基点报6.3488元，离岸人民币兑美元涨171基点报6.3713元，两地价差再度扩大至225点，显示离岸资金对人民币贬值预期难消。

消息面上，据外媒报道，中国央行将1年期离岸人民币债券最终收益率指导区间定为3.10%-3.20%，央行计划最早于本月在伦敦发行至多人民币50亿元的人民币债券。这将是人民币国际化又迈出重要一步。

市场人士指出，人民币国际化进程明显提速，对汇率表现有所提振，其中期贬值驱动力将相应减弱。不过短期来看，美联储内部对加息时机的分歧正在公开化，多家机构短期继续看涨美元。综合而言，经过前期快速调整，人民币汇率正在向与经济基本面相匹配的水平靠拢，处于上有压力、下有支撑的震荡格局。（王姣）

中标利率低 国开债需求旺

国家开发银行20日招标发行五期固息金融债，因近期资金面稳定、市场情绪仍偏乐观，加之四季度政策性金融债净增量压力较小，五期国开债中标利率/收益率均不同程度低于二级市场水平，且认购倍数较高，其中五年期、七年期国开债出现机构资金博取边际收益情况，延续了近期国开债招投标的强劲表现。

招标结果显示，国开行1年金融债中标利率2.5187%，全场倍数3.88，边际倍数1.88；3年金融债中标利率3.1082%，全场倍数3.71，边际倍数1.21；5年金融债中标利率3.3305%，全场倍数3.27，边际倍数16.83；7年金融债中标利率3.59%，全场倍数3.27，边际倍数5.05；10年金融债中标利率3.5095%，全场倍数3.09，边际倍数2.32。此前中金公司预计本次招标结果1年可能在2.50%-2.54%，3年可能在3.10%-3.14%，5年可能在3.30%-3.34%，7年可能在3.57%-3.61%，10年可能在3.50%-3.54%。实际中标利率均贴近机构预测下限，显示投资者需求较强。

中金公司指出，考虑近期资金面相对稳定，经济基本面仍利多债市，货币政策方向不变；考虑到前期收益率下行较快，市场情绪长期乐观而短期有所谨慎。整体来看，预计金融债一级有望继续向好。（王姣）

■交易员札记

经济仍在寻底 债市暖意继续

周二资金面较为宽松，隔夜和7天品种需求较多，隔夜品种成交增量，收益率稳中有涨，14天品种利率下行5bp，长期限品种成交较少。公开市场逆回购当日到期400亿元，央行继续常态化操作，续作250亿7天逆回购，相当于净回笼150亿元。

债市交投活跃，现券收益率整体呈下行态势。国债方面，3年期成交在2.83%，5年期成交在2.87%，7年期成交在3.10%附近，10年期成交在3.06%；金融债方面，1年期非国开债成交在2.67%，3年期国开债成交在3.19%，5年期国开债成交在3.35%，7年期非国开债成交在3.69%，10年期国开债成交在3.55%-3.53%；短融成交以短期限高等级品种为主，收益率呈小幅震荡，如剩余期限3个月的15龙源SCP004成交在2.98%，半年期15国电SCP006多笔成交在3.13%，后尾盘成交上行至3.16%附近；中票成交集中在高等级券种，如5年期的15铁道中票成交在3.73%，1年期11电网MTN2成交在3.53%；企业债交投较为活跃，收益率小幅震荡，如5年附近的AA+券种15中粮01成交在4.38%。

基本面来看，周初公布的三季度GDP数据基本符合预期，金融数据有所改善，物价持续低迷，内需依然疲弱，9月份社融信贷小幅改善，货币增速回落导致通缩压力有所增加，此外，财政收入增速回升，财政支出增速继续走高，9月末金融机构口径外汇占款大幅下滑，预示着4季度宽松货币政策和积极财政政策仍有空间，债市行情短期内维持稳定。关注近期获利盘的回吐带来的调整压力。（中银国际证券 斯竹）

期债重回高位 逐步考虑止盈

□本报记者 张勤峰

短暂休憩后，债牛卷土重来。20日，债券现货利率普跌，期货上涨加速，10年期期债主力合约涨逾1%，创史上最大单日涨幅。市场人士指出，当前缺资产格局未改，再配置余温犹存，加上乐观情绪推动，阶段债券攻势难轻言收场，但随着绝对收益率下行，利率低位波动的风险也在加大，需关注机构止盈冲动，对期债短期继续上涨空间不宜过度乐观。

T1512创史上最大涨幅

20日，期债重新加速上涨，成交放量，市场情绪重回亢奋状态。盘面显示，20日国债期货市场各合约涨幅明显，其中10年期主力合约T1512高开高走，交投活跃，量价齐升，尾盘收在全天高点99.165元，较前一日上涨1.02元或1.04%，创历史单日最大涨幅。经此一役，期债基本将上周后半周失地收回，价格重新逼近历史高点。

昨日债券现货市场亦全面回暖，央行公开市场净回笼丝毫未影响投资者“买买买”的兴趣，现券与利率互换利率普跌，中长债恢复强势。据WIND数据显示，20日银行间市场接近10年的国债150016从3.12%一路成交到3.07%，国开债150218从3.54%成交至3.51%。一级市场上，20日上午国开行增发行的五期固息金融债，收益率全线低于市场预期。凸显配置热情的高涨。

短期需要整固

市场人士指出，当前经济偏弱、政策趋松，债券牛市根基未变，而缺资产格局未改，再配置余温犹存，加上短期数据利多、政策乐观预期和交易盘跟风助涨的推动，债券阶段攻势难轻言收场。

值得注意的是，在上周中刷新纪录高位后，债券期、现货市场一度有所回调，10年期国债收益率从最低3.4%左右回升至3.12%，但目前重新回落至3.06%一线。大涨小跌是典型的牛市特征，印证债市仍处强势格局，任何明显的回调都可能成为后继者入场的理由。

中金公司报告就指出，9月经济数据总体低于预期，尤其是投资大幅下滑，工业产出继续放缓，显示经济动能依然不足。预计四季度房地产投资乃至工业难以显著回升，经济下行压力仍然较大。如果不是中央大幅加杠杆，经济将继续下台阶，缺资产会倒逼利率水平也将继续下台阶，长端利率跌破2008年的底部只是时间问题。

但需要指出的是，随着利率下行，期债涨至历史高位，市场情绪存在过度乐观的迹象，需警惕交易盘平仓等止盈压力。整体上，债券走牛趋势难改，但短期需要整固，应关注利率低位波动风险，而随着股债相对价值修复，对资金重新回流股市风险造成的边际冲击也需提前防范。既然把握阶段顶部不易，期债投资者不妨保住胜利果实，在上涨中逐步止盈。

利率差异加大 地方债定价趋市场化

□本报记者 王姣

10月20日，江西省公开招标发行了专项债和一般债各一批，同日甘肃省也招标发行了一批一般债和专项债。从发行结果看，不同地区、不同券种、不同期限债券定价的差异性特征越发显著。此外，考虑到已发规模和预期发行额度等因素，未来地方债边际供给压力并不轻。

地方债定价差异明显

江西省昨日公开招标的专项债和一般债，以及甘肃省招标的一般债，均各包括3年、5年、7年和10年期四期品种。根据招标书，这些债券中，同等期限品种的投标利率区间均相同，即，3-10年期招标区间依次为2.81%-3.23%、2.93%-3.37%、3.09%-3.56%、3.12%-3.58%。

招标结果显示，江西省3至10年期一般债的中标利率依次为3.05%、3.18%、3.37%、3.34%，分别高出招标下限19BP、12BP、18BP、22BP；3至10年期专项债券经招标确定的票面年利率依次为3%、3.05%、3.27%、3.34%，分别高出招标下限24BP、25BP、28BP、22BP。而甘肃省3至10年期一般债的中标利率依次为3.01%、3.13%、3.32%、3.29%，分别高出招标下限20BP、20BP、23BP、17BP；5年期和10年期专项债券的中标利率也分别定为3.13%、3.29%，较招标下限各高出20BP、17BP。

对于昨日各期地方债招标结果差异较大的原因，市场人士解读为，这无疑反映出地方债市场化定价正在进一步走向成熟。由于各地区信用资质不尽相同，地方债之间的信用利差也应有所显现，未来伴随地方债市场化发行进一步走向成熟，地方债的差异化定价将是大势所趋。

供给压力不轻

据WIND统计，截至10月20日，包括上述债券在内，今年以来地方政府债累计发行额已达到2.754万亿元。根据机构测算数据，按照今年地方债计划发行总额3.8万亿元计算，年内未来还将有逾1万亿元地方债待发，今后两月的地方债供给压力仍然较大。

随着财政政策发力，债务融资规模较去年同期大幅增长。公开数据显示，9月份中债登债券托管量总量为32.91万亿，较8月新增8961.87亿，新增量较7月有所增加，自地方债发行以来显著高于历史平均水平。9月托管量中，地方债新增6054.93亿。

分析人士指出，3季度GDP和9月实体经济数据显示经济增长下行压力仍大，在货币政策传导机制不畅环境下，财政政策发力对于稳增长具有重要作用。除预算内支出增长之外，地方政府债务置换扩容、城投债发行量回升、专项金融债以及PPP基金成立等都将改善地方政府财力。