

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观，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只可交易公司债券净价均上涨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东铝债、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，好花不开常，节后两个交易日，交易所高收益市场行情再次陷入低迷，75只公司债券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，近期房地产上市企业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。

不过，对于高收益债交易性获利的空间，不少机构的观点则较为谨慎。中信证券认为，到期收益率7.5%左右、行权收益率9%左右，可视为交易所高收益债的收益率下限，在该收益率水平附近，套息杠杆的策略将明显优于买入高收益债。根据中信证券的测算，9月3日交易所高收益债上述两项收益率中枢已经达到

中秋节前后交易所部分高收益公司债表现					
证券简称	节前六日涨跌幅(%)	节后两日涨跌幅(%)	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东铝债	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银码债	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宝钢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宝钢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

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

金库等“暗道”严格管理，严格控制地方政府债务的规模；另一方面举债权限审慎放宽至省级政府，纳入预算管理，为政府融资开通了一条“明渠”。可以说，地方政府债务的风险正在有序化解。

根据审计署的地方政府债务审计结果，2015年约有1.86万亿的债务到期，考虑到2013年、2014年的债务滚动和当年的债务利息支出，2015年到期的地方政府债务也不会超过3万亿。假定其中20%通过借新还旧解决，剩余80%即2.4万亿需靠地方政府财力来偿还。2013年地方政府土地出让收入为4.8万亿，即使是2015年全年收入降至2013年半年的水平，也依然能够实现对到期债务本息的偿付，况且地方政府还有较为充实的一般预

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，城投债定价的市场化程度依旧偏低。与此同时，银行理财却以野蛮生长的姿态加速推动负债端利率市场化。

据中债登披露，2010年末时，我国银行理财规模不足4万亿，到2013年末增长至10万亿，到今年6月末已达到13万亿；今年上半年新增理财规模与2013年全年相当。相比存款，银行理财的收益率更高更市场化，为覆盖更高的资金成本，银行理财在进行资产配置时青睐高收益的产品，城投债则是很好的标的。

截至今年6月底，银行理财产品的资金配置于债券及货币市场、现金及银行存款、非标准化债权等三类资产的比重

为91.26%；由于同业存款利率偏低，非标监管受限，对债券的配置比例已超过35%。飞速扩张的理财资金，为城投债提供源源不断的需求支撑，加之一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，储蓄转理财仍将持续，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扭曲，可能还会持续1-2年。（本文仅代表作者个人观点）

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，但中标利率略高于市场预期。

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年期固息国债最新收益率为398%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51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

人士表示，除承销团有动力完成考核任务外，机构投标博边际的心态浓厚，导致认购倍数超过两倍，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。

此外，10日财政部再发布公告称，定于9月17日招标发行2014年记账式附息（二十一期）国债。本期国债为10年期固定利息债，利息按半年支付，竞争性招标总额280亿元，进行甲类成员追加投标。（王辉）

分析人士表示，在国际外汇

市场美元持续升值的背景下，中国经济基本面的最新变化正成为左右人民币汇率的主要因素。9日，中国海关公布的8月进出口数据显示，8月出口同比增长9.4%，进口同比下降2.4%，当月实现498.3亿美元的贸易顺差，改写了7月份刚刚创下的单月历史纪录。对此，市场人士普遍认为，虽然海外主要非美货币汇率近期持续表现弱势，但资本内流力量的不断增强，仍持续提振了投资者看多人民币汇率的信心。结合管理层近几个交易日不断高挂中间价的信号来看，人民币汇率当前的阶段性强势预计仍会保持较长时间。（王辉）

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

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

日前五日一年Shibor五日均值加上基本利差，基本利差区间为-0.50%-0.50%。按此计算，招标时的利率区间为4.50%-5.50%。

本期铁道债主承销商包括国泰君安证券、申银万国证券、中银国际证券、中信证券、国开证券和中信建投证券。本期债券由铁路建设基金提供担保。中诚信国际对发行人和债券评级均为AAA。（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、徽商银行、宁波银行各将于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，累计发行额度约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）有限责任公司控股上市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日因无足额资金支付到期债务，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15日，缴款日、起息日、债权债务登记日为9月16日，上市流通日为9月17日，2014年12月15日到期还本付息（遇节假日顺延）。本期短融不设担保，经中诚信国际综合评定，中金公司的主体信用等级为AAA，本期短融债项信用等级为A-1。

据Wind统计，截至9月10日，今年银行间债券市场累计发行（以发行起始日为准）证券公司短融券176只，合计金额2882亿元，远超过年同期的79只/2004亿元，反映出在创新业务快速发展背景下，券商融资需求日益高涨。（张勤峰）

□本报记者 张勤峰

10日，银行间市场资金面先紧后松，主要期限的回购利率出现不同程度的上涨。

据交易员反映，10日早盘资金面颇为紧张，愿意融出资金的大型机构较少，

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

约34BP至3.88%，已非常接近1个月回购利率水平（3.92%）。

交易员称，近期资金面总体平稳，且货币政策中性偏松，预计未来银行体系流动性出现剧烈波动的风险不大。但与此同时，从近两日资金利率波动上看，因银行体系超储率不高，资金面抵御负面

资金面先紧后松