

# 两融赚钱又费钱 券商发债忙筹钱

□本报记者 张勤峰

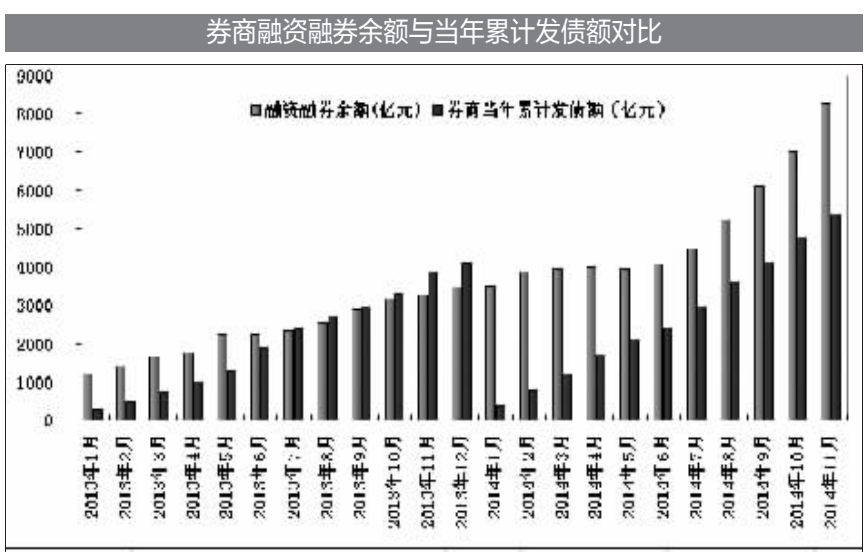
统计显示,今年证券公司短融券发行额有望突破4000亿元大关,加上证券公司次级债、公司债,今年券商发债规模逼近6000亿元,再创历史新高。发债量节节高增,成为融资融券等资本中介型业务快速发展背景下,券商资金饥渴症的鲜明写照。市场人士指出,伴随着资本中介业务蓬勃发展,券商债务融资规模预计将继续扩张,与此同时,在相关政策有所放松的背景下,券商可能谋求继续拓宽融资渠道,一波股权融资热潮也有望掀起。

## 发债井喷 短融发行破纪录

12月16日,西部证券、财通证券、东吴证券先后发布公告称,将于本月19日分别公开招标发行5亿元、4.5亿元和10亿元的短期融资券。据统计,截至12月19日,今年已发行的证券公司短融券合计238只,面值总额为3950.9亿元;本月16日到19日,尚有8只证券公司短融券正在或即将发行,计划发行总额为90.50亿元。若无意外,到本周结束,今年证券公司短融券发行额将突破4000亿元大关。

进一步的统计显示,2012年5月底,招商证券发行了40亿元短期融资券,标志着暂停逾6年的证券公司短融券正式恢复发行;2012年共有四家券商发行了15只、面值总额531亿元的短融券;2013年证券公司短融券发行量为131只、面值总额2905.9亿元。

不难看出,近年来证券公司短融券发行规模持续呈现井喷式增长。这一方面缘于供给大户持续滚动融资,另一方面则得益于发行人主体多元化,更多中小型券商加入到发行队伍中。据最新数据统计,今年以来,已有39家



证券公司发行过短融券,其中12家券商是今年新晋发行人。其中,有7家券商短融券发行量突破10只,主要为中信证券、招商证券等老牌供给大户;同时,齐鲁证券、东兴证券、财通证券等中型券商正日渐成为短融券供给队伍中的活跃分子,今年的发行数量均达到8只以上。

除了短融券,今年券商其他债务融资工具发行量也出现较大幅度增长。数据显示,今年以来中信证券等十余家券商还在交易所市场通过公开或定向方式发行了85只共计1922.25亿元的各类证券公司债,发行频次和规模在最近几年也是最高的。其中,国泰君安等6家券商还试水发行了7只共250亿元的证券公司短期公司债券,而这是今年交易所市场刚刚推出的创新融品种。

总体来看,今年券商发行的各类债务融资工具合计已超过5800亿元,再创历史新高,全年有望逼近并挑战6000亿元大关。

## 创新业务爆发掀起“吸金潮”

券商发债额爆发式增长,源于券商对资金的渴求,而这又与券商业务转型密不可分。市场人士指出,行业规模扩张与业务结构转型,使得券商资金需求增加,甚至出现资本消耗加速,而拓宽债务融资渠道,正好切合了券商提升财务杠杆、提高资金使用效率和支持业务创新发展的需要。

2012年以来,随着证券行业创新大潮的开启和监管部门各项创新政策的落地,券商各项新业务陆续展开、百花齐放。其中,融资融券、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购一类的资本中介型业务发展迅猛,并很快产生经济效益。

根据证券业协会的统计,2013年全国115家证券公司实现营业收入1592.41亿元,其中融资融券业务贡献了184.62亿元的净收入,占比11.59%,已成为券商各项业务中仅次于经纪和自营的第三大主营业务。而据Wind统计,截至12月15

日,券商两融业务余额已达到9560.75亿元,其中融资余额为9492.93亿元,较2013年末的3404.73亿元增长了近两倍。可以预料,今年两融业务收入在券商各主营业务中占比有望进一步提升。

融资融券等资本中介业务收益稳定、风险较小,已成为各家券商重点发展的方向。不过,资本中介型业务让券商尝到“甜头”的同时,此类业务的快速扩张,也使证券公司面临着大量的资金消耗,在此背景下,举债等外部融资方式就成为券商加杠杆倚重的渠道。中信证券其2014年中报中披露,公司通过发行次级债券、短期融资券,开展收益权转让、转融通业务等方式,不断加大融资规模,截至今年二季度末,财务杠杆率已从今年初的2.5倍提升至3.1倍,以大力支持资本中介业务发展。

分析人士指出,未来伴随着资本中介业务进一步蓬勃发展,券商对于资金,尤其是低成本资金的渴求将越发显著,发债主体范围及融资规模预计还将继续扩张。与此同时,由于券商举债规模持续快速增加,净资产对发债额度的限制正在显现,未来券商可能谋求继续拓展融资渠道。

值得一提的是,今年以来,监管机构逐步表现出放宽券商融资限制、拓宽券商融资渠道,允许券商适度合理提高经营杠杆的态度。比如,今年交易所允许券商发行短期公司债券;再比如,国信证券日前正式启动IPO招股进程,打破了近两年来券商股IPO的空白,意味着券商股权融资的大潮正在形成。

华安证券在其2015年券商行业策略报告中预计,随着资本抑制放松,券商资产规模将有望大幅提升,行业转型加速长期资金“饥渴”的券商在未来三年可能迎来一波以股权融资为先导,负债融资跟进的“吸金潮”。

## 央行继续缄默 资金面全天紧张

周二,央行公开市场操作未见任何动静,“放水”预期迟迟未能兑现,叠加短期资金需求新增,市场资金面显著收紧。市场人士指出,年底前银行体系流动性紧张的压力不断上升,货币市场利率上涨的风险将持续考验央行货币政策定力。

截至昨日,央行公开市场操作已连续第六次保持“缄默”。由于本周已无任何到期资金,因此央行此举没有带来任何资金流量变化。但在市场对于“放水”的呼声日渐高涨的情况下,央行不作为对市场情绪的打击明显,当天银行间市场资金面明显趋于紧张。

当日银行间质押式回购市场上,除7天品种外的各期限回购利率均出现不同程度的上涨。其中,隔夜回购加权平均利率上涨约6BP至2.71%,14天至两个

月的各期限回购利率上涨9-12BP。虽然7天回购加权平均利率收盘下行约1BP至3.51%,但盘中最高成交到6.2%,难掩资金紧张的态势。据交易员反映,资金面全天紧张,从隔夜到1个月的资金需求均十分旺盛,无奈供给端只有政策行苦苦支撑,难抵供需持续趋紧的趋势。

后市来看,由于短期内将持续迎来新股集中发行、前期MLF到期、年终考核等压力考验,市场资金需求将进一步增长,而公开市场无到期资金,新增外汇占款低迷使得流动性增量供给完全依赖央行主动作为。在鉴于此,市场对于降准的呼声高涨,但也有观点认为,央行也可能利用短期定向工具缓解机构燃眉之急,以等待年终财政放款的跟进。(张勤峰)

## 洛钼转债上市首日涨19.19%

12月16日,沪深可转债市场再添新丁,发行规模49亿元的洛钼转债登陆上交所。在转债市场再现普涨行情的背景下,洛钼转债上市首日大涨19.19%。

洛钼转债发行人为洛阳栾川钼业集团股份有限公司,正股简称“洛阳钼业”,转债价格为8.78元/股,信用评级为AA+,可质押。东北证券在其上市前给出的定价报告称,洛阳钼业是世界上领先的钼、钨生产商之一,未来发展潜力巨大,若洛阳钼业股票在9元,转债价值中枢在112.0元。数据显示,洛钼转债上市首日高开于116.66元,全天围绕118元窄幅波动,盘中最高摸至119.50元,尾市收于119.19元,较发行价上涨19.19%。当日洛阳钼业正股上涨1.97%,收于9.30元。

整体转债市场方面,受券商股再次全线涨停、金融权重股回暖带动A股股指大涨的提振,转

债市场16日再现普涨行情,28只可交易个券中仅1只下跌、2只收平、多达25只上涨,13只个券涨幅超过2%。其中,新债洛钼转债涨幅居首,正股涨停的国金转债大涨12.04%,居涨幅第二位。此外,平安、民生、中行、工行等金融类以及石化转债等大盘转债涨幅居前,从而带动中证转债指数大涨4.05%。

分析人士指出,上周中证登新规导致转债市场短期承压,但昨日股市大涨显示投资者看多情绪稳固,而当日利率债在汇丰12月PMI初值走低的背景下也出现企稳迹象,因此昨日股票和纯债市场都对转债形成支撑,并使得转债涨幅超越正股,转债中长期依然值得看好。此外,市场人士表示,洛钼转债上市首日定位符合预期,此券中长期配置价值较好,加之近期市场行情较好,长线投资者可关注低吸机会。(葛春晖)

## 弱数据提振利率债买盘 国开行两新债利率远低于预期

12月16日,国家开发银行就其2014年第25期、第28期金融债进行了增发招标。在经济数据疲弱等因素影响下,两期固定息金融债中标收益率均大幅低于预期。

上述两期金融债期限分别为3年、7年,票面利率分别为4.33%、4.18%,起息日分别为2014年10月17日、11月20日,本次增发分别不超过49.42亿元和50亿元。来自中债网和交易员的信息显示,3年期、7年期品种中标收益率分别为4.0266%、4.1487%,较此前机构给出的预测均值双双低出超过10BP;认购倍数分别达到5.76倍、3.83

倍,显示机构投标较为踊跃。市场人士表示,当日稍早公布的汇丰12月PMI初值创下七个月最低水平,且回到50以下的收缩区间,意味着疲弱的经济基本面继续对债券市场,特别是利率债形成有力支撑。此外,昨日两期新债是国开行本年度债券发行的收官之作,机构也会抓紧年内最后的配置机会。总体而言,昨日较高的认购倍数,反映出经过前期调整之后,当前的利率水平已经对机构具备一定的吸引力,未来随着市场情绪回暖,利率债收益率有望进一步走低。(葛春晖)

## 恒丰银行19日发行二级资本债

恒丰银行股份有限公司16日发布公告称,定于12月19日通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行该行2014年二级资本债券。

本期二级资本债为10年期固定利率债券,在第5年末附有条件的发行人赎回权,同时附有减记条款,发行规模为80亿元,票面利率通过招标系统招标决定,单利按年计息,不计复利。时间安排上,发行期限为12月19日至12月22日,

缴款日、起息日为12月22日。本期债券无担保,经联合资信评定,发行人的主体信用等级为AAA,本期债券信用等级为AA+。

自2013年新资本管理办法施行以来,二级资本工具取代旧式次级债成为银行二级资本的主要补充来源。据Wind统计,截至12月16日,今年以来已完成发行的商业银行二级资本债达到38只,发行总额合计3297.50亿元。(张勤峰)

## 中债资信：调降洛矿集团主体评级至Api

中债资信评估有限责任公司近日发布跟踪评级报告,将洛阳矿业集团有限公司的主体信用等级由A+调降至Api,评级展望为稳定。

中债资信表示,洛矿集团失去洛阳栾川钼业集团股份有限公司的控制权后,基本不再拥有实体经营业务,主营业务转变为股权经营后业务规模明显下滑,但考虑到洛阳钼业资源储备丰富、规模优势明显、盈利能力较好,有利于保证公司投资回报。综合看,公司经营风险增加,但仍保持了较低水平;跟踪期内,受洛阳钼业不再纳入合并范围的影响,公司收入及利润规模大

幅下滑,但同时债务负担亦有所减轻,公司短期偿债压力不大。长期看,可变现资产亦对公司债务有所保障,公司财务风险依旧较低;跟踪期内,公司实际控制人洛阳市国资委相关单位占用公司资金情况较严重,对公司外部支持增信作用有限。需要关注的是:公司收入及利润完全依赖于洛阳钼业分红,若洛阳钼业分红政策发生变化,将可能导致公司收入及利润规模下滑;洛阳钼业股价若出现大幅下滑,公司资产对长期债务的覆盖程度将下降;公司对外担保中,部分被担保企业经营风险很高,公司存在代偿风险。(葛春晖)

# 人民币短期贬值空间有限

□安信证券固定收益部 袁志辉

俄罗斯央行临时开会决定将基准利率从10.5%上调至17%之后,12月16日俄罗斯卢布继续疯狂贬值10%以上。2014年至今,俄罗斯已经累计六次加息,基准利率从5.5%一路上到17%,之前投入超过800亿美元外汇储备也未能阻止卢布累计贬值49%。由于近期人民币也持续走软,市场于是担心人民币汇率会否跟随新兴市场货币开启深度贬值。

从即期汇率表现看,今年1至5月份,人民币曾累计贬值超过3%,6月份之后伴随宏观经济企稳,人民币步入短期升值,而近期随着央行开启实质性降息周期,人民币再次快速走低。利率回落、经济低迷,人民币贬值具有宏观层面深刻背景,但是我国与俄罗斯等其他新兴市场经济国家具有显著差异,短期贬值空间有限。

汇率本质体现的是一国投资回报率的变化及资金利率差异,但是在短期仍不可避免的受到央行的干预。由于人民币汇率形成过程中,市场发挥的作用越来越大,那么人民币的走势理论上应该跟随市场波动,尤其是中长期。

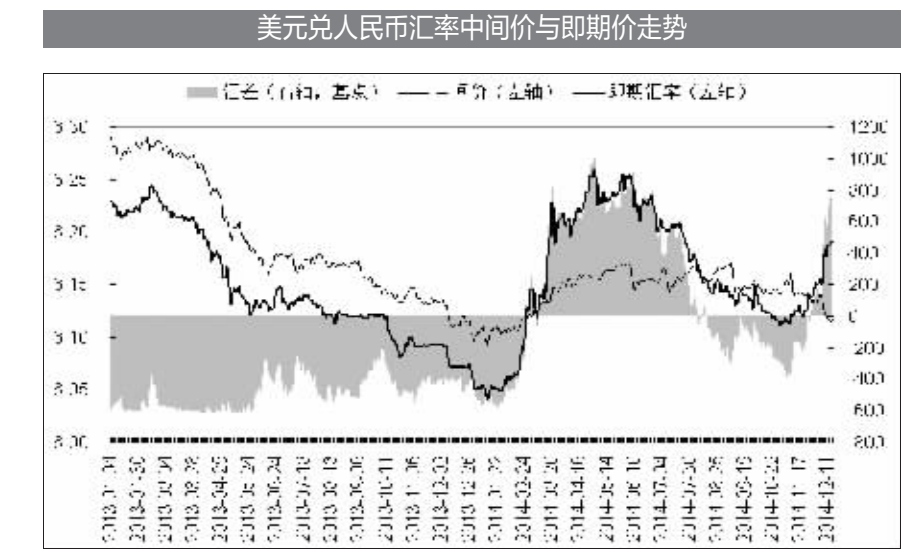
未来一到两个季度,我国宏观经济将逐步完成从筑底到缓慢回升的过程。四季度以来,财政政策、货币政策持续宽松,微刺激效应逐步显现,宏观经济呈现触底企稳。虽然近期汇丰、中采PMI持续回落,但是部分工业品价格呈现量价止跌甚至小幅回升态势,比如水泥价格从11月中旬的底部累计反弹超过5%,暗示下游终端需求的缓慢改善。从近期中央经济工作会议定调来看,明年政府稳增长政策将以托底为主,短期内基建投资对经济走势影响较大。如果考虑政府有效的政策支持,积极财政政策助推基建抬升,持续改善的货币金融条件将优化制造业投融资环境,随着主要经

济体投资的恢复,宏观经济或在明年二季度后期或下半年出现复苏企稳。而俄罗斯面临石油等支柱产业的崩塌,经济增长陷入停滞,投资回报率极低,本国汇率缺乏有力支撑。

国内外息差水平是影响投资回报率的重要因素。当前欧美发达国家的基准利率为零利率。俄罗斯在本次紧急加息6.5个百分点之前,基准利率为10.5%、CPI达到9.1%,实际利率仅1.4%,因此卢布的息差非常窄。而人民币息差虽然自年初以来持续回落,但若以银行理财5%附近的类无风险利率相比较,与发达国家的息差依然可观。

虽然宏观投资回报率是决定汇率的中长期本质性因素,在短期实际操作中,央行对外汇市场的干预较为明显,对汇率走势影响也较大。有时央行会根据一系列政策目标来干预汇率,使得最终汇率走势与市场力量相反。12月初以来,人民币兑美元即期汇率与中间价走势完全背离,即期汇率加速贬值,而中间价持续升值。考虑到央行维持汇率双向波动、外汇市场资本流动稳定的政策意图,预计短期内央行干预汇率的概率增大。同时,考虑到我国外汇储备规模接近俄罗斯的10倍,资本项目仍有适当管制,人民币汇率短期急速单边下跌的概率不大,贬值空间有限。

在国际范围内,美元步入上升周期较为确定,但人民币未必有暴跌的必要。目前来看,考虑到潜在经济增速的差异,6-6.5的水平仍较为接近均衡汇率。从技术形态上看,即期汇率有进一步贬值空间,但是即期汇率与中间价价差超过1000基点的统计概率极低,而目前两者汇差已有800基点左右,因此,考虑到中间价走势,即期汇率继续贬值且突破6.30的难度很大。(本文仅代表作者个人观点)



## 人民币即期汇率小幅收涨

□本报记者 葛春晖

经过降息后的连续调整之后,人民币兑美元即期汇率出现震荡企稳迹象。12月16日,尽管中间价有所回落且隔夜外国市场出现动荡,人民币兑美元即期汇率仍小幅收涨。市场人士表示,短期内人民币市场汇价可能进入区间震荡走势。

据外汇交易中心公布,16日人民币兑美元汇率中间价报6.1182,较15日下调30基点,仍处于今年2月下旬以来的高位水平。隔夜国际外汇市场上,油价的进一步大跌引发全球市场动荡,美元兑多种货币上涨,美元指数全天上涨0.17%。其中,俄罗斯卢布兑美元汇率全天下跌近13%,历史上首次跌破60关口。

境内即期外汇市场上,人民币兑

美元即期汇价未受卢布崩盘影响,全天以窄幅波动为主,尾市震荡上行,收于6.1903,较上日收盘价微涨9基点。当日海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上,一年期美元/人民币最新交投于6.3060,反映投资者预期一年后人民币中间价将贬值3%左右,与上日变化不大。

市场人士表示,最新公布的汇丰12月PMI初值显示中国经济持续疲弱,货币放松预期由此继续升温,但中美利差依旧高企、人民币国际化进程推进以及中间价保持稳中偏强,都令市场上的贬值预期难以持续扩大。此外,技术上6.20一线也对人民币即期汇价形成有力支撑,预计短期内人民币即期汇率继续贬值的空间有限,或将在6.19附近展开区间震荡。

得超额收益,应该看得更远。应从未纳入政府债务的债券中寻觅机会。从一开始,我们就没有怀疑过城投债的偿还问题,只是解决的路径更加复杂,过程更加难熬。如果投资者缺少流动性,建议不再持有城投债;如果流动性压力不大,建议继续关注城投债。目前影响城投债收益率的只是不断出现的黑天鹅事件,而最终影响城投债偿还的依然是地方政府财力。因此,更应关注地方财政实力较强区域中未纳入政府性债务的城投债。

当大众对城投债摒弃的时候,更是精明的投资者入场寻觅机会的良机。当然,调整还未结束,但寻觅已可以开始。

# 虽无心 已伤心 城投债等待凤凰涅槃

□中信建投证券 黄文涛 杨晓磊

14乌国投与14天宁债的政府专项债务资格被取消,成为信用债市场上继“中证登收紧回购门槛”后的又一大黑天鹅事件。从中不难发现,中央特别是财政部对地方政府债务认定口径之严格。

虽然无心,但已伤心。这两起事件之后,有投资者对地方政府表示出极大的不信任,但我们认为,这两起事件都在投资者进场前暴露,说明涉事融资平台与相关承销机构还是有一定责任心,并没有故意为之。不过,这两起事件仍然深深伤害了投资者对城投债的偏爱。加上此前中证登新规引发的调整,城投债收益率已大幅上

行,目前AA级城投债信用利差已扩大至今年7月水平。

等待凤凰涅槃。目前资金面紧张、城投债黑天鹅事件频繁,加之年底将至,预计众多机构将对城投债继续减仓。但在调整之后,明年城投债依然还有投资价值。

首先,明年传统城投债供给少,资质较今年提升。目前城投债发行条件愈发严格,12月初交易所协会对募集资金用途等方面有进一步的要求,明年上半年能发行的同等级债券的品质较今年发行的要好。而且从目前情况来看,明年传统城投债供给仅4000亿元,甚至更少。

其次,明年货币政策更加注重松紧适

度,预计资金面整体平稳,息差收入可保证。根据中央经济工作会议要求,明年依然执行稳健的货币政策,但具有更大灵活性。再次降息降准已经没有障碍,预计明年平均7天回购利率在3%左右,当城投债收益率上行至7%或8%以上时,息差空间还是比较可观的。因此,一旦城投债调整到位,依然具有投资价值,可以期待凤凰涅槃时机出现。

人弃我取,从未纳入政府债务的债券中获取超额收益。在本轮债务甄别中,大众的投资逻辑是,纳入政府性债务的城投债收益率有进一步下行空间,而未纳入政府性债务的城投债收益率将企稳回升。而我们认为,如果想要获