

# 信用债行情火爆 利率债酝酿补涨

□本报记者 张勤峰

6月底7月初以来,以信用债绝对收益和信用利差大幅下行作为标志,债券市场重整旗鼓,持续上演结构性牛市行情。当前,大部分信用债收益率已接近甚至刷新历史低位,本就较低的信用利差也进一步收窄。分析人士指出,未来信用债绝对收益率继续下行将越发依赖基准利率打开下行空间,而偏低的信用利差也使得利率债的相对价值逐渐显现,配合股市行情震荡、经济复苏证伪,利率债上演补涨行情的概率正上升。

## 信用债一马当先

近段时间,债券市场重新走牛,各类券种都出现了回暖迹象,但说到主力品种,信用债当仁不让。月初以来,信用债行情几近狂热,绝对利率和信用利差均快速下行,接近甚至突破历史低位,一级市场甚至出现一券难求的状况。

银行间市场上,近期各期限中短期票据及企业债收益率均显著走低,中短期收益率降幅较大,整体收益率曲线陡峭化下行。以中短期票据为例,7月27日,AA+级1年期、3年期、5年期和7年期品种的中债到期收益率曲线取值依次为3.51%、4.27%、4.62%、5.05%,分别较6月末下行40bp、30bp、35bp、19bp。

中高等级信用债是这一轮行情的大赢家。以银行间5年期中票为例,7月27日,AA-级、AA级、AA+级、普通AAA级品种中债收益率取值依次为6.68%、5.12%、4.62%、4.13%,自7月初以来分别下行22bp、32bp、35bp、29bp,AA级及以上等级品种利率降幅突出,尤其是兼顾信用资质与收益回报的AA+级别。

交易所市场上,公司债、企业债各等级各期限收益率全线走低,AA+及以上等级的可质押公司债,各期限收益率全面创下历史新高,且收益率水平显著低于银行间可比债券。以5年期AA+债券



为例,目前交易所公司债收益率在在3.53%,银行间中票则在4.42%。

尽管中高等级、中短期限的信用债行情更火爆,但与利率债相比,近期各等级各期限信用债表现都很抢眼,信用利差全面收窄。据券商报告,AA+及以上等级信用利差已降至2008年以来的四分之一分位数左右,逼近历史最低值。

## 增量资金是推手

在基础债券利率没有明显松动的情况下,信用利差收窄扮演了近期信用债牛市行情的主要推手。然而,年内信用风险事件不断,企业信用基本面并未出现太大改善,甚至局部仍在恶化。同时,6、7月份正值评级调整高峰期,近期负面评级事件屡见不鲜。以此看,信用基本面变化似乎并不支撑信用利差出现如此明显的收敛。

实际上,由于低等级收益率下行不如中高等级明显,近期信用债等级间利差在走阔,即信用风险溢价在上升,这与信用基本面的变化是基本吻合的,也说明流动性溢价收窄才是近期信用利差大幅收窄的本质。

流动性溢价的收窄有赖于资金的推

动。近期信用债从短期限到中长期限的轮动恰好符合资金驱动的特征。分析人士指出,近期信用债走牛归根到底是由于市场上出现了大量的增量资金。

7月以来,半年末效应消退,货币市场流动性重归宽松,资金利率走低,活跃了信用债套息操作,刺激了信用债需求。更重要的是资金搬家——近期股市去杠杆和IPO暂停后导致资金汹涌回流债市,信用债吸纳了主要的增量需求。

国内某券商报告指出,今年上半年,打新、配资、两融等权益类产品分流了大量债市投资资金,在供给压力巨大的情况下,加剧了供需关系的紧张,而随着股市不确定性上升,加上IPO陷入停滞,6月底以来资金开始大量回流银行理财、债券基金等以债券配置为主的机构或产品中。尤其是银行理财,一方面由于打新等权益类高收益资产大幅减少,理财需重新寻找出路,而另一方面资金回流使得理财发行成本下降,负债端成本下降以及资产端高收益资产减少,推动各类理财资金对信用债的配置需求出现明显提升。据交易员反映,近期大量理财、偏债型基金等资金开始涌入债券市场,正是市场无视供给、股

债需求依然较大。

总体看,国金证券等机构认为,未来一段时间很可能出现情况是,利率债收益率补跌,信用债收益率虽然下行空间不大,但也不会大幅上升,毕竟配置需求依然非常旺盛。

市反弹、6月经济数据回暖等因素影响而走强的底气所在。

分析人士指出,由于信用债绝对收益更高,一向是理财、基金等机构配置的重点,而今年信用债供给压力相对温和,因此更受青睐。低等级仍受制于信用基本面,跑输中高等级并不奇怪。

## 利率债或补涨

当前,信用债绝对收益率和信用利差均已处在历史偏低水平,下一步信用债行情何去何从值得思考。综合券商观点来看,资金利率低位运行,风险偏好下降,债市资金回流,都仍然对信用债需求构成支撑,而信用债供给受制于偏弱的实体融资需求,短期难以明显增长,理财等资金欠配仍将是短期内主导市场的主要因素。在打新重启和供给显著放量之前,信用利差仍将维持历史低位,甚至趋于进一步压缩。但由于信用利差已经明显偏低,未来信用债收益率进一步下行将依赖于利率债收益率打开下行空间。

部分研究机构认为,在比价效应支持下,未来利率债出现一波补涨行情是大概率事件。与历史数据比较,目前的信用债利差并不是一种常态水平,尤其是在经济增长放缓,企业盈利压力较大的现实背景下。未来信用利差继续压缩的空间已经有限,而信用债的相对投资价值正在显现。同时,近几日股市反弹行情趋弱,市场谨慎情绪较重,经历年内中剧烈波动后,风险偏好已系统性下降,债券资产总体配置在上升,对利率债同样也会带来增量需求。此外,7月财新PMI全线回落,大宗商品价格再度暴跌,企业库存量价齐跌,显示经济下行风险依然较大。

总体看,国金证券等机构认为,未来一段时间很可能出现情况是,利率债收益率补跌,信用债收益率虽然下行空间不大,但也不会大幅上升,毕竟配置需求依然非常旺盛。

计短期有效需求仍然萎靡。考虑到后续转债正股整体大涨概率较低,转债整体转股溢价率或仍有压缩空间。建议投资者精挑个券,选择估值有安全边际的品种,给予电气转债、歌尔转债、格力转债、宝钢EB“增持”评级。

## 中金公司:锁定获利再做打算

基于对股市区间震荡的判断,短期仍有试探区间震荡上沿的潜力,电气、宝钢EB甚至歌尔、航信等转债仍有持有价值。但对于赎回压力渐近的品种如格力、歌尔,溢价率存在持续压缩的空间,好在对正股抛压不大。简单来看,格力、歌尔和即将进入赎回期的电气转债溢价率都在15%-20%区间,较前期已经明显回落,但仍透支股市在两个月内冲高到4600点之上的预期,目前看获利空间不大。而且,为避免急售转债由于股价下跌而大额赎回的一幕出现,预计后续转债留给投资者赎回转股的时间很可能变短。整体而言,仍建议持有电气、宝钢EB和歌尔转债,关注格力等转债逢高兑现机会,航信的正股替代策略仍强于持有转债。一旦进入区间震荡上沿,建议先锁定获利再做打算。

## 可转债

### 国泰君安证券:整体机会不大

A股经过两周多的反弹后,短期进一步大涨的空间有限。受转债市场规模缩减以及6月股市暴跌影响,转债基金整体规模和杠杆均出现不同程度的下降,预

## 转债指数跌近10%

27日,受A股市场大幅下挫影响,交易所可转债(含可交换债)全数收跌,中证转债指数全天下跌近10%。市场人士指出,当前A股行情波动仍大,转债整体估值压力有所释放但尚属较高水平,短期机会不大,建议规避风险。

昨日A股市场低开后震荡走低,午后出现恐慌性抛售,拖累指数加速下滑,上证综指收盘下跌8.48%,两市有超过上千只股票跌停。两市6只存量可转债对应正股全部封跌停,权重个股拖累中证转债指数全天下跌9.84%,跌幅超过A股基准指数,转债个券表现分化,跌幅大多要小于正股。

具体来看,昨日电气转债全天下跌12.44%,跌幅居首,也是当天唯一跑输正股的个券。格力转债、14宝钢EB紧随其后,分别下跌9.43%、8.57%,歌尔和航信转债双双下跌6.5%左右,而15天集EB跌幅最小,为2.88%。

昨日转债个券表现较为反常,相对低估值品种跌幅大,

而估值较好的品种反而抗跌。如昨日跌幅最高的电气转债,最新转股溢价率为12.9%,在存量转债中溢价率最低;格力转债溢价率也收窄至16.7%,跌幅却列第二位;航信转债溢价率高达97.2%,但跌幅要小于大多数转债,并跑赢了正股;跌幅最小的天集可交换债溢价率也高达60%,由于条款的劣势,该交换债被认为一直存在高估。

市场人士指出,相对低估值转债如电气、格力等跌势加重,或是因为临近赎回期或接近赎回,且可能反映了投资者对正股走势较不乐观的预期。总体看,目前转债或是临近赎回,面临估值自然收敛,或是估值高企,透支正股上涨前景,尤其在行情波动加大的情况下,转债可能面临估值和溢价的双重压力,仍缺乏系统性机会,但可以在下跌过程中围绕低估值品种进行波段操作,电气转债的相对投资价值在上升。(张勤峰)

## 人民币兑美元汇率几无变化

27日,人民币汇率延续“盯住”美元的走势,兑美元汇率中间价与即期汇率波动甚小。市场人士指出,近段时间人民币兑美元汇率持续横盘,表明市场各方对人民币兑美元汇率保持基本稳定比较认同。

上周五,美元指数温和上涨,美元汇率在经历短线连续的升值后展开震荡,在新一轮美联储议息会议召开前夕,市场观望情绪有所上升。本周二、三美联储将召开新一次议息会议,市场普遍预计此次会议上不会有加息的动作,但是美联储已明确表示,希望在2015年底之前加息,且房地产和就业的强势,越发支持美联储在年底前加息的举动。

本周一(27日),人民币兑美元汇率中间价下调7基点,设在6.1176元,基本保持了对美元指数的联动,同时也延续了5月底以来持续窄幅震荡的走势,波动

要明显低于美元。即期汇率方面,27日人民币兑美元即期询价交易收盘报6.2095元,与前一交易日收盘价持平,全天呈现横盘运行的态势,日内最高至6.2094元,最低只到6.2100元,全天波动小于10基点。

自3月底以来,人民币即期汇率横盘运行渐成常态,尤其是6月中旬以来波动进一步收窄,基本上就在6.21元下方拉锯,市场购售力量势均力敌。

外汇市场人士指出,随着经济持续复苏,今年三季度以后美联储可能会逐步退出宽松货币政策,这将继续支撑美元相对强劲的走势。预计人民币有可能维持对美元轻微贬值的压力,但考虑到中国决策层推进人民币国际化的坚定决心,大幅贬值的风险仍然较低。总体上看,未来人民币汇率将保持基本稳定。(张勤峰)

## 资金面平稳偏松 隔夜利率继续走高

27日,近期银行间市场资金面延续整体宽裕格局,主要期限资金利率保持低位运行态势。不过,隔夜利率仍保持温和上涨,自月初以来已累计回升24基点左右。

来自Wind的数据显示,27日银行间隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构)分别为1.37%、2.50%、2.82%、3.03%。相较于7月24日,隔夜及1个月品种均上涨5基点,7天和14天期品种则分别下跌2和7基点。

值得注意的是,自7月1日以来,隔夜回购利率连续走高,累计上涨约24基点。

市场人士表示,月末时点因素及各方对于货币宽松预期趋缓,导致市场资金利率水平难以继续大幅下行,预计短期内银行间资金利率整体仍会以稳为主。

在公开市场方面,本周公开市场共有700亿元逆回购到期,而由于本周为7月最后一周,市场人士预计,本周央行预计仍可能保持小规模的资金净投放。(王辉)

## 云南、黑龙江 地方债招标结果符合预期

7月27日,云南省财政厅招标发行了总额47亿元的2015年第一批云南省政府专项债券(一至四期)。同日,发行额合计182.1亿元的四期2015年第一批公开发行黑龙江省一般债券、总额合计35.7亿元的2015年第一批公开发行黑龙江省政府专项债券也顺利发行。

相关发行结果公告显示,云南省本批政府一般债券期限分别为3年、5年、7年和10年,中标利率分别为2.84%、3.16%、3.45%、3.49%,均落在招标利率区间的下限。

来自Wind的统计数据显,自5月18日2015年地方债发行正式启动以来,截至7月27日,已发行的地方债总量达到292期、1.36万亿元。(王辉)

## 口行30日招标两期金融债

进出口银行27日公告,该行定于7月30日对该行2015年第十二期、第十三期金融债进行新一次增发。本次增发的两期债券均为固定利率金融债,发行规模均不超过40亿元,期限分别为3年和5年。

本次发行的3年和5年期口行债,将以全价价格招标方式发行,采用单一价格中标(荷兰式),招标时的票面利率分别为3.53%、3.81%,起息日均为2015

年6月8日。这两期债券招标时间均为7月30日10:00至11:30,分销期均为7月30日至8月3日,上市日均为8月5日。这两期债券均无基本承销额度,3年期发行手续费为0.05%,5年期发行手续费为0.10%。

来自Wind的统计数据显,截至7月27日,今年以来政策性银行合计发行债券1.66万亿元,较2014年同期1.53万亿元的发行量小幅增加。(王辉)

## 500亿国库定存30日招标

□本报记者 张勤峰

中央国库现金管理操作室27日发布的公告显示,财政部、人民银行定于本月30日上午9:00至9:30,通过中国人民银行中央国库现金管理商业银行定期存款业务系统进行2015年中央国库现金管理商业银行定期存款(六期)招投标。本期操作量500亿元,期限3个月(91天),起息日为2015年7月30日,到期日为2015年10月29日(遇节假日顺延)。

有交易员表示,本期国库现金定存开展于月底,对机构可能有一定吸引力。此前最近一期3个月国库现金定存招投标开展于6月16日,中标利率为3.4%。而近期股份行发行的6个月期同业存单利率约在3.3%左右,因此预计本期国库现金定存利率将接近或略低于上一期水平。

Wind数据显示,本月23日有一期6个月期国库现金定存到期,操作量同为500亿元,因而此次操作是对到期资金的再投资,但由于操作时点有错位,将有助于缓解企业缴税导致的短期资金面收紧的状况。

统计显示,今年以来财政部已进行了5期国库现金定期存款招标,期限包括3个月、6个月和9个月三种,总额2300亿元,但同期有3200亿元国库定存到期。

## 评级追踪

### 中债资信调升孚日股份评级

中债资信近期发布了对孚日集团股份有限公司的跟踪评级。

中债资信指出,孚日股份跟踪期内在巾被行业仍具备一定规模优势和市场竞争地位,尽管纺织行业经营承压,但棉花政策的改革使得行业成本小幅缓解,公司仍以外需为主,客户结构持

续优化,并积极拓宽网上渠道及“洁玉”品牌销售,同时完全退出光伏业务并成立小额贷款公司,整体上公司经营风险仍较低。跟踪期内,公司偿债指标有所趋弱但未来无大额支出,债务规模大幅增长的可能性不大,整体财务风险仍较低。

中诚信国际指出,2014年以来,汽车经销行业景气度较为低迷,但国家对汽车经销行业整合给予更多政策且汽车厂

商在商务政策方面给予经销商更多支持有利强势品牌发展;公司突出的高端品牌资源优势使得豪华及超豪华品牌汽车在公司新车销售收入中具有极高占比;良好的经销网络布局和豪华品牌客户保有量的增长使得售后业务对收入和利润的贡献较为显著;公司实际控制股东中正通汽车服务控股有限公司发起设立汽车金融公司对公司新车销售业务产生较强的协同作用;实际控制股东作为香港联交所主板上市公司拥有畅通的融资渠道。

基于以上原因,中诚信国际将圣泽捷通的主体信用等级由AA-调升至AA,评级展望为稳定;维持“15圣泽CP001”、“15圣泽CP002”的债项信用等级为A-1。(张勤峰 整理)

### 近期部分企业评级变动信息

企业名称	最新长期评级日	最新长期评级	评级展望	评级调整	前次评级	最新评级机构
山西乡宁焦煤集团有限责任公司	2015-7-27	AA-	负面	维持	AA-	大公
内蒙古阜丰生物科技有限公司	2015-7-27	AA+	稳定	调高	AA	中诚信国际
淮南矿业(集团)有限责任公司	2015-7-27	AAA	负面	维持	AAA	联合资信
黄石哈特贝尔精密锻造有限公司	2015-7-27	BB	稳定	调低	BB+	大公
武汉圣泽捷通物流有限公司	2015-7-27	AA	稳定	调高	AA-	中诚信国际
安徽皖南煤电集团有限责任公司	2015-7-27	AA	负面	维持	AA-	大公
重钢西航矿业有限公司	2015-7-27	AA-	稳定	维持	AA-	中诚信国际
陕煤建工集团有限公司	2015-7-27	AA	正面	维持	AA	