

信用债风险不容忽视 分化难以避免

本报记者 王辉

信用债再显强势

2013年开年以来,资金面宽松带动的配置行情,助推信用债收益率不断下行。银行间市场1年期各评级短融收益率累计下行幅度均超过30BP,其中AAA级短融的收益率当前已跌破4%关口,中票则以3年期限左右的AA+评级品种表现最为突出。从信用评级的单维角度看,年初至今AA+评级的信用债收益率下行幅度整体明显高于其他评级,而高等级品种由于绝对收益率不高,吸引力相对不足。

交易所信用债方面,1月以来交易所债市二级市场成交活跃,长短期品种有不同程度的上涨,短期品种涨幅更为显著,中低评级的信用债包括城投债仍受到投资者的青睐。

市场普遍认为,推动本轮信用债市场上涨的因素包括流动性超预期宽松、新一轮追求高收益的资金持续入场、市场风险偏好继续转暖,节前信用债新债供应量偏少等。

事实上,1月以来超日债违约风险的爆发,也几乎丝毫未能撼动信用债市场持续向好的局面。当前市场各参与机构对于信用事件非常钝化的反应,也在很大程度上印证了本轮信用债市场上涨行情中市场信心十分平稳。

不可忽视四大隐忧

尽管1月以来信用债市场持续向好,但对于未来信用债市场的表现,分析人士仍指出,需继续关注包括债市面临的外部压力、部分信用债违约风险可能进一步上升、节后信用债供应有望放量、市场风险偏好情绪受A股上涨压制等四方面的不利因素。

银河证券认为,虽然1月以来资金面的持续宽松构成了近期债市看多的核心理由,但也需要逐步关注基本面缓慢回暖对债市的影响。整体来看,今年一季度债市的环境可能是去年四季度“基本面回暖+资金面宽松”的延续,对债市的影响可能是结构性的。一方面收益率短端受资金价格走低的影响而保持低位运行,收益率中长端则面临着经济回暖和物价温和攀升的压力而小幅走高。而外部不利因素对于利率债的负面影响,也可能会向信用债市场传导。

广发证券则进一步指出,尽管近期宏观层面经济显示出一定的转暖迹象,但微观层面爆发信用风险的可能仍在升温,2013年中上游景气持续低迷的行业可能将继续成为信用风险事件的高发区。据该机构统计测算,截至目前已经有超过1000家上市公司发布业绩预告,业绩下滑公司数占比最高的包括黑色金属、交运设备、电子、交通运输、化工、机械设备和有色等,依然集中于中上游产能过剩、景气度持续低迷的几类行业。而从上市公司发行公司债的行业分布情况来看,依然以建筑建材、机械设备、化工、有色等强周期行业为主。在此背景下,相关行业的信用债品种违约风险仍需高度关注。

在信用债供给方面,广证恒生指出,受去年底发改委等监管部门的新政影响,年初以来城投债发行量规模较小。但在地方融资平台的资金融通需求驱使下,城投债的供给量将无法长期维持在目前的低水平,预计春节后城投债的供给规模将逐步回升。国海证券也进一步指出,综合2013年全年来看,基于现在的信贷成本和发债融资价差,信贷替换的进程仍将持续,信用债市场供应不会低于去年。根据往年的季节性债券发行状况,3月之后信用债的供应压力,可能会对市场走势产生明显影响。

与此同时,瑞银证券等机构也表示,股票市场近期强势上攻,可能不可避免地对信用债市场的表现产生压制。包括A股市场可能带动的资金分流压力、信用债市场风险偏好的回落风险,未来也需要进行关注。

信用债或分化

Wind数据显示,截至1月21日,2013年以来纳入统计范围内的229只债基在短短三周内,取得了高达1.74%的平均业绩回报。即使相比于去年债市最为火爆的时期,1月以来主流机构取得的收益,也已经十分可观。而经过2013年初的“龙抬头”之后,对于未来信用债市场的表现,此前多数主流机构均认为,后期市场将会以结构性行情为主,个券有望明显分化。

中投证券认为,目前信用利差短端已经处于中枢以下,其他期限基本位于中枢附近。从信用债市场的整体投资策略来看,在资金面不会进一步宽松的情况下,当前短端价值已不大,而对于其他期限而言,预计主要仍为票息收益为主,建议投资者持盈守成即可,无需追涨。

广发证券进一步指出,前期宽松流动性带来的套息空间扩大一定程度上可以弥补信用溢价不足的现实,但目前信用债估值已达到相对高位,风险事件升温影响被市场放大的可能性在上升,未来产业债整体收益率继续压缩的空间将较为有限。而相对而言,绝对收益率依然较高、基本面风险并未成为行情主要干扰因素的城投债,未来的投资价值有望更为突出。

海通证券也建议,未来要优先选择城投债,规避股东背景薄弱特别是民营企业的产业债。在评级和久期角度上,建议优选AA及质优AA-的信用债,并适当控制久期。该机构还认为,当前宏观经济处于复苏初期,且通胀仍处较低位置,从持有期收益的角度来说,在尽量避免信用风险的前提下,信用债投资依然还是票息为王。

年初以来资金面宽松、供需失衡,以及收益优势,奠定了信用市场偏暖的氛围。即便信用事件延续高发态势,也未能阻止投资者对于高收益债券的追逐,信用债行情持续强势超出预期。不过,从中长期来看,经济企稳与通胀抬头迹象明显,春节后供给提速具备相当确定性,大类资产配置进一步向权益资产倾斜的趋势正在形成,债券市场打破“零违约”也许只是时间问题。利好效应减弱,风险或许可控,但在投资者更加注重风险审核的背景下,信用债市场分化加剧将是大概率事件。

信用债逞强底气何在

□南京银行金融市场部 张明凯

在信用事件频发的背景下,近段时间信用债持续强势超出预期,仿佛市场已经淡忘了信用风险的存在。我们认为有三方面因素可以解释这一现象出现的原因。

一是资金面持续甚至超预期宽松。年初以来,资金面宽松是一系列偶然和必然因素的结果。偶然性因素在于2013年春节与2012年末时隔较长,必然性因素则是国内政策面维稳,以及对银行时点性存款考核的遏制。

从2009年开始,每逢年末资金面就会出现持续性紧张,年末银行对存款的考核压力,加上春节前私人部门对现金提取的需求是主要原因,前者引发了资金的结构性迁移,后者则导致大量现金从银行体系流出,这种系统性耗损降低了货币乘数,若年末与春节接近,两者叠加释放的利空效应更大。不过,自2012年以来,央行开始约束商业银行时点存款的行为,主流银行考核也开始从时点性存款向日均存款考核转移,在多次窗口指导后出现了一些效果,可以看到2012年月度存款的波动性要明显弱于前几年,这就降低了资金的迁移强度。

二是高收益资产稀缺,难解机构投资饥渴。债券在财富管理中的重要地位在2012年出现大幅度提升,根据我们的大致观察,2012年全年债券资产的收益/风险效用水平几乎在全部投资品中最佳,这吸引了社会资金的关注,类似债券型公募基金、债券类型理财产品发行都创出历史新高。此外“年终奖”效应对债券类产品的需求也有阶段性促进作用。

相对而言,整体利率中枢在经过较大幅度下行后,加上银监会对信托资产的限制,市场更难觅优质高收益资产。一方面为了吸引更多的资金,另一方面为了达到更好的收益预期,在供需不均衡情况下,市场向高收益资产进一步倾斜。再考虑到年初往往是信用债供给的“枯水期”,这种供需的不平衡短期有进一步加剧的迹象。

三是信用层面系统性好转与局部性恶化共存,矛盾尚不足以导致风险情绪集中爆发。从去年的赛维、新中基,到现在的超日太阳,债券市场信用风险事件不断,

市场利率来降低资金波动,甚至在近期推出了更具灵活性的SLO,对稳定资金面起到了切实的作用。市场原本以为2012年末至2013年春节前资金利率将持续紧张,而现实情况则是持续宽松,这种预期与现实之间的反差令做多动能迅速释放。

二是在资金面持续甚至超预期宽松。年初以来,资金面宽松是一系列偶然和必然因素的结果。偶然性因素在于2013年春节与2012年末时隔较长,必然性因素则是国内政策面维稳,以及对银行时点性存款考核的遏制。

从2009年开始,每逢年末资金面就会出现持续性紧张,年末银行对存款的考核压力,加上春节前私人部门对现金提取的需求是主要原因,前者引发了资金的结构性迁移,后者则导致大量现金从银行体系流出,这种系统性耗损降低了货币乘数,若年末与春节接近,两者叠加释放的利空效应更大。不过,自2012年以来,央行开始约束商业银行时点存款的行为,主流银行考核也开始从时点性存款向日均存款考核转移,在多次窗口指导后出现了一些效果,可以看到2012年月度存款的波动性要明显弱于前几年,这就降低了资金的迁移强度。

三是在资金面持续甚至超预期宽松。年初以来,资金面宽松是一系列偶然和必然因素的结果。偶然性因素在于2013年春节与2012年末时隔较长,必然性因素则是国内政策面维稳,以及对银行时点性存款考核的遏制。

相对而言,整体利率中枢在经过较大幅度下行后,加上银监会对信托资产的限制,市场更难觅优质高收益资产。一方面为了吸引更多的资金,另一方面为了达到更好的收益预期,在供需不均衡情况下,市场向高收益资产进一步倾斜。再考虑到年初往往是信用债供给的“枯水期”,这种供需的不平衡短期有进一步加剧的迹象。

三是在资金面持续甚至超预期宽松。年初以来,资金面宽松是一系列偶然和必然因素的结果。偶然性因素在于2013年春节与2012年末时隔较长,必然性因素则是国内政策面维稳,以及对银行时点性存款考核的遏制。

相对而言,整体利率中枢在经过较大幅度下行后,加上银监会对信托资产的限制,市场更难觅优质高收益资产。一方面为了吸引更多的资金,另一方面为了达到更好的收益预期,在供需不均衡情况下,市场向高