

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

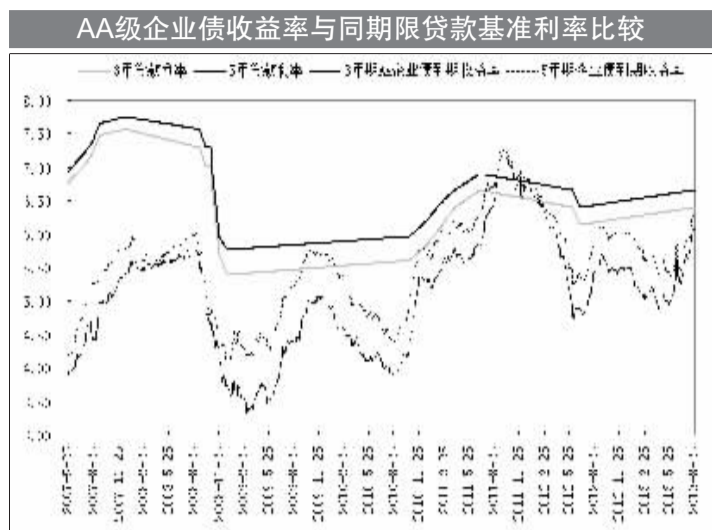
□本报记者 葛春晖

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行,低评级上行幅度尤为显著。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行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,再加上下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

下调的时间是在6、7两月。

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-级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,

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 低等级品种仍需回稳

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级信用债再下跌的空间已经很有有限。

不过,市场企稳并不等同于机会显现。综合多家机构观点来看,至少有三个因素对信用债市场的反弹形成制约。其一,随着审批进程推进以及市场环境好转,企业债等信用债供给将重新释放;其二,利率市场化改革推进的背

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 and 低资质企业、各行业之间受益差异巨大,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,可以成为精选配置品种。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级债、回避西部资源型城市。

三因素钳制信用债反弹

□中债信用增进公司 赵巍华

6月以来,信用债市场出现一波猛烈的降级潮。据Wind统计,今年6、7月份,总共有99家债券发行人被降级或展望变动为负面,涉及信用债341只,远高于历史同期。降级潮适逢6月中下旬的市场资金面紧张和7月份后利率债供给压力释放,多重压力之下,中低评级信用债遭受较大冲击,收益率和信用利差上行。

近期公司中报陆续公布,部分债券发行人仍可能遭遇负面评级行动,但频率预计会低于6-7月份。从往年情况看,6、7月历来是跟踪评级信息披露的高峰期,且今年相关部门对发布债券跟踪评级时点作出新的要求,前期评级变动情况因而显得十分集中。进入8月后,信用降级的案例已明显减少,仅有12家发行人被降级或展望变动为负面,涉及债券15只。总体看,评级集中下调的冲击

■ 热点个券点评

第一创业:

湘鄂债基本面弱于海翔债

12湘鄂债将于2015年4月行权(回售),现在距离行权日有一年半的时间,从目前情况来看,在这段时间内湘鄂情中餐业务将会继续拖累公司业绩。因膳和快餐业务对于公司利润的贡献不是救命药,只是营养液。寄希望于这两项业务能够力挽狂澜是不现实的。另外,没有更多的信息揭示跨界收购对公司运营的利好,反而是对公司本来就脆弱的基本面带来变数,因此我们谨慎的看待收购事项的发展。

传统的几项再融资渠道对于湘鄂情来说都存在一定困难。也就是说,由于公司的业务有诸多不确定的地方,不像此前12海翔债那样业务较为简单且亏损额可控,故而我们认为12湘鄂债的信用基本面弱于同样处于AA-级的12海翔债,并且不排除湘鄂情在后续再次出现一些超预期的负面

■ 交易员札记

鄞州银行 段苏

8月28日,受叙利亚局势的影响,投资者担忧资金流出新兴市场,谨慎情绪升温。加之资金成本居高不下,三季度末流动性前景不明,债市回暖势头戛然而止,各品种收益率止跌回升。

10年国债重回4%以上。上周三,10年国债的一级需求强劲,中标利率低于市场预期,一级半市场更是连续下行,最低成交在3.97%附近。得益于此,市场出现了久违的做多热情,国债金融债的收益率普遍下行10BP左右。但是,反弹的基础并不稳固,市场情绪仍然十分谨慎,容易受到突发事件的影响。昨日,叙利亚事件便成为推动行情转变的导火线。开盘后,卖盘较前几日明显增多,各

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,贸易顺差可能继续收窄,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理。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

息的可能。

这家公司比较乐观的地方在于:一是公司较强品牌效应尚有一定价值,实际控制人应当有意愿对公司进行各种方式施救;二是公司的资产在破产清算后对负债的覆盖率可能在72%-99%之间,相比于其他深交所破产重整的案例来说实属不易,因此即使12湘鄂债继续处于垃圾债行列中的典型,预计其价格再次大幅下探比如低于80元的概率也不大。

国泰君安:

超日债后期道路多坎坷

3月青海国资委不支持木里煤业收购超日太阳,使得超日债券、股票出现大跌。通过海龙、赛维等案例,阳光之下无新事,预计后期公司破产概率仍小,重组是必然。但这一过程伴随着股权人的让渡和债权人的减免。惯常的逻辑是银行在政府的压力下承受一定的债务减免,而公募债券人幸免于难。但我们判断华东地

区的企业经营和政府管理文化偏市场化,超日太阳民营企业身份和对地方就业重要性,可能会导致奉贤政府在此事件中作力程度低于潍坊市政府,从而导致这一路径较为曲折。

11起日债3月成功兑付第一期利息,主承销商或在其中起到较关键的作用。近日在鹏元接受证监会警告的同时,该主承销商也遭受市场的质疑。来源于12年初11起日债在发行时报预告与最终结果出现很大偏差,且年报时间较晚,与11海龙CP01不同出一辙。海龙和超日事件最大不同来自于承销机构,主承销银行最终为海龙买单,但本次主承销商兜底的可能性值得投资者进一步分析。

中投证券:海翔债华仪债违约风险不大

经调研我们了解到,由于竞争对手放量,海翔药业主打产品培南类价差齐跌,且定制业务有所下降,公司经营业绩出现了较大幅度

下滑。近年来公司为转型进行了较多投资,但由于投产相对延后,短期内难以贡献业绩。华仪电气高压电气业务基本保持平稳,但由于风电业务萎缩明显,公司盈利大幅下滑。公司放缓了风电设备业务,预计风电行业的调整不会对公形成重大负面影响。

由于近期12海翔债和11华仪债大幅下跌,发行人均表示已着手为明年的回售做准备,以避免出现到期不能兑付的情况。海翔药业账面资金为1.87亿元,预计通过出售闲置的土地、房产等能回收到2个亿,必要时可通过银行贷款进行周转。华仪电气账面资金有6亿元,可动用银行授信有20亿左右,母公司及担保人华仪集团必要时可以提供一定支持。比较而言,海翔药业资金压力大于华仪电气。我们认为虽然发行人经营均出现了下滑,但经营基本正常,违约风险不大,之前债券价格的大幅下跌可能是市场过度恐慌所致。(张勤峰整理)

和信用利差下行。

最后,利率债走势并不乐观,同样会对信用债行情构成制约。目前高评级信用债的信用利差处于历史低位,低评级品种的信用利差也仅是回到年初的水平。在经济复苏力度偏弱、企业整体经营状况恶化、信用债降级或回稳出现的情况下,上述信用利差保护难言充足,缩窄空间有限。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。

评级追踪

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(遇节假日顺延)。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性资金需求。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,较前一交易日上升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

报于6.1202,延续了近期围绕6.12一线窄幅波动的运行特征。

分析人士表示,尽管上周以来印度、印尼、菲律宾等亚洲多国货币在资本外流重压下急速走贬,但人民币汇率在境内外的稳定预期却没有发生实质性转变,大量市场人士对于年内人民币仍会逐步实现小幅升值的预期仍较稳固,预计中短期内人民币汇率还将保持相对强势表现。(王辉)

财政部下周续发5年期国债

财政部28日公告,定于9月4日第一次续发行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,周三银行间市场隔夜及7天期两大主流质押式回购加权平均利率分别报3.10%和4.30%,分别较周二小幅上升8个和15个基点。14天、21天、1

个月、两个月等中长期限的回购利率则多数小幅走低。

市场人士表示,央行持续滚动逆回购操作,流动性调控没有出现新的信号,市场心态相对稳定。

交易员消息显示,周三公开市场一级交易商可继续上报28天期正回购,14天期逆回购和三个月期央票需求,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)

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行业的发展。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,公司负面经营程度有所下降,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较大,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-,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等级由AA-调整至AA,评级展望为稳定,并维持13华阳经贸CPOO1"和13华阳经贸CP002" A-1的信用等级。

联合资信指出,跟踪期内,华

部分最新企业主体评级信息						
企业名称	最新评级日	最新评级	评级展望	前次评级	前次评级机构	最新评级机构
中国华阳经贸集团有限公司	2013-8-27	AA	稳定	调高	AA-	联合资信
保定天威英利新能源有限公司	2013-8-27	AA-	负面	调低	AA	新世纪
泰安市泰山投资有限公司	2013-8-27	AA+	稳定	维持	AA+	鹏元
重庆长寿开发投资(集团)有限公司	2013-8-26	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
杭州杭氧股份有限公司	2013-8-26	AA	稳定	维持	AA	新世纪
广西机场管理集团有限责任公司	2013-8-26	AA	稳定	维持	AA	新世纪
湖南韶山经济建设投资有限公司	2013-8-23	AA-	稳定	维持	AA-	鹏元
泸州老窖集团有限责任公司	2013-8-23	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信国际
湖南投资集团股份有限公司	2013-8-23	AA-	稳定	维持	AA-	中诚信国际