

2020.05.28

鸣金收兵：从久期回归票息

——专题研究

	刘毅(分析师)	覃汉(分析师)
	021-38676207	010-83939808
	Liuyi013898@gtjas.com	qinhan@gtjas.com
证书编号	S0880514080001	S0880514060011

本报告导读：

利率快速下行阶段一去不复还，对应信用策略将从久期切换为票息。

摘要：

疫情之下，拉长久期高等级是信用最优策略。新冠疫情发生以来，债券市场行情的演绎与历史上牛市上半场行情非常相似，均是流动性边际转松收益率快速下行，信用债各类利差反而小幅走阔，此时信用债长久期高等级持有期收益率最高。我们以武汉封城为起点计算各品种至今的持有期收益率，信用债当中表现最好的为5年AAA品种，近四个月以来持有期收益率为3.18%，表现甚至好于10年国债，主要原因在于一方面收益率下行较多，另一方面票息相对较高。

展望后市，信用策略重心将从久期转向票息。主要理由有三点：

(1) 一是利率方向发生变化，通过资本利得获利空间大幅压缩。一方面新冠疫情作为本轮行情的主线逻辑，正在逐步弱化，另一方面，货币政策边际宽松的必要性在降低，虽然短期也不至于显著收紧，但利率下行最快的时间已经过去，未来利率大概率进入震荡走势，中期甚至不排除转熊风险，拉长久期性价比明显下降。

(2) 高等级品种套息空间极度逼仄，几乎没有任何配置价值。年初以来，理财收益率几乎处于横盘震荡，并未伴随着市场利率出现显著下行，主要原因在于负债端竞争压力仍大、净值化转型道阻且长，与此同时收益率的大幅下行增加了债券投资的资本利得，为理财收益率居高不下提供了收益支撑。在这个大背景下，高等级信用债与理财收益率倒挂程度创下历史新高，已经毫无配置价值可言。

(3) 宽信用逐步成为政策重心，信用挖掘行情将再度开启。4月份以来，宽信用政策集中出台，“允许宏观杠杆率有阶段性的上升”、“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”等提法都说明当下宽信用为政策重心，叠加实体内部现金流的恢复，低评级信用基本面将显著改善。在高等级品种久期和票息优势都逐步丧失之后，新一轮信用挖掘行情有望开启。

债券研究团队

覃汉(分析师)

电话：010-59312713

邮箱：Qinhan@gtjas.com

证书编号：S0880514060011

刘毅(分析师)

电话：021-38676207

邮箱：Liuyi013898@gtjas.com

证书编号：S0880514080001

王佳雯(分析师)

电话：021-38676715

邮箱：wangjiawen@gtjas.com

证书编号：S0880117080024

范卓宇(研究助理)

电话：021-38031651

邮箱：fanzhuoyu@gtjas.com

证书编号：S0880118090142

潘琦(研究助理)

电话：010-83939787

邮箱：panqi022293@gtjas.com

证书编号：S0880120020011

苏锦河(研究助理)

电话：0755-23976213

邮箱：sujinhe@gtjas.com

证书编号：S0880120040034

相关报告

城投企业的股东之谜

2020.05.27

增量利空不断，为何风险资产不跌反涨

2020.05.22

“交易所短融”落地，有何影响？

2020.05.22

本轮债市“反身性”下跌该如何破局

2020.05.19

山东城投企业知多少

2020.05.18

1. 疫情之下，拉长久期是信用最优策略

信用策略按照久期长短和评级高低的组合大致可以分为四类。熊市利率上行且外部融资收紧，应采用短久期高等级；牛市上半场利率绝对水平较高且收益率下行，但信用风险仍高，应采用长久期高等级；牛市下半场融资回暖但利率绝对水平回落，应采用短久期低评级策略。而长久期低评级策略由于同时暴露了利率风险、信用风险和流动性风险，一般来说并不常见，从一级市场长久期低评级债券发行占比很低也可以看出来。

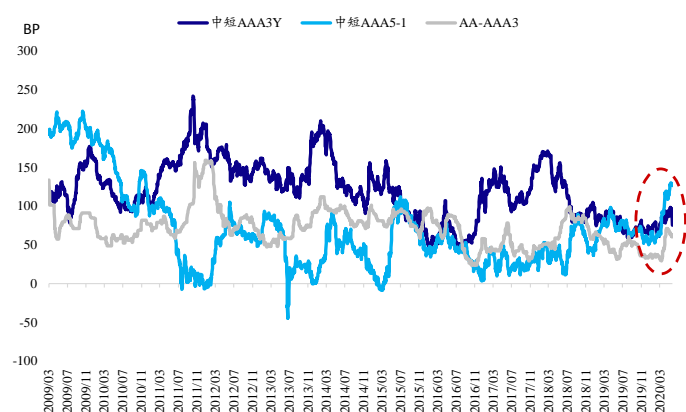
新冠疫情发生以来，债券市场行情的演绎与历史上典型的牛市上半场非常相似，从以下几点特征可以验证：

(1) 资金利率出现了中枢性下行。年前 R001 利率中枢约在 2.2% 附近，年后快速下行至 1.5% 左右，伴随着央行 4 月初调降 IOER，资金利率快速下行至 1% 以下。

(2) 收益率水平快速回落。从武汉封城的时点开始计算，10 年期国债及国开债到最低点的下行幅度均接近 50bp，算得上一轮小牛市的下行幅度。

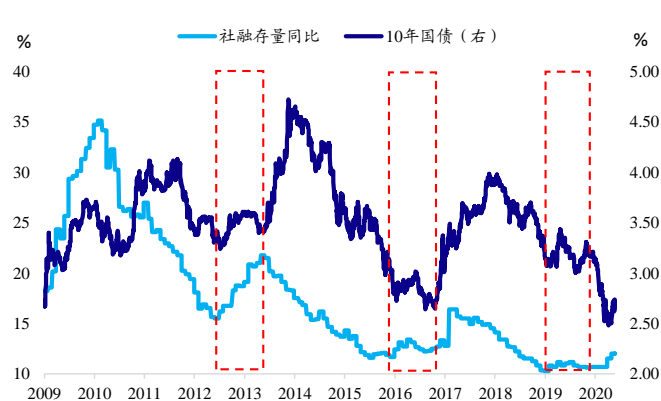
(3) 信用债信用利差、期限利差、评级利差同时走阔。三种利差同时的背后是流动性好的品种涨的更快，因此利率债好于信用债、短久期好于长久期、高等级好于低评级。

图 1：期限利差、评级利差、信用利差近期同时走阔



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：社融企稳之后债券市场往往陷入震荡



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

综合以上三点，对比历史走势不难发现，当前的市场与历史上牛市上半场的特征更为相似，背后的逻辑在于央行宽信用的第一步在于宽货币，这一阶段资金从央行流入银行，债券配置需求趋势性增加，此时资金利率和债券收益率同时快速下行，但是流动性更好的品种下行幅度更大，因此导致各类利差快速走阔，我们在之前的报告《信用利差、期限利差、评级利差为何同时走阔》中曾经讨论过这个问题。但是一旦开始进入牛

市下半场的宽信用阶段，银行配债的资金将被分流进入实体，此时利率便会陷入震荡行情，16年和19年的行情就是典型代表。

流动性边际宽松的行情中，信用债中长久期高等级持有期收益率最高。我们从武汉封城的时间为起始点，计算截至最新各品种的持有期收益率，不难发现利率债当中表现最好的是10年国开，持有期收益率为4.13%，其次是5年的国开和国债。而信用债当中表现最好的为5年AAA品种，近四个月以来持有期收益率为3.18%，表现甚至好于10年国债，主要原因在于一方面收益率下行较多，另一方面票息整体上高于利率债。整体上，拉长久期买高等级是开年至今持有期收益率最高的信用策略。

图 3：利率债中 10 年持有期收益率最高，信用当中 5 年 AAA 收益率最高

类型	券种	评级	收益率(%)		收益率 变动 (bp)	持有期 收益率(%)
			现值 (5/26)	上期 (1/23)		
利率债	国债1年	-	1.53	2.18	▼ -65	1.38
	国债5年	-	2.23	2.79	▼ -56	3.50
	国债10年	-	2.74	2.99	▼ -25	3.02
	国开1年	-	1.66	2.39	▼ -74	1.54
	国开5年	-	2.58	3.16	▼ -59	3.70
	国开10年	-	3.04	3.41	▼ -37	4.13
	非国开1年	-	1.66	2.41	▼ -75	1.56
	非国开5年	-	2.75	3.23	▼ -49	3.27
	非国开10年	-	3.27	3.55	▼ -27	3.38
	短融1年	AAA	1.92	3.03	▼ -112	2.13
信用债	短融1年	AA+	2.08	3.13	▼ -106	2.10
	短融1年	AA	2.46	3.24	▼ -79	1.87
	短融1年	AA-	4.69	5.30	▼ -62	2.38
	中票3年	AAA	2.64	3.35	▼ -71	3.10
	中票3年	AA+	2.82	3.47	▼ -65	2.97
	中票3年	AA	3.24	3.70	▼ -46	2.52
	中票3年	AA-	5.43	5.75	▼ -32	2.81
	中票5年	AAA	3.19	3.63	▼ -45	3.18
	中票5年	AA+	3.55	3.88	▼ -34	2.78
	中票5年	AA	3.93	4.26	▼ -34	2.91
	中票5年	AA-	6.11	6.31	▼ -21	3.02

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

疫情打破行情节奏，使得最优策略从 19 年的信用下沉切换为拉长久期。如果没有疫情的出现，2020 年的利率走势大概率依然是以区间震荡为主，对应的信用策略大概率是 2019 年信用下沉的延续，只不过在经过 19 年的行情之后，信用挖掘的空间在缩小。疫情出现之后，相当于再度开启一轮小牛市周期，这使得信用策略从 19 年的短久期低评级切换至长久期高等级，下沉评级在过去 5 个月的时间里性价比出现了明显下降。那么往后看，信用策略会继续延续当前的策略还是会重新切换是当下信用债投资的关键问题。

2. 展望后市，信用策略重心将会重回票息

站在当前时间点上，我们认为未来信用策略将重新发生变化，拉长久期

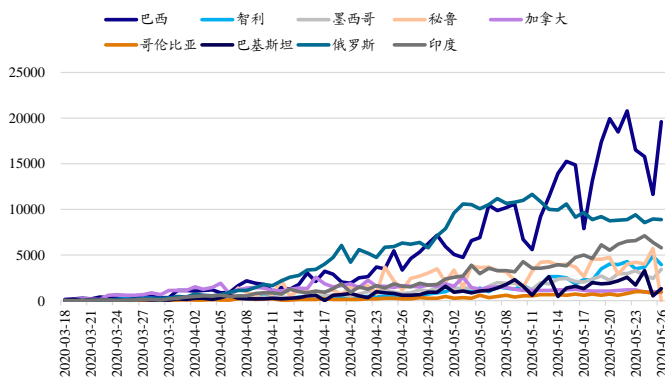
的性价比将明显下降，票息策略、信用挖掘的行情将会重新展开，主要基于以下三点理由：

（1）一是利率方向发生变化，资本利得获利空间大幅压缩。

一方面，债市上涨的主线逻辑——“新冠疫情”持续弱化。从当前全球疫情的发展来看，我国疫情基本上已经得到控制，主流欧美国家疫情已经走过高峰，虽然印度、巴西等国家新增确诊人数仍然处于加速期，但疫情整体上超预期的可能性已经很低，可以预计到入夏之后全球疫情将会进一步缓和。从这点上行来说，债市年后快速上涨的主逻辑已经遭到破坏。

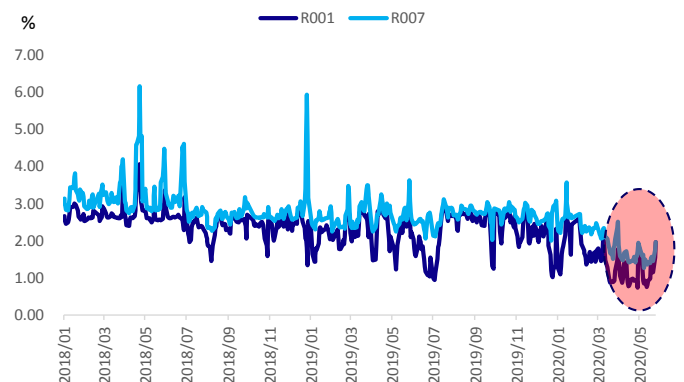
另一方面，货币政策边际宽松的必要性在降低。（1）疫情高峰过后，经济已经开始逐步进入恢复期；（2）多次降准降息叠加下调 IOER 之后，资金利率已经趋势性下行，当前更重要的是打通资金到实体的传导，并非进一步宽松；（3）过度宽松的一些弊端正在开始显现，部分热点一线城市房价重新进入上涨通道，金融市场资金空转的现象再度死灰复燃；（4）中美关系未来仍有进一步恶化的可能，货币政策需要给未来的不确定性留够充足的子弹。

图 4：巴西、印度等国家疫情仍在加速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5：资金利率从快速下行进入横盘震荡



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

虽然货币政策暂时也看不到收紧的迹象，但不可否认利率快速下行的阶段已经过去。虽然目前更为宽松的必要性不高，但考虑到经济恢复依然具有不确定性，积极的财政政策依然需要低利率环境的支持，目前收紧货币政策似乎可能性也不高。因此未来货币政策取向更有可能是处于“区间震荡”，利率短期走势可能也会陷入震荡，中期甚至不排除伴随着经济的回暖出现利率上行的风险。但无论未来如何，基本上可以确定的是，10 年国债很难再突破年内 2.48% 的低点，利率快速下行的阶段已经一去不复返，这就意味着债券投资整体的收益率来源将从资本利得转换为票息。

（2）高等级品种套息空间极度逼仄，已经几乎没有任何配置价值

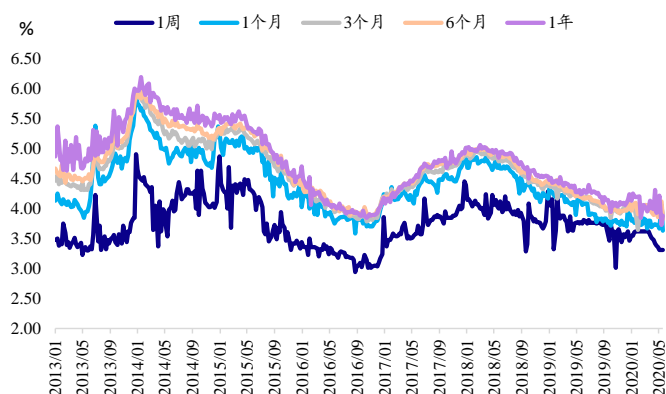
年初以来，理财收益率几乎没有伴随收益率的下行回落。4 月份以来短

端利率出现大幅度下行，7天理财收益率随之出现了显著回落。但是除此之外，其余期限理财产品预期收益率下行并不明显，尤其是3个月的理财产品收益率开年以来始终维持在4%左右，整体上负债端收益率下行极其缓慢。

理财收益率的缓慢下行一方面是一些存在已久的沉痾积弊所致，包括经济下行压力之下对老产品压降要求的放松、产品净值化转型速度依然较慢、投资者教育工作有待改善以及银行仍有负债规模竞争压力依旧较大等等，另一方面，近几个月债券收益率的快速下行也被动提升了理财产品的投资收益，使得银行可以通过资本利得变现维持较高的理财收益率水平，为理财收益率居高不下提供了支撑。新老问题的结合使得年初以来中长期的理财产品预期收益率并没有跟随市场收益率快速下行。

理财与债券收益率的倒挂程度已经接近历史极值。以3个月理财产品预期收益率和3年AA+信用债收益率相比较，当前两者的利差已经高达-132bp，处于09年以来的最低水平，甚至低于16年大牛市后期水平。这意味着高等级信用债的配置价值已经处于09年以来的最差水平。

图 6：多数期限理财收益率 2020 年以来几乎持平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7：信用债与理财收益率倒挂程度达到历史极值



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

如果我们对于利率的判断正确，那么就意味着拉长久期买高等级已经很难获得资本利得，同时从与理财收益率的比较来看，高等级的票息收益也处于极其鸡肋的水平，这就意味着信用债中高等级品种未来很难在成为信用投资的超额收益来源。想要获得票息收益必须在信用等级上进行适度的下沉。

（3）宽信用逐步成为政策重心，信用挖掘行情或将再度开启

疫情发酵后，评级下沉不再是主流策略，低评级信用债表现一般。信用债等级利差出现了趋势性走阔，3年AA和3年AAA利差一度从3月份的30bp快速回升至4月底的70bp，上行幅度接近40bp。这其中的原因有二，一方面是流动性宽松行情之下，高等级收益率下行速度比低评级更快，另一方面疫情的出现也冲击到企业的经营情况，使得部分企业的经营性现金流断裂，信用风险阶段性加大，进而导致评级利差走阔。

但5月份以来，企业内外部现金流状况均在好转，评级利差转而收窄。一方面5月份以来疫情的影响进一步减小，企业复工复产的进度进一步加快，企业内部现金流继续恢复；另一方面，近期宽信用政策开始加速落地，包括央行4月份金融数据答记者问中提到“允许宏观杠杆率有阶段性的上升”，短期公司债试点的开启以及政府工作报告当中提到“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”也明确表露了当前政策重心在于宽信用。因此从这点上来说，企业的信用基本面是趋于好转的，信用风险也将趋于收敛。

图 8：宽信用政策加速出台

日期	政策/会议	内容	影响
2020年2月1日	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》	为应对疫情带来的短期经济冲击，企业可发行“疫情防控债”这一特殊享受“绿色通道”的债券类型	帮助企业在疫情期间缓解现金流压力
2020年3月1日	《新证券法》正式实施	企业债、公司债实施注册制	发债周期将缩短，提高发行人积极性，强化信息披露要求和中介机构责任，债券市场的直接融资功能将加强
2020年3月	3月27日中央政治局会议之前	以省为单位，2020年专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升至25%	扩大专项债项目配套融资规模
2020年3月31日	国务院常务会议	引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营企业 and 中小微企业低成本融资拓宽渠道	信用债一级发行全年呈旺盛态势，新增融资部分结构上偏向民企和中小微企业，后续民企纾困政策有望跟进
2020年5月12日	中国人民银行有关负责人就4月份金融统计数据情况答记者问	当前应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持	扩大对实体经济的信用支持，有效推进复工复产
2020年5月21日	《关于开展公开发行短期公司债券试点有关事项的通知》	允许符合条件的发行人在试点期内面向专业投资者公开发行期限在1年以内的短期公司债券	预计交易所公司债迎来放量，产业类主体利好程度大于城投
2020年5月22日	《2020年政府工作报告》	鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷，大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率，大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%，支持企业扩大债券融资	引导银行信贷流向实体经济，特别是中小微企业

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

展望后市，我们认为这一轮宽信用效果也将非常明显。回顾08年、12年、14-16年不难发现，伴随着宏观经济杠杆率的回升，宽货币到宽信用的时滞是越来越长的。但是这一轮疫情以来，宽货币和宽信用几乎同时发生，期间时滞很短。两个原因促使了这一轮宽信用政策的快速见效，一是实体遭受疫情冲击之后，急需资金缓解现金流危机，因此融资需求本身就异常旺盛，不同于14-16年实体经济疲弱实体投融资意愿本就十分疲软；二是18年以来，政策层面一直致力于疏通资金到实体的传导渠道，19年初社融增速曾经就快速回暖，目前资金到实体的传导顺畅程度远好于一般牛市初期的状态。因此我们认为这一轮宽信用效果将会十分显著，社融存量同比增速回升的速度和幅度都会快于往常。

综上所述，我们认为后续信用策略思路将从久期转向票息，信用挖掘行情将再度开启。从其他可比资产来看，利率债大概率陷入短期震荡行情中，资本利得获利空间将显著收窄，对应长久期高等级信用债价值也在削弱。与此同时信用债与理财收益率倒挂程度创下历史最高，高等级信用债沦为鸡肋。从低等级债自身来看，近期评级利差的调整为后续行

情打开空间,与此同时宽信用政策将助力信用基本面的改善和信用风险的收敛,后续信用债投资的最大收益将从资本利得转换为票息,策略上应该以短久期中低评级品种为主。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。

	评级	说明
信用评级	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
转债评级	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		