

火爆的信用债:戴着“脚镣”起舞

□本报记者 王姣

“卖家说多少就多少买了。”年初以来,大量资金争先配置信用债,刚性需求的释放点燃了这一市场的火爆行情。

在经济疲软、利率下行的背景下,相对高收益产品稀缺和刚性配置需求上升的矛盾,使得相对收益较高的信用债成为“香饽饽”,短期信用债收益率持续创出新高,信用利差也进一步收窄。而信用债盛宴的另一面,却是违约事件频发,风险持续暴露之下,部分产能过剩行业的债券备受冷落,其行业或开始进入去杠杆周期。

业内人士认为,短期内,信用债尤其是理财资金追逐的品种并无大的调整压力,但当下信用环境仍未明显改善,眼下投资信用债仍如“戴着脚镣起舞”,建议投资者延续短久期、高评级的投资策略,在信用债行情狂热的时候保持一份冷静。

信用债行情火爆

进入3月,信用债市场投资热情仍居高不下。据业内人士透露,许多农商行、城商行的资金正从信贷市场流入债券市场,机构对短久期、中高评级信用债需求旺盛,一些AA+级以下的中低等级债券也变得十分紧俏。

从一级市场近期招标情况来看,7年期的“16荆州城投债”和“16启国投债”认购倍数分别高达6.2125倍和5.86倍,票面利率分别为3.97%和4%。交易商协会公布的发行指导利率已连续六周下行。上周1年期各等级下行2BP;3年期各等级下行1-3BP;5年期各等级下行3-4BP;7年期各等级下行2-3BP;10年期及以上各等级上行1-2BP。招商证券指出,受整体利差缩小的影响,低等级民营企业债券的收益率也在持续下行。

二级市场上,近期信用债收益率整体仍呈下行趋势,尤其短久期高等级信用债收益率明显下行,年内下行幅度已



达20-30BP。信用利差小幅走扩后收窄,绝对水平仍处于低位。据海通证券数据,以5年期AA+品种为例,公司债信用利差最高,约118BP;城投债信用利差亦较高,超过100BP;而产业债和中短票据相对较低。其中产业债不足100BP的信用利差明显低于其他品种。

业内人士表示,在经济疲软、利率下行的背景下,“资产配置荒”蔓延和刚性配置需求上升的矛盾,促使相对收益较高的信用债成为“香饽饽”。

海通证券在最新研报中指出,理财规模持续增长,配置压力依旧高企,利率债频繁窄幅波动,趋势性投资交易的性价比明显下降,而利用信用债套息交易的需求随之升高。就期限而言,短久期信用债受到追捧,这主要受益于“金融支持工业”的政策导向,信用风险短期隐匿。而基于对经济企稳和通胀上升的担忧,中长期低等级的信用债则表现不佳。

盛宴背后的风险

不容忽视的是,火爆的信用债市场伴随着违约迭起。年初至今,国内债券市场发生的偿债风险事件已达10多起,其中有7起已发生实质性违约,近日华电煤业、包钢集团等评级展望又接连被调为负面,债券违约及发债主体评级下调有

愈演愈烈之象。

虽然有多个债券先违约后又通过多种方式完成兑付,但市场人士指出,在经济增速下行压力犹存、供给侧改革持续推进的背景下,信用基本面仍有边际及局部恶化的迹象,类似的兑付风险事件可能会越发频繁,更多的短融、超短融出现违约只是时间问题。对投资者而言,规避低评级、产能过剩行业等“雷区”信用债成为重中之重。

据业内人士透露,年初以来,在城投债依然明显受追捧的同时,产业债特别是产能过剩行业的债券备受冷落,产能过剩行业的债券认购倍数多在1倍左右,煤炭钢铁和民企不少取消发行或推迟发行,二级市场对产业债谨慎防御的心态较重,资质差的产业债几乎无人问津。

据中信证券数据,今年以来,产能过剩行业二级市场利差上行,一级市场中采掘、建材、化工等上游周期行业债券发行大幅缩量,净融资额甚至为负,分别为-7亿元、-3亿元、-1亿元。

中信认为,产能过剩行业的净融资额持续减少甚至为负,需求上看反映了投资者对产能过剩行业债的谨慎心态,供给上看也表明产能过剩行业新投资项目较少,发行债券主要用于借新还旧、补充流动性,或许暗示这些行业开始进入去杠杆周期,债务去杠杆的部门信用风

走扩的压力,信用债分化将加剧,建议选择中高等级债券。

兴业证券: 产能过剩行业也有博弈空间

目前来看,产能过剩行业龙头企业短久期债券仍有博弈的空间。在产能过剩行业中选择短久期债券,主要要看,第一,公司有没有政策支持;第二,公司本身有没有较大的短期债务偿付压力。绝对的一线龙头企业性价比不高,而规模大、有相对竞争优势、外部流动性支持好的二线龙头企业再融资环境显著恶化的概率不大,部分股东背景较强、短期兑付

险或加速释放。

留一份清醒

2016年为信用债存量债务到期高峰,如果加上年初发行的超短融,信用债到期总量更大。业内人士认为,考虑到市场信用风险事件不断增多,建议投资者不要被收益率的下行麻痹放松对于企业资质的要求,将风险防范置于首位,延续短久期、高评级的投资策略。

海通证券指出,今年以来违约频发,中高评级信用债信用利差却降至历史低位,而资质较差的信用债利差未见压缩,评级利差震荡走高至历史中位数以上。二季度低评级债券到期量仍在高位,信用违约将呈常态化,高低等级信用债走势将进一步分化,等级利差有望继续上行。

华创证券亦提醒投资者,近期由于银行理财带来的配置需求依然旺盛,目前短久期品种收益率维持较低位置,需要警惕资金市场流动性偏紧,对信用债杠杆策略形成的压力,高杠杆操作的机构应降低杠杆水平。

“理财资金不仅为债券市场带来大量源头活水,同样导致流动性风险的持续积累。”广发证券指出,目前存在三方面的力量驱动资金流向的逆转。其一,经济预期回暖、通胀预期强化导致交易性资金集中出逃,从而触发资金流动的负向循环。其二,债市信用风险持续暴露,导致资产收益率雪上加霜,从而加剧理财兑付压力。其三,监管趋严导致市场出现短期摩擦,引发市场流动性冲击。当前达摩克利斯之剑依然高悬,债券市场仍需维持谨慎。

具体到投资策略,综合机构主流观点来看,信用债后续将继续分化行情,由于银行理财需求较为刚性,短久期、中高等级品种仍将受到市场的青睐,收益率有望进一步下行,低评级品种仍以防御为主。与此同时,产能过剩行业龙头企业短久期债券仍有博弈的空间,可精挑细选相对安全的主体适当参与。

压力不大企业的短久期债券仍有精挑细选的空间。

兴业证券: 缺资产支撑高票息品种需求

二级市场收益率普遍下行,主要是因为:第一,委外资金成本较高,在资产荒背景下具有较大的配置压力;第二,当前市场多空因素交织,利率债在长期逻辑和短期因素对冲叠加下不易看到明显的趋势性机会,信用利差已被压至低位。在央行呵护资金利率,资金成本较为稳定的背景下,市场自然对具有明显票息优势的信用债青睐有加。(王姣 整理)

3年国债中标利率低于预期

财政部23日招标的3年期国债中标利率低于二级市场水平和市场预期,认购倍数为2.5,显示机构配置需求尚可。市场人士指出,连续多日净投放后资金面有所缓和,但流动性还难言宽松,近期市场情绪略偏谨慎,预计债市仍将维持窄幅震荡格局,不过机构配置需求释放仍将支撑新债发行。

财政部昨日招标续发行200亿国债,期限3年,中标结果显示,其加权中标收益率为

2.2421%,低于市场预期均值2.28%;边际中标收益率为2.2737%,投标倍数2.50倍。3月22日,中债3年期国债到期收益率为2.3603%。

财政部昨日续发行国债的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与之前发行的同期国债相同。从2016年1月28日开始计息;票面利率2.55%;按年付息,每年1月28日支付利息,2019年1月28日偿还本金并支付最后一次利息。(王姣)

配置需求稳固 农发债中标利率均低于二级市场

继21日增发一组国债债之后,23日,中国农业发展银行又招标发行了5期固息增发债,发行收益率均不同程度低于二级市场水平,继续展现一级市场刚性配置支撑。

农发行23日招标的5期固息债,是该行今年第7至11期金融债的增发债,期限分别为7年、10年、15年、20年和5年。据市场人士透露,本次5年期债券发行参考收益率为2.9566%、7年期为3.2485%、10年期为3.3153%、15年期为3.8541%、20年期为3.9336%。而中债到期收益率曲线显示,3月22日,银

行间市场上待偿期为7年、10年、15年、20年和5年的固息非国开政策债收益率分别为3.0591%、3.2802%、3.3303%、3.8780%、3.9504%。前述各期增发债发行收益率均不同程度低于二级市场估值水平。相比之下,期限稍短的5年期品种二级利差最高,达10bp,其余品种则多为2到3个bp,显示机构相对偏好短期限品种。

市场人士指出,近期一级市场招标结果持续回暖,展现了刚性配置需求的支持,但机构逐短避长,亦透露出对短期市场仍存谨慎看法。(张勤峰)

交易员札记

利率低位可期 下行稍显乏力

□中银国际证券 斯竹

周三银行间市场资金面继续呈现先紧后松的变化,午盘后隔夜资金面出增多,流动性紧张得以纾缓。债市方面,新债认购火爆,带动二级市场交投活跃,但现券收益率仍维持小幅波动,下行意愿不足。

利率债方面,周三国债收益率整体下行约2bp,关键期限中,3年期品种成交在2.30%,5年期成交在2.52%,10年期成交在2.83%;政策性金融债收益率整体下行1-3bp,国开债1年期成交在2.35%,5年期成交在2.95%,10年期成交在3.31%;地方政府债3年期AAA曲线下行至2.64%,6年期下行至3.03%。

信用债方面,短融交投集中在半年内品种,收益率小幅波动,高等级券种较受关注,如3个月的15鄂交投SCP002成交在

2.80%,半年多的16国药控股SCP002成交在2.79%;中票表现活跃,收益率略抬升,5年期15铁道MTN002成交在3.23%,15株洲城建MTN001成交在3.60%;企业债收益率小幅下行,2年期的AAA券种11供销债成交在3.06%,16绿地01成交在3.30%,资质稍弱的5年期券种13大丰债01成交在3.50%附近;交易所成交缩量,企业债、公司债收益率下行约2bp。

回顾一季度,利率债收益率窄幅波动,短久期高等级信用债收益率下行明显。随着理财规模不断扩容,后续资产配置压力仍将持续存在,构成债市收益率维持低位运行有力支撑,综合考虑经济与通胀上行预期抬头,流动性稳而不宽的状况,预计债券收益率将延续震荡走势。近期信用事件频发,信用产品分化将持续,中短久期品种较受关注。

公开市场操作连续六日净投放资金 资金面趋松 跨季应无恙

□本报记者 王辉

在资金面紧势仍未完全解除的背景下,周三(3月23日)央行继续在公开市场实施800亿元逆回购操作,连续第六日实现资金净投放。分析人士表示,短期资金面紧张形势仍在缓慢改善,未来几日央行维持短期流动性支持力度,预计就能保障流动性的基本平稳。

净投放600亿元

周三,央行再次开展了800亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于2.25%。在当日有200亿元逆回购到期的情况下,公开市场操作实现600亿元资金净投放,为连续第六个交易日净投放资金。此前5个交

易日,央行公开市场操作分别净投放资金50亿元、200亿元、900亿元、1200亿元和600亿元。继上周央行公开市场操作恢复资金净投放之后,本周连续第二周实现资金净投放,基本已成定局。

货币市场上,周三各期限质押式回购利率涨跌互现。数据显示,周三银行间市场隔夜、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2.00%、2.37%、2.70%和2.84%。其中隔夜和14天品种利率较前一日分别下行4bp和17bp,7天和1个月品种则分别上行4bp和10bp。

交易员表示,在企业缴税度过高峰期之后,短期限资金需求较前几个交易日有所减少,但14天及以上期限的跨季资金需

求在继续增多。与此同时,超千亿元的江南转债申购资金解冻及央行公开市场资金净投放,则从资金供给端提供支持。整体看,资金面紧张势头正逐步趋缓。

货币调控料延续积极态势

虽然临近季末,流动性仍存一定不确定性,但未来几个交易日资金面紧势预计不会继续升级。

中信证券报告指出,随着季末临近,受法定存款准备补缴等因素影响,未来几个交易日资金面仍面临一定压力。但预计央行公开市场操作将在前几日资金净投放的基础上,继续提供流动性支持,以保持流动性的基本平稳。

上海证券最新的固收日报也认为,近

上涨动力不足 期债继续震荡

微涨0.016元或0.02%。至此,国债期货连续两日走稳,自上周后半周出现的调整过程算是告一段落。

23日,流动性呈现继续好转的态势,主要期限回购利率小幅回落。银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率下行约4bp至2.00%,7天利率则上涨4bp至2.37%,跨季品种14天和21天回购利率分别下行17bp、12bp。交易员称,月度缴税高峰已过,且江南转债网下发行申购定金退款,再加上央行连续实施公开市场净投放操作,助短期流动性紧张缓慢改善。昨日,央行再实施800亿元7天期逆回购操作,单日净投放资金600亿元,为本月16日以来连续第六次开展净投放操作。

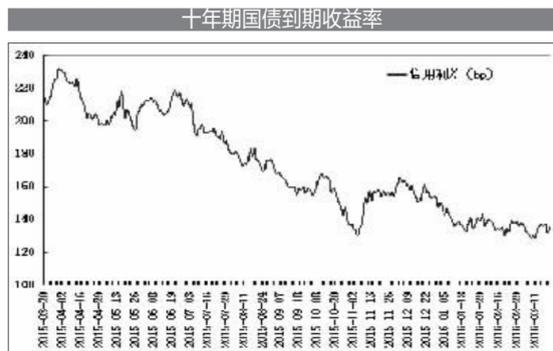
昨日现券市场交投平淡,收益率波动不大。银行间市场上,待偿期接近10年的国债150023尾盘成交在2.865%,小降1bp,同样接近10年的160004成交持稳在2.83%,接近5年的160002最后成交在2.53%,小降1bp。

震荡市波段操作

上周后半周,因资金面持续偏紧,国债期货重拾跌势,随着短期流动性形势趋缓,市场逐渐走稳并略见反弹,但上涨动力明显不足。交易员称,短期资金面有所好转,但仍谈不上宽裕,季末前流动性可能都不会特别宽松,公开市场操作利率下调基本无望,使得债券市场缺乏上涨动力,同时仍将面临基本面预期变化带来的边际不利影响,预计债券收益率将继续震荡。

据资金交易员反馈,23日大行供给继续转暖,但跨季资金需求也在增多,季末前市场心态仍偏谨慎。虽然有央行保驾护航,流动性平稳跨季问题不大,但短期可能难以期望货币市场利率出现大幅度的下行,而央行下调7天逆回购利率的意愿和条件似乎均不充足,决定了资金面暂时难为债券市场上涨提供有力支持。

与此同时,年初以来宽财政举措不断,伴随着财政支出不断发力,信用扩张



农发行28日增发3期金融债

中国农业发展银行23日公告称,将于3月28日下午利用中国人民银行债券发行系统增发3期金融债券,期限包括10年、15年、20年。市场人士指出,在短期资金面偏紧状况下,近期一级市场债券招投标仍表现较好,显示了配置力量的支撑,结合此前超长期限利率招投标情况看,预计这3期增发债券需求较好。

农发行此次将招标的包括

九期15年期、第十期20年期固定利率金融债券,本次发行规模分别不超过80亿元、20亿元、30亿元,票面利率分别为3.37%、3.95%、3.95%,本计息期起始日均为2016年2月26日。

具体安排上,本次增发的招标日均为3月28日,缴款日均为3月30日,上市日均为3月25日,起息日均为4月1日,将采用单一价格中标(荷兰式)的招标方式,不设立基本承销额。(张勤峰)

济南农商银行 28日发20亿二级资本债

济南农商银行23日公告称,将于3月28日公开发行为该行的2016年第一期二级资本债。

本期二级资本债为“5+5”年期品种,在第5年末附有前提条件的发行人赎回权,同时附带次级条款和减记条款,计划发行20亿元;将采用固定利率形式,不含利率跳升机制及其他赎回激励,票面利率不与发行人自身评级挂钩,也不随评级变化而调整。

本期债券将由主承销商组织承销团,通过中国人民银行债

券发行系统在全国银行间债券市场公开招标发行。时程安排上,3月28日为招标日,3月28日至29日发行,3月29日缴款并起息。根据联合资信综合评定,发行人主体信用等级为AA,本期债券信用等级为AA-。

据统计,年初以来,银行间债券市场共发行的商业银行二级资本债券16支,发行规模339亿元,经历了去年底的供给小高潮后,近段时间商业银行二级资本债券发行节奏一直比较平稳。(张勤峰)