

# 专项金融债难阻债牛

□本报记者 张勤峰

近期专项金融债的消息再度勾起了市场对宽财政的担忧。在短期利多释放后，这也成为近期债券市场持续调整的背后推手之一。市场人士指出，经济企稳回升是中长期内可能颠覆债券牛市的主要潜在风险，专项金融债项目从扩张信用进而托底经济的途径对债市有一定负面影响，但实施效果和持续性有待观察，暂时难以构成债券行情的实质威胁。

## 有一种风险叫专项金融债

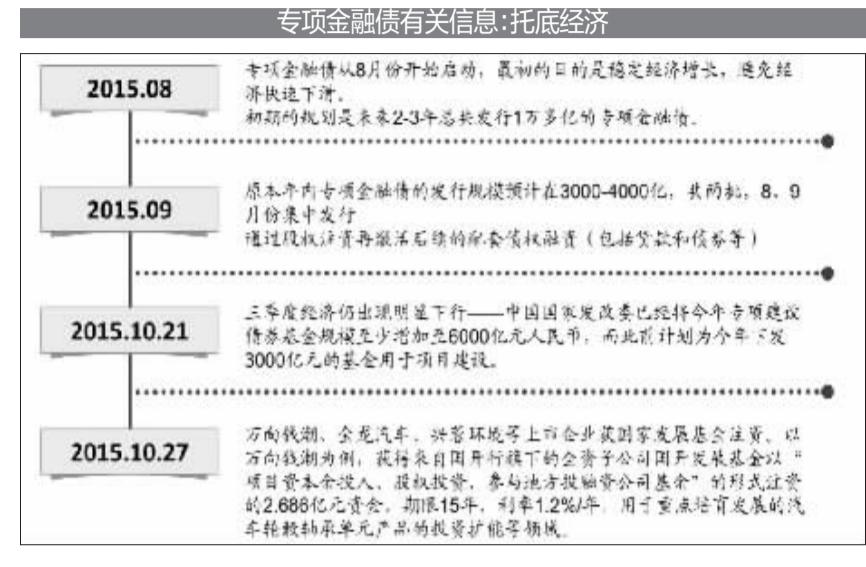
国庆节后，风风火火的债牛行情并没有淹没市场上理性的声音，伴随着债市收益率快速下行，围绕债市风险的讨论也在持续发酵，就连卖方研究机构所谓的“最坚定的看多者”也不乏“保留一分清醒”的呼声，流动性、风险偏好改善、信用风险、宽信用、宽财政、货币政策收紧、经济回升，潜在的牛市破坏者被一一罗列出来。有意思的是，尽管“经济回升”这个选项往往被排在末尾，归于当前风险最小的那类，但仔细观察，风险偏好、宽信用以及宽财政与经济基本面之间都有着紧密的联系，一般认为，风险偏好改善反映了市场对经济企稳回升的预期上升，宽信用与宽财政则被视为稳增长的重要环节。

事实上，虽然较长一段时间以来，经济回升的预期屡屡被证伪，但似乎市场从未放松对于经济基本面改善的警惕。因为在前述所有因素中，经济企稳回升是中长期内可能颠覆债券牛市的主要潜在风险。说到底，流动性亦或者风险偏好，影响的只是债市波动，决定趋势的还是经济增长、通胀这些基本面的因素，同时，在当前货币政策操作目标中，增长和就业显然处在优先的位置，经济弱，则政策难紧。有鉴于此，市场关注那些有助于

## ■观点链接

### 财通证券： 对债市供给冲击有限

专项建设债的运作方式，将起到如下效果：第一，通过财政贴息的方式，降低项目的融资成本；通过类股权资金投入的方式，满足项目的资本金要求，有利于带动固定资产投资，预计近期的银行贷款也将有所体现；第二，通过“点对点”的方式促进经济的结构调整，资金均投向政策支持的领域，有利于加快新产业的壮大；第三，对债市的供给冲击有限，一方面专项建设债由邮储银行定向购买，不构成对债券市场的供给冲击，另一方面专项建设债的发行规模具有一定弹性，即经济不好便多发，经济好起来便少发。相对而言，专项建设债对经济增长的积极作用更值得关注，后续是否会通过基本面渠道影响债市，还



资料来源：路透、彭博资讯、中金公司研究

或者可能反映了经济基本面改善的指标也就不难理解。7、8月以来，金融信贷数据持续改善，越发受到债市投资者的关注，与此同时，对于财政发力的担忧也挥之不去，在实体经济需求疲弱、融资需求低迷的情况下，扩大财政支出被视为支撑信用扩张的一个有效途径。

值得一提的是，在跟踪宽信用与宽财政进度的过程中，有一类特殊债券品种引起人们的注意——专项金融债（亦称专项建设债券）。近期金融数据改善，隐现专项金融债的助力；同时，专项金融债项目，亦被视为另类的宽财政手法。专项金融债在宽信用与宽财政中扮演的特殊角色，不由得让人将其视为可能撬动经济增长的一类潜在风险因素。

## 暂时难以构成实质威胁

今年7月底，专项建设债券首次进入人们的视野。根据已披露细节，此类专项金融债的发债主体是以国开行、农发行

等为主的政策性银行，期限为10年或更长，采用定向方式发行，中央财政将给予贴息。国开行、农发行利用专项建设债券筹集的资金，建立专项建设基金，主要采用股权投资方式投入，用于项目资本金投入、股权投资和参与地方投融资公司基金。据悉，原本年内专项金融债发行额度约3000-4000亿元，上个月传出消息称，发改委已将今年发行规模至少增加至6000亿元。10月底，万向钱潮、金龙汽车、兴蓉环境等上市公司相继发布公告，称获国家开发基金注资。

机构认为，专项金融债的推出，有助于疏通宽货币到宽信用的传导。南京银行指出，今年以来，央行多次降准，并配合PSL、MLF等工具投放资金，流动性整体较为充裕。然而银行信贷增长乏力，大量资金淤积在金融市场，宽货币到宽信用的传导并不顺畅。采用专项金融债形式直接将资金注入实体经济，提高货币传导效率。以上述公司为例，国开基金选

### 中金公司： 信贷扩张持续性待观察

专项金融债计划的初衷是托底经济，而不是拉动经济快速增长。经济仍有下行压力，则专项金融债的力度会增加，若经济企稳或者好转，则专项金融债的规模可能下调。由于专项金融债对接的项目普遍小而散，且融资主体仍是地方企业和平台，在地方企业和平台普遍杠杆率比较高的情况下，其加杠杆空间有限，对于银行参与这些项目而言，也会相对谨慎。由于专项金融债项目主要是政策性银行执行，即使有银团贷款，也是相对较少的银行参与其中；对于绝大部分银行而言，缺乏适宜和合理贷款投向仍是普遍现象，这也是为何金融机构普遍没有感受到贷款需求的改善。对于后续贷款增长的持续性，仍

值得观察的是，7月以来金融信贷数据有所改善，特别是9月信贷和社融增长超预期，信贷增量与结构均有改善。中金公司认为，近期信贷数据改善主要是受8月以来专项金融债项目的推动，因专项金融债对配套贷款有一定带动作用，如果专项金融债集中在8-10月份发行，则9月到11月贷款也会比较集中地体现出来。

直观地看，专项金融债促进资金进入实体，有助于托底经济增长，对债市显然不是利好。华创证券报告指出，经济企稳回升是中长期内债市基本面的风险点，若专项金融债的投资在后期确实促进了经济好转，对债券市场影响相对负面。不过，华创证券亦指出，这个过程仍需要观察。

中金公司则指出，长远来看，有效的政策发力仍需要中央政府加大债务杠杆，大幅提升赤字规模，将社会债务部分转移到中央政府身上，而不是将债务继续增加在企业和地方城投平台上。专项金融债的本质是财政出贴息，但真实的债务杠杆仍是落在企业和城投平台上，可持续性有待观察。同时，由于实体经济尤其是制造业企业的融资需求依然疲弱，金融机构不良暴露和行政纪律整肃导致信用扩张仍面临制约，保持宽松的货币环境，继续引导实际利率下行仍是稳增长的前提，从这个角度而言，债市牛市仍将延续。

### 需要观察。

### 中泰证券： 警惕分流与杠杆风险

后期更多上市公司或成为专项债的受益者，然而6000亿的增量规模已经确定且低利率与向储蓄银行的定向发行，保证这部分供给量短期不会产生挤出效应。中长期来看，风险之一是股市回暖带动对债市资金的分流。专项债资金的注入是对所选上市公司的利好，后期若数目逐渐增加，或加速资金流入股市，若货币政策无边际宽松，即使融资成本下行，长端仍有出现震荡可能。风险之二是目前杠杆是市场解决空闲资金与低收益不匹配的方法之一，成本的下移或会加剧债市收益的递减，是否会加剧目前已经高涨的债市杠杆，还有待市场的观察与检验。（张勤峰 整理）

# 不惧供给加速 地方债“价值洼地”渐显

□本报记者 王姣

11月以来，地方债发行明显加速，月内发行规模已逾1100亿元。从发行结果看，不同地区、不同券种、不同期限债券定价的差异化特征越来越明显。另据公开数据测算，本月上旬地方债计划发行规模预计不少于3829亿元，月内供给压力较重。不过市场人士认为，在机构缺资产和无风险利率下行趋势下，地方债定价趋于市场化，加之流动性改善带动利率下行，一些信用资质较高、收益率较高的地方债成为可能的“价值洼地”。

## 发行利率差异化

本周以来，包括广东省、河南省、山西省在内的地方债发行规模已达1152.91亿元。从已发行地方债来看，不同地区、不同券种、不同期限债券的中标利率分化明显，未来地方债发行利率市场化是大势所趋。

对比11月3日发行的河南省和山西省地方债，山西省整体发行利率显然偏低。

招标结果显示，此次河南省3至10年期地方债的中标利率依次为3.02%、3.17%、3.33%、3.33%，各期限均比招标区间下限高30BP。而山西省3至10年期一般债的中标利率依次为2.87%、3.07%、3.23%、3.23%，除3年期高于招标下限15BP外，其余期限分别高出招标下限20BP；山西5年期和10年期专项债券的中标利率则分别为2.97%、3.18%，较招标下限各高出10BP、15BP。

相比前日发行的广东省地方债，显然经济实力更强的广东省的地方债中标利率更低。如同为10年期地方政府一般债券，广东省、山西省和河南省的中标利率分别为3.12%、3.23%、3.33%，依次相差10BP；再以五年期地方政府一般债券为例，广东省、山西省和河南省的中标利率分别为2.96%、3.07%和3.17%，依次相差11BP、10BP。

“地方债的定价市场化程度提升，估值趋于合理。”兴业证券指出，从周度均值看，目前地方债发行利率约比同期限的国债高30-35BP。按照10月份10年期地方

债平均发行利率3.45%算，对于银行配置型机构，扣除税收和风险资本占用后，地方债获得的实际收益已经开始高于国债和国开债品种。

## 估值洼地有望修复

今年11月份地方债供给压力依然不可小觑。据11月3日晚公告，宁波市和厦门市皆定于11月10日招标发行一批地方债。其中宁波市计划招标发行93亿元地方债，全部为置换债。厦门市计划招标发行30.6914亿元地方债，部分为置换债，部分为新增债。

Wind数据显示，截至11月10日，计划采用公开招标发行的地方债共计约3829.3亿元。中金公司同时指出，截至月末地方政府债已发行2.9万亿元，其中已置换2.48万亿元；11、12月待发共9000亿元，估计11月地方债仍将集中发行。

不过分析人士认为，在资产稀缺的背景下，考虑到地方债定价趋于市场化、与国债相对利差有望缩窄、流动性趋于改善等因素，地方债“价值洼地”

### 值得关注。

兴业证券指出，首先，资产荒背景下，地方债偏高的收益率反而成为价值洼地。7月份以来，地方债的发行利率仅下行15-20BP，远低于国债、国开债的幅度。其次，大量资金追逐债券资产，这使得供给对债券市场的冲击显著下降，利率品快速下行后地方债的价值开始凸显。第三，地方债定价的市场化程度不断上升，利率被低估的局面已经明显改善，估值趋于合理。第四，地方债的成交量明显回升，流动性趋于改善，在当前需求较强的背景下，流动性溢价并不需要过分担忧。

国泰君安证券同时表示，目前存量地方债3.9万亿元，占市场比超过10%，已接近非国开金融债（4.2万亿元）体量，发行利率不断走高。随着发行扩容以及市场初具规模，现券交易日趋活跃，地方债流动性溢价边际改善，地方政府债的配置和交易价值正在提升，与国债相对利差有望缩窄，预计地方债利率未来下行空间至少有30BP。

# 现券持续调整 十年国债招标乏力

□本报记者 张勤峰

在现券市场持续调整背景下，4日财政部招标续发行的10年期固息国债中标利率略高于二级市场利率，显示市场对长债的谨慎情绪逐渐上升。

财政部昨日招标的是今年第二十三期记账式附息国债的续发债券，期限10年，计划发行280亿元，甲类成员可追加。中债网及交易员透露的信息显示，此次10

年期国债中标利率3.09%，边际利率3.15%，全场倍数1.91，边际倍数5.63，实际发行280亿元。

交易员指出，这是近一段时间，10年期国债发行利率首次出现高于二级市场利率的情况。据中债到期收益率曲线显示，目前银行间市场10年期固息国债收益率约为3.08%。另外，边际中标利率与全场加权中标利率的利差较大，边际投标倍数较高，显示机构博边际的倾

向较明显，侧面印证对短期市场的谨慎看法。

经历了近一个月的持续上涨后，10月底以来债券市场长期债券出现一定的调整。10年期国债收益率从前期最低的2.98%重返3.08%一线。市场人士指出，长债阶段涨幅大，目前期限利差窄，抑制长债收益率进一步下行，而金融信贷、PMI等数据显示经济有底部趋稳迹象，进一步刺激交易盘平仓了

结，引发长债收益率向上调整。短期内，长期利率债恐将维持一段弱势震荡走势。

另据财政部公告，其定于本月第一次续发行2015年记账式附息（十九期）国债（5年期），招标日为11月11日。该期限债券从2015年9月8日开始计息；票面利率3.14%；按年付息，每年9月8日（节假日顺延，下同）支付利息，2020年9月8日偿还本金并支付最后一次利息。

# 期债三连阴 短期料偏弱震荡

11月4日，国债期货市场放量续跌，五年期、十年期主力合约分别收跌0.17%、0.28%，双双走出“三连阴”。与此同时，伴随着股市的大涨，两大主力合约均出现减仓，同时十年期国债期货成交量再创历史最高纪录。市场人士指出，经济基本面企稳迹象、债券供应规模上升和股市回暖令债市短期承压，期债也延续了前期的调整态势。尽管债牛仍将持续，但市场可能会延续高位小幅震荡格局，建议投资者谨慎操作，轻仓为宜。

## 国债弱势依旧

本周三，国债期货所有合约再度全线收跌。五年期国债期货主力合约TF1512高开后震荡下行，午后开盘出现跳空后迅速回升又震荡下跌，最终收于99.625元，跌幅0.17%，成交量69731手，日减仓1700手至16595手。10年期主力合约T1512收报98.355元，跌幅0.28%，成交量高达24150手，再度刷新历史新高纪录，同时减仓530手至17185手。

瑞达期货指出，从量仓变化来看，昨日五年期和十年期国债主力合约均出现大规模减仓，股市的大涨使得债市投机热情稍减，国债现券的收益率也出现提升。

昨日10年期国债中标收益率3.0920%，高于此前3.07%的市场预测均值。二级市场上，近10年期的15附息国债16最新成交上涨5BP至3.14%；近10年期的15国开18率上涨4.5BP至3.4950%。

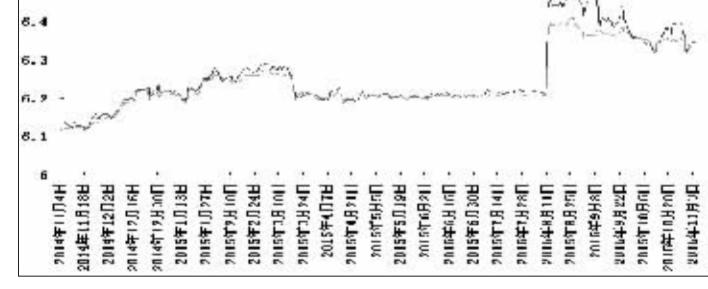
# 人民币汇率延续窄幅波动

在短期消息面真空、外围市场环境变化有限的背景下，周三（11月4日）人民币汇率延续了此前一个交易日窄幅震荡的运行特征，境内中间价、即期汇价及离岸CNH汇价均变化不大。

中国外汇交易中心周三公布，11月4日银行间外汇市场上人民币对美元汇率中间价为6.3343元，较本周二的6.3310元小幅走低33个基点，人民币汇率中间价由此连续第二个交易日温和走软。

同时，近10年期的15附息国债16最新成交上涨5BP至3.14%；近10年期的15国开18率上涨4.5BP至3.4950%。

## 美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



# 转债全线收红 表现弱于正股

本周三，沪深转债（含可交债）市场在A股大阳线的带动下全线上涨，存量个券悉数收红，不过多数涨幅明显小于正股。市场人士指出，转债估值依旧处于高位，预计反弹会继续消化估值，弹性不如正股。与此同时，近期交换债上市速度加快，投资者需密切关注交换债和转债的发行进度，若发行节奏加快，转债稀缺性减弱，届时转债估值将有明显压力。

继最近几天的盘整后，昨日A股市场迎来大幅反弹。截至昨日收盘，上证综指大涨142.94点或4.31%至3459.64点，深证成指大涨596.75点或5.29%至11884.9点；两市个股普涨格

局，约200只个股涨停，近270只个股涨幅超9%。

A股市场热情高涨，转债市场也一片火热，不过整体涨幅明显弱于正股。两只转债所对应的正股中，格力地产、歌尔声学的涨幅分别为6.15%、5.33%，与之对应的格力转债、歌尔转债分别上涨6.19%、3.97%；两只可交债14宝钢EB、15天集EB所对应的股票新华保险、天士力分别上涨10.01%、3.55%，债券自身仅分别上涨4.25%、1.65%。

海通证券指出，股债双牛预期仍存。但转债性价比仍不高。当前转债存量稀少和溢价率过高格局未变，性价比不高，可少量参与。（王姣）

# 农发债发行结果基本符合预期

农业发展银行11月4日（本周三）对2015年第五期（10年期）、第十二期（7年期）和第十九期（1年期）金融债进行了最新一次增发。发行结果显示，本次增发认购需求较为平稳，中标收益率基本符合市场预期。

具体来看，本次农发行招标的三期增发债均采用单一价格（荷兰式）招标方式，1年期品种中标收益率2.4999%，全场认购倍数3.51倍；7年期品种中标收益率3.5984%，认购倍数2.54倍；10年期固息债中标收益率3.6923%，认购倍数1.66倍。市场

人士表示，本次农发行三期增发债整体招标结果基本符合预期。