

市场概述

Market Overview

信用债结构性分化趋明显

文/ Frank Sun

CFETS ICAP

CFETS-ICAP 2014/04/25

近两周以来，伴随中长期利率债收益率松动下行，中长期信用债也迎来一波显著回暖行情。分析人士指出，在市场流动性预期改善、非标投资需求下降以及资金风险偏好升温等因素的助推下，中长期信用债有望步入慢牛格局。不过，债券“零违约”时代的落幕，意味着未来个券走势进一步分化在所难免，对于部分低评级产业债仍需给予高度警惕；相对而言，城投债和中高等级国企债仍是被机构普遍看好的品种。

城投债领衔，信用债收益率整体下行。最近两周，信用债市场扫尽阴霾，各期限各等级品种收益率纷纷下行。城投债成为机构最爱，收益率下行幅度明显超过产业债。以银行间 5 年期 AA+ 级城投债和产业债走势为例，清明节过后直到 4 月 25 日，两类券种的中证到期收益率分别下行 36BP、24BP。对于近期信用债市场的转暖，综合多家机构观点来看，

主要缘于三大因素。其一，伴随一季度宏观经济数据出炉，市场对于货币政策放松的预期升温，机构对中长期资金面预期明显改善，中长期基准债券利率因此下行，并带动信用债收益率相应走低；其二，非标业务受限，信用债需求相应上升。从已公布的 12 家银行年报来看，激进型商业银行同业资产下降显著，显示同业业务最疯狂的时代已经过去，非标向标债的转换期已经到来；其三，伴随政府频频祭出稳增长措施，投资者认为未来不会出现系统性的信用风险，信用偏好上升致使信用债需求增长，甚至对于机构频频示警的交易所低评级高收益债，也不乏抄底资金介入。

债券分析人士指出，后市慢牛或持续，但个券分化在所难免。近两周的“热身”之后，目前市场对于未来流动性保持中性偏松、标债需求增长、风险偏好回升等已经形成了较为一致的预期。

这意味着，虽然一季度资金面超预期宽松的局面难以再现，并将对债券收益率短端形成压制，但中长端收益率仍具备继续下行的动力。

交易人士指出，在基本面不发生大变化的前提下，只要 7 天回购利率保持在 4.5%以下，信用债就有加杠杆的空间，预计二季度基金和券商杠杆将经历系统性上升过程，随着利率债牛市变平，信用债行情将被再次点燃。不过，无论是在 3 月份的调整还是在最近一波的反弹过程中，信用债市场都呈现出明显的结构性分化特征，即城投债表现好于产业

债。而展望后市，在乐观情绪升温的同时，机构普遍认为这一分化特征有望更加鲜明。一方面，伴随稳增长措施不断出台，以及地方政府融资渠道不断完善，地方政府和国有企业发生信用风险的概率较小，城投债和国企债券有望继续受到投资者追捧。与此同时，在经济增速下行、调结构继续的背景下，如钢铁、煤炭、有色、造船、光伏等产能过剩行业和高负债行业前景仍不被机构看好，特别是这些行业中的低等级品种，更是机构普遍建议回避的品种。

祝周末愉快！

如果您对本文有任何评论和见解

请发电邮至：shmarketing@cfets-icap.com.cn

更多信息，请登录网站：www.cfets-icap.com.cn

免责声明 文中信息均来源于公开资料，上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点，并不代表公司的看法。