

货币/债券

Money Bonds

货币环境宽松

四季度债市易涨难跌

□本报记者 王辉

在9月中旬货币政策“量价齐松”的刺激下,三季度债券市场以季末“翘涨”收尾。展望四季度,分析人士指出,综合考虑宏观经济下滑趋势难改、降低社会融资成本政策导向持续、物价较为平稳等因素,利率债将继续受到向上支撑。与此同时,基准利率上行风险不大、信用产品供需关系保持良好,使得四季度信用利差有望继续维持低位。总体而言,四季度债市整体易涨难跌,利率债收益率仍有一定下行空间,信用债在规避信用风险的前提下将延续票息为王。

货币宽松支持利率下行

在央行9月中旬打出“量价齐松”组合拳后,市场各方对于未来较长时间内政策持续性放松预期显著升温。主流机构普遍认为,四季度债券市场继续处于宽松利好环境的概率较大。

中银国际证券最新观点认为,中期来看,宏观经济不改下滑趋势,经济增长中枢面临下移,但同时管理层对于经济下滑的容忍度也在提升,稳增长大概率还是以定向的结构性政策为主。

海通证券在上周发布的利率债四季度投资策略中表示,四季度经济下行风险仍存,核心CPI低迷、通胀上涨幅度有限,将给予央行实施宽松货币的空间。该机构认为,在经济下行风险未消、融资成本仍高的背景下,央行必然需要启动降息周期,以防范系统性金融风险,稳定货币利率并降低社会融资成本,这将对利率债构成支撑。

海通证券进一步预测,央行未来可能有三种方式降低利率:一是继续下调回购招标利率;二是下调贷款基准利率;三是通过行政方式引导商业银行降低首套房等优质信贷资产的利率。

申银万国本周也继续强调了四季度利率债收益率曲线全面走低的观点。该机构称,当前利率曲线的平均化相当程度上是短端利率偏高造成的,而解决这一困局的核心在于政策利率进一步向下引导,在降低负债端成本的同

时显著带动资产端收益率曲线进一步下行,长端利率债的价值将会更加明显。

各类现券均有续涨空间

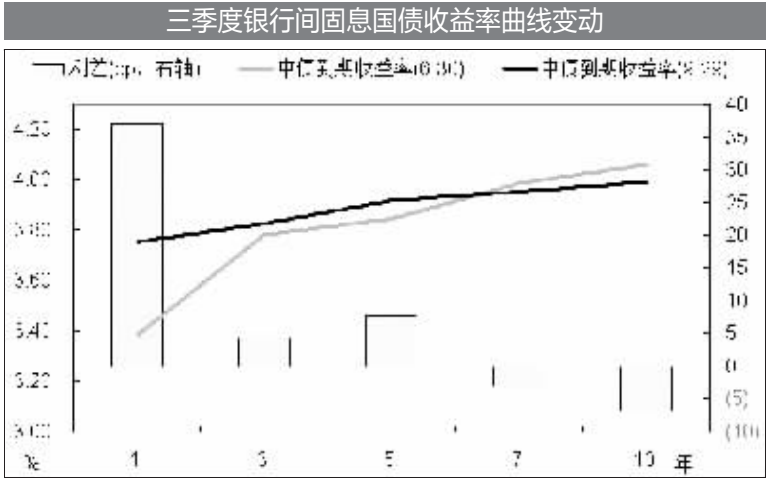
就四季度投资策略而言,主流机构普遍认为,在货币环境预计继续偏松、中短期信用风险预计不会大面积出现的背景下,各类现券都有续涨空间;相对而言,绝对收益回报仍是关注焦点,国开债、中高等级信用债、城投债等品种最受各方青睐。

中银国际证券在其报告中,着重强调了未来市场对于“安全绝对收益”的追求。该机构认为,在总量货币政策短期内还难以大举放松的情况下,市场利率的底部下移还有待风险偏好的明显下降。因此,未来一段时间内,机构资金成本和收益要求的双高,可能导致需求主要还是集中在信用债,市场可能会呈现出利率震荡和信用利差继续收窄的现象,因此信用债整体还会是市场配置的主流。

申银万国也认为,虽然近期中短端信用债收益率有所回升,但从长端继续下行来看,市场认可信用债投资价值依然显著,特别是城投债整体供不应求的格局在短期内将难以打破。中金公司亦表示,展望中长期,资产端收益率下行将倒逼理财收益率下降,虽然这个过程可能非常缓慢,导致信用债短期内交易性空间受到理财收益率下行的抑制,但对于不存在违约风险的中高等级品种,目前不失为良好的配置时点,由此不但可以享受历史上相对较高的票息,还有望逐步从“慢牛”行情中获取资本利得收益。

海通证券则指出,在理财收益率仍高、城投债供不应求的背景下,收益率在5%左右的国开债有了更为突出的配置价值。此外,与城投债不同,国开债可以利用回购进行套息,随着回购利率中枢的下移,四季度国开债的套息价值将有更为突出的显现。

最后需要指出的是,信用违约已经逐渐成为债券市场上的常态化现象。中金公司表示,四季度到期或付息的风险券相对较多,不排除发生超预期信用事件的可能,对于高风险行业和个券仍需注意回避。



三季度债市上演三部曲 收益率曲线演绎极度平坦化

□本报记者 张勤峰

三季度债券市场上演先跌后盘再涨的三部曲。国债收益率总体略有上揚,国开债则有所下滑,收益率曲线纷纷呈现平坦化的特征,期限利差进一步压缩至历史极低位置。

中债到期收益率曲线显示,截至9月29日收盘,三季度银行间市场各关键期限固息国债收益率平均上行约8bp,其中,1年品种上行37bp,3年、5年品种上行4bp、8bp,而7年、10年品种分别小降3bp、7bp。三季度利率市场最热门的券种依然是国开债。当季国开债收益率平均下行16bp,除1年期品种持平外,3至10年期品种下行8bp至27bp不等,其中10年品种下行25bp。尽管国债、国开债利率变化不一,但收益率曲线的平坦化形变是共同特征,中长端债券表现明显好于短端。数据显示,9月

下旬时,10年国债及5至10年国开债纷纷刷新年内收益率低位;1年与10年国债期限利差最小仅22bp,最新为24bp,仍比历史均值低92bp,处在历史上极低的水平。

进一步观察国债收益率曲线走势,三季度债市行情大致可分为三个阶段。7月中上旬,债市震荡调整;7月下旬到9月上旬,债市持续盘桓;9月中下旬,债市做多热情全面复燃,收益率出现快速且大幅度的下行。在7月初及9月初两个关键节点中,经济数据都发挥重要的影响。二季度经济数据企稳回升,直接推动了7月中上旬债市的调整,而8月份全面差于预期的经济数据,则成为9月中下旬机构做多债券的导火索。

市场人士指出,当前债市收益率恢复盘整,未来能否进一步下行主要看短端,而短端看政策,政策能否进一步放松则取决于后期经济走势。

资金利率有望再下台阶

□安信证券固定收益部 袁志辉

短期资金利率处于金融资产定价的最核心位置,债券市场持续走牛依赖资金利率的走低并企稳。尤其是当目前期限利差不断压缩至偏低的水平,估值的进一步走向日益取决于短期资金利率走势。在宏观经济、金融进入“新常态化”阶段的背景下,未来短期基准利率有望继续下降并稳定在低位,从而对债券慢牛行情形成有利推动。

从宏观层面来看,资金利率本质上取决于资金供需双方力量的动态均衡。2014年以来,商业银行超额准备金率从2.3%高位下降至二季度末的1.7%,三季度还可能进一步回落至接近1.5%的历史中性水平,但这并不妨碍资金面的宽松以及资金利率的下行,主要原因在于需求方宏观经济下行导致投融资萎缩,带动金融机构去杠杆。反观2013年,2.1%的高超利率也未能阻挡旺盛融资需求拉高资金利率。

从货币政策层面看,伴随着贸易盈余的趋势性回落,外汇占款低位徘徊常态化,基础货币的投放渠道和主动权牢牢转移到央行手中。从今年的货币政策操作来看,央行维持货币宽松、压低利率的倾向仍较明显。二季度以来的定向降准、定向降息、再贷款等货币政策创新工

作对于稳定货币供应及利率产生了较为明显的效果。近期正回购利率下调20bp引导各期限融资利率、债券收益率同步下行,随着政策传导有效性持续提高,回购利率日渐成为央行货币政策基准利率。再考虑到再贷款利率对国开行乃至整个银行体系负债成本的下拉作用,央行的降息周期已实质性打开。

在短期基建投资无法有效对冲房地产投资下滑背景下,宏观经济稳增长对宽松货币政策需求仍很迫切。根据上市公司二季报,非金融企业ROIC(全投资回报率)已持续下行到5.60%附近,而加权平均社会融资成本接近6.2%。由此可见,债务风险的防范不仅需要可融资金宽裕,还需要融资成本降低,央行仍然有动力维持充足的货币供应,并将利率压缩到偏低水平。

从实体经济需求来看,目前实体经济杠杆过高、产能过剩,在调结构、促改革的新常态下,经济总需求恢复缓慢,企业投资意愿持续低迷,资金需求主要为债务的滚动运作。截至8月,社会融资余额增速同比回落至15.5%附近,如果剔除到股权融资,广义信贷增速下降得更快。

一方面,央行对于货币供应难以收紧,另一方面,实体经济资金需求处于下滑态势,合并来看,资金利率上行空间将受到限制。目前,我国实际利率

松预期的兑现,相继成为债市走牛的动力。后续看,政策的全面放松仍然是大概率事件,而存款偏离度考核将在一定程度上放缓理财扩张的步伐。因此,理财和政策的驱动力并非持续,债市仍然处于慢牛格局之中。

信用产品

中金公司:理财刚性配置需求持续

今年以来信用利差呈现持续低于历史中枢并不断压缩的“新常态”,这是由信用债投资者结构转变为理财主导格局决定的。基准利率难以下行和信用债利差难以扩大背后的核心都是理财成本居高不下。因为在不暴露信用风险的情况下,各类资产的风险属性没有本质区别,理财为了维持较高的收益率吸引力,必然导致对高票息品种具有较强的刚性配置需求。在收益率下行的环境下,各类理财资金只能不断地通过信用下沉去追求相对更高的票息来争取盈利空间,最终推动各类资产的收益率都向理财成本线靠拢。表内存款分流至表外理财的本质原因是两者收益率存在水位差,短期内此分流过程难以结束,因此理财对于信



“R007-CPI”在1.5%,而从历史长周期来看,其波动中枢基本在0附近。在同样面临高杠杆的1945-1982年,美国 and 英国的实际平均政策利率分别为-0.31%、-1.33%,欧洲其他发达国家以及日本的利率甚至更低。即使以4.7%的“R007-PPI”考察,我国实际利率水平同样偏高。

去年“钱荒”之后,短期资金利率R007曾在4.5%以上维持了较长时间,今年以来逐步回落至3.5%以内,稳定性也大大提高。从经济发展趋势及央行货币政策意图来看,经济转型期间低迷的PPI

用债的刚性配置需求还将持续。

海通证券:安全至上 首选城投

当前市场资金面预期稳定,房地产可能继续拖累经济回升。值得注意的是,媒体报道中钢集团贷款出现逾期,钢铁行业下游地产、汽车需求回升力度较弱,去产能进度缓慢,行业难言见底,需继续警惕行业风险。财政部部长楼继伟近期强调引入社会资本缓解地方债务风险,提高投资的有效性,防止产能过剩加剧。当前产业风险未除,信用事件不断,信用债的投资仍需谨小慎微,要检视信用风险在不同行业的敞口,控制对产能过剩行业发行人的投资。与此同时,可加大与市场经济关系趋弱的地方政府类信用债。总之一句话:安全至上,首选城投。

可转债

光大证券:主题性机会增强

从转债估值水平来看,目前转债股性十足,整体防御性不够。考虑到近期市场情绪仍然较为高涨,从操作策略而言,建议继续坚持,而不是撤退,但仍然要注意交易流动性。在没有债底保护的情况下,无

美元劲升 人民币急挫 即期汇率创半年最大单日跌幅

在美元指数频创阶段新高的背景下,9月29日人民币兑美元汇率中间价、即期价双双走软,其中,人民币即期汇率创下近半年以来的单日最大跌幅。

据外汇交易中心公布,29日人民币兑美元汇率中间价报6.1539,较上周五小幅下跌31个基点,为近三周以来最低水平,但继续处于4月份以来的双向波动区间内。上周五,美国上修二季度GDP终值,令投资者对美联储提前加息的预期升温,刺激美元继续显著攀升,美元指数再创2010年7月2日以来的逾四年新高。

29日境内即期市场上,人民

币兑美元即期汇率低开低走,盘中最低探至6.1571,尾市收于6.1501,较上一交易日大跌231基点或0.38%,创下今年3月21日以来的最大单日跌幅。香港离岸市场上,人民币现汇在17:40报6.1750,较上一交易日跌287基点,较在岸收盘价低了249基点。

市场人士表示,美元走强,国庆节前季节性购汇增多,在岸离岸汇率拉大等因素,共同导致周一人民币显著下跌,但中国贸易顺差有望保持高位,人民币汇率仍具备中长期向上支撑,人民币汇率短时走软并不意味着新一轮贬值就此开始。(葛春晖)

宽松重现 交易所利率大跳水

周一(9月29日),货币市场资金面整体一派宽松景象,银行间主流资金利率再创阶段新低。交易所市场上,虽然部分期限回购利率盘中一度呈现虚高场面,但尾市纷纷大幅跳水充分暴露了其流动性充裕的实质。

数据显示,昨日银行间质押式回购市场上,主流交易品种隔夜、7天回购加权平均利率分别报收于2.52%、2.90%,较上周五分别下行11BP、14BP,各自创下今年5月30日以来和4月22日以来的阶段新低。

交易所市场方面,受交割规则(T+1日资金才能转出)以及实际占用期因国庆放假延长影响,4天及以内期限资金本周一、二相继解冻,“打新”对交易所资金面的扰动也归于风平浪静。虽然资金实际占用期限还可能令交易所短端资金价格有一定虚高,但货币市场平稳度过节前最后一个交易日已无悬念。(葛春晖)

9月发债量环比减少逾两成 同业存单逆势放量创新高

据Wind数据显示,9月全国市场共发行各类债券9546亿元,比上月减少近3000亿元,环比降幅达到23.8%。

利率债方面,Wind数据显示,9月国债、地方债发行总额分别为1215亿元、659亿元,比8月份减少635亿元、295亿元;政策债供给压力继续缓解,全月发行1680亿元,在前9个月中仅多于1月的1450亿元。

信用债方面,各类金融机构发行的融资工具中,9月发行量环比多出现下滑,如券商短融券发行总额为308亿元,少于8月的452亿元;唯有同业存单仍保持密集的发行态势,当月共发行164只,面值总额1198.50亿元,双双创下历史单月发行的新纪

录。在非金融企业发行的债券中,企业债、公司债发行量下滑明显,中票发行总额回升至900亿元左右,短融券发行总额维持在1700亿元上下。

总体上看,9月债券发行量有所减少,除因前期发行节奏较快之外,与月内存在中秋小长假及季末因素的扰动也不无关系。从历史数据看,9月份发行量多低于8月。市场人士指出,当前经济复苏缓慢且有所反复,企业缓解资金链压力仍非常依赖外部融资,预计未来债券市场仍将保持较快扩容态势。(注:期间发行数据统计以发行起始日为准;尚未公布实际发行规模的,统计计划发行规模。)(张勤峰)

中债资信调升顺鑫农业主体评级

中债资信评估有限责任公司近日发布报告,将北京顺鑫农业股份有限公司主体信用等级由A-pi调整为A,评级展望为稳定。

中债资信表示,跟踪期内对顺鑫农业进行了访谈调研并获取了相关经营及财务资料,前次公开评级时因沟通受限导致的信息不充分等因素得以明显改善。跟踪期内,中低端白酒市场竞争更加激烈,猪肉价格处于下行周期,对公司的经营环境产生不利影响,但公司旗下牛栏山酒厂是全国最大的二锅头生产企业,凭借

着显著的区位优势及品牌知名度,白酒销量保持较快增长。猪肉业务则继续保持较强的区域规模优势和行业地位,公司整体经营风险较低;跟踪期内,公司房地产存货增长较快,债务负担较重,偿债指标表现较差,但公司正在收缩房地产业务,预计未来1-2年房地产相关存货将有明显减少,而且公司非公开发行A股股票后债务负担降低、利息费用减少,公司整体财务风险较低;跟踪期内,北京市顺义区国资委对公司信用品质具有一定增信作用。(葛春晖)

国开行10月9日增发三期固息债

国家开发银行29日公告称,定于10月9日通过中国人民银行债券发行系统增发2014年第20期、第22期、第24期固定利率金融债券各不超过40亿元,三期增发债券的计划发行总量不超过120亿元。

国开行本次增发的第20期、第22期、第24期债券期限依次为3年、10年、5年,票面利率为4.69%、5.02%、4.83%,起息

日分别为8月7日、8月21日、9月18日。本次增发的各期债券缴款日均为10月13日,将于10月17日起上市交易。发行人对各期债券均保留增发权利,上述增发债券上市后同对应的原债券合并交易。

招投标方式方面,本次增发的三期债券均采用单一价格(荷兰式)招标方式,各期债券均不设立基本承销额。(张勤峰)

农发行10月9日招标三期固息债

中国农业发展银行29日公告称,定于10月9日利用中国人民银行债券发行系统增发今年第四十二期7年期固息金融债券不超过50亿元,同时招标发行该行今年第四十五期5期、第四十六期3年期固息金融债券各不超过50亿元。

农发行第四十二期债券票面利率为5.37%,按年付息,起息日为7月22日,本次增发招标日为10月9日,缴款日为10月14日,上市日为10月20日,上市后

同原债券合并交易。新发行的第四十五期、第四十六期债券均为按年付息,招标日为10月9日,缴款日和起息日为10月13日,上市日为10月17日。

本次招标的三期债券将采用单一价格/利率中标(荷兰式)的中标方式,投标无价格/利率上下限,但有价格/利率标位及相应数量规定。各期债券不设基本承销额。承销费方面,3年期为0.05%,5年期为0.1%,7年期为0.15%。(张勤峰)