

光环淡去 城投债价值重估进行时

□本报记者 张勤峰

股市分流效应、中证登收紧质押政策加上地方债务甄别大限临近，各种不确定的因素不期而遇，让今年以来表现最为稳定的城投债突然成了债券市场上最具争议性的券种。机构报告指出，综合各项因素来看，城投债短期调整难言结束；中长期看，随着地方政府债务甄别处置工作的推进，分化将成为城投债行情的主基调，而在近期调整过程中，部分被错杀的城投债将出现配置机会。

城投债终见“像样”调整

从收益率走势上看，如今城投债板块正上演今年以来最明显的一波调整。以7年期AA级城投债为例，本月初该类债券的中债到期收益率大致为5.54%，随后持续震荡上行，到12月12日最高达到6.35%，较月初上行逾80bp，12月15日最新报6.34%。反观其它券种，月以来7年期国债、政策性金融债收益率分别上涨31bp、35bp，7年期AA级中票收益率则上涨52bp。

与其它券种一样，城投债本轮调整发端于获利回吐。作为今年债券牛市的明星券种，之前城投债几乎没有出现过像样的调整。临近年底，由于资金面等不确定性上升，机构落袋为安的倾向较重，而这一过程中，股市强势上涨分流债市资金，进一步加重债券抛售行为。城投债是券商、基金、银行理财的重仓品种，在风险资产上涨面前，受这些机构调仓或应对赎回的冲击较为明显。

不过，真正导致城投债开始跑输其



它券种的导火索还是中证登收紧企业债质押政策。按照中证登新规，在地方政府性债务甄别结果出台后，未被纳入政府性债务范围的企业债仅有债项AAA且主体AA及以上（主体AA，展望负面除外）的债券可以有质押回购资格，其余将全部被剔除出质押库，导致这部分城投债将面临信用风险重估和流动性价值重估的双重压力。尽管中证登新规短期最直接的影响是限制企业债新增入库，压缩企业债继续加杠杆的空间，但由于市场情绪的作用，近期市场实际表现为剧烈去杠杆的局面，企业债泥沙俱下，连公司债和利率债都未能幸免。

债务甄别推动价值重估

城投债调整何时到头？要回答这一问题关键在于回答城投债收益率是否充

分反映了可能丧失回购资格的风险及可能丧失地方政府信用背书的风险。中金公司等机构认为，经过短期连续调整，目前城投债对于可能丧失回购资格的风险已经反映得比较充分，但对于信用风险溢价还未体现出足够的补偿。在地方政府债务甄别大限将至的背景下，城投债价值重估可能不会很快结束。

一直以来，城投债被视作“穿西装的国债”，今年产业债风险事件频发，更强化了市场对于城投债低风险的认识。然而，国务院43号文提出对地方政府性债务存量进行甄别，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，才可申请发行地方政府债券置换。在此背景下，存量地方政府性债务是否被认定为政府性债务，将对其信用状况产生直接影响，这也从根本上决定了城投债估值将面临分化的趋势，被纳入预算管理的城投债估值

有望进一步向政府债券靠拢，而未被纳入预算管理的城投债则面临被打回普通企业债的风险。鉴于审计署口径仅能覆盖一小部分城投债，未来面临信用风险重估的城投债可能不在少数。

值得一提的是，近日“14天宁债”、“14乌国投债”接连遭遇被撤销地方政府债务认定的事件，突出反映了政府债务甄别过程中的不确定性风险。国泰君安证券认为，政府债务认定范围过小的问题，未必意味着现实的违约风险，但会带来市场情绪的冲击，导致分化或整体估值压力。此外，目前市场基于募集资金用途的公益性性质来甄别分类的一致预期仍可能存在偏差，而且，甄别过程中的各方分歧可能会影响地方政府的再融资接续，从而再次引发市场对于地方政府再融资的担忧。

有市场人士更表示，目前地方债务甄别大限正不断临近，城投债估值分化迫在眉睫，然而地方债务甄别分类结果依旧扑朔迷离，容易导致城投债出现一损俱损的局面。中金公司报告亦指出，天宁债等事件，有可能导致市场之前对城投债兑付极强的信心有所弱化，虽然上述事实未必意味着城投债将出现违约，但投资者风险偏好的变化足以影响债券定价和销售，因此城投债价值重估可能还无法很快结束。

不过，中金公司同时指出，城投债短期创伤虽然不可避免，但同时也为来年配置提供了更好的机会，特别是未来有可能纳入地方政府债务范围的城投债以及被流动性风暴波及的公司债品种，未来还将有较好的资本利得空间。

债市难言大熊

□鄞州银行 段苏

11月份以来，股市开始持续大幅上涨，引起了投资者的广泛关注。目前，市场的主流观点认为2015年股市表现将较好。在此背景下，市场对于债市的观点分歧很大，有的观点认为，股债跷跷板将显现，2015年债券很有可能是熊市。那么，股债跷跷板的效应有多大？或许研究2007年的股债走势能对2015年的行情有所启示。

2007年，股市出现大牛市，并对银行间市场造成了比较大的影响。

首先，流动性的稳定性变差。对比2006年和2007年的7天回购利率走势，可以发现，2006年，7天回购利率在大部分时间较为平稳，春节前后和12月前后出现过短暂的上行；2007年，7天回购利率的波动幅度变大，出现了多次大幅上行的情况，流动性不时会突然紧张，尤其是在新股发行前后。

逆向投资可行

其次，债券收益率大幅上行。以10年期国债为例，2007年上半年，10年期国债收益率由3.02%一路上行至4.5%左右，下半年一直保持在4.5%左右。

2015年，如果股市的牛市能够延续，参照2007年的经验，有可能对银行间市场造成如下影响：

首先，股市将分流存款和理财资金，减少银行间市场的资金来源。从11月份的流动性变化就可以看出，每当股市大涨或遇新股发行时，银行间市场的流动性都会变得极为脆弱，资金成本很容易走高。目前，存款和理财资金向股市分流的趋势刚刚开始，12月底将有大量的理财到期，届时理财资金是否还留在银行体系，存在不确定性。

其次，两融资产正在成为理财和保险资金的优质资产，新型非标资产有可能卷土重来。两融基础资产的收益率高达8.6%，目前1年期受益权的收益率在

5.5%-6%，且风险可控，受到越来越多银行和保险的青睐。2015年，两融业务的增长空间广阔，相应的受益权业务也大有可为，很有可能重演2013年信托的发展趋势，对债券的配置形成挤出效应。

第三，无风险利率的参考基准有可能变化。2013年，在信托高速发展时，由于信托的刚性兑付，无风险利率向信托收益率靠近；2014年，无风险利率向银行理财收益率靠近，在宽松货币政策的大环境中，持续下行；2015年，股市的财富效应显现，无风险利率很有可能像两融收益率靠近，较2014年上行。

从以上三点来看，2015年的债市不乐观。不过，2015年与2007年也存在较大的不同：

首先，2015年的经济增速较2007年下一台阶，通胀压力也远不如2007年。2007年，经济增速正处于高速增长的尾声，通胀率高企。2015年，经济增速进入人

新常态，通胀率也持续保持在低位。不过，目前3.78%的10年期国债的收益率并未大幅低于2007年3.99%的均值。

其次，货币政策基调大不同。2007年，货币政策紧缩，连续上调准备金率和利率；2015年，货币政策料将以宽松为主，很有可能降准和降息。

因此，2015年，流动性的波动可能不如2007年，在出现紧张时，央行可能通过各种渠道投放资金。债市也难言有大牛市，收益率更多的可能是随着流动性和股市的波动而上下震荡。投资策略上，控制久期、逆向投资或是较好的方法之一。

值得提出的是，这一轮债券收益率上行很快，尤其是中登公司的回购新规出台后，债市又有一波调整，目前短融的收益率普遍又回到5%以上，配置价值已经开始体现。在接下来的两周，如果央行不降准，收益率有可能继续上行，届时或可以挑选收益率高的个券进行配置。

能力本身就不好，所以去杠杆的压力小于交易所。第二，交易所基金、私募、信托等机构较多，尤其是目前很多基金依然面临赎回压力，交易所转债和城投成为重要的换取流动性的品种。第三，投资者对交易所政策的不确定性有较大担心。第四，那些被出库的交易所债面临价值重估。所以，交易所中低等级信用债短期即使反弹，空间依然有限。当然，交易所中低等级收益率继续大幅上行空间也已经不大，因为一旦上行到7%以上，部分配置型资金就会入场，尤其是短久期品种。

可转债

光大证券：调整中孕育机会

回落的绝对价格+低转股溢价率水平，意味着多数转债性价比在上升，也意味着转债参与者对正股信心下降。随着新股发行和监管层喊话，以及前期资金的消耗，A股进入震荡区，短期内上下均有一定空间，可能不会超过10%。但蓝筹板短期仍会好于中小板和创业板，因此预计小盘转债未来表现仍不及中大盘转

债。在强势市场中，绝对价格防御比到期收益率更重要。考虑到小盘转债流动性较差，115元的绝对价格可能是一个相对价位，低于此价格建议增持小盘转债，这将是一次新的中期买入机会。对其他转债而言，前期正股强势的品种可能会休整一段时间，建议关注兼顾基本面、题材与性价比的大中盘转债。

海通证券：震荡加大 且攻且守

上周转债出现回落，源于股市冲高后调整和中证登政策造成流动性紧张。长期看，降低社融成本需要发展直接融资，转债作为股债工具供需有望扩大，市场风格或从快牛转变为慢牛，低价格、蓝筹个券具有长期配置价值。短期内转债预计随正股震荡，波动幅度或加大，流动性是关键因素，可关注国电、东方、浙能、徐工等主题相关个券，等候格力新券发行。上周国金公告提前赎回，银行转债因折价而大量转股，转债供给进一步收窄。当前，国电、徐工、平安等均触及赎回边界，转债赎回潮或持续，条款博弈可关注折价套利机会。（张勤峰 整理）

人民币兑美元中间价创近10个月新高

即期收盘价逆势创4个半月新低

美元汇率中间价报6.1152，较12日上调32基点，再创今年2月21日以来的新高。上周五国际外汇市场上，尽管美国公布的12月密歇根大学消费者信心指数异常强劲并提振美元回升，但由于市场有传闻称日本央行拒绝提供进一步刺激，加之美元多头获利回吐显现，美元指数全天下跌0.15%至88.33。

境内即期外汇市场上，自11月21日央行宣布降息后，人民币即期汇率表现总体偏弱。12月15日，人民币兑美元即期汇率小幅高开后呈现震荡走势，尾市收于

6.1912，为7月28日以来的最低收盘水平。降息以来，该即期汇率以收盘价计算累计下跌663基点或1.07%。

15日海外无本金交割远期外汇（NDF）市场上，一年期美元/人民币最新交投于6.3065，反映投资者预期一年后人民币中间价将贬值3%左右，较前两个交易日有所缩小，但较降息前仍显著扩大。

市场人士表示，之前持续数年的人民币单边升值，使得机构年初做空美元、年末购汇平仓成为惯例操作，因此通常年末

购汇需求都会季节性偏多；近期国际市场石油价格连续下跌、美国原油期货跌破60美元大关，也刺激了国内进口石油企业的购汇需求；此外，11月下旬我国降息以来，中美货币政策差异也导致人民币贬值预期有所抬升。综合而言，上述因素短期内可能继续对人民币即期汇率形成压制。另一方面，结合中间价仍稳中偏强、人民币国际化进程加快、贸易顺差高企，以及美元指数短期技术回调压力增大等因素来看，人民币出现趋势性贬值的可能性不大。

回购利率下行难掩资金面收紧

尽管中短期回购利率多数延续下行，但据交易员反映，周一市场资金面在例行缴准与新股发行临近的影响下重现收紧迹象。市场人士指出，在多种因素影响下，年底前市场资金面存在持续收紧风险，央行“放水”的必要性不断增强。

周一银行间质押式回购市场上，中短期回购利率全线走低。其中，隔夜回购加权平均利率收报2.64%，跌1.92bp；7天到21天回购利率下行相对明显，如14天品种跌10.89bp至4.34%；长期限回购利率则多数上涨，其中1个月品种涨19.99bp至5.87%，盘中最高成交到6.8%。

据交易员反映，尽管中短期的资金拆借利率全线走低，相关期限资金的拆借难度实则有所上升。其中，受到例行缴准因素影响，隔夜资金拆借难度稍显不易；新一轮新股申购在即，则使得7天、14天等期限资金需求大增，供需

趋于紧张；21天及以上期限品种因为跨年或跨春节因素，近期的紧张状况一直未有明显改善。

后市来看，年底前资金面仍存进一步收紧风险。一是，本周四起12只新股集中发行，机构预计冻结资金超过1.2万亿元，对短期资金面的冲击较大。二是，年底临近，节假日、银行考核等传统季节性因素较多，对银行体系流动性的影响较大。但与此同时，11月数据显示新增外汇存款依旧低迷，且年内余下时间已无任何公开市场到期资金，如果央行不主动投放货币，年底前流动性供需状况持续紧张将是大概率事件。

有市场人士表示，虽然年底有财政放款，但投放与需求之间可能存在时间上的错位，因此依然需要央行适时进行调节。而在降低融资成本已成为货币当局重要目标的背景下，预计政策面不会允许资金面出现大幅收紧的状况。（张勤峰）

财政部、央行18日

招标600亿元国库现金定存

中央国库现金管理操作室15日发布公告称，财政部、央行定于12月18日上午9:00-9:30，进行2014年第十二期国库现金管理定存招投标。

本期国库现金定存操作量600亿元，期限3个月（91天），起息日为12月18日，到期日为2015年3月19日。WIND资料显示，包括本期操作在内，财政部、央行12月份以来累计进行两期国库现金定存招标，操作量合计

达到1200亿元。上次国库现金定存招标是在12月4日，同样是3个月品种，中标利率为4.33%。

市场人士表示，从本周开始，例行缴准、新股申购、年末考核等多重因素持续施压资金面，市场各方无期期盼管理层出手扶助，而鉴于12月份银行间市场上无国库现金定存到期，因此新招标业务将向银行体系注入同等规模的实际流动性，从而有效缓解商业银行资金压力。（葛春晖）

东兴证券18日招标10亿短融

东兴证券15日发布公告称，将于12月18日招标发行10亿元、90天期的该公司2014年度第八期短期融资券。

本期短融将通过招投标方式在全国银行间债券市场公开发行，采取固定利率形式，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。日程安排上，招标日为12月18日，分销日、缴款日、起息日、债权登记日为12月19日，12月22日上市流通，2015年3月19日到期一次

性还本付息（遇节假日顺延）。本期短融无担保。经联合资信综合评定，东兴证券主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期短融的信用等级为A-1。

近年来，随着融资融券等资本中介型业务快速发展，券商融资热情高涨。据WIND统计，包括上述债券在内，今年以来银行间市场累计已发和披露发行文件的证券公司短融券达到243只/4021.9亿元，远超去年全年的131只/2905.9亿元。（张勤峰）

辽阳银行18日招标二级资本债

辽阳银行股份有限公司15日发布公告称，定于12月18日招标发行该行2014年二级资本债。

本期二级资本债为10年期固定利率债券，在第5年末附有条件的发行人赎回权，同时附有减记条款，发行规模不超过5亿元；票面利率通过招标系统招标决定，单利按年计息，不计复利。时间安排上，招标日为12月18日，发行期限为12月18日至19日，缴款日、起息日为12月19日。本期债券无担保，经联合资信综合评定，发行人辽阳银行的

主体信用等级为A+，本期债券信用等级为AA-。

自2013年新的资本管理办法施行以来，二级资本工具取代旧式次级债成为银行二级资本的主要补充来源。据WIND统计，截至12月15日，今年以来已完成发行的商业银行二级资本债达到38只，发行金额合计3272.50亿元；而2013年由于处于新规衔接期间，当年仅发行次级债和二级资本债各一只，各计17亿元；2012年次级债发行金额总计为2240.2亿元。（葛春晖）

联合资信：

调降天威集团主体评级至BBB

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，决定将保定天威集团有限公司的主体信用等级由A下调为BBB，评级展望为负面，并将“11天威MTN1”与“11天威MTN2”的债项信用等级均由A下调为BBB。

联合资信表示，截至2014年9月底，天威集团资产规模175.07亿元，所有者权益-27.81亿元，已经资不抵债，自身偿债能力明显弱化，其经营状况及流动性压力对公司的整体信用状况产生重大影响。同时值得关注的是，公司出现多笔贷款逾期，

目前公司正积极对新能源产业进行资产重组与债务重组以解决相关债务问题，但尚无实质性进展，偿债能力对外部支持依赖较大。

联合资信表示，考虑到公司全资股东中国南方工业集团公司综合实力强，对公司发展定位明确，且对其存在相关支持，故作出如上评级调整。此外，联合资信将根据公司经营情况及其债务偿还、流动性安排、经营战略调整以及股东支持的持续性等相关发展变化，动态评估公司未来的信用状况。（葛春晖）

金牛银行理财综合收益指数走势

