

■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,垫款及欠息已累计约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、资产抵质押、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,大公报给予AA-/稳定的主体评级,A-1的债项评级;2016年2月,大公报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,大公报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,大公报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

■观点链接

中国银行：违约行业和主体不断增多

今年初以来,违约事件频发,债券市场风险情绪不断蔓延。第一,信用债违约从煤炭、钢铁等强周期性和产能过剩行业向运输、食品饮料等非周期性行业逐步扩展,信用风险从上游行业向中下游行业蔓延。第二,违约主体从民营企业向地方国企、央企扩展,从中小企业向大型企业延伸。第三,违约债券从抗风险能力较弱的中小企业私募债蔓延至公募债。

安信证券：破除刚兑需较长时间

历史经验显示,无论哪个国家,在没有外部压力倒逼的情况下,会主动选择先破后立的一次性出清方式。就目前的中国而言,更有可能出现的还是有序的出清,具体

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,或引发更多信用违约事件的爆发。

“存量信用发行人中,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,在资产配置荒背景之下,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

表现为散点、渐进式的违约,而非集中、一次性的违约,避免造成信用利差大幅走扩、系统性流动性冲击和实际经济增速显著下滑,市场与政府边界的厘清或者是刚兑的完全打破可能需要较长时间来完成。

中债资信：四思路投资违约债券

第一,底部价值的基础评估。一方面,行业所处的周期影响着好转的速度和程度;另一方面,企业自身的资产实力和担保情况更为重要,决定着违约债券的回收率以及未来的重生空间。第二,价值再发现的补偿空间。政府的支持有助于企业筹集资金恢复流动性;抵质押的缓冲在于处置阶段时,困境企业进行资产变卖或追加担保,有财产担保债权按照担保物评估价值优先受偿,未能就担保物评估价值受偿的部分作为普通债权

人民币获力挺 6.7元关口难破

□本报记者 张勤峰

9日,人民币兑美元汇率中间价上调21基点至6.6594元,尽管调整幅度不大,但在上一日美元指数走高而人民币市场价下挫的背景下,此次中间价上调被认为传递了汇率维稳的信号,加上当日美元波动趋缓,人民币兑美元汇率市场价格呈现横盘震荡。市场机构认为,美元强势及内外政策差异令人民币汇率承压,但现阶段政策维稳意愿较强,人民币汇率6.70元关口支撑仍在。

人民币汇率止跌

9日,人民币兑美元汇率中间价设在6.6594元,较上一日上调21个基点,与此前市场预测的调整方向存在偏差。

8日,国际市场上美元对主要货币汇率继续升值。而受到美元走强和7月进口数据疲弱的影响,当日境内外市场人民币兑美元汇率均大幅走软,在岸人民币收报6.6624元,跌172个基点,香港市场人民币收报6.6691元,大跌355个基点。

有市场人士表示,按照“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制,9日的人民币兑美元中间价应做进一步下调,实际开出的中间价却出现小幅

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,境内外市场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,日内高低价位落差在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,客盘仍倾向购汇,但在关键点位附近有大力牢牢“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,物价数据对汇市基本没有影响。

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于年内进一步加息的判断,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

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期均值,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,短期内降低降息的可能性不大。

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。

受偿,即债券持有人能够获得一定的抵质押补偿;小额债券救济一般体现在重组计划中对小投资者全部债权的偿付,即使进入到破产程序,小额债券救济能够提供一定的补偿;流动性价值补偿一方面在于对出售意愿弱的持有人柄性流动性的补偿,另一方面由于监管部门的限制,部分持仓债券即使出售动力不足仍具有被迫出仓的压力,而私募基金并不存在此方面的限制,从而接手折价债券从中受益;壳资源价值补偿来源于上市公司特有的“壳资产”,在重组过程中意图借壳上市的投资者将从中受益。第三,基于价值判断的投资诉求。投资根据自身的实力,包括资金量和流动性等因素,匹配投资周期和退出方式。第四,综合考虑后的策略选择,根据不同的投资诉求,选择交易变现退出的被动策略或者提升价值后以股退出的主动策略。(王姣 整理)

人民币获力挺 6.7元关口难破

币汇率价差仍维持在较低水平,而离岸和在岸市场人民币对美元期权的1年期隐含波动率总体呈下行态势,均表明市场对人民币汇率贬值预期趋于平缓。

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。

■观点链接

申万宏源：明年初贬值压力大

外债总体稳定：中国7月份以美元计价的外债规模环比下降41.5亿美元,以SDR计价的外债规模环比上升60.4亿SDR;在经济下行背景下,人民币对一篮子货币中长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,预计今年底明年初人民币汇率和外债压力最大。

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

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,在中外利率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,债券市场正面临较友好的供需格局,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。

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,近期除分别省份外,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。公司盈利能力得以保持,盈利规模持续扩大,债务负担有所下降,偿债能力呈现稳定向好的态势。外部支持增

信作用仍有限。未来12至18个月内,预计汽车零部件行业仍将保持平稳增长。公司仍有望保持细分市场领先地位。同时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现持续改善的态势,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年的国开债收益率为7.43,边际为4.56;10年期固息

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

周二,央行继续通过公开市场操作小幅净投放资金,但仍未完全消除自周一出现的流动性偏紧的状况。分析人士表示,央行保持资金面总体平稳和适度宽松,预计资金面不会出现持续性的紧张。

结构性紧张延续

周二央行开展了700亿元7天逆回购操作,中标利率继续持平于2.25%。由于周二到期逆回购规模为600亿元,央行公开市场操作实现100亿元的净投放,为近期连续第三次净投放。此外,Wind数据显示,本周剩余三个交易日将分别有550亿元、500亿元和900亿元逆回购到期,在到期回笼压力相对不大的情况下,央行公开市场操作仍具有较大的腾挪空间。

周二资金市场上,虽然央行继续提供小额短期流动性支持,但周一以来主要期限资金利率小幅走高的势头还在延续。当日银行间隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构)分别报2.01%、2.31%、2.60%和2.68%,除1个月品种走平外,隔夜、7天和14天期限的回购利率分别上涨1bp、1bp和2bp。

来自DM金融同业报价平台的数据显示,截至周一下午16:00,该平台截至下同业存单存出比录得1.49左右,仍高于正常水平,农商行、基金等非银机构资金面结构性偏紧的特征较为明显。

银行间7天期回购利率走势

