

配置盘给力 信用债补跌压力有限

□本报记者 王姣

被利率债加速调整的寒风裹挟,本周开始,以5年期AAA为代表的中长期信用债收益率大幅上行并突破年内高点,但信用债调整仍滞后于利率债,信用利差虽有所上行但并没有明显扩大。

分析人士指出,尽管在利率债趋势走弱的大背景下,信用债难以独善其身,尤其是随着后续监管政策陆续出台,未来信用债尤其是低评级信用债的调整压力仍不容忽视,但在“低违约风险+流动性紧平衡”的条件下,信用债不会受伤严重,信用利差不具备大幅扩大的压力。

调整迟到但幅度有限

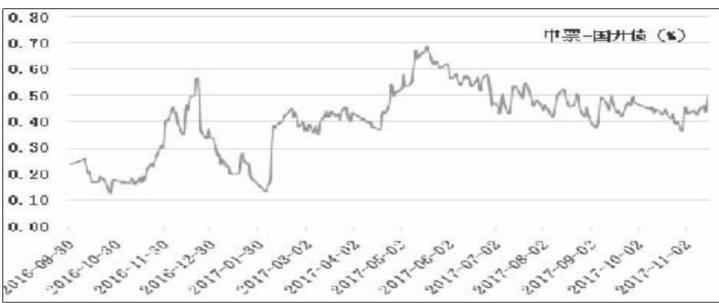
周四(11月16日),利率债市场继续走稳,10年期国债收益率自周二突破4%关口后连续回落,目前已下行至3.93%。但信用债市场显露主动补跌的架势,收益率仍继续上行。Wind数据显示,昨日中债5年期AAA、AA+、AA-中短期票据收益率分别上升了2BP、4BP、2BP。

进一步看,在近期利率债的加速调整中,信用债收益率也出现显著上行。如10月23日至11月16日,中债5年期AAA、AA+、AA-中短期票据收益率的上行幅度都超过了33BP,而同期中债5年期国债收益率仅上行了14BP;进一步看,11月8日至14日,利率债再现加速调整,中债10年期国债收益率从3.8725%上行8BP至3.9525%,5年期国债收益率从3.888%上行4BP至3.9278%,而中债5年期AAA、AA+、AA-中短期票据收益率的上行幅度都超过了11BP,且14日10年期国债破4%后出现企稳修复,信用债收益率仍在继续上行。

这一市场表现再度验证了此前机构关于“信用债调整可能滞后但不会缺席”的判断。但整体来看,虽然以5年期AAA为代表的中长久期信用债收益率突破5.0%,超越了5月份的阶段性高点,但对于更低评级或更长久期的信用债来说,收益率依然在5月的高点之下,如5年期AA-中短期票据收益率目前报6.63%,而5月份曾触及6.83%。国债收益率无论是长期还是短期,都已经明显高于5月份高点,其中10年期国债收益率破4%后较5月高点已经上行近30BP。

从信用利差来看,虽然近两周信用债收益率快速上行令信用利差有所扩大,但整体仍处于相对低位。如截至11月16日,中债5年期AAA级中短期票据收益率与5年期国债收益率的利差为51BP,相比5

五年期AAA中票与同期限国债利差变化



月利差高点仍有约20BP的距离。

配置盘保护作用凸显

市场人士认为,近期信用债收益率出现显著上行,显然是利率债暴跌引发的悲观情绪发酵下的结果,但从收益率和信用利差的表现看,与利率债暴风骤雨式的调整不同,信用债表现得比较平静,信用债调整的幅度明显滞后于利率债。究其原因,投资结构变动和票息为王的策略,为信用债提供了较好的保护作用。

招商证券指出,近期信用债维持调整,与利率债市场持续震荡上行的传导有关,另外,资金利率偏紧亦产生流动性扰动;再者,维系存量杠杆压力加剧,部分机构存在抛售行为。不过,信用利差变动幅度相对有限,指向信用债估值上行与利率债带动作用,且不少品种信用利差仍延续压缩趋势,与机构操作票息思维的延续有关,叠加近期新债供给出现锐减,一定程度上缓解了二级市场信用债的抛压。

“信用利差走阔并不明显,因信用债有配置盘,所以起到了保护作用,这一方面源于高负债成本压力导致机构不得不配;另一方面,因此前债券市场调整普遍浮亏较重,割肉就意味着浮亏兑现。”业内人士表示。

天风证券点评称,对于信用债而言,交易户投资者更在意票息,只要信用资质未发生大的变化,即使利率行情出现小幅调整,投资者也并不需要立刻抛售,因而信用债往往具有抗跌属性。

国泰君安证券进一步指出,在信用利差的分析框架中,一般将信用利差拆分为信用溢价与流动性溢价。信用溢价主要看信用基本面的变化,本轮债券熊市中,企业盈利大幅改善,信用溢价压缩,为信用利差保持低位提供了基础。流动性溢价主要看货币政策及监管政策,在货币政策稳健中

性的定调下,现阶段影响流动性溢价更多的可能是监管政策,从这点来说,信用利差也很难重现5月份的大幅调整。

信用利差难大幅扩大

在扛过三季度资金紧张和四季度利率债大跌,信用利差始终未明显扩大,调整仅表现出跟随利率债下跌的状态,后续信用债还会出现明显调整吗?信用利差是否会继续大幅扩大?

对此机构普遍认为,在利率债大幅调整的过程中,信用债难以独善其身,只要利率债调整未结束,信用债收益率仍有上行风险,尤其未来随着金融监管的落地和信用风险的加剧,未来信用债尤其是低评级信用债的调整压力都不容忽视。但在当前流动性紧平衡、违约风险较低的环境下,信用利差难以发生大的调整。

国泰君安证券表示,从信用溢价和流动性溢价两个角度考虑,信用风险出现问题的概率并不大;金融稳定发展委员会成立之后,监管政策不会再出现类似4月“监管

观点链接

国泰君安:难有“最后一跌”

从信用溢价和流动性溢价两个角度考虑,信用债可能很难如愿迎来“最后一跌”,等着“最后一跌”出现后再入场的机构可能会失望。对于负债端稳定的机构来说,信用债调整到相对于负债成本有明显优势的时候就可以逐步增加配置;而对于负债端不稳定的机构来说,可能要等到行情反转的右侧拐点出现入场才会更加安全。

招商证券:防范估值主动调整

防范信用债估值调整由被动转向主

还有市场人士表示,近期央行流动性投放力度较大,可能也有平抑债券市场利率波动的考虑。10月以来,债券市场在无明显实质利空的情况下,出现一轮持续较久、幅度较大的下跌,10年期国债收益率最高上行至4%附近。利率上行较快、波动较大,对实体融资和经济发展可能造成一定不利影响,央行适量加大流动性供应,有助于稳定市场情绪、防范潜在风险。

资金面开始趋缓

得益于央行连续大力度“补水”,加上税收申报缴款截止,16日,市场资金面开始趋缓,回购市场利率全线走低。

16日,银行间质押式回购市场上,存款类机构间回购利率全线回落,其中隔夜品种跌3BP至2.79%,7天回购利率下行近9BP至2.89%,14天回购利率大跌22BP至4.16%,1个月回购利率回落多达39BP至4.11%。

交易所市场上,短期限回购利率也有

竞赛”的局面,即使后期再有赎回也不会出现集中的抛压,所以整体上来说,信用利差并不存在继续大幅走扩的基础。

“后续信用利差短期走势,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。从净融资额来看,11月虽然到期量明显较大,但上周发行情况较好,因而其对11月信用债净融资的预期不悲观。流动性冲击方面,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。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。”申万宏源证券表示。

但从更长一点的周期看,华创证券指出,未来信用债调整压力可能来自于三方面:一是金融监管的进一步收紧。金融监管未来进一步收紧将是大概率事件,资管新规和同业存单的监管有望在近期落地。无论是资管新规对资管业务的限制,还是同业存单对银行负债约束导致的委外收缩,信用债都可能首当其冲,未来信用债尤其是低评级信用债的调整压力不容忽视。二是信用风险加剧。今年以来信用债取消发行的状况时有发生,虽然信贷扩张能够部分弥补企业融资的压力,但随着后期滚动发行的压力不断加剧,信用风险未来仍呈上升趋势。三是随着地方债务置换明年面临结束,城投信用风险可能将逐步显现。

恰如兴业证券所言,虽然短期经济基本面表现出一定韧性,对信用债资质起到一定的支撑作用,但高、低等级的分化进一步加剧,说明信用债是分层的。如果去杠杆的进程朝向“实体去杠杆”推进,对于负债比例较高、现金回流能力差的低等级企业甚至行业,则会面临到信用重新定价和行业利差走阔的压力。

信用债债券估值攀升与利率债带动作用,信用利差变动尚有限。不过,随着利率债持续调整的传导,倘若机构面临赎回和流动性风险压力骤升,信用利差走阔在所难免。

东方证券:配置价值明显

随着信用债收益率持续上行,目前信用债相对于贷款和理财收益率,配置价值已非常明显。从历史上来看,后续收益率上行空间已有限,配置力量将使得信用利差进一步收窄,信用债收益率趋于下行。(王姣 整理)

较明显下行。16日,上交所隔夜回购利率跌52BP至3.28%,7天回购利率跌23BP至3.89%。

交易员称,虽然缴税后继续走款仍存影响,但央行维稳意愿强烈,加上近期资金面本身也并不太紧,因此15日一过,资金面便出现回暖迹象。

市场人士表示,目前距月底前尚有些时日,期间可能对流动性造成扰动的主要是逆回购到期和政府债发行,不利因素边际减少,加上11月下旬财政支出可期,预计资金面还有一定回暖空间。

不过,这位市场人士也称,在央行连续投放之后,逆回购存量回升,且近期央行以投放7天、14天资金为主,后续将面临到期回笼的问题,随着税期扰动消退,央行可能调降投放力度,甚至转为净回笼资金,因此,资金面也不会过于宽松。总的来看,未来一段时间,市场资金面可能保持平稳,但随着年底临近,12月中旬流动性料还将再掀波澜。

短期趋稳 债市未到抄底时

□本报记者 王姣

11月16日,债券市场继续回暖,国债期货实现三连涨,银行间现券收益率亦明显下行。市场人士指出,10年期国债收益率破4%后,此前过于悲观的市场情绪逐步修复,加之央行公开市场操作连续多日净投放,流动性明显改善,债券市场也得以“喘口气”。不过,当前市场整体情绪仍较脆弱,配置需求有待观察,利率债调整趋势难言结束,短期莫轻易抄底。

期债三连涨

周四债券期现双双延续反弹,10年期国债盘中最低触及3.925%,较日前高点下行逾7BP。从盘面上看,昨日银行间现券收益率明显下行,尤其在国开行开展债券置换的推动下,国债表现明显好于国债,10年期国债活跃券170215收益率下行4BP报4.69%,10年期国债次活跃券170210收益率下行近5BP报4.775%;10年期国债活跃券170018最后一笔成交在3.93%,较上日下行2BP。

昨日国债期货市场全线收红,10年期国债期货主力合约T1803日内震荡上行,最终收涨0.27%,报92.725元,为连续第三日上涨,三日累计涨幅达0.65%。

市场人士认为,经历前期快速调整后,利率债市场企稳回暖,一是得益于市场情绪逐渐好转,二是央行连续多日大额净投放,流动性明显好转。

16日,央行放量开展3300亿元逆回购操作,即便考虑MLF到期量,昨日仍实现净投放1875亿元。此前的周一至周三(13日至15日),央行分别开展了1800亿元、2800亿元、3300亿元逆回购,分别实现净投放1500亿元、1400亿元、

地方债供给保持较快节奏

16日,江西和福建两省共发行地方政府债券360.84亿元。至此,本周已发行地方债逾1100亿元,继续保持较快的供给节奏。

江西省16日招标发行了该省今年第十一至十二期政府专项债券、第一期政府一般债券和土地储备专项债券,共包括14个债券品种,总额134.6亿元;同日,福建省招标发行了该省今年第九至十二期政府一般债券和第八至十期政府专项

农发行两年期绿色债需求旺

周四(11月16日),中国农业发展银行进行了该行本周第二次金融债招标,此次招标的2年期绿色金融债中标利率4.48%,明显低于上一日二级市场估值水平,并获得4.38倍有效认购,显示需求比较旺盛。

农发行此次发行的是该行今年第一期绿色金融债,为2年期固定利率,计划发行至多30亿元,面向境内外投资者公开发行,符合要求的境外投资者可通过“债券通”投资本次发行的债券。农发行表示,本期债券募集资金将主要用于支持

评级追踪

新世纪上调 鸿达兴业评级至AA+

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布公告,决定将鸿达兴业集团有限公司的主体信用等级由AA/稳定调整为AA+/稳定,“16鸿达兴业MTN001”及“16鸿达MTN001”的债项信用等级由AA调整为AA+。

新世纪评级指出,本次信用等级调整主要基于以下几点考虑:第一,2016年第二季度,发行人60万吨PVC、烧碱一体化第一期项目达产,至三季度已满负荷运转,发行人原材料自给能力较强,预计产能释放后仍旧可以保持目前较高的毛利率水平。考虑到当前氯碱行业供需结构的改善以及持续走高的PVC、烧碱价格,发行人盈利能力有望进一步提升。第二,发行人依靠自有技术开发

2200亿元。在此背景下,昨日资金面较前几日明显转松,主要回购利率下行。

反转时机仍需等待

分析人士指出,近期无显著利空消息冲击,且债市收益率在经历快速上行后,市场情绪有所企稳,虽近三日市场有所回暖,但在资金面延续紧平衡,市场整体情绪偏谨慎的状态下,预计现券收益率连续盘整的可能性较大,反转时机还未到来。

“经过如此剧烈的调整,预期差得到明显修复,曲线形态也变得‘健康’,结构性问题得到缓解,积累的压力得到释放,市场情绪达到极端悲观的状态,调整过后,配置盘逐渐入场,筹码交换逐渐充分,短期有企稳甚至超跌反弹的基础。但当前经济走弱更多还是边际为主,政策也没有放松,新的预期差尚未出现。而且曲线形态上,信用利差仍在低位,结构问题更多的是缓和,配置需求有待观察,市场大的转机仍需等待。”兴业证券指出。

招商证券认为,未来债市走势何时“反转”,一方面取决于交易盘的情绪何时平复,另一方面则取决于配置盘何时入场。在基本盘面回落趋势基本确定的情况下,这两方面最终都指向“政策靴子”何时落地。

联讯证券则表示,明年资本开支走弱以及地方债置换结束是改变市场走势最强的两个变量。监管挤水分后,明年年中伴随着实体融资需求收缩,可能会迎来债券的慢牛,时间大约在二季度后。但在此之前,基本面的疲弱力量还未释放,对交易盘来说,不宜追高,右侧容易被埋,左侧交易更优,但左侧也有可能因下跌幅度难以估计被套,建议多看少动。

债券,包括7个债券品种,总额226.24亿元。

在上述两地地方债招标完成后,本周地方债发行量突破1000亿元至1132.91亿元,结合已公布的发行公告文件,本周地方债发行量或达到1273亿元,较上一周多发约432亿元。进一步统计显示,11月以来,各地已发行地方债3017.55亿元,日均发行251.46亿元,按照这一节奏,全月发行量有望接近甚至超过5000亿元。(张勤峰)

绿色产业项目的贷款投放。

市场人士透露,此次2年期农发行绿色债中标利率为4.48%,明显低于上一日二级市场同期限农发债估值水平,且获得4.38倍认购,显示机构踊跃参与。

市场人士表示,10月经济数据稍逊于预期,缓和债券市场恐慌情绪,加上债券收益率近期快速上行后对刚性需求吸引力增强,买盘略有所增强,但目前市场分歧仍大,不排除利率走势再现反复,建议有配置需求的机构可分批入场,注意控制节奏。(张勤峰)

平稳度过税期 月内资金面应无恙

□本报记者 张勤峰

尽管税款征期已过,但为对冲缴税后续影响及央行流动性工具到期,政府债发行缴款,16日,央行仍旧实施了较大规模的流动性投放,为连续第五日净投放。得益于此,市场资金面开始转松,货币市场利率普遍下行。业内人士认为,央行近期投放力度较大,主要为对冲缴税缴准等季节性因素影响,可能也有平抑债券市场利率波动、稳定利率预期的考虑;本月流动性收紧压力最大的阶段正过去,后续料将恢复平稳,结合财政支出规律等看,11月中下旬资金面应基本无恙。

连续五日净投放

16日早,央行公告称,为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等因素的影响,维护银行体系流动性基本稳定,11月16日人民银行以利率招标方式开展了3300亿元逆回购操作。具体

包括,7天期1600亿元、14天期1400亿元、63天期300亿元,中标利率分别持稳于2.45%、2.6%和2.9%。公开数据显示,16日有200亿元逆回购和1225亿元MLF到期,故央行此举实现净投放1875亿元。

自本月10日起,央行连续5日通过公开市场操作(OMO)实施流动性净投放,总共净投放6810亿元。尤其是近几日,央行单次逆回购交易量均达到两、三千亿元水平,单日净投放量均超过1000亿元。

业内人士表示,11月主要税种的征期到15日结束,从前几月情况看,15日及前后一两日可能是税期对流动性影响最大的阶段。15日也是例行存款准备金缴款和退税的时点。另外,进入四季度以来,政府债一直维持较快发行节奏,据Wind最新数据统计,本周政府债发行量仍有近2000亿元。本周还有3400亿元逆回购和1890亿元MLF到期,到期回笼量合计5290亿元。短期多种流动性影响因素叠加,促使央行加大了公开市场资金投放力度。

□本报记者 张勤峰

11月16日,国家开发银行顺利实施首次债券置换招标。据了解,此次招标的置换债券170215中标收益率为4.6720%,全场倍数9.12,机构参与换券的热情较高。当天,被置换债券(170210)成交活跃,收益率下行较明显,与新券利率差略收窄。分析人士指出,国开行创新性地推出债券置换操作,有助于改善老券流动性、提升市场利率稳定性,未来或进一步推广至其他期限甚至其他券种。

持有人换券意愿较高

国开行此次进行债券置换招标的对象为2017年第十五金融债(170215),为最新发行的10年期国债,被置换债券为同期限次新券——2017年第十期金融债(170210),招标量15亿元。此次被置换债券“17国开10”价格(全价)定为97.12元,对应到期收益率约为4.75%,略低于上一日中债估值。

招投标结果显示,170215中标价格为97.68元/百元面值,发行参考收益率为4.6720%,低于上一日二级市场成交利率约6BP,与“17国开10”置换价格的利差为8BP。

首单债券置换招标结果出炉

机构认为换券操作利在长远

在本轮债市调整过程中,10年期国债收益率上行显著,且国开行创新性地开展债券置换操作,具有示范意义,因而此次新、老券的定价均备受关注。

市场人士表示,此次国开行给170210定价接近市场水平;从新、老券利差来看,15日,银行间市场上170210与170215的利差为9BP,本次置换招标则为8BP,利差进一步收窄;从置换换投标倍数来看,15亿元的置换额度吸引了超过130亿元资金参与投标,投标倍数超过9倍,机构参与换券的热情较高。

有助提升老券活跃度

债券置换招标是指发行人向承销商(或投资人)招标发行置换债券,同时从承销商(或投资人)手中换回被置换债券的操作。通过债券置换,发行人给予投资人一个机会将他们手中持有的低流动性债券转换为发行规模更大、流动性更高的债券。研究人士称,债券置换招标本质上是赋予了债券双向的选择权,通过置换招标,发行人有对新老券重新定价的权利,修复价差,而投资人有赎回老券买新券的权利。

国开行首次债券置换操作选择了10年

人民币兑美元 汇率窄幅波动

16日亚欧交易时段,人民币与美元汇率波动均不大,前者受制于月中偏强购汇需求的影响,后者则因税改前景不明朗而承压。

16日,人民币兑美元中间价设于6.6286亿元,调低23基点。银行间外汇市场上,人民币兑美元即期汇率早盘走低,午后下探6.6390元,随后收窄跌幅,16:30收盘价报6.6327元,较前收盘价小跌29基点;夜盘交易时段,人民币波动有限,截至19:30报6.6318元。

16日亚欧盘,美元指数震荡小幅走高,反弹势头较弱。8日以来,因美国税改前景不甚明朗,美元指数出现一轮回调。不过,人民币兑美元并未同步走强,引起关注。

市场人士指出,月初人民币表现偏强,刺激企业购汇刚需释放,限制了人民币进一步表现。目前海外主要货币趋势不明,人民币走势也缺乏方向性,短期或保持区间震荡。虽然四季度季节性购汇需求较旺,但考虑到跨境资本流动基本平衡,市场预期分化,预计年内人民币不会再现大幅贬值。(张勤峰)