

## ■降息开启债牛新阶段(一)

在降息与否的争论声中,年初以来债券市场走出波澜壮阔的牛市行情。如今,降息靴子落地,市场分歧却并未就此消弭。但无论话题如何转变,市场争论的核心仍未脱离货币政策宽松的路径。今年货币政策调整和债市行情发展呈现的事实表明,货币政策放松的路径其实不重要,目标和结果才是关键,当前稳增长压力依旧,调结构任重道远,降成本还需努力,货币宽松仍在途中,债牛不会轻易结束,但降息的到来,确实可能意味着债市行情将进入新的阶段。

## 宽松不止 债市利好未出尽

□本报记者 张勤峰

降息“靴子”落地,债券市场如期上演疯狂的上涨,现券利率径直回到了年内最低点。不过,机构对债市短期上涨后的走势存在不小分歧,归根到底就是债券是否利多出尽。分析人士指出,在降成本、稳增长的目标面前,不要怀疑也无需纠结于政府的手段,无论采用何种手段,对债券都是利好。这次放松不会是最后一次,因此债市不存在“利好出尽”的风险。

## 降息落地 争论转向新话题

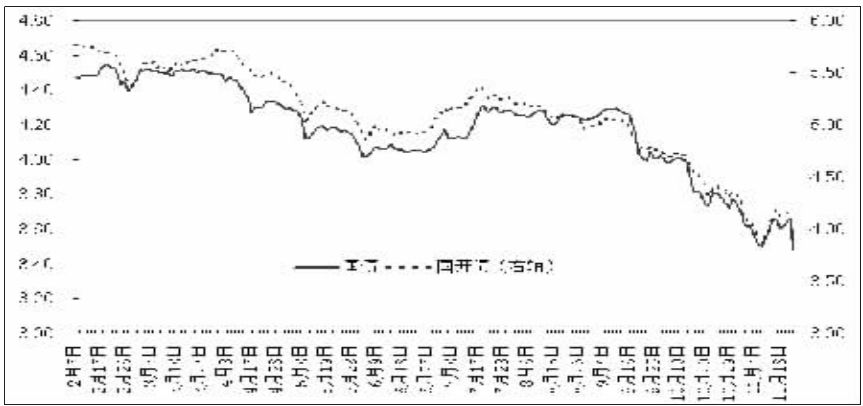
上周五,央行宣布全面下调各期限存贷款基准利率。有人感叹“该来的还是来了”,还有人惊讶“来的比预期更早些”,不管是“迟到的”还是“提前”的,降息对短期市场情绪的刺激是显而易见的。

24日,债券市场顺理成章地上演疯狂的上涨,现券成交利率径直回到了前期最低点。据中债到期收益率曲线显示,24日银行间市场代偿期十年的国债和国开债收益率分别下行17bp、27bp至3.48%、3.87%,改写或追平了今年以来的最低点。当天国债期货合约全线上涨超过0.7%,期价逼近历史高位。

此时此刻,面对降息靴子落地,市场对短期行情的看法达到了高度一致,但无法忽视的是,在对行情后续发展趋势的判断上,市场依然存在着分歧,甚至比之前还要大。

过去很长一段时间,市场纠结于央行会不会降息,或者说货币政策会不会全面放松,以至于纵然债券收益率不断

年初以来十年期国息国债和国开债利率走势



下行,市场上始终不乏看空的观点,而利率过快下行反而成为空方观点中行情透支的论据。随着央行下调基准利率,降息与否的争论将告一段落,但市场分歧并未就此消弭,看多、看空的人都能从降息消息中找到支持自己观点的东西,争论的焦点转向了降息周期是否开启、融资成本会否下行,等等,围绕货币政策宽松力度和路径的争论不过变换了话题,而落脚到债券行情的判断上,就是债券是否利多出尽这个问题。

从最新的研报来看,机构对债市短期上涨后的走势存在不小分歧。如光大证券认为,降息对债市不仅仅是情绪上的影响,因为基准利率的调整是一个标志性的动作,不轻易启动,启动了就不会轻易改变,后续配套政策的跟进会为债市开出一个持续向好的通道。国泰君安证券则表示,从技术上来讲,债市中期头部已经出

现,本次降息最多是使得收益率再次探底,未必会成为新一轮行情的催化剂,债券市场大概率呈现“一日游”行情,一步到位、透支涨幅的可能性比较大。

## 牛市未完 行情进入新阶段

应当看到,今年以来市场争论主要集中在货币政策放松的力度和路径上,对于放松的趋势则不存在太大分歧。市场人士指出,政策放松的力度和路径,对于判断债券利率向下的空间或节奏确有影响,市场上一些谨慎的观点并非没有道理。比如,债券9月份过后持续大涨,目前部分品种、期限的债券收益率已经反映了一到两次的降息预期,一次降息能够再产生多大的刺激有待观察;再如,央行官方口径坚持货币政策未见方向性变化,降息是否等同于全面放松、降息周期是否开启仍值得考虑;此外,降息

## 银河证券:信用债上涨空间不大

鉴于降息对银行负债端成本下降影响不明显,信用债收益率下行空间不大。我们从10月底一直认为,资金利率有进一步下行的空间但是空间已经不大,即使央行不对称降息,资金面在四季度仍将维持稳中偏松格局,资金利率不会有大幅下行,因而仍维持前述判断。在资金面稳定的大背景下,信用债维持杠杆息差策略。另外,由于贷款利率引导下行,对于房地产等行业或许带来一定利好,数据改善会增加债券市场尤其是长期利率的不确定性,因此建议中等久期。

## 可转债

## 民生证券:股债双牛仍可持续

无风险利率下降利好股市、房地产和债市,预计下一次降准降息不会太远,股债双牛仍然可以持续。大盘转债关注金融类大盘蓝筹转债-平安转债和民生转债,中小盘转债关注国金转债(业绩较好,沪

是,非对称降息对资产端刺激大于负债端,最终很可能是债券利率和实体经济融资利率的“此消彼长”,带利率债可能先涨后跌;二是,基本面上,发改委再批千亿元项目,10月以来审批项目近8500亿元,经济底部回升的利率因素在积累;三是,信贷比放宽、降息和加速资产证券化等放松政策,将引导资金从宽货币转向宽松信用;四是,降息导致广义风险资产上涨更快,导致资金流出债市。

## 信用产品

## 光大证券:关注高负债类产业债

房地产销量对资金利率敏感性较高,降息对房地产行业构成利好。地产类债券行业利差较高,在行业景气度改善的条件下,信用利差存在压缩基础。另外,降息也能降低企业财务成本,负债率较高的钢铁、水泥和煤炭等行业的盈利水平均存在小幅改善的基础。建议投资者适当关注地产、钢铁和水泥类债券。

## 3%是十年国债坚实的底

□安信证券固定收益部 袁志辉

在央行宣布非对称降息后,本周一债市不出意料地出现大涨,收益率已回到前期最低点。在绝对收益率偏低、期限利差极度平坦、信用利差较窄的背景下,货币政策继续宽松的空间以及路径,对后期债市走向可能产生迥异的影响。

回顾过去一两年来央行的货币政策操作实践,可以发现它的滑稽和无奈。2011-2012年前后,随着2008年疯狂刺激投资形成的产能达到顶峰,整个经济体的产能过剩程度、债务压力都已到达一个中周期的高位。很快迎来了政府换届,改革提上日程,去产能、去杠杆成为趋势,货币政策自然要做出回应。很遗憾的是,央行“无厘头”地采用紧缩政策来倒逼市场主体完成去杠杆的过程,其结果便是去年的

“钱荒”以及此后延续半年之久的利率反弹。然后央行发现杠杆居然不降反升,可是利率已经拉上去了,债务和杠杆是一体两面的,央行回味过来后即开启了宽松的征程。

无奈的是,今年以来放松的货币被囤积在了银行间市场,债券利率、拆借回购利率均出现了200基点左右的降幅,但是占融资比重超过70%的信贷资产利率却居高不下。如果再考虑到监管层对银行表外活动的挤压,实体经济融资难融资贵几乎没有缓解,货币政策呈现“宽货币紧信用”的状态。

社会融资余额增速从去年持续下跌到今年10月份的14.2%,加权融资成本仍接近6%,于是央行开始着力解决信贷利率偏高的问题。随着央行将政策重心从宽货币向宽信用转移,以提高广义信贷增

速,同时降低其利率,后面自然就有了房贷窗口指导、降息、存贷比改革等举措,这种趋势将持续展开,直到社会融资余额增速拐头向上(按照7%的GDP底线,增速需到16%以上),以及贷款利率回落并将加权融资成本拉低至5.5%以下(目前非金融上市公司加权ROIC不到5.6%)。

可是问题很快就来了,央行降息新政刚出,南京银行、宁波银行等便将存款利率上浮20%到顶。贷款方面,由于早已完全市场化,降低贷款基准利率进而降低贷款利率的传导显然是受阻的。从对流动性的宽松和对实体经济刺激效果来看,量远比价重要,对应于货币政策操作来看,直接释放流动性比下调名义利率要好得多。回购等货币市场利率的调整已被证明对融资成本意义不大,央行宽信贷操作终将走向总量层面的放松。

## 交易所趋紧 银行间松动 资金面呈现结构性紧张

□本报记者 葛春晖

本周一,新一轮A股IPO进入实质发行阶段,有七只新股集中进行网上申购。受此影响,交易所市场资金面的紧张态势继续加重。但受益于央行上周以来多管齐下的量价宽松措施,银行间资金面已率先出现好转迹象。

从交易所市场看,周一上交所隔夜回购

利率高开高走,午后最高摸至38.60%,创下8月29日以来的最高水平;全天加权平均利率报26.68%,较上周五的7.29%大涨1939BP。7天品种加权平均利率收报10.76%,较上周五上涨263BP。受短端利率大涨带动,1个月以

内的回购利率均明显上行。银行间市场方面,各期限回购利率全线下行,其中,主流隔夜质押式回购加权平均利率下行9BP至2.60%,7天回购利率

下降15BP至3.51%,期限稍长的14天品种更是大降64BP。

上周,受新股发行在即、缴准口径扩大传闻等影响,货币市场流动性持续趋紧。为此,央行及时注水以安抚市场情绪,手段包括公开市场时隔五周重回净投放、开展SLO操作、启动国库现金定存招标以及通过微博喊话等等。此外,在国务院再次强调缓解融资贵问题之后,央行上周五

后内外利差收窄可能引发资金外流,降息可能提升市场对经济回升的信心,从而可能对债券市场产生不利的影响。

但要知道,政策放松的力度和路径是极为复杂的变量,很难进行准确分析,对于政策调控目标和结果的把握则要容易得多,而目标和结果往往才是关键,因为它们最终决定了货币政策放松的力度和路径。今年货币政策调整和债市行情发展呈现的事实已证明了这一点。分析人士指出,当前政策调控的目标主要是降成本,而降成本归根到底又是稳经济,因为本届政府将中小企业的发展视为推动经济长期增长和升级转型的重要力量。而从结果上看,当前经济下行风险依然较大,至少未看到明显的拐头向上的信号;实体经济融资成本仍高,单次降息的实际效果仍有待观察,因此从趋势上看,货币政策宽松不会结束,债券市场对未来货币政策放松仍会有预期,不存在“利好出尽”的风险。

正如申银万国证券报告所言,在降成本的目标面前,不要怀疑也无需纠结于政府的手段,因为无论政府采用何种手段降低融资成本,对债券都是利好。从某种程度上说,央行是否降息,未来还会不会降息并不是很重要。申银万国认为,在新常态下,经济难企稳,不轻言利多出尽。

分析人士指出,在继续看好债券后市的同时,也不能忽视债券估值在结构上、品种上呈现的差异,以及降息对银行资产负债、对市场情绪等因素的影响,未来债市在曲线形态、板块轮动等方面可能出现新变化,行情将进入新的阶段。

港通利好),中海转债(航运景气度改善)、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,新品种有可能成为超预期的增量,12月29日进入转股期)、歌华转债(北京国企改革标的、传媒板块白马)等。

## 中信证券:降息从三层影响转债

首先,我们长期看好银行转债。净息差的缩小短期内对银行利润产生负面影响,但从长期看,大型国有银行已走向转型和金融革新阶段。若本周在市场情绪的带动下银行转债大幅走低,不失为一次绝佳入场时机;其次,降息利好房地产产业链相关的、房地产行业的中冠转债、家装饰材的齐峰转债均值得关注;第三,降息对高资产负债率企业利好较多,相关标的如海运、中海、东方、国电等。整体来看,降息的利好将会长时间推动权益类市场走高,经济回暖也有望加速到来,同时,政策利好等动作依旧未停息,例如传媒企业合并起航,核电项目审批在即。本周有望成为近期投资者入场的极好时机。(葛春晖 整理)

当前商业银行法定存款准备金率世所罕见,存放在央行却只能拿到1.62%的低利率,严重抑制了其信贷创造能力。预计央行下一步将会降准以提高货币乘数,降低银行负债成本、增强信贷供给能力,宽信贷的政策效应应将逐步显现。

总体看,央行货币政策依然有宽松的空间,但路径选择将从宽货币向宽信用转向,而这会分流银行间市场资金。商业银行资产配置从债券、货币转移到表内表外的信贷是有很大空间的,2013年下半年的债券大熊市见证了这种行为的威力。所幸的是,此时的政策宽松程度非彼时能比,债市在货币快速宽松初期仍处牛市,可是收益率下行空间却未必很大,毕竟2009年超级宽松期10年国债估值底也只有2.7%,且持续时间不到1周,3%是个坚实的底。(本文仅代表作者个人观点)

超预期下调存贷款基准利率,进一步昭示降利率的决心。

分析人士指出,未来两日“打新”可能继续对货币市场,特别是交易所市场形成扰动,但在央行多管齐下,量价齐松之后,银行间市场资金供需情况已经开始好转,随着本轮新股申购影响逐渐消退,交易所市场有望追随银行间脚步,逐渐回归稳中偏松格局。

## 人民币即期价创两个月新低

受中国央行降息影响,24日人民币兑美元汇率中间价、即期价双双走低。其中,即期汇率收盘价自9月30日以来首次跌破6.14关口,创下近两个月以来的最低水平。

24日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.1420,较上一交易日下行33基点。中国央行21日宣布下调人民币存贷款基准利率之后,国际外汇市场对于美国以外经济体继续宽松的预期升温,美元指数当天大涨0.70%,再次刷新逾四年高点。

24日即期外汇市场上,人

民币兑美元即期汇价低开低走,尾市加速下滑,最终收报于6.1417,较上一交易日收盘价跌168基点或0.27%,创下该即期汇价自9月30日以来的单日最大跌幅。交易员表示,月末购汇需求通常偏多,而央行降息进一步刺激购汇需求,从而对人民币短期走势形成压制。

分析人士指出,中美两国基本面和货币政策差异,使得境内外利差面临收窄,从而减弱了人民币的升值压力;不过,从中间价总体稳定、波动幅度较小来看,未来一段时期人民币汇率保持相对稳定的概率较大。(葛春晖)

## 非银金融带头 转债市场普涨

在央行意外降息的刺激下,本周一沪深转债市场继续呈现普涨格局,涨幅有所扩大。

数据显示,周一中证转债指数收于335.52点,较上周五上涨5.56点或1.69%,上周四、周五的涨幅依次为1.28%、1.55%。个券表现方面,两市正常交易的30只转债中有26只上涨,仅4只下跌。其中,受降息正面影响较大的非银行金融、房地产行业表现抢眼。如国金转债、冠城转债分别大涨5.96%、4.68%,居两市涨幅前两位;平安转债上涨3.66%,居涨幅第四位;此外,徐工、南山、重工、中

海、东方、国电等个券涨幅均超过2%。相比之下,银行类个券走势较为低迷,其中,工行转债下跌0.17%,民生、中行转债涨幅均未超过1%。

分析人士指出,本次降息将从三方面利好A股市场:一是资金成本下降,资金风险偏好上升,权益资产吸引力提升;二是经济基本面预期企稳;三是海外资金可能积极介入基本面未来改善的行业和板块。在此背景下,未来转债牛市依然可期,个券选择方面,蓝筹转债依旧是重点,国企改革、核电等题材个券也值得继续关注。(葛春晖)

## 信用债定价估值全线下行

24日,中国银行间市场交易商协会发布的非金融企业债务融资工具定价估值显示,最新各期限信用债估值继续全线走低。

与上期(11月21日)估值相比,本期各期限各等级信用债估值下行7-10bp不等。分期限看,5至10年期品种领跌,整体降幅均接近10bp。另外,1年和3年期品种平均下行近9bp,15年、20年、30年等超长期限的品种降幅稍逊,但普遍不低于7bp。

在现券向暖的背景下,近期

## 国开行取消增发1年期金融债

国家开发银行24日公告调整11月25日的金融债券发行方案,取消增发2014年第23期1年期固定利率金融债券50亿元。

国开行20日原定于25日对其2014年第23、25、27、28、29期金融债进行增发行招标,分别为1年、3年、5年、7年和10年期固息品种,发行量均不超过50亿元,原定发行总额不超过250亿元。此次调整后,除1年期品种取消发行外,其他发行要素不变。

## 瑞丰银行27日招标小微金融债

浙江绍兴瑞丰农村商业银行24日公告,定于11月27日招标发行其2014年第一期小型微型企业贷款专项金融债券。本次发行的联席主承销商由中信建投证券和中信银行担任。本期债券计划发行总额不超过15亿元,为3年期固息债券,票面利率将根据市场招标结果确定,单利按年计息。时间安排上,招标日为11月27日,发行期限从11月27日至12月1日,

缴款日、起息日为12月1日,兑付日为2017年12月1日(前述日期如遇法定节假日或休息日,则兑付顺延至下一个工作日,顺延期间本金不另计息)。本期债券每年付息一次,于兑付日一次性兑付本金。据联合资信评定,发行人主体信用等级为AA-,本期债券信用等级为AA-。本期债券募集资金将全部用于发放小型微型企业贷款。(葛春晖)

## 同业存单供给暂时受抑

公告显示,浦发银行等三家银行将于25日共发行3只同业存单,计划发行额合计20亿元。

相关信息显示,浦发银行、上海银行、西安银行将于25日各发行1只同业存单,期限分别为6个月、3个月、3个月,计划发行量分别为5亿元、5亿元、10亿元。这3只同业存单将采用报价发行的方式,发行参考利率分别4.2499%、4.1897%、4.2000%。

上周以来,由于市场资金面

吃紧,同业存单发行有所减少,个别同业存单发行未能招满。不过,由于同业负债的重要性不断上升,同业存单供给端的热情在短暂受抑后仍会继续释放。

据Wind数据统计,今年以来银行间市场已发行同业存单757只,发行总额超过7200亿元。另据统计,今年以来已有逾80家商业银行、政策性银行披露同业存单发行计划,计划发行总额约为1.4万亿元。(张勤峰)



注:2014年11月24日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.00%,较修正后的上期数据上行4BP。数据来源:金牛理财网