券商发债“哑火”VS地产蜂拥“筹钱”

信用债供给分化有望持续

□本报记者 王辉

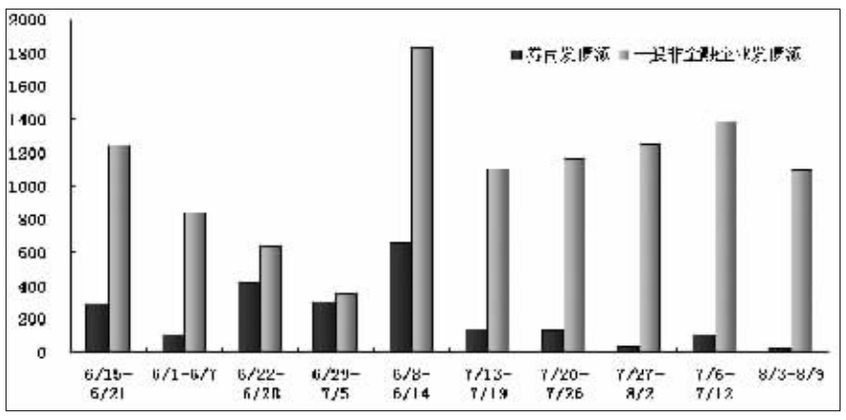
7月以来，券商短融及券商公司债发行规模明显减少，而以地产债为主的公司债供给涌现，在信用债增量供给中占据越来越大的比例。分析人士指出，在权益去杠杆的背景下，券商发债热情自然下降，发债量的回升仍有待市场信心的恢复。而与此同时，在发行利率大幅下降的刺激下，由贷款置换产生的产业债供给需求预计将继续增长。整体来看，信用债供给有望延续结构性分化特征。

信用债供给“一减一增”

下半年，随着A股IPO阶段性暂停，债券市场再度成为各类企业直接融资的主渠道。统计数据显示，近一个多月以来信用债供给呈现出“一减一增”的特征，券商短融及券商公司债整体发行额大幅下降，而一般企业公司债发行出现井喷。

据Wind数据统计，截至8月12日，下半年以来证券公司合计发行短期融资券219亿元，比6月份单月的299.5亿元还少；同期，券商发行的各类公司债合计231亿元，较6月份的1432.8亿元出现急剧的收缩。数据进一步显示，今年二季度，证券公司债月度发行规模均超过1300亿元，4月份发行额更达到1852.2亿元。

近期信用债供给“一增一减”特征明显



另据统计，7月以来非金融企业公司债发行额则达到1036.82亿元，其中7月份就发行了853.2亿元，相比之下，今年前6个月，公司债月均发行额不过134.29亿元，单月最高时也只有252.14亿元。如此对比，近期公司债发行额无疑是出现了井喷。

而在近期的公司债融资大军中，房地产企业成为绝对的主力。数据显示，7月份发行的公司债中地产债规模达到624亿元，占比超过7成。

与此同时，由于受A股去杠杆、IPO暂停后高收益资产减少、资金回流债市等因素影响，公司债发行井喷并未成为信用债行情的羁绊，增量供给受到了各类资金的疯狂追逐，甚至于一级市场出现了一券难求的火爆场景。

信用债发行或持续分化

对于近期信用债供给出现的新变化，一些市场机构指出，随着A股步入去杠杆阶段，两融业务缩水导致客户融资需求下降，是券商在债市融资热情下降的直接原因。而发行利率的下行、需求的显著改善及发行门槛的下降，则大大刺激了公司债发行的热情。就中短期来看，该供给分化特征预计将延续。

招商证券表示，公司债发行放量的主要原因，一是公司债新规扩大了发行主体范围，非上市公司的参与使得发行主体获得大幅扩展，地产债的放开则抬升了公司债的平均发行规模；二是缩短了审核时间，公司债审核效率已经超过了交易商协会。除此之外，交易所资金充裕使得可作为交易所质押券的公司债能够获得流动性溢价，从而压低发行利率、节约发行成本，也使得公司债发行难度和融资成本显著下降。招商证券进一步表示，由于IPO重启仍不确定，资金堰塞湖也只有债市一个大规模宣泄口，公司债的潜在供给有可能在三季度持续保持放量特征。

券商发债方面，根据近期两融数据下降、股市情绪不稳的情况来看，证券公司融资需求的恢复预计需要一个较长的过程。

至于公司债发行放量带来的供给压力，中投证券等机构指出，目前来看，潜在供给的量能在短期内依然无法与万亿级别的需求资金相提并论。整体来看，信用债供给隐忧并不足惧，市场信用利差走扩风险仍旧可控。

■观点链接

国金证券：供给不可怕 套息将继续

为何近期信用债收益率下行非常快？其一，货币环境宽松，我国的信用利差向来由流动性溢价主导，因此，信用债在套息交易下，走出大牛市。其二，能发行信用债的企业一般资质不错，从1月初到7月底，发行放量的公司债情况看，60%的发债人都是房地产企业，这些房地产企业融资并不是为了新增投资，而是置换过去较高利率的债务：如果信用债融资没有这样的优惠利率，谁来发债？其三，供给真的上了很多吗？截至8月6日，公司债净融资额较2014年同期高出800亿左右，而企业债净融资竟然比2014年同期少3000亿左右：中票和矩融只是自然增长。信用债供给并非想象的那么可怕。鉴于此，只要资金不收紧，信用债套息将继续进行，收益率起不来。

中金公司：到期量增 净供给有限

7月金融类供给的下降主要是由于股市信心未完全恢复，特别是杠杆操作变得更加谨慎，两融业务需求下降，券商的发债融资动力必然随之降低。非金融类企业方面，虽然整体融资意愿很弱，但受益于近期发行利率下降和发行门槛放松，以房地产为代表的发行人发行低息债券替换存量高息债务的需求有所释放。下半年供给增加将主要来自两个方面：公司债扩容和城投债审批放松，目前前者效果已经开始显现，但后者尚未启动。尽管7月非金融类信用债供给已经从之前的不到2000亿增长到了近3000亿的水平，但金融类信用债供给的下滑更明显，加上后续到期量有所增加，全市场总供给量仍然比较有限。

光大证券：供给压力是一大隐忧

长期来看，债券市场的走向仍取决于经济基本面。当前经济依然延续疲弱态势，宽松的货币政策不会转向。在股市打新重启和信用债供给大幅放量之前，收益率仍将继续维持低位。但需注意的是，随着发改委重启了新的企业债发行，2015年三季度信用债供给压力较大，这是下半年最大的隐忧。维持前期中高等级加杠杆的策略判断，风险承受能力较强的资金可以适度拉长久期，看好中高等级产业债，对低等级产业债偏谨慎，全面看好城投债。

国泰君安证券：高息资产稀缺支撑信用利差

目前单纯信用基本面恶化不太可能大幅推高整体信用利差。展望后市，资金回流配置压力大，未来高票息资产供应稀缺，仍将支撑信用利差维持低位。若财富效应弱化推动理财收益率大幅下行，或配置型机构对未来收益率和资金成本预期改变开始大幅配置债券，不排除利差继续创新低。预计中高评级信用利差维持低位，但最低评级品种受基本面恶化影响，不确定性增大，中高等级信用债票息和杠杆价值更为确定。（张勤峰 整理）

美元升息对中债冲击将有限

□合众资产固定收益投资部 缪夏美

自2014年中以来，随着美国经济复苏，美国加息预期不断增强。业内认为，美国可能在今年9月份启动升息进程。在经济与政策的周期性力量主导下，美债收益率或步入上行通道。结合历史数据来看，中美两国长期利率走势趋同，未来美元利率潜在上行压力难免给中国利率走势施加影响，但最终决定中国利率水平和变动趋势的因素是中国经济。就目前看，中国经济增长趋缓、货币政策趋松，将限制利率水平大幅上行。

利率相关度阶段性下降

对比近十年中美10年期国债收益率变化，有如下三个特点：

其一、中美两国国债收益率趋同性较高，特别是2008年以后收益率明显趋同，两者相关性为0.2431，其中2013年和2014年相关性高达0.7959和0.8535。其二、尽管两国国债收益率同向波动较为明显，但是波动幅度不一，美债收益率波动幅度总体高于中债收益率。其三、近十年两国国债收益率有两次明显背离；第一次位于2005-2006年，美债收益率趋势性向上，中债收益率趋势性向下；第二次位于2010年，美债趋势性向下，但中债以震荡横盘为主。自2015年以来，中美国债收益率相关度又开始下行，目前仅为0.1210。

“两个周期”主导利率异同

近年来，中美两国长期利率走势趋同，根本原因还是两国经济周期趋同。两国经济周期趋同性上升的原因大致有四：其一、中美两国是经济体量居世界第一和第二的经济体，在各国开放程度不断上升的背景下，大国之间的相互影响远远高于小型经济体；其二、过去十年，出口是拉动中国经济的主要引擎之一，美国成为中国主要的对外出口国，美国国内需求的强弱不可避免影响中国的对外出口；其三、中国几无大宗商品定价权，一方面、国际原油、铁矿石等原材料价格的涨跌同时影响中美两国企业的成本和盈利，另一方面、通胀通过大宗商品价格变动可在不同国家之间传导；其四、人民币汇率以盯住美元为主，美元的贬值和升值将影响人民币有效汇率的升跌，国际资本的套息和套利可同时推升或者压制两国利率。

但是，两国利率除受经济周期影响，同时还受货币政策的影响。近十年来两国利率发生两次趋势性背离，其原因均在于两国货币政策出现分化。2005-2006年，中国经过2004年由粮食危机引发的通胀后，货币政策由紧转松，长端利率趋势性下移；美联储却因国内房地产市场的持续高涨而处于加息周期中，长端利率显著上行。2010-2011年期间，美国正处于次贷危机后的重建时期，美联储通过直接购买长端资产压低长端利率。在此期间，中国正经历2010-2011年的通胀周期，货币政策收紧，短端利率明显上移，从而带动长端上行。

美元升息影响有限

2015年以来，中美两国利率相关度仅为0.12。在大势趋同、个别时点背离的背景下，美联储的加息以及美债收益率的趋势性上行会否带动中国债券收益率上行？答案很可能是否定的。

从经济基本面看，美国经过七年修复，私人部门资产负债表已重归健康，自2014年中开始率先实现经济持续复苏。无论是非农就业人数还是消费者信心指数，均突破了危机前的高点。未来几年随着经济持续复苏，美国大概率进入加息周期。美国一旦启动加息，长端利率也将持续处于上行通道。

但中国经济能否在美国经济复苏的带动下，实现筑底企稳或者温和复苏，目前尚不明确。如果中国经济能够企稳回升，那么长端利率将趋于上行。否则，长端利率上行的概率不大。因为经济运行不稳，需要较为宽松的货币政策托底，流动性的释放必然限制长端利率的上行。

总之，从中美利率趋同性角度看，美国利率走升将给中国利率带来上行的压力，甚至在个别时点上，会造成中国利率的上冲，但最终决定中国利率水平和变动趋势的因素是中国经济基本面。就目前看，中国经济基本面仍较为疲软，即便个别时点上长债利率会随美债收益率上行而上冲，幅度也有限，且不可持续。

波动并非坏事 捕捉交易机会

□安信证券 程昊

12日，债市行情先抑后扬，早盘收益率惯性走高，但随着弱于预期的经济数据公布，收益率掉头向下，尾盘基本回到前一日收盘水平。

当前交易层面的策略可从两个方面展开：其一、衍生品方面，昨日早盘期债继续大跌，尤其是TF1509有所超跌，用150002计算的IRR一度跌至-4.35%，后回升至-0.6%，有现货持仓及衍生工具齐全的机构可基于此做些组合策略；其二、现券方面，信用债估值和利差均处于低位，抛压上升，双边分歧较大导致成交明显缩量。近日AA+评级15闽高速公司债发行利率在3.53%，同期限3年期政策性金融债以及可质押的15辽宁债05均在3.4%附近，性价比高下立判。股市转暖吸金效应以及IPO和再融资的放开传言，无疑都加大了交易所融资成本波动的预期，增添了套息收益的不确定性。虽不排除高收益资产供应稀缺导致信用债收益率可能维持低位，但面对如此多的不确定因素，要不要赚这“最后一个铜板”，值得深思。建议仓位重的先兑现点收益，降低信用债单边敞口，为后续操作多留点余地。

波动率是度量风险的重要指标之一，从交易员的角度看，波动率才是赚钱的来源。近期行情波动加大，市场摩擦反而会带来很多交易性机会，建议主动拥抱波动。

平衡仍未打破 逢低买入美元

□中信银行金融市场部 胡明

7月中旬以来，虽然美元指数呈现出低点抬升走势，但是外汇市场整体平衡态势仍未能打破，主要币种震荡态势依旧。显然，驱动因素未能有效的改变投资者预期是造成外汇市场“风淡云轻”景象的关键，投资者依旧陷在美联储加息与否的摇摆之中。加之市场进入夏季交易模式，季节性因素导致交投清淡，市场波动和历史同期一样出现放缓。

其实，在此期间，外汇市场并不缺乏重要事件发生，但是始终没有能力改变投资者的预期，带动市场冲破平衡态势。一方面，美国经济数据和美联储利率决议已经向市场证实美国经济复苏的潜在动能以及美联储年内加息的可能性，但投资者对美联储加息的预期依旧稳定，联邦基金期货市场数据显示，投资者预期美联储明年1月才能步入加息，这与美联储利率决议显示的年内可能的两次加息预期相背离。出现这一预期始终滞后的原因可能是投资者等待美国通胀数据抬升的执著以及对于美联储加息可能减缓外部冲击的认知。

另一方面，希腊危机以及全球风险资产市场表现低迷也并未给美元带来流动性避险买盘的支撑。希腊危机未能提振避险情绪暂且可以归结于投资者早已预期“希腊闹剧”最终会像前两次一样“和平”收场，而且希腊最终的走向也如投资者预期获得援助。不过，全球风险资产市场的大幅下挫未能给美元带来支撑就有些令人不解，毕竟美元与风险资产跷跷板效应是客观存在的。可能的解释是全球风险资产表现低迷，特别是美股首当其冲，更多源于经济表现不佳以及企业盈利能力恶化，这似乎对冲了投资者本该抬升的加息预期。

不过，外汇市场目前的平衡状态终将被打破，而且美元指数上行突破的概率仍要远大于下行。虽然投资者对美联储的加息预期其实早已反映在2014年年中到2015年1季度美元指数的升势之中，但是考虑到现阶段除英国之外的主要经济体均表现出与美国“逆周期”发展的经济态势。因此，未来无论美联储加息时间节点的早晚都会给外汇市场造成再次冲击，美联储加息带来的美元流动性溢价买盘足以支撑美元指数新一轮上行。

显然，无论从美国经济最新进展还是美联储最新表态来看，美联储仍朝着货币正常化道路迈进。一方面，经济数据温和改善，特别是非农就业数据年内均值超过20万人，给美联储加息奠定了较为坚实的基础；另一方面，无论是美联储7月利率决议还是近期官员表态，均给市场传达出货币政策正常化的信号。目前只差投资者对美联储加息的预期与美联储自身对加息预期的拟合，相信四季度会有重量级因素刺激两者预期达到拟合。

总而言之，中期看涨美元的观点依旧可以维持，短期市场与美联储对加息预期的差距仍将引起美元指数的进一步波动，但是逢低买入美元仍是不错的交易策略。（本文仅代表作者个人观点，与供职单位无关）

人民币即期汇率跌幅收窄

8月12日，人民币兑美元汇率中间价再现逾千基点下跌，创下近三年最低水平。即期汇价全天下跌逾600基点，收盘价创下逾三年新低，但在尾盘时跌幅出现明显的收窄。

12日人民币兑美元汇率中间价报6.3306元，较11日中间价下调1008基点，比11日即期收盘价低75基点。两个交易日以来，该中间价累计下调2144基点或0.34%。至此，人民币兑美元中间价创下2012年10月12日以来的近三年最低水平。

即期汇率方面，伴随中间价下调，12日人民币兑美元即期汇率早盘低开1069基点于6.4300元，之后继续震荡走软，盘中最低跌至6.4510元，距当日中间价浮动2%的“跌停板”仅差61基点。不过，盘面显示，即期价在下午三点之后出现两波明显上行，在尾市最后二十分钟里，由6.44附近快速上涨至6.39一线，最终收报6.3870元，较上一交易日收盘价下跌639基点或1.01%，较11日1134基点或1.83%的跌幅明显收窄。当日人民币即期汇率收盘价创下2012年7月26日以来的逾三年最低水平。

昨日海外无本金交割远期外汇市场上，1年期美元/人民币在北京时间下午五点左右交投于6.6345一线，较11日收盘走低1293基点，较11日1810基点的跌幅明显收窄。（葛春晖）

5年期续发国债平稳招标

财政部12日上午对2015年第11期记账式附息国债进行了续发行招标。招标结果显示，本期5年期续发国债中标利率贴近二级市场，认购倍数接近两倍，反映当前配置需求较为稳定。

本期续发国债票面利率为3.10%，本次续发招标规模为300亿元。来自交易员的信息显示，本期续发国债发行参考收益率为3.23%；全场投标倍数为1.80。据WIND数据，11日银行间现券市场上，15附息国债11的最新收盘收益率为3.22%。

市场人士称，尽管11日债券市场因人民币汇率下跌而出现短时波动，但当前资金面保持稳中偏松、实体经济下行压力依然较大、货币宽松有望延续等，均继续对债券市场中期向好构成较强支撑，因此机构配置需求依然稳定，本期国债招标结果亦中规中矩。

另据公告披露，财政部将于19日招标续发行7年期的固息国债“15附息国债14”，此次续发行竞争性招标总额300亿元，进行甲类成员追加投标。（葛春晖）

配置需求主导

农发债招标结果中规中矩

12日，农业发展银行招标发行了三期固息金融债。在稳定的机构配置需求支持下，三期固息农发债招标结果中规中矩，认购倍数均在3倍左右，中标收益率贴近二级市场。

农发行昨日招标的是该行2015年第16期、15期、12期金融债的增发债券，债券期限依次为1年、5年、7年。来自中债网和交易员的消息显示，三期新债中标收益率依次为26877%、36659%、39609%。银行间债市固息政策性金融债（农发行及口行）到期收益率曲线显示，1、5、7年期固息农发债在11日的最新参考收益率分别为27198%、36557%、39482%。与之相比，农发行新债1年品种利率低于二级利率约3BP，5年和7年品种则高约1BP。三期新债投标倍数分别为261、312、281，虽然较上周农发债招标时有所回落，但总体需求仍算平稳。

市场人士表示，目前机构交易情绪仍受到人民币汇率短期波动的压制，但结合经济下行压力仍大来看，债券市场中期走强基础依然牢固，由配置需求营造的一级市场偏暖氛围亦有望延续。（葛春晖）

转债续挫 低估值券领跌

12日，转债（含可交换债）市场延续弱势表现，正常交易的个券全数收跌，但与正股相对表现出一定分化。

昨日A股震荡走弱，行业板块及个股多数收跌，转债正股中，除歌尔声学小涨1.05%之外，其余均出现不同程度下跌。转债个券方面，正常交易的5只个券继续全线下跌。电气转债继续领跌，全天跌4.05%，跌幅超过正股的3.91%；可交换债15天集EB、14宝钢EB双双下跌逾1%，但跌幅小于正股；航信转债、歌尔转债跌幅均在1%以内，前者跑赢正股，后者则逆正股走强而收跌。

值得一提的是，昨日跑输正股的电气转债、歌尔转债恰恰是目前市场上估值最低的两品种；跌幅最小的反而是估值最高的航信转债。

有市场分析指出，电气转债正股价格已高于赎回触发价，最终触发强赎的可能性较大，随期权时间价值的下降，转股溢价存在归零的趋势；歌尔也进入赎回期，潜在赎回风险同样对估值造成一定压力。相比之下，刚性配置资金在航信、天集EB、宝钢EB等品种聚集，限制了估值水平的调整。

市场人士进一步指出，就转债市场而言，目前正股走势仍是转债价格波动的主导力量。当前正股行情波动大，短期不确定性较大，建议转债谨慎操作，坚持高抛低吸策略。（张勤峰）

两成已发地方债采用定向发行

据公告披露，四川省12日以定向承销方式发行了三期置换专项债券，发行规模合计47.58亿元，三期债券发行利率沿袭了定向债高于国债50基点左右的格局。

四川省此次定向发行的置换专项债券分为一、二、三期，期限依次为5年、7年和10年，发行规模分别为23.79亿元、9.52亿元、14.27亿元。公告显示，此次5至10年期置换债券的发行利率分别为3.66%、3.98%和4.01%，与前日广东省定向发行品种利率基本一致，均较同期限国债收益率上浮50基点左右。

据Wind统计，自5月18日2015年地方债发行正式启动以来，截至8月12日，已发行的地方债总额达到16047.32亿元，其中3314.29亿元的置换债券采用定向承销发行方式，约占地方债发行总额的两成。（张勤峰）

鹏元下调圣达集团评级至BBB+

鹏元日前发布了四川圣达集团有限公司主体及其2012年公司债券的跟踪评级。

鹏元指出，跟踪期内，国内重型货车产量下滑，生铁价格大幅下跌，公司制动鼓和生铁业务受到较大的负面影响，2014年两项业务均处于亏损状态，公司盈利能力下滑明显。受持续亏损及营运资金紧缺的影响，公司于2014年底暂停了生铁业务，而由于生产及管理不畅，2015年公司制动鼓订单较少，在手的中国重汽项目目前尚未生产，存在一定的不确定性。公司债务规模进一步攀升，有息债务规模较大，除了本期债券外均为2016年底前到期，偿付压力较大，截至2015年7月已出现一定规模的欠息和逾期贷款。公司资产流动性偏弱，抵质押资产比重较高，变现或再融资能力偏弱。圣达水电、仙芝竹尖的经营状况相对稳定，用于本期债券质押的1000万股长城动漫的股票市值截至2015年7月23日的收盘价高于质押初期，相关股权、股票的质押及公司全体股东的担保仍然能够为本期债券的偿付提供一定保障。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级下调为BBB+，将本期债券信用等级下调为A，评级展望维持为负面，同时将公司主体长期信用等级和本期债券信用等级移出信用评级观察名单。（张勤峰）