

## 信用债 “缩量”背后

张帆

随着钱荒的退潮，银行间市场流动性极度紧张的情况有所缓解，但三季度资金面仍然难言宽松，整体保持了稳中偏紧的态势。从目前央行较为谨慎的货币政策操作风格来看，四季度银行间市场资金面可能难以改变紧平衡的格局。

不过，三季度宏观经济增速稳中有升，GDP、工业增加值同比增速分别升至7.8%和10.1%，今年上半年的经济下滑趋势已经得到扭转，为全年7.5%的经济增长目标奠定了基础。从月度数据来看，出口、进口、投资、消费增速均加快，其中投资仍是拉动经济增长的主要因素，1—9月份固定资产投资累计同比增速由1—6月份的20.1%小幅升至20.2%，但通胀水平有所上升。

在此背景下，三季度信用债券发行支数、规模均较二季度有所下降，而净发行额下滑更为明显。此外，二级市场的交易规模同样大幅减少。统计显示，三季度各类信用债券共发行610支，环比下降25.5%，规模共计8636.0亿元，环比下降12.5%。截至9月30日，未到期信用类债券存量规模为89093.1亿元，较一季度增长3.8%，较去年同期增长35.2%。从二级市场交易情况来看，三季度信用债的交易规模为19251.6亿元，环比下降63.4%，较去年同期减少58836.8亿元，同比下降75.3%。

从信用债券的供给面上看，三季度净发行额仅有3262.6亿元，不仅环比下降34.8%，与去年同期相比更是缩水了近6成。其主要原因在于监管政策的变化以及发行成本上涨。

首先，监管层对城投债的审批趋严以及对地方政府的审计使得城投类信用债发行量大幅减少，整个三季度城投类信用债的净发行规模仅有1485.8亿元；其次，发行成本的上行也导致企业发债动力减弱，由于6月份以来信用债收益率持续向上调整，信用债相比贷款的成本优势不断缩小，不少资质较好的企业取消或延后了发债计划转为贷款融资，受此影响高信用等级债券的供给量明显下降。

值得关注的是，随着目前资金面趋于平稳，9月下旬开始短期融资券和超短融已出现集中供给的现象，而随着地方政府债务审计的结束，未来城投债的供给量也将逐渐恢复。因此，四季度信用债供给量将逐步上升。

与此同时，经历了6月“钱荒”的考验，商业银行等机构纷纷调整自身资产负债结构，逐渐降低了资产规模增速，在谨慎心理作用下，市场对短期产品的需求出现萎缩，而这一点在低信用级别债券上体现得更为明显。在债券需求整体偏弱的背景下，三季度信用债收益率整体以上行为主。

从等级变动情况分析、机构间评级结果比较以及信用利差检验等方面对三季度债券市场信用评级质量情况进行检验可以发现，虽然级别调整总数较上季度有所减少，但仍远高于去年同期，此外主体级别的下调次数也较去年同期明显上升。数据显示，三季度共有94家企业主体等级发生变化，其中69家企业评级上调，25家企业级别遭受下调，5家企业的评级展望被调为正面，6家企业的评级展望被调为负面。

2012年三季度至2013年三季度期间内，中债资信评级的稳定性较高，企业等级迁移主要以下调为主并集中在较低等级企业中，体现了企业级别越高，级别稳定性越好的规律。而从评级结果的波动性来看，三季度级别波动率由二季度的2.11%上升至2.54%，主要由于评级下调量级数在本季度有所上升。从变动量级来看，级别上调与下调的量级数较二季度的0级和5级分别上升至三季度的2级和8级，级别上调与下调占比分别为0.51%和2.03%。

虽然各机构在评级标准方面在一定程度的差异，但总体而言在各信用等级中不同评级机构所评债券利差均值的差异并不显著，这在某种程度上说明市场投资者对于不同评级机构的评级结果并没有作明显的区分。

资本市场有其自身的特点，这决定了投资者参与其中的时候必须具备一定的条件，即投资的门槛。不过，设立门槛并不是为了将投资者挡在门外，更主要的是为了防范市场中的风险给“懵懂”的投资者带来损失——

## 跨过投资“门槛”

本报记者 常艳军



### ★准入是为了“保护”

按照深圳证券交易所的规定，具有两年以上（含两年）股票交易经验的自然人投资者可以申请开通创业板市场交易。对于尚未具备两年交易经验的自然人投资者，如要求开通创业板市场交易，在签署《创业板市场投资风险揭示书》时，应当就自愿承担市场风险抄录“特别声明”，风险揭示书还必须由证券公司营业部负责人签字确认。

“创业板与主板市场相比，发行上市标准相对较低，信息披露制度与退市制度也相对简单，而且创业板企业普遍规模小、业绩波动大。如果不了解市场特点和风险的投资者盲目入市，就有可能面临难以承受的损失。因此，创业板适当性管理制度针对个人投资者交易经验的不同，设置了不同的‘准入’要求。”俞思佳说。

对于交易所来说，也是希望通过这些准入的门槛，使投资者对创业板的风险有一定的识别能力和承受能力，在充分了解风险的情况下参与创业板市场，既是为了创业板市场的规范发展，也是为了更好地保护投资者的利益。相比之下，“新三板”市场的准入条件更为严格。要求自然人投资者，“其本人名下前一交易日日终证券类资产市值300万元人民币以上，且具有两年以上证券投资经验，或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历”，民生证券研究院李衡说。

投资有门槛，入市需谨慎。随着理财观念的日渐深入人心，总有“新手”开始自己的财富增值之旅，也总有“老手”禁不住高收益的诱惑而轻易涉足并不熟悉的领域。

对于投资者来说，进入某个市场有所谓的准入条件，而对于交易所、证券公司和期货公司而言，则意味着投资者适当性管理。数据显示，目前在沪深交易所开户的个人投资者近9000万人，其中50万元人民币以下投资者完成的交易约占股票交易总量的60%，中小投资者是我国资本市场中不可忽视的重要力量。

上海证券交易所在其《投资者适当性管理暂行办法》中按照财务状况、证券投资知识水平、投资经验、风险承受能力等情况，将投资者分为专业投资者和普通投资者。该《办法》既适用已实施投资者适当性管理的，如融资融券交易、中小企业私募债券、债券回购交易等，也涵盖其未来开发的新产品或服务。

### ★“平衡”杠杆

在投资者的资金实力、风险承受能力以及投资知识的储备还达不到要求的时候，有些市场、有些产品，即使非常感兴趣，也建议多加关注并认真学习相关知识，真金白银的学费能少交还是少交的好。

相对于前面所述市场，还有一类带有门槛的业务或市场自带“放大器”，即有杠杆，风险和收益能够被放大，比如融资融券业务。

“融资融券交易可以借钱买证券、借证券卖证券，并只需交纳一定的保证金即可。如果交纳10%的保证金，意味着可以用同样多的金额进行十倍的操作。”民生证券信用交易部于治说，引入融资融券制度后，投资者可以先借入股票卖出，等股价真的下跌后再买回归还给证券公司，这意味着股价下跌时也能获利。

不过，融资融券业务对于投资者是一把“双刃剑”。“在成熟有投资经验的客户手里，它可能成为增强收益、提高资金使用效率的利器，而在初入市、没有投资风险意识的投资者手里，它就有可能加大损失。”于治表示。

据俞思佳介绍，投资者到证券公司开立信用账户，首先要参加该公司组织的融资融券业务基础知识测试，只有通过该测试，才能够提出业务申请。

“目前监管部门对融资融券客户资产门槛不再硬性要求，券商可根据各自公司客户自身情况进行设定，但普通账户从事证券交易的时间连续计算满6个月这一条件仍保留。”于治说，目前参与融资融券业务的客户一般开户时间长、交易水平较高、具备一定的投资经验，能够承受一定的投资损失。

同样具有杠杆放大的还有股指期货等，股指期货不仅在投资者的资金方面设有条件，在知识准备、交易经历方面也有要求。“投资者保证金账户可用资金余额不低于人民币50万元，期货公司需要测试投资者是否具备参与股指期货交易必备的知识水平，也需要确认该投资者是否具备股指期货仿真交易经历或者商品期货交易经历。”上海中期期货研究所分析师陶勤英说。

## 基金再扬“蓝筹”风

张宇

随着地方政府以房地产驱动经济粗放增长的模式改变，未来整体投资需求可能向下。而近期重启升势的人民币汇率表现，与目前的中性偏紧的利率环境，也将加剧过剩行业、低附加值行业的快速调整。预计四季度GDP增速在7.4%至7.5%左右，并可能存在继续下滑的跨年度趋势。

从社会融资总额环比数据等可以看出，中央提出的“稳增长”政策得到了货币层面的配合。未来短期货币政策基调依然将维持中性，盘活存量、优化增量。同时，十八届三中全会前后，围绕各项改革政策的主题投资机会仍有望延续。但是，以信息、消费、改革主题为核心的成长股为代表，面临的问题是投资者预期已经很高，而机构持股也非常集中，未来三季报的业绩和四季度的流动性都会对这种风格产生压力。

因此11月权益类基金投资，在核心组合配置上，建议由稳健风格为主、主题投资为辅的搭配，逐步向蓝筹风格回归。

从风格的角度，重点配置以医药、消费为主的稳定增长板块的基金；从估值的角度，则侧重核心组合在成长股和价值股方面均不偏颇、相对均衡的基金品种。

目前，以创业板为代表的部分成长股估值已较高，在基金投资组合上，宜重点配置业绩增长确定性强的医药、必须/非必须消费品板块为主的基金，包括嘉实研究精选、易方达积极成长、嘉实领先成长、易方达科汇、华夏回报、广发聚富、富国天惠、汇添富医药、融通医疗保健。重点推荐嘉实研究精选和易方达积极成长基金。

在侧重价值投资策略或者在建设成长股间整体估值合理的基金中，前者建议投资者可选择景顺核心竞争力、嘉实研究精选、汇添富价值精选、中欧价值发现、华

夏回报、建信核心精选等；后者则可以关注国泰事件驱动、汇添富民营活力、广发核心、广发聚瑞、景顺优选股票等。重点推荐景顺长城核心竞争力股票基金、国泰事件驱动基金、广发聚瑞基金和景顺长城优选股票型基金。

基金池方面，下阶段可重点关注：股票型基金中的博时主题、富国环保、广发聚瑞、景顺长城核心竞争力、景顺长城优选、国富价值、国富小盘、国联安优选、国泰事件驱动、嘉实研究精选、嘉实领先成长、农银成长、上投行业、上投新动力、添富价值、添富医药、新华主题、信诚深度、兴全绿色、易方达科汇、银河创新、中欧价值发现；混合型基金中的东方精选、易方达积极成长、富国天成、广发内需增长、国投稳健增长、海富通精选、华安创新、华安宏利、华宝收益、华商领先企业、华夏回报、嘉实增长、鹏华50、添富优势、兴全趋势、兴全有机增长、银河稳健、中银收益、中银中国等。

值得一提的是，11月短期重点推荐进攻型组合。与上期相比，进攻型组合加入更具价值/蓝筹风格的嘉实研究和华夏回报，保留持仓组合估值相对合理的基金，降低了股票型基金的比例，而增加了灵活配置型基金配比；防御型组合调出更趋成长性的品种，加入估值相对均衡、稳健成长风格的嘉实研究和易方达积极成长，保留一直表现稳健的富国天成，在风险收益配比上进一步增强组合权益类的稳健防御特征；而灵活配置型组合保持品种不变，选择组合结构相对平衡、且选股能力较强的嘉实领先股票基金，以及投资风格稳健、风险收益配比较好的华夏回报混合型基金，权益类和固定收益类品种的配比变为1:1，从而使组合更趋均衡。

值得一看的是，11月短期重点推荐进攻型组合。与上期相比，进攻型组合加入更具价值/蓝筹风格的嘉实研究和华夏回报，保留持仓组合估值相对合理的基金，降低了股票型基金的比例，而增加了灵活配置型基金配比；防御型组合调出更趋成长性的品种，加入估值相对均衡、稳健成长风格的嘉实研究和易方达积极成长，保留一直表现稳健的富国天成，在风险收益配比上进一步增强组合权益类的稳健防御特征；而灵活配置型组合保持品种不变，选择组合结构相对平衡、且选股能力较强的嘉实领先股票基金，以及投资风格稳健、风险收益配比较好的华夏回报混合型基金，权益类和固定收益类品种的配比变为1:1，从而使组合更趋均衡。

今年以来，创业板指数大幅上涨，一些具有想象空间的行业板块，如电子、环保、传媒等不断被炒作。但收益和风险总是相匹配的，10月22日至25日四个连续的交易日，创业板指数下跌超过9%，不少个股涨停，让追高的投资者面临损失。

“投资者不能只看到可观的收益而忽略其中的风险，了解投资的市场和品种、了解自己非常有必要。”好买基金研究中心研究员俞思佳表示。

股指期货的合约规模较大，合约乘数为每点300元，加之股指期货本身的波动率远大于一般的商品期货，使得股指期货交易者需要具备更高的风险承受能力。

目前市场上对于降低股指期货准入标准的呼声较高。陶勤英认为，基于股指期货自身的特点，对于风险承受能力较小的中小投资者来说，进行股指期货投资未必是一个盈利的机会，投资者的判断失误有可能造成较大的亏损。

### 相关链接

#### 投资新手“三了解”

一个投资“新手”总是经历成长到成熟，而投资门槛的设定也从一定程度上指引着投资者逐步参与，从初级的产品，一直到风险较高、专业素质要求也较高的复杂产品。一些市场的准入条件并不是简单的“门槛”概念，而是切实的利益保障。

“投资者从事创业板、‘新三板’、股指期货等方面的投资需要承担不同程度的风险。”李衡表示，监管部门设立准入条件，进行投资者适当性管理，其目的也在于保护投资者合法权益，使之充分认识相关金融产品的特征和风险特性。

因此，投资者应理性看待投资的门槛，适时适度参与，从而实现财产的保值增值。

于治建议投资者做到“三个了解”。首先要“了解自身的投资水平”，只有具备专业能力，大盘判断准，利用金融工具（融资融券）才可能增加盈利。其次，是要“了解自身的风险承受能力”。第三是要“了解自身的投资需求”，在明晰风险偏好后，规划自身的投资需求，不盲目跟风，理性投资。

### 财商小测试

和股票一样，每个人的财富曲线并不相同，有的人毫无波澜，有的人大起大落，你的财富曲线会怎么波动呢？

## 测测你的财富曲线

和讯论坛 李明昊

### 1、你是一个不喜欢变化的人？

A、是的——1分 B、不是——3分

### 2、其实自己仍然是个很俗气的人？

A、是的——3分 B、不是——1分

### 3、你的体质是容易疲劳类型的吗？

A、是的——1分 B、不是——3分

### 4、你觉得基本上，反对你的人都很可笑？

A、是的——3分 B、不是——1分

### 5、你很赞同男怕入错行的观念？

A、是的——3分 B、不是——1分

### A、是的——1分 B、不是——3分

### 6、你做事情经常会依赖于直觉吗？

A、是的——2分 B、不是——1分

C、还好一般般——3分

### 7、如果有可能，你也会投资房地产，成为炒房大军中的一员吗？

A、是的——3分 B、不是——1分

### 8、每年年终的时候，你会对过去一年做一个自我总结？

A、是的——3分 B、不是——1分

### ★答案看这里

### A、平平稳稳（8—12分）

这辈子，你是发不了什么横财了，你的物质财富可能不会很多，不过因为注重阅历与精神方面的思考，你的隐藏财富很多，并且一直是处于增长的状态。

### B、时涨时跌（13—16分）

如果说用意外来形容你的一生，恐怕是很恰当的。你的财富也伴随着如此，变得时涨时跌。涨的时候，你会兴奋不已，马上会去享受一番大好的人生，而突然来了意外，钱又没了，你又只好再次努力与命运抗争，在你跌到最低的时候，又突然有意外之财降临，如此不断循环。

### C、稳定增长（17—20分）

你更喜欢无风险的低收益，没有那么大的野心，只想平平安安，让钱财在稳定中获得增长。所以，你的求财路线也基本如此，去投资一些低风险的东西，会让自己的薪资在稳定中一步步增加，所以财富曲线的形态是平缓的。

### D、厚积薄发（21—24分）

你是一个豪爽的人，并不会因为一时的苦恼，或者一时的无法收获而在乎眼前的利益，因为你是一个厚积薄发的人，只有在人品、人缘、能力积攒到一定时候，你才会爆发小宇宙，虽然暂时没有收获，但未来一定会得到长远的回报。

风险提示：本刊数据、观点不构成投资依据，入市投资盈亏自负