

“弃车保帅”：落后产能加速出清

□本报记者 王姣

2016年以来，伴随着供给侧改革相关政策陆续出台和落地，去产能、去杠杆诱发信用风险事件陆续爆出。而在“11天威NTN1”、“15云峰PPN001”及“15云峰PPN003”等信用风险事件上，大股东“弃车保帅”行为再现，令本就失去造血能力的企业信用风险加剧。

市场人士指出，从天威事件到云峰事件，表明在经济增速下行、过剩产能行业持续恶化的背景下，一些多领域发展的大型企业集团皆有出于自保而剥离盈利恶化的相关板块或子公司的意愿。目前来看，供给侧改革推进速度较快，继钢铁、煤炭之后，水泥、造船、电解铝、玻璃等行业的去产能路线图也逐渐明晰，未来相关行业信用事件爆发料更加频繁，而控股股东隐形担保料相对弱化，由于多数过剩行业企业已经失去造血能力，失去大股东支持的企业信用风险可能进一步加剧，建议投资者避免踩雷，优先选择高信用、防风险的个券。

“弃车保帅”行为再现

继媒体报道上海云峰（集团）有限公司（简称“云峰集团”）相关债券兑付问题后，3月1日，绿地控股（600606.SH）发布公告称，作为多元持股的混合所有制企业，云峰集团始终是独立的公司法人，公司子公司绿地控股集团有限公司（简称“绿地集团”）在《公司法》

■观点链接

国泰君安证券： 信用风险事件四大启示

第一，产能过剩行业发行人仍需精挑细选；第二，增强对民企负面事件的敏感度；第三，流动性紧张的发行人需持续关注，尤其是民企或资质较差的国企；第四，债券持有人需积极采取行动保全资产。

光大证券： 信用风险已深入债市腹地

信用风险已深入债市腹地，从信用风

的框架下行使股东权利。云峰集团发债融资等各项经营管理事务均系独立运作，其发债所得资金也均全部用于自身发展，本公司未对云峰集团发行的债券提供担保，也不对债券的偿付承担责任。绿地控股同时表示，“考虑到云峰集团目前处于困境，作为间接参股股东，绿地在遵守法律法规的前提下，将积极协助云峰集团妥善处理好相关事宜。”

绿地控股的澄清公告，令云峰集团的债券兑付再添疑云。3月2日，针对上海云峰集团债券违约，中信建投证券点评称，云峰集团兑付风险上升。在过剩产能行业持续恶化的情况下，预计一些多领域发展的大型企业集团将通过各种方式剥离掉盈利恶化的相关板块或子公司，未来控股股东隐形担保弱化，相关子公司的债务风险值得警惕。

值得注意的是，针对此前“11天威NTN1”未能及时兑付事件，光大证券亦指出，债券投资人要警惕发行人与关联方的资本运作。“从兵装集团主导的一系列资本运作来看，其弃车保帅的意图已非常明显：一方面，兵装集团通过股权转让及定增的方式，获得天威集团旗下保变电气的控制权；另一方面，兵装集团不断将不良资产剥离至天威集团，并置换天威集团旗下优质资产。”

业内人士指出，对于业务构成比较多元的企业，不论国企还是民企，都有出于自保而剥离瘦狗业务、发展现金牛业务的主观意愿。天威事件和云峰事件都暴露了以上问题。由于多数过剩行业企

业已经失去造血能力，失去大股东支持的企业信用风险加剧。建议投资者规避行业产能过剩、非集团主要现金牛业务、在集团内占比不大的发行主体。

风险事件频繁爆发

除近期引起舆论关注的云峰事件外，更多的信用风险事件正陆续爆出。仅本周以来，就有江苏省建筑工程集团有限公司、河南万基铝业股份有限公司、太原煤气化股份有限公司、淄博宏达矿业有限公司、太原重工股份有限公司、谷神生物科技有限公司等遭遇主体评级下调或被列入观察名单。

据国泰君安证券最新统计，自11超日债开启违约闸门以来，公募市场信用风险事件频繁爆发，已构成实质违约的达9例（超日、天威、湘鄂、中富、英利、中钢、山水、圣达、亚邦），接近违约最终峰回路转的为9例（华通路桥、中澳控、华锐、桂有色、苏飞达、二重、龙媒控、雨润、鄂华研），而风险已初步暴露且仍在酝酿当中的更多。

据国泰君安证券总结，信用风险事件存在几大特征，第一，从行业来看，集中于光伏、风电新能源以及煤炭色等强周期；第二，从企业性质来看，违约已从民企蔓延至央企，地方国企仍是不破金身；第三，从债券类型来看，公募券种全面违约，公司债违约损失率暂为零；第四，从信用等级来看，以中低评级为主，AAA级亦有风险事件但尚无实质违约案例。

业内人士指出，目前国内经济还是

全释放，所以建议重点关注一些中短期限、中等评级中一些估值尚可的品种，尤其一些产品价格可能见底的细分行业发行人。

中银国际证券： 谨慎对待过剩行业低评级债券

短期内信贷多增，政府托底，八部委联合发文和房地产宽松政策等均对债市形成一定压力，但从基本面来看债市支撑仍在，整体市场风险偏好亦不强。策略上看，我们认为目前短久期为宜，信用债方面供给侧改革背景下仍然建议谨慎对待过剩行业低

处在L型底部盘整，可能有较长时间才能走出低谷，在供给侧改革背景下，去产能、去杠杆将会诱发较多信用违约事件陆续爆出。

落后产能加速出清

此次央行降准时提到了“为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境”，近日重庆市、广东省也下发了供给侧改革总体方案，业内人士指出，这说明供给侧改革相关政策推进速度较快，未来两会期间以及两会后中央和各地方可能会陆续下发各项政策文件。

中信证券指出，供给侧改革继续推进，根据其提出的供给侧改革对产能过剩行业冲击的三阶段理论，目前正在处于方案制定阶段末期，正在迈向方案陆续出台与落地阶段，政策层、地方政府、企业正在相互博弈，变革之中，市场预期尚不明朗，未来相关行业利差料将继续上扬，低评级品种信用风险仍然不容小觑。

另据了解，继钢铁、煤炭之后，水泥、造船、电解铝、玻璃等行业的去产能路线图也逐渐明晰。据悉，当前工信部等有关部门正在就淘汰上述行业落后产能制定相关意见。

中信证券指出，伴随政策落地，投资者一方面应摒弃过分回避产能过剩行业的态度，提振对于上游中周期行业的信心，在行业分化中淘沙捡金；另一方面密切关注债市对于政策预期与实际效果之别的敏感性，追踪各方博弈下的政策实质落地进程。

评级债券，宜以高等级债为主要选择标的。

广发证券： 信用利差有所收窄

春节后，债市风险因素陆续暴露，投资者谨慎情绪有所蔓延，然而收益率并未显著上行，波动率持续收敛。由于对长端收益率下行预期弱化，债券组合的久期调整反而导致信用利差有所收窄。对债券市场维持谨慎态度，“两会”召开将进一步明确财政扩张和稳增长的决心，而债券供给压力、资金供给的不稳定因素仍然需要保持警惕。（王姣 整理）

盘局难破 期债再度小幅回落

□本报记者 王辉

经过此前三个交易日的震荡反弹后，国债期货市场周三（3月2日）再度小幅回落，期债5年及10年期主力合约均出现不同程度下跌。分析人士指出，央行本周一晚间的年内首次降准，对资金面和债市收益率的利好刺激效果有限，短期内利率债及国债期货市场整体预计仍将延续近阶段的横向盘整格局。

短期盘整格局料将延续

对于近期国债期货市场的整体运行态势，分析人士指出，在市场盘局仍难打破的背景下，未来几个交易日，降准之后的逆回购到期央行如何对冲、逆回购利率是否下调等，预计将成为下一步市场聚焦和博弈的焦点。

对于本周以来债市的运行和未来走势，国信证券最新研究报告认为，本次央行降准对债市利好效应有限，债市利率盘整震荡局面依然难改，市场仍处于等待状态。而进入3月数据公布期，2月份的月度经济数据、通胀以及信贷等数据预计也将成为对债市影响的重要因素。

而在国债的具体投资策略方面，中信建投期货认为，央行时隔4个月后降准，但随后公开市场无操作，表明此次降准对冲逆回购到期意图明显。与此同时，货币市场资金利率跌幅也较为有限，对债市难有实质推动。考虑到因宽松政策之后经济走势仍存一定不确定性，市场对后市分歧也较大，短期内国债期货市场预计仍将以震荡为主，建议投资者继续保持观望。而银河期货等机构则分析认为，2月份明显差于预期的PMI数据可能预示着3月份PMI继续下行跌破49的可能性较高，货币宽松环境未来一段时间内预计还会持续，期债策略上建议少量多单持仓的投资者仍可继续持有。

国债中标利率低于二级市场

受益于资金面宽松，财政部3月2日上午招标的两期国债中标利率均低于市场预期，且低于二级市场水平，显示机构配置需求仍然积极，从投标倍数来看，昨日10年期长债需求胜于1年期短债。

财政部此次招标发行的两期国债分别为2016年记账式附息（五期）国债第一次续发行、2016年记账式附息（四期）国债第一次续发行，期限分别为1年、10年，发行规模均为200亿元。据交易员透露，财政部上午招标续发行的两期固息国债中标收益率低于此前市场预测

中标收益率分别为2.1518%和2.8196%，低于此前的市场预测均值。此前市场对预测均值分别为2.19%和2.85%；两期债中标收益率分别为2.2127%和2.8585%，对应投标倍数1.79倍和2.65倍。

另据中债国债到期收益率曲线，3月1日，中债1年期、10年期国债到期收益率分别为2.21%、2.85%。市场人士指出，央行降准预期消化过后，市场情绪暂归平稳，目前债市多空交织，整体走势仍无明显方向性，机构情绪都很谨慎，持观望心态的居多。（王姣）

农发行7日将增发5期金融债

中国农业发展银行3月2日公告称，该行定于3月7日下午利用中国人民银行债券发行系统招标发行5期、总量不超过260亿元的金融债。

农发行此次将发行的5期金融债均为固定利率附息债券，为该行2016年第1期、第2期、第3期、第4期、第5期金融债的增发债，期限分别为1年、3年、5年、7年、10年，票面利率分别为2.47%、2.77%、3.01%、3.32%、3.33%，本次

增发行规模分别为60亿元、60亿元、60亿元、40亿元、40亿元。

日程安排上，这5期债券的招标日均为3月7日，缴款日均为3月9日，起息日均为1月6日，上市日均为3月11日，上市后将分别同原债券合并交易。

本次增发的5期债券将采用单一价格中标（荷兰式）的招标方式，第1—5期债券承销费分别为0.05%、0.05%、0.10%、0.15%、0.15%。（张勤峰）

流动性充裕但不会泛滥

冲，既缓解了流动性紧张，也为公开市场操作回归常态创造条件。但替代性的降准导致其对短期资金面的利好刺激大打折扣。

从较长时间来看，央行逆回购操作基本不影响资金总量，此次降准仍然释放了可观的超储资金，然而，在外汇占款趋势性减少背景下，此次降准充其量只能弥补基础货币供给不足造成的流动性缺口，仍然很难给银行体系流动性带来显著的增量。

分析人士认为，为应对经济尾部风险，央行货币政策在操作实践中将维持稳健偏松，但汇率波动与资本流动造成的“硬约束”犹存，国内信用扩张、通胀抬头、地产波动也逐渐成为货币政策放松的掣肘。未来货币政策宽松将有度，预计流动性总体无忧但不会泛滥，对市场利率继续下行空间也不能期望过高。

2月最后一天，央行宣布降准0.5个百分点，并从3月1日起正式实施。据测算，此次降准可释放资金量6000亿元左右。得益于降准释放的大量长效廉价资金，短期流动性偏紧的状况应声缓和，唯独市场利率下行乏力，与降准“巨斧”的名号有些不符。过去两天，银行间货币市场利率在小降后重新走稳，7天回购利率仍高于2月中旬水平；中长期债券利率基本未见明显下行，部分品种如10年国债利率甚至有所上涨。当前债券收益率曲线扁平，长端利率下行空间实际系于短端，长债表现乏力，与货币市场利率有限下行传递的信息一样，即市场对降准后流动性的看法并不十分乐观。

分析人士认为，为应对经济尾部风险，央行货币政策在操作实践中将维持稳健偏松，但汇率波动与资本流动造成的“硬约束”犹存，国内信用扩张、通胀抬头、地产波动也逐渐成为货币政策放松的掣肘。未来货币政策宽松将有度，预计流动性总体无忧但不会泛滥，对市场利率继续下行空间也不能期望过高。

2月最后一天，央行宣布降准0.5个百分点，并从3月1日起正式实施。据测算，此次降准可释放资金量6000亿元左右。得益于降准释放的大量长效廉价资金，短期流动性偏紧的状况应声缓和，唯独市场利率下行乏力，与降准“巨斧”的名号有些不符。过去两天，银行间货币市场利率在小降后重新走稳，7天回购利率仍高于2月中旬水平；中长期债券利率基本未见明显下行，部分品种如10年国债利率甚至有所上涨。当前债券收益率曲线扁平，长端利率下行空间实际系于短端，长债表现乏力，与货币市场利率有限下行传递的信息一样，即市场对降准后流动性的看法并不十分乐观。

2月最后一天，央行宣布降准0.5个百分点，并从3月1日起正式实施。据测算，此次降准可释放资金量6000亿元左右。得益于降准释放的大量长效廉价资金，短期流动性偏紧的状况应声缓和，唯独市场利率下行乏力，与降准“巨斧”的名号有些不符。过去两天，银行间货币市场利率在小降后重新走稳，7天回购利率仍高于2月中旬水平；中长期债券利率基本未见明显下行，部分品种如10年国债利率甚至有所上涨。当前债券