

风险偏好回归 高收益债重拾升势

“12中富01”五日大涨4.43%

□本报记者 葛春晖

伴随交易所风险警示新规、IPO重启等短期利空因素消退，近日交易所高收益债重拾升势，个券表现十分活跃。其中，将于30日正式暂停上市的“12中富01”表现抢眼，债券价格呈现五连阳走势，五个交易日大涨4.43%。分析人士指出，在持续的定向宽松政策预期下，市场风险偏好未来可能继续抬升，低评级品种的信用利差还有进一步收缩空间，但投资者在积极参与过程中，仍需认清自身风险承受能力，在甄别个券风险的同时进行组合配置。

“12中富01”领衔
交易所高收益债卷土重来

上周，在沪深交易所相继发布通知，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，以及IPO重启、机构“打新”热情高涨引发交易所资金面大幅波动的双重冲击下，交易所公司债一度遭遇重挫。特别是作为此次风险警示新规的重点监控对象——低评级、高收益品种价格更是纷纷调整至6月以来最低水平。

然而，行情变化可谓风云突变。就在不少机构还在纷纷警示低评级信用债下跌风险之际，从上周五（6月20日）开始，交易所高收益债的反弹已经悄然开启，并且延续至今。

数据显示，6月26日沪深公司债市场上，按最新到期收益率在7%以上的70只成交个券中仅有10只价格下跌、6只平盘，

最近五个交易日部分交易所公司债行情							
证券简称	区间涨跌幅(%)	收盘价(净价,元)	债券余额(亿)	剩余期限(年)	收盘到期收益率(%)	回售收益率(%)	最新债项评级
12中富01	4.43	88.87	5.90	0.92	19.43		AA-
12东锆债	4.30	85.07	4.90	5.29	11.34	13.32	AA-
11星湖债	4.12	99.99	6.40	3.03	7.47	5.31	AA-
13南洋债	4.02	87.51	6.50	5.93	8.79	9.99	AA
12三维债	3.97	84.37	4.00	3.74	11.78		AA-
11湘电债	3.68	98.50	9.50	2.05	6.98		AA
11中利债	3.44	92.40	8.00	2.99	9.75		AA+
11中孚债	3.14	81.18	15.00	5.18	12.42	18.51	AA
11晨鸣债	3.01	103.00	20.00	2.03	4.36		AA+
12景兴债	3.01	88.53	7.50	5.33	10.25	11.69	AA
12毅昌01	2.86	85.58	3.00	3.71	10.85	16.19	AA-
12重工01	2.64	99.97	12.00	3.59	4.85	4.84	AA+
12西钢债	2.60	82.74	4.30	6.06	9.36	12.64	AA
12南糖债	2.38	91.10	5.40	5.23	9.47	10.62	AA
12亿利02	2.11	91.50	8.00	6.07	8.25	9.75	AA+
12南港债	2.11	97.00	2.45	3.84	7.06	7.94	AA
09长电债	2.08	98.00	35.00	5.10	5.23		AAA
12豫园01	2.06	97.98	5.00	3.98	5.78		AA+
11安钢02	2.06	88.64	8.00	4.64	10.06	12.13	AA-

其余54只公司债全线收红。其中，到期收益率高居两市首位的“12中富01”净价收在88.87元，上涨0.744元或0.84%，到期收益率较上日大降103.61BP至19.4335%。“12景兴债”、“11综艺债”、“12中孚债”、“12南糖债”等到期收益率均下降超过10BP。

从20日以来的最近五个交易日数据看，在交易所公司债的净价涨幅榜上，“12中富01”为首的交易所高收益债位列前茅，表现尤为抢眼。数据显示，自6月19日

风险偏好有望继续抬升
低评级信用利差仍有收缩空间

值得一提的是，由于珠海中富公司

连续两年亏损，“12中富01”将于6月30日正式在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台暂停上市。也就是说，27日（本周五）将是该券正式暂停上市前的最后一个交易日。市场人士认为，作为一只资质欠佳的个券，“12中富01”之所以受到资金热捧，一方面，该券剩余期限不到一年，即便因暂停上市失去一段时间的流动性，若能如期兑付，则投资收益也将较为可观，因而引发部分高风险偏好投资者介入，以博高收益机会；另一方面，也缘于风险偏好上升背景下，交易所高收益债卷土重来的整体向上氛围。

从高收益债的整体走势来看，国泰君安证券分析师在最新报告中指出，随着半年末时点度过、打新热情退潮，7月份后资金面大概率重回宽松，在持续的定向宽松政策预期下，风险偏好可能继续抬升。考虑到交易所债券前期调整较多，后续低评级品种的信用利差还有进一步收缩空间。

不过，也有市场人士表示，鉴于高收益品种的不确定性相对较强，投资者在乐观参与低评级信用债续涨行情的过程中，仍需审视自身风险承受能力，甄别个券风险，进行组合配置。以“12中富01”为例，有投资者称，当前公司经营现金流尚可，若能继续得到银行贷款支持，则公司仍拥有一系列的短期债务偿还能力，而且也不排除未来公司自身经营好转或资产重组可能。但该投资者同时也表示，这些预期能否兑现尚具有不确定性，因此投资时仍需考虑到自身的风险承受能力。

两期口行新债招标结果符合预期

进出口银行6月26日招标发行了该行2014年第39期和40期金融债。发行结果显示，两期新债认购倍数均略高于2倍，中标利率基本符合市场预期。

昨日口行招标的两期债券分别为该行第35期和第32期的增发债，分别为3年和5年固息品种。其中，3年增发债加权中标收益率为4.5154%，5年期品种中标利率为4.7106%。此前，市场对两期债券给出的预测均值分别为4.52%和4.72%左右。中债网银行间固息政策性银行债

（口行和农发行）到期收益率曲线显示，3年和5年期最新收益率分别在4.58%和4.81%左右。综合来看，两期新债实际中标利率基本符合市场预期。另据交易员消息，两期债券的投标倍数分别为2.30倍和2.01倍，均属于相对中性水平。

分析人士表示，周四央行暂停公开市场正回购操作，稳定了资金面预期，但对现券收益率影响并不突出，市场投标情绪中规中矩，实际中标结果因此也较为平稳。（王辉）

四家银行今日齐发同业存单

6月份同业存单发行量创新高

中国农业银行、招商银行、南京银行、宁波鄞州农村合作银行26日相继发布公告，各自定于6月27日发行同业存单（NCD），四期发行量合计30亿元。

农业银行2014年第8期同业存单计划发行量10亿元，最低发行量5亿元，期限6个月，招标方式为单一价格招标，招标标的为价格。农业银行经标准普尔评定的主体评级为A；

招商银行2014年第9期同业存单计划发行量为5亿元，期限3个月，报价发行，发行价格98.7800元，参考收益率4.9000%，该行经诚信国际评定的主体评级为AA+；鄞州农村合作银行2014年第1期同业存单计划发行量合计30亿元。

据WIND截至6月26日的统计，今年以来银行间市场累计发行同业存单89只，1338.70亿元，其中6月份以来累计发行451亿元，创下NCD面世以来的最大单月发行量。市场人士表示，随着中小银行的不断加入，下半年同业存单发行速度有望继续加快，从而进一步推动存款利率市场化改革进程。（葛春晖）

两券商7月1日发行短融

招商证券、齐鲁证券6月26日分别发布公告，各自定于7月1日招标发行30亿元、10亿元短期融资券。

招商证券本次发行的是2014年度第九期短融券，齐鲁证券本次发行的是2014年度第七期短融券。两期短融券期限均为90天，均为固定利率，发行利率通过招标系统招标决定，采用单利按年计息，不计复利，均为7月1日招标

日，分销日、缴款日、起息日、债权登记日均为7月2日，7月3日上市流通，2014年9月30日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。

两期短融券均无担保，经上海新世纪评定，招商证券主体信用等级为AAA级，本期债项信用级别为A-1级。经中诚信国际评定，齐鲁证券主体信用等级为AA+级，本期债项信用级别为A-1级。（王辉）

鹏元：

下调康盛股份评级展望至负面

鹏元资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，维持浙江康盛股份有限公司主体长期信用等级为AA-，维持康盛股份2012年发行的2亿元公司债券信用等级为AA-，将公司评级展望下调为负面。

鹏元表示，做出此次评级结论主要基于如下理由：跟踪期内，随着IPO募投项目逐步投产，新增业务推动康盛股份收入规模进一步上升，并购也使得公司

传统业务市场地位得到进一步加强。但是，行业产能过剩导致公司部分传统业务收入出现波动，毛利率有所下滑，而新增业务市场成熟慢于预期，IPO募投项目未达预期收益，铝板业务出现较大亏损。2013年，主营业务毛利率下滑和期间费用上升导致公司全年营业利润出现亏损。此外，公司融资较为依赖短期融资，短期借款规模偏大，存在一定短期偿付压力。（葛春晖）

中诚信国际：

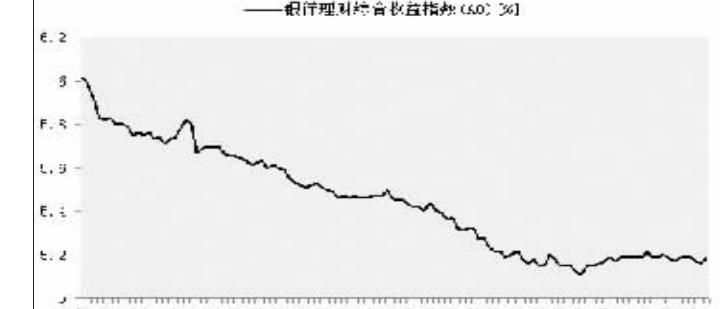
调升云投集团主体评级至AAA

中诚信国际信用评级有限责任公司日前发布跟踪评级报告，调升云南省投资控股集团有限公司的主体信用等级至AAA，评级展望为稳定；调升“10云投债”、“13云投债”和“14云投MTN001”的信用等级至AAA，维持“13云投CP001”、“13云投CP002”、“14云投CP001”和“14云投CP002”的信用等级为AA-。

中诚信国际表示，调升云投集团主体信用等级主要基于以下原因：第一，截至2013年末，公司已投产电力可控装机容量159万千瓦，参股电力企业权益装机容量达904万千瓦，随着在建拟

建电力项目投运，公司电力业务竞争实力将大幅提高。第二，公司参股的澜沧江、金沙江等大水电项目资产质量很高。未来随着参股水电项目在建拟建电站投运，其贡献的投资收益将进一步增加。第三，公司参股、控股公司多为关系云南省经济命脉的大型企业，同时公司还代表云南省参股与国家部委和央企的合作项目，在云南省经济中具有重要的战略地位。同时，中诚信国际也关注到公司产业控制力偏弱、面临一定的资金压力、毛利率持续下滑以及贸易业务存在一定的风险等因素对公司未来整体信用状况的影响。（葛春晖）

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年6月26日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.19%，较修正后的上期数据上升3BP。

数据来源：金牛理财网

牛陡诚可期 倒挂又何妨

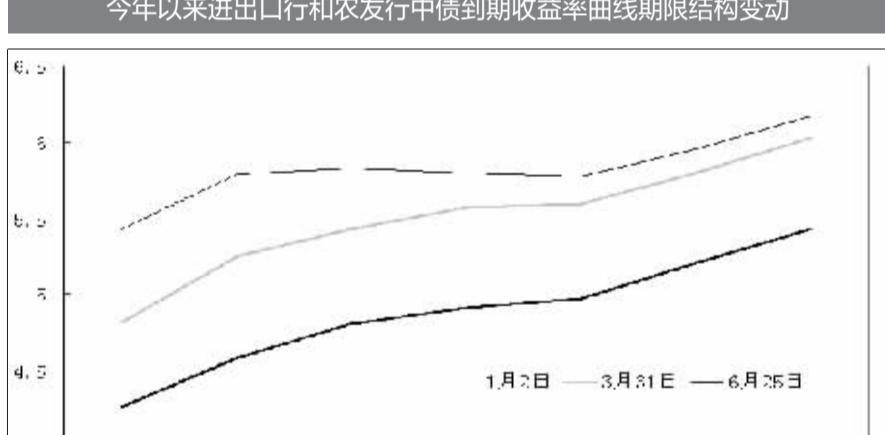
演绎途径可变 牛市方向难改

□国海证券 范小阳

近期的资金面收紧虽然略超市场预期，但是债券市场除了短端收益率略有上行之外，中长期收益率没有受到太大的冲击，牛市心态仍然浓重。随着7月之后资金面趋于稳定，主流预期认为收益率会出现牛陡走势。但是笔者认为，在牛市动力依然充足、收益率下行方向仍比较确定的关键判断下，牛市收益率曲线形态变化的途径存在多种可能性，牛陡只是其中之一，继续平坦化甚至倒挂也是可能的。

债券牛市的方向没有改变，资金面的稳定和政策的进一步放松值得继续期待。首先，资金面在季末之后将趋于平稳。从过去几年的走势来看，6-7月份的资金利率存在冲高回落的规律，季末的扰动效应比较明显，今年的情况应该也不会例外。新股虽然对资金面有一定的冲击，但是中签结果差强人意，申购热情很可能有所衰减，7月之后可能很难对市场构成明显的冲击。随着下半年公开市场到期量下降，正回购可能会缩量，甚至重启逆回购，28天正回购利率的指示作用也正在下降。

其次，前期刺激政策有一定效果，但是刺激力度还比较弱，进一步加码是可能的，也是必要的。宏观层面主要关注价和量的变化：价格上，社会加权融资成本从去年年末的8.5%下降到7.5%附近，刺激政策有一些成效；数量上，社会融资规模在5月份刚刚出现了触底企稳的迹象，即使6月份就出现回升，对应着经济的复苏可能也要到四季度了，数量上的表现并不乐观。微观层面，PMI回暖但制造业投资



增速仍在下滑，基建对冲地产投资下滑的难度也比较大，可见刺激政策虽有效果但还比较弱，因此管理层可能还缺乏底气来保证实现7.5%增长目标，政策还有进一步加码的必要。

在政策选择上，定向调控政策和大规模刺激政策应该都已经在管理层的预案当中，但是基于经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期的“三期叠加”论断和管理层的近期表态，定向微调政策还将是首选，包括扩大定向降准范围、调整贷款比、再贷款和PSL等。同时，由于政策可能有3-6个月的时滞，年内要实现增长目标，7、8月份将是出台政策的黄金时点。

虽然牛市的方向没有改变，但收益率曲线的形态变化可能是多样的。目前国债和政策性金融债的期限利差大多处于历史中位或中位偏高的水平，收益率

曲线继续平坦化还有空间。根据中长期利率债与R007的利差来测算，即使回到历史中位利差水平，中长端收益率也还有较明显的下行空间，因此随着中长端收益率的下行，曲线很可能会继续平坦化。进一步讲，在某些情景下，倒挂也是可能的，比如今年1月份市场资金面仍然偏紧，但是市场经济差、政策松动的预期比较强烈，政策性金融债的收益率曲线就出现了较长时间的倒挂。可见，牛市中长端收益率下行的演变形态将是多种多样的，很难得出唯一正确的结论。

总体来看，基于资金面平稳和宽松政策可能会进一步加码的判断，债券牛市的方向还没有改变，中长端收益率仍有下行空间，这是目前对市场判断的关键因素。至于收益率曲线的变化形态，则可能是多样化的：陡峭化下行可能、继续平坦化可能、甚至出现倒挂也是可能的。

交易员札记

市场情绪谨慎 收益率窄幅波动

□中国邮储银行 薛飞

周四，资金面总体宽松，受半年末因素影响，跨月资金价格依然较高，隔夜回购加权平均利率下降3bp，7天和14天分别上涨5bp和9bp。本周公开市场到期量仅300亿元，加之半年末时点，央行昨日适时暂停正回购操作，全周净投放资金620亿元（含国库现金存款）。最新一期3个月国库现金存款中标利率3.80%，大幅低于

4.44%、4.77%、4.90%和4.50%。本次增发的第九、十五、十六期国债采用单一价格荷兰式招标，增发的第十四期国债采用多重价格（美国式）招标方式。各期国债承销费按认购债券面值计算，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%，各品种均无兑付手续费。（王辉）