

■2014年六大关键词·刚兑

# “刚兑”坚冰融而未解

## 2015年违约警报料持续拉响

□本报记者 王辉

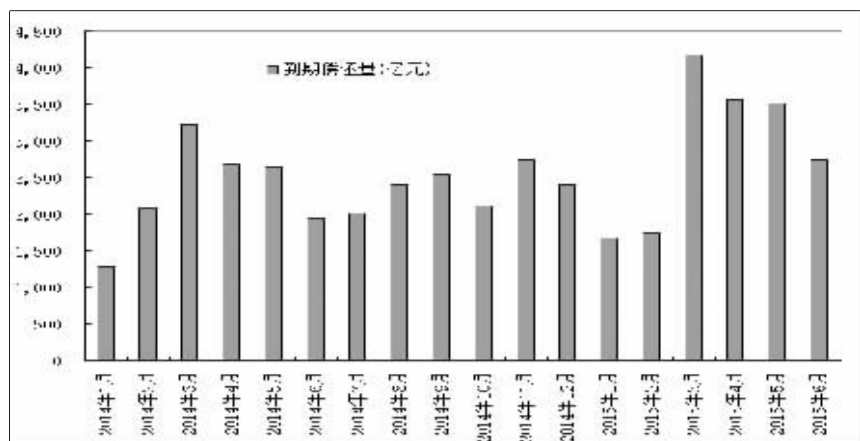
2014年,信用债市场在年初超日债付息违约的紧张气氛中拉开帷幕,年内信用风险事件频频发生,呈现多维度点状爆发态势。而值得注意的是,虽然市场已经公认2014年为信用违约“元年”,但超日债、华锐债等焦点品种的成功兑付,显示出我国信用债特别是公募债市场仍在勉强维持着刚性兑付的“金身不破”。不过,分析人士指出,随着债券市场逐渐成熟,监管层逐步推动市场风险暴露,以及经济下行背景下企业个体风险持续积累,打破公募债“刚兑”坚冰在2015年仍有望成为现实。

### 2014年违约事件有惊无险

在经济内生增长动力持续偏弱和央行货币政策趋松等实质性利好因素的持续推动下,2014年信用债市场跟随利率债市场一路震荡上扬。与此同时,伴随市场各方对于信用债系统性违约风险担忧情绪的逐步消解,部分信用债整体收益率下行幅度甚至显著超过了同期限的利率债。整体看,全年信用债市场收益率基本呈现单边下行走势,仅在3月末(季末和超日付息违约带动)、6月末(“钱荒”周年影响)和12月份(年末因素和股市大涨压制)出现过较明显调整。截至12月下旬,以短融、中票为代表的信用债收益率在2014年累计下行幅度普遍达到130BP至170BP。

值得注意的是,尽管信用债市场整体一路走牛,但信用债个券的违约风险事件却频频爆发。从年初“11超日债”因无法偿还8980万元本息打破债市“零违约”神话,到华锐风电、天威保变等其他

2015年3-5月迎来信用债偿还高峰



高风险公司债频频被调低评级,到7月份“12金泰01、02”等私募债本息兑付违约,再到7月末银行间市场4亿元华通路桥短融在最后一刻方得到偿付;整体来看,2014年信用债市场违约事件呈现出从标准化公募债到私募债、从民营企业到国有企业、从濒临到期时的违约到投资者主动回避未来可能发生的违约风险,信用债市场呈现出多方面的风险特征。

然而,虽然信用风险事件时有发生,当前市场也普遍认为2014年已是事实上的信用违约元年,但纵观上述多个信用风险事件的收尾,相关债券却多数“峰回路转”实现顺利兑付,特别是公募债市场,始终未能打破“刚兑”神话。例如,超日债不但全额兑付了本息,还给予了罚息;就连此前一度被公认偿付难度极大的华锐01回售,也在12月29日顺利实现了本息兑付。

分析人士指出,从2014年“刚兑”债

务的解决方案来看,一方面,相关方案中仍或多或少地有政府的影子,以及管理层对于个人投资者利益略显“越位”的保护;但另一方面,从债务重组和实际兑付程序来看,也同样体现出了市场化债务重组的特征。整体而言,信用债市场违约风险的解决,仍然朝着更市场化的方向前进。

### 2015年打破“刚兑”概率增大

尽管2014年绝大多数信用违约事件均有惊无险地得以解决,但综合2015年宏观经济环境、监管层政策取向、到期兑付压力、信用评级因素、相关产业基本状况等方面来看,分析机构普遍认为,信用债市场“刚兑”坚冰的打破,预计在2015年仍难以避免。

从宏观经济环境来看,经济基本面的疲软状况,在中短期内仍难根本性扭转,这将使信用债市场较负面的整体信用环境得以延续。海通证券本周发布的

一份截至12月下旬针对机构投资者的问卷调查显示,当前看好高等级信用债的投资者占比由上期的32%大幅提升至54%,而看好低等级信用债的受访者占比则由此前的34%大幅回落至18%,直观地显示出了各类机构投资者对信用债市场整体信用风险的担忧。

在监管政策方面,年中交易所强制高风险信用债个券“披星戴帽”、大幅提高个人投资者投资相关个券的门槛,以及日前中证登再度提高信用债质押资格,均显示出监管层力图促进信用债个券风险的逐渐暴露。

在到期兑付压力方面,中金公司指出,2015年3-11月每月还本付息量都在2500亿元以上,还本付息压力高于2014年,其中,3-5月为还本付息量高峰期,再融资风险更为集中。另外,随着周期性行业盈利持续恶化和资产负债表累积问题逐渐暴露,信用债市场整体评级中枢的下移在2015年可能还会持续,这也会加剧相关个券信用风险的爆发。鉴于到期兑付高峰叠加年报披露期和评级调整集

中期的风险最高。就行业和券种风险而言,银河证券、中信证券等机构认为,随着落后产能进一步淘汰、新兴产业兴起,部分周期性行业的信用风险事件仍会不断爆出,城投企业再融资压力引发的兑付风险也需重点关注。

整体来看,2015年信用债市场爆发系统性违约风险的可能性仍然很小,但在部分企业基本面无根本好转、再融资压力仍然很大的情况下,信用风险事件爆发的频率不会减轻,违约市场化的进程也有望加快。

# 宽松大势已定 资金面料现“暖春”

□本报记者 张勤峰

12月29日,货币市场流动性整体宽松,新股资金解冻与财政存款投放冲抵了年末效应、节日备付等因素的不利影响,推动中短期资金利率进一步下行。市场人士指出,2015年1月份银行体系流动性不存在明显扰动因素,加上央行“387号文”打消了原先市场对于同业存款缴准的担忧,有助于降低资金面波动并降低资金利率水平,预计资金面将迎来一段美好时光。

### 资金面料平稳跨年

29日,货币市场流动性继续呈现宽松态势。银行间质押式回购市场上,21天以内(含)各期限利率全线继续走低。其中,隔夜利率加权值下跌5.74bp至3.35%;跨年的7天利率加权值跌10.8bp至4.63%,14天和21天回购利率也分别下跌4.05bp和29.68bp。更长期限的如1个月等回购利率有所上涨,但需求极为清淡,实际成交甚少。

年关将至,机构考核与假日备付的扰动卷土重来,但已难撼动市场资金面回归宽松的大势。首先,财政存款进入集中投放阶段,有望给银行体系带来万亿量级的超储资金补充;其次,新股发行的扰动彻底消退。分析人士认为,虽然本轮新股发行增添了年底资金面的压力,造成前期流动性短时大幅收紧,但也促使机构加强了流动性管理,使得年底资金面紧张风险提前释放,而新股申购资金陆续解冻叠加财政存款投放,实质改善了短期流动性状

况,对于机构应对年终考核与假日备付有积极作用。此外,在监管部门实施存款偏离度考核后,机构冲规模的时点分散化,季末等关键时点货币市场波动呈现下降态势。最后,目前离年关只剩下两个交易日,机构应对考核、节假日备付、2015年1月初缴准的工作应该已接近尾声。

总体上看,年底流动性最紧张的时刻已经过去,尽管资金利率由于年底质押信用债不易等因素而出现反复的可能性不能排除,但资金面逐步回归宽松的趋势已十分明朗。

### 1月份预期向好

进一步看,机构对2015年1月份货币市场流动性的看法普遍乐观,这不仅是因为历年一季度都是一年中流动性较为充裕的时刻,还因为央行发布“387号文”在将同业存款等纳入存贷比的同时,规定同业存款暂不缴准,在打消市场顾虑的同时,有助于系统性降低资金面波动风险。

按照往年经验,由于头一年年底财政存款集中投放,银行超储率得到明显提升,而一年的资金运用计划才刚刚展开,一季度往往是一年中货币市场流动性较为充裕的时刻。另外,2015年春节比较靠后,1月份基本上没有太大的扰动因素,也有利于市场资金面保持宽松的状态。

在此背景下,央行“387号文”进一步改善了市场流动性预期。27日晚间,央行《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》(387号文)曝光。根据新规,新纳入存款口径的存款包括证券及交易结算类存放、银行业非

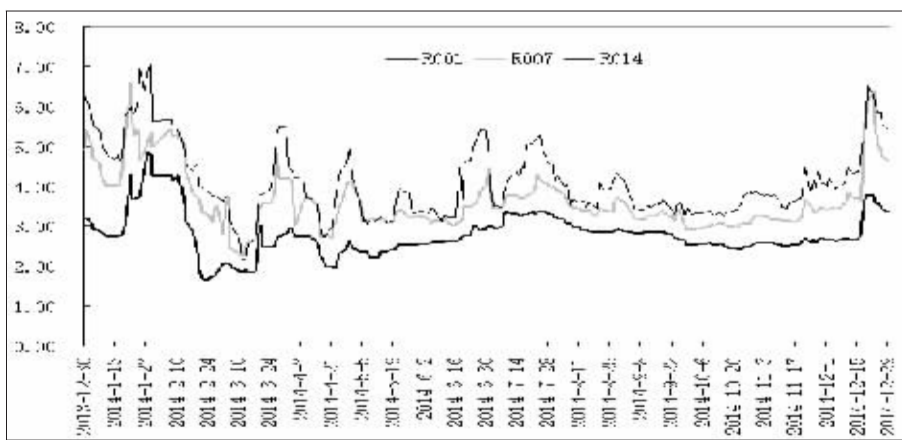
策大幅放水,否则历史经验显示1月份货币利率大概率仍将在4%以上。货币利率短期难降,制约短端利率下行,而经济低迷对长端利率有利。从国债和国开债收益率曲线来看,国开债曲线出现了明显倒挂,而国债曲线也平坦化,在货币宽松延后情况下,曲线倒挂或延续。

### 信用产品

#### 东海证券:短期品种交易机会更确定

在“新常态”格局下经济具备韧性支撑,央行启动降息对房地产及固定资产投资等内需拉动将更明显,经济维稳作用可得到进一步巩固。前期受资金面紧张及城投债价值重估影响,短期品种和信用产品调整幅度尤为突出,在资金转缓后,其跨年交易性机会也更为确定。对配置型投资需求而言,在央行全面宽松及经济趋稳受益情况下,可仍以短融及3年期中票等确定性品种为基本投向。

银行间主流资金利率全线续降



存款类存放、SPV存放、其他金融机构存放以及境外金融机构存放;上述存款计入准备金缴存范围,但目前适用的存款准备金率暂定为零。

中金公司点评报告指出,将新纳入的存款法定准备金率暂定为零,避免了补缴存款准冲击资金面,而存款口径的调整有利于降低资金面波动并降低银行资金成本,总体上好资金面。此前市场预期同业存款纳入一般存款需缴法定准备金,将对流动性造成剧烈冲击,但央行规定这些新口径的存款暂不缴准,打消了市场的顾虑,有助于降低机构预防性资金需求。

值得一提的是,此前很多观点认为,如果存款口径调整导致存款补缴,央行会实施降准对冲。而此次规定新纳入存款的准备金率为零,也使得短期内的降准预期有所降温。不过,光大证券等机构指出,同

业存款暂不缴纳法定准备金,可能使得降准延后,但这比缴纳准同时降准的做法,更有利于银行间资金成本的平稳下行。中金公司指出,执行新的存款口径后,银行吸收存款的压力将有所减轻,有助于降低银行为对冲监管指标付出的额外成本,从而有利于银行降低资金成本和整体利率水平。同时,由于利用同业存款冲规模变得比以前简单和高效,以前通过发行保本理财冲存款的需求会减弱,通过安排理财集中到期回表冲存款的行为也变得意义不大,有利于熨平季末、月末冲存款带来的资金面波动。

此外,东莞证券等机构认为,新增各项存款暂时免交准备金,使得全面降准的时间将有所延迟,但考虑到外汇占款低位徘徊的趋势没有改变,基础货币供应依然存在缺口,未来全面降准仍势在必行。

光大证券:不必追涨高收益债

近期,交易所高收益债涨幅较大。在中证登发布《中证登加强企业债券回购风险管理》后,部分高收益债已从低点上涨4-6%。新股以及年末效应冲击结束后,资金面整体仍将保持宽松,交易所高收益债仍有上涨的流动性基础。不过,交易所高收益债流动性较差,冲击成本较高。该特征决定高收益债更应采用下跌中建仓的策略。高收益债反弹幅度已较高,在当前收益率水平上,继续追涨的意义不大。

### 可转债

#### 中金公司:“稀缺”预期正深入人心

转债存量即将进入快速萎缩期,尤其是中行、工行即将触发赎回条款。即便在股市慢牛行情假设下,到2015年3月底,转债存量规模也将下降到800亿级别的规

### 民生证券:机会大于风险

2015年A股保持强势格局,转债股性为主,机会大于风险。大盘转债建议关注金融类转债,银行转债中我们相对看好民生转债,员工持股计划、安邦保险举牌都让民生后续业务和股权想象空间均较大,加之2014年对于不良资产处理力度较大,明年公司业绩大概率将回升。中国平安互联网金融发展前景看好,建议关注平安转债。(张勤峰整理)

## 人民币兑美元即期汇率两连跌

在上周四创下七个月最大单日涨幅之后,人民币兑美元即期汇率在上周五、本周一连续下跌,总体呈现宽幅震荡走势。市场人士表示,年末流动性欠佳导致汇价波动幅度扩大,预计未来几日人民币汇率将继续以双向波动为主。

据外汇交易中心公布,本周一(29日)人民币兑美元汇率中间价报6.1205,较上周五走低19基点,结束此前两连跌走势。至此,人民币兑美元中间价已在6.12附近的偏强区域窄幅震荡近一个月时间。上周五,由于投资者预期美元将在2015年年初延续强势,美元指数全天小涨0.12%。

银行间即期外汇市场上,人民币兑美元即期汇价上周四创下七个月最大单日涨幅之后,周五大幅回落153基点至6.2129。本周一,即期汇价在中间价下调背景下继续走低,收报6.2218,在上周五基础上续跌89基点。当日海外无本金交割远期外汇

市场上,一年期美元/人民币报价最新交投于6.3605附近,反映投资者预期一年后人民币中间价将贬值约3.78%,预期幅度在12月下旬以来变化不大,较今年前11个月则显著扩大。

市场人士表示,临近年末,市场供求略偏向购汇,但境内企业一般会提前安排资金,年末大额购汇较少,但圣诞和新年假期交易清淡,使得汇价波动性有所增大,预计未来几日仍将受假期影响,人民币汇率也会以宽幅震荡为主。

展望年后一段时间,市场人士认为,随着假期因素消退,市场交投将恢复到由供需决定的常态。总体而言,在美元走强趋势明确的背景下,人民币汇率仍将承受一定的贬值压力,但考虑到贸易顺差高企、外汇储备丰富以及人民币国际化进程推进、中间价保持稳中偏强等因素,人民币出现趋势性贬值的概率较小,未来可能更多呈现升贬交替、波幅加大的宽幅震荡走势。(葛春晖)

## 信用债定价估值全线下行

29日,中国银行间市场交易商协会发布的非金融企业债务融资工具定价估值显示,最新各期限信用债估值全线走低。

与上期(12月24日)估值相比,本期各期限各等级信用债估值下行2-8bp不等。分期限看,5至10年期品种领跌,整体降幅均接近6bp。另外,1年和3年期品种平均下行近4bp,15年期品种平均下行约5bp,而20年、30年等超长期限的品种降幅稍逊,普遍在3bp左右。

年初以来,在债券大牛市环境中,交易商协会定价估值总体呈现持续下行态势。但12月中旬由于股市持续上涨、中证登

调整质押政策、新股发行等因素加剧债券市场波动,尤其是中证登质押政策变化一度引发信用债大幅调整,交易商协会定价估值随之出现了一定的反弹,待前期扰动逐渐消退后,近期现券市场回暖,交易商协会定价估值再行下行走势。据统计,与年初相比,最新信用债定价估值整体平均下行了约86bp。

市场人士指出,降低企业融资成本已成为当前央行货币政策调控的重要导向,未来货币政策仍有放松空间,配合一季度货币流动性自然改善,预计未来一段时间信用债定价估值还将延续下行态势。(张勤峰)

## 个别同业存单未获足额认购

年底机构流动性管理相对谨慎加上同业存单供给仍较大,导致12月29日个别银行发行的同业存单未获足额认购。

据中国货币网的信息显示,29日银行间市场发行的11只同业存单中有2只未获足额认购。当天兴业银行发行的1个月期同业存单,计划发行20亿元,实际认购17亿元,此外,该行发行的9个月期同业存单,计划发行40亿元,实际认购28亿元。

市场人士表示,临近年末,机构流动性管理相对谨慎,一定程度上影响了同业存单的投资需求;与此同时,银行对于同业存款资金需求上升,且有的银行发行额度尚未用完,导致同业存单供给给力仍很强。数据显示,29日兴业银行共发行5期同业

存单,计划发行额合计100亿元,且单只发行额较大,一定程度上增加了发行的难度。

据中国货币网信息,12月30日兴业银行还将发行3期同业存单,计划发行金额合计70亿元,同日,厦门农商行将发行7.7亿元的3个月期同业存单1只。

据统计,年初以来共有90余家商业银行披露今年同业存单发行计划,计划发行额合计约1.43万亿元,而今年以来已发行的同业存单总额不到9500亿元。

另外,绍兴银行、浙商银行、上海银行、杭州银行29日披露了2015年同业存单发行计划,2015年各自计划发行额度分别为50亿元、800亿元、1000亿元、800亿元。(张勤峰)

## 新世纪调降盛运股份评级展望

上海新世纪资信评估投资服务有限公司近日发布报告,将安徽盛运环保(集团)股份有限公司的主体信用等级/评级展望由AA-/稳定调整至AA-/负面,维持“14盛运环保CP001”、“14盛运环保CP002”债项信用等级为A-1。

新世纪表示,公司优势包括:环保产业经营符合国家政策。跟踪期内,盛运股份逐步向环保工程、垃圾焚烧发电工程投资建设及运营管理的总包商转型,所从事的环保产业受政策扶持力度大,拥有较好的发展机遇;产业链优势逐步显现。2013年,收购中科通用完成后,盛运股份环保产业链基本健全,垃圾焚烧锅炉销

售和垃圾焚烧发电业务开始对公司业绩形成支撑。

新世纪表示,做出上述评级调整主要是基于:1、公司主要依赖短期债务支撑业务扩张,刚性债务规模继续大幅增长,且以短期刚性债务为主,流动性风险较大;2、近期开工的垃圾焚烧项目持续增多且项目建设周期较长,同时公司部分垃圾焚烧项目尚未投入运营,公司存在较大的投融资压力;3、跟踪期内,公司实际控制人多次减持公司股份,且公司高管人员存在一定变动。公司后续治理结构和管理状况需持续关注。(葛春晖)

### 交易员札记

## 现券收益窄幅波动

周一债市交投意愿较弱,央行送出的圣诞大礼(存款口径调整)未对市场造成明显影响。早盘资金面较为宽松,午后隔夜需求增多,临近元旦,预计资金需求保持平衡,资金利率下行空间有限。

现券成交总体较为清淡。国债方面,3年期成交在3.35%,5年期成交在3.51%,7年期成交在3.56%;短融以中高等级短融品种成交相对较多,3个月的AAA品种成交在5.10%,稍长的AAA品种14中融SCP007成交在5.0%位置;中票交投更为冷清,收益率继续下行,4年多的AAA券种14核风电

MTN001成交在5.15%;企业债方面,12月中证登出台企业债券回购管理新规后,城投债收益率急速上行,信用利差呈现持续扩大。5年多的AAA品种13滨海建投债02成交在5.10%,不到3年的13日照港成交在5.0%。

后市来看,经济基本面偏弱,需求端持续疲弱,对债市形成支撑。政策面上,387号文显示出货币当局对资金面维稳的态度,资金价格将继续回归平稳。目前债市收益率曲线维持平坦化,但跨年因素限制下,资金利率难以实质性走低,债券短端品种收益率继续下行空间有限。(中银国际证券 斯竹)