

■信用债“连连看”系列(二)

违约债并非“一文不值”

□本报记者 王姣

8日，“15国裕物流CP001”未能按期足额偿付，成为年内第14起债券违约事件。不过在此前已有多重风险预警和“债牛”延续的背景下，此次违约并未引起债市太大的波动。

市场人士指出，伴随着信用风险加速暴露，债券违约令不少投资者遭遇巨大损失，风险甄别成为信用市场的核心主题，然而风险与机会并存，信用风险暴露正促使信用债定价合理回归，高收益债券市场逐步壮大，违约债券的增多亦为充分挖掘困境债券市场提供了机会和可能。事实上，国内违约债券虽不多，但已不乏“咸鱼翻身”的案例，一些具有前瞻性的投资机构先行布局，或通过信用甄别和交易获取超额收益，或以“拯救者”的角色出现帮助困境企业进行债务重组，违约债券的投资模式正变得清晰。

又见债券违约

8日，武汉国裕物流产业集团有限公司(简称“国裕物流”)2015年度第一期短期融资券(简称“15国裕物流CP001”)未能逃脱违约的结局。当晚公司公告称，截至日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“15国裕物流CP001”不能按期足额偿付，已构成实质性违约。

“15国裕物流CP001”违约早有端倪。由于国际经济环境不景气、航运业动力过剩等因素影响，早在今年3月，国裕物流即自曝公司及下属子公司银行贷款逾期、垫款及欠息已共计约4.87亿元。此后公司又接连发布债务逾期进展、部分造船订单取消、资产抵押、主要业务陷入停顿等相关公告。直至7月22日，国裕物流公告称逾期贷款均已续贷，欠息下降至468.65万元。随后的8月1日，公司进行风险提示公告称，公司正在通过多种渠道积极筹措偿债资金，但“15国裕物流CP001”到期兑付仍存在不确定性。

国裕物流主体评级及债项评级在此过程中连遭下调。国裕物流共发行过两支债券：“15国裕物流CP001”和“15国裕物流CP002”，规模分别为4亿元和2亿元，分别于今年8月6日和10月27日到期。两期短融发行时，大公均给予AA-/稳定的主体评级，A-1的债项评级；2016年2月，大公将国裕物流列入评级观察名单；4月将公司主体评级下调至BBB-/负面，债项评级下调至A-3；7月22日，大公将公司主体评级下调至CCC/负面，债项评级下调至C；8月3日，大公将公司主体评级下调至CC/负面，

“15国裕物流CP001”债项评级下调至D，“15国裕物流CP002”信用等级维持C。

风险仍在途中

由于此前已有多次风险预警，且“15国裕物流CP001”违约处于债牛步伐依旧坚实的当下，此次爆发的年内第14起债券违约事件一如市场预期，并未引起多大波澜，9日债市收益率整体延续下行态势。对此市场人士认为，在相对平静的信用基本面以及强大的配置压力驱动下，近两周信用债市场延续上涨势头，但这并不意味着违约风险已经远离。总体来看，后续低等级债券集中到期、信用评级下调或继续发酵、供给侧结构性改革持续推进等因素交织在一起，可能导致信用风险的进一步释放。

业内人士指出，2016年以来，在供给侧结构性改革全面推进、去产能、破除刚兑的大背景下，债券市场信用风险已出现加速爆发的发展趋势，债券违约呈现出违约事件增加较多、涉及行业和发行主体不断扩大等特征，下半年债市违约风险或进一步上升。

据国金证券统计，2016年1-7月份的违约债券个数和规模均超2014、2015年两年之和。2014年、2015年、2016年1-7月违约的债券个数分别为1个、9个、16个；违约涉及的规模分别为10亿元、96.7亿元及137亿元。此外，2016年评级下调次数大幅上升，信用风险加剧。2013、2014和2015年主体评级下调次数

依次为121次、120次、170次，而今年1-7月就达到了193次，是历年来的最高点。

分析人士认为，如果经济较长时间内处于“L”型的底部，企业整体的经营情况无法得到改善，信用风险将持续存在，后续债券违约的压力仍然较大。尤其短期来看，债券集中到期将加大发行人的流动性压力，或引发更多信用事件的爆发。

“存量信用债发行人中，若无法得到银行增量的授信规模，至少有1% (即超过1600亿)的债券将立即面临无法付息的违约风险。即使在总体信贷政策平稳的背景下，随着传统行业产能出清的深化，仅钢铁、煤炭、水泥三个行业的债券违约都可能推动市场违约率上升至2% -3%。实际的违约水平将高度依赖于银行的信贷政策和政府的债务处置态度和方式。”申万宏源表示。

国金证券提醒投资者，今年下半年信用债券面临着集中兑付风险，叠加企业信用债发行遇到一定的瓶颈，下半年公司通过债券市场的再融资将减少，部分企业债务集中兑付的压力较大。

机会亦在酝酿

“一边垂涎信用债的高收益，一边又担心信用风险的暴露。”这句话道出了近期信用债投资者的纠结心态。分析人士指出，在资产配置荒背景下，国内债券市场上收益较高且风险较低的资产普遍缺乏，倒逼投资者降低收益率要求或者在提高风险偏好的前提下寻找收益可观

的资产。在“僧多粥少”的背景下，高收益债券和违约债券亦可能成为未来值得挖掘的另类投资品，尤其是违约债券的增多为充分挖掘困境债券市场提供了机会和可能。

一方面，随着债券市场违约常态化，确保不发生系统性金融风险成为央行的底线，系统性大面积爆发违约事件的概率不大。另一方面，从债券的违约处置进展情况来看，上半年以来多数民企已最终通过债务重组、银行支持等完成兑付。尽管债务处置面临多方博弈，短期均衡路径难辨左右，但其中也不乏博弈超额收益的机会。

据中债资信介绍，国内违约债券投资策略主要包括以交易为导向的被动策略和“债进股退”的主动策略这两种模式：前者主要注重交易机会，发现被低估折价债券的投资机会但不参与提高困境公司价值的活动；后者通常以债券持有人的身份参与债权人会议，通过行为来影响违约债券的价值实现，具体细分为控制型和非控制型。

“当评级下调、风险公告以及抛售压力等不利因素纷纷来袭，债券价格大幅下跌，而情绪修复、回售兑付落实公告等落地后，价格会出现短期回升的走势。因此在交易价格的剧烈波动中，蕴含着从低位介入的投资机会，譬如11蒙奈伦债被鹏元下调评级后跌至60元附近，在投资者买盘推动之下后债券价格一路高涨，截至停牌前已经超过90元。”中债资信表示。

河北债中标利率落于招标下限

9日，河北省公开招标发行两批共217亿元地方政府债券，各期限债券中标利率全线落于招标区间下限，与上日招标的浙江债表现一致，折射出当前机构对于利率债高涨的配置热情。

河北省此次招标的是该省今年第9至12期一般债券和第8期专项债券，一般债券包括3年、5年、7年、10年期4个品种，专项债券包括5年期1个品种。据相关招

投标文件披露，上述债券3至10年期品种招标区间分别为2.43% -2.79%、2.57% -2.96%、2.76%

-3.17%、2.76% -3.17%。招标结果显示，此次3年、5年、7年、10年期债券中标利率分别为2.43%、2.57%、2.76%、2.76%，全部落于招标区间下限。

市场人士表示，随着地方债存量规模不断扩容，市场流动性逐步改善，近期除部分省份外，公开发行地方债中标利率均较低，显示在缺资产背景下，地方债相对投资价值正受到关注。

Wind数据显示，截至8月9日，2016年内地方债发行规模已达42879亿元。(张勤峰)

中债资信调升万向钱潮评级

中债资信最新公开的跟踪评级结果显示，其给予万向钱潮股份有限公司的主体信用等级已上调至AA-。

中债资信指出，万向钱潮是目前国内最大的独立汽车系统零部件专业生产商之一。在跟踪期内，公司聚焦资源于主业，继续保持细分行业内的领先地位，同时，公司新型产品产能得以释放，产品结构进一步优化。公司盈利能力有望保持平稳，盈利规模有望保持增长，债务负担将受未来并购需求的影响，偿债指标仍将保持较好水平。

中债资信表示，鉴于公司整体经营风险和财务风险呈持续改善的态势，故将万向钱潮的主体信用等级由A+提升至AA-，评级展望维持为稳定。(张勤峰)

认购倍数均超4 国开债需求旺

9日，国开行招标发行的三期固息债中标利率均低于二级市场水平，整体认购倍数仍然较高，显示不断释放的配置力量对债券市场仍有较强支撑。

国开行此次招标发行的三期债均为固息增发债，期限包括7年、10年、20年。据市场人士透露，此次国开行7年期固息债中标利率3.0511%，全场认购倍数为7.43，边际为4.56；10年期固息

债中标利率3.1003%，全场4.81倍，边际1.28倍；20年期固息债中标利率3.4369%，全场4.47倍，边际26.25倍。

此次招标发行的三期国开债中标利率均低于二级市场水平。中债到期收益率曲线显示，8月8日，银行间市场上待偿期为7年、10年、20年的国开债收益率分别为3.1390%、3.1524%、3.5232%。(王姣)

资金面偏紧态势不会持久

□本报记者 王辉

资金面短期或趋中性

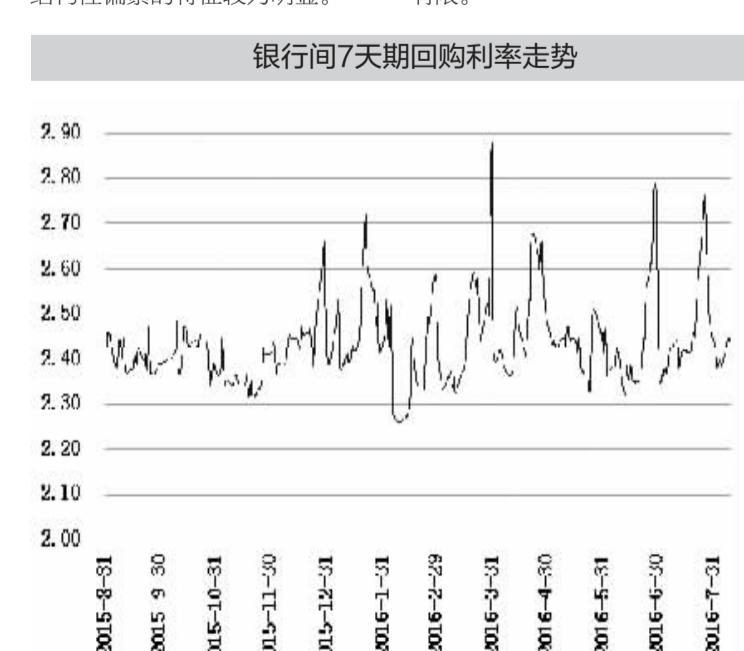
分析人士指出，8月5日的常规准备金补缴，以及近期债市火爆背景下部分机构的加杠杆行为，可能是导致最近两个交易日资金面整体收敛的主要原因。不过，央行连续三个交易日通过公开市场操作净投放资金，表明央行维持资金面总体平稳和适度宽松的态度未变。

DM金融同业报价平台分析师表示，近期央行对流动性的管理已逐渐从“量的引导”转向“价格引导”。有交易员进一步指出，近期债券市场“各种填平价值洼地”的单边做多，已经使得中长端收益率大幅下行。央行不希望短期资金价格过于低企也在情理之中。

央行在日前发布的二季度货币政策执行报告中指出，若频繁降准会大量投放流动性，并促使市场利率下行。加上其信号意义较强，容易强化对政策放松的预期，导致本币贬值压力加大，外汇储备下降。对此，华创证券等机构分析认为，央行在二季度货币政策执行报告中已经透露出，会避免降准带来贬值压力。在此背景下，预计央行将继续用OMO+MLF+PSL替代降准补充流动性。

整体来看，在短期央行预计仍难推出降准等宽松举措的情况下，短期银行间资金面预计将相对趋中性。不过考虑到8月份流动性不利因素较少，月内资金价格继续上行的空间预计也较为有限。

银行间7天期回购利率走势



人民币获力挺 6.7元关口难破

□本报记者 张勤峰

上调，这之中的偏差可能暗示相关方面有意通过中间价设定传递汇率维稳的信号。

市场对此心领神会。9日，境内外人民币汇率波动明显收窄。银行间外汇市场上，人民币兑美元即期汇率开盘后一直横盘，16:30收盘价报6.6619元，微涨5个基点，日内高低位落差在40个基点以内；香港市场上，人民币汇率跌幅收敛，截至北京时间17:30报6.6704元，微跌12个基点。外汇交易员直言，盘仍倾向购汇，但在关键点位附近有大行牢牢“把守”，汇价向下突破无望，成交萎缩，重陷僵局。

现阶段以稳为主

9日，国家统计局公布的7月物价运行数据基本未超预期，CPI涨幅继续回落，PPI降幅继续收窄。市场分析认为，尽管通胀压力减轻，为货币政策腾挪出更多的放松空间，但汇率波动和资本流出压力仍制约央行政策调整，物价数据对汇率基本没有影响。

市场认为，短期内美元波动仍将是人民币汇率波动的主要源泉。7月非农数据巩固了市场对于美联储年内进一步升息的判断，未来经济金融大环境依然支持美元维持相对强势的格局。如果有经济数据的刺激，不排除美元进一步走高，不过机构普遍

申万宏源：明年初贬值压力大

外储总体稳定：中国7月份以美元计价的外储规模环比下降41.5亿美元，以SDR计价的外储规模环比上升60.4亿SDR；在经济下行背景下，人民币对一篮子货币中期仍将面临较大的贬值压力；短期人民币贬值压力有所缓解，预计今年年底明年初人民币汇率和外储压力最大。

国泰君安：脉冲式贬值不会持久

短期汇率人民币仍有脉冲式贬值压力，但不会持久。短期看，海外市场的政策预期落差(特别是7月非农数据导致的美联储加息预期升温)可能会继续对人民币汇率形成压力。不过，全球“再宽松”背景

将下一次美联储升息时点的预测放在年底12月份，料未来一段时间美联储仍会谨慎行事，美元暂时不具备太大的上行空间。

分析人士指出，美元涨势趋缓，而政策维稳意愿犹存，人民币汇率6.70元关口支撑仍在。

下美联储难以独辟蹊径，6.70关口支撑仍在，“G20峰会”等重大国际事件也即将到来，人民币短期下跌后仍会以稳为主。

国信证券：跟随美元双向波动

短期内随着美元指数走势不再有明确定向，人民币兑美元汇率中间价在变化上跟随美元指数不失为一种稳妥的策略。从上周人民币兑美元汇率中间价的走势来看：美元指数涨跌互现，人民币汇率兑美元汇率中间价变动也基本上跟随前一日美元指数的变动，呈现出明显的双向波动态势。鉴于短期内美元指数因强劲的美国7月非农就业数据而得到拉升，本周人民币兑美元汇率中间价有望重回6.65-6.70区间。(张勤峰 整理)

配置压力有增无减 期债迭创新高

□本报记者 张勤峰

走高，最高触及101.670元，连续第三个交易日刷新该品种上市以来的高价纪录，截至收盘，T1609合约报101.590元，涨0.145元或0.14%；五年期国债期货TF1609合约同步刷新历史纪录高位至101.850元，收报101.795元，涨0.085元或0.08%。

现货方面，早间国开行招标的三支固息增发债中标收益率全线低于市场预测均值，认购倍数全数超过4倍，显示机构配债需求强劲。二级市场上，昨日待偿期接近10年的国债160017成交在2.71%一线，较上日尾盘下行逾3bp，重回1月份创出的本轮牛市利率低位水平附近；另一支10年国债160010成交在2.73%，下行2bp。

交易员称，周二银行间市场资金面延续偏

紧局面，大行融出态度谨慎，以隔夜为主的短期资金融入不易。而在资金面偏紧的情况下，收益率继续下行，更凸显出当前债市强势格局。

缺资产！利率仍易下难上

周二，国家统计局公布的数据显示，7月份物价数据继续呈现CPI涨幅回落，PPI跌幅收窄的变化趋势，但分析人士普遍认为，现阶段汇率贬值及经济金融去杠杆等压力仍然制约货币政策，短期内降维降息的可能性不大。

市场人士认为，倘若货币政策放松，目前债市整体收益率曲线将具备更大的下行空间，但即使货币政策不松，债券市场也有望延续向好势头。中金公司报告指出，在资产荒背景下，去年下半年央行并未引导货

币市场利率下降，但未妨碍去年下半年债券的大牛市。今年下半年的情况会类似，即使央行不放松或者放松较慢，资产荒也会压制利率下行和压缩各种利差。

市场人士指出，负债规模扩张和存量高息资产到期，使得银行理财和保险等机构面临的配置压力有增无减，同时，相关部门强力维稳稳定人民币汇率预期，在中外利差和中国债市开放的吸引下，海外投资者配置中国债券的兴趣不断上升，加上上半年供给快速释放后，下半年供给冲击边际减弱，债券市场正面面临较好的供需格局，利率仍易下难上。至于期限，建议仍以持仓做多为主，短期关注资金面变化，若流动性继续趋紧，可考虑适当兑现获利，等待调整后的机会。