

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为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个月净增持债券;今年以来,基金累计净增持债券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投资基金、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6万亿左右,今年年底前有望达到7万亿,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,发行量突飞猛进也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有票息的回报。

“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降,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是政

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;过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,交易所企业债托管规模上升近1100亿元,由于融资便利引致的“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,建议将久期控制在3年以内,等待更好的时机建仓。

温州银行下周发行12亿次级债 农行或加入年底次级债发行大军

□本报记者 张勤峰

温州银行12日发布公告称,将于本月17日至18日在银行间债市发行不超过12亿元次级债券。

据公告显示,本期债券为10年期固定利率品种,在第5年末附有前提条件的发行人赎回权;票面年利率将通过簿记建档、集中配售的方式确定;采用单利按年计息。主承销商为中金公司。经大公国际综合评定,发行人主体评级为AA-级,债项评级为A+级。

目前来看,本期债券将是继12

上行次级债之后,本月发行的第二期商业银行次级债券,但预计不会是最后一期。

值得一提的是,12日农业银行于上证所发布公告,称其发行不超过500亿元人民币次级债已获相关部门批准。该项次级债发行预案于今年10月29日获得农行股东大会审议通过,决议有限期为24个月。有业内人士预计,为避开即将于2013年实施的新资本管理办法,农行很可能在年前完成500亿元次级债券发行。在此之前,四大行中的工行、建

行和中行均已在年内进行次级债券融资,规模合计830亿元。

据万得资讯统计,截至本月12日,今年以来各商业银行共发行次级债21只,规模1336.20亿元。其中,有8只合计736.20亿元的次级债是11月以后发行的。业内人士分析,这主要是因为新资本管理办法规定自2013年起银行发行的“不含减记或转股条款”的次级债等将不再被计入监管资本,从而达到充实资本金的目的。年底前这一个多月时间,就成为抢发“旧式”次级债的最后时机。

短期债市难改弱勢格局

□第一创业投资顾问部

由于临近年末机构心态较为谨慎,近期银行间债券市场涨跌互现,维持弱势震荡态势。

周三利率市场交投清淡,弱势依旧。10年期国债成交于3.58%,10年期国开金融债成交于4.46%。信用债方面,短融中票涨跌互现,12联通CP001收益率上行4BP至4.46%,12中煤MTN1成交持平于5.09%;公司债中交投活跃的房产债和中低评级债表现较好,09名流债和09宏润债到期收益率均下行7BP至6.47%和6.45%。交易所企业债交投活跃,成交品种期限集中于5-7年,11丹东债和09怀化债收益率分别小幅下行2BP和1BP至7.00%和6.50%。

11月宏观经济数据披露后,进一步强化了市场对于经济企稳回暖的预期,但债券市场并没有遭遇明显抛压,主要是因机构倾向于认为当前经济复苏的态势仍然偏弱。首先,PPi环比增长-0.1%,其中生产资料价格环比反季节下滑,表明当前工业生产并未出现实质性好转;其次,11月固定资产投资新增额由上月的22.41%降至19.96%,其中基础设施投资增速大幅下滑,与近期地方融资平台和信托业务的清理对基建投资的资金面造成负面影响有关;最后,11月出口同比增速大幅下滑至2.9%,结束了此前两个月的大幅反弹,表明外部需求仍面临较大不确定性。

信用债市场经过12月份以来的调整后,近几日收益率上行的趋

势放缓,部分高收益信用债收益率反而在资金面推动下再度下行,配置需求仍然较为旺盛。但考虑到12月中下旬资金面将有所趋紧,加之权益市场的强劲反弹,我们认为债市弱勢格局短期不会有大的改变。



第一创业证券
FIRST CAPITAL SECURITIES

买债券到一创
实现财富稳健增长

客服热线: 400-888-1888 公司网址: www.ftsc.com

年内国债发行收官之作

10年期12国债21招标符合预期

财政部12日招标发行了年内最后一期国债——10年期的2012年记账式附息第二十一期国债。据中国债券信息网的信息显示,本期国债中标利率3.55%,首场认购倍数为1.81倍,均符合市场预期。

招标情况显示,本期国债首场280亿元招标额度共获得506.3亿元

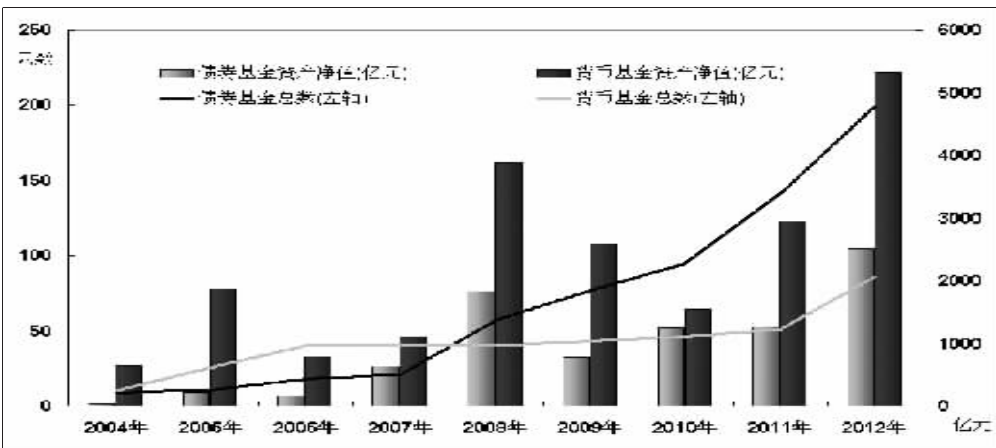
资金参与认购,对应认购倍数1.81倍。首场招标结束后,甲类机构追加认购10.1亿元,使得本期国债实际发行规模达到290.1亿元。在中标利率方面,本期债券中标利率为3.55%,接近此前多家机构3.56%的预测均值。

国海证券分析师高勇标表示,本期国债为2012年全年发行的最后一期国债,但这一因素可能也并

未对实际认购产生太大影响。从1.81倍的认购倍数来看,不高不低、基本平稳。当前二级市场10年期国债收益率也在3.55%左右,实际中标利率基本符合预期。

一位银行交易员也指出,尽管近期债市利率产品走势偏弱,但宽松的资金面仍给予一级市场支持,新发券种配置需求保持稳定。(王辉)

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大发展的时期。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扩容,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%。四年来,信用债市场扩容是宏观层面一系列“天时”、“地利”、“人和”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,“天时”仍在。中央关于大力发展直接债务融资市场的战略意图是长远且稳定的,这为发展信用债市场提供了良好的政策环境。信用债市场的多头监管格局,促进监管竞争,有利于信用债市场发展。目前在信用债一级发行市场,交易商协会主导短融、中票等非金融企业债务融资工具的注册发行,发改委主导企业债的审批发行,证监会则主导公司债、中小企业私募债等交易所债券的审批发行。为促进各自所辖信用债品种规模扩容,各监管部门积极推出利于信用债市场发展的各类新措施。这些举措中最重要的是两方面:一是实施新规以简化信用债发行流程、提高发行效率。二是大力推动信用债品种创新,以此推动信用债市场扩容。

未来一段时间,监管竞争的存在,将继续对信用债发展起到较强推动作用。第二,“地利”犹存。受利率市场化、资产比逼近上限等推动,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、信托等都属于债务融资范畴;从市场格局看,信用债市场和信贷市场等都属于债务融资市场的重要组成部分。2009年以来信用债市场的蓬勃发展可归因为两大因素:中国债务融资市场规模增长,以及“以贷转债”等直接债务融资渠道对间接债务融资渠道的替代。2009-2010年信用债扩容主要由信用市场整体规模的增长所推动,但2011年后由于利率市场化进程的深入、银行资产比逼近上限等因素影响,直接融资渠道对传统银行间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。可以确定的说,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“人和”。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扩容。随着发行主体增多,特别是低评级发行主体增加,信用债市场零违约的局面或被打破。但由于政府隐性信用担保,短期内信用债市场系统性信用风险不大。

债基经理:

大扩容时代 违约风险需未雨绸缪

□本报实习记者 曹乘瑜

2012年是债市爆发的一年。在这一年即将结束的时刻,经济数据显示宏观经济已经企稳。债券基金经理们认为,受益于开工需求的回暖,明年企业债将可能延续大扩容态势,而经济缓慢回升预计不会对债市带来太大的风险。不过需要注意的是,随着扩容的持续进行,投资者应当警惕信用事件的超预期冲击。

企业债发行量倍增

11月经济数据显示经济已经企稳,生产、投资和消费数据全面改善,但基金经理们认为,经济企稳后增速并不会很快回升,这意味着债市所面临的利率风险有限。如中邮基金固定收益部总经理张萌表示,经济结构调整优化、各行业产能合理回归,将是一个较长期的过程,总体有利于固定收益市场发展。

企业债等信用债继续“扩军”则是今年债券市场的一大特点。今年受益于政策的宽松,信用债发行规模居高不下。根据Wind的数据,到今年10月底企业债发行量已经相比去年实现翻倍,而基金在年内也成为继商业银行之后的第二大企业债持有人。基金经理普遍认为,明年这一现象将持续。某银行系固定收益部副总裁表示,企业债市场扩容是一个长期趋势,一方面,债券融资的渠道比银行融资成本低,另一方面,随着经济企稳,明年企业的开工意愿增强,融资需求也将更加旺盛。

警惕信用风险超预期冲击

企业债扩容也带来了市场对违约事件发生的担忧。2012年,由于在海龙事件和赛维事件中接连出现政府“兜底”的行为,市场对信用风险已经极感麻木,但基金经理普遍认为,2013年企业利润仍然难有明显改善,这将影响到企业的偿债能力,投资者应当警惕信用事件的超预期冲击。

张萌认为,2013年个体信用风险的概率在增加,需要对个债的信用质量区别对待,严格防范违约风险。不过,信用债市场大范围违约风险可能性仍然很小。

年底正是布局来年行情的时刻。国金证券基金分析师张琳琳表示,目前正是债市布局明年的良好时机,12月的后半月资金面可能出现季节性紧张,银行等机构的卖债行为以及经济回暖都可能推动债券收益率阶段向上,可能提供低价买入债券的机遇,因为等到春节后流动性回归充裕,债券收益率通常会重新走低。在配置上,某债基经理表示,企业债方面,将侧重一些优质行业,例如消费品、医药行业,而对于周期性行业的企业债配置,则还要关注经济的复苏情况。

对于中小企业私募债,绝大部分受访基金经理都表示将不会特别关注。某债基经理认为,中小企业私募债的性价比并不高,收益率只比城投债高1-2个百分点,但是风险明显高于城投债。

■ 新债定位 | New Bonds

12进出26		预测中标利率【4.02%,4.10%】			
债券期限	5年	计划招标数量	219.2亿	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	荷兰式利率招标	招标日	12月13日
起息日	2013年1月16日	上市日	2013年1月22日	手续费	0.1%

国泰君安:年内银行间资金面总体将继续保持宽松。投资者对非国开金融债的需求依旧较踊跃,预计12进出26中标利率区间在4.04%-4.08%。

中银国际:年内金融债发行进入尾声,当前收益率水平较高,配置价值相对较好,建议投资者在4.02%-4.09%投标。顺德农商行:由于基本面难以大幅走好,债市收益率上行动力不足,维持震荡走势的可能性较大,预计12进出26期发行利率区间在4.05%-4.10%。(王辉 整理)