

利率债年内供给高峰已过

支撑四季度债牛行情

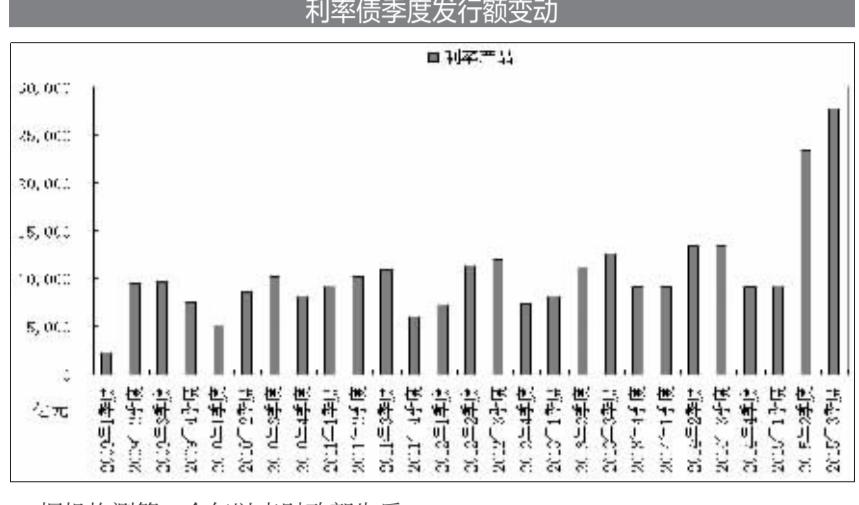
□本报记者 葛春晖

统计显示,截至24日,今年地方政府债发行额度已完成六成,结合季节性因素看,虽然年内剩余时间地方债供给量依然较大,但今年利率债已经度过供给高峰,四季度供给压力将有所缓和。分析人士指出,综合考虑地方债发行冲击趋弱,市场风险偏好下降、资金持续回流债市,以及银行表内和理财成本下降等因素,四季度债市依然处于牛市氛围,利率债收益率的下行空间有望进一步打开。

今年地方债发行已超六成

从历史经验看,每年三季度通常都是当年利率债供给高峰期,今年亦不例外。据WIND截至9月24日的统计,今年三季度各类型产品累计发行额达到2.77万亿元,较二季度的2.33万亿元超出0.44万亿元,达到今年以来的季度发行额峰值水平。另外,今年第三季度利率债发行规模不但达到年内峰值,更创下了利率债单季发行额的历史最高水平。

地方债发行井喷,无疑是今年二季度以来利率产品急剧扩容主因。统计显示,今年地方债发行于5月18日正式启动,二季度、三季度(截至9月24日)发行额分别为8683亿元和1.576万亿元,分别占到当季新发利率债总额的37%和57%。至此,今年以来地方债发行总额已达到2.45万亿元。



据机构测算,今年以来财政部先后公布了三批合计3.2万亿元的地方政府置换债券发行额度,加上新增6000亿元地方债,今年地方债累计发行规模约38.8万亿元。也就是说,今年地方债发行额度已经完成逾六成,年内剩余时间发行规模约1.35万亿元,考虑到三季度还剩三个交易日,意味着四季度地方债发行额在三季度基础上小幅下降已成定局。

另据统计,今年前三个季度,国债和政策性金融债分别累计发行1.53万亿元和2.06万亿元。而根据以往国债、政金债的发行安排,这两项利率产品在第四季度的发行规模通常都会少于第三季度。因此综合来看,今年四季度利率债供给压力将比三季度明显缓和。

四季度债市环境偏暖

今年5月份地方债启动发行以来,庞大的供给压力一度成为阻碍长债收益率下行的主要因素。不过,分析机构普遍认为,在四季度供给有望放缓的背景下,随着地方债发行工作顺利推进、地方债定价市场化日趋成熟、市场对于地方债发行压力充分预期,地方债供给对于债市的冲击已经逐渐趋弱。

从国债收益率走势不难发现,从市场开始传闻将发行第一批万亿元地方置换债的消息开始,银行间10年期国债收益率在3月份到4月中旬累计最大上行幅度达到35BP左右;首批地方债于5月18日启动后,10年期国债收益率到5月末累

计上行了约20BP;6月初传出第二批万亿元置换额度后,长债收益率主要以高位震荡为主;而8月末公布第三批置换债的消息至今,长债收益率更是维持了低位波动态势。海通证券表示,预计未来新增地方债仍将给市场形成一定冲击,但幅度可能进一步减轻。

值得一提的是,8月份以来地方债发行利率频频高出同期限国债10-30BP,显示地方债市场化发行不断走向成熟。对此,海通证券指出,地方债利率的上升,也将减轻地方债对利率债的挤压。

在供给压力缓解的同时,对应着市场需求仍有保证,从而进一步有利于四季度利率债行情的展开。海通证券指出,首先,当前股市虽不悲观,但仍前途未卜,预计四季度资金仍青睐债市。该机构认为,此前银行对股市的打新和理财资金可能全部回到债市,加上居民从股市向理财转移的资金,将成为四季度债牛的一大基础;其次,降息有效降低了银行存款成本,银行同业存放与资金拆入成本也在下降,银行表内成本下降将推动其配置需求;第三,表外理财收益率的下降,将扩大其资产配置范围,同样利好利率债。

综合上述供给分析以及经济基本面疲弱、货币调控有望进一步宽松的整体环境来看,四季度利率债市场仍相对乐观,利率债收益率的下行空间有望进一步打开。海通证券预计,未来10年期国债和国开债的利率中枢有望下降到3.10%和3.50%。

逆回购提量延期+国库定存投放 央行净投放熨平资金面波动

□本报记者 张勤峰

24日,中短期限回购利率涨跌互现,7天期利率上行逾10bp,但不具代表性。在央行公开市场逆回购操作提量、延期,实施净投放,并配合国库现金定期存款投放的有效管控,资金面稳中趋缓。市场人士指出,央行积极调控,降低流动性风险,加之银行应对季末考核和长假备付工作接近年尾,季末前流动性总体应无大碍。

14天逆回购重启

在短暂实施一周的净回笼后,央行公开市场重新恢复了净投放。公告显示,央行公开市场24日开展了800亿元14天期逆回购操作,交易量较日内到期逆回购多400亿元,因此实现净投放400亿元。WIND数据显示,上周两个公开市场操作日,央行分别净回笼资金1000亿元、400亿元。

除逆回购操作提量、延长期限以外,央行24日同财政部一道,还开展了600亿元的6个月期限国库现金定存操作,在季末关口上,为银行带来可观的中期流动性补充。因此,综合起来看,央行本周通过公开市场渠道,实际净投放资金1000亿元。

投放加量打破资金紧平衡

在汇市波动造成的货币市场流动性偏紧趋于缓和后,近期季末效应及长假备付等季节性因素,又增添了短期流动性的不确定性。连日来,货币市场资金面持续呈现紧平衡格局。在此背景下,央行加大流动性供给力度,从供给端增加了边际力量,令流动性供求格局重现改善迹象。

24日,银行间中短期限回购利率涨跌互现。其中,核心交易品种隔夜回购利率持稳在1.91%,7天利率则大涨约11bp至2.48%,中等期限的14天利率也上行15bp

至2.88%,21天回购利率则跌约9bp。作为货币市场利率的代表性利率之一,7天回购利率的大幅上行较为显眼,但因为实际到期日延长的影响,其利率水平上涨并不具指标意义。市场人士表示,自24日起,7天回购交易已可跨季跨节,实际资金占用时间接近14天回购,因此利率有向后者靠拢的倾向。事实上,当前市况下,隔夜利率仍是需求重点,其利率水平更能反映短期流动性余缺。近几日,隔夜利率波动不大,显示流动性仍基本均衡。

交易员则表示,昨日流动性状况要比回购利率反映的更乐观,回购市场资金整体宽松,至尾盘众多融出方资金已难以得到消化。

市场人士指出,央行积极干预,使得流动性波动基本可控,货币市场利率暂难大幅下行,但出现大幅上涨的可能性在下降。

公司债泡沫没有想象那么严重

□安信证券固定收益部 程昊

7月股市大跌以来,伴随着资金回流债市以及可投资产的稀缺,信用债收益率持续下行。其中公司债下行幅度更为明显,至8月中旬,用估值收益率曲线衡量的交易所可质押公司债与银行间不可质押债券的收益率出现显著背离。9月份,随着公司债收益率曲线的抬升,两者的裂口有30-40bp的缩窄。从二级市场来看,公司债的估值泡沫已有很大程度的缓解,未来若银行间与交易所市场更加联动,利差或仍有小幅收窄的空间。

相同资质、不同市场的债券,由于融资便利程度不同会导致收益率有差异,这种差异处于一定区间内是合理的。而8月中旬,用3-5年AA+至AAA曲线衡量的银行间城投类债券和交易所公司债估值差异有100bp以上,这显然是偏高的。过去一个月,两者裂口已收窄30-40bp,目前均值在70bp。现在的利差水平是否合理,可以

从两方面衡量。首先,考察融资便利的程度。2012年以来,城投类债券和公司债的利差围绕-20至+40bp区间震荡,均值在35bp附近,而去年中登黑天鹅事件使得AA+及以下评级城投企业债丧失质押属性之后,城投债收益率相对公司债显著走高,利差超过100bp。为了排除城投企业本身的资质变化的影响,观察产业债也可以发现同样的走势。如果说去年底的变化是一次性的事件冲击的话,那么随着上半年城投债重新获得青睐,利差中枢的抬升程度应该能大致反映融资便利的溢价了。今年上半年,AA+评级城投债券与公司债利差均值在80bp附近,比历史中枢高45bp。业内目前普遍开展的债券借贷业务成本一般在40bp,结合以上两点,可以粗略估计融资便利程度的溢价应该在40bp附近。用历史均值加上可质押属性的溢价,均衡的利差应该在75bp附近。目前估值曲线显示的利差在70bp,而二级市场成交的利差在40-60bp,例如上周发行的交易

所15广越01,收益率3.75%,同类型银行间债券在4.1%附近。简单做个平均的话,目前真实的利差应该是持平或者低于均衡利差的,银行间与交易所债券利差的修复过程至少走了一大半了。

其次,交易所沉淀资金派生出了另一套利率体系。三季度以来,场内货币基金份额增加2000多亿份,交易所回购规模大幅增加,利率维持低位都显示了交易所资金无处可去的处境。在交易所资金一波买、买、买之后,8月中旬利差大幅走阔、逼近历史新高点,但这种非稳态并未持续很久,在套利机制存在的背景下,银行间与交易所回购利率利差收窄,两市场债券利差也在修复。需要注意的是,交易所公司债的估值曲线是从2012年开始的,而从2012年至2014年,我国股市更多是维持震荡的局面,并未出现过大资金滞留在交易所的情况,所以历史利差数据也不一定能简单用来推测未来的利差走势。

从根本上说,银行间与交易所利差主要来自信用资质以及融资便利性的差异。

信用资质方面,随着交易所审批条件的放宽,交易所发行主体信用资质在下沉,加上地方政府债务问题的逐步化解,银行间城投债券信用基本面也在好转,但短期内不好判断资质差异变动在利差变动中所起的作用;融资方面,交易所债收益率虽然略低,但是便于放杠杆,考虑到融资便利程度,综合收益并不一定比银行间差。历史上,银行间与交易所市场的利率差异一直存在,之前由于交易所体量过小,这种差异并不影响市场有效定价以及货币政策的传导。但伴随着交易所的扩容,以及回购体量的持续增加,两套利率体系所产生的问题逐渐进入大家视野。不论是从套利还是货币政策传导有效性的内在要求上,都需要两个市场利率处在相对均衡的位置。目前银行间与交易所利差较8月中旬明显回落,公司债的估值泡沫已有很大程度的缓解,未来若银行间与交易所市场更加联动,利差或仍有小幅收窄的空间。(本文仅代表作者个人观点)

风险溢价偏低

信用债需谨慎

了对收益率仍高的信用债的配置力度,而资金利率也维持低位,提高了信用债杠杆操作的套利空间,也强化了部分机构的套利热情;而另一方面,上半年信用债发行受到政策约束,发行进入瓶颈期,净供给的规模相对偏低,供不应求局面的形成对信用债收益率的下行也起到推波助澜的作用。

但是,前述利好因素可能正在发生变化,后续还需警惕信用债收益率反弹的可能。

首先,债券配置需求最高峰的阶段已经过去。股市融资规模近期稳定在9300亿元的水平,股债市场间资金的流动目前已经趋稳,新增配债需求逐步下降,而待购回债券与债券总托管量之比数据看,目前

债券市场的总体杠杆率自去年四季度以来一直维持在历史高位,也抑制了未来进一步加杠杆的空间。

其次,信用债供给正在源源不断地袭来。进入三季度,信用债一级出现了新变化,交易所债券上市审核程序得到简化,备案制的出台促使交易所信用债发行爆发式增长,8月份发行规模突破1200亿,也为近年的较高水平,在IPO融资渠道仍然受限的阶段,信用债融资后续将维持高位。

最后,资金利率四季度可能出现向上波动的风险。通胀数据四季度将在基期偏低而新涨价因素略偏高的影响下出现持续回升,M2增速也已经高于政策目标,央行后续的宽松措施还将以对冲外汇占款流出

为主,不会主动进一步压低资金利率,反而存在对冲不及时以及季节性因素导致流动性阶段性偏紧的可能。在高杠杆维持的状态下,资金波动和信用债收益率的波动可能互相强化,出现超预期的反弹。

虽然目前个券之间的利率定位出现很大分化,对发行人真实资质好坏有一定反应,但是整体而言,信用溢价偏低,投资也需转向谨慎。第一,信用利差过窄的局面可能出现修正,目前还是需要适度降低久期,防范收益率出现反弹的风险;第二,加大流动性较好信用品种投资的占比,提高组合灵活性;第三,后续踩中个券地雷的风险加大,建议适度降低收益率要求,继续加强个券资质筛选。

六个月国库定存利率走低

财政部、中国人民银行24日进行的半年期国库现金定存操作,中标利率较前次走低,显示出市场对中长期限流动性预期仍较为乐观。

本期6个月期国库现金定存招标总量600亿元,起息日为2015年9月24日,到期日为2016年3月24日,中标利率为3.4%。资料显示,此前一次6个月期国库现金定存招标为今年6月16日

(2015年第五期),当期500亿元国库现金定存中标利率为3.50%。市场人士表示,与之前一次6个月期国库现金定存中标情况,以及当前商业银行同等期限同业存单利率相比,本次国库现金定存中标利率整体略低于预期,这也反映出机构中长期流动性依旧较为乐观。由此来看,9月末前后市场流动性难现大幅收紧的情况。(王辉)

人民币即期汇率结束连跌 在岸离岸汇价差高位收窄

在周初以来连续3个交易日贬值之后,24日人民币兑美元汇率止住短期跌势,温和走强。此外,当日香港市场离岸人民币汇率也出现较明显反弹。

据中国外汇交易中心公布,9月24日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价设于6.3791元,较前一日下调18基点,已是本周以来连续第4个交易日走软。即期交易方面,当天人民币兑美元即期汇率收盘报6.3828元,较前一交易日小升

11基点或0.02%,暂时结束了短期连续下行势头。在香港市场上,截至北京时间9月24日17:30,离岸人民币兑美元即期汇率报6.4272元,较前一交易日升值154基点或0.24%。与境内即期汇率相比,两者价差仍保持在400基点以上,但较前日收盘时近600基点的差价有所收窄。

市场人士认为,未来一段时间内,人民币汇率仍有希望延续稳健运行格局。(王辉)

青海债中标利率较下限高20bp

青海省24日招标发行了该省2015年第九期至十二期一般债券。这四期债券依次为3年期2.99%-3.44%、5年期3.15%-6.2%、7年期3.33%-3.83%、10年期3.32%-3.82%。从招标结果来看,此次四期债券中标利率均较招标区间下限利率高20bp。

据公告披露,本次青海招标的3年、5年、7年和10年期一般债券,经招标确认的中标利率依次为3.19%、3.35%、3.53%和

3.52%。此前,青海公布的各期债券招标利率区间依次为3年期2.99%-3.44%、5年期3.15%-6.2%、7年期3.33%-3.83%、10年期3.32%-3.82%。从招标结果来看,此次四期债券中标利率均较招标区间下限利率高20bp。

据WIND数据统计,截至9月24日,今年以来累计已发行地方债640期,发行总规模4468.60亿元。(王辉)

新世纪调升复星集团评级

新世纪评级日前发布公告,决定调升上海复星高科技(集团)有限公司评级。

新世纪评级指出,复星集团是国内最大的民营综合产业投资集团之一,业务布局多元化,近三年资产规模复合增长率超过10%,规模优势进一步突出。且公司目前以医药健康等弱周期行业作为投资重点,这些业务成长性良好,可为后续整体规模的增长提供空间。

公司是复星国际有限公司的国内产业投资平台,近年来持续得到股东增资,资本实力得到增强。公司建有多渠道的融资体系,可在境内外多途径筹集

资金。2014年以来,公司控股的多家上市公司进行了股权融资,各自的权益资本得到补充。近年来,公司净资产维持增长,权益资本持续增强,且存量现金较充裕,可变现金融资产丰富,公司保持了很强的债务偿付能力。

综上,新世纪评级决定将复星集团主体信用等级由AA+ /稳定调整至AAA/稳定,并据此相应调整公司2010年公司债券、2014年第一期及2015年第一期中票据信用等级至AAA,以及由公司提供全额无条件担保的“09南钢联债”、“11南钢债”债项信用等级至AAA。(张勤峰)

中诚信国际

下调中国二重及二重重装评级

中诚信国际日前发布公告,决定下调中国第二重型机械集团公司、二重重装(德阳)重型装备股份有限公司主体及债项信用等级。

中国二重和二重重装本月22日双双发布公告,称其债权人对公司的重整申请获得法院裁定受理,该裁定自2015年9月21日起生效。国机集团或其受托机构拟受让全部“12二重重MTN1”和“08二重重债”。

中诚信国际指出,尽管“12二重重MTN1”和“08二重重债”的债项信用等级均由CC下调至C,表示将持续密切关注国机集团或其受托机构拟受让上述全部债券的进展情况及发行人重整事项的最新进展及债券清偿安排。(张勤峰)

季末债市做多意愿不足

24日,债券市场收益率继续窄幅波动,季末因素逐渐发酵,市场心态谨慎。

利率债延续周初以来的震荡走势,但昨日市场情绪略见好转,收益率曲线总体下行1bp。信用债周一发行量较大,总体需求一般,基金资管类机构对信用债的投标量显著下降,AAA短融、超短融一级收益率上行10bp以上,二级市场成交较少,收益率以震荡为主。

近期债市行情较为纠结,众多利好的出台并未刺激收益率走低,阻碍收益率走低的因素主要是季末因素。与上周的高企情绪不同,这周市场明显对季末资金面开始担忧起来,交易所资金价格出现较明显上涨,并且这次季末叠加中秋、国庆节假日,现金需求的上升使得银行备付压力可能更大一些。因此虽然市场预期依旧乐观,但在缺子弹的预期下,做多动力不足。

利率债一级有介入机会。(浙商银行 吴楚男)

机构完成全部债券的受让后将更为国机集团或其受托机构,但“12二重重MTN1”和“08二重重债”于法院受理重整申请后提前到期并停止计息,债券本息不能得到及时偿还。因此,决定将中国二重、二重重装的主体信用等级均由CC下调至C,将“12二重重MTN1”和“08二重重债”的债项信用等级均由CC下调至C,并表示将持续密切关注国机集团或其受托机构拟受让上述全部债券的进展情况及发行人重整事项的最新进展及债券清偿安排。

近日公布的9月财新PMI初值再创6年多新低,显示经济依旧在探底阶段,短期内基本面对债市的支持不会改变。加上人民币汇率趋稳、美联储推迟加息,后续央行对境内流动性的