

时点扰动有限 资金面波澜不惊

□本报记者 葛春晖

9月28日,银行间货币市场资金面均衡偏松,资金利率涨跌互现、波动较小。市场人士指出,虽然季末和假期等时点扰动仍未完全消退,但在货币调控积极应对以及人民币汇率企稳的背景下,整体流动性平稳跨节已无悬念。

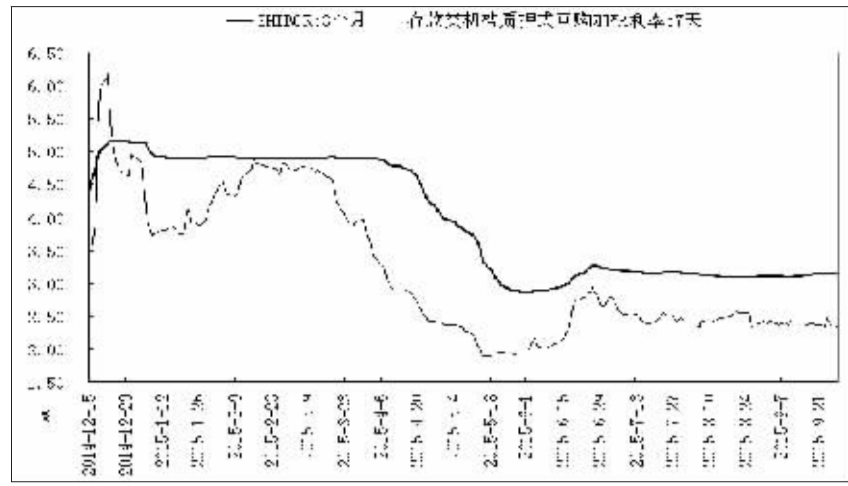
资金利率低位运行

距国庆节长假仅剩三个交易日,本周一(9月28日)的银行间货币市场流动性继续呈现稳中偏松格局,主流资金利率在今年以来的相对低位区域窄幅波动。

WIND数据显示,昨日银行间质押式回购市场(存款类机构行情)上,需求热门品种隔夜回购加权平均利率微升1BP至1.89%,成交量较上周五下降约2000亿元至1.52万亿元;到期日落在假期内的7天回购加权平均利率小降5BP至2.33%,成交量维持在612亿元的低位水平;完全跨过国庆长假的14天回购加权平均利率持平于2.73%,成交量则大增近五成至2325亿元;此外,21天及以上期限的资金价格涨跌互现,成交量都比较大。交易员表示,昨日跨国庆长假的14天资金需求猛增,但14天回购利率仍保持稳定,指标7天回购利率更是明显下行,反映机构对于未来资金面预期乐观、资金融出积极,资金面平稳跨季和跨节均已无忧。

另外,交易所资金利率自9月中旬以来持续上升并反超银行间资金利率,引起了市场的广泛关注。昨日上交所新国债质押式回购市场上,隔夜回购加权平

银行间7天回购和3个月Shibor利率走势



均利率较上周五再涨30BP至2.87%,创下7月6日以来的最高水平。

对于近期交易所资金面价升量增,分析人士认为主要有两方面原因,一是季末和国庆长假带来的季节性因素,二是大量新发可质押公司债上市,机构加重交易所杠杆。不过,分析人士同时指出,从历史经验看,交易所资金利率高于银行间市场才是常态现象,只是7月份股市下跌使得部分资金大量滞留在交易所场内,才导致交易所资金阶段性极度宽松,而近期交易所资金利率的反弹可视为对前期利率超低的修复。

进一步看,交易所资金面收紧并未妨碍银行间市场流动性的整体宽松格局,而且银行体系流动性的充裕,也对交易所市场流动性形成有力支撑。事实上,昨日上交所7天期质押式回购利率已经

较上周五下跌了58BP,报3.20%,14天品种收报2.12%,仍低于同期限银行间资金利率水平。

调控护航可期 资金充裕无虞

目前来看,虽然季末和假期等时点扰动仍未完全消退,但在货币调控积极应对以及人民币汇率企稳的背景下,整体流动性平稳跨节已无悬念。

从9月初降准生效以来的一系列货币调控措施来看,管理层维护资金面稳定、平抑资金利率波动的态度始终未变。这些措施包括:9月11日宣布调整存款准备金考核制度,将此前的时点法改为平均法,有利于平抑关键时点的资金需求;全国同业拆借中心14日宣布向符合条件的银行本币市场成员提供SLF(常备借贷便利申请)申请相关功能,有利

于提高银行体系资金运用效率;上周央行公开市场操作重回净投放,并适时用14天逆回购操作取代7天期逆回购,稳定市场对于假期资金的需求担忧。

据WIND统计,本周公开市场仅为500亿元逆回购操作到期,到期日为本周二(29日)。同时,本周也仅有本周二这一个公开市场例行操作日。据业内人士称,央行昨日向公开市场一级交易商进行了本周和下周的正/逆回购及三个月央票询量,其中逆回购本周为14天期品种、下周为7天期品种。这意味着,本周二央行可能继续通过14天逆回购操作,向银行体系进行必要的流动性支持。

外汇市场波动,是近期一度困扰资金面预期的另一个重要因素。而从昨日汇率走势看,人民币兑美元在岸即期汇率已经是连续第三个交易日上涨,与离岸市场的汇差也大幅收窄到不足200基点水平,反映市场对于人民币贬值的担忧继续回落。分析人士表示,美国加息延迟后,人民币贬值压力有所缓解,有利于国内资金市场的稳定。

另外值得一提的是,经过9月初以来的持续上行之后,3个月Shibor利率在昨日出现0.1BP的下降,虽然幅度很小,但作为中长期资金利率的标杆品种,这一小小的向下变动仍很大程度上反映了机构对于中长期资金面的预期正在转向乐观。海通证券等分析机构指出,9月以来发电耗煤增速跌幅扩大,财新PMI初值再创新低,工业经济回落几成定局,三季度保7难度增大,未来货币宽松周期仍将持续。

跨市场资金利差收敛

交易所债市流动性风险渐增

□安信证券固定收益部 袁志辉

最近一年多以来,交易所市场逐步受到关注。由于融资便利上的原因,投资者加杠杆的主战场一部分转移到交易所市场,于是交易所债券托管管理、回购成交易持续攀升。到今年二季度,银行间债券转托管交易所回购养套息模式被广泛采用,最终助推了交易所市场的火爆。最近产生的3年期交易所公司债利率低于同期限国开债的怪现象,本质上也是体现了交易所融资便利性带来的流动性溢价效应。

交易所回购的便利性主要体现在融资的可实现程度。具体而言,相对银行间回购市场,交易所回购市场在制度设计上对于投资者较为便利。标准券制度避免了银行间个券质押的资格、打折率等一系列谈判麻烦,尤其方便了信用债的质押融资。担保交收制度解决了交易对手方风险。竞价成交制度与银行间质押回购的场外一对一询价相比,效率更高。银行间回购额度受到净资本的影响,而交易所则没有额度限制,在低利率环境导致机构普遍加杠杆需求较高的情况下,优势体现较为明显。

更重要的则是股市剧烈调整后引发的交易所资金利率大幅低于银行间市场。从2007年以来的长周期历史数据来看,交易所和银行间的回购利率走势极

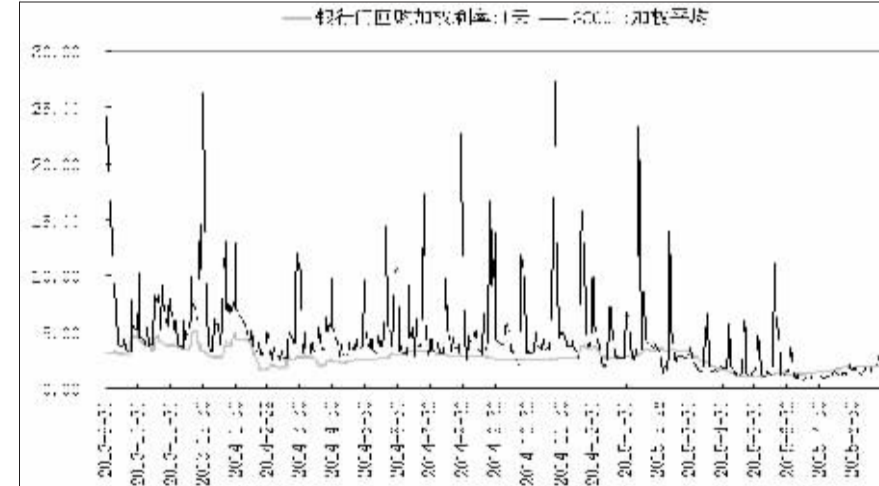
其吻合,但是由于年化波动率过高,一般情况下交易所资金利率都高于银行间,从过去九年的平均利率来看,GC001比R001高约80bp。但是从6月中旬下旬开始,股市猛烈下跌,交易所资金供应快速释放,导致利率持续大幅低于银行间市场,7、8月GC001平均低于R001约50—70bp。

但值得注意的是,进入9月份后,交易所回购的规模继续扩张,带动回购利率从之前1%附近的低位不断攀升至2%左右,已经基本和银行间市场资金利率持平,资金供给收缩的同时伴随需求回升,凸显跨市场套利机制驱动两个市场利率体系收敛。

首先,从供给端来讲,资金供给在流出交易所市场。交易所回购市场资金的供给方主要是券商的经纪客户,股票市场下跌的初期,账户上的闲置资金增加,并投向回购市场以提高资金使用效率,但是当股市持续下跌以及回购利率过低时,资金则会不断流出交易所市场,造成逆回购资金供给的缩减。数据显示,截至9月末,两融余额从高峰的2.3万亿跌到不足1万亿,作为交易所回购资金来源的证券结算保证金余额也从高峰的3.5万亿跌到2.3万亿。

其次,资金的需求大幅增加。交易所回购需求的增加主要体现在为交易所托管债券的规模。今年交易所债市

交易所和银行间隔夜回购利率走势对比



快速扩容,以公募和私募等方式发行的公司债规模激增,截至目前累计发行已接近3000亿,尤其是三季度累计发行约2000亿,再考虑到银行间转托管到交易所的城投债规模,加剧了交易所的资金需求。而交易所回购利率明显低于银行间市场,吸引了更多跨市场融资套利的投资者,在市场相互联通的情况下,套利机会会增加需求,并最终消除利差。

总体而言,前期交易所债券发行利率无视信用风险的恶化,不断创新低,根源

在于交易所回购融资的便利性及超低资金利率。如今随着利率不断攀升,跨市场资金利差逐渐被抹平,交易所债券估值泡沫存在修复需求。在负债成本难以下行,而资产收益率被压到最低位后,投资者普遍采用高杠杆模式赚取息差以保障超额收益的情况下,缓慢回升的交易所资金利率将放大这种盈利模式的流动性风险。不管是交易所调低质押权的质押率,还是股市再次波动或者IPO重启,都有可能诱发该风险的黑天鹅。(本文仅代表作者个人观点)

债市策略汇

利率产品

国泰君安证券:
经济继续探底 债市不惧调整

9月债市出现一定调整和波动,但市场主要矛盾并未改变,经济上行周期资金为王,下行周期资产为王,银行资产配置特征正在发生趋势性逆转,大类资产配置难度加大,安全性高、波动率低的债券组合仍将是配置重点,在杠杆和票息策略中动态平衡债券组合,等待下一个周期来临(高回报重新出现)才是可能的最优策略。

安信证券:
长端收益率下行较确定

近期我们多次提请投资者关注财政发力边际减弱以及由此带来的经济下行风险。近期的高频数据开始逐步证实我们的判断,如果上述情况落实,长端利率债收益率或再添下行动力。更为关键的是,在财政政策空间压缩的情况下,四季度中国经济怎么办。目前来看,只剩下两条路,一是通过货币政策进一步降低融资成本,二是通过市场化改革释放制度红利。我们维持此前的判断,即四季度会出现长端利率债收益率下行、期限利差收窄、信用利差走扩的组

信用产品

光大证券:
宽松在持续 套息可继续

上周信用债供给继续放量,发行利率继前期持续下落后开始出现小幅回升。本轮资金推动的信用债行情已呈现股着状态,鉴于当前收益率水平已经处于历史较低位置,估值偏高,市场对其配置价格并未结束,我们认为,信用债行情并未结束,尚未见到资金从债市流出的迹象。上周,央行重启14天逆回购操作,在扩大流动性投放规模的同时拉长了投放时效,进一步释放出平抑季末和节前资金面波动的积极信号,宽松仍在持续,套息交易仍可继续。政策维持对城投债的支持态度,信用风险继续收敛。随着中报报告期和评级调整高峰期逐渐过去,建议关注收益率较高、资质较差的瑕疵行业(煤炭、水泥等)的产业债。

招商证券:
警惕流动性风险

在季末资金面扰动叠加交易所回购利率攀升之下,上周银行间短融中票及交易所低等级公司债出现调整,信用债

可转债

中金公司:
浅尝不追涨

股市在9月份基本保持了横盘的状态,显然这种状况难以持久,酝酿变盘风险。一般而言,转债品种凭借“进可攻、退可守”特性理应是博弈股市变盘的最佳工具。但目前转债二级市场筹码稀缺严重,可选择余地小。参与群体方面,除转债基金等刚性需求资金,大量的短线甚至T+0的资金活跃其中,缺少供给,导

可转债

中金公司:
浅尝不追涨

致二级市场估值一直高企,价格表现跟随股指而非正股的奇特走势。考虑几种情景:如果股市大涨,转债也会有表现,但很快会面临赎回天花板和供给的供给;如果股市继续横盘,转债供给担忧也有可能略有升温,且T+0投资者有可能撤出寻找其他机会导致估值承压;如果股市继续下跌,转债会受到稀缺性保护,但也难免遭遇调整。整体来看,转债品种表现仍对股市走势存在很强的依赖度,还难以发挥“进可攻,退可守”的期权特性。维持之前看法,浅尝不追涨,静待一级市场重启。

国信证券:
窄幅波动 操作难度大

目前转债依然是窄幅波动,整体的弹性较弱,操作难度大。转债稀缺性、基金仓位要求以及部分资金利用转债T+0的优势短线操作抢反弹使得转债往往提前止跌,这从7月份以来转债市场平均换手率较上半年明显提高得到部分验证。而另一方面,转债估值较高导致转债涨不过正股。总之,转债弹性较弱,市场参与度下降。可以参与的价格仍然可以参考个券近期的低点,即电气转债的115元,格力转债121元,航信转债118元,歌尔转债116元,而在反弹至130元左右即可兑现收益。(张勤峰 整理)

人民币汇率小幅走强 在岸离岸汇差继续显著收窄

9月28日(本周一),银行间外汇市场迎来9月份也是第三季度的倒数第三个交易日。当日人民币中间价、即期汇率联袂走强,继续温和扭转前期的走软势头。其中,人民币即期汇率在连续第三个交易日收涨的同时,与香港离岸CNH汇价间的价差也进一步收窄。

据中国外汇交易中心公布,28日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.3729,较上周五的6.3785上调56基点,为连续第二个交易日上调。即期汇率方面,当日人民币兑美元即期汇率高开高走,收报6.3690,全天

上涨54基点或0.08%,也录得连续第三个交易日走强。

此外,昨日香港离岸市场人民币兑美元CNH汇价经过此前两个交易日的大幅上涨之后继续表现强势。截至北京时间17时,该即期汇价报6.3816,较前一交易日再度上涨192基点或0.30%,与境内即期汇价的价差缩小大幅窄至126基点。

分析人士指出,人民币在岸离岸汇率的同步持续上涨,显著扭转了近期市场的谨慎预期,虽然国庆长假期间消息面因素不确定性仍多,但预计短期内人民币汇率水平将会保持整体平稳。(王辉)

转债市场温和上涨

经过上周五的下挫之后,本周一(9月28日)沪深股市缩量回升,交易所转债市场随之温和走高,整体延续近日窄幅震荡格局。当日中证转债指数早盘小幅高开之后转入横向震荡,收盘报306.75点,上涨0.86点或0.28%。转债市场全天成交6.05亿元,较上周五的7.85亿元萎缩超两成,为连续第五个交易日成交量缩减。个券表现方面,四只交易中的传统转债品种全部录

得小幅上涨,其中,航信转债以0.72%的涨幅列两市首位,涨幅最小的电气转债仅微涨0.10%。

中信证券指出,本周距离国庆节仅剩三个交易日,市场维持弱势震荡格局概率较大。同时,鉴于上周转债市场小幅上涨而正股有所回调,整体溢价率扩张,在此高溢价率的背景下,转债市场短期预计仍难言突破,建议投资者以关注短线博弈机会为主。(王辉)

假期“票息”行情升温 债市收益率整体下行

28日,市场资金面保持宽松,资金价格稳定。14天跨节资金供给充足,节假日因素对资金面的冲击影响很小。

二级市场方面,买盘强劲,交投活跃,各期限均有成交,国债和中长期国开债下行明显。成交集中在流动性较好中长期国债和国开债,剩余期限466年15国债11最低成交在3.08%,较估值下行3BP;剩余期限495年的15国债19成交在3.08%,较估值下行4BP;7年国债15国债14成交在3.30%,较估值下行25BP;10年国债15国债16成交在3.285%,较估值下行25BP。5年国开150208最低成交在3.505%,较估值下行2BP;10年国开150210最低成交在3.73%,较前一日最大下行约2bp。信用债方面,短端高等级成交活跃,

152天的15中债SCP003成交在3.18%,较估值下行2BP;161天的15中化债SCP002成交在3.33%,较估值下行2BP。

昨日债市收益率下行主要的驱动因素是“票息”效应,不过,以往年这种效应凸显的并不严重,在今年国庆前夕却尤为明显。原因可能有二:一是资金面全面宽松,机构投资者完全不用担心资金面;二是经济下行预期让机构投资者有信心持仓过节。昨日早盘公布的数据显示,8月当月规模以上工业企业实现利润总额4481.1亿元,同比下降8.8%,降幅比7月份扩大5.9个百分点。消息出来后,强化了市场上的经济下行预期,各路买盘出动,买盘惜售,因此收益率下行在所难免。(山东潍坊农信 代长城)

广东10月10日招标两批地方债

广东省财政厅9月28日公告,广东省政府将于10月10日招标发行192.6352亿元2015年第三批一般债券(分为九期至十二期发行),以及155.016亿元2015年第二批专项债券(分为四至六期发行)。

上述一般债券含置换债券94.6352亿元和新增债券98亿元,分别为三年、五年、七年和十年期固定品种,计划发行规模分别为19.2634亿元、57.7906亿元、57.7906亿元和15.7906亿元。专项债含123.016亿元置换债券和32.6亿元新增债券,分为五年、七年

和十年期固定品种发行,计划发行量分别为77.508亿元、31.0032亿元和46.5048亿元。

本次招标的合计7期债券中,三年、五年和七年期品种均为按年付息,十年期品种利息按半年支付,各期债券最后一期利息均随本金一起支付。上述债券均采用单一价格荷兰式招标方式,标的利率。招标标位区间为招标日前一至五个工作日的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,同期限国债收益率算术平均值与该平均值上浮15%之间。(王辉)

联合资信: 关注鄂尔多斯城投代偿风险

联合资信评估有限公司28日发布公告,对鄂尔多斯城市建设投资集团有限公司(以下简称“鄂尔多斯城投”)信用事项表示关注。

鄂尔多斯城投于2013年7月为内蒙古达蒙王集团有限公司5亿元的信托借款提供连带责任担保,实际到位资金为3.71亿元,该笔信托借款期限为两年,同时内蒙古东达蒙古王集团有限公司以评估价值10.91亿元的房地产用于本期信托抵押,房地产的评估日期为2013年5月27日,目

前抵押物尚未处置。截至2015年9月11日,该笔信托本金余额为1.76亿元,另应付利息及罚金合计为0.1亿元,上述本金及利息余额已逾期,公司面临代偿风险。

鄂尔多斯城投由联合资信进行信用评级,目前其主体信用等级为AA,评级展望为负面,其存续期内债券为“11鄂城投债”。联合资信表示,截至本公告出具日,上述事项未对鄂尔多斯城投正常经营产生重大影响,将持续关注上述事件进展情况。(葛春晖)

中诚信国际: 调升天津泰达评级展望至稳定

中诚信国际信用评级有限责任公司近日发布跟踪评级报告,维持天津泰达建设集团有限公司(以下简称“天津泰达”)的主体信用等级为AA,评级展望由负面调整为稳定;将“13泰达建设债”的债项信用等级由AA+上调至AAA。

中诚信国际表示,本次评级展望由负面调整为稳定主要基于以下原因:2015年以来,公司加大推盘和销售力度,当年房地产销售金额实现快速增长,并且公司积极开展合作开发、代理代建等轻资产开发模

式以提升其品牌影响力和盈利能力,同时公司写字楼等持有型物业为公司带来较为稳定的现金流。但中诚信国际也关注房地产市场分化持续、公司经营业务继续亏损、短期偿债压力加大以及与控股股东和其他关联企业之间的关联资金往来等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

另外,“13泰达建设债”担保主体天津泰达投资控股有限公司继续保持极强的担保实力,能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。(葛春晖)