

信用随利率起舞 配置价值犹佳

□本报记者 张勤峰

在上周以来的债市上涨行情中，利率债担当主角，信用债随风起舞，利率全线下行，信用利差整体维持在历史较低位置。市场人士指出，经济弱、政策松奠定债券牛市格局，信用债供需关系良好，利差暂无持续走阔风险，整体配置价值依然良好，未来机会将更多来自于利率债收益率的下行。

信用债全线上涨

上周以来，在疲软数据与宽松政策的刺激下，债券市场再度掀起一波轰轰烈烈的上涨行情。虽然利率债扮演着本轮行情的主角，但信用债的表现也不俗，各券种、各期限、各评级收益率普降。

据中债到期收益率曲线显示，本月13日至20日的六个交易日中，关键期限国债收益率平均下行约26bp，其中3年期、5年期品种下行幅度分别为27bp、30bp。信用债方面，以中票为例，3年期AAA级下行25bp，AA级下行25bp；5年期AAA级下行24bp，AA级下行21bp。信用债利率降幅虽稍小于利率债，信用利差略微走阔，但利率下行幅度也非常可观，同时，短期限、高等级品种利率下行相对突出，期限利差及评级利差因而短暂扩大。

市场人士指出，近期信用债利差稍扩，主要缘于利率债收益率出现更快下行，一定程度上反映为信用债流动性溢价的上升，而非信用状况恶化导致的风险溢价上升。事实上，交易所市场公



司债等产业类品种的信用利差在近期反而有所收窄。而整体上看，当前信用债的利差水平依然处在历史上较低的位置。

利差暂无走阔风险

在利率下行趋势依旧明确的基础上，信用利差走势成为市场更为关注的信用债价值影响因素。而目前较多的市场机构认为，年内信用利差尚无大幅走阔的风险。

中金公司最新周报指出，从供需关系分析，年内信用利差将维持低位，信用债整体具有良好配置价值。供给方面，尽管长假后信用债净供给增多，但目前看全月超过2500亿元的可能性不大；需求方面，各类理财资金的配置需求仍然很

强。中金公司指出，理财是增持信用债的绝对主力，当前理财冲规模的意愿仍然很强，新增资金规模和配置压力较大，三季度公募基金申购量也有所增多，因此信用债的新增配置需求仍在增加。

第一创业证券报告亦认为，目前信用利差无持续走阔风险。报告指出，9月份的托管数据显示信用债交易性需求旺盛，这一需求成为维持利差在低位的一项重要因素，而经济下行压力下的货币政策定向宽松使得牛市依然值得期待，交易性需求会持续存在。此外，基于央行增加基础货币供给，10月配置型需求也会有较大改观。

需要注意的是，近期信用消息面上并不平静，央企二重遭降级、湘鄂债被ST等

等事件，表明在企业信用基本面没有实质改善的情况下，局部或个体信用风险将会陆续释放，市场对此已有所认识。不过，在短期内不大可能发生系统性风险这一点上，市场同样有较高的共识。海通证券报告指出，趋于宽松的货币政策是债券牛市的坚实基础，信用风险也因此被管控在不发生系统性风险的底线之上。中信建投证券认为，当前实际信用风险下降有限，但在融资底部回升后，宏观和中观层面如果能够企稳，企业信用资质可能会由于再融资的改善和需求的回暖而有所改善。

机会更多取决于利率债

如前所述，由于理财户存在刚性配置需求，而且短期内发生系统性风险的可能性不大，信用债整体配置价值依然良好。但由于信用利差已处在较低水平，未来进一步收窄恐与信用基本面的变化不符，信用债的表现将更多取决于利率债。

中信建投报告指出，货币政策处在持续定向放松中，打开了短期资金下行的空间，在资金利率下行后，近期期限利差和信用利差短暂扩大后仍存压缩空间，市场风险偏好有望在流动性充裕的刺激下再次升高。报告认为，从利率到信用的资产轮动有望继续，但是与前几次的情况相比，由于利差进一步收窄的空间较小，信用债的机会更多来自于利率债利率的下行。中金公司报告也认为，未来信用债利率下行空间依赖于基准利率打开。如果利率债收益率继续走低，信用债也将跟随享受资本利得。

经济数据略超预期 人民币即期汇率创七个月新高

周二，受最新公布的三季度GDP数据略超预期提振，人民币兑美元即期汇率延续10月以来的偏强表现，盘中和收盘价双创七个月新高。

据外汇交易中心公布，10月21日人民币兑美元汇率中间价报6.1410，较上一交易日小幅走升25个基点，继续围绕6.14关口窄幅波动。隔夜美元走软是人民币中间价上涨的直接触发因素。

由于投资者担心即将公布的美国通胀数据表现低迷并压制加息预期，周一美元对多数货币下跌，美元指数全天下跌0.41%。

即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇率未受中间价影响而小幅走低，但在GDP数据公

布后快速走升，盘中最高触及6.1194，收盘报6.1212，双双创下今年3月10日以来的盘中和收盘最高价。国家统计局周二公布的数据显示，三季度我国GDP同比增长7.3%，而此前WIND统计的二十多家机构给出的预测均值为7.2%。

市场人士表示，在先前公布的9月进出口数据大超预期之后，GDP数据超预期继续对人民币形成向上支撑，但美元中期走强和国际油价下跌也使得购汇盘有所增多，从而对人民币形成压制。总体而言，当前市场交投情绪较为稳定，预计短期内人民币汇率仍会呈现偏强震荡、双向波动特征。(葛春晖)

货币市场流动性充裕 央行公开市场操作中性对冲

得益于多家股份制商业银行通过SLF获得央行流动性支持，周二(10月21日)货币市场流动性继续保持宽裕。在此背景下，央行周二在公开市场开展中性对冲操作。

央行公告显示，昨日央行在公开市场上进行了200亿元14天正回购操作，中标利率持平于3.4%。

据WIND统计，本周公开市场到期资金400亿元，周二、周四分别到期200亿元。因此，央行公开市场操作昨日实际实现零投放/零回笼。

昨日银行间货币市场上，主要期限资金利率继续持稳，反映进入政策观察期。(王辉)

流动性延续了近期的充裕态势。数据显示，昨日银行间隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率分别为2.44%、2.95%、3.40%、4.10%和3.87%。其中，隔夜品种利率环比前一交易日持平，7天期微跌2BP，1个月期下跌20BP。

分析人士表示，周二公布的三季度GDP增速等数据整体略好于预期，但仍呈现增速下滑态势，预计当前的货币宽松环境还会持续较长一段时间。而在上调14天正回购利率之后，预计央行公开市场操作暂时会进入政策观察期。(王辉)

转债走势强于正股

10月21日，在A股市场普跌、纯债市场保持强势背景下，沪深转债市场呈现涨跌互现格局，个券走势总体强于正股。

昨日A股市场上，上证综指收于2339.66点，较上日下跌0.72%，两市个股约七成下跌。

转债市场上，中证转债指数收报304.35点，下跌0.29点或0.10%。个券表现方面，两市可交易的29只转债13涨15跌1平，对应的正股下跌只数则达到23只。具体来看，歌华、久立、海运涨幅均略超1%，列涨幅榜前三位，其余飘红个券多数涨幅非常有限。同

时，表现好于正股的转债中，多数为偏债型品种。

上周以来，纯债市场大涨未能带动转债明显走强，转债

昨日A股市场上，上证综指收于2339.66点，较上日下跌0.72%，两市个股约七成下跌。转债市场上，中证转债指数收报304.35点，下跌0.29点或0.10%。个券表现方面，两市可交易的29只转债13涨15跌1平，对应的正股下跌只数则达到23只。具体来看，歌华、久立、海运涨幅均略超1%，列涨幅榜前三位，其余飘红个券多数涨幅非常有限。同

两银行披露同业存单发行计划

10月21日，华商银行、齐商银行先后披露了各自的2014年度同业存单发行计划。至此，今年以来公布本年度同业存单发行计划的银行达到71家，累计计划发行额度达到1.39亿元。

公告显示，华商银行2014年度同业存单发行额度为10亿元，经中诚信国际评定的发行人主体信用等级为AA+；齐商银行本年度同业存单发行额度为5亿元，经上海新世纪评定的发行人主体信用等级为AA。

另据中国货币网信息，农业银行等7家银行定于10月22日

发行共8只同业存单，金额合计70亿元。其中，农业银行、浦发银行、兴业银行、杭州银行、绍兴银行、成都银行各发1只，金额分别为10亿元、10亿元、5亿元、10亿元、5亿元、10亿元；北京农商银行发行2只、合计金额20亿元。

据WIND截至10月21日的统计，今年以来银行间市场累计发行同业存单517期，金额合计5047.10亿元；当前同业存单存量为414期、3786亿元。与1.39亿元的发行总额度相比，四季度同业存单发行还有很大空间。(葛春晖)

财政部27日招标150亿元国债

财政部10月21日公告，定于10月27日(下周一)按面值偿还2014年记账式贴现(七期)国债。

本期国债期限91天，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额150亿元，不进行甲类成员追加投标。时间安排方面，本期国债10月27日招标，10月28日开始计息，招标结束至10月30日进行分销，11月3

日起上市交易，2015年1月27日(节假日顺延)按面值偿还。

本期国债采用多重价格招标方式，标的为价格。招标标位变动幅度为0.002元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60个、20个和30个标位；中标承销团成员于2014年10月30日前(含10月30日)，将发行款一次缴入财政部指定账户。(王辉)

■ 新债定位 | New Bonds

14附息国债24

预测中标利率区间[3.62%, 3.69%]

债券期限	7年	计划发行额	280亿元(可追加)	票息类型	固定利率
付息周期	按年付息	招标方式	混合式利率招标	招标日	10月22日
起息日	10月23日	上市日	10月29日	手续费率	0.10%

国海证券：中国经济未来仍然处于减速周期，通胀压力不大，货币政策仍有放松的空间，债券市场仍具备牛市的基本面。本期国债期限较长，收益率仍相对较高，市场配置需求较好。

分析人士表示，周二公布的三季度经济数据虽稍好于预期，但起色并不明显，未来依旧需要宽松货币政策的支持。在此背景下，乐观的政策面和资金面预期仍令机构看好后市，进而推动主流机构继续保持对于利率新债的偏强需求。

国信证券：由于市场整体走牛，利率债招标也会面临一段时期的牛市。预计本次招标结果仍

会相较于二级水平明显偏低。本期招标手续费影响约为2bp，预计中标区间为3.62%-3.68%，建议配置型机构在3.62%-3.66%投标，交易型机构3.66%-3.68%区间博取边际。

第一创业：受基本面宽松影响，周二发行的国开债表现较好，没有受经济数据略好于预期的影响，中标收益率比前一日二级市场普遍有10bp左右的下行。预计本期国债招标仍维持乐观，中标利率区间为3.65%-3.69%。

收益率曲线将转向陡峭化下行

□渤海银行 张帅

正在下移，但考虑到目前经济增长率仍维持在7.5%附近，失业率仍保持在7%以下，经济缺口依然存在，经济增长水平基本稳定。另外，从需求角度看，当前我国消费需求基本平稳，净出口在主要经济体复苏的带动下正触底回升，而对经济影响最大的因素是投资。央行在近期放松了房地产限贷政策，并通过定向再贷款，连续三次下调正回购利率，这意味着债券市场牛市的基础没有改变。整体而言，四季度10年期国债收益率有望降至3.60%附近，10年期国开债收益率的目标则在4.50%左右。

欧阳健：面对经济的相对弱势，未来央行还会继续引导资金成本下移，而四季度债市的牛市形态也仍然没有问题。

胡月晓：在经济持续平稳、低位徘徊的情况下，货币成本决定着货币市场利率和利率基准曲线高度。预计未来一段时间货币政策在数量上还是稳中偏紧，推动过剩产能和落后产能的淘汰。在四季度剩余时间内，货币环境又会进入基础货币投放减速但货币成本再下降的阶段。央行引导货币成本下降趋势不变，必然意味着债券市场牛市的基础没有改变。

欧阳健：相较于往年，今年央行的货币调控手法显然出现了明显改变，在货币总量并没有大幅增加的前提下，通过国开行的回购开盘利率、SLF、降低正回购利率等手段，在控制货币总量的前提下，实现了货币利率的大幅下行，并因此形成了持续性的牛市。

中国证券报：如何解读今年以来债券市场的持续上涨？

胡月晓：货币数量(即流动性)收紧的同时，成本可以下降。这是今年货币环境出现的一个与往年显著不同的新变化。

年初以来，央行在数量保持稳中偏紧的同时，持续引导货币成本下降，从而带动了债券估值的持续上涨。尤其10月国庆长假之后公开市场回购利率第三次下调，全面点燃了市场的做多热情。欧阳健：相较于往年，今年央行的货币调控手法显然出现了明显改变，在货币总量并没有大幅增加的前提下，通过定向再贷款、短端收益率下行空间较为有限，同时受央行接连降低公开市场利率的影响，短端收益率有望在宽松资金面助力下继续下行，从而带动整体曲线陡峭化下移。

未来经济增长有望大致保持平稳，影响了长端收益率继续下行的空间。宏观经济在三季度基本触底，未来大幅上行的空间不大，但全面复苏尚需等待改革成效的显现，后期长端债券收益率下行空间将缩小。随着人口红利的下降以及产业结构的调整，我国宏观经济中枢

正在下移，但考虑到目前经济增长率仍维持在7.5%附近，失业率仍保持在7%以下，经济缺口依然存在，经济增长水平基本稳定。另外，从需求角度看，当前我国消费需求基本平稳，净出口在主要经济体复苏的带动下正触底回升，而对经济影响最大的因素是投资。央行在近期放松了房地产限贷政策，并通过定向再贷款，连续三次下调正回购利率，表明其有意引导资金利率平稳下降，通过影响银行负债端成本来降低当前的市场融资利率。后期央行的政策方向是保持资金宽松平衡局面，引导市场利率下行，短端收益率下行空间将逐渐打开。

综上所述，预计未来经济增长将逐渐企稳，长端收益率下行空间较为有限，在资金面宽松预期的背景下，短端收益率的下降空间仍然存在，四季度收益率曲线有望转为陡峭化下移。

近期央行公开市场操作表明，央行有意维持资金面宽松平衡的状态，预计四季度资金面仍将保持较为宽松的局面。

中国证券报：如何解读今年以来债券市场的持续上涨？

胡月晓：货币数量(即流动性)收紧的同时，成本可以下降。这是今年货币环境出现的一个与往年显著不同的新变化。

年初以来，央行在数量保持稳中偏紧的同时，持续引导货币成本下降，从而带动了债券估值的持续上涨。尤其10月国庆长假之后公开市场回购利率第三次下调，全面点燃了市场的做多热情。

欧阳健：相较于往年，今年央行的货币

国开行五期新债中标利率全线走低

□本报记者 王辉

金额分别为40亿元、40亿元、50亿元、60亿元和50亿元。来自中债网和交易员的消息显示，本次增发的1、3、5、7和10年期固息金融债中标收益率分别为4.41%和4.42%。市场人士表示，国开行五期新债中标利率全线低于市场预测均值和二级市场水平，显示一级市场需求依然旺盛。

分析人士表示，周二公布的三季度经济数据虽稍好于预期，但起色并不明显，未来依旧需要宽松货币政策的支持。在此背景下，乐观的政策面和资金面预期仍令机构看好后市，进而推动主流机构继续保持对于利率新债的偏强需求。

国信证券：由于市场整体走牛，利率债招标也会面临一段时期的牛市。预计本次招标结果仍