

# 低等级债：“灰姑娘”终有梦醒时

□本报记者 王姣

火热的逆势上涨只维持了两周多，低等级信用债便如“灰姑娘”一般迎来梦醒时分。8月初以来，低评级信用债收益率陡峭上行20-30BP，与高等级债跌幅相当。

“低等级个券面临的调整压力仍未缓解，折射出市场对信用风险的担忧未明显减轻。”市场人士指出，随着“宽货币”向“宽信用”的传导加快，整体信用环境将迎来改善，信用债估值有望继续修复，不过信用风险事件的发生或将戳穿“皇帝的新衣”，去杠杆背景下信用债分化仍将加速，下沉评级博收益仍需谨慎。

## 低等级收益率明显上行

最近一段时间，低评级信用债行情大起大落。

7月下旬至8月初，在利率债收益率震荡回升的情况下，低评级信用债收益率却出现了快速下行。7月19日至8月7日，中债3年期AA级中票收益率一度从5.24%快速下行至4.69%，累计下行幅度达55BP；这段时期中债10年期国债收益率先后下后上，从3.44%上行5BP至3.49%；低等级信用债的涨势也强于高等级，同期中债3年期AAA+级中短期票据收益率的下行幅度为43BP。

好景不长，在逆势上涨两周多后，随着信用风险事件再度发生，市场谨慎情绪升温，低等级信用债也不得不汇入整个市场的调整大势中。8月7日以来，中债10年期国债收益率上行了16BP，中债3年期AA级中票收益率则回升至5.01%，较此前的低点上行约32BP，调整幅度大于10年期国债。

另外，在近两周的调整中，中低评级信用债收益率上行幅度与高等级相当。8月7日以来，3年期AAA+、AAA、AA+、AA级中短期票据收益率分别下行了39BP、39BP、38BP、32BP。

业内人士指出，7月下旬以来，政策层面出台了一系列稳增长的措施，包括央行窗口指导银行增配中低评级信用债、理财新规过渡期内放松以及财政政策更加积极的定调等，债市整体的风险偏好一度快速回升，由此出现低等级债表现优于利率债、高等级债的情况；8月初以来，低等级债与利率债、高等级债同步调整，则显示市场风险偏好再度收敛，对信用风险的担忧犹存。

## 信用风险仍是焦点

市场人士认为，对整体市场而言，短期资金面宽松程度有所收敛，地方专项债加速发行、供需矛盾提升等因素叠加，导致市场面临调整压力；对信用债来说，经济数据表现欠佳，宽货币向宽信用的传导效果仍待观察，前期过于乐观的市场情绪有所降温，尤其近期信用风险事件接连发

今年以来三年期AA级中票到期收益率走势



生，令投资者重拾对违约的担忧。回顾今年以来的行情，上半年债券市场“冰火两重天”，一边是利率债受到越来越多投资者的青睐，一边是信用债饱受冷遇，评级间分化加剧，尤其低评级债长坐“冷板凳”，主要原因就是今年以来信用事件频发，市场投资者唯恐“踩雷”，由此等级利差持续走阔。

7月以来，随着市场风向从“宽货币”逐渐向“宽信用”转变，信用利差开始收窄，低评级债发行也有所回暖。而随着近期一系列风险事件发生，市场谨慎情绪再次升温，投资风格重新偏向高评级。

“信用市场的‘多事之周’，‘五花八门’的事件层出不穷。虽有经济金融数据的走弱，加之央行超额续作‘麻辣粉’，但资金边际上的波动加大与地方债即将‘井喷’的消息，打压现券做多。”招商证券分析师李豫泽如是点评近期行情。

7月份以来，债券市场新增违约发行人6家，虽然以私募公司债的回售延期为主，但新增公募债违约主体永泰能源和六师国资都一定程度上超市场预期。

李豫泽表示，无论是换手率，还是前几周被热捧的城投债，均彰显“力不从心”之势。主要原因有两点：一方面，资金短期内过快向信用市场拥挤，极致压缩收益率后，削弱配置价值；另一方面，事件性冲击轮番登场，首只城投债违约超预期出现，给“盲目”的“缺资产”浇了一盆冷水。叠加流动性收敛和利率债调整触发的流动性压力，信用债交投的降温也在意料之中。

中金公司的一项最新调查显示，目前多数投资者还是对下半年违约风险表示担忧，但担忧程度相比上半年有所缓和且对违约更加关注“谁违约”，即下半年超预期主体和事件对市场造成的负面影响可能要大于违约数量的增加。

## 配置仍需安全为上

市场人士指出，在一系列稳增长措施下，随着宽货币向宽信用传导，信用基本

面改善可期，信用债并无大幅调整的风险，但政策只是结构性定向调整，且不代表短期内信用风险会快速收敛，市场风险偏好难以显著改善，这也意味着，未来信用债分化仍将加剧，低等级信用债风险仍不容忽视。

华创证券屈庆团队认为，在“宽货币”向“宽信用”转化的进程中，信用债配置价值优于利率债。具体来看，目前财政政策开始发力，配合金融监管政策的边际放松，企业融资渠道改善，信用环境整体修复，信用债配置价值较上半年有所恢复。当前资金利率处于低位，货币政策进一步宽松空间有限，而信用利差介于历史中枢偏低水平，且目前信用利差收窄幅度仍小于历史的三次相应阶段，所以信用利差仍有进一步下行的空间。

中金公司最新研报则指出，7月中旬

## 观点链接

### 国泰君安：宽信用有快速见效基础

对比历史，这一轮宽信用政策有快速见效的基础：一是金融空转在2017年去杠杆过程中基本被消灭，同业理财存量规模2017年几乎砍半，M2增速也开始向名义GDP收敛；二是供给侧改革推动的企业盈利好转，实体的融资需求并不弱，这一轮融资收缩的本质实际上是去杠杆政策导致的融资供给的收缩；最后这一轮于2008年金融危机和2012年欧债危机一样，同样是面临较大的外部矛盾，对于外部矛盾的掌控性远小于内部矛盾，因此政策的提前量往往会更足，本轮宽松政策实际上是在看到经济出现明显下滑迹象之前就已经开始。

### 方正证券：低评级债机会需等待

债券牛市行情可能仅仅过了第一阶段，后续市场收益率仍然会分别受货币宽松、广义基金的推动而继续下行。继续看多利率债，建议对利率债及具有类利率性质的高评级信用债维持高杠杆、长久期及

以。虽然“宽信用”政策出台对于市场预期有明显改善，但在“金融严监管”大方向未发生变化的前提下，宽信用政策落地执行情况仍待观察。信用债回售压力较大，并且到期回售中低资质和非国企等再融资收紧较明显的主体占比较大，因此至少结构性的违约风险还将存在。

市场人士认为，短期来看，政策的出台使市场对低评级信用债的预期有所改善；但长期而言，市场预期的修复需要社融企稳以及违约率降低予以兑现。

“去杠杆大方向不变，宽货币难以向宽信用全面传导，信用违约风险将会分化。”海通证券姜超表示，一方面，资管新规虽放松但打破刚兑、规范影子银行的大方向不变，非标融资只是降幅趋缓，但萎缩趋势不变；另一方面，金融机构风险偏好仍低，资金只会流向安全性较高的领域和企业，如7月表外融资依旧萎缩4900亿元，同比少增4200亿元，而7月信用债净发行量回升至1219亿元，但主体评级AA及以下债券仍是负653亿元，低等级民企和融资平台受益有限，违约风险仍需警惕。

具体到配置层面，新时代证券指出，尽管近期公布的各项政策有利于缓和一定的市场情绪，但是市场去杠杆的政策方向依旧没有改变，目前的信用环境不宜过于乐观。所以，虽然低评级信用债短期回暖，对于个券安全仍需重点把握。考虑到今年信用债违约事件频繁发生，市场风险偏好整体水平仍然不高，投资者在期限选择上也应相对谨慎。

高仓位；从其他存款性公司对企业债权明显上升来看，企业的资产负债表很可能已经受积极信用政策影响开始逐步修复，中评级信用债的风险或逐步下降，但低评级信用债机会还需等待。

### 招商证券：下沉评级需谨慎

信用风险的两条线索有待根治，下沉评级博收益需谨慎。宽资产却缺弊端”负债和宽信用却缺渠道的弊端并未消弭。虽然多部门齐出手，但实际上的“修修补补”难言去杠杆进程的停滞；于信用紧缩而言，政策重心尚待落到症结。习惯性采用“短借长用”，且有息负债高企的主体，仍需回避。另一方面，中高等级中等久期城投债仍有配置支撑。近期调研了解到，商业银行表外理财存量配置压力颇大。特别是三季度非标集中到期后，又缺乏短久期（1-2年）非标资产对接的情况下，向标准化资产倾斜的行为将成趋势。其中，票息较为可观的中高等级中等久期城投债券成为首选标的。（王姣 整理）

## 债市料转向偏弱震荡

□本报记者 王姣

周三（8月22日），债券市场继续企稳，10年期国债期货主力合约收涨0.12%，10年期国债活跃券收益率下行2BP。分析人士指出，随着市场逐渐消化利空因素，近期债券市场出现企稳反弹的迹象，但宽信用政策加码、供给压力增加及滞胀预期等仍在继续压制市场情绪，预计未来一段时间债市将呈现偏弱震荡。

### 继续企稳反弹

本周债券市场企稳，周三期货、现货市场双双反弹。从盘面上看，中金所国债期货市场全天维持震荡走势，主要合约小幅收涨，其中10年期国债期货主力合约T1812上涨0.12%，报94.75元；5年期国债期货主力合约收报97.62元，涨0.06%，日内最高触及97.7元。

银行间现券收益率普遍下行，短端利率下行幅度大于长端，曲线稍显陡峭。10年期国债活跃券180205收益率开盘报4.2825%，早盘快速下行至4.255%，围绕4.26%窄幅盘整较长时间后，尾盘加速下探至4.2550%，较上一日收盘时下行3BP；10年期国债活跃券180011收益率从3.625%下行至3.61%，下行2BP；3年、5年期国债活跃券收益率下行约5BP-6BP。

央行昨日未开展逆回购操作，亦无逆回购到期，结束连续4日净投放。不过临近月末财政

## 人民币汇率波动收窄

8月22日，人民币对美元汇率在连涨4日后转为窄幅震荡，在岸即期汇率收盘小跌80基点，离岸人民币亦呈现小幅震荡回调走势。

22日，人民币对美元汇率中间价设于6.8271元，上调89基点，连涨四日，但上调幅度较前一日收窄。银行间外汇市场上，人民币对美元即期询价交易高开在6.8373元，这也成为日间交易的现象仍比较明显，抑制人民币继续上行。近期来看，人民币贬值压力有所减轻，但不确定性犹存，重现升值难度更大，或转向震荡为主。（王姣）

## 取消发债现象再度增多

8月22日，多家债券发行人公告取消债券发行。市场人士称，近期市场资金面有所收紧，债券市场波动加大，取消发债的现象再度增多。

瑞福德汽车金融有限公司22日公告称，取消发行该公司2018年第一期金融债券。该公司于8月16日挂网发布了相关发行文件，拟定于8月21日-23日发行总额为7亿元的金融债券。由于市场出现波动，决定择时重新发行。

物产中大集团股份有限公司亦于22日公告称，取消发行

逐步支出，可对冲政府债券发行缴款等因素的影响，资金面整体趋松，Shibor结束全线上涨，银存间质押式回购利率悉数下跌。

### 短期利空犹存

中金公司的最新一期债市调查显示，供给压力变成投资者当前最主要担忧的风险，其次是通胀压力和海外收益率上升。与上期债市调查相比，本期投资者对供给压力和通胀压力的担忧明显增加，而对股市走强和经济基本面的担忧大幅下降。

华创证券固收团队分析称，近期宽信用政策加码，三季度地方债供给压力增加，挤压国债和金融债配置需求。“考虑到地方债供给压力和通胀压力，流动性环境较前期边际承压，央行大概率通过公开市场操作维持目前的流动性环境，但难以进一步宽松。短期利率债走势仍有熊平可能。”他们表示。

申万宏源证券则认为，近期地方债加快发行，银行持有地方债，对其他利率债而言会有所挤占，对国债国债开债偏空一些，但只要市场流动性继续维持合理充裕，引发利率债调整的压力其实有限。

总的来看，机构认为，考虑到地方债供给压力不容忽视、通胀预期升温、海外不确定性犹存等因素，债券市场仍有重新走弱的可能，不过随着地方债发行加速，货币政策大概率跟随宽松，以稳定市场预期，预计地方债放量发行对流动性的影响有限，对债市行情也不必悲观。

# 弹性招标首秀 上弹下弹均有用武之地

□本报记者 张勤峰

国家开发银行将于23日增发7年期和10年期金融债，后者将采用弹性招标方式，这是全市场首次采用弹性招标方式的金融债。券商研究报告认为，弹性招标机制赋予了发行人更大的自主权，在一定范围内调整发行规模，更好控制发行成本，对于市场而言，则有助于熨平一二级价差波动，降低一级市场对二级市场冲击。

## 国开债将首尝弹性招标

据国开行挂网公告显示，该行定于8月23日通过中国人民银行债券发行系统增发2018年第六期7年期和第十期10年期金融债券，其中10年期债券采用弹性招标方式。

据相关公告文件，国开行本次增发的第六期7年期债券为固定债，按年付息，票面利率为4.73%，本次发行量不超过50亿元，以实际中标量（债券面值）为准；第十期10年期债券为固定债，按年付息，票面利率4.04%，本次基本发行量100亿元，上

弹发行量不超过120亿元，下弹发行量80亿元，以实际中标量（债券面值）为准。

上述两只国开增发债将采用单一价格荷兰式招标方式，招标日均为8月23日，7年期债券招标时间为14:30-15:30，10年期债券招标时间为14:30-16:10，缴款日均为8月27日，上市日均为8月29日。增发债上市后将同对应的原债券合并交易。

本周政策性金融债供给并不多，进出口行债、农发债均无供给，国开行已于21日发行了3只固定债增发债，算上23日再招标2只债，本周政策性金融债供给将全部为国开债“贡献”。

## 有助降低市场波动

8月13日，央行金融市场司发布通知，在金融债券招标发行中引入弹性招标机制——金融机构在银行债券市场招标发行金融债券时，有权根据事先设定的规则，动态调整最终债券发行规模。试点初期，弹性招标发行暂适用于国开债、口行债和农发债的发行，后续可根据时点情况逐步扩大试点范围。央行还规定，试点阶段单期金融

债券发行规模弹性调整比例不得超过初始发行规模的50%。比如，此次10年期国开债，其上弹和下弹的比例均为20%。

弹性招标机制赋予了发行人更大的自主权。中金公司点评报告指出，弹性招标机制改变了之前招标过程中发行人被动接受价格的现状，赋予发行人较大的自主权。在弹性招标机制下，发行人可在认购需求较强的牛市格局下按照事先披露的规则向上调整发行规模，并在招标利率不理想的熊市格局下向下调整发行规模，在一定范围内自主选择发行利率水平和规模。

“弹性招标机制对于政策性金融债而言，更大的作用在于挑选流动性充裕，市场需求较好的发行环境，利用上弹机制阶段性增加发行量。”中金公司研报指出，今年二季度流动性充裕，若当时有弹性机制，政策性金融债可以加快发行，减少下半年发行压力，避免跟地方债供给“撞车”。

报告也提到，8-9月份地方债集中发行，可能对其他类型债券发行产生一定的挤出效应。在债券供给压力较大的情况下使用弹性机制，可以增加发行灵活性。总

之，无论是上弹还是下弹，都有用武之地。

机构的研究表明，弹性招标机制还有助于熨平一二级价差波动，提高招标结果的可预测性。比如，行情火热时，发行人利用上弹机制，扩大发行量，发行利率也会跟着上升；在行情低迷时，发行人可能通过下弹机制，缩小发行，避免出现过高的中标利率。这样，利率的极端值可能都会被抹平，降低一级市场利率的波动性。新时代证券点评报告指出，弹性招标有助于降低一级市场定价对二级市场的冲击。

中金公司认为，对于弹性招标机制带来的变化，市场参与者需要有一定的磨合和适应过程。投标策略也需要根据市场环境动态调整。

值得一提的是，在央行宣布试点金融债弹性招标发行不久，8月14日，财政部发布通知称，决定实行地方政府债券弹性招标制度，并发布了相应业务规程。

“波动性降低是一个市场走向成熟的标志，而弹性发行机制正是能够促进市场波动性降低的一种发行机制。”中金公司研报称。

# 财政逐步支出 央行结束连续净投放

□本报记者 马爽

在连续5日实施流动性净投放之后，8月22日，央行没有继续开展逆回购操作。央行称，临近月末财政逐步支出，可对冲政府债券发行缴款等因素的影响。市场人士称，月末财政支出增多，资金面应无太大问题，本周后两日有900亿元央行逆回购到期，央行会否对冲值得关注。

## 央行未开展逆回购操作

8月22日，央行未开展公开市场操作，因无央行流动性工具到期，此举未造成净回笼或净投放。此前持续了5日的净投放也宣告就此终结。从8月15日开始，央行先后运用MLF、逆回购等工具实施流动性净投放，累计净投放3465亿元。

除了MLF续作是“规定动作”之外，央行这一轮净投放的目的主要是对冲税期、政府债券发行缴款的影响。根据相关安排，8月15日是本月主要税种申报缴款截止日，15日及其前后几日是税期因素对流动性扰动最大的时期。另外，从上周开始，地方债发行节奏加快，单周发行量突破了2000亿元，而地方债发行缴款也会造成财政存款暂时性上升，形成流动性回笼。

本周以来，税期扰动解除，前两日央行继续开展公开市场操作，以对冲政府债券发行缴款的影响。不过，随着月末财政支出逐渐增多，流动性供求矛盾缓解，央行继续提供流动性支持的必要性有所下降。22日，央行交易公告指出，临近月末财政逐步支出，可对冲政府债券发行缴款等因素的影响，为维护银行体系流动性合

理充裕，22日不开展公开市场操作。

## 月末财政支出逐渐发力

从往年来看，8月是传统的税收小月，财政支出大于收入，财政存款多会下降，从而增加流动性。而财政存款划拨多集中在月末进行，今后一周半时间，财政支出有望逐渐增多，形成一定的流动性供给。

另外，《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库72号文）其实有两方面的要求，一是加快地方专项债发行，二是加快债券资金拨付使用。因此，虽然地方债加快发行会给流动性造成一定的扰动，但如果财政支出节奏加快，将有望在一定程度上降低低债券发行对流动性的冲击。

事实上，一些机构认为，7月份及8月上旬，流动性之所以极为充裕，除了央行

实施定向降准、开展MLF操作等投放了较多资金以外，可能还与财政支出加快有关。数据显示，今年6月份，财政存款减少6888亿元，减少量多于2017年6月的6165亿元；7月份，财政存款增加9345亿元，增加量少于2017年7月的11600亿元。

当然，今后一两个月，地方债、国债等政府债发行仍将给流动性造成持续性的影响。对此，除了财政资金加快支出以外，可能也需要央行适时报告开展货币政策操作，熨平流动性波动，保持流动性合理充裕。

国盛证券刘郁称，8月23日、24日将分别到期400亿元和900亿元央行逆回购。从以往情况来看，政府财政支出往往集中在月末进行，22日可能还不到财政支出的时点。最近两天资金利率出现见顶回落的迹象，关注届时央行是否投放资金对冲逆回购到期。

该公司2018年度第二期中期票据。该期中票原计划于8月20日-21日发行。基础发行金额10亿元，发行金额上限20亿元，期限3+N年。取消发行的理由也是最近市场波动较大。

8月中旬以来，随着债券市场调整，一级市场上取消发债的现象再度增多。据Wind数据统计，截至8月22日，本月已有43只债券推迟或取消发行，计划发行规模合计269亿元，其中8月上旬共10只、总额46.5亿元，8月中旬以来则有11只、总额达222.5亿元。（王姣）

## 1000亿国库现金定存27日招标

财政部、央行定于27日上午进行2018年中央国库现金管理商业银行定期存款（九期）招标。本期操作量1000亿元，期限3个月（91天）。

这是本月两部门第二次开展此类操作。8月16日，财政部、央行开展了今年第八期中央国库现金定存招投标，期限3个月，操作量1200亿元，中标利率为3.7%，与7月份操作利率持平。Wind数据显示，本月只有1

## 新世纪评级：关注13农六师债担保方资信变化

新世纪评级日前发布公告，对新疆汇丰城市建设投资管理集团有限公司发行的13农六师债担保方主体信用等级变动及相关事项表示关注。

据了解，汇丰城投发行的13农六师债由新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司提供担保，债项信用等级为AA。因六师国资委未能按期足额偿付“17兵团六师SCP001”，新世纪评级已于8月14日将六师国资主体信用等级从AA下调至C。

另外，8月16日，“17兵团六师CP002”持有人会议表决通过了“六师国资存续的‘17兵团六师CP002’，由汇丰城投提供连带责任保证，并保持‘17兵团六师CP002’存续”。

新世纪评级指出，考虑到汇丰城投13农六师债的担保方信用质量发生重大变化，将持续关注该事项对汇丰城投未到期债务可能产生的影响，也将持续关注汇丰城投为六师国资“17兵团六师CP002”提供担保事项的进展。（王姣）