

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临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违约事件的高发区。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刚性需求驱使下,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,信用债市场供应应该不会低于去年。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,可能不可避免地對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。即便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年年初的“抢抬头”之后,对于未来信用债市场的表现,此间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之下,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,且通胀仍处于较低位置,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。

□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,这种系统性损耗降低了货币乘数,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冲存款的行为,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。此外,央行不断强化公开市场调控力度,通过常态化逆回购以及稳定货币

□申银万国 屈庆

不可否认,年初以来资金宽松、供应稀缺,以及估值优势,奠定了信用市场偏暖的氛围。这些利好效应未来能否持续,亦或者是否存在更多的利好,将是判断未来信用债行情的关键。

资金面宽松还会维持多久

近期市场资金面较宽松,外汇占款恢复增长是重要原因之一。但我们认为暂时还无法得出外汇占款将持续增加、热钱持续流入中国的结论;甚至从中期看,外汇占款增长形势难以维持。

首先,去年12月外汇占款增加主要是顺差回升导致。今年由于强调城镇化建设,补库存导致的进口需求会明显增加,但上半年海外市场的需求低于下半年,这意味着今年上半年顺差规模可能下降,对外汇占款的推动作用将减弱。第二,尽管人民币汇率从去年四季度开始再度升值,但人民币升值预期并没有明显提高,只是扭转了之前的持续贬值预期。第三,随着美国经济恢复,其资金流入非常明确。而中国房地产市场、股市的吸引力已经明显低于2005年人民币开始升值阶段,因此资金再大规模流入中国市场的可能性不大。从更长期看,当美国失业数据下降到7%左右,市场将开始产生QE退出的预期,意味着美元指数将迎来更强劲的反弹,其可能引发的中国市场流动性压力更值得关注。第四,一旦美元升值趋势成立,企业和

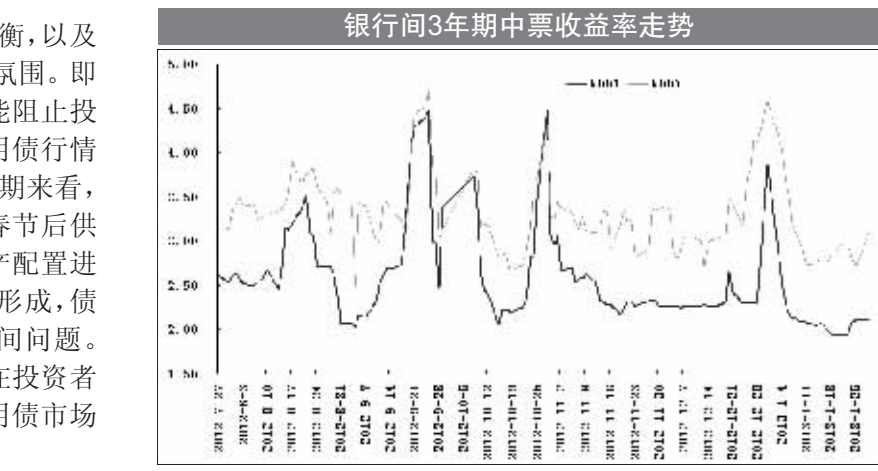
评级追踪

中诚信国际：将凯迪电力评级展望调整为负面

中诚信国际信用评级有限责任公司表示,鉴于2012年以来武汉凯迪电力股份有限公司在建生物质电厂项目建设进展依然缓慢,已建成生物质电厂发电上网受限,以及盈利能力下降、现金流水平下滑、流动性风险上升和偿债能力弱化等不利因素,决定将凯迪电力的主体评级展望由稳定调整为负面,维持主体信用等级AA及Y1凯迪MTN1“债项信用等级AA。

中诚信国际指出,凯迪电力主营业务为原煤销售、脱硫及电建承包项目、生物质发电和环保发电;其中生物质发电是公司目前业务结构调整重点和未来战略发展方向。2011年公司共启动20个生物质电厂建设项目,原计划当年末前建成投产14个,实际只投产1个;调整计划后,公司计划于2012年新建成投产11个生物质电厂,实际只投产3个。

截至2012年末,公司已投产生物质电厂10个,其中并网发电6个,并网试运行4个。其中,2012年5月前投运的3个电厂一直处于试运行状态,不能正式并网发电;已并网发电的6



信用债逞强底气何在

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”效应对于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,市场更难寻觅优质高收益资产。一方面为了吸引更多资金,另一方面为了达到更好的收益预期,在供需不平衡情况下,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”,这种供需的不平衡加剧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,

评级被下调的案例只增不减,按照2011年年中的逻辑,市场信用风险情绪应该上升,将对低评级债构成冲击,但彼时恰逢宏观经济趋缓,货币政策趋紧,目前则是工业企业利润连续4个月出现反弹。新政府改革力度超预期也导致市场前景展望从收缩转为扩张,汇丰PMI连续第三个月在50中枢之上,中采PMI有望连续4个月在50以上,更有进一步上升的趋势。这种系统性的反弹与局部性的恶化形成鲜明的对比,令市场认为风险只是产生于小范围,大面积扩散的可能性不大。所以投资机构在风险事件的冲击下并未停止对高收益债券资产的追逐,而是在保持风险审核的前提下积极参与。

总的来看,资金面的超预期宽松为产品带来了套利空间,而高收益资产的供需失衡增加了市场对该类资产的追逐动力,虽然风险事件层出不穷,但经济回暖有望改善信用环境,这些因素都促使机构向着收益最大化这一目标迈进。至于未来,我们认为情况可能生变,一是进入3月份以后,供给压力将会出现,二是货币政策能否在两会之后延续当前的态势尚需观察,三是权益类资产的崛起是否会导致资金分流,这些都构成了信用债市场的潜在隐患。

综合而言,供给压力已经开始释放,需求端尽管目前还很旺盛,但未来的不确定性明显增加。年初以来供需失衡的情况已经有所改观,对信用债的推动作用也将减弱。

信用债估值还有多少优势

目前信用收益率和利差已回到去年7-10月水平,但经济基本面要好于去年7-10月份,债市出现系统性机会可能性要远低于去年,且目前信用利差已较低,基本面并不支持信用利差继续下降。实际上,近期的信用风险事件并不少,甚至比去年上半年经济情况不好的时候更多。随着年报的公布,企业业绩下滑引发的信用风险将继续增加。

短期资金面的宽松是支持信用债市场强势的主要原因,但流动性并不会一直这么宽松,目前机构的杠杆操作在后期仍面临风险。此外,随着基本面的好转,2013年股票、转债市场的机会要明显好于去年7-10月份的时候。因此从趋势上看,目前信用债的收益率水平所隐含的机会,要低于风险资产。

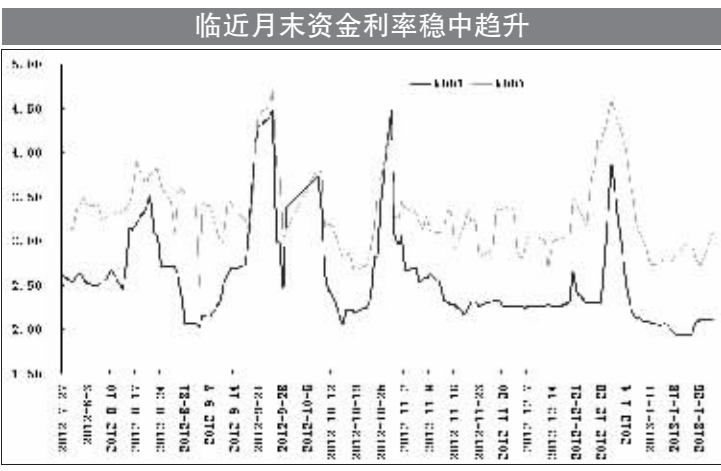
无论从基本面,还是资金面,亦或者相对价值角度来看,目前信用债收益率都不具有持续的吸引力。我们对中期内信用债的走势不乐观。相比之下,交易所调整压力可能更大,理由在于:首先,交易所回购利率的波动将明显加大;其次,交易所信用债利率低于银行间市场,相对价值不高;最后,目前交易所主流机构的杠杆已创历史新高。

同时,受期间费用率上升以及铜期货贸易亏损的影响,2012年前三季度公司经营亏损;2012年以来公司负债规模进一步扩大,资产负债率上升,偿债压力加大;公司对外担保金额仍较大,存在一定的代偿风险。

中诚信国际：将中钢股份列入评级观察名单

中诚信国际信用评级有限责任公司近日公告,将中国中钢股份有限公司AA的主体信用等级、中国中钢集团公司AA的主体信用等级及T0中钢债“AA的债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单。

中诚信国际指出,2012年以来,全球钢材市场呈现弱势震荡运行态势、国内经济增速放缓,钢材行业需求疲弱,加上产能过剩矛盾突出,钢铁行业已步入“寒冬”,加之中钢股份存货金额较大,可能需对其提取大额减值准备,对2012年盈利和净资产均带来较大负面影响。中钢股份资产负债率将保持高位,而海外矿山建设进度缓慢,资本支出压力依然很大,主营业务短期内难有起色,面临一定的流动性风险。(张勤峰 整理)



1月信用债发行量环比降逾三成 同比增长168%

新年首月,新债发行迎来常规淡季。统计显示,1月份信用债总共发行2981.58亿元(以发行首日统计),较去年12月份的4405.33亿元减少32.3%,但较去年同期的1113.5亿元仍多出168%。

分券种来看,1月份新发信用债中,商业银行债、公司债、中期票据、短融券、可转债等发行量分别为30亿元、151.72亿元、725.16亿元、1258.5亿元、3.2亿元,较去年12月分别减少30亿元、85.98亿元、308.14亿元、191亿元、15.35亿元,而1月份企业债发行813亿元,比去年12月多发37.22亿元。

值得注意的是,1月份信用债特别是非金融企业信用债发行量较去年同期增长显著。1月份,一般企业债、公司债、一般中票和一般短融券合计发行2202.22亿元,同比增长190%,距去年1-2月份2355.60亿元的发债总量也仅相差153.38亿元。因此,即使考虑到去年和今年春节所在月份不同,今年前两月信用债发行量同比大增也已成定局。

分析人士指出,在政府大力支持扩大债券直接融资的背景下,信用债特别是城投债的供应压力不容小觑。(葛春晖)

交易所信用债延续强势 上证三大信用债指齐创新高

1月30日交易所信用债市场再现普涨行情,上证三大信用债指数齐创新高。个券表现方面,各期限、等级产品收益率均有不同程度下行,评级普遍较高的分离债更是无一下跌。

企债市场上,上证企债指数以160.72点的历史最高点位收盘,上涨0.04点或0.02%。中等评级个券成交活跃,如居成交额首位的AA级大同债收益率大跌29BP至5.79%、成交额第二位的AA级12池城投收益率微跌2BP至6.51%;公司债方面,上证公司债指数亦以143.05点的历史新高收盘,全天上涨0.04点或0.03%。中高评级公司债表现相对活跃,收益率多数下行,如AA+级11海航01收益率大降

20BP至5.38%,AA+级11广汇01收益率下行约9BP至6.00%;可分离转债债方面,沪分离债指数收于139.51点,涨0.04点或0.03%,盘中探至140.10的历史高位。存债收益率普遍下行,如08上汽债、08国电债、08中远债收益率分别下行约8BP、7BP、8BP。

年初以来市场资金面比较宽松,央行推出SLO后投资者对后市资金面的预期更趋乐观,机构加杠杆意愿上升推动了信用债市场的持续向上行情。第一创业指出,考虑到目前市场参与机构对于信用事件的反应“钝化”,加上高收益债具有持有期收益优势、高等级债短期内仍受益于机构配置需求释放,预计近期信用债市场难以出现大的调整。(葛春晖)

可转债“红肥绿瘦” 指数创18个月收盘新高

在A股维持强势的背景下,沪深可转债市场连续三个交易日上涨。1月30日,中证可转债指数收于298.25点,创下2011年7月18日以来的收盘点位新高。

30日,A股市场延续震荡上涨行情,上证综指收于2382.48点,创近8个月新高,个股涨跌互现。在正股多数上涨带动下,沪深市场22只可转债亦是“红肥绿瘦”。具体来看,正股上涨明显的大盘转债表现抢眼,其中工行、中行转债分别上涨0.86%、0.78%,居两市涨幅前两

位,石化转债上涨0.60%,涨幅列第四位;正股下跌个券表现不佳,如川投、同仁、国投转债受正股拖累分别下跌0.87%、0.85%、0.27%;受益于信用债市场持续坚挺,偏债型转债走势中规中矩,以微涨为主。

市场人士表示,从历史经验来看,春节前后A股市场上涨的概率较大,加之未来基金仍有增持转债的空间,转债市场短期内机会大于风险。在投资策略上,当前对短期追涨的交易能力要求较高,宜控制风险、以持有为主。(葛春晖)

配置需求稳定 3年期国债中标利率3.10%

财政部1月30日就3年期的13附息国债04进行了利率招标。发行结果显示,本期附息国债中标利率3.10%,落在市场预期区间范围之内,2.23的认购倍数显示机构需求仍较旺盛。

本期国债为今年财政部招标的首期3年期记账式国债,招标总额260亿元,采用混合式利率招标的方式。据交易员称,本期国债中标利率为3.10%,边际中标利率3.13%;此前市场预期中标利率区间为3.05%-3.13%,预期均值为3.09%,29日银行间3年期国债国债的中债收益率估值为3.11%。市

最新企业主体评级信息						
企业名称	评级日	最新评级	评级展望	评级调整	前次评级	评级机构
武汉凯迪电力股份有限公司	2013-1-30	AA	负面	维持	AA	中诚信国际
河南天冠企业集团有限公司	2013-1-29	AA-	稳定	维持	AA-	中诚信国际
广西沿海铁路股份有限公司	2013-1-29	AA	稳定	维持	AA	新世纪
湖南投资集团股份有限公司	2013-1-28	AA-	稳定	维持	AA-	中诚信国际
新希望集团有限公司	2013-1-25	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信国际
福建省南平市高速公路有限责任公司	2013-1-24	AA	稳定	维持	AA	鹏元
大众交通(集团)股份有限公司	2013-1-23	AA	稳定	维持	AA	新世纪
中国中钢股份有限公司	2013-1-23	AA	列入评级观察(可能调低)	维持	AA	中诚信国际
新疆天山水泥股份有限公司	2013-1-23	AA	稳定	维持	AA	联合
江苏梅电子有限公司	2013-1-22	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信国际
江苏金峰盐业集团有限责任公司	2013-1-22	AA-	稳定	首次		鹏元
山东控股集团有限公司	2013-1-21	A+	负面	维持	A+	新世纪
捷成泰山旅游开发有限公司	2013-1-18	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信国际
江苏宁沪高速公路股份有限公司	2013-1-17	AAA	稳定	维持	AAA	中诚信国际
水泰能源股份有限公司	2013-1-17	AA+	稳定	维持	AA+	联合
青岛德信投资有限公司	2013-1-16	A+	稳定	首次		大公
赣州发展投资控股集团有限责任公司	2013-1-14	AA	稳定	维持	AA	鹏元