

甄别结果未明 城投债避为上策

□本报记者 葛春晖

经过过去12月的一次调整之后，城投债的配置价值重新进入投资者视线。分析人士认为，当前城投债绝对收益率较高，2015年实质违约风险较小，从长期持有到期的角度看已经具备一定的吸引力；但考虑到地方债甄别结果尚未明确，加上甄别完成后部分平台的再融资风险可能增加，城投债年内仍面临一定的波动风险，存在估值和流动性压力的投资者仍需多看少动，暂缓介入。

调整提升持有到期价值

曾几何时，城投债作为信用债市场的“宠儿”备受追捧，收益率下行“根本停不下来”。但从去年11月下旬开始，特别是在去年12月中上旬，城投债几乎一夜之间由“宠儿”沦落为“弃儿”，一级市场发行遇阻、二级市场成交惨淡，收益率直线拉升。中债收益率曲线显示，虽然去年12月下旬至今城投债收益率跟随债市企稳有所修复，但仍较去年11月的低点整体反弹近百基点。如，7年期AA级、AA-级城投债到期收益率在1月7日报6.37%、7.11%，较去年低点分别上行88BP、85BP。

本轮城投债行情遭遇“滑铁卢”，除了机构获利回吐、年末资金面趋紧、股市上涨分流等导致去年末债市整体回调的因素之外，更重要的还有两方面原因：一是，中证登在去年12月8日发



提升企业债质押门槛，部分城投债（特别是中低评级品种）面临马上或即将丧失质押资格，导致其流动性溢价重估提前展开；二是，按照“国发43号文”及相关规定，地方政府需在2015年1月5日前完成地方政府性存量债务上报。机构由此担心，未来地方债务甄别完成后，未被纳入预算管理的城投债将失去政府隐性担保，从而面临信用风险重估风险。

经过了本轮深幅调整之后，此前超低的城投债收益率已得到很大修复，其长期配置价值重新进入投资者视线。中金公司指出，中登事件已经推动存量城投债提前完成了部分价值重估，7%-7.5%的收益率已经充分反映了丧失交易

所质押回购资格的流动性风险，而且2015年城投债实质违约的风险仍低于一般产业债，因此对于部分没有流动性和估值压力的投资者而言，收益率已具有一定吸引力，如果持有足够长的时间，持有回报可能仍然不错。此外，有市场人士表示，前段时间城投债泥沙俱下、整体回调，意味着有一些将来被纳入预算管理的城投债可能被“错杀”，这部分债券也将迎来反转机会。

宁可错过 不可错拿

需要注意的是，尽管目前城投债的绝对收益率不低，持有到期收益也较为可观，但机构普遍不看好年内城投债的趋势性机会，反而纷纷就其波动风险发

出警示。

中金公司指出，未来可能有两方面风险继续给城投债板块带来显著的估值扰动。一是，存量地方政府债务划分标准的不透明，使得投资者在最终甄别名单确认前，很难预判哪些城投债会成为地方政府债务，从而会增加整个存量城投债板块的不确定性；二是，地方政府债务边界清晰化可能不利于平台债务再融资的短期平稳过渡，从而引发投资者对于城投再融资风险的担忧。该机构认为，以上两个风险现在仍然在发酵过程中，可能还没有在当前二级市场收益率上充分反映，因此对于存在估值和流动性压力的投资者，年内可能还会面临较大的估值波动冲击。

中投证券也表示，2015年地方到期债务可能达到4万亿左右，到期债务压力依然较大，而随着债务甄别完成后政府企业信用边界的明晰，缺乏政府信用背书的城投债面临的不确定性因素将进一步增加。

就城投债操作策略而言，中投证券表示，结合2015年城投债面临的不确定因素及目前估值情况，建议进一步降低组合中城投债比例。第一创业证券则表示，从近期新债发行情况可以看出，出于对收益率的追求，市场对于有一定安全保障的城投债还是较为追捧，因此还可以适当参与一级市场；但二级市场城投债的募资投向多种多样、风险点较大，在二级参与债券的安全性并不高，因此建议“宁可错过，不可错拿”。

2015年将多发7只关键期限国债

财政部8日公布了2015年关键期限国债、50年期国债、储蓄国债和第一季度国债发行计划。

据公布的发行计划表显示，财政部计划2015年发行49只关键期限国债，包括1年期8只、3年期9只、5年期9只、7年期12只、10年期11只。与2014年发行量相比，2015年财政部将多发7只关键期限国债，其中3年期多发4只、5年期多发3只。另外，2015年将发行2只50年期国债，数量与2014年相同。

储蓄国债方面，财政部计划2015年发行8只凭证式国债和10只电子式储蓄国债，分为3年期和5年期两种，每次将发行3年期和5年期品种各一只。与2014年相比，2015年储蓄国债计划发行数量无变化。

此外，财政部公布2015年一季度将发行9只记账式国债和1只凭证式国债，发行量与2014年一季度无变化。（张勤峰）

美元逞强 人民币小贬

在美元指数持续高歌猛进的背景下，8日人民币对美元汇率中间价、即期汇率均小幅走贬，但整体仍延续了近段时间的区间震荡走势。

据外汇交易中心公布，8日人民币对美元汇率中间价为6.1302元，较前一日下调33基点，为2015年以来连续第四个交易日走低。受中间价走低影响，8日银行间外汇市场人民币对美元即期汇价低开45基点报6.2170，盘中窄幅震荡后尾盘

出现小幅拉升，收报6.2145元，较前一日下跌20基点或0.03%，未能延续前两个交易日的反弹势头。

分析人士表示，近期美元指数上涨势不可挡，全球主要非美货币均甘拜下风。在此背景下，考虑到短期中国经济基本面暂没有利好刺激，人民币汇率出现温和回调也在情理之中。不过整体而言，现阶段人民币汇率的稳健姿态仍没有出现根本性变化。（王辉）

央行公开市场保持静默 资金供给充裕 回购利率续跌

8日，央行例行公开市场操作继续暂停，全周公开市场操作实现零投放/零回笼。值得一提的是，在新一轮新股发行即将揭幕的背景下，8日银行间市场短期回购继续走低，各期限资金仍供给充裕。

尽管2015年首轮新股集中发行申购启动在即，但市场资金面的宽松态势尚没有受到明显影响。Wind数据显示，8日银行间市场隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率，分别收报2.81%、3.73%、4.71%、5.07%和4.51%，除21天期品种上涨36基点外，其余品种均有10基点左右的下行。其中主流隔夜和7天期回购利率双双跌至半个多月低位。

分析人士表示，目前市场资金供需情况良好。部分机构对于14天及以上期限的资金仍有相对积极的拆出意愿，这显示出市场资金面心态较为乐观。下周银行间资金面虽不排除出现短期趋紧，但预计在1月末之前市场流动性难以出现趋紧态势。（王辉）

两券商13日招标短融

中金公司、国信证券8日分别发布公告称，将于1月13日发行2015年度第一期短期融资券，发行金额分别为9亿元和21亿元，期限均为90天。

日、起息日、债权登记日均为1月14日，上市流通日均为1月15日，到期日均为2015年4月14日（遇节假日顺延）。

经中诚信国际综合评定，中金公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期短融的债项信用级别为A-1级；国信证券主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期短融的债项信用级别为A-1级。（王辉）

国开行13日增发五期金融债

国家开发银行

8日公告，将于1月13日对该行2014年第30期、2015年第1期、2014年第27期、28期和29期金融债进行一次增发。上述各期债券分别为2014年12月4日、2015年1月8日、五年、七年、十年期品种，发行起息日均为2014年11月20日。一年期品种上市日为1月19日，三年、五年、七年和十年期品种上市日为1月21日。本次国开行增发的各期债券均不设立基本承销额。（王辉）

按年付息，采用单一价格招标方式。各期债券缴款日均为1月15日，一年和三年期品种起息日分别为2014年12月4日、2015年1月8日，五年、七年、十年期品种起息日均为2014年11月20日。一年期品种上市日为1月19日，三年、五年、七年和十年期品种上市日为1月21日。本次国开行增发的各期债券均不设立基本承销额。（王辉）

五银行披露同业存单发行计划

8日，平安银行等五家银行披露了2015年同业存单计划。至此，已有30家银行披露2015年同业存单发行计划，发行额度合计超过1.6万亿元。

市场人士表示，发行同业存单已日渐成为银行特别是中小银行优化负债结构、拓宽负债来源的重要渠道，在发行人范围扩大、需求群体增多、发行额度增加的推动下，预计2015年同业存单市场将继续快速扩容。

另据中国货币网披露，1月9日招商银行等五家银行将在银行间市场发行共8只同业存单，计划发行总额为76亿元。（张勤峰）

信贷扩张渐成债市隐忧

□蔡年华

近期，银行信贷投放速度明显加快，有力地弥补了非标资产收缩产生的融资缺口。在经济新常态下，信贷规模扩张短期有利于促进利率下行，中长期却可能成为制约债市表现的重大隐忧。

据测算，2014年本外币贷款占社会融资规模的比重由2013年的54%升至61%，新增贷款占新增社会融资规模的比例已达到70%以上，呈现不断增加的趋势。这主要归因于2014年对非标业务的监管约束以及央行放松对商业银行信贷额度的管控等。

但与2014年以来多个地方政府相继取

消债券担保事件结合在一起，引发了市场对城投债市场的担忧。同时发改委对企业债审批的条件提高和节奏放缓，导致城投债发行门槛不断提高。在城投债逐步淡出的过程中，地方政府债、项目专项债、PPP债是否能接过城投债的融资功能，目前还存很大变数。这将给基建投资带来不利影响。

兴业证券：

企业债再配置存供需矛盾

中证登的质押新规将使得企业债在交易所质押融资的能力下降，企业债仓位较重的高杠杆机构实际上面临较大的压力。从2014年12月的数据看，交易所转托管企业债的速度放缓，但是证券公司和广义基金有较大幅度的加仓。目前，证券公司持有企业债占其债券资产的比例高达60%，处于高位。考虑到

其杠杆较高，但企业债质押融资的能力下降，因此未来证券公司卖券压力会有上升。如果交易所质押新规执行，那么企业债转托管的速度势必继续放缓，意味着证券公司、广义基金等高杠杆客户可能面临较大的融资压力而不得不降低企业债仓位。当前企业债对全国性银行和保险机构的吸引力仍然不足，企业债再配置层面将面临着一定的供需矛盾。

申银万国证券：
城投债偿债保障程度较高

在存量地方债务清理甄别过程中，城投债发生信用风险的概率不大，原因在于：虽然相关文件反复强调上调省级政府对下级政府的相关债务实行兜底原则，但是严守风险底线使得在存量债务的处置过程中，出现信用风险的概率不大；近期平台贷款的大量展期也降低了短期内平台相关债务爆发风险的概率；主要风险在于平台融资方式切换过程中可能出现续借不上的情况，在处置期内，这种风险出现的概率并不大。至于存量平台债务的甄别结果，若能被成功纳入地方政府债范围，则偿债无忧；若不在地方政府债范围，项目收益能够覆盖本息，则偿债无忧；若不在地方政府债范围，但能成功引入社会资本，在PPP模式下，项目收益相对有保障，偿债能力相对有保障；若不在地方政府债范围，且项目还本付息存在不匹配的问题，债务重组后有望满足偿债要求。因此，总体来讲，在严守风险底线的原则下，无论城投债是否被纳入地方政府债范围，由于主要涉及政府相关项目，加上融资时隐含的政府信用背书，城投债还是有相对更高的偿债保障程度。（张勤峰 整理）

大；近期平台贷款的大量展期也降低了短期内平台相关债务爆发风险的概率；主要风险在于平台融资方式切换过程中可能出现续借不上的情况，在处置期内，这种风险出现的概率并不大。至于存量平台债务的甄别结果，若能被成功纳入地方政府债范围，则偿债无忧；若不在地方政府债范围，项目收益能够覆盖本息，则偿债无忧；若不在地方政府债范围，但能成功引入社会资本，在PPP模式下，项目收益相对有保障，偿债能力相对有保障；若不在地方政府债范围，且项目还本付息存在不匹配的问题，债务重组后有望满足偿债要求。因此，总体来讲，在严守风险底线的原则下，无论城投债是否被纳入地方政府债范围，由于主要涉及政府相关项目，加上融资时隐含的政府信用背书，城投债还是有相对更高的偿债保障程度。（张勤峰 整理）

由于信贷投放速度明显加快，社会融资规模或将重回升势，这也有利于经济重回缓慢复苏格局，对于中长期债券而言，利率上行的风险明显增大。对于短期债券而言，由于货币环境将得到改善，加上央行将以稳定的资金面支持信贷增长，利率继续上行的压力不大。有鉴于此，未来债券收益率曲线将重回陡峭化。

此次增发的各期国开债均不设立基本承销额。（王辉）

新增贷款规模扩张有力地弥补了非标资产收缩产生的融资缺口，同时由于央行在2014年11月大幅下调贷款基准利率，新增贷款的利率水平将趋于下降，起到降低社会融资成本的作用。不同于非标资产，贷款的货币派生能力较强，也有利于改善商业银行过度依赖同业负债进行规模扩张的状况。对债券市场而言，新增贷款规模上升配合央行降息，短期将有利于降低融资成本，并带动债券利率下行。同时，贷款利率的下降也将降低企业通过债券筹资的意愿，进而改善债券市场供需结构，利好债市行情。

但是，从新增贷款的结构来看，2014

年中长期贷款占比由2013年的52%升至59%，同时，非金融企业融资在中长期贷款中占比由48%升至58%，增幅明显。可见，信贷结构正在发生积极变化。从中长期来看，企业中长期贷款规模扩张将有助于改善企业经营状况，也表明企业借新还旧的短期行为有所改变，投资意愿有所增长，这对经济基本面的改善起到支撑作用。

2015年，新增贷款在社会融资规模中占比或将延续回升势头，主要依据是：首先，虽然房地产和地方融资平台融资需求受到制度约束将保持低迷，但基础设施建设的投融资需求巨大，目前来看，除政府税收和中央转移支付外，土地收入已难当

大任，贷款仍将是基建投资的主要融资渠道；其次，在“堵邪路，开正门”的监管环境下，非标渠道能够提供的资金极为有限，商业银行更多将通过贷款为企业进行融资，而央行放宽存贷款约束也支持信贷扩张。

由于信贷投放速度明显加快，社会融资规模或将重回升势，这也有利于经济重回缓慢复苏格局，对于中长期债券而言，利率上行的风险明显增大。对于短期债券而言，由于货币环境将得到改善，加上央行将以稳定的资金面支持信贷增长，利率继续上行的压力不大。有鉴于此，未来债券收益率曲线将重回陡峭化。

总体上看，2014年宏观政策实施效果可能会有所改善，稳增长目标可能会较悲观者预料的更快更好地完成。对于债券市场来说，虽然各方普遍看好一季度行情，但交易者仍需密切关注经济可能企稳的信号，全年不大可能再出现类似2014年的趋势性行情。

2015年难现趋势性行情

□浙商银行 吴楚南

进入2015年，央行货币政策关注的重点将进一步向稳增长上面倾斜，运用总量政策的顾虑将有所减少，加上国际国内形势有利于人民银行有效实施宏观政策，稳增长目标可能会较悲观者预料的更快更好地完成，有鉴于此，我们认为2015年债券市场难有趋势性行情，投资者需密切关注经济可能企稳的信号。

调控重点倾向稳增长

2014年央行在稳定总量、优化结构的思路下，对货币政策调控的方式方法进行了大胆创新。2014年央行货币政策背负着双重任务：以降低企业融资成本为着力点的稳增长与以防止产能过剩部门加杠杆为重任的防风险。正是因为肩负双重任务，才造就了2014年不同寻常的央行货币政策操作手法。

然而，房地产市场景气下行使得稳增长压力不断增加，与此同时，地方融资平台等预算软约束部门过度挤占金融资源并推高融资利率的状况尚未出现明显改观，这使得央行最终不得不采取降息并放松贷款限额的方法来缓解企业融资难、融资贵问题。对此，央行在2014年12月的金融统计数据报告中指出，“2014年12月份，人民币贷款增加1.05万亿元，同比多增4571亿元。其中，住户部门贷款增加6255亿元，同比多增3523亿元；非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元，同比多增1048亿元。”

从数据上看，2014年12月人民币贷款增加1.05万亿元，同比多增4571亿元。其中，住户部门贷款增加6255亿元，同比多增3523亿元；非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元，同比多增1048亿元。从住户部门贷款增加6255亿元来看，2014年12月居民消费贷款增加4571亿元，同比多增3523亿元。从非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元来看，2014年12月企业贷款增加3523亿元，同比多增1048亿元。

从数据上看，2014年12月人民币贷款增加1.05万亿元，同比多增4571亿元。其中，住户部门贷款增加6255亿元，同比多增3523亿元；非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元，同比多增1048亿元。从住户部门贷款增加6255亿元来看，2014年12月居民消费贷款增加4571亿元，同比多增3523亿元。从非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元来看，2014年12月企业贷款增加3523亿元，同比多增1048亿元。

从数据上看，2014年12月人民币贷款增加1.05万亿元，同比多增4571亿元。其中，住户部门贷款增加6255亿元，同比多增3523亿元；非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元，同比多增1048亿元。从住户部门贷款增加6255亿元来看，2014年12月居民消费贷款增加4571亿元，同比多增3523亿元。从非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元来看，2014年12月企业贷款增加3523亿元，同比多增1048亿元。

从数据上看，2014年12月人民币贷款增加1.05万亿元，同比多增4571亿元。其中，住户部门贷款增加6255亿元，同比多增3523亿元；非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元，同比多增1048亿元。从住户部门贷款增加6255亿元来看，2014年12月居民消费贷款增加4571亿元，同比多增3523亿元。从非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元来看，2014年12月企业贷款增加3523亿元，同比多增1048亿元。

从数据上看，2014年12月人民币贷款增加1.05万亿元，同比多增4571亿元。其中，住户部门贷款增加6255亿元，同比多增3523亿元；非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元，同比多增1048亿元。从住户部门贷款增加6255亿元来看，2014年12月居民消费贷款增加4571亿元，同比多增3523亿元。从非金融企业及机关团体贷款增加4123亿元来看，2014年12月企业贷款增加3523亿元，同比多增1048亿元。

从数据上看，2014年12月人民币贷款增加1.05万亿元，同比多增4571亿元。其中，住户部门贷款增加625