

离散性事件不断 系统性风险难觅

信用债结构性牛市依然可期

□本报记者 葛春晖

上周,超日太阳重整给低评级信用债市场带来短期正向刺激,公募债刚兑预期再次抬头。然而,信用风险不会从此远离。10日以来,二重集团及其下属上市公司贷款逾期的最新进展以及二重集团主体评级被再次下调的消息,暴露出在经济调结构背景下,产能过剩行业中不少国有性质在内的个体企业仍面临着沉重的信用风险压力。分析人士指出,虽然信用风险事件点状爆发正在成为常态,但随着经济逐步企稳,系统性信用风险仍在边际下降,与此同时,降低融资成本将成为债券市场持续走牛的重要支撑,未来信用债市场结构性牛市依然值得期待。

风险事件点状爆发成常态

10月7日晚间,超日太阳公布《重整计划草案》。若该项草案获得通过,“11超日债”将有望获得全额受偿。消息一出,不少市场观点将其视为公募债延续“刚性兑付”的信号。

不过,综合多家机构观点来看,且不说超日重整草案能否获得通过,即便是得以通过,也不会改变信用风险事件暴露逐渐成为常态的现实。海通证券、光大证券、中信证券等机构就纷纷指出,虽然公共小额债务刚兑短期难破,但未来维持刚兑的压力越来越大,经济弱格局下,部分行业将不断爆出信用事件。

事实也是如此。超日重整计划尚未尘埃落定,二重集团及其下属上市公司贷款逾期、二重集团主体评级被再次下调,又给低评级信用债市场的乐观情绪迎头一击。最新公告显示,二重集团本部于10月8日出现银行贷

银行间贴息企业债评级利差变动



款本金逾期、下属上市公司二重重装累计逾期贷款本息达11亿元。此外,中债资信本月13日披露跟踪评级报告,将二重集团的主体信用等级由BBB+调降为B。市场人士表示,二重集团及其子公司经营和信用方面状况频出,反映出在经济调结构背景下,产能过剩行业中包括国有性质在内的个体企业仍面临着沉重的信用风险压力。

分析人士指出,超日债在今年3月份未能如期全额付息之时,就已经成就了其公募债市场“违约第一单”的事实,未来随着我国债券市场日趋成熟,政府对单项债务违约容忍度上升,信用事件的点状爆发将进一步成为常态。

系统性风险边际下降

今年以来,虽然信用风险事件不断爆发,但信用债市场的持续牛市并未因此受到阻碍,信用债收益率曲线整体上移、信用利差显著收窄。对此,分析人士

认为,经济前景改善预期,成功抵御了个体风险事件的冲击,并成为信用债市场整体走强的重要支撑因素之一。

国泰君安证券表示,融资企稳托底经济企稳,微观企业有望重回改善通道,对冲系统性风险仍是政策底线,系统性信用风险仍在边际下降。

上海证券分析师进一步指出,从经济基本面来看,当前中国宏观经济运行的特征是“双过渡期”——经济增长由高速向中高速增长过渡期;产业发展纷纷进入由成长向成熟阶段的过渡期。中国经济的“过渡”特征,使得离散性信用事件增加,但个别信用产品的信用事件“传染性”大幅度下降,表明中国债市远离系统风险临界点,个别违约仅是表现为“踩雷”风险。

展望未来一段时间的信用债市场行情,目前多数市场观点仍倾向于乐观。上海证券指出,2014年信用债市场的大行情得益于信用利差下降和利率基准曲线下行,前者是对去年四季度

近期发生的部分负面信用事件

名称	发生日期	事件类型	发行人	担保人
ST湘鄂债	2014-10-8	债项评级调低	中科云网科技集团股份有限公司	
ST湘鄂债	2014-10-8	主体评级调低	中科云网科技集团股份有限公司	
12石经开债	2014-9-30	债项评级调低	新疆石河子开发区经济建设总公司	石河子国有资产经营(集团)有限公司
12石经开债	2014-9-30	主体评级负面	新疆石河子开发区经济建设总公司	石河子国有资产经营(集团)有限公司
13沁新能源CP001	2014-9-29	主体评级负面	山西沁新能源集团股份有限公司	
14沁新能源CP001	2014-9-29	主体评级负面	山西沁新能源集团股份有限公司	
13沁新能源CP002	2014-9-29	主体评级负面	山西沁新能源集团股份有限公司	
10中钢债	2014-9-29	主体评级负面	中国中钢股份有限公司	中国中钢集团公司
13天晟01	2014-9-24	债项评级调低	常州天晟新材料股份有限公司	
13天晟01	2014-9-24	主体评级调低	常州天晟新材料股份有限公司	
0501暂停	2014-9-19	主体评级调低	华锐风电科技(集团)股份有限公司	
0501暂停	2014-9-19	债项评级调低	华锐风电科技(集团)股份有限公司	
12津滨海SMECN1	2014-9-19	债项评级调低	天津滨海高新技术中小企业	天津海泰投资担保有限责任公司
0502暂停	2014-9-19	债项评级调低	华锐风电科技(集团)股份有限公司	
0502暂停	2014-9-19	主体评级调低	华锐风电科技(集团)股份有限公司	
08二重债	2014-9-3	列入评级观察(可能调低)	二重集团(德阳)重型装备股份有限公司	中国第二重型机械集团公司
12二重集MTN1	2014-9-3	列入评级观察(可能调低)	中国第二重型机械集团公司	

风险预期的修正,后者是货币成本下行的结果,不过,目前市场对风险预期的修正过程已基本结束,未来债市行情演化将由“两脚”行走变为“单足”跳跃,货币成本下降的进程和对市场影响将成为单一决定市场方向的基础性因素。该机构认为,从经济发展和金融体系运行机理看,央行未来仍将进一步引导货币成本下移,因而债市向何方仍未改变。

与此同时,结合信用风险点状爆发逐渐常态化的共识,机构普遍将未来信用债行情定义为“结构性牛市”,部分产能过剩行业债券成为重点防范对象。如海通证券认为,由于信用风险仍高、利率趋于下降、理财对于低风险有票息品种的充足配置需求,高等级产业债和城投债组合仍有利率下行空间;同时,鉴于钢铁、机械设备、化工、采掘等中上游行业的短期现金流状况和长期偿付能力指标继续恶化,需注意相关行业信用风险。

短期利率抑制收益率下行

□国海证券 范小阳

今年9月份以来,在实施常备借贷便利、下调正回购利率等利好刺激之下,债市收益率曲线出现了向下的平移,债券牛市行情得到延续。但目前收益率曲线已经较为平坦化,期限利差和信用利差都处于偏低的水平,短期利率的变化因而成为债市关注焦点。无论从短期还是中长期因素来看,短期利率下行的空间都不会很大,这也将对债市总体收益率的下行产生抑制作用。

从短期来看,资金面在四季度收紧的可能性较大,通过对2009年以来月度平均和季度平均R007的统计发现,下半年资金利率中枢往往高于上半年,而且四个季度之间呈现逐渐抬升的现象。进入四季度,资金利率出现大幅下行的可能性比较小。

在美国经济复苏势头较好的情况下,市场普遍预期美联储将在2015年下半年步入加息周期,美国货币政策的转向可能

■债市策略汇

利率产品

中金公司:
不建议进一步追涨

目前基本面和政策仍对债市无明显利空,但如果经济数据没有继续超预期的差,货币政策边际上没有更进一步的放松,投资者在年内剩余时间内继续追涨的动力不强。中长期来看,随着国内房地产和地方政府加杠杆空间被限制,经济潜在增速和融资需求放缓,利率水平仍有下行压力,而银行理财在息差缩小后,给到客户端的利率也会逐步下降,从而慢慢打开利率下行的空间,但当中可能会有反复,即收益率会是震荡下行状态。因此在中长期仍有机会的情况下,虽然我们不建议年内进一步追涨,但原有仓位继续持有的风险也不大。

银河证券:
保持3-5年中度久期

由于存贷款基准利率与市场利率双轨存在,货币利率下行对存贷款定价影响是缓慢有限的。经济下行环境对货币政策的倒逼压力犹存,宽货币对社会融资成本的传导有限,宽货币的调整将是持续的。终端需求和库存仍是经济下行压力所在,货币利率的微调尚需经济下行环境倒逼。9月份PMI、发电量数据表明经济数据由8月份低点回升,央行对房地产信用政策调整推动房地产改善需求释放。建议利率债保持3-5年中度久期,等待经

济数据公布。

信用产品

中信证券:
城投债仍有配置价值

在基本面弱化的背景下,央行将维持适度宽松的資金面,这为短融创造了较为良好的环境。高达100BP左右的利差(1年AAA与R007均值)大幅高于历史均值水平,也为短融产品带来较好的配置价值。从中长期来看,短端产品可能存在进一步下行的空间,可关注理财等产品收益率变化。中票方面,考虑到基本面和金融数据可能有温和反弹,预计高等级债券收益率随利率债维持横向往波动走势;受相对稳定资金利率的支撑,中低评级产品的息差优势仍较为明显,配置盘可以继续考虑非周期性行业产业债。城投债信用利差已处于历史最低水平,相对价值有限;但性价比仍然较高,具有较高的配置价值。

东海证券:
短融及3年中票为基本投向

目前经济具备韧性支撑,央行微调放松流动性对经济发挥护航作用。8月份工业经济增长和固定资产投资出现明显回落,但当月信贷、出口、消费、就业表现均属正常,楼市在限购大多放松情况下也呈现低位筑底,9月份率先公布的十中采PMI低位与上月持平。在经济和政策进入持稳阶段,债市暂难有交易型机会。对配置型投资需求而言,在央行流动性管

资会对企业投资产生明显的挤出效应,增加企业融资的难度,加剧了资金环境的紧张。

另一方面,当前的宏观杠杆率已经达到较高水平,M2/GDP连续明显上升,企业债务滚动的压力比较大,而金融创新本质上也是加杠杆的行为,资金需求仍然比较旺盛,与此同时,资金的供给相对有限,M2增速大幅扩张的可能性较小,资金需求大于供给可能是常态。与2010年以前相比,目前的宏观杠杆率明显较高,M2等货币增速较之前则明显下降,从资金供需角度来看,资金利率很难回到2010年以前的水平,波动中枢抬升可能仍将延续。

今年8月份以来,银行间市场资金利率始终较为平稳,目前处于近几年的低位水平。未来即使政策持续放松,在短期和中长期因素的共同作用下,资金利率下行的空间可能也已经不大,相应来看,各期限债券的收益率下行空间也不会太大。

可转债

国泰君安证券:
抓住调整后的入场机会

股指上行的惯性并不会改变,造成股指本轮反弹的逻辑并没有被破坏。过去几轮沪指连续收阳被中断后,都会经历一段震荡调整期,本轮亦或不例外。10月份的四中全会和沪港通是影响股指走势的两大重要因素,可能使调整期缩短。转债表现不及正股不会持续太久,回调给予投资者入场机会。标的方面,推荐非银(平安、国金),银行(中行、民生),国企改革(徐工、隧道、石化),其他热点板块(南山、重工、中海、冠城),小盘板块(海运、华天、泰尔、通鼎)。

海通证券:
波动加剧 把握主题机会

央行房贷松绑、银行陆续调整房贷政策,有助于托底地产销售,稳定短期经济预期,对正股市场利好。9月以来经济暂显企稳迹象,但前期地产销售数据不佳,意味着长期经济下行风险仍存;货币宽松持续,R007中枢有望维持在3%左右稳定;10月四中全会召开在即,或提升投资者对国企改革和经济结构转型相关政策的预期,有利于风险偏好的提升,我们预计转债市场短期仍维持波动。建议仍保持波段操作,把握改革、军工等主题个券。(葛春晖 整理)

四季度将发17只记账式国债 比去年同期多4只

财政部日前公布了第四季度国债发行计划。财政部计划于四季度发行4只储蓄国债、3只记账式贴现国债和14只记账式附息国债。其中,储蓄国债发行数量与去年同期相同,记账式国债发行数量则要多于去年同期。

据财政部披露,今年第四季度计划发行4只储蓄国债,其中10月将发行2只电子式国债,11月发行2只凭证式国债;另计划发行3只记账式贴现国债,期限均为91天,其中10月发行2只,12月发行1只;在记账式附息国债方面,10月和11月各计划发行5只,12月发行4只。

人民币延续偏强走势 即期价收盘创逾7个月新高

在国际外汇市场上美元指数展开回调的背景下,加上9月中国进出口数据整体表现靓丽,本周一人民币汇率延续了近阶段的偏强走势,人民币兑美元即期汇价收盘创逾7个月新高。

周一,人民币兑美元汇率中间价设在6.1446,较前一交易日上调24基点,并创下最近一个月的新高。在中间价上调的情况下,周一人民币即期汇价延续近期偏强走势。数据显示,周一人民币兑美元即期汇价早盘小幅低开6基点报6.1315,随后即逐波走高,盘中最高至6.1252,持平9月26日创下的今年3月10日以来的阶段最高位置,截至收

中债资信调降中国二重评级至B

中债资信近期发布了对中国第二重型机械集团公司(以下简称“中国二重”)的跟踪评级。

中债资信指出,8月29日,中国二重发布了未经审计的2014年上半年财务报表,数据显示,公司盈利及现金流进一步弱化,且债务负担持续恶化。截至2014年9月18日,子公司二重集团(德阳)重型装备股份有限公司(二重重装)累计有6.19亿元的银行贷款等债务逾期,且公司自2014年9月即进入债务偿

付高峰期,短期债务偿付压力极大。考虑到2014年上半年订单下滑,公司经营改善的可能性较小。此外,在二重重装发生贷款逾期的情况下,公司外部支持方案迟迟不能落实,其重组方案无实质进展。鉴于此,中债资信将公司的主体信用等级调整至B,评级展望调整为“稳定”。

在中债资信7月份发布的跟踪评级中,曾给予中国二重BBB+评级,评级展望为负面。(张勤峰)

正股乏力 转债跌多涨少

受正股走势拖累,13日沪深可转债市场跌多涨少。市场人士指出,近期大盘波动性上升,转债整体建议以防御性配置为主,重点把握题材类机会。

13日,中证转债指数收盘下跌0.53%,连续第二个交易日走低。当天两市正常交易的可转债共29只,其中全价下跌的为21只,上涨的有7只,仅有1只收平。泰尔、通鼎、吉视转债纷纷下跌2%以上,列跌幅榜前三。此外,国电、歌华、徐工和长青转债跌幅超过1%。大盘转债

转债申购冲击有限

市场资金面总体宽松

受到浙能电力大盘转债申购的扰动,周一银行间货币市场资金利率出现小幅上扬,但资金供给充裕,资金面整体不改宽松格局。

周一银行间市场中短期回购利率呈现小幅上涨态势,其中隔夜和7天期的质押式回购加

权平均利率分别报2.54%、3.06%,较上周五分别上涨2bp、5bp。市场人士表示,虽然10月中旬的企业缴税因素预计将对资金面带来阶段性影响,但本周一资金价格上涨,更多是受当日浙能大盘转债申购的影响。资

城投债强势 产业债疲软

交易所信用债表现分化

13日,交易所市场信用债表现分化,城投类债券不改强势,产业类品种则多数出现调整。

具体看,交易所企业债市场上,城投类品种仍受资金青睐,活跃个券如债项AA的12阜城投债收益率下行9.52bp。产业类品种表现相对乏力,如AA的11奈伦债上涨1.58bp,AA+的10凯迪债涨3.80bp、13精控债涨2.32bp。

公司债整体收益率出现小幅上行。活跃个券如AA+的09美好债大涨56.90bp,AA-的08新湖债则下行6.54bp。高收益品种中,AA的11中孚债收益率

与去年四季度相比,今年四季度储蓄国债发行数量保持稳定,记账式贴现国债和附息国债则有所增加。具体看,贴现国债比去年增加1只;记账式附息国债增加3支,10至12月各比去年增加1只。

由于今年拟安排财政赤字比去年增加1500亿元,国债及地方债的融资额相应将有所增加。据Wind数据统计,今年前9个月财政部共发行各类国债5只,面值总额约1.29万亿元,去年同期则为53只/1.31万亿元,前9个月国债发行规模尚不及去年同期,客观上需第四季度适当增加国债发行量。(张勤峰)

人民币延续偏强走势 即期价收盘创逾7个月新高

盘,该汇价报6.1259,较上周五涨50基点或0.08%。由此,人民币即期汇价刷新了今年3月6日以来的最高收盘价。

分析人士表示,周一公布的9月中国贸易数据,在很大程度上推动了人民币汇率尤其是即期汇价的升值。中国海关周一公布,9月中国出口同比增长15.3%,进口同比增长7%,当月贸易顺差310亿美元。虽然9月贸易顺差水平相对中性,但结合当月进出口整体增长形势来看,仍显示出中国进出口形势的持续好转。对于后期人民币汇率走向,市场人士表示,短期内偏多力量预计仍将继续主导人民币汇率波动。(王辉)

中债资信调降中国二重评级至B

中债资信近期发布了对中国第二重型机械集团公司(以下简称“中国二重”)的跟踪评级。中债资信指出,8月29日,中国二重发布了未经审计的2014年上半年财务报表,数据显示,公司盈利及现金流进一步弱化,且债务负担持续恶化。截至2014年9月18日,子公司二重集团(德阳)重型装备股份有限公司(二重重装)累计有6.19亿元的银行贷款等债务逾期,且公司自2014年9月即进入债务偿

付高峰期,短期债务偿付压力极大。考虑到2014年上半年订单下滑,公司经营改善的可能性较小。此外,在二重重装发生贷款逾期的情况下,公司外部支持方案迟迟不能落实,其重组方案无实质进展。鉴于此,中债资信将公司的主体信用等级调整至B,评级展望调整为“稳定”。

在中债资信7月份发布的跟踪评级中,曾给予中国二重BBB+评级,评级展望为负面。(张勤峰)

正股乏力 转债跌多涨少

方面,平安、石化、民生、工行、中行全数收跌,跌幅为0.45%至0.88%不等。在为数不多的上涨个券中,华天转债涨幅达2.40%,高居涨幅榜首,而齐翔、东方、国金转债涨幅超过1%。因正股表现迥异,当天转债市场呈现两极分化特征。

市场人士指出,近期转债个券分化明显,转债市场随正股波动性加大,重回震荡市行情的概率不能排除,首选投资策略仍是主题性机会,中小盘转债表现将继续好过大盘转债。(张勤峰)

转债申购冲击有限

市场资金面总体宽松

料显示,浙能电力100亿元A股可转债的网上网下申购日均为本周一。得益于今年以来多只新发转债上市后的靓丽表现,机构对于本次转债的认购热情仍将居高不下。

此外,交易员表示,本周公开市场一级交易商仍可继续上报14天和28天期正回购、7天和14天期逆回购,以及三个月央票需求。来自Wind的统计数据显示,本周公开市场合计有到期资金400亿元,整体属于近阶段相对温和水平。(王辉)

城投债强势 产业债疲软

交易所信用债表现分化

涨2.01bp,AA-的12三维债涨11.32bp。

市场人士指出,近期市场资金面稳定偏松,有利于信用债利差交易的开展,但消息面不平静,负面事件不断,促使投资者更加注重产业债投资的安全边际。12湘鄂债因降级“戴帽”、中国二重披露逾期贷款大幅增加、华锐风电因起诉被冻结资金,类似事件表明违约风险这把利剑依然高悬。虽然市场对城投债的看法出现一定分歧,但城投的国企背景仍仍比普通产业债略胜一筹,权衡风险与收益后,城投债继续受到资金的青睐。(张勤峰)