

■降息开启债牛新阶段(三)

风险偏好提升 信用债或后来居上

□本报记者 王辉

受上周末央行降息的刺激，本周债券市场收益率整体出现较大幅度的下行。虽然信用债受短期资金面偏紧及信用利差偏低等因素影响，涨势并不十分突出，但分析人士指出，本次不对称降息之后，银行存款资金成本下降幅度不大而贷款利率调低特征更为明显，加上未来实体经济在强刺激政策的推动下有望逐步企稳，从未来更长时间来看，信用债收益率下行空间或高于利率债。

信用债表现低于预期

在央行祭出降息利器后，本周以来债市收益率出现较大幅度下行，但信用债市场整体反应要弱于此前市场预期。从收益率曲线来看，周一各期限信用债收益率下行幅度多在10bp左右。周二，利率市场转向震荡，信用市场则表现更弱，收益率出现一定的上行。其中，中高等级短融收益率普遍回升5到10bp，城投债收益率也出现小幅反弹。此外，交易商协会周三公布的信用债定价显示，各期



限信用债估值虽较周一全线下降，但降幅从周一的10bp左右缩窄至1到4bp。

中信证券分析认为，一方面，信用债相对利率债流动性偏弱，配置机构买盘释放较缓；另一方面，临近年末，部分到期基金账户以及部分需要实现利润的自营盘的获利了结情绪上升，也使得信用市场面临较大抛盘压力。此外，有市场人

士认为，短期新股集中发行导致资金面偏紧，信用债杠杆投资首当其冲，也在一定程度上制约了信用市场短期表现。

收益率下行或更具优势

尽管近期信用债表现稍显逊色，但机构对信用债后市表现总体仍持较为乐观的态度。

中金公司认为，本次降息后，银行存款资金成本变化不大甚至会略有上升，而贷款利率下降幅度更大，这将直接倒逼信用利差进一步压缩。此外，随着货币宽松力度加大带动市场风险偏好继续提高，中长期风险资产表现也会好于无风险资产，信用债将比利率债受益更多。

华泰证券最新报告也指出，非对称降息并未明显降低商业银行的存款资金成本，但直接压缩了银行的利差水平，或将迫使银行再度加大风险头寸，信用利差将被迫缩小。与此同时，降息政策的开启也令未来基本面改善的概率在增加，这将使得平台债和地产相关债券的系统性风险降低，市场原本认为的风险偏好下降也将有望修正，从而有利于信用债市场长期表现。

结合未来实体经济有望在宽松政策环境中逐步筑底企稳的预期，市场对于信用债的风险偏好有望继续提升。如果企业信用基本面逐步迎来改善，则不同等级的信用债的信用利差也希望继续收窄。整体而言，相对于利率债品种，未来较长时间内信用债市场或更具“后发优势”。

人民币中间价创八个月新高

26日，人民币兑美元汇率中间价连续第二个交易日上涨，创下逾八个月新高。市场人士表示，中间价保持稳中偏强走势，有利于稳定人民币预期，从而平抑降息给即期外汇市场造成的短期波动。

26日人民币兑美元汇率中间价报6.1354，较25日上调36基点。至此，人民币中间价近两个交易累计上调66基点，并一举升至今年3月20日以来的最高水平。当日银行间即期外汇市场上，在中间价设高的提振下，人民币兑美元即期汇价跳空高开于6.1330，但之后震荡走低，尾市收于6.1389，较上一交易日收盘价跌24基点或0.04%。交易员表示，央行意外降

息叠加月末油盘购汇较多，导致人民币汇率短期继续承压。

值得关注的是，人民币中间价走高虽与隔夜美元下跌相关，但相对于美元指数高位盘整以及即期汇价走低而言，人民币的创新高走势仍展现出其偏强特征。对此，市场人士表示，结合周二中资大行大量结汇来看，可能说明管理层意在对降息后的市场预期进行引导，以防止人民币贬值预期快速抬头。综合考虑贸易顺差高企、宽松政策提振经济、人民币国际化推进，中间价保持稳定等因素，未来一段时期人民币汇率可能延续区间震荡、双向波动走势，大幅升、贬值的可能性都较小。(葛春晖)

中诚信国际：

调整开滦集团评级展望为负面

中诚信国际日前发布公告，将开滦(集团)有限责任公司评级展望调整为负面。

中诚信国际指出，开滦集团是一家特大型煤炭生产企业，拥有丰富的煤炭资源储备，煤种与生产规模具有特定优势，地理位置优越，现已基本形成多元化产业链。中诚信国际关注到，2013年以来，煤炭市场价格的持续下滑对公司利润情况产生了显著不利影响：2013年公司实现利润总额1.92亿元，同比减少86.02%；同期净利润同比下降98.10%至0.10亿元。2014年

1—9月，煤炭行业持续低迷，公司实现利润总额-22.01亿元，净利润为-22.76亿元，出现较大幅度亏损。另一方面，近年来公司总债务规模持续上升，随着盈利和获现能力的下降，公司整体偿债能力不断弱化。此外，公司未来资本支出压力较大，负债水平或将进一步上升。

综上，中诚信国际决定维持开滦集团的主体信用等级为AAA，评级展望由稳定调整为负面，并表示将持续关注煤炭市场变化及公司债务规模变化对整体信用状况的影响。(张勤峰)

国开行下周将发1年期固息债

中行柜台分销不超过12亿元

国家开发银行26日公告称，定于12月1日在银行间市场招标发行2014年第30期金融债券。本期债券为1年期固息债券，招标发行量不超过60亿元；首场招标结束后，国开行可向中国银行追加发行不超过12亿元，用于柜台分销。

发行办法显示，本期债券采用单一价格招标方式，票面利率于招标当日公布。招标日为12月1日，缴款日、起息日为12月4日，上市日为12月8日，

付息兑付日为2015年12月4日(遇节假日顺延)。中国银行获追加后，将按照票面利率通过柜台向个人和非金融机构投资者进行分销。本次发行不设基本承销额，无承揽费和兑付手续费。

近年来，国开行在金融债发行品种、方式、渠道上不断创新。目前，国开行金融债除了在银行间市场发行外，还通过上海证券交易所、商业银行柜台进行发行或分销。(葛春晖)

农发行12月1日增发三期固息债

中国农业发展银行26日公告称，将于12月1日第二次增发2014年第27期、第三次增发2014年第45期和第三次增发2014年第46期金融债券各不超过60亿元，总额不超过180亿元。

农发行上述三期债券依次为10年期、5年期、3年期固息债券，票面利率分别为5.59%、4.61%、4.54%，起息日分别为2014年3月28日、10月13日、10月13日，均为按年付息，三期增发的三期债券均为固定面值，采用单一价格中标(荷兰式)的招标方式。各期债券均不设基本承销额，10年、5年、3年品种手续费依次为面值的0.15%、0.1%、0.05%。(葛春晖)

新世纪上调广西机场集团评级

新世纪评级公司日前发布公告，将广西机场管理集团有限责任公司的主体信用等级由AA/稳定调整为AA+/稳定，同时将13桂机场MTN001的债券信用等级由AA调整为AA+。

新世纪评级公司指出，上述决定主要基于以下两点考虑：一是，政府支持力度加大。广西机场集团获得的政府支持力度较大，2011—2013年及2014年前三季度，该公司累计收到广西各级财政下拨南宁机场新航站楼工程资本金及民航局核定的民

航发展基金41.31亿元，其中南宁机场新航站楼及配套设施建设工程获得各级财政拨款30.84亿元。同时，公司还可获得民航发展基金及中小机场补贴等资金支持，有效缓解了资金压力。

二是，新航站楼投入使用，有助于业务规模的扩大。南宁新航站楼在2014年9月25日投入使用，航站楼面积将由原来的2.50万平米增至18.00万平米，机场商业面积增至5.00万平米左右，有助于扩大公司业务规模。(张勤峰)

交易所信用债涨多跌少

26日，交易所信用债涨多跌少，收益率整体走低，资金面转暖与政策放松预期共同提振现券表现。

具体看，企业债成交利率以下行为主，如主体AA-的12阜城投收入期收益率下行，而主体AA-的12阜城投收入期收益率下行。

另据财政部26日公告，定于12月3日第二次续发行2014年第24期7年期记账式附息国债。本次续发行国债的起息日、票面利率等与之前发行的同期国债相同，即，从2014年10月23日开始计息，票面利率3.7%。本次续发行招标总额280亿元，可追加，12月10日起与之前发行的同期国债合并上市交易。

11新筑债收益率跌23.70bp，A级10银鸽债跌8.07bp。值得一提的是，26日ST湘鄂债复牌急跌，收盘价一度跌至80.33元，收在86.70元，对应到期收益率为13.70%，大涨95bp。

随着打新高峰过去，新债发行对交易所债市的冲击开始减弱。26日，交易所回购利率纷纷回落，资金面转暖提振现券交投，此外，市场对货币政策继续放松存在较强预期，而货币宽松有助于降低市场对债务违约的担忧并降低流动性溢价，对信用债的利好更明显。(张勤峰)

债市收益率曲线底部隐现

□渤海银行 李连山

在存贷款基准利率和公开市场正回购利率协同下调的影响下，债券市场“牛平”行情得以延续。市场在欢呼牛市行情的同时，不能忽视债券作为一种金融资产，理应遵循均值回归的特性，探寻债券收益率底部已成为投资者必须要考虑的现实问题。笔者认为可以从以下几个方面来考虑目前债券收益率相对合理的定位。

首先，从收益率曲线特征来看。在2012年降息周期中，十年国债收益率从4.13%一路跌至3.25%，累计下行近90bp，而今年以来十年国债从高点4.29%下行至目前3.5%—3.6%的水平，降幅已近80bp，从曲线技术面上看，十年国债只还有10bp左右的下行空间。与此同时，2012年降息前后半年，国债10年期与1年期品种的期限利差均值在75bp左右，降息发

生时利差一度高达110bp，而目前该利差只有30—40bp，收益率曲线异常平坦化。虽然当前存在资金面短期偏紧从而制约短端收益率下行的情况，但从技术面分析来看，未来短久期产品收益率下行的空间比长久期产品更乐观。

其次，从银行配置资产角度来看。银行资产主要分为贷款、债券、同业资产等几大类，在可用资金变化不大的情况下，几类资产之间存在着相互替代的关系。降息后1年期贷款基准利率为5.6%，目前上市银行净利差在2.2%上下，负债成本约在3.4%的水平。而目前十年国债收益率在3.5%—3.6%，若银行按照基准利率放贷，则贷款与十年国债的相对价值相当，因此乐观地看，十年国债收益率底部就在3.4%—3.5%。与配置同业资产相比，十年国债收益率算上1.1%左右的税收溢价和同业的资本溢价，仍高于3个月同业存款利率(4.3%左右)约30bp，十年国债收益率

仍有相对下行的空间。而十年国债收益率在3.8%—3.9%，考虑到同业资产风险溢价0.4%左右，其与3个月至1年期同业存款利率基本相当；虽然存款偏离度考核的实施，缓解了月末等时点资金面压力，但年底资金利率上行也是大概率事件，这种情况下来，基本可以确定当前国债收益率已接近底部位置。

此外，结合基本面情况来看，随着购房限贷政策放松、铁路等基础设施投资力度加大、政府推动高铁等高技术产品出口等一系列措施的推进，经济增长逐步回归潜在水平的可能性增大，基本面企稳的信号将阻碍长端收益率的进一步下行。

综上所述，尽管降息拉长债券牛市盛宴的时间，但投资者应把握收益率的历史走势规律，在进一步降息、降准、下调回购利率或者启动逆回购之前，控制好交易情绪，适当缩短仓位久期，进行波段操作。

打新扰动退潮 交易所回购利率高位回调

□本报记者 张勤峰

随着打新高峰的过去，26日市场资金面进一步好转，交易所回购利率纷纷自阶段高位回落。市场人士指出，新股发行及传统季节性因素加剧年底前资金面波动，但货币政策宽松趋势明朗，货币市场流动性不存在系统性风险，未来资金利率中枢有望进一步下行。

交易所方面，回购利率整体尚处于较高水平，但较前一日回落明显，显示新股发行冲击最剧烈的时刻已经过去。以上交所为例，26日回购利率整体走低，其中，隔夜回购利率跌7.53bp至2.59%，7天回购利率跌4.12bp至3.32%；中等期限的14天和21天回购利率分别回落18.36bp、26.67bp。此外，1个月以上的各期限回购利率均与21天品种形成倒挂，预示后市21天利率还有很大下行空间。

交易所方面，回购利率整体尚处于较高水平，但较前一日回落明显，显示新股发行冲击最剧烈的时刻已经过去。以上交所为例，26日回购利率整体走低，其中，隔夜回购利率跌7.53bp至2.59%，7天回购利率跌4.12bp至3.32%；中等期限的