

# 违约连发：货币潮退“裸泳者”现身

□本报记者 张勤峰

4月以来，一连串的负面事件，将信用风险的话题推上了风口浪尖。眼下，整个投融资市场，除了监管政策之外，讨论最多的可能就是信用风险。

这一连串风险事件，有不少值得关注的点，但大多指向再融资环境恶化这一共同的背景。去年以来，在严监管环境下，信用创造收缩、风险偏好下降，货币潮退之后，高杠杆运营的“裸泳者”开始暴露。分析人士认为，未来可能还会有更多的违约事件出现。那些财务杠杆高、融资渠道窄的主体应重点盯防。

## 这一轮违约潮有四大特征

之前有卖方研报称，二季度是违约高发期，要警惕信用风险，没想一语成谶。

4月以来，一连串的信用事件接踵而至，让人瞠目结舌。

最近这一系列信用事件，首要的特征是密集，违约接踵而至，大有成潮的势头。光是4月以来，就有16亿阳04、14富贵鸟、12春和债、11凯迪MTN1、15中安消和16富贵01等6只债券违约。这当中，12春和债和14富贵鸟、11凯迪MTN1和15中安消均是在同一天发生违约。

往前看，年初以来债券违约事件断断续续一直没停。从15川煤炭PPN001到16中城建MTN001再到16环保债，先后违约的债券已有11只。也即，今年已有17只债券违约，违约节奏要快于去年。

债券之外，近期还有多起信托和私募融资违约案例曝光，一时间，标债、非标、公募、私募纷纷“沦陷”，负面消息不断，给市场参与者心理上的冲击很大。

最近不光是违约多，新增主体也多。截至目前，今年已新增违约发行人5家，分别是亿阳集团、富贵鸟、凯迪生态、神雾环保和中安消，几近追平2017年全年水平。若再考虑到金特钢铁、沪华信、盾安控股等已暴露违约风险但尚未确认违约的主体，未来新增违约主体名单还有继续增加的可能。

这些信用事件的主体，又以民企居多，且不少是上市公司或有上市公司。我国公开债券市场的首个违约主体——超日太阳（现协鑫集成）就是民企，但从随后的发展路径来看，违约主体逐渐向央企、地方国企蔓延。甚至在2016年，国企违约成了舆论焦点，这一年，中铁物资、东特钢、大机厂、中城建等国企或国企背景企业先后陷入偿债风波。如今，民企又抢过“风头”，成为违约重灾区。这些民企还有不少是上市公司，这在以往比较少见。因为通常情况下，上市企业盈利能力、融资能力在业内多是靠前的。

□本报记者 王姣

5月16日，债券一级市场发行的六期利率债招标结果分化，表明供给压力对市场的影响开始显现。分析人士称，今年以来债券一级发行的节奏明显偏慢，二、三季度供给将加速释放，叠加监管政策逐步落地，债市供需关系可能向不利方向演变，建议投资者警惕行情的反复。

## 招标结果分化

5月以来，债券一级供给明显加速，15日发行的六期利率债中标利率与中债估值相比高低不一，表明资金面趋紧的背景下供给压力开始突显。

当日财政部招标发行两期国债，其中1年期国债中标利率3.02%，边际利率3.1%，投标倍数1.77；10年期国债中标利

## 口行17日发行三期金融债

□本报记者 张勤峰

中国进出口银行16日公告称，定于5月17日招标发行不超过130亿元三期金融债，期限包括3个月、3年和5年。

口行此次招标发行的三期债包括2018年第六期新发金融债，以及2018年第四期、第三期金融债的增发债，期限分

别为3个月、3年和5年，首场发行规模分

别不超过30亿元、50亿元和50亿元，3

年、5年期品种票面利率分别为4.46%、

4.97%。首场招标结束后，发行人有权对

3年、5年期债券追加发行，总量均不超

过20亿元的当期债券。

具体安排上，上述三期债券的招标时

间均为5月17日10:00-11:10，3个月

品种缴款日为5月22日，分销期为5月17

日-22日，上市日为5月24日；3年、5年期

缴款日均为5月21日，分销期均为5月17

日-21日，上市日均为5月23日。招标方

面，3个月、3年、5年期品种中标方式均

采用单一价格中标（荷兰式），3年和5

年期的发行手续费分别为发行总额的

0.05%、0.1%。

## 债市供给压力加速释放

率3.69%，边际利率3.73%，投标倍数2.2。

据中债国债到期收益率数据，5月15日，1年、10年期国债到期收益率分别为2.9669%、3.7151%，此次发行的1年期国债中标利率高于中债估值。

同日下午发行的农发债中标利率也有所分化，其中1年、5年、7年和10年期农发债中标利率分别为3.89%、4.4584%、4.5913%、4.6765%，投标倍数分别为1.6、2.5、3.44、2.84。再看中债农发债到期收益率数据，5月15日，1年、5年、7年和10年期农发债到期收益率分别为3.8756%、4.5248%、4.6430%、4.6779%，此次1年期农发债中标利率也高于中债估值。

从认购情况来看，上述六期利率债中，除7年期农发债投标倍数超过3外，其余均不足3，且1年期国债和1年期农发债投标倍数均不足2，显示市场需求明

显降温。

## 警惕供给压力

截至5月16日，本月国债、地方债和政策性金融债的发行总额已达到5490.74亿元，环比上月同期增加约13%，供给加速释放的态势明显。

“在债券供给方面，至5月14日，今年地方政府债共发行149只，发行额为5533.21亿元，较去年同期减少4315.11亿元，前期发行进度较缓增加了后期的发行压力。同时，若在‘扩大内需’的过程中，建设项目建设速度加快，则将进一步提高利率债券的发行进度。”渤海证券分析师冯振表示。

华创证券分析称，按照地方债发行规律，供给压力主要集中在二、三季度，预计二季度预计发行量为16197亿元，相较去

年增加2332亿元；三季度发行量预计为19517亿元，相较去年增加2810亿元。地方债供给大幅上升施压资金面，同时银行配置盘向地方债倾斜，或挤压其他债券配置空间。此外，二季度以来，国债单只规模持续上升，整体利率债供给压力加大，需警惕对债券市场带来冲击。

冯振并指出，资管新规虽已落地，但后续业务调整过程中对资产端的影响尚未显现，且相关细则将陆续出台，仍将制约市场情绪。

中金公司认为，接下来的几个月，债券供给压力释放的情况下，需求也边际减弱，而且需求更多集中在中短期品种，长期债券需求偏弱，可能导致长期债券面临更差的供需关系，从而收益率出现一定幅度的回升，导致收益率曲线陡峭化。

## 央行净投放加码 资金面逐渐回稳

□本报记者 张勤峰

16日，央行逆回购操作进一步加码，净投放2000亿元，连续两日实施大额流动性净投放。

在央行持续大力度的“补水”之后，市场资金面由紧转松。市场人士表示，随着月中税期高峰逐渐过去，资金面可能恢复均衡态势。

## 连续两日大额净投放

16日早间，央行开展2600亿元逆回购操作，包括1400亿元7天期、1200亿元14天期，操作利率分别持稳于2.55%、2.7%，资金投放量较上一日增加800亿元。

数据显示，昨日有600亿元央行逆回购到期，央行实现净投放2000亿元，较上一日增加200亿元，为连续第二日净投放。

为对冲月度企业缴税影响，本周以来央行明显加大了操作力度。周一，央行足额续作到期的1560亿元MLF，周二、周三累积开展逆回购操作4400亿元，实现净投放3800亿元。央行大力度的投放操作，有力弥补了短期市场资金供求缺口，平抑

了货币市场波动。

从过去两三日情况看，虽然资金面不复前两周的宽松态势，但也不算很紧张，一般到尾盘能够恢复平衡。交易员称，昨日早间资金面仍偏紧，大行、股份行融出较少，偶见部分城商行和非银机构融出少量的加点隔夜资金。午后，资金面逐渐转向宽松，各期限资金价格都有所回落，临近尾盘资金面已恢复宽松。

资金价格方面，16日，银行间市场债券回购利率整体继续走高。其中，隔夜回购加权平均利率DR001涨11BP至2.76%，代表性的7天期回购利率DR007涨12BP至2.90%，14天回购利率大涨20BP至3.83%。

## 难回到月初宽松状态

市场人士表示，从以往情况看，月中税期扰动可能还会持续一两日，但到下周预计影响基本消退，资金面有望恢复平衡，但本月还面临上年度企业所得税汇算清缴，后续资金面维稳压力犹存。

本月主要税种征期到15日结束，按照之前的经验，税款清收入库对流动性造成影响，需要雨绸缪。从往年来看，对资金面越乐观越容易出现预期差，而谨慎一些有助于平稳跨季。

## 人民币汇率创一周新低

□本报记者 王朱莹

美元兑人民币中间价调贬259个基点，报6.3745，为连续两日大幅调贬。

受美元指数继续大涨影响，5月16日人民币兑美元中间价、即期汇率延续弱势，在岸人民币兑美元大幅低开于6.3745元，尽管后续逐步反弹并升至6.3648元，但随着美元指数继续大涨，人民币重回调整态势。

市场人士指出，近期美国经济数据表现强劲、通胀及加息预期升温，再度拉升美债利率，并进一步点燃美元多头情绪，短期来看，美元涨势仍未完结，人民币兑美元汇率仍有调整压力。

## 美元大涨导致人民币续跌

美元“王者归来”的戏码仍在上演。5月15日，受4月零售数据向好、10年期美债收益率再度破3%影响，美元指数大涨0.64%，报93.2718，创去年12月底以来新高。

分析人士指出，美国经济增长动能强劲，或进一步巩固美联储6月加息的决心，美国国债收益率应声大涨，并引爆美元强势行情。

此前美国商务部公布的报告称，尽管4月份零售额环比增长0.3%，但3月的数据却从此前报道的0.6%上调至0.8%。

而据芝加哥商品交易所集团(CME Group)的“美联储观察”(Fed Watch)工具显示，交易商周一预期美联储今年总共加息四次的可能性为51%，首次达到了50%以上。

在此背景下，16日美元指数延续涨势，盘中一度触及93.6331的高点，刷新2017年12月以来新高，日内涨幅扩大至0.39%。相对应的是，非美货币普跌，昨日欧元兑美元跌破1.18关口。

与此同时，人民币兑美元汇率随之大跌。16日早间，人民

币兑美元中间价调贬259个基点，报6.3745，为连续两日大幅

调贬。

当日境内银行间外汇市场

上，在岸人民币兑美元大幅低开于6.3745元，尽管后续逐步反弹并升至6.3648元，但随着美元指

数继续大涨，人民币重回调整态

势，下午盘中一度跌破6.38关

口，16:30收盘报6.3685元，创一

周新低，较上一交易日大跌150

点，为连续第三日下跌。香港市

场方面，离岸人民币兑美元汇率

同样上演V型走势，盘中一度上

涨至6.3546，但后来又回跌至6.3746。

双向波动不变

市场人士指出，隔夜10年期美债收益率再破3%，继续推高美元指数，人民币中间价因此影响大幅下跌，但从昨日市

场表现来看，市场客盘逢高结汇心理仍较强，这明显缓和了人民币的跌势，表明人民币汇率预期仍较稳健。

国金证券认为，后续影响美元指数走势的关键因素在于美联储加息步伐以及欧洲央行货币政策回归正常化的进度。目前来看，经济基本面“美强欧弱”的格局得到确定，短期内欧洲央行收紧货币政策的概率不大，美元指数短期内或将维持相对高企。

分析人士认为，这也意味着，在人民币走势主要将受美元指数影响的情况下，后续人民币汇率大概率将在低位震荡。

不过中国4月经济数据体现基本面仍有较强韧性，当前的逢高结汇需求也让人民币兑美元和CFETS汇率指数处于偏强走势，人民币并不存在大幅贬值风险，随美元指数双向波动的可能性更高。

## 债券市场仍有调整压力

□本报记者 王朱莹

货、现货市场早盘明显走跌，主要是跟随隔夜美债市场大跌。

周三(5月16日)，债券市场延续震荡格局，10年期国债期货大幅上升8个基点至3.08%，不仅刷新年内前高3.03%，并触及2011年以来的最高水平。

仍有调整压力

市场人士认为，目前我国债券市场面临着内外双重压力。一方面，美债收益率仍有继续上升的空间，对中债的传导效应仍不容忽视；另一方面，当前经济基本面面对债市的影响有限，而资金面边际趋紧、供给加速释放以及监管政策逐步落地，对短期债市明显偏利空。

海外方面，近期美国经济数据表现强劲、通胀预期升温重新拉高美债利率，5月3日以来10年期国债收益率已上行了14基点，目前中美利差仍维持在60基点附近，一定程度上阻碍了国内债券收益率下行。

“目前来看，此前推动利率下行的一些因素正在发生改变。”华创证券屈庆团队在最新研报中指出，其一，降准带来的利好已经抹平，且市场对于货币政策的放松预期也被修正。既然降准不是货币政策的放松，那么由放松预期带来的收益率下行则重新上行。其二，4月经济数据升后降，10年期国债活跃券180205收益率开盘报4.56%，开盘后快速触及4.575%的高点，一度上行35BP，随后于高位盘整了较长时间，14时开始收益率逐步回调，最后一笔成交在4.53%，较上日收盘价下行1BP。10年期国债活跃券180004收益率早盘曾触及3.7350%，较上日上行3BP，最后一笔则回落至3.70%，较上日收盘价小幅回落0.5BP。

市场人士认为，昨日债券期

## 国开行17日增发两期固息债

国家开发银行公告称，定于5月17日招标发行两期金融债，期限包括5年、7年，总量不超过90亿元，最终以实际中标量(债券面值)为准。

具体安排上，上述两期债招标日均为5月17日，招标时间为14:30-15:30，债券缴款日均为5月21日，上市日均为5月23日。以上各期增发的债券均为固定面值，采用单一价格(荷兰式)招标方式。此次债券承销费按认购债券面值计算，5、7年期均为0.10%，各品种均无兑付手续费。(张勤峰)