

7月信用债恢复净融资 修复告一段落 信用债性价比下降

□本报记者 王姣

连续两月净融资为负后,7月信用债发行明显提速,当月总发行量、净融资额分别达6365亿元、2099亿元,双双创下今年新高。二级市场上,近期信用债收益率和信用利差持续下行,债券基金杠杆率回升则表明金融体系再次有了加杠杆的迹象。

“刚性融资诉求和发行成本回落的共振,驱动7月信用债发行和净融资创下年内高点。”市场人士指出,受益于监管态度缓和、资金面稳定及相对配置价值凸显等,信用债收益率出现一波快速下行,债券相对贷款的成本优势再度显现,前期累计的融资需求集中释放。但目前来看,金融去杠杆仍将持续推进,资金面紧平衡态势亦将维持,供给放量或将逆转此前有利的供需关系,且再融资风险和信用风险仍不容忽视,进一步加杠杆拉低信用债收益率和信用利差的空间有限,信用债总体性价比已下降。

净融资额转正

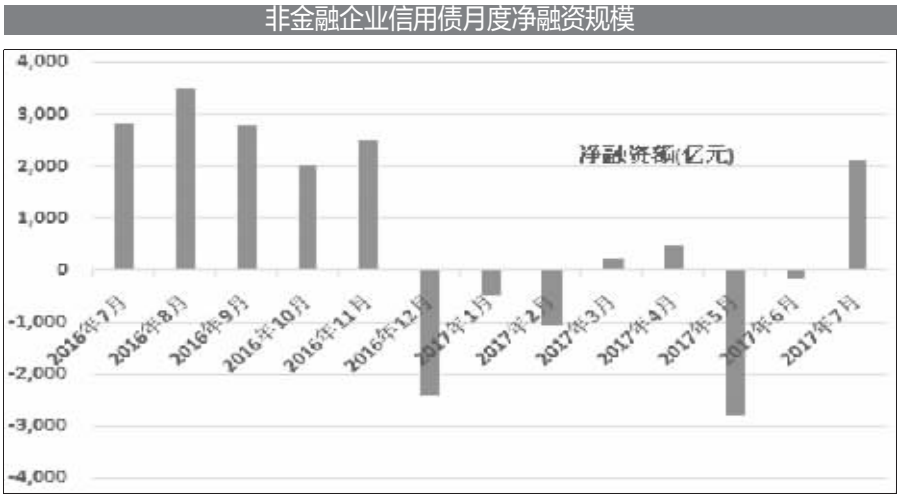
伴随近期信用债收益率持续回落,信用债相比贷款融资成本优势重现,一级供给加速释放。Wind最新数据显示,今年7月,非金融企业信用债(包含短融、中票、企业债、公司债、定向工具)总发行量为6365.4亿元,较上月增加2032.66亿元,当月总偿还量则小幅下降242.47亿元至4266.46亿元,净融资额达到2098.94亿元,和当月总发行量一起创下今年以来新高。

此前的5月、6月,非金融企业信用债净融资额已连续两月为负,其中5月总发行量仅为2357.72亿元,净融资额为-2813.66亿元,融资净流出规模创历史新高;6月总发行量增至4332.74亿元,但由于到期规模较大,当月净融资额仍为负值,融资净流出176.19亿元。总的来看,今年上半年非金融企业信用债净融资额为-3860.56亿元,6个月中仅有2个月净融资额为正。

在上半年的“寒潮”过后,7月信用债发行何以迅速回暖?在业内人士看来,这主要归因于刚性融资诉求和发行成本回落的共振。

中金公司指出,5月高等级信用债收益率超过贷款利率,推动企业以贷款替代债券融资的动力增强,导致当月信用债净增量创出历史新低。但伴随债券收益率快速下降,贷款和债券的比价关系又发生了变化。目前5年期AAA中票收益率已开始低于贷款利率,因此债券市场的融资成本优势又逐渐显现。

中债到期收益率曲线显示,自5月10日触及5.03%的逾两年新高后,5年期AAA中票收益率震荡下行,6月底跌回4.56%,7月份则盘整于4.6%左右。而目前



3-5年(含5年)期贷款基准利率为4.75%。

“究其原因,一是6月份以来信用债收益率大幅下行,债券相对贷款的成本优势再度显现,发行人发债意愿上升;二是市场需求好转,再融资压力较大的地产和城投企业发债难度下降,事实上,地产和城投类债券占7月债券净融资一半以上。”海通证券姜超团队表示。

中金公司指出,后续供给能否持续维持高位仍取决于两个因素。一是信用债融资成本和融资便捷性是否相比贷款有明显优势;二是是否有大量城投由贷款和非标转向债券市场融资。

债市杠杆率回升

在一级市场量升价降的同时,近期信用债二级市场收益率下行态势更明显。Wind数据显示,6月至7月,1年、3年、5年期AA+级中票到期收益率分别下行约34BP、60BP、52BP,1年、3年、5年期AA-级中票到期收益率分别下行了约52BP、87BP、62BP;单从7月份来看,AA+级收益率涨跌互现,如3年期上行约4BP,5年期下行约10BP;而AA-级收益率继续明显下行,其1年、3年、5年期收益率分别下行了18BP、16BP、26BP。

“这一轮信用债行情扩散的特征十分显著,首先是2-3年的高等级信用债因配置价值凸显出现反弹,随着行情深入,上涨趋势开始扩散到低评级和长久期信用债,甚至低评级债券的下行幅度整体要高于高等级债券。”国泰君安证券收益首席分析师覃汉点评称。

值得注意的是,伴随着一二级市场行情的回暖,债券市场杠杆率有所回升,这一现象引发业内人士关注。机构数据显示,今年二季度,老开放式债基金杠杆率由一季度的1.15升至1.19;老封闭式债基金杠杆率由1.21升至1.25。具体来看,信用债(含短融、企业债、中票等)持仓比例由48.7%大幅上升至52.3%,其中除短融之外的信用品种持仓比例由33.6%升至

35.1%。

“从近期公布的基金行业二季报来看,受益于资金面的稳定和债券相对配置的凸显,二季度债券基金杠杆和债券仓位、信用债久期均有提升,这也是此轮信用债收益率快速下行的主要原因。”中金公司指出。

收益率继续下行空间有限

客观上看,这一轮信用债市场回暖有多重原因,如基本面上经济持续企稳、工业企业利润持续改善;政策面上,监管协调推进令市场担忧情绪减缓,货币政策维持稳健中性;流动性上,6月资金面表现明显好于预期,7月资金面整体均衡偏松;市场层面,金融机构前期仓位较低,配置需求刚性,且信用债在前期大幅调整后配置价格凸显。

但据业内人士透露,信用债的上涨行情持续扩散还是有些超预期,虽然市场持续走强,但是“踏空者众”。多数机构认为,信用债收益率在经历了快速下行之后,目前绝对收益率水平对投资者吸引力下降,近期市场观望情绪明显较重,成交大幅收缩。同时在负债成本刚性以及金融去杠杆

观点链接

中金公司:信用债融资将温和回暖

关注到众多融资渠道都在收窄,不少银行的信贷额度提襟见肘,信贷利率近期明显上行,而信用债利率经历了6月份的明显回落,这些因素都会促成信用债发行有所恢复。当然,这种融资方式的转换很难完全对接,因此回升会较为温和。与此相应,融资需求发行在表内和表外还是存在一定的区别。表外广义基金规模大幅膨胀,需要直接融资满足其配置需求。

招商证券:关注再融资风险

近两周以来,一级市场供给有回暖迹

象,但多以对冲到期为主,净增规模尚显一般;同时,低等级主体净融资仍偏低,反映出发行人再融资渠道还未疏通。值得注意的是,2017年下半年,信用债到期规模位于高位。当再融资困难和集中到期叠加后,本就存在财务瑕疵的发行人将进一步承压。

申万宏源:精选中高等级信用债

整个企业利润的改善由于更多的是基于供给下行大于需求的逻辑,而非需求改善的逻辑,这就意味着利润改善并非平衡的,一旦供需情况扭转,优质企业和较差企业之间的违约风险呈现分化。因而建议策略上精选中高等级信用债,并适当拉长久期提高收益。(王姣 整理)

方向未变的情况下,投资者仍然偏谨慎,收益率继续下行幅度有限。中金公司认为,7月供给放量将逆转5-6月份有利的供需关系,收益率下行也导致买盘观望情绪变浓,进一步加杠杆拉低信用债收益率和信用利差的空间有限。不过由于贷款基准利率顶的存在,供给压力推升高等级信用债收益率明显上行风险也不大。

“站在这个时点上,看,信用债的性价比或低于利率债。一是监管并没有放松,二是资金面紧平衡并没有变,这两点使得近期债市加杠杆的可持续性受到制约;三是实体去杠杆会对信用债的风险溢价提出更高要求,四是信用利差确实相对较低,基本面对不支持信用利差进一步收窄,这四点削弱了信用债的价值。”中泰证券表示。

兴业证券指出,往后看,在收益率已经大幅修复的情况下,投资者更需要关注的是预期较现实跑得更快所带来的风险。关注“去杠杆”,有两点较为重要,一是“实体经济去杠杆”被放到了重要位置,这可能会在较长的期限内,影响企业信用的重新定价,从而带来信用利差的波动。二是金融体系的脆弱性仍在,如果杠杆水平上升,则会在中短期内再次影响到市场对于流动性的敏感程度,那么市场的波动调整幅度将被被动扩大。

综合机构观点来看,在金融监管趋严、货币政策维持稳健中性的背景下,预计下半年央行投放基础货币依然以“稳”字为主,非银机构加杠杆购买信用债的潜在空间将较为有限,委外赎回压力卷土重来可能引发去杠杆风险;从基本面来看,经济增速下行压力是否会增大仍待观察,低等级过剩行业发行人再融资风险和信用风险则不容忽视,目前的信用利差对风险溢价的保护不足。总体而言,在经历长达两个月的上涨行情后,信用债性价比已下降,建议投资者谨慎操作。

象,但多以对冲到期为主,净增规模尚显一般;同时,低等级主体净融资仍偏低,反映出发行人再融资渠道还未疏通。值得注意的是,2017年下半年,信用债到期规模位于高位。当再融资困难和集中到期叠加后,本就存在财务瑕疵的发行人将进一步承压。

申万宏源:精选中高等级信用债

整个企业利润的改善由于更多的是基于供给下行大于需求的逻辑,而非需求改善的逻辑,这就意味着利润改善并非平衡的,一旦供需情况扭转,优质企业和较差企业之间的违约风险呈现分化。因而建议策略上精选中高等级信用债,并适当拉长久期提高收益。(王姣 整理)

人民币重现年度升值是大概率事件

□本报记者 马爽

受隔夜美元弱势及人民币兑美元中间价继续上调刺激,8月1日在岸、离岸人民币兑美元汇率盘中均冲破6.72关口。分析人士表示,鉴于美国温和通胀及政治不确定性仍打压美元指数,年内人民币兑美元汇率仍有升值空间,但表现或不如上半年强势。

人民币升破6.72

7月31日,美元指数继续下探,最低一度至92.7775,再创15个月新低。8月1日,国际市场亚洲交易时段,美元指数小幅走软后震荡回升,但仍相当接近15个月低点,因投资者进一步押注美国政治风险将影响美联储年内继续升息的前景。进入欧洲时段,美元指数延续持稳走势,截至北京时间17:30,报92.9199,较前收盘价涨0.11%。

8月1日,人民币兑美元汇率中间价设于6.7148元,为去年10月12日以来新高,较上一交易日上调135个基点,为连续第二日上调。“推动近日人民币兑美元中间价大幅上涨的因素源自中美债券收益率利差的变动。”国泰君安期货研究员王洋表示,人民币汇率中间价形成机制中“逆周期调节因子”在美元连续走弱的背景下发挥作用,亦导致人民币汇率中间价出现上行。

市场汇率方面,昨日在岸人民币兑美元即期汇率早盘追随中间价上行,最高上摸至

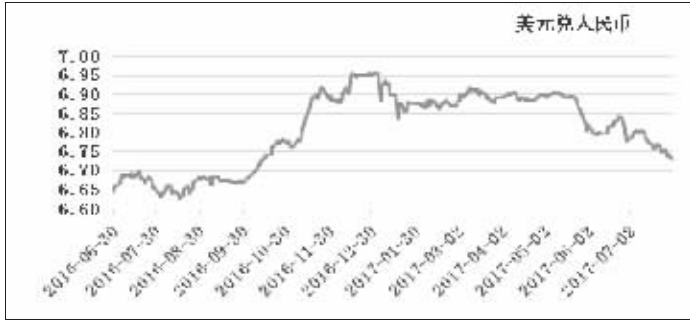
6.7154,续创2016年10月13日以来新高,16:30收报6.7194,较前收盘价升值96个基点,为去年10月13日以来首次升破6.72关口。香港市场上,离岸人民币兑美元一度升破6.72,最高上摸至6.7163,创2016年10月12日以来新高,随后涨幅有所收窄,截至北京时间16:30报6.7236。

后市仍趋升值

对于后市,有外汇交易员表示,近期美元指数跌速过快,后续可能出现技术性反弹,但从目前来看,美国通胀形势温和及政治不确定性仍将持续困扰美元,欧元的强势表现也增添了美元指数的下行压力,如果后续美元基本面仍缺乏实质性利好,美元可能很难出现像样的反弹行情,而我国的持汇机构而言,美元指数反弹将是逢高结汇的时机。从全年来看,人民币重现年度升值将是大概率事件。

王洋则表示,往后看,在9月份议息会议上,美联储或宣布“启动缩表”并透露下一次加息的时间点,经历了持续多月的颓势之后,届时美元指数将有望在美联储“鹰派”观点强化的基础上出现一定空间的反弹。对于人民币汇率来说,基于中美两国货币政策差异,人民币汇率表现或不如上半年那般强势,且需提防美元指数“触底回升”带来汇率反杀。不过,人民币贬值预期已明显下降,再现大幅贬值可能性极小。

美元兑在岸人民币即期汇率走势



上海云峰预警债券兑付风险

8月1日,上海云峰(集团)有限公司(简称“上海云峰”)发布特别风险提示公告,预警其2014年度第三期非公开定向债务融资工具(14云峰PPN003)兑付存在不确定性。公告称,14云峰PPN003应于8月8日进行兑付,由于目前公司资金链紧张,此次兑付存在不确定性。资料显示,14云峰PPN003由上海云峰于2014年8月发行,期限3年,发行总额10亿元,票面利率7.7%。上述公告称,因能

源行业整体市场低迷,目前发行人流动资金紧张,故本期债券兑付存在不确定性。

自2016年2月发生首例债券违约以来,上海云峰先后已有7支债券违约,均为银行间市场非公开定向债务融资工具。

值得注意的是,今年以来发生的债券兑付违约事件,主体大多数都是已有违约记录在身的发行人。比如,中城建、东北特钢、大连机床等,上个月,这三家违约企业均有新的违约事件发生。

深交所迎来首批地方债发行

1日,深圳证券交易所迎来首批地方债发行,当天四川省财政厅通过“财政部深交所政府债券发行系统”公开招标发行政府一般债券。招标结果显示,此次四川债中标利率高于投标下限25-37BP,需求尚可。

该批2017年四川省政府一般债券,发行总额300亿元,分为十七期、十八期、十九期、二十期发行,期限分别为3年、5年、7年、10年,发行规模分别为90亿元、90亿元、90亿元、30亿元。据发行人披露,上述3年、5年、7年、10年期债券招标区间分别为3.51%-4.21%、3.54%-4.25%、3.66%-4.39%、3.61%

评级追踪

新世纪下调彩虹集团评级

新世纪日前发布跟踪评级结果,将彩虹集团公司主体长期信用等级由AA-调整为A+,评级展望由负面调整为稳定。

新世纪指出,彩虹集团玻璃基板、光电等业务市场经营优势不足,受市场、技术及资金等多方面综合因素影响,部分产品生产线已不能达成预期效益,资产负债大幅减值、产品收入成本倒挂。公司已连续多年出现大额亏损,短期内主业亏损状态无明显扭转迹象。且随着下属子公司彩虹股份定增完成,彩虹股份将不再纳入公司合并报表范围,公司主业结构及资产负债结构将发生重大变化,未来经营发展存在重大不确定性。

大公上调成都农商行评级

大公日前发布跟踪评级结果,将成都农村商业银行股份有限公司主体信用等级由AA+调整为AAA,评级展望维持稳定。

大公指出,四川省和成都市经济持续增长,成都农商银行所在经营区域发展环境总体较好,公司存贷款规模继续增长,且存贷款市场份额在成都持续排名前列,资产质量保持较好水平,拨备覆盖水平和资本充足水平仍较高。但公司营业收入继续下降,贷款行业集中度较高,盈利能力有待增强。预计未来1至2年,随着自身优势的不断发挥以及发展战略的持续推进,公司各项业务有望保持发展,市场竞争力有望不断增强。(张勤峰 整理)

□本报记者 张勤峰

在资金面持续偏紧、经济数据不弱的背景下,8月1日,债券市场继续调整,午后出现一波杀跌,国债期货全线收跌,现券市场收益率整体走高。市场人士指出,6月过后,债市未见增量利好,眼下各方面因素的组合反而有些不利,预计短期弱势格局难改,后续应谨防经济数据、供给压力、股市上涨等可能带来的冲击。

遭遇“开门绿”

8月首日,债券市场未能扭转近期颓势,期、现货市场均遭遇“开门绿”。

昨日国债期货先扬后抑,收盘时各存续合约全线下跌,其中10年期国债期货主力合约T1709跌0.16元或0.17%,收报94.550元,创两个月收盘新低,且为连续第

三日下跌。5年期国债期货主力合约TF1709收报97.215元,跌0.115元或0.12%;从日K线走势上看,TF1709已连续六日收出阴线,较10年期合约调整更加明显。

现券市场同样表现疲弱,收益率整体走高。银行间市场上,昨日10年期国债活跃券170210早盘成交在4.23%一线,午后出现一波较快上行,最高成交到4.25%,尾盘回落至4.24%一线,全天上行1BP。10年期国债活跃券170010昨日早盘成交利率一度有所回落,午后也出现一波快速调整,最高成交到3.64%,尾盘成交在3.63%,上行约1BP。

交易员称,持续偏紧的资金面打压债市情绪。1日,央行继续实施中性对冲,市场资金面仍呈现偏紧态势,银行间7天期回购利率上行明显,进一步挤压持债的息差收益空间,迫使收益率上行。

与此同时,8月1日公布的7月财新中

国制造业PMI录得51.1,创四个月新高,进一步印证实体经济仍维持企稳向好态势。“宏观经济展现的增长韧性,迫使投资者重新审视货币政策走向”,前述交易员称。

市场环境转弱

6月份,债市走出一波较明显的反弹,重新聚拢了人气,10年期国债收益率最低回到3.49%。7月份,债市整体转向盘整,期货率先走弱,但10年期国债现货一直在3.55%至3.60%之间徘徊,直到近两日出现向上突破的迹象。

中金公司研报认为,6月份虽处二季度末,反倒是各方面因素配合较好的时期:央行积极维稳,资金面表现超预期;机构经历去杠杆后,投资需求回暖,而债券净供给少,供需关系有利;市场对下半年经济增速回暖预期较为一致。

与5月情况有点像

通常来说,因月末季节性扰动削减,跨月后流动性会有所回暖,但从昨日市场情况看,短期流动性改善还不太明显。分析认为,这背后主要有如下三方面原因:

一是本周公开市场到期量较多,牵制了央行流动性操作。据统计,本周有7500亿元逆回购到期,较上一周增加63%。

二是流动性总量约束仍较为明显。今年一季度末,金融机构超储率为1.3%,为历史次低水平。中金公司研报称,超储率于5、6月份小幅回升,但也没有明显高出3月末水准。7月份,央行通过OMO实施净投放4725亿元,但可能难以完全对冲7月财政收税和政府债发行缴款的影响,超储率较6月底甚至已进一步下降。相比之下,因季末财政支

尾盘逆转 资金面紧张局面料缓解

□本报记者 张勤峰

8月首日,央行继续对大额到期逆回购进行等额对冲,未净投放也未净回笼;跨午后,债市市场流动性初现改善。市场人士指出,当前流动性总量约束犹存,叠加短期公开市场到期量较多,牵制了央行流动性操作,短期市场资金面仍偏紧,但预计后续将逐步恢复宽松平衡。

上午紧下午松

8月1日早间,央行开展2400亿元逆回购操作,包括1600亿元7天和800亿元14天期,资金投放量恰与当天到期回笼量相同,实现等额对冲。本周到期回笼量较大,央行相应调高逆回购交易规模,

但至今已连续两日实现等额对冲,未向金融机构提供增量流动性支持。

交易员称,昨日早盘市场资金面紧张依旧,大行融出谨慎,部分股份行也在融入,临近午盘大行略有融出,但仍供不应求,约从下午三时开始大行出钱增多,资金面随即好转,到四点隔夜资金已供大于求,有机构开始减点融出。

昨日银行间市场质押式回购利率涨跌互现,隔夜品种(DR001)早盘最高成交到4.2%,低于上一日的5%,全天加权平均利率收报2.83%,较上一日下行2BP;代表性的7天回购利率(DR007)则上涨14BP至2.94%。稍长期限的14天和21天品种也双双走高,加权利率分别涨7BP、3BP。1个月及以上的长期限品种成交不多,利率回落。