

■四维度探析债市纠结(二)

违约潮风波不断 降级潮山雨欲来

年报季提防信用债“挤泡”

□本报记者 张勤峰

进入2016年，当无风险债券逐渐停下了上涨的脚步，信用债当仁不让地充当了牛市的坚守者，通过不断地刷新收益率低位和挤压本已狭小的利差空间，信用债竭力证明着债券牛市的延续。然而，刚走完一季度，信用债似已力不从心。

近两周时间，信用市场出现了全面调整的走势，部分低评级公司债利率上行多达数十个基点。不光如此，先前持续火爆的信用债一级市场亦现降温，据不完全统计，4月以来已有近300亿元债券取消发行。

最近一两年，市场逐渐对债券违约习以为常，但今年初迎面而来的一波违约潮，始终不见退潮的迹象，不断侵蚀机构对信用债投资的信心。近期部分国企接连陷入信用危机，更深刻冲击市场的信仰。业内人士认为，信用风险迟早面临重定价，畸低利差终究无法长久。在“控风险”与“缺资产”的底下，或许信用风险“点状”爆发不至于压垮市场，利差纠偏可能会是个长期过程，但侥幸之心不可有，风险排查不可缺。短期看，违约潮至今仍风波不断，年报季降级潮又山雨欲来，信用债分化行情或加剧，应谨慎对待低评级债及评级虚高国企债。在信用债市场杠杆堆积、投资行为高度趋同的情况下，还需警惕机构集中止盈可能诱发的流动性冲击。

信用债突然“退烧”

2016年以来，无风险债券收益率在纠结中出现向上调整，十年国债、国开债至今分别回调约10bp和15bp。作为债券市场的指标券，长端利率债无所作为，显然有碍债券“颜值”，好在信用债盛宴火爆依旧，竭力证明持续已逾两年的“史上最长牛市”仍在延续。

在基准债券出现调整的背景下，今年一季度信用债市场继续上演牛市行情，绝对收益率不断刷新历史低位，本已处在较低水平的信用利差亦进一步收缩。以5年期AA级别中票为例，今年一季度中债到期收益率最多时下行24bp至4.12%，刷新历史低点，其与同期限国债的利差亦由2015年末的166bp最低降至160bp，距离151bp的历史最低纪录一度不到10bp。中债城投债到期收益率曲线也显示，一季度5年期AA级城投债收益率继续大幅下行35bp至3.73%，其与同期限国债利差最低跌至118bp左右，双双刷新历史纪录。

然而刚走完一季度，信用债市场就出现了“退烧”的迹象。最近两周时间，信用市场出现了全面调整的走势，部分低评级公司债利率迅速上行多达数十个基点，信用债信用利差亦出现企稳并走阔的迹象。中债到期收益率曲线显示，4月初以来，5年AA中票收益率上行约9bp，涨幅高于同期限国债的5bp，带动信用利差小幅走阔至171bp；5年AA城投债收益率近期内上行5bp左右。交易所市场上，尽管中证公司债收益率曲线数据变化不大，但部分活

跃个券波动加大，部分中低评级债收益率上行多达40—60bp。

先前持续火爆的信用债一级市场亦现降温，强周期、产能过剩行业发行人遇冷已不再是新鲜事，最近连一些中低等级国企也尝到了冷遇的滋味。4月12日，西南水泥、南京中电熊猫信息产业集团、山东重工集团相继宣布取消相关短融券或中期票据的发行。据Wind公告数据不完全统计，4月以来至少有29支债券取消发行，涉及债券计划募资总额近300亿元。

违约频发冲击信仰

过去两年，尽管无风险债券收益率显著下滑，但在经济调整、信用基本面走坏、债券违约风险从无到有并渐成常态的大背景下，信用债市场仍然持续上涨，收益率低到不能再低，信用利差窄到不能再窄，才是这一轮突破常规、有违常识的空前牛市的最真实写照。

既然有违常识，市场对这轮信用债牛市的“怪现状”其实心知肚明。业内人士直言，当前信用债市场面临三大风险，利率风险、信用风险、流动性风险。

近期无风险债券调整，令信用债承受利率风险。国泰君安证券研报指出，本月以来利率债延续调整势头，且调整节奏有所加速，信用债因前期累计涨幅过大，面临滞后调整、信用利差走阔的压力。

不过，信用市场与利率市场行情呈现阶段性背离并不鲜见，今年一季度的走势就是鲜活的例子，不少市场人士认为，近期促使信用债“补跌”的关键还是接连不断的信用风险事件正在引起从量变到质变的反应。

从前两年的一年数起、数月一起，到如今变成一月数起甚至一周数起，年初以来各类信用风险事件频发，其中实质性违约案例也层出不穷，促使市场不得不重新审视信用风险。

据统计，年初至今，中国债券市场已发生的实质违约或担保人代偿事件多达18起，涉及债券24支，其中仅3月份以来就有11起，涉及债券12支，这一频率前所未见。从已有违约债券来看，覆盖银行间与交易所、涵盖长期债与短期债、既有公募债也有私募债，显现无差别的违约特征。

更值得注意的是，先前债券市场违约多集中在民企发行人群体，但近期先后有多家国企甚至央企发行人陷入偿债危机，沉重打击了投资者对信用债风险的既有认识。本月5日，东北特钢超短融违约，打破了地方国企债券违约“神话”，随后中煤华显短融违约为国企债违约再添一例，而宣布回售延期的霍煤集团也属地方国企，11日，做出暂停旗下168亿元债券交易这一惊人举动的中国铁物则是不折不扣的央企。

“国企债刚兑的信仰崩塌了，信用风险似乎无处不在。”一位市场人士如此感慨。他认为，正是近期的国企违约事件，加剧了当前信用债市场的谨慎心态。

违约潮未退 降级潮或至

在一些业内人士看来，今年初债券违约事件集中出现，并不是一种偶发现象。

在2月投资增速回升后，3月超预期的PMI数据进一步点燃了市场对经济企稳的憧憬，但目前断言经济已经触底还为时尚早。在经济走势存疑的情况下，企业盈利改善的前景就更加难以预料。

Wind数据显示，截至4月12日，已有1529家A股上市公司披露了2015年财报。据Wind统计，这部分上市公司2015年净利润总体较上年增长2.4%，较2014年全部上市公司的6.3%的净利润同比增幅下降3.9个百分点；平均净资产收益率为11.83%，较2014年全部上市公司的12.83%下降1个百分点。

在盈利能力持续恶化的情况下，经营活动产生的现金流下降，企业更加依赖外部融资。Wind数据显示，已披露财报的上市公司2015年末总体资产负债率为86.25%，较2014年全部上市公司的85.20%继续上升。

市场人士表示，企业盈利继续恶化与负债规模持续上升的局面，自然对应着违约风险加速暴露的结果，而上市公司往往代表了行业内先进企业，一般企业的状况可能更加堪忧。

业内人士进一步指出，今年到期企业债务规模较大，且发行人依靠短期债务融资偿还到期债务的现象越发明显，进一步增加了短期流动性压力和偿债风险。此外，部分已违约债券发行人仍有存续债券，涉及大量本金，后续继续发生违约事件的可能性较高。总的来看，年初开启的违约模式已渐成常态，在经济有效企稳并带动企业盈利实质改善之前，信用尾部风险或加速暴露。

■观点链接

国金证券：信用债面临“三座大山”

信用债目前风险大于利率债，主要有三大风险，其一是利率风险，其二是流动性风险，其三是信用风险，但其中最大的还是流动性风险。我们认为，信用风险的“焦状式”爆发不会压垮债市，虽然2016年评级下调达到历史同期之最，但是这还不是信用债的致命伤。信用债流动性风险一旦爆发势必构成毁灭性打击。

中投证券：警惕流动性风险暴露

中铁物资暂停相关债券交易是企业债务短期化、流动性风险暴露的又一鲜活案例，短融、超短融违约风险仍将暴露，警惕由此带来的收益率波动风险。2015年以来，通过短融、超短融管理自身流动性的发行人持续增多，我们预计仍将有行业情况不佳导致财务抽贷、现金流管理能力较弱、经营及财务杠杆较高的企业出现短期流动性危机。我们重申关注企业债务短期化、再融资压力

后续有对冲需求

市场人士指出，跨季后，伴随金融监管考核的扰动消退，市场资金面应声转暖，近期央行逆回购交易不断缩水，恰是对短期资金面回归宽松的印证。短期内资金面暂无忧，但为应对本月中下旬企业缴税及大量MLF到期，央行大概率会通过公开市场逆回购及续作MLF予以对冲。

中信证券指出，央行近期操作更趋微量，调控流动性态度谨慎。资金方面，近期资金利率总体稳定，考虑到4月流动性到期量较大，并且当前货币政策边际取向有待观察，流动性风险不可忽视。

值得注意的是，目前市场上出现了对4月份降准可能的看法。如中信证券指出，近期人民币贬值预期降低，预计来自于外

除违约潮外，进入年报季，发行人业绩地雷及后续可能出现的降级潮，也已开始引起投资者警惕。从往年情况看，业绩变脸的情况易引发债券估值波动，而交易所市场上年报连续亏损的债券还将面临暂停上市，从而在短期内彻底丧失流动性，对债券估值的打击显而易见。在宏观经济不景气的背景下，这些情况显然可能多于往年，如4月11日，就有万基铝业、内蒙古高速等发布公告提示债券暂停上市风险。此外，年报发布之后的5—7月份往往是评级调整的高峰期。今年初以来，负面评级事件明显多于往年，在5—7月份的跟踪评级高峰中，不可不防降级潮可能造成的估值冲击。

业内人士认为，一段时间内，投资者或许还不会面临信用利差的系统性扩张，因理财等机构配置压力还很大，在负债成本压力之下，信用债仍然是理财资金投资的重点，“缺资产”的现状对信用市场还有需求支撑，但信用利差分化格局已经形成。鉴于违约潮至今仍风波不断，年报季降级潮又山雨欲来，信用债分化行情或进一步加剧，建议谨慎对待低评级债、产能过剩行业债及评级虚高的国企债，不立危墙。

市场人士特别强调，在信用债市场杠杆堆积、投资行为高度趋同的情况下，还需警惕机构集中止盈可能诱发的踩踏行情。相比信用风险而言，流动性风险可能才是当前及未来一段时间信用债牛市真正的“致命伤”，机构应该合理控制杠杆，保持流动性。

而从长期看，信用风险迟早面临重新定价，畸低利差终究无法长久。研究人士指出，信用债投资切不可心存侥幸，风险排查的环节必不可少，未来需不断提升风险辨识能力和择券水平。

提升而引发的流动性风险。

招商证券：坚持短久期、中高等级

面对愈来愈频繁的违约事件，一、二级市场利差的和估值也在分化和调整中，体现了市场情绪越来越趋于谨慎。虽然绝对收益并不理想，但是在谨慎逻辑下，信用策略仍然建议短久期、中高等级。习惯了信用加杠杆之后，对于充满挑战的2016年初切不可心存侥幸。

国泰君安：信用债存短期调整压力

短期来看，利率债有所调整，信用利差也将面临滞后调整的风险。但从总体上来看，未来理财为代表的债券投资机构资产配置压力仍然很大，同时这些机构的负债成本下降仍然缓慢，未来有进一步下降的空间，对信用债仍然有坚强的需求支撑，“缺资产”格局仍然主导长期信用利差维持低位，而信用债仍然主导市场阶段性的波动和分化，无需过度担忧。（张勤峰 整理）

“15华昱CP001”本息13日可望偿付

4月12日，中煤集团山西华昱能源有限公司（简称“华昱能源”）公告称，确定于4月13日足额偿付“15华昱CP001”本息。

华昱能源在公告中表示，公司2015年度第一期短期融资券（简称“15华昱CP001”）应于2016年4月6日兑付本息，截至到期兑付日日终，未能按照约定筹措足额偿债资金，“15华昱CP001”未能按期足额偿付。之后公司克服重重困难，积极、努力通过多种渠道筹措资金，现公司确定于2016年4月13日（星期三）足额偿付本息。

“15华昱CP001”发行总额为6亿元，债券期限为365天，本计息期债券利率为6.3%，原兑

付日2016年4月6日应付本息总额约6.3770亿元，延期兑付违约金约93.74万元，延期兑付本息及违约金约6.3863亿元。

国信证券此前在研报中表示，煤炭行业景气度低迷，违约发生并不奇怪。不过此次发生违约危机的企业是中煤集团旗下公司，良好的股东背景也未阻止公司短期陷入违约危机，公司略超预期。该券商分析师同时预计，各煤企（不管大小）最新盈利状况均很不乐观，2016年煤炭行业债券评级下调仍是常态。但考虑到债券投资者配置需求旺盛，煤炭也是城投债外的重要品种，随着AAA级煤炭行业利差超过100BP，投资者可以关注优质企业发行的债券。（王姣）

中钢股份8次爽约 “10中钢债”回售登记期再延长

在4月12日的回售申请截止日再次到来之际，中国中钢股份有限公司（简称“中钢股份”）不得不再次延长“10中钢债”的回售登记期，这也是其第8次爽约。市场人士指出，中钢债在发改委和国资委的协调下进行处理，政策层呵护债市之心可见一斑。投资者在提振信心的同时，短期内当注意防范信用风险。

中钢股份12日公告称，为妥善落实“10中钢债”解决方案有关工作，经持有人同意，现将回售登记期调整为2015年9月30日至2016年5月3日。

此前，“10中钢债”已多次延长回售登记期，原本该债券的回售登记期为2015年9月30日至10月

12日，此后依次分别延长至2015年10月16日、11月16日、12月16日、12月30日，以及2016年1月29日、2月29日、3月29日、4月12日。

据媒体报道，中钢集团600亿债务重组方案上报给国资委、银监会并等待国务院的批复。对此中信证券在最新研报中指出，中钢债务重组方案将成为供给侧改革的第一块硬骨头，有效的处置方案也将为债务重组提供新样本。目前来看，发改委与国资委合力就中钢债务问题进行协调，为中钢创造了必要且颇具成效的改革空间与时间。投资者当密切追踪债务重组方案落地进程，提振信心时同时不忘未雨绸缪。（王姣）

浙交投孙公司现债务违约

刚兑信仰正进一步被打破。4月12日，浙江省交通投资集团有限公司（简称“浙交投”）公告称，其全资子公司下属公司发生到期未支付船舶融资租赁款的违约情况，总金额为3662万元。

浙交投在公告中表示，近日收到下属全资子公司浙江省海运集团有限公司（简称“海运集团”）报告，该公司下属浙江省海运集团温州海运有限公司（浙交投间接持有该公司51%的股权，简称“温州海运”）和浙江省海运集团台州海运有限公司（浙交投间接持有该公司51%的股权，简称“台州海运”）发生到期未支付船舶融资租赁款的违约情况，总金额为3662万元。

据悉，2008年金融危机爆

湖南债中标利率高出下限18BP 地方债年内发行近1.3万亿

进入二季度，地方债发行进一步提速。仅4月以来，地方债发行规模就超过3300亿元，截至4月12日，年内地方债已发行规模为12856.3亿元。

最新发行的一批地方债为湖南省和黑龙江省11日招标发行的534.09亿元，其中湖南债为公开招标发行，发行规模为411亿元，两期债中标利率均高出投标下限18bp；黑龙江债券均为定向发行，发行规模为123.09亿元。

此次湖南省招标发行的地方债包括2016年湖南省政府一般债券一期、二期，期限分别为7年、10年，发行规模分别为101亿元、310亿元。据中债登披露，此次湖南省7年期、10年期债券招标区间分别为2.79—3.21%、2.88—3.31%，

中标利率分别为2.97%、3.06%，均高出招标下限18BP。

同日发行的2016年黑龙江省政府定向承销一般债券（期）至（四期），期限分别为3年、5年、7年、10年，中标利率依次为2.70%、2.86%、3.21%、3.31%；2016年黑龙江省政府定向承销专项债券一期、二期，期限分别为5年、7年，中标利率分别为2.86%、3.21%。

另据山西省财政厅公告，定于4月19日招标发行年内第一批一般债券，发行规模为270亿元，品种为记账式固定利率附息债，全部为置换债券，分为一期、二期、三期、四期分别发行，债券期限分别为3年、5年、7年、10年，计划发行规模分别为27亿元、81亿元、81亿元、81亿元。（王姣）

一级降温 国开增发债定位偏高

12日，在短期弱势环境下，国家开发银行招标的4支国息增发债表现不佳，中长期品种中标收益率偏高，并带动二级市场利率上行，折射短期市场谨慎心态。

国开行昨日招标的4支债券为该行2016年第6至9期金融债的增发债券，期限包括1年、3年、5年和7年，本次计划发行总额250亿元。据市场人士透露，此次1至7年期国开增发债中标收益率分别为2.35%、2.78%、3.03%、3.34%，除1年品种外，多接近二级市场估值水平，但相比此前市场预测中标收益率偏高。

据中债到期收益率曲线，4月11日，银行间市场上待偿期为1年、3年、5年、7年的国开债

收益率分别为2.46%、2.80%、3.04%、3.33%。

由于中长期国开债招标表现不佳，12日二级市场上相应期限金融债在招标结果出炉后进一步走高。Wind行情数据显示，12日银行间市场10年国开债160210尾盘成交在3.295%，上行约8bp。

市场人士指出，短期债券市场利空较多，包括数据披露期市场对经济企稳预期上升、债券供给压力较大、季度缴税增添流动性压力等，多重压力下市场情绪谨慎，缩短久期和控制杠杆的动力较强，对中长期债券影响相对明显；短期看，债券收益率仍易上难下，建议观望为宜，可等待更好入场时机。（张勤峰）

央行仍需适时释放流动性

来最大规模，中标利率仍为2.25%，当日公开市场实现零投放。

昨日银行间质押式回购市场上，主要期限回购利率继续稳中趋涨。数据显示，4月12日，R001加权平均利率持稳于2.012%；R007加权平均利率涨5.89基点至2.4265%；R014加权平均利率涨6.37基点至2.719%；R021加权平均利率涨10.37基点至2.8783%；R1M加权平均利率涨3.75个基点至2.8605%。

据市场人士透露，昨日早上市场开盘，资金面处于均衡偏紧状态，央行融出少量隔夜资金，延续近前一交易日均衡偏紧的态势，下午开盘不久后资金面逐渐宽松下来，总体来看全天资金处于均衡态势。

人民币兑美元将继续保持稳定

12日）境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.4616元，较前一交易日上涨33个基点，创新月内高点。

在岸人民币兑美元随中间价高开，日内多半时间于高位窄幅震荡，16时左右出现一波拉升，最终日内收盘价报6.4592元，较上一交易日上涨100多点，创去年12月14日以来最高收盘水平。离岸市场人民币汇率则相对走软，截至北京时间4月12日16:30离岸人民币兑美元盘中报6.4698元，微跌9基点，两地价差约121基点。

值得注意的是，美元不断创新低，而人民币指数却创纪录新低。中国外汇交易中心(CFETS)周一公布，上周五(8日)的人民币汇率指数为97.64，较前周下跌0.38%，较2014年底下跌2.36%，该指数自公布以来

首次跌破98关口，再创纪录新低。

市场人士指出，美联储主席耶伦最近的讲话促使市场推迟对于美联储加息时间的预期，美元全面走弱，美元指数跌至七个月新低，推动人民币涨幅扩大。但人民币升幅明显不及美指跌幅，导致一篮子货币代表的人民币汇率指数继续下行，监管层或借此释放贬值动能，并维持汇率相对稳定，营造人民币双向波动。

二季度料继续持稳

业内人士分析认为，在美元指数持续表现弱势、中国最新经济指标及外储数据明显向好的背景下，短期内人民币汇率将保持双向波动、相对稳定的态势，但仍需警惕美联储加息预期的变化。

□本报记者 王姣

伴随着即将到来的大量MLF到期，本周资金呈现略微收紧态势。本周二（4月12日），央行在公开市场放量开展600亿元7天期逆回购，为一周以来最大规模。不过当日亦有600亿元逆回购到期，因此公开市场实现零投放。市场人士指出，目前银行间市场流动性相对宽裕，但市场仍面临MLF集中到期、企业缴税等短期流动性扰动因素，短期内资金面暂无忧，但后续央行仍需适时释放流动性进行对冲。

资金总体均衡

央行昨日以利率招标方式开展了600亿元7天期逆回购操作，交易量为一周以

□本报记者 王姣

4月12日，人民币兑美元即期汇率涨逾百点，收盘价升破6.46元，创近4个月以来新高。与此同时，在离岸人民币兑美元价差仍维持在百点左右，显示市场对人民币汇率预期相对稳定。市场人士指出，受美联储加息放缓、耶伦传递鸽派信息等因素的影响，3月以来美元指数持续走软，提振人民币相对走强。结合国内经济回暖和美联储加息放缓，预计二季度人民币汇率将继续保持稳定，不过也需警惕美联储加息预期变化导致人民币汇率波动。

人民币兑美元涨逾百点

据外汇交易中心公布，本周二（4月