

信用债寒潮：违约不断 刚兑渐破

□本报记者 王姣

“15山水SCP001”违约事件持续发酵，“12舜天债”可能被暂停上市，“11云维债”主体信用等级和债项信用等级遭下调……临近年底，信用违约事件接二连三，令不少债权人的这个冬天格外难熬。

伴随着市场担忧情绪的升温，近两周信用债收益率多数回调，中低评级信用利差拉大，分化加剧。尽管龙煤集团大额刚兑和山水水泥股东有望“兜底”给信用债市场带来稍许暖意，但投资者显然乐观不起来。

在多数分析人士看来，伴随着经济结构调整，企业去杠杆的过程，信用违约事件将呈常态化，中低评级债券仍需高度警惕。“债券市场的违约风险正在不断发酵、积聚，刚性兑付的壁垒也正逐步被打破。对投资者而言，‘防踩雷’仍然是当前最重要的投资主题。”业内人士表示。

违约不断 信用债“遇冷”

信用违约风险的冲击波正不断扩散。仅最近两周以来，就有“15山水SCP001”、“12舜天债”、“11云维债”、“12云煤化MTN1”等爆出相关的负面信用事件。

11月12日，今年4月发行的“15山水SCP001”出现实质性违约，成为国内第一只违约的超短融，也是中国债券市场第8起、今年第7起信用债实质违约事件。

此前不到两年时间内，包括“11超日债”、“12湘鄂债”、“11天威MTN2”、“12中富01”、“12二重集MTN1”、“10中钢债”和“10英利MTN1”在内的7只债券已出现实质性违约，而公募债券领域已发生15起信用事件。

更多的信用风险尚在酝酿中。11月18日晚，国信证券发布提示性公告称，由于已经出现多笔融资款逾期以及多处财产被查封的情况，舜天船舶资金面临较大困难，相关债券“12舜天债”面临暂停上市的风险、违约风险、信用风险、流动性风险等。

继云南煤化工集团有限公司（简称“云煤化”）及下属子公司债务逾期13.05

观点链接

申万宏源：
信用事件将有增无减

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，预计未来1-2季度信用违约事件将有增无减，同时投资者对于信用风险的担忧情绪也将逐步加重，从而推动信用利差的持续走高。

国泰君安：
短期系统性风险延缓

市场与日俱增的信用风险担忧主要源于对企业内部盈利和现金流恶化的观察，长期信用风险确实在持续积累，越来越多的企业内部盈利和现金流

信用事件及违约主体评级调整历史				
债券名称	事件时间	是否违约	评级调整历史	最新评级
15山水SCP001	2014.03	是	AA-Aaa-AAA-Aaa-BBB-Baa	CCC+或C
13华鲁恒升CP001	2014.07	是	AAA-Aaa-BBB-Baa	A+
11华电债	2014.08	是	AAA-Aaa-BBB-Baa	A+
38云维债	2015.02	是	AAA-Aaa-BBB-Baa	BBB+或B+
12云煤化	2015.04	是	AAA-Aaa-BBB-Baa	BBB+或B+
11天威MTN2	2015.04	是	AA-Aaa-Baa-Bbb	BBB+或B+
12中富01	2015.05	是	AA-Aaa-Baa-Bbb	BB-CC
14中行CP001	2015.05	是	AA-Aaa-Baa	B+
12云煤化MTN1	2015.09	是	AAA-Aaa-BBB-Baa	BBB+或B+
12二重集MTN1	2015.09	是	AAA-Aaa-BBB-Baa	BBB+或B+
10中钢债	2015.10	是	AA-Aaa-Baa-Bbb	BB-CC
10英利MTN1	2015.10	是	AA-Aaa-Baa-Bbb	BB-CC
12舜天债	2015.10	是	AA-Aaa-Baa-Bbb	B+
15山水SCP001	2015.11	是	AA-Aaa-Baa-Bbb	B+

亿元后，中诚信国际随后下调云煤化主体信用等级及“12云煤化MTN1”和“15云煤化MTN001”债项信用等级，并于17日再度下调相关公司云维股份主体信用等级，并下调“11云维债”的债项信用等级。

一系列已经发生或正在发酵的信用风险事件，惊动了沉浸在债券牛市之中的投资者，大规模的信用债发行由此被集中取消。据彭博新闻数据，继山水水泥11月5日公布违约预警后，截至11月20日已有至少43家公司取消已公开发行文件的债券发行，涉及融资规模近470亿元。

二级市场上的信用债亦出现明显调整。近两周短融收益率上行幅度普遍在20BP以上，中票收益率上行幅度普遍在10-20BP之间，信用利差普遍小幅走扩，企业债收益率普遍上行5-10BP。

“由于信用事件频发，低评级调整幅度明显大于高等级，尤其是交易所市场由于债券整体偏低，加上近期股市反弹和IPO重启或分流债市资金，收益率调整幅度比银行间更为明显，不少债券收益率上升100BP以上，部分爆发负面信用事件的个券收益率回调达到400-700BP。”中金公司表示。

刚兑渐破 “兜底”难再保全

一系列信用风险事件不断撞击着刚性兑付的壁垒。业内人士指出，今年以来，评级下调主体中央企占比也有所上升。

持续恶化，且开始波及外部融资收缩，账面流动性枯竭，尾部信用风险正在加速暴露。但外部融资现金流、资产厚度以及外部支持因素均仍有助于延缓短期系统性风险。

海通证券： 信用债仍有调整压力

近期信用债连续调整，除跟随利率债变动外，也与信用风险预期升温、打新重启等因素有关。短期仍有较多高危券陆续到期，信用事件仍将冲击市场情绪，而伴随打新正式重启，资金面或边际趋紧，对套息操作不利，加上年末机构有获利回吐压力，做多动力不足，信用债仍有调整压力。

兴业证券： 信用债波动或放大

上周二级市场收益率并未明显下行，除了与利率债的联动之外还体现出两点：一是经济下行压力导致微观主体资质下沉预期未除。高频数据进一步恶化，信用事件层出不穷，山水水泥作为股权纷争的违约个案，虽然债务被兜底，但对于信用风险的变化并无指向意义，市场因而也未有响应。二是信用利差处于较低水平，信用债波动或有放大。3季度以来机构多以加杠杆的形式参与信用债行情，导致信用利差被压缩至极低位，信用利差对信用风险补偿不足。资金宽松对信用利差压缩的边际作用在减弱，信

需警惕一些产能过剩、经营不善或集团支持力度较弱的中央企业违约风险。

寒潮未了 谨慎尾部分化

不论个债信用事件最终如何演化，在多数业内人士看来，在经济调结构、企业去杠杆的过程中，信用违约事件仍将不断爆发，钢铁、煤炭、机电、水泥、化工等产能过剩产业将成高危领域，低评级信用债也将成为投资“雷区”。

从过去发生的信用事件来看，公募信用事件主要集中于两个领域：一是光伏、风电等新能源行业，二是钢铁、有色、机械设备等产能过剩行业。如龙煤集团和云维股份同为煤炭企业，山水水泥为水泥企业。

“这些企业信用风险事件依然遵循了企业去杠杆、经济调结构、过剩产能经营压力大的基本逻辑。”平安证券认为，钢铁、煤炭、机电、水泥、化工等传统产能过剩产业信用违约频发，一方面来自于经济转型过程中投资驱动模式不可持续，对应在微观层面上为煤炭、钢铁等原材料市场需求萎缩、产品价格一再下跌；另一方面来自于传统产业的企业经营积弊已久，对应在微观层面即为企业经营状况长期持续恶化。

“经济仍在探底，产能过剩行业信用风险的释放只是开始，将会有越来越多的违约企业浮出水面，违约将会变得如同评级下调一样平常。”海通证券表示。

国泰君安证券认为，外部支持因素虽然可以作为延缓系统性风险暴露的逻辑，但却无法简单外推到每一个具体个券，立足于企业自身经营财务素质“防踩雷”仍然是当前最重要的投资主题，未来产能过剩的强周期行业、经营恶化的中低评级发行人信用风险仍很高。

中金公司则认为，未来违约风险的暴露将是伴随过剩产能淘汰和产业结构调整的一个较长过程，随着市场风险偏好好的下降，真正低风险高资质的信用债仍然是市场稀缺品，中长期伴随利率债收益率的下行还有下行空间。而对于低资质品种，过低的信用利差向上重估恐怕还没有完成。

用风险主导力量上升，之后信用债或面临一些调整的压力。

招商证券： 短久期中高等级为主

预计机构投资者在风险、收益和杠杆之间，将更多考虑信用风险和杠杆补偿，建议在择券上首先突出流动性和杠杆能力，短久期中高等级为主；其次关注区域和系统性风险的诱发因素，在宏观经济下行压力背景下，房地产作为最终抵押品，其估值的稳定和变现能力决定了区域性和系统性风险的承受底线，未来一个可选的简单策略是高风险行业选龙头，相对中低风险行业选估值。

资金面平稳 宽松预期渐增

维持在2.71%。

银行交易员指出，资金需求仍集中在隔夜、7天品种，大行供给较充裕，供需两旺之下，利率波动有限，而IPO重启在即，14天品种的关注度有所上升，但需求不难得到满足。整体上，资金市场情绪稳定，并未因IPO即将重启而出现明显的紧张情况。

交易所市场方面，昨日回购利率有所回落，亦未见异常表现。上交所隔夜回购利率加权值收在1.58%，较前一交易日回落约34bp，7天回购利率加权值也下行约35bp至2.09%。

证监会日前宣布10家公司重启IPO。这10家公司将于下周陆续启动网上网下申购，暂沿用老的新股申购预缴款制度，难免对短期流动性造成扰动，但从目前资金市场表现看，市场流动性预期平稳，对IPO申购资金在途效应的影响反应平淡。

货币政策保驾护航

由于临近年底，流动性进入季节性紧张期，IPO重启及短期较为密集的发行安排，无疑增添了短期流动性的不确定性。而除了IPO及年底因素，美联储可能升息也将是货币市场面临的考验。目前市场几乎普遍认为美联储将于12月升息，以将基准利率带离持续数年的历史低位，而鉴于美元在基本面及政策面上的相对优势，市场一直担忧此举将加重资金向美国本土的回流，进而加剧新兴市场等国家资本外流。

短期负面因素较为集中，容易引发流动性波动。不过，进入11月最后一周，资金市场的反应仍旧平稳，23日3个月Shibor利率报3.05%，持稳于7月以来低点，显示市场流动性预期稳定、乐观。市场人士认为，宽松的货币政策取向提振了市场对中短期流动性的信心。

事实上，随着IPO重启在即、美联储加息窗口渐近、机构指标考核压力上升，市场对于货币政策再宽松的预期也在逐渐酝酿，而上周央行小幅提高公开市场逆回购交易量、下调SLF操作利率也显示相关部门已在行动。公告就显示，24日财政部、央行将开展500亿元国库现金定存招标，有望为银行体系注入中期流动性。

市场人士指出，央行公开市场操作（含SLO）有较大的灵活性，在应对事件性和季节性因素造成的短期流动性波动方面有很大的操作空间，此外，SLF为机构提供了应急的流动性来源，央行此时下调SLF利率虽是滞后调整，但也有助于稳定市场流动性预期。总之，货币政策料为年底流动性保驾护航，流动性的不确定性上升亦加大了货币政策再宽松的可能性，流动性若现异常波动可能成为政策宽松的催化剂。

债市胶着 期债又见宽幅震荡

截至周一收盘，国债期货5年期新主力合约TF1603报99.640元，微跌0.025元或0.03%。全天TF1603成交放大近一倍至18129手，持仓则增加790手至15752手。10年期国债期货主力合约T1603收报98.045元，小跌0.125元或0.13%。全天T1603成交14024手，环比上周五放大近五成；持仓也增加646手至20233手。

综合周一成交和持仓变动来看，中金所自12月1日起恢复收取平今仓手续费的消息，对国债期货市场成交影响不明显。而5年和10年期国债期货多空主力，继续向2016年3月合约平稳移仓。交易员表示，中金所该举措意在限制过于活跃的短线交易，可能降低市场日内投机性交易，但不会改变

SLF利率的信号意义大于实际意义，短期内对资金市场的影响有限。而未来经济基本面的变动，对债市的影响则可能继续钝化。综合考虑到IPO重启带来的资金市场波动、美国加息或导致资金流出等，债券市场的波动也会逐渐加大。

在投资策略的把握上，东证期货认为，在未来经济基本面和外部环境方面需要继续关注地产去库存状况、美联储动向以及政府投资结构的变动。预计年前经济增长的变化不大，再加上流动性的扰动，国债期货短期预计以震荡为主。方正中期进一步提示称，目前交易所和离岸债券收益率已经走高，只有银行间总体还比较稳定，目前形势无法支撑国债大幅走高。

两融回暖 券商发债走出低谷

□本报记者 张勤峰

随着A股行情回暖，券商发债热情也有复苏的迹象。公开数据显示，本周待发证券公司短期融资券超过100亿元，比9、10两个月的全月发行总额还要多。市场人士指出，目前证券公司短融发行额度充足，在客户融资需求回升的支撑下，证券公司金融债供给可能继续恢复，但预计供给释放的过程将比较平缓。

本周待发券商短融过百亿

华融证券、兴业证券23日先后披露了短期融资券发行文件。相关公告文件显示，华融证券将于本月26日发行该公司今年第八期短融，期限90天，计划发行12亿元；同日，兴业证券将发行该公司今年第三期短融，期限91天，计划发行25亿元。

23日，渤海证券、东吴证券则在网上公示了其发行短融的招标文件。这两家券商各计划于本月25日发行一支短融，期限分别为90天、91天，计划发行金额分别为11亿元、10亿元。此外，Wind数据显示，财通证券23日招标发行了13亿元的该公司今年第八期短融，期限91天，发行金额13亿元。

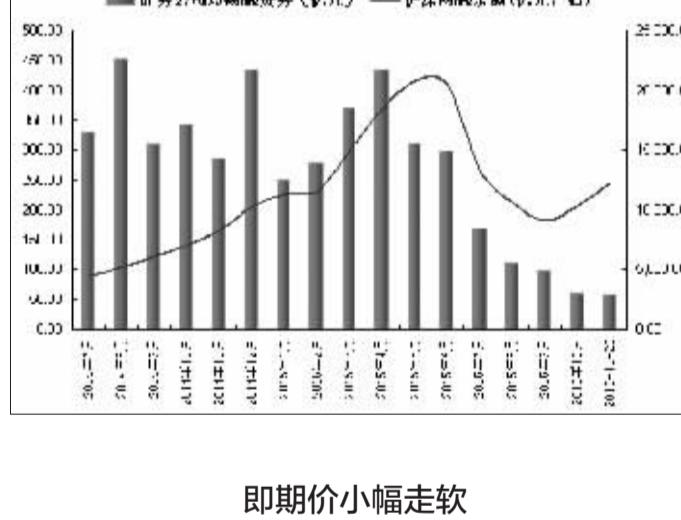
据已披露发行公告文件统计显示，本周待发行证券公司短融共5支，计划发行总额为103亿元。这比9、10两个月的全月发行总额还要大，接近8月份110亿元的发行总额。

统计还显示，11月前三周，银行间债券市场已发行证券公司短融6支，发行总额57亿元。此外，11月以来已有多家证券公司发行了合计123亿元的公司债。

年底渐近，当其他金融机构债券发行逐渐进入收官阶段之时，证券公司发债却有逐渐走出寒冬的迹象。

两融业务起伏是根源

自2012年中重启发行以来，在客户融资需求回升的支撑下，券商金融债供给可能继续恢复，但鉴于上半年过度加杠杆的前车之鉴，预计供给的提升将比较平缓。



人民币贬值至三个月低点

23日，人民币即期汇率延续小幅走低，日内一度失守6.38元关口，贬至接近3个月低点。市场人士指出，美元强势下，人民币存在一定贬值压力，但预计难现剧烈贬值走势。

23日，银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设在6.3867元，为9月1日以来的最低水平，并较前一交易日下调87基点。当日即期外汇交易中，人民币兑美元低开在6.39元，开盘后最低跌至6.3955元，此为8月31日以来最低价位，此后汇价转为震荡拉锯走势，最终收在6.3896元，跌46基点或0.07%。

香港市场上，离岸人民币兑美元汇率继续震荡走弱，截至在

口行26日发行三期金融债

中国进出口银行23日公告，定于11月26日在银行间债券市场招标发行至多160亿元三期金融债，发行规模分别为50亿元、50亿元、60亿元，期限分别为3年、5年、10年。市场人士指出，近期信用风险事件的冲击此起彼伏，存量高收益资产风险调整后的回报开始大幅下降，在流动性尚宽裕的情况下，利率债的避险以及流动性储藏功能会凸显，加之年内利率债供给有限，预计口行债发行需求尚可。

本次发行的三期债均为固

持融资融券等资本中介型创新业务发展的利器，发行规模与市场容量不断攀升。

Wind数据显示，证券公司短融重启之初月发行额均不足百亿，到2013年增至月均242亿元，2014年增至343亿元，最多时一个月发行了451亿元。今年上半年，受制于发行额度等因素，月均发行额降至300亿元水平，但存量规模仍维持在1000亿元左右的高位。同时，次级债、公司债、短期公司债等场内债券

进一步拓宽了券商融资渠道，发行量迅速上升。今年4-6月证券