

估值泡沫渐显 公司债性价比下降

□本报记者 张勤峰



CFP图片 制图/尹建

回顾前三季度的大类资产表现,年初并不十分被看好的固收资产却傲视群雄。不可否认,上半年A股牛市曾经令债券投资者感到落寞、彷徨甚至是怀疑,但年中时股市调整恰恰贡献了债市破局的关键性力量,成就了三季度债市又一轮波澜壮阔的行情。值得一提的是,伴随风险资产和固收资产的此消彼长,身处交易所市场资产轮换最前沿的公司债,成为三季度最大赢家。

分析人士指出,“钱多、缺资产”的突出矛盾,造就了这一轮以公司债为代表的信用债利差收敛行情。近期,一级市场有房企公司债定价比肩政策性金融债,既成为信用债市场火爆的真实写照,也暴露出信用债定价无底线的泡沫化倾向。目前看,资金再配置到债券市场的过程还在持续,有利于维持信用债良好的供需关系,但不可忽视的是,公司债风险正在积累,低利率和低利差造成的估值波动可能增加,公司债乃至信用债市场的性价比和想象空间已经明显下降。或许高等级债券利差尚无扩张之忧,但为追求相对收益盲目降低评级并不可取。

公司债执债市牛耳

公司债脱颖而出,成为真正的“执牛耳者”。

一方面,公司债收益率降幅远远超过其他品种。目前,中高评级公司债收益率大多处在历史最低水平,与国债、金融债利率同样降至历史低位,而其他主要的非金融企业信用类债券如短融中票、企业债等绝对收益率和信用利差多数低于历史均值,但距离绝对低位仍有一定差距。同期限同评级的公司债收益率要明显低于银行间债券。如5年期AA+级公司债收益率在3.6%左右,中票和企业债则在4.6%左右。

另一方面,下半年以来,公司债的增量供给要明显高于其他非金融企业信用债,利率降幅

反而更大,呈现出典型的供需两旺的牛市。据国泰君安报告,7-9月公司债月平均发行额达到1097亿元,月平均净融资额达到1031亿元。尽管公司债月平均发行额只占到全部非金融企业信用债的17%,但平均净融资额占比高达36%。公司债已成为信用债市场主要的增量供给来源。然而,随着供给不断释放,公司债一级市场愈发显现出“一券难求”的局面。机构甚至宣称,公司债市场已经进入“摇号”的时代。9月24日,5年期AAA评级的万科公司债发在3.5%的位置,比肩同期限的国开行政策性金融债收益率,足见公司债一级市场的火爆程度。

资金搬家成就公司债行情

和货币政策放松推动的基准利率下行。而在经济下行阶段,企业盈利恶化,导致微观主体信用风险渐次暴露,提升了市场的风险溢价要求,从而限制信用利差大幅度收窄。从6、7月份开始,股票及其衍生高收益资产收缩引发的再配置成为债市行情的主线,而后股市暴跌、IPO陷入停滞、量化产品意外熄火等起到了火上浇油的作用。大致看,这是一个社会资金从股市向理财、货币债券基金等各类广义基金机构回流,而广义基金在面临大量资金涌入的同时,因为IPO、两融、配资等权益高收益资产的缺失,出现了巨大的配置压力和缺口,从而大量增配债券资产的过程。在这一过程中,尽管债券市场的增量需求出现了系统性上升,但由于这类资管机构的

负债端成本仍较高,利率债往往难以满足回报要求,因此信用债自然而然地成为这些增量需求的主要出路。

分析人士指出,在广义基金及其他社会资金纷纷撤离A股的过程中,资金首先淤积在交易所市场,这让交易所信用债率先受益。与此同时,资金淤积致交易所资金成本一度持续大幅度低于银行间市场,加上场内债券的质押融资的便利性,极大地刺激了场内信用债的套息交易。而随着买盘力量不断推动信用债绝对收益率下行,机构为了维持收益水平,不断利用低资金成本加杠杆,多倍放大了场内信用债的需求。由此可见,公司债在三季度牛市中一鸣惊人,既受益“天时”,也因“地利”。

性价比正在下降

第三、四季度到期的低评级债券规模比前三个季度都要多,而且已引起市场关注的风险券不在少数。理论上,如今收缩至极致的信用利差显然是无法覆盖企业的潜在违约风险。

当然,考虑到国内公募债券市场实质违约案例有限,信用债定价的国际经验还很难准确运用于国内信用债市场。有债券市场人士就表示,由于普遍的刚兑预期存在,目前信用债特别是公募信用债基本等同于准利率债,因此信用利差中违约溢价实质上可以很低,流动性溢价才是信用利差波动的主要源泉。4月份以来,流动性状况显著改善,交易所回购利率长期偏低,在很大程度上解释了信用债利率的收敛。但是,近期一些已经暴露出问题的低评级债券,也出现了显著的上涨,这显然是非理性的。值得关注的是,随着银行体系流动性边际收缩,以及交易所融资需求的不断增加,近期整个银行体系的融资成本已有所上涨,而交易所资金成本也开始向银行间靠拢,这也使得公司债估值偏高的问题开始暴露。中金公司表示,在目前市场整体杠杆率偏高而信用利差偏低的情况下,需提前关注流动性风险,尽量回避低流动性品种。

公司债供给增加的问题也开始引起关注。目前看,各类广义基金投资者仍在面临较大规模的资金涌入,但资产端可配置资产稀缺,资金再配置到债券市场的过程还会持续,有利于维持信用债良好的供需关系。这一点,从前述万科公司债定价上可见一斑。中债估值数据显示,目前银行间5年期国债发行利率在3.51%,5年期国债在3.09%,而上周5年期的青海公开发行人地债发在3.35%。简单对比,如今的公司债一级市场可谓“疯狂”,这本身就是供需关系最好的写照。但是,这种局面可能很难维持,供给的增加对公司债,特别是低评级债券的冲击依然不宜忽视。

市场人士指出,当前“钱多、缺资产”的状况依旧,在寻觅高收益资产的情况下,债券市场尤其是信用债依旧是增量需求的主要“泄洪口”。不可忽视的是,公司债风险溢价偏低、估值偏高,供给增加的问题开始暴露,尤其是一些低评级债券的风险收益比严重不匹配,不应为追求相对收益而盲目降低评级要求。中长期来看,低信用利差终究面临纠偏,虽然可能通过违约溢价上升完成,也可能是无风险利率主动下降的结果,但公司债相对利率债甚至是部分权益资产的性价比正在下降。

资金持续流入 信用债市场“潮难落”

□本报记者 王辉 上海报道

9月以来,在市场无风险利率持续下降、A股市场表现偏弱、商业银行信贷投放力度不足的背景下,各类资金对于信用债市场的追捧再度达到一个新高度。近期万科、世茂等多家大型房地产公司发债利率远低于预期,再度折射了信用债市场的高热。分析人士指出,信用债投资领域继续获得各类资金青睐的格局,在未来较长时间内难以扭转。而在信用债市场整体“潮起难落”的同时,市场风险偏好的走向及个券的结构性分化仍需要重点关注。

资金面较宽松

三季度以来,在实体经济复苏力度整体低迷的背景下,货币当局在流动性的宽松上继续保持了积极姿态。在多次降准、降息及存款准备金率考核新政等宽松政策推动下,银行间市场各期限资金价格持续低位,资金面保持充裕。具体来看,WIND数据显示,银行间主流7天期质押式回购加权平均利率(存款类机构)已由6月末的2.60%上方降至9月末的2.35%左右;长期限的1月期回购利率,也由6月末的3.40%一线降至当前的3.10%附近。整体来看,市场流动性宽松格局延续。在金融市场资金流向上,由于A股市场前期的下跌及近一段时间整体表现疲弱,各类寻求较高收益的资金,大量涌入信用债市场,并带动了信用债个券价格整体的“水涨船高”。

对于信用债市场长时间的高热不退,中金公司分析指出,自6月底以来,股市大幅调整,市场信心受挫。加上IPO暂停,上半年带来超额收益的各类权益衍生资产大幅减少,导致资金大量回流至债券基金等以债券配置为主的品种中。以信用债为主的固收或类固收产品成为各类资金追逐的对象。从7月和8月的托

管量数据来看,三季度基金疯狂增持信用债。在此背景下,尽管6月底时信用利差已经偏低,信用债市场整体估值水平已经明显高企,但强大的配置需求仍继续推动信用债收益率显著下行。整体而言,流动性宽裕无疑是导致信用债市场不断高涨的主要原因。

需求依旧旺盛

对于未来信用债市场的整体表现,综合目前主流机构整体观点,各方仍继续看好信用债市场在当前资金持续大规模流入过程中的表现。对于市场局部的信用风险,以及整体可能已经积累的估值泡沫,则仍需持续重点关注。

光大证券表示,目前经济下行压力并未缓解,在货币总量宽松的背景下,各类配置资金对信用债的需求依旧旺盛,市场供给压力仍较有限。本轮由银行理财等追求高收益资金配置需求推动的信用债行情尚未结束。前期市场信用利差的变化,则进一步显示市场情绪较积极。中金公司指出,目前全社会高收益资产稀缺的局面仍未扭转,这将十分有利于维持信用债良好的供需关系。对于低违约风险的高等级品种而言,信用利差有望继续维持低位。

申万宏源指出,在市场可能出现的过热风险方面,结合美国信用债市场的经验看,经济下行周期总是对应着违约率和信用溢价的显著上升,这也对应去产能过程。虽然我国的信用债自自带了“刚性兑付”的隐形光环,但客观规律不应忽视。越是“资产荒”加剧的时期,同时也越应为预期外的信用事件引发的信用溢价飙升风险做提早准备。光大证券也指出,虽然大量资金不断涌入,但当前经济增速下行背景下能提供较高收益率的资产会不断减少。刚性兑付不破,寻求高资产回报的资金将会持续涌入并淤积在信用债市场,并可能由此不断积累和放大市场估值泡沫。

纯债基金投资价值凸显

□本报记者 黄丽

部分公募基金表示,由于经济下行压力较大,宽松的货币环境料持续,财政政策将更加积极。在市场避险情绪升温的背景下,下半年债市长期趋势向好。在债券基金的选择上,好买基金研究中心建议规避与股市相关性较大的偏债和可转债基金,纯债基金投资价值显著。

债券慢牛趋势不变

虽然市场上仍不缺钱,但“资产配置荒”已经开始。上半年股市红火时,债市被无情忽视。如今,固定收益类投资正重回投资者视野。部分公募基金认为,下半年,债券市场的慢牛趋势仍将持续。

诺安基金分析,二季度GDP增速为7.0%,基本符合预期。但8月数据显示,经济下行压力依然较大,适度宽松的货币环境仍是未来大方向。货币政策和财政政策加码为市场提供了足够的流动性,在市场避险情绪升温,利率跑不过CPI的背景下,债市迎来最好时代。“由于经济持续低迷,8月货币政策的大幅宽松或许只是一个开始,实际宽松程度很可能超出预期,对债市将成为持续的政策利好。其次,IPO暂缓导致打新红利消失,而股票二级市场震荡令可转债、分级A等准固收品种估值波动剧烈,前期囤积于此的资金,出于避险目的有望持续分流至债市。”

自去年以来,债券市场已持续了一年多的慢牛行情。国投瑞银基金认为,下半年政策面确定性较大,虽然收益率处于较低位置,但仍有下行动力,债券慢牛趋势不变,收益率震荡下行,资金面、基本面扰动带来交易机会。国投瑞银岁利基金经理李怡文表示,在操作策略上,可适时采用杠杆策略,享受较宽松的货币环境所带来的

较低资金利率,同时把握长端利率债的交易机会。从微观层面看,李怡文认为,虽然债市进入风口期,但针对不同品种,在策略的选择上依然需要“量体裁衣”。

纯债基金风险相对较低

值得注意的是,债券投资与股票不一样,个人投资者比较难参与。诺安优化收益债券型证券投资基金基金经理谢志华在接受中国证券报记者采访时曾表示,首先,债券投资门槛较高,属于批量投资的概念,一般最小一单都是上千万元资金,个人投资者很难参与银行间市场;其次,债券投资通常涉及杠杆运作,通过杠杆放大收益,对于个券的信用分析需要较高的专业程度,财务报表、股东背景、偿债能力等都需要比较综合的判断。

对于普通投资者而言,参与方法是投资债券基金,但债基并不一定意味着风险低、波动小。好买基金研究中心表示,虽然债券型基金总的来说是中低风险的投资品种,但不同债基风险收益特征上差别较大。偏债债基集债券和股票为一体,只是股票仓位较低;可转债是债券的一种,但不同于一般债券,可转债允许购买人在规定的时间范围内将其转换成股票,风险也高于普通债券。因此,偏债债基和可转债基金风险高于纯债债基。投资者在申购债券基金时应了解基金的底层券种配置情况。

其次,由于债券是一种大宗交易品,主要在银行间市场进行交易,每次交易量在几千万甚至十几个亿的级别,这样特殊的交易方式决定了债券投资团队的整体力量更重要。建议投资者关注固收团队稳定并且实力较强的大型基金公司。好买基金研究中心认为,在目前的市场情况下,为避免股市波动干扰和增强收益,建议选择投资股票和可转债的、杠杆较高的纯债债基。

四川川润股份有限公司股票交易异常波动公告

本公司及监事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、股票交易异常波动情况
本公司股票(股票简称:川润股份,股票代码:002272)交易于2015年9月24日、9月25日、9月28日连续三个交易日内收盘价格跌幅偏离值累计超过-20%。根据《深圳证券交易所股票上市规则》的有关规定,公司股票交易属异常波动。
二、公司关注并核实的相关情况
针对公司股票异常波动,公司进行了必要的核查,并就有关事项询问了公司控股股东及实际控制人,现将有关情况说明如下:
1.公司未发现近期公共媒体报道了可能已经对公司股票交易价格产生较大影响的未公开重大信息。
2.公司目前经营情况正常,内外部经营环境未发生重大变化。
3.经查询,公司控股股东、实际控制人及本公司股票交易异常波动期间未买卖本公司股票。
4.公司拟筹划重大资产重组事项,经向深圳证券交易所申请,公司股票于2015年4月20日开市起停牌。经公司研究,确认为重大资产重组事项自2015年7月1日开市起拟重大资产重组事项继续停牌。为促成本次重大资产重组事项,公司会同独立财务顾问华泰证券有限责任公司等中介机构与标的公司进行了深入协商,就合作条件进行了深入讨论和沟通。但由于近期资本市场环境出现剧烈震荡,考虑到收购成本及收购风险等因素,合作双方未能就交易价格达成一致。基于此,为维护全体股东的利益,经审慎研究,公司决定终止本次重大资产重组事项,公司股票于2015年9月24日开市起复牌,详见巨潮资讯网

2015-049号公告《关于终止重大资产重组相关事宜的公告》。
经查询,除上述已公开披露的事项外,公司和控股股东、实际控制人均不存在关于本公司的应披露而未披露的重大事项,或处于筹划阶段的重大事项。
三、是否存在应披露而未披露的重大信息的声明
本公司董事会在核实并确认后,做出如下声明:本公司董事会确认,本公司没有任何根据《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规定应予以披露而未披露的事项或与该事项有关的筹划、商谈、意向、协议等,董事会也未获悉本公司有根据《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规定应予以披露而未披露的、对本公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响的信息。公司前期披露的信息不存在需要更正、补充之处。
四、风险提示
1.经自查,公司不存在违反信息公平披露的情形。
2.公司于2015年8月27日披露了2015年半年度报告,同时预计2015年1-9月的净利润为-900万元至-700万元。
3.《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》和巨潮资讯网(http://www.cninfo.com.cn)为公司选定的信息披露媒体,公司所有信息均以上述指定媒体刊登的正式公告为准。请广大投资者理性投资,注意投资风险。
特此公告。

四川川润股份有限公司
董事会
2015年9月28日

江苏农华智慧农业科技股份有限公司关于变更持续督导保荐代表人的公告

本公司及董事会全体成员保证公告的内容真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

根据中国证监会相关文件及《关于申万宏源证券承销保荐有限责任公司承继原申银万国证券股份有限公司与公司协议项下全部权利义务之补充协议》,申银万国证券股份有限公司与公司原协议项下权利义务转由申万宏源证券承销保荐有限责任公司(以下简称“申万宏源”)享有,并承担继续履行,申万宏源继续担任公司保荐机构,履行持续督导职责。具体内容请见公司于2015年3月7日披露的《关于公司保荐机构合并重组及业务承继公告》。

附件:袁靖先生简历
袁靖先生,工商管理学硕士。2007年8月至今,从事投资银行与保荐业务,先后参与过青岛百通城市建设集团股份有限公司IPO项目、卧龙地产集团股份有限公司非公开发行股份项目、海凌重工工程科技股份有限公司IPO项目、华意压缩机股份有限公司非公开发行股份项目、上海金桥信息科技股份有限公司IPO等项目、浙江诚邦园林股份有限公司IPO项目。