

去产能进行时 钢铁煤炭首当其冲 信用债投资需“精耕细作”

□本报记者 王姣

2016年伊始,伴随着层出不穷的业绩亏损预告,信用风险事件再次集中涌现:13山水MTN1实质性违约,15山水SCP002按期兑付基本无望,13宁德SMECN1I001、13青岛SMECN1则被迫代偿,山东山水、庆华能源、黑牛食品等多家发行人被降级,还有沈阳煤业、国电环保、冀东水泥等公司被列入信用评级观察名单……

此前市场上料,在经济增速下行的背景下,伴随着供给侧改革和去产能进程的推进,产能过剩行业相关券风险逐渐暴露,以钢铁、煤炭等为代表的强周期行业信用债首当其冲。

“从我们路演的反馈来看,不少机构已经彻底摒弃了煤炭、钢铁行业的产业债。”业内人士表示,在信用风险加速释放的背景下,当下市场情绪趋于高度谨慎,防踩雷成为信用债投资的重中之重,精耕细作、慎选标的成为信用债投资的首要法则。

信用事件接二连三

继15山水SCP001违约后,山东山水水泥集团有限公司(简称“山东山水”)信用危机持续发酵。2月3日,公司再次发布特别风险提示公告称,2015年度第二期超短期融资券(债券简称:15山水SCP002)应于2016年2月12日兑付本息,由于目前公司资金链紧张,15山水SCP002到期基本无法兑付。另外,公司2015年11月12日到期的15山水SCP001至今尚未兑付,2016年1月21日到期的13山水MTN1也未完成兑付。

这并不是2016年伊始第一起信用风险事件,1月25日,中债信用增进投资股份有限公司(简称“中债公司”)公告称,中小企业集合票据13青岛SMECN1联合发行人之一的青岛三特电器集团有

观点链接

国泰君安:
信用尾部风险暴露加快

1月份信用债收益率和信用利差再度出现大幅下行,一级市场发行放量,整体呈现供需两旺格局。虽然投资者对年初信贷和信用债发行放量表现出一定担忧,但替代融资不改整体票息资产稀缺现实,低利率抢发也在透支未来供给。展望后市,在央行持续呵护春节前后资金面以及供给大概率回落的背景下,如果基准利率平稳运行,信用利差本身并没有太大的走扩压力。但需要注意的是,供

限公司无法按期全额兑付本期票据,作为本期票据的信用增进方,中债增进已代为兑付本息。

紧接着,2月4日,中债公司又为另一支中小企业集合票据13宁德SMECN1I001进行了代偿。1月26日,重汽集团福建专用车有限公司公告称,作为13宁德SMECN1I001的联合发行人,已确定无法偿付票据本息,并提请中债公司履行代偿义务。2月4日,中债公司公告已完成了对该票据信用增信义务的履行。

新年伊始,不光是偿债危机接二连三,评级下调事件也重新抬头。仅2月第一周就有沈阳煤业、南京钢铁、冀东水泥等多家公司遭遇负面评级行动。公开资料显示,本周以来,中诚信国际将沈阳煤业(集团)有限责任公司AA+的主体信用等级及“11沈煤MTN1”AA+的债项信用等级均列入降级观察名单,新世纪评级将南京钢铁股份有限公司AAA级主体信用等级及“15宁钢铁CP001”、“15宁钢铁CP002”、“15宁钢铁CP003”A-1级债项信用等级列入负面观察名单,联合资信将唐山冀东水泥股份有限公司列入下调评级观察名单。

据不完全统计,年初1个多月以来,已有1只债券实质性违约,3只债券出现兑付危机,包括山东山水、庆华能源、黑牛食品、三特电器等多家发行人被降级或展望,还有沈阳煤业、国电环保、南京钢铁、冀东水泥等多家公司被列入负面观察名单。

钢铁、煤炭首当其冲

2016年以来,伴随着去产能、去库存的推进,强周期行业违约风险继续上升。市场人士指出,在周期行业持续出清的过程中,部分地位资质较弱的个体将难逃破产或兼并重组的命运,后续个体信

用事件的爆发频率与数量会继续上升,其中钢铁、煤炭等产能严重过剩行业的低评级信用债将首当其冲。

新年伊始,高层继续聚焦“供给侧结构性改革”和“去产能”,结合2015年底证监会表示刚性兑付可以打破的言论,业内人士认为,政府对于“清理僵尸企业”的决心不容置疑,需提前防范钢铁、煤炭等强周期行业信用债兑付压力。

中金公司指出,近期政府层面释放的信号表明,困扰中国经济多年的产能过剩问题有望得到加快处理。中金公司同时预计,化解产能过剩取决于政府的决心和切实可行的政策,预计政府目标是未来3至5年去产能30%。其中,钢铁至少减少3亿吨产能,煤炭产能至少要减少3成以上。

据中信证券的最新统计,目前煤炭、钢铁信用债发行人已经公告了37份业绩预告,其中预增和扭亏总计只有4家,其余33家发行人皆有不同程度亏损。中信证券表示,全行业亏损已成定局,预计2016年业绩也将难以好转。

随着2015年年报出炉,钢铁、煤炭行业中将有一定数量的发行人将面临评级下调,以确认过去的盈利恶化。预计今年将是信用风险爆发大年,对于钢铁、煤炭中上游企业中技术含量低,大幅度亏损的企业短期内轻则遭遇评级下调,在中期重则有淘汰风险。

申万宏源证券进一步指出,综合考虑资产负债率和净利润率情况,钢铁、煤炭等行业平均资产负债率较高,这些行业外部债务压力已达到很高的水平,再融资压力较大,需特别警惕。而1月份多单煤炭债取消发行计划,也反映出投资者对行业的风险规避态度。

防踩雷为重中之重

市场人士指出,供给侧改革和加速去产能的大环境下,低评级信用债仍处

于信用风险的释放之中,加之企业外债、外汇支付、股权质押等潜在风险仍然存在,后续信用尾部风险暴露的频率或进一步加快,信用债投资应以防踩雷为重中之重,规避评级较低、产能过剩行业的品种,精耕细作,慎选投资标的。

业内人士预计,2016年信用事件将明显多于2015年,特别是上半年为财报以及评级报告披露的集中期,这段时间信用债仍应以防防范信用风险为主,钢铁、煤炭等行业信用利差的继续扩大将成为必然,一些金融机构对经济形势和企业资质的判断更为现实,对资产的风险偏好也更为谨慎,据悉不少机构已经彻底摒弃了煤炭、钢铁行业的产业债。

“与以往信用利差齐涨齐跌的现象不同的是,信用利差出现了较大分化,即便是相同评级的信用债,也因行业和个体差异而出现较大的不同,在最低票面利率逐渐走低的同时,发行区间也越来越大,即便是较高的发行利率也没有吸引更多的资金追逐高风险资产,表明市场对信用风险已经开始高度警惕。”中投证券表示。

中银国际证券认为,如今去产能被当作首要任务意味着产能过剩行业重塑调整将经历明显提速,在此过程中信用市场亦将经历信用风险重新定价,行业和品种分化愈加明显,一方面过剩行业因存在更多违约可能以及短期景气继续下降,利差将进入走廊,待经历行业调整和重塑景气恢复后逐步收敛,在产能出清前利差将持续承压;对于个券,既有的信用评价体系下带有民营、规模小、股东支持力度差、转型空间小等弱势标签的个券利差将持续走扩,投资者对风险容忍度下降,以避雷为主,掘金策略对个券分析的能力要求大幅提高。

中泰证券: 避免高杠杆操作

在信用风险持续出现的背景下,投资者依旧需要以防风险为主。在上周农行、中信纷纷爆出票据风险事件后,票据市场收益率大幅上行,而票据贴现融资作为中小企业资金周转的主要途径,其利率的上升将进一步加大中小企业的信用风险。在节前资金市场波动、各市场各期限债券在上行中出现分化时,低杠杆操作应成为各类机构的投资策略,并且可根据两大市场的特征进行久期匹配。

中信证券: 信用资质将继续分化

2016年利率下行空间有限,“躺着赚钱不易”。短期内市场情绪虽然会使得个别行业信用债泥沙俱下,但是中长期来看,信用资质将会继续分化,风险与收益并行不悖,没有哪个行业会最终被消灭,被消灭的将只是个别公司,每个行业内,最终将会“剩者为王”。投资者宜当注意精耕细作,多种工具并行,扎实和广泛的研究是“火中取栗”的基础。(王姣 整理)

投放在继续 跨节已无忧 春节后资金面料以平稳为主

4日,央行继续开展公开市场操作,交易量增至1500亿元,实现净投放700亿元,本周以来四个交易日,央行公开市场操作已净投放2000亿元,尽管资金供给改善,流动性持续均衡偏松,但央行资金投放不减,提振市场流动性预期。市场人士指出,资金面平稳跨节基本无忧,节后央行投放操作不会立刻撤出,流动性总体难改合理充裕,但多种因素将限制流动性改善空间,货币利率料以稳为主。

资金利率持稳为主

4日,银行间市场资金面宽松依旧,借入资金不难,但回购利率稳定,下行动力不足。

昨日银行间质押式回购市场上(存款类机构行情),主要回购利率窄幅波动,其中隔夜回购利率持稳在1.96%一线,7天利率因跨节因素续涨5bp至2.46%,14天利率则回落约4bp至2.91%,21天回购利率略降至3.27%,跨月的1个月回购利率亦因需求降温而下行约7bp,更长期限的3个月回购利率持稳在3%。

交易员称,虽然春节临近,跨节需求犹



存,但大行和股份行积极融出,加上央行持续不断“放水”,借钱较容易,资金面总体宽松。该交易员进一步指出,上月以来,资金面已基本恢复宽松,且随着机构备付工作收尾,需求有所下降,押信用债融资难度也明显降低,但央行仍保持资金净投放,提振了市场预期,目前市场基本不认为节前资金面会出现大变化,平稳跨节无忧。

展望节后,市场人士表示,节后现金回流与公开市场到期规模基本相当,因此总

体上看,不能期望节后流动性出现太显著的改善,另外,节后债券一级市场将恢复常态,今年政府债券尤其是地方政府债券供给放量趋势明确,节后很可能迎来首个供给小高峰,对短期流动性也会造成一定的影响。同时,外汇市场趋稳,资金外流趋缓,但难言趋势扭转,资金外流的压力恐将持续影响本币流动性。市场人士预计,节后中长端货币市场利率可能有一定下行空间,但短端的隔夜、7天等品种下行余地不大。

人民币市场价淡对中间价大涨

债购买计划以来最大跌幅。外汇分析人士表示,美国经济放缓的迹象,令美联储“二次加息”时点变得更加扑朔迷离。

今年以来,美国长期国债收益率重新走低,十年期美债收益率最近降至1.9%以下,较去年末大幅回落接近30基点,显示市场对于美国经济复苏的信心正在下降。同时,从利率期货走势上看,市场预期美联储年内加息的次数在不断下降,最近隐含的加息预期已经不到一次,换言之,不少投资者认为美联储今年会按兵不动。在过去一年多时间里,美元得以一枝独秀,关键就在于美联储货币政策回归正常化的行动遥遥领先于其他主要经济体货币当局。此前,不少机构预期2016年美联储

将每季度加息一次,但如今这一观点正面临挑战。之前市场对美元走势普遍乐观,而倘若美元在经济与政策周期上优势减弱,对美元可能是超预期的利空。

对于人民币而言,美元调整有助于缓和人民币对美元贬值压力。自上月中旬以来,人民币兑美元汇率结束快速的贬值、重归震荡格局,近段时间市场一直交投不旺、缺乏明确运行方向,而美元的下跌或许能够为短期交易提供指引。不过,从昨日人民币市场价格走势上看,市场仍担心经济基本面等对人民币汇率的压力,人民币明显缺乏上涨动力。

昨日银行间外汇市场上,人民币兑美

元即期询价交易高开后再度转向横盘,至16:30收盘价报6.5777元,仅较前收盘价上涨16基点,涨幅远逊于中间价。香港市场上,离岸人民币兑美元汇率则高开低走,后在前收盘价附近盘整,截至16:30报6.6150,反而小跌18基点。两地人民币汇率价差保持在400基点左右,而前一天一度扩大至超过600基点,显示海外市场仍笼罩着人民币贬值氛围。结合海外无本金交割远期外汇交易情况看,海外市场预期未来一年人民币仍将贬值近5%。

市场人士指出,虽然各方对春节前人民币兑美元汇率保持稳定看法一致,但从经济基本面、国际金融市场环境来看,未来人民币汇率走势仍面临不稳定因素,在经济明显企稳前,人民币汇率下行的压力依然存在。

市场分歧较大 期债高位震荡

□本报记者 王辉

在春节长假日益临近、市场获利了结压力减轻的背景下,周四国债现货及期货市场温和走升,延续了近期高位盘整的运行格局。分析人士指出,此前有关商业银行委外投资收紧的传闻得到部分澄清,市场谨慎心态有所改善,预计节后市场仍将围绕货币政策预期、新债供给压力等因素继续展开多空博弈。

期债温和走高

周四央行公开市场保持了千亿元以上的逆回购操作,推动市场资金面继续保持稳定,债券市场交投相对偏暖。期债市场上,期债两品种主力合约全天高开高走,收盘时双双录得小幅上涨。

截至周四收盘,5年期国债期货TF1603合约报100.735元,上涨0.135元或0.13%;6月合约TF1606收报100.36元,上涨0.07元或0.07%。周四10年期国债期货6月合约T1606持仓量也超过T1603,成为新的主力合约。T1606周四收报99.535元,涨0.45元或0.15%,持仓大幅增加1162手至20621手。

交易员表示,周四央行开展1500亿元逆回购操作,单日净投放资金700亿元。在央行持续投放流动性助力下,银行间市场资金面依旧充裕,回购利率基本保持稳定。同时,商业银行委外收紧传闻被部分媒体澄清后,债市情绪略有回暖。隔夜美元指数、美债收益率

率双双大幅下挫,也在一定程度上稳定了市场对于国内债市的信心。

分歧仍然较大

虽然春节前债券市场大幅波动的可能性已明显下降,但市场各方对于节后利率走向却依旧存在较明显的分歧。从央行政策宽松立场、地方债供给压力等角度,国信证券、海通证券等机构分析认为,节后新债供给将大幅扩容,短期供需关系可能有所收紧。而从1月以来同期限国债与国债的利差持续收窄的表现来看,市场阶段性做多热情和乐观预期则可能已有充分释放。继续看好后市的国泰君安则指出,前期央行政策预期的扰动,并不会改变基本面演化趋势,而且政策最终也要回归到经济基本面变化上来。近期全球主要经济体利率水平均在向创纪录低位迈进,在这样的背景下,国内利率水平的背离不会太久。

在期债的具体投资策略方面,广发期货、申万期货等机构表示,近期全球国债收益率大幅下跌,预计期债将带来短期反弹动能。而在财政收入增加放缓、宽财政空间有限的情况下,节后央行仍需加大货币宽松力度,稳定经济增长。具体操作上,建议空仓者保持观望,多单继续持有。银河期货等机构周四则继续发表观点认为,2月份上半月市场不确定性较多,继续建议投资者在2月上半月市场趋势明朗之前,仅保留少量多单仓位。

广汽转债首秀大涨18% 转债七连涨 弹性仍受限

4日,A股延续超跌反弹,个股普涨,助力转债市场(含交换债)连续第7个交易日上涨,但转债涨幅仍稍逊正股,新上市的广汽转债成为最大亮点,该债首日录得近18%的涨幅,折射出A股企稳背景下,转债投资情绪持续回暖。

4日,上证综指和深证成指双双上涨1.5%左右,沪深个股普涨,两市正常交易的转债(含可交换债)对应正股中除格力地产外均不同程度收高。

在A股探底回升的动力下,上月底以来率先反弹的转债行情得以延续,昨日中证转债指数再涨0.62%,已连续第7个交易日上涨,不过涨幅要略低于A股基准指数。

个券方面,转债表现仍稍逊于正股。昨日,两市有13只转债交易,其中10只上涨,3只下跌。3只下跌转债均为传统转债:格力、三一和电气转债,悉数跑输正股。5只交换债全线收高,但除了14宝钢EB、15

清控EB跑赢正股之外,其余3只交换债也都落于下风,且涨幅不到1%。在昨日上涨的5只传统转债中,歌尔转债是唯一的“老转债”,其余均为次新券或新券。广汽转债昨日首次上市交易,开盘上涨18%,最高至119.45元,尾盘收在117.96元,涨幅17.96%。首日涨幅超过了1月上市的国贸、蓝标和九州转债。

市场人士认为,除了转债本身因素,新券上市首日涨幅扩大,也说明市场情绪在好转。A股在经历年初以来持续调整后,近期出现低位企稳反弹迹象,转债因退守、逢低买入、具备交易制度优势,逐渐受到一些博弈正股反弹资金的青睐。

市场人士指出,目前转债债型增强,安全边际有所提升,因而成为防守反击的首选品种,不过因转债股性估值溢价仍高,在正股反弹确立后,转债可能会暴露出弹性不足的问题。(张勤峰)

国开行16日将发行四固息债

国家开发银行4日发布公告称,将于2月16日通过中国人民银行债券发行系统增发四期固息金融债,总额不超过260亿元,期限包括1年、3年、5年、7年。

上述四期债券将采用单一价格(荷兰式)招标方式;2015年第23期和2016年第4、6期债券招标时间为2月16日上午9:30-10:30;2015年第21期债券招标时间为2月16日上午9:30-11:20。此次1年、3年、5年、7年债券承销费分别为面值的0.05%、0.10%、0.10%;各品种均无兑付手续费;各品种均不设立基本承销额。(张勤峰)

冀东水泥被列入负面观察名单

联合资信日前发布公告,将唐山冀东水泥股份有限公司列入下调信用评级观察名单。

1月29日,冀东水泥发布2015年度业绩预告,公告称:2015年度,公司所属区域水泥产能依然严重过剩,供需矛盾不断扩大以及房地产等下游行业状况不佳,导致区域市场需求低迷加剧,公司水泥销量大幅下降且降幅大于成本降低幅度,造成公司水泥主业产生重大亏损;同期,公司合营联营公司投资收益同比

减少;经初步核算,预计2015年归属于上市公司股东的净利润为亏损16.50亿元至17.50亿元(本次业绩预告未经注册会计师预审)。鉴于冀东水泥的经营现状以及业绩亏损预告,联合资信决定将其列入下调信用评级观察名单。此前最近一次跟踪评级中,联合资信对冀东水泥主体信用评级结果为“AA+ / 负面”,对“15冀水泥CP001”跟踪评级结果为“AA- / 负面”。(张勤峰)