

动态报告/固定收益快评

金融工程

固定收益

关于交易商协会定价联席会议结果的点评

2009 年 11 月 17 日

二级市场已做出反应，后期调整将随新债发行兑现

分析师： 张旭 zhangxu1@guosen.com.cn 010-82254210
 分析师： 李怀定 lihding@guosen.com.cn 021-68864011
 分析师： 高宇 gaoyu@guosen.com.cn 0755-82133822

事项：

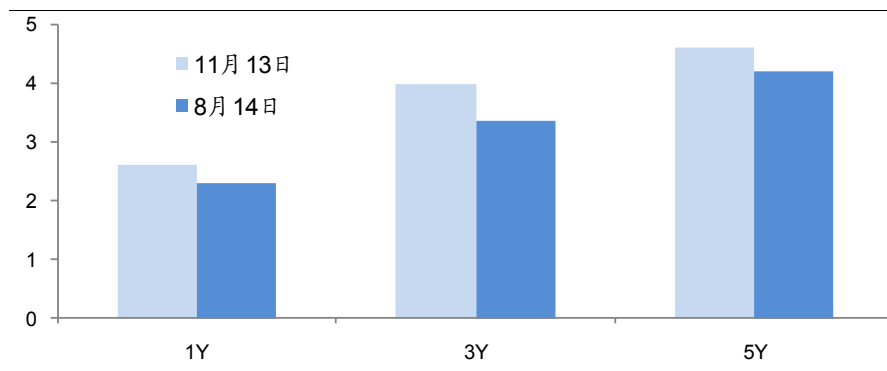
11 月 13 日，交易商协会牵头召开定价联席会议，决定将短融、中票发行利率的下限进行上调。我们对此作出点评。

评论：

■ 与 8 月 14 日会议相比：管制原因不同，管制品种不同

8 月 14 日和 11 月 13 日，由交易商协会牵头的两次价格指导会议中，均对短融、中票的发行利率下限进行了规定。虽然，其价格管制的目的均是对承销商的利益进行人为保护，从而促进市场健康发展，但是两次管制在原因上和品种上均有明显的不同。从原因上看，8 月份的价格管制是由于“超级 AAA”发行人的议价能力过强导致发行利率畸形下降所导致。但本次价格管制的根本原因是一级市场需求萎靡导致所导致。

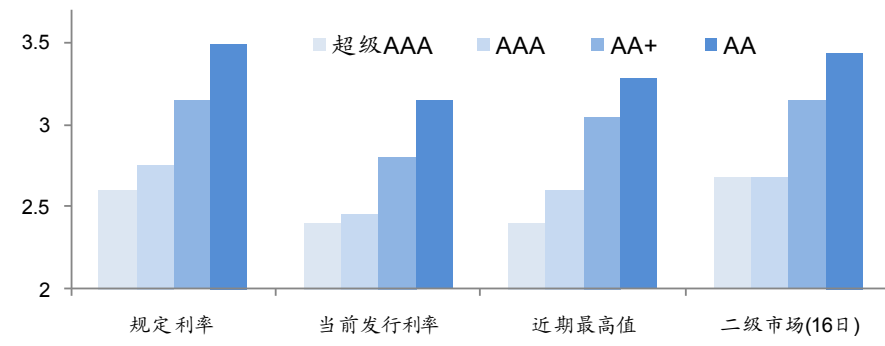
图 1：两次会议对于“超级 AAA”级发行利率的下限



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

正是由于管制原因的不同，两次管制的对象也明显不同。8 月份承销商所面临的问题仅仅是高等级发行人过于强大的议价能力，因此仅需对“超级 AAA”级品种的价格进行指导，不对其余品种进行直接规定。但是，目前所面临的问题是市场需求的整体性疲弱，协会需对各品种的发行利率进行约束。

图 2：短融市场利率对比

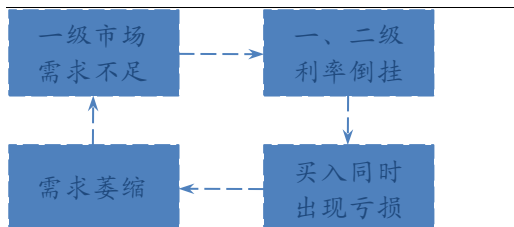


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

■ 二级市场已做出反应，且后期调整将随新债发行逐渐兑现

前期，短融以及中票市场陷入了负反馈环的困境，即：由于市场需求不足等原因导致一、二级市场利差出现倒挂，致使投资者从一级市场买入同时便出现浮亏，因此市场需求进一步萎靡，其结果是市场间利差的进一步扩大。在交易商协价格指导会议之后，二级市场已经出现了明显的调整，根据我们监测到的数据，1Y 各品种收益率普遍上行了约 6bp，致使一二级市场间利差基本消失，有效地阻断了负反馈环的继续循环。

图 2：负反馈环示意图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

但是，值得注意的是，负反馈环的阻断需要一定的时间，其将经历两个阶段。在第一阶段汇总，由于市场参与者普遍预期市场利率将呈上行态势，因此在一级市场中的参与热情仍十分有限，这致使一级市场收益率将继续上行。在第二阶段中，参与者的热情逐渐增大，一、二级市场利率水平逐步企稳，最终在“规定利率”上侧达到新的平衡（且我们认为新的平衡位置将不会明显偏离“规定利率”）。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。