

2018年9月24日

信用周度觀點（2018-9-24）

## 摘要：

**一級市場：認購情緒不足，如何能托起新債發行？**9月以來，信用一級總有些“心余力絀”。其中，不僅存在資金面邊際上收緊，補充半年報財務數據的掣肘，同時我們此前報告中多次提及的需求端不足，成為抑制淨融資回升的關鍵。一方面，中標結果趨於平靜，優質個券認購倍數不再“驚人”；再者，取消發行短暫減少後的反彈，彰顯發行人的顧慮；最後，募集不滿的信用債繼續存在。

**二級市場：城投債沒有想象中表現好，地產債配置需求分化。**

**1) 低等級城投債成交放量，信用利差亦主動壓縮？**一方面，成交明顯下滑的上周，城投債整體成交量亦保持在較低水平。不過，低等級城投債占總成交比例反而推升至8月底的高點，超過30%。另一方面，中債城投債信用利差普遍主動壓縮，低等級長久期表現更為強勁。中短票信用利差反而在本周出現調整，交易情緒表面上遠不及城投債。

不過，成交稀少的环境中，中債信用利差失真的概率極大。我們進一步對比活躍個券信用利差表現不難發現，活躍城投債信用利差雖有壓縮，但幅度並未如中債信用利差般強勁，同時，於AA及AA-等級而言，收益率下行多集中在1年期以內個券，中長端成交寥寥無幾。

**2) 其次，房企債成交回暖，但蘊含的分化加劇。**

我們在此前的報告中提示，房企債的配置需求明顯好轉，上周該趨勢仍在延續，主動配置的個券中，房企債僅次於採掘品種。這是否意味著房企債需求的全面回暖？事實上，我們通過對比主動配置和被拋售的個券特征來看，房企債或僅局限於嘗試性建倉階段，龍頭房企的高等級短久期品種仍是首先。

總體上，信用市場一級與二級不同程度的映射出配置需求的弱化，前者認購不佳，後者換手率銳減。而現券交易萎靡的當下，却衍生出兩大現象，1) 城投債信用利差看似強勁的背後，實則為失真的結果，“真實”需求偏弱，2) 房企債回暖持續，但局促在高等級短久期之內，可以理解為龍頭房企個券的收益率糾偏，而對於杠桿水平偏高，負債結構不佳的房企，對應個券的流動性壓力仍需防范。

信用策略上，1) 謹慎看待中債信用利差的变化，城投債尚未出現回暖跡象，低等級個券的交投多受到一級融資的支撐，並非全局性回暖，建議在AA+等級內繼續探尋優質個券，久期不宜過分拉長；2) 考慮到9月地方債發行，央行平穩資金面勢在必行，產業債向高等級中短久期傾斜的配置策略依舊建議；3) 房企債處於“多事之秋”，切勿因短期內的回暖而忽視風險，如若預售制度取消，房企現金流承压或超預期。

**風險提示：監管政策超预期**

李豫澤

86-21-68407902

[liyuze@cmschina.com.cn](mailto:liyuze@cmschina.com.cn)

S1090518080001

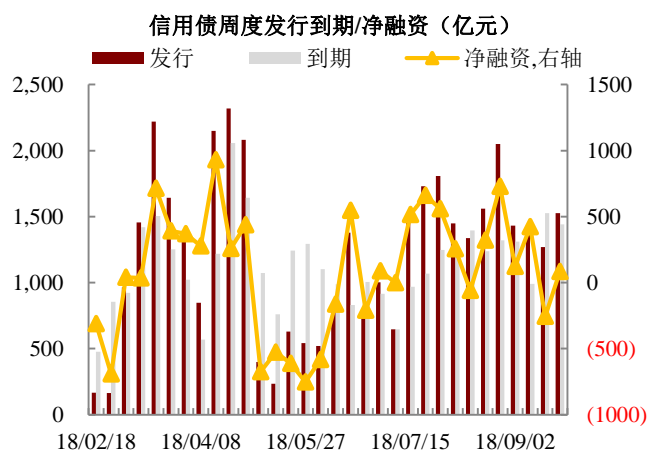
## 信用周度观点

信用事件暫歇，交投情緒略微低迷。信用市場接二連三爆出事件後，上周雖回歸平靜，但籠罩在誠惶誠恐情緒中，現券交易並未因此好轉（加之假期因素的臨近，非銀參與市場力度更為不足）。回顧過往，每當市場成交低迷之時，中債信用利差與活躍個券表現均會出現不小的背離，前者失真的窘狀導致無法描繪市場原貌，上周是否也出現相同的狀況？成交主力的布局策略會否發生變化？

### 一、認購情緒不足，如何能托起新債發行？

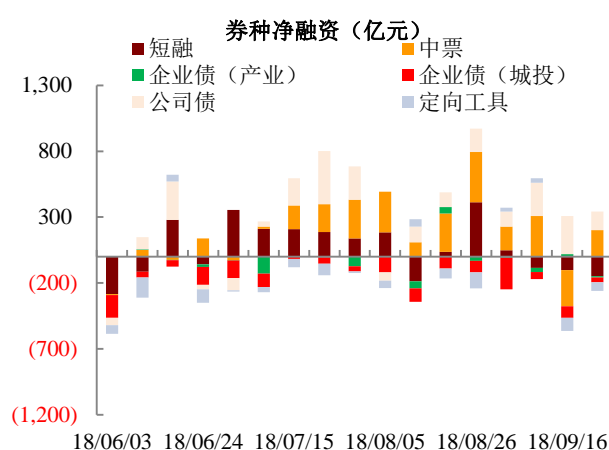
9月以來，信用一級總有些“心余力絀”。無論是間接融資還是直接融資，監管層面呵護企業融資措施屢屢出台。“寬信用”手段祭出至今，信用債供給確實在8月下旬再創小高峰，但隨後的持續銳減卻與政策意圖相悖。其中，不僅存在資金面邊際上收緊，補充半年報財務數據的掣肘，同時我們此前報告中多次提及的需求端不足，成為壓制淨融資回升的關鍵，從以下幾個方面進一步闡述：

圖 1：發行量改善，到期僅微降



資料來源：Wind，招商證券

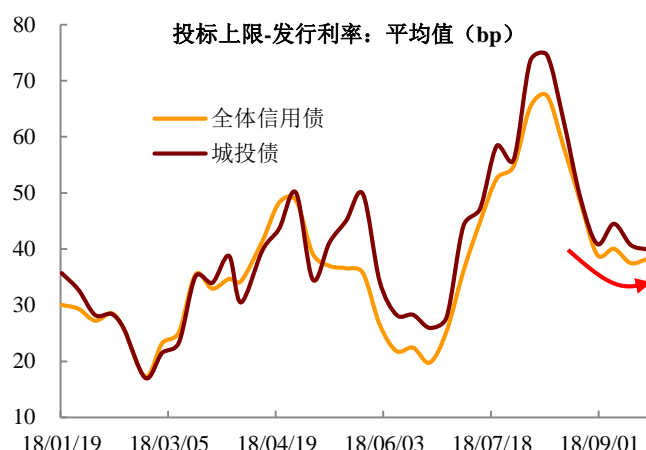
圖 2：中票及公司債淨融資為正



資料來源：Wind，招商證券

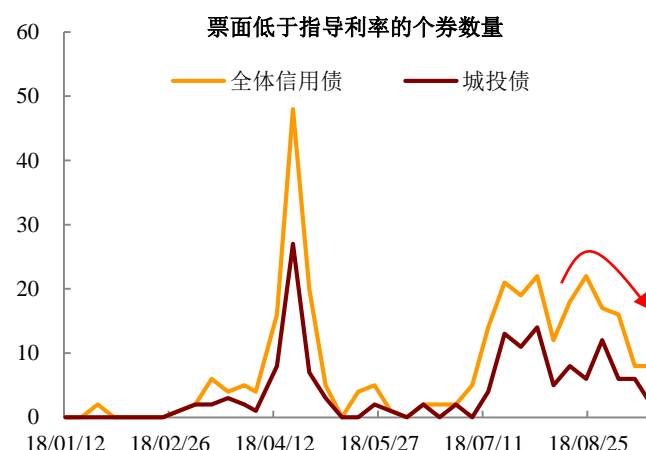
第一，中標結果趨於平靜，優質個券認購倍數不再“驚人”。其一按照投標上限與最終發行利率差值來看，本周呈現企穩之勢，但券種間較為分化，城投債發行票面與上限較為接近；其二，低於指導利率的城投債仍在減少。除此之外，部分優質個券的認購倍數也多在3倍以下，此前近乎“瘋狂”的搶券行情逐漸消失。

图 3: 投标上限与发行利率差距出现企稳



资料来源: Wind, 招商证券

图 4: 城投债发行票面低于指导利率的个券数量继续减少



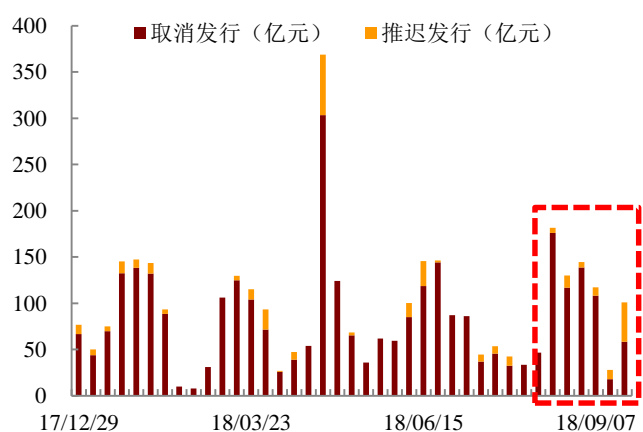
资料来源: Wind, 招商证券

**第二，取消发行短暂减少后的反弹，彰显发行人的顾虑。**相较于认购结果的企稳，择期融资的规模再次陡增至百亿，取消融资计划原因几乎都落在担心“近期市场波动较大”。不否认的是，尽管面临跨季和跨月的及地方债供给井喷的叠加，资金面边际上的波动确实在加大，同时利率市场跌幅的“传染”作用，信用市场发行成本遭受联动亦在所难免。不过，相较融资诉求的强劲，供给端的边际波动实则有限。所以主动选择取消或者推迟的信用债本质来源于需求层面的弱化，这也与认购结果的“冷静”相互呼应。

**第三，募集不满的信用债继续存在。**与认购结果的趋弱几乎一致，募集不满的信用债逐渐增加。一方面可能源于地方债供给的井喷，制约商业银行表内信用债配置的情况越发明显，进而拖累市场消化新债能力；另一方面，资金波动压制拆借后投标。

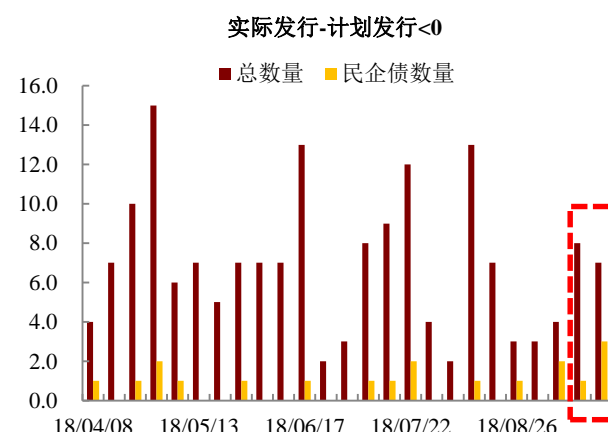
总体上，认购结果偏离的趋弱、择期融资的担忧和“流标”个券的存在，均表明强势的配置情绪已经难以在信用一级体现。所以，这是否意味着信用二级的交易情绪同样积弱？事实上，就交易结构来看，仍有不少主动配置的力量存在。

图 5: 取消及推迟发行量再次增加



资料来源: Wind, 招商证券

图 6: “流标”个券数量维持在高位



资料来源: Wind, 招商证券

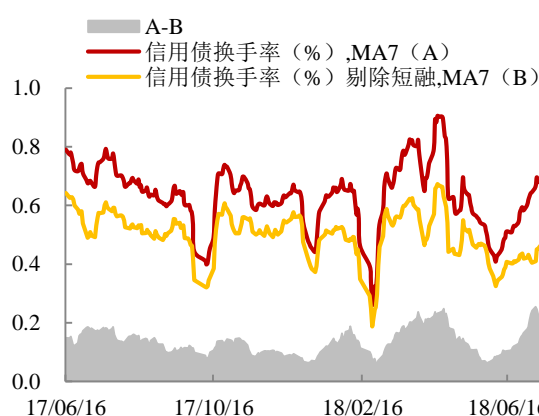
## 二、城投债没有想象中表现好，地产债配置需求分化

换手率锐减环境中的两个现象。现券成交低迷折射在锐减的换手率，这也和信用一级的认购力度趋弱交互印证。不过，在此环境中却滋生出两个较为有趣的现象：

首先，低等级城投债成交放量，信用利差还主动压缩？

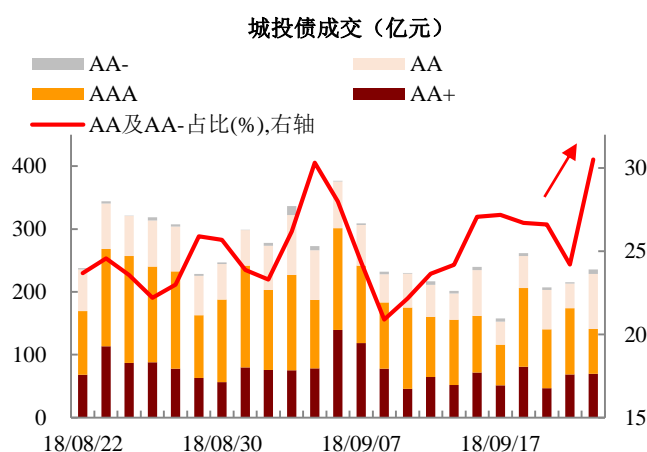
一方面，成交明显下滑的上周，城投债整体成交量亦保持在较低水平。不过，低等级城投债占总成交比例反而推升至8月底的高点，超过30%。

图 7：信用债成交低迷，换手率锐减



资料来源：Wind，招商证券

图 8：AA 及 AA-等级城投债成交占比提升



资料来源：Wind，招商证券  
数据说明：成交量覆盖银行间与交易所

另一方面，中债城投债信用利差普遍主动压缩，低等级长久期表现更为强劲。中短票信用利差反而在本周出现调整，交易情绪表面上远不及城投债。

不过，成交稀少的环境中，中债信用利差失真的概率极大。我们进一步对比活跃个券信用利差表现不难发现，活跃城投债信用利差虽有压缩，但幅度并未如中债信用利差般强势，同时，于AA及AA-等级而言，收益率下行多集中在1年期以内个券，中长端成交寥寥无几。再者，对比产业债信用利差变化，短端表现明显好于城投品种，3-5年期个券收益率下行幅度亦偏大。因此，城投债配置需求并未如中债信用利差所表现般强势，产业债“真实”信用利差压缩幅度亦多于城投债。

图 9：活跃个券信用利差与中债信用利差的背离

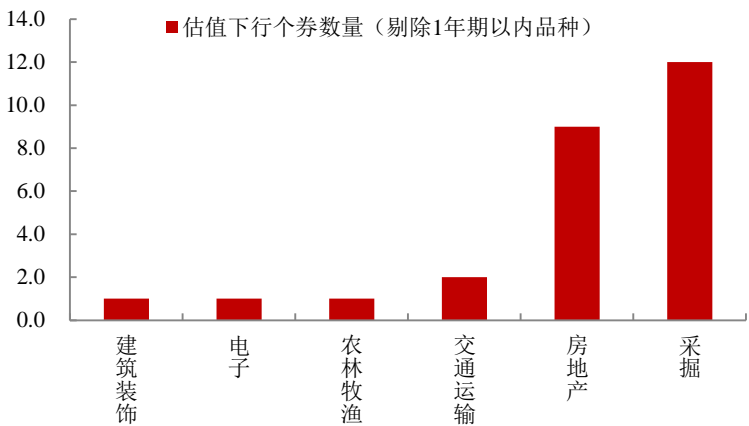
信用利差 (bp)	券种	等级	1 年以内	1-3 年	3-5 年	5-7 年	7-10 年
活跃个券	产业债	AAA	-7.05	0.28	5.09		
		AA+	2.40	-1.21	-3.61		
		AA	-8.41	-7.67	-3.62		
		AA-	-9.00	-3.47	1.07		
	城投债	AAA	-3.36	1.17	-0.03	-0.81	-1.90
		AA+	-3.83	2.18	0.82	-1.30	
		AA	-3.86	-4.94	-1.06	-0.64	-3.95
		AA-		3.35		-1.42	
中债	中短票	AAA	1.98	-4.79	-4.41	-5.32	-8.21
		AA+	1.98	-1.79	-0.41	-5.32	-8.21
		AA	1.98	-3.79	-0.41		-6.33
		AA-	4.98	1.21	1.59		
	城投债	AAA	-5.67	-6.50	-6.42	-7.33	-10.20
		AA+	-6.67	-3.50	-7.42	-7.33	-10.20
		AA	-8.67	-4.50	-7.42	-7.33	-10.20
		AA-	-3.67	-6.50	-5.42	-7.33	-10.20

资料来源：wind，招商证券  
数据说明：活跃个券空格代表筛选条件下并无成交

其次，房企债成交回暖，但蕴含的分化加剧。

我们在此前的报告中提示，房企债的配置需求明显好转，上周该趋势仍在延续，主动配置（期间收益率下行>5bp）的个券中，房企债仅次于采掘品种。这是否意味着房企债需求的全面回暖？事实上，我们通过对比主动配置和被抛售（期间收益率上行超 5bp）的个券特征来看，房企债或仅局限于尝试性建仓的阶段。

图 10：主动配置的个券中，地产债明显回暖



资料来源：招商证券  
数据说明：样本为收益率下行超 5bp 个券，包括 1 年期品种，下同。

其一，高等级短久期房企债，依旧是市场交易首选。我们在此前的报告中，对房企债信



用资质有过测算，伴随景气度周期项目结算的推进，房企信用资质确实有所改善，尤其体现在龙头行业（详见《信用风险行业比较（II）：逻辑、框架与测度——行业配置策略之一\_20180913》）。所以，从本周收益率下行幅度较大的个券分布来看，向万达、万科和华夏幸福等个券。

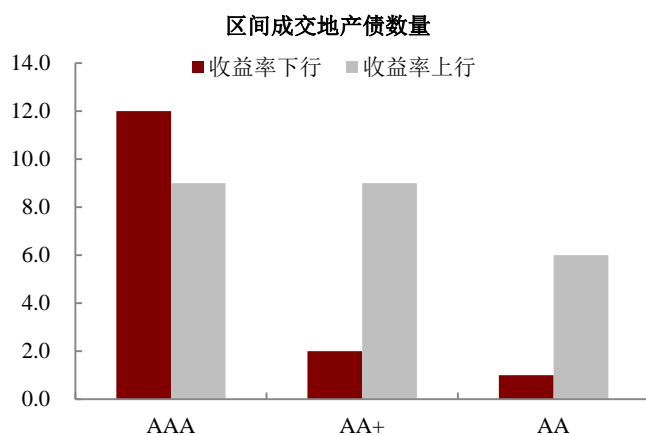
其二，被回避的个券等级不仅偏低，剩余期限亦偏长。事实上，伴随涨价周期中的项目结算进入尾声，2019 年盈利增速及现金流状况或将承压；同时，融资约束压力仍强，对中小型房企而言，再融资压力的逐步显现，难以避免财务费用造成的“侵蚀效应”。

总体上来看，房企债短期回暖可以理解市场对此前过度调整的龙头房企个券的纠偏，对于弱资质中长久期品种的回避态度并未改变。与此同时，上周市场流传广东省正在研究取消商品房预售制度，这对房企现金流的冲击无疑加大，加之杠杆与投资回报的过度背离，房企债回暖言之尚早。

综上所述，信用市场一级与二级不同程度的映射出配置需求的弱化，前者认购不佳，后者换手率锐减。而现券交易萎靡的当下，却衍生出两大现象，1）城投债信用利差看似强劲的背后，实则为失真的结果，“真实”需求偏弱，2）房企债回暖持续，但局促在高等级短久期之内，可以理解为龙头房企个券的收益率纠偏，而对于杠杆水平偏高，负债结构不佳的房企，对应个券的流动性压力仍需防范。

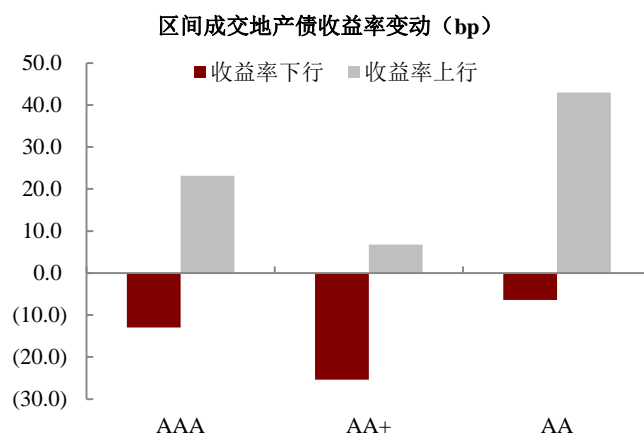
信用策略上，1）谨慎看待中债信用利差的变化，城投债尚未出现回暖迹象，低等级个券的交投多受到一级融资的支撑，并非全局性回暖，建议在 AA+等级内继续探寻优质个券，久期不宜过分拉长；2）考虑到 9 月地方债发行，央行平稳资金面势在必行，产业债向高等级中短久期倾斜的配置策略依旧建议；3）房企债处于“多事之秋”，切勿因短期内的回暖而忽视风险，如若预售制度取消，房企现金流承压或超预期。

图 11: 主动配置和遭抛售的地产债等级及数量分布



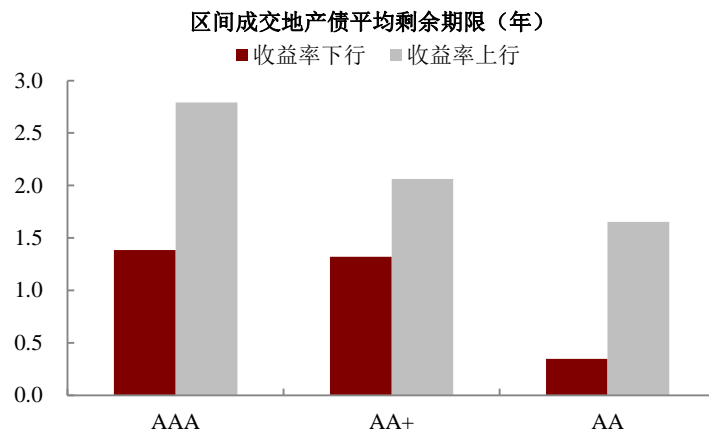
资料来源: Wind, 招商证券

图 12: 区间成交地产债收益率变动情况



资料来源: Wind, 招商证券

图 13: 区间成交地产债平均剩余期限



资料来源：招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李豫泽：**同济大学产业经济学硕士，2017 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。曾为新财富、水晶球、金牛奖固收团队成员。

## 招商證券債券信用評分符號和定義

等級符號	定義
投資檔	A3 償債主體還債務的能力極強，基本不受不利經濟環境的影響，信用風險極低
	A2 償債主體償還債務的能力很強，受不利經濟環境的影響較小，信用風險很低
	A1 償債主體償還債務的能力較強，較易受不利經濟環境的影響，信用風險較低
投機檔	B3 償債主體償還債務的能力一般，受不利經濟環境影響較大，信用風險一般
	B2 償債主體償還債務的能力較弱，受不利經濟環境影響很大，有較高信用風險
	B1 償債主體償還債務的能力較大地依賴於良好的經濟環境，信用風險很高
	C3 償債主體償還債務的能力極度依賴於良好的經濟環境，信用風險極高
	C2 償債主體在破產或重組時可獲得保護較小，基本不能保證償還債務
	C1 償債主體不能償還債務

注：債項符號含義與主體符號含義一致

## 重要聲明

本報告由招商證券股份有限公司（以下簡稱“本公司”）編制。本公司具有中國證監會許可的證券投資諮詢業務資格。本報告基於合法取得的信息，但本公司對這些信息的準確性和完整性不作任何保證。本報告所包含的分析基於各種假設，不同假設可能導致分析結果出現重大不同。報告中的內容和意見僅供參考，並不構成對所述證券買賣的出價，在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見並不構成對任何人的投資建議。除法律或規則規定必須承擔的責任外，本公司及其僱員不對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失負任何責任。本公司或關聯機構可能會持有報告中所提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。客戶應當考慮到本公司可能存在可能影響本報告客觀性的利益衝突。

本報告版權歸本公司所有。本公司保留所有權利。未經本公司事先書面許可，任何機構和個人均不得以任何形式翻版、複製、引用或轉載，否則，本公司將保留隨時追究其法律責任的權利。