

资金面略紧 流动性仍需呵护

□本报记者 王姣

周二(9月27日),央行在公开市场开展800亿元逆回购,当日公开市场有1800亿元逆回购到期,还有49亿元三年期央票到期,由此单日实现净回笼951亿元,为连续第二日净回笼,此前一日公开市场实现净回笼2450亿元。市场人士指出,公开市场连续净回笼叠加“季末节前”资金需求量放大,供需双重压力下,市场资金面再度趋紧。本周还有3600亿元逆回购将到期,且仍将面临跨节、跨季因素扰动,为维护资金面稳定,央行仍需持续在公开市场提供流动性。总体来看,季末资金面应能较为平稳渡过。

连续净回笼下资金面偏紧

央行昨日以利率招标方式开展了700亿元14天期、100亿元28天期逆回购,中标利率分别为2.40%和2.55%,均持平于前次操作。与此同时,公开市场还有1500亿元7天期、300亿元14天期逆回购及49亿元央票到期,由此单日实现资金净回笼951亿元。此前一日(9月26日),央行在公开市场净回笼资金2450亿元,为9月12日以来的首次净回笼。

随着资金供给端收紧和机构“跨节”需求升温的带动,无论是银行间回购利率还是交易所回购利率等短期资金成本,都出现了明显抬升。27日,上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜品种上涨0.2个基点至2.1660%,结束两连跌;7天期Shibor上升了2个基点至2.459%。当日银行间质押式回购市场上,隔夜、7天、14天、21天和1个月期限加权利率分别为2.2714%、2.5695%、2.9557%、3.7314%、3.5698%,

现券需求以及相关价格走势将很可能受到这些政策文件的共同作用而有所调整。建议投资者持续关注最新的政策要求,以配置中高评级现券为主,对可能出现的新品种做好条款解读,减少新政策实施后对中高评级现券造成的或有波动影响。

现券需求以及相关价格走势将很可能受到这些政策文件的共同作用而有所调整。建议投资者持续关注最新的政策要求,以配置中高评级现券为主,对可能出现的新品种做好条款解读,减少新政策实施后对中高评级现券造成的或有波动影响。

国泰君安:警惕评级利差重新拉大

近期债券市场最引人关注的焦点是产能过剩行业 and 低评级个券利率的大幅收窄。最低评级信用债表现抢眼,原因仍然可以解释为缺资产的长期现实约束下,信用风险阶段性平静推动风险偏好被动提升至极致。但需要关注的是,推动风险偏好阶段性提升的因素目前来看均未带来整体信用基本面的实质改善,难以改变未来信用事件和违约仍然会频发的现实。年内后续债券市场产能过剩低评级债券到期仍然较多,目前的融资环境下,信用事件和实质违约暴发的概率仍然很高。 缺资产主导信用利差长期低位趋势”的逻辑已经演绎极致,后续 防踩雷主导信用利差阶段性波动和趋势性分化”的逻辑将重新回归。(张勤峰 整理)

货币/债券 Money-Bonds

信用债悲喜剧:缺资产与防风险交织

□本报记者 张勤峰

从一季度“结构牛”的中流砥柱,到二季度“熊出没”的罪魁祸首,再到三季度“牛回头”的上涨先锋,今年以来,信用债以其跌宕起伏的走势展现了信用风险暴露环境下信用定价纠错的震撼,也诠释了“资产荒”背景下债券牛市行情的坚韧。

分析人士指出,“缺资产”和“防风险”是主导今年以来信用市场行情的两条主线。企业盈利改善及违约频率下降推动市场风险偏好复苏,配置需求重新入场,造就了三季度信用债又一轮整体牛市。当前企业盈利改善势头延续,新增违约事件较少,理财配置需求仍旺,信用债低利率与低利差局面得以维持,信用利差或仍有局部压缩空间。但信用风险暴露并没有停止,违约溢价畸低的问题正重新加重,“防风险”的弦不能放松,尤其要警惕去杠杆风险与违约风险相互交织,不应轻易下沉评级。

信用债王者归来

三季度,债券市场演绎王者归来,信用债券则是当之无愧的上涨先锋。信用债牛市几乎贯穿了整个三季度,三季度牛市也覆盖了整个信用债市场,无论从哪个角度上看,这都是一轮系统性的大级别的信用牛市行情。

据中债到期收益率曲线,截至9月26日,10年国债收益率自7月以来累计下行13bp,10年国开债累计下行14bp,同期,7年期AA级中票收益率则下行多达75bp。这三个债券品种最新的中债收益率取值分别为2.72%、3.05%、2.89%,其中10年国债高出年内低点约8bp,10年国开债几近跌回年内低位,7年AA中票则处于年内也是有数据纪录以来的最低水平。

利率下行幅度的差异,显示信用债的信用利差在三季度经历了大幅度的压缩。据南京银行报告统计,目前除了AAA级别的1至5年品种信用利差处在2%~3%的历史分位数水平附近之外,其他各期限各等级信用债利差均已创出历史新高,尤以长久期低等级债券利差收缩最为显著,前述7年期AA级中票就是一个例子。据统计,6月末,7年AA中票与7年国开债利差为136bp,9月26日则为76bp,降至历史绝对低位附近,期间信用利差大幅收缩了60bp。

值得一提的是,二季度债券市场曾历经动荡,信用债被认为是最主要的始作俑者。4、5月份,信用债在经过一季度持续牛市后,密集违约事件引发的信用风险定价纠偏压力与信用利差畸低之间的矛盾已空前突出,在东特钢、中煤华昱等国企债券相继违约及中国铁物暂停债券交

易等系列事件的刺激下,债市风险偏好显著下滑,信用债上演全局性的调整,甚至波及利率产品,引发了全市场的动荡。同样以7年AA中票为例,数据显示,其中债收益率为3月21日最低降至4.55%,随后开始反弹,到4月26日前后涨至年初以来最高的4.96%,其与7年国开债的利差也从最初126bp一度走阔至144bp。

凭借三季度这一轮牛市,信用债不仅收回了二季度的全部失地,还重回债券牛市之巅,成为实至名归的执牛耳者。

缺资产主导信用牛市

如果说二季度信用风险密集暴露推动了信用市场定价的一次集中纠错,那么三季度信用债牛市卷土重来,则表明债券行情的发展已重回“缺资产”这条主线。

近年来经济持续调整,金融风险逐渐积累,导致优质资产供给严重不足,金融市场“资产荒”愈演愈烈,与此同时,负债规模扩张与存量高息资产不断到期,使得银行理财、保险等机构配置“压力山大”。债券市场成为“缺资产”与“欠配置”矛盾释放的一个主要出路,这也正是在经济运行趋稳、货币政策持稳的大环境下,去年下半年以来债券市场继续上演牛市行情的核心逻辑。而据统计,银行理财等广义基金机构已成为债市最主要的配置力量,因负债成本与收益压力,广义基金等机构又对信用债有天然偏好。这也可以解释,何以在信用基本面弱化的情况下,信用债仍能持续走牛而且比利率产品更牛的现象。

市场人士指出,二季度市场风险偏好下滑,信用牛市遇挫,部分需求暂时退出,但其实从未走远,而是在等待配置机会和寻求估值洼地,一旦出现适合的触发剂这些后场的需求就会重新释放。回头来看,企业盈利改善及违约频率下降刺激市场风险偏好复苏,推动配置需求重新入场,由此造就了三季度信用债这一轮整体牛市。

5~6月以来产能过剩行业去产能政策初见成效,价格上涨使得企业盈利同比有所复苏,扭亏企业增多,投资者对企业偿债能力改善的预期增强。与此同时,违约事件发生频率也暂时下降,新增违约主体不多,对市场情绪的冲击有限。据Wind数据,截至9月27日,三季度中国债券市场共发生违约事件9起,其中只有2起为公募债券违约,分别是“15东特钢CP003”和“15国裕物流CP001”,其中又只有国裕物流为新增违约主体。南京银行分析师表示,与4、5月份的违约高峰相比,近期的违约呈现出可预期、范围小等特点,如国裕物流在半年前就传出订单被撤、债务逾期、评级下调等负面信息,此次违约在市场预期之中。此外,部

分投资者对东特钢等连环违约事件及相关负面信息产生了钝化心理,故近期发生违约事件对债券市场基本未造成太大影响。此外,有市场人士表示,7月山西煤企路演、中国铁物按时兑付到期债券以及国资委公开支持央企债券兑付等,释放出政府防控债务风险的善意,也在一定程度上成为风险偏好复苏的催化剂。

保留一份清醒

三季度信用债券整体走牛,特别是近期低等级债持续上涨、信用债净融资明显恢复,显示信用市场情绪较为乐观。

国家统计局最新发布数据显示,2016年1~8月全国规模以上工业企业利润同比增长8.4%,比1~7月加快1.5个百分点;8月当月实现利润同比增长19.5%,比7月加快8.5个百分点;工业企业利润1~8月累计增速、8月单月增速均创下年内新高,延续上升趋势。机构分析认为,工业企业利润增速加快,除了受PPI环比上涨及低基数效应的影响,也是企业营收改善的结果,显示信用基本面渐进改善的势头仍在持续,有利于巩固市场对信用债行情的信心。

26日,东特钢再爆短融违约,但仍属于连环违约,且近期并无新增违约主体,违约事件发生频率仍低,对现券市场几乎未造成影响。

中金公司报告则指出,如果将其他

■观点链接

中金公司:信用债相对价值较弱

四季度金融监管和去杠杆风险可能取代违约成为信用债市场最值得关注的风险点。虽然银行理财和交易所债市杠杆相关监管文件都还在征求意见,尚未正式实施,但监管层对金融市场整体去杠杆、去资产池、去通道的监管意图十分明显。债市目前整体杠杆不高,但局部高杠杆账户去杠杆仍可能带来不小的抛售冲击。而且去杠杆风险从质上与违约风险互相交织,去杠杆本质上也是需求的收缩,部分企业可能因此再融资变得困难,从而引发信用风险。仍然维持信用债相对价值较弱的判断,建议评级中枢上移,期待市场阶段性调整后可能带来的再配置机会。

南京银行:以配置中高评级为主

近期包括银监会、证监会、交易商协会等债券主管机构出台了一批政策文件,共同指向了防风险降杠杆、引导投资短久期高评级现券,并就信用风险作出合理定价的目标。故在即将到来的四季度中,信用债的市场一级供给结构、二级

变化不大。

入篮SDR在即 人民币汇率将继续走稳

□本报记者 王辉

隔夜美元指数弱势震荡,短期消息面淡静,周二(9月27日)人民币对美元即期汇价仍旧延续了8月末以来的窄幅波动运行格局,继续持稳于6.67附近。分析人士表示,人民币10月1日加入SDR货币篮子在即,短期国际汇市震荡基调仍难扭转,在此背景下,本周内人民币汇率多空窄幅拉锯的表现,预计仍难打破。

中间价、即期汇价同步走升

昨日人民币对美元汇率中间价为6.6646元,较前一交易日上升98个基点。由此,人民币对美元汇率中间价暂时止住了此前连续两个交易日的下跌表现。

周二早盘人民币对美元即期汇价虽然跟随中间价出现微幅上涨,午后涨幅略有扩大,但全天走势仍继续呈现出窄幅波动的运行特征。当日人民币对美元即期汇价早盘低开4个基点报6.6695,收盘报6.6684,较前一交易日小涨15个基点或0.02%,连续第二个交易日收涨。

离岸市场上,周二人民币对美元CNH汇价整体涨跌幅度也有限。截至北京时间27日下午16:30,人民币对美元CNH汇价报6.6822,较前一交易日小涨20个基点或0.03%。与境内即期汇价之间的价差,小幅拉大至140个基点左右。另一方面,在海外无本金交割远期外汇(NDF)市场上,人民币对美元NDF一年期汇价在亚洲交易时段继续运行在6.84附近,较前一交易日

变化不大。

横向震荡料将延续

交易员表示,由于即期汇价波幅较窄,且“十一”长假临近,市场交投也相对清淡。此外,10月1日人民币正式入篮SDR在即,目前市场多空双方也无心恋战。预计人民币汇率有效打破目前的横向窄幅震荡,仍至少要在10月1日入篮SDR、即“十一”小长假结束之后。

兴业证券认为,8月结售汇逆差收窄、结汇意愿趋稳以及季节性购汇需求回落,均推动外汇供求趋向平衡。不过,代客人民币涉外支出连续11个月流出,也值得关注。从人民币国际化步伐的推进来看,近期人民币对外币直接兑换交易再添沙特

里亚尔与阿联酋迪拉姆两个新成员,此外美国和俄罗斯人民币清算行也宣布成立等消息面因素,也将继续支撑人民币汇率的稳定。就短期内人民币汇率的走势,该机构认为,在人民币入篮SDR在即以及“十一”长假将至的背景下,整体平稳仍将是人民币汇率运行的主旋律,当前6.65至6.70的震荡区间预计将不会打破。

交银国际等机构也进一步指出,虽然美联储9月继续推迟加息使得人民币面临的外部压力暂时减缓,但如果美国经济状况稳定,12月加息也将是板上钉钉。整体来看,10月之后美联储加息预期将反复加热,并大概率推升美元指数走高,人民币汇率在外部压力方面也需进一步予以关注。

“高票息”个券为何更受宠

□安信证券 程昊

在债券投资的个券选择上,机构投资者似乎对“高票息”债券有特别的偏好。从预期收益的角度来说,在期限和到期收益率相同的前提下,票息高低对总体投资决策影响很小。但若考虑收益风险比以及税收因素,“高票息”债券确实更具吸引力。

国内债券投资的发展经历了从关注“票息”到“到期收益率”的转变。在市场发展初期,配置型机构以持有国债到期为主要策略,很少进行交易。若在一级市场买入债券并打算持有到期,“票息”和“到期收益率”其实是一回事。若在二级市场购买高票息债券则会形成净价亏损,降低应纳税所得额,加之国债利息收入免征所得税,使得机构天然对高票息债券有偏好,逐渐形成了“高票息好”的观念。2000~2002年债券交易开始发展,买卖交易逐步转向关注到期收益率而不是初始买人的票息率。2002年商业银行柜台记账式国债开始发行,银行作为做市商,每日需要进行二级市场价价,同年底第一只开放式纯债基金的诞生提升了基金的交易需求,市场发

展逐步加深投资人对于到期收益率的认知。从预期收益的角度来说,票息高低对投资决策影响不大。“票息”和“到期收益率”的区别就是“你应得的”和“你需要的”收益率的区别。其中,票息率是“你应得的”,而到期收益率是“你需要的”。当需要的回报较低,而应得(应计)的票息很高时,就需要支付溢价,这个溢价就是票息和到期收益率差值的现值,买卖的折溢价已经反映了现金流的差异。也就是说,如果两期债券能提供同样的预期回报率(到期收益率),票面利率的差异不应该成为影响个券选择的因素。

但从收益风险比的角度来说,高票息债券更好。假设债券持有至到期日收益率曲线平行移动,债券的到期收益率就是预期回报率,而期限相同的情况下,高票息债券的久期更低,面临的利率风险更小,收益波动率更低。故高票息债券有更好的收益风险比。

从税收的角度来说,在利息收入免征或减征的债券品种中,高票息更优。目前我国所得税中的国债、地方债利息收入免税,铁道债利息减半征税,若二级溢价买入高票息老券,既得到票息免税效应,又由于溢价购买

逐渐形成净价亏损,抵减投资者的税收,故高票息相对更优。但 these 品种基础收益率较低不太适合高资金成本的机构大规模配置,加之大部分机构不按照税后考核绩效且节税效应只能在应纳税所得额为正(或由正转负)时才能体现,导致收税优势的体验没有增值税政策那么直接。增值税政策最大亮点之一是金融同业往来利息收入免税,金融同业往来范围包括了投资同业存单和金融债券等,在这类资产中票息越高,省税越多。同时,新的投资机会也随之出现。目前一些金融机构债、租赁债、同业存单等收益率高于同样评级、期限的企业债、城投债,考虑税后收益则更高,使得这些债券性价比大幅提升,进行换仓或者配置都会是较好的投资选择。

总而言之,虽然获得的实际收益率取决于持有期和期间利率走势的变化,也受到不同账户性质影响,但在面对未知市场进行决策时,在同样期限和到期收益率的前提下,“高票息”债券确实有更好的预期收益风险比。同时,在现行税制下,“高票息”特质又为某些品种提供了额外的“护城河”。(本文仅代表作者个人观点)

据悉,天盟塑料9月23日公告称,公司作为“13达州SMECNII002”的联合发行人之一,发行金额为2500万元,到期需兑付本息总额2675万元。受近几年经济下行影响,公司产能出现萎缩,应收销货款周期拉

河南债中标利率均落于招标下限

9月27日,河南省公开招标发行247.37亿元地方债,此次8期债券中标利率均落于招标区间下限,显示市场配置需求仍然较旺。

此次招标发行的2016年河南省政府一般债券(13-14期),期限包括3年、5年、7年、10年,发行规模分别为31.24亿元、46.5亿元、46.5亿元、31亿元;此次招标发行的2016年河南省政府专项债券(9-12期),期限包括3年、5年、7年、10年,发行规模为分别为18.52亿元、27.6亿元、27.6亿元、18.4亿元。

据中国债券信息网数据,

上述债券3至10年期招标区间分别为2.42~2.78%、2.56~2.94%、2.75~3.16%、2.74~3.15%。招标结果显示,上述3年、5年、7年、10年期债券中标利率均分别为2.42%、2.56%、2.75%、2.74%,均分别落于招标区间下限。

同日,内蒙古自治区政府还定向招标发行了188.63亿元地方政府债,期限包括3年、5年、7年、10年,中标利率分别为2.81%、2.97%、3.19%、3.18%。

Wind数据显示,截至9月27日,2016年年内地方债发行规模已达50746.1亿元。(王姣)