

信用债：雷声不断 何谈放晴

□本报记者 张勤峰

伴随着流动性波动渐趋平复，利率市场调整后初现反弹，无风险利率的企业，也让信用市场看到了一丝曙光。但近日，有人确认违约，有人预警违约，夹杂着接二连三的负面评级调整，各类信用事件继续乱舞，又在告诫投资者：雷声不断，信用债何谈放晴！

市场人士指出，密集风险事件冲击之下，市场对信用风险已是草木皆兵，脆弱的市场心态造成利率易涨难跌、利差易升难降，而集低利率、低利差、高杠杆等特征于一身的信用市场，安全边际仍显不足，调整的过程不会很快结束。当然，考虑到无风险利率企稳、企业盈利边际改善，以及理财配置压力较大等，经过利率的快速上调后，真正的优质券或溢价保护充足的标的有望重新获得资金关注，而真正需要防范的是可能存在评级虚高或估值虚高的债券，而这显然需要辨别风险的能力。总之，信用债大牛市时代已成历史，后续信用债分化行情将进一步加剧，大浪淘沙才是未来主旋律。

违约潮不断 老面孔爆新雷

4月以来，违约事件让人目不暇接，仅仅是最近一周，就又爆出了3起实质违约事件，在信用市场陷入调整的档口上，不断地撩拨投资者敏感的神经。

4月21日，违约“大户”保定天威集团确认，应于本月21日到期的该公司2011年度第二期中期票据（11天威MTN2）未能按期兑付本息。至此，天威集团发行的4支债券已全部到期，且悉数发生违约。值得一提的是，2015年4月，正是“11天威MTN2”未能按期付息，揭开了天威集团系列违约的大幕，时隔一年后，当其他3支债券先后到期兑付失败，“11天威MTN2”成了天威集团最后一支到期并违约的债券。

无独有偶，已有违约先例在身的广西有色于25日晚公告称，其2013年度第

二期非公开定向债务融资工具（13桂有色PPN002）应于本月23日到期兑付，公司已进入破产重组，未能按期兑付本息。上月9日，广西有色宣布，其发行的5亿元定向中票“13桂有色PPN001”应于今年2月27日到期兑付，但因发行人进入破产重组程序，不能到期偿付该票据。在“13桂有色PPN002”违约后，广西有色发行的所有债券也已到期。

伴随着存续券陆续到期，天威集团和广西有色的偿债风险算是基本兑现，但由此造成的违约风波以及债权人的偿之路显然还看不到尽头。

对于东北特钢来说，违约风险暴露则属于进行时。27日，东北特钢再发风险提示公告称，该公司2015年第二期短期融资券（15东特钢CP002）应于今年5月5日兑付，本期债券本息偿付存在不确定性。自3月底首爆短融违约以来，东北特钢已是债券负面事件报表中的“常客”，3月28日、4月5日、4月12日，东北特钢先后有1支短融、1支超短融和1支中票未兑付本息或当期利息。目前，东北特钢尚有多支债券处于存续期，兑付前景不甚乐观。

降级潮涌 新面孔爆隐忧

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，信用风险的暴露愈演愈烈，不光是实质性违约屡见不鲜，近期评级下调也接二连三。

4月26日，新世纪评级宣布将春和集团的主体评级由BBB级下调至BB级，继续列入负面观察名单，并将“15春和CP001”的债项评级下调至B级。新世纪评级称，目前春和集团经营现金流枯竭，在无外部有效支持的情况下，“15春和CP001”本息的到期偿付将面临较大的不确定性。资料显示，目前春和集团有两期公募債存续，其中“15春和CP001”将于2016年5月16日到期。

联合资信同日公告称，决定将中城建列入下调信用评级观察名单。作为央企的

中城建25日宣布，原股东中国城市发展研究院有限公司持有公司股权已由100%降至1%，剩余99%股权则由北京惠农基金持有。中城建因此从一家央企变为一个由多家银行所控股基金的持股公司。中城建还披露已将部分工程类资产并入港股上市公司。此外，中城建高管人员在过去一段时间均有变更。联合资信认为，中城建股权结构以及高管人员均发生重大变动，对其资产质量和后续经营发展可能产生不良影响。据兴业证券报告，中城建目前有10只债券未到期，规模达到171.5亿元，剔除定向工具之后有106.5亿元。

26日，中诚信宣布，考虑到钢铁行业调整及大股东担保效力，将马钢股份2011年公司债券（11马钢02）评级由AAA下调至AA+，与发行人主体评级回归一致。

一天发生3起负面评级行为，这一频率不可谓不高。更值得注意的是，在这3例降级中，只有马钢债属定期跟踪评级，其余2例均为不定期跟踪评级。业内人士指出，不定期的负面评级行为，往往预示着发行人信用资质出现了突然恶化，可能对相关债券估值及投资人预期产生显著不利影响。这类不定期的降级情况，却在今年以来屡屡发生，所揭露的各种潜在违约风险也引起关注。

据Wind统计，4月至今，债券市场已发生各类型负面评级行动13起，涉及债券多达152支，其中就不乏中铁物资暂停债券交易、国裕物流触发交叉违约、中城建控制人变更等突发事件触发的负面评级行动，尤其是中铁物资事件对市场产生了巨大冲击。

爬得越高跌得越惨

一边是违约风波不断，一边是评级下调潮涌，在密集的负面信用事件冲击之下，市场对待信用风险已是草木皆兵，各类光怪陆离的风险事件在不断挑战市场对于信用风险的认知和信仰。

市场人士指出，脆弱的心态下，市场

波动的平复往往需要较长时间。一方面，违约风险的暴露可能才崭露头角，不少已发生兑付危机企业的存续债务的偿债风险有待兑现，年中大量产能过剩行业低等级债券到期以及企业债务短期化现象也增添了违约发生的可能性，此外，企业逃废债、转移资产等恶意违约事件有抬头迹象，恐进一步加剧市场对信用风险的恐慌。另一方面，在年报披露进入尾声后，5-7月份市场又将迎来年内定期跟踪评级发布的高峰期，以年初以来情况来看，负面评级远超去年同期，因评级调整可能引发的估值调整也是信用市场必然要面对的风险。总之，信用风险还在持续释放过程中，防风险的任务依然艰巨，既然雷声未完，信用债又何谈放晴，何况目前信用市场集低利率、低利差、高杠杆等特征于一身，安全边际仍显不足。

当然，近期流动性波动渐趋平复，利率市场调整后初现反弹，无风险利率的企业，也让信用市场看到了一丝曙光。同时，企业盈利数据的连续好转，也预示信用基本面有逐步探底企稳的可能。国家统计局26日披露，1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额134215亿元，同比增长7.4%，增速比1-2月份提高2.6个百分点。

分析人士指出，在经济持续筑底的阶段，信用尾部风险的释放仍将主要集中在产能过剩行业、小微企业等高危领域，而非系统性爆发。在近期债市泥沙俱下过程中，不排除一些流动性较好的优质券遭到了错杀。考虑到无风险利率企稳、企业盈利边际改善，以及理财配置压力较大等，经过利率的快速上调后，真正的优质券有望重新获得资金关注，同时，市场对低等级、高收益债券的风险排查已持续较长时间，相关债券的违约风险已逐步反映到违约溢价补偿之中，对于投资者而言，真正需要警惕的可能是那些评级虚高或估值虚高的品种，比如一些资质较差的国企债，在国企刚兑信仰崩塌的背景下，估值可能遭遇显著的调整，但这显然对投资者择券能力提出了更高的要求。

此，我们认为，信用债市场的介入机会远未出现，信用债投资仍需等待。信用策略上，建议投资者摒弃“信仰”，回归企业基本面研究，筛选现金流充沛、债务压力可控的个券。

海通证券：防范道德风险

去产能背景下，债务重组、债转股、鼓励信贷支持等政策或引发部分企业恶意逃废债，体现为蓄意破产、恶意违约、资产转移等。而部分城投企业法律意识淡薄，或罔顾投资者利益提前偿债。防范此类道德风险需完善机制建设，也需投资者提高警惕，仔细排雷，积极维权。（张勤峰 整理）

“15东特钢CP002”兑付存不确定性 东北特钢自曝第4起兑付危机

东北特钢债务危机愈演愈烈。4月27日，东北特殊钢集团有限责任公司（简称“东北特钢”）公告称，公司2015年度第二期短期融资券（简称“15东特钢CP002”）应于2016年5月5日兑付，由于公司债务负担较重，流动性持续紧张，本期债券偿付存在不确定性。

这也是继“13东特钢MTN2”在4月12日实质性违约后，东北特钢自曝的又一起兑付风险事件。此前的3月27日、4月3日和4月12日，“15东特钢

马鞍山钢铁债券评级遭下调

因国内钢铁行业景气度持续低迷和短期偿债压力较大等，马鞍山钢铁股份有限公司（简称“马鞍山钢铁”）2011年公司债券评级被中诚信证评下调至AA+。

据4月27日公告，中诚信证评表示，维持马鞍山钢铁主体信用等级AA+，评级展望稳定，下调“马鞍山钢铁股份有限公司2011年公司债券”级别至AA+。该级别主要考虑了马钢（集团）控股有限公司提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

Wind数据显示，马鞍山钢铁2011年发行债券仅有一只在存续期内，“11马钢02”，其发行规模234亿元，期限5年，到期日期为2016年8月25日。（王姣）

期债短期料继续震荡

因资金面有所回暖，昨日（4月27日）债市走势趋稳，国债期货涨幅明显收窄，5年期、10年期主力合约分别小跌0.04%、0.02%。不过市场情绪仍偏谨慎，10年国债期货持仓量大幅下滑。市场人士指出，在经济基本面短期企稳、流动性持续偏紧以及信用品种调整延续等背景下，市场情绪仍偏谨慎，短期内预计期债仍将维持震荡，建议投资者控制仓位，谨慎为宜。

从盘面上看，昨日5年期国债期货主力合约TF1606全天维持窄幅震荡，最终收盘报100.54元，跌0.045元或0.04%，成交7598手，持仓减少507手至15418手。10年期国债期货主力合约T1606收盘报99.345元，跌

3年期国债中标利率低于二级市场

财政部4月27日招标发行的3年期国债中标利率小幅低于二级市场收益率，认购倍数超过2，显示一级市场有所回暖。市场人士指出，债市遭遇重大调整以来，一级市场（除贴现国债外）

发行利率屡屡偏高，认购倍数也常常低于2，远不及前期正常水平，此次国债招标结果较上周的惨淡景象需求已有所恢复，不过本次投标依然较为分散，也显示出目前市场情绪依旧偏谨慎。

财政部此次招标的国债为3年期固定利率附息债，竞争性招标面值总额330亿元，进行甲类成员追加投标。招标结果显示，本期国债中标利率为2.55%，较26日中债3年期国债到期收益率

2.5603%低出103BP；中标边际利率为2.62%，投标情况较分散；投标倍数2.24，边际倍数2.16，需求有所恢复。

上海证券指出，在经济回暖、资金收紧波动加剧，供给难以消化等利空接连冲击下，债市迎来重大调整，各项收益率率上升不止。而“营改增”的火上加油，大宗商品的狂欢更加使得债市颓势尽显，风雨飘摇。而本周随着资金面的逐步向好，大宗狂欢暂歇，已升至高位的收益率方遇见下降的时机，带动一级市场转暖。债市迎来短时天晴，但阴云密布，调整压力并未完全消减，后续或将迎来修复下行，整体调整节奏有所放慢。（王姣）

资金面恢复宽松 公开市场顺势净回笼

□本报记者 王姣

国泰君安：信用风险非系统性爆发

近期受到信用事件集中爆发影响，信用利差出现了较为明显的调整，但投资者无须过度担忧信用利差的拉大，一方面，信用风险只是主导市场阶段性的波动和分化，而“缺资产”仍将决定中长期信用利差将维持在历史低位水平；另一方面，上市公司2015年年报数据显示，虽然盈利受产能过剩行业拖累出现大幅恶化，但上市公司整体现金流及资本结构等仍在小幅改善，偿债能力并未出现显著恶化，信用风险高发区仍然较为集中，并非系统性爆发。

近期受到信用事件集中爆发影响，信用利差出现了较为明显的调整，但投资者无须过度担忧信用利差的拉大，一方面，信用风险只是主导市场阶段性的波动和分化，而“缺资产”仍将决定中长期信用利差将维持在历史低位水平；另一方面，上市公司2015年年报数据显示，虽然盈利受产能过剩行业拖累出现大幅恶化，但上市公司整体现金流及资本结构等仍在小幅改善，偿债能力并未出现显著恶化，信用风险高发区仍然较为集中，并非系统性爆发。

负面信息较敏感，较大规模的评级调整可能引起市场负面情绪加重，导致抛售。二是涉及到质押问题，也就是债市杠杆。部分债券将因降级失去质押资格，即使未失去质押资质，评级下调也会降低债券的质押比率，加剧机构去杠杆压力。

中投证券：摒弃“信仰”回归基本面

信用债调整仍将持续，“信仰”可能被逐个打破，“钞底”需谨慎。偿债高峰来临，发行人流动性压力大，信用事件持续爆发，投资者“信仰”被逐个挑战，而信用利差仍低，信用风险溢价不足，信用债调整仍将持续。

市场人士指出，央行“MLF+逆回购”操作下资金面好转，公开市场操作力

度顺势下降，符合市场预期。尽管阶段性流动性紧张可能已步入尾声，但本周有8700亿元逆回购即将到期，又适逢节跨月，资金面压力仍不可小觑，预计央行将继续合理采用多种工具应对资金面的波动，资金面有望平稳度过。

银河证券指出，本周有上周操作的8700亿元逆回购到期，央行以高频滚动逆回购与MLF相结合提供中短期流动性，降

准的必要有所延后。但是由于公开市场操作与MLF相关资金利率对于商业银行而言有较高的资金成本，加之宏观审慎评估、信用违约事件、每周公开市场到期压力等因素产生的影响，银行间资金面持续偏紧短期难以改观。

市场人士预计，后续央行仍然坚持松紧适度的货币政策，在央行持续的呵护下，也较难出现“钱荒”的大规模流动性危机。中信证券指出，从基本面看，当前货币政策仍肩负稳增长的重任，与2013年为防过热而收紧的局面存在本质差异，加之“亚通胀”格局已基本确认，对货币政策也不存在大幅收紧的要求。从政策面看，当前央行并不存在类似2013年“压力测试”的意图，反而对资金面维稳之意图明显，这主要源于非标监管趋严态势下机构投资转向债市的变化。央行可通过维稳关键券种来达到控制债市总体风险的目的，从而使得资本市场风险可控。

强的同时，也回到了4月下半月以来6.48一线的震荡中枢水平附近。

即期汇价表现方面，周三人民币对美元即期汇价平盘报收于6.4935，也延续了近期围绕6.49一线窄幅震荡的运行特征。离岸市场上，27日人民币对美元CNH汇价继续窄幅波动，截至当日16时30分报6.5070，较前一交易日小跌40个基点或0.06%，与境内即期汇价的价差继续保持在100基点左右水平。

交易员进一步表示，虽然周四的美联储议息结果尚有较大不确定性，但最终利率决议和政策声明预计对外汇市场的冲击有限。综合考虑近期国内经济基本面的复苏势头，以及央行在数量宽松上有所谨慎的政策立场，市场各方对于人民币汇率继续保持整体平稳的预期仍十分稳固。短期来看，只要消息面不出现过于超出市场预期的因素，人民币汇率的盘整格局预计还将得以延续。

人民币汇率料仍延续稳健表现

人民币汇率方面，尽管人民币汇率中间价、即期汇价上周末以来一度出现明显走软，但目前仍未打破近阶段的盘整格局。4月27日银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价为6.4837，该中间价较周二的6.4882上升45个基点。在连续第二日走

□本报记者 王辉

备受市场关注的美联储4月议息会议，北京时间本周四（4月28日）凌晨即将公布利率决议。而在议息结果公布前的近几个交易日，美元指数持续弱势震荡。

分析人士指出，本次美联储议息对于外汇市场的整体影响预计会弱于此前几次，人民币汇率当前的盘整格局则有望得以延续。

美联储议息周四揭晓迷底

对于本次美联储议息会议，目前市场主流观点普遍认为，由于3月下旬以来美联储多位高官都不断向外界吹风美联储内部的观点分歧，本次美联储议息结果的重头戏并不在于加息与否。FXTM富拓中国市场分析师钟越表示，此次美联储4月利率决议，市场基本一致

预期美联储将按兵不动。由于不会举行新闻发布会，也不会公布最新的经济展望报告，因此美联储政策声明成为可能引发大行情的唯一要素，对此需要关注三个方面内容。一是在3月份的声明和纪要中，FOMC内部对于美国经济和通胀前景以及加息时间存在分歧，若分歧犹存，表明美联储内部在加息问题上仍没有达成统一，这将利空美元。二是美联储对全球金融环境的评估，将成为一个市场引爆点。自3月份以来召开以来，全球市场四平八稳，中国担忧缓和，全球商品和股市均强势上扬，尤其是国际油价飙升态势开始影响通胀。美联储应该会承认这一点，从这个角度来看，美联储对美国经济和通胀的评估有理由更加乐观，措辞方面也不会显得太过谨慎，这将利好美元。而第三方面，也是最重要的一点，则是美联储是否将发出在6月份加息的政策信号。虽然这种发出这种明

2.29%、2.72%、2.96%和3.24%；招标日均为5月3日，缴款日均为5月5日，上市日均为5月9日。本次增发将采用单一价格荷兰式招标方式，3年和5年期国债招标时间为5月3日上午9:30-10:30，7年期国债招标时间为5月3日上午9:30-11:20。债券承揽费按认购债券面值计算，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%；各品种均无兑付手续费。（张勤峰）

国开行下周增发四期金融债

国家开发银行27日发布公告称，将于5月3日招标发行不超过245亿元4期金融债，期限包括1年、3年、5年和7年。采用混合式招标方式，标的为利率。（王姣）