

安心持券过年 二月风险不大

投资要点：

- **结论和投资建议：**银行间市场上依然宽裕的资金面和较小的供给压力仍将支持信用债收益率维持在低位，投资者可安心持券过年，配置型机构应理性要求信用债收益率的安全边际，3 年期 AAA 中票品种底限在 3.75% 左右，5 年期 AAA 中票品种底限在 4.3% 左右。交易所市场上年初信用债比例高的基金已经可以最大化享有价差收益和票息收益，不建议继续提高信用债比例，在享受票息收益的同时建议关注公司债供给、利率风险、股市等影响因素的变化；而年初信用债比例低的债券基金相对被动，买入信用债获取价差收益的空间已经很小，或可阶段性的关注长久期信用债和高收益城投债的交易机会。
- **原因及逻辑：**一、供给将是影响未来信用债市场的重要因素，不过因为春节原因，2 月份供给压力还不大，预计信用债净供给不超过 700 亿；二、资金面在春节前后还将保持宽裕，近期回购利率大幅上升的情况只是短期现象，央票到期量巨大、外汇占款增长快都是支持资金面的因素，而 1 月份信贷调控效果显现也将减小后续政策调控压力；三、3 月份压力可能开始显现，包括供给释放、央票利率可能继续上行、央票发行量加大等因素将逐步逆转银行间信用利差下降的趋势；四、交易所市场上投资者在没有看到股市好转、转债好转、新股申购好转乃至影响这些指标的因素如货币政策紧缩预期改善、信贷调控放松之前，卖出信用债也难以找到更好的投资品种，因而风险不大。年前即使股市短期反弹，但如果后市预期依然看淡，信用债面临的风险是可控的，正如 09 年下半年股市下跌信用债同样跌是因为预期相反。而且目前利率产品的收益率下降并不会吸引债券基金过多的注意力，毕竟利率产品收益率绝对水平不高，下降空间不大，信用债的票息仍更有吸引力。
- **与大众有别的认识：**加息预期下，企业发债的时点选择可能提前。以往企业年初获取信贷较为容易，因而上半年发债动力较小，特别是企业债品种有明显的上半年发行量少下半年发行量大的特点。而今年由于一季度信贷调控力度高于预期，市场对政策紧缩的预期上升，企业对加息预期也比较担忧，因而随着近期信用债市场的收益率下降，企业发债动力将逐步增强，很多企业更愿意在上半年发债，而且是长债，这从今年电网、铁道等央企选择在年初就开始发债已经得到体现。经历 2 月份企业从信贷紧缩到准备发债的时滞和筹备后，3 月份信用债发行量有可能会井喷。

分析师

李蓉

lirong@swsresearch.com

屈庆

quqing@swsresearch.com

张睿

zhangrui@swsresearch.com

苏晓科

suxk@swsresearch.com

研究助理

唐玲娟

tanglj@swsresearch.com

联系人

唐玲娟

(8621)63295888-279

tanglj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

目 录

1. 二月信用债主要观点：	2
2. 国内信用债供给分析	2
2.1 一月份信用品种发行情况回顾	2
2.2 二月份信用品种供给预期	3
2.3 一月份国内信用产品业绩回顾	4
3. 本月信用品种投资策略	4
3.1 短期融资券：收益率暂维持低位	4
3.2 中期票据：理性配置，供给未来会上升	6
3.3 交易所信用债：最好买点已过，安心持券过年	7
信息披露	11

1. 二月信用债主要观点：

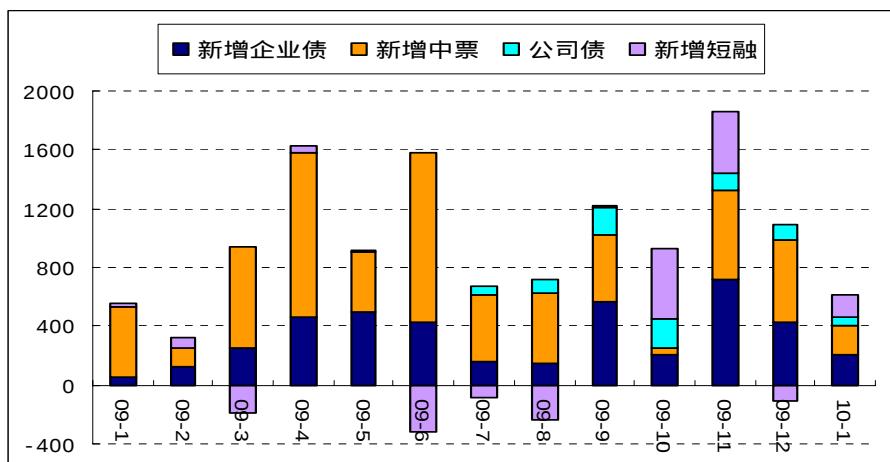
银行间市场上依然宽裕的资金面和较小的供给压力仍将支持信用债收益率维持在低位，投资者可安心持券过年，配置型机构应理性要求信用债收益率的安全边际，3年期AAA品种底限在3.75%左右，5年期AAA品种底限在4.3%左右。交易所市场上年初信用债比例高的基金已经可以最大化享有价差收益和票息收益，不建议继续提高信用债比例，在享受票息收益的同时建议关注公司债供给、利率风险、股市等影响因素的变化；而年初信用债比例低的债券基金相对被动，买入信用债获取价差收益的空间已经很小，或可阶段性的关注长久期信用债和高收益城投债的交易机会。

2. 国内信用债供给分析

2.1 一月份信用品种发行情况回顾

1月份发行各类信用债约845亿，其中短融331亿，中期票据194亿，企业债264亿，公司债66.5亿，净增量仅611.5亿，信用债市场整体呈现供给小而需求旺盛的局面。

图1：1月份信用债供给小而需求大（亿）



资料来源：申万研究

由于银行间信用债二级市场收益率快速下降，而一级市场发行利率受下限的制约，导致一、二级市场利差快速扩大，一级市场发行利率不能反映市场化的定价。因而交易商协会第三次调整发行利率的下限，但调整幅度相对温和，没有完全与二级市场接轨。

图 2：1 月份交易商协会下调银行间信用债发行利率下限

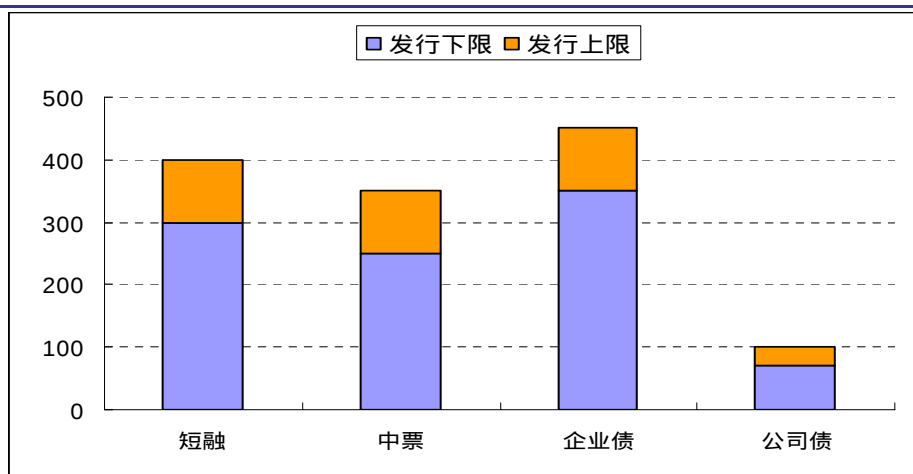
评级	1年期短融			3年期中票			5年期中票		
	09-11-13	10-1-27	变化 (bp)	09-11-13	10-1-27	变化 (bp)	09-11-13	10-1-27	变化 (bp)
AAA+	2.77%	2.73%	-4	3.97%	3.90%	-7	4.61%	4.55%	-6
AAA	2.91%	2.84%	-7	4.18%	4.08%	-10	4.79%	4.69%	-10
AA+	3.14%	3.03%	-11	4.63%	4.45%	-18	5.36%	5.15%	-21
AA	3.49%	3.31%	-18	5.05%	4.83%	-22	5.78%	5.52%	-26

资料来源：申万研究

2.2 二月份信用品种供给预期

供给将是影响未来信用债市场的重要因素，不过因为春节原因，2 月份供给压力还不大。首先，尽管月初能看到电网、中航科工等较大规模的企业债计划集中发行，但主要是为了在春节前提前发出，历史上看春节前一周发债的量都很小，剔除本周的发行量，其余信用债发行估计就要等到年后一周了；其次，2 月份到期的短融有 334 亿，因而净供给压力也不会很大。我们预计 2 月份信用债总发行量约 1000 亿，净供给不超过 700 亿，总的来说供给压力较 1 月份不会明显增加。

图 3：2 月份信用债供给预测（亿）



资料来源：申万研究

需要关注的是加息预期下，企业发债的时点选择可能提前。以往企业年初获取信贷较为容易，因而上半年发债动力较小，特别是企业债品种有明显的上半年发行量少下半年发行量大的特点。而今年由于一季度信贷调控严厉程度高于预期，市场对政策紧缩的预期上升，企业对加息预期也比较担忧，因而随着近期信用债市场的收益率下降，企业发债动力将逐步增强，很多企业更愿意在上半年发债，而且是长债，这从今年电网、铁道等央企选择在年初就开始发债已经得到体现。经历 2 月份企业从信贷紧缩到准备发债的时滞和筹备后，3 月份信用债发行量有可能会井喷。

公司债和城投债发行压力相对较小。近期可以看到之前过会的公司债已经陆续在发行，城投债年后供给也可能陆续释放，不过就目前的发行预案和监管层对城投债的谨慎态度来看，这部分压力还不会骤然变大。

图 4：已经过会的公司债预案（亿）

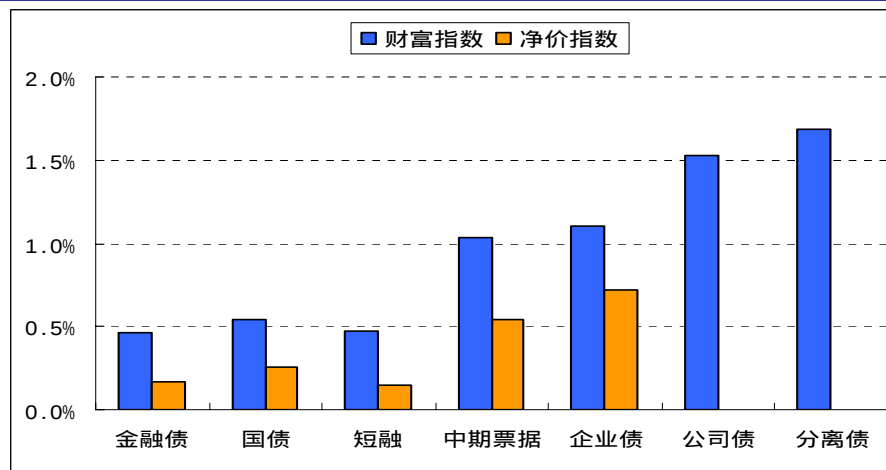
代码	名称	发行数量(亿元)	期限(年)	方案进度
600337.SH	美克股份	5	5-8	证监会批准
600300.SH	维维股份	7	8	证监会批准
600317.SH	营口港	12	0-10	证监会批准
600884.SH	杉杉股份	6	7	证监会批准
601005.SH	重庆钢铁	20	0-10	证监会批准
600449.SH	赛马实业	6	5	证监会批准
600063.SH	皖维高新	7	8	证监会批准

资料来源：申万研究

2.3 一月份国内信用产品业绩回顾

从持有期收益最大化的角度来看，1 月份无疑高票息+长久期是最好的投资策略。1 月份信用债表现好于利率产品，交易所信用债表现好于银行间信用债，分离债表现整体好于公司债。

图 5：1 月份中长期+高票息策略表现最好



资料来源：申万研究

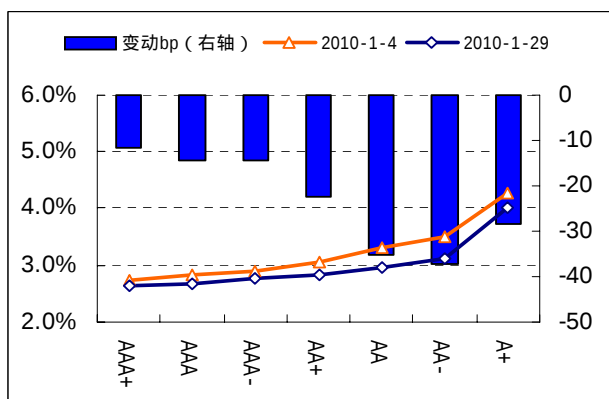
3. 本月信用品种投资策略

3.1 短期融资券：收益率暂维持低位

银行需求推动 1 月份短融收益率下行。由于 09 年底压制的配置需求释放，同时大量短期品种到期而新增供给较少，导致年初商业银行对短融的配置需求

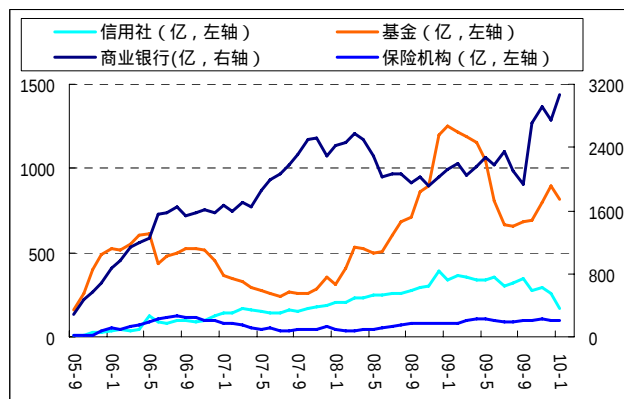
非常旺盛,1月份大行和城商行均大量净买入该品种。尽管1年期央票发行利率再度上行,政策紧缩预期显现,但并没有改变资金面宽裕的状况。短融二级市场收益率不升反降,一、二级市场利差大幅上升。受此影响,交易商协会将短融发行利率下限下调了4-18bp。

图6:1月份1Y短融收益率大幅下行(%)



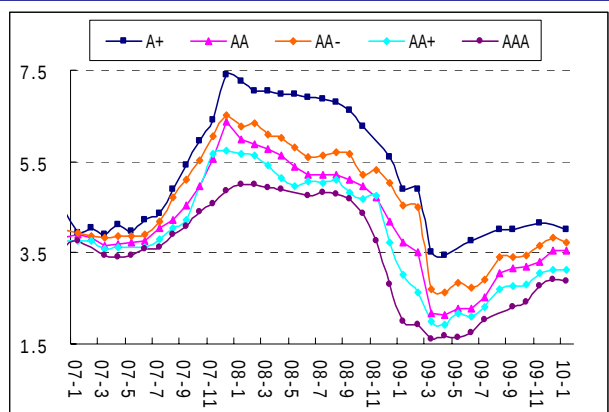
资料来源：申万研究

图7:1月份银行大量净买入短融

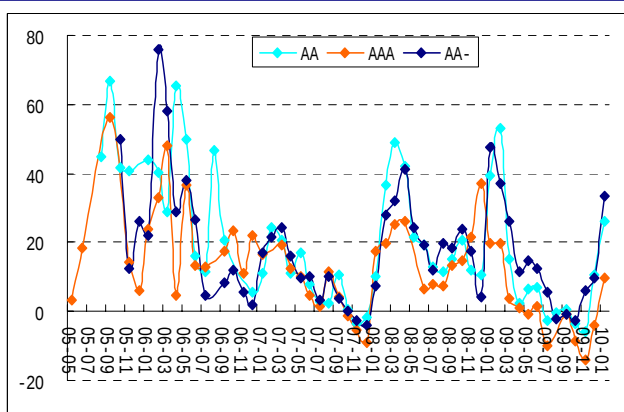


资料来源：申万研究

图8:1月份1Y短融平均发行利率有所回落(%) 图9:平均一、二级市场利差大幅扩大(bp)



资料来源：申万研究



资料来源：申万研究

2月份资金面宽裕的情况暂难扭转(详细分析参见2月份利率市场月报),年前两周和年后一周资金面发生大的变化的可能性均小,投资者可安心持券过年,但要关注几个因素的变化,可能影响到3月份的市场:

(1)央票发行利率持平只是短期现象。未来两周央票到期量分别为2660亿元和3480亿元,回笼压力仍大,且近期外汇占款增速较快,节后几周1年期央票发行利率仍有可能继续上升,只有调整到位,公开市场操作才能回笼到量。不过我们倾向于认为1月份信贷调控效果显现后,央票发行利率上升的空间倒不大,主要目的是一级向二级靠拢以提高回笼量,收益率水平不太可能超过2.25%。但即便如此,AAA短融2.6%的收益率防御价值已经不高了。而且央票发行量上来之后,机构对短期品种的投资压力将有所减轻,短融的相对优势将进一步减弱。

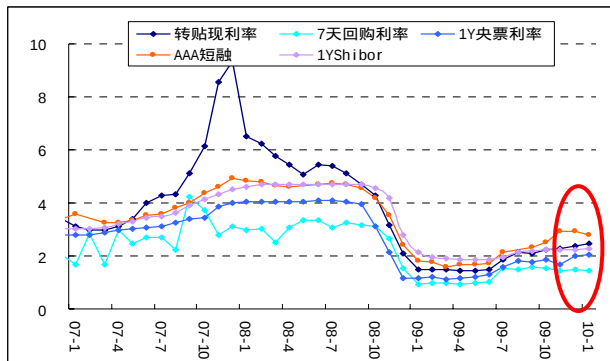
(2) 转贴现利率上行较快,对短融亦将有一定压力。1月末票据转贴现利率大幅上行,主要原因是信贷严厉调控下,银行大幅压缩票据融资规模,尤其是部分信贷发放较多的银行,对票据转贴的需求下降。从这个角度来说,转贴利率和短融收益率并不具有完全的可比性,因为前者占用信贷额度而后者不占用信贷额度,信贷调控挤压出的资金有可能会有一部分流向短期信用品种。但不管怎么说,短融相对其它短期品种的优势正逐步消除,而且票据融资可压缩的空间已经很小了。

(3) 我们前期多次强调的短融的利差已经回到历史平均水平(AAA品种50bp)。由于央票收益率仍有上行压力,即使短融收益率不动,利差也会继续收窄,所以利差是否继续有下降空间并不重要。交易商协会下调发行利率下限后,短融二级市场收益率已经很难有继续下行的空间。

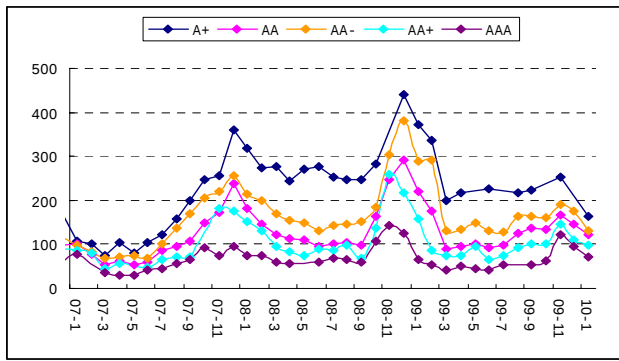
(4) 我们对全年短融的发行量有些修正,发行量存在扩大的可能。过去几年,短融的市场量一直保持比较温和的增长,大企业发中票受净资产40%的限制,但发短融则不受该限制,因此不排除今年短融供给增多的可能。

总体而言,我们认为2月份依然宽裕的资金面和较小的供给压力仍将支持短融收益率保持在低位,投资者可安心持券过年,但同时也应警惕其他短期品种收益率修复后形成的负面影响,3月份短融收益率风险上行风险渐大。

图 10 :央票、转贴利率上行抑制短融利率下行(%) 图 11 : 1Y 短融与央票利差难再下降(bp)



资料来源：申万研究



资料来源：申万研究

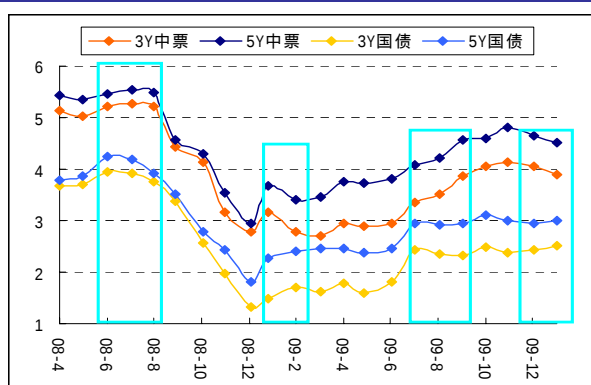
3.2 中期票据：理性配置，供给未来会上升

1月份中票收益率与国债收益率同样出现背离,前者大幅下行而后者小幅上行,导致利差快速收窄。尽管长期来看AAA中票和国债收益率走势应该一致,但在利差过高或过低的时候,两者单月出现背离完全是可能的。

如前所述,2月份中期票据供给压力并不大,而保险和银行的配置压力很大,因而资金面和需求应该还能支持3-5年中票的收益率,持券过年同样风险较小。月初以来我们看到首都机场公司债的认购倍数达39倍,已足以显现当前配置需求之大。

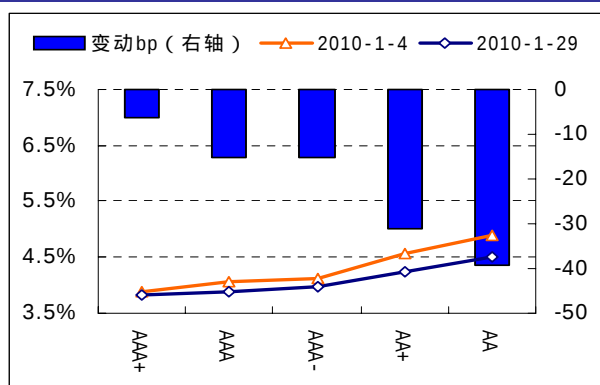
今年配置机构的难点可能在于等待成本太高,即使未来收益率可能逐步上行也不太可能选择等待。因为 AAA 品种收益率单季度只要不上升 50-60bp,等待就是无意义的,而且年初供给下降使得投资者开始担心供给不足的问题。不过这种情况之下我们认为投资者仍应理性寻找配置收益率的安全边际,一是利差水平不能偏离中性水平太远,二是绝对收益率至少应能在存款利率基础上覆盖未来几年的加息预期。从这个角度来看,我们继续维持 3 年中票收益率在 3.75%, 5 年中票收益率在 4.3% 以上的判断。供给不用过于担心,3 月份中票供给有可能大幅增加,一方面春节因素压制的供给会释放,另一方面债市收益率下降,而企业对加息的担忧却越来越甚,也会主动把发债时点提前。

图 12: 中期票据与国债收益率 1 月份背离(%)



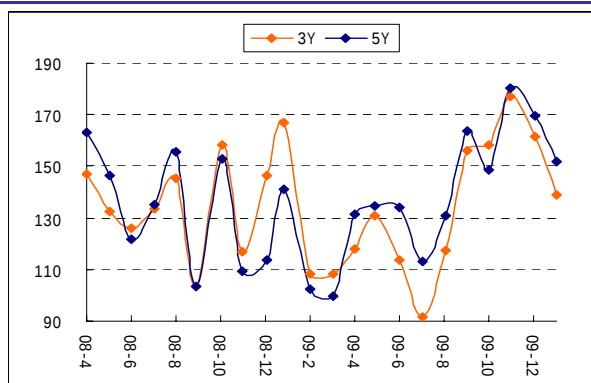
资料来源: 申万研究

图 13: 1 月份中票收益率大幅下降 (3Y 期品种)



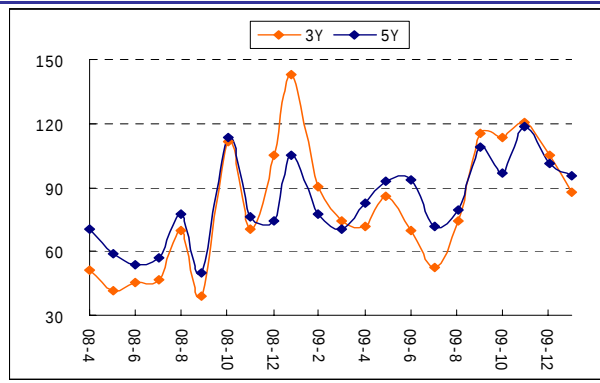
资料来源: 申万研究

图 14: 中期票据与国债利差持续缩小(bp)



资料来源: 申万研究

图 15: 中票与金融债利差持续缩小 (bp)



资料来源: 申万研究

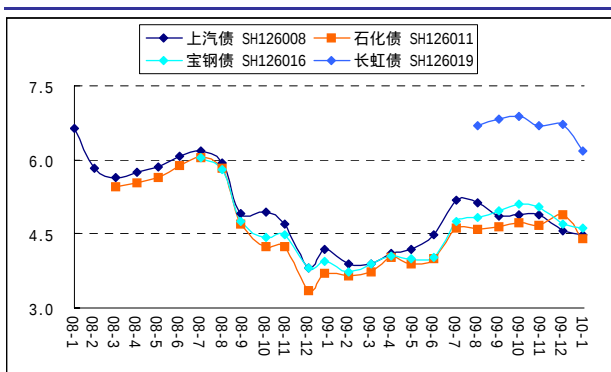
3.3 交易所信用债: 最好买点已过, 安心持券过年

1 月份所有有利于交易所信用债的因素几乎全部兑现。包括年金规模增长快, 股市下跌、新股申购收益下降、转债供给扩容预期打击二级市场、供给压力小等诸多因素吸引了刚性需求和弹性需求进入交易所市场。在全市场一致看好信用债的情况下, 信用债收益率下降幅度巨大, 幅度普遍达到 50bp 以上。

其中分离债表现抢眼，涨幅较大。这与09年初公司债为首的上漲截然不同，当时分离债不受青睐的主要原因就是票息低，对基金来说净值贡献小。而近期分离债收益率大幅下降，我们认为主要有以下几点原因：(1) 收益率确实体现配置价值；(2) 流动性好于其他高收益品种，投资群体比较广泛，部分品种保险可以配置；(3) 经过2、3年的发展，分离债当前的剩余期限多数已经在5年以内；(4) 公司资质相对较好。

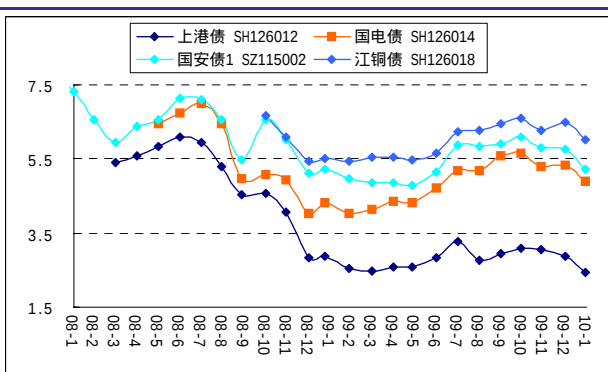
分离债持券过年意义不大，看重价差收益，而利差难现08年3季度的低点。正是由于分离债票息低，假期因素对其票息收入影响有限，持有这类品种更看重的是流动性和价差收益。我们认为当前的市场环境和08年3季度还是有所差别的，无论是刚性需求（债基规模）还是弹性需求（股市下跌）都不太可能推动分离债利差下滑到当时的低点，当然还要考虑到下滑收益，总体而言多数品种收益率继续下降的空间预计不超过40bp，投资者唯一可以搏取的就是久期的杠杆作用，另一点则是流动性。

图16：1月份有担保分离债收益率下降(%)



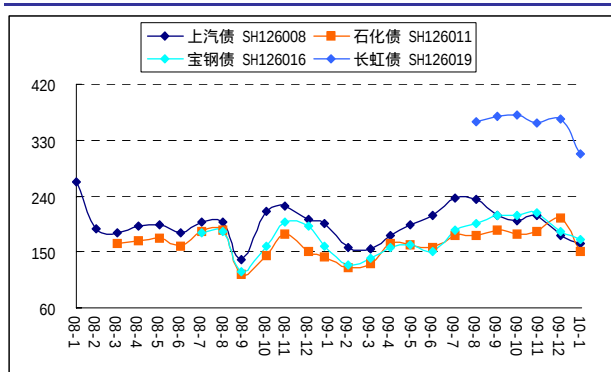
资料来源：申万研究

图17：1月份无担保分离债收益率下降(%)



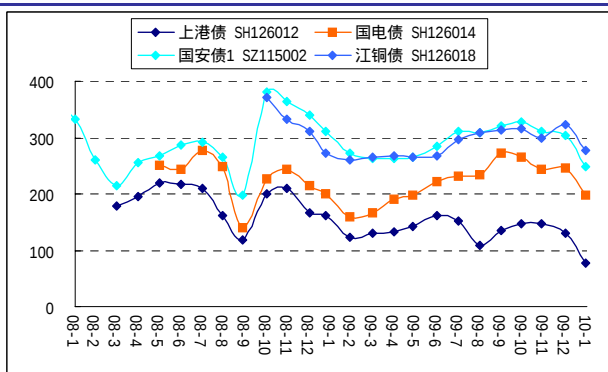
资料来源：申万研究

图18：1月份有担保分离债与国债利差下降(bp)



资料来源：申万研究

图19：1月份无担保分离债与国债利差下降(bp)



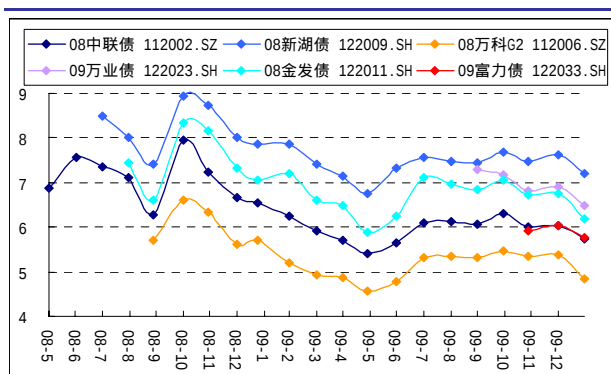
资料来源：申万研究

公司债持券过年，注重票息收益。很多公司债个券的收益率已经开始接近08年9月份时的低点，这意味着其与国债的利差已经接近或达到历史新低。

我们强调过，这次上涨无论与 08 年 9 月还是 09 年 5 月（供需）都有些差别，不排除收益率能低于 09 年 5 月份的可能，但利差很难低于 08 年 9 月份，1 年的下滑收益仅能带来 10-30bp 的利差下降空间。一些老券收益率继续下降的空间也明显下降。

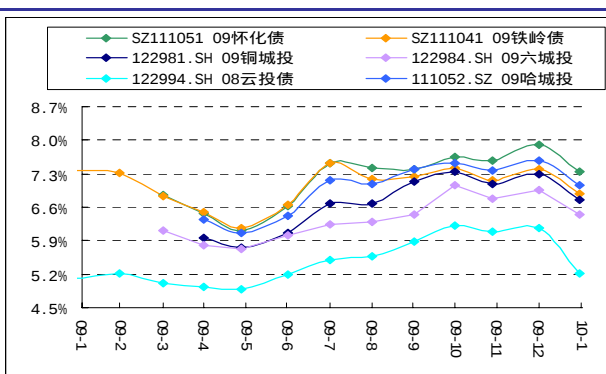
城投债可能存在一些投机性的机会，并不是投资者对城投债的风险有所改观，而是投资者风险偏好的差异化。实际上近期监管层对城投债发行审批条件非常谨慎，以应收账款质押的发行方式也面临约束；而银监会、保监会均于前期下发的文件中提示到地方融资平台的信贷风险或城投债风险。当前的交易型机会主要是因为城投债收益率远高于一般公司债，而上半年高收益债供给较少也使得风险偏好度较好的资金对高收益城投债的稀缺性有一定预期。我们认为这只是阶段性的交易机会，建议投资者应尽量选取流动性好、资质相对较好的高收益品种，既可以博取一些价差收益，也防御流动性出问题的风险。

图 20：1 月份无担保公司债收益率下降(%)



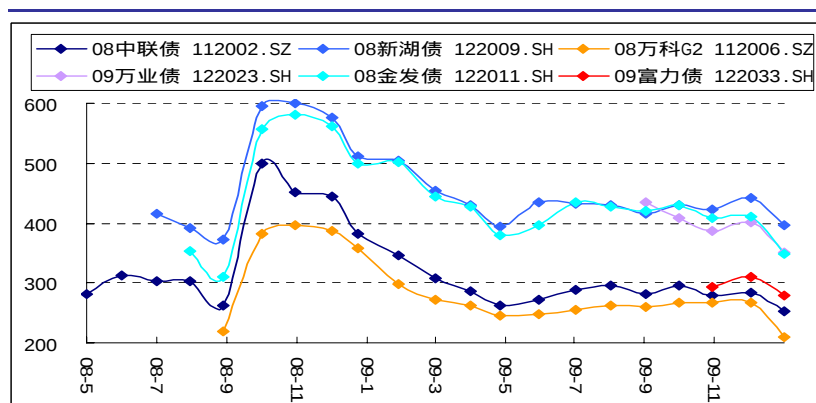
资料来源：申万研究

图 21：1 月份城投债收益率大幅下降



资料来源：申万研究

图 22：1 月份无担保公司债利差下降(%)



资料来源：申万研究

总体而言,我们认为 2 月份投资者可安心持券过年,但不可否认信用债最好的买点已过。未来关注的问题在于各项利好因素是否会发生反转,反转的程度有多高,高仓位投资者是否应该卖出,而低仓位投资者是否还能买入。

我们倾向于高仓位的债券基金投资者仍可安心持券过年,毕竟在没有看到股市好转、转债好转、新股申购好转乃至影响这些指标的因素如货币政策紧缩预期改善、信贷调控放松之前,卖出信用债也难以找到更好的投资品种。年前即使股市短期反弹,但如果市场对后市依然看淡,信用债面临的风险是可控的,正如 09 年下半年股市下跌信用债同样跌是因为预期相反。而且目前利率产品的收益率下降并不会吸引债券基金过多的注意力,毕竟利率产品收益率绝对水平不高,下降空间不大,信用债的票息仍更有吸引力。

不过不可否认,信用债最好的买点已经过去,收益率下降幅度越大,信用债的风险保护就越小,而且避险资金积累的流动性风险也在加大,未来需要密切关注供给的变化。年初信用债比例高的基金已经可以最大化享有价差收益和票息收益,不建议继续提高信用债比例,在获取票息收益的同时建议关注公司债供给、利率风险、股市等影响因素的变化;而年初信用债比例低的债券基金相对被动,买入信用债获取价差收益的空间已经很小,或可阶段性的关注中长久期信用债和高收益城投债的交易机会。

信息披露

分析师承诺

李蓉：固定收益。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

屈庆：固定收益。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

张睿：固定收益。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

苏晓科：固定收益。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告系根据服务协议应个别客户委托特别制作。本公司委派胜任专业人员承担委托任务并指定专人审核，尽力适当考虑个别客户的投资目标、财务状况或需要。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本公司仍然建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。