

# 旧愁多新恨少 信用风险加速分化

□本报记者 王姣

3月28日晚，“12珠中富MTN1”未按期足额兑付本息，成为3月第三起违约事件，这也是继“12中富01”违约后，珠海中富再次出现债券违约。纵观今年一季度的违约事件，除华盛江泉这一“新面孔”外，其余6起违约事件发行人均均为“老面孔”。

市场人士指出，展望二季度，考虑到信用债集中到期，叠加年报披露和评级调整高峰期，对违约风险和负面事件的冲击仍不可掉以轻心。但总体来看，2017年的信用风险特征可能不是整体和系统性风险增大，而是分化格局的进一步演进，中低资质企业信用风险的暴露尤其值得警惕。

## 违约老面孔再曝光

沉寂半个多月后，信用市场再现违约。3月28日晚，珠海中富实业股份有限公司（简称“珠海中富”）公告称，公司2012年度第一期中期票据（简称“12珠中富MTN1”）应于2017年3月28日到期兑付，现由于资金未能及时到账，公司未能按期兑付该中票本息。这也意味着，继2015年5月25日“12中富01”违约后，珠海中富再次出现债券违约。

纵观今年一季度的违约事件，珠海中富并不是唯一出现的“老面孔”。据统计，截至3月29日，共有东北特钢、大连机床、博源控股、山东山水、中城建、华盛江泉、珠海中富共7家发行人出现债券违约事件，除华盛江泉这一“新面孔”外，其余6起违约事件发行人均均为“老面孔”。如东北特钢已有10支债券违约，大连机床已有7支债券违约，中城建已有6支债券违约。

对这些“多进宫”的发行人而言，行业景气度下滑、公司经营业绩下滑甚至亏损、企业现金流枯竭和外部融资环境

## ■观点链接

### 国泰君安：信用利差上易下难

信用利差尤其是中长期品种依然是易上难下：(1)资金面紧张时信用债并未跟跌，缓解时也不一定跟涨，2月、3月债券收益率均为跟随资金面紧张大幅调整，尤其是3月份中长端信用利差反而被动压缩，这反应了没有流动性的情况下信用调整的滞后性，那么资金面缓解之后信用债也很难上涨；(2)去杠杆大背景下，资金面中枢抬升波动加大已经成为趋势，信用债的套息空间将面临显著收窄，中长期期限利差过窄的问题需要修复，但目前来看这

恶化等沉疴难解，在到期偿债压力集中与再融资受阻局面下的流动性风险急剧上升。

光大证券日前对2016年至今债券违约事件的梳理进一步显示，违约前一周期征兆方面，多家企业债务违约前半年出现：评级连续下调，公司业绩亏损，公司治理问题及延迟披露财报等情况。债务后续处理方面，足额偿付债券占总违约债券17.5%，偿付期限平均为10天，最长不超过42天。偿付期限超过10天的主体后期均再次出现债务违约情况；此外，主体只有一只债券违约后，紧接着两个内到期债务有极大概率相继违约。

### 分化格局加速演进

市场人士指出，因年初以来经济数据超预期，周期行业受益较多，违约风险有所降低。但总体来看，在经济企稳仍待观察的背景下，二季度信用债集中到期、年报密集披露和评级调整频现，导致违约风险暴露的可能性也会增大。在此过程中，信用资质分化格局将进一步加速演进。

中金公司分析师在最新研报中表示，总体而言，2017年宏观和中观信用面相比2015年低谷有所好转。但展望二季度，考虑到到期量增加，叠加年报披露和评级调整高峰期，对违约风险和负面事件的冲击仍不可掉以轻心。特别是近期的宏观和中观指标向好更多是源自供给收缩而不是总需求提升，2017年供给侧改革要深入到有效产能去化和结构调整阶段，整体信用环境的好转可能要以部分企业的牺牲为代价，个体信用资质分化反而可能更剧烈。

上述券商分析师进一步指出，具体而言，能够争取到扩产额度、享受到优惠融资和经营成本政策、获得债转股资格的企业现金流状况和融资环境会进一步改善过程依旧较为缓慢，后续中长端利差仍有继续上行风险。

### 兴业证券：两因素导致信用利差压缩

整体来看，自去年11月以来，信用利差呈现走阔后压缩状态。主要在于：(1)在经历资产端去杠杆后，但存量资金仍在(理财、委外资金新增明显放缓，但存量并没有伤筋动骨)，加上金融机构的仓位、久期水平均较低，近期做多情绪增强，信用债有配置需求(近期信用债成交活跃度上升)；(2)信用债净融资持续低迷，供给力度明显减弱，当前为存量市

好转，这类企业可能仍以大型央企、地方国企和区域重要性企业为主。而未进入优惠范围的企业，其经营和融资环境反而会更加恶劣。

国泰君安证券补充称，需求低迷的状况难以改善，决定了过剩行业净资产额中枢可能仍然维持低位。一是从行业本身的风险来看，行业景气度好转更多的是使行业内大公司受益，但尾部风险依然没有缓解；二是今年在去杠杆的大背景下，委外资金收缩、资管、同业业务的监管均对信用债需求产生不利影响，大需求收缩的背景下，过剩行业债券的需求也难有起色；三是高等级产能过剩发行人在贷款渠道趋松的背景下更愿意以贷款的方式融资，而低等级过剩发行人则面临政策和市场需求的重重制约，短期内将难以放量。

值得注意的是，有消息称，中证登拟于4月7日推出新的质押式回购政策调整，新发的AA及AA+等的中低等级公司债将会失去质押功能，禁止入库。对此业内人士多解读称，一旦中低等级小公募债失去质押资格，投资者对于中低等级信用债的需求将会大幅缩减，发行利率抬升，再融资环境恶化，信用风险将进一步强化，高低等级信用债分化加剧，等级间利差将进一步扩大。

### 信用利差存走扩压力

从市场表现来看，近期信用债一级市场取消发行案例仍多，二级市场收益率曲线平坦化上行，信用利差变动不大。不过分析人士认为，尽管总体信用风险可控，但在经济仍有下行压力、货币政策维持中性稳健的背景下，信用债市场后续仍有进一步调整的压力，信用利差易上难下。

一级市场方面，尽管3月以来信用债市场供需关系有所转暖，但取消发行的

场，配置需求下信用利差压缩。

### 国金证券：对中低等级不乐观

对于中低等级信用债依然不乐观。历史上，利率走牛，信用走熊阶段不多见，但是基本都出现在信用事件叠加监管风险的压力下。目前，信用债面临多重压力，第一，在行业集中度提升的情况下，实际上，中低等级信用债压力变大；第二，交易所新规一旦上线，目前同等级同期限的小公募和非公开收益率差100BP左右，新券会向非公开收益率靠拢。第三，目前的监管体系边际不利信用

情况仍然十分密集。据中金公司统计数据，3月截至目前取消发行支数已达65支，仅次于2016年3月、4月和2015年12月，为历史第四高。二级市场方面，近两周信用债短端收益率上行幅度达到25bp左右，3年期和5年期分别上行15bp和10bp；信用利差变动不大，仅5年期中票小幅走阔5bp左右，目前短融信用利差维持在历史3/4分位数附近，AAA中票信用利差达到历史30~40%分位数，但AA+和AA评级利差仍在30%分位数以下。

“今年信用债的调整可能还远未结束，从大的环境来讲，2016年被压缩过低的信用利差、期限利差均面临修复，但2017年初委外经历两轮债灾收益大量浮亏之后，并未出现大规模赎回的迹象，信用债调整也相对不充分，目前短端收益率已经有显著回升，但中长端依旧面临期限利差过窄的问题，后续信用利差依然有走扩压力。”国泰君安证券表示。

中金公司同时表示，总体而言，信用利差定价因素发生趋势性变化，信用利差尤其是评级间利差仍有向上重估以充分反映违约风险和需求弱化风险的必要，因此对信用债整体看法偏谨慎。结构上，高等级企业融资需求依然有限，利率上行过程中稀缺性进一步凸显，因此利率顶部更加明显，当前收益率水平下安全边际高。但低评级风险尚未充分释放，流动性风险和违约风险难以同时规避，一旦发生两者还有互相强化的可能性。留足流动性出口并做好个券排查依然十分重要。

综合来看，2017年信用风险整体可控，但信用资质分化格局将进一步加速演进，低资质企业信用风险的暴露仍然值得高度警惕，建议投资者关注高等级长周期信用债的配置价值，并对低等级信用债仍持谨慎态度。

债，而有利利率债和高等级债。

### 海通证券：城投债务风险延缓

2016年末剩余需置换的债务规模约5万亿元，若今年置换3万亿元，明年将仍有2万亿元置换额度，城投债置换的期限或延长至2018年。目前存量债中2015年之前发行、且到期在2018年(包括)及之后的规模有2.32万亿元，但2015年之前发行、到期在2018年(不包括)之后的规模有1.9万亿元，按30%的比例计算，面临提前偿还的城投债规模有可能从7000亿元降至5700亿元左右。(王姣 整理)

# 资金面紧平衡格局将延续

操作。这也是央行连续第四日暂停公开市场操作。同时，当日有700亿元逆回购到期，由此单日净回笼700亿元，最近四日累计净回笼资金2500亿元。

季末时点叠加连续净回笼，市场流动性有所收敛，昨日资金利率多数上行。Shibor方面多数上涨，其中隔夜Shibor涨7.3bp报25.210%；7天期Shibor涨1.9bp报2.81%。国债逆回购利率收盘多数收高，其中GC001收涨33.65bp报10.335%，盘中最高报13%；跨季的GC007则收跌15bp报5.765%。

银行间质押式回购市场上，短期利率上行，其中隔夜、7天加权利率分别上行14.01bp、108.16bp，跨季的14天、21天加权利率则分别下行11.23bp、9.36bp。据市场人士透露，昨日早盘资金面偏紧。隔夜方

面，常规隔夜需求较多而缺乏传统大机构的供应，市场表现均衡偏紧。7天和14天的跨季需求堆积，而仅有非银的高价卖盘。早盘过后，隔夜趋紧，有不少交投。午盘以后，市场维持隔夜宽松，跨季偏紧的局面。

### 紧平衡格局将延续

分析人士指出，3月底的流动性冲击即将告一段落，而季末时点央行连续四日暂停公开市场操作，一方面显示出目前资金面整体仍保持了均衡状态，另一方面再度彰显货币政策中性立场。展望4月份乃至二季度，资金面将迎来阶段性缓和，不过在金融去杠杆和宏观审慎框架之下，资金面仍将维持紧平衡格局。

“季末MPA考核还未结束，资金面已

经度过了最紧张的时刻，这意味着MPA考核对商业银行的资金面上的冲击可能是低于预期的。”招商证券在最新研报中表示。

华创证券则指出，29日至31日将有共计1400亿元逆回购到期，如果资金面进一步收紧，不排除央行有增加投放，平抑资金面波动的可能性，但如上周五那样资金面十分宽松的情况已难以再现，季末流动性大概率仍将呈现偏紧的趋势。更值得警惕的是，即使在季末这样的敏感时点，一旦资金面趋于宽松，央行都会毫不犹豫的收紧流动性，那么可以预见的是，季末时点过去之后，一旦资金面出现显著宽松，央行也将再次抽水流动性以维持资金面紧平衡，因此不可对流动性抱不切实际的乐观态度。

□本报记者 王姣

周三(3月29日)，央行仍未开展公开市场操作，为连续第四日暂停公开市场操作。同时市场上有700亿元逆回购到期，由此单日实现净回笼700亿元，连续四日累计净回笼资金2500亿元。市场人士指出，度过3月末之后资金面紧张程度将显著缓解，不过金融去杠杆大背景下，资金利率中枢抬升、波动加大已经成为趋势，预计后续资金面将延续紧平衡格局。

### OMO连续四日暂停

昨日央行公告称，临近月末财政持续支出，对冲央行逆回购到期后银行体系流动性总量适中，3月29日不开展公开市场操

作。这也是央行连续第四日暂停公开市

昨日，债券市场上期货、现货同步走弱。有分析认为，资金面预期谨慎压制了交易热情，而现券在期货盘面引领下最终也震荡走弱。

### 期现双双回落

昨日国债期货低开后窄幅波动，午后反弹并上行，不过临近收盘时又快速下跌回吐日内全部涨幅。截至收盘，5年期国债主力合约TF1706收报99.205元，较前一日结算价跌0.02%；10年期国债主力合约T1706收报96.905元，较前一日结算价跌0.04%。

现券方面，昨日剩余期限近10年的国开债160213券最新报价在4.0650%/4.05%，前一日尾盘为4.0666%/4.0505%；剩余期限近10年的国债170004券最新报价在3.28%/3.22%，前一日尾盘为3.27% /3.26%。

资金面上，央行自上周五以来连续

解，二季度上半段市场情绪将持续维持相对乐观的状况。短期内，在接近季末时点依然需要关注季节性考核压力的问题。展望二季度，因外部美联储加息预期干扰有所下降，人民币汇率近期稳中有升的局面也利好资金利率的下行。

因此，二季度中前期国债收益率将呈现低位运行的表现，预计期债价格仍将维持震荡偏强走势。另外，从上周末央行行长周小川的讲话中也可以看到，当前货币环境的转变已然在监管层的预期之中，货币政策仍将维持中性稳健。从年内来看，10年期国债收益率在3%~3.5%运行依然为大概率事件，期债市场依然以短多长空思路对待。

也有机构认为，短期经济平稳，金融去杠杆仍是政策主基调，货币政策仍将偏紧。目前债券市场无本质利好消息，前期债券市场上涨或为做多热情的释放，基本面状况并无改变，同业监管和资产管理政策或将继续对债市产生冲击，因而维持短期债市震荡的判断。

也有研究员认为，从整体节奏来看，短期市场资金压力将得到明显缓

# 期现同步走弱 谨慎预期压制交易热情

□本报记者 王超

昨日，债券市场上期货、现货同步走弱。有分析认为，资金面预期谨慎压制了交易热情，而现券在期货盘面引领下最终也震荡走弱。

### 期现双双回落

昨日国债期货低开后窄幅波动，午后反弹并上行，不过临近收盘时又快速下跌回吐日内全部涨幅。截至收盘，5年期国债主力合约TF1706收报99.205元，较前一日结算价跌0.02%；10年期国债主力合约T1706收报96.905元，较前一日结算价跌0.04%。

现券方面，昨日剩余期限近10年的国开债160213券最新报价在4.0650%/4.05%，前一日尾盘为4.0666%/4.0505%；剩余期限近10年的国债170004券最新报价在3.28%/3.22%，前一日尾盘为3.27% /3.26%。

资金面上，央行自上周五以来连续

解，二三季度上半段市场情绪将持续维持相对乐观的状况。短期内，在接近季末时点依然需要关注季节性考核压力的问题。展望二季度，因外部美联储加息预期干扰有所下降，人民币汇率近期稳中有升的局面也利好资金利率的下行。

因此，二季度中前期国债收益率将呈现低位运行的表现，预计期债价格仍将维持震荡偏强走势。另外，从上周末央行行长周小川的讲话中也可以看到，当前货币环境的转变已然在监管层的预期之中，货币政策仍将维持中性稳健。从年内来看，10年期国债收益率在3%~3.5%运行依然为大概率事件，期债市场依然以短多长空思路对待。

也有机构认为，短期经济平稳，金融去杠杆仍是政策主基调，货币政策仍将偏紧。目前债券市场无本质利好消息，前期债券市场上涨或为做多热情的释放，基本面状况并无改变，同业监管和资产管理政策或将继续对债市产生冲击，因而维持短期债市震荡的判断。

也有研究员认为，从整体节奏来看，短期市场资金压力将得到明显缓

# 珠海中富提请启动信用增进程序

继“12珠中富MTN1”正式违约后，珠海中富实业股份有限公司(简称“珠海中富”)29日公告称，已正式提请启动信用增进程序，由担保人——控股股东深圳市捷安德实业有限公司履行代偿责任。

珠海中富2012年度第一期中期票据(简称“12珠中富MTN1”)3月28日未能按期兑付本息，构成实质性违约。公司方面表示，由于公司经营亏损，短期内难以利用自身现金流量覆盖到期的中票本息金额，虽公司

正努力通过向金融机构融资等手段偿还中票本息，但相关工作尚需时日，导致公司不能按期兑付中票本息。现正式提请启动信用增进程序，由担保人履行代偿责任。

珠海中富28日也公告称，近日，公司以自有土地、厂房等资产抵押获得6.5亿元的流动资金借款，借款期限为2年，目前正在办理相关的资产抵押手续。(王姣)

# 人民币兑美元汇率波幅有限

在隔夜美元指数反弹的背景下，周三(3月29日)，人民币兑美元中间价、即期汇率再次双双走软，境内外价差仍持续倒挂200基点左右。市场人士指出，短期内，美元的技术性反弹带给人民币一定压力，不过除非美元指数连续反弹，人民币短期续跌空间受限。

国金证券指出，未来财政政策不确定性将继续打压美元，支持人民币升值，延迟降低美联储进入加快加息路径可能性，进一步消除债市境外货币政策紧缩压力。特朗普进一步推出财政刺激计划推升通胀预期的能力受挫。特朗普政策刺激出师不利或导致整个刺激计划延迟的预期提升，降低美联储加快加息路径可能性。(王姣)

# 绵阳投控评级展望上调至稳定

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)日前公告称，确定维持绵阳市投资控股集团(集团)有限公司(简称“绵阳投控”)的长期信用等级为AA，并将评级展望由发展中调整至稳定。

2013年3月，泰信国际投资有限公司(简称“泰信国际”)向国家开发银行香港分行(简称“国开行香港分行”)申请了1.44亿美元贷款，国家开发银行四川分行(简称“国开行四川分行”)对该笔贷款向国开行香港分行出具银行融资性保函，绵阳投控为国开行四川分行出具的银行融资性保函提供连带责任保证反担保。2016年1月18日，因泰信国际逾期偿还2014年部分贷款本息，绵阳投控存在或有负债风险，联合资信将绵阳投控的评级展望调整为发展中。

后经多方协调，截至2017年3月22日，绵阳市科技城发展投资(集团)有限公司(简称“绵阳科发”)已代绵阳投控向国开行四川分行偿还上述贷款2015年度的本息及罚息共计2521万美元，并提前偿还2016年度贷款本息及其它费用共计2102万美元。目前来看，绵阳投控对国开行四川分行提供的反担保义务原则上已解除，但从传统意义上需在绵阳科发与国开行四川分行签订连带责任保证反担保协议的基础上实际解除。(王姣)

# 中诚信：关注河南铁投业绩预亏

中诚信国际信用评级有限公司(简称“中诚信”)日前公告称，关注到河南铁路投资有限责任公司(简称“河南铁投”)2016年业绩预亏及相关风险。