

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月以来,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,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”将有望获得全额偿付。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,虽然公司小债务刚兑短期难破,但未来维持刚兑的压力越来越大,经济弱势格局下,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



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
ST湘鄂债	2014-10-8	主体评级下调	中科云网科技股份有限公司
ST湘鄂债	2014-10-8	主体评级下调	中科云网科技股份有限公司
12石经开债	2014-9-30	债项评级下调	新疆石河子开发区经济建设总公司
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
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
13天晟01	2014-9-24	债项评级下调	常州天晟新材料股份有限公司
13天晟01	2014-9-24	主体评级下调	常州天晟新材料股份有限公司
锐01暂停	2014-9-19	主体评级下调	华锐风电科技(集团)股份有限公司
锐01暂停	2014-9-19	债项评级下调	华锐风电科技(集团)股份有限公司
12津渤海MECN1	2014-9-19	债项评级下调	天津滨海高新技术中小企业
锐02暂停	2014-9-19	债项评级下调	华锐风电科技(集团)股份有限公司
锐02暂停	2014-9-19	主体评级下调	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 [可能违约]	中国第二重型机械集团公司
12二重集MTN1	2014-9-3	[可能违约]	中国第二重型机械集团公司

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“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

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”——经济增长由高速增长向高速转换的过渡期;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

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,央行未来仍将为进一步引导货币成本下移,因而债市向好方向仍没改变。

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。

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年以来的水平,波动中枢抬升可能仍将延续。

在短期因素之外,我们还注意到,尽管货币政策经历了多个周期,但从2009年以来,资金利率的波动中枢是在不断抬升的,这些可能与偏中长期的因素有关系。一方面,从国民收入恒等式的变化公式来看,储蓄=投资+政府赤字+净出口,随着人口结构的变化,近几年储蓄已经开始出现明显的下滑,内需仍然较弱而外需在美国经济带动下将持续好转,未来净出口大概率会上升。在储蓄下滑、净出口增加的情况下,投资和政府赤字所面临的资金环境是不断收紧的,而如果宽松财政政策发力,政府赤字大概率会有所上升,政府投入四季度,资金利率出现大幅下行的可能性较小。

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

推动全球资金回流美国,导致我国外汇占款出现持续低位甚至负增长的情况,加剧国内的流动性压力。在不进行大幅刺激的思路指导下,央行很可能出现对冲不及时的情况,尽管只是短期性的,但是也会明显加剧资金面的波动,阻碍资金利率的继续下行。

在短期因素之外,我们还注意到,尽管货币政策经历了多个周期,但从2009年以来,资金利率的波动中枢是在不断抬升的,这些可能与偏中长期的因素有关系。

一方面,从国民收入恒等式的变

化公式来看,储蓄=投资+政府赤字+净出口,随着人口结构的变化,近几年

储蓄已经开始出现明显的下滑,内需仍然较弱而外需在美国经济带动下将

持续好转,未来净出口大概率会上升。

在储蓄下滑、净出口增加的情况下,

投资和政府赤字所面临的资金环境是

不断收紧的,而如果宽松财政政策发力,

政府赤字大概率会有所上升,政府投

入四季度,资金利率出现大幅下行的可

能性较小。

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

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年以来的水平,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。

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。

理继续偏松及经济有所受益情况下,可

以仍以短融及3年期中票等确定性品种为

基本投向。

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高

于此前,资金利率很难回到2010年以来的

水平,波动中枢抬升可能仍将延续。

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高

于此前,资金利率很难回到2010年以来的

水平,波动中枢抬升可能仍将延续。

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高

于此前,资金利率很难回到2010年以来的

水平,波动中枢抬升可能仍将延续。

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高

于此前,资金利率很难回到2010年以来的

水平,波动中枢抬升可能仍将延续。

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高

于此前,资金利率很难回到2010年以来的

水平,波动中枢抬升可能仍将延续。

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,