

# 调整非反转 债市布局明年正当时

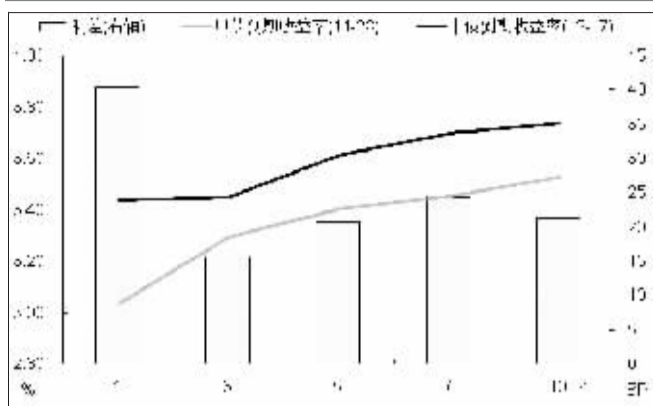
□本报记者 葛春晖

进入12月份以来,从年初开始一直红红火火的债券市场集体进入“冬季休整”模式,各期限品种债券收益率纷纷上行,城投债调整幅度尤其剧烈。年末机构配债力量趋弱、股市分流、资金面趋紧以及中证登回购新规、政府债务甄别等多重负面因素,共同导致了本轮债市调整。不过,从近两日利率债一级市场新债发行情况看,机构对于中长期利率产品的需求出现回暖迹象。分析人士指出,短期内债券市场可能继续多方承压,但从中长期角度看,债券牛市难言结束,当前的调整恰恰为投资者布局来年提供了较好时机。

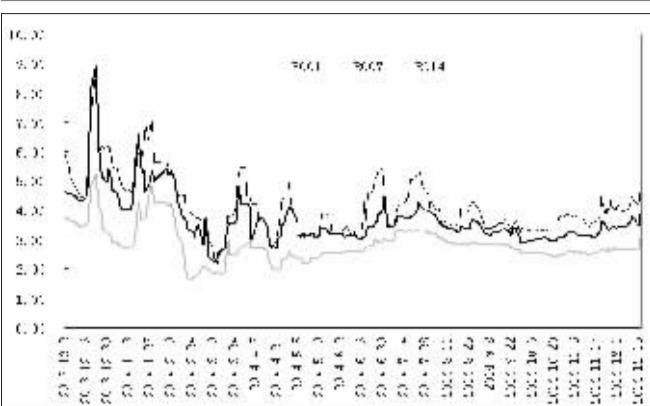
## 负面因素叠加 债牛年末遇冷

12月以来,债券市场可谓是屋漏偏逢连夜雨,负面事项一个接着一个,导致各期限品种债券全线受挫,收益率纷纷上行。从负面因素来看,首先,按照“早配置、早受益”原则,加上年末冲贷大量消耗资金,银行作为债券市场投资大户每到年末的配置力量都会显著趋弱;其次,经过年初以来的持续走牛之后,交易型机构获利回吐、落袋为安心理也在年末强化;三是,进入12月以来,商业银行年末规模考核、前期MLF到期、新股集中发行、机构提前备付跨年流动性等因素对资金面的考验持续加大,而央行放水节奏显然低于市场预期,货币市场流动性持续趋紧;四是,随着改革红利的不断释放,上证综指12月以来累计涨幅超过12%,随着股市赚钱效应爆发,市场风险偏好上升,投资者大类资产配置也难免发生转移;五是,中证登上周大幅提高交易所企业债质押门槛,令以城投债为首的信用债遭受沉重打击,同时引发利率债连锁反应;最后,政府债务甄别大限临

12月以来银行间固息国债收益率期限结构变动



银行间市场资金利率全线上涨



近,城投债信用风险浮出水面,日前“14天宁债”、“14乌国投债”相继被撤销地方政府债券认定资格,令城投债短期行情雪上加霜。

数据显示,截至本周一(15日),利率债市场标杆10年期国债收益率较11月底累计反弹约26BP至3.78%,今年牛市中最受关注的利率债10年期国债收益率较11月底反弹40BP;信用债方面,中低评级城投债从宠儿到弃儿,成为本轮调整重灾区,7年期AA级品种到期收益率较11月末上行近90BP。

期限结构方面,各期限品种收益率均有所上行,显示多项因素叠加背景下,本轮呈现普调特征。以银行间国债为例,11月末至12月15日,1年、3年、5年、7年、10年期中债到期收益率分别上行约30BP、17BP、28BP、31BP、26BP。

## 短期调整未完 一级初现暖意

值得欣慰的是,本周二以来,债券一级市场出现了一些回暖迹象。与前段时间新债定价频频走高不同,继周二国开行今年最后两期债券中标利率大幅低于

预期,认购倍数超过3.5倍之后,周三财政部、进出口银行新债招标情况也不错。其中,10年期续发国债中标利率3.77%,基本与预期相符,投标倍数1.83倍;进出口债两期固息增发债相对更好,3年期、5年期品种中标收益率分别为4.1102%、4.1708%,均低于市场预期,投标倍数分别达到4.19倍、2.68倍。

市场人士表示,周二稍早公布的汇丰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,特别是中长期利率债形成有力支撑。经过前期调整之后,当前的利率水平已具备一定的配置吸引力,而进入12月下半年,本年度利率债发行纷纷进入收官阶段,机构也会抓紧年内最后的配置机会。

在一级市场带动下,近两日利率债二级市场也出现一定企稳迹象,国债方面,除1年期品种外,其他各期限收益率均有所下行,幅度在1-7BP。不过,信用债收益率则仍以上行为主。

综合多家机构观点来看,目前尚不能认为本轮债券市场调整即将结束,债

市短期风险可能还未释放完毕。首先,央行年末放水低于预期,资金面短期压力进一步增大,资金利率上行带动短端利率上行,并制约中端下行空间。近两日1年期国债收益率不降反升,上行近11BP即是例证;其次,由于前期机构在债券牛市中积极加杠杆,且中证登对质押新规做出了分步式安排,融资渠道阻塞对流动性和债券市场的冲击可能会持续至明年初;其次,股市行情如火如荼,资金分流压力可能至少持续至明年上半年;第三,随着政府债务甄别大限临近,诸如14天宁债、14乌国投债的黑天鹅事件还会有发生,并持续压制信用债市场行情。

值得一提的是,尽管普遍对短期债市不乐观,但基于对经济新常态下利率趋势性下行的判断,机构们多数不认为债市将从此趋势性走熊,而是对中长期债券牛市仍抱有信心。华融证券指出,货币政策仍存在放松空间,继续看好明年利率债的慢牛行情,建议投资者可以开始考虑布局明年。不过,该机构同时认为,信用债调整幅度及周期将大于利率债,建议投资者在趋势明了前谨慎操作。

# 乐观面对明年债市

也仍然有一定的宽松压力;通胀压力不大。受经济疲弱和国际大宗商品下跌的影响,明年通胀压力并不大,上半年可能都在2%以下运行;11月信贷数据较高与银行突击向平台放款可能也有关系,明年上半年M2和信贷等货币增速受到偏高基数的影响,可能在12-13%附近波动,大幅上行的可能性不大。

从政策面看,货币环境仍将维持偏宽松。中央经济工作会议把稳增长作为了重要的任务,而且提出货币政策要更加注重宽松适度,言外之意就是去年和今年的货币政策都不够适度,明年大概率会在当前基础上更松一些。不过鉴于管理层新常态的认识和对于刺激效果递减、继续去杠杆的关注,政策也不会出现类似2009年过度宽松的情况。在政策措施上,由于贷款利率大多已经市场化,降息只是起到引导

基准的作用,效果未必很明显,因此更有可能的是降准:外汇占款持续保持低位,公开市场已无到期量,MLF需要续作,存贷比调整可能也需要降准。关键是,不全面刺激不代表完全放弃降准降息手段,降息后管理层已经没有心理压力,必要时可能会直接选择对冲性降准,如果经济持续疲弱,也不排除进一步的刺激性降准。从对市场的预期来看,目前降准的利好会比降息更大一些。

通胀压力明显下降,伴随着降准等措施的执行,利率债收益率可能会回到前期的低点。利率债收益率大方向上还是以震荡下行为主,但是目前的问题在于投资时点不容易把握,短期内还需要寻找合适的安全边际。

信用债将会分化。在地方债务甄别中,全部认可会引发道德风险、全盘否认

会引发系统性风险,继续模糊处理则会加剧债务扩张,最可能的情况是部分认可、新老划断。对于认定为政府债务的品种,收益率可以参考AAA中票,潜在下行空间可能有100-200BP。而对于未能纳入政府债务的品种,如果收益率达到偏高的水平,参考过去两轮周期中国企过剩产能产业的收益率,反弹风险也是相对可控的,同时国债债券本身信用风险较小,银行间市场质押融资短期内也不会有很大的问题,持有获取票息也是比较好的选择。所以,如果城投企业债回到了历史偏高的收益率水平、具备了一定的安全边际之后,还是可以积极参与,为明年布局。重点关注负债率较低、政治地位较高地区的品种,资金投向则尽量选择与政府信用和民生工程关系较为密切的项目。

# 利率债由“快牛”变成“慢牛”

□海通证券 姜超 周霞

近段时间的债市到底是调整还是反转,如果是调整的话,到什么点位可以止住?我们认为,长期看无风险利率上行趋势不变,债市将从快牛转入慢牛格局,10年期国债收益率的短期顶部或在4.50%以下,维持未来3个月10年期国债收益率目标区间为4-4.4%不变。

从长期角度看,零利率是长期趋势,债市长牛的格局并未改变。主要理由是:第一,人口周期拐点已到,人口拐点与地产大周期拐点一致,而地产周期拐点出现意味着利率将长期下行;第二,从劳动力资本结构来看,过去劳动力过剩,资本不足,所以资本回报高,未来劳动力报酬蛋糕会有所增加,而资本回报或缩小,利率将下行。当然,长牛并不意味着没有短期调整。

从一年角度看,债市将是慢牛格局,主要的逻辑是金融市场与实体经济之间无法有效传导,经济差、通缩风险之下,货币宽松将持续吹大金融泡沫。

目前是慢牛格局中的短期调整,调整的点位判断主要从理财人手。由于理财负债端5.5%左右(5%+50BP手续费),资产端必须有5.5%以上的资产与其匹配。目前国开的绝对收益率达不到理财的配置标准,但是国开流动性好,可以质押放杠杆,目前回购利率在3.5%左右,那么放一倍杠杆可以达到5.5%的收益率,刚好满足理财配置要求。因此,目前只要国开收益率达到4.5%以上,理财就会进行配置,国开的顶部收益率应该在4.5%以下。从更长期的视角来看,随着经济增速的下降和通缩风险的加剧,无论银行理财产品收益率还是回购利率均趋于下降,因此我们判断国开债属于短期调整而非趋势反转,维持未来3个月10年期国开债利率中枢在4%到4.4%之间的判断不变,对应的10年期国债利率大约在3.5%到3.9%之间。

城投债方面,过去AA+城投债可以十分方便地在交易所质押融资,本轮AA+城投债的最低收益率达到过5%

左右,而交易所的短期融资成本大约在4%左右,意味着即便只有70%的抵押率,其通过抵押融资也可以实现5.7%左右的套息收益率,满足银行理财的需要。上周中证登的黑天鹅政策,规定非AAA债项评级的企业债未来的质押融资资格可能会在政府债务清理之后取消。所有AAA级以下企业债的暴跌恰是源于融资功能可能丧失,因而其必须通过绝对收益率来满足银行理财的需要,而这也意味着当前5年期AA+城投债6%左右收益率已经基本调整到位,如果收益率冲高至6%以上将被理财悉数消灭。对于AA+城投债和企业债而言,6%或许是一个顶部区域。

债券短期牛市的根基在于货币宽松以及金融与实体经济的传导不畅,引起这两个方面改变的因素将对债券牛市形成制约。在债市慢牛中,需要注意如下一些风险点。

第一,货币政策短期难以大幅放松,回购利率不降,债市将震荡。出现这种情况的可能性还是存在的。2014年央行通

过各种方式投放了大量的货币,包括前期的降息,但是效果并不是十分明显,融资成本依然较高,而资本市场泡沫渐起,站在这个时点,如果央行再降准降息只会吹更大的金融泡沫,所以年内央行政策再放大的可能性并不大。

第二,资本市场与实体经济逐步打通,IPO加速。上周公司债注册制启动,意味着债券市场已与实体经济逐步打通。如果股票市场IPO注册制能放开,就能将股市与实体经济打通,资本就能从金融流入实体,拉动经济企稳,所以未来IPO放开进程至关重要。不过,看到IPO注册制在稳步推进,央行再放水就成为水到渠成,可以为股票IPO以及公司债的发行保驾护航,助推中国直接融资的发展。预计货币放松或延迟到IPO大量发行或是注册制启动之后,而非无限期延迟。

第三,放开存款端,利率市场化加速,理财与存款完全相同后,理财规模就不会增长。但出现这种情况的可能性较低,因为银行难以承受。

# 资金面持续趋紧 机构苦等“放水”

□本报记者 张勤峰

周三,货币市场利率全线上涨,资金面紧张程度进一步加剧。市场人士指出,当前市场难觅资金卖盘,各期限资金都十分紧张,增量资金供给严重依赖央行投放。

当日银行间质押式回购隔夜到9个月品种利率全线上涨。其中,7天回购利率大涨42bp至4.03%。中长期品种中,14天、1个月回购利率双双上涨1bp之多。最终

除21天回购利率上涨11bp之外,其余各期限品种涨幅均超过35bp。

交易员指出,周三资金面全天持续紧张,从早盘开始众机构便竞相融入隔夜至1个月的各期限资金,无奈卖盘稀少,连部分大行也加入资金拆借队伍,导致流动性紧张势头持续加剧。其中,隔夜资金拆借最为不易,加点融入的情况屡见不鲜,但需求依旧很难得到满足。该交易员表示,虽然“开盘价”仍在维稳,但市场供需呈现一边倒

的状况,很难阻止利率上行的步伐,故当天各期限回购利率都出现大幅度的上涨。

市场人士表示,自周四启动的新一轮新股发行申购对短期资金面冲击明显,前期5000亿元MLF即将到期也加剧市场担忧情绪。此外,由于临近年底,市场预防性的资金需求上升,大行融出意愿有所下降,叠加新股发行和MLF到期的冲击,导致市场流动性供求格局加速恶化。目前看,公开市场已无到期资金,新增外汇占

款持续低迷,增量资金供给基本上只能寄望央行施以援手。很多交易员表示“目前只能等央行救济”。

值得一提的是,周三盘中,有传闻指央行已对到期的中期借贷便利(MLF)进行了续做,并对数家银行进行SLO(短期流动性调节工具)操作,但细节不明,且尚未有官方消息证实此事。有市场人士指出,央行不会坐视流动性持续收紧而不理,“放水”只是时间和方式的问题。

## 两企业24日发行永续中票 今年永续中票发行量创历史新高

□本报记者 张勤峰

山西路安矿业(集团)有限责任公司、中国冶金科工集团有限公司,将于12月24日在银行间债券市场分别发行两期和一期“5+N”年期中期票据,发行规模合计60亿元。

路安集团此次将发行该公司今年第一、二期中期票据,发行金额分别为20亿元、10亿元;中冶集团此次将发行公司今年第一期中期票据,发行金额为30亿元。这三期中票均无固定期限,将在发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续。发行人有权选择在第5个和其后每个付息日按面值加应付利息赎回,如果不行使赎回权,则自第6个计息年度起,票面利率每5年重置一次。以上各期中票均设置有递延支付利息条款。公告显示,以上各期中票将采用固定利率,单利按年计息;票面利率由基准利率加初始利差及上调基点确定,基准利率

为5年期国债中债收益率,基准利率每5年重置一次;每次利率重置后,票面利率将在前一期上调基点的基础上再上调500BP或300BP。前5个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定。四季度以来,银行间市场永续中票发行明显增多。据Wind统计,10月份至今,已发行或披露发行文件的永续中票合计24只,发行总额为587亿元,远高于前9个月的146亿元。今年永续中票发行量也将创出历史新高。市场人士指出,永续债的混合资本证券属性,对于某些企业具有特殊吸引力,对于投资者而言,则提供了一种高评级发行人的高收益投资工具,在国内具有长远发展的空间。近期随着收益优势逐渐显现,永续债开始受到银行理财户等配置资金的青睐,供给得以同步释放。在需求群体逐渐培育起来后,未来永续债市场发展有望步入快车道。

## 财政部24日招标250亿2年期国债

□本报记者 葛春晖

财政部17日发布公告称,定于12月24日发行2014年记账式附息(三十期)国债(以下简称本期国债)。

本期国债为2年期固定利率附息债,按年付息,竞争性招标面值总额250亿元,不进行甲类成员追加投标。日期安排方面,本期国债于2014年12月24日招标,12月25日开始计息,招标结束至12月26日进行分销,12月30日起上市交易,每年12月25日(节假日顺延,下同)支

付利息,2016年12月25日偿还本金并支付最后一次利息。本期国债的发行手续费为承销面值的0.05%。本期国债采用混合式招标方式,标的为利率。据WIND统计,不包括本期国债,今年以来财政部累计发行了77期、17212.61亿元国债,其中,储蓄式和凭证式国债共19期、3381.71亿元,记账式贴国债共8期、1200亿元,记账式国债共50期、12910亿元。加上本期国债,2014年记账式国债发行量达到14110.90亿元。

## 广发证券22日招标25亿元短融券

□本报记者 葛春晖

广发证券17日发布公告称,将于12月22日招标发行该公司2014年度第十五期短期融资券。

本期证券公司短融券发行金额25亿元,期限66天,固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,采用单利按年计息,不计复利。日程安排上,招标日为12月22日,分销日、缴款日、起息日、债权登记日为12月23日,12月24日上市流通,2015年2月2

日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。本期短融券无担保。经中诚信国际综合评定,广发证券主体信用等级为AAA,评级展望为稳定,本期短融的信用等级为AA-1。近年来,随着融资融券等资本中介业务快速发展,券商融资热情持续高涨。据WIND统计,包括本期债券在内,今年以来银行间市场累计已发和披露发行文件的证券公司短融券达到247只/4063.9亿元,远超去年全年的131只/2905.9亿元。

## 中诚信国际: 调升中汽中心主体评级至AA+

□本报记者 葛春晖

中诚信国际信用评级有限责任公司日前发布跟踪评级报告,决定将中国汽车技术研究中心主体信用等级由AA调升为AA+,评级展望为稳定;同时将“12中汽研MTN1”的债项信用等级由AA调升为AA+。

中诚信国际表示,由于汽车检测资质较难获批,汽车检测行业进入难度较大,中汽中心的汽车检测业务具有较强的垄断性和稳定性,且公司是国务院国资委直属企业,有助于公司得到较强的外部支持;近年来,公司根

据自身发展需要,相继开展了新院区检测基地等重点项目建设,公司的检测能力得到大幅提升,盈利能力亦逐年增强;2013年以来随着盈利能力的提升和所有者权益的增加,公司的偿债能力有所提高,负债水平下降;截至2014年9月末,公司的资产负债率为34.90%,总资本化比率为26.45%,相较于2013年末均有所降低。

中诚信国际同时表示,将继续关注公司较大的投资规模以及科研成果产业化存在一定不确定性等因素对公司的经营及整体信用状况的影响。

## ■外汇市场日报

## 日本数据走软 美元指数反弹

□南京银行 蒋献

周三,因日本11月出口较上年同期增加4.9%的数据不及市场预期,并录得连续第29个月贸易逆差,日元下跌而带动美元对日元上涨,美元指数从三周低位出现反弹。

此前受多个因素影响,美元一度跌至三周低位。这些因素主要包括国际油价暴跌至五年半新低,卢布对美元汇率暴跌引发市场担忧俄罗斯金融危机愈演愈烈而引发市场对作为避险货币的日元的追捧,以及市场投资者预期美联储在周三货币政策声明中采取谨慎基调而对美元近期涨势获利了结。此外,指标10年期美国国债收益率下跌,也减弱了市场投资者对美元的

兴趣,美元由此承压。亚洲交易时段,美元对日元上涨0.5%至116.93位置,最新报117.23;欧元对美元则下跌0.2%至1.2487位置,最新报1.2454。从技术面角度看,欧元对美元支撑位在1.2439,阻力位在1.2566;美元对日元支撑位在115.48,阻力位在117.91。目前市场关注的焦点是美联储将发布的今年最后一份货币政策声明。虽然多数人预期美联储可能将不再使用“相当长时间”这一词来形容美国将在多长时间内继续维持低利率水平,并于2015年开始升息,但市场也担心俄罗斯金融危机和油价重挫可能会令美联储较为谨慎。若美联储态度仍然温和,可能会令美元下跌。