

# 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,始终未能向下跌破;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。

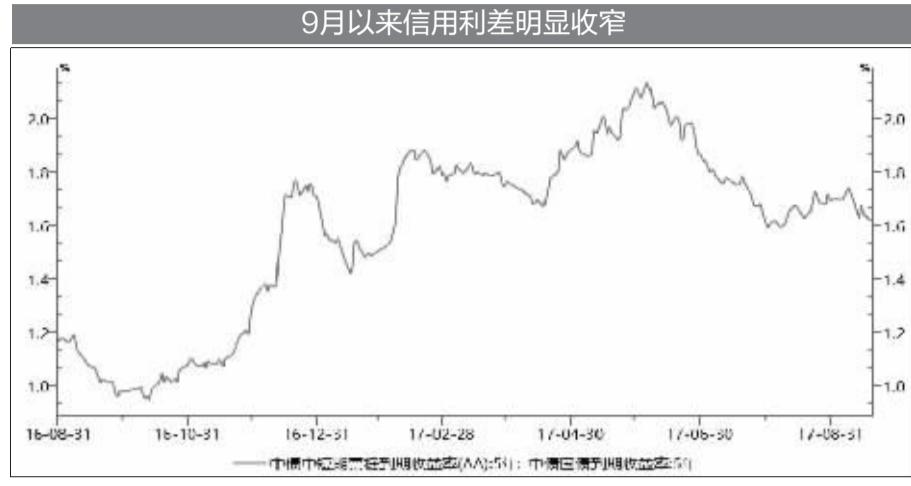
按照一些机构的分析,中旬可能是本月资金面压力最大的时期,往后或有小幅改善的可能,因此从边际变化来看,资金面对债券市场的扰动将有所减轻。但20日利率产品仍表现平淡,短端1年期成交利率下行较多,代表性的10年期国债、国开债收益率均稳中有升,国债期货呈现弱势震荡。

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,在利率债企稳不前的同时,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,明显低于历史四分之一分位数(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、“配资牛”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,使得信用债收益率得到巩固,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的背景下,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。

### 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、战略性的大机会。

#### 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,尤其是同业理财收缩更加明显,这说明金融去杠杆的显效明显,但这和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,中信建投预计,往后看,货币政策继续收紧可能性不大。

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,应不会再持续大幅度调整,年内信用利差系统性风险有限。

而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的背

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。

中金公司分析师进一步指出,从政策层

面看,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。

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

大机会。

兴业证券分析师指出,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

大机会。

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

&lt;p