

山水水泥超短融违约 多家公募基金“涉雷”

□本报记者 黄丽

中国山水水泥集团有限公司（简称“山水水泥”）近日披露，20亿元超短融违约，并触发存续51亿元债务交叉违约。至此，主要公募债券品种均出现过违约案例。

在这一轮资金面推动的债券牛市中，大量资金通过公募基金进入债市，本次山水水泥的超短融违约也涉及4家基金公司。刚刚公布的基金三季报显示，在20亿规模“15山水SCP001”中，公募基金至少持有近四分之一。知情人士透露，山水水泥后续待偿还的51亿元债务还波及10余家基金公司。

杠杆率高企、违约现象时有发生，今年以来被资金推向云端的债券市场终于开始“落地”。事实上，在临近年末获利了结情绪较重，且资金面仍面临汇率以及年末因素的干扰等多方面影响下，近期债市已经开始有所调整，而信用警钟响起则令债市有些“雪上加霜”的意味。多位债券基金经理对中国证券报记者表示，要做好债市调整仍未结束的心理准备。



CFP图片

债市违约警报再响

券违约。

在债务违约消息宣布后，惠誉将山水水泥的评级由C调降至限制性违约评级(RD)，表明违约的可能性很高。标准普尔也将山水集团优先无抵押美元票据的债务评级从“CC”下调至“违约(D)”，将该票据的大中华区信用评级体系评级从“cnCC”下调至“违约(D)”。标准普尔认为，山水集团没有足够的财务实力偿付到期债务，因此该公司的一般性违约符合“违约(D)”评级，而不是“选择性违约(SD)”。与此同时，标准普尔称，未能偿付上述债务将触发该公司其他债务的交叉违约，包括部分境内银行贷款以及未偿付的美元票据。

根据公告，截至目前，除上述20亿超短融外，该公司债务还有8亿元超短融“15山水SCP002”，40亿元中期票据“13山水MTN1”、“14山水MTN1”、“14山水MTN2”，3亿元定向债务工具“14山水PPN001”。以上债券均将于未来两年内到期，其中半年内到期的债务共有26亿元。此外，算上触发交叉违约的海外债务，即2020年到期的5亿美元本金优先票据，公司总债务规

模约超百亿元。

尽管海外分析师均表示不乐观，认为该公司的流动性已显著恶化，且由于该公司管理层存在不确定性，境内银行已不愿向其提供进一步的融资，水泥价格下跌导致的需求疲弱也对该公司的财务和流动性状况施压，但在境内的业内人士看来，山水水泥的财务状况尚可，违约主要因为公司管理层逼迫股东解决争端所致，这也是民营企业因实际控制人风险引发信用风险的新案例。

11月17日，山水水泥称已从顾问和债权人收到包括发行股份、资产重组和资产证券化在内的可能偿债方案，并且在解决债务问题方面获得部分运营子公司所在地的济南市市政府的支持。华创证券分析表示，山水水泥短期债务存在偿付压力，但最终兑付的可能性较大。“我们判断在目前管理权争夺白热化的背景下，本期超短融存在一定风险，或许兑付不及时或不完全兑付，但预计最终大概率能得到全额偿付。未来半年内即将到期的几期债务共26亿元在本次管理权问题得到落实的背景下，预计兑付压力不大。”

多家公募基金“中枪”

这起违约事件使得诸多机构投资者对债市的担忧一语成谶，近期已有多家基金公司因涉身其中而焦头烂额。

在这一轮资金面推动的债券牛市中，众多资金通过公募基金进入债市，本次山水水泥的超短融违约也涉及4家基金公司。刚刚公布的基金三季报显示，在20亿规模“15山水SCP001”中，公募基金至少持有近四分之一。截至9月30日，公募基金中上海一家公司旗下基金持债市值居首，达到1.91亿元，占发行量的9.56%。此外，北京、深圳等多地均有基金公司或多或少持有“15山水SCP001”，其中一家公司有两只基金“涉雷”。

出现违约事件后，上述基金公司11月12日在网站公告称，11日“15山水SCP001”中债估值、中证估值与清算所估值发生明显差异，经公司对山水水泥相关行业公司分析研究，认为当前企业资质对该债清偿保障程度较高，决定对该债继续沿用前一日中债估值定价。公司将对上述事宜保

但投资者不理解。”

客观来看，公募基金持仓并不高。以某基金为例，金牛理财网数据显示，该基金持有的“15山水SCP001”占资产净值的比例为9.09%。持有山水水泥超短融较多的还有两只货币基金，其中一只配置1.1亿元，占基金资产净值的3.09%；另一只配置8018.35万元，仅占基金净值的0.37%。此外，某基金公司同时“中枪”的两只基金持债量也不大，分别为4999.71万元、1999.89万元，占基金净值比重为2.63%、4.33%。

不过，这对向来极其注重风险控制的公募基金而言，仍然具有警示意味。实际上，6月17日，标准普尔警告称，山水水泥的偿债风险在加大，并将该公司的长期企业信用评级从B+下调至CCC，展望为负面，同时也将该公司未偿付的优先无抵押票据的债务评级从B下调至CCC-。但上述公募基金仍然在三季度坚定持有，甚至有一家基金公司在三季度新进持债。

高风险债券面临回调风险

山水水泥超短融违约可能将打破部分机构投资者在资金配置与风险之间的平衡。在债市如火如荼的前数月，部分基金经理就已经意识到资金疯狂后可能会面临的后果，当时有基金经理对中国证券报记者表示，信用风险和流动性风险要时刻注意，但资金大量涌入，也只能随泡沫共舞，“说白了就是信心的博弈，看愿不愿意兜底，银行不能够掏钱。”

如今，受到经济增速下滑影响，钢铁、煤炭等周期性行业景气度急剧下降，违约的公司主要集中在这些领域，违约案例的增加也使得市场对信用债市场泡沫化的担忧更甚。

伴随着A股持续反弹，债券市场调整压力也开始积聚。进入11月后，10年期国债和国开债围绕3%和3.5%的中枢震荡，利率继续下行动力不足。在经济基本面有望企稳、美联储加息预期升

似于山水水泥这种早已显露出多处迹象的“黑天鹅”，公募基金仍然没有躲过。

上述基金经理告诉记者，很多基金大量配置超短融是因为之前看到大量打新资金涌进债券基金和货币基金，而IPO重启是个不确定因素，为了应对可能的流动性风险，超短融是个不错的选择，以前也没有出现过违约案例。“近期IPO重启，打新资金从债市中流出，再加上山水水泥的冲击，短期可能会对债市信心有所影响，高风险的债券面临回调风险。”

海通证券首席宏观债券研究员姜超的研究小组认为，最新的三季报显示企业信用基本面仍未好转，产能过剩的高危行业仍在恶化，信用事件和违约或将频发。“我们最新的调查显示，信用风险是投资者最为担忧的债市风险点之一，投资者需严防信用风险，避免‘踩雷’。”姜超表示。

博时基金魏桢：

债市仍具长期配置价值

□本报记者 黄丽

价值。总体来说，债券基金仍然处于较好的投资周期。

中国证券报：债市风险会不会加剧？

魏桢：债券杠杆和其他资产的杠杠是不同的。对于经济体来说，不应该去否定杠杆这种形式，但是需要提防的是你究竟在什么产品、什么品种上加杠杆。对于整体宏观调控来说，杠杆的问题主要看它的基础资产是否稳固。如果是在具有国家信用的债券身上加杠杆，你所面临的风险只是说判断错了宏观大的利率方向导致的市场波动风险，不会产生信用的崩盘式风险，因为基础资产始终还在。

中国证券报：前一阶段股市暴跌债市崛起，如今IPO重启，股市回暖，债市是否会受到影响？

魏桢：从传统的投资时钟理论上看，股市和债市可能存在“跷跷板”效应，即在经济复苏的周期，股市是最好的资产，债市会开始走熊，而在经济衰退时，债券是最好的资产，股市将下跌。但我们对过去12年股和债的运行数据进行统计和回顾，发现实际数据并非如此，较为显著的“股债跷跷板”现象占所有观察样本的比例只有23%，其中股牛债熊的样本占比只有15%。跷跷板效应可能并不如多数人想象中显著。现阶段来看，股票的市场容量吸纳不了债券那么大的流动性规模，因此，如果债市因为股市上涨而产生一些情绪波动，我认为是机会。

中国证券报：去年以来，央行不断降准降息，而且近期人民币汇率波动也比较大，这些经济环境的变化对债市有什么影响？

魏桢：首先，关于贬值压力目前更多的是来自于对中国增长中枢下行的预期，但忽视了全球增长中枢下行的大环境，比差环境和比好环境，对汇率波动的影响会有很大不同。其次，关于汇率与利率，各个国家在货币危机时期，利率政策变化不一致，有的采取加息有的降息。中国还是以内需为主导的，中国的贬值状况不会引发通胀，维持低利率环境仍然有一定空间。再次，对于流动性的影响，总体逻辑我觉得是，人民币汇率的价格变化存在一个约束条件，那就是汇率价格的变化不能引发资本流动性的剧烈变化，当量的变化超过正常后，则中央银行一定会进行干预。央行有能力也有动力保持境内流动性整体宽松。从输出通缩和金融市场波动来看，目前大类资产配置利于债券。

银行间债市开放加速 首只私募完成准入备案

□本报记者 周文静

易，包括各类债券的现券买卖、回购、远期和借贷交易。私募基金进行质押式回购的资金余额不受净资产40%的额度限制。私募基金与做市商或尝试做市机构以双边报价和请求报价的方式达成现券交易，其他交易品种则没有限制。

境外投资者占比上升

在引入国内投资者的同时，中国银行间债券市场也在加快引入境外机构投资者的入场。目前银行间债券市场境外投资者主要是三类机构（境外央行、人民币清算行、人民币业务参加银行）、QFII与ROFII。中金公司研究报告认为，中国下半年会在利率市场化、汇率形成机制改革以及资本账户开放等方面推出重大改革措施，以推进金融体系市场化的改革，为加入SDR以及人民币最终的国际化铺路。

中金公司研究报告认为，自2010年开始，银行间市场境外投资者数量开始迅速增加，债券持有量也高速增长。统计数据显示，银行间市场境外投资者数量已经增加至261家（2015年7月末），并在近期增长速度加快。从债券持有量来看，境外投资者在银行间市场的比重不断上升，目前持仓量达6121.84亿元，已经占全市场托管总量的1.9%左右。

央行去年11月末允许包括农村商业银行、农村合作银行等农村金融机构；信托产品、证券公司资产管理计划等四类非法人投资者进入银行间债市，但私募基金当时未能列入其中。今年6月，央行下发《关于私募投资基金进入银行间债券市场有关事项的通知》，允许私募投资基金进入银行间债券市场。

私募基金在入市流程上与公募基金等非法人产品的入市流程一样，需先向人行上海总部备案，备案申请审查通过后，在全国银行间同业拆借中心联网开立交易账户，并在上海清算所与中央结算公司开立债券账户。与银行、券商、保险等各类金融机构法人以及各类非法人投资产品相同，私募基金直接通过全国银行间同业拆借中心本币交易系统进行债券交