

信用策略周报

商业银行表内债券配置继续支持信用债市场——信用策略观点

分析师：徐寒飞 S0260512030001



021-60750620



xhf@gf.com.cn

● 信用市场回顾

央行逆回购预期落空，银行间二级市场债券普遍调整。上周央行未进行任何逆回购操作，地量正回购 50 亿，使得 25 日准备金缴款导致的开周资金面紧张局面一直延续至下半周，全周资金利率大幅上行，7 天回购利率均值升至 4% 以上，比年后首周均值上行超过 1 个百分点，隔夜利率均值上升至 3.7%，中短端信用收益率集体回调。周五公布 2 月中采 PMI 数据，与 2 月份汇丰 PMI 大幅下降相一致，中采 PMI 继续回落至 50.1，分项来看除积压订单持平以外，其他分项都出现了环比回落。1、2 两月尽管处于经济数据真空期，投资者唯有以 PMI 等调查数据作为经济预判的参考指标，但从市场运行走势来看，基本面因素对交投情绪的影响始终偏弱，资金面和配置压力分别成为主导短期二级市场和一级市场走势的绝对力量，上周尽管受累于偏紧的资金面二级市场估值调整，但一级发行市场上，依然出现认购热情高涨、中标利率低于二级市场估值的情形。**银行间短融各评级收益率出现 10BP 以内回调，3-5 年期中票低评级品种收益率逆势下行，其余各评级收益率上行 5BP 左右。**

分市场表现来看，银行间市场，短融各评级绝对收益率水平在 4.8% 以内，1 年 AAA 和超 AAA 品种仍在 4% 以下；3 年附近除 AA-品种收益率微幅回落 2BP 以外，其余各评级品种收益率震荡上行，3 年 AA 及以上评级中票绝对收益率在 5% 以内；5 年附近中票，仅 AA 和 AA-品种收益率维持稳定，AA+及以上评级品种收益率在 5% 以内，5 年 AA 收益率维持在 5.45% 的水平。信用利差表现上，上周对应期限利率债收益率上升幅度略低于信用品种，短融中票各评级信用利差多数小幅上行，目前 1 年期 AA 和 AA-短融信用利差已经压缩至历史 1/2 分位数以下，AAA 和超 AAA 短融距离历史 1/2 分位也仅存 10BP 左右空间，3 年中等评级中票信用利差已经降至 1/4 分位，仅 AA-品种对比 1/4 分位数尚存 40BP 左右空间；5 年期限附近中票与 3 年期各评级信用利差分布状况基本相同，仅 5 年 AA-利差角度配置价值突出，上周市场表现上，3-5 年期 AA-中票也更为投资者所青睐。短期的资金吃紧并未造成机构谨慎情绪升温，央行维持资金利率稳定而非大幅收紧的流动性预期之下，部分机构配置需求仍将持续释放。企业债方面，7 年 AA 城投下半周成交收益率多数稳定在 6.4%-6.6% 附近。

上周末交易所资金利率飙涨，全周 7 天均值超过 4%，各板块债券多数调整。分离债大跌，活跃券收益率上行幅度超过 10BP，其中石化上 20BP、长虹上 15BP；公司债利率多数上行，地产债新潮、泛海、名流收益率分别上行 11、10 和 22BP，11 超日债净价下跌，收益率累计上行 52BP；城投债调整幅度相对温和，铁岭、怀化、长兴收益率上行超过 10BP，10 楚雄债上行 7BP，10 红投 02 上行 9BP。

相关研究：

广发证券固定收益信用策略周报：“当断不断，其后必乱——信用策略观点”	2013-02-06
广发证券固定收益研究信用策略周报：“基础利率小幅调整无碍信用市场继续走牛——信用策略观点”	2013-02-01
广发证券固定收益研究信用策略周报：“市场做多情绪仍将蔓延——信用策略观点”	2013-01-28

● 银行表内对债市支持力度增大

我们在 13 年信用年度策略中所提出的：**1. 银行实际资本压力不高；2. 全年盈利问题是真正焦点；3. 资本新规对银行配置行为影响更多表现为同业业务激进的中小银行配置向信用债倾斜**——上述三个观点均不同程度得以印证：

首先，从银监会公布的数据来看，12 年商业银行累计实现净利润 1.24 万亿元，同比增长 18.9%，对全行业核心资本补充效果明显，截止年末商业银行资本充足率 13.3%，核心资本充足率为 10.6%，均升至历史最高水平；

其次，短期贷款利率下降和中长期贷款重定价导致银行资产收益水平存在持续向下的压力，定存占比攀升和储蓄理财化趋势对银行负债成本的抬升作用突出，商业银行表内对高收益资产的需求上升，表现在资产配置选择上，一方面中长期贷款投放增加，另一方面对长期利率债和信用债的需求上升，从中债公布的 2 月托管量数据来看，国债由于到期量较高的原因，2 月全市场净供给为负，而商业银行依然小幅增持 73 亿，政策性金融债配置上力度尤强，以全国性商业银行为增持的绝对主力，中票的配置上，12 年广义基金吸收了 60% 以上的新增中票，2 月最新数据显示广义基金对中票的吸纳力度依然在一半左右，而银行对中票的配置力度也开始上升，以全国性商业银行为最为突出；

另外，1 月金融机构新增外汇占款人民币 6837 亿元，超过去年全年规模，并创下单月历史最高纪录，测算金融机构 1 月底超储水平在 2.2% 附近，2 月底超储率略低或持平于该水平（上周资金紧张更多表现为缴准和机构预期下阶段性、结构性的短暂失衡）。相较去年同期存款增长乏力、贷存比压力升温、资金大幅波动导致结构性流动性紧张频繁发生的情况，今年以来宽松资金面助推银行金融资产规模扩张重新步入加速通道，尤其对中小银行利用同业资金扩张负债来源、期限错配进行资金业务运作提供了良好的环境。从银监会公布的各机构规模增速来看，以股份制、城商行为代表的中小商业银行 1 月规模增速迅速上行，大行则仍处于去年以来温和下滑的通道，年初实行的资本新规提高了银行同业业务运作的资本成本，中小商业银行自身对信用债的配置意愿相应增加，4 季度银行不良贷款余额增速下滑，一定程度抬升银行年初风险偏好，宽松资金面支持之下银行表内对信用债的支持力度相较往年明显提升。

● 超日付息、地产调控新政出台，基础利率对未来几个月信用市场走势影响将加深

2 月以来“11 超日债”发行人超日太阳频发特别风险提示公告，申明公司流动性困难未得到缓解，资金仍然较为紧张，“11 超日债”是否能按时首次付息存在不确定性。上周五，超日最终发布付息公告，同时公告的事项包括公司管理层变更，以及拟对包括应收款项、存货等在内的相关资产计提减值准备、拟在 2013 年继续对控股子公司提供不超过 14.5 亿元人民币担保额度等。继上周公告付息后，ST 超日 5 日再次发布特别风险提示，由于 12 年预亏 13.69 亿，“11 超日债”将自 4 月 18 日年报拟披露之日起被实施停牌，深交所将在停牌后 15 个工作日内作出是否暂停债券上市交易的决定，同时公告此前木里煤业发来暂停股权转让意向函，青海国资接盘超日计划搁浅。在行业整体产能过剩、景气低迷，海外双反政策施压、电站收益风险增大，国内银行流动性支持意愿大幅下降和“国有化”意向落空的情况下，付息问题尽管暂时得以过渡解决，但投资者对超日付息资金来源、最终债务偿付能力仍存疑虑，加之年报披露日期将近，发生流动性风险概率大增，超日债最终付息后净价大跌，投资者博弈债券兑付的投机情绪降温。

上周地产调控“国五条”颁布，政策力度和出台时间超出市场预期。20% 自有住房转让所得税率对投资性需求的打压作用明显，如若实施将直接抑制市场二手房需求，导致刚需集中分流至新房市场，投资者因此对未来地产销售前景和地产投资走向的担忧情绪上升。房地产销售状况 12 年基本延续了持续复苏的态势，从上市房地产公司的现金情况来看，剔除预收款后的库存销售比在 3 季度出现下降，现金整体回暖状况良好，新政对地产投资的冲击力度当弱于 10 年，并且与城镇化相伴随的基建投资政策抵补空间仍存，中期来看难以真正撼动投资者对经济温和复苏的预期。在信用风险事件仍走向平复归途、配置型机构追逐绝对收益情绪升温、资金成为驱动利率和信用市场行情的绝对主导因素和市场估值已到高位位的当前，判断利率和信用市场走向的逻辑趋同将导致基础利率对信用走势的影响加深。

信用债YTM及变动

表1: 短融YTM及变动

短融	3M		6M		1Y		中票	3Y		5Y	
	YTM	变动	YTM	变动	YTM	变动		YTM	变动	YTM	变动
AAA	3.81	10.0	3.85	8.6	3.94	7.7	AAA	4.45	5.2	4.78	4.5
AA+	3.97	10.0	4.01	8.6	4.10	7.7	AA+	4.67	5.1	5.00	1.6
AA	4.12	10.0	4.16	8.6	4.23	5.7	AA	4.93	5.1	5.45	-0.4
AA-	4.41	10.0	4.51	5.6	4.73	3.7	AA-	5.70	-1.8	6.36	-1.5

表2: 中票YTM及变动

表3: 企业债YTM及变动

企业债	1Y		3Y		5Y		7Y		10Y		15Y	
	YTM	变动	YTM	变动	YTM	变动	YTM	变动	YTM	变动	YTM	变动
AAA	3.91	6.7	4.42	5.2	4.75	4.5	5.00	-0.8	5.00	-0.8	5.18	0.2
AA+	4.20	6.7	4.80	5.1	5.13	1.6	5.52	-1.8	5.52	-1.8	5.85	-0.8
AA	4.36	6.7	5.05	3.2	5.60	-1.5	6.10	-4.8	6.10	-4.8	6.46	-0.8
AA-	4.87	4.7	5.80	-0.8	6.46	-2.5	6.92	-3.8	6.92	-3.8	7.37	-2.8

信用利差及变动

表4: 短融利差及变动(bp)

短融	3M				6M				1Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
本周	112	128	143	172	112	128	143	178	117	133	146	196
上周	109	125	140	169	113	129	144	182	115	131	146	198
变动	2	2	2	2	-1	-1	-1	-4	2	2	-1	-2
1/4分位	68	82	98	112	78	94	106	124	88	111	124	151
1/2分位	90	111	125	145	99	128	135	172	112	145	157	200
3/4分位	124	157	166	219	127	162	176	224	138	177	193	243

表5: 中票利差及变动(bp)

中票	3Y				5Y				7Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
本周	134	156	182	259	147	169	214	305	157	194		
上周	132	154	180	264	145	170	217	309	157	195		
变动	2	2	2	-5	2	-1	-3	-4	0	-1		
1/4分位	116	151	172	222	132	176	211	249	147	196		
1/2分位	141	182	207	266	150	200	238	282	162	214		
3/4分位	157	210	239	314	167	217	259	341	172	226		

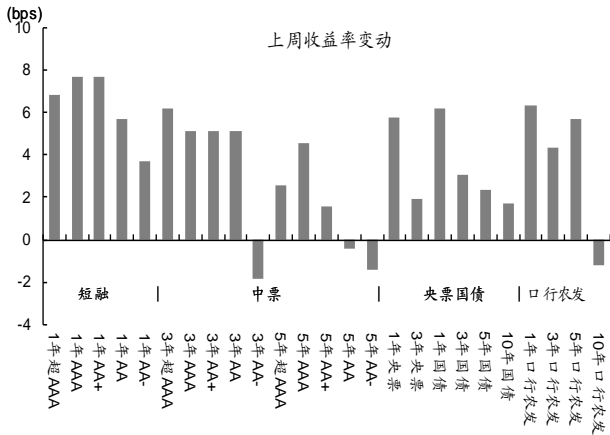
表6: 企业债利差及变动(bp)

企业债	1Y				3Y				5Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
本周	117	146	162	213	131	169	194	269	145	183	230	316
上周	115	144	160	213	129	167	194	273	142	183	233	320
变动	2	2	2	0	2	2	0	-4	2	-1	-4	-5
1/4分位	103	142	165	201	103	155	182	221	111	167	188	235
1/2分位	122	162	189	236	125	177	206	264	137	188	225	293
3/4分位	142	185	213	266	150	203	243	314	156	223	270	351

表7: 企业债利差及变动(续)(bp)

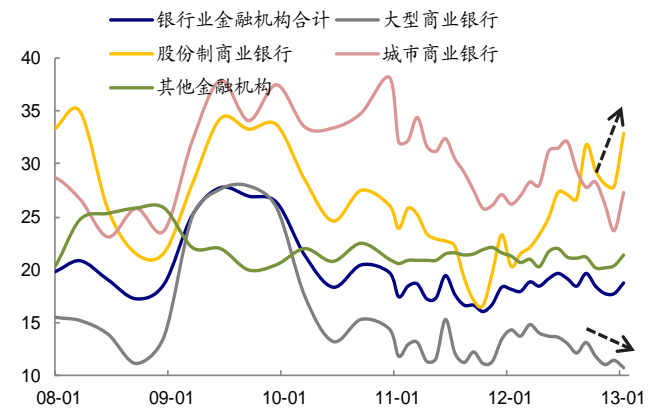
企业债	7Y				10Y				20Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
本周	153	205	263	345	159	226	287	378	162	231	289	385
上周	153	206	267	348	160	228	289	382	164	233	291	388
变动	-1	-2	-5	-4	-1	-2	-2	-4	-2	-2	-2	-3
1/4分位	110	171	190	249	100	166	193	251	87	157	186	234
1/2分位	137	193	229	299	138	192	230	302	128	184	217	297
3/4分位	159	228	279	366	159	232	285	387	157	229	285	387

图 1: 资金吃紧致上周银行间信用债收益率回调



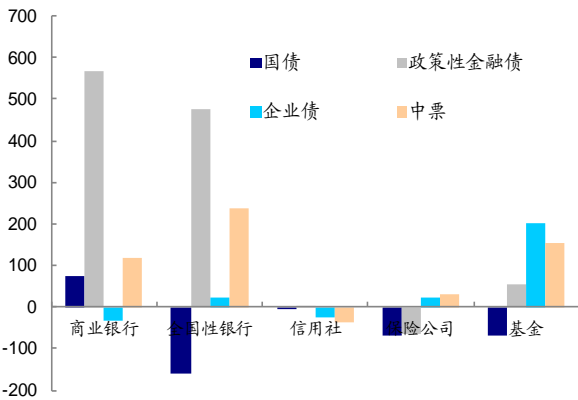
数据来源: 广发证券发展研究中心、WIND

图 2: 13年1月中小银行资产同比增速上升



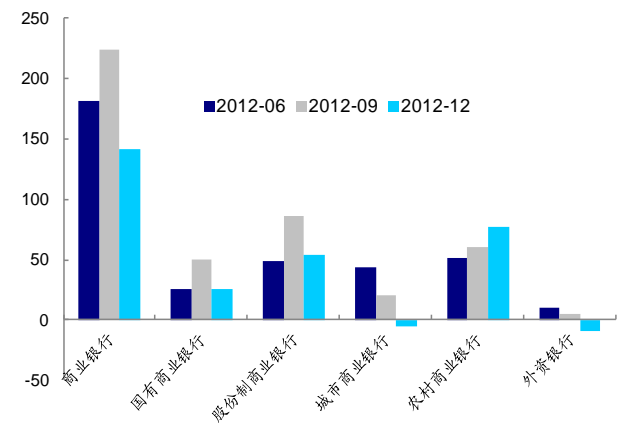
数据来源: 广发证券发展研究中心、WIND

图 3: 银行表内配置需求持续旺盛



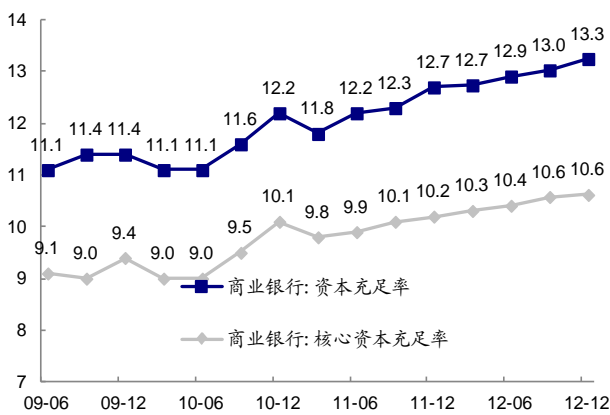
数据来源: 广发证券发展研究中心、WIND

图 4: 12年四季度银行不良贷款增长减速



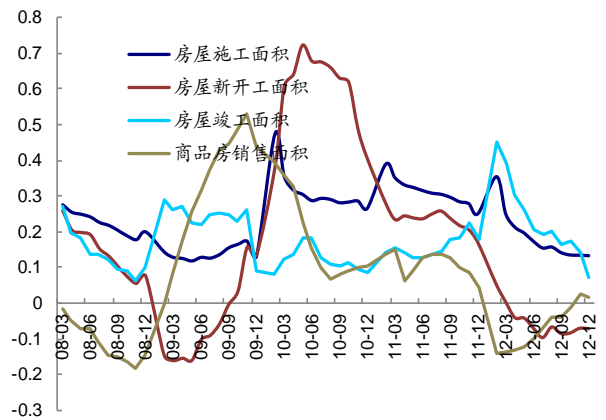
数据来源: 广发证券发展研究中心、WIND

图 5: 商业银行资本充足率升至高位



数据来源: 广发证券发展研究中心、WIND

图 6: 地产销售同比持续回暖



数据来源: 广发证券发展研究中心、WIND

广发固定收益研究小组

- 徐寒飞：首席分析师，复旦大学管理学博士，2009~2011 年获新财富最佳债券研究团队第一名，2011~12 年《The Asset》亚太区本币债券研究中国区第四名（个人），第五名（个人），2012 年进入广发证券发展研究中心。
- 徐芸：债券研究员，西安交大金融学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心，联系方式：xy18@gf.com.cn, 0755-23942150。
- 刘阳：债券研究员，北京大学经济学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心，联系方式：gfluy@gf.com.cn, 021-60750654。
- 刘鹏：联系人，复旦大学理学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心，联系方式：liup@gf.com.cn, 021-60750653。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。