

# 信用随利率起舞 配置价值犹佳

□本报记者 张勤峰

在上周以来的债市上涨行情中,利率债担当主角,信用债随风起舞,利率全线下行,信用利差整体维持在历史较低位置。市场人士指出,经济弱、政策松奠定债券牛市格局,信用债供需关系良好,利差暂无持续走阔风险,整体配置价值依然良好,未来机会将更多来自于利率债收益率的下行。

## 信用债全线上涨

上周以来,在疲软数据与宽松政策的刺激下,债券市场再度掀起一波轰轰烈烈的上涨行情。虽然利率债扮演着这轮行情的主角,但信用债的表现也不俗,各券种、各期限、各评级收益率普降。

据中债到期收益率曲线显示,本月13日至20日的六个交易日中,关键期限国债收益率平均下行约26bp,其中3年期、5年期品种下行幅度分别为27bp、30bp。信用债方面,以中票为例,3年期AAA级下行25bp,AA级下行25bp;5年期AAA级下行24bp,AA级下行21bp。信用债利率降幅虽稍小于利率债,信用利差略微走阔,但利率下行幅度也非常可观,同时,短期限、高等级品种利率下行相对突出,期限利差及评级利差因而短暂扩大。

市场人士指出,近期信用债利差稍微扩大,主要缘于利率债收益率出现更快下行,一定程度上反映为信用债流动性溢价的上升,而非信用状况恶化导致的风险溢价上升。事实上,交易所市场公



司债等产业类品种的信用利差在近期反而有所收窄。而整体上看,当前信用债的利差水平依然处在历史上较低的位置。

## 利差暂无走阔风险

在利率下行趋势依旧明确的基础上,信用利差走势成为市场更为关注的信用债价值影响因素。而目前较多的市场机构认为,年内信用利差尚无大幅走阔的风险。

中金公司最新周报指出,从供需关系分析,年内信用利差将维持低位,信用债整体具有良好配置价值。供给方面,尽管长假后信用债净供给增多,但目前看全月超过2500亿元的可能性不大;需求方面,各类理财资金的配置需求仍然很

强。中金公司指出,理财是增持信用债的绝对主力,当前理财冲规模的意愿仍然很强,新增资金规模和配置压力较大,三季度公募基金申购量也有所增多,因此信用债的新增配置需求仍在增加。

第一创业证券报告亦认为,目前信用利差无持续走阔风险。报告指出,9月的托管数据显示信用债交易性需求旺盛,这一需求成为维持利差在低位的一项重要因素,而经济下行压力下的货币政策定向宽松使得牛市依然值得期待,交易性需求会持续存在。此外,基于央行增加基础货币供给,10月配置型需求也会有较大改观。

需要注意的是,近期信用消息面上并不平静,央企二重遭降级、湘鄂债被ST等

等事件,表明在企业信用基本面没有实质改善的情况下,局部或个体信用风险将会陆续释放,市场对此已有所认识。不过,在短期内不大可能发生系统性风险这一点上,市场同样有较高的共识。海通证券报告指出,趋于宽松的货币政策是债券牛市的坚实基础,信用风险也因此被管控在不发生系统性风险的底线之上。中信建投证券认为,当前实际信用风险下降有限,但在融资底部回升后,宏观和中观层面如果能够企稳,企业信用资质可能会由于再融资的改善和需求的回暖而有所改善。

## 机会更多取决于利率债

如前所述,由于理财户存在刚性配置需求,而且短期内发生系统性风险的可能性不大,信用债整体配置价值依然良好。但由于信用利差已处在较低水平,未来进一步收窄恐与信用基本面的变化不符,信用债的表现将更多取决于利率债。

中信建投报告指出,货币政策处在持续定向放松中,打开了短期资金下行的空间,在资金利率下行后,近期期限利差和信用利差短暂扩大后仍存压缩空间,市场风险偏好有望在流动性充裕的刺激下再次升高。报告认为,从利率到信用的资产轮动有望继续,但是与前几次的情况相比,由于利差进一步收窄的空间较小,信用债的机会更多来自于利率债利率的下行。中金公司报告也认为,未来信用债利率下行空间依赖于基准利率打开。如果利率债收益率继续走低,信用债也将跟随享受资本利得。

## 交易员札记

### 回吐压力显现 收益率小幅回升

周二,资金面延续总体宽松格局,银行间质押式回购资金价格较为平稳,1个月品种加权利率下行10BP。本周将有9只新股启动申购,冻结资金或将突破七千亿元,再加上季度缴税影响,未来资金面可能有所收紧。

现券市场上,由于当日公布的三季度GDP同比增速创五年半新低但略好于预期,加上近期现券持续走强,获利回吐压力较大,债市热情有所降温。IRS反弹尤为明显,正回购暂停传言落空后,收益率有所回调。

国债方面,10年期成交在3.76%附近,7年期成交在3.73%附近,3年期成交在3.55%,1年期成交在3.49%;政策性金融债方面,10年期国开债成交在4.33%附近,7年期国开债成交在4.35%附近,5年期国开债成交在4.20%附近,3年期成交在4.10%附近,年内到期短券成交在3.85%附近。

信用债方面,短融收益率继续下行,接近1年的AA券种14天富CP001成交在4.7%,半年的AAA券种14招商局SCP003成交在4.25%,1个月的AA+短券13粤珠江CP001成交在4.10%;中票交投较为活跃,收益率继续下行,AA以上等级券种较受关注,5年期AAA券种14中联MTN001成交在5.68%-5.61%,4年半的14铁道MTN001成交在4.78%,2年附近的13古井MTN001成交在5.05%;企业债维持火爆行情,收益率回调,13东丽债成交在5.90%下行至5.85%,午盘后整体收益率有所回调。

三季度经济增速创下五年半新低,显示经济下行压力犹存,基本面弱势难改,市场流动性预期持续乐观。在政策面落地以及基本面的悲观预期驱动下,债市短期或将呈现小幅震荡走势。(中银国际证券 斯竹)

### 进出口银行24日 招标200亿元金融债

进出口银行21日公告,定于10月24日招标发行该行2014年第70至73期金融债。

上述四期口行固息债券发行额度均为50亿元,合计发行规模200亿元。其中,第70期为2011年第14期5年期债券的增发债,实际剩余期限1.79年;第71和72期分别为今年第68和69期增发债,期限为3年和5年;第73期为新发债,期限7年。

本次招标的70至72期债券均采用单一价格荷兰式招标,票面利率分别为4.60%、4.20%和4.34%;第73期债券采用单一利率荷兰式招标。第70至73期债券的起息日分别为8月4日、10月21日、10月21日和10月28日,缴款日分别为10月27日、10月27日、10月28日和10月28日,上市日分别为10月31日、10月31日、11月3日和11月3日。本次发行的各期债券均无基本承销额,发行手续费分别为0.05%、0.05%、0.10%和0.10%。(王辉)

## 中证面对面

# 货币宽松不止 债市长牛难休

□本报记者 王辉

10月以来,在央行调降正回购利率、向股份制银行注入资金等新一轮宽松政策刺激下,债券市场尤其是利率债市场,在前期年初以来已经累积较多涨幅的情况下,再次出现急速上涨。上海证券研究所总经理助理兼首席分析师胡月晓、广发银行金融市场部利率及衍生交易主管欧阳健表示,10月至今市场的上涨是对于货币宽松尤其是货币成本下降的合理反映,虽然前期市场已累积了较多涨幅,但未来较长时间内,仍将是“货币宽松不止、债市长牛难休”。

## 经济短期难彻底走出困境

中国证券报:最近一周,9月份和三季度主要经济数据陆续公布,三季度GDP7.3%的同比增速略高于市场预期。如何看待这些最新数据?

胡月晓:从本周二公布的投资消费等一些工业增加值的数据来看,工业增加值等指标正在企稳。整体而言,虽然政府在制造业领域等方面对结构转型和改革做了一定对冲,使得宏观经济未来不会持续下滑,但是短期内走出困境还很困难。预计四季度GDP增速会略高于三季度,全年增速预计在7.4%和7.5%

之间。

欧阳健:从已经公布的三季度经济数据来看,还是有很多经济领域会受到房地产投资下滑、经济增速下降的明显挤压。因此,三季度和9月份宏观经济仍然还只是阶段性的反弹,很难说是一个趋势的转变。但从未来更长时间来看,明年GDP的增长指标,还会小幅下一个台阶,而这能够更好地推动实体经济去杠杆、去过剩产能、去泡沫化。就经济复苏的风险而言,未来宏观经济反弹难持续,增速再度下滑的可能性仍然存在。

## 四季度债市仍将走强

中国证券报:如何解读今年以来债券市场的持续上涨?

胡月晓:货币数量(即流动性)收紧的同时,成本可以下降。这是今年货币环境出现的一个与往年显著不同的新变化。年初以来,央行在数量保持稳中偏紧的同时,持续引导货币成本下降,从而带动了债券估值的持续上涨。尤其10月国庆长假之后公开市场回购利率第三次的下调,全面点燃了市场的做多热情。</