

兑付危机 评级下调 取消发债 信用风险正加速释放

□本报记者 王姣

如果说2014年“11超日债”未按期付息打开了债券市场信用债违约的“潘多拉魔盒”，那么2015年信用事件频出则被视为打破刚性兑付承前启后的一年。临近年底，部分企业现金流恶化，越来越多的信用风险浮出水面，令市场相信未来彻底打破刚兑只是时间问题。

市场上指出，近期部分个券估值波动较大以及中上游产能过剩行业债券发行几近停滞，即彰显出市场避险情绪明显升温。综合来看，后续信用风险事件发生的频率和规模还可能升级，相关行业低等級债券信用风险会进一步释放，建议投资者短久期、中高等级为主，不过考虑到信用风险总体可控，在超跌和错杀过程中也蕴含获取超额收益的机会。

信用事件层出不穷

从兑付危机加深到多家企业评级下调，年底信用风险事件加速爆发，令不少债权人的这个年关格外难熬。

12月22日，河南三力炭素制品有限公司（简称“三力炭素”）发布特别风险提示公告称，“12新乡SMECN II 001”应于12月27日兑付本息，其作为联合发行人之一经营出现困难，兑付本息存在不确定性。

无独有偶，当日淮安嘉诚高新化工股份有限公司（简称“嘉诚化工”）及淮安华尔润化工有限公司（简称“华尔润化工”）分别发布风险提示公告称，“12淮安SMECN II 001”应于12月28日兑付本息，嘉诚化工应兑付本息金额9522万元，然截至公告日，专项偿债基金账户余额仅53954.43元；华尔润化工应兑付本息为16928万元，截至公告日，专项偿债基金账户余额仅185.31元。

“今年下半年来，基础金属和基础化工的下行趋势愈发明显，其产成品价格平均下跌20-30%，中小企业面临严重的资金短缺，这也是河南三力炭素制品、淮安嘉

部分面临兑付或回售而发行人资金紧张的非城投债

债券名称	债券类型	发行总额(亿元)	现金流规模(亿元)	现金流发生日	现金流类型	主体评级	债项评级	主体评分	债项评分	中金行业
15西SCP003	短期融资券	10	10.4788	2016-1-8	兑付	AA+	5+	5+	5+	食品饮料
15保利能源CP001	短期融资券	5	5.282	2016-1-13	兑付	AA	A-1	5+	5+	煤炭
15奇瑞SCP002	短期融资券	10	10.3939	2016-1-17	兑付	AA		5+	5+	汽车
15亨通SCP001	短期融资券	5	5.2029	2016-1-18	兑付	AA		5+	5+	通信设备
13山水MTN1	中票	18	18.9792	2016-1-21	兑付	CC	CC	5-	5-	建筑建材
15圣农CP001	短期融资券	4	4.24	2016-1-22	兑付	AA	A-1	5	5	农业
15古纤道CP001	短期融资券	3	3.24	2016-1-23	兑付	AA	A-1	5	5	化工
15亨通CP001	短期融资券	5	5.31	2016-1-23	兑付	AA	A-1	5+	5+	通信设备
15保利能源SCP001	短期融资券	6	6.2346	2016-1-25	兑付	AA		5+	5+	煤炭
15绿地控股CP001	短期融资券	2	2.14	2016-1-26	兑付	AA-	A-1	5	5	钢铁
15广汇能源CP001	短期融资券	12	12.78	2016-1-26	兑付	AA	A-1	5+	5+	化工
15美克CP001	短期融资券	4.5	4.833	2016-1-27	兑付	AA-	A-1	5+	5+	建筑建材

诚高新化工、淮安华尔润化工本次爆出违约风险的主要原因。”中信证券点评称。

伴随着经济增速持续放缓，发债企业和债项的级别调整增多，也反映出信用风险扩大的趋势。12月23日，中诚信国际公告称，考虑到八一钢铁盈利能力短期内难以得到实质改善、资本结构恶化及偿债指标弱化等因素，决定将其评级展望调整为负面。

今年以来负面评级持续多发。据华创证券统计，截至12月21日，债项评级调低次数共计120次，主体评级调低次数共计1339次，担保人调低评级次数共计68次，负面事件主要发生在钢铁、水泥、煤炭、化工、有色金属等产能过剩行业。另据中诚信国际的统计，今年债券市场已发生信用风险事件25起，其中16起最终发生实质性违约，信用违约逐渐进入常态化。

避险情绪明显升温

尽管债券市场总体仍波澜不惊，但近期部分个券在信用负面事件暴露之后出现了较大的估值波动，而在“15山水MTN001”违约之后，企业债券取消或推迟发行频发，债券发行量骤降，这些现象无不反映着投资者避险情绪在加剧。

从盘面上看，上周伊泰、广汇等公司债大跌，其中14伊泰01周跌幅3.5%，16日盘中最大跌幅达7.58%；12江泉债、10

复星债、15复星MTN001也均创相关债券单日最大跌幅。

申万宏源指出，近日来债券收益率与负面事件间的敏感度显著提升，这一方面可能是由于部分负面事件超出了投资者预期，因此引发了市场估值的大幅变动；另一方面也反映出企业在违约压力加大，负面事件频发，且刚性兑付预期逐渐弱化的背景下，债券投资者已成惊弓之鸟，对于有瑕疵的债券采取尽量避而远之的态度，预计这种低风险偏好将在较长的时间内持续。

中金公司进一步表示，伴随债券市场到期高峰的到来，很多高危个券面临兑付大考，2015年债券实质违约和信用事件数量相比往年都成倍增加，导致投资者对相关行业越发谨慎。表现在市场上，就是四季度各评级中煤炭和钢铁行业的利差都大幅走扩，化工和有色行业虽不如煤炭钢铁明显，但也处于利差走扩的趋势中。

而随着市场对产能过剩的中上游行业日趋谨慎，煤炭、钢铁等行业债券取消或推迟发行频发，债券发行量骤降。据海通证券数据，9-12月上述两个行业净融资额分别为473亿元、54亿元、5亿元、-125亿元。

海通证券指出，中上游产能过剩行业债券发行几近停滞，一方面显示投资者对信用风险的担忧加剧，另一方面也

整体债券市场做多热情高涨，因此高等级信用债仍会跟随利率债而走强，而低等级风险仍在释放，因此需要继续回避低等级品种。

国信证券：明年料信用债“牛市越牛”

今年以来产业债行业间继续明显分化、较往年增加较多的点状信用事件并没有改变国内信用债“牛市越牛”的格局。展望明年，经济下行压力仍较大，预计传统产业企业的经营压力会进一步加大，信用风险可能会进一步放大。但考虑到持续平稳的货币环境以及中央调控结构且兼顾稳增长的政策目标，若外围国家经济环境没有出现大的动荡，则国内自会出现系统性信用危机的可能性不大，信用风险仍会控制在点状范围内，明年

依然如故。但是我们认为仍需重点关注经济增速放缓背景下，地方财政实力削弱对城投债隐性担保能力的负面影响。建议在择券上突出流动性和杠杆能力，短久期、中高等级为主；其次关注区域和系统性风险的诱发因素。（王姣 整理）

信用债“牛市越牛”的格局仍将延续。

招商证券：短久期、中高等级为主

产业债方面，目前需要关注供给侧结构性改革指导下重点行业发债主体的未来路径。关键是如何处置僵尸企业，因为这涉及到信仰问题。需要思考中央对于“僵尸企业”的处理态度，包括如果兼并重组成为主要方式，对于相关发债主体的影响。城投债方面，鄂华研兑付，让市场稍稍松了一口气，城投的信仰至少依然如故。但是我们认为仍需重点关注经济增速放缓背景下，地方财政实力削弱对城投债隐性担保能力的负面影响。建议在择券上突出流动性和杠杆能力，短久期、中高等级为主；其次关注区域和系统性风险的诱发因素。（王姣 整理）

信用债“牛市越牛”的格局仍将延续。

中金公司：短久期、中高等级为主

连续曝出的违约事件让信用债继续承压。当前宏观经济仍存在较大的下行压力，供给侧改革将推动产能过剩行业出清，供给结构也在调整，在这一过程中，信用风险事件发生的频率和规模还可能升级，信用风险可能进一步扩大。建议关注高评级产业债和优质城投债，规避评级较低、产能过剩行业的品种，通过精细化信用分析，谨慎甄选标的。

兴业证券：三类企业或最先受伤

中央提倡供给侧改革，但由于地方政府出于就业、税收及社会效应考虑，地方维稳现象普遍，导致供给侧出清较慢。

刚兑逐渐打破，但多以点状形式发生，多

数僵尸企业处于将破未破的阶段，导致信用债收益率调整不到位，性价比较弱。

供给侧改革，注意防范几类企业的信用风险，可能在供给侧改革中最先受伤：一是经营状况不佳且对当地政府贡献就低、税收较小的；二是高污染、高耗能、高耗水的“三高”企业；三是连续3年及3年以上亏损的企业。

观点链接

光大证券：信用风险继续扩大

连续曝出的违约事件让信用债继续承压。当前宏观经济仍存在较大的下行压力，供给侧改革将推动产能过剩行业出清，供给结构也在调整，在这一过程中，信用风险事件发生的频率和规模还可能升级，信用风险可能进一步扩大。建议关注高评级产业债和优质城投债，规避评级较低、产能过剩行业的品种，通过精细化信用分析，谨慎甄选标的。

兴业证券：三类企业或最先受伤

中央提倡供给侧改革，但由于地方政府出于就业、税收及社会效应考虑，地方维稳现象普遍，导致供给侧出清较慢。

刚兑逐渐打破，但多以点状形式发生，多

数僵尸企业处于将破未破的阶段，导致信用债收益率调整不到位，性价比较弱。

供给侧改革，注意防范几类企业的信用风险，可能在供给侧改革中最先受伤：一是经营状况不佳且对当地政府贡献就低、税收较小的；二是高污染、高耗能、高耗水的“三高”企业；三是连续3年及3年以上亏损的企业。

华创证券：将呈现两头分化行情

后期随着供给侧改革的深入推进及去产能政策落地，行业信贷空间紧张，信贷市场风险将向债市转移，但信用风险大规模爆发的可能性不大。同时，传统产能过剩行业，信用风险逐步暴露的过程中，部分主体资质优于行业平均水平的高收益品种值得关注。由于

经济增速放缓背景下，地方财政实力削弱对城投债隐性担保能力的负面影响。建议在择券上突出流动性和杠杆能力，短久期、中高等级为主；其次关注区域和系统性风险的诱发因素。（王姣 整理）

量价齐升 情绪乐观

24日，国债期货结束短暂的盘整，涨势重新加快，当天各合约全线收高，且涨幅扩大。主力合约方面，五年期国债期货TF1603合约早盘小幅低开，全天震荡走高，尾盘收报100.96元，涨0.14%，前日涨幅为0.07%；TF1603合约日内最高摸至100.99元，刷新该期限主力合约上市以来的高位纪录。昨日十年期T1603合约收报100.28元，涨0.31%，日内最高至100.33元，亦打破了此前100.11元的历史最高价位。

昨日，国债期货市场成交小幅放量，其中5年期合约共成交2.18万手，较前日增加1148手，10年期合约共成交1.99万手，日增4170手。持仓亦继续增多，5年期合约增加1302手至2.92万手，10年期合约增加1821手至3.05万手。

国债期货量价齐升，显示多头气氛较浓，期货投资者积极看多，而昨日债券现货的表现也可圈可点。24日，银行间长债利率下行幅度再度加大。昨日国债市场上，待偿期接近10年的150002成交利率跌穿2.80%关口，最低至2.79%，尾盘成交在2.795%，下行3.5bp。政策性金融债方面，面对短期多种不利因素，债市何以牛气十足？分析人士认为，主要可能有四方面原因：首先是流动性状况远远好于预期。先前市场担忧年底行情不稳，症结在于流动性。年底是流动性的季节性紧张期，而12月先后有三批新股发行，申购预缴款制度下的资金在途效应不容忽视，同时，美联储12月加息加剧资本流动，对人民币市场流动性同样构成负面影响。季节性与事件性因素交织，增添了短期流动性

的不确定性，因此之前有机构认为年底债市走平已是较好结局，但迄今为止，货币市场表现平稳，IPO乃至资金外流均未对短期流动性造成太大影响，资金面远好于预期，这也促使投资者修正先前的偏谨慎观点。

其次，美联储升息被视作利空出尽。这一点，从近期美元指数走势上也可得到验证，金融市场对美联储升息靴子落地的理解普遍是利空出尽成利好。再者，股市行情有反复，金融市场避险情绪依然较高，固收资产仍受青睐。最后，也是最重要的是，市场对来年低通胀、低增长的基本面形成一致预期，支撑债券牛市行情，在年底净供给非常有限的情况下，有配置需求提前释放，从而推动收益率快速下行。

短期来看，年底流动性有央行支持，基本无虞，而年内新股发行接近收尾，申购资金退款对债市反而有利好作用，就连观点一向保守的华创证券固收团队也称，尽管债市存在一些风险点和不确定性，但短期内利多因素确定性更高，投资者可顺势而为，继续做多。

逆回购加量提振信心 宽松趋势确定手段待定

□本报记者 张勤峰

针对近期资金面在结构上和边际上显现出收紧的迹象，央行对机构短期流动性的支持力度有所加大。本周四，央行逆回购交易量增至400亿元，全周净投放300亿元，为12月以来新高。市场人士指出，预计年底前央行将继续加大资金投放力度，期限稍长的逆回购，SLO、SLF乃至MLF等都能够针对性地发挥年底流动性维稳的作用。

全年净投放300亿元

央行周四小幅提升公开市场逆回购操作规模。公告显示，央行周四上午开展了400亿元7天期逆回购操作，中标利率继续持平于2.25%，交易量较本周二增加100亿元。

本周二，央行开展300亿元7天逆回购操作，因当日到期逆回购为100亿元，净投放资金200亿元，而周四到期逆回购增至300亿元，央行加大逆回购操作力度，仍维持单次操作的净投放格局，全周实现资金净投放300亿元，为12月以来新高。

该交易员称，近期资金面在结构上和边际上显现出收紧的迹象，但整体上仍宽松。而且，放在年底谨慎情绪上升、美联储升息加剧资本流动以及新股发行密集实施的背景下，当前资金面的表现要明显好于市场预期。鉴于短期流动性尚且宽松，央行仅开展小额净投放也在情理之中，亦从侧面反映出其对短期流动性供求形势相对乐观。

分析人士指出，当前市场对降准的呼声仍高，原因在近期人民币贬值行情下，资金外流或导致外汇占款继续明显减少，有必要释放中长期流动性进行对冲。但从资金面状况来看，央行投放大额流动性的迫切性还不是很强，且年底财政存款释放在即，跨年后资金充裕值得期待，央行也可能暂缓降准，通过跨年的特定期限流动性工具进行过渡，期限稍长的逆回购、SLO、SLF乃至MLF等都能够针对性地发挥年底流动性的作用。

资金投放仍值得期待

近期资金面整体上仍维

持宽松，资金需求总体能够得到满足，这或许是央行公开市场操作净投放仍有限的原因所在。

银行间回购市场上，近期回购利率有所上行，部分期限需求增多，供给有吃紧的迹象，但核心成交量供给充足，需求基本能得到满足。24日，银行间市场主要期限回购利率多小幅走高，如隔夜回购利率加权值涨2bp至1.91%，跨年的14天、21天、1个月回购利率分别上涨9bp、4bp和10bp。交易员称，月内第三批新股申购基本收官，但资金仍然在途，致隔夜滚动融入需求不减，好在供给陆续出现，需求逐渐得到满足，整体呈现供需两旺态势；跨年品种需求火爆，部分非银机构如券商等质押信用债稍显不足，利率在继续走高。

该交易员称，近期资金面在结构上和边际上显现出收紧的迹象，但整体上仍宽松。而且，放在年底谨慎情绪上升、美联储升息加剧资本流动以及新股发行密集实施的背景下，当前资金面的表现要明显好于市场预期。鉴于短期流动性尚且宽松，央行仅开展小额净投放也在情理之中，亦从侧面反映出其对短期流动性供求形势相对乐观。

分析人士指出，当前市场对降准的呼声仍高，原因在近期人民币贬值行情下，资金外流或导致外汇占款继续明显减少，有必要释放中长期流动性进行对冲。但从资金面状况来看，央行投放大额流动性的迫切性还不是很强，且年底财政存款释放在即，跨年后资金充裕值得期待，央行也可能暂缓降准，通过跨年的特定期限流动性工具进行过渡，期限稍长的逆回购、SLO、SLF乃至MLF等都能够针对性地发挥年底流动性的作用。

昨日香港市场上，离岸人民币兑美元即期汇率尾盘拉高，但日内表现表明市场机构并不敢贸然做多人民币。市场人士指出，近期人民币对美元跌势急、跌幅大，对利空反应较充分，但掉头升值基础不牢，总体或转为盘整走势。