

■2014六大关键词·“牛市”

# “熊尾巴”难改“债牛”本色

□本报记者 葛春晖

今年前11个月，债券市场走出近年来少有的“大牛”行情。此期间，各类债券收益率均明显下行，国开债、城投债分别成为利率产品和信用产品中最耀眼的明星。但进入12月，受股市分流等多重因素影响，债市出现调整，给“牛”了近一年的市场续上了一个“熊尾巴”。分析人士指出，从中期角度看，新常态下的宏观基本面决定了债券牛市难言结束，但未来在经济转型过程中，债市短期震荡有望增多。

## 一轮大牛市

回顾2014年，一场历史罕见的“大牛市”行情让债券投资者赚得盆满钵满。从收益率走势上看，债券收益率从今年1月初至11月末呈现全面趋势性下行，各券种收益率纷纷创下年内甚至数年新低。

利率产品方面，从年初到11月24日的年内低点，1年、3年、5年、7年、10年关键期限的国债收益率分别下行109BP、113BP、109BP、114BP、108BP；政策性金融债下行幅度超过国债，其中国开债成为本年度表现最抢眼的利率债，10年期品种最大下行幅度达到195BP。即便考虑到11月末以来市场出现调整，利率债全年收益率下行幅度也十分可观。截至12月22日，10年期国债、国开债收益率分别报3.0%、4.13%，较去年末累计下行



85BP、169BP。

信用产品收益率普遍下行，信用利差在前11个月持续收窄。值得一提的是，前些年饱受冷落的城投债一度成了今年信用市场上最受追捧的“宠儿”，中低评级尤其受资金青睐。截至11月24日，AA级7年期城投债中债收益率累计下行241BP，AAA级同期限品种则下行181BP。

应该说，经历了2013年的熊市，投资者在今年初时并非十分看好债市。正是因为先前预期谨慎，才使得本轮行情最终给投资者带来了远超预期的感受。

## 牛市步伐将放慢

值得注意的是，11月最后几个交易

日以来，债券市场出现一波较为明显的调整，为2014年的“债牛”续上了一条“熊尾巴”。数据显示，11月25日至12月22日，债券收益率曲线出现平坦化上移，1年期国债收益率上行36BP，10年期国债、国开债收益率分别反弹22BP、26BP；信用债调整幅度更为剧烈，信用利差大幅拉大，如AA级3年期、5年期中票与同期限国债的信用利差分别回升了约80BP、60BP。城投债更成为本轮调整的重灾区，AA级7年期城投债收益率自11月25日以来上行了93BP，“宠儿”沦为“弃儿”。

市场人士表示，多重利空因素叠加，导致今年债券牛市没能“一直美下去”。

一是，年末配置需求下降；二是，年末调整预期加上前期获利丰厚，部分获利盘落袋为安；三是，年末资金面压力持续加大，而央行放水节奏低于市场预期，货币市场流动性持续趋紧；四是，股市赚钱效应爆发、市场风险偏好上升，投资者大类资产配置转移分流债市资金；五是，中证登提高交易所企业债质押门槛，政府债务甄别大限临近，城投债遭受流动性风险和信用风险双重打击。

目前来看，机构对于年末债券市场重新走牛普遍不抱太大预期，但多数观点认为债市不会从此趋势性走熊，并且对中长期债券牛市仍抱有信心。如中信建投证券指出，明年债市小牛依然可以“争春”。一是，稳增长、降低社会融资成本仍是首要任务；二是，刚性兑付和隐形担保人为推高社会“无风险利率”的现象在2015年有望得到纠正，将有利于风险定价市场化；三是，货币放松中银行资金成本也将继续降低。民生证券也指出，在中周期去杠杆的背景下，以利率债为代表的无风险收益率下降过程才刚刚开始。

不过，相对于今年行情，机构普遍认为明年债市牛市的演绎可能会多出一些震荡和波折。民生证券指出，托底政策下的收益率下行注定是一个缓慢的过程，因此预计明年利率债收益率方向向下，但空间较今年缩窄，价值重估及估值分化将是明年信用债最大的主题。

# 人民币汇率跌势放缓

22日，人民币对美元汇率延续偏弱震荡，即期汇率连续第四日走贬，但跌势有所放缓。机构分析认为，人民币汇率短期难改弱势特征，但持续贬值的可能性非常低。

22日，人民币对美元汇率中间价设在6.1220，较上周五下调15基点，反映了近期美元对非美货币的强劲升势。上周五，随着美元加息预期持续发酵，美元指数盘中最高涨至89.65点，创下2006年4月以来的阶段新高。

受美元升值及中间价下调的影响，22日银行间外汇市场人民币对美元即期询价交易低开于6.2237，早盘最低跌至6.2280，全天多数时间维持横盘震荡，午后跌幅收窄，收在6.2216，较前日收盘点位跌14基点或0.02%。截至22日，人民币

对美元即期汇价已连续四日走贬，但跌势有所放缓。

自11月份以来，人民币对美元即期汇价出现一波较快的贬值。到12月22日，人民币即期汇价本轮累计已贬值1.77%，并且导致年初以来的贬值幅度重新扩大至2.77%。

招商证券报告认为，10月出口增速低于预期是本轮人民币汇率走弱的直接诱因；央行降息一定程度推高人民币汇率的贬值预期；而美联储货币政策的变化是本轮人民币汇率走弱的主要国际因素；央行稳定汇率态度的变化则决定本轮人民币汇率走弱的节奏。该报告认为，未来数月内，人民币汇率能否由弱转强，主要取决于美元走势和全球资本流动的趋势，但总体上看，未来人民币汇率持续走弱的可能性非常低。（张勤峰）

# 恒泰证券25日招标7亿短融

恒泰证券22日公告称，定于12月25日招标发行该公司2014年度第四期短期融资券。

本期短融券发行金额7亿元，期限91天，固定利率、单利按年计息，票面利率将通过招标系统招标确定。时间安排上，招标日为12月25日，分销期、缴款日、起息日、债权债务登记日为12月26日，交易流通日为债权债务登记日次一工作日，兑付日2015年3月27日（如遇法定节假日

或休息日顺延）。本期短融券无担保。联合资信评定，发行人主体信用等级为AA级，本期债券信用级别为A-1级。

近年来，随着融资融券等资本中介型业务快速发展，券商融资热情持续高涨。据Wind统计，包括本期债券在内，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250只/4080.9亿元，远超去年全年的131只/2905.9亿元。（葛春晖）

# 淮南矿业将发20亿永续中票

公告显示，淮南矿业（集团）有限责任公司将于12月29日发行20亿元的2014年度第二期中期票据。本期中票无固定期限，将于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续。

发行公告指出，本期中票采用固定利率计息，票面利率由基准利率加初始利差及上调基点确定，基准利率为3年期国债中债收益率，基准利率每3年重置一次，每次利率重置后，票面利率将在前一期上调基点的基础上再上调300BP。前3个计息年

度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定。发行人有权选择在第3个和其后每个付息日按面值加应付利息赎回本期中票，如果不行使赎回权，则自第4个计息年度起，票面利率每3年重置一次。本期中票设置有递延支付利息条款。

时间安排上，簿记建档日为12月29日，起息日、缴款日为12月30日，12月31日起上市流通。联合资信评定发行人主体信用级别为AAA，本期中期票据的信用级别为AAA。（张勤峰）

# 两公司取消短融发行

五矿集团、金红叶纸业22日分别公告称，取消20亿元超短融、7亿元短融的发行工作。

五矿集团原定于本月19日发行今年第十一期超短期融资券，发行金额为20亿元，期限30天。五矿集团公告指出，本次超短期融资券在原协商利率区间内认购不足，因此决定取消本次发行，公司将另择时机重新发行。

金红叶纸业公告披露，公司原定于本月19日发行今年第二期短期融资券，发行金额为7亿元，原定缴款日为12月22日。鉴

于近期市场变化，公司拟推迟本期短融发行，推迟后的发行安排将另行公告。

本月初以来，银行间债券市场短融中票推迟或发行失败的情况明显增多。市场人士指出，年底机构配置额度本已所剩无几，新债承销发行的难度加大，而月初中证登新规、月中资金面收紧，先后导致债券市场出现较大波动，进一步打压一级市场参与热情。短期看，一级市场回暖或需等待明年一季度资金面回暖及机构配置需求恢复。（张勤峰）

# 两银行25日发行二级资本债

成都农商行、营口银行22日分别公告称，各定于12月25日发行一期二级资本债券。这两期二级资本债均为10年期固定利率债券，在第5年末附有条件的选择权，票面年利率根据市场招标结果确定。

其中，2014年营口银行二级资本债券发行规模不超过6亿元，缴款截止日、起息日为12月26日。2014年成都农村商业银行二级资本债券发行规模不超过人民币60亿元，缴款日、起

息日为12月29日。经大公国际评定，营口银行的长期主体信用等级为AA-，本期债券信用等级为A+；成都农商行的主体信用评级为AA+，本期债券的信用评级为AA级。

自2013年新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22日，今年以来已完成发行的商业银行二级资本债达到40只，发行总额合计3382.50亿元。（葛春晖）

# 资金面度过最紧时期

□本报记者 张勤峰

周一，资金面先紧后松，货币市场利率进一步冲高。市场人士指出，本轮“打新”冻结资金或已现峰值，新股发行对资金面的冲击将逐渐退潮，伴随申购资金解冻、财政存款投放，货币市场利率继续上行空间有限，但考虑到年末效应，资金面恢复常态尚需时日。

昨日，“打新”进程延续，园区设计等两新股接力展开网上网下申购，按照先前机构的预测，本轮IPO累计冻结资金正式达到峰值，令市场资金面继续承压。

昨日交易所回购利率全线上涨，其中上交所隔夜回购利率盘中最高涨至23%，报7.065%，收盘价位创下11月27日以来最高。

## ■债券策略汇

### 利率产品

#### 国泰君安证券：中期依然承压

未来一段时间，资金面变化、央行政策方向和资产轮动切换，是主导利率产品运行的主要变量，债市中期依然承压。第一，随着IPO解冻以及12月超万亿财政存款下放，资金面最紧张时期已过去。但年末企业结算和理财到期资金需求量仍大，流动性仍维持相对紧平衡。在大幅平坦化调整后已具备买入价值。第二，风险资产持续走强，资金配置效应对债券市场的挤出影响在加速。第三，货币政策整体宽松幅度可能低于预期，宽松政策更多采用结构性措施，加速资金从宽货币转向宽松信用，对利率债不利。

#### 中金公司：一季度行情可期

本轮股市走强只是居民资产重新配置的过程，如果没有实际利率的走低以及债券收益率的下行，实体经济难以回升，股市走强的基础也会被削弱。一季度通常

是资金面相对宽松的季度。从目前来看，一季度无论利率债还是信用债的供给都不多，贷款在年底释放之后，明年初的增量可能不会太高，银行年初对债券仍会有较强的季节性配置需求。在一季经济和通胀都未起来的情况下，债券仍是一类安全的资产。年底这波调整正好是投资者重新再入场的机会，等本周资金面有所缓解，可以考虑重新增加债券的仓位，博弈一季度的行情。收益率仍有望逐步回到前期低点甚至更低。

### 信用产品

#### 东海证券：调整提供跨年机会

在“新常态”格局下经济具备韧性支撑，央行启动降息对房地产及固定投资等内需拉动将更加立竿见影，经济维稳作用可得到进一步巩固。近期受资金面紧张及城投债价值重估影响，短期品种和信用产品调整幅度尤为突出，因此更具跨年交易性。对配置型投资需求而言，在央行全面宽松及经济趋稳受益情况下，可仍以短融及3年期中票等确定性品种为基本投向。

### 光大证券：存在反弹基础

当前市场已经具备反弹的基础。首先，当前信用债期限利差已压缩至历史较低水平，市场存在修复的技术性基础。其次，本轮新股正在接近尾声，年末财政存款投放也将改善当前的资金面状况。中低端品种是资金面改善驱动的债券反弹行情的主要受益标的。1-3年内中高等级产业债是关注重点，该类债券收益率已较高，存在较大的安全垫，是抢反弹重点关注品种。市场对城投可能过度悲观。城投基本面未变，政府尚无打破刚性兑付的勇气，在收益率补偿到位的前提下，资质一般的城投债仍具有配置价值。

### 可转债

#### 国信证券：存量减少且转且珍惜

2014年发行面值（考虑可交换债）总计341亿元，而转股面值总额累计超过550亿元，2014年净供给为负。从目前赎回条款触发进度来看，平安、徐工、中行、工行、中海等均开始累计强制赎回条款天数，平

安转债下周将触发赎回条款，其他转债有望明年触发强赎条款。从转股溢价率水平来看大量转债呈现负溢价率，东方、石化负溢价率较高，也将促进进一步的转股。预计2015年净供给仍为负值。转债存量规模持续减少，且转且珍惜。随着转债存量的净减少和权益市场持续的走强配置热情增强，由转债赎回导致的存量转债的替代效应和估值拉升值得关注。

### 民生证券：年前转债股性为主导

临近年末，资金压力将增大，但在央行呵护下，料不会出现钱荒”。作为债券配置大户的银行年前需求较弱，受股市持续上扬影响，基金券商等机构卖债买股情况较多，年前债市整体料以震荡为主，A股行情年前仍然看好，转债股性为主导。大盘蓝筹类股票业绩佳估值低，建议关注大盘蓝筹类转债，特别是金融类蓝筹转债——平安转债和民生转债，中小盘转债关注中海转债（航运景气度改善）、齐翔转债、长青转债、歌华转债。国金和国电转债将开始赎回，建议投资者获利了结。（葛春晖 整理）

# 中长债坚挺 牛市未走完

超预期，但剔除票据融资部分后真正进入实体经济的新增贷款并不多。信贷可能正在发力，但即使这样，考虑到信贷对经济支持的时滞效应，至少明年一季度债券市场是比较安全的。

从政策取向上看，11日结束的中央经济工作会议定调明年的经济工作主题为稳增长，强调“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度”。在当前规范地方政府融资行为，硬化财政预算约束的背景下，虽然管理层强调财政政策要有力度，但受限于赤字扩张限度，稳增长仍需货币政策的额外支持。加上例如“更加注重”等新表述使得市场对于宽松政策的预期基本取得一致。

目前看，实际利率仍有下调空间。虽然11月降息调低了名义利率，但在PPI跌幅扩大的影响下，实际利率还有下行空间。上周集中公布的11月经济数据显示经济增长形势仍旧不乐观，经济能否筑底企稳还需进一步观察。虽然11月信贷数据

率有继续上升的趋势。此外，这次降息还调高了存款上限浮动比例，加上存款保险制度加快落实、银行同业存单市场快速发展以及银行可转让大额存单即将推出，存款利率市场化加快推进可能也需要进一步降息来对冲其带来的利率上涨效应。

未来全面降准的可能性较小。在利率管制国家，单纯的价格型货币政策工具很难取得显著的效果，降准可能还是必要的。通过降准释放低成本资金，银行才可能真正有能力增加对实体经济的资金供给。

总体看，当前收益率已重返降息前水平，短端利率甚至处于历史相对高位，在疲弱经济基本面与宽松政策预期的推动下，未来债券收益率仍有下行空间。不过，收益率下行的过程可能不会一帆风顺，股市上涨、利率市场化等因素仍可能阶段性打压债市。保守地看，至少到明年一季度，债市依然有较多波段操作机会。

□浙商银行 吴楚男

上周资金面波动剧烈，但债券收益率曲线中长端表现坚挺，曲线进一步扁平化。此次资金面风波下，中长端收益率的坚挺显示了市场对于当前中长端利率水平的认可。未来债券收益率还有下行空间。

### 收益率曲线近乎“横躺”

近期现券收益率曲线进一步扁平化，尤其是部分关键期限金融债收益率出现了倒挂，曲线近似成为一条横躺着的直线，收益率曲线为何变得如此之平？一方面是短端利率由于中证登新规、资金面波动等因素影响而出现较大幅度上行，另一方面则是因为近期中长端利率意外表现坚挺。

上周集中公布的11月经济数据显示经济增长形势仍旧不乐观，经济能否筑底企稳还需进一步观察。虽然11月信贷数据

板块规模优势仍在，钢铁板块自备电优势依旧，公司整体经营风险较低。受主要产品价格下行影响，公司盈利能力有所下滑，债务负担有所上升，偿债指标有所弱化，且因土地并入使得无形资产大幅增长，公司存在一定的财务风险。

中债资信此次评定公司的主体信用等级为A，评级展望为稳定。在2013年11月主动评级中，中债资信曾给予西王集团BB+评级。（张勤峰）

# 中债资信上调西王集团评级

中债资信近期发布了对西王集团有限公司的跟踪评级报告，上调该公司主体信用等级至A。

报告指出，中债资信在跟踪期内对西王集团进行了现场访谈，并获取了与评级相关的经营及财务信息，前次公开评级时因沟通受限导致的无形资产大幅增长的原因、钢铁行业盈利高于行业平均水平、合并报表范围变动频繁和发展战略等因素了解不充分等情况得以明显改善。中债资信表示，跟踪期内，淀粉糖、玉米油和钢铁行业下游需求难有实质性好转。中债资信此次评定公司的主体信用等级为A，评级展望为稳定。在2013年11月主动评级中，中债资信曾给予西王集团BB+评级。（张勤峰）