

■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势头,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”的庇佑下,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,违约潮至今仍风浪不断,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,显然有碍债牛“颜面”,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级城投收益率继续大幅下降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。近两周时间,信用市场出现了全面调整的势头,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城投债收益率近期上升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月以来至少已有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,信用利差窄到不能更窄,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,今年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零违约“神话”,随后中煤华昱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则不折不扣的央企。

“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152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,信用风险辨识能力和择券水平。

## 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“点状”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银行抽贷、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

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。从往年情况来看,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,流动性风险可能是当前及未来一段时间信用债市真正的“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缺,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,一二级市场的利差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,而信用风险将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,本期息期利率为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

## 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”)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年金融危机爆发后,浙江交投称,若温州海运、台州海运无法与相关债权人达成一致或经营情况进一步恶化,则后续两家公司存在重整、清算并解散等无法持续经营的风险。若两家公司经营情况持续恶化,后续可能给浙江交投带来一定的经济损失。为此,海运集团已在2015年财务报表中计提相应准备金97638万元。(王姣)

## 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,中标利率分别为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)

## 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加权平均利率上涨5.89基点至2.4265%;R014加权平均利率上涨6.37基点至2.719%;R021加权平均利率上涨10.37基点至2.8783%;R1M加权平均利率上涨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,大行融出少量隔夜资金,延续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。

值得注意的是,目前市场上出现了对4月份降准可期的看法。如国信证券指出,

## 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,但应为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向右有待观察,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月份降准可期的看法。如国信证券指出,近期人民币贬值预期降低,预计来自于外

汇占款流出造成的资金面压力明显减小,但4月为季节性所得税上缴,财政存款上缴规模较大,此外月中仍有超过4000亿元MLF到期,资金供给仍存缺口,降准可期。

不过长江证券认为,当前外汇储备转为增加的背景下,4月降准的可能性有限,即使通过降准来投放流动性,也是被动对冲流动性缺口,难言政策宽松。

中信证券亦指出,短期内过度博弈降准概率并不可取,理由有二:第一,3月外汇储备继去年10月以来首次环比正增长,印证汇率风险暂时出清,意味着央行维稳汇率的需求减弱,干预减少自动带来流动性投放;第二,在流动性中性格局不改的大环境下,近期央行操作态度谨慎,短期逆回购+MLF足以对冲4月中旬即将到期的MLF。

## 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,刷新月内高点。

在岸人民币兑美元随中间价高开,日内多长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,较上个交易日上涨100多点,创去年12月14日以来最高收盘水平。离岸人民币兑美元汇率则相对走软,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

## 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,短期内人民币走势将保持双向波动、相对稳定的态势,但仍需警惕美联储加息预期的变化。

华创证券认为,结合国内经济回暖和联储加息放缓,预计二季度人民币汇率将继续保持稳定。

市场人士指出,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。

“汇率短期仍稳,但升值动力显著减弱。”国泰君安证券则进一步表示,判断4月人民币很快重演去年末走势,立即切换到“贬值模式”的可能性并不大。不过,升值势头可能有所放缓,主要原因是大宗价格反弹对汇率的“正面贡献”将逐步减弱。