

债转股短期有助防风险

□本报记者 王姣

伴随着供给侧改革和去产能的推进，债券违约事件加速爆发，不良债转股重出江湖的步伐似乎越来越近。

“债转股或将成为去产能进程中一剂安置债务的新汤药。”业内人士指出，通过将企业债权转化为股权，短期内有利于减轻企业债务负担，降低银行不良贷款水平和坏账率，同时在一定程度上释放了信用压力，降低了违约风险。但债转股的成功需以后期的经济企稳和企业经营改善为前提，若只是单纯的债务重组而非真正的结构性改革，反倒可能延缓增长模式出清和鼓励加杠杆，影响改革进程和市场效率。对投资者而言，不良债转股将为市场提供结构性机会，部分企业重新盘活焕发新的生命力也可能带来超额收益，但需要对企业进行精心筛选并谨防流动性风险。

债转股重出江湖

7日，中煤集团山西华昱能源有限公司公告称，2015年度第一期短期融资券（“15华昱CP001”）不能按期足额偿付，由此成为债券市场年内第9起实质性违约事件。

市场人士指出，伴随着中国经济增速放缓，供给侧改革和去产能的推进，结构性转型阵痛来临，信用风险事件将进一步加速爆发，债务违约将渐成常态。与之相对应的是，商业银行不良贷款余额、比例双升，为推行供给侧改革，化解银行不良贷款大幅攀升，在国务院特批下银行开始尝试通过债转股等方式进行“潜在不良资产”化解。

所谓债转股，是指国家组建金融资产管理公司，收购银行的不良资产，把原来银行与企业间的债权债务关系，转变为金融资产管理公司与企业间的控股（或持

股）与被控股的关系，债权转为股权后，原来的还本付息就转变为按股分红。

今年3月8日，熔盛重工（现更名为华荣能源）的一则公告拉开了本轮债转股的序幕。据其公告，拟向债权人发行最多171亿股股票，以抵消171亿元债务。3月24日，华荣能源率先完成本轮债转股的试点，点燃了非金融企业对债转股的需求。

从政策层面上看，自1999年开启债转股大幕后，时隔多年，债转股亦被重新提上议程。3月16日，国务院总理李克强在答记者问时表示，“可以通过市场化债转股的方式来逐步降低企业的杠杆率”。同日，银监会主席尚福林亦表示，目前“债转股”还在研究中，需要经过一系列制度设计和技术准备才能推开。近日又有媒体援引国开行高层言论称，首批债转股规模为1万亿元，预计在3年甚至更短时间内，化解1万亿元左右规模的银行潜在不良资产。

市场人士分析认为，在当前产能过剩，政府全面推动供给侧改革的背景下，预计本轮不良资产处置势必规模更大、方案更多。本轮重启的债转股最大的特点是将采用市场化方式进行，预计本轮债转股将使转股后的新股东参与到企业运营中去。而不同于传统意义的债转股，其对应的信贷资产可能为正常类贷款或关注类贷款，化解的是商业银行的“潜在不良资产”，同时也为杠杆和供给侧改革提供支持。

短期有助防风险

据业内人士介绍，1999年债转股的实施，紧随1997年亚洲经济危机之后，成功防范了银行不良资产率过高可能引发的金融危机，避免了国有大型企业因负债沉重大面积倒闭的局面，对维持宏观经济平稳运行发挥了重要作用。

本轮债转股重启将会产生哪些影响？分析人士指出，债转股确实为化解

部分行业潜在不良资产，助力过剩行业去产能去杠杆提供了一种可选择的方案。通过将企业债权转化为股权，短期内有助于减轻企业债务负担，也为银行不良资产的处置争取了时间，同时在一定程度上释放了信用压力，有利于金融系统的稳定。然而短期的改善需要长期的增长来消化，债转股的成功需以后期的经济企稳和企业经营改善为前提，不良风险是否能化解最终仍取决于企业在债转股后的盈利能力是否能得到实质性的改善。

中投证券指出，若债转股适量、精准推行，则可成为促进结构调整的有力工具。适量、精准的选取产能过剩行业中的优质企业实施债转股，有利于促成经济调结构、企业恢复活力、债权人利益得到恢复的多赢局面。而若债转股推行规模

■观点链接

中投证券：有赖于多方利益的平衡

成功实现债转股，还有赖于债权人、股东、地方政府等多方利益的平衡。虽然选择产能过剩行业中的优质企业精准实施债转股有望实现多方共赢。但在实践中，具体企业的债转股方案能否成功实施，还在很大程度上取决于债权人、股东、地方政府等多方的博弈。地方国有控股企业推行债转股，地方政府、股东、债权人的利益容易达成一致。

申万宏源：最终还得看组合拳效果

银行所承担的不良风险是否能化解最终仍取决于企业在债转股后的盈利能力是否能得到实质性的改善，这种改善动力可以来自供给侧改革下的供给收缩，抑或去库存下的需求好转，或者企业的创新转型，显然政府对以上三方面都已出台了相应的政策支持，中长期来看，最终实体经济信用风险是否

太大，反而拖延去产能进度，不利于调结构目标的实现。

中信证券进一步表示，债转股亦有风险，容易引发财务纪律的逆向选择，即本公司正常还本付息的企业拖欠未来利息，本该清算退出的僵尸企业拖压出清进程，影响银行收息率及市场效率。这同时对我国现阶段的银行分业经营体制提出挑战。就欧美经验来看，通过立法对商业银行持股比例进行限制，使之不得大规模自由进行债转股，能有效防范道德风险。

具体到对债券市场的影响，业内人士分析认为，债转股将有利于重点企业风险化解，部分企业重新盘活焕发新的生命力也可能带来超额收益，投资者可关注其提供的结构性机会，但需要对企业进行精心筛选，并警惕后续经营无法改善带来的更大风险。

化解还得看三方面组合拳的实际效果。

国泰君安证券：关注结构性机会

关注不良债转股提供的结构性机会。不良债转股可降低所涉银行账面不良率，但会增加银行资本占用，对银行影响偏中性；可缓解所涉企业债务压力，便于其改善经营，对企业为利好。不良债转股为市场提供结构性机会，关注那些暂时遭遇经营困难食息吃力但长期发展前景较好的企业。

海通证券：警惕流动性风险

熔盛重工率先尝试债转股方案，债转股或被再度用于不良贷款的处理。从1998年经验来看，580户实施债转股的国企中，80%实现扭亏为盈，相比大幅折价出售资产，商业银行实施债转股具有一定操作动力。但如果采用债转股方式，意味着债务人信用风险下降，但债权人本金偿还被无限期推迟，信用风险或转化为流动性风险。（王姣 整理）

口行增发债需求平平

7日，中国进出口银行招标的3支固息增发债需求一般，其中10年品种发行利率明显高于二级市场水平。

据中债到期收益率曲线显示，4月6日，银行间市场上待偿期为3年、5年、7年的固息非公开政策性金融债收益率分别为2.7742%、3.0595%、3.3595%。

市场人士指出，近期披露的3月制造业及服务业PMI数据双双走好，显示经济运行呈现更多积极变化，提振市场对经济企稳向好的预期，令债券特别是中长期品种承压，而进入二季度，债券供给扩容势头明显，高频发行也将考验市场承接能力。短期看，债市或维持弱势调整，投资者可等待利率上行后的机会。（张勤峰）

尽管发行规模不大，但上述各期债券认购均低于3倍，发行

利率水平亦接近甚至高于二级市场估值，其中10年期品种明显高于二级市场水平。

据中债到期收益率曲线显示，4月6日，银行间市场上待偿期为3年、5年、7年的固息非公开政策性金融债收益率分别为2.7742%、3.0595%、3.3595%。

市场人士指出，近期披露的3月制造业及服务业PMI数据双双走好，显示经济运行呈现更多积极变化，提振市场对经济企稳向好的预期，令债券特别是中长期品种承压，而进入二季度，债券供给扩容势头明显，高频发行也将考验市场承接能力。短期看，债市或维持弱势调整，投资者可等待利率上行后的机会。（张勤峰）

地方债供给提速 昨日发行1108亿

经过一季度的预热，种种迹象显示，本月以来地方政府债券发行正步入快车道。7日，新疆、贵州先后发行了308亿元和800亿元的地方债，同时，河北和河南相继公布将于近期招标发行700亿元、500亿元的地方债。

新疆昨日公开招标发行了该区今年第一批专项债和第二批一般债，均包括3年、5年、7年、10年期四个品种，发行总额分别为72.7亿元、235.3亿元。发行结果显示，新疆此次招标的3至10年专项债中标利率分别为2.37%、2.58%、2.93%和3.05%，较投标区间下限高出5-20bp；3至10年一般债中标利率分别为2.42%、2.62%、2.98%、3.08%，较投标区间下限高出10-23bp。

贵州同日招标发行了该省今年第一批专项债和第一批一般债，均包括3年、5年、7年、10年期四品种，发行总额分别为300亿元、500亿元。据发行结果

披露，贵州此次招标的3至10年专项债中标利率分别为2.53%、2.72%、3.03%和3.15%，较投标区间下限高出21-30bp；3至10年一般债中标利率分别为2.52%、2.69%、3.05%和3.14%，较投标区间下限高出20-29bp。

另据公告，河北省财政厅7日宣布，将于4月14日招标发行总额700亿元的地方债，其中一般债397亿元、专项债303亿元；河南省财政厅宣布，将于4月14日招标发行总额500亿元的地方债，全部为一般债。

进入4月份，地方债发行明显加快，月初以来四个交易日，各地已累计发行地方债1699.08亿元。据统计，今年一季度，各地共发行地方政府债券9554.23亿元。考虑到一季度受发行启动时间、节假日因素等影响，二季度发行规模显然有望“更上层楼”。（张勤峰）

经济与供给施压 关注短端高等级

□中银国际证券 斯竹

周四的债市一级表现偏弱，进出口增发债需求一般，10年期品种招标结果明显高于二级水平。二级市场交投活跃，整体收益率呈现小幅上升，其中10年期金融债利率变动较大。

周四利率债收益率整体上行，国债上行约3bp，5年期成交在2.51%附近，7年期上行2bp至2.80%，10年期上行2bp成交在2.91%；政策性金融债整体上行1-3bp，国开债1年期成交在2.42%，5年期成交在3.0%，10年期上行约3bp至3.33%，非国开债3年期上行约3bp至2.75%，10年期上行约2bp至3.38%附近；地方政府债2年和4年期AAA品种小幅上升至2.51%和2.72%。

受利率债调整影响，信用债买盘观望情绪较浓厚，短端收益率继续回落，中长端则上涨。当前经济基本面呈局部改善，但整体维持疲弱；货币政策宽松空间不大，机构对于短期流动性预期较为平稳；经历了一季度的配置需求释放，二季度债券供给压力持续增大。综合看，短期债市调整压力不小，受基本面和通胀压制传导，久期继续缩短，信用债收益率继续承压，关注短期限中高等级品种。

跌互现。具体来看，周四短融成交集中在半年内高等级品种，整体收益率小幅震荡，如16铁道SCP002成交在2.63%，AAA券种16华能SCP003成交在2.70%；中票成交以中高等级券种为主，收益率震荡上升，如3年期14铁道MTN001成交在3.06%；企业债中高评级跨市场品种较受关注，城投债成交一般，整体利率小幅上升，3年期15国网债03成交在2.90%，5年期的12石油02成交在3.31%。

当前经济基本面呈局部改善，但整体维持疲弱；货币政策宽松空间不大，机构对于短期流动性预期较为平稳；经历了一季度的配置需求释放，二季度债券供给压力持续增大。

综合看，短期债市调整压力不小，受基本面和通胀压制传导，久期继续缩短，信用债收益率继续承压，关注短期限中高等级品种。

国开行14日将增发250亿金融债

国家开发银行7发布公告称，将于4月14日通过中国人民银行债券发行系统增发4期固息金融债，总额不超过250亿元，期限包括1年、3年、5年、7年。

上述4期债券包括国开行2016年第6期、第7期、第8期、第9期金融债的增发债，均采用固定利率形式，期限分别为5年、7年、3年、1年，本次发行规模上限分别为70亿元、60亿元、60亿元、60亿元。本次发行招标日均为4月12日，缴款日均为4月14日，上市日均为4月18日，上市

后将同对应的原债券合并交易。上述4期债券将采用单一价格（荷兰式）招标方式，投标人可在一定数量标位内进行不连续投标，各品种标位区间设置在发行前公布。各期债券均不设立基本承销额。此次1年期、3年期、5年期债券招标时间为4月14日上午9:30-10:30；7年期债券招标时间为4月14日上午9:30-11:20。此次1年期债券无承揽费，3年、5年、7年期债券承揽费分别为面值的0.05%、0.10%、0.10%；各品种均无兑付手续费。（张勤峰）

财政部今日发行100亿贴现债

按惯例，财政部今日将招标发行100亿元91天期贴现国债。

据财政部相关通知，本期国债为2016年记账式贴现（十五期）国债，期限91天，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额100亿元，进行甲类成员追加投标。日期安排上，2016年4月8日招标，4月11日开始计息，招标结束至4月11日进行分销，4月13日起上市交易。本期国债于2016年7月11日（节假日顺延）按面

值偿还。4月8日上午10:35至11:35为竞争性招标时间，本期招标将采用混合式招标方式，标的为价格。投标标位变动幅度为0.002元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60个、25个和40个标位。

自去年下半年起，财政部开始按周滚动发行三个月期的贴现国债，以增加短期国债供给，完善短端收益率曲线。（张勤峰）

资金延续宽松

提防月中波动

□本报记者 张勤峰

季末扰动消退后，月初以来市场资金面持续宽裕，央行流动性供给则不断缩水。

7日，央行公开市场逆回购交易量跌至100亿元的地量，单日净回笼900亿元，仍无碍短期资金面宽松的局面。市场人士指出，美元阶段势弱，人民币贬值压力和资本外流压力趋缓，对人民币流动性的持续不利影响也有所减轻，短期看资金面或延续宽松，但仍需提防月中缴税和MLF到期引发流动性波动。

逆回购缩至地量

央行7日继续开展7天期逆回购操作，利率2.25%不变，但交易量续降至100亿元的“地量”水平。本周以来三次操作，央行逆回购交易量不断缩水。而4月7日有

1000亿元前期逆回购到期，昨日央行公开市场操作因此净回笼资金900亿元；本周前四日，则累计净回笼1550亿元。

“公开市场回购交易量下降缘于机构上报需求少，说明市场有钱，不再依赖央妈的救济。”交易员认为，央行逆回购交易不断缩水，恰是对短期资金面回归宽松的印证。

跨季后，伴随金融监管考核的扰动消退，市场资金面应声转暖，即便央行公开市场重拾净回笼，似乎也未造成明显影响。7日，银行间回购市场上，主要期限回购利率涨跌互现，波动不大。从存款类机构间行情来看，昨日隔夜回购利率加权值持稳于1.96%，指标7天回购利率小涨1bp至2.29%；稍长时期的14天回购利率则续跌5bp至2.66%，1个月品种小升2bp至2.77%。据交易员称，昨日银行类机构出资

期债三连跌 短期弱势难改

短期调整或将延续

目前机构对于债市的看法，正随着外部环境的改变而趋于谨慎。

海通证券表示，本月债券市场整体将面临三方面因素考验。其一，市场经济回暖迹象明显。下游需求上，虽然3月汽车销量增速回落，但地产销售增速高企。整体来看，4月经济回暖的持续性需进一步保持关注。其二，对通胀上行的苗头也需要继续保持警惕。其三，3月末央行首次进行MPA考核，并且没有通过MLF补充资金。面对通胀、贬值压力和货币政策略有下降，导致短期债市供需力量对比呈现不利变化。

美联储3月议息会议继续按兵不动，并调降年内预期加息次数，以及新近披露的3月议息会议纪要，均透露出美联储内部在加息议题上的显著分歧。目前市场普遍看淡4月份升息前景，尽管对美联储6月份升息仍存念想，可保美元不至于大幅下挫，但在此之前美元可能很难走出趋势上扬行情。市场人士指出，美元阶段势弱，叠加年初中国经济初露企稳曙光，缓和人民币贬值及资本外流压力，后续外汇占款在

边际上存改善可能，对本币流动性造成的不利影响有望减轻。

央行7日公布的数据显示，3月份中国外汇储备增长了102.59亿美元，是过去5个月首次出现回升，印证了资本外流趋缓的判断，也预示当月外汇占款数据有望呈现积极变化。

不过，本月中下旬企业缴税及大量MLF到期，仍让不少市场机构感到忧心。有交易员表示，对外汇占款增量还不能期望过高，面对企业交税和MLF到期，央行大概率会通过公开市场逆回购及续作MLF予以对冲，资金总量仍有保障，对流动性无须过度悲观，但在超储率不高的情况下，流动性稳定性下降，资金面仍有脉冲收紧的可能，而近期在央行撤出流动性净投放后，货币市场利率下行已现乏力迹象，后续下行空间料已有限。

持短期流动性平稳格局，在继续构建利率走廊的同时，货币政策维持总体中性。考虑到货币政策趋于边际收紧，现阶段债券投资者应更加注重风险防范。

在期债方面，国都期货认为，目前经济基本面积极信号再度出现，加上通胀预期不减及供给压力，长端利率下行的空间正进一步被压缩。虽然配置需求仍有待释放，但不足以支撑收益率大幅下行。考虑到3月份各项经济数据即将集中出炉，数据扰动难免，具体操作上建议投资者多看少动，关注调整之后的机会。银河期货也表示，制造业回暖、融资需求不弱，债市杠杆被重提等因素预计将对债市带来压制。尽管本周期债出现连续下挫，但合理的多单介入点位仍有较大差距，建议投资者谨慎出手。

民生证券认为，汇率短期企稳，外部加息减压，内部经济企稳，上层维稳意愿强。但中期贬值预期并未消失殆尽，美国加息依然在路上，警惕国内经济反弹后回落；长期基本面硬朗，无需多忧。国泰君安证券同时指出，考虑到美联储货币政策与全球流动性呈强正相关关系，一旦加息预期上升，全球流动性将面临收缩，所以新兴经济体仍需警惕美联储加息预期的变化。

招商证券指出，从国际因素来看，美联储加息节奏的缓和，美元指数的持续走软，国内经济回暖、人民币汇率暂稳等因素。随着市场各方对人民币汇率预期显著改善，短期人民币汇率有望继续持稳，不过未来一段时间内美联储亦可能升