

光环淡去 城投债价值重估进行时

□本报记者 张勤峰

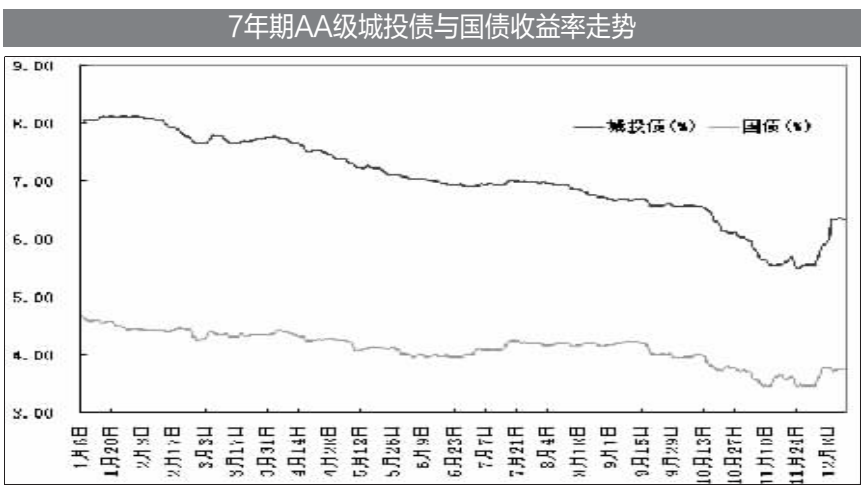
股市分流效应、中证登收紧质押政策加上地方债务甄别大限临近，各种不确定的因素不期而遇，让今年以来表现最为稳定的城投债突然成了债券市场上最具争议性的券种。机构报告指出，综合各项因素来看，城投债短期调整难言结束；中长期看，随着地方政府债务甄别外置工作的推进，分化将成为城投债行情的主基调，而在近期调整过程中，部分被错杀的城投债将出现配置机会。

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，本月以来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近的背景下，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 逆向投资可行

□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2105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。

■债市策略汇

利率产品

申银万国证券：不必急于抄底

目前债券市场处于货币政策宽松和经济、信贷上行预期的博弈之中，因此市场分歧正在加大，债市暂时陷入宽幅震荡。未来债市可能是“跌出来的机会”。目前对中证登质押新规和信贷额度扩大的影响还没有释放完毕，加上新一轮IPO对资金面的影响前所未有的，可能将导致债市在年底前仍然缺乏机会，不必急于抄底。但在信贷趋好、经济“假升”的认同度提高之后，如果收益率出现进一步调整，则实际仍是一个较好的配置时点。

中投证券：利率债仍是较好投资标的

降低融资成本”几乎已经成为货币当局重要的执政绩效指标，很难看到货币市场利率再度出现明显上升。另外，银行的表外业务已经被明显控制，对流动性的分流能力已经逐渐减弱，“通缩”时代保持较高的存款利率也有助于挽留银行存款，银行受制于“坏账”压力放贷冲动有所下

降，而利率债受到股市流动性冲击之后估值水平又重显合理，故目前利率债在未来3-6个月仍然是较为理想的投资标的。低久期组合的投资人仍然可以逐渐提高组合的久期。

信用产品

中金公司：需求整体可能趋于弱化

综合供给和需求两方面情况来看，明年传统信用债需求整体可能趋于弱化，但会以渐进形式体现。考虑到短期内城投债供给下滑明显，特别是近期调整后信用利差有所恢复，预计上半年利差有望维持在历史均值以下。特别是一季度配置需求旺盛，利差有望压缩。但明年后半段伴随理财转型加速，对信用债需求的弱化可能会更加明显，供给反弹压力渐增，供需关系大概率将趋于恶化，利差反弹的压力增加。

中信证券：交易所表现将不如银行间

短期来看，交易所信用债表现将不如银行间。第一，银行间中低等级债券质押

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券面临价值重估。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，短期上下均有一定空间，可能不会超过10%。但蓝筹板块短期会更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、蓝筹等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、徐工等主题相关券种，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）

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，中短期限回购利率全线走低。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

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，市场各方无不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）。本期短融券无担保。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小型业务快速发展，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

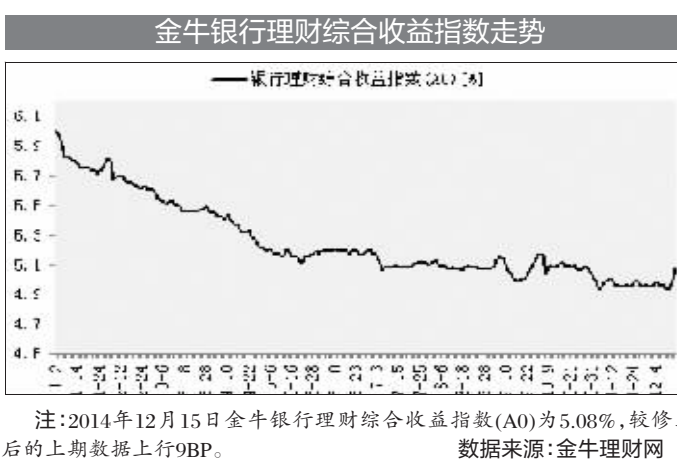
辽阳银行股份有限公司15日发布公告称，定于12月18日招标发行该行2014年二级资本债。

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

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，



注：2014年12月15日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.08%，较修正后的上期数据上行9BP。数据来源：金牛理财网

□本报记者 葛春晖

12月15日，人民币兑美元汇率即期价与中间价继续呈现背离走势，中间价刷新近10个月新高的同时，即期价则创下4个半月以来的收盘新低。市场人士表示，年末季节性因素叠加近期油盘购汇需求增多，使得短期内人民币市场价仍有走软动能；但中间价保持稳中偏强，则有利于稳定市场预期并对人民币贬值幅度形成制约。

据外汇交易中心公布，15日人民币兑

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价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，该即期汇价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价形成压制。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。