

摘要

- 一级状况缘何好转？9月以来，深受市场调整的拖累，信用新债供给“一蹶不振”。10月中下旬虽短暂好转，好景却未能维持。而本周发行端意外回升，净融资略超1000亿，支撑来自公司债，这也与交易所松绑类平台公司债融资有关。
- 不过，刨除公司债，发行状况却没有那么乐观，关键在于认购力度底部徘徊，资金偏紧“雪上加霜”。对于本就缺乏增量资金的机构而言，配置新券的意愿不高，能增持的品种也一边倒向高等级短久期，以防刚配置就出现净值大幅下挫。并且，资金面的超预期收紧造成“借钱-申购”的通道被斩断。由此，一致防御预期下的“打新”导致认购指标出现“筑底”的现象，投标上限价差底部徘徊是其一，能够打开认购下限的个券占比近乎消失是其二。
- 年末多事，防范“债券发不出来”和“非标到期难续”的共振。资金紧与需求差的交织似乎是年末债市行情的“预演”。刨除公司债，短债净融资已经无法承受如此重的“冲击”。回顾历年11月与12月债市供给净增，除2015年和2018年牛市以外，无一例外都展现偏低的状态。尤其进入12月之后，伴随不确定的增加，机构大举拿债的情景更为罕见。负面因素扎堆之时，密切关注债券被动取消发行的主体，是否存在非标集中到期的现象。如果货币资金难以覆盖短债，到期压力或将扩张债务风险敞口。
- 规避风险，市场如何“用脚投票”？

一方面，交易主线依旧没有脱离“青睐短债+规避低等级”的组合。1) 换手率回升，但基本靠短债的支持；剔除短融后，其余券种综合换手率水平一般。2) AA及以下等级城投债成交量自10月底回落以来，目前占比稳定在23%。“短债+高等级”的组合一则折射机构对持仓流动性的强烈诉求，二则凸显机构防范资金面压力的渐近。

另一方面，收益率虽多数下行，但幅度却难以企及利率债，最终导致信用利差普遍出现调整。特别是对于缺乏流动性的长端信用债而言，本周出现不小的跌幅。结合上述成交量来看，机构青睐短债，一定程度上压制对应品种利差的变化；而长端品种成交虽清淡，可成交收益率高于估值收益率的情况更为普遍，这也体现买盘需要卖盘提供更多的安全边际，成交才能达成，与一级和交易量的结果相互印证。并且，就主动配置和主动抛售行为来看，前者局限在安全边际较高的券种，后者AA等级城投债跌幅较大，亦是交易逻辑的同义反复。

- 综上所述，公司债在政策松绑的保驾护航下借新偿旧，却意外的成为信用一级改善的支撑。如果剔除公司债，发行端的乏力一览无余，原因不仅源自二级波动对一级产生的负反馈，资金面收紧更是阻断“借钱-申购”策略。新债中标利率越发接近投标上限，再次向二级传导，成交量难以脱离“短久期+高等级”的组合以外，更是导致信用利差和期限利差的同时走阔。尽管主动配置中长端产业债力度阶段改善，但局限在钢铁、煤炭和交运等防御型行业，机构风险偏好之低可见一斑。年末通常是债市波动率抬升的区间，机构防御策略前置，有可能导致一级发行的极化发展，“烂债”发行难度或加剧。我们建议关注到期压力同时，持仓策略应转向防御，增配策略需给予流动性更高的权重。

- 风险提示：城投债出现信用风险，监管政策超预期

尹睿哲

86-21-68407902
yinruizhe@cmschina.com.cn
 S1090518110001

李豫泽

86-21-68407902
liyuze@cmschina.com.cn
 S1090518080001

信用策略

消息面“喧嚣”，债市难免跌宕起伏。“双十一”迎来促销之时，金融和经济读数跟着“打折”。前者虽有季节性因素，但低于同期的贷款增量还是让市场“捏了把汗”；随之发布的10月经济数据仍旧是地产“硬撑”，工业增加值和基建投资乏善可陈。一切看似利多债市，资金面却成“半路杀出来的程咬金”。周四午盘，资金拆借难度陡然抬升，隔夜资金融出稀少，DR001最高价触及3.39%，高出前一日近60bp。“双十一”的“抽水效应”和中小行再次面临流动性分层等，均成为点燃当日资金面收紧的可能性。与此同时，城投应收账款遭到审查。经济观察网消息称，“财政部江苏监管局下发关于核实部分地方融资平台公司发行公司信用类债券及信托产品情况的通知”，检查重点“主要针对的是平台之间的应收账款交易真假。”¹年末本就难逃波动，多空信息的堆叠无疑加重担忧，市场如何“用脚投票”？机构择券和交易是否彰显谨慎心态？我们在回顾市场表现上对此做探讨。

一、多事年末，净融资会更好还是更坏？

一级状况缘何好转？9月以来，深受市场调整的拖累，信用新债供给“一蹶不振”。10月中下旬虽短暂好转，好景却未能维持。有趣的是，本周发行端意外回升，净融资略超1000亿。

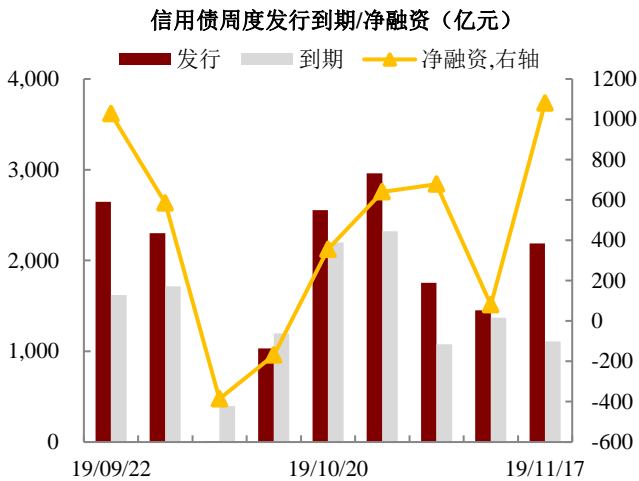
多空力量频繁博弈的情况相似，为何本周发行会出现扩容？细分券种来看，公司债成为支持一级改善的主力，净增613亿，贡献近60%的净融资。如若剔除公司债，信用债发行难言回暖。事实上，回顾2019年，自5月以来，公司债净融资在发行的引领下明显回升，其净融资量与信用债净增量之比均值达到1.3（信用债净融资受到其他券种净融资为负的拖累，该比例会出现超过1的现象）。

公司债为何持续“高歌猛进”？类平台滚债的逻辑在演绎。交易所松绑类平台公司债借新偿旧口径之后，允许类平台在一定条件下滚动债务，由此催化公司债融资的改善。更进一步，类平台滚债诉求旺盛本质也与其他再融资渠道的收窄有一定关系。

所以，拿掉有政策红利的公司债之后，信用债供给并未好转，原因还在于配置需求不强，持续打压再融资。

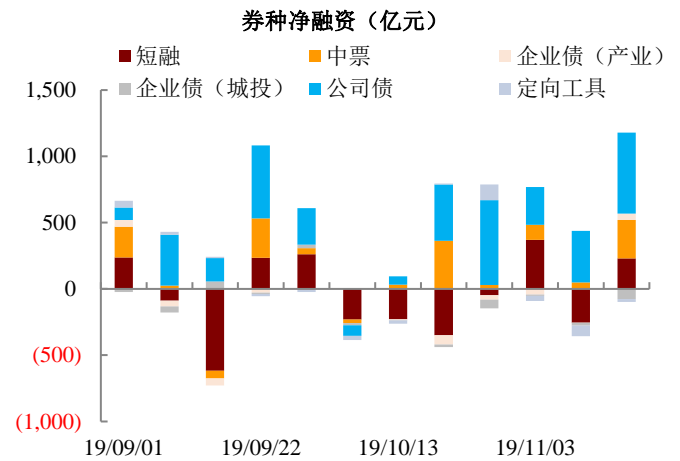
¹来源《监管部门开始核查地方融资平台应收账款问题》，网站来源：<http://www.eeo.com.cn/2019/1113/369364.shtml>

图 1: 信用债净融资改善



资料来源: Wind, 招商证券

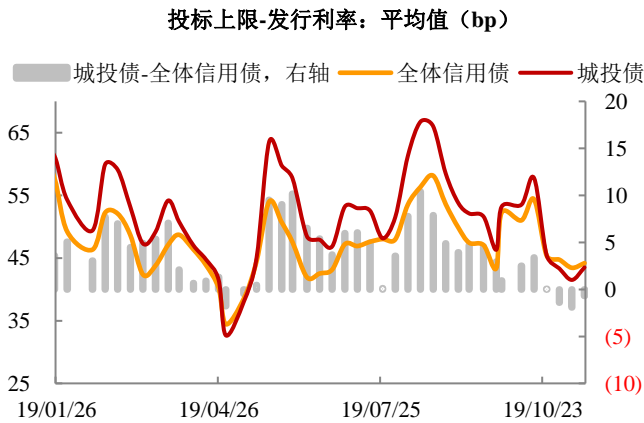
图 2: 公司债是净融资改善主因



资料来源: Wind, 招商证券

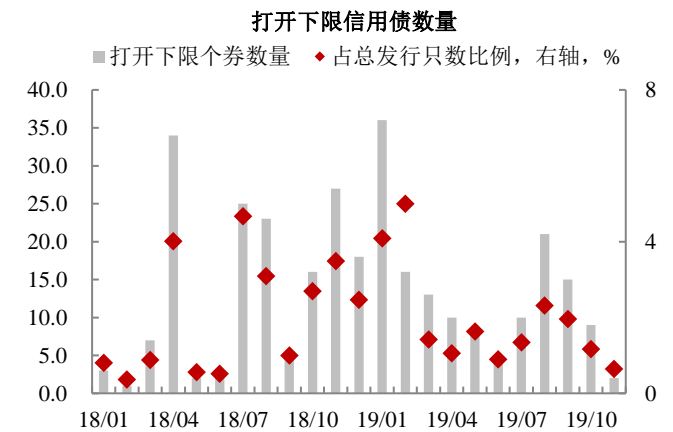
认购力度底部徘徊，资金偏紧“雪上加霜”。无论是利率债还是信用债，近期波动都在加剧。对于本就缺乏增量资金的机构而言，配置新券的意愿不高，能增持的品种也一边倒向高等级短久期，以防刚配置就出现净值大幅下挫（波动大，流动性不好，弱资质信用债估值收益率上行越快）。并且，资金面的超预期收紧造成“借钱-申购”的通道被斩断。由此，一致防御预期下的“打新”导致认购指标出现“筑底”的现象，投标上限价差底部徘徊是其一，能够打开认购下限的个券占比近乎消失是其二。

图 3: 认购力度处于底部



资料来源: Wind, 招商证券

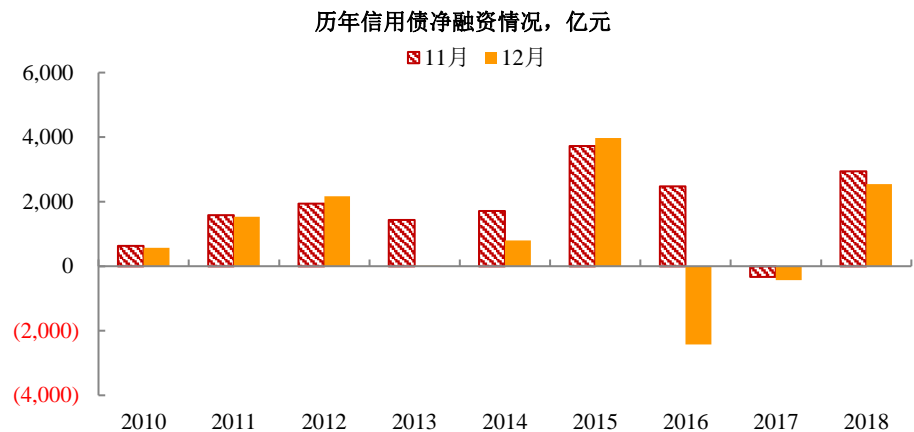
图 4: 打开认购下限个券占比维持在低位



资料来源: Wind, 招商证券

年末多事，防范“债券发不出来”和“非标到期难续”的共振。资金紧与需求差的交织似乎是年末债市行情的“预演”。刨除公司债，短债净融资已经无法承受如此重的“冲击”。回顾历年 11 月与 12 月债市供给净增，除 2015 年和 2018 年牛市以外，无一例外都展现偏低的状态。尤其进入 12 月之后，伴随不确定的增加，机构大举拿债的情景更为罕见。负面因素扎堆之时，密切关注债券被动取消发行的主体，是否存在非标集中到期的现象。如果货币资金难以覆盖短债，到期压力或将扩张债务风险敞口。

图 5: 年末净融资状况一览

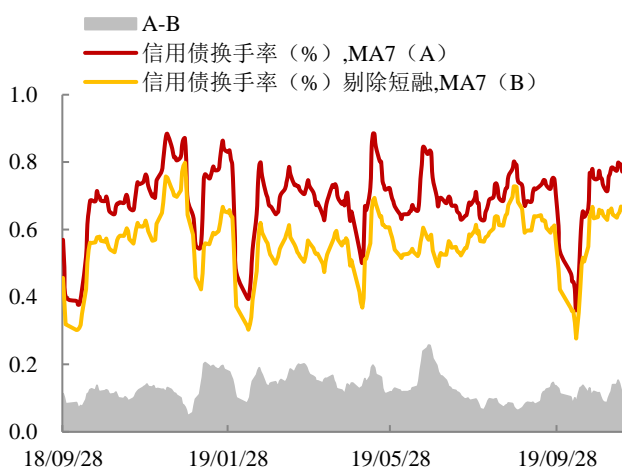


资料来源: Wind, 招商证券

二、规避风险, 机构如何“用脚投票”?

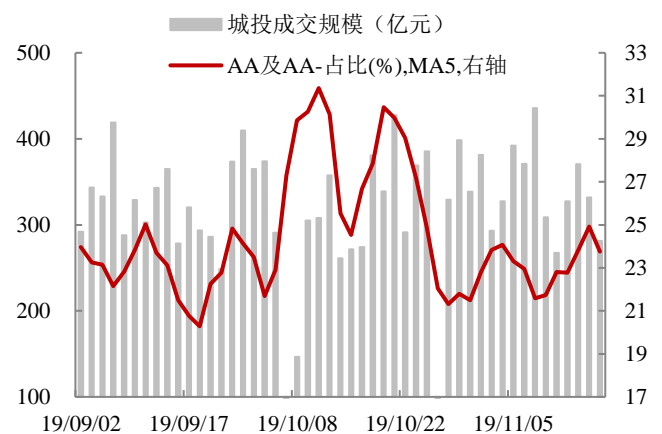
交易主线依旧没有脱离“青睐短债+规避低等级”的组合。延续此前的逻辑, 一级市场差强人意的背景下, 认购收益率不佳会向二级市场传导, 进而压制择券风险偏好。就成交量而言, 谨慎情绪一览无余。一方面, 换手率回升, 但基本靠短债的支持; 剔除短融后, 其余券种综合换手率水平一般。另一方面, AA 及以下等级城投债成交量自 10 月底回落以来, 目前占比稳定在 23%。“短债+高等级”的组合一则折射机构对持仓流动性的强烈诉求, 二则凸显机构防范资金面压力的渐近。价格层面, 上周集中配置短债的行为, 让短端品种信用利差得以压缩, 但波动加剧后, 信用利差的稳定性开始遭到破坏, 具体表现如何, 以下继续讨论。

图 6: 二级成交偏好短债



资料来源: Wind, 招商证券

图 7: 低等级城投债占比维持在较低水平



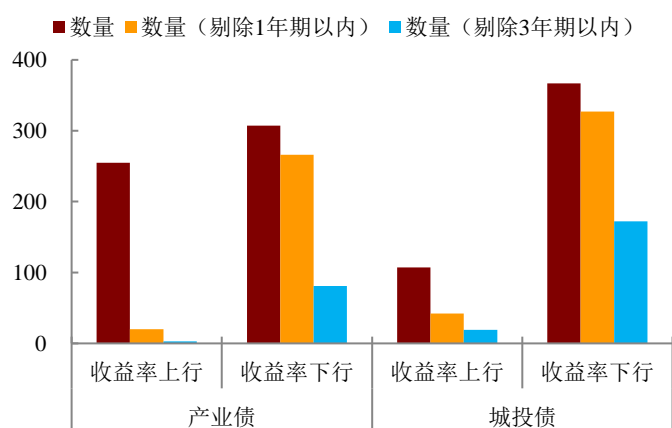
资料来源: Wind, 招商证券

数据说明: 成交量覆盖银行间与交易所

价格层面的疑点: 担心调整, 收益率下行的个券数量为啥不减反增? 筛选本周具有成交, 且成交在分位数 40% 以上的个券 (成交数据可以为收益率的变化保真), 不难发现两个奇怪的点: 1) 期间收益率下行的个券数量占绝对比例, 2) 即便剔除 1 年期以内个券,

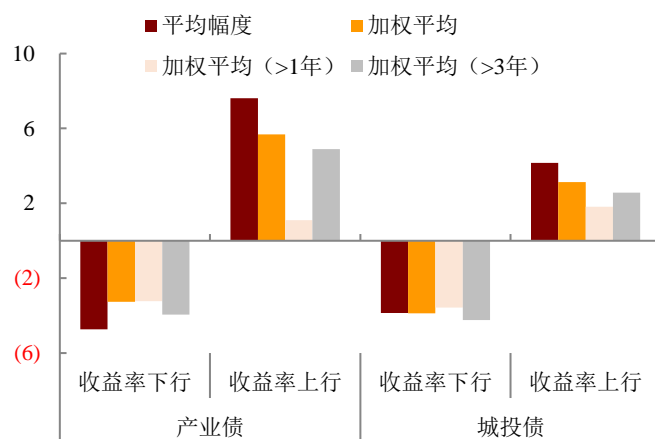
中长端信用债亦有不错表现。这与一级市场和成交量的表现并不一致，为何会如此？实际上，从综合收益率表现上来看，收益率表现为下行的个券中，幅度多在 4bp 以内，十分有限。一个合理的解释是，利率债前半周的下行对信用债产生带动作用，并非来自主动配置的影响。

图 8: 收益率下行为主，分化在加剧



资料来源: Wind, 招商证券

图 9: 产业债收益率上行偏快



资料来源: Wind, 招商证券
数据说明: 权重为个券期间成交规模

另一方面，收益率虽多数下行，但幅度却难以企及利率债，最终导致信用利差普遍出现调整。特别是对于缺乏流动性的长端信用债而言，本周出现不小的跌幅。结合上述成交量来看，机构青睐短债，一定程度上压制对应品种利差的变化；而长端品种成交虽清淡，可成交收益率高于估值收益率的情况更为普遍，这也体现买盘需要卖盘提供更多的安全边际，成交才能达成，与一级和交易量的结果相互印证。

信用债利差走阔的环境下，增量资金或存量配置需求如何选择？主动抛售的个券又拥有什么特征？以下继续讨论。

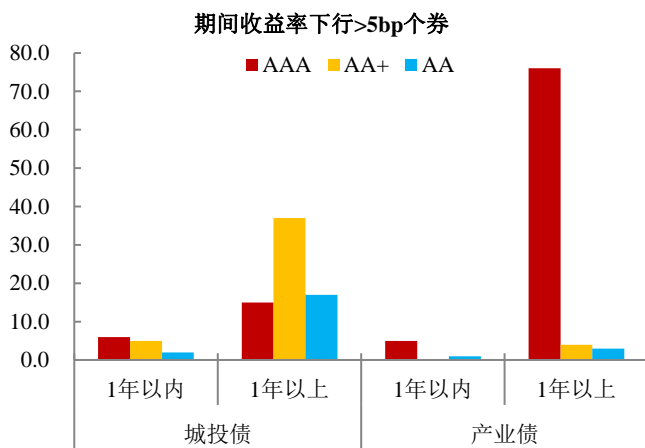
表 1: 信用利差多数走阔

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	5.46	-0.21	2.00	6.58	7.50
		AA+	4.83	2.41	-2.03	6.23	7.51
		AA	1.65	-0.65	2.79		
		AA-					
	城投债	AAA	2.34	0.31	2.88	7.18	8.97
		AA+	-1.35	1.57	1.40	3.85	5.28
		AA	-2.72	0.66	3.71	4.71	5.51
		AA-			2.78	13.57	
中债	中短票	AAA	4.27	-0.41	4.82	5.05	7.19
		AA+	2.27	-4.41	4.82	5.05	7.19
		AA	2.27	0.59	4.82		6.03
		AA-	2.27	0.59	4.82		
	城投债	AAA	-0.37	0.16	4.39	5.05	9.24
		AA+	-0.37	-0.84	4.39	5.05	9.24
		AA	-0.37	-2.84	0.39	2.05	9.24
		AA-	-3.37	-4.84	2.39	2.05	9.24

资料来源: Wind, 招商证券

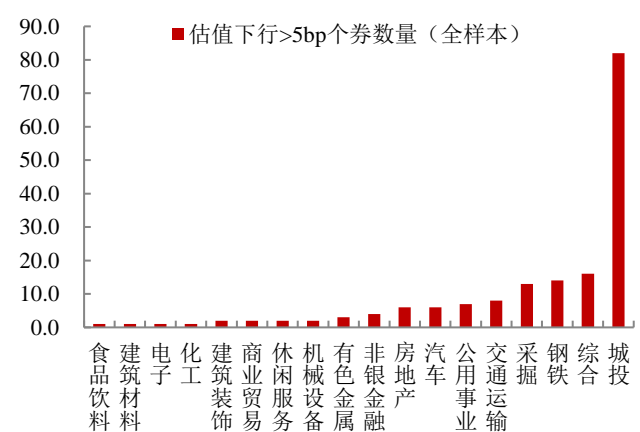
1) 主动配置行为的两点变化。定义本周收益率下行超 5bp (平均水平) 的活跃个券, 用以刻画机构增配行为, 结果展现出两个新特征: 一是主动增配 1 年期以上产业债数量增加, 基本向 AAA 等级品种倾斜; 行业则分布在综合、钢铁和煤炭等有现金流做缓冲垫的品类。

图 10: 主动配置高等级长端产业债数量增加



资料来源: Wind, 招商证券

图 11: 主动配置综合、钢铁和煤炭等个券数量增加



资料来源: Wind, 招商证券

二是增配中长端城投债数量改善, AA+等级占主要比例, 但也不乏 AA 等级主体。后者分布上, 久期差异较大; 省份特征中, 财政实力较强的江苏省对应个券成交量靠前。值得注意的是, 诸如贵州、内蒙等负债率偏高地区仍有一定的成交。

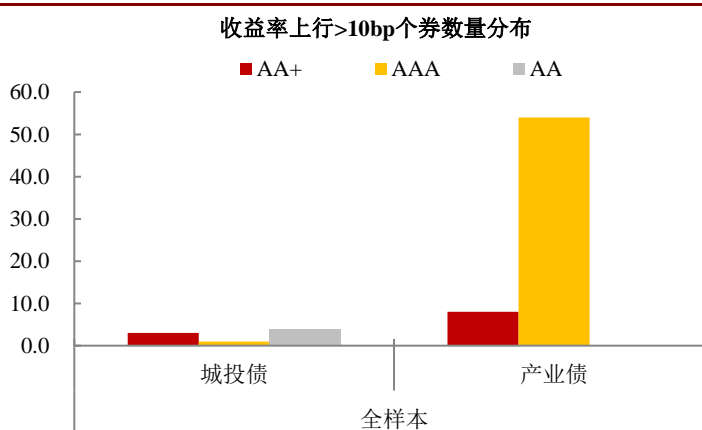
表 2: 主动配置 AA 等级城投债分布

债券简称	估值变动 (bp)	剩余期限均值 (年)	省份	城市	主体等级
15 宣城投债	-6.11	2.4536	安徽省	安庆市	AA
18 兴义信恒债 01	-18.62	5.2164	贵州省	兴义市	AA
15 曹妃甸 MTN001	-13.79	1.1233	河北省	唐山市	AA
19 信阳华信 PPN001	-9.73	2.1425	河南省	信阳市	AA
18 信阳华信 PPN001	-9.89	2.0000	河南省	信阳市	AA
17 蔡甸城投 MTN001	-8.98	3.0384	湖北省	武汉市	AA
19 邵阳城投 MTN001	-11.29	2.9399	湖南省	邵阳市	AA
16 金鑫债 02	-7.85	3.6995	江苏省	南通市	AA
18 盛裕投资 MTN002	-7.67	3.4536	江苏省	扬州市	AA
14 苏海债	-16.03	1.5410	江苏省	连云港市	AA
18 宜春创投 PPN001	-9.13	1.9672	江西省	宜春市	AA
16 鹰潭投资 MTN001	-5.84	1.7459	江西省	鹰潭市	AA
17 准格尔 PPN001	-7.59	3.0986	内蒙古	鄂尔多斯市	AA
19 乳山国运 MTN002	-6.53	2.9645	山东省	乳山市	AA
17 金堂国资 MTN001	-7.73	3.1260	四川省	成都市	AA
18 新都兴城 MTN001	-7.86	3.1616	四川省	成都市	AA
18 万盛经开 MTN001	-7.75	3.4317	重庆	重庆市	AA

资料来源: Wind, 招商证券

2) 主动调仓产业债的力度大于城投债。筛选收益率上行超过 10bp 的活跃个券用以表征主动抛售行为, 个券数量上, AAA 等级产业债居首, 城投债寥寥无几。

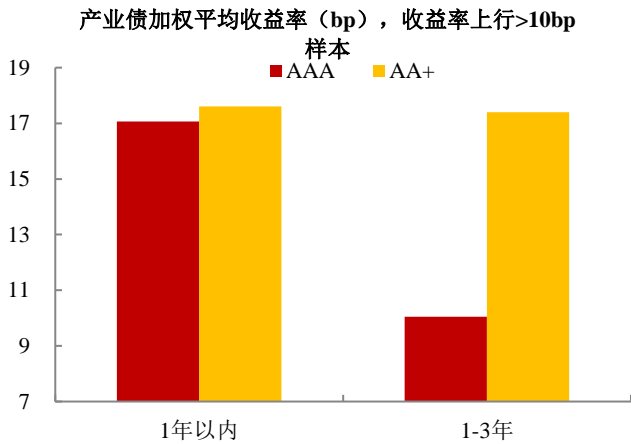
图 12: 主动抛售品种分布, 向产业债倾斜



资料来源: Wind, 招商证券

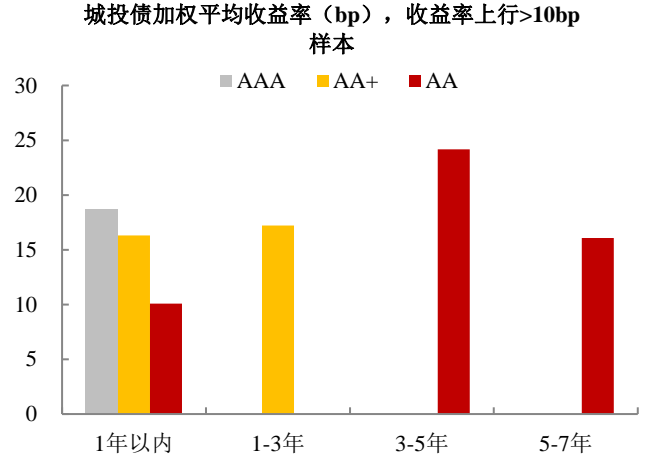
不过, 从调整幅度上来看, 低等级城投债被抛售的量少, 折价幅度却不低, 尤其是长端 AA 等级城投品种, 这也是机构忌惮年末波动, 有意提前兑现浮盈, 宁愿折价也要抛售的表现。

图 13: 主动抛售产业债收益率变化



资料来源: Wind, 招商证券

图 14: 主动抛售城投债分布, AA 等级压力较大



资料来源: Wind, 招商证券

综上所述, 公司债在政策松绑的保驾护航下借新偿旧, 却意外的成为信用一级改善的支撑。如果剔除公司债, 发行端的乏力一览无余, 原因不仅源自二级波动对一级产生的负反馈, 资金面收紧更是阻断“借钱-申购”策略。新债中标利率越发接近投标上限, 再次向二级传导, 成交量难以脱离“短久期+高等级”的组合以外, 更是导致信用利差和期限利差的同时走阔。尽管主动配置中长端产业债力度阶段改善, 但局限在钢铁、煤炭和交运等防御型行业, 机构风险偏好之低可见一斑。年末通常是债市波动率抬升的区间, 机构防御策略前置, 有可能导致一级发行的极化发展, “烂债”发行难度或加剧。我们建议关注到期压力同时, 持仓策略应转向防御, 增配策略需给予流动性更高的权重。

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。