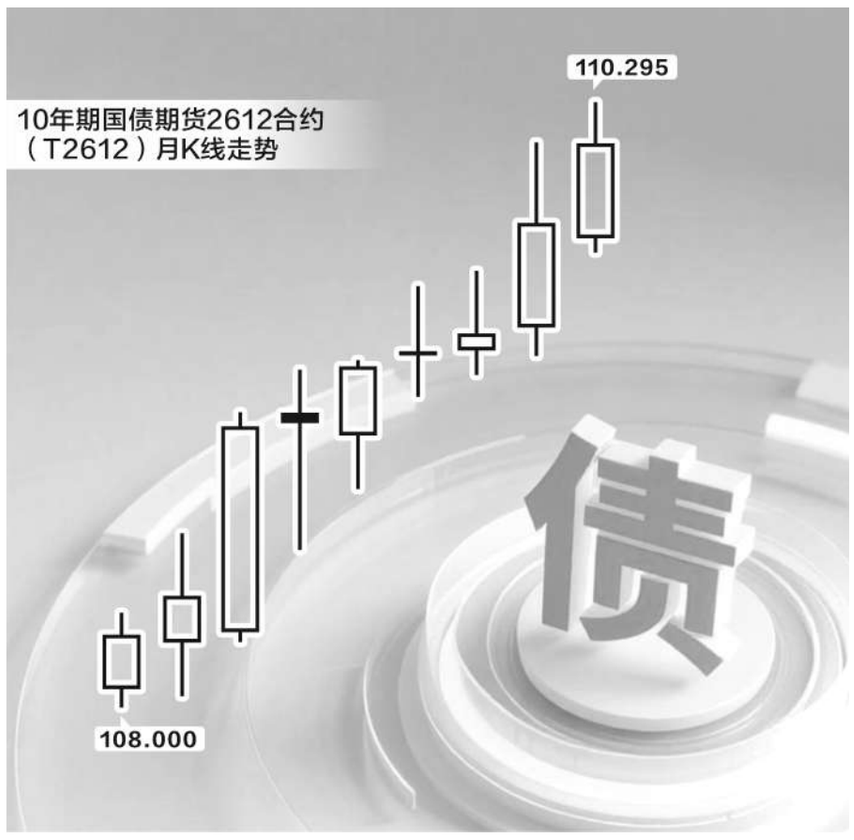
市场情绪逐步平复 明年利率债或维持区间震荡

证券时报记者 孙翔峰

近期,受点状信用风险事件、资金面边际收敛以及国债免税政策预期变化等多重因素影响,国内债券市场出现明显波动,理财赎回、债基被动卖券的负反馈一度发酵,10年期国债收益率也出现了阶段性上行。

随着市场情绪逐步平复,债市重回企稳态势。多位机构人士在接受证券时报记者采访时表示,本轮行情调整属于阶段性扰动,债市中期运行逻辑并未发生改变。展望后市,利率债大概率维持区间震荡格局,但仍需关注财政供给、监管政策等潜在变量。



数据来源:东方财富 图片来源:AI生成

1 信用事件冲击债市

债市跌宕起伏,备受投资者关注。此前,受利率换锚等影响,10年期国债到期收益率持续下行,但进入11月以后,债市出现显著调整,10年期国债到期收益率一度回到1.61%以上。

"本轮调整主要由点状信用事件、资金面边际收敛叠加触发。"国金资管固收投资部副总经理崔婧谈到近期的债市调整时表示,冲击首先集中在交易盘与弱资质品种,随后在信用风险和政府债利息所得税取消预期的共振下,理财赎回债基、债基被动抛售的负反馈链条逐渐形成,部分高流动性品种也遭到了冲击。

华福证券固定收益首席分析师李一爽认为,10月下旬以来,个别涉及房地产的企业债务压力加大,引发了投资者对信用风险的担忧,在当前化债政策以及资产荒的影响下,信用利差已处极低水平,市场对相关风险事件的准备不足,因此造成了短期压力的集中释放。除了区域其他国企,一些存续债券规模较大,非银投资者参与众多,存在非标、贷款逾期等瑕疵,涉房较多且经营不善的主体在二级市场受到了高估值出售。

李一爽还表示,此前关于国债免税取消的预期也在持续发酵。由于国债免税取消可能采取新老划断的方式,新国债在征税后收益率或明显上行,政金债收益率不会低于新国债,因此也需要更高的利差补偿。在此预期下,政金债调整幅度加大,并带动信用债与二永债收益率进一步走高。

"这几个方面的压力集中释放,使得部分理财大规模赎回公募基金,公募出于流动性压力又被迫卖券,进而导致了赎回反馈的发酵,使得调整幅度进一步增大。"李一爽说。

2 债市中期趋势不改

■ 我国经济正处于结构调整、转型升级的关键期,国内供强需弱仍然比较明显,一些企业生产经营承压,经济持续向好基础还需要巩固。在这种情况下,货币政策维持适度宽松支持实体经济的必要性仍然存在。

经过此前波动后,近期债券市场逐步企稳。最近3个交易日,10年期国债到期收益率则是连续下行,再次回到1.57%附近。接受证券时报记者采访的机构人士也普遍认为,债市中期趋势不会改变。

对于近期的市场波动,兴业证券首席经济学家刘郁认为是阶段性调整。"决定债市是否转向的关键,在于央行是否转向货币政策收紧,当前政策转向的可能性偏低。"她说,我国经济正处于结构调整、转型升级的关键期,国内供强需弱仍然比较明显,一些企业生产经营承压,经济持续向好基础还需要巩固。在这种情况下,货币政策维持适度宽松支持实体经济的必要性仍然存在。此外,由于目前理财自身的流动性管理做得比较好,应对居民赎回的压力不大,很难形成负反馈机制。

崔婧也表示,债市中期逻辑并未被破坏。她认为,实体信贷需求偏弱,配置盘力量仍然较强,历史上流动性冲击过后,高等级短端品种通常率先企稳,修复顺序较为清晰。经过调整,中短久期普信债信用利差回到年内高位,票息与利差保护有所修复,配置价值逐步显现。不过,机会集中在部分品种,估值全面修复条件尚不具备;弱资质城投、涉房主体面临信用定价重估,出清周期明显更长,在风险边界清晰之前配置性价比依然较低。

"考虑到长端国债面临的基本面与资金环境都未有明显变化,短期调整可能更多是受到赎回反馈的波及而导致错杀,随着配置盘入场打破赎回反馈,市场在调整后可能会有很好的配置机会。"李一爽说。

3 明年利率债或维持区间震荡

展望明年利率债走势,机构观点相对统一——区间震荡是主流判断。

"2027年,债券市场大概率将维持低位震荡状态。"李一爽认为,从基本面角度来看,房地产市场难以反转,居民资产负债结构仍在调整过程中,政策大规模刺激的概率相对有限,这决定了利率难有显著的上行空间。同时,在今年的大幅回落后,利率的绝对水平已经偏低,而货币政策可能也很难有明显的放松空间,因此利率下行的空间同样受限,预计10年期国债到期收益率的波动区间在1.4%—1.7%。

刘郁也认为,从政策层面来看,明年的基准情形大概率仍是财政围绕扩大内需继续发力,货币政策延续适度宽松。"我们注意到货币政策的着力点,从此前的降准降息逐渐转向了再贷款、贴息等结构性工具。政策更加注重提质增效、结构调整,市场形成的货币宽松预期也相对审慎。"她称,受此影响,利率债市场预计呈区间震荡走势,10年期国债到期收益率的运行区间或在1.55%—1.75%。

不过,刘郁也提示,考虑到今年是"3年6万亿元地方置换债额度"的最后一年,明年地方债发行额度减少,中央财政有可能接力。如果特别国债额度超出市场预期,债券市场可能会出现调整。此外,由于今年机构行为博弈属性再度放大,出于防范市场异常波动风险等目的,明年监管可能会在考核中新增久期指标作为约束,强化对银行和非银机构的行为监管,债券市场或形成短期的自发纠偏效果。

瑞银全球投资银行部亚洲区副主席朱正芹:优质公司在港股不缺上市窗口

证券时报记者 王蕊

进入四季度,香港新股市场有所降温。前三季度,港股IPO(首次公开募股)、募资规模单季平均值分别为40家、1104亿港元,但四季度进度过半,这组数据仅分别为10家、214亿港元,数量、规模均明显缩水。

对此,瑞银全球投资银行部亚洲区副主席朱正芹近日接受证券时报记者采访时表示,短期的市场动荡并不会改变投资人对优质资产的认可,一些国际长线资金已在告别港股IPO几年后回归。"港股市场的深度无需质疑,真正的好公司永远有上市窗口,但投资者的眼光正变得更加挑剔,好赛道和好公司缺一不可——眼下最符合要求的是中国人工智能(AI)相关企业与高端制造企业。"她说。

长线资金回归、市场逻辑切换、制度创新提速,港股市场值得更多期待。

长线资金涌入基石投资

整个10月,仅有3家企业成功登陆港股,其中东山精密总发行规模为14.5亿美元(绿鞋后),是今年8月以来港股市场首个发行规模超10亿美元的IPO项目。该项目无疑耐人寻味——市场降温却火热登场,尽管零售认购不足额,但国际簿记需求达到3.2倍,基石投资者更是顶格认购。

作为该项目的左起牵头保荐人,瑞银认为东山精密此次成功发行,离不开高质量的基石投资者。本次发行共涉20家基石投资者(按基石投资主体数量计算),总计规模超过6亿美元,占基础发行规模约50%,这也是香港联交所规定的上限。

朱正芹在采访中透露,东山精密上市路演首日,共有150多家投资人线上线下参会,线下房间满员,提问活跃,显示投资人对龙头优质公司兴趣浓厚。部分投资人因门槛设置原因未被纳为基石,部分基石投资人则在该股上市当天通过二级市场继续加仓,显然是对公司基本面持续看好。

"过去两年,我们看到越来越多的高质量国际资金首次参与港股基石投资。"朱正芹举例,比如英国老牌资管公司Aberdeen(安本),在今年年初首次以基石投资者身份参与了澜起科技的港股发行。另外,富兰克林邓普顿、淡马锡、CPPIB(加拿大养老金计划投资委员会)等名字,也都在离开港股市场几年后,重新回归参与基石投资。

单纯从发行窗口来看,最近市场噪声来源比较繁杂,短期并非利好新股上市。朱正芹对此表示认同,但她也认为全球资本市场的短期分歧不会影响长期投资价值,国际投资人对中国市场的关注度并未减弱,只是资金正在变得更加敏感和挑剔,也更加倾向于选择基本面扎实、有增长潜力的公司。

资金审美偏向AI产业

种种迹象显示,香港新股市场上钱还在,但口味似乎比之前挑剔,只待好公司出现时才出手。而衡量好公司与否的标准,正随着市场审美偏好发生改变。

朱正芹指出,"DeepSeek时刻"之后,中国资产走的是估值修复行情,中国公司的估值倍数远低于国际可比公司,修复空间巨大。今年,投资者的关注重点进一步转向盈利驱动。市场开始检验AI产业链公司能不能把资本开支转化成真实利润,一旦上游开支的可持续性被质疑,盈利持续性也随之动摇,估值立刻承压。

可见,投资人评估中国公司的背后逻辑一直都没有变,始终看重长期可持续的盈利增长,变的只是产业链利润再分配格局与确定性。"总体来看,中国AI产业链相关企业、高端制造企业是当前海外投资人最喜欢的赛道,消费企业则相对承压,除非具备国际扩张能力或能切入特定赛道。"朱正芹说。

基于整个AI产业链来分析,朱正芹认为中国企业在光模块、光芯片方面占据非常重要的位置,"纵观中国经济的发展脉络及其在AI产业链上的战略布局,相信未来会持续涌现出更多优质企业,而港股市场将是海外投资人分享中国科技公司发展红利的最好地方"。

制度优化利好再融资

在朱正芹看来,港交所近年来持续推进制度创新,港股市场正变得更加灵活和便利。合资格A股公司快速审批、新上市申请有效期由六个月延长至一年、分拆上市限制期要求缩至一年、同股不同权企业上市标准有所放宽、保密递交机制扩展至所有新上市申请人等新规陆续出台,积极回应企业尤其是新科技企业的上市诉求,不断缩小了同美股的差距。另外,监管部门对IPO人为操纵的打击和对保荐人尽调要求的加强,同样有助于减少市场噪声,有益于港股市场长远健康发展。

从供给端展望港股股权融资市场,朱正芹认为A+H股上市仍是未来港股IPO的重要力量。过去几年,科创板、创业板培育的大批创新型科技企业在AI浪潮中长大,随着这些企业的业务逐渐国际化,港股就成为其实现国际化资本布局、吸引国际人才、便利股权激励的重要路径。换言之,只要A股市场不断发展,A股上市公司不断强大,A+H的故事就会源源不断地写就。

而从资金端来看,朱正芹认为,港股市场的深度亦无需怀疑,国际资金可以在此自由流动。数据显示,2026年以来,港股日均成交额约2630亿港元,几乎是2024年的两倍。今年8月,阿里巴巴完成了800亿港元的再融资,刷新了港股史上最大增发纪录,表明市场并不缺乏真正的流动性。

"未来,港股的再融资一定会超过IPO。"朱正芹表示,在港股备案制的便利之下,企业的最大融资已经不再是IPO,而是增发——企业在港股上市相当于对接了整个国际资本市场,为其后续的再融资提供了更加便利的条件。就此而言,她对港股股权融资市场的未来也充满了信心。

中小银行改革化险持续推进 贵州年内又有19家机构"退场"

证券时报记者 黄钰霖

中小银行改革化险持续提速。

11月18日,国家金融监督管理总局贵州监管局及黔东南金融监管分局披露多份批复文件称,贵州凯里农村商业银行等19家机构获批解散,其相关债权债务由新设立的黔东南农村商业银行(下称"黔东南农商行")承继。同日,黔东南农商行及321家分支机构正式获批开业,董事长及行长人选也同步落定。

这是继今年8月毕节、黔西南、六盘水三地27家农村中小金融机构获批解散,以及9月贵阳7家机构获批解散后,贵州省年内落地的又一例大规模农信系统市(州)级统一法人改革。

债权债务由新农商行承继

根据上述批复,监管部门同意解散贵州凯里农商行等19家机构。具体来看,此次解散的19家机构均位于贵州省黔东南苗族侗族自治州,涵盖10家农村商业银行、6家农村信用合作联社以及3家村镇银行。

其中,3家村镇银行分别为施秉金鼎村镇银行、从江月明村镇银行、黄平振兴村镇银行。批复明确,上述机构的相关债权债务由黔东南农商行承继。

11月18日,黔东南金融监管分局发布批复,同意黔东南农商行及321家分支机构开业,该行注册资本金约为39.66亿元。

在人事任命方面,贵州监管局核准了龙昌明担任黔东南农商行董事长的任职资格、廖成兵担任该行行长的任职资格。同时,该行独立董事、副行长在内的多名高管任职资格也获得监管核准。

逾50家中小机构合并解散

今年以来,贵州省在推进市(州)级农商行统一法人改革方面举措频频。

8月中旬,贵州监管局集中披露批复,同意解散毕节、黔西南和六盘水三地共27家农村中小金融机构,相关债权债务分别由新设立的毕节农商行、黔西南农商行和六盘水农商行承继。9月底,监管部门再次批复同意贵阳市7家农村中小金融机构解散,相关债权债务由贵阳农商银行承继。加上此次获批解散的黔东南州19家机构,贵州省年内已有53家农村中小金融机构获批解散并进行吸收合并。

根据此前披露,贵州农信系统的规划是形成"1家省级农商联合银行+9家市(州)农商银行",贵阳、毕节、黔西南、六盘水、黔东南已完成了5家,遵义、安顺、铜仁、黔南4个市(州)则尚待落地。

业内人士认为,部分县域农村金融机构由于历史包袱较重、抗风险能力较弱,普遍面临资产质量承压与资本补充受限的困境,这也是当前中小银行改革化险的破局重点。以凯里农商银行为例,数据显示,截至今年3月末,该行不良贷款率达4.39%,较2025年末的3.99%上升0.4个百分点。

相较而言,四川省内的农信改革更为迅速。今年4月20日,四川监管局批复同意绵阳、内江、遂宁、宜宾、泸州、眉山6家市级农商行吸收合并辖内27家县级农商行。这意味着,四川已完成省内21个市(州)级农商银行改革的最后一块拼图。

中西部改革化险优选路径

当前,市(州)级农商银行模式成为中小银行整合的新趋势,背后有何原因?业内人士指出,新一轮农村信用社改革启动以来,农信机构"减量提质"的步伐正加速向市级层面延伸。

招联首席经济学家、上海金融与发展实验室执行主任董希淼在接受采访时指出,四川、贵州等中西部省份和东北的县域法人机构"小、散、弱"突出,既难化解存量风险,也难应对大行业务下沉带来的虹吸效应。在市级层面整合资源、统一风控、集中补充资本,成立市级农商银行,是应对这一痛点的有效方式。

"市级农商银行恰好在省与县之间增加风险缓冲层和资源整合层——向上承接省级机构的资本与科技、向下统筹县域机构的包袱与能力,使得风险化解不必层层上收,也无需固守县域孤岛。"董希淼表示,"省级农商联合银行+市级农商银行"模式既有助于化解存量风险、实现"减量提质",又可减少"一刀切"合并对县域金融生态和省级机构管理服务能力的冲击。因此,他建议尚未完成改革化险工作的省份,可以更多考虑选择这一路径,而非着急地完成全省农信机构"大一统"合并。

不过,组建市级农商行只是第一步。董希淼强调,减量只是手段,提质才是目标,评价一家新组建的市级农商银行是否真正见效,需要从短期和中长期两个维度进行考量。在短期指标上,重点关注风险是否真实收敛、资本是否实质增厚以及经营是否平稳接续;在中长期维度上,则需关注市级农商银行的治理、效率与定位。

"县域机构由独立法人变为市级农商银行的支行,法人资格消失,但服务功能不应削弱。"董希淼建议,可根据不同情况,对县域支行进行差别化授权、匹配不同资源,否则县域服务易陷入"形式下沉、实质收缩",无助于发挥农商银行贴近市场和客户的优势。

券商中国
ID:quanshangcn