

超日债翻盘再谱刚兑神话

# 利差收敛 信用债接棒轮动行情

□本报记者 王辉

上周,信用债收益率整体大幅下移,信用利差全线缩窄,评级越低收益率及利差下降越多。流动性持续宽裕背景下,债券市场行情出现轮动,信用债补涨致使利差缩窄,而超日债事件尘埃落定强化刚兑预期,成为评级间利差缩窄的一项推手。往后看,市场人士指出,债券牛市环境下,信用债整体配置价值较高,短期市场乐观情绪料继续发酵,并可能推动信用利差进一步收窄。

## 刚兑刺激风险偏好

23日(上周四),上海超日太阳《重整计划草案》获债权人、出资人表决通过,在“ST超日退市大限来临之前成功实现“保壳”的同时,也为各类债权人挽回了一定的损失。根据破产重整方案及相关安排,11超日债由于相关重组方提供连带责任保证担保,其债券持有人基本将获得全额本息兑付。此前市场观点认为,超日债延续刚兑,将刺激风险偏好的提升。

国泰君安表示,\*ST超日破产重整的成功,不仅体现了上市公司壳资源价值对于债权人的隐性保护,同时破产重整



结果对于债券持有人的特殊“照顾”亦将进一步强化债券市场的刚兑预期,总体上都将刺激市场风险偏好继续提升,尤其是上市公司发行的公司债领域。

华宝证券也认为,虽然此次重组整体仍是参与的各方主体在政府相关部门撮合下基于利益作出的市场化选择,但本次公司债的危机也揭示了中国垃圾债市场的潜在机会。特别是上市公司发行的公司债,由于其隐含的特殊的上市公司“壳”的价值,债券的风险也相对下降。

海通证券等机构,在强调\*ST超日作为上市公司的壳价值以及11超日债投资者中散户众多的客观原因的同时也指出,根据今年年中沪深交易所出台的高风险信用债投资者适当性管理新规来看,监管层仍在不断提升高收益债投资门槛,将高风险资产投资者限定在承受风险能力较高的人群,在市场导向上仍显示出破除刚兑方面的努力。高风险信用债领域的道德风险,投资者也需保持一定警惕。

## 信用利差或继续收窄

或是得益于“超日债事件”圆满收场的刺激,上周信用债市场出现补涨,利率下行幅度超过利率债,信用利差与评级利差双双收窄。分析人士表示,在当前债券市场环境整体向好、信用风险限于局部的背景下,未来一段时间信用利差或继续收窄。

广发证券指出,上周债券收益率继续维持下行态势,收益率曲线均呈现“牛陡”形态。其中,信用债收益率下行幅度明显高于利率债,信用利差全面收窄。以3年期AA+企业债为例,上周与国债信用利差下降6bp,与国开债信用利差收窄4bp。整体而言,信用利差多数回到中位数以下,中低信用等级曲线短端下行幅度较大。该机构表示,在当前市况下,短期内利差收敛的态势预计还会延续。

上海证券进一步指出,当前信用利差已经反映了市场对经济低迷下、信用违约上升的预期。个别信用产品的信用事件“传染性”大幅度下降,表明中国债市远离系统风险临界点,个别违约仅是表现为“踩雷”风险。后期经济基本面逐步出现实质改善,将带动信用利差的持续下行。

## ■债市策略汇

### 利率产品

申银万国证券:  
未来一个月是盘整期

收益率下行方向明确,但未来一个月收益率下行存在一定阻力,或将进入一段盘整期。一方面,尽管当前经济仍然疲软,但在极低的基数上,9、10月份数据的确可能企稳回升。收益率进一步下行主要依赖于货币政策的放松,过程将更为一波三折。另一方面,市场普遍认为房地产是当期债市的最大风险,而即将公布的10月销售同比转正、开工和投资增速全面回升应是大概率事件。尽管这不代表未来的方向,但在目前市场预期分歧较大、信心不强的时期,数据扰动的确很可能造成收益率的波动。建议投资者维持前期仓位,多看少动,待10月数据逐渐趋于明朗后,将迎来更有利的加仓时机。

大通证券:  
短债空间大于中长债

利率产品的空间取决于降息以及机构的风险偏好,由于2014年处于“严监管”状态,机构对债市偏好度上升,这一

状况短期难以改变。尽管基准利率并未调整,但央行已经开始下调公开市场正回购发行利率,由于中国利率的二元化,其实质效果在一定程度上相当于降息。未来利率产品的空间很大程度上取决于正回购利率下行的空间,短期来看这种空间并不大,因此利率债的交易性机会存在但空间不大。根据我们对于四季度7年质押式回购利率3-3.2%的预判,1年期国债收益率区间可能在3-3.3%,10年期国债收益率可能在3.8-4%。就目前收益率水平来看,短债空间大于中长债。

### 信用产品

国泰君安证券:  
利差仍将维持低位

首先,信用风险仍难成为市场主要矛盾。基本面数据边际企稳有助于稳定信用基本面预期,而改善力度偏弱则支撑利率环境,加上流动性宽松,利差通常难以拉大。其次,超日债超预期兑付强化风险偏好。破产重整方案通过体现了上市公司价值对债权人的隐性保护,对债券持有人的特殊“照顾”强化债券市场刚性兑付预期。第三,财政部地方政府性存量债务处置框架影响深远。大方向利

好推高市场情绪,当然存量认定口径可能过小的问题值得密切关注,未来城投债分化的逻辑也待思考。另外,中债登调整主体评级认定标准有短期局部冲击,但类似调整的负面影响在减弱。总体上,短期仍然可以继续持有信用债获取票息相对价值。

银河证券:  
维持杠杆息差策略

最近一段时间公布的一系列重要数据,显示经济回升动力依然较弱。央行通过降息维持资金面总体宽松的格局,从8月份开始,央行持续引导资金利率逐步缓慢下行,但就目前的情况看,后续资金利率进一步下行的空间已经不大。不过,资金面在四季度将维持稳中偏松格局,利好信用债,维持杠杆息差策略。

### 可转债

中信证券:  
短期看好大盘转债

股市反复震荡,没有基本面支撑的估值提升不会太久,但市场底部有望逐步抬升,毕竟无风险利率与风险溢价在下行,建议投资者等待下一次调整之后

的反弹机会。在经济低位企稳、债市上行、股市震荡回调的大环境下,当前转债市场相对乐观,未来转债走势将取决于市场对政策的预期。短期内看好平安、工行、民生等大盘转债品种,原因是债市走强,债基净申购增加,申购资金优先配转债,利好流动性较好的大盘转债品种。中长期仍看好重工、齐峰、冠城等军工板块和同仁、东方等国企改革板块。

光大证券:  
风险继续增加

目前转债指数的走强依赖于A股大盘。A股市场短期上行空间不大,对转债而言高溢价率水平意味着风险继续增加。从上周披露的经济数据来看,外需有起色,内需仍萎靡,未来一个月国内经济增长应该会继续偏弱。比较正面的因素是政策稳增长意图明显,货币政策未来仍会较为宽松。策略方面,维持推荐转债组合(按照推荐顺序排序)如下:题材型中盘转债组合;隧道、东方、歌华。仍可持有或逢低加仓的中期小盘转债组合:齐峰、通鼎、久立、齐翔、长青、深燃。正在调整即将迎来加仓机会的大盘转债组合:平安、石化、重工、泰尔转债已经发出强制赎回公告,建议及时转股。(葛春晖 整理)

## 资金面先紧后松

27日,市场资金面先紧后松,新股发行等多重因素加大短期货币市场波动。

银行间市场方面,中短期限资金利率小幅上扬。质押式回购市场上,早盘各期限回购利率继续低开,但在新股发行、企业缴税及月末临近等因素影响下,开盘后资金面收紧,1个月以内的各期限回购成交利率纷纷走高,待到午后资金面重新恢复宽松,甚至临近收市还出现少量减点融出的情况。以加权平均利率衡量,隔夜、7天回购利率收盘双双上涨2个基点左右,14天至1个月回购利率上涨10至20个基点不等,更长期限的品种则整体走低。

交易所市场受新股发行的影响更大,上交所隔夜回购利率盘中最高涨至15%,尾盘收在9.55%。不过,与上周五相比,交易所回购利率已有所回落。

市场人士指出,本月新股集中发行已接近收尾,企业缴税的影响也正减弱,申购资金陆续解冻将有助于资金面恢复平稳,预计月末因素一项难以造成资金面大幅波动。(张勤峰)

## 11只同业存单今日发行

据中国货币网披露,建行等8家银行定于本月28日发行共11只同业存单,发行额合计110亿元。

11只同业存单中,建行、光大、平安、富邦华一银行、上饶银行、杭州银行将各发1只,金额分别为10亿元、20亿元、10亿元、5亿元、5亿元、10亿元;浦发将发2只,规模合计20亿元;兴业将发3只,规模合计30亿元。上述同业存单涵盖1个月、3个月、6个月等多种期限。

据Wind截至10月27日的统计,10月份同业存单发行规模累计已达1241.1亿元,全月发行量有望逼近1500亿元大关,而最新的发行总量已超过9月份创下的1198.5亿元的单月发行量历史纪录。另据Wind统计,截至27日,尚未兑付的同业存单为447只,面值总额4064.4亿元。(张勤峰)

# 人民币汇率刷新七个半月高位

□本报记者 葛春晖

在近期美元修正强势上涨速率、国内经济数据出现一些企稳迹象的背景下,人民币兑美元汇率呈现震荡偏强特征。27日,人民币兑美元即期汇率再次刷新3月10日以来的七个半月高点。

27日人民币兑美元汇率中间价报6.1446,较24日小幅上调21个基点,延续10月以来围绕6.14的窄幅震荡格局。昨日境

内即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇率跟随中间价高开于6.1140,创下6.1132的七个半月新高后回落至6.1150附近窄幅震荡,尾市收报6.1167,较上一交易日微涨5个基点或0.01%。离岸市场方面,香港人民币兑美元即期汇率定盘价27日报6.1225,较当日境内收盘价低58个基点,汇差较前期有所收窄。

分析人士指出,上周以来公布的三季度GDP、10月汇丰PMI初值等数

据好于预期,美元指数短期陷入震荡等因素,共同推动了近期人民币即期汇率走强。但10月以来即期汇率累计涨幅仅228个基点或0.37%,显示人民币短期升值动力仍较为有限。后市而言,综合考虑中间价总体持稳、油盘购汇需求仍多以及国内通缩压力增大、升值对出口影响渐显等因素,未来一段时间人民币出现持续显著升值的概率较小。

# 杠杆红利将长期存在

□安信证券固定收益部 袁志辉

虽然债券牛市到今天还是红红火火,但实际上自6月开始就不断地有人质疑牛市可持续性,结果是一有风吹草动就出现群体性抛售,事后发现方向不对,又跑回去使劲“taken”,造成收益率剧烈波动。下半年的债券牛市就是这样两步一回头地演进着。除非是天才的交易员,否则牛市里趋势策略的收益一般更好,当然也有很多牛市中赚不到钱的悲剧发生。其实可以不用这么痛并苦着,如果跳出单一的多空以及久期思路,灵活运用杠杆策略可以实现组合的收益性和稳定性的均衡。

机构对市场的担忧主要在于货币政策边际上难以进一步放松,经济存在触底企稳倾向,而债券估值已大幅下行,再考虑到传统交易习惯,获利回吐会给予债市带来压力。但是宏观上基本都不会认为货币政策会收紧、利率掉头向上,而偏低稳定的资金利率是杠杆策略最核心的前提条件。

投资泡沫受到挤压,无效融资需求萎缩,同时稳增长、控制系统性风险、去杠杆决定央行货币政策趋于宽松,资金利率波动中枢将下降。经济转型期间低

迷的PPI带动CPI维持低位,合意的政策利率将维持在零甚至更低水平,这种宏观经济、金融新常态是一般均衡的结果。预计ROOR将维持在3%以下,然后进行窄幅震荡,当然仍不排除时点性冲击。短期基准利率的下降并稳定在低位,有利于降低银行间回购融资成本,增大杠杆策略的息差保护空间。

此外,资金利率波动性大大降低,也将降低回购融资的难度并增强投资组合收益的稳定性。以250天移动平均年化标准差来度量回购利率波动率,结果显示,2013年下半年“钱荒”后,回购利率波动率从9%的历史低点急剧上升至20%的历史高点,并在高位横盘。截至今年10月中旬,波动率已下降至14.7%,略低于历史均值,且随着新常态后市场利率及机构预期均偏向平稳,后期波动率还将稳步下移至10%的偏低水平。

资金利率波动中枢逐步下修到3%以下,根据目前的宏观经济、通胀走势,技术性回调至2.7%附近的概率较大。再考虑到10%-14%的波动率,假定利率服从正态分布,从中长期来看,资金利率波动的区间可能为2.2%-3.2%,在2.5%-3.0%的概率接近70%。执行杠杆策略的成本端及操作难度将得到较好的控制。

从风险管理角度而言,息差保护空间是较好的安全边际观测指标。假定资金利率为3%,比较AA等级中短期票据考虑骑乘收益后的息差保护空间。从1个月考察期来看,短融品种为22bp,3、5年中票接近10bp;从3个月考察期来看,短融为70bp左右,3、5年中票约30bp。息差保护水平远高于历史均值。整体而言,经济新常态下,充足的息差保护空间为杠杆投资者提供了较宽的护城河。

目前AA短融估值在4.75%,3%资金利率下放1倍杠杆的组合息票收益在6.5%左右,5年AA城投债收益率接近5.9%,10年国开债收益率下降到4.5%。假定收益率曲线平行移动,如果预期下行幅度不超过25bp且存在上行的概率,那么放杠杆的短融组合收益要好于5年期城投债和10年期国开债,并降低了估值上行的风险,在估值适度下行时通过加杠杆还能弥补缩短久期的损失,避免大幅踏空。

资金利率稳定在低位将常态化,但是债券收益率的下行并非一帆风顺,且不排除阶段性震荡上行,在某些市场环境估值下行的空间也许有限,杠杆策略带来的丰厚息差收益或为天赐的政策红利,将是获取良好并稳定债券投资业绩的利器。(本文仅代表作者个人观点)

## 91天贴现国债需求稳定

中标利率略高于二级市场

财政部27日招标发行150亿元91天期贴现国债。在短期资金面有所收紧以及市场情绪依旧乐观的综合影响下,本期国债中标利率略高于二级市场,机构需求仍较好。

市场人士表示,受企业缴税以及新股申购的叠加影响,上周以来市场资金面有所收紧,一定程度上抬升了本期短期贴现国债的定价水平。同时,债券收益率经过前期急跌之后出现震荡,也对本期定价有影响。但是,目前债券市场上对后市的乐观心态依然稳固,特别对于牛市行情的预期较为强烈,因此本期短期国债需求不错。(葛春晖)

## 转债震荡 防范风险

27日,正股弱势调整,带动转债市场整体继续走低,个券跌多涨少。

中证转债指数27日低开低走,收报303.43点,跌0.59%。个券方面,当天正常交易的转债为29只,其中仅6只收盘市价上涨,其余23只全数收跌。

正股证券进一步指出,当前信用利差已经反映了市场对经济低迷下、信用违约上升的预期。个别信用产品的信用事件“传染性”大幅度下降,表明中国债市远离系统风险临界点,个别违约仅是表现为“踩雷”风险。后期经济基本面逐步出现实质改善,将带动信用利差的持续下行。

平安转债昨日跌幅超过1%,其他大盘转债如中行、石化、民生、工行等品种亦无一幸免调整,存量大盘品种齐跌给上市在即的渐能转债来了个“下马威”。

得益于正股反弹,华天、长青等转债昨日逆势飘红,表现抢眼。

受制于正股市场回调,近期转债行情平淡,但也未见明显下跌,转债表现好于正股,可攻可守的特性得到体现。海通证券最新报告指出,近期市场风险偏好出现波动,正股遭遇调整,预计转债仍将震荡,但债底保护下转债表现或好于正股,建议投资者防范下跌风险,可等回调后低位再介入,同时积极关注新券以及并购主题。(张勤峰)

## 中国建材将发50亿永续中票

公告显示,中国建材将于11月3日起发行50亿元的2014年度第一期中期票据。本期中票将于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续。

发行公告指出,本期中票采用浮动利率计息,单利按年计息。票面利率由基准利率加初始利差及上调基点确定,基准利率为5年期国债收益率,基准利率每5年重置一次,每次利率重置后,票面利率将在前一期上调基点的基础上再上调300BP。前5个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定。发行人有权选择在第5个和其后每个付息日按面值加应付利息赎回本期中

票。本期中票还设置有递延支付利息条款。

时间安排上,簿记建档日为11月3日,起息日、缴款日为11月4日,11月5日起上市流通,存续期内每年的11月4日为付息日(遇节假日顺延)。

据Wind统计,本期中票是10月以来公告发行的第6只永续中票,另外,首创集团将于本月底发行1只可续期企业债,近期永续类债券的供给明显增多。市场人士指出,不同于一般债券融资计入负债,发行永续债可计入权益项下,在降低资产负债率的同时还增加了股东权益,正因如此,这一融资方式受到不少高负债企业的追捧。(张勤峰)

## 乐山商行将发行三农专项金融债

乐山市商业银行公告称,定于10月30日招标发行该行2014年金融债券。

本期金融债券计划发行不超过25亿元,拟分为两个品种,票面利率根据招标结果确定。品种一为3年期固息品种,品种二为5年期固息品种,计划发行规模分别为10亿元、15亿元。本期债券在全国银行间债券市场公开招标发行,不设基本承销额。时间安排上,招标日为10月

30日,发行期限为10月30日至31日,缴款日、起息日为10月31日,付息日为存续期限内每年的10月31日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第一个工作日,顺延期间不另计利息)。

本期债券不设担保。经联合资信评定,本期债券信用级别为AA-,发行公告显示,本期债券募集资金将全部专项用于发放涉农贷款。(葛春晖)

## 东方证券30日招标25亿短融券

东方证券27日公告,定于10月30日招标发行其2014年度第七期短期融资券。