

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,没想一语成讖。

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,给市场参与者在心理上的冲击很大。

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,但从后续的发展路径来看,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、大机床、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15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%。

违约高发、新增主体多、民企集中违约、上市公司沦陷,这些引人关注的特征,都增加了这一系列信用事件的舆论效应和市场影响。

再融资成压垮骆驼的稻草

从历史上看,债券违约多发于经济或行业低迷时期,企业经营恶化,内部造血不足,最终无力偿债。

最近这一系列风险事件的当事人,或多或少也有这些表现,如凯迪生态、中安消、金特钢铁等,盈利恶化,持续侵蚀内部现金流,又如沪华信,实际控制人不能正常履职,或是公司信用状况急剧恶化的诱因之一。

但这一波风险事件,有一个共同背景——再融资收紧。中金公司称,这些信用事件主体多带有外部融资收紧导致流动性阶段性枯竭的特征。

中金公司研报举例称,中安消2016年后再无新债发行,2015年1月后也未曾进行过股权融资。凯迪生态最后一次尝试发债是在2016年12月,2只债仅发行成功1只,之后再未能发债。盾安控股在谈及此次偿债风险时也提及4月份18盾安SCP003取消发行引发流动性问题。

近期部分非标类资管产品违约,也与基建再融资压力加大有关。

再融资风险加大的宏观背景则是去杠杆、严监管形势下,信用创造收缩和风险偏好下降。2016年四季度以来,金融体系进入去杠杆时间,几乎从那时起,已有先见者提示关注再融资环境收紧可能引发的企业资金链断裂问题。

研究人士指出,过去几年金融加杠杆过程中,理财和影子银行体系扩张创造了大量的信用供给,给债市带来了两、三年的牛市,也让融资企业享受了很长一段低利率、低门槛的融资时期。去杠杆的过程,恰恰就是上述过程的逆过程,随着信用创造收缩和风险偏好下降,弱资质企业再融资难度加大,出现资金链断裂的风险上升。从年初以来情况看,债券一级融资发行、二级市场都呈现出“冰火两重天”的局面。一方面,低等级债乏人问津,推迟或发行失败的屡见不鲜;另一方面,高等级债受到追捧,一些债券投标倍数甚至创了历史新高。投资人更加看中债券的信用资质,这反映出风险偏好逐渐下降。

值得注意的是,去杠杆环境下,其他融资渠道也纷纷收紧。海通证券姜超等称,今年以来影子银行监管趋严,银信合作新规、委贷新规从供给端压缩,资管新规从需求端限制,非标持续萎缩,1—4月信托+委托贷款合计少增1.9万亿。2017年,股市再融资政策收紧,定增募资规模骤降

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

一半,上市公司融资渠道也在收缩。信贷方面,去年以来信贷额度问题一直比较突出,尤其是在表外回表情况下,信贷资源更显紧张,有限的额度一般会照顾国企,民企难以获得足够的信贷支持。

企业再融资渠道全面收缩,但2018年企业债券还本付息压力有增无减。在2015—2016年大牛市中发行的一些信用债,已陆续到了还债期。据Wind数据,2018年将到期的主要非金融企业债券共计4.4万亿元,还有不少债券进入回售期,在负面事件多发的情况下,投资人若选择回售将加速债券到期,可能引发偿债风险,这在今年以来已经有所体现。另外,一些信用债涉及了交叉违约条款,一旦发生债务违约,也可能导致债务集中到期,发生风险。

在国内企业序列中,民企融资渠道本就狭窄,之前有不少依赖非标融资,如今在信用收缩、再融资收紧、非标受限的大环境下,自然也就成为违约的重灾区。

警惕高杠杆融资难主体

分析人士警告,货币潮退之后,高杠杆运营的“裸泳者”开始暴露,金融严监管难放松,“水位”还将持续降落,未来或许还将有更多的“裸泳者”出现。

天风证券孙彬彬称,前几年金融条件较为宽松,投资者风险偏好较高,对低资质企业具有更高的包容度,一些企业趁机会行了不少的债券、非标等融资产品。但这不一定会让企业经营得更好,反而可能在一定程度上诱使企业过度投资、过度杠杆经营。

当金融环境转向去杠杆、强监管时,一方面,投资者的风险偏好明显下降,对

■观点链接

中金公司:信用事件发生或加快

过去一年多金融防风险、去杠杆引发融资渠道荒,企业资金链断裂压力增大,部分民企腾挪空间小、资产周转周期长、盈利能力弱成为重灾区。尤其是资管新规发布后非标受限,短期忙于存量产品整改,新产品开拓思路还不清晰,信用债需求力量快速下降。叠加二季度债券到期高峰和评级调整高峰的到来,信用事件发生频率可能加快。

长江证券:低评级债压力大

考虑到今年信用违约进一步向民营企业和城投平台蔓延,上市公司违约主体增多,相关行业和地区的风险暴露,可能对包括信用债市场和股市在内的市场风险偏好形成一定压制。此外,对低评级信

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,较去年同比减少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,建设项目落地速度加快,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,相较于去

风险的防范心理大幅提高,债市融资通道明显收紧;另一方面,监管政策全面封堵各类表外和非标通道,非标转标过程中,非标债务滚续难度上升,企业需要依靠表内或者自身经营现金流对接到期债务。

孙彬彬表示,深港变浅滩,谁在裸泳看得更加清晰。

姜超表示,本轮违约潮退去需要看到融资渠道的重新放宽。非标方面,资管新规已实施,虽给了银行理财2年半的缓冲期,但打破刚兑、禁止投非标产品的原则没有变化。银行理财规模在未来3年内仍存在下收缩压力。债券方面,资金表外转表内、资管产品净值型转型均伴随着对信用风险容忍度的下降,净融资很难大幅上升,表内贷款亦受资本金、行业政策、风险偏好等制约,除非有进一步政策支持,短期内或难以弥补再融资缺口。而从低等级债券到期量来看,3月和4月高峰过后有所回落,8月起将再度上升且持续较高,兑付仍将面临考验,违约潮或未完待续。

孙彬彬提示,未来应重点关注表外杠杆高、融资渠道明显收窄的主体。

长江证券宏观固收首席赵伟认为,信用收缩环境下,民营企业和部分城投平台,再融资压力进一步加大,或加快信用风险暴露,从行业角度看,基建、房地产和建筑业等受影响可能较大。

姜超等通过对上市公司2017年年报数据分析,发现房地产、建筑、综合行业的杠杆最高,杠杆率不降反升的还有公用事业、家电、汽车、交通运输、电力设备、商贸零售,提示关注部分城投公司违约风险。

近期,某直辖市下属两家平台或类平台相继爆出负面消息,进一步加重了城投板块的担忧。

用债的需求趋于回落,前期调整不足的低评级信用债或面临较大调整压力。

联讯证券:债务风险不可不防

为适应如今的市场环境与金融机构偏好,企业债券融资正变得短期化,对流动性与债券市场的环境要求在变高。一旦流动性收缩,企业发债难度加大,经济与金融体系就可能再次出现连续的信用事件。同时考虑到2015—2016年的非标融资在今明两年陆续到期,而市场上愿意承接非标资产的资金偏少,偿付压力也将增大。严监管在途中也未停下。资管新规虽已下发,但相关细则仍在制定中,业务整改还未到深水区,监管对企业融资端的冲击还只是前战。未来会更加显著。金融机构“赚贫爱富”的特质会更加明显。债务风险不可不防。(张勤峰 整理)

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。

周后半周缴税影响会逐渐减少,到下周基本消除。近期央行持续开展大力度的资金投放操作,市场资金供求总体维持在紧平衡状态,紧势进一步加重的可能性已经不大。

交易员预计, 下周资金面有望进一步回暖, 但可能难以回到月初宽松状态。一是地方债发行缴款的影响可能加大。今年以来,地方债发行节奏一直偏慢,考虑到全年待发行量并不小,且需要在每个季度之间进行平衡,因此未来一段时间地方债发行很可能加快, 债券集中发行缴款肯定对流动性造成短期的扰动。二是本月还面临上年度企业所得税清缴,月末税收走款规模可能较大,叠加月末因素影响,也抑制流动性宽松, 机构需要提前有所安排。

每年年中,都是流动性波动高发季。以目前情况看, 金融机构超储率并不高,且银行负债压力较大,叠加未来一段时间季节性影响因素增多,资金面仍存在波动风险,需要未雨绸缪。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

受美元指数继续大涨影响,5月16日人民币兑美元中间价、即期汇价延续弱势,在岸人民币即期汇率收跌150点至6.3685,创一周新低。

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年期美债利率再度破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”(FedWatch)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

债券市场仍有调整压力

□本报记者 王朱莹

周三(5月16日),债券市场延续震荡格局,10年期国债期货主力合约收涨0.1%,10年期国债利率持稳于3.71%。

市场人士指出,央行在公开市场连续加大净投放力度平抑税期扰动, 不过资金面仍显收敛,加之供给加速释放、海外债市大跌等因素影响,未来一段时间债券市场仍有调整压力。

债市低开高走

16日,为应对税期扰动,央行放量开展2600亿元逆回购,单日实现净投放2000亿元,不过资金面仍有所收敛,代表性的7天期回购利率(DR007)加权价大幅上行12基点至2.90%。

叠加隔夜海外债市大跌的传导效应,昨日债券期货、现货市场双双低开。中金所国债期货市场上,10年期国债期货主力合约T1806大幅低开于93.855元,早盘跌幅一度超过0.2%,上午围绕93.8附近窄幅震荡,午后随着市场情绪好转合约价格逐步回升,最终收报94.12元,较上日上涨0.1%;5年期国债期货主力合约TF1806同步偏弱震荡,截至收盘微涨0.01%,报97.69元。

与此同时,债券现券收益率先升后降。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

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151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,人民币中间价受此影响大幅下跌, 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走势, 表明人民币汇率预期仍较稳。

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位。

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,后续人民币兑美元汇率很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具有较强的韧性,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。

货、现货市场早盘明显走跌,主要是跟随隔夜美债市场大跌。5月15日,10年期美债利率大幅上升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

债市市场面临着内外双重压力。一方面,美债收益率仍有继续上行的空间,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年期美债收益率已上行了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月经济数据有望改善,经济悲观预期将有所修正。其三,资管新规虽落地,但存量业务调整压力大,将对债市造成压力。其四,资金面依旧宽松,但最宽松阶段已过去,难推动利率继续下行。

“从债市的角度,年内级别最大的行情已经在4月份的降准后结束,未来1—2个季度债市的机会恐怕要靠下跌调整来创造空间。”国泰君安固收首席覃汉表示。

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。市场人士称,受海外债市大跌、国内资金面趋紧、供给加速释放等因素影响,预计此次招标需求平稳。

国开行此次拟增发两期固息债,包括2018年第四期、第六期金融债的增发债,期限分别为5年、7年,发行规模分别不超过

50亿元、40亿元,票面利率分别为 4.69%、4.73%。

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)