

# 再配置恐变脸 债市艳阳后迎风雨

□本报记者 王姣

宽财政营造的经济企稳预期、美联储升息概率提高,叠加市场自身的获利回吐,导致债券市场在经历8至10月的一轮长牛后出现持续回调,此时IPO重启的消息无疑是在伤口上“撒盐”。未来一段时间,支撑债券快牛的再配置与缺资产的逻辑面临挑战,债市在利率低位的波动或加大。不过,分析人士指出,IPO制度改革完善后,资金面所受冲击应有限,且打新无风险收益恐被摊薄,在当前经济基本面不振的背景下,整体宽松基调尚难动摇,债市调整幅度不会太大。对于等待配置的机构而言,短期调整将带来进场机会。

## 多重利空来袭

8月以来,股市调整引发的资产荒和再配置浪潮带来了持续数月的债市“快牛”。然而自10月下旬开始,经济基本面向望企稳、股市开始回暖、机构获利回吐压力增大,加之美国12月加息概率上升……重重利空令市场对债市风险的忧虑也开始升温。

进入11月之后,债券市场波动明显加大,收益率曲线出现陡峭化上行。仅上周10年期国债和国开债收益率就分别上行6-10bp至3.13%和3.5%,与此同时,国债期货连续下跌,主力合约TF1512和T1512周跌幅分别为0.26%和0.58%。

本周一,IPO重启引发债市资金面收紧及资产配置向股市转移的忧虑,加之美国非农就业数据亮眼强化美联储年内加息预期,债市悲观情绪集中释放。当日国债现货和期货双双重挫,截至收盘,5年期国债活跃券150019报价上涨9BP至3.05%,10年期国债活跃券150023报价上涨6.5BP至3.19%;期货方面,10年期国债期货主力合约T1512跌0.97%报97.29元,5年期国债期货主力合约TF1512跌0.57%报99.085元。

11月6日,中国证监会表示先恢复前期暂缓发行的28家已缴款企业的发行,并考虑年底前重启IPO。同时改革新股发行体制,取消新股申购与缴款制度。有业内人士直言,“这像是北京突如其来的雪,让这头奔了一年的债牛嗅到了一些‘空’的味道。”

多家机构解读认为,IPO重启后部分打新资金或回流股市,对债市形成冲击。据华创证券测算,其中10只股票网上网下的冻结资金总量1.2万亿元,剩余18只股票冻结资金总量料为2万亿元。

中金公司也认为,IPO重启有可能增大债市短期波动。之前不少打新资金暂时栖息在货基等避险。IPO重启后部分资金可能将从货基转为网上打新或新的打新基金,在此过程当中,不排除带来市场的扰动。

除此之外,临近年关,机构获利了结的意愿增强,也成为债牛前行的一大隐患。国泰君安证券指出,短期来看,10月份收益率加速下行之后,债券投资机构的获利非常丰厚。中期来看,从2014年一季度开始的牛市延续到2015年10月份,市场也需要时间去适应历史上少有的跨年牛市行情。在短期市场加速上涨之后,机构获利了结的意图增强,这是导致市场调整的重要原因之一。

## 公司债或首当其冲

7月份股市大调整以来,伴随着股市

## 转债全线收跌

□本报记者 王姣

9日,沪深转债(含可交换债)全线下跌,表现明显弱于正股。市场人士指出,目前转债溢价率相对偏高,估值弹性和跟涨能力大为降低,吸引力相对弱于正股,且在交换债发行提速、IPO重启可能带来拟发转债发行启动的背景下,转债稀缺性支撑估值的逻辑可能受到挑战,短期建议轻仓参与。

昨日A股市场不惧IPO重启压力继续反弹。截至收盘,上证综指涨1.58%,深证成指涨1.47%;两市个股普涨,逾200只个股涨幅超过8%。

与之形成鲜明对比的是,昨日转债市

## 交易员札记

## 利空接踵而至

□潍坊农信 代长城

9日,债券二级市场收益率全天大幅上行,卖盘汹涌,买盘微弱,中长端利率债整体上行15bp以上。

利率市场上,昨日7年期国债15国债14成交在3.28%,较估值上行15bp。5年期国开债150208尾盘成交在3.50%,较估值上行18bp;10年国开债150210尾盘成交在3.67%,较估值上行约15bp,150218尾盘成交在3.66%,收益率较估值上行16P。昨日中长期信用债收益率上行明显,如剩余期限4.37年的15铁道MTN001成交在

降温和IPO暂停,大量资金从股市中撤出转到交易所债券市场,交易所债市一再上演火爆行情。在交易所信用债收益率迅速下行的同时,信用债与利率债之间的信用利差也逐步压缩至历史低点。

如果说避险资金大量涌入交易所债市“淤积”带来了数月的债券“快牛”,那么股市回暖和IPO重启之后,交易所债券尤其公司债的风险是否将随之暴露?成为目前业内最大的隐忧之一。

在IPO重启消息的刺激下,昨日公司债市场上,剩余期限4.61年的15恒大01上涨11.03BP,剩余9.87年的15五矿02上涨10.7BP。

“市场真正担心的是在股市或者是IPO打新重新开闸之后,这些资金会重新寻找一个能够提供相对更高收益率的资产板块去分流,这是交易所债市面临的比较明确的风险,也就是再配置的风险。”中金公司高级经理王志飞表示。

收益率较低的公司债市场的疯狂或将短期告一段落。海通证券认为,打新重启冲击债市,公司债或首当其冲。一是淤积在交易所的打新资金蠢蠢欲动,公司债将最先被抛售;二是虽打新新规对资金面影响弱化,但打新将分流交易所回购资金供给,且先开闸的28家仍按旧规,而近期股市也现企稳,均对交易所资金面不利;三是网传中登将收紧地产债质押。

## 短期冲击后或迎机会

8月以来的这轮债券牛市,得益于股市调整和新股发行,是否会由于IPO重启而嘎然而止?对此多位分析人士认为,IPO重启后确有可能增大债市短期波动。但经济基本面不振的背景下,整体宽松基调尚难撼动,债牛仍将持续前行。对等待配置的机构而言,短期调整也许意味着更好的入场机会。

国泰君安证券指出,本次发行制度改革后,打新的“流动性虹吸效应”将大幅减弱,而打新收益率可能会降低,因而对资金面和货币利率影响较小。该券商认为,短期受股市大涨、IPO重启情绪冲击及前期获利盘压力导致市场短期波动调整,但IPO新规对债市冲击非常有限。从中期看,大规模资金冻结取消、IPO预期收益大降,打新套利空间大幅缩窄,将使得IPO的无风险收益高地不复存在,股债之间的资产配置效应下降,债市调整创造买入机会,上涨行情仍将持续。

从基本面上看,大部分机构认为,经济在相当长一段时间内依然面临较大压力,未来通缩的风险仍然存在,短期仍需政策刺激,利率仍有进一步下行的空间。

央行日前发布三季度货币政策执行报告称,将继续实施稳健的货币政策,保持政策的连续性和稳定性,保持松紧适度,适时预调微调。既要防止结构调整过程中出现总需求的惯性下滑,同时又不能过度放水、妨碍市场的有效出清。

对此中金公司认为,这种放松节奏对降低实际利率的效果体现得较为缓慢,货币条件也会改善很缓慢。在货币增速难以显著改善、人民币不会显著贬值、实际利率下行缓慢的情况下,经济困难难以起来,仍将经历漫长的去杠杆和去产能过程,从而有利于债市的慢牛和长牛。“尽管近期债券收益率有小幅回升,但我们更坚定认为债券收益率的下行将是一个中长期趋势。每一次收益率的反弹都是加仓机会。”

## 估值压力凸显

场全盘皆绿。两只转债对应的正股中,格力地产、歌尔声学的涨幅分别为1.14%、1.46%;格力转债、歌尔转债分别下跌3.08%、3.19%;两只可交换债14宝钢EB、15天集EB所对应的股票新华保险、天士力一涨一跌,分别下跌1.25%和上涨1.93%,债券则双双下跌,跌幅分别为3.08%、0.74%。

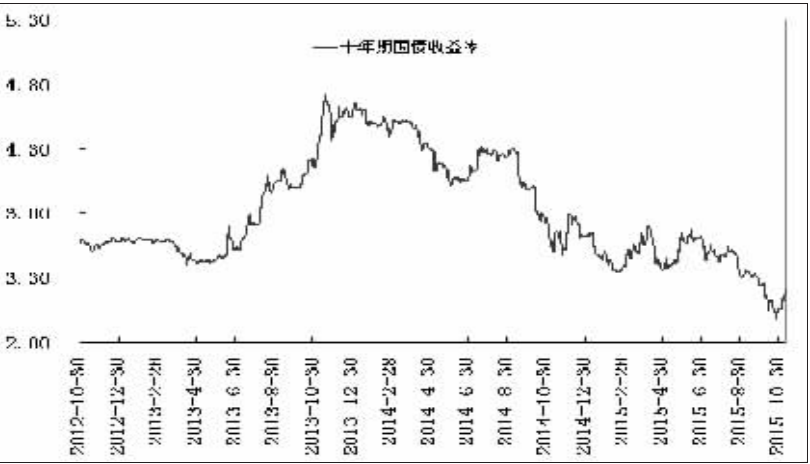
国泰君安证券指出,转债潜在供给亟待释放,存量转债稀缺性逻辑逐渐减弱,虚高的股性估值修复不可避免。后续股市上涨行情或将持续,但转债表现可能会持续弱于正股。相对于正股市场的火爆,转债可能仅剩“喝汤”行情,而一旦正股调整,转债大概率会以大幅下跌来修复估值。

## 债市抛盘汹涌

3.78%,较估值上行20bp;剩余期限6.53年的15中电投MTN004成交在4.10%,较估值上行11bp。

近期债市利空因素接踵而来,一是IPO重启,打新恐分流债市资金;二是美国非农数据超预期后,美国加息概率大增,对人民币汇率及资本流动的影响不可小视;三是股市行情持续回暖,引爆再配置后的再配置风险,股市成为债市最大的潜在威胁。目前支持债券牛市的理由仍旧是“老三样”:经济低迷、政策放松、资金宽裕,并无新意。笔者认为,短期内债市收益率将继续上行,此后可能转向震荡并维持到年底。

十年期国债收益率自3%以下低位反弹



## 记者观察

# 打新货到付款 IPO不是洪水猛兽

□本报记者 张勤峰

临近年底收官季,债券市场却不安稳,要说先前的10月攻势惊艳四方,那当下的调整同样是雷厉风行。9日,在连续调整多日后,伴随着IPO重启消息落地,债券市场加速下挫,十年期国债利率单日上行逾10基点,期货跌价近1%,10月浮盈基本洗白。IPO果真是洪水猛兽?

不必讳言,IPO的确是当下债市的重磅利空。这很大程度上可能体现为对情绪的冲击。眼下,债券绝对收益率低,机构普遍积累较多浮盈,临近年底时节本就无心恋战,落袋为安的冲动较强,IPO更容易刺激抛售行为,加剧行情波动。但不少机构认为,改革后的IPO制度对债市的实质冲击不会太大。

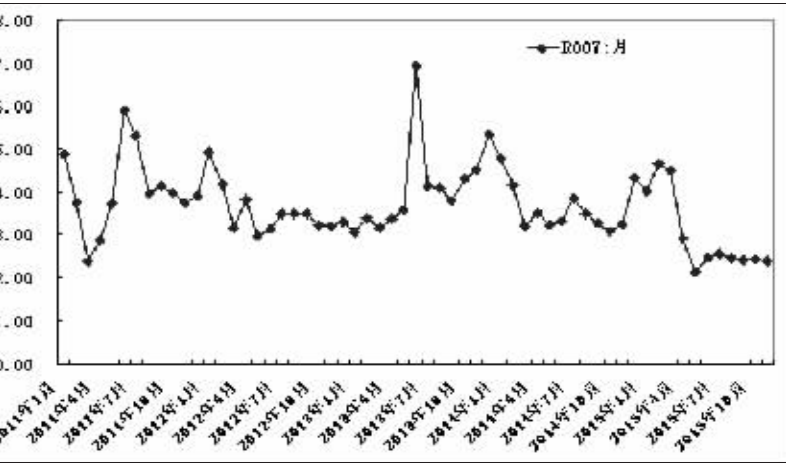
债券投资者之所恐惧IPO重启,无非是以往打新会从两个途径给债券市场带来负面冲击:一方面,IPO申购资金

冻结期间的大量资金在途转移,会导致货币市场供需出现结构性不平衡,扰动货币市场利率的稳定性。对于这一轮由资金造就的债券牛市而言,流动性稳定的重要性毋庸置疑。另一方面,打新可能创设出无风险高收益的美国收资产,例如上半年风生水起的打新基金、配资、两融受益权等,从而可能对债市投资资金产生抽血作用。这一幕,曾在今年二季度上演,也被认为是彼时长债利率下行遇阻的症结所在。

而此次IPO制度改革最大的亮点就在于取消预缴款制度,这项制度改革在减轻IPO造成的流动性波动的同时,可能大幅摊薄打新收益率,从而减轻打新对债券投资需求的分流。

由于资金在途效应,以往新股发行前,货币市场利率往往呈现先涨后跌的规律性起伏,且为提升中签几率或参与打新,机构拼规模,散户或融资或卖券,不仅影响货币市场稳定性,对整个金融市场的流动性也有短

银行间市场7天回购利率月均值走势



# 期债波动加剧 IPO不是洪水猛兽

期扰动。此次改革后,打新从预缴款变成“货到付款”。对于网上网下,均取消全额缴付申购资金的规定,将申购时预先缴款改为确定配售数量后再缴款;以往打新饱受诟病的拼规模及资金占用问题大大降低,由此造成的流动性扰动也将大幅减轻。以今年6月初25只新股冻结资金为例,峰值时达到5.69万亿元;如果采用新制度,只需缴纳414亿元,连零头都不到。

与此同时,改革后,网上投资者按市值申购,摇号中签,又不必预缴款,网上打新变身“头号彩票”。市场人士直言,对于已经持有股票市值的人而言,打新股的机会成本是极低的,就跟路上见到钱一样,无论多少都会上去捡,中签率显著降低是必然的。特别是新规规定,公开发行股票数量在2000万股(含)以下且无老股转让计划的,应通过直接定价的方式确定发行价格,全部向网上投资者发行。因此,对于很多小股票来说,届时

## 十年期债创历史最大跌幅

# 期债波动加剧 有风险亦有机会

次季合约和远季合约跌幅亦双双超过0.9%。昨日,五年期国债期货各合约跌幅均超0.5%,主力合约TF1512收在99.085元,跌0.57%。

据统计,10月28日自历史高点回调以来,T1512合约已跌去约2.48%,最新收盘价已低于9月30日收盘价,10月行情积累的涨幅完全回吐。

在期货遭遇疾风骤雨的同时,现券收益率也快速蹿高。盘面显示,昨日银行间市场中长期限债券收益率全线大幅上行,尤其是7年和10年期品种,上行幅度超过10bp。待债期接近尾声,10年的国债150023早盘首笔成交在3.10%,略低于前收盘点位,但此后成交利率不断上浮,尾盘成交到3.19%、3.20%,全天利率上涨7-8bp。中介公司披露,9日10年期国

债收益率升至3.23%,已较10月27日低点2.98%上行超过25bp,基本回到9月中旬水平。

## 多重利空加剧波动

从昨日盘面上看,IPO重启的冲击力不言自明,但近期债市早已出现调整迹象,IPO更像是“在伤口上撒盐”。

10月的债市就像10月北方的天气,说变脸就变脸,前一刻还是艳阳高照,后一刻就迎来暴风骤雨。债市急涨急跌的背后,情绪的影响可能很关键。有市场人士表示,先前“资产荒”的观点深入人心,货币政策及经济数据的利好锦上添花,债市看多情绪亢亢,容易忽视利空,而随着利好兑现并充分反应,利空受到关注,居

## 资金相对宽松 提防年底波动

9日,银行间市场资金面维持相对宽松,短期资金需求旺盛,供给略微收紧。市场人士指出,新股发行制度改革后,IPO对资金面的冲击减弱,但有28家企业仍按旧制度发行,在年底传统“缺钱季”,可能对流动性造成短期扰动。

昨日银行间质押式回购市场,流动性总体宽松,各期限回购利率涨跌互现。其中,隔夜回购利率加权重微涨1bp至1.80%,指标7天回购利率则下行约1bp至2.34%,14天回购稳定在2.63%一线。更长期限的回购利率波动有所加大,整体有所上涨,其中21天回购涨15bp至2.79%,1个月回购利率涨3bp至2.69%。

交易员表示,回购市场成交仍集中在14天以内,虽然加权利率无大波动,

网下投资者也会转道网上参与,进一步摊薄中签率。此外,研究报告认为,小股票采取直接定价,可能改变小盘股IPO定价低估的情况,意味着一二级市场无风险套利收益降低,甚至需承担跌破发行价的风险。

决定打新无风险收益高低的因素有两个:中签率高低和一二级价差。按照上述市场观点,则IPO新股下,中签率走低确定无疑,小股票一二级价差收窄也是大概率,上半年打新的无风险高收益恐将难以重现,对债券等资产的虹吸效应自然有望减轻。

此外,随着IPO制度改革,打新基金的走向也可能出现变化。中金公司等机构认为,未来打新基金的操作思路将从打新为主、货币为辅,变成债券为主且以打新增强收益,这种变化或基本消除打新对债市的中长期冲击。

一言蔽之,此IPO已非彼IPO,IPO重启不会成为洪水猛兽,对债市的情绪冲击大于实质影响。

安思危的观点开始主导舆论,交易盘平仓冲动上升,容易放大利空,特别是近期美联储升息概率提升、股市回暖、IPO重启、宽财政营造的经济企稳预期上升,多重利空叠加,放大债市波动风险。

短期看,IPO对债市情绪影响显著。悲观情绪集中释放下,债市调整难以避免。此外,之前机构普遍积累较高的现券持仓,而债券流动性欠佳,尤其是面临集中抛售时流动性更加堪忧,因此有条件的机构会利用衍生品对冲,客观上大量增加期货套保需求,这可能会进一步加剧期债的波动。有研究员建议,多头及时止损,规避风险;套利交易者可把握期现价格大幅波动造就的机会;现货投资者充分利用期货优势对冲风险。

资金面整体宽松,但隔夜资金供给有所收敛。

该交易员进一步指出,央行维持流动性合理充裕的态度明确,流动性暂无系统性风险,维持总体宽松是大概率事件,但也要看到,年底季节性因素及美联储可能升息增添了不确定性。从往年情况看,年底财政存款集中释放与机构应对年底考核之间存在一定时滞,货币市场流动性存阶段收紧压力,且今年有美联储可能升息的影响,外汇占款持续下降,银行体系超储率不高,出现波动的风险不得不防。此外,新规之下,IPO对短期流动性的影响减弱,但有28家企业仍按旧制度发行,可能于年底前完成发行,相应的资金在途效应仍将显现。因此,在对资金面总体乐观的同时,也需提防年底波动。(张勤峰)

## 农发债增发需求尚可

农业发展银行9日对该行2015年第17期、20期和第5期金融债券进行了新一次增发行招标。这三期债券均为固定品种,期限依次为2年、5年和10年。发行结果显示,在债券市场受IPO重启等利空打压而显著走弱的背景下,三期农发债需求尚可,中标收益率基本符合预期。

来自中债网和交易员的消息显示,昨日农发行2年期固定息债中标收益率为3.1556%,全场认购倍数2.5;5年期中标收益率3.5072%,认购倍数2.74;10年期中标收益率为3.7808%,认购倍数

为3.25。中债收益率曲线显示,9日银行间2年、5年和10年期固定农发/口行债收益率分别在3.14%、3.50%、3.77%左右。此次招标的各期农发债定价基本接近二级市场利率。另外,此次农发债认购倍数尚可。

市场人士指出,证监会日前宣布IPO重启,以及美国10月非农数据表现强劲提升美联储加息预期,都对债券市场带来明显负面冲击。在现券收益率明显走高的背景下,本次农发行增发债的招标情况,显示债市仍有一定的刚性配置需求支持。(王辉)