

“戴帽”“限购”惊起跌声一片 交易所信用债牛在回途

□本报记者 葛春晖

沪、深交易所17日发布通知，将对公司债券交易进行“ST”警示，同时对个人投资者实施买入交易权限管理。受此影响，上周出现调整迹象的交易所低评级信用债再遇重挫，相关品种收益率普遍明显上行。分析人士指出，交易所新规旨在加强对中小投资者保护，短期对低评级债有一定负面影响，此外，流动性趋紧、投资者获利回吐等因素，也令交易所信用债短期承压；但中长期看，在经济企稳背景下，风险偏好上升仍对信用债牛市形成支撑，在精选个券、避开雷区的基础上，中低评级产品有望继续受到机构投资者青睐。

新规冲击低评级债

近年来，随着交易所公司债券市场规模逐步扩大，债券挂牌只数及存量累创新高，公司债券信用风险暴露的概率也同步增长。在此背景下，监管各方近期相继出台了多项防范信用风险的措施。

17日，沪深交易所相继发文，内容主要集中在两点：一是对公司债券交易实行风险警示。达到警示标准的各种情形中，信用评级条件最受关注。其中，上交所的规定为“债券最近一次资信评级为AA-级以下（含），深交所规定为“债券主体评级或债项评级为AA级以下（含），或债券主体评级为AA级且评级展望为负面”；二是对个人投资者实施买入交易权限管理。两个交易所均规定，个人投资者名下各类证券账户、资金账户、资产管理账户等金融资产总额不低于人民币五百万元时，才有权开通“ST”债券的买入交易权限。上述新规将于9月1日起正式实施，企业债券参照执行。

两个交易所均称，新规旨在维护债券市场正常秩序，防范公司债券信用风险向风险承受能力较弱的中小投资者扩散。对此，多位业内人士亦表示，此举将避免诸多小散户盲目追捧高收益品种，防止类似原“超日债”基本被散户接盘的情况出现，从而有效保护中小投资者利益。

新规无疑有利于交易所债市的长远健康发展，但短期来看，也给低评级信用债造成了一定打压。昨日沪深交易所公司债多数下跌，AA-及以下品种跌幅居前。其中，12中富01（AA-）收益率大幅上升166BP，三维债（AA-）、12湘鄂债

（A）、12墨龙债（AA-）收益率上行均超过60BP。一位券商分析师指出，一方面，中小投资者购买受限，另一方面，机构投资者参与也要受到风控管理，未来低评级公司债的流动性可能会略受影响，而且“ST”帽子即将降临，对短期市场情绪产生负面影响。

避免“踩雷”精选个券

最近一周多时间以来，包括中高评级品种在内的交易所信用债市场整体陷入震荡格局，即使央行定向降准也未能带来扭转市场颓势。对此，分析人士指出，除交易所新规对低评级品种的压制外，本轮债市调整背景还包括了多项因素。如：利率债市场因5月份经济显露企稳迹象出现震荡调整，对信用债行情形成阻碍；股市好转，高风险偏好资金挪回股市，分流交易所债市资金；A股IPO即将重启，加之中考临近，交易所流动性有所趋紧；前期获利盘暂时了结；等等。

后市而言，综合多家分析机构和市场人士观点来看，在前期持续走牛、货币政策超预期兑现之后，短期内债券市场若无新的政策或数据刺激，可能延续阶段性调整走势；但中长期而言，债券市场特别是信用债市场的牛市基础依然较强。

一位业内人士表示，当前管理层经济底线思维未变，一方面，低增长继续对债券市场形成有力支撑；另一方面，在牛市下半场，在资金面实质性放水、整体信用环境持续改善、个券违约极少出现的背景下，信用风险溢价整体收窄值得期待，而中低等级信用债将成为被追逐的对象。

国海证券范小阳表示，现在已经有不少基金公司利用自身行业研究优势，对高收益公司债进行深入挖掘，未来这可能会成为一个新的盈利来源。不过，他同时表示，就当前高收益债而言，可能并不是抄底的时候。一方面，6、7月份迎来信用跟踪评级高峰，不排除有企业被降低评级并引发价格波动的可能；另一方面，交易所新规风险尚未完全暴露，短期价格波动仍有可能。

前述业内人士同时指出，在追逐中低等级信用债过程中，加强自身信用研究力量，精选个券、避免“踩雷”也是投资机构必须要做的功课。目前来看，钢铁等过剩产能行业的部分高收益债，被普遍认为是应重点防范的对象。



观点链接

国泰君安证券：
短忧长乐 城投更显优势

交易所风险警示新规对于交易所高收益债负面影响较大。此次限制个人投资者的行为，将使得交易结构安排方面的突发风险更大，交易所高收益债估值将继续重构，要求更高的溢价保护将抬高交易所债券利差中枢水平。与此同时，此举可以理解为决策层进一步为打破刚性兑付作准备，对市场情绪影响负面。尤其交易所高收益债目前正面临技术调整关口。但中长期来看，市场调整之后将突显交易所高收益债的价值。建议等待高收益债市场的充分调整之后，继续挑选其中的“白天鹅”债券，以获得下一波的价差机会。另外，城投因为评级下调和亏损风险都相应更小，将更显优势。

中金公司：
短期主要是情绪上的冲击

限制个人投资者进入会从两个方面对交易所高收益债产生负面影响。一是风险偏好较高、流动性要求较低的接盘群体力量的直接减弱。二是散户参与程度降低导致债券违约对社会稳定的负面影响下降，打破刚性兑付的预期和实际风险都可能提升。不过，交易所已经给予该调整充分的过

渡期，实质负面影响可能要到明年才会显现。短期主要是情绪上的负面冲击，由于低评级债券发行的难度加大以及个人投资者可能在通知实施前集中买入，短期供需关系未必显著恶化。另外如果能够借此推动刚性兑付体系的打破，对中国信用债市场的长期健康发展是有利的。在由真正的违约风险推动的透明定价中，与更大的风险一起到来的是更大的机会。

国信证券：
城投依然为王

展望三季度，投资级信用债仍将跟随利率品种下行，但与上半年相比，驱动力将更多地依赖于基准利率。品种上，继续推荐城投债。首先，2014年以来仍未出现一家城投发行人主体评级被下调，即使今年以来地方政府的财政收入增速继续下滑，信用评级方面城投继续不受负面影响；其次，市政债推出的预期越来越强，地方政府的融资渠道进一步被拓宽，而且新的融资渠道可能成本更低，对现存的债务利好；再次，虽然目前城投和中票的利差已经在历史的低位，但是城投品种的票息仍略高于中票，在地方政府正规融资渠道逐步推出的崭新背景下，这两者间的利差转为负值的可能性也较大。等级方面，推荐AA品种。（张勤峰 整理）

开辟“ST”板块 个券分化或加剧

以示区别和提示，这将有助于强化市场的风险意识；其次，出于保护中小投资者的目的，两所均提出将ST公司债券个人投资门槛提升至“名下各类证券账户、资金账户、资产管理账户等金融资产总计不低于人民币五百万”并签署风险警示债券风险揭示书”，高风险债券的参与者将仅限于机构投资者或资金量较大、风险抵御能力较强的个人投资者；第三，风险警示制度可以提高债券市场信息的透明度，直接对债券发行人和承销商的行为形成约束，从而也能起到从源头降低违约风险的作用。

结合目前可能被实施风险警示的债券资质分析，在这一警示机制下，受冲击

的将主要是经营不稳定、政策风险较大、行业景气度低迷、盈利能力存在较大不确定性的部分债券，它们面临信用评级下调的风险，被警示的可能性也更大，而且流动性也将下降，个券收益率有因风险溢价和流动性溢价提高而进一步抬升的风险。对此，市场反应也十分迅速，《通知》发布当日，市场情绪便受到明显冲击，交易所的高收益债券价格纷纷出现较大幅度的下跌。但与之对应的，对于发行人运营状态良好的行用风险可控的信用债，该机制则不会产生太大影响，这类中高评级的信用债将更多依赖于市场自身的走势变化。未来，由于资质的不同，

债券个券走势分化的现象将更加显著。从长期来看，交易所此举更有助于信用债违约机制的培养和建立。如若发展得当，交易所的ST信用债市场未来或许会成为真正的垃圾债交易市场，随着警示制度的完善和风险抵御能力较差的小型投资者从ST债券市场的退出，监管机构可能逐渐允许这类高收益高风险的公司债券出现有序的违约，同时也存在在随着发行人经营状况好转而出现“摘帽”的可能。这其中也将蕴含通过识别这类垃圾债信用风险来赚取超额收益的投资机会，同时对机构投资者个券资质筛选和业绩评估的能力提出了更高要求。

打新预热 市场资金面略微收紧

□本报记者 王辉

在年中时点日益临近且新股申购即将开闸的背景下，周二银行间及交易所资金价格整体出现一定上涨。其中，交易所部分短期资金利率上涨明显。分析人士表示，在二次定向降准尘埃落定、央行着力维稳流动性的背景下，中短期内资金面走向仍相对乐观，交易所打新资金需求无碍流动性整体平稳的大局。

资金价格小涨 交易所尤甚

央行周二进行了300亿元28天期正回购操作，中标利率持平于4.0%。Wind数据显示，本周公开市场有650亿元到期资金，全部为前期正回购。其中，周二到期350亿元，当日央行公开

市场实现资金净投放50亿元。值得注意的是，上周二公开市场实现净投放570亿元，与之相比，本周二净投放量萎缩九成以上。

受周二公开市场操作不够“给力”、跨年中时点资金需求继续显现、新股申购资金需求大幅抬升的影响，17日银行间及交易所资金利率均出现不同程度的上涨。银行间质押式回购利率方面，周二核心交易品种隔夜及7天期回购利率整体持稳，但14天和21天两个跨年中时点品种分别上涨45基点和4基点至3.67%和4.95%。交易所方面，上交所14天国债回购GC014由周一的4.205%升至5.280%，深交所7天期质押式回购R-007由周一的2.944%涨至4.200%。

有分析观点同时指出，周二公开市场正回购操作量减特征不明显，可能由于周

一央行刚刚进行第二轮定向降准，因此适度减少了公开市场投放量。此举在一定程度上，可以适当压制各方对于流动性过度宽松的政策预期。此外，部分交易员指出，周二上交所决定对公司债实施风险警示、开辟“ST”板块，在对部分中低资质信用债产生打压的同时，也加剧了相关个券的抛售，放大了短期市场的资金需求。

综合此前市场主流观点，对于周二市场资金价格的走升，多数市场人士仍普遍认为央行周一实施的今年第二次定向下调存款准备金率，在实际操作效果上不亚于一次总量宽松措施。在政策宽松基调愈发深入人心的背景下，尽管有新股开闸申购的扰动因素，但主流机构预期仍旧平稳，年中时点前后的流动性形势预计仍然无忧。

七银行今“组团”发同业存单

该行今年第七期同业存单，采用招标发行方式；中国银行将发行10亿元3个月期的该行今年第三期同业存单，采用招标发行方式；中信银行将发行该行今年第九期和第十期同业存单，期限均为3个月，分别计划发行10亿元和5亿元，均采用报价发行方式，发行价格分别为98.8415元（参考

收益率4.6501%）、100元（票面利率4.5863%）；招商银行将发行30亿元3个月期的该行今年第六期同业存单，采用报价发行方式，发行价格为98.8415元（参考收益率4.6501%）；浦发银行将发行10亿元6个月期的该行今年第十五期同业存单，采用招标发行方式；上海银行将发行10亿元

3个月期的该行今年第四期同业存单，采用招标发行方式；民生银行将发行10亿元1个月期的该行今年第四期同业存单，采用招标发行方式。

据Wind统计，截至6月17日，今年以来银行间债市已发行同业存单72只，发行总额1113.70亿元。

日内波动逾百基点 人民币即期汇价再走弱

在人民币汇率中间价小幅反弹的情况下，17日人民币兑美元即期汇价再度走弱，盘中一度跌破6.23关口。

中国外汇交易中心公布，17日人民币兑美元中间价报6.1529，比前一日小幅反弹8基点。即期市场交易方面，17日人民币兑美元即期汇价低开40基点报6.2290，盘中最高至6.2226，最低至6.2360，盘中最大波幅达134基点。至收盘时，人民币兑美元报6.2269，较周一小幅下跌19个基点或0.03%。与当日中间价相比，人民币即期汇

价日内相对于中间价最大波幅达1.35%。

市场人士表示，自6月5日人民币即期汇价见底反弹以来，市场各方对于人民币重回双向波动的预期再度加深。考虑到人民币兑美元即期汇价在6.20整数关口有较大阻力，人民币即期汇价有所回调也不意外。与此同时，本周四凌晨美联储将公布新一轮议息结果，短期内各方对于QE继续缩减、美元或延续阶段性反弹有较强预期。在此背景下，人民币即期汇价短期或延续宽幅震荡走势。（王辉）

开行“福娃债”发行好于预期

国家开发银行17日对该行2014年第8、9、13、14及15期金融债进行了最新一次增发。本次增发的五期固息债券，期限依次为3、5、7、10和15年，规模分别为40亿元、40亿元、90亿元、50亿元和40亿元。发行结果显示，五期债券中多数中标利率低于二级市场和市场预期，其中3年及5年品种认购倍数相对较高。

市场人士表示，由于政策频释暖意支撑债市信心，利率债一级市场保持相对强势。从本次国开行“福娃债”的发行情况来看，长期限品种因相对吸引力不足而未得到市场热捧，中短期利率新债配置需求仍偏强。（王辉）

■ 交易员札记

“打新”搅动资金面 债券收益率先抑后扬

17日，市场资金面因“打新”出现一定收紧，债市波动较大，整体收益率率先抑后扬。

A股市场18日将迎来IPO重启后首批新股申购，机构打新热情高涨，再加上缴税、大行分红等因素，致使昨日午盘后资金面稍显紧张，银行间7天质押式回购成交量大涨700亿至1271亿元，跨季品种14天品种涨45bp。

银行间债券市场上，国债收益率上行3-9bp，3年期成交在3.70%-3.72%，7年期成交在3.96%-4.05%，10年期成交在4.08%-4.11%。政策性金融债方面，中长期品种收益率上行幅度较大，其中，5年期国开债成交上行至4.77%，10年期国开债成交在4.92%。短融成交较为活跃，收益率有所上行，尤其是AA以上的长端品种。如1年期的14鲁西化工

银行间债券市场上，国债收益率上行至6.90%。

目前看，资金面在半年末会有所波动，但短期内流动性无忧，仍对债市行情形成一定支撑。未来经济基本面走向有待观察，一级市场供给有所加快，机构的风险偏好呈现缓慢上行态势，市场情绪较为乐观，短期内利率债及中高等级信用债仍是配置型机构关注重点。（中银国际证券 斯竹）

中诚信调升北京城建评级至AA+

中诚信国际日前发布跟踪评级报告，将北京城建集团有限公司主体信用等级由AA调升至AA+，评级展望维持稳定，并调升“12京城MTN1”和“14京城MTN001”债券信用等级至AA+。

中诚信国际指出，本次等级的调升主要基于以下理由：一是，城镇化进程为房屋建筑市场带来持续发展动力，公司面临较好的发展机遇；二是，公司建筑施工新签合同额快速上升，同时轨道交通业务的有序扩展提供

了有力补充，充足的项目储备为其未来三年稳定经营构成重要支撑；三是，公司房地产开发业务稳步推进，土地储备充足；四是，下属子公司北京城建设计发展集团股份有限公司上市工作正有序推进，子公司北京城建投资发展股份有限公司非公开发行股票获批对其整体信用实力构成支持。

中诚信国际还称，考虑了公司资本支出压力较大、负债水平较高等因素对其整体信用实力的影响。（张勤峰）

■ 新债定位 | New Bonds

14附息国债12

预测中标利率区间[3.93%, 4.03%]

债券期限	10年	计划发行额	280亿元(可追加)	票息类型	固定利率
付息周期	半年付息	招标方式	混合式利率招标	招标日	6月18日
缴款日	6月23日	上市日		6月25日	手续费率

国信证券：当前债市主要考验来自于基本面，不过下一次大考应在二季度数据出炉之后。这之前，市场会保持平稳，加之承销团业绩考核压力，预计本期10年国债中标利率会低于二级水平。

4.00%-4.03%，边际中标区间为4.03%-4.06%。

柳州银行：当前10年期国债收益率约在4%左右，尽管与年初相比，收益率下行了约60BP，但与历史均值相比，仍处于相对高位，考虑免税后，收益率

4.02%。

国海证券：近期10年国债收益率比较稳定，考虑到国债刚性配置需求较多，本期债券期限较长，预计本期债券中标区间为3.93%-3.98%。（张勤峰 整理）

4.34%，具有配置价值。预计本期债券的收益率将低于二级市场，建议投标区间为3.93%-3.98%。（张勤峰 整理）



注：2014年6月17日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.15%，较修正的上期数据下行4BP。

数据来源：金牛理财网

□本报记者 张勤峰

17日，农业银行、中国银行、中信银行、招商银行、浦发银行、上海银行和民生银行相继发布公告称，将于6月18日发行同业存单，计划发行量合计100亿元。

农业银行此次将发行15亿元3个月期