

信用风险频现 违约未完危中存机

□本报记者 张勤峰

当公司信用债券集中到期遇上经济调整、盈利下滑与产能去化,2016年信用市场已注定不会平静。新年以来,已接连曝出多起债券违约事件,提醒投资者信用风险“警钟长鸣”。

市场人士认为,经济继续探底,工业企业效益不佳,信用基本面临风险仍在继续扩大,在“供给侧”改革推动产能出清的过程中,2016年信用风险事件发生的频率和规模还可能升级,防风险不可掉以轻心,提评级、控风险已逐渐成为市场主流观点,但低评级债并非全是雷区,在精细研究、谨慎甄选的基础上,在低评级债券中“淘金”也将是增厚收益的一个重要方向。

“老熟人”“新面孔”齐爆违约

2008年以来,我国公司债券市场持续高速扩容。据统计,截至2015年末,我国非金融企业信用债余额净增近3万亿元,达到14.3万亿元,位居全球第二。在债务余额不断膨胀的同时,公开市场债券违约事件也逐渐走向常态,特别是在2014年“超日债”首开中国公募债券市场违约先后后,2015年以来债券违约事件一直接连不断。

2015年,“ST湘鄂债”成为中国首单本金违约公募债、“11天威MTN2”打破国企债券的不败金身、“15山水SCP001”沦为首例违约的超短融,再算上未能按期偿付本息的“12中富01”、“10英利MTN1”、“12圣达债”以及数度延后回售的中钢债,当年公开市场上的实质性违约事件就发生了七起。

进入2016年,各类违约事件仍此起彼伏,仅从2月份算起,就已发生三起。这当中的主角,既有“老熟人”,也有“新面孔”。2月14日,山东山水公告称,公司2015年度第二期超短期融资券“15山水SCP002”未按期足额兑付本息。这已是山东山水旗下继“15山水SCP001”、“13山水MTN1”之后,违约的第三支公募债券。

■观点链接

国信证券：民企债风险溢价易升难降

2013年以来,伴随着信用债估值的分化,民营发债人溢价也越来越高。2015年底,同等级债券,民营平均高出国企和央企150BP。我们认为,虽然目前民企的风险溢价已经在历史最高,但考虑到国内经济下行压力较大,经济环境变化也较快,民营发债人负面事件不可预见性强,短期内民企风险溢价易升难降。

□本报记者 王姣

2月16日,债券收益率延续上行态势,国债期货价格亦普跌收场,5年期、10年期主力合约分别下跌0.19%、0.29%。与此同时,投资者开始提前移仓换月。市场人士指出,1月金融数据整体向好,令利率债长端承压,资金面整体宽松环境下短债需求尚可。总体来看,人民币汇率波动、货币政策受限、逆回购集中到期、地方债供给压力等不确定性因素较多,市场情绪偏于谨慎,期债继续上行难度较大,短期货在高位延续震荡整理。

期债回吐涨幅

本周二,国债期货市场在整数关口的制约下集体走低。5年期国债期货主力合约TF1603开盘报100.99元,盘中震荡走低,最低价落至100.78元,尾盘收于100.815元,较上日结算价下跌0.19%;

□渤海银行 张帅

从去年11月以来,10年期国开债与1年期国开债期限利差一直在60bp左右徘徊,10年期国债与1年期国开债期限利差也在35bp左右震荡,在此期间10年期国开债和国债均创下几年新低后出现反弹,笔者认为当前长端收益率的走势仍受短端资金利率的制约,而短端资金利率的波动取决于未来一段时间货币政策的方向。

从央行2015年第四季度货币政策执行报告中可以看出货币政策的几个趋势:首先,当前通胀水平仍处于低位运行阶段,并相对稳定,货币政策保持适度宽松没有通胀压力;其次,货币政策面临着汇率和资产价格国际间对比的约束,汇率波

近期被列入信用评级观察名单的部分公司

公司名称	列入信用评级观察名单原因
南京钢铁股份有限公司	南钢股份经营压力加大,财务风险上升,复兴集团投票权委托书签订事宜对公司后续经营的影响存在不确定性。
唐山冀东水泥股份有限公司	产业低迷,业绩预告亏损较大。
国投新集能源股份有限公司	预计亏损较大。
华锐风电科技(集团)股份有限公司	年度主营业务利润减少;运维支出增加较多;预计亏损较大。
绵阳市投资控股(集团)有限公司	公司对外担保余额共计27.87亿元,其中对泰信国际的连带责任保证反担保余额1.08亿元面临较大的代偿风险。
西宁特殊钢股份有限公司	业绩亏损对西宁特钢经营、财务状况可能产生的影响。
山西太钢不锈钢股份有限公司	太钢不锈预计亏损较大,将对资产负债率等偿债指标产生不利影响。

来源:招商证券

最近同样是旧债未偿,又添新愁的还有天威集团。天威集团2011年发行的第一、二期中期票据将分别于今年2月24日、4月21日到期面临还本付息。2015年4月,因天威集团未能按期偿付“11天威MTN2”的当期利息,创造了中国首例国企债券违约案例。公司本月5日发布风险提示公告称,由于持续亏损,资金枯竭,“11天威MTN1”兑付本息存在不确定性。另据悉,除即将到期的两支中票,天威集团还有20亿元非公开发行的PPN也将到期。

国企刚兑金身不保,而一些中小民企早已泥足深陷。日前,亚邦投资控股集团成为其中新的一员。亚邦集团15日公告称,公司未能按期足额偿付“15亚邦CP001”(应于2月14日兑付本息),已构成实质性违约。

除了实质性债务违约,年初以来,中小企业集合票据频发违约代偿,负面评级行动也屡见不鲜。在2016年伊始,负面信用事件就如此高发,暗示今年信用市场恐难以平静,也在警示投资者提高风险防范意识和辨识能力。

低增长弱盈利违约未完

应该说,伴随着近些年债券发行门槛降低,债务余额扩张,债券整体信用资

质在不断下沉,债券市场出现信用违约只是时间问题,而2008年及之后发行大量债券陆续到期,再遇上近年来中国经济增长降档减速,工业企业盈利下滑,导致信用违约的窗户纸被捅破后就一发不可收拾。

从经济大环境上看,近期信用事件多发,很可能不是短期现象,信用基本面仍在继续恶化,信用风险有增无减。从年初公布的各项数据来看,经济仍处于探底阶段,企稳迹象不明显,企业盈利前景不乐观。数据显示,2015年12月,全国规模以上工业企业利润总额同比下降4.7%,跌幅较11月扩大3.3%,已连续7月负增长。市场机构认为,企业效益恶化的势头在2016年依然难觅拐点。

机构指出,经济继续承压,企业效益下滑,已与投资回报相比,实际融资成本依然偏高,而公司信用债券开始集中到期,共同加大了企业债务偿付的不确定性。与此同时,随着供给侧改革深入推进,监管层正淡化刚兑信号,也提升了信用风险暴露的概率。

近期煤炭和钢铁行业的去产能指导意见已相继落地。业内人士指出,中央经济工作会议将去产能定为2016年经济的首要任务,在“供给侧”改革推动产能出清的过程中,2016年信用风险事件发生

煤炭、钢铁两个行业去产能的路径和复杂性,仍然建议优选中高等级国企,并关注兼并重组,虽然需要当心可能发生的债务减记,但随着政策落地,过剩行业中部分主体也具备了参与的安全边际。

兴业证券：传统行业或成违约重灾区

传统行业或是今年违约的重灾区:随着“三去一补”的加速推进,传统产能过剩行业经营困难程度显著上升,僵尸企业的违约风险会加速释放,信用

煤、量宽边际效益递减。债市情绪极为谨慎,期债结束前日补涨行情大幅下挫。在强劲的1月份金融数据发布后,现券市场承压,国开行昨日招标的7年期固息债中标收益率为3.2576%,明显高于二级市场。二级市场上,昨日剩余期限近10年的国开活跃券150218最新收益率报价为3.1500%/3.1300%,上日尾盘为3.1000%/3.0800%。

松,量宽边际效益递减。债市情绪极为谨慎,期债结束前日补涨行情大幅下挫。

在强劲的1月份金融数据发布后,现券市场承压,国开行昨日招标的7年期固息债中标收益率为3.2576%,明显高于二级市场。二级市场上,昨日剩余期限近10年的国开活跃券150218最新收益率报价为3.1500%/3.1300%,上日尾盘为3.1000%/3.0800%。

短期料宽幅震荡

分析人士指出,现券收益率持续反弹,期债结束前日补涨行情大幅下挫,显示当前债市明显承压。一方面,随着全球金融市场的企稳,避险情绪有所降温;另一方面,随着逆回购陆续到期,流动性或面临波动,同时地方债供给冲击来临;此外,考虑到年报披露后将会面临大批债券评级下调,信用风险的爆发也将对债市产生流动性冲击。短期来看,预计债市将延续宽幅震荡。

加息预期减弱,德国银行业发生危机,引发了市场对全球经济复苏的担忧,原油等大宗商品暴跌又加剧了通缩预期,避险资金流入黄金和债券,日本等发达国家中长期国债利率大幅下行,全球债券市场收益率有望进一步走低;另一方面国内经济复苏缓慢。从高频数据来看,通胀水平仍处于低位,工业和进出口持续偏弱,在配合供给侧改革的同时,去杠杆、去库存的压力仍然存在,经济很难快速企稳。

从国内外经济环境来看,中国债券市场有基本面的支撑,收益率仍处于下行通道,近期长端收益率出现小幅反弹主要受制于短期资金成本的居高不下。目前回购定盘利率仍处于盘整阶段,短端债券收益率不具备利差优势,因此收益率下行空间

的频率和规模还可能升级,信用风险可能进一步扩大,而其中煤炭、钢铁等产能过剩行业恐将首当其冲。

紧抓高评级 精选高收益

对债券投资者而言,当前债券绝对收益率本就不高,如果不慎“踩雷”,则得不偿失,因此信用风险排雷理所当然地应成为2016年信用市场最重要的主题。

业内人士建议,对产能过剩行业及中小企业发行人的存续债券应更加谨慎。从近些年情况看,中小企业集合票据代偿事件多发,暴露了中小企业抗风险能力差和融资能力弱的特点,特别是民企中小企业因在公司治理、融资能力、外部增信等方面具有天然劣势,更容易受到经济周期波动的冲击,而产能过剩行业政策环境收紧、经营状况普遍不佳,违约风险也在不断暴露,需防范钢铁、化工、能源、建材等强周期行业信用风险。

结合经济形势和企业属性,机构普遍建议提高评级、优选国企,关注高评级产业债和优质城投债,规避评级较低、产能过剩行业的品种。自去年以来,尽管信用债整体收益率水平持续走低,但不同发行人、不同等级间、不同行业间债券的分化不断加剧,已经反映了机构规避风险的倾向。

需要指出的是,低评级债并非全是雷区,也有机构提示,在扎实研究、谨慎甄选的基础上,在低评级债券中“淘金”将是获取超额收益的一个重要方向。某机构研报指出,在信用风险逐渐暴露的过程中,传统产能过剩行业将呈现两头分化行情,部分主体资质由于行业平均水平的高收益品种值得关注。一位券商交易员更表示,能被预期到的风险都不是风险,只有超预期的事件才构成风险。目前有的高收益债定价相对充分,并不是完全不能参与,通过精细化研究,投资那些风险被充分定价的甚至是被错杀的高收益债,可增厚组合收益。因此“一手抓紧高评级,一手挑选高收益”不失为一个稳妥的信用策略组合。

债因此会加速分化,2016年信用违约将会常态化,防风险和排雷也将成为今年信用债投资的主旋律。

国泰君安证券：警惕民企治理风险

中低评级民营发行人的治理风险天然较大,而且难于准确预测,这成为债券投资者难以解决之痛。一方面需要基于细致的券种分析权衡整体资质和治理风险取舍,另一方面,整体上给予一定的估值折价恐怕也是无奈之选。(张勤峰 整理)

续宽幅震荡。华创证券在最新研报中指出,全球避险情绪继续下降,风险偏好继续回升,避险情绪带动的债券市场利率下行已经结束,因此需要警惕利率的再度回升的压力。此外,短期内人民币出现强劲升值,但是不同的升值原因对市场的影响不同。如果是因央行干预导致的升值,汇率对利率的约束将更为明显。

国泰君安证券则认为,汇率贬值预期大幅减弱甚至出现阶段性升值,使得人民币资产的流动性压力减轻,叠加经济持续疲弱,债券收益率可能重新出现明显的下行,不排除短期创下年内新低的可能。

具体到期债策略,中州期货指出,国债期货上行动能较弱难以形成有效突破,短期维持震荡整理的可能性加大,由于上方平台压制较强,稳健投资者以短线操作为宜。

受到限制。伴随着美国加息预期的减弱,人民币汇率逐渐企稳回升,外汇储备也有望企稳回升,货币政策的操作空间逐渐放开。鉴于当前国内外经济基本面临弱的局面短期内难以改善,国内的货币政策方向的判断应更加关注汇率波动以及资金面的变化。尽管人民币汇率短期内企稳回升,是否具有持续性仍应参考美联储加息预期以及本国外汇储备的变化,而资金面的波动也受外汇储备以及外汇占款等因素的影响。尽管供需关系决定着债券收益率的变化,但未来一段时间汇率因素将成为影响收益率走势的重要因素。汇率企稳将有助于货币政策的释放,短端收益率也将打开下行空间,中长端收益率有望进一步突破前期低点。

周二公开市场净回笼950亿元 资金面平稳态势料延续

□本报记者 王姣

2月16日,央行开展300亿元7天期逆回购操作,尽管当日净回笼资金950亿元,资本面仍延续宽松态势。市场人士指出,春节假期后央行仍连续多日进行公开市场操作,显示出扶助流动性的丝丝暖意,少量逆回购且频繁的操作节奏,意在确保逆回购到期的回笼压力平滑可控,预计节后流动性基本无虞,短期资金面不会有明显波动。

单日净回笼950亿元

2月16日,央行以利率招标方式开展了逆回购操作,交易量为300亿元,期限为7天,中标利率2.25%,与上期持平。当日公开市场有750亿元28天期逆回购和500亿元14天期逆回购到期,由此公开市场单日净回笼950亿元。

另据统计,仅逆回购一项,本周共有5950亿元到期,意味着等量资金将被动回收;此外,本周亦有1100亿元的MLF(中期借贷便利)到期。

昨日市场资金面宽松依旧,短期回购利率小幅上行。在银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率小幅上涨0.84个基点至1.99%,7天回购加权平均利率上涨5.32个基点至2.44%。交易员表示,昨日为春节假期后的第三个交易日,资金面继续保持宽松状态,融入需求都得到满足。昨日最长成交在3个月品种,市场成交继续增量,短期主要集中在隔夜和7天品种上。全天无大波澜。

央行此前表示,为做好春节前后流动性管理工作,保持流动性合理充裕,将增加春节前后公

7年期国开债中标利率 高于二级市场

国开行16日招标发行的四期固息金融债中7年期债券中标收益率高于二级市场。在强劲的1月份金融数据发布后,债券市场承压,投资者对中长期债券的谨慎情绪升温。

国开行昨日招标的包括该行2015年第21期、23期和2016年第4期金融债的增发债券,以及新发的一股债券包括2016年第6期金融债,期限分别为7年、3年、1年和5年,均为固定利率债券。据市场人士透露,本次国开行1年、3年、5年、7年期债券中标收益率/利率分别为2.4179%、2.8109%、2.96%、3.2576%,前三者发行利率均略低于二级市场水平,7年期债券则明显

河北省发行350亿元地方债

2月15日,河北省成功定向发行2016年第一批河北省政府债券350.13亿元,这是今年首批通过定向承销方式完成发行的地方政府债券,本次发行的地方债票面利率较下限上浮13%至14%。

河北省财政厅15日公告称,采用定向承销方式发行了总额350.13亿元的地方政府债,此次发行的一般债券包括2016年置换一般债券一期、二期、三期、四期,均为记账式固定利率附息债,期限分别为3年、5年、7年和10年,发行规模依次为46.17亿元、68.72亿元、68.72亿元和45.8亿元,经簿记建档确定的票面年利率分别为2.96%、3.14%、

山煤国际被纳入信用评级观察名单

山煤国际能源集团股份有限公司(简称“山煤国际”)2月15日公告称,鉴于山煤国际预计亏损较大等,信用评级机构将公司纳入信用评级观察名单,不过2013年公司债券(第一期)(13山煤01)将在2015年年报披露前完成兑付,不会造成债券暂停上市交易的情形。

据悉,山煤国际于2014年4月24日发行“13山煤01”,发行规模15亿元,发行票面利率6.35%,债券到期兑付日为2016年4月24日。2015年6月19日,大公国际资信评估有限公司(简称“大公”)对“13山煤01”进行跟踪评级,将山煤国际主体信用等级调整为AA,债项信用等级调整为AA,评级展望稳定。

开市场操作场次,从1月29日起至2月19日,除了周二、周四常规操作外,其它工作日均正常开展公开市场操作,操作流程保持不变。

流动性平稳可控

2月16日至3月4日,超过1.7万亿元央行逆回购将陆续到期,面对流动性集中到期压力,业内人士预计,央行仍将采取灵活的流动性供应,确保春节后逆回购到期的回笼压力平滑可控,预计短期资金面不会有明显波动。不过尽管央行继续微量呵护资金面,但未来几周随着春节前投放的天量流动性陆续到期,资金面仍将面临一定压力。

申万宏源证券表示,节后第一周和第二周公开市场逆回购到期量分别为5950亿元和逾8000亿元,虽然节后面临资金回流,但是由于到期量较大,公开市场仍需要央行进行一定的干预,否则资金面压力仍在。

中信证券进一步指出,本周央行公开市场有7050.1亿逆回购及SLF到期,虽然央行应会采取对冲措施,但或仍以短期性、结构化投放为主,资金面中性趋紧格局也为债市筑底。

目前来看,市场对短期降准降息的预期不高。如招商证券指出,资金外流压力与货币政策束缚问题可能在一段时间内仍然存在。央行2015年4季度货币政策执行报告也提到,“货币政策面临着汇率‘硬约束’”。从全球避险而言,人民币虽然加入SDR,但仍然不是避险货币,在避险情绪缓和以前,资金外流压力可能仍然存在,在汇率政策有所调整的背景下,货币政策工具的选择仍面临较强约束,短期内降准降息的概率都比较大。

高于二级市场,反映了1月份超预期金融数据对中长期债券投资情绪的影响。

据中债到期收益率曲线显示,2月16日,银行间市场上1年、3年、5年、7年期固息国开债收益率分别报2.50%、2.84%、3.04%、3.20%。

16日,央行公布的1月份信贷数据和社融数据均远高于市场预期,强劲金融数据缓和和经济悲观预期,也打击了市场对于货币政策继续放松的信心。市场人士认为,先有汇率维稳任务,后有融资需求回暖,加上春节后债券供给快速释放,短期内债券市场面临多重压力,不确定性增加,谨慎观望为上。(张勤峰)

3.32%和3.28%,3年、5年期较下限上浮14%,7年、10年期较下限上浮13%;此次发行的专项债券包括2016年置换专项债券一期、二期、三期,期限分别为3年、5年、7年,发行规模分别为36.32亿元、36.16亿元和48.42亿元,利率同样分别为2.96%、3.14%、3.32%。

市场人士认为,结合当前市场相对较低的国债利率水平,地方政府倾向于尽早发行以便获得更低的资金成本,这意味着在一季度剩下的有限时间内,供给压力巨大。湖北省财政厅此前即公告称,将于本周四(18日)招标发行总额600亿元的一般地方债。(王姣)

今年2016年1月29日,山煤国际发布2015年年度业绩预告公告称,由于受宏观经济增速放缓、煤炭行业产能过剩及煤炭需求不足等因素影响,煤炭价格持续下滑,预计2015年年度实现归属上市公司股东的净利润为-11亿元左右。若经审计的2015年年度净利润仍为负值,山煤国际将连续两年净利润为负值,其股票在2015年报披露后将被实施退市风险警示。

鉴于山煤国际预计亏损较大,将对资产负债率等偿债指标产生不利影响,因此,大公决定将其纳入观察名单。不过山煤国际计划用经营性收入及发行债券所募集资金偿还4月24日到期的“13山煤01”。(王姣)