2019年债市需重点关注三方面风险

◎本刊记者 董道勇 / 文

2018年我国债券市场波澜起伏，冰火共存。一级市场经历了7-9月地方政府专项债集中发行、民营企业债券从发行困难到创设信用风险缓释凭证（CRMW）全过程；二级市场则出现利率债牛市与低等级信用债违约并存的现象。

展望2019年，有分析人士认为，2018年利率债与高等级信用债走出牛市行情，但信用情绪仍未完全恢复。随着2019年宽信用政策预期的逐步落地，信用风险将迎来修复阶段，无风险利率仍有进一步下行空间，利率债或将从“牛陡”走向“牛平”，信用债可择优配置，但应重点关注融资平台、民营企业以及房地产等板块的结构性信用风险。

利率债方面，2018年国债发行缩量、政策金融债小幅增量、地方债小幅缩量；发行利率中枢下移，地方债发行利差走阔。二级市场国债收益率不断走低。数据显示，十年期国债收益率已经从1月初的3.95%降至12月28日的3.27%，下行68BP。

地方债方面，2018年地方债共发行4.16万亿元，其中专项债1.94万亿元，一般债2.22万亿元。上半年受地方政府“堵后门”政策趋严、地方政府投资意愿转弱影响，地方债发行缓慢；下半年以来，在政府债务置换大限及财政部要求加快专项债发行的影响下，地方债发行提速，尤其是地方政府专项债券发行集中推进，三季度专项债发行规模占1-11月发行规模近70%。

中诚信国际预计，2019年地方债总发行量约为4.8-5.0万亿元，专项债最大发行规模约3.1-3.3万亿元。其中，地方债发行品种将更加丰富，土储类占比或持续下降，交通等重点短板领域有望加快推进。

信用违约方面，据东方证券研报统计，截至2018年12月30日，2018年全年共有161只债券违约，规模合计1466亿元，新增43家首次违约主体，涉及违约金额超1100亿元。10月后，为缓解民企融资困难，央行宣布引导设立民营企业债券融资支持工具，重启发行信用风险衍生产品，截至12月末，仅银行间已创设挂钩民企CRMW产品51单，实际创设总额合计63.3亿元，标的债券总额超250亿元。

随着CRMW等纾解民营企业融资难措施的落地，金融机构风险偏好有所修复，私营企业部门发债有所回暖。

从货币金融数据来看，2018年11月份，宽信用政策效果逐步显现，企业部门发债有所回暖。数据显示，11月份，企业部门债券融资3163亿元，较10月多增1782亿元，带动直接融资较环比多增1806亿元，达到3363亿元，在一定程度上抵消了11月份专项债回落对新增社融的影响。人民银行在2019年1月4日又决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，置换部分中期借贷便利，净释放长期资金约8000亿元。

交通银行首席经济学家连平对2019年债券市场、特别是利率债看好。“明年商业银行会加大债券类资产、特别是利率债和高等级信用债配置力度，相应占比将有所上升。”

中金公司首席固收分析师陈健恒认为，2019年全球将重回低利率时代，债市可能会迎来两轮牛市。“其中，2019年房地产融资需求下行将会带动广谱利率继续下降，从而带动长期债券收益率下行，压平曲线，这是2019年第一轮债牛。另一方面，随2019明年美联储‘迷途知返’，停止加息，并重新考虑放松政策，届时美元重新走弱，中国央行可能具备再度放松货币政策的空间，引导短端利率下行，收益率曲线变陡，这是2019年第二轮债牛的机会。”

但是，中诚信国际提醒，2019年应关注融资平台、民营企业、房地产行业等重点板块的结构性信用风险。一方面，融资平台未来三年融资平台债券仍处于偿债高峰；另一方面，未来一段时间内民营企业尤其是信用资质较弱的民营企业信用风险仍将持续释放，而随着房地产债券到期高峰到来，房企尤其是中小房企风险将持续暴露。

据中金公司统计，截至2018年12月初，2019年非金融类信用债到期量4.64万亿元。其中除短融外的中长期债券到期量2.94万亿元，短融（含超短融）到期量为1.70万亿。2019年进入回售期的信用债规模将达1.86万亿，较2018年大幅增长65%，达到2017年的3.16倍，其中金额约70%的债券目前处于折价、36%的债券主体评级在AA及以下（含无评级），另有约5700亿元地产债面临到期或者投资者回售选择权的行权。F