

10年期国债利率创逾14个月新低 低通胀+弱经济 债牛底气十足

□本报记者 葛春晖

最新公布的9月份通胀数据创下逾四年半新低，中长期贷款占比下降则反映出实体经济需求依然疲弱。而在数据出台之前，央行下调正回购操作利率，再次彰显出管理层降低实体经济融资成本的决心。受数据和政策刺激，最近几日债券市场看多热情持续升温，收益率大幅下行。分析人士指出，未来低通胀与弱经济的基本面环境有望持续，切实降低融资成本依然任重道远，在此背景下，利率中长期下行空间再次被打开，债券市场牛市格局有望延续。

收益率再下一城

本周，股市还在等待通胀、货币、经济等重磅数据公布之际，央行货币政策率先抛出“红包”，周二下调14天正回购操作利率10BP至3.40%，一举启动了债券牛市的新一轮征程。当日10年期国债收益率急跌近10个基点，瞬间下滑至3.90%。

有分析观点指出，央行在宏观经济和金融数据公布之前就急于下调正回购利率，或许是因为9月份及三季度的数据不令人满意。而接下来的通胀和社会融资数据证明了这一点。周三统计局公布，我国9月份CPI同比上涨1.60%，创下2010年2月份以来的最低水平，且低于1.70%的市场预测均值。超低的通胀数据



引发了投资者关于货币政策进一步放松的猜想，债券市场承接周二涨势继续全面走牛，10年期国债收益率续降至3.82%。

周四，央行公布的金融信贷数据显示，9月末M2同比增长12.90%；当月新增人民币贷款8572亿元，较7403亿元的市场预测均值超出逾千亿元。受此影响，早盘继续走低的国债收益率一度略有反弹，但之后重新下行，10年期国债收益率最终再降1BP至3.81%。分析人士指出，虽然新增人民币贷款超出预期，但中长期贷款占比下降，反映实际融资需求仍有待观察，M2增速也尚未达到年初目标，显示未来货币政策仍有放松需求，继续对债

券市场有利。

利率下行趋势具备支撑

经过本周的急速下行，目前10年期国债收益率已创下去年8月8日以来的最低水平。站在当前位置，众多机构对于未来债券市场的方向仍倾向于乐观，认为无论是基本面还是政策面均对债市继续走牛构成支撑。

从基本面来看，低通胀+弱经济的组合有望延续。通胀方面，在9月CPI增幅创下逾四年半新低后，上海证券指出，未来我国面临的可能不仅仅是通胀压力下降，而很可能是通缩风险上升。经济方面，民生证券表示，预计9月份经济及工业数据整体将维持弱势，三季度GDP在7.2%-7.

3%左右，低于前两季度的7.4%、7.5%。

货币政策方面，随着疲弱的基本面组合进一步得到验证，机构普遍认为货币政策稳中偏松有望持续，且进一步加大宽松力度的概率也有所上升。申银万国证券指出，9月新增贷款和M2增速均略超预期，货币环境呈现出明显的环比宽松状态，显示在经济下行压力加大、通缩特征明显上升的背景下，货币宽松力度有所加大。该机构认为，有迹象表明新一轮稳增长正在升温，由于当前的宽松是结构性的，政策具备可持续性。

不过，在货币政策宽松手段的具体取向上，机构仍略有分歧。如国信证券认为，随着央行定向宽松举措的相机祭出，年内全面降息的可能性进一步降低，未来央行绕道定向支持棚改或定向降低按揭贷款利率都是货币端稳增长的主要路径。与此同时，市场上的降息预期仍有所升温。如申万表示，在投资收益率跟随经济增长率下行的周期中，数量宽松必须伴随价格宽松，才能有效引发融资需求，因此政策依然有必要启动降息，预计基准利率可能会择时下调25BP，以更直接更有效地降低社会融资成本。

综合各方观点而言，未来债券市场行情虽然仍会因经济数据小幅反复、资金面波动、政策节奏等出现短期震荡，“低通胀+弱经济”的基本面组合以及进一步宽松的货币政策方向，均对利率中长期下行趋势构成支撑，债券牛市依然底气十足。

114亿元国开行ABS 23日发行

公告显示，发起机构为国开行的“2014年第六期开元信贷资产证券化信托资产支持证券”将于10月23日招标发行，发行人为平安信托。

本期资产支持证券发行规模为114.43亿元，包括优先A-1档、优先A-2档、优先A-3档、优先B档和次级档分别为13.3亿元、38亿元、48.03亿元、8.12亿元、69.8亿元。其中，优先A-1档为固定利率，优先A-2档、优先A-3档和优先B档为浮动利率，次级档无票面利率。本期资产支持证券中优先A档、优先B档将以公开招标的方式发行，次级档将以招标的方式定向发行。公开招标采用单一利率/利差(荷兰式)方式。时间安排上，招标日为10月23日，缴款截止日为11月17日，信托设立日、起息日为11月18日。

今年以来，信贷资产证券化试点范围持续扩大。据Wind截至10月16日的统计，今年以来债券市场已累计发行各类资产支持证券超过2100亿元，远高于去年全年的271.70亿元。(张勤峰)

渤海银行21日 招标100亿金融债

渤海银行16日公告，定于10月21日招标发行该行2014年金融债券。本期债券计划发行100亿元，分为2年期固定利率和3年期固定利率两种品种，发行金额各50亿元。

本期债券采用固定利率方式，票面年利率将根据市场招标结果确定，发行利率通过招标系统向投标人进行单一利率荷兰式招标确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券招标日为10月21日，起息日和缴款日为10月22日。计息期限内每年的10月22日(遇节假日顺延)付息。

根据联合资信评估有限公司的评级结果，本期债券的信用等级为AAA，发行人的主体信用等级为AAA。

发行人指出，本期债券募集资金将用于风险较低、期限对应的优质资产项目，以及响应国家建设滨海新区战略需要，支持滨海新区建设等。(王辉)

国开行21日 招标五期金融债

国家开发银行16日公告，该行定于10月21日通过中国人民银行债券发行系统，对2014年第21期、第22期、第23期、第24期和第25期金融债进行增发。本次招标的五期国债依次为7年、10年、1年、5年和3年期固息品种，其中7年和10年品种发行金额均为40亿元，1年和5年品种各50亿元，3年品种60亿元，合计将发行240亿元。

本次增发的各期国债均采用单一价格(荷兰式)招标方式，各期国债缴款日均为10月27日，除1年期品种10月29日上市以外，其余品种均为10月31日上市。本次增发的各期国债均不设基本承销额，承揽费率1年期为0.3%，3年期为0.05%，5年和7年期为0.10%，10年期为0.15%。(王辉)

隔夜回购利率跌破2.5%

政策预期乐观 资金面不成问题

□本报记者 张勤峰

在市场资金面较为宽松的情况下，央行公开市场回笼力度仍保持温和。周四，央行再度开展200亿元14天公开市场正回购操作，本周回笼量恰好与到期量相当。借力宽松政策预期，当天短期货币市场利率继续走低，隔夜回购利率下探至近五个月低位。市场人士指出，偏松的政策信号强化市场对流动性保持适度宽松以及货币市场利率进一步下行的预期，资金面稳定性增强，下半月短期扰动难以引发剧烈波动。

中性对冲提振信心

央行周四再度开展200亿元14天公开市场正回购交易，操作利率持平在3.4%，未再进一步下调。本周二，央行也开展了200亿元14天正回购操作，中标利率由此前的4.5%调至4.4%。因本周公开市场到期资金量为400亿元，央行通过两次正回购操作恰好回笼了全部到期资金。

长假过后，资金面先后经历了月初

补交存准和本周初的大盘转债申购仍风平浪静，机构普遍反映大行供给充裕，流动性预期平稳。尤其是，央行周二再次下调正回购操作利率，顺应并巩固了货币市场利率下行的趋势，进一步增强了市场对后续银行体系流动性继续保持平稳局面的预期。周三，银行间货币市场利率全线走低。有交易员指出，尽管短期流动性充裕，央行仍未提高正回购交易量，公开市场回笼力度显得较为温和。受此影响，市场对未来的政策及流动性预期更为乐观，反映到市场上，即市场对长期资金的需求减弱，短期资金利率也进一步走低。

周四，银行间市场资金面继续呈现一派宽松景象，隔夜、7天质押式回购利率分别下跌4bp、3bp至2.48%、3.02%。其中，隔夜回购利率是今年5月21日以来首次跌至2.5%以下。

短期扰动无虞

往后看，本月下半月资金面将迎来一些短期扰动，但预计央行将适时微调流动性管理操作，资金面总体无虞。

按照以往经验，季度首月企业须申报上缴前一季度的所得税，税款清缴入库对资金面有规律性的扰动，体现为当月财政存款往往会出现大额增长，进而导致资金面季节性收紧。Wind数据显示，2011-2013年10月份新增财政存款分别达到4190亿元、4806亿元、6284亿元。市场预期本月新增财政存款应不会低于5000亿元。

此外，证监会15日核发了11家企业IPO批文，新一轮新股集中发行即将上演。从Wind统计的信息来看，这一轮新股申购集中于10月23日至27日。发行时间接近月底，与财税缴款、月末等因素形成重叠，仍可能对资金面造成一定的冲击。

市场人士指出，尽管下半月资金面可能遭遇短期扰动，但鉴于央行稳定货币市场流动性、引导货币市场利率下行的意图明显、届时央行公开市场操作可能相应做出微调，市场并不十分担心下半月流动性问题。

回购市场上机构对中长期限资金的

需求减弱，以及中长期Shibor利率持续下行即表明了这一点。总之，偏松政策环境决定了资金面难掀大浪。

复杂信用环境下应避开“软柿子”

□中债信用增进公司 赵巍华

近期信用市场有三类具有代表性的事件：一是以信托计划为代表的非标融资产品险情不断，银行信贷坏账率持续上升；二是公募债券市场刚性兑付仍在一定程度上得以维持，已经利息违约的超日债有望经过债务重组实现本息兑付；三是月初公布的国发43号文在继续收紧地方政府负债权限和债务管理的同时，也强调化解地方政府债务的风险。三类事件含义隽永，既凸显经济下行背景下信用市场的持续分化和信用风险的复杂性，又隐隐表明“防风险和促改革”方向正确但在实际操作时知易行难、需反反复复。

众所周知，在我国判断融资主体的信用，不能只看其经营和财务情况，还应该看显隐性的外部信用支持。在过去十余年中，以中央政府信用为核心的政府信用广泛扩散至不同的债务融资主体。但不同经济周期中捉摸不定的政府信用支持，使得融资主体信用变得扭曲和复杂化。在顺周期中，扩散的政府信用支持对促进各类融资主体的信用扩张作用巨大，而且这种支持往往不用拿出太多的真金白银。但在经济下行的逆周期中，随着财政收支压力加大、中央政府强调区分政府性债务和企业债务等因素影响，客观上地方政府对信用风险事件进行腾挪的空间收窄，而且逆周期的风险干预往往要拿出大量的真金白银。因此，在持续的经济逆风中，之前广泛扩散的政府信用支持可能不可避免趋于收缩，政府性债务仍将享受高度政府信用支持，国企次之，非上市的民营企业就少之又少。但为避免系统性和局部的信用融资环境显著恶化，政府又必然从功利化角度去干预那些可能对社会影响较大的信用风险事件，比如不少散户持有、公开性较好且持有人数都跨区域的公募债券。于是发生债务逾期、

重组等信用风险事件时，“捡软柿子捏”的现象颇为常见。

此外，43号文清晰地体现了促改革和防风险两种政策导向。在政府性债务管理方面促改革，就必须切断政府性债务和企业债务的关联，并有效隔离中央政府债务和地方政府债务，实现“中央的归中央，地方的归地方，市场的归市场”；另一方面要防风险，就必须既切实践行政府类债务和企业类债务的大规模信用违约风险。上述方向无疑是正确的，利于纠正过去地方政府分权扩大时出现的债务猛增乱象，只是在实际操作中要平衡两者多少有些知易行难。如果失去了中央政府的隐性信用支持，不仅存量的城投类政府性债务，就连地方政府债券的信用资质和还本付息能力都会下降，经济逆风下就可能发生大的信用风险。在单一制国家架构下，中央政府和地方政府之间的主体信用很难像欧美联邦制那样有完备的防火墙做隔离，中央政府必须控制地方政府债务不出现大的风险。基于这一点，目前市场也倾向于相信防风险为先，对城投债仍很热情。不过，中期看促改革的一面也不容忽视，中央对地方政府债务的救助门槛上升，地方新的政府性债务融资对财政收入的贡献会下降，地方政府对各类信用风险事件的干预能力将下降，信用风险环境有可能继续紧绷，只是信用风险事件在一段时期内仍大概率是“捡软柿子捏”。如何根据阶段性的形势变化，避开“软柿子”将是信用风险判断的一个重点。

美元回调 人民币逞强

在15日晚美元指数大幅下挫的背景下，16日人民币兑美元中间价、即期汇率双双刷新最近7个月的高位。

16日人民币兑美元汇率中间价设于6.1395，较前一日大幅上调60基点，并且是今年3月20日以来首次升破6.14关口。当天银行间外汇市场即期询价交易中，人民币兑美元早盘高开49基点报6.1210，盘中最高至6.1209，收盘报6.1231，较前一

本周新发同业存单料破七百亿

本周同业存单发行市场堪称火爆。公告显示，浦发等9家银行将于17日发行共15只同业存单，合计发行金额130亿元，本周同业存单发行量有望超过700亿元，较之前的单周历史最高纪录多出一倍左右。

公告显示，徽商银行、广东顺德农商行、德阳银行、厦门农商行、福建海峡银行将于17日各发行1只同业存单。同日，浙商、平安将各发行2只同业存单，浦发、兴业将各发行3只同

农发债中标利率全线低企

二级市场利率低出15基点左右。据中债到期收益率曲线显示，15日银行间1年期、2年期和3年期期票收益率分别为4.24%、4.34%和4.37%。

市场人士表示，近期14天正回购利率下调及9月通胀数据偏低，提振了市场的做多热情，现券收益率持续呈现快速下行走势，二级市场利率再度呈现出联动下行的多头格局。(王辉)

中诚信调升闽交运评级至AA+

中诚信国际日前发布公告称，决定调升福建省交通运输集团有限责任公司(以下简称“闽交运”)主体及相关债项信用等级。

中诚信国际指出，此次信用等级调整主要考虑到：闽交运港口业务地位突出、综合竞争实力很强和地方政府大力支持等因素对公司信用实力的有力支撑，同时，福建省政府此前发文表示将重点支持公司、厦门港务控股集团通过联营、入股、兼并等方式对省内其他码头资产进行重组，统筹建设经营全省公共码头。

基于此，中诚信国际决定将闽交运主体信用等级由AA调升为AA+，评级展望为稳定；相应调升公司存续期内的三只中期票据信用等级至AA+。(张勤峰)

中债资信

调整北方水泥评级为AA-

中债资信近期发布了对北方水泥有限公司(以下简称“北方水泥”)的跟踪信用评级。

中债资信指出，东北水泥需求有望保持稳定，短期内较好的竞争秩序对价格形成一定支撑。公司是该地区产能规模最大的水泥企业，石灰石自给率高，水泥产销规模不断扩大。未来短期将放缓联合重组，专注管理提升和降本增效，无重大资金支出需求。公司债务负担较重，偿债指标处于行业一般水平。未来随着经营战略调整，公司债务规模有望逐步降低。外部支持的增信作用将得到改善。

综上，中债资信认为公司经营风险很低，财务风险较低，股东支持具有较强的增信作用，评定公司的主体信用等级为AA-，评级展望为稳定。

在前次主动评级中，中债资信给予公司的主体信用等级为A+。中债资信表示，前次主动评级时因公开资料有限谨慎考虑了公司的信用风险。(张勤峰)

25亿券商短融21日招标

证监会公司、国泰君安证券、东吴证券16日分别公告称，各将于10月21日招标发行一期短期融资券。其中，证监会公司将发行今年第四期短融，期限90天，计划发行20亿元；国泰君安证券将发行今年第九期短融，期限90天，计划发行35亿元；东吴证券将发行今年第四期短融，期限91天，计划发行规模5亿元。

上述三期短融均为固定利率，发行利率将通过招标系统招标决定。时间安排方面，三期短

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年10月16日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.11%，较修正后的上期数据上升0.05%。

数据来源：金牛理财网