

# 信用债双向扩容 基金追捧暗藏两大隐忧

□本报记者 葛春晖

## 发行井喷 全年或超过4万亿

距年底仅剩两周多时间,信用债一级市场依旧显得十分忙碌。12日这一天,中国货币网就发布了7家公司的发债公告,品种涵盖商业银行次级债、企业债、短融券、中票等多个品种。而据Wind资讯截至12日的不完全统计,今年以来各类信用债发行规模已达39765亿元,如无意外,全年发行总额有望轻松超过4万亿大关,较去年的2.76万亿增长近五成。

具体券种方面,今年发行规模较大的信用债主要是:一般中期票据10924亿元、一般短融券8484亿元、一般企业债6024亿元、超短融5787亿元、公司债2404亿元,以及商业银行债1627亿元。其中,商业银行债、一般企业债、公司债、中票、超短融扩张明显,分别比去年多发行1240亿元、3522亿元、1112亿元、2791亿元和3697亿元。

对于推动今年信用债井喷式增长的原因,分析人士认为,一是货币政策有所调整,鼓励扩大直接融资比例;二是相对于信贷而言,债券融资成本低、渠道通畅,企业发债意愿高涨;三是在经济持续下滑、政策转向维稳后,相关政策出现了定向放松。比如,大幅增长的商业银行债中,大部分是央行和银监会会支持小微企业贷款而特批的专项金融债。

在非金融企业债中,城投债的爆发更是引人关注。据华泰证券统计,截至今年10月31日,产业债和城投债累计净融资规模分别达到1.25万亿元和0.58万亿元,超出去年全年总额的18%和108%。不难看出,在产业债发行规模稳步增长的情况下,城投债是推动今年信用产品供给放量的主要动力。对此,招商证券从审批放行的角度给予了解释,首先,今年以来发改委全面放开了企业债发行审批门槛,地市级与区县级平台蜂拥而至,城投类企业债发行量不断创下历史新高;其次,主管短融、中票等债务融资工具发行的交易商协会也正式向地方平台敞开大门,使得中票的净增量也大幅增加。

## 广义基金崛起 需求同步扩容

面临庞大的新债发行冲击,今年的信用债市场并未出现类似于去年下半年的断崖式下跌,反而在上半年走出一波小牛行情,而且在扩容加速的下半年也总体上保持了震荡走势。究其原因,分析人士认为,一方面,今年以来经济、通胀双双探底企稳,但总体均处于低位,对债券市场整体有利;另一方面,包括公募基金、理财产品、信托产品等在内的广义基金同步扩容,更是有力吸纳了新发信用债的不利冲击,成为驱动信用产品收益率下行、利差缩窄的主要动力。

据中债登最新数据显示,11月基金债券托管量增加2452亿元,为连续第8个月净增债券;今年以来,基金累计净增债券6647亿元,而截至11月末,基金的托管总量已超过保险机构,成为仅次于商业银行的第二大债券持有人。按照中债登的解释,此处的基金是指含证券基金、年金、基金公司、社保基金、基金会、产业基金、保险产品、信托计划、基金特定组合、证券公司资产管理计划等在内的广义基金类机构。而据Wind最新统计,目前我国市场上共有债券型基金199只,较去年底增加58只,资产净值增加1244亿元;货币型基金为86只,较去年末增加35只,资产净值增加2374亿元。二者合计净增规模3618亿元,距广义基金增持6647亿元的数额仍有明显差距。

不难发现,在公募基金热发的同时,属于广义基金范畴内的信托理财等投资工具的发展,给信用债市场发展注入了更多的新鲜血液。中投证券、国泰君安证券等机构均在其信用债年度策略报告中表示,2012年以来,广义基金已取代银行、保险,成为企业债、中票的主力增持者,其中,银行理财和货币型基金占据了较大的比重。

## 警惕两大风险 市场环境中性

2012年信用债暴增已成定局,展望2013年,分析人士认为,在经济增长偏弱、地方政府投资冲动强烈以及社会融资结构继续优化的情况下,信用债还不具备缩量的可能,预计2013年信用债总供给达2.5万亿元,较2012年仍有小幅上升。那么,需求端是否能相应跟上供给的步伐呢?

国泰君安证券认为,从美国经验来看,未来随着我国经济和通胀双双步入稳定期,居民金融资产中存款或将持续下降,而存款转移至各类基金、支撑信用债市场的需求将相应维持高速增长。该机构表示,在广义基金中,银行理财将成为主导力量。据测算,目前银行理财余额在6万亿元左右,今年年底有望达到7万亿元,其中约60%会投向货币债券市场。

事实上,今年货币型基金发行之所以呈现几何级增长,其主要推动力也是居民理财需求导致的存款搬家行为,发行量突飞猛进的主要是理财型货币基金。可以说,“理财时代”到来,为我国信用债市场发展提供了一片广阔沃土。

当然,尽管广义基金将对明年信用债市场构成有力支撑,但其背后所隐含的风险也引起了不少机构的关注。中投证券指出,风险之一来自资产切换风险。由于此类广义基金具备大类资产切换能力,2013年在经济温和回升的过程中,股票市场的盈利性可能会引发部分跨市场资金在权益和债券之间切换,从而引起信用债市场波动;风险之二,针对影子银行进行整顿的政策风险同样值得关注。由于广义基金等部门实际上持有一部分信贷资产、票据资产和信用债,已经有了影子银行的身影,而这一领域的缺乏监管和操作不规范等问题已经引起了监管层的重视,未来可能会影响到信用债资本成本上升和理财配置意愿。

总体而言,分析人士认为,考虑到经济小幅回暖、通胀温和可控制以及供需总体平衡等因素,预计2013年信用债将面临相对中性的市场环境,全年行情机会风险皆有限。投资策略方面应以票息收入为主,兼顾品种流动性、资本利得的机会和持票息的回报。

“在跌宕起伏的2012年债券市场上,信用产品无疑是最大的赢家。一方面,一级市场发行如火如荼,全年发行规模有望超过4万亿,达去年的1.5倍之多;另一方面,二级市场行情可圈可点,收益率走低和信用利差收窄并存。究其原因,今年经济和货币环境对债券市场有利固然是功不可没,而与信用债大扩容相对应,包括公募基金、银行理财、信托等在内的广义基金类机构异军突起带来的需求爆发式增长更是不容忽视。

分析人士指出,未来信用债规模扩张具有确定性,而在我国迈入“理财时代”的大背景下,广义基金仍将是信用债增持的中坚力量;但同时,考虑到此类资金在大类资产配置上切换灵活,且管理层或强化对影子银行的监管,信用债双向扩容的均衡状态能否持久则存在一定不确定性。

“

## 扩容不止 安全为上 由高收益转向高等级

□中信证券 杨丰

四季度以来,信用债收益率呈小幅平坦化走势。由央行逆回购操作维系的均衡资金面并未给予短端市场足够的信心,各等级短融收益率不降反升;中长期限品种则由于经济复苏预期较弱,且通胀水平继续下行,表现相对较好,其中以城投债为代表的低信用评级债券收益率下行明显。对于2013年的信用债市场走势,我们需要从信用风险、利率风险、资金面等风险进行综合分析。

在信用风险方面,我们关注到,自2010年以来,上市公司净资产利润率随经济增长的下滑而明显下行,其中尤以航运、光伏、钢铁、机械等行业最为显著。此外,负债率、货币资金/短期债务等指标均显示上市公司的偿债能力有所下行,微观企业信用资质的弱化可以从明显增多的债券市场评级下调次数上得到一定体现;所幸的是,从10月份工业企业利润数据看,近期工业增速的企稳回升已经在一定程度上带动了企业经营效益的改善,我们预计上市公司的盈利水平可能也将逐渐随宏观经济的温和复苏有所回暖,这对于缓解企业信用风险有一定的正面支撑,但是改善幅度和持续性仍需要持续关注。与信用风险密切相关的政

府救助可能带来的企业预算软约束问题。事实上,政府救助预期的上升也是今年中低评级债券表现较好的重要原因之一,包括山东海龙、江西赛维、新中基在内的案例也说明,不论是国企还是民企,地方政府都有进行救助的动机。往后看,短期内地方政府仍有“呵护”信用债市场的动机和能力,但债券市场规模的不断放大和可能持续出现的信用事件将考验政府救助的底线。

至于经济基本面,自9月份以来宏观经济已有一定幅度反弹,因此近期市场对于经济复苏的预期有一定强化。从社会融资总量看,有赖于企业债券、委托贷款及信托贷款等融资渠道的支撑,今年同期社会融资总量维持相对高位,这在一定程度上推动了经济的见底回升。我们预计未来社会融资总量将维持相对平稳的规模,经济将保持温和复苏,通货膨胀水平可能也将见底回升,这可能在短期内对市场形成一定负面冲击。

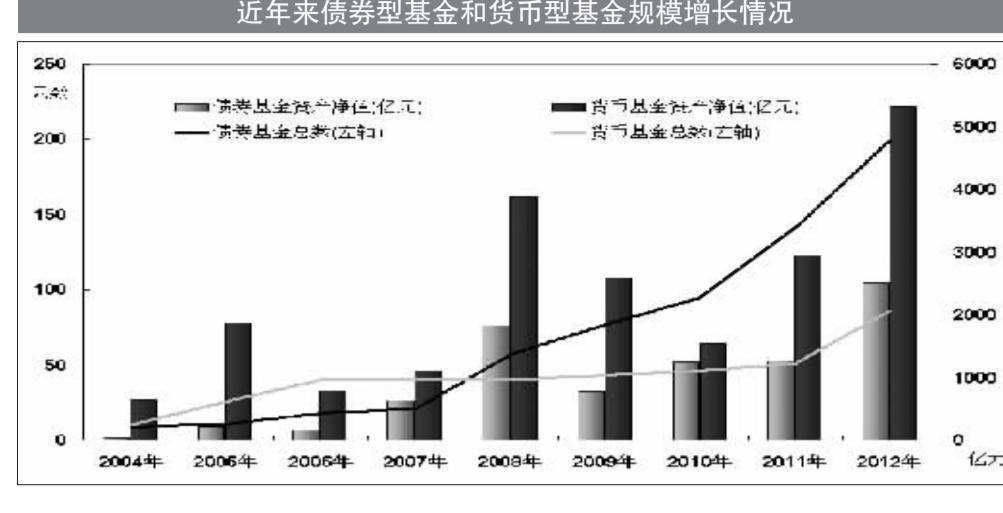
资金面的波动则将主要依赖于央行公开市场操作的变化。目前来看,逆回购操作的适应性调整使得资金面难以维持大幅宽松的状态,但也难以出现异常紧张的局面,资金利率可能维持相对均衡水平,资金面对市场形成明显冲击的概率较低。

另外,从信用债供给来看,以中

票(含私募票据)、企业债和公司债为主体的非金融企业信用债扩容趋势仍将延续,预计2013年信用债总供给量将达2.5万亿元,较2012年小幅增加;从需求端看,2012年1-11月,基金类机构对于企业债和中票的持仓净增量分别达到3000亿元和3400亿元左右,分别占总量的55%和70%,其中可能以商业银行理财为主;对于依赖某一类机构的特点使得信用债的未来需求存在一定隐忧,需要密切关注监管机构对于商业银行理财可能的政策调整;同时需要关注的是,2011年1-11月,交易所企业债券托管规模上升至1100亿元,由于融资便利引起的“搬家”现象较为明显,需要关注股票市场波动对于此类需求的冲击。

综合上述方面,我们认为2013年信用债市场的整体投资环境偏中性,就目前对经济及政策的判断而言,收益率中枢整体可能有一定上移,但不存在大幅上行的条件,票息可能将是明年债券投资的主要收入来源,资本利得则较为有限。从投资策略看,高等级债券安全边际相对明显,可以考虑择机增仓,而中低等级品种利差过低,建议仅选择优质城投债、中票及公司债,以获取票息收入;从期限选择看,建议将长期控制在3年内,等待更好的时机建仓。

## 近年来债券型基金和货币型基金规模增长情况



## 信用债扩容保持“进行时”

□中债信用增进公司 赵巍华

2009年以来中国信用债市场迈入跨越式发展的时期。信用债市场,特别是以短融、中票为代表的银行间信用债市场高速发展,信用债品种日益丰富。截至2012年11月末,信用债存量约65000亿元,较2008年末的约12000亿元增长440%。四年,信用债市场扩容是宏观层面一系列“灾时”、“灾利”、“灾和”合力的结果。展望2013年,上述因素仍将发挥作用,信用债市场将继续扩容。

首先,“灾时”仍在。中央关于大力发展直接债务融资市场的主要动力。可以确定的是,未来债务融资市场将继续扩容,而金融体系内生的直接融资对间接融资的替代进程还将持续,均利于信用债市场扩容。

第三,信用债市场对企业融资有较强吸引力,占据“灾和”。首先,监管竞争推动的发行效率提高和产品创新使得非金融企业进入直接债务融资市场的门槛不断降低。其次,信用债相对于银行信贷、信托的较低发行融资利率对企业有很强的吸引力。此外,企业进入直接债务融资市场可拓宽融资渠道,并提高对当地银行的议价能力,对改善企业运营亦有帮助。在经济增长偏弱、企业盈利低迷的情况下,未来企业通过发债来置换银行贷款的动力仍然很强。

展望2013年,受诸多有利因素助推,信用债市场仍将继续保持扩容。随着发行主体增多,直接融资渠道的替代加速,成为近两年信用债市场扩容的主要动力。可以确定的是,未来债务融资市场将继续扩容,而金融体系内生的直接融资对间接融资的替代进程还将持续,均利于信用债市场扩容。

第二,“灾利”犹存。受利率市场化、货币存比逼近上限等推动,直接债务融资对银行间接债务融资的替代进程仍将继续。从产品属性看,信用债、信贷、信托

的替代进程仍将继续,未来企业通过发债来置换银行贷款的动力仍然很强。

展望2013年,受诸多有利因素助推,信用债市场仍将继续保持扩容。随着发行主体增多,直接融资渠道的替代加速,成为近两年信用债市场扩容的主要动力。可以确定的是,未来债务融资市场将继续扩容,而金融体系内生的直接融资对间接融资的替代进程仍将继续,均利于信用债市场扩容。

第三,信用债市场对企业融资有较强吸引力,占据“灾和”。

首先,监管竞争推动的发行效率提高和产品创新使得非金融企业进入直接债务融资市场的门槛不断降低。其次,信用债相对于银行信贷、信托的较低发行融资利率对企业有很强的吸引力。此外,企业进入直接债务融资市场可拓宽融资渠道,并提高对当地银行的议价能力,对改善企业运营亦有帮助。在经济增长偏弱、企业盈利低迷的情况下,未来企业通过发债来置换银行贷款的动力仍然很强。

展望2013年,受诸多有利因素助推,信用债市场仍将继续保持扩容。随着发行主体增多,直接融资渠道的替代加速,成为近两年信用债市场扩容的主要动力。可以确定的是,未来债务融资市场将继续扩容,而金融体系内生的直接融资对间接融资的替代进程仍将继续,均利于信用债市场扩容。

第二,“灾利”犹存。受利率市场化、货币存比逼近上限等推动,直接债务融资对银行间接债务融资的替代进程仍将继续。从产品属性看,信用债、信贷、信托

的替代进程仍将继续,未来企业通过发债来置换银行贷款的动力仍然很强。

展望2013年,受诸多有利因素助推,信用债市场仍将继续保持扩容。随着发行主体增多,直接融资渠道的替代加速,成为近两年信用债市场扩容的主要动力。可以确定的是,未来债务融资市场将继续扩容,而金融体系内生的直接融资对间接融资的替代进程仍将继续,均利于信用债市场扩容。

第三,信用债市场对企业融资有较强吸引力,占据“灾和”。

首先,监管竞争推动的发行效率提高和产品创新使得非金融企业进入直接债务融资市场的门槛不断降低。其次,信用债相对于银行信贷、信托的较低发行融资利率对企业有很强的吸引力。此外,企业进入直接债务融资市场可拓宽融资渠道,并提高对当地银行的议价能力,对改善企业运营亦有帮助