

■“雾里看债”系列(四)

# 供给侧改革元年：精选“剩斗士”

□本报记者 王姣

2月24日晚，“11天威NTN1”发行人公告称未能按期兑付本息，由此成为春节后第3只实质性违约的债券。市场人士指出，2016年是供给侧改革元年，随着供给侧改革进入政策明朗和逐渐落实阶段，信用风险可能进一步扩大，煤炭、钢铁、水泥等产能过剩行业恐将首当其冲，信用风险排雷将是2016年信用市场最重要的主题。与此同时，在供给侧改革推动产能出清的过程中，一些行业的景气度或将迎来实质性改善，未来行业内部分化也将愈来愈明晰。针对产能过剩的周期性行业中，投资者可把握“剩者为王”的投资逻辑，在避免“踩雷”的同时寻找被低估的“价值洼地”，精选可增厚收益的“剩斗士”。

## 供给侧改革逐步落实

自2015年底中央工作会议提出“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”以来，一系列去产能与供给侧改革的信号不断释放：钢铁、煤炭行业去产能规划相继出台，八部委发文要求加强金融对工业供给侧改革的支持，房地产去库存持续加码，近日中共中央政治局会议再次强调“着力加强供给侧结构性改革”……

毋庸置疑，钢铁、煤炭等严重产能过剩行业成为供给侧改革和去产能的重要突破口。今年2月初出台的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，确定去产能目标为“从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨”；

## 观点链接

### 国泰君安： 信用风险未必集中爆发

八部委发文释放“金融支持工业”的信号，尽管我们认为本轮去产能对债券市场的影响可能会比较显著，但是流动性支持和政策会起到缓释信用风险急剧扩大的风险，信用风险的上升预计会被控制在一个“可以接受”的范围，集中爆发引发债市崩盘的概率低。

### 申万宏源： 产能过剩行业关注龙头

截至目前对于钢铁煤炭落后产能的

《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，确定去产能目标为“从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右”；《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》则明确对于过剩产能行业的金融政策为有保有控，一边对“优质企业”继续给予信贷支持，一边对“僵尸企业”坚决压缩退出相关贷款。

据国泰君安证券的研究，假设按照规划完成去产能计划，考虑到需求下滑，钢铁行业五年去产能1.5亿吨，届时产能利用率仍将不足70%，煤炭行业三年去产能5亿吨，乐观估计减量重组能再淘汰2亿吨产能，届时产能利用率仅为71%左右，两个去产能突破口行业都难以达到80%以上产能利用率的目标。因此，现有的去产能规划力度难以最终解决本轮严峻的产能过剩问题，同时，伴随着行业持续出清的过程，过剩产能行业的信用风险将持续暴露。

以煤炭行业为例，据中信证券预测，供给侧改革对煤炭行业债券的冲击主要有三个阶段：一是方案制定阶段。政策层与企业相互博弈，市场预期尚不明朗，行业利差整体上行；二是方案出台与落地阶段，随着政策陆续出台，前景逐渐明朗，市场一致预期开始形成，利差加速分化。三是市场出清，行业正常化阶段，信用风险逐步释放，资质较差企业淘汰，产能均衡复归，风暴过后，剩者为王，前期被错杀的债券估值预计将会修复。

### 避免踩雷仍是主题

随着供给侧改革进入政策明朗和逐

渐落实阶段，信用事件风险进一步扩大成为大概率事件。分析人士指出，2016年宏观经济下行的压力依然很大，在去库存与去产能背景下，信用分化加剧，违约将呈常态化，投资需提前防范钢铁、煤炭、水泥等强周期且产能过剩行业信用债的兑付压力，信用风险排雷将是2016年信用市场最重要的主题。

春节以来债券市场已发生多起违约事件。2月14日，山东山水水泥集团和亚邦投资控股集团分别公告称其债券“15山水SCP002”和“15亚邦CP001”不能按期足额偿付，构成实质性违约。2月24日晚，保定天威集团也宣布，“11天威NTN1”未能按期兑付本息。

随着2015年业绩预告相继发布，钢铁、煤炭、水泥等过剩行业发行人纷纷被评级机构调低主体评级或列入负面观察名单，如庆华能源、山东山水、南钢股份、宝钢集团等主体评级均被调低，包钢股份、柳钢股份、西宁特钢、冀东水泥、山煤国际等被列入评级观察名单。

市场人士指出，当前上市公司已进入了业绩预告发布的密集期，有色、钢铁、煤炭、采掘等强周期且产能过剩的行业业绩预警比例较高，这些强周期行业中未来还可能出现更多预亏企业，尤其一些盈利能力下滑、经营困难或公司治理结构风险暴露的企业将面临违约风险，投资者宜仔细甄别，谨防评级下调与踩雷风险。

### 精挑细选“剩斗士”

“福兮祸所伏，祸兮福所倚。”在供给侧改革推动产能出清的过程中，一些

过剩的周期性行业中，一方面，投资者可把握“剩者为王”的投资逻辑，但另一方面，行业内弱势经营主体始终将受累于行业下滑，难以改变其不佳的经营和财务状况，因此，周期性行业中需严格回避弱势经营主体，降低踩雷概率。

### 华创证券： 掘金高收益债

在去产能过程中，信用风险还会继续扩大，更多盈利能力下滑、经营困难或公司治理结构风险暴露的企业将面临违约风险，需重点关注相关行业企业盈利状况及持续经营能力。同时我们也将继续

“僵尸企业”和落后产能将加速退出市场，但与此同时，一些产能过剩行业的景气度或将探底回升，龙头企业也将受益于行业集中度的提升，未来行业内部分化将愈来愈明显。业内人士指出，在信用风险事件频发的当下，尽管短期内市场情绪可能会令某些行业泥沙俱下，但风暴过后，剩者为王，投资者不必谈产能过剩而色变，宜在避免踩雷的同时寻找被低估的价值“洼地”，精选可增厚收益的“剩斗士”。

以钢铁行业为例，中债资信认为，部分经营实力较差的中小型钢铁企业或将面临偿债风险，但对于行业龙头及优质企业，其信用品质将能保持稳定。中信证券也表示，相对于技术门槛低且产能过剩压力大的普钢而言，附加值高的特钢产品有望伴随汽车工业、高端装备制造、高速铁路等产业实现稳增；相对于外部支撑较强的国企而言，造血能力不足的民企的外部融资渠道天然受限，更难抵御流动性寒流。随着去产能进程的实质开启，投资者需要在避免踩雷的同时寻找被低估的“价值洼地”，不要盲目错杀可能熬过寒冬的发行人。

“这次去产能是一条漫长的征程，出现一刀切的可能性较低，但是过剩产能安全边际已经慢慢清晰。”招商证券建议投资者从产品结构、经营状况、所在区域三个维度去寻找过剩产业企业的安全边际，如产品结构中高端产品占比越高，生产高附加值产品的企业受到去产能的影响就越低，过剩产能集中地的企业受去产能的压力就越大。(本系列完)

提示去产能过程中，部分优质企业会成为政府重点扶持的行业龙头或并购重组主体，掘金高收益债或将成为今年信用市场热点。

### 中信建投： 部分债券性价比已高

根据国务院近期出台的煤炭、钢铁行业的产能去化指导意见，应该说去产能的速度低于预期，未来对于大型龙头企业政府支持力度将逐渐加大，因此，我们认为部分过剩产能行业龙头企业目前已有较高的性价比，投资者可适当关注。(王姣 整理)

## 转债抗跌 短线料随正股震荡

□本报记者 王姣

0.22%和0.48%。

### 短期料随A股震荡

市场人士指出，A股重挫，令市场谨慎情绪再度升温，目前机构对后市分歧加大，乐观者预计，随着悲观情绪的释放，股市或重拾反弹之旅，悲观者认为，市场整体行情逐步步入尾声，股市就此结束反弹的可能性依然存在。对转债而言，短期预计随A股表现陷入震荡，建议投资者谨慎操作，精选个券。

### 转债明显抗跌

25日午后，A股再度上演“大跳水”，沪指指一步到位跌破2750点，跌幅高达6.41%或187.65点，创熔断暂停以来最大跌幅。深成指、创业板指双双跌逾7.3%，两市约1300只个股跌停。

转债(含可交换债)市场随之表现惨淡，14只存量个券悉数下跌，不过整体表现强于正股，再度凸显其抗跌性。

从业内人士来看，目前转债估值仍然偏高，而且部分转债绝对价值也有所反弹，考虑到潜在供给加快和股市的不确定性，中期来看，转债估值始终是2016年年的压力所在。

国泰君安证券指出，三个因素共振将导致转债迎来阶段性春天，一是风险偏好持续回升但持续性存疑，二是短期正股或呈现温和震荡或反弹，三是节后供给冲击放缓导致“杀估值”压力不大。

具体到转债配置，国信证券提出三大思路：一是等待确定底的债性品种，债性品种以后仍有机会不需要着急配置。这个思路的前提是对股市相对悲观，且有较长的配置资金。

二是抓反弹的品种，需要关注股性和流动性情况。

三是把握个券机会，注重对行业配置和个股的选择。

个券方面，综合机构观点来看，推荐投资者从业绩出发结合估值水平、短期催化因素等择券，优先选择转债溢价率较低、正股弹性大、因条款等原因导致的低估等个券。

### 2月25日转股类债券行情及估值数据

名称	最新	涨跌幅	正股涨跌幅	到期收益率	转股溢价率	纯债溢价率
九州转债	131.01	-5.20%	-9.99%	-2.72%	46.10%	41.30%
顺昌转债	126.00	-3.37%	-10.00%	-1.80%	67.30%	33.59%
格力转债	124.05	-2.68%	-9.15%	-3.29%	65.35%	26.23%
歌尔转债	130.00	-2.63%	-10.00%	-2.95%	28.01%	32.22%
电气转债	117.40	-2.52%	-9.58%	-1.13%	56.05%	21.98%
14宝钢EB	119.00	-2.46%	-9.14%	-7.20%	43.61%	19.18%
三一转债	107.71	-1.92%	-8.38%	0.49%	64.19%	16.77%
广汽转债	119.13	-1.86%	-5.97%	-1.25%	33.05%	29.48%
15清控EB	114.00	-1.47%	-9.95%	-3.88%	66.03%	18.77%
国航转债	111.90	-1.17%	-9.19%	0.14%	67.57%	19.20%
蓝盾转债	111.20	-0.98%	-9.97%	0.36%	90.31%	17.26%
15天集EB	105.12	-0.48%	-3.77%	-0.19%	76.28%	12.91%
15国盛EB	100.30	-0.32%	-8.51%	1.45%	118.01%	9.50%
15国资EB	107.36	-0.22%	-4.15%	1.61%	87.29%	6.06%

## 国开行下周发行四期金融债

□本报记者 张勤峰

为3月3日，上市日均为3月7日，其中增发债券上市后将同对应的原债券合并交易。

上述四期债券将采用单一价格/利率(荷兰式)招标方式，投标人可在一定数量标位内进行不连续投标，各品种标位区间设置在发行前公布。此次5年期、3年期债券招标时间为3月1日上午9:30—10:30；10年期和7年期债券招标时间为3月1日上午9:30—11:20。此次3年、5年、7年、10年债券承揽费分别为面值的0.05%、0.10%、0.10%、0.15%；各品种均无兑付手续费。

上述四期债券包括国开行2015年第18期、2016年第6期、第7期金融债的增发债，以及新发行的2016年第8期金融债，均采用固定利率形式，期限分别为10年、5年、7年、3年，本次发行规模上限分别为120亿元、70亿元、70亿元、60亿元。本次发行招标日均为3月1日，缴款日均为3月1日，缴款日均为3月1日，缴款日均为3月1日。

## 资金吃紧 口行债招标结果欠佳

□本报记者 张勤峰

品种较二级估值水平高出不少，两债券对应投标倍数为2.88倍和2.01倍。24日，中债政策性金融债到期收益率(进出口和农发行)曲线显示，5年、10年期最新收益率分别为3.1106%、3.3602%。

本周以来，在逆回购集中到期和企业缴税等因素影响下，资金面渐趋收敛，而25日的例行补充准备金进一步加剧流动性紧张，从而打击债券市场人气。短期来看，流动性紧张应不具持续性，但因为货币政策宽松受缚，资金利率难大幅下行，债券市场可能难改弱势震荡格局。

## 财政部今招标100亿贴现债

□本报记者 张勤峰

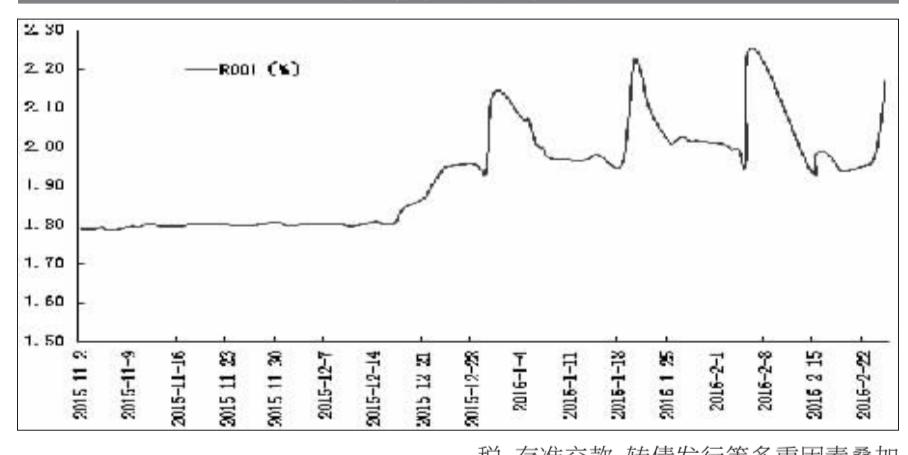
日进行分销，3月2日起上市交易。本期国债将于2016年5月30日(节假日顺延)按面值偿还。

本期国债采用混合式招标方式，标的为价格。投标标位变动幅度为0.002元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60个、25个和40个标位。

自2015年起，央行开始按周发行三个月(91天)期贴现国债，按月发行半年(6个月)期贴现国债。

## 缴准“补刀”紧势升级 流动性遇倒春寒

□本报记者 张勤峰



### 资金面紧势不减

尽管央行大幅提高了逆回购操作量，但与市场预期仍有差距，因为央行此次操作并没有进行资金净投放。与此同时，新的不利因素出现，令短期流动性紧张局势进一步升级。

25日，在央行开展3400亿元逆回购操作后，资金面紧张形势仍未见缓解，银行间部分期限资金利率上涨明显，而交易所市场亦受到波及，短期回购利率一度大幅冲高。

昨日银行间市场(存款类机构行情)隔夜回购利率早盘径直冲高至2.35%、2.42%位置，最高成交到2.80%，较前日加权利率1.97%上行明显，后逐步小幅回落，至收盘时加权利率报2.11%，仍较前值上涨14bp；7天回购虽然全天加权利率回落4bp至2.30%，但日内一度成交到3%；14天回购昨日最高成交在3.4%，全天加权利率亦上行12bp至2.64%。

而银行间资金紧张已蔓延至交易所市场，25日，交易所市场回购利率波动加剧。上交所隔夜回购利率日内最高涨至8.5%，全天加权利率上涨350bp。

业内人士表示，节后现金大量回流，致缴准基数扩大，25日是例行存准调整日，需交存的准备金量较大，同时，在定向降准考核后，部分机构不再享受优惠存准率，此次可能面临较大的缴准压力。此外，26日有新转债发行，冻结资金造成的边际压力不小。综合起来，逆回购到期、企业缴

款、存准交款、转债发行等多重因素叠加令资金面雪上加霜。

### 钱紧不具长期持续性

短期来看，资金面仍存压力，一则后

续到期逆回购仍然较多，二则接近月底，

不利因素扰动不断。

央行加码逆回购操作，也因此增加了后续的到期规模。截至25日的数据显示，下周(2月27日至3月4日)到期逆回购已增至8600亿元，只比本周少1000亿元，在目前形势下，预计26日逆回购操作规模不会小，因而下周的到期量还会增加，甚至可能超过本周。同时，下周处于2月末3月初，或存在一定的季节性扰动，而现金加速回流使得3月初缴存压力仍不容小觑。基于此，资金面在短期内仍存在一定不确定性。

不过，市场认为目前流动性偏紧的状况不会持续太久，预计央行将会多渠道给予流动性支持，平抑短期流动性波动。市场人士表示，目前主要是短期资金偏紧，中长期资金需求并不高，显示机构对流动性的预期仍比较平稳。25日，3个月回购利率仍下行5bp，3个月SHIBOR仍下行0.2bp。交易员亦称，预计央行将加大短期流动性支持，而考虑到短期工具到期的影响，也不排除央行辅以中等期限的流动性投放以稳定市场。

总体上看，业内预计短期流动性紧张

不会持续太久，央行后续操作仍需观察，资金