

PMI数据开启11月债市“开门红”

债市长牛步伐依旧稳健

□本报记者 王辉

在刚刚公布的10月官方制造业、非制造业PMI指标双双下滑的背景下,本周一债券市场再次强势上扬,迎来11月“开门红”。分析人士表示,尽管周一市场走强在一定程度上受到了“三类户”获准重新入市消息的提振,但经济基本面的疲弱与货币宽松刺激预期的持续,仍然是主导当前市场波动的关键因素。在10月份取得上佳表现后,债市长牛在11月的步伐仍将较为稳固。

弱经济继续支撑债市

在三季度GDP等宏观经济数据好于预期之后,最新公布的10月PMI指标却再现弱势。中国物流与采购联合会11月1日、3日相继公布的数据显示,10月份中国制造业采购经理指数(PMI)为50.8,较上月回落0.3点,创近5个月新低;10月中国非制造业PMI为53.8,比9月回落0.2个百分点,也创下近9个月的低点。对此,多家主流机构均认为,实体经济增长仍然没有出现实质性企稳,中期仍然面临较大隐忧,因而基本面对债市的支撑作用依然较强。

海通证券本周表示,官方PMI指标的回落,印证了10月宏观和中观数据依然低迷,目前经济能否企稳的关键症结仍在于房地产,而即使地产销量在四季度如果能企稳回升,那么地产投资反弹也要等到2015年2季度,预计今年四季度乃至明年上半年经济增速仍将低位。申银万国也认为,10月PMI数据显示经济扩张力度正在减弱,结合房地产市场对相关产业链影响的滞后来看,短期宏观

■债市策略汇

利率产品

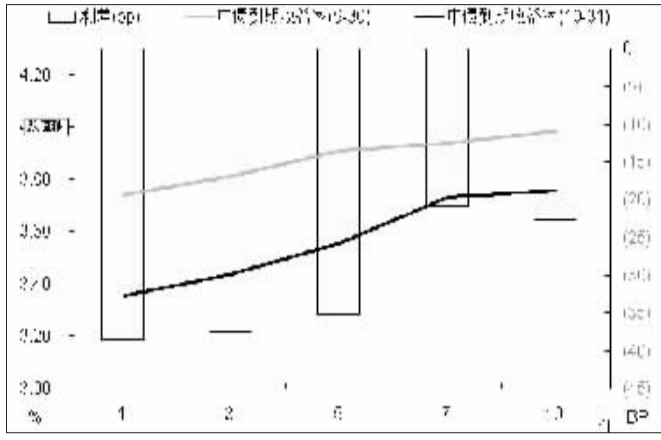
瑞银证券: 加大对国债的关注

10月后半月经济数据公布为利率市场带来短期盘整,过后收益率又进入一波快速下行,并且政策性银行债收益率下行幅度比国债更为明显,从而使得几个关键期限上两者间的利差已经全部低于历史均值。从利差隐含的税率水平来看,政策债已不具有相对投资价值优势。尽管国债供给大于政策性金融债,但在牛市或者收益率震荡、双向交易兴趣都存在的阶段,一级发行可以增加该券种的流动性,而在熊市时,供给压力才体现得更加突出。因此建议投资者当前可以开始加大对国债品种的波段交易机会的关注。当市场多头气氛增强时,预计国债品种将因其更好的流动性和相对价值,再度受到交易资金的青睐。

安信证券: 11月缺乏明显机会

长期而言,我们仍坚定看好债市。但短期而言,受制于第四季度经济先

10月份银行间国债期限结构变动



经济无忧,但明年年初经济增长仍将明显承压。

此外,中信证券进一步指出,从10月PMI指标的分项数据来看,中型企业下滑幅度最大,意味着中型企业得到的政策扶持最少,反映出当前实体经济自身内生增长动力仍然不容乐观,也意味着虽然短期经济下滑可能性小,但增长向好尚需时日。

中信证券表示,考虑到工业企业整体利润增长持续放缓、利息支出维持高位、库存去化远未完成,降低融资成本将继续成为央行较长时期的政策目标。

11月债市仍将“拾级而上”

回顾10月份,在央行相继出台下调正回购利率、针对股份制银行的SLF操作等定向宽松政策的背景下,债市收益率继续出现大幅下行。截至10月31日,1、3、5、7和10年期关键期限国债债收益

率分别在3.36%、3.44%、3.56%、3.73%和3.76%左右,较9月末下行21-38BP不等;关键期限国债债收益率分别在3.75%、3.97%、4.15%、4.31%和4.32%,较9月末下行34-52BP不等。

而尽管10月债市整体已录得较大涨幅,此间主流机构仍普遍认为,在实体经济中短期内延续阶段性弱势的背景下,定向宽松仍会继续发力,债市长牛脚步仍将持续。

对于11月的债市走向,海通证券指出,在目前经济下行风险未消除、通缩风险增大的情况下,货币政策唯有维持宽松、保持货币市场低利率、改善利率传导机制,才能确保高杠杆企业在逐步去杠杆过程中不发生大规模违约事件,才能推动房贷利率缓慢下行、刺激地产销售和地产投资,从而全面托底经济。整体而言,货币政策放松空间依然较大,未来央行或进一步下调正回

中金公司: 供给压力暂时无忧

目前债券发行相比贷款的融资成本优势比较确定。信用债供给反弹是近期需要密切关注的一个风险点,特别是考虑到成本下降影响的滞后性,未来是否有超预期增加还需要观察。不过,在基准利率不出现显著回调的情况下,单纯的供给提升导致信用利差显著扩大的风险不高。一方面,从历史上看,信用利差一般与基准利率走势是同向的,牛市中单纯的供给压力很少导致信用利差和信用债收益率的显著调整。另一方面,如果债券供给增加单纯源于对贷款的替代而不是整体融资需求的增强,银行表内贷款额度的释放可能也会回补为债券需求,因此整体信用债供需关系未必会明显失衡。

可转债

民生证券: 转债后续仍然看好

上周A股强势回升,转债均表现不俗。从基本面来看,短期经济仍然偏弱,央行货币政策近期持续加码,通过引导回购利率、SLF等方式维持宽松,

银行间1年和10年期国债收益率走势



购招标利率,11月债市牛陡行情有望继续展开。

中信证券也表示,在外生流动性低迷的情况下,未来较长时期内定向宽松政策还将维持。对于债券市场来说,经济疲软及温和的通胀水平使得市场面临的风险较小,宽松政策的跟进则将打开收益率进一步下行的空间。

此外,结合2014年全年经济增长目标,南京证券进一步指出,由于各地方政府三季度GDP增速普遍低于预期目标、年内最后两个月冲刺压力较大,加快基建投资将成为地方稳增长的关键,为了配合投资的加快,预计货币政策还将延续宽松基调。在具体宽松刺激的方式上,该机构表示,预计央行未来将采用诸如定向降准、降低正回购利率、将SLF规模和范围扩大等方式,以降融资成本、稳增长,因此未来较长时间内,投资者仍可安享债市盛宴。

四季度大盘预计先抑后扬,转债后续仍然看好。大盘转债关注平安转债和石化转债,中小盘转债关注齐翔转债(基本面良好、甲乙酮欧洲停产利好)、长青转债(未来三年利润增速25-30%水平,麦草畏二期、草铵膦等新品种有可能成为超预期的增量,公司将于年底进入转股期)、歌华转债(北京国企改革标的、传媒板块白马)。由于重工转债进入赎回期,从推荐组合中调出重工转债。

中信证券: 关注低价个券

经过连续上涨,转债加权到期收益率已跌至负值,短期内我们更加关注有具体催化剂和绝对价格较低的个券。在今年前五波上涨中,市场均出现短暂回调,这正是投资者的最佳入场机会。上周泰尔、华天和重工均发布赎回公告,转债供给端的减少有望助推转债估值提升。标的方面,主要推荐三种组合,进攻型组合:平安、国企、民生、齐翔、隧道、冠城、东方、齐峰;防守型组合:徐工、歌华、南山、中海、深机;国企改革概念组合:国电、同仁、隧道、徐工、深燃等。(张勤峰 整理)

月初资金面明显趋松

11月首个交易日,银行间货币市场资金面明显趋松,各期限资金利率多数下行,中期品种降幅尤其明显。市场人士表示,在经济下行压力犹存背景下,市场对货币政策进一步宽松普遍持有乐观预期,预计未来资金利率有望维持低位运行。

数据显示,11月3日银行间质押式回购市场上,主流隔夜回购加权平均利率收于2.57%,较上周五下跌1BP,标杆品种7天回购加权平均利率微升0.39BP至3.26%;中期期限品种中,14天回购加权平均利率下跌4BP至3.78%,21天品种大幅下降24BP至3.71%,二者再现倒挂局面;此外,一个月及以上期限品种涨跌互现,波动不大。

据交易员称,央行当日向公开市场一级交易商进行了正、逆回购和央票的惯常询量。据

WIND统计,本周(11月3日至9日)公开市场到期资金共400亿元,与此前三周到期持平。此前三周,央行连续开展平衡对冲操作,均实现全周零净投放/净回笼。东莞银行分析师认为,整体来看,由于央行当前更倾向于非公开的货币投放与价格引导,维持公开市场稳定预期成为其他操作的基础,预计本周央行公开市场操作仍将维持平衡操作。

分析人士指出,进入11月份,导致9月下旬资金面小幅趋紧的企业缴税、新股申购、月末考核等因素都已经消退,而央行在公开市场开展平衡操作之余,通过非公开市场投放的超过8000亿元资金仍留存于市场,因此预计本月资金价格继续走高动力不强,而且继续小幅向下的可能性较大,预计7天回购加权平均利率有望重回3%下方。(葛春晖)

增发农发债利率全线走低

11月3日,中国农业发展银行招标的三期固定金融债中标收益率全线大幅低于二级市场,短端品种尤其,显示市场对牛陡行情的预期浓厚。

农发行当日对该行今年第43期1年期、第45期5年期和第46期3年期固定金融债进行了增发行招标。据市场人士透露,农发行本次招标的1年期债券中标收益率为3.5352%,全场投标倍数为3.18;3年期债券中标收益率为3.9420%,全场倍数为2.965;5年期债券中标收益率为4.0763%,全场倍数3.2。三期农发债中标收益率均大幅低于二级市场,尤其是1年期品种较最新中债收益率低出近26基点。

据中债到期收益率曲线显示,10月31日银行间市场1年、3年和5年期非国开政策债收益率分别别报3.8038%、4.0458%、4.2154%。

交易员指出,跨月后,市场资金面恢复宽松,而且财政存款即将进入集中释放期,市场对后续流动性发展态势持乐观看法,有助于投资需求进一步释放。与此同时,新近披露的制造业PMI数据不及预期,货币政策宽松预期继续增强,而在收益率曲线极为平坦化背景下,市场关注重点转向短端,对牛陡行情的预期比较浓厚。体现在新债定价中,可看到近期一级市场中短端品种相对更受青睐。(张勤峰)

150亿元铁路建设债券今日招标

中国铁路总公司3日公告称,将于11月4日上午招标发行2014年第九期中国铁路建设债券。本期债券将是年内发行的最后一期铁路建设债券。

本期铁路建设债券期限10年,计划发行150亿元,采用固定利率方式,票面年利率将通过招标系统招标确定,招标利率区间为4.35%-5.35%。本期债券采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。日程安排方面,本期债券于11月4日招标,11月5日缴款截止并起息,存续

期内每年11月5日付息(遇节假日顺延,下同),2024年11月5日到期。本期债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际给予的主体和债项信用等级均为AAA。

在此之前,今年中铁总已发行八期铁路建设债券,面值总额合计1350亿元。据发改委年初批复,2014年中国铁路建设债券发行规模为1500亿元。这意味着,在本期债券发行完成之后,本年度中国铁路建设债券发行工作将就此收官。(张勤峰)

10月同业存单发行量再创新高

进入11月,同业存单扩容势头丝毫不减。根据中国货币网信息,11月4日将有建设银行等11家银行发行16只同业存单,发行额合计147亿元。而在10月份,同业存单发行量刚刚创下单月发行量历史新高。

在这16只同业存单中,建设银行、浦发银行、招商银行、海门农商行、齐商银行、宁波银行、长沙银行各发1只,金额分别为10亿元、15亿元、10亿元、5亿元、5亿元、13亿元、10亿元;浙商银行、上海银行、福建

海峡银行各发2只,各自合计金额分别为20亿元、20亿元、10亿元;兴业银行发行3只,合计29亿元。

8月份以来,银行同业存单发行出现井喷态势。据WIND统计,7月份同业存单发行量还不足500亿元,此后三个月连续超千亿元且频频刷新历史新高。10月份发行量达到1753亿元。另据统计,11月3日、4日,同业存单发行量就已达到239亿元,照此速度,11月再创新高亦可期待。(葛春晖)

渤海证券6日招标10亿短融券

渤海证券3日公告,定于11月6日招标发行其2014年度第四期短期融资券。

本期短融券计划发行10亿元,期限90天,固定利率,发行利率通过招标系统招标决定。招标日为11月6日,起息日、缴款日、债权登记日为11月7日,上市流通日为债权登记日次日(工作日,到期兑付日为2015年2月5日(遇节假日顺延)。本期短融券无担保。经

中诚信国际综合评定,发行人主体信用等级为AA级,本期债项信用等级为A-1级。

据Wind统计,今年以来由证券公司发行的短融券(不含本期债券)累计达到3395.50亿元,已远超去年全年的2905.90亿元;截至11月3日,证券公司短融券存量为964亿元,较去年同期的681.20亿元增加四成左右。(张勤峰)

大公调升云铜集团评级展望

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,对云南铜业(集团)有限公司2014年度第一期短期融资券信用等级维持A-1,主体信用等级维持AA+,评级展望调整为稳定。

大公表示,公司铜矿储量国内排名第三,铜精矿自给率较高,产品质量较高,拥有较为稳定的客户资源、畅通的国内营销网络和较高的品牌知名度。2013年,公司主要产品市场价格持续下跌,而且公司对部分严重亏损的子公司计提了大额资产减值损失,因此出现大幅亏

损。2014年1-6月,公司通过降本增效、严控成本费用、对主要产品实行套期保值等手段有效改善了亏损局面,同时投资收益信用等级维持A-1,主体信用等级维持AA+,评级展望调整为稳定。

大公认为,预计未来1-2年,公司将通过降本增效、严控成本费用等方式加强管理,主营业务盈利能力有望好转。此外,作为中国铝业旗下的核心铜企,未来公司在获取资源储备和资金支持方面将得到强有力的支持。总体来看,云铜集团偿还债务的能力很强,仍能够为2014年度第一期短期融资券提供很强的偿还保障。(葛春晖)

3年期续发国债 中标利率低于预期

□本报记者 张勤峰

在现券重拾升势的背景下,财政部3日招标的3年期续发国债,中标收益率低出市场预期均值约5个基点。

财政部3日上午对今年第二十三期3年期固定利率国债进行了第一次续发招标。经中债登披露,本期国债中标价格为102.2659元,发行参考收益率为3.3748%,低于此前3.39%-3.44%的市场预测利率区间的下限。此外,中债到期收益率曲线显示,银行间市场3年期国债最新收益率约为3.44%。另据交易员透露,本期国债边际中标收益率为3.4084%,全场投标倍数为1.93倍,属于年内记账式国债招标的中等偏上水平;首场投标结束后,本期国债追加发行1亿元,实际发行281亿元。

市场人士指出,由于对于未来的流动性预期乐观,当前机构的配置需求强烈;3年期国债期限适中,适合各类型机构,而且目前收益率水平略高于历史均值,具有一定配置价值,因而机构参与的意愿较高。另外,新近披露的10月制造业PMI数据不及预期,表明经济增长依旧疲软,刺激3日早盘现券收益率明显走低,也是一级市场向好的原因之一。

此外,财政部3日下午公告,定于本月14日续发2014年第二十四期记账式附息国债,该期国债期限7年,固定利率,此次计划发行280亿元,甲类成员可追加。

PPP模式带来债市五大猜想

□中信建投证券 黄文涛 杨晓磊

近期,“PPP”成为了债券市场上的一个热门词汇。优先开展“PPP”模式,被视为化解地方债务风险,为新一轮城镇化融资的重要手段,也是地方融资平台转型的重要方向。而随着“PPP”模式的推广,未来债券市场可能面临多层次变化。

PPP(Public-Private-Partnership)的通常模式,是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作,并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报;政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监督,以保证公共利益最大化。该模式主要解决两个问题:一是政府供应不足、缺乏资金;二是管理不足,管理成本比较高。政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则,使投资者有长期稳定收益,同时也缓解地方政府债务压力。目前,融资平台公司剥离了政府融资功能,全国8000多家融资平台公司面临转型压力,其中有一部分平台公司希望通过引入社会资本,将融资平台公司改造成一个股份投资公司,参与PPP项目。

我们认为,PPP模式的推广将给债券市场带来五大变化。

一是,PPP模式下,存量城投债稀缺性显现。虽然城投债分化逐步显现,

纳入预算内的城投债收益率存在进一步下行空间,未纳入预算的城投债保障性偏弱,但城投债是否纳入预算只是表象,影响城投债核心问题依然是地方政府综合实力。如果地方政府财力较好,即使未纳入预算,依然能及时兑付本息。我们依然认为城投债违约风险小于其他融资渠道,整体风险可控。在中央政府的号召下,地方政府正大力推广PPP模式,减轻地方财政未来举债压力,这将有利于地方政府处理存量债务。

二是,未来债券供给结构变化。2014年上半年,城投债供给出现小高峰,4月发行量达到2500亿元,但随着政府严控,城投债供给逐月缩减,至10月城投债发行量缩减至1187亿元。虽然老城投债逐渐退出历史舞台,但PPP模式下项目公司发行的企业债、资产证券化产品、类城投债也将逐步问世,弥补目前城投债发行量缩减至1187亿元。整体风险可控,这将改变整个信用债供给结构。

三是,资产证券化(ABS)将进入快车道发展期。由于PPP项目具有明确特许经营权转让,具有稳定的现金流及必要的政府补贴,这类项目适合做成资产证券化产品。截至2014年10月,国内发行的资产支持证券(ABS)总规模达到2000亿元,约是去年同期9倍。尽管如此,中国资产证券化率依然与美国差距甚远,美国资产证券化规模已超10万亿美元,约占

债券市场规模28%,占GDP60%;而我国资产证券化规模仅占债券市场1%,GDP0.5%。虽然资产证券化产品流动性较差、私募发行定位影响资产证券化的发展,但随着PPP模式大发展,预计资产证券化也会随着监管创新,这将有利于各类资管产品增持资产证券化产品。

四是,新型城投债或将面世。融资平台公司的一个重要转型渠道就是成为一个真正的运营管理机构,以PPP模式参与政府项目运作。至此融资平台发行债券将成为“新型城投债”。当然这类城投债没有地方政府显性背书,但由于PPP项目具有政府长期稳定补贴,有稳定现金流,并且从事的项目依然与地方政府基础设施建设相关,因此与一般企业债相比依然具有相对优势。

最后,理财、基金、资管产品对PPP模式下的债券产品需求旺盛。2015年,中国经济继续中轴下移,通缩风险较大,预计理财等资管产品报价也将缓慢下行。而今年6月以来,债券牛市持续,各券种收益率普遍下行,资产端难寻适宜品种。在此背景下,PPP模式的相关品种必将成为各类资金追逐的重点。今年以来,由于理财、基金、资管的合同限制,各家公司对PPP项目风控流程缺失,导致PPP项目非标产品遇阻,但各家机构都已意识到PPP模式下的重大投资机遇,正在加快完善内控体系,为明年PPP投资做好准备。