

信用利差再降VS违约风险发酵

信用债不只有“踩雷”风险

□本报记者 张勤峰

近期随着利率产品快速回填,相对抗跌的信用债信用利差或被动或主动收窄,中高等级信用利差接近或刷新历史低位。信用利差再收缩,一定程度上被视为债市需求继续旺盛和“缺资产”格局依旧的表现。然而,在此过程中,违约溢价对信用风险覆盖不足的矛盾进一步加剧。

市场人士指出,信用尾部风险仍在继续加大和扩散,信用债投资务必更加谨慎,“防踩雷”不可掉以轻心,盲目降低评级不可取。虽然中高等级信用债尚无利差大幅扩张之忧,但也需要适度关注股市回暖、供给上升及流动性波动等因素可能造成的利率波动加大的风险,合理控制杠杆。

信用利差低位再降

在近期利率产品急促的回调步伐中,信用产品表现相对稳健,导致信用利差进一步收缩。数据显示,目前AA及以上等级中票信用利差均已经达到历史最低位置。

以3年期中票为例,中债到期收益率曲线显示,目前银行间市场3年期AA、AA+、AAA、AAA-、超AAA中票收益率分别约为4.08%、3.71%、3.61%、3.46%、3.38%,已全线低于2012年牛市低点,接近2010年利率低位,各等级较历史平均收益率低95-110bp不等。当前银行间3年期固息国债收益率为2.78%,只比历史均值低约12bp。两相对比,目前3年期AA至超AAA等级中票信用利差介于130bp-60bp之间,突破了前期低点,全线降至2009年以来历史最低水平。5年期品种方面,信用利差也有相似表现。此外,AA级以下,如AA-信用利差也明显压缩,3年期AA-中票与国债利差自10月28日以来又收窄10bp,目前已接近历史中位数水平。

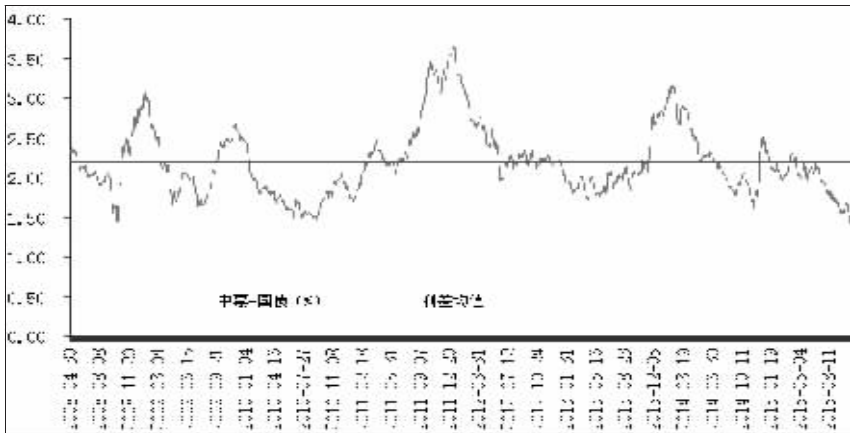
市场人士指出,信用利差本就处在近些年的较低位置,而10月底以来,国债出现快速回调,信用债走势坚挺,导致信用利差或被动或主动压缩。在无风险债券利率下行放缓后,信用债的绝对收益率与信用利差双低的问题重新凸显。

观点链接

光大证券：周期性行业经历严寒

受到宏观经济阶段式下台阶的影响,大部分行业同比去年三季度出现盈利下滑。传统的周期性行业如采掘、建筑材料、化工、有色金属和房地产等行业继续承压,盈利情况不容乐观。在经济周期下行阶段,需求大幅减少导致传统行业产品量价齐跌,同时使得资产周转速度放缓。在传统周期性行业中,随着去产能化的进行,产能去化较为容易的行业杠杆出现一定的下降。在过剩行业中产能去化相对困难一些的行业比如钢铁、煤炭则出现杠杆增长趋势。为了维持企业正常运转,不得不继续通过外部输血来支持。现金流方面,传统周期性行业经营性现金流出现大幅萎缩。投资性现金流出放缓,而筹资性现金流则出现较大

3年期AA级中票信用利差降至历史低位



“防踩雷”不可掉以轻心

近期信用利差再收缩,一定程度上被视为债市需求继续旺盛和“缺资产”格局依旧的表现。这不难理解。9月底以来,无风险债券收益率快速下行,10年期国债利率最多时下行约45bp,一度突破3%的关卡至2.98%,跌回2009年初的低位。利率长债在今年前三季度少有建树,在短端利率及信用债利率率先大幅下行后,偏高的期限利差与畸低的信用利差令利率长债沦为估值“洼地”。然而,这一波行情过后,利率长债的“洼地”被填平,且收益率降至2012年甚至2009年以来低位,机构为扩大盈利,自然有转移战线的动力,在高收益低风险资产稀缺的背景下,信用债相对较高的绝对收益依然为机构所看重。但机构强调,在信用债绝对收益率与信用利差处在低位,并有进一步下行的情况下,务必更加谨慎,“防踩雷”不可掉以轻心,盲目降低评级不可取。

事实上,近段时间,信用债利差收缩与信用风险暴露的矛盾并没有缓和,甚至还在加剧,低利差提供的信用溢价保护明显畸低。

截至10月底,2015年上市公司三季报公布完毕。据国泰君安统计,剔除金融类公司之后,今年前三季度上市公司营业收入同比增速较中报小幅下滑0.09个百分点至-3.47%,但净利润同比增速则由-0.15%大幅下滑至-9.48%。中金公

幅度净流入。显示企业在自身造血能力不足的情况下,过度依赖外部资金。

中信证券：强周期行业是高危重灾区

利润表现恶化的行业,行业利差皆有不同程度的走扩,反之则亦然。景气与行业利差背离的行业,主要有以下几点原因:一是上市公司财务数据的口径与发债公司的口径不一,上市公司资质系统性地高于发债公司,甚至在一些较小的行业,如TMT类,发债公司口径与上市公司口径可能完全不一样;二是某些行业存在财务数据不能反映的非市场化因素,如政府的隐性担保、外部支持,不能简单地用利润率来衡量;三是部分行业利差处于绝对的高点与低点,变动的弹性很小,如公用事业。在各类宏观经济指标出现企稳迹象之前,强周期行业仍未见底。有色、钢铁、采

矿等机构之前即提示,去年下半年以来,A股行情回暖,上市公司投资收益在一定程度上缓冲了主营盈利恶化,而随着年中股市出现剧烈调整,上市公司投资收益整体下滑,盈利恶化的状况可能集中暴露。据测算,上市公司扣除投资收益及非经常性损益之后的净利润前三季度同比增速为-19%。而随着股市行情降温、IPO陷入停滞,使得企业内外部融资均面临进一步的压力,由此导致资金链断裂的风险继续上升。总之,信用风险不仅没有收敛,反而在继续发酵,这与信用债信用利差反映的情况截然不同。

国泰君安报告指出,信用尾部风险仍在继续加大和扩散,后续继续爆发信用事件的概率较大,“防踩雷”依然是当前信用债投资的主线之一。

三季报显示,传统的周期性行业如采掘、建筑材料、化工、有色金属和房地产等行业继续承压,盈利情况不容乐观,尤其是偏中上游的采掘业、钢铁业和建材行业盈利下滑较大,同比降幅分别达5.32%、5.12%和3.73%。

光大证券指出,从产业债投资角度看,现阶段应重点规避产能出清较为困难的煤炭、钢铁等行业,尤其是此行业内部的低评级民营企业。对于区域性比较明显的建材行业应根据区域的供求关系决定的行业内部区域景气度来谨慎择券。未来信用风险的爆发或将由前期个别企业点爆的形式慢慢向单个行业内部多个集中,重点仍是加

掘、化工产能出清仍需时日,不排除未来行业利差有进一步走扩的可能。这些行业也是高风险个券集中的高危重灾区。

财通证券：加杠杆埋下波动隐患

近期债市的上涨确有加杠杆行为的推动。相对于杠杆的绝对水平,更应关注市场融资余额的增加和加杠杆的趋势。从银行间市场融资余额的快速上涨和资金融入方大量增持债券的情况看,或将在一定程度上透支了未来的上涨空间,并增加了后续市场波动的可能性。相对而言,近期最为确定的投资机会在于短端,曲线或将呈现陡峭化走势。考虑到利率市场化后,利率传导模式过渡到“公开市场操作利率—货币市场利率—短期无风险利率—中长期/风险利率”。因此,要引导社会融资成本下行,必然要先推动

强信用管理,避免踩雷。

不是只有信用风险

海通证券最新调查显示,信用风险仍是投资者最为担忧的债市风险点之一,64%的受访者认为信用风险是最值得警惕三个风险点之一,在所有风险点中仅次于股市走强的风险。对于低等级债券来说,信用风险是主要威胁,为追求相对高收益盲目降低评级不可取;对于中高等级债券而言,股市走强等因素可能造成的风险也需要未雨绸缪。

市场人士指出,虽然中高等级信用债尚无利差大幅扩张之忧,但也需要适度关注股市回暖、供给上升及流动性波动等因素可能造成的利率波动加大的风险。

8月以来的债券牛市,主要逻辑是“再配置”与“缺资产”,背后与年中A股牛市熄火有巨大关系。随着A股风险释放、债券利率下行,股债相对投资价值修复,势必需要提前防范“再配置后的再配置风险”。近期,A股暖意渐浓,债市资金回流股市的风险不得不防。

需要指出的是,在三季度债市行情中,理财、基金等资管机构是绝对主力,这些机构因负债成本刚性,对高收益产品有浓厚兴趣,前期虽转战债市,仍以信用债投资为主,实则“身已动,心未远”,仍在等待股市复苏、IPO重启的机会。倘若这些机构回流股市,信用债将首当其冲。

此外,考虑到多次降息降准后,信用债发行利率大幅下行,且发行审批日益简化,配合多项稳增长措施,信用债供给上升为大势所趋。这或许难扭转供需格局,但对利率水平仍可能造成边际冲击。

与此同时,随着年末临近,流动性波动风险在上升,这对当前普遍采取杠杆套息操作的信用债市场也是风险点之一。何况年底机构有保收益动机,这些都增添了高杠杆机构存在获利了结可能。

总之,机构提示,“缺资产”格局并不稳定,临近年末,投资者应对信用债投资留一分清醒,适度控制杠杆,警惕股市冲击。

货币市场利率和短期无风险利率下降。整体而言,年内债市或以震荡行情为主,短久期品种的机会相对更大。

海通证券：信用风险仍需警惕

我们最新调查显示信用风险仍是投资者最为担忧的债市风险点之一,54%的受访者认为信用风险是最值得警惕三个风险点之一,在所有风险点中仅次于股市走强的风险。近期随着信用债大涨,利差再次主动压缩,在信用利差对风险覆盖不足情况下,信用风险仍需警惕。以银行理财为代表的资管类机构正逐渐取代商业银行成为信用债投资主体,此类机构不需考虑资本占用,对信用债要求的利差降低,且对收益要求较高,更愿追逐相对高收益的信用债。信用利差中枢下行,利差将低位持续甚至再创新低。(张勤峰 整理)

期债止跌回升 短期仍需谨慎

□本报记者 王姣

期债止跌回升

短期仍需谨慎

□本报记者 王姣

11月5日,A股市场继续放

量大涨,但无碍国债期货终结三

连阴出现回升,当日五年期、十

年期主力合约分别收涨0.28%、

0.36%。与此同时,两大主力合

约持仓量继续减少,成交量也有

所回落。分析人士指出,昨日消

息面较为平静,从技术上看,期

债回升主要归因于空头获利平

仓。目前市场对股市回暖或分流

债市资金有一定担忧,但总体来

看,经济增速下行和通缩风险可

能加剧背景下,股市持续上涨动

力不强,债牛步伐依然坚实。短

期来看,期债继续处于多空博弈

状态,料延续震荡格局。

期债全线反弹

周四(11月5日),期债结

束三连阴出现强劲反弹。从盘

面上看,五年期主力合约

TF1512昨日高开后震荡下行,

早盘一度翻绿,随后持续拉涨

至收盘,最终收报99.890元,涨

幅为0.28%。10年期主力合约

T1512涨幅更大,日涨0.36%报

98.665元。此外,TF1603上涨

0.23%,T1603上涨0.31%。

混沌天成期货研究员季成

翔告诉中国证券报记者,T1512

昨日盘中最低下探至98.17元,

对应来看相当于10年期收益率

在3.20%,是前期的支撑位置,

盘中难以突破98元一线自然

会有一定的反弹。

因市场近期震荡加剧,多头

心态趋于谨慎,同时空头开始

获利离场,五年期和十年期国债

期货量仓皆有缩减。截至昨

日收盘,TF1512合约成交63300手,

11月5日银行间外汇市场

人民币对美元的汇率中间价

为6.3381元,较前一交易日下

跌38个基点,人民币汇率中间

价由此连续第3个交易日出现

走软。而在即期交易方面,周

四人民币对美元即期汇率低

开低走,收盘报6.3466元,

较前一交易日下跌106个基

点或0.17%,同时刷新近5个

交易日的收盘新低。离岸市

场,人民币对美元CNH汇价也

震荡走软。截至北京时间18

时,人民币对美元CNH汇价

报6.3704元,较前一交易日下

跌164个基点或0.26%。两

地价差也进一步拉大至240

个基点左右。

市场人士指出,昨日人民币

汇率小幅走弱主要受制于美

元指数持续走强,因隔夜美联

储主席耶伦表示,如果美国经

济数据持续改善,美联储可能

在12月加息。整体来看,市

场主流观点仍认为在中国经济

基本面企稳及人民币国际化加

速背景下,未来较长时间内人

民币汇率仍将延续整体稳健

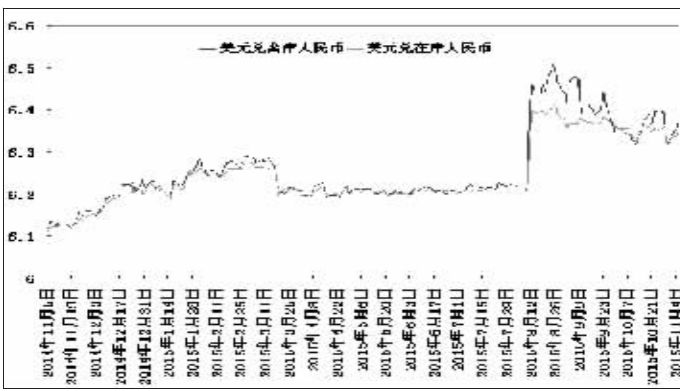
的运行基调。而近几个交易

日人民币汇率的小幅下跌,预

计不会打破近段时间以来的

盘整格局。(王辉)

美元兑人民币在岸和离岸汇率走势



财政部6日招标100亿91天国债

财政部11月5日公告称,定

于11月6日招标发行2015年

记账式贴现(十五期)国债。本

期国债期限91天,以低于票面

金额的价格贴现发行,竞争性

招标面值总额100亿元,不进

行甲类成员追加投标。

具体安排上,2015年11月

6日招标,11月9日开始计息,

招标结束至11月9日进行分

销,11月11日起上市交易。本

期国债于2016年2月8日(节

假日顺延)按面值偿还。采

多重价格招标方式,标的为价

格。投标标位变动幅度为

0.002元,投标剔除、中标剔除

和每一承销团成员投标标位

差分别为60个、25个和40个

标位。

市场人士指出,目前宽松资

金面与疲弱基本面继续支撑

债市,但短期债市调整令市场

情绪谨慎,本周一级市场上端

品种配置热情有所降温,叠加

周内利率债供给较大,预计国

债需求相对一般。(王姣)

口行债需求尚可

11月5日,中国进出口银行

对该行2015年第十二至十四

期金融债券进行增发招标。招

标结果显示,本次增发认购需

求较为平稳,中标收益率基本

符合市场预期。

口行今年第十二期、第十三

期、十四期债券分别为3年期

、5年期、10年期固息金融

债,票面利率分别为3.53%、

3.81%、3.87%,本次增发金额

不超过40亿元、50亿元、40

亿元。公开信息显示,进出口

行3年期固息增发债中标率

3.0888%,全场

投标倍数2.94倍,边际1.04

倍;进出口5年期固息增发

债中标率3.3857%,全场投

标倍数2.64倍,边际2.0倍;

进出口10年期固息增发

债中标率3.6982%,全场

投标倍数3.1倍,边际12.67

倍。市场人士指出,上述三

期增发债券中标率基本符合

市场预期,较贴近二级市场

现券价格;从认购倍数看,机

构需求尚可,其中10年期

品种出现机构博取边际收

益现象,反映出部分资金的

投机心态。(王姣)

公开市场三周资金净回笼终结

货币总量常规调控料延续温和基调

□本报记者 王辉

10月23日“双降”后,央行在本周四(11月5日)连续第四次推出100亿元规模的地量逆回购操作,并进而实现本周资金零回笼及零投放。分析人士指出,在外部环境平稳、市场资金面宽裕持续的背景下,未来一段时间内央行在公开市场及SLF等其他流动性调节工具上,预计整体仍将延续温和基调。综合存款偏离度考核指标实施等弹性政策的实施,中短期市场资金面预计仍将延续适度宽松格局。

公开市场操作重回中性

央行周四上午在公开市场上继续小规模开展100亿元7天期逆回购,中标利率维持在2.25%不变。而这也是此前一次“双降”之后,央行连续四期开展100亿元的地量逆回购操作。与此同时,来自WIND的统计数据显

示,本周公开市场共计到期逆回购200亿元,在周二、周四的操作之后,央行本周实现了资金的零投放及零回笼。此前三周,公开市场分别为净回笼资金250亿元、450亿元和700亿元,由此本周公开市

场也终结了此前连续三周的公开市场净回笼格局。此外,相关数据还显示,公开市场前一次单周资金零回笼和零投放,出现在今年的7月4日至7月10日当周。

周四货币市场资金利率短端稳中有落,1个月期限的回购利率出现小幅上扬。具体数据显示,周四银行间市场隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构),分别为1.76%、2.29%、2.61%和2.59%。与周三相比,隔夜及14天期品种利率环比基本持平,主流7天期回购利率走低2个基点,较长期限的1个月品种利率则上涨了18个基点。

交易员表示,虽然本周新债供应量整体较为庞大,但银行间市场各主要期限国债整体供给仍较充裕。此外,之前受国盛可交换债网下申购带动的七天期资金等需求有所减弱,流动性宽松状态仍延续。

资金面情绪料持续稳定

从10月23日央行再度“双降”以来的公开市场整体操作情况来看,分析人士指出,当前实体经济复苏力度