

去产能 去库存 去杠杆

违约风险暴露 信用债加速分化

□本报记者 王姣

近期利率债收益率加速下行,信用债收益率亦随之整体下移,但相对利率债明显滞后且涨幅偏小,信用利差有所扩大,而年末信用事件频发,机构风险偏好出现回落,信用债内部分化格局愈发明显。

市场人士指出,“钱多资产荒”料引导国债收益率中枢进一步下行,后续信用债整体有望跟涨。但在中央决策指向去产能、去库存、去杠杆的背景下,过剩产业信用风险有所增加,未来信用债违约或常态化,信用利差分化格局正加速形成,未来高等级债券信用利差有望维持低位,中低等级品种信用利差则将随着信用风险的暴露而上演纠偏,防范信用风险应成为近期债券投资第一要务。

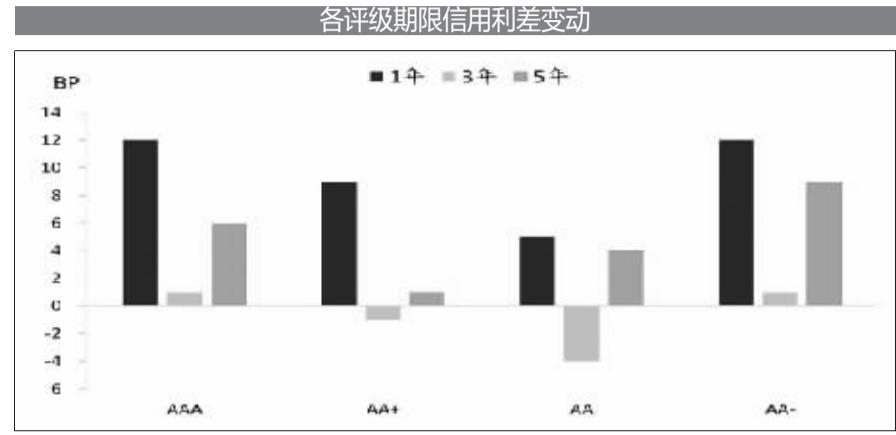
信用利差走扩

本周以来,债市延续上周火热行情,收益率一路加速下行,10年期国债收益率两日内再度下跌约10bp至2.84%,信用债各期限等级品种收益率亦随之整体下移。

12月22日,在流动性充沛及“资产荒”持续的支撑下,信用债多品种收益率仍然下行,AA+及以上券种收益率下行幅度较大。如短融中票超AAA1年期、3年期、5年期收益率分别下行6BP、3BP、9BP;城投债AAA级3年期、5年期收益率分别下行5BP、1BP。

伴随着国债收益率的加速下行和信用债的小幅跟涨,信用利差被动走扩,短端走扩更为明显。据国泰君安证券数据,上周1年期品种走扩5-12bp,3年期AAA、AA-级品种走扩1bp,AA+、AA级收窄4bp以内,5年期品种走扩1-9bp。目前,AA级及以上品种利差处在历史1/4分位数附近,AA-级品种利差在历史均值和历史3/4分位数之间。

国泰君安证券认为,随着国债收益



数据来源:WIND 国泰君安证券研究

率中枢的进一步下行,后续信用债整体上仍有望继续跟涨,信用利差再度收窄只是时间问题。不过该券商认为,后续信用利差低位小幅震荡将是常态,毕竟当前各期限等级信用利差分位数接近历史极限,收窄的动力来自于走扩,趋势性收窄的可能性已不大。

内部加速分化

近期信用债收益率整体小幅下移但仍呈分化之势,AA+及以上品种下行幅度大于中低等级品种,等级利差继续走扩,显示债市仍有避险情绪。

据中泰证券数据,近期AA+级债券评级利差在出现3-8BP缩窄的同时,AA、AA-债券保持平稳或小幅上扬趋势。目前AA+评级各期限债券评级利差均处于25%分位数以下,但AA-债券5Y、7Y评级利差均处于75%以上的高位区间。

分析人士指出,四季度市场配置需求依旧旺盛,带动中高等级信用利差整体维持在历史低位水平,但是在信用负面事件频发的背景下评级利差明显走扩。展望后市,中高评级由于“缺资产”和有杠杆价值,信用利差将维持低位,低评级由于风险事件频发信用利差开始走

扩,后续信用债内部分化将进一步加大。

国泰君安证券表示,信用债内部分化格局愈发明显,一方面,资产配置荒和流动性宽松导致中高等级信用债有较强的杠杆价值,信用利差难以因趋势性走扩,而信用风险增大又导致低评级信用利差难以进一步收窄。比如近期一级市场发行利率分化持续加大,过剩产能行业发行利率持续大幅走高,二级市场交易所高收益债延续大幅波动和分化走势,总体上信用尾部区域的性价比仍然不高。

进入12月以来已经出现9起主体评级下调和展望负面事件,信用风险高于以往。市场人士认为,随着债券市场负面事件的增加,未来中国信用债估值将愈来愈多地反映信用风险定价因素。12月以来,低评级信用债对应着较高的信用利差,利差规模也呈上升趋势,这意味着信用利差已经考虑到信用风险溢价。

警惕尾部风险

2015年已是信用事件频出的一年,后期随着供给侧改革的深入推进及去产能政策落地,业内人士预计,信贷市场风险将向债市转移,2016年信用事件的爆发将更为频繁,在信用风险逐步暴露的过程中,建议

投资者关注高评级产业债和优质城投债,规避评级较低、产能过剩行业的品种,通过精细化信用分析,谨慎甄选标的。

近日召开的中央经济工作会议提出去产能、去杠杆、去库存、降成本和补短板五大任务,并将“积极稳妥化解产能过剩”列为2016年首要工作任务,提出“多兼并重组、少破产清算”。业内人士解读认为,预计明年产能过剩的央企将更多地采取兼并重组方式加快淘汰落后产能,“僵尸企业”将逐步退出市场,相关行业低等级债券信用风险会进一步释放。

华创证券指出,2016年供给端改革可能会限制央行货币政策放松空间,因此资金供给也会下降,使得企业进入被动信用收缩周期,信用风险上升,信用利差上升,尤其是对产能过剩行业而言。由于整体债券市场做多热情高涨,高等级信用债仍会跟随利率债而走强,而低等级风险仍在释放,因此需要继续回避低等级品种。

而据申万宏源的调研,关注信用风险已成为大多数投资者2016年债券投资的第一要务。该券商指出,在实体经济下滑压力尚未解除,重点发债行业即将步入长周期去产能的背景下,2016年产业债的违约压力将确定性上行,投资者的风险偏好较前两年也将系统性下移,预计明年AA品种和部分行业AA+品种中也将根据资质的不同出现较大的估值差异。在随后的2-3年内,中国信用债估值将愈来愈多的反映信用风险定价因素。

业内人士指出,从近期一级市场的情况来看信用债分化仍在加大,过剩产能行业发行利率仍在大幅走高,交易所高收益债也延续大幅分化和波动,总体上看,信用尾部区域的性价比仍然较弱。后续“供给侧”改革将推动产能过剩行业出清,基本面信用风险山雨欲来,建议投资者加强风控,规避高危行业、低等级、弱资质的信用债,防患信用风险于未然。

过剩行业危名在外 煤钢色或成违约重灾区

和103bp;AA级行业利差最高的是煤炭和化工,中位数分别为159bp和157bp。作为四季度利差走扩幅度最大的行业,煤炭AAA和AA+评级行业利差扩大超过50bp,AA级也走扩15-20bp,钢铁四季度AAA和AA+评级钢铁行业利差亦走扩30bp以上。

究其原因,市场人士认为,在宏观经济增速持续下行的背景下,周期性产能过剩行业基本面恶化形成了较强共识,对煤炭、钢铁、有色等行业信用风险的担忧随之升温,其行业利差在四季度以前所未有的幅度走扩。

据中金公司最新统计,以AAA级行业利差绝对水平看,最高的依旧为煤炭和钢铁,中位数分别为122bp和96bp;AA+级行业利差最高的是煤炭、有色金属和钢铁,中位数分别为139bp、122bp

次数共计120次,主体评级调低次数共计1339次,担保人下调评级次数共计68次,负面事件主要发生在钢铁、水泥、煤炭、化工、有色金属等产能过剩行业。

后续料成违约雷区

近日召开的中央经济工作会议定调供给侧改革五大方向:去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板,市场人士判断,在传统产能过剩行业企业主动去杠杆、去产能的背景下,明年产能过剩企业的信用风险或将继续暴露,而煤炭、钢铁、有色等企业或将成为违约重灾区。

海通证券指出,中央经济工作会议提出五大任务中去产能居首,产能过剩行业自身造血能力几近丧失,去产能攻坚背景下,再融资难度加大,外部支持力度减弱,均会推升信用风险,钢铁、煤炭

等中上游产能行业或首当其冲。

中金公司亦认定,钢铁、煤炭和大宗有色是目前信用基本面最弱的行业,明年还可能进一步恶化,且面临淘汰落后产能及僵尸企业的压力,2016年行业利差进一步扩大的可能性高,建议低配。特别是其中部分低资质个券,可能面临较高的违约风险,建议投资者回避。

平安证券预计,2016年信用债市场“排雷”重点主要是钢铁、水泥、煤炭、有色金属、化工和新能源等产业。此类行业上游产品价格走弱趋势延续多年,令企业经营环境持续恶化,而上游产能过剩行业正是去杠杆的重点。产能过剩行业信贷空间紧张,信贷市场风险向债券市场转移,部分企业因为银行抽贷导致偿债压力进一步增加或者由于贷款逾期导致信用风险暴露。

人民币兑美元低位反弹

□本报记者 张勤峰

22日,人民币兑美元汇率延续低位反弹势头,在岸即期汇率升势偏弱,但离岸汇率快速反弹,令两地汇价继续收窄。市场人士指出,年底前人民币对美元急跌过程已告一段落,但从经济增长及货币政策周期性差异上看,后续人民币对美元汇率仍存修正空间。

22日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.4746元,较前一交易日上调7基点,连续第二日走高,但反弹幅度相当有限。昨日,在岸人民币兑美元即期汇率则连续第三个交易日反弹,收报6.4788元,涨20基点;当天人民币即期汇率高开后转为横盘震荡,表明经历急跌后,贬值压力有所释放,但人民币仍欠缺多方合力。

香港市场上,离岸人民币反弹步幅相对坚定。22日,离岸人民币兑美元即期汇率开盘报6.5529元,亚市阶段汇价震荡走高,截至18:30分,离岸人民币即期报6.5342元,涨188基点。而人民币在岸与离岸汇率价差缩窄至约550基点。

市场人士表示,近段时间,人民币对美元急贬对内外不利因素的影响消化较充分,加上美联储升息靴子落地后,美元涨势放缓,人民币对美元急跌有望告一段落。但基于经济基本面与货币政策在周期上的相对领先优势,美元仍将维持相对强势格局。而年底季节性购汇需求大,资金外流现象比较明显,短期人民币只是止住跌势,但要掉头上涨难度大。

净投放有限 “放水”或需加量

□本报记者 张勤峰

22日,央行公开市场逆回购交易量维持在300亿元,单日净投放200亿元。面对短期流动性出现的边际收紧迹象,央行对机构短期流动性的支持力度已逐步提高,但对比年底资金需求及资金外流压力仍属温和,市场仍期盼“放水”力度加大。

净投放200亿

公告显示,央行22日上午继续开展逆回购操作,期限7天,中标利率持稳于2.25%,交易量持稳于300亿元,但因当日到期逆回购规模为100亿元,仍净投放200亿元,为近期连续第二次操作净投放资金。

上周四(12月18日),央行将7天逆回购交易量由前次的100亿元上调至300亿元,并实现净投放100亿元。从净投放规模的变化上看,面对短期流动性出现的边际收紧的迹象,央行对机构短期流动性的支持力度已逐步提高。

据央行披露,其于18日对部分金融机构开展中期借贷便利(MLF)操作,期限六个月,利率3.25%,规模为1000亿元。

供需弱均衡

尽管央行资金投放力度有所加大,但总体仍属温和,后续流动性仍存波动压力。

央行公开市场资金投放力度仍然有限。本周四(24日)还有300亿元逆回购到期,如果央行维持逆回购交易额不变,则全周仅能净投放100亿元。另有业内人士表示,本月内

近期央行逆回购操作一览

发生日期	期限(天)	回购方向	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	到期日期
2015-12-22	7	逆回购	300	2.25	0	2015-12-26
2015-12-17	7	逆回购	300	2.25	0	2015-12-29
2015-12-15	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-22
2015-12-10	7	逆回购	200	2.25	0	2015-12-17
2015-12-8	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-15
2015-12-3	7	逆回购	300	2.25	0	2015-12-10
2015-12-1	7	逆回购	500	2.25	0	2015-12-8
2015-11-26	7	逆回购	200	2.25	0	2015-12-3
2015-11-24	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-1
2015-11-19	7	逆回购	200	2.25	0	2015-11-26
2015-11-17	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-24

有1000亿元MLF到期,因而不排除央行日前开展MLF属到期续做的可能。

与此同时,流动性收紧压力逐渐加大。一方面,居民财富在本币外之间配置的趋势难挡,资金外流压力犹存,对本币流动性不利影响仍在积累;另一方面,逐渐临近年底,跨年资金需求上升,而机构流动性管理日趋谨慎,易引发流动性结构性失衡。

近日资金市场上,资金供需总体均衡,但隔夜及部分跨年期限资金供需有紧张迹象。22日,银行间质押式回购市场上,中短期限资金利率纷纷继续走高,其中隔夜回购利率上涨3bp至1.90%,7天利率持稳在2.46%。跨年的14天和21天回购利率则分别上升14bp,7bp至2.98%、3.77%。交易员称,昨日隔夜资金出收紧,致使成交下滑,而跨年14天、21天供不应求,成交继续上升。

市场盼“放水”

往后看,资金供需此消彼长,资金面弱

均衡格局容易被打破,市场仍期盼央行加大“放水”力度。

“降准”是目前市场上呼声最高的政策举措之一。在业内看来,在资金持续外流情况下,实施降准只是时间问题,而选择在年底时点降准,又可起到稳定货币市场的作用,并对进一步降低企业融资成本有积极意义。

但有市场观点认为,“降准”不是特别迫切。一是,当前货币市场流动性并非很紧张,新股IPO、年末等时点因素造成的影响不会持续太久,而降准释放的是长效流动性,为应对短期扰动而降准可能“大材小用”;二是,年底大量财政存款有望一次性释放,年初时点上的银行超储率将大幅提高,如果选在目前降准,跨年后可能面临资金泛滥的局面。有机构认为,明年春节前降准的概率更大一些。

综合来看,年底降准的可能性不能排除,但央行也可能通过其他中短期限流动性工具进行过渡,比如期限稍长的14天逆回购,更长的SLF或MLF等等。

岁末抓紧补血 银行扎堆发二级资本债

□本报记者 张勤峰

份,当月发行总额为675亿元。

内在需求叠加考核压力

时值岁末,银行却掀起一股

发债充实资本的热潮。22日,银行间市场同时有四家银行发行二级资本债,并有三家银行披露发行二级资本债的公告文件。据不完全统计,12月以来,已发行或将发行的银行二级资本债券已达766亿元,单月发行量有望创年内新高。市场人士指出,因业务发展需求和资产质量下滑,银行对充实资本金有内在需要,而年末指标考核压力,更增强银行发行二级资本工具的动力。

单月发行额创年内新高

综合中国债券信息网、中国货币网信息,12月22日,营口银行、九江银行和包商银行先后发布了发行二级资本债的相关文件。

据相关文件,营口银行、九江银行、包商银行均定于12月25日发行各自的2015年二级资本债。这三支债券均为“5+5年”期品种,在第5年末附有前提条件的发行人赎回权,同时附有减记条款,计划发行规模分别为8亿元、20亿元、65亿元。

三家发行人在同一天披露发行文件,在金融债一级市场上,虽算不上很多,但绝对不少,对于商业银行二级资本债这一品种而言,则不多见。无独有偶,公开信息披露显示,12月22日当天,银行间市场同时有四家商业银行在发行二级资本债,分别是阜新银行、九江农商行、三峡银行和江苏紫金农商行,发行总额36亿元。

进一步的统计显示,12月1日起,银行间市场已发行及已公告待发行的银行二级资本债共计18只,计划发行772亿元。鉴于该类债券几无发行失败案例,可以预期,本月商业银行二级资本债发行规模有望创下年内新高。到目前为止,今年商业银行二级资本债发行高峰出现在9月

银行青睐。

此外,目前国内银行补充资本金的渠道