

# 利率债“趴着” 只剩信用债在“战斗”

## 利差已低 信用债难再“特立独行”

□本报记者 张勤峰

近期,利率债市场继续按照“震荡市”的剧本在演绎,但信用债仍处于稳步反弹通道,信用利差收窄,回到历史四分之一分位数下方。机构分析认为,最近这一波信用利差收窄具备一定的市场基础和基本面基础。进一步看,今年信用债投资的关注点发生转变,信用风险造成的冲击减弱,预计年内信用利差系统性风险不大,但也难继续收窄,7月低点或是信用债收益率向下的强阻力位;在收益率下行空间有限及信用利差不高的背景下,维持信用债久期偏短仍是较为周全的选择。

### 信用债“曲高和寡”

短暂的上涨之后,本周债券市场重新陷入纠结,长端利率债收益率反复震荡,波澜不惊。据中债收益率数据,近几日10年国开中债收益率持续徘徊于4.20%一线,始终未能向下突破;10年国债则围绕3.60%反复波动,涨跌均不超过2BP。

有机构认为,这一局面可能主要缘于:其一,8月经济数据的下行幅度虽超出市场预期,但多数投资者认为经济数据的大幅回落可能与环保限产有关,经济的真实情况可能有待数据的进一步确认。其二,资金面在缴税、缴准、政府债券发行缴款等多重因素的影响下趋于紧张,紧接着可能又要面临季末冲击,市场做多的信心依然不足。

而值得注意的是,在连续四日实施大额净投放之后,9月20日,央行公开市场逆回购交易量大幅缩减至300亿元,等额对冲当日到期回笼量。基于削峰填谷的操作框架,央行“收手”恰说明短期流动性供求缺口已不大。20日,银行间短期资金利率纷纷走低,亦表明资金面仍呈现边际改善态势。

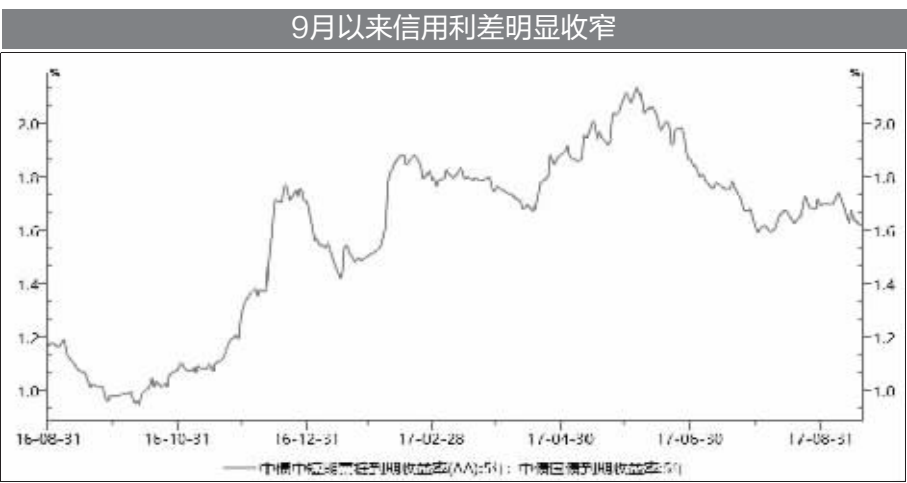
按照一些机构的分析,中旬可能是本月资金面压力最大的时期,往后或有小幅改善的可能,因此从边际变化来看,资金面对债券市场的扰动将有所减轻。但20日利率产品仍表现平淡,短端1年期成交利率下行较多,代表性的10年期国债、国开债收益率均稳中有升,国债期货呈现弱勢震荡。

事实上,自5月创出本轮调整新高后,长端收益率走势便转入横盘的阶段,过去数月,反复呈现高位震荡走势,上下边界清晰,弹性明显下降。相比之下,信用债收益率则走出了一条“抛物线”,在6月“触顶”之后,出现了一定幅度的下行。最近,在利率债裹足不前的同时,信用债仍有所表现。

以5年期AA级中票为例,本周到期收益率降至5.23%,较月初下行约10BP,较6月上旬高点回落近50BP。作为对比,5年期国债收益率最新在3.60%,仅较月初高点下行3BP,较5月高点下行约10BP。

### 本轮利差收窄“有理”

过去几年,信用利差一直处于下行周



期,与信用环境的变化之间存在鲜明反差,饱受市场诟病。这一局面直到去年10月底这一轮超长债券牛市终结时才迎来转折,信用利差在当月刷新历史低位后开始向上“修复”。

然而,7个月过去,信用利差在刚刚“修复”到历史均值水平时便又折返向下。以前述5年期中票与国债为例,目前5年期AA中票与国债利差已从5.6月超过200BP的水平降至约162BP,明显低于历史四之一分位数(192BP),回到历史上较低水平。

但据分析,近期这一波信用利差收窄具备一定的市场基础和基本面基础。

作为上一轮金融加杠杆的主要标的,自去年底以来,金融体系掀起去杠杆、“配置牛”遭遇逆向调整,信用债成为重灾区,收益率比利率债调整更明显,信用利差迅速向历史均值水平靠拢。这一过程中,信用债的安全边际得到修复、投资价值重新逐步显现,尤其是到6月初,信用债收益率已普遍接近甚至超过贷款利率,对投资者的吸引力明显上升。

随着金融去杠杆逐步显现成效,5月以来,监管更注重协调、政策出台放缓,同时货币政策强调“不松不紧”,银行体系流动性呈现出年初以来少见的持续平稳局面。流动性稳中趋缓,使得信用债息差价值得到巩固,机构投资信用债意愿回升。

机构研报指出,在需求回暖的同时,今年信用债发行反反复复,净融资规模下降,供需关系的有利变化成为推动信用利差迅速收窄的重要因素。

与此同时,自去年下半年以来,宏观经济逐步趋稳向好,工业企业盈利从去年一季度就恢复增长,这也构成信用利差收窄基本面支撑。据统计局数据,截至今年7月,规模以上工业企业盈利已连续17个月保持正增长,最近6个月增速均超过20%。

另外,今年以来,虽然信用违约事件仍不时发生,但少于上年同期,且新增违约主体有限,市场关注点发生转变,违约风险阶段性让位,违约事件对市场冲击减弱。

往后看,货币政策继续收紧可能性不

大,流动性环境或有小幅改善,信用债在流动性环境和票息价值的支撑下,应不会再现持续大幅度调整,年内信用利差系统性风险有限。

### “特立独行”难持续

或许,最近信用利差收窄“有理”,但信用债“特立独行”还能维系多久?这是个现实的问题。

在6月的反弹行情中,5年期AA中票收益率最低回到5.17%,距当前点位大约只剩5BP左右,这一低点会被突破吗?国泰君安固收研究团队认为,很难!主要有3点理由:第一,这一轮利好并没有6月明确,6月无论是货币政策还是监管政策都释放了一定的宽松信号,但最近央行态度显得更加中性,并没有留给投资者太多的想象空间;第二,5月的市场经历了暴跌,收益率受到情绪的冲击有超调成分,对于配置户

### ■ 观点链接

#### 兴业证券:大机会仍需等待

综合考虑经济与金融数据,可能接下来基本面有较大的下行压力,但出现断崖式下滑的概率也比较低。因此从基本面的角度来看,可能需要经济下行的动能更为确定之后,才能为债市带来确定性的、战略性的机会。

#### 中信建投:坚持低风险偏好

金融去杠杆未结束,实体去杠杆刚刚起步,未来仍应坚持低风险偏好的策略。8月份M2创历史新低,社融反而超预期,同时理财产品持续收缩,尤其是同业理财产品收缩更加明显,这说明金融去杠杆的确显现成效,但这也和8月份同业存单利率和回购利率急剧上升有关。未来金融去杠杆制度建设仍然任重道远。同时高层多次表态要实体去杠杆,实体去杠杆目前刚刚起步,是比金融去杠杆更加严峻的任务。未来金融去杠杆和实体去杠杆会继续推进,

而言当时信用债覆盖成本的能力很强,入场配置的时机很成熟;本轮信用债并未出现显著调整,配置户入场动力不足,考虑下半年保费增速慢于上半年,配置力量较6月明显偏弱;第三,5月市场的暴跌叠加委外赎回,投资者的仓位、久期、杠杆均出现明显下降,配置户把收益率拐点买出来之后,交易户在低仓位的状态下追涨做收益的动力很强,但本轮由于收益率上行过程中并未伴随委外的赎回压力,所以多数投资者都选择了“抗”,导致在收益率下行拐点出现之前投资者仓位都处于比较“满”的状态,行情的动力比6、7月差很多。综合来看,最近信用债可能不会出现类似6、7月的大行情,收益率也很难突破7月低点。

中金公司固收研究团队进一步指出,考虑到货币政策不松不紧,金融去杠杆最艰难阶段已过去,年内信用债需求再现类似4、5月剧烈收缩的风险不大。但收益率下行也存在诸多限制,最核心的仍然是大资管监管趋严背景下新增配置需求不足,而且成本居高不下。另外供给边际上相比上半年也会有所反弹,使得信用债收益率降至理财收益率附近就会面临较大阻力。

还应看到,在无风险利率持续横盘背景下,信用债收益率要想继续下行,意味着信用利差需要进一步缩窄,但目前利差已处历史低位,收窄空间有限、安全边际不足。

国泰君安分析师认为,目前信用债收益率继续下行空间已非常有限,在收益率下行空间有限以及期限利差依然不高的背景下,维持信用债久期偏短仍是较为周全的选择。中金公司分析师亦称,四季度信用债可能仍维持获取票息为主的状态,尤其在当前曲线非常平坦的情况下,短端确定性更强。

但相对缓和漫长,如此对于低资质的主体是较为长期的利空,投资风格在较长的时间里仍然应坚持低风险偏好的策略。

### 中金公司:择券难度加大

今年实质违约数量可控,但大资管监管仍在推进中,市场风控趋严的趋势短期难以扭转,“重口味”投资者力量的弱化仍会逐步反映到定价中,监管也在进一步控制低资质品种的质押回购功能,推动高低资质利差拉开。尤其在政策重心从“金融去杠杆”向“实业去杠杆”转移的过程中,债务重组、淘汰僵尸和债转股进程加快,债权人损失将更加显性化,可能推动市场要求更高的风险溢价。在支持和淘汰的政策界限不够清晰的情况下,超预期事件频发,择券难度加大。未来以评级和行业筛选为主的粗线条大板块超额收益机会变得更加难觅,需要在不同投资者择券逻辑的差异化和碰撞中寻找更加细分板块的错杀机会。(张勤峰 整理)

## 期债维持窄幅整理

□本报记者 王姣

9月20日,一级市场国债招标结果不佳,抵消资金面改善的利好,债券市场窄幅震荡,10年期国债期货主力合约T1712微跌0.06%,银行间现券收益率小幅上行。市场人士指出,临近三季度末和国庆长假,季节性因素和资金面变化仍是市场普遍关注的重点,虽资金面跨季应无大碍,但流动性波动难以避免,短期内债券市场料维持窄幅整理。

### 债市小幅收跌

昨日央行在公开市场开展300亿逆回购,完全对冲当日到期量,资金面有所改善,不过早间国债招标结果不佳,二级市场观望心态因此较浓,债券市场小幅收跌。

一级方面,财政部上午续发行的3年期固定国债加权中标收益率3.5515%,同时招标的7年期新发国债中标利率3.69%,均高于此前市场预测均值3.53%和3.67%,发行定位整体偏高。

二级市场上,银行间现券收益率小幅上行,截至收盘,10年期国开活跃券170210收益率上行0.68bp报4.3175%,10年期国债活跃券170018收益率上行0.5bp报3.62%。

国债期货市场亦多数收跌,截至收盘,10年期国债期货主力合约T1712跌0.06%报95120元,5年期国债期货主力合约TF1712跌0.07%报97520元。

国泰君安证券固收首席分析师覃汉指出,与上周前三个交易日类似,以170210为例,过去两个交易日收益率再度冲击4.3%,但仍难以有效往下突破,主要原因在于两点,其一,经济数据的下行幅度虽然超出

## 两期国债定价接近二级市场

9月20日上午,财政部招标的两期国债定价均接近二级市场水平,需求平稳。

财政部20日招标的是今年第十六期2年期国债的续发券及新发的第三期7年期国债,计划发行规模均为400亿元。市场人士透露,此次3年期续发国债中标收益率为3.5515%,边际中标收益率3.5889%,投标倍数1.83;7年期新发国债中标利率3.69%,边际中标利率3.71%,投标倍数2.98。

财政部此次招标的两只国债中标利率均接近二级市场水

## 转债小幅上涨

周三(9月20日),A股市场温和走强的背景下,转债市场(含可交换债)也录得小幅上涨。市场人士指出,基于对正股结构性行情的判断,转债供给冲击背后依旧蕴藏着机会,短期可以适当调整仓位,获利了结一部分高价高溢价个股。

A股方面,昨日上证综指震荡上行,收盘涨0.27%报3366点,收复5日、20日均线。中证转债指数日内先抑后扬,下午窄幅整理,截至收盘报306.67点,微涨0.01%。全天市场成交额3.61亿元,较前一交易日有所萎缩。

个券方面,两市31只交易

### ■ 评级追踪

## 新世纪上调豫园股份评级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪”)日前公告称,决定将上海豫园旅游商城股份有限公司(简称“豫园股份”)的主体长期信用等级由AA+上调至AAA,评级展望维持稳定,将“16豫园商城MTN001”的债项信用等级由AA+上调至AAA。

新世纪表示,本次级别调整主要基于以下几点考虑:一是豫园股份拥有丰富的品牌资源,目前公司合计拥有中国名牌1个、中国驰名商标3个、中华老字号13个和上海市著名商标15个。二是2017年以来,黄金价格持续回暖,加之豫园股份黄金饰品销量

市场预期,不过多数投资者认为经济数据的大幅回落可能与环保限产有关,经济的真实情况可能有待数据的进一步确认;其二,资金面在缴税、缴准、政府债券发行缴款等多重因素的影响下趋于紧张,紧接着可能又要面临季末冲击,市场做多的信心依然不足。

### 短期维持震荡

市场人士指出,短期资金面易紧难松,但市场对流动性预期趋稳,目前市场仍未有明确方向,短期料维持震荡。

展望后市,招商证券固收首席分析师徐寒飞仍持乐观观点。他认为,当前来看,利空债市的因素渐行渐远,利多因素却越积越多,市场乐观情绪也在快速积累。与其还在等着遥遥无期的降准,不如把握当下上车的好机会。

华创证券则指出,超储率维持低位的情况下,资金面持续紧张的状态未来将大概率重现,偏紧资金面仍然会持续影响9月市场行情;其次,国债供给压力较大,一级配置力量较弱,或将导致交易性质质的国债一级表现不佳,进而带动二级收益率上行,对期限结构曲线造成更大压力。总体而言,债市的调整并未结束,在此之前建议投资者谨慎操作。

具体到期债策略,广发期货指出,债市的趋势性因素还未凸显,短期决定债市的主要因素还是流动性,下方面临季末财政支出,预计流动性或有好转,短期持多的机会犹在。宏源期货则表示,即便央行资金投放量较大,但在缴税、季末考核、长期备付等多重因素影响下,资金需求较大,期债震荡偏弱为主。建议观望或轻仓做空为宜。

中债国债到期收益率率数据显示,3年、7年期最新到期收益率分别为3.5484%、3.6936%。虽然定价没有超预期表现,3年期品种认购倍数也比较一般,但考虑到发行规模较大,需求仍属平稳。

市场人士指出,缴税扰动消退后,短期资金面出现改观,但债市震荡格局不改。经济数据利多消化后,缺乏增量利好,加上供给压力较大,一级市场总体平稳。往后看,四季度供给压力有望减轻,若经济数据继续走弱,债市可能会出现一定机会。(张勤峰)

中的个券,有20只上涨、11只下跌,整体呈现出涨多跌少的格局。其中,永东、骆驼转债以0.68%的涨幅并列涨幅榜第一,16皖新EB以0.62%的跌幅位列跌幅榜第一。

国元证券指出,可转债申购新规的实施有利有弊。一方面扩大了市场规模,增加了流动性,也扩大了后续正股投资组合的可选范围。但由于门槛降低,数量激增,投资者打新收益也会降低,某些债底较薄的转债可能长期运行于发行价以下,甚至后期会有折价发行。因此,建议投资者选择债底支撑较强的转债。(王姣)

□本报记者 王姣

周三(9月20日),央行缩量开展了300亿元逆回购操作,完全对冲当日到期量,结束此前连续四个交易日的单日净投放。

“在公开市场操作(OMO)未予扶助的情况下,20日资金紧张程度较上日反而略缓和,显示季末流动性压力最大的时段或已过去。”市场人士指出,央行前几日净投放的累积效应显现,加上税期扰动逐步消退,短期市场资金供求正趋于好转,且下周将迎来季末财政存款投放,尽管季末资金面仍难免波动,但跨季应无大碍。

### OMO中性对冲

央行昨日早间公告称,20日以利率招标

## 农发债需求较旺

农发行20日下午招标发行的三期金融债中标收益率全部低于二级市场水平,且投标倍数均超过3倍,显示市场需求较旺。

农发行此次招标发行的三期债均为固定债,包括2017年第十期、第四期、第十五期金融债的增发债,期限分别为1年、7年、10年,发行规模分别为70亿元、30亿元、70亿元。据市场人士透露,此次农发行1年期固定债中标收益率为3.8097%,投标倍数3.83;农发行7年期固定债增发债中标收益率4.3447%,投标倍数5.01;农发行10年期固定债增发债中标收益率4.3215%,投标倍数4.12。

从发行定价上看,上述农发债中标利率均低于二级市场估值水平,中债到期收益率曲线显示,9月19日,中债1年、7年和10年期农发债到期收益率分别为3.9534%、4.3718%、4.3363%。从认购倍数来看,1年、10年期投标倍数在4倍左右,7年期投标倍数超过5倍,显示机构配置热情较高。(王姣)

方式开展了300亿元逆回购操作。具体包括200亿元7天期和100亿元28天期,中标利率仍持平于2.45%、2.75%。当日同时有300亿元逆回购到期,由此当日公开市场操作实现中性对冲,结束此前连续四日净投放。

不过随着税期扰动消退,加之前期央行净投放的累积效应,昨日资金面压力明显缓和。20日银行间质押式回购市场上(存款类机构),主要期限资金利率多数下行,其中隔夜加权利率大幅下行853bp至2.81%,7天加权利率基本持稳于2.94%;更长期限的14天、21天加权利率分别下行28.44bp、24.47bp,最新分别报4.16%、4.68%。

据交易员透露,昨日资金面开盘呈现紧张态势,银行机构与非银类机构均为融入需求,但至下午开盘,各机构需求基本得

到满足,融出机构增多,资金呈现宽松态势。临近尾盘,资金保持宽松态势收盘,隔夜基本保持减点融出。

### 跨季应无碍

市场人士指出,从央行近期在公开市场的操作来看,“削峰填谷”的思路未变,其平抑货币市场波动的态度明确,有助于稳定市场预期,短期市场资金供求正趋于好转。随着季末临近,尽管资金需求较为集中,供给压力难以很快缓解,但月末还有财政存款投放的“支援”,资金面跨季应无大碍。

“下旬即将迎来月末财政集中支出,预计下周开始财政存款释放将带来流动性出现明显改善。”招商证券指出,由于9月为季末月,财政支出力度较大,预计9月财

### 年内双向波动

分析人士指出,在美联储议息会议结果出炉前,市场情绪较为谨慎,外汇市场波动性不大,符合市场预期。从美联储政策预期来看,似乎并没有给美元提供太多的支撑;而国内经济基本面四季度仍面临下行压力,

币兑美元短线快速走高逾50个基点至6.5769,收复6.58关口;午后人民币汇率涨幅进一步扩大,其中在岸人民币兑美元触及6.5630的高点,盘中涨幅近230基点,离岸人民币兑美元触及6.5642的高点,盘中涨幅也超过200基点;在尾盘涨幅有所收窄后,截至北京时间20日16:30,在岸人民币兑美元报6.5742,较上一交易日涨117个基点,终结连跌势头,离岸人民币兑美元亦上涨128基点,报6.5718,两地价差基本抹平。

美元方面,20日亚市盘中,美联储议息会议前市场谨慎情绪占据主导,美元兑一篮子货币仍表现疲弱,截至北京时间20日16:30,报91.6893,下跌0.16%。

### 年内双向波动

分析人士指出,在美联储议息会议结果出炉前,市场情绪较为谨慎,外汇市场波动性不大,符合市场预期。从美联储政策预期来看,似乎并没有给美元提供太多的支撑;而国内经济基本面四季度仍面临下行压力,

难支持人民币继续大幅升值。总体而言,预计人民币兑美元汇率年内将双向波动。

FXTM富拓中国分析师钟越表示,从美联储政策预期来看,似乎并没有给美元提供太多的支撑。过去数月,美联储在缩表问题上与市场进行了较好的沟通。多位有影响力的美联储官员支持于9月份开始缩表。不过这已经计入在美元的走势中。总的来看,本周美联储决议公布料难成为美元的“游戏改变者”。

人民币方面,兴业研究坚持“年内低点未出现、单向行情难再现”的观点。该机构分析师指出,短期内,美元牛市基本终结的情况下,美元反弹力度有限;参与者行为也可能限制美元兑人民币上行空间。待海外短期影响平息,人民币或重拾升值动力。长期来看,国内经济下行时人民币贬值较大,但“逆周期因子”会打破人民币单向贬值的惯性。整体而言,双向波动行情会加剧,“赌”人民币单向波动的做法难以为继,对于企业实需主体而言,建议尽早锁定汇率敞口。