

债券“爆雷” 股缘何受热捧

□本报记者 张勤峰

大额预亏、债券违约、股价大涨,当这些看似矛盾的元素,都出现在雏鹰农牧身上的时候,引发“围观”也在情理之中。事实上,今年以来违约公司股价大多表现不错,难道债券爆雷,股票照样能够发光?

雏鹰农牧不是一个人在“战斗”

1月31日以来,股价从1.39元起步一路涨到3月11日收盘的2.88元,不到1个半月,股价翻番,跑赢行业指数(申万二级)48个百分点。这会是哪家上市公司的股票?或者,什么样的“利好”能支撑如此的股价走势?

这家公司就是曾被誉为“A股第一养猪股”的雏鹰农牧,业绩爆雷、深陷违约的雏鹰农牧。从公开信息来看,雏鹰农牧最近少有“利好”,“利空”倒不少。2月27日,雏鹰农牧发布2018年度业绩快报,披露公司亏损30.41亿元。

因流动性紧张,雏鹰农牧2018年第一期和第二期超短期融资券相继在2018年11月和12月违约,本金总额为15亿元,尚未兑付。本月8日,雏鹰农牧再度公告称,将延期6个月支付3月9日到期的“16雏鹰01”的本息,本金为6亿元。

不过,这似乎并不妨碍雏鹰农牧的股票大展拳脚。公司股价在1月最后一个交易日触及1.39元的低位后,实现华丽转身。

雏鹰农牧并不是“一个人在战斗”。今年以来,违约上市公司的股价大都表现不错。

中信建投最新产业债周报专门就此进行了统计。报告称,2018年共有13家上市公司首次发生债券违约,这些企业的股价从2019年初以来普遍上涨,涨幅最大的正是雏鹰农牧,股价下跌的仅有一家,是金鸿控股,跌幅为2.2%。中国证券报记者注意到,

部分发生债券违约的上市公司股价表现					
债券代码	债券简称	违约日期	股票代码	股票简称	年初至今股价涨幅(%)
041773004.IB	17永泰能源CP004	2018-7-5	600157.SH	永泰能源	83.58
041755017.IB	17印纪娱乐CP001	2018-9-10	002143.SZ	印纪传媒	57.69
011800207.IB	18雏鹰农牧SCP001	2018-11-5	002477.SZ	雏鹰农牧	92.00
041762038.IB	17华业资本CP001	2018-10-15	600240.SH	华业资本	35.91
011800353.IB	18宏图高科SCP002	2018-12-7	600122.SH	宏图高科	41.60
011800033.IB	18盛运环保SCP001	2018-10-9	300090.SZ	盛运环保	32.09
118579.SZ	16环保债	2018-3-14	300156.SZ	神雾环保	20.66
112308.SZ	15银亿01	2018-12-24	000981.SZ	银亿股份	22.12
112227.SZ	14利源债	2018-9-25	002501.SZ	利源精制	26.50
1182146.IB	11凯迪MTN1	2018-5-7	000939.SZ	*ST凯迪	7.44
118337.SZ	15乐视网01	2018-8-3	300104.SZ	乐视网	28.92
112276.SZ	15金鸿债	2018-8-23	000669.SZ	金鸿控股	5.64
125620.SH	15中安消	2018-5-7	600654.SH	ST中安	16.00

资料来源:Wind

这份报告统计截止日是3月8日,截至11日收盘,金鸿控股已成功“翻红”。报告还称,这13只股票中,跑赢上证综指、沪深300、中证500和中证1000的分别有7只、6只、6只和6只,跑赢上市公司所属申万二级行业指数的有7只。报告认为,2018年首次违约的上市公司年初以来股价表现和市场平均水平差别不大。也就是说,虽然不是个个违约企业的股价都像雏鹰农牧那般强悍,但基本能够实现市场平均涨幅。

这让违约债券的投资者情何以堪?

债券违约后回收不乐观

我国债券市场违约已逐渐变得常态化。据Wind数据,2018年共有124只债券违约,面值总额1205.61亿元,数量和规模均超过前4年总和。在违约事件逐渐增多的形势下,市场参与者不光要谨慎避雷,还得考虑踩雷后的应对。

中国证券报记者注意到,央行有关负责人日前表示,2019年央行债券市场工作有两项重点工作,其一是扩大开放,其二便是管控风险;要管控好债券市场的违约强

度,完善违约债券处置市场和违约债券的处置制度。

此外,由外汇交易中心组织的2019年首轮债券匿名拍卖已于2月27日顺利开展。这次操作中,首次有到期违约债进入匿名拍卖并成功达成交易。市场在持续探索违约债券转让机制和后续处置方式。

不过,机构研究发现,债券违约后的回收情况并不乐观。

据天风证券孙彬彬团队统计,截至2019年3月7日,发生违约的162只公募债券,违约后有兑付行为的共39只,占总数的23.08%;兑付金额仅为166.88亿元,占违约总金额9.06%;平均债券回收率为19.50%,平均回收周期为149.49天。孙彬彬团队称,数据说明虽然近半数的企业通过各种措施对违约债券进行兑付,但通常情况下,债权人能够回收的金额依然有限。

申万宏源孟祥娟团队则研究了2018年以前违约债券的延期偿付情况,偿付率稍高一些,但也只有36%。

一旦债券投资者踩雷,不仅要耗费较长时间追债,而且资金回收率较低。

违约不等于没有价值

“资金炒作。”一位券商债券研究员斩钉截铁地告诉记者。“除此以外,找不到任何理由。”他补充道。

有市场人士则认为,这些违约企业的股价上涨也不无理由:一方面,估值修复具有普遍性。2019年以来,A股市场演绎以估值修复为主要特征的上涨行情。估值修复,源于前期A股估值下杀过于剧烈,自身有修复需求,而年初以来,海内外市场风险偏好共振回升、流动性持续充裕,为A股估值修复创造了条件。截至3月9日,申万28个一级行业指数全部实现正收益,个股同样呈现大面积上涨的态势。这当中,一些“绩差股”、“爆雷股”也跟着水涨船高。另一方面,2018年不少正常经营的企业发生了违约,缘于融资环境变化致使融资难度加大、资金链发生断裂。2018年下半年以来,相关方面出台了一系列举措,支持民企纾困,信贷和债券市场都出现了一些积极变化,不排除一些前期陷入困境的企业实现涅槃。

值得注意的是,2018年四季度以来,低等级的信用债、民企债的收益率和信用利差出现了较明显的下行,一级市场发债情况也有所好转,均表明中低资质发行人的债券融资环境有所改善。

不过,上述这位市场人士也表示,部分违约企业股价上涨,已超出估值修复的范畴,资金炒作的成分可能多一些。这些“绩差股”、“爆雷股”通常与“重组”、“壳资源”等话题联系在一起。A股市场散户化特征仍比较明显,题材炒作仍受到部分投资者热捧。

这位市场人士称,海外有的国家存在成熟的“有毒资产”投资群体,可以较好地对相关资产定价。违约不等于没有价值,但要注意价值和价格是否匹配的问题。价格虚高越厉害,向内在价值回归的压力就越大。

到期回笼无压力 本周OMO大概率重启

□本报记者 张勤峰

3月11日,央行公开市场操作无动作,逆回购连续第八个工作日停做。分析人士认为,本周公开市场到期回笼量为零,但考虑到税期、政府债券发行缴款等多种因素影响,预计流动性有收紧的压力,而央行公开市场操作(OMO)料大概率在后半周某个时候重启。

资金利率小幅走高

央行公告称,目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,3月11日不开展逆回购操作。当日无央行逆回购或MLF到期,实现零投放零回笼。自2月28日以来,央行已连续八个工作日未开展逆回购操作。

央行逆回购操作续停在意料之中。一则当日无央行逆回购或MLF到期,不会造成资金回笼;二则从上周后半周情况看,市场资金面虽不如月初那般宽松,但仍呈现平衡偏松的态势,月内到期的资金供给比较充裕。

周一,货币市场资金面尚且平稳,利

率水平小幅走高。截至收盘,上交所28天及以下各期限债券回购利率纷纷走高,其中GC001涨7bp至2.205%,GC007涨9bp至2.415%;银行间市场上,DR001涨5bp至2.10%,代表性的DR007涨近2bp至2.32%。

市场人士指出,考虑到本周公开市场无到期回笼压力,税期因素主要影响后半周及下周前半周的流动性供求,因此本周上半周流动性压力有限,资金面暂时无忧。不过,货币市场利率继续下行空间已经不大,银行间市场代表性的DR007可能逐渐重返2.5%一线。

重启操作时点不远

据Wind数据,本周无央行逆回购到期。3月16日有3270亿元MLF到期,但因遇节假日,顺延至下周一(3月18日)实际到期,故本公开市场到期回笼量为零。

虽无到期回笼压力,但预计货币市场流动性仍趋于收敛,尤其是下半周收紧压力将加大。首先,3月税期高峰将至,企业缴税对短期流动性的扰动将逐

华泰资产:期待更丰富的股指期货品种

□本报记者 王朱莹

在大资管时代,股指期货作为重要的对冲和避险工具,无疑是各资产管理机构不可或缺的傍身之物。随着整体市场化程度的提高,资产管理机构对股指期货的需求日益增强,希望充分发挥股指期货的市场功能也成为机构的呼声。对此,作为保险资产管理机构的华泰资产管理有限公司(下称“华泰资产”)感受颇深。该公司量化投资部总经理吴明义表示:“目前股指期货市场流动性依然较低,难以满足大机构套保需求。希望可以适时上市更多股指期货品种,适时推出波动率类衍生品和相关系数类衍生品,促进股指期货市场功能发挥,让对冲风险的方式更为全面。”

为绝对收益产品保驾护航

华泰资产成立于2005年,是中国保险会首批批准设立的保险资产管理公司之一。截至2018年6月,在公司6.8亿元规模的量化产品中,均采用股指期货进行全部或部分对冲;此外,该公司还有17个权益投资产品采用股指期货进行套期保值,规模总计84亿元。

就资产管理机构来说,客户对资产的稳定性和安全性有很高要求,尤其是股票市场起伏不定时,能否降低资管产品收益率的波动和回撤,往往是考验一家机构管理水平核心要素。

成立于2017年2月的“华泰量化绝对收益股票型养老金产品”,投资人主要是各企业年金,安全性成了首要诉求。“为了使产品收益率的波动适合投资人的风险容忍度和风险承受力,我们采用股指期货对冲风险进行套期保值”,吴

明义说,“截至2018年上半年,产品年化收益率7.20%,且最大回撤为1.62%,无论市场涨跌情况如何,绝对收益产品均保持稳定上涨的态势,在为投资人赚取可观的收益时,也达到了降低市场波动的效果。”

单个产品如此,整体来看,运用股指期货对冲风险,同样取得了令人满意的效果。华泰量化绝对收益股票型养老金产品目前规模近1亿,有7成仓位进行了对冲,且主要对冲品种为上证50股指期货合约。从2017年2月至2018年6月,绝对收益产品净值保持逐月增长态势,截至2018年6月22日,产品收益净值1.0952。“相对比几大指数波动率情况,2017年2月到2018年6月间,绝对收益产品波动率仅为3.69%,绝对收益产品的波动率远低于市场上各大小盘指数,且收益率稳步上升”,吴明义表示,之所以有这种稳定的表现,股指期货功不可没。

助力金融稳定大局

包括华泰在内的诸多资管机构已体会到股指期货在套期保值中发挥的积极作用。然而,在整天和市场打交道的机构眼中,股指期货目前的流动性、品种、市场规模,都难以满足市场的多元化需求。吴明义提出,应该适时上市更多股指期货品种,让风险对冲的“工具箱”丰富起来:“现有的三个股指期货产品难以满足各类投资者相应的需求,希望能推出更

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(3月11日)						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	981.11	984.49	980.16	981.7	3.21	981.72
易盛农基指数	1261.29	1265.65	1260.42	1262.4	4.49	1262.11

■ 记者观察

原油价差扩大凸显基本面分歧

□本报记者 马爽

是原油市场基本面分歧的体现。

近期美国油井数量增速放缓,这意味着今年晚些时候美国原油产量增速可能变慢。不过,美国页岩油产量则保持持续增长,目前约为1210万桶/天,较2018年10月的数据增加约60万桶/天。美国能源信息署(EIA)也预计今年全年美国页岩油产量将达到1240万桶/天,较之前时期的1210万桶/天有所增加。

与美国市场情况不同的是,其他地区油市供应仍偏紧。一方面,OPEC+仍在积极执行减产措施,目前总计产量减少120万桶/天,沙特更是称要在本月减产980万桶/天。另一方面,委内瑞拉制裁事件也进一步加重油市供应减少预期。因此,布伦特油价表现强于WTI油价表现。

布伦特-WTI价差不断扩大或许意味着市场正在释放布伦特油价将继续上涨的信号。一方面,OPEC+积极执行减产有望延续。此前有媒体报道称,OPEC不可能在4月的维也纳会议上做出任何产油政策决定,更有可能在6月做决定,且最有可能的决定是将OPEC+减产延长到今年末。另一方面,布伦特-WTI原油价差扩大也表明全球供需或已达到平衡,对布伦特油价支撑力度更强,同时表明油价未来还将走高。

不过,潜在的风险因素也不容忽视。其一,OPEC减产不及预期;其二,美国对委内瑞拉制裁落地,委内瑞拉可能会选择向美国以外的地区出口原油,市场供应增加可能会抑制布伦特油价,美国则可能会从其他地区寻求重油资源,或会导致布伦特-WTI价差缩窄;其三,布伦特-WTI价差持续扩大,可能吸引两国套利窗口打开,也可能驱使价差见顶回落。

历史上看,造成二者存在价差的原因主要是地理位置和运输情况。布伦特原油产自英国北海布伦特油田,其产出原油首先通过管道运输至Sollom Voe地区储存,然后通过海上运输运往世界各地;WTI原油产自美国内陆德克萨斯州,陆上运输受到美国国内输管道运输能力限制。因此,布伦特原油基本上不受基础设施约束,可以方便快捷地运往世界各地,也能够很好地反映除美国以外的国际原油供需水平,而WTI原油则更多反映美国国内原油供需。

近期,布伦特原油和WTI原油价差不断扩大的背后可能

人民币汇率预计偏强震荡

□本报记者 张勤峰

11日,人民币对美元中间价调升33个基点,结束此前连续三日的下跌。市场人士指出,近期美元指数比较强势,但人民币汇率表现也不弱,上周三大人民币汇率指数全线走高,市场上人民币汇率预期越来越稳。近期人民币汇率料以偏强震荡为主。

政策动作也更麻利,再加上英国“脱欧”迟迟未决,欧元承压走弱,在很大程度上推动了美元指数阶段性走高。

目前来看,全面看空美元仍为时尚早。2019年美元指数围绕95一线呈现宽幅波动的可能性似乎要更大一些。

短料以偏强震荡为主

面对美元强势反弹,人民币对美元有所回调,但表现相对稳健。上周人民币对美元中间价下跌191个基点,跌幅为0.28%,幅度远小于美元指数的涨幅,亦小于诸多非美货币对美元的跌幅,表现为人民币汇率指数继续上涨。

中国外汇交易中心11日早间公布的数据显示,上周三大人民币汇率指数全线走高,其中,CFETS人民币汇率指数3月8日报95.42,按周涨0.28;BIS货币篮子人民币汇率指数报99.13,按周涨0.37;SDR货币篮子人民币汇率指数报95.53,按周涨0.25。

11日,人民币对美元中间价调升33个基点,结束此前连续三日的下跌。银行间外汇市场上,人民币对美元即期汇率开盘报6.7220元,较前收盘价上涨49个基点。开盘后,在岸人民币小幅走高,一度升破6.72元,后出现回调,全天波动不大,16:30收盘价报6.7251元,小涨18个基点。

从近期人民币汇率表现来看,市场对人民币走势的预期越来越稳。分析人士指出,由于市场预期美联储3月议息决议偏鸽概率较大,短期内美元难继续大幅反弹,可能呈现震荡走势,人民币汇率的外部压力有限,加上风险偏好改善,市场预期修复,出现大幅下跌的几率很小,料以偏强震荡为主。

这两点都逐渐在得到印证。然而,美国经济表现“一枝独秀”局面并未发生根本性改变,即便美国经济增长有所放缓,但其他经济体同样面临经济下行压力。比如,近期欧洲经济体增长放缓迹象更明显,欧洲央行再次放松货币

中国期货市场监控中心商品指数(3月11日)							
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		84.39			84.61	-0.22	-0.26
商品期货指数	988.49	990.47	993.66	987.73	992.92	-2.45	-0.25
农产品期货指数	840.89	841.93	843.68	840.16	841.1	0.83	0.1
油脂期货指数	476.13	476.78	479.61	475.49	476.29	0.49	0.1
粮食期货指数	1201.9	1206.85	1207.59	1198.07	1201.81	5.04	0.42
软商品期货指数	783.02	783.43	786.56	782.01	783.4	0.03	0
工业品期货指数	1055.13	1057.07	1061.39	1053.86	1061.46	-4.39	-0.41
能源期货指数	706.74	709.73	712.43	705.99	708.73	0.6	0.09
钢铁期货指数	1174.6	1169.37	1182.91	1167.4	1190.02	-20.24	-1.7
建材期货指数	1007.54	1008.88	1014.43	1005.43	1018.35	-9.47	-0.93