

债券市场定期报告

## 低等级城投债流动性趋于“枯竭”

2019年6月23日

信用周度观点（2019-6-23）

## 摘要:

发行端有意愿，需求端却“无情”。6月应是再融资恢复的起点，却不料二级意外出现强制去杠杆，净融资改善缓慢。纵向对比而言，6月信用债到期规模接近1170亿，处于较高水平，发行人融资诉求不弱，症结实则在需求端，体现在两个方面：一是非银续存量杠杆续接的压力骤现，削弱新债认购热情，二是中小银行因流动性问题自顾不暇，难言新增信用债配置。尤其对于资质一般的城投债和民企债而言，可能存在被结构化产品爆仓的困扰，这也进一步压制机构增持诉求。

民企债和低等级品种的再融资压力可能演化两个结果。一是民企再融资压力可能兑现在溢价上（提高票面以补贴投资者面临的预期违约损失）。不过，国常会明确指出，今年民企融资成本需再降一个百分点。如若民企债持续遇冷，实现降成本目标难度将加大。二是局部低等级主体面临结构化产品“爆仓”的风险，可能会向相同资质主体传染。届时，二级向一级产生负反馈，债务续接恐难避免压力。对于偏好“短借长用”和非标融资的弱资质主体而言，风险敞口暴露或进一步加速。

二级成交的两个特点：1) 短端品种引领成交恢复，与短融的带动有关，中长端品种继续降温。2) 低等级城投债的痛点毕露，AA及AA-等级城投债成交占比下降至年内新低，不足19%。实质上，包商银行事件后，已然形成以下链条：中小银行流动性风险→质押入库资质提升→非银拆借难度上升→杠杆风险暴露。期间，多数采取下沉资质+加杠杆策略的产品户续杠杆难度加大，而回购违约后，只能被动“刹资产”应对。折价券层出不穷，对本就缺乏对手盘的弱资质个券而言，无疑产生较大冲击。低等级城投债“信心+信仰”同时丧失。叠加利差保护不足，换手出现锐减是必然。

草木皆兵之中，二级配置结构扎堆涌向短端产业债。筛选收益率下行超过20bp的活跃个券来看，产业债几乎成为“领衔主角”。同时，1年期以内的个券成为市场一致偏好的品种，中长端个券寥寥无几。行业分布上，短融“大户”公用事业、交运及综合位列前三。之所以在短端产业债中探寻优质个券，而非城投债，主要源于后者利差过低，性价比略为“鸡肋”。

综合而言，流动性分层触发的“蝴蝶效应”尚未停歇，一级结构性“降温”，二级配置扎堆迁移到短端产业债，均指向防御心态的逐渐浓厚。事实上，政策端短期频繁呵护市场，意在防止跨半年拆借的一致行为触发系统风险，但中期内，中小银行负债端风险价值体系的重构仍在继续，非银体系尾部风险仅是暂缓并非消弭。期间，结构化产品的缩量与中小银行支持中小微企业力度的式微，皆可能成为扩张微观企业信用风险的路径。所以，无论从金融端，还是实体端，都支持信用债重回高等级短久期的防御配置。不过，对于负债端稳定的机构，我们仍旧建议关注优质城投债折价抛盘，尤其金融资源丰富省份的市级平台。专项债配套管理办法中，对隐性债务平滑操作的合规化，有利于该类平台再融资渠道的稳定，亦能强化平台偿债能力。

风险提示：监管政策超预期

尹睿哲

86-21-68407902

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

S1090518110001

李豫泽

86-21-68407902

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

S1090518080001

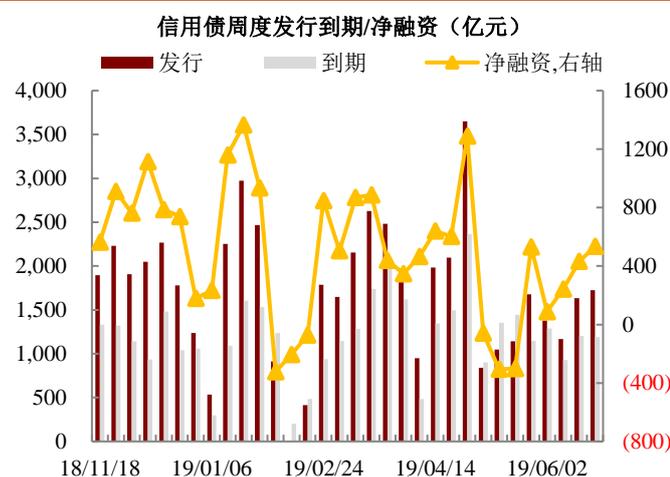
## 信用策略

多管齐下，遏制对手盘“失信”的担忧。包商银行“蝴蝶效应”彰显端倪之时，监管端频繁发声，多渠道破除流动性传导困局。从再贴现和常备借贷便利额度增加，加强对中小银行流动性支持，到本周央行与证监会召开头部券商会议，鼓励大行扩大向大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资。多方位呵护下，虽然质押打折幅度加大，好在非银机构流动性压力得以舒缓。不过，短期政策干预，难以扭转中期风险定价体系的重构，机构风险偏好难言改善。近期信用市场配置风格是否跟随变化？一级市场再融资是否受到二级市场负反馈的冲击？我们在梳理本周市场的基础上，对此做分析。

### 一、二级堪忧，一级难独善其身

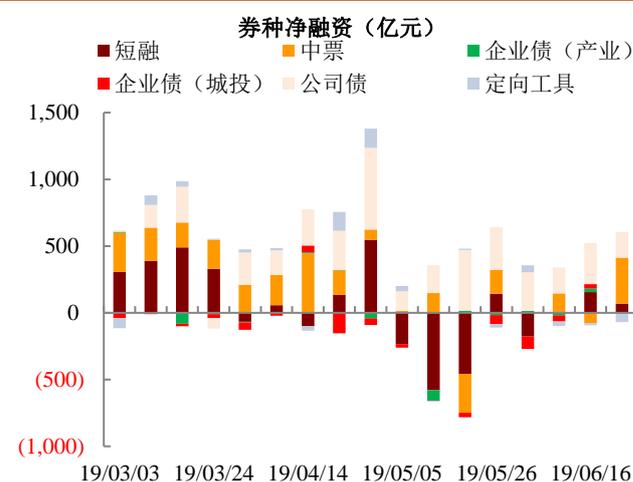
发行端有意愿，需求端却“无情”。今年以来，一级市场发行颇有点“坐过山车”的意味。年初，搭乘“牛尾”行情的余温，抢城投债的戏码一再上演；4月底之前，发行人享受制度红利，规避披露年报和季报财务数据，供需相得益彰，单周发行规模一度改写历史；进入5月后，融资需求透支的压力显现，发行量随之萎靡；6月应是再融资恢复的起点，却不料二级意外出现强制去杠杆，净融资改善缓慢（本周信用债净融资不足600亿）。纵向对比而言，6月信用债到期规模接近1170亿，处于较高水平，发行人融资诉求不弱，症结实则在需求端。

图 1：信用债净融资边际改善



资料来源：Wind，招商证券

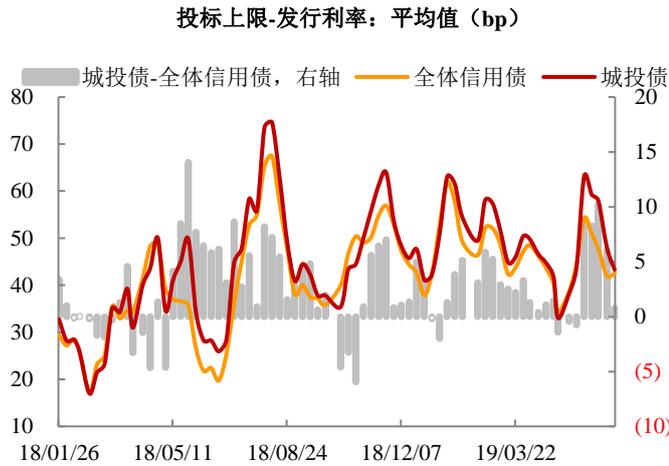
图 2：中票及公司债净融资持续改善



资料来源：Wind，招商证券

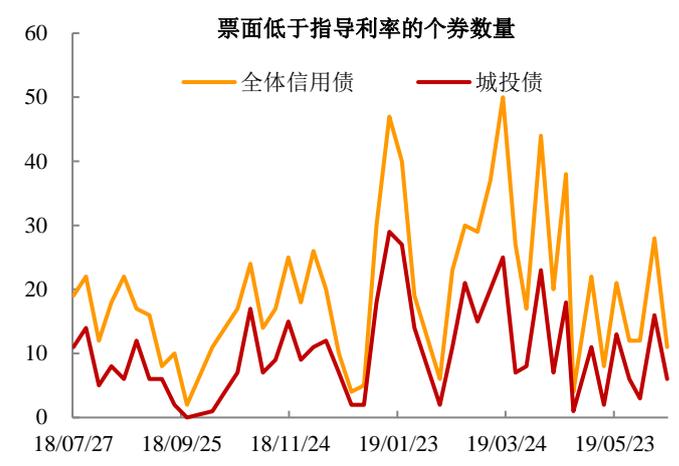
认购力度直线下滑，打压新债发行热情。几乎与“包商银行事件”发生时点一致，一级市场投标上限价差进入拐点，压缩演变成趋势。其次，低于指导利率的个券数量明显减少。需求端明显不足，源自多方面的共振，一是非银续存量杠杆续接的压力骤现，削弱新债认购热情，二是中小银行因流动性问题自顾不暇，难言新增信用债配置。尤其对于资质一般的城投债和民企债而言，可能存在被结构化产品爆仓的困扰，这也进一步压制机构增持诉求。

图 3: 认购力度偏弱



资料来源: Wind, 招商证券

图 4: 票面低于指导利率个券数量减少

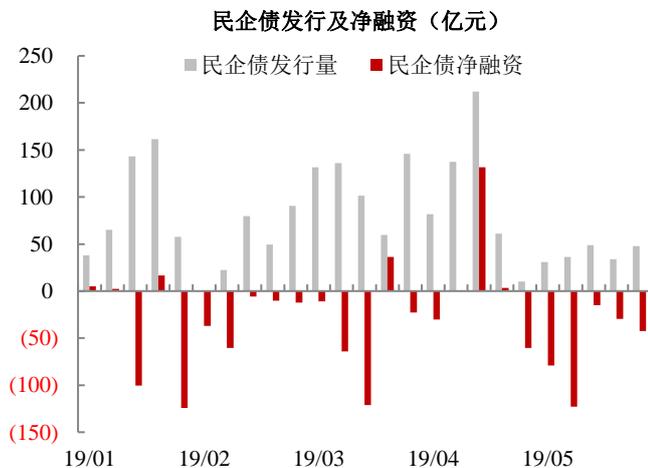


资料来源: Wind, 招商证券

受此影响，民企债和低等级品种难掩再融资压力。流动性纾困集中在存量端，但再融资隶属增量端，需求不足将率先冲击后者。一方面，民企债发行下滑，净融资持续处于负区间。考虑到接下来的到期，倘若民企债承接能力不足，净融资乏力的现象或延续。另一方面，低等级信用债质押本身不具备优势，加之结构化融资渠道遭到堵截，发行占比可能持续萎缩。

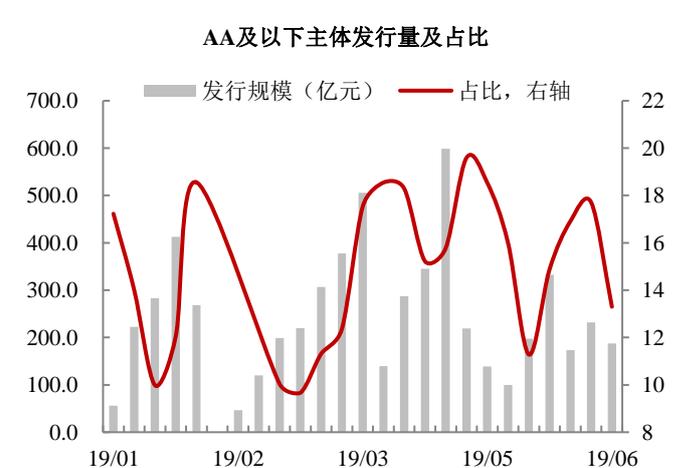
由此可能演化两个结果。一是民企再融资压力可能兑现在溢价上（提高票面以补贴投资者面临的预期违约损失）。不过，国常会明确指出，今年民企融资成本需再降一个百分点。如若民企债持续遇冷，实现降成本目标难度将加大。二是局部低等级主体面临结构化产品“爆仓”的风险，可能会向相同资质主体传染。届时，二级向一级产生负反馈，债务续接恐难避免压力。对于偏好“短借长用”和非标融资的弱资质主体而言，风险敞口暴露或进一步加速。

图 5: 近期民企债净融资偏弱



资料来源: Wind, 招商证券

图 6: 低等级主体融资不容乐观



资料来源: Wind, 招商证券

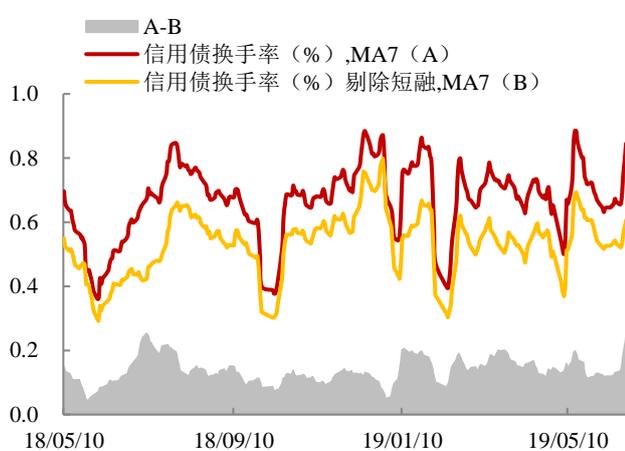
## 二、低等级城投债缺乏流动性

### 二级成交的两个特点：

1) **短端品种引领成交恢复**。通常而言，一级市场认购力度趋弱，二级换手率也将处于下滑区间，同时表征增配力度不足。不过，近期信用二级换手率却与一级认购情况相左，前者回升明显。而拆分具体券种来看，二级成交之所以回升与短融的带动有关，中长端品种继续降温。

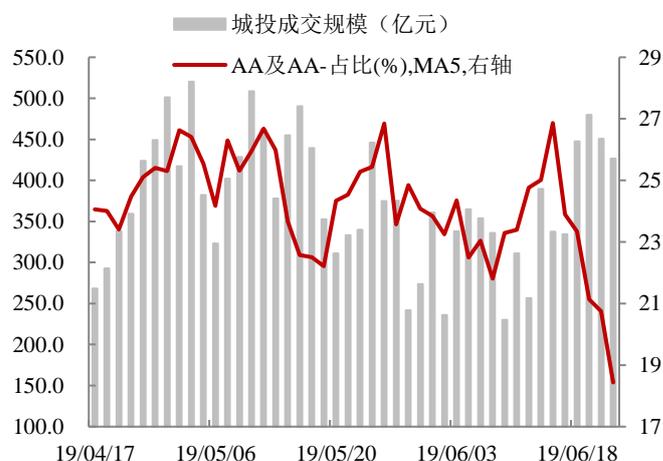
2) **低等级城投债的痛点毕露**。城投债成交亦在短端品种的助推中回升，但成交等级上出现“异常”。AA及AA-等级城投债成交占比下降至年内新低，不足19%。实质上，包商银行事件后，已然形成以下链条：中小银行流动性风险→质押入库资质提升→非银拆借难度上升→杠杆风险暴露。期间，多数采取下沉资质+加杠杆策略的产品户续杠杆难度加大，而回购违约后，只能被动“剥资产”应对。折价券层出不穷，对本就缺乏对手盘的弱资质个券而言，无疑产生较大冲击，低等级城投债“信心+信仰”同时丧失。叠加利差保护不足，换手出现锐减是必然。

图 7：信用债二级市场换手率边际改善



资料来源：Wind，招商证券

图 8：低等级城投债成交持续下滑



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

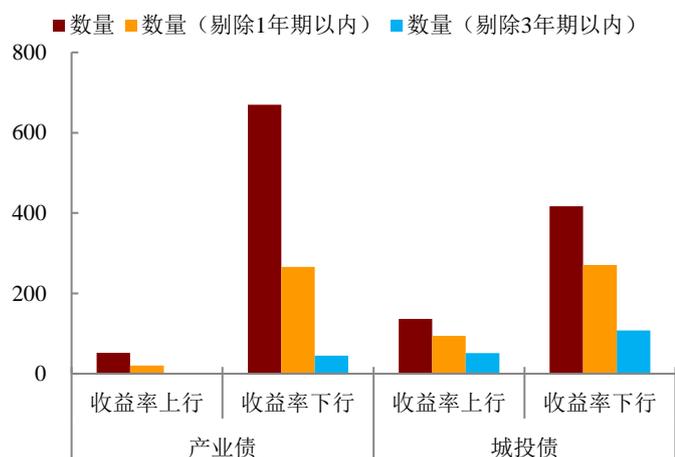
### 草木皆兵之中，“三问”收益率表现。

#### 第一，收益率下行为主，是表征配置需求强劲吗？

我们筛选本周具有成交，且成交量处于分位数 40% 以上的个券定义为活跃个券。样本券收益率下行占多数，产业债表现好于城投债，后者仍有不少中长端品种。加权收益率表现上，收益率上行及下行的城投债样本，变动幅度趋同；产业债方面，加权收益率上行

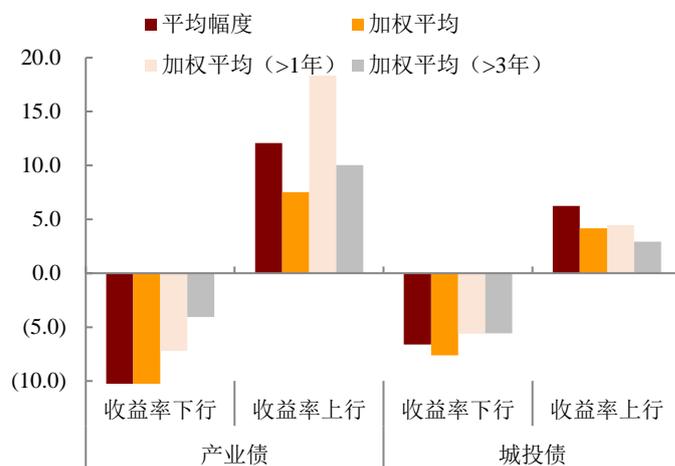
幅度偏大，涨幅较多的主要体现在短端个券。成交量的结构分化已经暗含机构风险偏好的下降，但估值价格上涨的个券反而增加，表征配置力度仍旧强劲吗？信用利差展现的并非如此。

图 9：现券收益率下行为主



资料来源：Wind，招商证券

图 10：收益率下行方面，产业债表现尚佳



资料来源：Wind，招商证券  
数据说明：权重为个券期间成交规模

中长端成交不足的背景中，中债口径信用利差有可能面临失真。鉴于此，我们以活跃个券口径作为参考。事实上，1) 活跃个券收益率多数下行，但幅度不及同期利率品种，信用利差多数被动走阔，特别体现在低等级城投品种当中，逻辑与上述成交急剧下滑一致。2) 即便是表现尚可的短端信用债，亦出现利差走阔的现象，折射的是信用债整体增配意愿不强。

表 1：中债口径信用利差与活跃个券利差走势分化

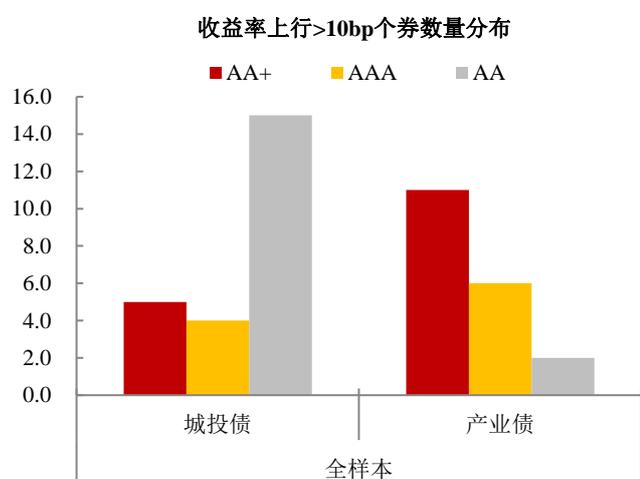
信用利差 (bp)	券种	等级	1年以内	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年
活跃个券	产业债	AAA	-9.08	0.96	0.85	-3.46	-3.84
		AA+	5.47	11.45	-0.13		
		AA	3.69	6.05	2.16		
		AA-	24.79	-11.37			
	城投债	AAA	-1.50	3.64	-0.01	-4.75	-5.21
		AA+	6.13	8.03	1.23	-0.63	6.09
		AA	6.77	12.79	9.27	2.36	-4.16
		AA-				5.58	
中债	中短票	AAA	-5.29	1.52	0.19	-4.80	-3.82
		AA+	-7.29	1.52	0.19	-4.80	-3.82
		AA	6.71	8.52	-1.81		-1.41
		AA-	7.71	8.52	-1.81		
	城投债	AAA	-3.66	-2.63	-4.85	-4.79	-3.82
		AA+	0.34	2.37	-1.85	-4.79	-3.82
		AA	5.34	1.37	6.15	-4.79	-3.82
		AA-	9.34	13.37	7.15	-7.79	-6.82

资料来源：Wind，招商证券

第二，什么类型的个券跌的最多？低等级城投债开启低价甩卖模式。在活跃个券中进一步筛选收益率上行超过 10bp（高于收益率平均变动）的样本，用以刻画机构主动抛售行为。其中，低等级城投债收益率上行幅度明显超过其他券种，且各期限都存在折价成交的现象。

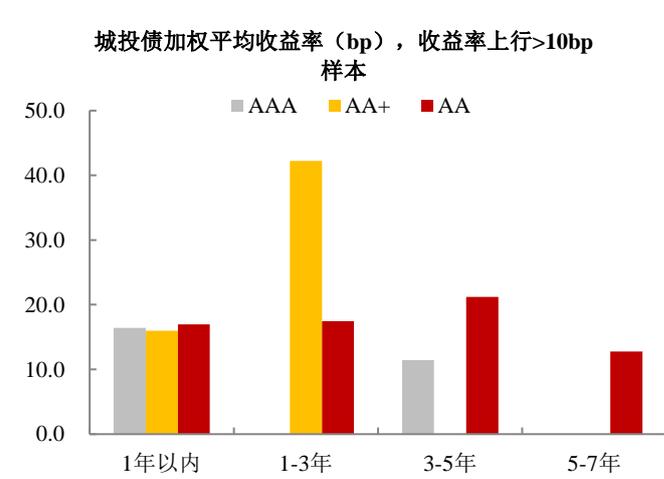
实际上，自去年 10 月以来，抢券现象屡屡在城投债上演后，各等级品种利差已经极致压缩。此次流动性压力，靶向冲击持仓资质较差的资管产品户。而凭借刚兑信仰，低等级城投债往往是该类账户中占绝对比例的资产。因此，弱资质变现难度加剧后，机构仅能以折价出售的方式，补贴个券流动性的缺失。

图 11: 低等级城投债收益率明显上行



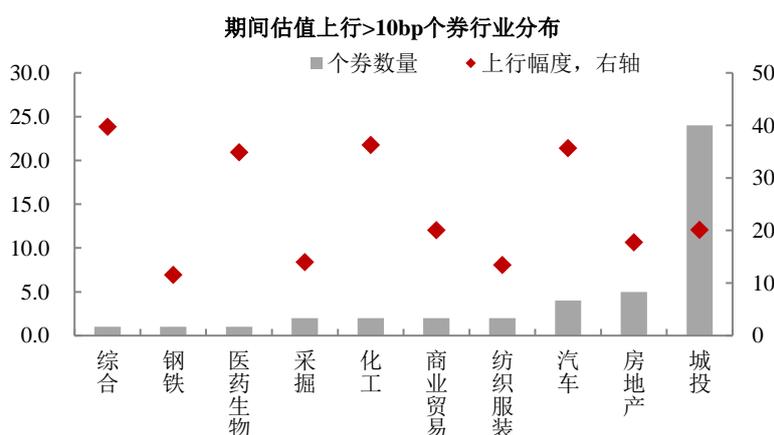
资料来源: Wind, 招商证券

图 12: 收益率上行超 10bp 城投债等级及期限分布



资料来源: Wind, 招商证券

图 13: 城投债跌幅明显大于产业债

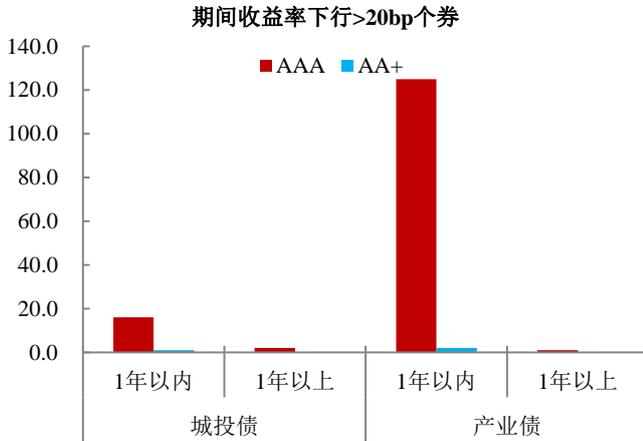


资料来源: Wind, 招商证券

第三，“乱世”中，哪些个券反而上涨？防御策略成为一致预期。筛选收益率下行超过 20bp 的活跃个券来看，产业债几乎成为“领衔主角”。同时，1 年期以内的个券成为市场一致偏好的品种，中长端个券寥寥无几。行业分布上，短融“大户”公用事业、交运及综合位列前三。之所以在短端产业债中探寻优质个券，而非城投债，主要源于后者利

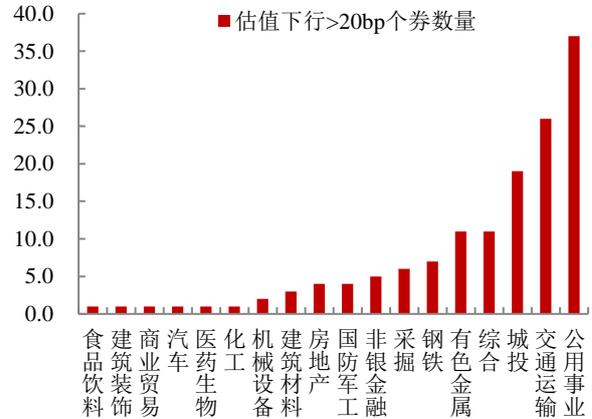
差过低，性价比略为“鸡肋”。

图 14: 收益率下行个券多集中在短端



资料来源: Wind, 招商证券

图 15: 产业债短端收益率下行幅度大于城投债



资料来源: Wind, 招商证券

综合而言，流动性分层触发的“蝴蝶效应”尚未停歇，一级结构性“降温”，二级配置扎堆迁移到短端产业债，均指向防御心态的逐渐浓厚。事实上，政策端短期频繁呵护市场，意在防止跨半年拆借的一致行为触发系统风险，但中期内，中小银行负债端风险价值体系的重构仍在继续，非银体系尾部风险仅是暂缓并非消弭。期间，结构化产品的缩量与中小银行支持中小微企业力度的式微，皆可能成为扩张微观企业信用风险的路径。所以，无论从金融端，还是实体端，都支持信用债重回高等级短久期的防御配置。不过，对于负债端稳定的机构，我们仍旧建议关注优质城投债折价抛盘，尤其金融资源丰富省份的市级平台。专项债配套管理办法中，对隐性债务平滑操作的合规化，有利于该类平台再融资渠道的稳定，亦能强化平台偿债能力。

## 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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**尹睿哲：**中国人民大学金融学博士研究生，IMI 国际货币研究所研究员。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心首席债券分析师。

**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。

## 招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资 档	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投 机 档	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。