

盛宴收场 信用债踏上“归途”

□本报记者 葛春晖

2月下旬以来,新年伊始持续火热的信用债行情逐渐趋冷,各期限品种收益率均出现不同程度的上行。分析人士指出,资金面和供需面两项驱动力弱化甚至转向,是导致本轮信用债盛宴整体终结的主要原因,有关平台贷款新规的担忧则进一步推动了中低评级城投债的调整。就后市而言,短期内信用债收益率继续回归已成为当前市场共识,而在新的投资机会出现之前,投资策略上仍以降低杠杆、保存实力为主。

利多尽 利空至

自从2月下旬以来,信用债市场各期限品种收益率均出现不同程度的反弹,尤以短期品种较为明显。以短融中票为例,截至3月19日,银行间1-7年期AAA级短融中票收益率上涨了19-7BP,AAA、AA+和AA级1年期收益率分别上涨了19BP、24BP和27BP。此外,交易所活跃的高收益品种,特别是中低评级城投债,也从上周后期出现加速调整,不少个券出现超过10BP的收益率上行。

“成也萧何,败也萧何”。引发近期信用债调整的源头,正是导致信用债收益率新年伊始整体大幅下降的两个主要推手,即资金面和供需关系。春节过后,随着央

行重启并连续开展正回购操作,市场开始认识到管理层无意看到市场流动性再次走向泛滥,中性的货币政策基调下,年初资金面异常宽松的局面已经成为过去。资金面预期“纠偏”之余,“降杠杆”也就成了投资机构的必然选择。而在供需层面,一方面,进入3月份后新债供应开始加速释放,另一方面,经过1、2月份的集中“扫货”之后,机构的年初配置需求也趋于饱和。由于前期市场上评级城投债的指导意义(讨论稿)》。有观点指出,新规将分别从增加供给规模、提高风险溢价以及抑制市场需求等三个维度影响债券市场。谨慎情绪主导下,中低评级城投债在最近几个交易日显著调整,如交易所活跃品种09怀化债、08长兴债在5个交易日内收益率反弹达到或超过20BP。

降杠杆 待回调

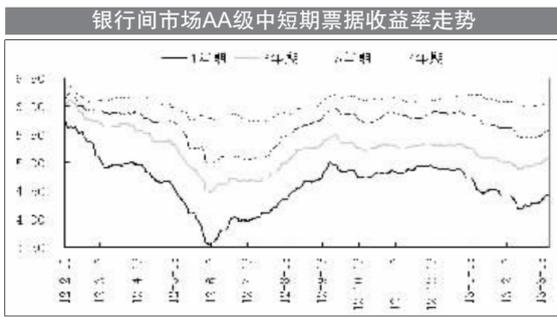
虽然信用债行情从2月下

旬就已经步入拐点,但在多数机构看来,目前信用债的调整可能才刚刚开始。申银万国指出,由于供给压力持续体现,市场对流动性的中期趋势不乐观,机构去杠杆刚刚开始,信用债特别是低评级品种将继续面临调整压力。

中投证券也表示,在经济的温和复苏态势中,债市不具备牛市基础,那么如果说债市处于一个慢熊的行情中,估值就显得尤为重要。经过模型测算后,该机构认为近期的估值调整仍未到位,尤其从板块上来看,后期低评级城投债、交易所公司债等面临的政策风险和资金面风险有加剧的可能,需要警惕。

值得一提的是,在一致看淡短期行情的同时,机构对于信用债中期走势也存在一定分歧。相对于申万、中投等偏向悲观的判断,有不少机构对信用债的年内表现仍怀有期望。如宏源证券表示,全年来看,维持对全年中性偏乐观的观点,在弱复苏的基本面、宽松而不松的资金面和温和的CPI条件下,调整后的债市或将创造出新的买点。

就当前的投资策略而言,在新的投资机会尚不确定、短期调整已经形成一致预期,风险收益已不成正比的情况下,降低杠杆、保存实力仍属最佳之选。



信用债供给放量特征显著

□本报记者 王辉

3月以来,一级市场信用债发行放量特征显著。Wind统计数据截至3月20日,已公告的在本月新发行的非金融企业信用债,发行金额以计划发行规模计算)合计达4724.43亿元,约相当于1、2月份信用债发行总量的85%。

截至3月20日的数据显示,3月以来信用债市场新发行企业债701亿元、公司债649.76亿元、中期票据1392.45亿元、短期融资券1745.3亿元、资产支持证券35.92亿元、可转债200亿元,合计为4724.43亿元。而1、2月份,非金融企业信用债发行总量分别为3108.18亿元和2441.64亿元。按照当前一级市场

信用债的发行节奏,预计至3月末,全月信用债发行总量有望超过前两个月的总和。

从细分品种来看,3月以来公司债、中期票据、短期融资券、可转债新发行债券金额分别为649.76亿元、1392.45亿元、1745.3亿元和200亿元,均显著超过前两个月。其中,公司债、中期票据供应放量特征尤为明显。

海通证券认为,今年信用债市场整体有望呈现供需两旺的特征。根据该机构的测算,今年信用债供给预计将达3.9万亿元,考虑到1.46万亿元,全年净供给约2.4万亿元。其中,中票仍将是成为企业融资的中坚力量,公司债将加快扩容步伐,企业债预计会保持小幅增长。

信用债收益率易上难下

□中债信用增进公司 赵巍华

3月以来,信用债市场收益率结束了前两月的下行趋势,开始小幅回升,滞涨格局已现。1-2月收益率下行的主要动力在于流动性宽松背景下,银行理财、券商资管等配置压力较大而信用品种供给阶段性偏低。展望二季度,受到政策可能微调收紧,风险收益转换,回购利率面临一定的上行压力,不利信用债套息交易。

其次,目前信用债收益率偏低和市场投资机构的杠杆水平较高不利于前期行情继续。目前1年期AAA短融收益率在4.05%左右,与7天回购利差仅约100BP;收益率较高的7年期AA城投债收益率也仅为6.3%左右,与7天回购利差也只有约330BP。上述利差均处于历史较低水平。考虑到目前信用债投资机构多数都使用杠杆进行

配置,信用债利率和回购利率之间的利差偏低将使得信用债杠杆投资风险收益比恶化,机构继续加杠杆的动力趋弱。虽然3月份以来信用债收益率有所回调,但在目前的经济、物价形势下,收益率水平仍然偏低,对通胀意外上行和政策超预期偏紧的保护明显不足。一旦出现通胀超预期、资金面过于紧张或政策收紧的情况,机构债券投资去杠杆的压力将加大,不利于信用债走势。此外,今年以来监管当局对影子银行的监管显著收紧,将制约银行理财产品、银证合作的券商资管产品等品种规模的扩张,而这些正是新发信用债的重要投资者和收益率下行的主要推手。一旦影子银行规模扩张受控,则势必对信用债市场的收益率造成冲击,特别是低评级品种。

最后,信用债潜在供给压力仍

驱动力生变 关注短期调整压力

□中信证券 杨丰 曹巍

自2月末起,受资金面收紧影响,信用债市场逐渐转入震荡调整;3月初虽然资金面重回宽松,但央行持续开展正回购以及对SLO工具运用的谨慎态度使得市场资金面预期有一定微调,加上春节过后信用债供给并紧,信用债市场延续弱势。未来信用债市场仍需特别关注资金面及债券供给的变化。

观察经济基本面,虽然2月份CPI同比涨幅达到3.2%,但其中很大程度是由于季节性因素的作用,未来数月通胀水平不会很快上升,经济增长也未显露出大幅反弹的迹象,因此基本面对于市场的影响可

能并不明显。从货币政策的角度看,去年9月份以来偏宽松的货币政策推动宏观经济温和复苏,但也在一定程度上刺激了包括房地产在内的资产价格上涨,进而加大了货币政策继续保持宽松的难度。未来需要关注注货币政策可能的微调对资金面的影响,后续资金市场可能难以保持前期明显偏松的局面。

具体到3月下旬的资金面。本周民生转债申购资金解冻后,资金面将迎来季末资金的考验,由于当前资金面并未出现大幅波动,因此央行公开市场操作保持中性甚至可能继续小幅度回收流动性。考虑到相对宽松的资金面是年初以

来市场走强的重要推力,流动性状况微调以及市场资金面预期变化可能会对信用债形成一定压力。总体而言,较前期偏紧的资金面或将推动市场进一步震荡调整,但同时也应关注利差保护逐渐恢复可能带来的交易机会。

自2月末以来,供给大幅上升同样对市场形成一定压制。从发行量看,今年1月和2月非金融企业信用债发行总量分别为2900亿元和2200亿元左右,净发行量分别为2000亿元和1400亿元左右。截至3月15日,已公告的3月份非金融企业信用债发行量已达到3400亿元左右,远超1、2月水平。预计春节后信用债供给的季节性冲高仍将持续

一段时间。

总体而言,在经济增长和通货膨胀绝对水平仍处于低位的情形下,资金面仍将是影响未来市场的关键因素之一,而公开市场操作的微调以及市场对资金预期的变动可能使得市场延续震荡调整局面;与此同时,包括中票、短融、公司债、企业债在内的信用债供给井喷也会在一定程度对市场形成压制。考虑到当前各类信用债券信用利差处于较低水平,短期内需要关注市场调整的压力,但对于3月份可能出现的通胀下行或经济增长预期下修给市场形成的利好也应保持一定的敏感度。

拐点来临 勿再迷恋杠杆

■ 债一线

□渤海银行 蔡年华

进入一季度尾声,给人很明显的感受是一级市场火爆已难维系,二级市场在盘整中寻找方向,投资者的预期也在悄然发生变化,市场弥漫着“山雨欲来”的气氛。

资金面是市场的神经,任何风吹草动都会掀起波澜。之前央行持续逆回购、出台SLO工具让市场有种顺风顺水的感觉。但是,盛宴过后,市场开始反思,这样的流动性还能维持多久?事实上,目前资金还算宽松,不至于让机构四处借钱碰壁,但市场并未维持前期的行情,归根结底还是预期发生了变化。重启正回购后,央行回笼货币频率增多,货币政策前景不再令人乐观,而前期流动性的支柱外汇占款呈现出过山车的走势,预期的变化

已让市场变得谨慎。伴随资金预期的变化,机构配置需求已略显疲态。需求一直是支撑债市的源动力,市场上各种因素通过影响投资者的心理,进而影响预期,最终表现在对债券的需求上。“需求为王”不仅解释了年初以来的上涨行情,也能解释近期市场的微妙变化。作为债券配置的主力,银行在存贷比压力下自有资金配置债券的步伐变得缓慢。年初放贷和年初配债一样,是银行为了获取全年收益的策略,当放贷挤压了配债的空间时,债券的需求自然就会减弱。而另外一个配置主力保险公司在投资范围扩容后对债券的需求也未大幅下降。其他如券商、基金等受预期的变化则更加明显。

在需求减弱背景下,供给却

有大幅上升的势头,仅3月前半月已公告发行的信用债规模就超过了2月。作为直接融资的重要工具,债券一直被各界寄予厚望,后期市场扩容,规模不断增加将带给市场更多的调整压力。

虽然众多信号都指出拐点已来临,但市场消化这些因素是缓慢的,能够提前进行调整的机构更是寥寥无几,更多的是在大幅调整后被迫降低杠杆。市场中总有一部分投资者对杠杆投资难以割舍,总是期望收获最大的回报。事实上,当前大部分信用债缺乏足够的流动性,因找不到交易对手而被动持有甚至承受亏损的例子不胜枚举。在大家的预期还未统一的情况下,聪明的投资者应该不再迷恋杠杆,而应以稳健的姿态及早做出决策。

杠杆是投资者盈利的法宝,没有杠杆,债市就失去了其原本的活力。机构亦习惯了与市场进行赛跑,总是期望在不断变换杠杆比率中跑赢大市。不同于成熟的市场,我们的债市往往呈现单一化的预期,“跟风”效应在债市中特别明显,一亏俱亏,一赢众赢是市场的常态,前期流动性支持下大家疯狂加杠杆就可见一斑。

对投资者而言,在调整来临时主动降低杠杆保存收益,往往比在拐点出现后被动持有承受损失来得实惠,这不仅需要勇气和智慧,更需要强有力的执行。市场变幻莫测,即使有众多的分析工具和逻辑支撑,也不可能达到百分之百的准确率,因此跑赢大市的往往是能先于市场进行杠杆调整。

人民币即期汇价创历史新高

尽管隔夜美元兑主要非美货币上扬,20日人民币汇率仍旧呈现强势,当日人民币兑美元即期汇率创出历史新高并改革以来的历史新高。

20日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设在6.2716,创1月15日以来的近两个月新高。受中间价上涨影响,当日人民币兑美元即期汇价跳空高开37个基点于6.2120,开盘即突破前期6.2124的高点,盘中该汇价最高涨至6.2113,收盘报6.2118,较前一交易日涨39个基点或0.06%。

10年期续发国债意外热发

财政部20日首次续发2013年第五期记账式附息国债。招标结果显示,本期续发国债中标利率大幅低于市场预期,认购倍数则达到2.38倍,在近两周发行的利率新债中显得格外抢眼。

招标结果公告显示,本期国债中标价格100.31元,对应参考收益率3.5198%,220亿元计划招标发行总量获得524.6亿元资金参与投标,对应认购倍数2.38倍。来自交易员的消息进一步显示,本期10年期国债边际收益率3.5476%,边际认购倍数达3.36。

资金利率小幅走高

尽管民生转债申购资金解冻,但周三(20日)银行间市场整体资金利率水平仍出现小幅走高。Wind数据显示,当日隔夜及7天期质押式回购加权平均利率分别为2.0289%和3.2896%,其中隔夜品种较前一交易日的2.1989%小幅滑落17个基点,7天期品种则比前一日的2.9633%高出32.63个基点。与此同时,20日中等期限品种的14天、21天、1个月期

点或0.06%。分析人士表示,19日美国新任财长雅各布·卢访华,可能对人民币汇率走强起到一定推动作用。此外,人民币即期汇价之前已在6.2150的前期高点附近盘整多个交易日,在市场结汇动力与人民币汇率走强预期较强的背景下,20日人民币汇率刷新纪录也在情理之中。此外,虽然本周的美联储议息会议政策基调依然不甚明朗,但美元中期反转预计仍难一蹴而就。主要非美货币汇率可能也不会持续保持近期的弱势表现。(王辉)

10年期续发国债意外热发

此前,机构为本期国债给出的预测发行利率区间集中在3.55%至3.60%,实际3.5198%的中标利率明显低于市场预期。市场人士指出,尽管近期二级市场市场状况相对偏弱,通胀等负面因素也在显现,但本次招标的续发国债为10年期关键期限,而部分大型机构在一季度即将结束的情况下依然没有配满额度,实际认购情况因而好于市场预期。除此之外,部分机构对于2、3月份的外汇占款持续大规模增长保持乐观,这也在一定程度上提振了相关机构的投标积极性。(王辉)

资金利率小幅走高

限的回购利率,均较前一交易日明显上涨。来自上海证券等机构的观点指出,3月中上旬财政存款的陆续投放,以及新增外汇占款的走高,使得银行间资金面已较为宽松。但随下周例行降准和季末时点的到来,银行间流动性会逐渐趋紧。在此背景下,央行短期内可能会在公开市场进行小规模对冲干预。(王辉)

评级追踪

中诚信国际

维持中国铁路建设债券存续债券AAA等级

中诚信国际信用评级有限责任公司18日发布了关于维持中国铁路建设债券存续债券信用等级AAA的公告。日前,国务院进行机构调整,原铁道部不再保留,新组建的中国铁路总公司3月15日公告称,自组建之日起,承继原铁道部负债。中诚信国际曾为2006年至2012年共七期铁路建设债券提供评级服务,评定原铁道部主体信用等级为AAA,该批铁路建设债券信用等级为AAA,并且该批铁路建设债券由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保。中诚信国际指出,持续增长

的铁路建设基金将为中国铁路建设债券的按期偿还提供可靠保证。此次国务院机构调整,原铁道部债务由中国铁路总公司承接,债务主体变更,但中央政府对原铁道部债券的支持政策不变,铁路建设债券仍由政府支持债券,并且该批债券仍由铁路建设基金提供担保,因此维持该批铁路建设债券AAA信用等级。

中诚信国际并称,后续关注铁路建设基金分拆后铁路建设基金的征收、汇集、使用情况以及作为债务承接主体的中国铁路总公司的运营情况。

中诚信国际:

关注江淮集团同悦轿车车身锈蚀事件

中诚信国际信用评级有限责任公司19日发布了关于关注安徽江淮汽车集团有限公司同悦轿车车身锈蚀事件的公告。公告指出,日前有媒体报道了江淮集团旗下同悦轿车部分车辆存在车身锈蚀的情况。江淮集团旗下上市公司江淮汽车已就该事件发布情况说明和公告,称该问题系“经验不足”,已在2010年

底有效解决”。在同悦之后推出的其他新产品,进行了工艺上的优化和改进,没有出现类似的问题。公告称,江淮集团拟对2011年12月31日前销售的同悦轿车实施召回,召回预计会对该2012年度相关财务信息产生一定影响。中诚信国际将持续关注上述事件的进展及其对江淮集团经营、财务及整体信用状况的影响。

鹏元:

上调马鞍山经开主体评级至AA

鹏元资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,上调马鞍山经济技术开发区建设投资有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持其2012年12月20日发行的8亿元市政项目建设债券信用等级为AA。

报告指出,跟踪期内,马鞍山市及马鞍山经济技术开发区经济总量不断扩大,财政实力继续增强,公司继续得到马鞍山经济技术开发区管理委员会以注入土地资产等方式的大力支持,公司资产规模增长较快,净利润对财政补贴有较强依赖;目前公司在建项目较多,资金投入较大,存在一定的资金压力。跟踪期内,担保方马鞍山市城市发展投资集团有限责任公司经营稳定,其提供的担保保障了本期债券的偿还。

基于上述情况,鹏元上调发行人主体长期信用等级为AA级,维持该期债券信用等级AA级,评级展望维持为稳定。(张勤峰)

最新企业主体评级信息

企业名称	最新长期评级	最新长期评级	评级展望	前次评级	最新评级机构
浙江龙盛集团股份有限公司	2013-3-18	AA	稳定	维持	AA 新世纪
中国铁路总公司	2013-3-18	AAA	稳定	维持	AAA 中诚信
南京公用控股(集团)有限公司	2013-3-15	AA+	首次		中诚信证券
上海电气(集团)总公司	2013-3-15	AAA	稳定	维持	AAA 新世纪
人福医药集团股份公司	2013-3-15	AA	稳定	维持	AA 联合
北京城市排水集团有限责任公司	2013-3-15	AA+	稳定	维持	AA+ 中诚信
江苏省农垦集团有限公司	2013-3-15	AA	稳定	维持	AA 中诚信
南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司	2013-3-15	AAA	首次		中诚信证券
湖北西塞山发电有限公司	2013-3-15	AA-	稳定	维持	AA- 新世纪
马鞍山经济技术开发区建设投资有限公司	2013-3-15	AA	稳定	调高	AA- 鹏元

正股扬眉吐气 转债无一下跌

20日A股市场涨势反弹,带动沪深可转债集体反攻,中证转债指数收复300点关口,上涨1.12%,创月内当日最大涨幅;转债个券无一下跌,股性较强的品种涨幅居前,美丰转债大涨6.48%,表现直追正股。

行情数据显示,20日沪深市场正常交易的22只可转债,在权益市场反弹而信用债市场偏弱背景下,转债估值提升更多依赖正股行情刺激,而这与当日转债行情由偏股型品种主导的局面吻合。在涨幅居前的转债中,美丰转债充当领头羊的角色,收盘上涨6.48%,如此高的涨幅在转债市场上颇为罕见,而其正股四川美丰当日亦大涨7.22%;截至当日收盘,美丰转债转股溢价率为-0.85%,基本可完全替代正股,这也解释了美丰转债弹性能够比肩正股的原因。此外,同仁转债、工行转债、巨轮转2及石化转债等股性较强的品种涨幅也都超过1.5%。而新钢转债、博汇转债、歌华转债等传统强债品种则上涨乏力,涨幅均在0.3%以内。

市场人士指出,短期股市反弹属于技术性修复,目前仍缺少支撑行情进一步上涨的驱动力。轻仓等待、控制风险依然是转债投资的关键。而值得一提的是,美丰转债已触发赎回,最新收盘价为150元,而赎回价格仅为103元。转债被赎回概率很大,建议投资者及早转股或兑现收益,不建议在提前赎回期间再介入该转债。(张勤峰)

三公司

今发超短融券

3月20日,港中旅集团、华能集团和五矿集团相继发布公告,将于3月21日分别发行一期金额25亿元、40亿元和20亿元的超短期融资券。

公告显示,港中旅集团即将发行的是公司2013年第二期超短融券,期限270天;华能集团将发行公司2013年第二期超短融券,期限62天;五矿集团将发行公司2013年第四期超短融券,期限180天。三只超短融券均采用固定利率,将通过簿记建档、集中配售的方式公开发售,票面利率由簿记建档程序确定,到期一次性还本付息。

时间安排方面,三期超短融券簿记建档日均为3月21日,缴款日、起息日为3月22日,上市交易日3月25日。三只超短融券均不设担保,根据评级机构评级结果,发行人主体长期信用等级均为AAA。(张勤峰)