

# 抢券潮重来 信用债盛宴留分清醒

□本报记者 张勤峰

开年以来,“宽货币”与“缺资产”交相辉映,一级市场“抢券潮”再现,信用债行情愈演愈烈。分析人士指出,流动性充裕与无风险利率低企,令信用债票息价值凸显,2019年信用债可能更有“盼头”,但信用尾部风险不得不防,信用债投资应留分清醒分醉。

## 投资人拿券要靠“抢”

2019年伊始,央行打出一系列“组合拳”。虽说“宽货币”早就不是新鲜事,但这一波操作,产生了一些意想不到的效果。信用债本已蠢蠢欲动,听闻央行再行降准,立刻“坐不住了”。

近期信用债一级市场捷报频传。据Wind数据不完全统计,1月4日以来发行的部分非金融企业信用债中,已有9只超短融发在3%以下,低于4%的信用债更有将近100只,其中不光有短融、超短融这类短债,还包括部分的3年、5年期的中票、公司债。

比如,南方电网11日发行的3年期中票“19南电MTN001”,票面年利率为3.53%,比4.32%的发行指导利率低出将近100bp;河钢集团8日发行的3年期中票利率为3.8%,创了该公司自2010年以来中长期限债券发行利率的新低。

还有一些民企债发行结果可圈可点,传递出满满的正能量。比如,新城控股于10日发行了6亿元270天超短融,年利率4.3%。作为房地产企业,新城控股一直活跃在债券融资市场,2018年9月其发行的同期限超短融利率达5.98%,8月底发行的同期限超短融利率更达到6.24%;3、4个月过去,发债成本大幅下降了超过100bp。

让坊间津津乐道的还是城投债。19国兴投资MTN001,一只评级AA+的3年期中票,全场认购倍数高达8.1,票面利率4.01%,低于指导利率77bp。就在5个月前,AA级的兴化城投尝试发行3亿元270天超短融铩羽而归,5个月过后,兴化城投卷土重来,于1月10日成功发行3亿元270天超

短融,票面利率5.98%。

转眼间,一些先前遭受冷遇甚至发行失败的债券重出江湖,募资成功;先前表现尚可的中高等级城投债、国企债和龙头民企债,则摇身一变成了“香饽饽”,投资人拿券要靠“抢”。

抢券热情已开始朝着二级市场蔓延。2019年以来,高等级的信用债收益率大幅下行,信用利差明显压缩,且利差收敛的趋势开始向中等级拓展。截至1月14日,5年期AAA级、AA+级、AA级中票与5年期国债之间的信用利差为89bp、117bp、189bp,分别较2018年三季度末下降了12bp、26bp、18bp。

年初以来,信用债供给一反常态,上周更实现超千亿元净融资,接近2018年四季度的最高水准。面对供给反季节性增多,一二级市场照单全收,彰显需求端的火热,不禁让人想起2016年的牛市盛宴。

## 一样的“盛宴” 不一样的“味道”

信用债行情爆发,既是偶然,也是必然。偶然的一点在于,年初央行加码逆周期调节,一系列“宽货币”举措出台,奠定了一季度乃至上半年资金面继续平稳宽松的格局。1月7日、8日,银行间市场隔夜回购利率一连两日低于1.4%,适逢年初机构传统配置旺季,“水漫银行间”的一幕极大地刺激了投资热情。

但如果细究,信用债行情的爆发,实际上酝酿已久。

“宽信用”的进展是一条主线。自2018年7月起,“宽信用”逐渐被确定为政策发力的方向,从支持小微到纾困民企,从增量续做MLF到多次实施降准,有关部门先后出台了一系列的政策,这些政策的累积效应和叠加作用在逐渐显现。

一个可供观测的角度是信用债发行数据。据统计,2018年3、4月,公司债、企业债、银行间中短票等几类主要的非金融企业信用债发行总额连续两月超过8000亿元,但受到去杠杆和违约多发的影响,5月骤降至不到3900亿元,6月也只有4200亿元。随着2018年7月“宽信用”政策陆续出台,当月

信用债发行额回到6000亿元以上,8月增至7800亿元;2018年11、12月,民企纾困成热点,支持政策接踵而至,11月信用债重新超过了8000亿元,12月也有约7400亿元。

分析人士指出,紧信用是引发2018年利率债牛市和信用债结构性调整的关键因素;随着信用重启扩张,部分错杀信用债出现估值修复也在情理之中。

债市行情自身的轮动也为信用债走强埋下伏笔。从历史经验来看,债牛通常以利率债为开端,然后逐渐轮动到高、中、低等级信用债。一年前的这个时候,债券市场摆脱“超长熊市”的阴影意外走牛,利率债扮演了当之无愧的“主角”,在2018年多数时间,利率债热、信用冷,高等级债热、中低等级债冷的局面十分突出。一年过后,利率债似乎已有些力不从心,信用债则扛起了领涨大旗。

不得不说,趋势还是那个趋势,但盘面已不再是那个盘面。

## 博收益勿忘防踩雷

1月10日,10年期国债收益率跌至3.1%,距离上一轮债券牛市的最低点则已不到50bp。不少市场人士认为,债券牛市趋势仍在,但流动性充裕与无风险利率低企,令信用债票息价值凸显信用债2019年可能更有“盼头”。

华泰证券张继强团队指出,目前债券收益率已较接近2015年底的水平,大部分“利好”已在市场中得以反应,10年期国债

## ■ 观点链接

### 招商证券:高等级债券料继续走强

高等级中等久期城投债走强的势头短期内难以改变,建议投资者兼顾一级市场机会的同时,关注二级市场优质中等久期城投债卖盘。并且,城投债收益率短期内过快下行,将促使产业债形成估值洼地。

### 兴业证券:强化信用择券

在行情加速发展的过程中,个体的信

收收益率3%以下或是多头陷阱;利率债的趋势仍在,但配置属性淡化,交易属性上升,准备迎接波动。在享受债牛的同时应该向风险博收益,更加重视信用债票息和息差机会;信用债评级可以稍微下沉,推荐城投、地产债、龙头民企等。

光大证券固收首席分析师张旭表示,前期信用利差的扩大体现出市场过于悲观的预期,目前上述预期正在被修正,预计未来信用利差仍有被压缩的空间。

海通证券姜超也指出,信用债加杠杆杆无忧,资金利率将维持低位稳定,加杠杆面临的监管风险降低,信用债的票息价值提升,而目前套息空间尚可,通过加杠杆提升组合收益将成为市场一致选择。

不过,当前经济向上弹性较弱,信用尾部风险犹存,在投资信用债的时候仍需警惕信用风险。中信建投黄文涛表示,在经济周期触底回升以前,信用风险还有一个不短的出清过程要走,短期对于民营企业投资不能过度降评级博收益,控风险防踩雷仍是第一要务。

Wind数据显示,2018年我国共有124只债券违约,涉及债券总额1205.61亿元,几乎相当于2014年至2017年的总和。截至1月15日,2019年以来又有6只债券违约。数据还显示,2018年以来,违约债券几乎遍布各个行业,分布十分分散,没有明显的行业特征,这意味着,对信用债投资的精细化要求大大增强。

用风险仍在,投资者也面临着平衡收益率和久期的双重考量,需要对个券的选择和甄别更为谨慎。

### 国信证券:投资级信用债存“洼地”

展望2019年,流动性溢价主导的投资级信用债信用利差将继续压缩,同期限信用债资本利得依然高于利率债。预计2019年长久期品种AA与AA+评级间利差将压缩20-30bp。(张勤峰 整理)

# 纸浆期价弱勢震蕩成主基調

□本报记者 马爽

在连续攀升至阶段新高5378元/吨之后,纸浆期货近两日出现高位回调,截至1月15日收盘,主力1906合约收报5242元/吨。分析人士表示,宏观层面仍存较大不确定性,叠加春节前纸厂基本完成原料备货,纸浆需求难有增量,再加上国内港口木浆高库存压力难以缓解,短期或将继续对浆价形成一定压制。

## 期价高位回调

1月15日,纸浆期货继续回调,主力1906合约最低至5214元/吨,收报5242元/吨,跌80元或1.5%。

从宏观方面来看,兴业期货分析师余彩云表示,国际方面,上周美联储主席鲍威尔对加息保持耐心、确认持续缩表的意外表态,令美元小幅上修。不过,美国2018年12月CPI表现不佳,同时美国政府停摆仍陷僵局且毫无缓和迹象,叠加国际贸易紧张局势仍存反复,宏观不确定性较大。国内方面,近期政府密集释放利好政策,市场信

心有所提振,但实际落地进度尚待观察,短期浆价利好情绪较前期有所消退。

从纸浆行业来看,余彩云表示,随着春节临近,下游纸企陆续进入停机检修状态。且从停机计划来看,2019年停机时间普遍有所延长,加之春节前纸厂基本完成原料备货,纸浆需求难有增量,再加上国内港口木浆高库存压力难以缓解,或继续对浆价形成一定压制。

数据显示,截至2018年12月底,国内木浆港口库存合计1458.1万吨,环比下降3.80%,但目前青岛港、常熟港木浆库存仍处于同期较高水平。

## 终端备货需求接近尾声

“春节前终端备货需求接近尾声,成交预期转差,纸厂开工预期也将下调。”一德期货分析师李冻玲表示。

开工率方面,2018年12月生活纸开工率下降1.33%至63.29%,大型纸厂开工率为76.63%,中型纸厂开工率为60.59%,中小型纸厂开工率为31.78%。2018年11月箱板纸开工较10月下旬下调0.02%至

# 期指春季行情酝酿 机构建议持股待涨

□本报记者 王姣

1月15日,股指期货市场再度迎来大涨,三大品种多合约涨幅均在2%左右,整体延续了开年以来的反弹格局,其中沪深300股指期货主力合约IF1901的累计涨幅已达5.66%。

机构分析称,近期全球市场风险偏好改善,流动性紧缩预期出现边际缓和,全球股市共振反弹,国内政策面利好也对行情起到催化作用。对A股而言,尽管指数短期或面临调整压力,但从中期来看,春季行情或已开始酝酿,投资者可考虑持股待涨。

## 三大期指持续反弹

1月15日,国内股指期货、现货市场联袂大涨,截至收盘,沪深300股指期货主力合约IF1901涨1.97%报3130点,上证50股指期货主力合约IH1901涨1.82%报2375.8点,中证500股指期货主力合约IC1901涨1.54%报4351.4点。

至此,1月3日以来,IF1901、IH1901、IC1901的累计涨幅已分别达到5.66%、5.06%、6.21%,走出一轮相对强势的反弹行情。

“政策面利好刺激投资者风险情绪上升,是近期股指期货上涨的主要原因。”南华期货研究员姚永源告诉中国证券报记者,其一,伴随国际经贸关系改善,全球股市共振反弹;其二,全球流动性紧缩预期出现边际缓和,自2015年以来的本轮美联储

加息周期将步入尾声,利好风险投资情绪上升;其三,国内降准落地,大幅减税已在路上,更大的经济刺激政策预期待启;此外,国内资本市场进一步对外开放,境外资金不断入市,给国内投资者注入信心。

一德期货研究员陈畅同时表示,推动本轮反弹的原因很大程度上在于政策面利好的刺激。年初以来,政策面利好频出,包括央行宣布降准、国务院常务会议决定再推出一批针对小微企业的普惠性减税措施等;其次,近期人民币汇率升值和北上资金大幅流入也对行情起到助推作用。

## 春季行情可期

值得注意的是,本轮股指反弹,从期指市场表现来看,呈现出量价齐升态势。“比如IF、IH、IC总持仓量上升百分比分别为5.78%、0.93%、12.52%,期价上涨幅度达5.62%、4.75%、6.48%,从量价关系来看,预计短期还有上冲惯性。”姚永源表示。

姚永源认为,从中期角度看,A股春季行情已经开始酝酿,持股待涨是最佳选择。他指出,历年春季行情出现的两个条件已经具备,一是全球流动性紧缩预期出现边际缓和,境外风险投资情绪上升;二是国内信用扩张的预期出现改善,市场流动性宽松利好春季行情展开。

| 易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（1月15日） |         |         |         |         |      |        |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|------|--------|
| 指数名称                      | 开盘价     | 最高价     | 最低价     | 收盘价     | 涨跌   | 结算价    |
| 易盛农期指数                    | 938.59  | 942.9   | 938.09  | 940.94  | 0.2  | 940.8  |
| 易盛农基指数                    | 1189.03 | 1192.88 | 1188.36 | 1191.19 | 2.76 | 1192.2 |

## ■ 记者观察

## 人民币企稳与外资流入呈正反馈

□本报记者 王姣

2019年以来,人民币兑美元汇率累计升值已近2%,伴随市场对人民币汇率继续企稳的预期升温,人民币企稳与外资流入正形成正反馈:一方面,境外机构对人民币资产的需求量处于上行态势,推动了人民币汇率的上升;另一方面,伴随人民币国际化和市场化的推进,人民币汇率持续企稳,导致人民币资产对外资的吸引力正不断增强。

1月15日,中国外汇交易中心公布的数据显示,银行间外汇市场人民币兑美元中间价为6.7542元,较前值调高18个基点,为连续第4个交易日上调,这一水平较2018年底已大幅上调了1352个基点,累计升值幅度高达1.96%;人民币即期汇率同样大幅上涨,截至15日16:30收盘,在岸人民币兑美元汇率收报6.7544元,较2018年末收盘价6.8658元上涨了1114个基点,累计升值幅度超过1.6%。

人民币汇率“开门红”主要受益于美元指数回落。自2018年12月中旬触底及97.7155的高点后,美元指数一路走软,截至2019年1月14日美元指数回落至95.6附近,累计跌幅约1.54%。美元指数高位回调,体现了投资者对美国经济增长后继乏力的担忧,尤其美联储表态更加转鸽对美元继续上行形成压力。此外,近期国际经贸关系有所改善,美股出现止跌反弹走势,避险情绪对美元的推动效应退去,市场风险偏好回升,VIX指数显著下行,也有助于包括人民币在

内的新兴市场货币升值。不过,对比近期人民币和美元表现,可以看到,人民币升值的幅度明显大于美元指数贬值的幅度,这可能主要归因于国内基本面与资本流动状况。综合机构观点来看,人民币再次呈现“相对强势”,体现了市场对中国经济的信心,同时外资在我国资本市场的流入流出很可能仍是主导因素,这与资本市场逐步开放条件下我国外汇供求形势所出现的新变化密不可分。近期人民币汇率预期企稳,带动了结汇意愿的提高,资金的回流对人民币的升值起到了支撑;此外,人民币债券等买盘增加了资金流入和人民币的需求,对人民币升值起到了利好作用。

数据显示,随着人民币汇率企稳升值,中美利差走扩,截至2018年12月末,境外机构投资者持有中国债券规模为1506951亿元,较11月末增加82691亿元,较2017年末增长5026%,单月增持量创下过去半年以来的最高值。另据中金公司数据,1月2日至9日当周,全球资金回流中国(包括A.H.红筹)市场股票型基金规模为13亿美元,好于前一周流出2644万美元的情况。

总的来看,人民币汇率稳中趋升,一方面受益于美联储表态偏鸽、美元持续回落;另一方面,汇率预期企稳、境内外资金回流对人民币升值也起到利好作用。往后可,伴随市场对年内人民币汇率整体企稳的预期升温,更多的境外资金将流入国内资本市场,进而有利于人民币资产表现。

## 乙二醇期货低位运行概率大

□本报记者 王朱莹

乙二醇期货近期自低位反弹,日线呈现三连阳态势,累计上涨2.53%。分析人士认为,目前相关企业生产利润处在极低水平对价格有支撑作用。但生产负荷处在高位,港口库存高位和需求缺乏亮点将抑制反弹高度。

中银国际期货能源化工研究团队表示,需求方面,随着原油价格反弹,涤纶产销火爆,上周库存快速下滑,尤其POY库存由145天降为5.5天。在当前库存水平下,涤纶企业压力大幅降低。织造企业春节放假时间即将集中到来,纺织行业淡季,且终端在上周接货偏多,未来若原油价格不再出现继续上涨,产销或将快速回落。

信达期货认为,目前相关企业生产利润处在极低水平,或对价格有支撑作用;生产负荷处在高位,进口未见缩量可能,港口库存高位,叠加聚酯端的检修,库存后期难以去库,因此暂且看不到上行驱动。

## 金价或将迎来新的动力

□美创鑫裕 杨艺

近期金融市场因美联储官员的鸽派言论以及美国政府部分关闭等影响,加剧市场对美联储暂停加息的预期,美元指数承压下行,推动黄金价格进一步攀升,金价多次测试1300美元大关均以失败告终。随着美国政府关门持续蔓延发酵、英国脱欧协议的风险、美联储或将暂停加息以及市场对全球经济的担忧,这些都刺激了投资者涌入黄金市场,现货黄金将迎来新的动力。

从技术面来看,黄金近期上涨后陷入停滞的迹象,金价在1290美元/盎司一带陷入盘整,不过多头仍具一些技术优势,盘整过后黄金将会迎来新一轮的上涨。

尽管今年美联储预计将有两次加息,但温和的通胀压力支持美联储多位政策制定者近期的声明,令他们对今年加息持谨慎态度。近期包括鲍威尔主席在内的多位美联储官员频繁亮相,鲍威尔在上周表示,美

| 中国期货市场监控中心商品指数（1月15日） |         |         |         |         |         |       |        |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 指数名                   | 开盘      | 收盘      | 最高价     | 最低价     | 前收盘     | 涨跌    | 涨跌幅(%) |
| 商品综合指数                |         | 83.01   |         |         | 83.28   | -0.27 | -0.33  |
| 商品期货指数                | 947.91  | 948.2   | 949.23  | 944.75  | 948.07  | 0.13  | 0.01   |
| 农产品期货指数               | 820.95  | 823.06  | 823.72  | 820.35  | 822.02  | 1.04  | 0.13   |
| 油脂期货指数                | 458.26  | 458.89  | 459.19  | 456.29  | 459.76  | -0.87 | -0.19  |
| 粮食期货指数                | 1193.78 | 1194.93 | 1197.03 | 1191.81 | 1193.78 | 1.14  | 0.1    |
| 软商品期货指数               | 753.71  | 755.26  | 756.74  | 753.67  | 753.64  | 1.62  | 0.21   |
| 工业品期货指数               | 1001.12 | 1001.31 | 1002.78 | 996.09  | 1001.08 | 0.23  | 0.02   |
| 能化期货指数                | 669.62  | 672.29  | 673.51  | 666.48  | 669.11  | 3.18  | 0.48   |
| 钢铁期货指数                | 1102.56 | 1094.92 | 1102.56 | 1087.26 | 1102.62 | -7.7  | -0.7   |
| 建材期货指数                | 978.68  | 969.07  | 978.68  | 966.39  | 978.77  | -9.7  | -0.99  |