

违约警钟不停 两条线“排雷”

□本报记者 王姣

“15山水SCP001”创超短融违约先河及云南煤化工债务逾期，再度令债市投资者的神经紧绷。至此，中国债市违约案例今年以来已增至至少七起。周期行业信用风险事件集中爆发并非偶然，三季报显示，煤炭、钢铁、水泥等高危行业盈利和现金流继续下滑，信用基本面仍在恶化，违约将成为信用债市场的常态。”有业内人士直言。

分析人士指出，在违约事件逐步常态化的今天，对风险行业进行鉴别与个券排雷将是债券投资者的必选动作。此外，差劲的公司治理环境依旧是债券违约的风险点之一，对民营企业需特别关注实际控制人稳定性及其对公司经营的影响。

风险事件接踵而至

11月12日，原本是“15山水SCP001”的兑付日，但此前一天，其发行人山东山水的母公司山水水泥宣布，将无法于12日或之前取得足够资金以偿付境内债务，提前宣告“15山水SCP001”面临实质违约，该债券由此成为国内首支违约的超短融。

无独有偶，云南煤化工集团有限公司（简称“云南煤化工”）同日公告称，截至2015年10月30日，公司及下属子公司出现债务逾期13.05亿元。

有机构提示，山东山水的大金额超短融兑付违约，有可能给市场带来进一步的情绪压力，尤其是该公司存续债券达71亿元，是目前债券规模最大的违约发行人，与事件可能相关的天瑞股份和天瑞集团

近期部分主体评级被调低的企业							
企业名称	评级机构	评级调整日	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次评级	上次展望
山东山水水泥集团有限公司	中诚信	2015-11-11	CC	2015-11-9	BB-	负面	
新乡市发展投资担保有限公司	联合资信	2015-11-10	C	2014-11-4	BB	负面	
南阳普康药业有限公司	联合资信	2015-11-10	CCC	负面	2014-11-4	B+	负面
新乡市起重厂有限公司	联合资信	2015-11-10	BB	负面	2014-11-4	BBB-	负面
河南新乡华宇电缆有限公司	联合资信	2015-11-10	B	负面	2014-11-4	BB-	负面
山东山水水泥集团有限公司	中诚信	2015-11-9	BB-		2015-11-6	A-	
山东山水水泥集团有限公司	中诚信	2015-11-6	A-	稳定	2015-11-3	A+	
山西汽车运输集团有限公司	新世纪评级	2015-11-3	A+	稳定	2014-6-29	AA-	稳定
山东山水水泥集团有限公司	中诚信	2015-11-3	A+	稳定	2015-9-15	AA	
绥芬河鸿融城市建设投资发展有限公司	鹏元	2015-10-30	AA-	负面	2014-6-27	AA-	稳定
云南锦苑花卉产业股份有限公司	鹏元	2015-10-30	BB+	负面	2014-7-17	BB+	稳定
云南天浩稀贵金属有限公司	鹏元	2015-10-28	B	负面	2014-7-17	A-	稳定
中信大董事业有限责任公司	新世纪评级	2015-10-22	AA	负面	2015-7-15	AA	稳定
河北合佳医药科技集团有限公司	鹏元	2015-10-21	BB+	稳定	2014-9-17	BBB	负面
中国中瑞股份有限公司	中诚信	2015-10-20	CC	2015-7-6	BB		

的债券更接近140亿元，而由于触发交叉违约事项，母公司山水水泥其他存续债务偿付也将面临极大不确定性。

在云煤化披露债务逾期后，中金公司也表示，云南省内债券发行人信用资质水平整体不高且2015年业绩下滑发行人较多，提示投资者关注云南省相关债券的区域风险。

对于违约事件当事人乃至所在行业而言，风险或许才刚刚开始发酵。

警惕基本面恶化行业

包括“15山水SCP0011”和云南煤化工在内，今年以来，债券市场发生的违约事件至少已达7起，此前“12湘鄂债”、“11天威集团MTN2”、“12中富01”、“10英利MTN1”、“10中钢债”相继出现实质性违约。业内人士指出，违约将成长为信用债市场常态，对于风险行业的鉴别与个券“排雷”将是投资前的必选动作，对钢铁、煤炭、水泥、化工等基本面恶化行业需提高警惕，债券投资标的为中

低评级更需格外注意违约风险。

从三季报来看，中银国际证券指出，部分强周期行业收入和盈利状况均呈大幅回落，尤其是上游资源品行业和传统制造业，行业景气度持续下降。这是新旧经济转换，投资驱动向创新驱动转变过程中必然伴随的产业变迁。由此对于企业信用资质的判断就更加依赖于对标的的精细分析，在景气低迷的行业里，行业龙头和国有企业其资质更加有保障，值得注意的是产品结构可能已经不如以往那么重要，因为品种盈利水平已差别不大，在此背景下优秀的管理能力、成本控制能力和市场敏感度判断力便成为强有力的护城河。

“在三季度资产荒的环境下，信用债被大幅推高，低景气度行业的信用利差也随明显压缩，由于传统行业处于产能阶段景气度短期较难明显回升，应注意控制久期关注相关风险，精挑细选行业中的质优企业。”中银国际表示。

单就水泥行业而言，中债资信明

确指出，今年前9月水泥行业利润与去年

同期相比呈现急剧显著下滑，降幅约65.32%，三北地区收入及利润降幅尤为明显，行业内“南强北弱”的格局依然保持。综合区域需求变动、当前价格水平以及股东外部支持等因素，他们对冀东水泥、冀东发展集团、亚泰集团和山东山水的短期信用风险进行提示。

治理能力值得关注

值得注意的是，除行业基本面不景气外，此轮信用风险的爆发，令市场目光重新聚焦于公司治理能力上，公司治理能力较差也被视为债券违约的风险点之一。

中泰证券认为，山水水泥本次超短融无法到期兑付的原因在于水泥行业基本面恶化带来的财务水平下降以及母公司资金支持的丧失。“这一次超短融违约事件带来的意义是深刻的，其表现了行业风险与公司治理风险叠加而产生的后果。公司由于行业风险出现兑付危机，但由于母公司的控制权之争而彻底失去了救命的稻草。”

考虑到此前的珠海中富的大股东掏空案、银鸽投资的股东关联借款案、保定天威的股东核心资产转移案等，中泰证券指出，差劲的公司治理环境依旧是债券违约的风险点之一，是在财务数据以外需要投资者时刻关注的公司层面风险。

海通证券进一步指出，“15山水SCP001”兑付存不确定性，缘于经营恶化致偿债能力下滑，股权争夺制约外部融资。此前的华通路桥短融、润鸿中票等民企信用事件也主因实际控制人被调查而致公司周转能力下降，民企需特别关注实际控制人稳定性及其对公司经营的影响。

构及时降低久期和信用债的杠杆。

上海证券：适当降低杠杆水平

在近期股市连续上涨而债券收益率已低的背景下，资金或将从股市流出，债市将面临冲击。在经济基本面总体疲弱的背景下，产能过剩行业、周期性行业的企业经营压力较大，目前已经有一些企业出现持续亏损，面对这一局势，建议在债券配置上保持谨慎，适当降低杠杆水平，更加注重个券甄选，优先配置信用资质好的产业债和城投债。

海通证券：警惕去杠杆与信用风险

除资金分流的担忧外，信用债还需注意信用风险和杠杆风险。信用风险方面，规避产能过剩行业，甄别信用资质排雷；杠杆方面，IPO重启更易造成交易所资金面波动，加上网传地产公司债可能收紧质押条件，公司债去杠杆风险增加。

招商证券：向流动性好的品种倾斜

重启IPO对债券市场资金流动方

向的转变更值得关注，短期内或面临大量资金从债券市场流出的压力，债券面临的抛售压力将加大。在操作上建议保持一定的流动性空间和余地，在新券挑选上向流动性好的品种倾斜，同时建议控制好杠杆。城投方面，地方债务置换改善地方政府总体财政能力，利好城投，但目前城投债主要压力为转型、地方经济下沉和资产重组带来的估值问题，仍需进行筛选。（王姣 整理）

静观资金面 央行公开市场待出手

或净回笼资金。

交易员指出，近期到期逆回购不多，央行公开市场对冲压力小，且资金面持续平稳偏松，货币市场供需均衡，为央行采取中性的操作策略提供条件。

9月底以来，流动性持续均衡偏松，货币市场波动不大，特别是10月下旬央行再施“双降”，配合MLF等操作，在短期内投放了较多中长期限流动性。在此背景下，央行公开市场的资金投放力度相应下降，近期一直量出为人，以滚动到期资金为主。

从银行间债券质押式回购交易来看，12日货币市场总体稳定，资金早盘略紧随后转松，各主要回购利率表现平稳。其中，隔夜回购利率加权值收报1.81%，7天利率报2.35%，涨跌均在1基点以内，中长期限品种中，跨年的2个月和3个月回购利率分别上涨3bp、下降3bp。

流动性投放不会结束

市场人士指出，央行公开市场业务重在短期流动性管理，特别是应对季节性等因素造成的流动性短期波动。目前看，短期流动性较平稳，央行有条件维持公开市场中性操作策略，但年底是季节性因素对中短期流动性影响较明显的时节，预计央行公开市场操作不会一直保持平淡。

从往年情况看，年底11、12月财政支出加快、财政资金集中划拨可有力提升来年初金融机构的超储率水平，但年底财政存款集中释放与机构应对年底考核之间往往存在时滞，因此在11月以及12月的大多数时候，货币市场流动性反而面临阶段收紧压力。今年财政政策取向更积极，财政存款释放时点上或力度上可能更有利于年底流动性，但能否完全对冲年底考核因素的影响仍有待观察。特别是，今年12月美联储升息概率增加，对流动性影响仍有待观察。

从往年情况看，年底11、12月财政支出加快、财政资金集中划拨可有力提升来年初金融机构的超储率水平，但年底财政存款集中释放与机构应对年底考核之间往往存在时滞，因此在11月以及12月的大多数时候，货币市场流动性反而面临阶段收紧压力。今年财政政策取向更积极，财政存款释放时点上或力度上可能更有利于年底流动性，但能否完全对冲年底考核因素的影响仍有待观察。

由情绪波动造成的市场冲击应属短期效应，短期利空因素可能被市场悲观情绪放大，导致市场出现过度反应。此次无论OPEC可能重启还是美联储加息预期上升都被市场过度解读，一方面，尽管资金

储可能升息，增添了年底流动性的不确定性。今年以来央行外汇占款持续下降，基础货币供给严重依赖央行主动投放，目前银行体系超储率不高，流动性出现一定程度的波动的可能性仍然存在。此外，新规之下，IPO对短期流动性的影响减弱，但有28家企业仍按旧制度发行，可能于年底前完成发行，相应的资金在途效应仍将显现。

相对美联储货币政策，IPO这些变量而言，央行货币政策的态度明确，将是流动性维持总体宽裕的最有力保障。目前看，因专项金融债发行推动的货币信贷数据改善能否持续有待观察，而人民币汇率软盯住美元的格局没有根本改变，在美元相对强势背景下，人民币实际有效汇率可能仍在升值，改善货币条件的关键仍在于引导实际利率下行，因此市场预计央行仍会通过包括公开市场操作在内的多种手段，保持流动性合理充裕，为利率下行创造有利环境。

短期波折不改债券牛市逻辑

了债券市场调整。长端债券收益率快速上升又带动短端债券补跌，致使整体收益率曲线出现了陡峭化的上行。

尽管市场出现了较大波动，但这并不改变前期支撑债券牛市的基本逻辑。影响债券收益率的重要因素是基本面，从近期公布的高频数据来看，经济增长率绝对水平在下降，复苏缓慢，固定资产投资增速下降，通胀数据持续低于预期，这都将制约收益率的向上调整空间。

从经济周期的角度观察，目前中国经济处在增速下行至逐渐企稳的阶段，一方面实体经济的低迷降低了信贷和股票融资的需求，闲置资金流入债市提升了市场流动性；另一方面，社会风险偏好的下降也将促使无风险利率长期保持在较低水平，有

利于引导债券市场收益率下行。因此，基本面改善是债券市场拐点到来的前提，目前看，债券牛市的基础仍然存在。

既然基本面不能作为债市收益率反弹的支撑因素，那短期内市场出现大幅调整更多应理解为市场情绪的冲击。临近年末，各机构交易户已经开始获利了结，逐渐降低仓位和久期，配置户在收益率持续下行的阶段也在观望等待更好的介入位置。面对多重利空因素的叠加影响，机构情绪出现波动，加速了债市的调整。

由情绪波动造成的市场冲击应属短期效应，短期利空因素可能被市场悲观情绪放大，导致市场出现过度反应。此次无论OPEC可能重启还是美联储加息预期上升都被市场过度解读，一方面，尽管资金

或借道打新基金回流股市，但IPO新规有效地降低了对流动性影响，也缓解了IPO对债券市场的冲击；另一方面，美联储加息预期升温可能影响到人民币汇率，但近期人民币的贬值幅度明显下降，在人民币加入SDR前，汇率仍将维持基本稳定。

目前，政府财政政策愈发积极，财政支出增速大幅提升，在一定程度上可能继续冲击年末的市场情绪，但当前经济基本面仍支持货币政策进一步宽松，年内仍有双降的可能，7天回购定盘利率和央行回购利率仍有下降空间。

总之，短期调整不影响长期债券牛市逻辑，年底前收益率若明显反弹有利于悲观情绪释放，也将给机构提供良好的配置机会。

美元强势 人民币小幅走软

六个交易日下行。当日即期询价市场交易中，人民币兑美元早盘小幅高开，此后持续震荡，临近收市前小幅走软，收报6.3692元，跌27基点，日内最低至6.3697元，创最近6周新低。月初以来，人民币兑美元即期汇率震荡走软，但总体跌幅有限，且近几日波动收窄。

12日亚市交易时段，香港离岸人民币兑美元即期汇率与在岸汇率步调基本一

致，截至境内闭市，香港离岸人民币报6.3963，跌58基点，不过汇价随后出现继续走贬的迹象，因欧市盘中欧央行行长德拉吉讲话推高美元指数。

德拉吉12日表示，当前欧洲经济下行风险明显可见；欧洲央行12月会重新审视宽松政策的力度。这一席话，刺激了市场对欧洲央行加码量化宽松的预期，考虑到近期市场对于美联储于12月升息的预期

不断升温，欧美货币政策愈显背道而驰，有望巩固美元相对强势格局。

市场人士指出，美联储升息预期渐浓，美元水涨船高，令新兴市场货币仍面临资本流动造成的汇率贬值压力，人民币汇率的波动同样可能加大。但综合考虑人民币国际化、高额贸易顺差以及央行外汇市场操作等因素，人民币汇率再现大升大贬行情的可能性小。

地方债利差走阔

年内发行近尾声

□本报记者 张勤峰

陕西省8日公开招标发行了165.46亿元一般债券和220.91亿元专项债券，各期债券中标利率较招标下限至少上浮23bp，部分上浮40bp，远高于10日厦门、宁波两地招标的同类债券。市场人士指出，除去地区信用状况的差异定价之外，地方债置换额度更高的传闻对昨日地方债投标情绪造成较大影响。在高额供给压力下，地方债与国债利差再度拉开也是大势所趋。不过，财政部已明确今年地方债置换额度为3.2亿元，全年发行工作已近尾声。

高供给保利差走阔

值得一提的是，在12日答媒体求证时，财政部重申：经国务院批准，今年下达的地方债置换存量债务额度是3.2亿元。

截至11月12日，今年各地已累计发行地方债33963.16亿元。财政部曾先后三次下拨地方存量债务置换额度，共3.2亿元，另有新增地方债6000亿元，全年地方债发行额度为3.8万亿元，目前剩余4000亿元左右。往年地方债一般在10月，最晚11月完成全年发行。

前述市场人士指出，虽然年内置换额度不再增加，但地方存量债券置换任务依然艰巨，在未来持续的供给冲击下，地方债与国债利差适度拉开也是大势所趋。

在今年发行启动初期，地方债多按下限定价，随着发行量的增加，利率较下限加点幅度开始扩大。

本月初，内蒙古招标的两批地方债中3年和5年期品种中标利率均落在招标上限，上浮幅度创地方债公开招标以来新高（除中标外）。

期债先抑后扬

利空传闻消化

□本报记者 王辉

在经过连续两个交易日的强势反弹后，12日国债期货市场呈现宽幅震荡，各主力合约均录得微幅上涨。分析人士表示，国债期、现债市场在多空交织的背景下，仍有希望获得支撑，但临近年底机构获利兑现冲动和美联储可能加息等因素，也制约债市做多动力。整体看，短期国债期货市场可能转向震荡格局。

中泰证券分析认为