

■债市流动性风险（一）

# IPO冲击有限 股市回暖扰动债牛

流动性充裕背景下,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

沪综指坚守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,沪综指从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 and 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,并在止盈压力之下,对IPO重启、财政赤字扩大、美联储加息、股市上涨、货币政策执

## ■债市策略汇

### 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,而外围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,且资金面仍面临利率以及年末因素的干扰,货币政策未见进一步宽松意向,熨平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存在很多相似之处（IPO重启的冲击除外）,两次债市调整的主要促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。

### 信用产品

国泰君安证券：  
信用债短期表现受压制

风险偏好阶段下降,尾部分化继续加剧。中高等级企稳反弹反映前期利率债调整主导的信用债收益率上行已经结束,而低评级品种继续调整反映信用事件密集冲击的影响仍在持续。后续来看,风险事件发酵、年末获利了结因素、外转局势主导风险偏好阶段性下降以及去杠杆情绪担忧,仍将压制信用债的短期表现,尤其是中低评级品种的尾部分化会加剧。不过整体上看,中高评级品种仍然相对安全,年末之前配置需求继续释放,建议继续增持。

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,但是细细看来,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

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资质尚可;另一方面,ABS的条款设计总体还是具有一定安全垫。

### 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券荒。值得一提的是,我们注意到可交换债一级发行情况极为火爆,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,俨然是增强型的美债基金,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

取决于未来打新基金采取何种模式。

不过招商证券提醒投资者,信用品受IPO重启的影响更为显著,未来IPO对信用品的影响依然值得关注,尤其是可能引发的信用品去杠杆问题,继续建议保持一定的流动性空间和余地,在新券挑选上向流动性好的品种倾斜,同时建议控制好杠杆。

## 债市仍有“配置牛”

尽管受多重利空压制,但考虑到央行的宏观调控以及流动性的释放,市场人士认为,市场流动性整体依然宽松,金融机构等待配置的资金较多,债券市场仍有“配置牛”。

银河证券指出,从前期市场担忧的利空因素分析,利空因素的影响有限,不必过分悲观。IPO虽然重启,但发行制度的修改减轻了之前新股发行冻结资金对于资金面的影响。另外交易所上调融资保证金比例,显示监管当局对资本市场加杠杆保持谨慎的政策态度。监管当局对融资杠杆的抑制也会对股市行情及风险投资行为有所影响,股市难重现疯牛行情。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。

中信证券：  
短期谨慎为上

目前转债上攻压力较大,高温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,包括对疲弱的经济数据、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,因此目前拥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候新券发行开闸的观点。（王姣整理）

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持续。简言之,重中未来转债市场需求弹性超过供给弹性带来“博弈牛”的彩色会逐步淡化,估值高企仍将长期存在,但短期存在小幅压力。

## 人民币汇率温和走强

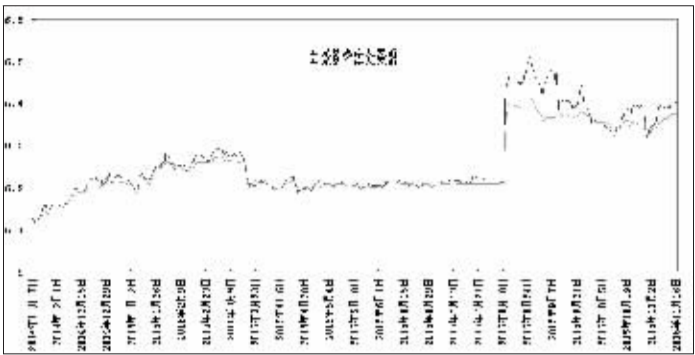
在经过此前连续多个交易日的震荡走跌后,周一（11月16日）银行间外汇市场上人民币对美元即期汇价,以及香港离岸市场上人民币对美元CNH汇价均出现明显反弹势头,暂时终结了近期人民币汇率的走弱格局。

具体市况方面,受上周五美元指数小幅反弹影响,周一人民币汇率中间价继续有所走跌。中国外汇交易中心周一公布,2015年11月16日银行间外汇市场上人民币对美元汇率中间价为6.3750元,较上周五的6.3655元走软95个基点,同时录得连续第十个交易日下跌。而在即期汇率方面,周一人民币对美元即期汇价在经过全天的宽幅震荡后收报于6.3724元,较前一交易日温和上涨16个基点或0.03%,暂时终结了此前连续三个交易

日的走跌态势。离岸市场方面,周一人民币在香港市场上的汇率表现则更为强势。受周一14时30分之后的大幅拉涨推动,当日人民币对美元CNH汇价出现了11月以来少有的强势走强。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,国债期货市场低开高走,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重启在即或令市场承压,短期来看,期债市场仍以震荡为主。

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99.710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TF1512收盘报98.355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1BBP;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日在银行间债券市场发行至多160亿元三期金融债,期限包括3年、5年、10年。

本次发行的三期债3年期为浮息债,5年、10年为固定息债,包括2015年第15期、16期、14期增发债,发行规模分别为50亿元、50亿元、60亿元,期限分别为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10:00至11:30。3年、5年、10年期债均采用全价价格招标方式。发行手续费分别为:3年期0.05%、5年期0.10%、10年期0.15%。三期债均无基本承销额度。（王姣）

## 湖南20日招标发行四期地方债

湖南省政府财政厅日前公告称,将于11月20日招标发行四期地方政府一般债券,总额442.467亿元。

公告显示,四期债包括2015年湖南省政府一般债券（五期）至（八期）,四期债均为记账式固定利率附息债,期限分别为3年期、5年期、7年期、10年期,发行规模分别为46.467亿元、132亿元、132亿

132亿元。四期债券均由湖南省财政厅支付发行手续费,并办理还本付息事宜。发行手续费分别为承销面值的0.5‰、1‰、

### 山水水泥违约事件发酵

# 信用债料持续承压

融资券,总额为20亿元。该笔债务的典型性在于,它有可能成为国内首只违约的超短期融资券。同时,山水水泥在公告中还称,将向开曼法院提交清盘申请,申请委任临时清算人。对此,11月13日,山水水泥第一大股东天瑞集团通过中国债券信息网发布公告,称“山水水泥发出清盘公告并未召开股东大会也未经主要股东同意,公司不同意这种做法”。

结合公司一直以来的控制权纷争,此间市场主流观点普遍认为,虽然公司大股东此举可能在一定程度上使得已经违约的短融在未来兑付上出现一些转机,但该期短融能否最终得到兑付仍然面临极大的不确定性。

中诚信国际信用评级有限责任公司最新表示,该机构已调低山东山水水泥集团有限公司投资主体评级到CC（前值A-），原因是11月12日山水水泥发生违

约并触发其他财物贷款的交叉违约。山水水泥控股权纷争导致山东山水的业务和财务风险增加,流动性风险骤增,各类债务不能如期兑付的风险极大。

### 信用债市场风险偏好或继续下降

针对山水水泥的短融违约事件,中金公司分析认为,整体而言,山水事件后续演化的路径还有很大不确定性,而山水整体进入破产清算是一种相对极端且对股东各方都未必有利的结果,目前就断言山水很快将进入破产清算言之尚早。从市场影响角度看,由于山水涉及的存续债券很多,持有的投资者数量也较多,其违约对估值和市场产生的负面影响可能会大于今年前期违约的其他债券。

而从上周信用债二级市场的整体表现来看,叠加以利率债市场做多热情的降温,上周信用债收益率全线上行,平均上

□本报记者 王辉

在此前上市公司公告表示将向法院提交清盘申请以偿还债务之后,上周五（11月13日）山水水泥第一大股东天瑞集团再度公告表示,反对该清盘行动。分析人士指出,虽然山水水泥违约事件由此出现一定转折,但这仍不足以实质性地改善其子公司山东山水水泥集团20亿元超短融违约状况。在此背景下,叠加经济下行风险,短期信用债市场风险偏好情绪预计将继续承压。

### 违约清算再现新剧情

11月11日,国内第二大水泥企业山水水泥发布公告称,董事会已得出结论,将无法于12日或该日之前取得足够资金以偿付境内债务,并肯定11月12日就境内债务发生违约。该笔已经到期违约的超短期