

# 信用债投资乐观之余仍需“防雷”

后续各机构对信用债的需求会否进一步下沉至低等级信用产品，依然值得商榷。

◎本刊记者 杨溢仁 / 文

伴随宽信用政策的陆续出台，眼下从实际成交看，虽然部分民营企业（尤其是行业“龙头”）所发债券的实际成交收益率出现了持续下行，且在融资纾困扶持政策频出及配置需求外溢的双重引导下，市场对本身经营基本面较好的民企“龙头”认可度逐渐回升，但记者发现，后续各机构对信用债的需求会否进一步下沉至低等级信用产品，依然值得商榷。

## 信用风险挥之不去

事实上，现阶段经常出现的信用风险事件，为本就表现乏力的低评级信用债市场再度增添了一丝阴霾。

举例来看，不论是“18新光控股CP001”“11新光债”的兑付违约，“15宏图MTN001”延期兑付本息，还是“16凯迪03”回售兑付存疑，中科建设开发总公司发行的私募债券未能按期支付利息，抑或是中诚信证评下调三胞集团有限公司主体及相关债项信用等级，并将其列入可能降级的信用评级观察名单，频繁发生的风险“黑天鹅”事件，仍在提示投资者不可掉以轻心。

毫无疑问，民企债的改善尚未由点及面。

在中金公司固收研究分析师姬江帆看来，随着资管生态链的重塑，现阶段大部分配置需求仍旧集中于中高等级和

中短期限。即便资管新规过渡期要求放松和支持民企融资的各项政策有利于缓解企业外部现金流风险，但截至目前，各项政策多是以预期引导为主，金融市场资金风险偏好能否实质提升从而形成政策合力尚待观察。

来自招商证券固收研究团队的观点认为，宽信用政策的传导明显还需要时间，效力也有待检验。

此外，随着2018年债券发行量的增加，2019年的债券到期规模亦会随之抬升。再加上还有1.9万亿元的债券将进入回售期，尤其2019年进入回售期的债券大量集中在主体资质偏弱的公司债——特别是私募公司债市场中，因而彼时债券滚续的压力将比眼前更为严峻。

## 结构分化在所难免

不少业内人士直言，当前民企的优胜劣汰仍在加速（民企各行业的集中度逐渐提升），因此债市表现的进一步

**落后企业的淘汰和市场份额的集中是每个行业都不可逆的大趋势，这意味着民企债内部表现的分化仍将延续。**

分化无可避免。毕竟，仍有一部分民企“回天乏力”的原因在于缺乏持续盈利的能力——没能随着前期规模的扩张同步完成企业的现代化改革，而非暂时性“缺血”。落后企业的淘汰和市场份额的集中是每个行业都不可逆的大趋势，这意味着民企债内部表现的分化仍将延续。

“政策‘扎堆’弥补筹资现金流缺口，是否意味着民企经营层面表现良好？并非如此。”招商证券固定收益分析师李豫泽坦言，“缺乏议价能力的民企，不仅要被动接受涨价（供给侧改革的推行和环保要求的抬升，一则带动上游原材料价格上涨，二则使得环保设备投入成本骤增），且无法向下游转嫁成本（民企多分布在产业链中下游，较为分散，集中议价能力不强），利润端整体走弱，行业内出现极度分化并不出人意料。”

供给侧改革时值下半场，诚然，政策纾困短期内有望迅速兜底民企部门的整体风险，但只要中长期经营问题还得不到有效根治，那么局部风险仍将时有发生。

“需要注意的是，信用风险并非孤立存在。对于民企而言，通过企业间互保、联保传递的信用风险同样不容忽视。”国泰君安首席固定收益分析师覃汉认为，受宏观环境影响，在2018年行



业景气度全面回落的背景下，互保圈内一旦有企业出现问题，那么相关融资链上的其他企业都需要承担代偿风险，严重时更会造成雪崩式的连锁反应。

综合考量，“我们认为，2019年弱资质信用债的需求承接压力和违约风险依旧不容小觑。往年由于违约风险没有大规模暴露，经济走弱在有利于利率债表现的同时一般也是有利于信用债的，但2018年以来，该逻辑已经发生变化。”姬江帆预计，“2019年高低评级之间的利差恐怕很难像以前一样快速压缩，甚至不排除进一步拉开的可能。”

## 投资切忌放松警惕

大部分受访的一线交易员表示，市场偏好国企不待见民企的现象一贯有之，只是2018年被进一步放大。

天风证券研究所提供的最新数据显示，在考虑了到期、本金提前兑付、回售、赎回这4类情况之后，2019年到期的债券总额为65193.48亿元，较2018年

同比上涨15%。其中，到期债券规模53514.97亿元，较2018年上涨13%；进入回售期的债务规模为19207亿元，若按照2018年前11个月产业债和城投债的实际回售率进行测算，则2019年回售到期的债务规模将达到8919亿元，较2018年同比增长129%。

“尽管伴随融资支持政策和措施的不断出台与落地，2019年的民企融资有望得到进一步改善，但我们判断，部分现金流不佳，不受市场认可的中低等级主体在2019年仍然会面临一定的再融资压力。”天风证券研究所首席分析师孙彬彬称。

华创证券分析师吉灵浩则认为，目前市场已经隐含了对基本面过于悲观和货币政策过于乐观的预判，在短期情绪主导之下，交易盘仍可顺势而为，但中期内，基本面的悲观预期和货币政策的乐观预期或许都将迎来修正，债市的交易行情恐怕难以长久。

“向后看，具体到信用债的选择

上，我们建议投资者继续规避以下三类发行主体。”一位商行交易员在接受记者采访时称，“首先，是存在管理瑕疵的主体。其次，是没有足够原始资本积累，盲目加大杠杆的主体。再者，是盈利能力较差，同时转型困难、升级不顺，未来发展前景暗淡的主体。在内外压力下，经济转型进入了只能进不能退的状态，2019年将是经济转型的元年，好企业和坏企业的未来走势必然会明显分化，因此投资者仍需在乐观中留有一份警惕。”

“信用风险的产生原因是多样的，既有企业自身因素，也有其他企业信用风险传递的效果。”光大证券固收首席分析师张旭说，“鉴于民企融资纾困政策的起效需要一定时间，当前还是建议投资者在择券时关注行业‘龙头’企业，精耕细作，加强对个别发行人风险的甄别力度，择券遵循‘大、缓、短’原则，即当前体量大、前期扩张缓、剩余期限短，切忌轻易‘摸高’。”