信用债：前方还有三道“坎”

□本报记者 张勤峰

年初以来，债券市场先抑后扬，一波反弹过后，一致悲观预期瓦解，多空分歧加大，但对信用债尤其是中低等级信用债，投资者仍普遍谨慎。从盘面上看，近期信用债反弹乏力，表现不及利率债。

不少分析人士认为，在金融业还原返本过程中，市场风险偏好下降，信用债需求力量弱化，综合考虑委外赎回压力、信用风险暴露、信用债到期量较大，中低等级信用利差风险仍是当前最需要警惕的点。

信用债表现偏弱

3月21日，债市未能延续上日涨势，转而呈现小幅震荡格局，10年期国开债、国债收益率均持稳。

经过2月底的连续上涨，本月债券市场仍维持相对强势，但涨势放缓、行情反复，盘面表现犹豫，多空分歧较大。一方面，1月下旬以来的反弹，无论是持续时间还是上涨幅度，均已超越本轮熊市中的前几次反弹，随着收益率继续回落，前期浓重的悲观情绪减弱，压抑已久的反弹欲望得到释放，一部分观点甚至认为市场趋势性拐点已出现；另一方面，也有不少观点认为，这一轮反弹与之前的几次熊市反弹没有本质区别，反弹过后，市场仍将回到原来运行轨道，未来需面临的潜在风险仍不少，收益率还有上行空间。眼下多空双方各执一词，盘局的打破仍有待基本面及政策面给出更明确信号。

值得注意的是，尽管市场参与者对后势分歧不小，但在信用债的看法上却有较高共识。即便债市已然上演一轮“小阳春”行情，信用债收益率也有所下行，但信用市场情绪俨然是冰冻三尺，谨慎依旧。

二级市场上，近期信用债收益率也整体走低，但券种及等级分化加重，中低等级债券收益率下行不明显。以5年期品种为例，3月20日，AAA等级中票、企业债收益率均为5.27%，较2017年末下行15BP，AA+等级较2017年末下行12BP，AA等级下行9BP。同期，5年期国债收益率则较2017年末下行了16BP。

两者在短端的差异更明显。年初以来，短期利率债因资金面持续宽松出现显著反弹，1年期、3年期国债收益率分别较2017年末下行了48BP和24BP。同期，1年期、3年期AA+等级短融中票收益率下行幅度分别为30BP、11BP；AA等级分别下行30BP、9BP。

国泰君安证券固收首席分析师覃汉表示，从历史经验来看，信用债的涨跌与资金面息息相关，但这一轮信用债收益率下行幅度却相对有限。

进一步看，年初以来，利率债一级市场持续稳定，发行利率大多低于二级市场水平，投标倍数较高，较早反映了债市投资需求的回暖。但信用债一级市场上，取消或推迟发行的情况仍屡见不鲜，发行主体资质下沉，取消或推迟发行多因为市场对其需求偏弱，而非高等级发行人主动调整融资方式。

面临三大风险

综合来看，目前市场对信用市场的担忧主要集中在以下三个方面：

一是信用债存在需求萎缩的风险。过去，在金融体系内部加杠杆的过程中，债券的配置力量被反复放大，而在成本和收益目标约束下，信用债和非标资产是主要投向，因此造就了过去几年经济增长放缓、信用风险暴露增多但信用利差仍持续压缩的奇特现象。当下，在金融防风险、去杠杆的大环境下，金融业开始“还原返本”，金融杠杆开始去化，银行资产负债表出现收缩，信用债投资可能上演过去几年的逆过程，即步入需求萎缩推动利差修复的阶段。目前金融监管正从政策制定出台转入执行落实阶段，对行业及市场的影响并未完全体现。中金公司分析师表示，未来资管新规等政策陆续落地对信用债需求的考验尚未到来。

金融去杠杆过程中，银行资金配置方向和风险偏好也在发生变化，同样会影响信用债的需求。中金公司分析师认为，银行重回“存款立行”时代，未来在优先支持信贷的基础上，可能更倾向于投资利率债和高等级信用债。

海通证券最新一期的债市一致预期调查结果也显示，对于最看好的信用债品种，选择高等级国企债的投资者占比超过七成，而对于民企债、低等级债、城投债都不太看好，表明投资者风险偏好仍低，安全性券种更受青睐。

另外，今年初保费增长放缓，二季度委外赎回风险则有所加大，也指向信用债需求力量趋弱。

二是性价比优势下降的风险。虽然信用债绝对收益率仍比利率债高出一截，但相对而言，目前信用债利差水平仍不高，除了部分高等级短期限品种利差回到历史均值或以上位置之外，长期限、中低等级债券信用利差大多仍低于历史三分之一分位数，利差保护不足，考虑资本占用、信用风险、税收等因素后并无太大吸引力。

进一步看，非标利率快速上行，从比价效应上对信用债构成考验。中金公司分析师表示，在去杠杆环境下，金融系统信用创造能力萎缩快于融资需求萎缩，尤以过去通过非标等渠道融资的主体遭遇的信用收缩最为明显，供求失衡格局下融资成本存上行压力，近期非标利率出现了快速上行，导致中低等级信用债性价比弱化，对信用债需求可能产生挤出效应。

三是个体信用风险暴露恐将增多。目前市场对信用风险的担忧存在一定普遍性，理由主要在于，信用创造收缩与风险偏好下降，导致弱资质主体资金可得性下降，而今年信用债到期量较大，面临资金接续的问题。

机构指出，一方面，2018年信用债市场本就存在一定的结构性风险，过去一年企业盈利改善并不具有普遍性，而且未能有效降低财务杠杆、不足以支撑债务偿还。但2018年信用债到期量继续增长，尤其是城投和房地产领域资金周转压力较大，面临一定再融资风险。另一方面，金融监管导致风险偏好下降，以及非标等融资渠道收缩，均会加大再融资风险。金融监管将促使“配置牛”过程逆转，金融体系创造的信用总量收缩，企业的资金可得性变差。尤其债券市场的风险偏好变动可能很快，一旦某企业出现负面信用事件，发债渠道可能会迅速关闭，导致资金链断裂。同时，市场整体风险偏好下降，即使需求总量不收缩，结构上低资质企业也更难获得资金。

利差扩大趋势难免

值得注意的是，近期信用债供给压力已开始释放，上周信用债净融资骤增并创阶段新高，但未来资管新规出台、各类政策进入实际操作阶段，带来的需求收缩的阵痛可能难免，民企违约事件多发，也持续抑制市场风险偏好，信用债市场供需矛盾可能进一步加重，市场对信用债维持谨慎看法在情理之中。分析人士认为，目前低等级债的利差风险可能是最值得防范的点。

中金公司研报指出，低资质品种后续面临各方面风险因素，近期只是阶段性平稳，资管新规等政策陆续落地对信用债需求的考验尚未到来，信用风险方面严监管和打破刚兑环境下，暴露可能也会更加市场化，市场风险偏好仍在趋于下降。评级间利差扩大的趋势难以避免。

华创证券报告指出，跟踪评级季降级即将来临，市场面临信用风险在上升，而上周信用债一级发行明显放量，后期供给压力和前期快速释放后的配置需求间矛盾加剧，依然建议谨慎操作，严防风险下短久期高收益依然是较好选择。

海通证券研报指出，年初以来信用债表现弱于利率债，信用利差小幅上行，展望后市，利差依然趋升，信用弱于利率仍将大概率持续，一是资管新规即将落地，监管影响或从情绪冲击转化为实际抛压；二是这轮调整以来，信用利差升幅有限，目前仍处于历史较低水平；三是投资者普遍更偏好利率债和转债。

■观点链接

兴业证券：融资难度有所增加

2016年四季度债市调整以来，信用债的取消和推迟发行始终维持在较高水平，从取消和推迟发行主体的资质看，2017年上半年前主要是以高等级发行人为主，主要是为了规避债券融资成本的上升，而选择了贷款或其他方式的融资。而此后中低等级发行人逐渐增多，这类主体本身能够贷款融资的能力就有限，取消和推迟发行也跟市场对其需求偏弱有关。取消和推迟发行主体的资质下沉，已经在反映企业融资难度上升，流动性压力加大。

中泰证券：违约情况未超预期

3月以来信用债市场经历了多次违约风波，从当前来看，整体违约主体并未超预期，大多集中在资质较差的民企上，但违约爆发的频率较高。2017年银行贷款及时补充了因债券等直接融资减少带来的缺口，缓解了发行主体的融资压力。但如果银行贷款无法继续及时补充，那么发行人的融资压力也将随之上升，资质较差且获贷能力有限的民营企业自然首当其冲。后续应该持续关注融资环境变化对民企主体带来的资金链压力。

招商证券：弱资质主体存融资压力

2月之所以会呈现出净融资骤增与取消发行并存的矛盾，根源在于二级配置需求的结构化特征。对低等级发行人而言，被迫以“市场波动”名义而取消融资计划。而该类发行人，资产负债率偏高，且债务多数由有息负债构成，制约再融资空间；现金流状况欠佳，加剧债务到期压力；未使用授信额度偏低，“外援”支撑不足。所以，融资条件尚未出现彻底逆转前，需关注取消发行持续性高位，对低等级发行人造成的再融资压力。（张勤峰 整理）

季末流动性预期有所改善

□本报记者 王姣

周三（3月21日），央行继续暂停公开市场操作，当日400亿元逆回购到期自然回笼，为连续第二日净回笼，但流动性仍延续均衡偏松状态，货币市场利率涨跌互现。

市场人士指出，进入3月，资金面延续了2月份的平稳走势，这主要受益于前期央行加大流动性投放力度，2月份超储率可能较1月份出现较明显回升，近期市场对流动性预期也有所改善。不过当前形势下，超储率较低的情况较难结束，在央行“削峰填谷”的安排下，季末资金面预计以紧平衡为主，不会出现大幅波动。

央行续停逆回购

周三早间，央行公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，临近月末财政支出可吸收央行逆回购到期等因素的影响，3月21日不开展公开市场操作。当日有400亿元逆回购到期，由此单日净回笼资金400亿元，为公开市场操作连续第二日净回笼。

连续净回笼不改资金面均衡格局。据交易员透露，昨日银行间质押式回购市场继续延续月内宽松、跨月偏紧的状态。开盘伊始，股份制大行陆续融出大量月内资金，月内资金需求迅速得到平抑；午盘回来，回购市场继续维持宽松态势，隔夜最低在2%成交。

昨日银存间质押式回购市场上，隔夜加权利率DR001持稳于2.54%，代表性的7天期加权利率下行约2BP至2.82%；跨季的14天加权利率上行约18BP，最新报4.08%；此外，21天加权利率持稳于4.98%。

进入3月下旬，市场资金面仍偏向宽松，这一表现略超预期，此前不少市场人士预期下旬流动性将边际收紧，但近日短期限资金利率整体稳中趋降，持续宽松过后，市场对流动性预期有所改善。

超储率上升或是关键

分析人士认为，3月以来流动性持续宽松，主要受益于前期央行加大流动性投放的举动，进一步看，2月份超储率可能较1月份出现较明显回升，流动性分层现象有所缓和。

中信证券固定收益首席分析师明明指出，经测算，2月份超储率出现小幅回升，从1月的0.89%上升到1.56%，高于2017年以来大多数时期。超储率的反弹意味着银行整体资金面水平在2月份出现了较为显著的放松，同时货币市场利率的下行也说明了流动性水平的改善。

明明认为，2月份超储率回升的主要因素在于定向降准和临时准备金动用安排（CRA）操作下，法定准备金规模下降及超额存款准备金规模的大幅抬升。不过明明同时指出，当前，商业银行库存现金规模仍然保持稳定，法定存款准备金规模增速大于0时，超储率较低的情况就较难结束。此外，新一年的监管和货币政策形势下，货币政策稳健中性和去杠杆持续仍将导致M2增速的下行，而股票市场的温和上涨也进一步削弱流动性环境。

短期而言，市场人士预计，在央行“削峰填谷”的安排下，季末资金面预计以紧平衡为主，不会出现大幅波动。

“在保持流动性合理稳定、中性适度的总体政策取向下，预计流动性不会持续偏松或偏紧。”广发证券表示，考虑到季末往往是多因素叠加影响流动性的时点，央行大概率会开展操作进行调控。就目前来看，央行对于跨季资金需求已有所安排，上周央行连续多日采用7天期和28天期逆回购的组合，一方面对冲了税期等因素的影响，一方面也适度增加了跨季资金的供给。

国债招标需求平稳

财政部21日招标发行的两期国债中标利率均低于中债估值水平，认购倍数超过2，市场整体需求尚可。分析人士指出，从近期债券一级市场招标情况看，市场配置需求有所回温，不过季末流动性仍存隐忧，机构情绪偏向谨慎，预计利率债收益率将延续震荡。

财政部此次续发行2018年记账式附息（三期）国债、2018年记账式附息（四期）国债，期限分别为1年、10年，竞争性招标面值总额均为200亿元。据市场人士透露，此次财政部1年期国债中标收益率3.2127%，边际收益率3.2746%，全场倍数2.26，边际倍数2.63；10年期国债中标收益率3.7054%，边际中标收益率3.7471%，全场倍数2.76，边际倍数2.30。

上述两期国债中标利率均低于中债估值，中债到期收益率数据显示，3月20日，1年、10年期国债到期收益率分别为3.3144%、3.7906%。从认购情况看，两期国债对应投标倍数分别为2.26、2.76，表明配置需求尚可。（张勤峰）

农发债需求较旺

3月21日，中国农业发展银行招标发行的三期固息债中标利率均低于二级市场估值水平，1年、7年期认购倍数分别超过4、3，10年期认购倍数则不足3，市场整体需求仍较旺盛。

农发行此次招标发行的三期债均为固息增发债，包括2018年第四期、2018年第一期、2017年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、50亿元、70亿元。据市场人士透露，此次农发行1年期固息增发债中标收益率3.9191%，全场倍数4.08，边际倍数4.58；7年期固息增发债中标收益率4.8230%，全场倍数3.5，边际倍数1.37；10年期固息增发债中标收益率4.8989%，全场倍数2.36，边际倍数1.19。

从定价水平看，上述三期农发债中标利率均低于中债估值。中债到期收益率数据显示，3月20日，1年、7年和10年期农发债到期收益率分别为4.1419%、4.9043%、4.9237%。从认购情况看，1年、7年期认购倍数分别超过4、3，10年期认购倍数不足3，表明短期资金面宽松的情形下，机构更倾向于配置短久期品种，对长端利率预期仍相对谨慎。（张勤峰）

债市：追涨不如蛰伏

□本报记者 张勤峰

3月21日，债券市场未能延续上日涨势，期债窄幅震荡，现券基本持稳。市场人士表示，短期内市场进入重要的时间窗口，内外不确定性均有所上升，此时追涨风险收益比不佳，不妨等待形势明朗再做选择。

分歧较大 重陷震荡

21日，国债期货市场涨势放缓，全天呈窄幅震荡走势。10年期主力合约T1806收报93.175元，涨0.03%；5年期主力合约TF1806收报96.660元，涨0.04%。

银行间市场上，现券涨跌互现，收益率波动不大，市场观望情绪升温。交投最为活跃的10年期国开债170215早盘围绕4.87%反复成交，午后交投重心略微提升，最高成交在4.875%，尾盘成交回落至4.87%，较上日尾盘上行1BP。新券180205交投日趋活跃，全天成交110笔，尾盘成交在4.805%，与上日尾盘相当。国债方面，10年期品种180004于午后成交多笔，全天最后一笔成交在3.765%，较上日下行2BP，170025尾盘成交在3.795%，下行1BP。

昨日，市场资金面宽松依旧，央行公开市场操作续停，无碍大行积极融出。据交易员反映，昨日早盘大行股份行纷纷融出月内到期资金，需求迅速得到满足，相比之下，跨月资金供需显紧张，市场对季末流动性形势仍存在担忧情绪。

虽然资金环境未见明显变化，但债市在单日大涨后重新陷入震荡，反映出市场对后市分歧依然较大。

追涨不如等待

与2月下旬债市接连上攻不同，3月以来，虽然市场仍保持了相当程度的强势，收益率曲线继续整体下移，但下行放缓、反复增多，市场参与者对后市看法明显分化。短期来看，虽然宽松的资金面，仍然有利于维系市场乐观情绪，但短期不确定性有所上升，行情发展存在一定变数。

首先，美联储议息后，人民银行如何应对存在不确定性。其次，临近季末，资金面能否维持宽松存在不确定性。再者，年初宽松的资金面，引起了对货币政策微调放松的猜测，货币政策取向是否有所变化，有待进一步确认。而接下来一段时间，人民银行如何应对美联储议息，以及如何应对季末流动性扰动，将为观察央行货币政策取向提供重要的窗口。

进一步看，资管新规或将落地，市场将重新进入对政策的敏感期。中金公司认为，资管新规等政策对金融行业及市场带来的影响将是深远且长远的，市场并未充分消化。

另外，3月以来，债券市场供给放量态势日趋明显，4月份随着地方债供给增多、信用债发行加快，债市需求承接力度面临真正考验。

总的来看，未来一段时间市场将进入重要的时间窗口，扰动因素可能增多，市场波动可能加大，在经过一轮反弹后，债市收益率已有不小幅度下行，此时追涨不如蛰伏，等待潜在资金面和供给压力释放后的机会。

分析人士表示，基本面在今年不再是明显的利空因素，融资需求在管好地方债务风险、国企去杠杆、抑制居民杠杆过快增长而萎缩，资金面已经出现积极变化，收益率处于历史较高水平，扰动带来的不是风险，而是新的配置和交易机会。

500亿国库现金定存26日招标

□本报记者 马爽

央行、财政部定于3月26日进行500亿元国库现金定存招标。

公告显示，为提高中央国库现金使用效益，加强财政政策与货币政策的协调配合，财政部、中国人民银行定于2018年3月26日上午9:00至9:30，通过中国人民银行中央国库现金管理商业银行定期存款业务系统进行2018年中央国库现金管理商业银行定期存款（三期）招投标。

本期操作量为500亿元，期限3个月（91天），起息日为2018年3月26日，到期日为2018年6月25日（遇节假日顺延），面向中央国库现金管理商业银行定期存款业务参与银行进行利率招标。

Wind数据显示，2018年以来，财政部、中国人民银行已开展了2000亿元国库现金定存，包括1月15日的800亿元和2月7日的1200亿元，均为3个月期，中标利率分别为4.7%、4.5%；此外，1月15日和2月23日分别有800亿元、1200亿元国库现金定存到期。

人民币对美元汇率小幅波动

□本报记者 马爽

周三（3月21日），人民币对美元汇率波动较小，其中在岸即期汇价小幅收跌十余点，离岸即期汇价偏强震荡。

市场人士指出，随着美联储3月议息会议这一“重头戏”落幕，美联储后续加息次数和节奏成为市场关注焦点，欧央行货币政策动向也值得重点关注，考虑到欧美央行货币政策预期，美元指数年内上行空间仍然有限，人民币对美元汇率预计仍将持稳运行。

人民币波动较小

在隔夜美元指数大涨的背景下，3月21日，人民币对美元中间价大幅下调150个基点，报6.3396，创3月9日以来最低。

不过即期市场上，在、离岸人民币对美元汇率仍持稳运行，离岸即期汇率甚至有所走强。从盘面上看，昨日在岸人民币对美元即期汇率开盘报6.3350，早盘快速升破6.33关口，随后主要围绕6.33一线窄幅震荡，16:30收盘价报6.3315，较上一交易日微跌14个基点；香港市场方面，离岸人民币对美元即期汇率小幅高开于6.3336，开盘后一路震荡上行，盘中突破6.33关口并上探至6.3262，截至北京时间21日16:30报6.3284，上涨53基点，境内外价差倒挂32基点。

市场人士指出，昨日人民币对美元中间价大跌主要因隔夜美元指数大涨，人民币对美元即期汇率持稳运行，则受到美元指数盘中偏弱震荡的影响。

21日亚洲交易时段，美元指数震荡走低，盘中逼近90.1，跌幅一度超过0.3%。而此前一日（20日），受益于欧元大跌等因素，美元指数大涨0.56%，报90.4276，升至近三周高位。

仍将持稳运行

市场人士指出，近期人民币对美元汇率运行平稳，预计后续仍将随美元指数走势双向波动，同时在经济基本面的支撑下保持较好的“定力”。

“如果大多数美联储决策官员在‘点阵图’中预计今年总共升息四次，那么美元将极大概率上涨。”中信证券明明团队点评称，由于美元可能存在上行风险，人民币存在下行的可能。

徽商期货同时表示，对交易员来说，当前最大的要点在于是否会上调点阵图预期，这对于美元的命运来说至关重要；当然，鲍威尔的讲话同样至关重要。假如美联储再亮“鹰爪”，美元有望实现重大突破。

兴业期货则认为，在国际贸易战风险上升、通胀没有显著提升的背景下，点阵图显示四次以上加息的可能性较小，因此加息落地后，美元将由强转弱。

但对人民币而言，来自国内基本面的支撑仍较为坚实。美国东部时间3月20日，作为全球三大国际评级机构中唯一的欧资评级机构惠誉（Fitch Ratings）将中国的评级确认为“A+”，展望稳定。惠誉表示，中国评级受到外部资金强劲和增长稳定、低通胀的支撑。

“随着汇率预期的分化，人民币汇率呈现双向窄幅区间波动。”招商宏观指出，近期人民币即期汇率成交量回升，中国跨境资本流动形势总体稳定。值得注意的是，近期港元贬值至历史低位，这主要是利差走阔带来的套息交易引起，而非资本外流。

■评级追踪

临港控股评级上调至AA+

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，决定将天津临港投资控股有限公司（简称“临港控股”）的主体长期信用等级由AA上调至AA+，评级展望维持稳定，将“14临港控股债/PR临港控”的债项信用等级由AA上调至AA+。

中诚信表示，此次级别调整主要考虑以下因素：临港经济区与天津港保税区两区合并成为新天津港保税区，形成优势互补、协同发展态势，未来发展潜力较大，合并后新天津港保税区财政实力较原临港经济区大幅提升；天津港保税区管理委员会对公司支持力度较大，计划对公司逐步注资，公司资本实力将会进一步夯实。中诚信也关注到，公司在建项目投资规模较大，未来面临较大资金压力，公司治理及业务经营处于过渡期，期间费用控制能力有待提高及公司债务规模较高等因素对公司未来经营和整体信用水平的影响。（张勤峰）