

利率重回低位 “不倒翁”显身手

债市言熊尚早 年底求稳守望春播

□本报记者 张勤峰

回想11月上旬,IPO酝酿重启的消息甫一宣布,债券市场被惊得脚底打滑,人气受挫,但如今IPO正式重启又逢月初年底,债市收益率却重回低位,上涨步伐出奇稳健。分析人士指出,弱势基本面与偏松货币金融环境,限制利率反弹空间,如今利率重回低位,有力印证债市言熊尚早;年底债市收益率率向下突破或需推手,但向上风险不足为惧,若利率出现异常波动,不失为提前“春播”的良机,同时,信用债风波不断,或进一步强化利率债避险价值。

重归低位 再证牛市未完

11月上旬,IPO酝酿重启的消息一经宣布,债券市场获利盘蜂拥而出,10月涨幅几乎在一夜间回吐殆尽。数据显示,11月6日,10年期国债收益率从3.12%直接蹿至3.21%,10年期国开债从3.50%涨回3.61%,10年期国债期货主力合约暴跌近1%,创历史新高单日最大跌幅。

经历了先前轰轰烈烈的快牛,身处数年来乃至历史上的利率低位,市场对债券牛市过热不可能毫无担忧,自身积累的修正预期与IPO重启信息的碰撞,最终酿成了化学反应式的剧烈冲击。伴随着利率急涨,债市交投开始降温,投资者情绪趋于谨慎,市场似乎并不认为这是一次对潜在风险的爆发,而仅仅是打开了潘多拉的魔盒。研究报告在惊叹债市终于感受到一丝寒意的同时,热衷于从基本面、流动性、信用风险、政策等各个角度找寻债市的风险。

出乎意料的是,悲观的熊市论断没有成真,就连“含蓄”一点的弱势调整的观点也没有猜准,债市在一个踉跄后迅速回稳,经过近两周的休整,最近重新出发。11月30日,银行间市场待偿期接近10年的国债成交在3.05%左右,接近10年的国开债成交在3.43%,纷纷回到10月底位置,与年内低点只相差6-7bp。

如今IPO正式重启又逢月末月初,债市收益率却低于11月上旬水平,这是为何?分析认为,主要有三方面原因:首先,IPO规则改革,尽量减轻了新股发行对短期流动性的影响,且打新预期收益率下降,也意味着IPO重启对债市的分流不会像之前那般明显;其次,在IPO重启、临近年末、美联储升息在即的敏感时点,货币市场却风平浪静,流动性状况总体好于预期,银行间资金价格未见异常波动;再者,局部风险事件,如地缘冲突等因素,营造的避险情绪短期有利于债券等固收资产;最后,也是最根本的因素,国内经济基本面仍在探底过程中,货币政策无收紧之忧,利率上行面临“天花板”,短期非理性的调整必然会吸引买盘介入,重新压低利率,同时,基本面也限制了A股行情的想象空间,既然没有大级别行情,总体上仍属缺资产的格局,股债之间暂无你死我活的冲突。

风险可控 守望春播

随着利率重回低位,10月底的话题



又被重新抛出,年底时节的债券市场去向何方?有分析指出,年底债市所处环境多空交织,利率继续向下突破的难度有所加大,但向上风险不足为惧,若利率出现异常波动,不失为提前“春播”的良机。

当前债市行情已超预期,收益率要再下一城,特别是10年国债要跌破前期低点,可能需额外刺激,例如低于预期的经济数据抑或是超预期的利好政策。另外,有机构观点指出,当前债市收益率并不高,对很多成本刚性的机构不具有太大吸引力,同时,IPO重启、金融债供给回升逐渐缓解资产荒,机构大类资产的选择范围重新拓宽,债市性价比并不十分突出。再者,年底流动性有一定不确定性,目前内有A股升温、IPO重启、宽财政发力及传统年底指标考核影响,外有美联储升息悬念,货币市场流动性及债市投资资金存在不稳定因素。此外,寒潮天气或推高食品价格,限制通胀下行空间,意味着基本面的边际支撑可能减弱。而年底时节,机构倾向保收益,参与意愿不高,不易形成助推上涨行情的合力。

但目前更明确的是,债市调整风险尚不足为惧,利率向上有顶。国家统计局11月27日发布数据显示,今年10月份,规模以上工业企业实现利润总额5595.2亿元,同比下降4.6%,降幅比9月份扩大4.5个百分点。同日,央行宣布对11家金融机构开展中期借贷便利操作共1000亿元,期限6个月,利率下调10bp至3.25%。一方面是工业经济继续下行,一方面是货币政策力保流动性合理宽裕,基本面仍给债券行情有力支撑。

市场人士指出,目前债市行情最差的结果是小幅调整,最好的情况是利率向下突破,多数机构则倾向走平、无趋势行情。倘若因年底短期因素导致收益率大幅上升,不为提前配置来年的机会。例如,11月6日的单日大跌,就是一次入场的机会。

低等级势弱 平淡中显分化

如果平滑了短期波动,11月以来的债市实际表现为低位震荡,但是行情并不平淡,券种分化则更加明显,突出表现为信用债与利率债的走势背离。在连番

如果平滑了短期波动,11月以来的债市实际表现为低位震荡,但是行情并不平淡,券种分化则更加明显,突出表现为信用债与利率债的走势背离。在连番

资金面起微澜 年底基本无大碍

□本报记者 张勤峰

第四个交易日上涨,尾盘则收报2.82%,略低于上一交易日的2.86%。

银行间资金市场相对平稳,质押式回购交易存款类机构行情显示,11月30日隔夜回购利率R001加权值收在1.78%,7天利率R007收在2.32%,上涨均不足1bp。不过,交易员的反馈表明,银行间市场流动性仍有边际收紧的迹象,资金供给有所收敛,特别是质押信用债容易难度上升。

短期波动无碍趋势

交易员表示,面对IPO重启及月末,流动性略微收紧不足为奇,考虑到后续资金冻结量继续上升,短期波动可能有所加大,年底前短期流动性面临较多扰动因素,不确定性有所加大。

证监会先前披露,今年底前将先按现行制度恢复前期暂缓发行的28家公司的新股发行。首批10家公司IPO跨月,而年底前还将有28家企业启动新股发行,12月新股发行节奏较密集,所造成的资金在途

的负面信用事件冲撞下,信用债投资情绪开始回归理性,部分低等级债券出现大幅调整或者发行困难的情况。

中债收益率曲线上,11月1日,10年期国债收益率报3.05%,11月30日,又成交到3.04%、3.05%,一番折腾之后,几乎是没涨没跌。低等级信用债则不一样,银行间AA、AA-级别的5年期中期票据最新收益率仍比11月初高出10bp以上。另据中证收益率数据,11月以来,交易所5年期AA和AA-级别的公司债收益率上行40-50bp,部分券如13永泰债收益率上行接近120bp。与此同时,一级市场持续发生多起短融、中票取消或延后发行的事件,部分如钢铁、水泥等产能过剩行业发行人出现举债困难。

近期信用债出现更明显的下跌,推动信用利差主动走扩,算是下半年以来的首次。分析指出,这当中虽有股市回暖、IPO重启、质押政策收紧等引发的去杠杆因素,但归根到底是略低的信用利差对信用风险覆盖不足的矛盾已不可调和所致。无论是上市公司三季报,还是规模以上企业月度利润数据,均显示企业信用基本面没有明显改观,部分传统周期性及产能过剩行业仍在持续恶化,信用风险不仅没有收敛,反而在继续发酵,这与信用利差反映的情况截然不同。

机构认为,当前信用尾部风险仍在继续加大和扩散,后续继续爆发信用事件的概率较大,“防踩雷”已上升到信用债投资的主线之一。未来低等级利差仍有继续修复的可能,对低评级债券应保持必要谨慎,而质优价廉的信用品种将越发成为稀缺品,利差风险不大,信用市场的无差别行情可能就此作古。进一步看,信用市场风波不断,加上偏低的信用利差,也令利率债的相对投资价值有所凸显。

但相对确定的是,央行有意保持合理充裕的流动性状况,不会放任资金面出现异常剧烈波动。11月内,央行先是下调SLF利率,后对部分金融机构开展MLF操作,已表明了会适时提供必要流动性支持的态度。

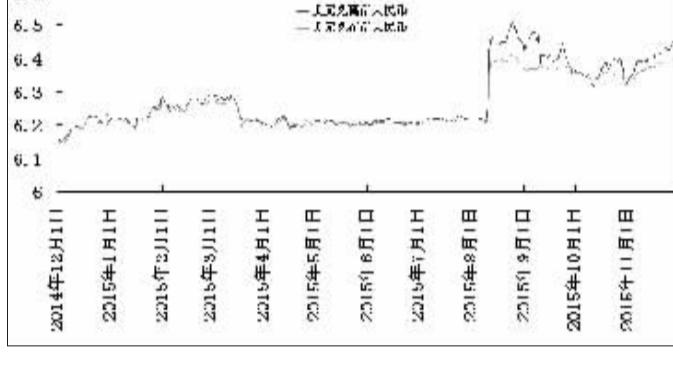
另外,央行最新数据显示,截至10月末,我国外汇储备为35255.07亿美元,较9月末增加113.87亿美元,外汇储备规模由跌转升。结合10月新增外汇占款转正,外汇流出放缓的判断进一步坐实,在当前宏观背景下,外汇资金流动是银行体系流动性面临的最大不确定因素,最新数据无疑有助于打消市场的担忧情绪。总体上看,年底流动性扰动因素增多,但出现剧烈收紧的可能性很低。

人民币兑美元汇率料温和走低

国际货币基金组织(IMF)即将揭晓是否将人民币纳入特别提款权(SDR)前夕,人民币兑美元即期汇率温和走低,离岸人民币汇率则盘中大涨,两地价差缩窄至300点左右。市场人士指出,美元指数稳居100上方,对人民币汇率造成明显压力,近期资金持续流出境内,目前业内多预计人民币汇率短期内仍将温和走低,但随着人民币纳入SDR在即,中长期内人民币汇率可能保持稳定甚至升值。

据交易员透露,昨日上午9点至10点之间,来自大型中资银行的美元卖盘是推升离岸人民币汇率的主力。近期人民币境内外价差较大,足以吸引套汇盘从中获利。中金公司指出,尽管市场仍预期未来1年人民币贬值幅度在3%-4%,但央行释放维稳信号仍有利于稳定投资者信心和情绪。境外投资者近期重新增加境内债券买入。明年的人民币兑美元可能贬值2%-4%,但人民币相对于美元以外的大部分货币可能保持稳定甚至升值。(王婧)

美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



口行3日招标发行四期金融债

中国进出口银行11月30日公告,定于12月3日上午在银行间债券市场招标发行至多200亿元四期金融债,期限包括1年、3年、5年、10年。

本次发行的四期债均为固定利率金融债,包括2015年第18期新发债以及第17期、第16期、第14期增发债,发行规模分别为40亿元、40亿元、60亿元、60亿元,期限分别为1年、3年、5年、10年。第18期新发债票面利率通过承销商竞标确定,第17期、第16期、第14期增发债票面利率分别为3.18%、3.48%、3.87%。

■债市策略汇

利率产品

海通证券: 上有顶下有底

第18期新发债首场招标时间为2015年12月3日10:00至11:00,追加投标时间为首场中标确认后15分钟。1年期债首场中标方式为单一利率中标(荷兰式);第二场追加发行的中标规则为:如投标量小于或等于10亿元,则全部中标;如投标量超过10亿元,则中标量为10亿元。第17期、第16期、第14期三期增发债券招标时间均为2015年12月3日上午10:00至11:30。3期增发债均采用单一价格荷兰式中标方式。(王婧)

中泰证券:

利差走阔 年底谨慎

近期信用事件频发,各评级债券的收益率出现一定分化。中高评级债券的收益率依旧保持下滑趋势。信用利差持续保持向上态势,AA+级以上一年期公司债信用利差上升明显。从中长期公司债上看,中低评级债券的信用利差出现大幅上升,幅度普遍在10BP左右。各评级之间的利差也进一步扩大,这也反映了投资者在面对中长期限的中低债券时依旧保持了较高的谨慎态度。

可转债

中金公司:

估值上行难度较大

从供求上来看,需求端在股指进入敏感点位后追涨意愿降低,供给存在一定压力。目前EB已开闸,且展现了较强的融资潜力,未来不排除有更多EB出现,尤其是公募EB发行审批周期比传统转债更短。同时,IPO已重启,传统转债供给可能也不远。此外,存量券在150元附近的價格上,若无正股推动,单靠估值继续向上难度已经很大。综合来看,估值基本持平或小幅压缩的可能性较大。

中信证券:

机会相对有限

重申对于传统转债而言,125-130元是价格底线,在市场情绪稳定的情况下,传统转债的价格中枢将有望行至140元之上。对可交换债而言,宝钢EB与清控EB可参考转债的定价方式,天集EB则受条款限制在110-120元间震荡,国盛EB主要受正股拖累,上市价格较低但115元附近将有较强支撑。整体来看,由于转债震荡有底,而上证正股遭遇大跌,因此短期内溢价率面临压缩的需要,转债机会相对有限。具体标的层面,歌尔依旧值得长线关注,国盛EB上市价格较低主要受到投资者对正股预期不佳的拖累,但从中长期来看国盛EB可能是价值洼地。(张勤峰整理)

1

第四个交易日上涨,尾盘则收报2.82%,略低于上一交易日的2.86%。

效应对资金面仍会有短期影响,加上年底机构为应对指标考核,流动性管理趋谨慎,可能加剧资金面时点性紧张,而12月将是美联储考虑升息的关键时点,目前市场几乎一致预期美联储将在12月终结零利率,由此可能造成的资本流动也增添了年底时节流动性的不确定性。

但相对确定的是,央行有意保持合理充裕的流动性状况,不会放任资金面出现异常剧烈波动。11月内,央行先是下调SLF利率,后对部分金融机构开展MLF操作,已表明了会适时提供必要流动性支持的态度。

另外,央行最新数据显示,截至10月末,我国外汇储备为35255.07亿美元,较9月末增加113.87亿美元,外汇储备规模由跌转升。结合10月新增外汇占款转正,外汇流出放缓的判断进一步坐实,在当前宏观背景下,外汇资金流动是银行体系流动性面临的最大不确定因素,最新数据无疑有助于打消市场的担忧情绪。总体上看,年底流动性扰动因素增多,但出现剧烈收紧的可能性很低。

12月影响债市的不确定因素增加,包括美国加息临近、IPO重启、加入SDR后人民币去向何从等。但也有利好因素:美联储议息会议前后叠加我国11月经济数据公布,我国当前通缩风险未消,经济依旧低迷,因此基本面利于长端表现,加上12月利率债供给有限,一级市场回暖也有助稳定二级市场预期。预计12月利率债大概率维持区间震荡行情,上有顶、下有底。

招商证券: 暂时走平概率较大

上周债券平均发行利率也出现明显

上扬。中泰证券指出,AA级以上中票发行利率持续三周上涨,上周上升40BP至5.21%;AA级以上公司债平均发行利率也大幅上升70BP至4.47%。原因主要有两点,一是近期股市稍有回暖叠加打新资金的大量冻结,使得债市整体流动性减少,二是由于近期信用风险事件增多,低评级债券收益率被推高。

招商证券指出,宏观背景所导致的行业与个券分化影响仍然承压,暂时还无法

看到有任何改善。所以总体信用利差短期

内应该维持或略有走扩,个券选择继续偏

向中高等级。

从央行维稳的操作思路下,预计利率暂时走平概率较大。但利率中长期走

势仍取决于经济和通胀,经济方面,工业经营数据依然不佳,但制造业存在结构性改善;通胀方面,伴随气温快速下降,蛋类和鲜菜类价格对食品类价

格的整体拉动作用有所显现,预计11月通胀将重回

1.5%以上水平。从边际上来看,经济和通胀均存在

边际改善的预期。

信用产品

光大证券:

筛选排雷较重要

从资金面来看,央行继续开展MLF操作,释放维稳信号,引导利率下行, IPO重启与月末因素对资金面的扰动

有限,市场流动性整体仍宽松。从基本面来看,实体经济延续疲弱态势,货币政策大环境仍然利好债券,债市牛市基础尚在。但目前绝对收益

率已经接近2008年的低点,估值压力较大,并且时至年末,企业资金链较为紧张,信用风险可能会进一步加剧,筛选排雷较为重要。

对于周一国债现货市场的整体表现,交易员表示,在月末以及新股申购因素扰动下,当日银行间货币市场资金面整体较前期则有所收敛,但市场心态仍较平稳。另一方面,主流观点对于经济基本面仍没有结束的迹象。另一方面,新股申购以美联储年内可能加息等事件,也可能对债市节奏造成扰动。短期国债市场将延续强势。

光大证券表示,在此前SLF隔夜和7天利率下调至2.75%和3.25%之后,上周五MLF6个月利率也下调10BP至3.25%。

央行此举旨在维持资金市场的稳定,同时

也是在完善中短期的利率走廊机制,从而

更好地指导银行间市场资金的价格。而从

经济基本面角度来看,石化、煤炭、钢铁和有色等中上游行业继续恶化是10月份工业企业利润继续下滑的主要原因,且下滑

的趋势在短时间内没有反转的迹象,这将

继续构成对债券市场未来一段时间内持

续牛市的支撑。

具体到国债期货投资策略,瑞达期货

周一表示,最近一周债市收益率不断下

行,再次出现酝酿中的牛市机会。从持仓

角度来看,国债持仓量也在增大,多方明

显占优。综合债市收益持续走低等多方面

因素,国债短期有望延续上涨态势。而观

点相对更为乐观的国信证券指出,随着债

市收益率进一步接近前期低点,后期国债

期货有望突破前高在即。

国债期货延续强势上攻格局

站上100元整数关口。全天TF1603成交34