

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,经济基本面有望企稳、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……多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 估值压力凸显

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 债市抛盘汹涌

□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150208尾盘成交在3.50%,较估值上行18bp;10年期国开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,交易所债市尤其是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重启而戛然而止?对此多位分析人士认为,IPO重启后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。

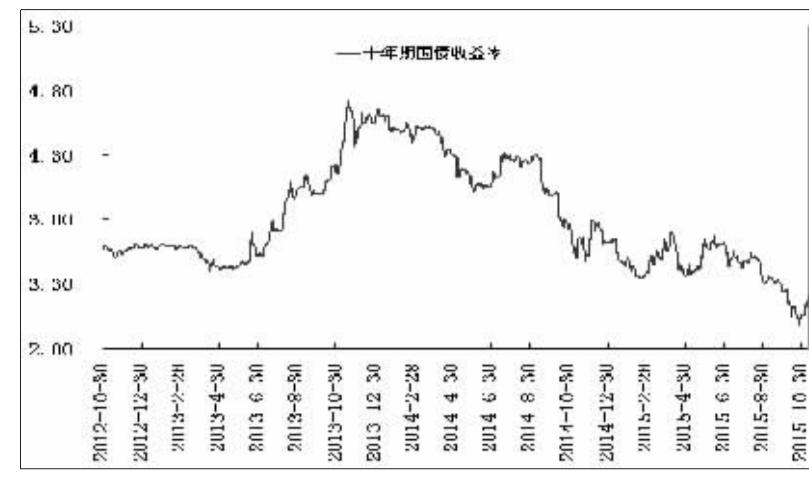
国泰君安证券指出,本次发行制度修改后,打新的“流动性虹吸效应”将大幅减弱,而打新收益率可能会降低,因而对资金面和利率影响较小。该券商认为,短期受股市大涨、IPO重启情绪冲击及前期获利盘压力导致市场短期波动调整,但IPO新规对债市冲击非常有限。从中期看,大规模资金冻结取消、IPO预期收益大降,打新套利空间大幅缩窄,将使得IPO的无风险收益高地不复存在,股债之间的资产配置效应下降,债市调整创造买入机会,上涨行情仍将持续。

从基本面来看,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,经济动能难以起来,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。”

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?

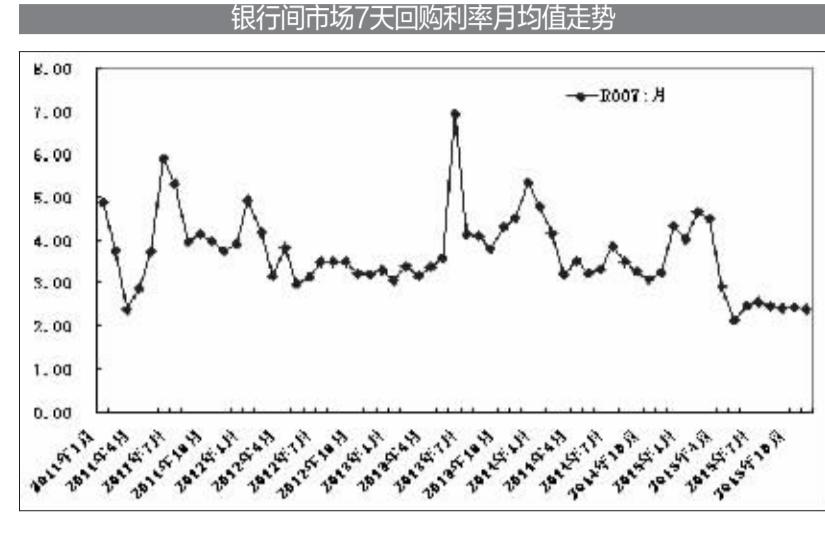
不必讳言,IPO的确是当下债市的重磅利空。这很大程度上可能体现为对情绪的冲击。眼下,债券绝对收益率低,机构普遍积累较多浮盈,临近年底时节本就无心恋战,落袋为安的冲动较强,IPO更容易刺激抛售行为,加剧行情波动。但不少机构认为,改革后的IPO制度对债市的实质冲击不会太大。

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

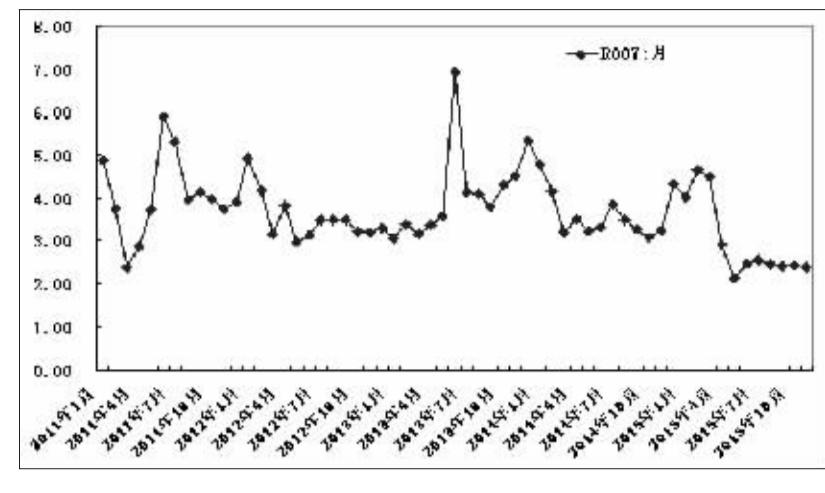
冻结期间的大量资金在途转移,会导致货币市场供需出现结构性不平衡,扰动货币市场利率的稳定性。对于这一轮由资金造就的债券牛市而言,流动性稳定的重要性毋庸多言。另一方面,打新可能创造出无风险高收益的类固收资产,例如上半年风生水起的打新基金、配资、两融受益权等,从而可能对债市投资资金产生抽血作用。这一幕,曾在今年二季度上演,也被认为是彼时长债利率下行遇阻的症结所在。

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,以往新股发行前后,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。

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,以往新股发行前后,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

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定价偏低的情况,意味着一二级无风险套利收益降低,甚至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:中签率高低和二级价差。按照上述观点,则IPO新股下,中签率走低确定无疑,小股票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。

十年期债创历史最大跌幅

期债波动加剧 有风险亦有机会

本报记者 张勤峰

IPO重启消息,令本已陷入调整的债券市场雪上加霜。9日,悲观情绪宣泄及套保需求上升,加速国债期货跌势,各合约全线重挫,十年期主力合约全天跌近1%,创历史单日最大跌幅。市场人士指出,短期内国债期货波动风险加大,宜多看少动,套利者可捕捉期现货波动造就的基差交割机会。

期现货齐遭重挫

9日,期债跳空低开,盘中持续下探,收盘各存续合约全面收低。其中,十年期主力合约T1512收报97.290元,跌幅达0.97%,创该国债期货品种上市以来主力合约的单日最大跌幅;

观点链接

中金公司:债市并未面临拐点

目前债市只是技术层面的调整,远未进入趋势性调整阶段,债券收益率和美国债券收益率的相关性和联动性并不强。总体看,美元走强在根本上有利于国内债市。第二,IPO重启并不像大家想象中那样明显冲击债市,细心思考可以发现IPO重启其实是有利的债市的。第三,在经济依然疲弱、信贷增长乏力而股市和IPO难以达到以往那种吸金效应的情况下,金融行业缺资产的情况依然延续。债券牛市仍将延续,只是节奏可能比之前变慢,投资者仍应该坚定持有,每一次收益率回升都是加仓的好机会。

海通证券:转债或受益于股市

转债市场标的稀缺,但近期股市明显回暖,使得投资者资金集中在4只存量券上,以分享股市收益,较高的转股溢价率恰好反映这一点。后续转债或受益于股市,但仍有制约因素。其一是过高溢价率透支上涨空间,使得转债表现不如正股;其二是随着未来电气和航空复牌以及新券发行,集中于存量券的需求可能被稀释,价格较高券可择时获利了结。上周五证监会宣布修改新股发行制度,并将适时重启IPO,或意味着转债公开发行也有望恢复。目前已拿到批文的个券包括:

澳洋顺昌、三一重工、蓝色光标、九州通和厦门国贸,关注后续新券进度。(王姣 整理)

影响大于实质:IPO新规则终结了传统“打新”模式,资金分流不再,平滑资金面也更有利于信用债套息交易;美联储加息、三季度货币政策报告的措辞、宽财政并不会改变货币宽松趋势,降低实体利率水平仍然是核心;杠杆方面,无论是交易所整体或是券商、债基这些参与机构自身的杠杆水平,均处于可控范围之内,无需担忧,监管机构对于交易所质押规则的调整大概率会更加谨慎,即使调整主要的影响也限于被调整的板块估值,而不会引发整体流动性风险。

兴业证券:对趋势并不悲观

在前期利好被过度透支的情况下,当下利空不断出现,市场很可能继续调整。但从长期逻辑来看,去杠杆的周期下,基本面利好债市的局面并没有发生本质改变,仍然看好无风险利率的长期下行趋势。因此我们对趋势并不悲观,建议投资者在市场反应完IPO和美联储加息的利空之后,在经济企稳预期增强时布局,而不是随行就市。目前支持债券牛市的理由依旧是“老三样”:经济低迷、政策宽松、资金宽裕,并无新意。笔者认为,短期内债市收益率将陆续上行,此后可能转向震荡并维持到底。

国泰君安:情绪影响大于实质

近期利空集中爆发,可能进一步冲击债市,但我们认为情绪

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

十年期债创历史最大跌幅

期债波动加剧 有风险亦有机会

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,供给略显收敛。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,流动性总体充裕,各期限回购利率涨跌互现。其中,隔夜回购利率加权值微涨1bp至1.80%,指标7天回购利率则下行约1bp至2.34%,14天回购利率稳定在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天回购利率涨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,

资金相对宽松 提防年底波动

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。从往年情况来看,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年期固息债中标收益率为3.1556%,全场认购倍数2.5;5年期中票收益率3.5072%,认购倍数2.74;10年期中票收益率为3.7808%,认购倍数

为