

信用风险缓和拐点渐明 股债运行料现转机

□本报记者 王辉

在前期金融去杠杆持续引发信用收缩及信用风险持续抬升背景下,上周市场有关“央行采取MLF增量投放鼓励贷款和信用债投资”的消息,为长时间表现萎靡的信用债市场带来显著提振。与此同时,上周末资管新规细则、理财新规征求意见稿落地,进一步减轻了投资者对于去杠杆、严监管可能持续偏紧的担忧。

对于消息面、政策面最新形势,券商、私募等机构普遍认为,信用风险阶段性拐点大概率出现,短期信用债市场震荡转强势头大体确立。从提振市场信心、风险偏好,以及流动性支撑等角度而言,“久旱逢甘霖”的将不仅仅是信用债市场,A股运行环境有望显著转暖。

■ 记者观察

去杠杆也需稳节奏

□本报记者 王辉

今年以来,在去杠杆和严监管背景下,国内多数金融机构以及主要金融市场持续承压。尽管“宽货币”的资金环境在很大程度上对冲了相关政策的叠加效应,但“紧信用”格局的持续深化依然对债券市场、民企融资等不少重要金融领域产生负面影响。上周以来,一行两会等监管部门动作频频:不仅在信用债市场通过窗口指导有力稳定了债券市场投资者信心,还通过发布资管新规细则、理财新规征求意见稿,稳定了市场预期。整体来看,相关监管部门有急有缓、有轻有重、有松有紧的调控节奏有力地保障了金融去杠杆的长期稳健推进。

回顾今年以来我国的货币投放和货币调控,由于受到前期货币政策稳健中性和金融去杠杆的压力,国内多个重要金融指标都出现显著增速下滑,甚至是较大幅度负增长。例如,今年上半年国内委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票合计总规模比去年同期大幅减少3.7万亿元;累计社会融资规模9.1万亿元,比去年同期大幅度减少2.03万亿元。从货币供应量来,日前刚刚公布的6月M1增速降到6.6%的接近历史最低水平;而当月M2增速一举刷新历史低点。与此同时,在强监管背景下,商业银行表外业务、同业业务等方面均出现较大幅度放缓。整体而言,金融去杠杆的整体政策效果已得到很大程度体现。

进一步从金融支持实体经济融资的角度来看,在今年以来信贷投放较去年及往年并没有大幅增加的背景下,随着非信贷融资明显收缩,一方面,许多对非标等表外融资严重依赖的企业在融资上受到较大制约;另一方面,不少财务状况原本相对合理、滚动融资较为通畅的企业,也遭遇融资困难的状况。例如,在近几个月信用债市场结构性下跌和流动性低迷的市中,诸如“3A抢不到、两A没人要”的市场格局,以及大量民企发债主体普遍遭到市场冷遇,在很大程度上反映出原本应当顺畅的债权融资通道已陷入困境。

当前进一步综合中国经济整体增长表现、转型升级以及在外环境中可能面临的一些风险,在去杠杆和强监管取得阶段性成果的背景下,上周以来有关部门通过发布相关政策等手段提振市场信心,不仅是适时之举,也必会为去杠杆长期攻坚战以及下一阶段政策推进打下良好基础。

信用债市场应声走强

受央行对于信用债市场开启窗口指导、理财与资管两大监管新政靴子平稳落地等重磅利好消息推动,上周以来信用债市场出现一轮快速强力反弹。

国泰君安信用债市场最新监测数据显示,上周(7月16日至7月20日)信用债二级市场整体呈现温和放量上涨格局。在信用债各券整体收益率方面,各评级信用债收益率普遍下行。具体来看,AAA评级各期限利率下行15-17bp;AA+评级各期限利率下行17-23bp;AA评级各期限收益率下行14-20bp;AA-评级各期限收益率下行4-8bp。与此同时,1年、3年、5年期限债券信用利差全线下行。具体来看,AAA评级各期限信用利差下行14-19bp;AA+评级各期限信用利差下行17-22bp;AA评级各期限信用利差下行14-19bp;AA-评级各期限信用利差下行4-7bp。上周信用债周成交量3847亿元,环比上升13.24%。企业债、公司债、中票和短融周成交分别为290.44亿元、180.15亿元、1407.96亿元和1968.73亿元,环比分别上升15.19%、37.70%、7.29%和15.67%。

上海耀之资产董事长王小坚表示,上周后半

周(央行窗口指导的消息公布后)至本周一(23日),信用债一二级市场发行交易大体表现出三方面特征:一是二级市场上公募基金主动增加城投债配置,长中期低评级老城城投成交量明显提升,其中二级市场有多笔剩余期限5年以上的AA级湖南城投债成交;二是民企信用债成交明显活跃,不过券种主要集中在非过剩、非房地产行业,例如正泰、浙江荣盛、科伦药业等行业龙头;三是一级市场发行利率整体低于预期,高等级资质较好的新债获得“疯抢”,中低评级债券发行利率低于预期,而长期限低评级资质较弱城投债仍能勉强发行。近几个交易日,城投债以及资质较好的民企信用债成交活跃;中低等级信用债受到市场情绪推动,流动性有一定抬升,信用利差明显收窄。

上海淳杨资产信用研究员张瑾哲称,从央行窗口指导开启至本周一,信用债一二级市场整体走强格局较为明显。一方面,信用债一级市场小幅回暖,发行量有所上升;另一方面,二级市场成交量,收益率呈现不同程度下行,城投债尤其活跃。不过,市场对部分资质较弱的民企信用债仍持谨慎态度。

风险偏好料持续抬升

据中国证券报记者了解,目前业内普遍预计,信用债市场风险偏好仍有抬升空间。与此同时,上周末公布的资管新规细则、理财新规征求意见稿好于市场预期,大量信用债发行主体在再融资支持、缓解债务压力、降低违约风险等方面有望迎来实质性改善。

张瑾哲认为,理财新规征求意见稿适当放缓了过渡期内对于老产品的压缩节奏,温和降杠杆,更具可操作性。短期内银行理财规模被动收缩的压力减小,有利于修复市场情绪,预计中短久期、中高等级信用债需求将小幅回暖。此外,资管新规细则允许公募产品适当投资非标,在一定程度上缓解了非标的再融资压力,有利于信用风险修复。

王小坚表示,理财新规征求意见稿的出台,为银行后续理财产品发行、投资管理等明确了总体操作细则。不少银行在理财新规征求意见稿出台前,放缓了理财产品发行节奏,这在一定程度上对信用债市场需求造成负面影响。相关征求意见稿的落地对信用债市场企稳复苏将起到正面作用。保证债务的延续性和周期性,有助于在去杠杆周

期内的市场稳定。整体来看,近期央行窗口指导和资管新规细则等政策连续出台,有助于缓解投资者对信用风险的担忧以及中小企业再融资风险。其中最受益的可能是那些经营状况较好但短期流动性压力较大的企业,随着直接融资市场与间接融资市场的修复,这些企业有望通过再融资度过债务压力期,规避债券信用违约。王小坚认为,在央行窗口指导后,银行整体风险偏好出现一定抬升,大行对AA+品种的配置意愿提升尤其明显,后期大行的风险偏好抬升仍有一定空间。不过,对于城商行和农商行来说,由于受资本金限制,投资中低评级信用债的意愿仍待改善。

对于上周末监管机构发布的相关政策文件,华泰证券分析师曾岩指出,相较于此前市场预期,非标业务约束边际放宽、可发行老产品投资新资产、金融机构自主安排整改等是本次相关文件主要的“边际变化”。整体来看,虽然去杠杆进程将继续,但节奏放缓且力度有所减小。随着信用收缩边际放缓,流动性将得到边际改善。

A股料将同步受益

在债券圈普遍预期信用风险迎来缓和拐点的同时,不少机构对于上周以来的相关政策面因素对A股市场的潜在利好作用也抱有乐观预期。

星石投资首席执行官杨玲认为,银行理财细则征求意见稿出炉,最重要的意义则在于银行理财细则正式稿落地指日可待,大大降低了不确定性。前期“停摆”的银行理财业务有望“复工”,单方面的“卖盘”预计将结束。这一变化有望给股市、债市、非标等多个领域带来增量资金,提振市场情绪。

综合近期整体政策面情况,朱雀投资认为,对宏观去杠杆与引导信用市场化的节奏微调愈发明显,这将利好股票二级市场。首先,在宏观经济增速与融资增速出现一定程度下滑的背景下,宏观经济与监管决策理应细化部分措施,做出一些微调,以降低系统性金融风险。其次,近期股票二级市场整体流动性与市场风险偏好均处于历史较低分位水平,监管的预调微调,资管新规细则的明确

化、合理化有利于提升市场整体流动性与风险偏好,有利于股市恢复信心。

曾岩预计,去杠杆进程将继续,但节奏和力度有所放缓,紧信用得到缓解,市场风险偏好有望修复。考虑到过渡期内金融机构自主性提升,产品可续做投资新资产,金融板块有望受益。此外,在稳信用、货币边际宽松、扩内需的叠加效应下,优质中小企业等融资问题将缓解,建议投资者可重点关注受益宏观流动性改善的周期股,以及受政策和信贷支持的新经济板块。

王小坚表示,由于前期政策层面整体以去杠杆为主,负债较高、项目周期较长以及过度依赖融资进行扩张的建筑板块整体股价持续下跌。随着宏观政策从去杠杆向稳杠杆、结构性去杠杆的转变,受政策鼓励方向的企业融资环境在边际上出现宽松,受融资环境影响最大的建筑及上下游板块股价可能有所修复。

制图/王力

下半年债市有望走牛 机构看好利率债高等级信用债

□本报记者 陈健

接受中国证券报记者采访的多家机构表示,市场流动性趋向宽松,资管新规细则发布,这些均利好下半年债市,利率债和高等级信用债的牛市有望延续。在较乐观情况下,AA+信用债乃至更低等级信用债也可能存在投资机会,但需精挑细选。

流动性等因素催化债市走牛

展望下半年宏观经济走势,长江证券宏观分析师赵伟指出,去年底以来,社融存量增速明显回落,信用收缩影响逐渐显现。考虑到社融存量同比增速领先经济表现两三个季度左右,信用收缩对经济的影响或在下半年有较为明显的体现,这意味着下半年经济下行压力可能加大。考虑到前期受抑制的生产性需求在二季度逐渐释放、经济景气短暂修复,2018年全年经济或呈“倒U型”走势,实际经济增长中枢较去年料有所回落。

“随着融资回表和打击表外非标持续推进,从上半年的‘融资走弱’到下半年的‘经济承压’有所显现。”东兴证券分析师池光胜表示,近期数据显示,新增信贷额度主要体现在票据和短贷等资金投放增加,但企业的中长期贷款增长乏力,难以完全抵消表外非标的下行。

华泰证券分析师李超认为,央行当前较为关心的是社融增速这个中介指标的快速下行。目前社融增速已跌破10%,央行货币政策边际宽松概率正在提升。预测抛开已执行的定向降准之外,今年央行仍会有1-2次定向降准,M2增速有望受到对冲政策影响回升至9%左右。

池光胜认为,债市继续走牛是当前市场较为一致的预期,逻辑是市场对下半年经济预期不如上半年乐观,但对货币政策维持宽松和金融监管由“堵”到“疏”抱有较大信心。

海清FICC频道全球首席经济学家邓海清表示,“宽货币”是债券市场牛市的根源,债券的配置价值已凸显,收益率下行趋势将继续。

机会有望扩大至低评级品种

投资方面,海通证券首席宏观分析师姜超认为,随着资管新规细则等政策的发布,债券牛市将进入新阶段,利率债牛市有望向中高等级信用债传导。一方面,货币宽松格局未变,未来存准率仍有下调空间,银行间市场资金充裕,加之下半年通胀下行承压,将继续对利率债形成支撑,国债等无风险利率下行格局未变,利率债或步入牛市阶段,短端利率或加速下行。另一方面,随着信用市场的解冻,中高等级信用债将迎来配置机会。未来AA+级信用债将迎来整体性配置机会,而部分有望上调评级的AA级优质信用债也可关注。

邓海清认为,在下半场的牛市行情中,债市不再仅仅是利率债的单边行情,而是“利率债+信用债”的普涨行情。

不过,亦有机构相对谨慎。华创证券策略团队表示,上半年受信用风险爆发影响,市场风险偏好显著下行,各类机构投资策略趋同,主要集中在利率债交易和高等级信用债配置方面,这一趋势在下半年将得以延续。

国开证券固收分析师水兵建议,坚持高等级信用品种思路,可在加强风控、做好个券甄别基础上,以适度的杠杆博取更高收益。同时注意今年阶段性行情所具有的特点,比如4月降准后债市反而逐步走弱。

对于低等级信用债下半年投资方面,市场仍存在不少分歧。池光胜认为,分歧点主要集中在城投债、地产债和民企债。如果要对中低资质信用债进行精选,在民企债上,建议规避近几年资产负债表扩张较快且主要依赖于表外非标进行融资的民企;地产债的最佳投资时点尚未到来;城投债除了关注地方政府财力、城投隐性债务总量和政府与城投公司的关系之外,还要重点关注城投公司再融资能力。精选个券和“防雷”是今年信用债投资主要思路。



A股部分主要股指最新市盈率		
指数代码	证券简称	最新市盈率(整体法,倍)
000016.SH	上证50	10.08
000903.SH	中证100	11.10
000300.SH	沪深300	12.00
000905.SH	中证500	22.49
000852.SH	中证1000	26.97
399005.SZ	中小板指	26.73
399006.SZ	创业板指	40.45

数据来源:财汇大数据终端;数据截至7月23日收盘 制表/王辉