

信用风险面临集中暴露

信用债市场“危”“机”交织

□本报记者 王辉

新年伊始,信用债市场便迎来了武汉城投、四川煤炭产业集团主体评级接连遭降,华锐风电连续两年亏损等多起信用事件。分析人士表示,经历了2013年的初步风险暴露之后,2014年信用债市场将迎来“危”“机”交织时刻。一方面,未来部分信用产品的违约风险将大幅上升,其中包括一些过剩产能行业中规模扩张过快、财务负担较重、现金流状况恶化的产业债,以及今明两年到期债务规模巨大、偿付能力偏低的城投债等;而另一方面,随着信用债市场整体收益率创下近几年新高,在相关风险不断暴露的同时,一些结构性配置机会及阶段性交易性机会也将不时闪现。

信用风险事件或大量涌现

2014年开年以来的短短半个月时间内,银行间及交易所债券市场就出现了多个信用评级下调事件。继中债资信评估有限公司日前将武汉城投主体信用等级由AA下调为AA-后,近日煤炭行业的多只信用债,也遭遇了债券发行主体信用被降的情况。其中,四川煤炭产业集团因行业景气度持续低迷,风险上升及盈利能力弱化,主体评级遭到下调;马煤业集团的评级展望,则从稳定下调为负面。

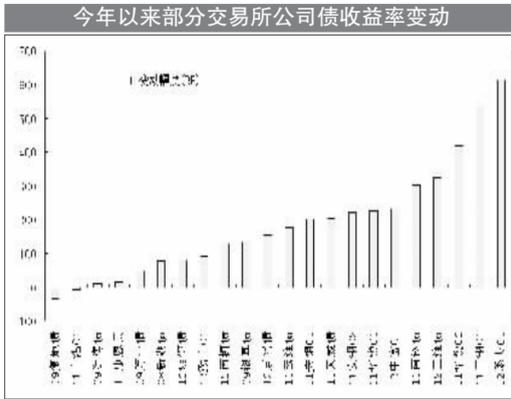
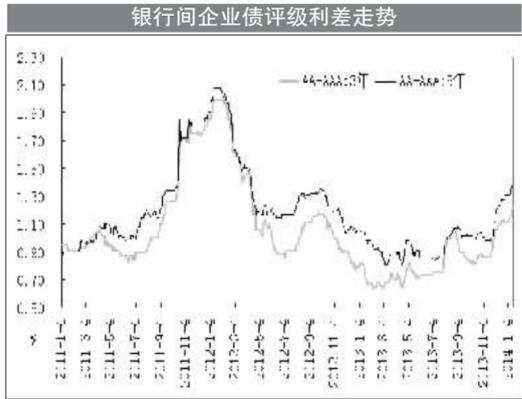
与此同时,部分信用风险已然明显暴露的信用事件,已经对部分债券价格带来剧烈冲击。1月9日,华锐风电发布风险提示公告称,由于公司连续两年亏损,按照相关规定,公司公开发行的两期公司债券将面临暂停上市的风险。受此消息刺激,11华锐02单日暴跌近8%,11华锐01跌逾5%,并带动多只公司债券价格下挫。此后几个交易日,交易所低评级高收益债仍是一片哀鸿遍野。

□第一创业 胡泽利

在当前的城投债评级中,由投资者付费的中债资信评级,与由发行人付费的其他机构评级之间,有着明显的级差,显示当前城投债评级存在评级虚高现象。不过,为了避免硬性降级可能引发的系统性风险,未来挤泡沫还应该是一个缓慢渐进的过程。

客观来看,中债资信的评级普遍比较谨慎,较其他主要评级公司的评级通常会低一个信用等级,尤其是对钢铁和目前的产能过剩行业发债企业,评级差能够达到两个等级。但近期在武汉城投上反映出的评级差,仍进一步揭示了当前城投债评级中评级虚高的事实。2013年12月16日,中债资信将武汉城投主体评级由AA下调为AA-,而截至目前,武汉城投所发债券的评级机构——联合资信和大公国际均未对发行人进行评级调整,仍维持着AA+级的主体评级。

自2012年以来,共有412只债券主体评级被上调,涉及162家城投融资平台,占比达到近40%。从评级分布来看,



中投证券等机构指出,结合发行人的业绩及近期信息,预计2014年可能退市的交易所公司债、企业债将不下10只。其中华锐风电、天威保变、珠海中富、陕煤化、江苏中能等可能性最大,而安阳钢铁、新钢股份、南宁糖业等仍游走在亏损边缘。随着未来一段时间上市公司年报迎来密集披露期,相关债券退市与否亦将逐步清晰,利空消息可能仍会对相关个券及低评级债券形成强烈冲击。

招商证券则就航运类债券发出警示,目前航运业三家央企股票面临暂停上市或退市困境,纷纷通过出售资产或重组等方式增厚利润,虽然债券市场的航运债发行人均为国企,信用等级较高,但目前航运业趋势性复苏远未到来,发债企业持续亏损使得财务压力继续上升,不排除相关发债企业主体评级下调的可能。

市场人士指出,相关信用债可能面临的评级下调不仅面临收益率的重估,还将导致AA-以下债券失去质押资格,投资者在相关债券评级下调之后对其的

去杠杆行为,或可能进一步加剧其价格的跌势。

趋利避害 瞄准机会

近几年来,信用债市场的高收益率以及少数债券违约之后的普遍性兜底,已被投资者所习以为常。但就今年新年伊始信用债市场所初步揭示出的风险来看,未来信用债投资中,必须把“趋利避害”放到比以往更为突出的位置。

就投资策略而言,第一创业表示,当前交易所公司债的流动性溢价和信用风险溢价会逐步拉大,建议配置高等级品种进行避险。招商证券等机构也认

为,短期配置上建议以短久期高等级信用债为主。

在具体行业区分上,银河证券表示,综合考虑经营风险和财务风险,食品饮料行业、家用电器、医药生物等行业的信用债投资机会更大,信息服务行业也存在不错的投资机会;而采掘、黑色金属、航运等行业存在的风险较大;房地产行业整体财务风险较大,但经营风险不大,建议选择房地产行业财务状况良好的行业龙头。

城投债方面,中信建投表示,虽然目前城投债信用风险相对较低,配置价值相对明显,但从配置思路上看,应该回避供给旺盛的低层级平台和非标融资较多的平台债券。

综合市场整体观点来看,在目前的市况下,虽然信用债市场整体形势不容乐观,但信用债整体收益率也已创出近几年的新高,未来市场的结构性配置机会及部分债券超跌之后的阶段性交易性机会也逐渐值得挖掘,预计市场各方将围绕这些机会展开博弈。

城投债评级虚高 泡沫难挤

AA-上调为AA的城投主体为93家,占比57.41%;AA评级上调为AA+的主体40家,占比24.69%。对应的评级机构中,包括联合、鹏元、中诚信以及大公、新世纪等。反观评级被下调的主体,则仅有6家平台机构。

AA-的企业在减少,AA+和AAA的企业在增加,评级公司通过评级调整,提高了整体城投债的评级水平。表面看,评级提升反映的是城投企业整体资质在上升,偿债能力不断增强,而事实与评级反映的信息却相差甚大。

过去两年,中国处于债务周期的上升期,地方政府注资设立地方融资平台,通过银行借款、发行债券、信托融资和BT等方式增加融资和负债规模,加大政府杠杆,支撑投资增速。根据审计署公布的数据,2013年6月底,地方政府债务为17.89万亿,其中省市县三级政府负有偿还责任的债务余额为10.58万亿,比2010年度增加3.87万亿,年均增长19.97%,其中省级、市级、县级年均分别增长14.41%、17.36%和26.59%。总体而言,政府部门债务增长速度超过了GDP的增

长,杠杆率在持续增加。

单看城投发行情况,2012年和2013年是城投债的发行高峰,合计发行1.8万亿,发行只数近1600只。而且城投债发行资质也由省级平台下沉至市级和县级平台,资产负债表的健康程度也是逐渐降低,某些地区的城市杠杆率已经加到足够大。

微观数据来看,情况也并不乐观。以武汉为例,根据财政部驻湖北专员报告披露,截至2011年末,武汉市地方政府性债务余额为1964.47亿,债务率为185.64%,狭义的债务率为136% (负有偿还责任的债务余额占地方财力的比重),债务压力本就偏高。而到了2012年6月30日,武汉市的债务余额增至2037.05亿,城市负债水平远超国际警戒水平。此外,截至2012年6月30日,武汉市已有逾期债务40.6亿,其中财政资金应偿还38.03亿,占比93.67%,一定程度上说明了武汉财政收入对债务的偿还并不畅通。

因此,中债资信此次下调武汉城投的评级,传递的信息是对当前评级公司城投评级的不认可。引申来看,对截至

2012年底,负有偿还责任债务的债务率高于100%的3个省级、99个市级、195个县级、3465个乡镇政府”中省市县级政府所发债券,市场也需持审慎态度。

目前来看,2013年的债市监管风暴以及高利率去杠杆进程,甚至未来的城投债债务改革方向中,都并未涉及到城投的信用评级方面。未来,城投债发展还需打破对高评级的迷信,合理反映风险水平,使评级与债务风险和定价相一致。

不过,评级调整易上难下,特别是当前地方债务风险在风口浪尖之时,挤泡沫骑虎难下。若无系统的化解之道,单纯的大面积下调评级,在向市场传递系统性风险高压的同时,也与中央定的“可控”基调相悖。彼时,引发二级市场的抛压,导致债券市场动荡也不是不可能。故,权宜之计,还需中债资信等投资者付费评级公司或者投资者内部评级系统做出相对合理评级,通过与主流评级公司之间相互博弈,逐渐达成一致和平衡,缓慢地使市场适应城投的低评级,减轻虚高的评级带来的风险低估冲击。

今年首只7年期国债招标火爆

中标利率远低于预期 投标倍数超4倍

□本报记者 张勤峰

15日上午,财政部招标发行了年内首只7年期固定利率国债。受益于发行体量较小等因素,本期国债中标利率落在4.44%,远低于市场预期下限。

财政部昨日招标的是2014年记账式附息(三期)国债,竞争性招标面值总额100亿元,不进行甲类成员追加投标。据交易员透露,本期国债加权中标利率4.44%,远低于4.52%-4.60%的机

构预测区间下限;全场投标倍数高达4.59倍,创下记账式国债投标倍数的最高纪录。中债国债收益率曲线显示,14日银行间7年期固定利率国债收益率报4.59%。本期新债中标利率比二级利率低了15BP之多。

交易员分析,7年期国债需求如此火爆,一则可能受益于短期流动性宽松;二则,本期国债将成为5年期国债期货交割券,而且很有可能成为国债期货的CTD券;而最关键的,还是本期国债体量

较小。与今年头两期国债一样,本期国债发行规模只有100亿元,且不设追加额度,相比200-300亿元的国债单期正常发行量缩减不少。此外,前两期国债招标均表现不俗,例如上周三招标的100亿元1年期固定利率国债中标利率4.04%,同样远低于市场预期的4.23%和当时中债估值4.25%,全场投标倍数接近4倍。交易员认为,由于有前两期的示范效应,可能吸引交易户介入,从而推动中标利率大幅低于预期。

也在一定程度上支撑了国债期货的反弹。不过,值得注意的是,昨日国债期货虽然整体呈放量上涨态势,但总持仓量仅较上日增加5手,显示机构更多旨在博取日内投机收益,而对于期债后市走向仍存疑虑。分析人士指出,目前仍看不到货币政策放松的迹象,春节前资金面大概率会再现季节性紧张,债券收益率下行难以持续,因此国债期货也缺乏中期做多的条件,春节前合约价格或仍以区间震荡为主。

新债招标提振 期债放量上攻

□本报记者 葛春晖

周三(1月15日),受新发7年期国债中标利率大幅低于预期的刺激,国债期货午盘放量上攻,三个合约价格全线收红、涨幅明显。

昨日期债主力合约TF1403收报91.816元、涨0.37%,成交3614手,较上一日放大1.6倍,日增仓3手至3662手;次季合约TF1406收报92.382元、涨0.36%,成交151手,放大逾1倍,减仓8手至400手;

远季合约TF1409收报92.56元、涨0.22%,成交26手,增仓12手至71手。

当日财政部招标的7年期国债中标利率4.44%,远低于市场预期,该券为当前国债期货的可交割券,且市场预期其可能成为新的最便宜券,因而中标结果极大刺激了期债市场做多热情。昨日现券市场上,6.49年的13国债15.676年的13国债20作为现存CTD券,同样受到新债招标刺激,收益率分别下行2BP、3BP。此外,交易员表示,当前市场短期资金面仍呈现宽松局面,

资金利率短稳长升 市场预期谨慎

周三,资金面不改短松长紧格局,银行间短期回购利率波动甚小,长期限品种则整体上涨。尽管市场感受到年初以来流动性态势持续好于预期,但机构对于缴税、新股发行及节假日可能导致的资金面波动依旧保持警惕。

据交易员反映,周二银行间回购市场短期资金供求均衡,隔夜质押式回购加权利率微涨1BP至2.76%;7天利率小跌近1BP至4.02%。14天及更长期限资金供给则比较稀缺,需求持续旺盛,显示市场对未来资金面预期谨慎。其中,跨春节的21天品种全天供给稀少,成交寥寥;1个月至3个月品种利率全线上

扬,1个月回购加权利率6.85%,上涨近10BP,再创年内新高。

年初以来,在公开市场操作连续暂停的背景下,短期资金面宽松程度好于预期,但机构对春节前资金面预期谨慎,导致跨春节资金价格持续高企。市场人士指出,当前短端资金利率基本见底,伴随企业缴税、新股发行及春节提现等多重冲击陆续兑现,预计从下周开始资金利率就可能重新上涨。

另据市场人士透露,周三公开市场一级交易商可申报正、逆回购及三个月央票需求,但预计央行周四仍不会重启公开市场操作。(张勤峰)

三银行披露今年同业存单发行计划

品种增加 期限丰富

继工商银行日前公布2014年计划发行1000亿元同业存单之后,15日招商银行、中信银行和交通银行也相继披露了今年的同业存单发行计划,发行额度分别为800亿元、1000亿元、800亿元。

根据发行计划,同业存单发行实行余额管理,各家银行在年度发行额度内,自行确定每期同业存单的发行业品种、金额及期限。发行方式分为公开发行和定向发行,其中公开发行包括招标发行和报价发行,招标发行可采用价格招标与数量招标的形式。同业存单发行将通过同业拆借中心发行系统进行。其中,交通

银行每期发行金额不低于5000万元,包含1个月、3个月、6个月、9个月、1年、2年和3年共七种期限,品种包括固定利率存单和浮动利率存单两类。

去年12月,10家商业银行发行了首轮同业存单,规模合计10期、340亿元;全部为固定利率品种,期限有1个月、3个月和6个月三种。市场人士指出,同业存单市场规模将在2014年迎来大幅扩容,加上发行品种增加、期限结构更加丰富,同业存单定价将逐渐向银行间真实的同业负债成本靠拢,助推存款利率市场化的实现。(张勤峰)

华泰证券20日发行20亿短融券

三因素造就券商短融发行潮

华泰证券15日发布公告称,将于1月20日招标发行20亿元90天期短期融资券。至此,年初以来已披露的证券公司短融券发行量达到20只、336亿元。

本期短融券是华泰证券今年发行的第二期短融券,固定利率,发行利率通过招标系统招标确定,起息日和缴款日为1月21日,1月22日起上市流通,2014年4月21日到期一次还本付息(遇节假日顺延)。本期短融券无担保,经中诚信国际信用评级

有限公司综合评定,发行人的主体评级为AAA,本期短期融资券的评级为A-1。

年初以来,券商对于发行短融券保持了极高的热情。分析人士认为,其背后原因可能有三方面:一是,资本中介业务快速发展,大量消耗券商资本金,提升券商融资需求;二是,年初资金相对宽松,债券发行成本可能相对较低;三是,1月份有较多存量券商短融券到期兑付,还本付息规模约为326亿元。(张勤峰)

■ 外汇市场日报

美债收益率上涨 美元指数再战81

周三,美国国债收益率上涨,推动美元指数连续第二天上涨,再次挑战81整数关口。

美国国债收益率上涨主要受益于两个因素,一是最新公布的美国零售销售数据强劲,缓和了因上周五美国非农就业数据不佳给市场带来的担忧;二是美联储两位鹰派官员均表示对美联储提前缩减QE表示支持,并认为美联储应该尽快缩减QE。受此影响,昨日亚欧汇市美元指数上涨0.31%至80.94位置。

昨日亚市,美元对日元一度上涨0.1%至104.35附近。除美元因素外,日本最新公布的11月经常账赤字创历史新高,也打压了日元。欧市开盘后,欧元对

美元一度下跌0.48%至1.3611附近,回吐了此前因欧元区11月工业生产数据正面表现给欧元带来的涨幅。

从技术角度看,欧元对美元支撑位在1.3552,阻力位在1.37整数关口;美元对日元支撑位在102.83,阻力位在105.12。

目前看,日本央行和欧洲央行可能继续维持货币宽松政策,两大央行均可能推出更多措施来刺激本经济体的经济成长;而美国则已经开始缩减QE,随着美国经济数据好转,市场对于美联储首次升息时间的预期也在提前。鲜明的货币政策对比,令市场认为未来美元仍可能保持较强劲的走势。(南京银行 蒋献)

联合资信:

调整义马煤业评级展望至负面

联合资信评估有限公司日前发布报告,维持义马煤业集团股份有限公司主体长期信用等级为AA+,评级展望由稳定调整为负面,维持“10义马MTN1”、“11义马MTN1”、“11义煤债”、“12义马MTN1”和“13义马MTN1”信用等级为AA+,维持“13义马CP001”和“13义马CP002”的信用等级为A-1。2013年11月7日,义马煤业集团与全资子公司义海能源通过股份协议转让方式,以现金增持上市公司河南大有能源股份有限公司6.28亿股股份。2013年

11月20日,股份过户登记手续办理完成。联合资信表示,股份增持事项导致公司对大有能源的控股比例由59.08%上升至85.32%,公司对大有能源的控股地位得以提升,也导致公司合并口径所有者权益规模大幅下降;同时,为应对股权增持大额现金支出,公司短期有息债务规模显著上升,整体债务负担明显加重。受制于煤炭行业景气度持续低迷,公司面临的行业风险上升,盈利能力持续弱化,预计短期内公司综合盈利表现难以显著改善。(葛春晖)

最新企业主体评级变动

企业名称	最新评级	原评级	评级展望	评级调整	前次评级	最新评级机构
山西煤炭运销集团有限公司	2014-1-13	AA+	稳定	维持	AA+	联合资信
天津钢管集团股份有限公司	2014-1-10	AA	稳定	维持	AA	大公国际
天津泰达城市建设投资有限公司	2014-1-09	AA-	稳定	维持	AA-	新世纪
中国东航集团公司	2014-1-09	AAA	稳定	维持	AAA	联合资信
义马煤业集团股份有限公司	2014-1-09	AA+	负面	维持	AA+	联合资信
山西大同铝矾土股份有限公司	2014-1-8	AA	稳定	维持	AA	大公国际
江苏大亚企业集团有限公司	2014-1-8	AA-	稳定	维持	AA-	中诚信国际
河南省广业网络信息科技股份有限公司	2014-1-7	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信国际
新希望集团有限公司	2014-1-7	AA+	稳定	维持	AA+	联合资信
广西壮族自治区百色电力有限责任公司	2014-1-7	A+	首次	首次		联合资信
广西南宁市建设投资集团有限公司	2014-1-6	AA	稳定	维持	AA	新世纪
广州交通投资集团有限公司	2014-1-6	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
陕国投证券股份有限公司	2014-1-2	AA+	稳定	维持	AA+	大公国际
西南证券股份有限公司	2014-1-2	AA+	稳定	维持	AA+	联合资信