

# 降级潮欲来 信用债高危期未过

□本报记者 王姣

“11蒙奈伦”本息违约如期而至,由此酿成年内第10起公募债违约事件。然而,在央企、地方国企相继打破“零违约”的背景下,对民企债违约已有心理准备的市场显得见怪不怪,对“前科累累”的东北特钢再爆违约则基本无感。

眼下投资者更为担心的是,随着5月正式迈入跟踪评级季,信用债恐迎来密集的评级下调。公开信息显示,月初以来3日,就有柳州钢铁、西宁特钢、华锐风电、本钢板材、博源控股等多家公司被列入信用评级观察名单。

市场人士指出,前期信用债经历了一轮较大幅度调整,目前投资者对于违约风险叠加流动性风险的担忧逐渐缓解,市场情绪有所缓和。但进入5月份,随着信用债跟踪评级步入密集调整期,仍需谨防由此带来的信用风险和流动性风险。短期来看,预计不同评级间的信用债走势将继续分化,低评级收益率仍有较大上行压力,而受益于投资者风险偏好回落,利率债和中高评级信用债收益率进一步大幅上行的风险相对有限。

### 对违约见怪不怪

5月4日晚,内蒙古奈伦集团股份有限公司(简称“奈伦集团”)公告称,由于公司经营困难,无法按时、足额筹集资金用于偿付该公司2011年公司债券”(“11蒙奈伦”)的应付利息及回售款项,构成实质违约。这也是年内发生的第10起公募债违约事件。

紧接着的5月5日,此前已数度违约的东北特钢则再爆一起债券违约。据东北特殊钢铁集团有限公司(简称“东北特钢”)公告,公司未能按照约定筹措足额偿债资金,“15东特钢CP002”不能按

### ■观点链接

### 兴业证券:估值重建未完成

从基本面角度看,资质恶化先从低等级传导至中高等级;但从市场反应看,因为利率品和高等级信用流动性较好,下跌先从利率品和高等级信用债传导至低等级。低等级债券受信用事件影响的时间更长。从中长期来看,信用债投资逻辑重塑与估值重建仍将继续,对信用债资质的判断也由股东背景和资产规模逐步变为靠企业真实的盈利能力和偿债能力。

### 华创证券:继续保持警惕

“五·一”后市场情绪略有缓和,城

期足额偿付,已构成实质性违约。

据统计,2016年以来,包括天威集团、华昱集团2家中央国企,东北特钢、上海云峰、广西有色3家地方国企,亚邦集团、宏达矿业、奈伦集团3家民企,以及山水集团、南京雨润2家外商独资企业在内,已有10家发行人的债券发生实质性违约。

业内人士指出,由于此前已有多次评级下调及风险提示,已有心理准备的投资者似乎见怪不怪了。

公开信息显示,去年5月份,奈伦集团企业债“08蒙奈伦债”就出现过兑付危机,但在内蒙古政府支持下,“08蒙奈伦债”兑付危机得以解除。而继去年被3次下调评级后,今年4月25日,鹏元资信将奈伦集团主体评级由BBB降至B。此外,4月25日至29日,奈伦集团就连发了三份关于“11蒙奈伦”可能暂停上市的风险提示公告。

“预计‘11蒙奈伦’违约不会对二级市场产生系统冲击。”中信建投证券指出,公司违约在预期之内,第一,公司身处过剩产能行业;第二,地方政府对企业的救助能力减弱;第三,公司属于民营企业;第四,去年已经发生过兑付事件,且银行贷款早已出现违约。基于以上四点,投资者对“11蒙奈伦”的违约已有心理准备,因此不会对二级市场造成较大冲击。

### 评级下调潮来袭

尽管“11蒙奈伦”的违约并未激起信用市场的大浪,但近期接连不断的评级负面调整事件显然加剧了投资者对信用风险的担忧。分析人士指出,随着5月步入跟踪评级季,后续评级下调恐引发违约预期进一步上升,如果有刚性再融资的压力,还可能进一步引发“真实违约”,信用风险事件将加速释放;同时,跟踪降级下调将对债券质押率产生很大的负面影响,产

投融资成交额4月下旬有所增加,主要因机构仍存在配置压力,但目前利空信用债的风险因素未改变,且信用债收益率依然处于较低水平,信用利差保护不足,同时票息保护相对收益率波动也较薄,建议机构在配置信用债时继续保持警惕。

### 招商证券:对过剩行业维持谨慎

即使目前钢铁价格上涨的趋势能够延续,距离钢铁企业偿债压力减轻仍然会存在一段时滞,而信用违约等事件性冲击仍然在最后加速的过程中。市场需要明确,恰恰是因为进一步的抽贷、限产

品赎回导致的信用债抛售压力可能持续,仍需谨防由此带来的流动性风险。

一般而言,债券发行人年报的披露截止日是4月30日,之后的2-3个月内每个发行人至少进行一次年度跟踪评级,因此每年的5-7月都是评级调整高峰期。今年以来随着宏观经济和行业景气度下行,加上债券到期高峰来临,评级下调事件明显增多。据中金公司数据,今年前四个月负面评级调整次数达到75次,而2014年和2015年同期分别是44次和59次。

“五·一”前后,评级调整确有开始增加的迹象。仅在年报季结束前一周(4月25日至29日),信用评级遭下调的企业就有7家,分别为岳阳林纸、重庆钢铁、广东韶关钢铁、国广环球传媒、三江化工、春和集团、奈伦集团。而5月3日至5日短短3天,又有柳州钢铁、西宁特钢、华锐风电、本钢板材、博源控股等至少5家公司被列入信用评级观察名单。

业内人士预计,在未来几个月的评级调整集中期,因发债主体自身偿债压力加大,以及外界对评级公司施压,今年评级下调次数会较往年有大幅度的增加,降级速度加快。随之而来的评级下调潮,不仅可能导致一些机构将相关债券移出可投资库,还可能导致再融资条件更加严格化。

据中金公司介绍,由于很多投资机构如保险、银行理财委外、货基等都有明确的投资评级门槛限制,一旦评级低于AA或AA+需要限时卖出。而近期违约事件开始向高等级蔓延,评级机构可能也趋于谨慎,出现负面因素时下调的力度和及时性可能加强。另外近期很多机构开始将亏损列为禁投标准之一,如果去年年报出现亏损,可能也会导致抛压加重。

### 信用债将持续分化

在信用风险、流动性冲击等多重利

与出清,奠定了价格持续上涨的基础。在黑色商品上涨的背景下,对于钢铁、煤炭等过剩行业,我们依旧维持谨慎。因为最后的风险,往往是倒在黎明前。

### 银河证券:二季度控风险为主

信用债由于信用事件频发以及流动性扰动,调整幅度大于利率债。今年信用债各季度到期规模均在1万亿元以上,二季度到期规模1.4万亿元左右,三季度1.5万亿元左右,明显高于以往,且产能过剩行业是债务到期大户,信用违约及评级调整的阴霾短期内不会消散。信用债信用风险溢价及流动性风险溢价均

空影响下,信用债市场4月以来加速调整,二级收益率整体较最低点上升了40-50bp,高等级信用利差也出现了20bp左右的扩张。近几日,因营改增出台细则、资金面有所缓和、密集的基金赎回暂告一段落等因素,信用债市场有所企稳,但总体来看,市场对信用风险的担忧情绪仍然很重,大部分投资者仍倾向于减持低评级、适当收缩杠杆的保守策略。

据海通证券的最新调查,随着违约事件增多,信用风险再次成为债市投资者最担忧的风险点,基本面(通胀上行、经济企稳回升)风险紧随其后,反映投资者对通胀上行和经济企稳仍较担忧。此外,因风险偏好回落,利率债看好者占比大幅上升至53%,成为投资者最为看好的债券品种,高等级信用债紧随其后,看好者占比42%,而由于对信用风险仍较担忧,低等级信用债仍为投资者相对最不看好的债券品种。

还有不少机构指出,尽管二季度可能仍是信用债面临风险较高的时段,但后续信用债内部分化将明显加剧,高等级信用债将明显好于低等级信用债,经过前期的大幅调整后,可适当关注一些高资质产品的配置机会。

中信建投证券指出,进入5月,随着信用债跟踪评级步入密集调整期,预计不同评级间的信用债的走势将继续分化,低评级收益率仍有较大上行压力,而受益于投资者风险偏好回落,利率债和中高评级信用债收益率进一步大幅上行的风险有限。

中金公司亦建议投资者在二季度对于信用债维持谨慎操作策略以回避估值冲击,但在调整过程中可以开始关注真正高资质产品的配置机会。对于产能过剩高风险行业仍应以低配为主,继续等待信用利差向合理水平回归,但可关注其中盈利和流动性改善的个券交易性机会。

会有所上升。债市投资以控风险为主,短久期,控杠杆。

### 中信建投:推荐相关行业优质债券

今年以来,在投资者对过剩产能行业唯恐避之不及之时,我们持续推荐相关行业优质债券的投资机会。对于地方政府而言,与融资平台违约相比,过剩产能行业中的地方龙头企业出现违约同样是不可承受之重,未来地方政府对区域龙头企业的支持力度将不断加大。随着各级政府对债券违约风险的持续关注以及政策呵护,相关行业优质信用债将迎来投资机会。(王姣 整理)

## 期债继续震荡 等待数据指引

### 市场情绪有所改善

尽管短期还看不到继续推动债市向上爬升的新动力,但主流机构对于后市的预期略有所改善。

中金公司最新报告指出,现阶段债券投资者重利率而轻信用可能推动未来一段时间利率债有较好的表现。一方面“营改增”的“补丁”,化解了此前市场对营改增的担忧;另一方面在投资者规避信用债投资的情况下,更多的配置需求会集中在利率债上。除此之外,美元走弱可能带来外汇占款重新恢复以及海外投资者增加债券配置,也有利于利率债的表现,尤其是中短期利率债。国信证券昨日也发表报告称,从实体经济的最新运行来看,预计4月份工业增加值将快速回落,信贷社融数据也会明显下滑,宏观经济预计仍然难以持续明显改善,CPI同比增速也会见顶回落。综合各方面因素,

基本面将对债市形成有利支撑。期债方面,国都期货认为,4月经济数据即将集中出炉,但鉴于票价回落、人民币汇率趋稳等因素的影响,数据整体强于3月的概率较小。考虑到短期内压制利率品表现的利空因素逐步消退,投资者可考虑围绕数据做波段操作。宝城期货则表示,随着月末度过,5月以来资金利率处于小幅下行之中。考虑到信用风险对流动性的冲击或将趋弱,国债安全性和免税效应有望凸显,建议投资者继续坚持逢低短多的投资策略。(王辉)

交易员表示,央行于5日开展了1300亿元逆回购操作,实现资金净投放200亿元,维护了资金面适度宽松的局面。但与此同时,随着营改增补充规定利好消化完毕,市场继续做多的信心不足。从消息面上看,未来一周多时间,陆续将有4月外汇储备、进出口、物价等多项月度经济数据出炉,市场各方仍在等待经济基本面的指引。

### 期债微幅上涨

5日,5年及10年期国债期货主力合约双双缩量微幅上涨,录得日线三连阳。

盘面显示,昨日5年期期货主力合约TF1606早盘微幅低开,随即转入窄幅震荡,最终录得微幅上涨。截至收盘,TF1606报100.905元,涨0.02元或0.02%,全天成交4230手,较上一日缩量近两成,持仓也减少1150手至10750手。同日,10年期期货主力合约T1606收报99.85元,微涨0.01元或0.01%,全天成交大幅缩量约五成至4874手,持仓下降1220手至18942手。

交易员表示,央行于5日开展了1300亿元逆回购操作,实现资金净投放200亿元,维护了资金面适度宽松的局面。但与此同时,随着营改增补充规定利好消化完毕,市场继续做多的信心不足。从消息面上看,未来一周多时间,陆续将有4月外汇储备、进出口、物价等多项月度经济数据出炉,市场各方仍在等待经济基本面的指引。

## 天威英利提示中票兑付风险

保定天威英利新能源有限公司5日在中国债券信息网发布公告,提示该公司2011年第一期14亿元中期票据存在兑付风险。

公开资料显示,天威英利于2011年5月发行了该公司2011年度第一期中期票据(简称11威利MTN1),期限5年,发行总额14亿元,年息6.15%,到期兑付日为2016年5月12日,到期应兑付本金14亿元、当期利息8610万元。据新世纪评级,“11威利MTN1”初始评级为AA,最新为C。

天威英利在公告中表示,受过去几年光伏行业整体形势影响,光伏组件价格持续下降,公司在多方面努力下,亏损面逐年收窄,但仍未转亏为盈。由于连续亏损,公司难以利用自身现金流覆盖即将到期的中票本息金额。公司计划通过处置保定基地的土地、引进战投和逐渐恢复生产运营等手段偿还中票本息,但这些都需时间,公司可能存在不能如期兑付本期中票的风险。公开资料显示,“11威利MTN1”是目前天威英利唯一存续的债券。(张勤峰)

## 口行债招标结果分化 10年期定位偏高

中国进出口银行5日招标的三期固息增发债表现分化,其中3年、5年期中标利率低于二级市场水平,10年期中标利率则略高于二级市场,总体认购倍数尚可,显示机构配置需求仍在。

此次口行招标的是该行2016年第1至3期金融债的增发债,期限分别为3年、5年、10年,发行规模均为50亿元。据市场人士透露,此次3年、5年和10年期口行债,中标收益率分别为3.0424%、3.2710%和3.5920%,全场投标倍数分别为3.23倍、2.70倍和1.86倍。

## 国开行10日将增发250亿金融债

国家开发银行5日发布公告称,将于5月10日通过中国人民银行债券发行系统增发行四期固息金融债,总额不超过250亿元,期限包括1年、3年、5年、7年。上述四期债券包括国开行2016年第6期、第7期、第8期、第11期金融债的增发债,均采用固定利率形式,期限分别为5年、7年、3年、1年,本次发行规模上限分别为70亿元、60亿元、60亿元、60亿元。本次发行招标日均为5月10日,缴款日均为5月12日,上市日均为5月16日,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(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。各期债券均不设立基本承销额。此次1年期、3年期、5年期债券招标时间为5月10日上午9:30-10:30;7年期债券招标时间为5月10日上午9:30-11:20。此次1年期债券无承销费,3年、5年、7年期债券承销费分别为面值的0.05%、0.10%、0.10%;各品种均无兑付手续费。(张勤峰)

## 海南12日将公开发发行84亿地方债

日缴款并计息,将采用单一价格荷兰式招标方式,标的为利率,全场最高中标利率为当期债券的票面利率。

经大公综合评定,本次海南省一般债券信用评级为AAA级。

另据相关文件披露,2016年海南省地方政府债务限额为1640.3亿元,其中一般债券1138亿元,专项债务502.3亿元。(张勤峰)

### 中间价再挫 市场价偏稳

## 人民币对美元难现单边行情

□本报记者 张勤峰

5月5日,人民币兑美元中间价再次下调185基点,两日跌去逾500基点,不过昨日人民币兑美元即期汇率未跟进大跌,在岸人民币即期汇率至收盘下跌不足百点,离岸人民币亦在6.52元附近盘整。市场人士指出,缺乏经济数据及货币政策支撑,美元反弹恐后劲不足,人民币兑美元汇率持续向上或向下的动力均不足,短期看,延续区间宽幅震荡的概率大。

### 中间价续跌 市场价企稳

据中国外汇交易中心公布,5日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.5128元,较上一日再跌158基点,近两个交易日累计跌去563个基点。

4日,美元指数继续惯性反弹,并带动在离岸市场人民币兑美元汇率走弱,很大程度上解释了5日人民币中间价为何会进一步下调。据公开数据,5月4日,美元指数再涨0.23%至93.26;当日,在岸人民币兑美元即期汇率16:30收盘价报6.5000,较前收盘价跌257基点,随后交易时段人民币最低跌至6.5073元,23:30收在6.5016元。

值得注意的是,尽管中间价继续大幅下调,但5日,人民币兑美元市场汇率未见大幅跟跌迹象。5日,在岸人民币兑美元即期询价交易开盘在6.5023元,与上一日夜盘收盘价格大致相当,短暂下探后,人民币转向震荡走势,昨日16:30收盘价报6.5068元,较前收盘价跌68基点,较前日夜盘收盘价跌45基点。在随后交易中,人民

币波动有所加大,截至18:30报6.5054元。

昨日香港市场上,离岸人民币兑美元早盘先抑后扬,一度有所反弹,后在美元上涨拖累下,出现回调,截至18:30报6.5198元,较前收盘价跌39基点,跌幅并不大。

### 区间震荡概率大

5日,美元在亚洲交易时段陷入震荡,美元指数基本在前收盘价附近盘整,这或许也是同期人民币兑美元汇率得以逐步走稳的一个重要原因。由此也反映出,其一,美元波动仍是短期人民币汇率波动的主要原因;其二,人民币市场价格的市场化定价特征正在变得更为明显,结合完善后的人民币兑美元中间价报价机制来看,中间价的调整在一定程度上是对上一日

## 降准一时无望 资金面宽松有度

□本报记者 张勤峰

在到期量较多叠加例行缴准的背景下,5日,央行顺势调高公开市场逆回购操作规模,单日实现资金净投放200亿元,为4月27日以来的首次净投放,令资金市场情绪稍感宽慰,资金面整体维持均衡宽松态势,主要期限回购利率小幅走低。市场人士指出,资金面暂时无忧,但降准一时无望,资金市场宽松有度,资金利率继续下行空间有限。

### 重拾净投放

央行5日上午继续开展了7天期逆回购操作,利率不变,交易量则由前两日的1000亿元增至1300亿元,因到期逆回购略减少至1100亿元,当日操作实现净投放200亿元,为4月27日以来央行公开市场操作的首次净投放。

5日,到期逆回购仍在千亿元量级,同时是月初首个例行缴准日,此一背景下,央行公开市场终结连续净回笼,恢复净投放操作,继续彰显了央行维持资金面适度

宽松和基本稳定的意图。

据公开数据,4月27日至5月4日间,央行5次公开市场操作均为净回笼,累计净回笼资金7300亿元,央行在4月20日前后通过大额逆回购交易净投放的逾8000亿元中的绝大部分实现了到期自然回笼。

交易员称,即便考虑到MLF等操作,4月以来央行通过各渠道主动释放的增量流动性依然比较有限,市场上流动性供求呈相对均衡的态势,因此面对逆回购到期与补缴准叠加的情况,央行有必要开展对冲操作,以避免短期资金面再次收紧。

### 资金面总体持稳

得益于公开市场净投放操作,昨日资金面整体维持均衡偏松,资金价格总体持稳。

Shibor方面,5日,各期限Shibor涨跌互现,其中隔夜和7天期Shibor双双微涨0.1bp,14天Shibor跌0.3bp,3个月Shibor跌0.3bp。银行间质押式回购利率方面,昨日隔夜、7天、14天期回购利率加权值纷纷下行1-3bp,1个月期回购利率略涨0.9bp。