

# 信用等级苦尽甘来 高收益回光返照

## 信用债上演“小阳春”行情

□本报记者 王辉

经历1月中上旬的连续调整后，近段时间国内信用债市场上演一波“小阳春”行情，尤其是节后信用利差开始走平甚至出现略微下行，信用债表现超越利率债。分析人士表示，流动性回暖助力短期信用债回暖，然而今年由于信用债整体供给压力较大，基本面风险也在加剧，信用利差易扩张难收缩。特别是，信用事件频发加重违约预期，高低等级信用利差重估是大势所趋。相比之下，高等级债券性价比更高，更易受市场机构青睐。

### 收益率回调难掩利差分化

春节前开启的信用债反弹行情过节后继续上演。周四，在央行公开市场零操作，逾千亿逆回购到期回笼的背景下，场内场外信用债市场交投却异常火爆，收益率曲线整体进一步下移，下行幅度较利率产品有过之而无不及。

而与此同时，虽然部分低等级高收益信用债同样出现明显的反弹，高低等级品种间利差拉大的趋势却并未因此逆转。据兴业银行等机构统计，自2013年年底以来，AAA和AA短融中票间的评级利差，已两个多月连续飙升。其中，5年期品种信用利差升至约130个基点，3年期品种升至约110个基点。回顾过去，类似的高低评级间利差快速扩张的情况，在历史上也仅仅出现过三次。此前两次分别是2008年金融危机和2011年底城投债危机，而本次大量低等级信用债收益率突破10%，直观地折射出市场违约预期的上升。

### 高等级性价比显现

2014年以来，金融市场上各类信用风险事件纷至沓来。据不完全统计，其中对市场冲击较大的有：中诚信托、吉林信托等部分信托机构数十亿元信托计划兑付危机；以往被市场认为“不可能出现风险的”央企下属中冶纸业遭多家银行追讨共约47亿元欠款，并被全面暂停融资服务；中小企业集合债频频出，部分发行人已陷停产或破产境地；以华锐风电为代表的多家上市公司主业基本面严重恶化并出现年度经营业绩巨额亏损；多家大中型煤炭企业遭遇评级下调；洛阳矿业所发行的非公开定向债务融资工具13洛矿PPN001的持有人要求其提前还本付息，开启债券市场被动提前兑付的先河。各类信用事件层出不穷，显示债券市场实质违约正渐行渐近，客观上要求债券信用利差、等级利差重新定位。

尽管最近一段时间以部分交易所“垃圾债”为代表的高收益债，出现了强劲反弹，但纵览当前投资机构的观点，继续看衰低等级债券依然是市场的主流声音。渤海证券表示，从1月份的行情中可以看到，信用风险事件对低评级高收益债的影响非常大。尽管随着11常州中小债和中诚信托风险事件的顺利解决，信用债市场明显反弹，但是市场所处的信用环境并未得到改善。未来继续不断暴露的信用风险事件，将会对高收益债市场形成持续性冲击。中金公司报告进一步指出，中国信用债市场与国际市场相比较，低评级的信用利差明显偏低的，其根本原因一方面在于市场目前还没有出现过真正的违约。2014年由于信用债整体供给压力较大，而且基本面风险也在加剧，信用利差易扩张难收缩。随着评级间利差大幅拉开，低评级信用债将回归“高风险高收益”的本色。

与此同时，在货币流动性可能呈现边际改善的预期下，一些市场机构对于高等级信用债的看法正变得乐观。海通证券本周指出，今年1月AAA主体评级的债券发行量远低于去年4月份以来均值，由于高等级信用产品供给减少，同时市场避险情绪正在上升，对低风险资产的需求增加，投资者可更加积极地配置高等级信用债。渤海证券亦指出，从大的经济环境看，随着经济增速的放缓，发债主体的经营能力和偿债能力将会继续分化，信用债市场由经济增长承压带来的投资机会将会越来越显示出结构性的特征，高等级债和高收益债的表现差异化将深化。

## 资金面春风习习 交易所债市上演普涨

节后资金面持续宽松，令信用债买盘大振，周三交易所债市上演普涨行情，公司债企业债收益率下行明显。

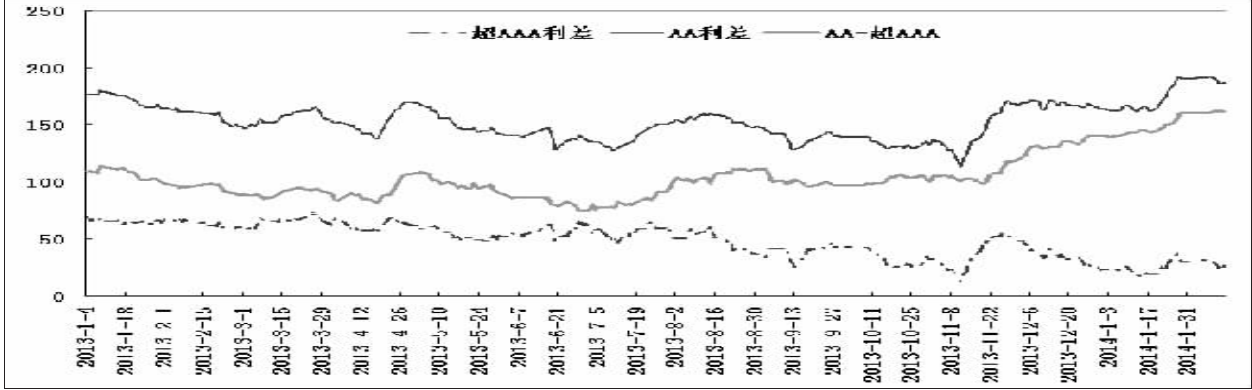
周三上证企业债指数收盘上涨0.10%，重回去年11月创下的历史高位附近，不少企业债收益率大幅下行10-30BP。活跃城投中，11丹东债（AA）收盘到期收益率跌20BP，09怀化债（AA）跌26BP，08长兴债（AA）跌36BP；产业类品种中，民企10凯迪债（AA+）跌16BP，国企11万基债（AA-）跌27BP。

周三上证公司债指数大涨0.18%，涨幅为去年下半年以来所罕见。债券收益率下行幅度可观，如地产债09富力债（AA+）跌22BP，“问题券”同样多数收益率走低，如12三维债（AA）跌40BP，11宝钢02（AA-）跌29BP，11南钢债（AA+）跌47BP。

从指数走势上看，1月下旬以来交易所信用债持续回暖，目前指数基本回到甚至超过1月初那轮下跌的起点。有分析指出，近期交易所信用债反弹一是前期急跌后的技术性修正，二是受益于流动性持续宽松，三是部分公司债发行人扭亏，缓解债券退市担忧，四是中诚信托事件成功化解，强化刚性兑付预期。

市场人士认为，信用债短期有望延续强势，但2014年微观主体的信用风险较2013年上升，未来债券信用利差特别是等级利差易张难收，高收益债只适合短期投机。（张勤峰）

5年期超AAA中票、AA中票信用利差与等级利差变化



年初以来负面评级行动发生频率重新提高						
企业名称	最新长期评级日	最新长期评级	评级展望	评级调整	前次评级	最新评级机构
北京湘鄂情集团股份有限公司	2014-2-12	A	负面	调低	AA-	鹏元
河南大用实业有限公司	2014-1-28	BB+	负面	调低	BBB+	联合
南阳普康药业有限公司	2014-1-28	B+	负面	调低	BB+	联合
湘电集团有限公司	2014-1-24	AA	负面	维持	AA	新世纪
中航三鑫股份有限公司	2014-1-17	A+	稳定	调低	AA-	中诚信国际
义马煤业集团股份有限公司	2014-1-9	AA+	负面	维持	AA+	联合
上海同捷科技股份有限公司	2013-12-23	B	负面	调低	A-	新世纪
山东省微山湖矿业集团有限公司	2013-12-15	AA	负面	维持	AA	鹏元
岳阳林纸股份有限公司	2013-12-9	AA	负面	维持	AA	联合
西部矿业集团有限公司	2013-11-28	AA+	负面	维持	AA+	大公
英利能源(中国)有限公司	2013-11-22	AA-	负面	维持	AA-	中诚信国际
中电投宁夏青铜峡能源铝业集团有限公司	2013-11-4	AA+	负面	维持	AA+	新世纪
鞍钢股份有限公司	2013-10-23	AAA	负面	维持	AAA	中诚信国际
万正投资集团有限公司	2013-10-17	A+	负面	调低	AA-	鹏元

# 低评级跑赢高评级的故事难再续

□南京银行 龚洁

在2013年债券熊市中，低评级信用债笑傲江湖，无论是短融、中票还是企业债，低评级全年总回报全面超越高等级品种。从财富指数来看，中债短融AA财富指数跑赢中债短融总财富指数0.23%，而中债高收益中票、企业债财富指数分别跑赢相应高等级财富指数1.31%和1.67%。展望今年债市，低评级信用债未必能在所有期限中全面跑赢高等级品种，投资者需要择时参与高、低评级品种。

首先，整体信用债市场波段机会预计好于去年，低评级流动性劣势凸显。对交易型投资者来说，信用债今年交易机会应该会多于去年。债券市场波动将主要围绕流动性展开。从央行最新货币政策执行报告来看，重提货币政策的“前瞻性”和“保持适度流动性”，常备借贷便利（SLF）及其创新使用都反映了央行熨平资金利率波动的决心。债市面临的流动性环境将好于去年，资金利

### ■ 观点链接

#### 申银万国：中期内信用债压力仍存

短期内信用债的强势有望延续，但是中期内的压力并没有结束。首先，本来信用债的回暖迟于利率债，而目前利率债的收益率下降空间已经非常小，甚至后期面临向上的压力。其次，资金面的预期较为乐观，但恰恰也是最大的不确定性，申银万国认为资金后期还是趋紧的过程。第三，年初以来，信贷额度偏紧，信贷利率也处于反弹趋势，因此信用债的利率变化也会受到负面的影响。最后，后期年报公布，业绩压力下的评级下调仍是需要警惕的。综合而言，仍坚持短融最优，长久期信用债并没有到最佳投资时点的判断。

#### 中金公司：信用利差重估不可避免

即使刚性兑付短期内难以打破，信用债年内不出现实质违约，信用利差的重估也将不可避免。一方面，考虑到整体信用环境的恶化和未来宏观信用供给收缩的风险，个别危机产品被兑付后，市场违约担忧情绪恐难以像往年一样迅速缓解。我们认为市场风险偏好的降低将不以个

率与去年相比边际上正在改善。此外，去年高等级信用债利率超出同期贷款利率也为利率下行打开了空间。1月中旬开始，高评级信用债成为市场交易的热点，1年AAA短融收益率下行超过40BP。在交易性机会较多的情况下，低评级品种由于流动性较差获取资本利得的难度将超过高评级品种。

第二，信用风险事件此起彼伏，高低评级信用利差亟需重新定价。在经济增速放缓背景下，对信用风险事件爆发的担忧预计全年都将萦绕在投资者心头。从年初11杨浦SMECN1中同捷科技兑付困难到中诚信托兑付事件再到近来的13洛矿PPN001债券持有人要求发行人提前兑付，信用违约警报持续刺激着投资者的神经，整体市场风险偏好有所降温。在这种背景下，高低评级信用利差重新定价在所难免，目前AA-与AAA评级各期限信用利差在150-200BP左右，相对偏低（SLF）及其创新使用都反映了央行熨平资金利率波动的决心。债市面临的流动性环境将好于去年，资金利

别产品的刚兑为转移，至多是速度缓慢的差别。另一方面，目前高低等级之间利差仍然偏低，而且高等级绝对收益率已体现出长期配置价值，结合安全性、防御性和流动性等方面的考虑，高低等级之间利差需要进一步扩大以提升低评级产品的性价比。我们认为不必对实质违约是否爆发、何时爆发等问题过于纠结，无论年内刚性兑付是否会打破，目前保持短久期高等级的防御策略仍为上策。

#### 海通证券：高等级债趋于供不应求

高等级信用债发行量已跌至冰点，尤其是长久期品种。2014年1月AAA主体评级的债券共发行852亿，远低于去年4月份以来每月接近2000亿的发行量。5-7年品种发行量已经连续两个月不足100亿。高等级发行人融资渠道多元，目前较高的收益率倒逼其推迟债券融资计划或者转向贷款。《四季度货币政策报告》显示贷款利率上浮比例上升，优质贷款客户融资需求下降。与此同时，高等级信用债收益率亦全面高于贷款利率9折。综合看，高等级信用产品供给减少，同时市场避

### 借回暖东风

# 三企业下调融资工具申购区间

□本报记者 张勤峰

调各自短融或中票的申购区间。其中，四川长虹电子集团12日至13日簿记建档发行的10亿元5年期的中期票据，申购区间由原7.45%—7.80%调整为7.0%—7.5%；浙江省手工业合作社联合社13日发行的3亿元短融券的申购区间由6.97%—7.27%下调至6.6%—7.2%；同日，天津航空5亿元短融券簿记建档区间由6.6%—7.3%调整为6.4%—7.0%。在相关公告中，天津航空本期短融的主承销商表示，更改簿记建档利率区间的原因为簿记当天在原理利率区间内，资金认购踊跃导致倍数过高。

用利差的走扩中寻求平衡。在经历一波利率接近50BP下行之后，目前可能并不是参与低评级债券的最好时机。

第三，债市违约未必兑现，但低评级债权流动性风险不容忽视。2014年债券市场能否打破刚性兑付的怪圈难以准确预言，但交易所债券品种中继续出现暂停上市个券恐将成为定局。交易所高收益债近期在超跌之后迎来了可观的反弹，但我们建议投资者在参与交易所债券时关注因发行人主体连续亏损两年导致债券暂停上市带来的流动性风险。这些债券的发行人主要集中于景气度持续低迷的行业，包括新能源及其下游制造、钢铁等行业，涉及的发行人包括华锐风电、天威保变、南京钢铁和珠海中富等。

整体而言，今年信用债市场的波段机会将好于去年，只依赖吃票息的低评级策略在今年回报并不最优。投资者可以积极参与高评级品种的交易机会，市场不明朗时在甄别信用风险的前提下适当配置以城投债为代表的高票息品种。

险情绪正在上升，对低风险资产的需求增加。建议投资者更加积极地配置高等级信用债，利率趋稳背景下，可拉长久期至5年以上。

#### 第一创业：业绩风险难除 垃圾债仍有地雷

业绩冲击接近尾声，亏损难题未解。随着各公司发布业绩预告，之前有暂停上市风险的多只公司债券警报多数都已解除，目前剩下的有暂停上市风险的债券分别为11天威债、11华锐01、11华锐02、11南钢债、12中富01、12圣农01。但是，上述6只债在1月的表现中，依然与其余垃圾债同涨同跌，并未走出单独的行情，而且当前已经涨到大跌之前的价格水平，暂停上市风险还没有完全体现在收益率中。其他已扭亏的债券主体，云维股份通过资产收购获得重组投资收益，马钢股份通过出售资产获得营业外收入，安钢股份通过做大销量，从当前各扭亏的方法来看，或许2013年的扭亏只是黄粱一梦。在经济下行风险隐约有见的当前，各主要产品价格受到产能过剩魔咒的制约，难有尚佳表现，在季报披露时，目前已扭亏的各垃圾债难免还有大幅调整。（张勤峰 整理）

## 逾四千亿净回笼不改资金面宽松 回购利率全线走低

□本报记者 葛春晖

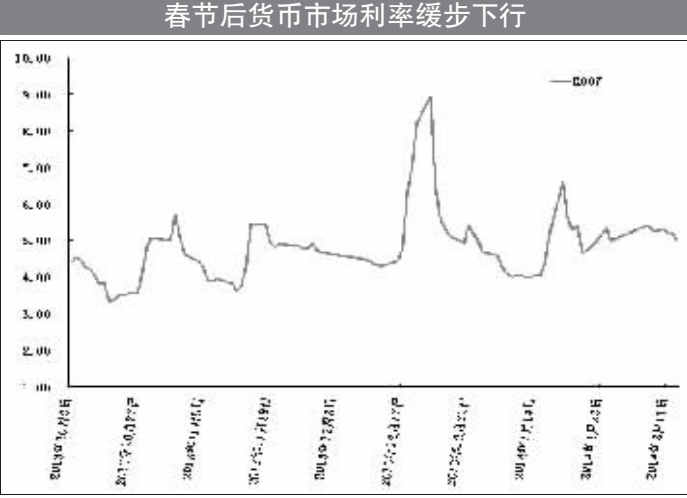
尽管央行节后从公开市场连续收回资金，但银行体系流动性依旧持续向好。周四，银行间回购市场各期限资金利率全线下行，机构融出踊跃。市场人士表示，短期市场资金面有望保持宽松，但货币政策未见转向，加之即将迎来补缴存准及企业缴税等，下半月流动性或由松转紧。

数据显示，昨日质押式回购市场主流品种隔夜回购加权平均利率下降42BP至3.58%，7天回购加权续跌19BP至5.00%；中期限品种中，14天回购加权收于4.87%，下行34BP，跨月末的21天回购加权利率下行5BP至5.28%；长期限品种均有不同程度下行，其中1个月品种跌18BP至5.52%，3个月品种跌13BP至5.80%。

继周二之后，央行昨日在公

开市场上仍未开展操作，当日到期逆回购形成1200亿元自然净回笼。加上周二到期的3300亿元逆回购，本周央行公开市场实现净回笼4500亿元，节前公开市场投放资金至此被悉数回收。另外，昨日还有300亿元国库现金定存到期，本周实际净回笼达到4800亿元。

市场人士表示，央行节前放水、节后回笼符合历史惯例，而节后市场资金面能够持续改善，主要受益于节后大量现金回流和套息资本流入导致的外汇占款超预期增长。后市而言，尽管外汇占款有望续增，但伴随现金回流趋于结束，下周—2500亿元左右的准备金补缴以及2月份财政存款的季节性增长，均会对流动性起到显著收缩作用，再加上本周央行在公开市场操作中继续显露中性态度，预计下半月资金面将由松转紧，月内7天回购利率中枢将难以跌破4.5%。



## 口行债中标利率低于预期

□本报记者 葛春晖

中国进出口银行13日就其2014年度第六、七期金融债进行了发行招标。招标结果显示，两期债券中标收益率低于市场预期，但认购倍数较前期有所下降。

口行第六、七期金融债是该行2014年第二期3年期、第三期5年期固定利率的增发债券，票面利率分别为5.44%、5.48%，起息日分别为2月10日、1月28日，本次计划发行额均为不超过60亿元。来自中债网和交易员的信息显示，两期债券

中标收益率分别为5.3047%、5.4333%，低于此前市场给出的估值均值5.35%和5.48%。两期债券认购倍数分别为2.98、2.26，低于第二期、第三期招标时的3.60、2.52，期限较短的3年期品种需求相对较好。

市场人士表示，当前资金面处于春节过后最为宽松水平，机构年初配置需求仍处于高峰期，给予两期金融债需求支撑。不过，认购情况反映出节后市场谨慎情绪升温，未来伴随资金面最宽松阶段过去，新债供给增长，一般市场认购热情或面临进一步趋冷。

## 国开行下周增发五期金融债

□本报记者 葛春晖

国家开发银行13日公告，定于2月18日增发2014年第一期至第五期金融债，五期债券发行规模合计不超过310亿元。国开行今年第一至五期金融债分别为3年期、5年期、7年期、1年期和10年期固定金融债，1年和10年品种的起息日为1月20日，3年、5年和7年品种的起息日为1月14日。本次增发金

额分别不超过70亿元、70亿元、60亿元、50亿元和60亿元。

本次增发的五期债券缴款日均为2月20日，除1年期品种24日上市外，其他品种均为26日上市，增发债券上市后与对应的原债券合并交易。招标方式方面，本次增发的第二、四、五期债券采用单一价格（荷兰式）招标方式；本次增发的第一、三期债券采用多种价格（美国式）招标方式。

## 两公司14日共发行60亿超短融

□本报记者 张勤峰

中国铝业公司、陕西煤业化工集团先后公告，将于14日在银行间市场发行一期超短期融资券，两期超短融发行规模合计60亿元。

上述两公司此次发行的均为其2014年第一期超短融，期限270天，发行金额各为30亿元。两期超短融采用簿记建档、集中配售的方式发行。日程安排一致，簿记建档日为2月14日，缴款日和起息日为2月17日，2月18日起上市流通，2014年11月14日到期兑付（遇节假日顺延）。

此次两期超短融均不设担保，中诚信国际给予中国铝业公司的主体信用等级为AAA。陕西煤业化工集团超短融采用双评级，联合资信给予的主体信用等级为AAA，中债资信则给予其主体AAA-评级。

值得一提的是，今年1月份超短融发行量同比和环比均明显减少，体现了高等级发行群体对于债券融资利率的敏感性。海通证券指出，高等级发行人融资渠道多元，目前较高的收益率倒逼其推迟债券融资计划或者转向贷款。

## 三券商18日招标短融券

□本报记者 葛春晖

海通证券、申银万国证券、中投证券13日分别发布公告，各自定于2月18日发行一期短期融资券，三期短融发行规模合计不超过59.5亿元。

其中，海通证券短融发行金额30亿元，期限91天；申银万国证券短融券发行金额20亿元，期限90天，中投证券短融券发行金额不超过人民币9.5亿元，期限91天。时间安排

上，三期短融的起息日、缴款日、债权登记日均为2014年2月19日，上市流通日均为2月20日。三期短融券均无担保，经中诚信国际评定，三家发行人的主体评级均为AAA，评级展望为稳定，三期债项的评级均为A-。

上述三期证券公司短融券均为固定利率，票面利率通过招标系统招标决定，单利按年计息，不计复利，募集资金均主要用于补充流动资金。