

山水水泥超短融违约 多家公募基金“涉雷”

□本报记者 黄丽



CFP图片

债市违约警报再响

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。

继不久前公告存在现金困境之后,11月11日,港股上市公司山水水泥赶在偿债日前夕对外确定将发生债务违约。11月12日正是相关债务“15山水SCP001”的兑付日。据介绍,该债券为超短融即超级短期融资券,由具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行,期限在270天以内。

“考虑到货币基金和短债基金持有短融和超短融规模较大,山水违约对其流动性可能有冲击。”兴业证券分析师唐跃在报告中表示,从三季报来看,货币基金持有短融占债券市值的23%,其中评级低于AA占比1%。值得注意的是,该起债务违约事件或将成为境内超短融首个违约案例。目前,该违约事件仍在持续发酵中。

据不完全统计,截至目前,境内已经发生8起债券违约。2014年,超日债因无法偿还8980万元到期应付利息,成为中国首单违约债券。2014年7月,金泰私募债3300万本息违约。2015年,ST湘鄂债因无法按时、足额筹集资金偿付应付利息及回售款项,已构成实质违约。而山水水泥的违约是今年境内出现的第6例债

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26亿在本次管理权问题得到落实的背景下,预计兑付压力不大。”

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,这对外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。

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。

多家公募基金“中枪”

持高度关注,并对债券价值进行持续跟踪分析。据外媒报道,该公司市场部一位不愿具名人士表示,公司所持“15山水SCP001”相较三季度末已经大幅减仓,当前企业的资质对该债券的清偿保障程度较高。其他公司则暂时未予置评。

据一家受波及基金公司高层透露,近期山水水泥召开债权人沟通会,参会者包括持有该违约债务以及其它存在违约风险的山水境内公开发行债务的债权人,涵盖目前持有该公司债券的大部分机构,很多债权人代表要求尽快召开债券持有人大会,并表示要采取包括财产保全在内的法律手段解决问题。“如果算上另外的51亿元债务,山水水泥违约一共牵涉十几家基金公司。”

另一家基金公司人士则向中国证券报记者表示,公司上下正忙于处理此事,相关基金经理很可能受到内部处罚,“其实山水水泥超短融的市场成交价已经远低于其估值,我们开会讨论后觉得兑付的可能性很高,对机构而言是抄底的好时机,

高风险债券面临回调风险

温和获利回吐压力增大的背景下,上周IPO重启的消息进一步点燃债券市场的悲观情绪。“债券市场近期出现明显调整,10年期国开活跃券从10月27日3.39%收益率在一两周的时间里已经上行近30BP至3.65%,国债期货主力合约T1512、TF1512单日还分别出现0.57%、0.97%的暴跌。”民生证券表示,通过近日与机构交流的情况来看,市场认为债市出现调整的主要原因还是由年末考核和累积浮盈兑现所引发,并在止盈压力之下,对IPO重启、财政赤字扩大、美联储加息、股市上涨、货币政策执行报告中的利空因素较为敏感所致。

“在这个位置,债券市场早就到了应该调整的阶段,只是之前缺少触发因素。”深圳一位债券基金经理对中国证券报记者表示,债券市场都是机构投资者,会主动把风险降下来。目前看来,类

博时基金魏桢：债市仍具长期配置价值

□本报记者 黄丽

伴随连续回升的股市行情,权益类产品销售市场逐步回暖,不少基民开始通过申购股基“跑步入市”。近日多家基金公司表示,目前旗下权益类产品销售有所回暖,而持续相当一段时间的债券基金市场有所降温。然而,市场分析人士认为,债市行情可能只是短期面临震荡。博时安荣18个月定开债基拟任基金经理魏桢表示,长期来看,宽松预期以及经济下行的驱动因素并未改变,债基的长期配置价值仍在。

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,债券牛市是否会影响?

魏桢:从传统的投资时钟理论上来看,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,我认为还是机会。

目前市场的主要驱动力依然是股市财富效应弱化、风险偏好下降带来的资金回流支撑。大量理财资金处于欠配状态,需求旺盛,资产短缺局面较难以改变。四季度和明年债市仍处于较为有利的环境,但突破前期低点需要更低预期的经济表现或宽松政策的不断触发,票息加杠杆的策略较为传统,但效率打折,久期策略逐渐体现出

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

继5月央行取消银行间债券市场债券交易流通审批之后,7月大幅放开境外央行、国际金融组织和主权财富基金等机构在银行间市场的额度限制和投资范围,并将审核制改为备案制。近日,在央行发文获准私募投资基金进入银行间债市后,首只私募基金顺利通过1号基金完成银行间债券市场准入备案。据了解,这是《关于私募投资基金进入银行间债券市场有关事项的通知》下发后,首只在银行间债券市场开户的私募基金。业内人士表示,银行间债券市场的放开步伐加快,引入多层次的投资者,有利于丰富银行间债市投资群体。

私募进入银行间市场

资料显示,暖流稳健1号基金由暖流资产管理股份有限公司募集发行,主要投向银行间债券市场和交易所债券市场各类上市流通的债券。暖流资产成立于2011年,是国内最早从事债券投资的阳光私募基金之一。暖流资产以固定收益投资和资产管理为本,业务范围涵盖投资业务,为国内多家金融机构、国有企业、大中型民营企业、股权投资基金、高净值人群及海外对冲基金提供财富和现金管理服务。

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

易。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杆是不同的。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。另外,对于整个货币市场的杠杆情况来看是不断走低的。下半年资金从股票市场转移至债券市场,本身就有稀释杠杆的作用。

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。

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RQFII。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。

根据中债登与上清所的合计数据,从持有种类上看,境外机构投资者主要持有利率债;其中,境外机构投资者持有国债比重达38.4%,政策性银行债比重达40.7%(国开债、农发债、口行债分别为17.7%、11.7%、11.4%),央行票据6.9%,中期票据、企业债比重仅分别为7.5%、2.7%。从债券种类持有量比该债券存量来看,境外投资者持有国债占中债登国债托管总量的2.67%,政策性金融债占比为2.35%,其中国开债、口行债、农发债分别占比为1.65%、3.98%和3.03%。业内观点认为,银行间债券市场的放开,有助于引入多层次投资者,进一步丰富银行间债券市场投资者群体,并实现投资者的合理分层以及匹配不同风险层次的企业债发行人,满足不同金融机构的资金管理需求。