

# 违约利剑高悬 信用债市场料趟新“雷区”

□本报记者 王辉

在山水水泥20亿元超短融宣告违约之后，本周云南煤炭行业龙头云南煤化工集团也加入债务违约的行列。同时，近期有关加强供给侧结构性改革、促进化解过剩产能等政策动向成为市场关注的焦点。

分析人士指出，近两年信用债市场的多个违约风险事件往往能转危为安，但从政策环境的新变化以及相关产业基本面来看，未来部分产能过剩行业以及一些经营状况恶化的企业债券兑付风险可能陡然上升。信用债市场经过近两年的好时光之后料趟新“雷区”。



## 刚性兑付托底生变

日前中央财经领导小组第十一次会议提出，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革。在未来推进经济结构性改革的过程中，要促进过剩产能有效化解，促进产业优化重组。

有债券市场交易员分析指出，中央相关政策表态，在很大程度上表明对于部分产业领域的产能过剩、僵尸企业容忍度正在下降。从信用债市场的政策环境来看，以地方政府隐性托底为代表的信用债潜在刚性兑付，可望逐步改变。这对于信用债市场的走势，构成长期利空因素。

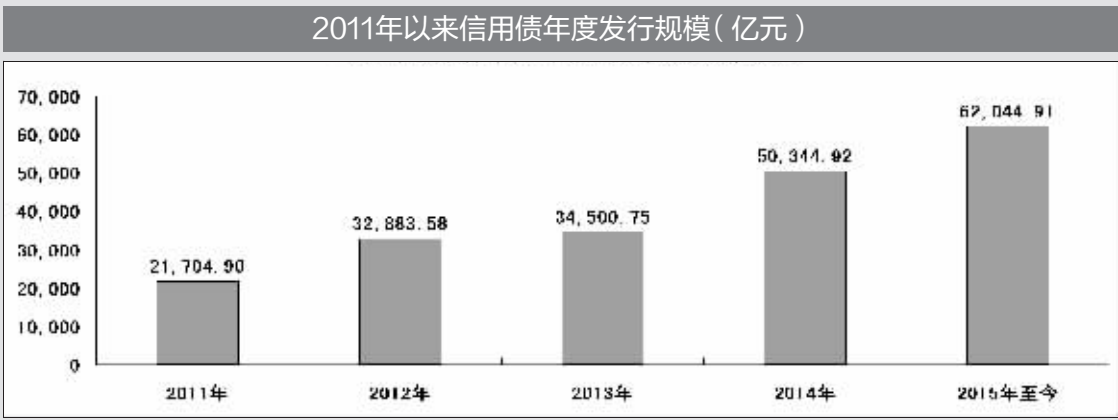
从货币政策的最新走向来看，近日央行有关未来要避免“过度放水”的政策表态，契合最新宏观政策导向，预计对信用债市场带来不利影响。

在10月下旬降准降息后，央行在11月6日发布2015年第三季度货币政策执行报告，强调未来的货币调控要“松紧适度”。三季度央行货币政策执行报告较二季度新增“既要防止结构调整过程中出现总需求的惯性下滑，同时又不能过度放水，妨碍市场的有效出清”的表述。市场主流观点认为，央行的此番表态意味着，投资者对未来货币政策的宽松力度需要调低预期，未来超预期的大规模放水可能不再出现。

中信证券表示，央行10月下旬“双降”过后对现阶段资金利率水平较满意。央行公布三季度货币政策执行报告阐明未来不宜过度放水，并将会灵活运用多种工具维持市场流动性，则进一步表明未来央行大规模超预期放水的可能性正在减小。兴业证券指出，央行三季度货币政策执行报告的相关政策表态，意味着接下来较长一段时间内货币政策可能将更偏中性，即以维持流动性平稳，配合其他政策为主。货币政策发力将更多以稳定货币市场流动性，而非“大水漫灌”的方式出现。

结合美联储最新一次议息会议政策基调，以及10月美国非农等最新经济数据，有市场人士指出，今年12月美联储加息可能性大增的现实，也将对国内货币进一步宽松造成制约。

分析人士指出，随着管理层着手对供给侧进行改革，在央行货币政策整体立场有所收缩的背景下，信用债市场以往的潜在刚兑托底预计被打破。



数据来源:WIND (截至11月18日) 制表:王辉

## 切实防范违约风险

对于近期山水水泥、云南煤化工集团等企业的信用违约事件，一些机构认为，由于山水水泥、云南煤化工集团涉及的存续债券很多，持有的投资者数量也较多，其违约对估值和市场产生的负面影响可能会大于今年前期违约的其他债券。

综合近期管理层政策动向，申万宏源指出，新的政策环境可能使未来一段时间内信用事件加速暴露。随着年关将至，在实体经济疲弱，重点发债行业产能过剩严重亏损加剧的背景下，预计今年四季度及明年一季度，信用债市场上的违约事件有增无减。

兴业证券本周发布研报表示，结合存量上市公司发债人的三季报数据看，虽然对外投资的收益贡献持续提升，但目前发债人整体主营业务和财务状况仍不容乐观。具体来看，一方面发债人经营持续低迷，收入、

净利润进入负增长区间；另一方面，由于宏观经济下行压力较大、存量债务还本付息规模加大，发债人整体筹资用于扩产投资趋于谨慎，更多只是偿还存量债务。由于大量上市公司发行债券更多是替代贷款，债务期限结构的调整使得发债人偿债压力和兑付风险延后。

中信证券认为，今年以来信用债的违约风险正往纵深发展。虽然目前的风险事件还仅局限于个券违约，尚未演变成区域性、系统性金融风险，但经济下台阶过程中企业部门债务压力会越来越大。该机构测算，自2008年四万亿刺激措施推出以来，国企加杠杆程度基于民企，且主要集中在“两高一剩”行业，相关行业国企债务压力或在未来以某种形式爆发。在此背景下，投资者未来须进一步做好行业、区域和具体个券的预警和排雷。

## 估值调整压力积聚

示，上周部分产能过剩的行业信用债，信用利差也在明显扩大。受到山水水泥信用事件影响，当周水泥行业利差扩大700BP，其余利差明显扩大的还有钢铁、石油化工等部分产能过剩突出的行业。

对于信用债行业估值的调整压力，兴业证券指出，考虑到采掘、钢铁、有色等重周期行业的发行人，在三季报中亏损率扩大最明显，机械设备、建筑材料、计算机等行业亏损率也明显增加，上述相关行业可能尚未定价充分，未来将面临持续的估值调整压力。

海通证券等机构指出，未来信用债市场在投资者杠杆率偏高、信用债供给压力加大等方面也将面临调整压力。未来一段时间内个券违约风险可能出现上升，信用债市场整体估值有持续展开系统性调整的可能。

## 部分基金经理认为 债市迎中长期“买点”

固定收益市场；第三，在当下“资产荒”的大背景下，杠杆养券模式导致债券市场整体杠杆较高，一旦资金面或资产价格出现超预期波动，可能会引发跟风式抛售行为。

孙甜同时指出，近期债券价格的波动不是债券牛市的终结，反而可能会是中长期配置的介入时点，存在巨大机遇。一方面，人民币国际化稳步推进，从中长期看，提高了人民币资产对国际资本的吸引力；另一方面，中国经济正由粗放式增长模式向6%—7%左右的优质中速增长模式换挡，所有资产的回报率中枢都将下降一个台阶。

随着优秀企业的融资需求持续下降，社会整体的优质信贷资产愈发稀缺，过去几年市场上发行的票息率较高的资产未来数年内都可能成为稀缺资源。因此，一旦债券市场出现因为资金面或价格波动发生去杠杆行情，或者国际资本流动带来的阶段性扰动，都是资产配置的最佳时机。

### 严控信用风险

虽然对债市“慢牛”趋势充满乐观，但基金经理们对于个券信用风险的重视程度与日俱增。

万家基金总经理助理陈工文表示，信用债方面，受山水水泥SCP违约和云煤化兑付的不确定等信用事件影响，中低等级信用债抛压较重。总体来看，目前两极分化趋于严重。守住信用风险底线思维和控制风险是万家基金固定收益团队的第一核心目标。

“当然，作为一个有着高收益债公募基金投资业绩的机构，我们要冷静客观看待市场。”陈工文说，“在目前投资环境下，对个券进行细致的信用基本面分析非常关键。从过往经验看，往往在市场极度恐惧的时候会出现一些被市场‘冤枉’和‘错杀’的投资机会。”

□本报记者 李良

近期信用债频频出现违约事件，债市波动也明显加大，但在部分债基基金经理眼里，目前债券价格的波动反而可能提供一个中长期的买点。

上海某债基基金经理向记者表示，近期出现了多起信用债违约事件。从过往历史来看，短期违约事件给市场造成了一定恐慌情绪，不过这些债券最终都得到了兑付。即便真有债券最终无法偿付，也是个别事件而非普遍现象。该基金经理认为，债市投资未来需要注重个券

风险，信用甄别将成为重中之重，但这并不影响目前经济环境下债市“慢牛”的格局。

### 牛市尚未结束

在许多债券基金的基金经理眼里，当前的债券市场“危”与“机”并存。

中欧基金执掌多只债基的基金经理孙甜表示，债市风险目前主要来自三个方面：第一，新兴市场与发达市场之间资本流动再均衡的风险，美联储加息预期可能导致投机性资本阶段性流出中国；第二，股市回暖、IPO重启后，资本市场对权益资产的配置需求重燃，可能流出

证券代码:600052 证券简称:浙江广厦 公告编号:临2015-055

**浙江广厦股份有限公司**  
**关于控股股东所持股份解除冻结的公告**

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

浙江广厦股份有限公司（以下简称“公司”）于2015年11月17日收到中国证券登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称“中登公司”）《股权司法冻结及司法划转通知》（2015司冻177号），中登公司已解除对公司控股股东广厦控股集团有限公司所持公司33,705万股股份（无限售流通股）的冻结，解冻日期为2015年11月17日。

特此公告。

浙江广厦股份有限公司董事会  
二〇一五年十一月十九日

股票代码:600070 股票简称:浙江富润 编号:临2015-038号

**浙江富润股份有限公司**  
**重大资产重组进展公告**

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

因正在筹划重大资产重组事项，本公司于2015年10月22日发布了《重大资产重组停牌公告》（临2015-034号），公司股票自2015年10月22日起预计停牌不超过一个月。

2015年10月29日、11月5日、11月12日，公司发布了《重大资产重组进展公告》（临2015-035号、临2015-036号、临2015-037号）。

截止本公告日，上述重大资产重组事项正在推进之中。中介机构已在开展尽职调查、审计评估等工作，交易各方对重组方案协商沟通中。待必要的工作完成后公司将召开董事会审议重大资产重组预案，及时公告并复牌。

公司将根据《上市公司重大资产重组管理办法》及上海证券交易所《上市公司重大资产重组信息披露及停复牌业务指引》等规定，及时履行信息披露义务，每五个交易日发布一次进展公告。公司指定的信息披露媒体为中国证券报、上海证券报和上海证券交易所网站，敬请广大投资者关注公告并注意投资风险。

特此公告

浙江富润股份有限公司  
2015年11月19日

证券代码:002604 证券简称:龙力生物 公告编号:2015-078

**山东龙力生物科技股份有限公司**  
**重大事项进展公告**

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

山东龙力生物科技股份有限公司（以下简称“公司”）于2015年8月25日披露了《山东龙力生物科技股份有限公司董事会关于重大资产重组停牌公告》（公告编号：2015-063），因筹划重大资产重组事项，公司股票自2015年8月26日开市时起继续停牌。

公司于2015年9月1日、10日、17日、30日、10月14日、21日、28日、11月4日、11日披露了《重大事项进展公告》（公告编号：2015-064、2015-065、2015-066、2015-067、2015-068、2015-070、2015-071、2015-075、2015-076、2015-077），于9月23日披露了《重大资产重组继续停牌公告》（公告编号：2015-068）。

截至本公告日，公司正在积极推动本次重大资产重组事项的相关工作。为避免公司股价异常波动，维护投资者利益，经申请，公司股票继续停牌，公司将在停牌期间至少每五个交易日发布一次资产重组事项进展公告，直至相关事项确定并披露有关结果后复牌。

目前该事项仍存在不确定性，敬请广大投资者注意投资风险。

特此公告。

山东龙力生物科技股份有限公司  
董事会  
二〇一五年十一月十八日

证券代码:002444 证券简称:巨星科技 公告编号:2015-041

**杭州巨星科技股份有限公司关于非公开发行股票申请获得中国证监会核准的公告**

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

2015年11月18日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会对杭州巨星科技股份有限公司（以下简称“公司”）非公开发行股票的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行股票的申请获得审核通过。

目前，公司尚未收到中国证监会的书面核准文件，公司将在收到中国证监会予以核准的正式文件后另行公告。

特此公告。

杭州巨星科技股份有限公司  
董 事 会  
二〇一五年十一月十九日



信用债

制图/韩景丰