

三因素压制 高收益债攻势渐衰

□本报记者 葛春晖

中秋节过后，交易所高收益债未能延续节前持续上攻的火爆行情，连续两个交易日出现小幅调整。分析人士指出，交易所资金面偏紧、8月份经济数据预期倾向悲观以及前期上涨令收益率下行空间透支，共同导致节后高收益债上攻乏力。后市来看，市场风险偏好的提升有望继续对交易所高收益债形成支撑，但在当前收益率水平上，投机高收益债、博取波段收益的获利空间已经有限；同时，考虑到企业实际信用基本面没有显著改善，年内仍然不能放松对局部个体信用风险的警惕。

节前走牛 节后休整

在中秋节之前的一周多时间里，交易所高收益债表现可谓是风光无限。数据显示，从8月29日至9月5日的六个交易日里，最新到期收益率在7%以上的75只可交易公司债净价平均上涨1.23%，其中仅6只个券净价下跌，不少个券呈现六连阳走势。收益率走势方面，75只个券到期收益率平均下行36.5BP，其中12三维债、11中孚债、12墨龙01、12东锆债、09银基债、11新筑债、12建峰债等到期收益率超过9%的活跃个券收益率下行幅度均超过100BP。

综合中金公司、中信证券等机构观点来看，节前交易所高收益公司债走牛

的驱动因素主要有三个：其一，8月末至9月初交易所资金面快速好转，宽松程度好于预期；其二，近期各项再融资政策出台背景下，市场风险偏好显著提升，反映在资本市场上，则为A股、可转债和交易所信用债联袂上涨；其三，当前信用债市场整体供需关系良好，在高等级利差已经压无可压的背景下，强大的配置压力只能通过信用下沉进一步压缩评级利差。

然而，好花不常开，节后两个交易日，交易所高收益市场行情再次陷入低迷，75只公司债绝大多数连续两日净价下跌，收益率平均反弹超过15BP，12三维债等活跃个券收益率反弹超过20BP。分析人士指出，导致节后高收益债续涨乏力的原因，一是节后交易所资金面偏紧，9月10日隔夜、7天回购加权利率分别反弹至4.87%、4.25%；二是8月份经济数据即将于本周公布，由于披露的PMI指数出现下滑，市场预期倾向悲观，从而对风险偏好形成压制；三是在前期持续上涨过程中，高收益债的收益率下行空间遭到透支。

风险偏好提升 警惕个体风险

今年以来，交易所信用债特别是高收益率产品经过数轮上涨，不少个券净价已经创下年内新高，收益率站在年内低点水平。在此基础上，交易所高收益债行情的空间还有多大？

从信用基本面和风险偏好来看，交易所高收益债短期内出现显著回调的概率较为有限，配置价值犹存。中金公司指出，一方面，半年报显示企业内部现金流整体有一定改善；另一方面，近期房地产上市公司获得中票发行资格的消息将进一步推升房地产救市政策和再融资放松的预期，这些因素都有利于推动市场风险偏好进一步提升。

另外值得一提的是，近期信用债市场不断爆出信用事件，如13华珠债被曝付息违约等，信用风险事件依然是高收益债上空挥之不去的阴霾。中金公司指出，企业短期周转压力没有得到显著缓解，特别是个体分化明显，最差的部分企业流动性状况甚至可能仍在恶化；外部融资环境也存在较大的结构性问题，各渠道都存在“差企业想借不到”的情况。

四季度还有不少短期周转压力大的企业面临债券到期或付息，容易触发信用事件；综合而言，年内仍然不能放松对局部个体信用风险的警惕。

中秋节前后交易所部分高收益公司债表现

证券简称	节前六日 涨幅(%)	节后两日 涨幅(%)	8月28日到期 收益率(%)	9月5日到期 收益率(%)	9月10日到期 收益率(%)
12三维债	5.10	-0.83	11.73	10.08	10.37
11中孚债	6.11	-1.63	11.34	9.83	10.25
09银基债	1.24	-0.47	10.46	9.34	9.80
12墨龙01	2.44	-0.11	11.16	9.69	9.80
12东锆债	6.68	-1.21	11.08	9.47	9.78
11新筑债	2.52	-0.57	10.48	9.24	9.53
10银鸽债	0.95	-0.64	9.59	9.27	9.51
12建峰债	5.10	-1.50	10.31	9.12	9.49
11柳化债	3.06	-0.86	9.92	9.12	9.35
11星湖债	-1.31	0.00	8.71	9.32	9.33
11安钢02	0.91	-0.97	9.23	9.00	9.27
12景兴债	3.00	-0.37	9.63	8.91	9.01
11安钢01	1.09	-1.11	8.95	8.65	8.98
11综艺债	1.31	-0.40	9.41	8.69	8.92

国企债券信用风险可控

□国海证券 范小阳

在经济结构转型的阵痛期，信用事件往往会出现抬头的迹象，尽管之前多次信用风险事件都有惊无险地平稳度过，但是投资者教育越来越深入人心，投资者对刚性兑付的期待也有所下降。不过，国企债券作为债券市场的主流品种，信用风险较为可控，在加强资质甄别、提高信用风险意识的基础上，仍然可以作为重点关注的品种。

国企债券的违约风险总体是可控的。国企作为国有资产，破产需要行政审批，且国企一般来说规模较大，关乎地方就业和社会的稳定，债务违约必然是慎之又慎。管理层多次强调要防止发生区域性、系统性风险，而国企债券违约范围一旦扩

大，势必会影响整体金融的稳定，所以地方政府有很强的动力去保证国企债券的顺利兑付。在大部分的信用风险事件背后，我们都看到有地方政府积极协调的身影，在最终违约之前，政府也会通过债务重组等努力尽量降低其社会影响。

城投类债券的偿还来源与地方政府相关，较为有保障。作为特定历史背景下的产物，城投债在地方市政建设中发挥了重要作用，募集资金大多被用于民生工程，未来就算用财政偿还也并非不合理；而且地方政府债务风险已经进入了管理层的视线，年初就提出了“开明渠、堵暗道”的化解思路，在预算法修订中和国务院常务会议上又做了进一步的落实，一方面强化政府预算约束，对土地出让金和小

算收入。因此，从偿还能力看，地方债务风险总体可控，城投类债券的风险不大。

对于产业债来说，通过对分行业的工业企业利润进行梳理发现，大部分企业的资产较为扎实、经营情况仍然较为良好，为地方政府创造着持续的利税收入，债券发行利率明显低于同期限的城投类债券，市场对产业债普遍较为认可。

不过，经济转型使得产能过剩行业的企业压力较大，负面新闻也多次见诸报端，确实有一小部分产能过剩行业出现了经营状况的恶化，也很难在短时间内扭转颓势，这就需要我们在国企债券的投资过程中加强信用资质的甄别，提高对信用风险的敏感度。总体来说，国企债券信用风险仍然可控，不必担心爆发大面积风险事件。

需求增供给减 城投债行情有戏

□安信证券固定收益部 袁志辉

年初以来，各等级各期限城投债估值均已下行超过150bp，以主流品种5年期企业债为例，考虑到7元左右的资本利得以及5元左右的票息收入，即使不放杠杆累计收益也超过12元。与其他债券资产行情一波三折相比，城投债持续走强，与近年来理财产品的飞速扩张密不可分。

站在利率市场化的视角，近年来资产端利率市场化飞快发展，而负债端进展缓慢，不对称的利率市场化进程难免产生金融抑制，当然也可能带来资产定价不合理情形下的投资机会。在资产端，贷款、债券等资产已基本实现市场化定价，但城投债属于异类。作为地方投融资的载体，平台企业承担地方政府基建投资的融资功能，

实质上是享有政府隐性担保的伪企业法人。城投债在发行时，市场会要求一定的风险溢价，但在交易时，市场又认为城投债基本无信用风险，并利用城投债的制度红利进行跨监管套利，城投债提供源源不断的需求支撑，加之二级市场发行节奏放缓，城投债收益率因而被不断拉低。

目前理财的余额超过15万亿，居民储蓄的规模约40万亿，如果存款利率不放开，储蓄理财仍将持续，考虑到货币供应增速，理财余额仍有20~30万亿的扩张空间。理财对高收益资产的配置需求较大，而非标不断受到压制，将增加对城投债需求。

随着预算法修订，地方政府债务预算约束逐步强化，债务管理及融资方式、信息披露更透明、科学，城投债的偿债压力将降低，且作为地方政府隐性担保的非规范化融资工具，被市政债替代是大势所趋，该品种的稀缺性得到提升。长期

看，城投债将逐步退出历史舞台，短期内供给逐步缩量，全年净供给量很难超过1.5万亿，相对于银行理财的扩张速度仍偏低。

不同于一般商品的成本定价法，理财的预期收益率本质上由资产端收益率决定，只要资产收益率能覆盖掉全部成本，理财利率难以下行。理财高收益的优势短期将保持，那么理财规模仍将快速增长，对于城投债等高收益资产的需求缺口将扩大，对城投债收益率将继续产生下拉作用，除非资金大幅收紧，理财利率上行要求资产端收益率被迫上行，但由于当前期限错配的程度已大大降低，且货币政策仍中性偏松，这种冲击发生的概率及破坏力均较低。非对称的利率市场化对于金融资产价值造成的影响，可能仍会持续1~2年。(本文仅代表作者个人观点)

第一创业证券： 城投债依然较优

城投债相对会乐观许多。或许利差方面并不支持城投债收益率继续下行，但是在“城投国开化”的大背景下，其高收益的大幅上升，以及国际资本对中国经济的信心提升。风险偏好回升是流动性推动的结果，并不缘于信用资质的实质改善。从库存周期的趋势来看，全年经济在三季度达到高点，之后将是新一轮的衰退期。因此，短期内风险偏好较高，转债和信用债是较好的投资品种。中期内，风险偏好将回归理性，无风险利率进一步降低。之后，利率债，特别是金融债将有好的表现。

光大证券： 信用债以票息价值为主

由于刚性资产占比大幅下降，而理财利差空间大幅收窄，银行以规模换取收益的模式难以持续进行，而在后期或将更多地采用保本型理财产品参与存款竞争，理财收入增速下降成为必然。但是由于理财规模基数较高，因此增速下降带来的增量依然可观，这对信用债仍然构成强有力的支持。在规模增速下降的过程中，我们认为银行有较强动力进行负债端调整，理财预期收益率也将有所下降，但是由于短期资产如货币市场利率和银行存款利率的挤压，整体收益率的下降空间有限，这意味着信用债收益率的下降幅度或将不大，整体上依然是票息价值为主。

海通证券： 高收益莫追 低风险套息

经济下行压力加大对信用利差不利。近期高收益债受益股市资金充沛普涨，但缺乏基本面支撑，提醒投资者莫追。近期，基金子公司产品不断出现违约传闻，凸显社会信用风险仍大。今年非标领域信用事件不断，背后是经济下行与产业转型过程中不可避免的阵痛，建议投资者继续对信用风险保持警惕。总之，三季度经济重归下行是大概率事件，货币政策宽松的预期进一步增强，长期积累的信用风险不断释放，违约事件层出不穷，风险偏好短期上升来自于流动性预期，缺乏基本面支撑，追逐高收益债不是可持续策略，低风险组合套息更加稳定。(张勤峰 整理)

资金面先紧后松

基本靠政策性银行在支撑局面。到午后，陆续有大行融出，紧张状况随即逐步好转。收盘时，银行间各期限质押式回购加权平均利率几乎全线上涨。其中，隔夜利率上行约3BP至2.86%，7天利率上涨约7BP至3.23%。值得一提的是，21天回购利率因跨国庆因素影响，当天大幅上涨

因素冲击的能力有待强化，而月内公开市场到期资金有限，面对季末、长假等因素考验，央行或适时对公开市场操作力度和方向进行调整。

数据显示，本周公开市场共有200亿元到期资金，央行周二已回收150亿元，全周可能出现小幅资金净回笼。

三年国债中标利率略高于预期

财政部10日招标发行了今年第20期3年期记账式附息国债。招标结果显示，尽管本期国债认购倍数超过两倍，但偏高的中标利率仍显示市场对于利率债的需求延续偏弱格局。

据市场人士透露，本期国债中标利率为400%，略高于此前397%的市场预测均值；此外，边际中标利率为404%，投标倍数则为204倍。据中债到期收益率曲线显示，目前银行间市场3年期国债最新收益率在3.98%左右。市场

中间价两日暴涨近300点 人民币短期升势未尽

继前一日跳升百余点后，10日人民币对美元中间价再度上行近百点，两个交易日累计涨幅达到282基点。

据外汇交易中心公布，10日银行间外汇市场上人民币对美元汇率中间价为6.1425，较前日的6.1520上调95基点。此前一日，该中间价大涨187基点。

即期市场汇价方面，10日人民币对美元即期汇率同样迎来了小长假后连续第二个交易日的上涨，并再度刷新半年多的高位。当天人民币对美元即期汇率早盘高开1基点报6.1319，盘中最高至6.1283。截至收盘，人民币即期汇率收报6.1299，较前一日上涨71基点或0.12%。

农发行15日增发三期债券

农业发展银行10日公告，将于9月15日对该行今年第28期7年期、第41期5年期和第44期1年期固息金融债进行增发。本次增发的各期债券的发行上限均为60亿元，总额不超过180亿元。

本次增发将采用无价格上下限、有价格标位及相应数量规定的单一价格荷兰式招标。时间安排方面，各期债券招标时间均为9月15日；7年和5年期品种缴款日为9月21日。

手续费方面，本次增发的三期债券均无兑付手续费，7年期品种承揽费为0.15%，5年期品种承揽费为0.10%，1年期品种为0.05%。(王辉)

150亿铁道债今日招标

中国铁路总公司10日公告，将于9月11日在银行间市场招标发行的2014年第七期中国铁路建设债券，招标利率区间为4.50%~5.50%。

本期铁道债发行规模150亿元，为7年期固息品种，具体招标时间为11日上午10:00~11:00，分销日、缴款截至日和起息日均为9月12日。本期债券采用单一利率荷兰式招标，票面利率为公告

款日为9月18日，上市日为9月24日；1年期品种缴款日为9月17日，上市日为9月19日。此外，7年期、5年期和1年期债券的起息日依次为今年的4月3日、7月21日和9月2日。

手续费方面，本次增发的三期债券均无兑付手续费，7年期品种承揽费为0.15%，5年期品种承揽费为0.10%，1年期品种为0.05%。(王辉)

十银行今发同业存单

11日，同业存单计划发行量继续保持在百亿级。农行等10家银行10日公告，将于9月11日发行共13只同业存单，计划发行量合计104亿元。

相关公告显示，农行、建行、兴业、浦发、中信、齐鲁银行、微商银行、宁波银行等将于11日发行1只同业存单，计划发行量分别为5亿元、10亿元、15亿元、4亿元、10亿元、10亿元、10亿元、10亿元，青岛银行将发行2只同业存单，计划发行量合计

15亿元，平安将发行3只同业存单，计划发行量合计15亿元。

此前一日，工行等10家银行在银行间市场刚发行12只同业存单，发行量总计105亿元。

此外，温州瓯海农商行10日披露，该行今年同业存单发行额度为6亿元。据统计，目前已披露2014年度同业存单发行计划的银行共计60家，累计发行额约1.36万亿元。而截至9月10日，同业存单存量规模为2635.3亿元。(张勤峰)

联合资信： 关注淮南矿业孙公司重大事项

联合资信10日发布了关于对淮南矿业(集团)有限责任公司控股子公司皖江物流全资子公司淮矿现代物流公司重大事项的关注公告。

公告指出，淮南矿业于9月10日发布重大事项公告称：皖江物流9日晚间公告，其全资子公司淮矿现代物流公司于9月5日因无法足额支付到期债务，作为第一被告被中国民生银行上海分行起诉。截至9月5日，物流公司已在银行等金融机构的20多个账户已经全部冻结，冻结金额共计1.5亿元。此外，淮南矿业

同时公告称：皖江物流发现物流公司的应收款项存在重大坏账风险，物流公司预计将出现重大亏损。截至公告发布日，淮南矿业及皖江物流业务运营正常。

联合资信表示将持续关注淮南矿业及有关各方对上述事件进展的披露情况，动态分析上述事件对淮南矿业主体信用状况及存续期内债券可能带来的影响。

据悉，目前淮南矿业主体长期信用等级及各存续债券信用等级均由联合资信进行评级。(张勤峰)

中金公司15日发行10亿短融

中国国际金融有限公司10日发布公告称，定于9月15日招标发行该公司今年第六期短期融资券，期限90天，发行金额为10亿元。

本期短融固定利率，票面利率通过招标系统招标决定，采用单利按年付息，不及复利；招标日为9月