

■降息开启债牛新阶段(三)

# 风险偏好提升 信用债或后来居上

□本报记者 王辉

受上周末央行降息的刺激,本周债券市场收益率整体出现较大幅度的下行。虽然信用债受短期资金面偏紧及信用利差偏低等因素影响,涨势并不十分突出,但分析人士指出,本次不对称降息之后,银行存款资金成本下降幅度不大而贷款利率调低特征更为明显,加上未来实体经济在强刺激政策的推动下有望逐步企稳,从未来更长时间来看,信用债收益率下行空间或高于利率债。

## 信用债表现低于预期

在央行祭出降息利器后,本周以来债市收益率出现较大幅度下行,但信用债市场整体反应要弱于此前市场预期。从收益率曲线来看,周一各期限信用债收益率下行幅度多在10bp左右。周二,利率市场转向震荡,信用市场则表现更弱,收益率出现一定的上行。其中,中高等级短融收益率普遍回升5到10bp,城投债收益率也出现小幅反弹。此外,交易商协会周三公布的信用债定价估值显示,各期



限信用债估值虽较周一全线下降,但降幅从周一的10bp左右缩窄至1到4bp。

中信证券分析认为,一方面,信用债相对利率债流动性偏弱,配置机构买盘释放较缓;另一方面,临近年末,部分到期基金账户以及部分需要实现利润的自营盘的获利了结情绪上升,也使得信用市场面临较大抛盘压力。此外,有市场人

士认为,短期新股集中发行导致资金面偏紧,信用债杠杆投资首当其冲,也在一定程度上制约了信用市场短期表现。

## 收益率下行或更具优势

尽管近期信用债表现稍显逊色,但机构对信用债后市表现总体仍持较为乐观的态度。

中金公司认为,本次降息后,银行存款资金成本变化不大甚至会有上升,而贷款利率下降幅度更大,这将直接倒逼信用利差进一步压缩。此外,随着货币宽松力度加大带动市场风险偏好继续提高,中长期风险资产表现也会好于无风险资产,信用债将比利率债受益更多。

华泰证券最新报告也指出,非对称降息并未明显降低商业银行的存款资金成本,但直接压缩了银行的利差水平,或将迫使银行再度加大风险头寸,信用利差将被迫缩小。与此同时,降息政策的开启也令未来基本面改善的概率在增加,这将使得平台债和地产相关债券的系统性风险降低,市场原本认为的风险偏好下降也将有望修正,从而有利于信用债市场长期表现。

结合未来实体经济有望在宽松政策环境中逐步筑底企稳的预期,市场对于信用债的风险偏好有望继续提升。如果企业信用基本面逐步迎来改善,则不同等级的信用债的信用利差也有望继续收窄。整体而言,相对于利率债品种,未来较长时间内信用债市场或更具“后发优势”。

## ■观点链接

### 中信建投证券：相对看好信用债

对比历史,此次降息的情况略有不同,一是未曾降准,只是动用各种定向工具弥补流动性缺口,二是此次降息力度较大,有一次到位的可能性,三是银行的风险偏好逆转的可能性较小,未来两月信贷大幅超预期的概率不大,因此我们认为此次降息构成牛市利率底部是转债,风险偏好的提升还在持续进行中。但考虑到票息价值已经逐渐鸡肋化,不排除本周收益率会形成短期底部,预计债券收益率在一步到位后仍有震荡调整的压力。

### 海通证券：低利差泡沫难破

降息最直接目标是降低社会融资成本,但社会融资成本有很强的内生性,实体经济资产负债表中的杠杆率过高问题是其社会融资成本过高的主要原因。实质去杠杆成功之前,宽松的货币政策难退出。利率下降会带来风险偏好上升,美国7年宽松下信用利差已与金融危机之前相差无几。日本长期低利率下,信用利差不断下降。欧元区趋于坚定的货币宽松政策也令希腊等国家与德国利差大幅收窄。目前国内的信用利差已经很低,降息周期延续,泡沫短期难破。总之,降息窗口开启给了债券投资者信心,信用债低利差有望继续得以维持,建议投资者除了坚持城投债和高等级产业债的配置外,可关注中等评级产业债。

### 第一创业证券：依旧看好城投债

近期城投债的调整并不影响其未来的收益率下行趋势,我们依然看好城投债未来的表现。首先,城投平台作为政府信用的体现,直接受益于降息政策,新增债务的融资利率会有明显下降。而利息支出的减少可以直接改善城投平台的现金流状况,降低其再融资风险,对城投平台整体的系统性风险有很大的缓释作用。其次,受“3号文”和财政部后续文件精神传递的收缩城投债发行的信号影响,进入10月以来城投债单周发行量在个位数徘徊,一级发行明显放缓,供给压力减少,稀缺性明显。再次,经过上周调整后,城投债与同期限产业债的利差缩窄10BP,短期内也有一定的波段操作价值。

### 中投证券：等待信用基本面改善

降息有利于减少发债人利息支出,利好地产等资本密集型行业,但信用基本面实质性改善仍需时日。由于企业信用基本面与宏观经济关联度较大,疲弱的经济依然是信用基本面的制约因素。此次贷款利率40BP的下调不足以产生明显的“托底”作用,在需求偏弱的情况下信用基本面仍有继续下行压力。未来需更大力度的刺激政策才可能达到稳增长效果,信用基本面改善将较为滞后。我们认为经济基本面下行压力依然较大,未来放松政策继续出台的概率较大。但考虑到目前信用债收益及利差已经降至低位,已经包含了降息预期,信用债性价比不高,建议投资人以持有为主。(张勤峰 整理)

## ■交易员札记

### 降准预期再起 债市尾盘上演大逆转

26日,现券收益率大部分时间以小幅上行为主,但临近收盘时,传言降准在即,市场的做多情绪被点燃,收益率快速下行。

昨日银行间市场流动性状况继续改善,但早盘在交易盘获利回吐的影响下,市场上卖盘居多。一级市场上,5年期国债的中标利率为3.41%,小幅高于市场预期,继续压制市场情绪。但临近尾盘时,市场盛传央行即将降准,国债期货先行一步,大幅拉升,随后现货市场跟进,买盘蜂拥而至,收益率转而出现大幅下行。5年期国债140026成交区间在3.44%—3.40%,7年期国债140013成交区间在3.50%—3.44%,收盘时较前一日下行3BP,10年期国债140021成交区间在3.55%—3.51%,下行2BP。10年期国开债140205成交区间在3.88%—3.82%,下行6BP。

信用债成交比前两天活跃,收益率以下行为主。剩余期限323天的14鞍钢股CP001(评级AAA)成交在4.6%,较前一日下行8BP。新发3年14电网MTN002成交在4.18%左右,溢价20BP。剩余期限6年的13大理债01(评级AA)成交在5.75%。交易所企业债成交活跃,剩余期限6.7年的14靖江港(评级AA)成交在5.31%。

在政策面偏暖的情况下,债券牛市行情难言到头,如果12月份流动性较紧,债市因此出现短期调整可能会提供较好的配置时机。(鄞州银行 段苏)

## 11只同业存单今日发行

据中国货币网披露,浦发等8家银行定于本月27日发行共11只同业存单,计划发行额合计86亿元,较本周前三日明显增多。

11只同业存单中,浦发银行、光大银行、鄞州银行、福建海峡银行、西安银行、慈溪农商行将各发1只,金额分别为5亿元、30亿元、5亿元、5亿元、8亿元、3亿元;民生银行将发2只,规模合计15亿元;浙商银行将发3只,规模合计15亿元。上述同业存单期限分为3个月、6个月和1年期三种。

受到短期市场资金收紧影响,近期同业存单发行节奏有所放缓。数据显示,本周前三日银行间市场分别发行3只、3只、6只同业存单,发行额合计100亿元,周四(27日)的发行额明显上升。

据Wind截至11月26日的统计,今年以来同业存单发行总额已达7320亿元;市场上存量同业存单为5246亿元。(张勤峰)

# 债市收益率曲线底部隐现

□渤海银行 李连山

在存贷款基准利率和公开市场正回购利率协同下调的影响下,债券市场“牛平”行情得以延续。市场在欢呼牛市行情的同时,不能忽视债券作为一种金融资产,理应遵循均值回归的特性,探寻债券收益率底部已成为投资者必须考虑的现实问题。笔者认为可从以下几方面来考虑目前债券收益率相对合理的定位。

首先,从收益率曲线特征来看。在2012年降息周期中,十年国债收益率从4.13%一路跌至3.25%,累计下行近90bp,而今年以来十年国债从高点4.29%下行至目前3.5—3.6%的水平,降幅已近80bp,从曲线技术面上看,十年国债只还有10bp左右的下行空间。与此同时,2012年降息前后半年,国债10年期与1年期品种的期限利差均值在75bp左右,降息发