

责编:魏春晖 电话:010-63070376 E-mail:qz@zqb.com.cn

2011信用债:熊市中段不太熊

□海通证券固定收益高级分析师 姜金香

尽管2011年债券市场整体仍将处于熊市,但随着经济形势的持续向好,企业盈利好转、违约风险下降也将给信用债带来相应的投资机会。

在流动性和收益率间取舍

从上一轮加息的经验看,投资信用债需要在流动性和收益率之间取舍。

在做空机制缺乏的市场环境中,债市收益率下行是唯一赚取相对较高收益的机会。那么,在加息周期中,企业盈利好转、违约风险下降会不会给信用债带来相对较好的投资机会呢?回答是肯定的。

但与此同时,还要警惕流动性冲击。这一情况曾集中出现在两个时间段:第一段为2006年9月21日至2006年10月19日,第二段为2007年6月21日至2007年9月26日。流动性冲击的原因有两个:其一,为利率债抛弃信用债,但这只能解释其中一小部分;其二,为股票抛弃信用债,这是主要的因素。这两个时段恰恰是股市行情确立(或再确立)的时间,在此期间,券商、基金持有信用债(企业债和短融)的比例均出现较大幅度的减持,其中基金在第一阶段为应对赎回压力规模下降了25%。

那么,目前是否是投资信用债的较好的时期呢?我们观察到几个现象:首先,绝大多数信用债品种的信用利差都低于历史上经济最好时期的利差水平,而目前的经济仅处于好转初期且尚存在复杂的不稳定因素,这显然与以违约率衡量的理论指导相悖;其次,除有担保的AA和AA-的企业债相对价值较高外,AAA和无担保的隐含违约率均已经低于2008年经济最好时期;第三,我们一贯使用的企业债收益率推测加息空间的模型结果显示,目前企业债收益率的保护空间在30-40BP,而春节前后可能还有一次加息,这个保护水平不是足够大。既然信用利差偏低,那未来的纠错路径很可能是企业债在未来一段时间上行较快来实现。

借鉴上一轮加息周期信用债的流动性冲击因素,我们看到,其一,尽管信用债经过近几年的发展规律有所扩大,但全部规模只有3.4万亿,仅占全部债市的17%,信用债流动性差仍然是投资者最大的顾虑之一。

其二,从投资者结构看,目前冲击流动性的因素尚没有释放,券商和基金持有信用债无论从总规模还是从配置结构的比例上看都处于历史高位。基金共持有全部短融和企业债的15%,而配置信用债的比例达到26%;券商绝对量上共持有信用债的3.6%,但是在所有债券类资产中的配置比例高达58%。这两类投资者在面临股市有更正的收益时会提高对债市损失的容忍度,债券抛售(基金份额被赎回及券商主动抛债配股)会引起信用债较大的流动性冲击。

其三,债券信用级别的多样化趋势可能会加剧流动性冲击的力度。以中票和短融为例,AA及以下信用等级债券数量逐渐增多,大约占到20%-30%左右的规模,其持有者要求的资金回报和风险偏好都比较高,如果配置范围局限在债市品种,则这类收益率较高的券种相对安全。而一旦跨越大类资产进行配置调整,势必会提高这部分投资者对此类投资品种的流动性溢价要求,加剧流动性冲击的程度。这是我们今后重点回避的因素。

超配3-5年中等资质信用债

信用债收益率在今年加息启动之后收益率已经快速上行。以上一轮加息最高点债市的收益率水平为参照,信用债经过收益率上行后,尤其是5年期以上品种的AA和AA-这两个等级,距历史最高点的距离已经非常窄(甚至已经超过了历史高点),收益率已显现一定的相对投资价值,3年期的企业债也有类似特点。从期限结构上分析,由于陡峭化的存在,期限越长的企业债距离历史高点的差距总体上要小于期限短的品种,也就是说未来可能的机会存在于:某些期限较长的信用债品种在初期反应较快而可能具备相对较好的投资价值。

通过情景分析对持有期收益的测算,我们对2011年信用债的投资策略总结为:首先,期限选择上,持有3-5年期的企业债总收益最高,但以AA+为代表的低等级信用债则是持有1年期的更好;其次,信用等级上,有担保AA为代表的中等信用债更具优势。如果在此基础上,再细化至取时点选择的收益,信用债的收益率还会提高。因此,我们认为明年信用债市场将不会太熊。

□本报记者 王辉 上海报道

10亿元3月期利率于周四发行结束后,央行不出意料地连续第6周在公开市场实现资金净投放。与央票发行利率和发行数量的不温不火相比,目前市场关注焦点仍聚集在央行的资金面调控方面。分析人士表示,短期公开市场微量维稳的操作风格还将延续,而当前市场上的紧张状况也难以从公开市场上得到太多实质性获益。预计短期市场资金面紧张状况仍将延续,债市整体的弱势状况也将难以得到改观。

本周净投放资金260亿元

公告显示,央行23日发行10亿元3月期央票,对应收益率连续第7周落在1.8131%的水平。央行当日仍未进行正回购操作,3年期央票也继续暂停发行。

本周公开市场到期资金280亿

交易员札记

资金面拐点将至 短线抄底正当时

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四,R001和R007均大幅上扬,R007上行幅度超过150bp。这主要是受新股海南橡胶申购的影响和回购利率惯性上扬的驱动,其实资金面虽然总体偏紧,但是下午还是能够感受到逐渐好转的迹象。

现券市场收益率比较稳定,抛盘以3年以内的央票为主。受资金面紧张和回购利率飙升影响,半年以内的品种收益率普遍上行到3.40%以上,其中100233收益率上行至3.55%。2年多的央票也以套现盘为主,收益率基本稳定在3.64-3.65%一线,流动性不好的品种如1001047有几个别成交攀高

至3.68%。5年金融债收益率保持稳定,100416和100312在3.90-3.91%成交多笔。国债全天买卖盘均较少。

流动性紧张的时候是最好的抄底机会,此次机会类似于今年6月下旬。如果资金允许的话,本次抄底可以在1-2周内获得5-10bp的确定收益,理由如下:首先,本周3-5年品种的收益率上行完全是因为资金紧张造成的,明年一季度债券供求失衡的局面并未发生变化;其次,造成资金紧张的原因是各家银行之间的揽储大战以及年底项目走款较多,虽然资金还是在银行体系内循环,但是在途资金占用较多,资金的不确定性也导致各家银行提

我国首只超短期融资券面世

中国石油集团今日招标50亿超短融

中国石油天然气集团公司公告,该公司计划于周五(24日)招标发行50亿元人民币超短期融资券(SCP),期限270天。这将成为我国首只发行的超短期融资券。

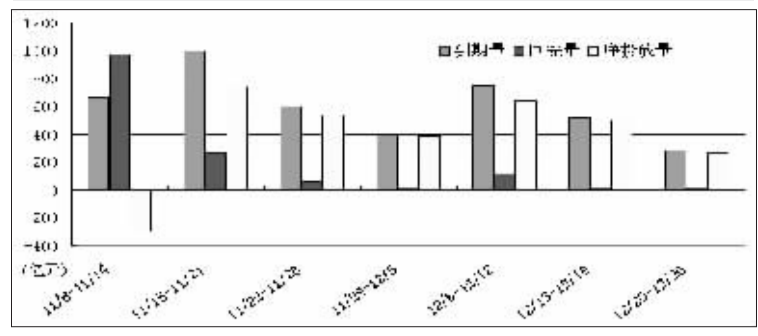
公告显示,本期超短期融资券面值为100元,平价发行。采用单利按年计息,不计复利。票面年利率将通过招标系统招标确定,在超短期融资券存续期限内固定不变。招标采用单一利率(荷兰式)招标方式。发行日程方面,招标日为12月24日,缴款日和起息日为12月27日,自12月28日起交易流通,兑付日为2011年9月23日(遇节假日顺延),到期一次性还本付息。

另据公告,工商银行和交通银行将担任此次发行的联席主承销。本期超短期融资券无担保。中国银行间市场交易商协会周二发布《银行间债券市场非金融企业超短期融资券业务规程(试行)》,并正式开始接受企业在银行间债券市场发行超短期融资券的注册。

当日,交易商协会共接受铁道部、中石油集团和中国石化等3家发行人的发行注册,注册额度共计2100亿元。中石油集团注册金额为1000亿元。根据注册文件要求,超短期融资券首期发行工作应在注册后2个月内完成。

超短期融资券(SCP),是指具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的、期限在270天以内的短期融资券。(张勤峰)

央行公开市场操作连续六周净投放



统计显示,下周(2010年最后一周)公开市场到期央票320亿元,到期回购50亿元,即便不进行任何资金回笼操作,市场也仅能得到370亿元的资金到期兑付。

来自一线的交易员则表示,事实上,目前市场相对关注的焦点并不在公开市场上,而都在忙着借钱。预计类似本周的公开市场清淡操作状况,短期内还将会延续。发

高兑付水平,这些肯定都会随着元旦节的到来而消失。根据6月份的经验,月底前三天资金面即会明显改观,预期下周二之前能迎来资金面的拐点;再次,传说中的财政存款若隐若现,虽然市场普遍预期达不到此前估计的万亿规模,但是即使只有2000亿-3000亿的水平,市场的资金面也是另一番局面;最后,随着新年的到来,投资户大举买债的时点再次来临。

需要提示的风险是,如果央行为了控制信贷而在元旦前后上调准备金率,则预期的行情可能夭折。另外,还需要注意1月初的突击发放信贷的规模,如果过大,可能对资金面和市场预期带来负面影响。

周四,市场资金紧张状况“变本加厉”,货币市场利率仍在大步创新高。数据显示,隔夜回购利率上新高63BP,3.2552%,一举创出年内新高;7天回购利率则进一步涨至5.7125%,单日上行幅度达到153个基点。另外,21天和1个月回购利率单日涨幅也均超过60个基点。

尽管存在银行指标考核与跨春节兑付需求的制约,但当前市场资金面的紧张状况显然远远超出了市场预期。究其原因,有市场人士认为,由于美元走强的概率提升,同时人民币升值预期收敛,12月新增外汇占款可能少于预期。也有分析师指出,财政存款转出的时点存在不确定性,投放“滞滞”加剧了银行资金面的阶段性紧张。还有观点认为,在信贷额度用尽、债市表现低迷的情况下,大行存在抬高货币市场利率的动力。

不过,对于上述猜测,有研究人士指出,历年财政存款都有在年底集中投放的“传统”,今年自然也不例外;同时,尽管人民币升值预期有所下,但“热钱”重新流入的概率也较小;此外,大行或许存在推高资金利率的冲动,但同时也不得不考虑加剧市场波动所可能引发的监管风险。相比之下,流动性紧缩预期或许才是这场风波的“始作俑者”。

该人士表示,前期央行连续上调存准率所传递的政策紧缩信号非常明确,市场的流动性预期已经发生变化。加上预计年底有大量资金流入、公开市场缺乏回笼能力,因此年底前存准率仍有上调可能。为此,大行不得不未雨绸缪,主动提高资金水平。

值得注意的是,有媒体报道央行有意将差别存款准备金动态调整纳入宏观审慎架构,进一步丰富货币政策调控工具。此消息也为上述说法提供了佐证。(张勤峰)

虽然有助于商业银行资金的归拢,但也在相当程度上影响了派生存款;而今年银监会要求商业银行要在资金备付上达到5%的超储备率水平,也显著高于09年年末时3.13%的超储备率。

而在现券市场交投方面,国海证券分析师高勇标指出,受资金面持续紧张影响,近期债券抛压沉重,中长端收益率曲线则继续平坦化。由于目前处于政策真空期,券种收益率整体走势在年底前出现大幅变化的可能性也较小。整体来看,尽管公开市场近几周持续净投放,但面对4%、5%以上的回购利率仍属杯水车薪。

在跨年债市市场上,国信证券分析师李怀定则强调,后期货币政策完全聚焦在“防通胀”上,包括信贷、利率、准备金率、公开市场操作等众多数量型工具和价格型政策工具预计将会交叉或重叠使用,资金面等大环境整体仍将不利于债市。

资金面紧张警报仍难解除

在央行连续6周在公开市场净投放后,市场对于资金面的负面预期却依然没有丝毫缓解。上海一券商交易员称,市场资金面已经紧张得受不了了,现在一些机构已经在刻意“囤钱”,由于市场预期不稳定,加之部分机构担心融出的资金在到期后能否准时兑付,市场紧张情绪正在进一步加深。

而在外围因素方面,年末监管部门要求控制固定资产贷款和提高商业银行跨年资金备付水平,也都在客观上造成了市场资金需求的进一步放大。该市场人士称,信贷控制

紧缩预期作祟 资金利率继续上行

7天回购利率单日上涨153BP

周四,市场资金紧张状况“变本加厉”,货币市场利率仍在大步创新高。数据显示,隔夜回购利率上新高63BP,3.2552%,一举创出年内新高;7天回购利率则进一步涨至5.7125%,单日上行幅度达到153个基点。另外,21天和1个月回购利率单日涨幅也均超过60个基点。

尽管存在银行指标考核与跨春节兑付需求的制约,但当前市场资金面的紧张状况显然远远超出了市场预期。究其原因,有市场人士认为,由于美元走强的概率提升,同时人民币升值预期收敛,12月新增外汇占款可能少于预期。也有分析师指出,财政存款转出的时点存在不确定性,投放“滞滞”加剧了银行资金面的阶段性紧张。还有观点认为,在信贷额度用尽、债市表现低迷的情况下,大行存在抬高货币市场利率的动力。

不过,对于上述猜测,有研究人士指出,历年财政存款都有在年底集中投放的“传统”,今年自然也不例外;同时,尽管人民币升值预期有所下,但“热钱”重新流入的概率也较小;此外,大行或许存在推高资金利率的冲动,但同时也不得不考虑加剧市场波动所可能引发的监管风险。相比之下,流动性紧缩预期或许才是这场风波的“始作俑者”。

该人士表示,前期央行连续上调存准率所传递的政策紧缩信号非常明确,市场的流动性预期已经发生变化。加上预计年底有大量资金流入、公开市场缺乏回笼能力,因此年底前存准率仍有上调可能。为此,大行不得不未雨绸缪,主动提高资金水平。

值得注意的是,有媒体报道央行有意将差别存款准备金动态调整纳入宏观审慎架构,进一步丰富货币政策调控工具。此消息也为上述说法提供了佐证。(张勤峰)

10贴现国债19存在部分流标风险

财政部定于24日发行国债,今年最后一只记账式国债——10贴现国债19。分析人士称,由于目前资金面偏紧,本期贴现国债发行量较大,存在部分流标的风险。

本期国债为91天贴现国债,跨市场发行。计划发行总量200亿元,全部为竞争性招标,无追加。本期国债采用多种价格“美国式”招标方式发行,招标标的为价格。

中银国际表示,根据银行间市场交易情况,3个月国债的市场收益率约为3.05%。根据CIR模型,当前3个月国债的理论收益率为3.03%。综合考虑偏紧的资金面和市场对短期贴现债的需求情况,本期债券中标利率将高于二级市场收益率水平。最高中标利率与加权平均中标利率的差值在10bp左右。

由于目前资金面偏紧,短债蒙受的抛压较大,加之本期债券供应量大,有部分流标的可能。中银国际建议积极的投资者在3.20%-3.25%投标,相对保守的投资者在3.26%-3.30%投标。(张勤峰)

中国银河证券·基金业绩日报表

Table with multiple columns: 基金名称, 份额单位, 净值, 涨跌幅, 今年以来, 近一年, 近三月, 近一月. It lists various funds and their performance metrics.