

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年利率低点,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约为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来的较低位置,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: 周期性行业经历严冬

受到宏观经济阶段性下台阶的影响,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、有色金属及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产量齐跌,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缓。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。投资性现金流流出放缓,而筹资性现金流则出现较大



“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%的关口至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,在短端利率及信用利差率先大幅下行后,偏高的期限利差与略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降低。

截至10月底,2015年上市公司三季报公布完毕。据国泰君安的统计,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

司等机构之前即提示,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过剩较为困难的煤炭、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

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

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流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一,54%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。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,合理控制杠杆。

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。这或许尚能扭转供需格局,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,有机构提示,“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

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,债市步伐依然坚实。短期来看,期债继续处于多空博弈状态,料延续震荡格局。

短期维持震荡

在消息相对平静的当下,市场人士的关注焦点集中于股市回暖会否带来风险偏好的转变及分流债市资金。综合来看,分析人士认为对比无需过多担忧,而在债市收益率下行困难的胶着状态下,期债短期依旧会维持震荡格局。

国泰君安证券分析认为,股市突然暴涨,短期内影响市场风险偏好,但持续上涨动力不强。从长远来看,“十三五”规划并未提出超出市场预期的改革方案,短期内经济下滑压力下稳增长仍然放在首位,推动指数后续继续上涨的动力并不强,难以形成趋势性的牛市从而对债市产生分流。与此同时,预计10月份通胀数据将不及预期,通缩风险可能加剧,对债市有利。

混沌天成期货研究员季成翔告诉中国证券报记者,T1512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成交量都有所缩减。截至昨日收盘,TF1512合约成交63300手,

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