

降级高峰已过 信用风险长存

# 信用债调整趋缓 机会尚需等待

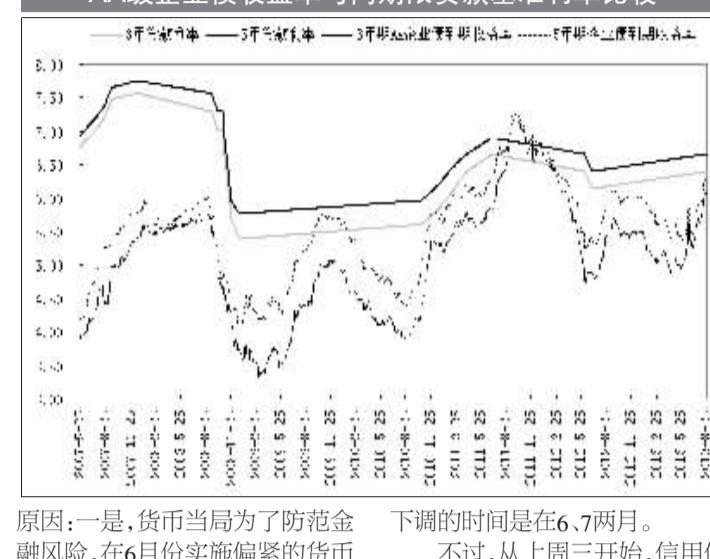
■本报记者 葛春晖

随着降级潮高峰过去，加之利率债出现企稳，近日信用债调整步伐也趋于缓和。分析人士表示，在当前货币政策保持稳定，中等信用级别收益率已接近贷款利率的情况下，信用债收益率，特别是中高级品种继续上行的空间已经有限，但短期反弹动力尚且不足；中长期来看，信用风险始终如剑在悬，未来爆发零星信用事件的可能性增大，并将导致信用债收益率走势分化，就不同券种而言，低评级信用利差或继续扩大，高等级的配置价值相对较好。

## 评级下调高峰已过 信用债跌势趋缓

进入三季度以来，信用债市场陷入一轮持续调整，各期限品种收益率整体大幅上升，低评级品种收益率上行幅度尤为显著。以银行间市场5年期企业债为例，从7月初的低位到8月20日阶段高位，AAA、AA+、AA、AA-级品种收益率分别上升63BP、80BP、84BP、91BP。

对于本轮信用债市场调整，分析人士认为主要归结于两方面



原因：一是，货币当局为了防范金融风险，在6月份实施偏紧的货币政策，使得金融机构主动强化流动性管理、启动持续去杠杆程序，再加上半年以来经济增速和通胀双双小幅回升，最终导致债券市场整体走熊；二是，从6月下旬开始，市场上掀起一波评级下调浪潮，进一步加剧了信用债的调整势头。据统计，今年以来被下调的债项和主体信用评级总数已经超过历史总和，其中绝大多数被

从而带动了其他券种的回暖；另一方面，进入8月以来评级下调事件明显减少，信用债市场由此受到的影响随之减弱。

## 高等级债下跌空间有限 低等级品种仍需回避

经过这一轮的持续上行之后，目前AA企业债3年、5年品种的收益率已达到6.05%、6.20%，同期贷款基准利率为6.15%、6.40%，二者已经非常接近。海通证券分析师指出，历史上看，债券收益率多在贷款基准利率以下，即使在2011年债券市场剧烈调整时，5年AA企业债收益率最高也仅超出基准利率约20BP。而当时处于货币政策收缩时期且贷款利率上浮的比例超过当下。因此，该机构认为，从目前位置看，与银行贷款客户可比性较高的中高评级信用债再下跌的空间已经很有限。

不过，从上周三开始，信用债市场的调整步伐出现趋缓迹象，部分品种收益率甚至出现一定下降。截至8月27日，银行间AAA至AA-5年期企业债收益率分别下降10BP、9BP、8BP和8BP，但整体仍小于同期限国债收益率15BP的降幅。究其原因，一方面，随着央行逆回购持续放量、货币政策回归中性，市场情绪有所缓解，配置需求释放令基准国债收益率高位回落，

景下，金融机构去杠杆的进程还未结束；其三，信用风险始终如剑在悬，并对信用债特别是低评级品种构成长期威胁。

海通证券预计，在9月美联储退出QE预期明朗、9月政府性债务审计结束、10月国庆长假备付冲击等因素过后，随着流动性逐渐稳定，市场有望在11月迎来反弹机会，但信用和供给风险的释放仍将对反弹的高度形成制约。

就投资策略而言，信用风险的差异，造就了不同等级券种的不同境遇。就年内而言，宏源证券表示，在经济回暖初期，龙头企业和低资质企业、各行业之间受益差别巨大，加上地方政府债务审查全面铺开，下半年爆发零星信用事件的可能性增大，信用债走势将因此而加速分化，高等级相对于低等级的投资价值更为显著，可以成为精挑配置品种。海通证券则在强调防范评级下调风险的同时，建议总体上以中高评级品种为主，产业债建议忽略国企背景、回避重化工业、配置公用事业与下游行业，城投债建议关注东部中高评级债、回避西部资源型城市。

# 中信建投下周发行16亿短融

中信建投证券28日公告，该公司将于9月2日招标发行2013年度第八期短期融资券。本期短融期限90天，发行金额16亿元，固定利率，单利按年付息，发行利率通过招标系统招标决定。

本期短融招标日为9月2日，分销日、缴款日、起息日均为9月3日，交易流通日为债权债务登记日次一工作日，付息、兑付日为

2013年12月2日（节假日顺延）。经中诚信国际评定，发行人的主体信用评级为AAA级，本期短期融资券的债项评级为A-1级，评级展望较为稳定。本期短融由北京银行、建设银行担任联席主承销商，募集资金主要用于补充公司流动资金需求。截至发行公告日，发行人待偿还短期融资券余额为33亿元。（王辉）

# 美元走软 人民币汇率小涨

在本周亚洲多国货币汇率出现剧烈波动的背景下，人民币汇率持续表现坚挺，周三人民币兑美元汇率中间价和即期汇价均延续平衡走势。

中国外汇交易中心公布，28日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价为6.1667，较前一交易日上涨21个基点。当日人民币兑美元即期汇价也出现小幅上涨。数据显示，周三人民币兑美元即期汇价收盘上涨15个基点，收

# 财政部下周续发5年期国债

财政部28日公告，定于9月4日第一次续发2013年记账式附息（十七期）国债。

本次续发行部分的起息日、兑付安排、票面利率、交易及托管方式等与原发行部分相同。本期续发的5年期固息国债从2013年8月15日开始计息；票面利率3.77%；按年付息，每年8月15日（节假日顺延，下同）支付利息，2016年8月15日偿还本金并支付

最后一次利息。本期续发国债竞争性招标面值总额300亿元，进行甲类成员追加投标。

时间安排方面，本期续发国债9月4日招标，原发行部分当日停止交易一天；9月5日至9月9日进行分销；9月11日起与原发行部分合并上市交易。本期国债采用混合式招标方式，标的为价格，发行手续费为承销面值的0.05%。（王辉）

# 市场资金面表现平稳

周三，8月28日，银行间市场资金面继续保持紧平衡态势。一方面主流机构心态基本平稳，资金拆入难度未见明显上升；另一方面，市场整体资金价格水平继续在相对高位运行。

Wind数据显示，周三银行间市场一级交易商可继续上报28天期正回购、14天期逆回购和三个周期央票需求，预计周四央行仍会通过逆回购操作向市场继续小幅释放资金。（王辉）

## ■ 评级追踪

### 新世纪：下调天威英利评级至AA-

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布保定天威英利新能源有限公司中期票据跟踪评级报告。

新世纪公司指出，跟踪期内，我国政府不断出台行业扶持政策，并且中欧光伏谈判暂时得以解决，有助于我国光伏设备制造业的发展。但是，在此期间，主要光伏设备价格仍保持在低位，整体需求不足，行业运营质量未有实质性改善。该公司部分产能出现闲置，产销规模与毛利率水平持续下滑，加上资产减值损失同比增加，使得经营持续亏损。但同时，随着部分刚性债务的到期偿还，公司负债经营程度有所下降，经营性现金流明显改善。总体上，公司仍具有较强的偿债能力。

通过对天威英利主要信用风险要素的分析，新世纪公司认为，该公司的日常经营受行业景气度下滑影响大，导致公司持续亏损、净资产规模减小，并且2013年一季度其亏损局面仍未改变，决定将公司主体信用等级由AA级调降为AA-级，评级展望维持为负面，同时将10英利MTN1和11威利MTN1的债项信用等级由AA调降为AA-级。

### 联合：上调华阳经贸评级至AA

联合资信评估有限公司日前通过跟踪评级，确定将中国华阳经贸集团有限公司主体长期信用级别由AA-调整至AA，评级展望为稳定，并维持“T3华阳经贸CPO01”和“T3华阳经贸CP002”A-1的信用等级。

联合资信指出，跟踪期内，华

阳经贸集团贸易和石化板块收入大幅增长，公司目前在石化及汽车零部件领域投资规模较大，未来随着华峰石化二期、三期投资项目逐渐完工投产，石化产品种类呈现多样化，产能、营业收入及盈利能力有望大幅提升。此次跟踪评级结果反映了公司作为中国国际贸易促进委员会会管单位，在贸易资源及信息方面具有一定优势，同时也关注到了公司贸易板块毛利率下降，公司化工板块投资规模大，融资需求增加等不利因素给公司信用状况带来的不利影响。

### 中债资信：下调广西有色评级至BBB+

中债资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告，下调广西有色金属集团有限公司的主体信用等级为BBB+，评级展望为稳定。

中债资信指出，跟踪期内，公

少购债规模、9月底银行季末考核、10月份财政存款上缴等诸多因素考验，虽不至于再现6月资金面异常紧张的情况，但稳中偏紧的资金面难改，7天回购利率可能维持在4%以上。资金面将制约信用债收益率的下行空间。

其次，潜在供给压力制约信用债收益率和信用利差的下降。7月中旬以来，高评级信用债收益率上行幅度小于利率债，主要是信用债的供给压力小于利率债。企业债因监管部门的自查要求而发行量大减，资金面紧张和市场需求清淡使得主承销商放慢了项目发行进度，而许多中高评级发行人为控制融资成本选择推迟发行时间，上述三因素延缓了信用债供给压力和信用利差的下降。7月，信用债收益率和信用利差的下降空间有限。这使得信用债收益率走势仍将受利率债牵引。而利率债供给压力未完全释放，银行拉长负债久期、缩短资产久期的资产负债结构调整未结束，新增外汇占款减少也不利于银行配置需求的持续改善，这将制约近期利率债收益率下行的空间。

总之，随着密集降级潮成为过去式，信用债特别是中低评级信用债所面临的事件性因素冲击趋于缓解，但受资金面改善有限、潜在供给压力较大等因素影响，信用债市场的趋势性投资机会仍需等待。

波或告一段落，未来影响信用债市场的主要因素将是资金面、信用债供给以及利率市场走势。

首先，资金面稳中偏紧的局面难明显改观。美联储退出宽松政策的趋势明朗，包括我国在内的新兴市场国家资本项目恶化的压力持续存在；投资收益率降低以及生产效率提升放慢使得我国出口部门的竞争力相对削弱，贸易顺差可能继续缩窄，经常账户面临的压力渐大。由此来看，未来外汇占款可能继续萎缩，对银行体系流动性构成中长期的收紧压力。未来流动性要改善，更多依赖于央行的货币政策操作。但对央行而言，为促进金融机构纠正期限错配和过高杠杆率、控制债务总规模的过快膨胀并保持人民币汇率的相对稳定，稳中偏紧的资金面可能更为合意。短期内，央行不会大幅放松货币政策。此外，从季节性因素上看，资金市场将面临9月中旬联储议息会议是否减

少购债规模、9月底银行季末考

核、10月份财政存款上缴等诸多

因素考验，虽不至于再现6月资金

面异常紧张的情况，但稳中偏紧

的资金面难改，7天回购利率可能

维持在4%以上。资金面将制约

信用债收益率的下行空间。

其次，潜在供给压力制约

信用债收益率和信用利差的下

降空间有限。这使得信用债收

益率走势仍将受利率债牵引。

而利率债供给压力未完全释

放，银行拉长负债久期、缩短

资产久期的资产负债结构调

整未结束，新增外汇占款减少

也不利于银行配置需求的持

续改善，这将制约近期利率债

收益率下行的空间。

总之，随着密集降级潮成为

过去式，信用债特别是中低评

级信用债所面临的事件性因素

冲击趋于缓解，但受资金面改

善有限、潜在供给压力较大等

因素影响，信用债市场的趋势

性投资机会仍需等待。

波或告一段落，未来影响信用

债市场的主要因素将是资金面、

信用债供给以及利率市场走势。

首先，资金面稳中偏紧的局

面难明显改观。美联储退出宽

松政策的趋势明朗，包括我

国在内的新兴市场国家资本项

目恶化的压力持续存在；投

资收益率降低以及生产效

率提升放慢使得我国出口部

门的竞争力相对削弱，贸易顺

差可能继续缩窄，经常账户

面临的压力渐大。由此来看，

未来外汇占款可能继续萎缩，

对银行体系流动性构成中长

期的收紧压力。

其次，潜在供给压力制约

信用债收益率和信用利差的下

降空间有限。这使得信用债收

益率走势仍将受利率债牵引。

而利率债供给压力未完全释

放，银行拉长负债久期、缩短

资产久期的资产负债结构调

整未结束，新增外汇占款减少

也不利于银行配置需求的持

续改善，这将制约近期利率债

收益率下行的空间。

总之，随着密集降级潮成为

过去式，信用债特别是中低评

级信用债所面临的事件性因素

冲击趋于缓解，但受资金面改

善有限、潜在供给压力较大等

因素影响，信用债市场的趋势

性投资机会仍需等待。

波或告一段落，未来影响信用

债市场的主要因素将是资金面、

信用债供给以及利率市场走势。

首先，资金面稳中偏紧的局

面难明显改观。美联储退出宽

松政策的趋势明朗，包括我

国在内的新兴市场国家资本项

目恶化的压力持续存在；投

资收益率降低以及生产效

率提升放慢使得我国出口部

门的竞争力相对削弱，贸易顺

差可能继续缩窄，经常账户

面临的压力渐大。由此来看，

未来外汇占款可能继续萎缩，

对银行体系流动性构成中长

&lt;p