

■ 债市流动性风险(一)

IPO冲击有限 股市回暖扰动债牛

流动性宽裕背景下,资金的加速涌入造就了本轮债市长牛。但随着国债和国开债利率屡创新低,债市潜在风险也开始积聚。11月以来,在短期货币宽松预期下降、宽财政加码,以及股市回暖、IPO重启、美联储加息预期升温等多重因素影响下,债券市场波动加剧,一度上演大跳水。如业内人士所言,调整后的债市仍如惊弓之鸟,未来风险因素将不断增加,主要担忧来自于债市资金的分流和流动性边际收紧。

□本报记者 王姣

沪指指坚守3600点,IPO本周也将正式拉开序幕,令本就“高处不胜寒”的债券市场更感冰冷。眼下,市场的焦点依然集中在IPO重启后资金面的表现以及股市的表现是否会分流债市资金。

市场人士指出,尽管多数分析认为IPO重启对资金分流作用有限,不过随着风险偏好的上升,再配置之后的再配置风险,将成为短期债市最难琢磨的不确定性因素,债市的调整也许尚未结束。但总体来看,市场对上述利空已有所消化,即便IPO正式重启,预计也不会打破现有总体宽松态势,短期债券市场流动性无虞,债牛短暂停留后或继续前行。

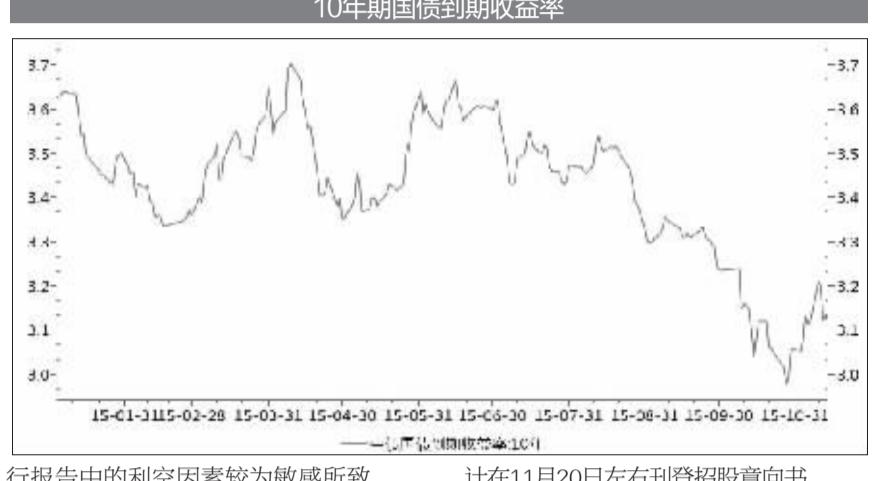
股债“跷跷板”

7月股灾导致避险情绪升温,伴随着资金的加速涌入,债券市场上演了一场从短端到长端、从信用债到利率债、从杠杆到久期的完美轮动,不论长端无风险利率还是期限利差都降至历史较低水平。

然而伴随着A股持续反弹,债券市场调整压力也开始积聚。11月4日以来,沪指从3325.62点一度攀升至3673.76点,昨日收盘坚守于3600点一线,区间涨幅已接近9%。

与之相对应的是,进入11月后,10年期国债和国开债围绕3%和3.5%的中枢震荡,利率继续下行动力不足。在经济基本面有望企稳、美联储加息预期升温和获利回吐压力增大的背景下,上周IPO重启的消息进一步点燃了债券市场的悲观情绪。

“债券市场近期出现了明显调整,10年期国开活跃券从10月27日3.39%收益率在一两周的时间里已经上行近30BP至3.65%,国债期货主力合约T1512,TF1512单日还分别出现了0.57%、0.97%的暴跌。”民生证券表示,通过近日与机构交流的情况来看,市场认为债市出现调整的主要原因还是由年末考核和累积浮盈兑现所引发,并在至盈压力之下,对IPO重启、财政赤字扩大、美联储加息、股市上涨、货币政策执



行报告中的利空因素较为敏感所致。

海通证券进一步指出,对债市资金分流的第一个担忧就来自股市回暖。该券商表示,2015年上半年债市收益率的走势之所以几经波折、较难下行,就与股市分流债市资金有关。当时对接股市的结构化产品可以提供8%以上的收益,每月发行的IPO可以提供10%以上的打新收益,类固收产品成为债券替代品,导致今年上半年债市需求减少,直到股灾后资金回归债市,债券收益率才大幅下降。而股市下跌至3000点后,估值已相对不再昂贵,与被压至历史低位的债券收益率比,股市越跌越有价值。因此随着大盘逐渐回暖至3500点,市场风险偏好也上升,边际上股市分流债市资金的风险在上升。

不过民生证券认为,债市不可能因股市回暖走熊。一方面,超储的持续消耗可能会导致债券走熊,这是金融底领先利率底的一个重要原因,但股市的上涨并不消耗超储(消费贷款入市除外)。另一方面,股市上涨依赖于无风险利率的低位。如果债熊了,股也牛不了。从宏观研究的逻辑本身,在经济下行的周期中,债牛应该比股牛更确定一些。

IPO重启影响几何

继证监会发布恢复暂缓发行的28家公司IPO的消息后,上周五关于IPO重启又有新进展。证监会新闻发言人张晓军表示,首批10家公司由于需要准备补充材料,预

计在11月20日左右刊登招股意向书。

业内人士担心,IPO重启在短期内可能对债券市场造成一定的负面影响,一是巨额冻结资金冲击资金面,二是可能改变投资者的风险偏好以及资产配置结构,引导资金流向权益市场,从而推动债券利率上行。

据悉,上周资金流出中国债市1.38亿美元,且流出幅度显著高于前一周,部分理财的资金正在回流股票市场,或有配置债券的资金转至网上打新和打新基金。

华创证券分析指出,年内还有28家股票按照老办法发行,资金冲击依然不可避免,根据测算,预计10只股票的网上网下冻结资金总量12万亿元,剩余18只股票的网上网下冻结资金总量料为2万亿元。

不过大部分市场人士认为,本次重启IPO对债市的抽水影响可能并不显著。华泰证券表示,本次新股发行体制改革取消了新股申购预缴款制度,导致打新资金冻结冲击市场流动性的力度进一步弱化。IPO对市场流动性的冲击受货币政策的影响很大,在当前市场流动性过剩的情况下,不必过度反应。

海通证券进一步指出,新规下申购不再需要预缴款,巨额冻结资金对资金面的冲击缓解,但对已经获得批文、此前被暂停发行的28只新股仍将按照旧规定发行,预计这一批新股总计冻结资金在4万亿元左右,仍值得警惕。IPO重启在短期有分流债市资金的冲击,但长期内对债市的影响仍

可转债

中金公司: 估值高企将长期存在

影响转债估值的三个边际不利因素:一是随着转债一级市场开闸,传统转债供给也将陆续出现,有助于缓解二级市场的恐慌。值得一提的是,我们注意到可交换债一级发行情况极火爆,各路资金参与其中,这是低回报时代的必然反应,也是对潜在供给的激励;二是由于新型打新基金崛起,俨然是增强型的类债基金,对一级债基等存在一定的替换效应,加上山水事件导致保险赎回相关债基,都在一定程度上削弱转债的需求群体;三是股市大震荡区间难改,临近上限区域时,投资者风险偏好下降,止盈冲动也不利于转债估值。不过,鉴于潜在供给规模仍有限,投资者仓位均很轻,加上持有转债的机会成

本很低,股市仍有结构性机会,转债市场高估值的状况将在较长时间内持续。简言之,重申未来转债市场需求弹性超过供给弹性带来“博弈”的色彩会逐步淡化,估值高企仍会长期存在,但短期存在小幅压力。

中信证券: 短期谨慎为上

目前转债上攻压力较大,高溢价率成为主要的拦路虎,短期内我们提出的转债价格的顶部压力与底部支撑作用将会继续显现。相比而言更加值得注意的是未来转债新券发行带来的供给冲击。短期来看,我们认为转债市场需重点关注两个方面。一是市场情绪,包括对疲软的经济数据、IPO重启等事件的反应,特别关注市场情绪的变化对转债溢价率中枢的影响;二是正股带来的机会。在近期市场回暖后歌尔转债与格力转债的平价已经来到面值附近,若正股继续向好,则上述个券在溢价进一步收敛后价格转向正股驱动,但短期内建议以谨慎为上,至于宝钢EB由于不设有提前赎回条款,因此目前具有较强的正股替代属性,后续价格有望与正股紧密联动。策略方面,我们维持短期谨慎等侯新券发行开闸的观点。(王蛟整理)

信用产品

国泰君安证券: 信用债短期表现受压制

显;传统行业难以受到政策照顾,压力越来越大,我们建议逐步规避产能过剩行业,在受益行业中挖掘债券。当然,对于资产证券化产品,我们认为总体信用风险可控。一方面,目前进入基础资产池的资产大部分质量尚可;另一方面,ABS的条款设计总体还是具有一定安全垫。

中金公司: 估值高企将长期存在

影响转债估值的三个边际不利因素:一是随着转债一级市场开闸,传统转债供给也将陆续出现,有助于缓解二级市场的恐慌。值得一提的是,我们注意到可交换债一级发行情况极火爆,各路资金参与其中,这是低回报时代的必然反应,也是对潜在供给的激励;二是由于新型打新基金崛起,俨然是增强型的类债基金,对一级债基等存在一定的替换效应,加上山水事件导致保险赎回相关债基,都在一定程度上削弱转债的需求群体;三是股市大震荡区间难改,临近上限区域时,投资者风险偏好下降,止盈冲动也不利于转债估值。不过,鉴于潜在供给规模仍有限,投资者仓位均很轻,加上持有转债的机会成

本很低,股市仍有结构性机会,转债市场高估值的状况将在较长时间内持续。简言之,重申未来转债市场需求弹性超过供给弹性带来“博弈”的色彩会逐步淡化,估值高企仍会长期存在,但短期存在小幅压力。

中信证券: 短期谨慎为上

目前转债上攻压力较大,高溢价率成为主要的拦路虎,短期内我们提出的转债价格的顶部压力与底部支撑作用将会继续显现。相比而言更加值得注意的是未来转债新券发行带来的供给冲击。短期来看,我们认为转债市场需重点关注两个方面。一是市场情绪,包括对疲软的经济数据、IPO重启等事件的反应,特别关注市场情绪的变化对转债溢价率中枢的影响;二是正股带来的机会。在近期市场回暖后歌尔转债与格力转债的平价已经来到面值附近,若正股继续向好,则上述个券在溢价进一步收敛后价格转向正股驱动,但短期内建议以谨慎为上,至于宝钢EB由于不设有提前赎回条款,因此目前具有较强的正股替代属性,后续价格有望与正股紧密联动。策略方面,我们维持短期谨慎等侯新券发行开闸的观点。(王蛟整理)

利率产品

民族证券:

调整仍未结束

10月经济数据呈现弱势企稳迹象,政策层面再度转向结构性调整,而国外美联储加息预期重启。结合上周表现来看,我们认为债市调整仍未结束,临近年末获利了结情绪较重,且资金面仍面临汇率以及年末因素的干扰,货币政策未见进一步宽松意向,货币资金波动的操作依然存在时滞问题。继续建议投资者观望为主,短久期,适度杠杆。

安信证券:

收益率反弹高点已然探明

目前这一轮债市的调整与今年3月份的一轮债市调整有很多相似之处(IPO重启的冲击除外),两次债市调整的主要爆发因素均来自基本面反弹。与3月债市调整的不同之处在于10月经济数据清晰的显示了基本面在低位企稳而融资需求趋于回落,这在一定程度减弱了本轮债市的调整。我们倾向于认为,本轮债市冲击基本结束,收益率反弹高点已然探明。

国金证券:

逐步规避产能过剩行业

目前,整个债权类资产的违约事件层出不穷,但是细看,还是集中于那些过剩产能行业,煤炭、化工、有色、钢铁、水泥都是重灾区。由于未来是供给端调控为主,因此产业之间的优胜劣汰是必然趋势。类似养老、教育、节能环保、核电、新能源汽车、服务业等将受益明

山水水泥违约事件发酵

信用债料持续承压

显;传统行业难以受到政策照顾,压力越来越大,我们建议逐步规避产能过剩行业,在受益行业中挖掘债券。当然,对于资产证券化产品,我们认为总体信用风险可控。一方面,目前进入基础资产池的资产大部分质量尚可;另一方面,ABS的条款设计总体还是具有一定安全垫。

中金公司:

估值高企将长期存在

影响转债估值的三个边际不利因素:一是随着转债一级市场开闸,传统转债供给也将陆续出现,有助于缓解二级市场的恐慌。值得一提的是,我们注意到可交换债一级发行情况极火爆,各路资金参与其中,这是低回报时代的必然反应,也是对潜在供给的激励;二是由于新型打新基金崛起,俨然是增强型的类债基金,对一级债基等存在一定的替换效应,加上山水事件导致保险赎回相关债基,都在一定程度上削弱转债的需求群体;三是股市大震荡区间难改,临近上限区域时,投资者风险偏好下降,止盈冲动也不利于转债估值。不过,鉴于潜在供给规模仍有限,投资者仓位均很轻,加上持有转债的机会成

本很低,股市仍有结构性机会,转债市场高估值的状况将在较长时间内持续。简言之,重申未来转债市场需求弹性超过供给弹性带来“博弈”的色彩会逐步淡化,估值高企仍会长期存在,但短期存在小幅压力。

中信证券:

短期谨慎为上

目前转债上攻压力较大,高溢价率成为主要的拦路虎,短期内我们提出的转债价格的顶部压力与底部支撑作用将会继续显现。相比而言更加值得注意的是未来转债新券发行带来的供给冲击。短期来看,我们认为转债市场需重点关注两个方面。一是市场情绪,包括对疲软的经济数据、IPO重启等事件的反应,特别关注市场情绪的变化对转债溢价率中枢的影响;二是正股带来的机会。在近期市场回暖后歌尔转债与格力转债的平价已经来到面值附近,若正股继续向好,则上述个券在溢价进一步收敛后价格转向正股驱动,但短期内建议以谨慎为上,至于宝钢EB由于不设有提前赎回条款,因此目前具有较强的正股替代属性,后续价格有望与正股紧密联动。策略方面,我们维持短期谨慎等侯新券发行开闸的观点。(王蛟整理)

信用产品

国泰君安证券:

信用债短期表现受压制

显;传统行业难以受到政策照顾,压力越来越大,我们建议逐步规避产能过剩行业,在受益行业中挖掘债券。当然,对于资产证券化产品,我们认为总体信用风险可控。一方面,目前进入基础资产池的资产大部分质量尚可;另一方面,ABS的条款设计总体还是具有一定安全垫。

中金公司:

估值高企将长期存在

影响转债估值的三个边际不利因素:一是随着转债一级市场开闸,传统转债供给也将陆续出现,有助于缓解二级市场的恐慌。值得一提的是,我们注意到可交换债一级发行情况极火爆,各路资金参与其中,这是低回报时代的必然反应,也是对潜在供给的激励;二是由于新型打新基金崛起,俨然是增强型的类债基金,对一级债基等存在一定的替换效应,加上山水事件导致保险赎回相关债基,都在一定程度上削弱转债的需求群体;三是股市大震荡区间难改,临近上限区域时,投资者风险偏好下降,止盈冲动也不利于转债估值。不过,鉴于潜在供给规模仍有限,投资者仓位均很轻,加上持有转债的机会成

本很低,股市仍有结构性机会,转债市场高估值的状况将在较长时间内持续。简言之,重申未来转债市场需求弹性超过供给弹性带来“博弈”的色彩会逐步淡化,估值高企仍会长期存在,但短期存在小幅压力。

中信证券:

短期谨慎为上

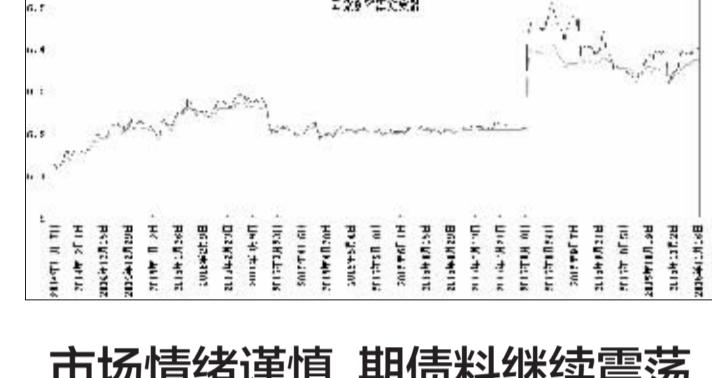
目前转债上攻压力较大,高溢价率成为主要的拦路虎,短期内我们提出的转债价格的顶部压力与底部支撑作用将会继续显现。相比而言更加值得注意的是未来转债新券发行带来的供给冲击。短期来看,我们认为转债市场需重点关注两个方面。一是市场情绪,包括对疲软的经济数据、IPO重启等事件的反应,特别关注市场情绪的变化对转债溢价率中枢的影响;二是正股带来的机会。在近期市场回暖后歌尔转债与格力转债的平价已经来到面值附近,若正股继续向好,则上述个券在溢价进一步收敛后价格转向正股驱动,但短期内建议以谨慎为上,至于宝钢EB由于不设有提前赎回条款,因此目前具有较强的正股替代属性,后续价格有望与正股紧密联动。策略方面,我们维持短期谨慎等侯新券发行开闸的观点。(王蛟整理)

人民币汇率温和走强

在经过此前连续多个交易日的震荡走跌后,周一(11月16日)银行间外汇市场上人民币对美元即期汇价,以及香港离岸市场上人民币对美元CNH汇价均出现明显反弹势头,暂时终结了近期人民币汇率的走弱格局。截至北京时间11月16日17时,人民币对美元CNH汇价报6.3938元,较前一交易日上涨112个基点或0.17%,与境内即期汇价之间的价差则缩窄至200个基点左右。

分析人士指出,IMF主席拉加德表态支持将人民币纳入储备货币篮子的提议,且执委会将在11月30日开会讨论,该消息对于短期人民币汇率的表现整体构成利好支撑。整体来看,在经过此前一段时间的震荡走弱之后,短期内人民币汇率或将迎来偏强震荡的运行格局。(王辉)

美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



市场情绪谨慎 期债料继续震荡

11月16日,国债期货市场高开高走,五年期、十年期主力合约分别收涨0.18%、0.38%。与此同时,两大主力合约持仓量大减,市场情绪略偏谨慎。分析人士指出,国际避险情绪的升温有利于债市表现,但IPO重启和股市企稳还是会分流债市新增资金,因此,其负面影响不容忽视,但也不必过分悲观。

国信证券同时表示,目前大行资金供给充裕,资金面整体均衡偏松,因此预计央行将继续采用中性操作策略。市场参与者推测,即使IPO正式重启,预计也不会打破现有总体宽松态势,短期内对流动性维持乐观预期。

中金公司更倾向于乐观。“经济基本面有利,配置压力较大,IPO重启、货币政策边际变化、美联储加息预期升温、年底无心作为将给债市带来小扰动,但重申‘休息是未来更好的战斗’。”该券商研究员表示,综合目前欧洲国家的动荡、国内经济和通胀的低迷,再结合近期IPO重启和提高两融融资保证金比例对股市走势不利,风险偏好的下降和通胀预期的下滑将有利于资金出于避险需求进入债市,尤其是没有信用风险的利率债和信用风险相对较低的高评级信用债。债券投资者仍应该保持对债市的信心,债券仍是不错的配置和投资品种。

从盘面看,昨日五年期主力合约TF1512低开高走,早盘回落翻绿,午后翻红震荡,尾盘冲高,收盘于99710元,上涨0.18%,成交65493手,日减仓1167手至11372手。国债期货10年期主力合约T1512收盘报98355元,上涨0.38%,单日成交19878手,日减仓1327手至11829手。

■ 交易员札记

利空逐步消化 债市收益率企稳

昨日市场资金面仍然保持宽松,资金供给充裕,隔夜和7天回购维持在1.80%和2.28%,变化不大。

二级市场债市全天震荡,交投活跃国债收益率有所上行,金融债收益率小幅回落。7年国债15国债14成交在3.15%,较估值上行2BP;15年国债16成交在3.14%,较估值上行0.5BP。5年国开150208尾盘成交在3.415%,较估值下行0.5BP;10年国开150210尾盘成交在3.545%,收益率较估值下行约2bp,150218尾盘成交在3.525%附近,收益率较估值下行1BP。

信用债方面,集中成交在超短期高等级信用债,收益率互有涨跌。剩余期限50天15南电SCP003成交在2.90%,较估值上行1BP;剩余期限71天15中粮SCP004成交在3.0%,较估值下行1BP;剩余期限112天的15中船SCP001成交在3.27%,与估值持平;剩余期限177天的15国家核电CP001成交在3.35%,较估值下行5BP;剩余期限342天的15国电集CP004成交在3.0%,与估值持平。

IPO重启和美国非农数据超预期带来的加息冲击影响在逐步消退,经济金融数据的疲弱依然支撑债市。上周末两个消息,一是沪深交易所将融资买入债券保证金由50%提升至100%,对国内权益市场是相对利空,二是法国巴黎的恐怖袭击事件,会冲击全球股市和大宗商品,反而在一定程度上利好债市,因此我们有理由相信,债市上行的空间依然不大,因此我们预计债市维持震荡或许是年前的主旋律。(潍坊农信 代长城)

口行19日招标发行三期金融债

中国进出口银行11月16日公告称,将于11月19日在银行间债市招标发行至多160亿元三期金融债,期限包括3年、5年、10年,招标日均为11月19日,分销期均为11月19日至11月23日,上市日均为11月25日。

三期债券招标时间均为11月19日10: