

# 股市分流初缓和 质押新规添新愁

## 券种表现各异 关注错杀个券

□本报记者 葛春晖

9日,中证登大幅收紧企业债券质押门槛令近期持续调整的债券市场雪上加霜,交易所信用债成为重灾区,城投债更是遭遇集体踩踏,收益率飙升。市场机构指出,中证登新规将加剧未来一段时间的债市流动性压力,短期内债市调整格局将延续,信用债特别是城投债走势也面临进一步分化;但从中长期来看,债券牛市基础尚未动摇,投资者可适当关注在本轮调整中被错杀品种的逢低吸纳机会。

### 质押新规出炉 市场担忧骤起

上月降息以来,受股市大涨分流资金、前期获利盘回吐、年末银行配置需求下降等多种因素影响,债券市场出现了一波明显调整。此时中证登的一纸新规,给本已人心不稳的债券市场又一击重拳。

12月8日,中证登发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》,再次大幅收紧企业债券质押回购融资门槛,具体内容包栝:企业债除主体AA级及以上(AA评级的需展望正面稳定)、债项AAA品种外,暂停入库;地方政府性债务甄别清理完成后,未纳入地方政府一般债务与专项债务预算范围内的企业债券,将仅接受主体AA及以上(AA评级的需展望正面或稳定)、债项AAA品种入库,对于存量不符合要求的将逐步压缩清理出库。

消息一出,市场哗然。市场研究机构纷纷对新规可能给债市造成的负面冲击表示担忧。综合机构观点来看,新规带来的冲击主要有如下几个方面:首先,将大幅加剧机构质押压力,短期内交易所企业债流动性将大大减弱,企业债尤其是其不符合入库标准的品种抛盘将加重,交易所城投债首当其冲;其次,可能引发去杠杆



连锁反应,虽然通知对交易所的债券影响更加直接,但由于转托管机制的存在,债券的抛售压力可能经过跨市场买卖的传导,对银行间企业债乃至利率债都产生较大的收益率上行风险;第三,交易所资金面波动风险加大。

### 企业债重挫 利率债尚好

9日,市场担忧兑现,包括银行间、交易所市场在内的债券收益率总体上行,以城投债为主体的交易所企业债成为调整重灾区。

昨日早盘银行间债券收益率普遍大幅上行,但午后升幅收窄,国债收益率甚至有所回落。12月9日的中债收益率曲线显示,10年期国开债报4.50%,较8日上行18BP,一举回到10月中旬水平,将10月以来MLF和降息引发的收益率下行幅度悉数回吐殆尽。相比之下,国债表现偏强,10年期国债最新报3.75%,较8日反而下行约4BP。

由于中证登8日发布的新规主要针对交易所企业债,9日交易所信用债所受打击最为沉重。数据显示,当日沪深交易所各

类信用债指数全线下跌,其中上证企债指数下跌0.53点或0.29%。个券方面,作为企业债中的主力品种,AA+以下的个券遭遇集中抛售,收益率上行幅度超过100BP的个券比比皆是,两市有成交的263只企业债中有99只收益率上行超过100BP。同时,由于买盘寥寥,更有多个券处于卖盘堆积、无人接盘的待售状态。活跃个券中,城投类如11年平债收益率上行184BP、11丹东债收益率上行106BP;产业类如11广汇债收益率大升295BP、12泰兴债上行233BP。

转债市场早盘亦受到牵连,多数转债跌幅超过正股,但随着A股市场午后跳水,加之转债当前股性十足,转债市场更多追随正股走势。中证转债指数全天重挫7.68%。此外,交易所资金面也有所反应,7天期质押式回购利率午后最高成交至5.20%,创下12月2日以来新高。

### 牛市根基未变 城投面临分化

从昨日债券市场整体表现来看,中证登新规给本已较为悲观的机构情绪再添新愁,短期市场重新走牛难度较大。不过,

# 企业债有持续调整风险

□国海证券 陈滢

为防止地方政府性债务甄别与清理过程中回购质押出现系统性风险,中证登8日发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》(下文简称《通知》),同时发布《债券连续停牌通知单》,将于9日暂停企业债新增入库。《通知》还提出,地方政府债务清理完成后将提高企业债入库标准,并对不达标入库企业债进行分批清理。《通知》对债券市场的负面影响较大,主要体现在以下方面:

第一,短期内交易所企业债流动性将大为减弱。由于自9日起,中证登将暂停除主体AA及以上且债项达到AAA以外的企业债的新增回购资格申请,对已取得回

购资格的企业债券也暂不得新增入库,这意味着机构在交易所市场新买入的企业债券均将暂时失去质押融资的功能,加杠杆配置企业债的需求将被显著抑制,后续看,如果没有新增资金,就难有新增买盘出现,对交易所企业债的流动性影响较为负面,为反映流动性溢价,相关债券收益率可能出现更大幅度的飙升。

第二,企业债尤其是其不符合入库标准的品种抛盘将加重。对于不能达到本次通知所设定的入库标准的企业债,在交易所买盘不足的情况下,可能需要回归银行间进行抛售,连带银行间企业债市场一同形成恐慌性的抛盘。从品种来看,冲击由大到小依次为债项未达AAA的非城投类企业债、债项未达AAA的不能计入政府债务范围的城投债、可计入

政府债务的城投债以及债项AAA的各种企业债。由于政府债务甄选和清理仍在进行中,地方政府债务具体的划分结果待定,在此之前,谨慎心态下,企业债可能出现一损俱损的局面。

第三,为降杠杆,利率债等流动性好的品种也难幸免。回购标准提高等于交易所杠杆能力下降,外加基金可能面临赎回压力,交易所债券托管账户面临被动减仓压力,根据前面判断,企业债流动性较弱,减仓难度更大,可能促使机构从流动性较好的利率品种或转债着手,以达到降低杠杆的目的,所以利率债也存在抛售压力,在这波调整中将首当其冲。

最后,从长期看,交易所和银行间的债券托管量可能此消彼长。过去一段时间交易所债券托管量显著提升,除此前银行

昨日市场上也并非毫无亮点,一是一级市场新招标的国开债需求不错,利率也未见明显走高;二是银行间利率市场收益率成交逐波走低,国债收益率甚至有所下行。

综合多家分析机构观点来看,债券牛市的的基础依然没有改变,对债市中长期行情不必过度悲观。不过,从不同券种来看,新规的出炉可能会给债市整体带来不同程度的分化。一方面,中低评级信用债与利率债和高等级债趋于分化。虽然减杠杆造成的流动性收紧可能会在短期内令利率债承压,但长期来看,由于交易所中低等级产品融资功能受损,利率产品以及相关高等级品种在融资方面的优势相对显现,并有望受到机构追捧。

另一方面,交易所企业债内部将进一步面临分化。首先,有市场人士指出,产业债由于发行人资质相对偏低,未来大部分个券可能会被排斥在质押库之外,从而令此类产品长期承压;其次,城投债作为今年以来市场的“宠儿”,也面临走势分化的前景。根据新规,是否纳入地方政府预算,成为城投债能否继续进行回购质押的主要标准。华泰证券、申银万国证券等机构均指出,地方政府性债务甄别清理上报的截止日期是2015年1月5日,意味着明年一旦甄别结果公布,未纳入预算范围的城投债如果不能满足债项评级和主体评级的双重要求,就不得再继续进行质押式回购,面临逐步被清理出库的下场,那么未来城投债行情分化程度将会加大。

值得关注的是,华泰证券还指出,《通知》要求新增债券一概不得入库,需等待甄别完成,这必然造成一部分可能被纳入政府性债务的个券遭到错杀。而有分析机构表示,鉴于债券市场整体难言走熊,对于本轮调整中出现的被错杀个券,投资者可适当关注逢低吸纳机会。

## 转债指数创单日最大跌幅

在A股市场周二惊现单日暴跌的背景下,昨日交易所可转债市场也遭遇重挫。当日中证转债指数暴挫7.68%,跌幅显著大于上证指数、沪深300等A股主要股指,并创该指数有史以来最大单日跌幅。

具体看,周二中证转债指数早盘低开震荡,午后跟随股市快速跳水。至收盘时,中证转债指数报360.77点,较周一暴挫30.02点或7.68%。当日全市场成交201.7亿元,较前一交易日的171.9亿元放大接近两成,量能也创出了历史新高。

个券表现方面,以市价计算,周二两市交易中的29只转

债品种全线走低,其中金融板块转债品种普遍出现了7%以上的暴跌。国金转债、工行转债、中行转债分别重挫10.58%、9.03%和8.84%,列两市转债品种跌幅前三;燕京转债当日下跌1.40%,为两市跌幅最小的转债品种。

中信证券表示,降息后权益类市场的牛市继续发酵,但经济下行压力未有明显改善,牛市与经济基本面脱节的特征继续显现。在此背景下,短期内转债市场在历经多周上涨后宽幅波动特征料将较为突出,后期投资者需加强风险意识,特别关注波段操作机会。(王辉)

## 盘中一度重挫300点 人民币连续两日大幅贬值

在周二中间价继续上调的背景下,人民币即期汇率盘中一度急跌逾300点,并跌破6.20整数关口,令短期内市场看空人民币汇率的预期继续升温。

周二,人民币兑美元汇率中间价设在6.1231元,较前一交易日上调51个基点,为上周四以来连续第三个交易日上调。值得注意的,是自11月下旬的本轮人民币即期汇率贬值行情并未因中间价连续上调而得到喘息,周二该即期汇率继续出现大幅度下跌。

周二早盘人民币兑美元即期汇率跟随中间价大幅高开,但随后即在美元的买盘推动下出

现快速下跌。盘中,该即期汇价一度击破6.20整数关口至6.2064元,人民币即期汇率由此刷新了今年7月23日以来的近4个多月低位。截至收盘,人民币兑美元即期汇率报6.1855元,较周一跌128基点或0.21%,连续两日出现较大幅度贬值。

分析人士表示,近期美元指数持续徘徊在近五年多的高位,而最新公布的一些中国经济数据整体差强人意,加上此前央行推出降息宽松手段,人民币汇率所处的市场环境持续偏空。结合技术面走势来看,预计短期内人民币汇率或将继续走软。(王辉)

## 央行沉默 市场资金面稳中偏紧

周二央行例行公开市场操作再度交出“白卷”。受央行流动性调控政策偏向中性,周一晚间中证登收紧企业债质押门槛以及年末因素共同压制,当天银行间市场资金面整体稳中偏紧,回购市场利率继续走高。

周二银行间隔夜、7天、14天、21天、1个月、2个月期限的质押式回购加权平均利率分别收报2.66%、3.57%、4.05%、5.19%、5.42%和5.51%。除隔夜品种与周一持平外,其余品种出现不同程度的上涨。其中,中等期

限的21天、1个月、2个月回购利率涨幅普遍超过20bp。

市场人士表示,周一晚间中证登公布的监管新规直接引发了周二早盘一波现券抛售潮,部分机构流动性状况和资金面预期均受到较大冲击。除此之外,在本周公开市场仅有50亿元到期资金的背景下,央行继续选择“沉默”,货币政策宽松预期继续落空,也令市场失望。综合年末季节性因素,市场资金面继续呈现稳中偏紧的态势。(王辉)

## 十年期国开债招标好于预期

在中证登新规引发债券市场剧烈波动的情况下,周二国家开发银行招标的10年期增发债券招标结果意外好于预期,对于缓和现券市场恐慌情绪起到一定积极作用。

国开行昨日增发的债券分别为该行今年第25、27、29和30期金融债,依次为3.5、10和1年期固息品种,计划发行额均为40亿元。来自中债网和交易员的消息显示,本次1.3、5、10年期国开债中标收益率分别为4.1097%、4.2316%、4.3436%和4.3711%,投标倍数依次为3.12倍、4.69倍、5.04倍和6.07倍。其中10年期品种由于招标晚于其他三期,获得了四期新债中最高

的认购倍数。此前,多家机构为这四期国开债给出的预测均值分别为3.96%、4.20%、4.28%和4.39%。除10年期品种外,其余三品种中标收益率均大幅高于市场预期。

市场人士表示,受中证登收紧企业债券质押门槛冲击,周二早盘现券市场一度抛盘汹涌,并引发利率债收益率大幅上行。在此背景下,昨日国开行招标的四期债券中标收益率均低于当时二级市场交易水平,尤其是10年期品种招标结果意外好于预期,在一定程度上缓和了市场恐慌情绪,成为当天利率债收益率由升转跌的一个导火索。(王辉)

## 部分同业存单未获足额认购

因市场流动性略偏紧张,近段时间商业银行同业存单不足额发行情况有所增多。

来自中国货币网的信息显示,9日银行间市场发行的16只同业存单中至少有4只未获足额认购。当天包商银行、无锡农商行、徽商银行、绍兴银行均计划发行5亿元同业存单,而实际发行额分别只有2.5亿元、3.4亿元、1.5亿元和1.6亿元。据统计,9日同业存单计划发行额合计109亿元,除富邦华一银行的5亿元同业存单发行结果尚未披露外,其余15只同业存单实际共发行93亿元。

市场人士表示,临近年底,货币市场流动性出现一定收紧

迹象,尤其是中长期限资金相对紧缺,使得相应期限回购利率居高不下,在很大程度上影响了机构对同业存单需求。

而随着流标增多,同业存单发行量也出现短期下滑。据中国货币网信息,12月10日将有9家银行发行共11只同业存单,计划金额合计64亿元,较9日的计划发行额和实际发行量均有一定的减少。

此外,浙江桐庐农村合作银行9日公布了其2014年度同业存单发行计划,计划发行额度为5亿元。至此,今年以来已有87家商业银行披露同业存单发行计划,计划发行额合计1.426万亿元。(张勤峰)

## 中证登新规有三方面积极影响

□安信证券固定收益部 袁志辉

日前,中证登出台《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》,进一步加强企业债回购风险管理。结合中证登此前推出的多项类似举措来看,监管机构对企业债质押回购的风险控制用心良苦。

本次新规的主要影响在于,原本可质押的企业债未来可能被剔除出质押库,将直接影响中低等级企业债的流动性。尽管在全部城投债中,只有约30%托管在交易所市场,但在中证公司对债券质押规则进行如此大幅调整的情况下,整个市场上的中低等级债券都将受到冲击。从降低质押率到取消质押资格,持续规范中低等级企业债回购市场的政策蕴含深意:

首先,降低系统性金融风险。质押放杠杆的回购养券模式是债券投资中一种重要的盈利模式。中低等级企业债票息较高,考虑回购融资成本后的套息空间一般超过200bp,放一倍杠杆的组合息票率能超过8%,被机构投资者尤其是基金

等广泛使用,而回购杠杆的放大将提升市场流动性需求及期限错配,增加市场流动性的潜在波动风险。取消部分中低等级企业债回购资格将倒逼机构去杠杆,有助于降低市场流动性风险乃至系统性金融风险。

此外,在中低等级城投债质押价值下降后,地方融资平台债券发行难度加大,且票面利率需要更高的流动性溢价补偿,这将倒逼地方政府融资模式转型,防范地方政府隐性债务的进一步扩大。

其次,推动各等级企业债信用溢价分化,信用风险的市场化定价程度提高。在过去,低等级信用债同样可以质押,因此在没有违约的情况下,高等级信用债几乎没有任何相对优势可言,机构存在投机中低等级债券的道德风险。在这一政策出台之后,高等级信用债可以通过放杠杆弥补收益率的劣势,高、低等级的城投债收益率分化将进一步扩大。继公募债券打破刚性兑付后,信用风险市场化定价严重不足的情况将进一步被修

### 现券调整波及一级市场

## 多只信用债取消或延后发行

□本报记者 张勤峰

9日债券市场整体出现较大波动,信用债抛压沉重,利率上行明显,当天包括国家电网公司在内的多家债券发行人纷纷宣布调整或暂缓相关债券的发行安排。

面对行情突发剧烈波动,9日正在发行的企业信用类债券首当其冲,个别债券出现了有效申购不足,甚至被迫取消发行的情况。例如,绍兴柯桥经开区投资公司9日簿记发行的7亿元企业债

“14绍柯开债”,在申购截止后,申购总量仍未达到计划发行额,簿记建档发行时间被延长一小时。汕头港务集团发行的2.5亿元中期票据更因为认购不足而取消发行,决定择时重发。上海上实集团、昆明钢铁控股公司则直接取消了原定当天进行的中期票据、超短融的发行工作。

此外,一些发行人决定调整近期债券发行安排。国家电网公司宣布推迟发行100亿元的债券,该债券原定于12

月10日启动簿记发行工作。如此情况在短融中票发行市场上也不少见。昨日南宁城建、丹东港集团、鄂尔多斯电力冶金公司纷纷宣布推迟近期的短融、中票发行安排。

市场人士指出,临近年底,市场资金面偏紧张,债券需求本就不旺,发行市场处于相对低迷的状态,而政策扰动加剧行情波动,恐进一步增加企业债券融资难度和成本,若无货币宽松政策出台,预计年底前发行市场难明显回暖。



注:2014年12月9日金牛银行理财综合收益指数(A0)为4.96%,较修正后的上期数据下行1BP。数据来源:金牛理财网