

资金抱团成就“隆冬的一抹暖阳” 信用债：抗跌有理但未必无忧

□本报记者 张勤峰

新一轮债券市场调整中，信用债以顽强的表现脱颖而出，被称为“隆冬里的一抹暖阳”。信用债特立独行的表现能持续多久，未来会不会补跌？

对此，分析人士认为，信用基本面改善、微观需求稳定构成信用债抗跌的宏观基础，虽然利率债持续调整，令信用利差过薄的问题凸显，信用债收益率将不可避免地跟随上行，但预计信用利差不会系统性扩大。在票息策略成主流的当下，信用债供需关系相对较好，抗跌性有望得到延续，但仍需警惕流动性波动、监管加强等可能带来的风险，尤其对低等级债应保持谨慎，做好排雷，留出安全边际。

特立独行的信用债

与9月末市场乐观的判断相比，10月以来，利率债市场遭遇的调整，无论是波动幅度还是持续时间均远远超出预期，再一次暴露了当前市场的不稳定性。但也正是因为利率债的“衬托”，近期信用债表现出的抗跌性才更引人关注。

观察债市收益率走势，10月以来的这一轮调整大致可划分为三个阶段。

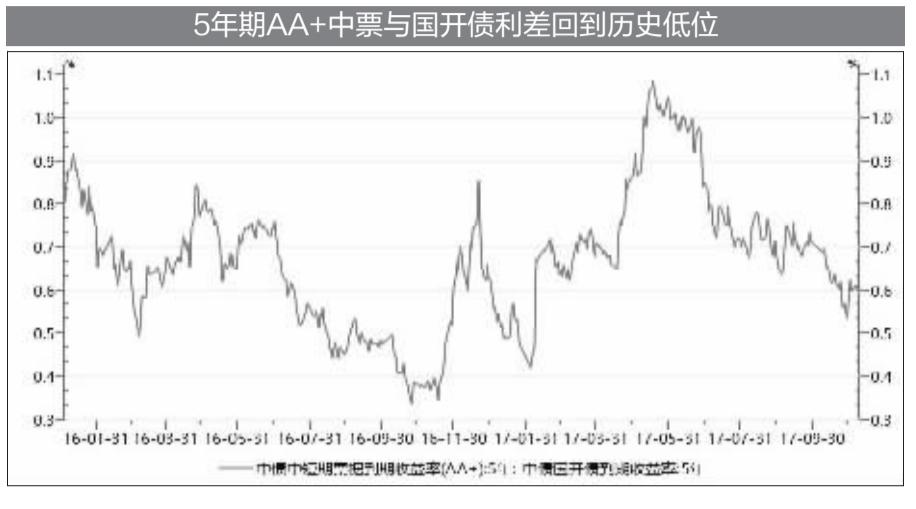
第一个阶段是10月9日至18日。以10月“开门绿”的方式，债市拉开这一轮下跌的序幕，短短7日过后，代表性的10年期国债、国开债收益率已分别突破3.7%、4.3%的心理防线。这一阶段，利率债下跌来得很快，信用债基本没有反应。

第二个阶段是10月19日至31日，短暂盘整之后，债市遭遇第二波调整，这一波下跌很迅猛，10年期国债一度冲上3.9%，国开债上冲4.5%，不断改写本轮调整新高。这一阶段，信用债收益率开始跟随利率债全线走高，但调整比较温和，收益率上行幅度不及利率债，以至于信用利差进一步收窄。

第三个阶段是11月初至今，债市行情总体转为震荡，但波动仍不小，盘中时常上演跳水。与此同时，10年期国债与国开债表现分化，前者在3.9%附近徘徊，后者进一步涨至4.55%上下，而信用债收益率稳中有升，调整仍不明显。

从10月初算起，10年期国债、国开债收益率至今已分别上行27BP、37BP，5年期国开债上行超过30BP。信用债方面，以5年期中期票据为例，各等级收益率上行幅度均不超过27BP，其中上行最明显的是AAA级别，上行26BP，其次为AA+和AA-等级，均上行19BP，AA等级只上升了16BP。信用债表现出较强的抗跌性，且中低等级债表现得更为明显。

信用利差方面，5年期AA+中票与国开债利差进一步收窄10BP至60BP，回到历史较低水平。



抗跌的N条理由

11月9日，债市先涨后跌，期债主力合约收跌，中长期限国债收益率小幅走高。国庆假期后，市场掀起的这一轮调整似乎还没有收尾的意思。面对持续弱势的利率债，信用债特立独行的表现能持续多久，未来会不会补跌，已成为市场广泛关注的话题。

从以往市场下跌时的表现来看，交易流动性更好的利率债通常率先做出反应，随后才轮到信用债下跌，且因为自身流动性较差，信用债最终跌幅可能更大。如果最近信用债只是反应滞后，未来可能将面临补跌，风险不容忽视。

目前来看，业内倾向于认为，这一轮信用债表现抗跌不只是因为“反应滞后”。

某券商固收部门副总经理表示，这轮调整中，信用债表现更为坚挺，一方面是受投资者结构分化的影响。今年利率债的参与者以交易盘为主，短期利率的变动直接冲击投资者的资本利得，从而对市场的变动更为敏感，而信用债参与者以配置户为主，尤其是持有至到期的账户对短期利率波动的承受力更强。受市场短期波动的影响较小。同时，当前信用债票息价值相对可观，在市场调整时部分投资者再度选择票息策略，银行理财产品年底冲规模也配置了一部分信用债，均压制了信用债收益率的走高。此外，随着盈利的明显改善，企业信用资质的改善也助推信用利差的压缩。

中金公司研报指出，10月以来信用债表现出更强的抗跌性，主要源于各类资管机构近期基本没有赎回和流动性压力，另外下半年以来理财收益率相对稳定，三季度加仓的信用债基本能够覆盖资管机构负债端成本，近期还开始出现正息差，因此止损的压力不大。华创证券进一步归纳出了四大理由：一是信用和利率的不同走势，反映了市场对政策预期不如此前悲观；二是利率债供给压力大于信用债，且更为刚性；三是今年投资机构普遍选择票息为主，增加了信用债的投资需求，而对利率债交易行情参与

较少；四是今年信用风险事件也有所降低。

总的来看，当前信用债所具备的相对更高的收益率、相对稳定的套息价值、相对较小的供给压力、相对稳定的投资群体及相对利好的基本面变化受到不少业内人士认可，这可能是信用债抗跌性的重要来源。

有所为有所不为

值得注意的是，数据显示，信用利差收窄其实并不是10月份才出现的情况，信用利差自今年6月份以来一直呈现收敛的态势。

今年5月，5年期中票与国开债信用利差一度回升至接近110BP，较2016年10月创出的历史最低值扩张约70BP，但随后信用利差重新进入收窄的过程，并持续至今。研究人士认为，这一现象主要源于宏观经济走好、企业盈利改善推动信用基本面改善。

今年以来，宏观经济保持稳中向好势头，有需求回暖做后盾，加上供给侧改革、环保因素推动，工业品价格摆脱持续通缩出现一定上涨，中上游周期性行业盈利能力恢

复，信用基本面得到明显改善。统计局数据显示，自2016年2月以来，规模以上工业企业利润总额持续保持增长，今年以来累计同比增速均保持在20%以上的较高水平。

华创证券指出，今年以来伴随着宏观经济复苏和企业盈利改善，整体信用环境是改善的，信用风险事件的减少也给信用利差维持较低水平提供了保障。

往后看，分析人士表示，当前宏观基本面尚未有明显恶化的风险，企业整体信用资质继续改善，加上经历10月调整后，市场对票息为王的认识趋一致，信用债供需关系仍相对较好，信用利差并无系统性走扩的风险。不过，当前信用利差过低，带来的保护空间及相对价值有限的问题也值得关注，特别是面对利率债持续调整，信用债收益率仍将不可避免地跟随上行。

国泰君安证券覃汉表示，信用利差毕竟整体仍窄，对利率风险或负面冲击仍敏感，未来可能引导信用债补跌的隐忧主要有：金融监管紧缩再升级；资管集中大规模赎回；资金利率和利率债进一步走高。

另外，中金公司分析师认为，对待信用债需要有所为有所不为。近期低评级债收益率上行幅度很小，信用利差很低，但从一级发行情况看，无论是高利率发行还是取消发行，在低评级和风险领域都更明显，说明高低资质之间利差的拉开正在以一级带动二级的方式，在局部领域逐步展现。他们认为，从一级发行情况分化和低等级流动性和估值调整不充分的角度看，并不能将估值收益率上行幅度小简单等同于低资质更扛跌。实际上无论从再融资难度、潜在供给压力、利差历史位置，还是利率风险抵御空间看，低资质品种尚没有体现出足够的风险缓冲能力，应做好防雷，留好安全边际，避免盲目追求高收益。

观点链接

申万宏源：信用利差不会大调整

信用利差短期走势，主要取决于市场流动性冲击是否继续，以及市场净融资情况能否改善。11月虽然到期量较大，但上周发行情况较好，因此对11月信用债净融资的情况不悲观。

利率债收益率随着市场情绪缓和将逐步见顶，流动性冲击不会继续加大。但利率债收益率大幅下行受到诸多因素制约，交易性机会受监管和基本面的不确定也难以把握。低违约风险+流动性紧平衡的条件下，市场的票息策略仍然会是主流，信用利差不会发生大的调整。

中金公司：调整带来配置机会

客观上看，信用债市场绝对收益率现在普遍接近或超过5%，覆盖资管负债端

成本的难度实际上有所降低。对于确实有配置需求，而且估值压力不是很大的投资者而言，考虑到近期利率债推升信用债收益率而且供应量有所增加，在做好排雷的基础上，将有机会拿到性价比更高而且更足量的信用债。

海通证券：坚持票息策略

10月的债市大跌中，信用债调整幅度相对较小，主因信用债交易量不活跃，导致调整相对滞后，也反映出信用债配置需求较为刚性。上周信用债收益率跟随利率债上行，信用利差有所走扩，但从今年信用利差走势来看，随着利率中枢的上升，信用利差反弹的幅度会逐渐降低，本轮信用利差反弹幅度应有限，建议坚持票息策略。（张勤峰 整理）

人民币汇率延续窄幅震荡

□本报记者 王姣

周四（11月9日），人民币兑美元中间价、即期汇率延续偏弱震荡走势，在岸人民币兑美元小跌48基点。市场人士指出，继美联储12月加息预期消化后，特朗普税改进展成为近期左右美元的主要影响因素，而基于对美元指年内上行空间有限的判断，人民币兑美元汇率延续窄幅震荡，预计后续双向波动区间可能加大。

人民币继续震荡

9日，人民币兑美元中间价调贬48个基点，报6.6325元。受此影响，在岸人民币兑美元小幅低开于6.6350元，不过开盘后迅速走高，早盘最高触及6.6246元，涨幅一

度约百点，不过随后就转为震荡走低，至16:30收盘价报6.6391元，较上一交易日下跌48个基点；香港市场上，昨日离岸人民币兑美元汇率走势相对偏弱，全天位于6.63-6.65区间窄幅震荡，截至北京时间9月16:30报6.6437元，下跌123基点，境内外汇差约50基点。

全球汇市方面，继周三微跌0.06%后，昨日亚洲交易时段美元指数继续偏弱震荡，截至北京时间9月16:30报94.8212，下跌0.06%。

消息面上，有外媒调查显示，因美国全面税改的希望重燃，加上美联储料将逐步升息，让美元重新掌握控制权，预计未来一年人民币汇率将小幅下跌，较6.63附近的汇价贬值1%以上，至6.72。

双向波动或更明显

市场人士指出，人民币兑美元走势短期仍看美元指数，特朗普税改进展将是左右汇市的关键因素，在短期窄幅震荡后，美元指数、人民币兑美元汇率的波动区间预计将进一步缩小。

国泰君安证券指出，美国10月制造业PMI虽小幅下滑，但仍在高位，同时多项指标向好，10月以来花旗美国经济意外指数已由不及预期转为好于预期，消费者信心指数创新高，加上税改通过概率提升，加息近在眼前，美元持续走强，未来人民币继续升值的空间已不大。

“美联储10月开始缩表、12月大概率加息，将支撑美元走强，资本外流的压力上升，人

民币汇率区间波动，但是我们认为央行外汇占款仍难以回到过去大幅波动时期。多项数据显示，过去美联储四次加息对中国跨境资本流动和汇率的影响力逐渐减小。”招商证券表示。

中银国际指出，四季度，国内经济下行压力虽有所增加但总体仍将保持稳定，在12月美联储加息之前人民币大概率保持相对稳定，在供给侧改革的支撑下工业景气度保持较高水平，因此内需仍然会相对稳健，经济扩张具有较强韧性，未来进口增速料继续维持平稳向好趋势。

上海证券认为，较高的贸易顺差，加上中国今年对海外投资审核的严格化，国际收支状况好转态势也将延续，这将使得未来外汇储备维持平稳态势，外贸的向好有助于人民币年内走稳回升格局的确立。

口行债需求尚可

中国进出口银行11月9日上午增发的三期固息债中标利率均低于二级估值市场水平，且3年、5年期品种投标倍数均超过3倍，整体配置需求尚可。分析人士指出，10月贸易数据不及预期，但CPI涨幅超预期，利多利空互相抵消，市场谨慎情绪仍浓，且后续资金面料边际趋紧，债市将延续窄幅波动。

口行此次招标发行的三期债均为固息增发债，包括2017年第11期、第10期和第9期金融债的增发债，期限分别为1年、3年和5年，发行规模均不超过30亿元。据业内人士透露，此次进出口行1年期固息增发债中标收益率4.0303%，投标倍数2.52；3年期固息增发债中标收益率4.4686%，投标倍数3.61；5年期固息增发债中标收益率4.5105%，投标倍数3.74。

上述口行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，11月8日，二级市场上1年、3年和5年期口行债收益率分别报4.0599%、4.5160%、4.5634%。（王姣）

□本报记者 王姣

周四（11月9日），央行开展400亿元逆回购操作，对冲当日400亿元逆回购到期后，实现零投放或零回笼，终结此前连续三日净回笼。分析人士指出，临近中旬，机构出资意愿下降，加之央行近几日持续回笼资金的累积效应，市场资金面略有收敛，后续缴税、逆回购到期及政府债发行缴款的扰动加大，资金面料维持紧平衡格局。

OMO中性对冲

央行昨日早间公告称，11月9日以利率招标方式开展了400亿元逆回购操作。其中，200亿元7天、100亿元14天、100亿元63天期逆回购中标利率分别为2.45%、2.60%、2.90%，均与上次持平。当日同时有400亿元逆回购到期，由此公开市场操作（OMO）实现中性对冲，终结此前连续三日净回笼。

据交易员透露，昨日资金面开盘呈现相对均衡态势，早盘有大行以及股份制银行进行隔夜融出，需求被逐渐满足，但至午盘隔

资金面趋于收敛

夜与7天的融出已相对较少，呈现相对紧张的状态。下午又有银行类机构进行融出操作，并有减点成交出现。至尾盘已有股份制银行大幅减点融出，资金面回归宽松状态。

昨日银存间质押式回购利率多数延续涨势，其中隔夜回购利率（DR001）上行6BP至2.66%，代表性的7天期回购利率续涨10BP至2.90%，14天和21天回购利率双双上行9BP左右至3.82%、3.94%。

市场人士表示，因中旬临近，机构出资意愿继续下降，尤其大行融出更显谨慎，致机构轧平头寸难度较前几日稍加大，不过整体压力尚比较有限。

OMO利率可能上调

值得注意的是，昨日国家统计局公布的10月通胀数据高于预期。数据显示，10月全国居民消费价格（CPI）同比上涨1.9%，略高于预期值1.8%，为今年以来的次高；10月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨6.9%，持平于9月，亦高于预期值6.6%。

债市缺乏方向 等待数据指引

□本报记者 张勤峰

稳，债券市场走势主要受消息面影响。7日，国开债一级招标结果欠佳，引发一波长债抛售，致使收益率再现单日大幅上行；紧接着，8日公布的10月份我国进出口数据均不及市场预期，恐慌情绪缓和，收益率有所回落；9日，新近披露的10月份通胀数据略超预期，令稍有缓和的市场情绪再遭打击。

统计局9日公布的数据显示，10月份我国CPI和PPI同比增速均小幅高于预期。10月份，CPI同比上涨1.9%，预期为1.8%；10月PPI同比上涨6.9%，预期为6.6%。海通证券姜超点评称，10月通胀略超预期，往前看，尽管冬季环保限产会对PPI有一定支撑，但由于需求端地产基建走弱，叠加基数效应，PPI仍趋下行，预测11月PPI同比涨幅或回落至5.2%。

国泰君安证券覃汉表示，CPI反弹无忧，PPI走平难持续，整体看，CPI超预期主要来自于基数较弱；出口数据利好、通胀数据利空，债市似乎反应该都比较平淡，大跌之后也尚无显著的反弹，而是在新的位置震荡。整体来看，债市仍然缺乏方向，投资者应保持谨慎。

招商证券徐寒飞则表示，10月进出口数据虽然下滑幅度不大，但方向是关键。预计下周公布的投資、工业增加值等数据回落将更为明显，市场的预期修正幅度也会更大。四季的经济“韧性”将逐渐被证伪，有利于缓和债券市场悲观情绪。

某券商债券自营部门人士指出，当前处在实体经济数据公布前夕，交易能力较强的投资者可加仓参与博弈数据的走弱；考虑到监管细则尚未落地，交易能力一般的投资者可以静待实体经济走弱，把握右侧交易机会。

财政部15日续发行320亿国债

财政部公告称，定于11月15日续发行320亿元3年期国债。

财政部此次续发行的国债招标日均为11月14日，1年、3年、5年、7年和10年，总金额不超过315亿元，最终以实际中标量（债券面值）为准。

国开行此次招标增发的五期债均为固息债，包括2017年第11期、第9期、第12期、第8期和第15期金融债的增发债，期限分别为1年、3年、5年、7年和10年，发行规模分别为40亿元、55亿元、60亿元、40亿元、120亿元，此外，1年、3年期品

评级追踪

东风日产信用等级上调至AAA

中诚信国际信用评级有限责任公司（简称“中诚信”）日前公告称，决定将东风日产汽车金融有限公司（简称“东风日产”）的主体长期信用等级由AA+上调至AAA，评级展望维持稳定。

中诚信国际信用评级有限责任公司（简称“中诚信”）日前公告称，决定维持贵阳农村商业银行股份有限公司（简称“贵阳农商行”）的主体长期信用等级为AA-，评级展望由

秀水平；业务模式优势和审慎的风险管控，资产质量保持良好，拨备覆盖计提充足。

贵州农商行评级展望调整为稳定

中诚信国际信用评级有限责任公司（简称“中诚信”）日前公告称，决定维持贵阳农村商业银行股份有限公司（简称“贵阳农商行”）的主体长期信用等级为AA-，评级展望由负面调整为稳定，维持“15贵阳农商二级”、“16贵阳农商二级”的债项信用等级为A+。

中诚信表示，东风日产在中国良好的品牌实力和广泛的销售网络，使得公司在业务发展上具有较强的可持续性；公司在资本补充、业务运营、风险管理等方面均能够获得股东的有力支持；公司凭借成熟的汽车金融经验，在服务汽车经销商和个人客户中具有专业高效的竞争优势；凭借强大的融资能力，多样化的融资渠道及较好的费用控制，盈利能力连续多年处于行业优

286.77%。（王姣）