

# 多只债券进“黑名单” 信用违约“连环雷”或引爆

高风险偏好将降温 系统性风险出现可能性不大

□本报记者 李良 实习记者 刘夏村

3月26日，“11超日债”债权人大会将如期召开。北京地区11超日债券持有人称，目前正在征集委托，“当达到10%以后，将按照募集说明书的规定，正式提出议案提请表决”。此前超日太阳公告，超日债第二期利息无法按期全额支付。

山西联盛集团董事长邢立斌日前被警方带走，这让联盛集团的重组平添变数。而在该集团多达300亿元的巨额债务中，涉及超过50亿元的信托资金，其中包括近27亿元的集合信托。在这些深陷联盛债务泥淖的集合信托中，已有多只产品的兑付已逾期。

超日债、深陷联盛危机的信托产品等信用违约事件接二连三爆发，令众多去年一度是“香饽饽”的高收益产品，今年纷纷成为避之唯恐不及的“烫手山芋”。

多位基金经理在接受记者采访时表示，长期以来，“刚性兑付”的存在导致固定收益产品的利率曲线严重扭曲，风险和收益完全不匹配，从而造成包括机构在内的各类投资者盲目追逐高收益产品，令整个固定收益市场积累了巨大的风险。一旦“刚性兑付”被彻底打破，这些风险将会短期对资本市场乃至整个金融体系造成严重冲击。

业内人士认为，无论是债市还是信托行业，目前有关部门尚有能力控制信用违约事件的蔓延，因此，信用违约事件连续发生是否会引爆系统性风险，其关键仍在有关部门的意愿。而种种迹象显示，有关部门可能会容忍一定程度的市场化违约行为，但会力控系统性风险的爆发。



## 谁将成“超日第二” 高收益风险产品成“烫手山芋”

对于众多机构而言，超日债付息的违约，既在意料之中，又在意料之外。

“超日债违约，意料之中的是\*ST超日自身早已丧失偿付能力，违约的概率比较高，但意料之外的是，包括有关部门在内的外部支持并未如预期到来，凸显采用市场化方式解决债券违约的意图，这从一定程度上意味着‘刚性兑付’已经打破，而公募债券市场打破‘刚性兑付’的时点显然比预想得要早。”上海某基金公司固定收益负责人向记者表示。

超日债违约事件对市场的冲击不容小觑。有基金经理认为，相较于超日债自身的违约风险，市场关注度更高的，是已

经用行动打破了“刚性兑付”的预期，未来或将进一步高风险债券或信托产品采用市场化方式处理信用违约。传导到资本市场上，则会显著扭转此前固定收益市场中风险错配的现象，众多存在潜在违约风险的高收益产品将成为投资者回避的对象，其投资风险将会提前释放。

事实上，由于一些信托产品和超日债违约事件的发生，许多基金公司都开始对信用风险设置“防火墙”，以防遭遇“黑天鹅”事件的伤害。据记者了解，一些基金公司的固定收益部门内部建立了信用评级系统，部分高风险债券被纳入了“黑名单”，不仅被剔除出可投资的债

券池，还被视为观察是否会爆发系统性风险的窗口。

“由于过去几年放任信用风险累积，坦白说，现在需要提防的债券品种并不少。除了超日债外，最近存在退市风险的天威债，以及上市公司亏损严重的华锐债、湘鄂债等，都被视为下一个债券违约的潜在对象。细数下来，被列入‘黑名单’的债券有几十只。”一位基金经理向记者透露，“现在市场所观察的是，有关部门对债券违约的容忍底线，因此，每一次债券违约事件的爆发，都有可能成为重击市场的利器，需要引起足够的警惕。”

不仅债券市场，信托行业也同样面临信用违约发酵的风险。一位不愿具名的资深信托业内人士对记者表示，今年信托的风险爆发点主要集中于房地产信托和平台信托中，而由于信托公司缺乏相关经验，使得涉矿信托和艺术品信托亦存在着不小的风险。据中信证券研究部金融产品组的统计，预计今年将有7966只信托产品到期，规模合计9071亿元。结合利息支付等因素，今年信托需兑付的本息将近1万亿元。其中，房地产、平台信托今年到期规模预计分别为2479亿元和2251亿元，分别占今年到期的集合信托的比例为27.34%和24.82%。

## 信用环境脆弱 “深水炸弹”或推倒多米诺骨牌

若将观察视角延伸会发现，单一的信用违约事件不过是“引子”，其背后的“深水炸弹”才是最令人担忧的所在：伴随着风险错配被纠正，“借新还旧”的融资模式难以维继，从而间接推倒固定收益市场中的“多米诺骨牌”。

业内人士向中国证券报记者透露，“借新还旧”的模式在信托行业中体现得较多，许多信托产品到期后，会通过发行新产品的方式来还本付息，而为了顺畅融资，新产品的收益率往往要较旧产品更高，从而不断推高市场实际利率。长期以来，这种“借新还旧”的模式支撑着信托行业和资金池类理财的膨胀，从某

种意义上也成为“刚性兑付”的中坚力量，但当信用违约事件频出、信用风险开始被高度重视时，这种融资模式将会受到直接冲击，而一旦无法“借新还旧”，部分高收益的信托产品就存在兑付风险，并有可能触发大量的关联风险。

针对信托行业的风险点，平安信托此前发布的一份报告表示，由于信托贷款主要集中在房地产、政府融资平台等较高风险领域，一旦宏观经济出现周期性下行，信托贷款业务势必首当其冲受到冲击。而前述资深信托业内人士则进一步指出，由于项目较少，还款来源单一，房地产信托的风险主要存在于一些小的房地产公司中，

债务的保障处于历史新低，信用环境十分脆弱，因而，对今年的信用环境保持高度谨慎。在行业方面，将会回避以下几类行业：信用特征较差，包括盈利周期性强、现金流波动大，在经济下行和货币收紧的周期中会将信用资质恶化进一步放大，如煤炭、有色、航运、造船；对资金依赖程度较高，在货币收紧的周期中会出现资金链断裂的风险，如贸易、建筑工程、市政园林、工程机械；产能仍然比较过剩，如磷肥、氯碱、纯碱、钛白粉；财务指标恶化较快且下降至较低水平、面临降级风险的，如航运、林木、造纸、金属制品、园区开发。

## 向风险市场化有序推进

## 系统性风险可能性不大

券分化会比较严重，但债市整体走势不会产生趋势性改变，特别是在投资者逐渐趋于成熟的当下。超日债违约不会是中国的“贝尔斯登时刻”，恰恰是说明中国的债券市场正在从利率市场化向风险市场化有序推进，是金融市场变革的重要标志。而某基金经理也强调，从有关部门的表态来看，通过引爆一定范围的信用违约事件，实现市场风险与收益的匹配、让利率曲线回归正常是其意图所在，但与此同时，不发生系统性、区

域性的金融风险也同样是底线所在。因此，有关部门不会放任系统性风险的发生，投资者需要提高风险意识，但毋须过度悲观。

银监会非银行金融机构监管部副主任何路浩在接受媒体采访时也表示，信托业的确是没有发生区域性和系统性的金融风险，但是个体领域出现的风险有逐步增加的趋势，目前还在可控范围内。信托业协会专家理事周小明也认为，尽管去年问题项目的总金额有所上升，但

是相对于十万亿元的规模而言，不良率仍是非常低的，信托资产质量到目前为止总体表现相当优良，不可能发生系统性风险。他还强调，由于监管部门长期以来对信托业实行信托赔偿准备金制度和净资本约束制度，信托行业的风险抵御能力也不断增强。截至2013年底，全行业计提的信托赔偿准备金已达90.60亿元，可以覆盖200亿元问题资产的45.30%；全行业净资产高达2555.18亿元，是200亿元问题资产的12.78倍。

## 信托公司密集增资 提高抵御风险能力

## 提高抵御风险能力

在兴业信托发布这一公告的十几天前，安信信托亦公布其高达33亿的定增计划——安信信托以13.20/股的价格，向大股东国之杰定向增发不超过2.5亿股。此次定增所募集资金不超过33亿元，国之杰投资将以现金方式全部认购。

亿城股份亦于近日发布定增修改案，宣布以不低于3.06元/股，向控股股东海航资本等非公开发行不超过10亿股，募资总额不超过30.6亿元，其中27.59亿元用于增资渤海信托。国投信托也于近期以增资扩股方式引入泰康人寿保险股份有限公司和江苏悦达集团有限公司作为战略投资者，两家公司合计持股45%，募集资金超过22亿元。

另据媒体报道，山东信托在增资扩股方面取得进展，已基本确定中油资产管理有限公司为战略投资者，并与其签署了增资扩股框架协议，计划今年上半年完成增资扩股工作。

### 风险补偿能力隐忧

安信信托在其公开发布的一份公告

中表示，此次增资的原因包括“公司强化风险控制、提升抗风险能力的需要”和“提升市场品牌形象的需要”。

这份报告称，随着业务规模的不断上升，公司各项业务风险资本之和将发生动态变化，对净资本的要求将不断增加，公司使用本次募集资金补充净资本，可以确保公司固有资产充足并保持必要的流动性，以满足抵御各项业务不可预期损失的需要。

这份报告表示，作为信托行业为数不多的上市公司之一，公司的净资产规模在同行业中相对较小。公司使用本次募集资金补充净资本，可以有效地提升公司在资本市场和财富管理行业的品牌形象，从而推动公司产品的销售，提升公司的盈利水平。

事实上，对于信托公司风险补偿能力的隐忧一直存在。而在今年国内经济增速放缓、市场利率升高以及大量信托到期的背景下，更加剧了对这一问题的担忧。业内人士认为，目前计提信托净资本的风险资本系数设置较低，赔偿准备金提取上限

比例仅为注册资本20%，与近11万亿元的受托资产相比，信托行业资本金仅2356亿元，赔偿准备金仅91亿元，风险补偿和吸收能力不足。

业内人士认为，在信托违约风险升高的背景下，信托公司提升资本实力将有利于提高抵御风险能力，增强投资者信心。

监管层亦将此作为重要的监管措施。在去年年底召开的2013年中国信托业年会上，银监会主席助理杨家才表示，完善信托业的治理体系，要建立资本约束制度，“有多大本钱就做多大生意”，“要做到每一项业务都要占用资本，当资本占用完了就不能再扩大生意规模，这是防止风险外溢的重要工具或手段，主要是解决单家机构经营失败之后可能产生的负外部性。”

在今年两会上，全国政协委员、工商银行副行长张红建议“比照商业银行监管模式，对信托资产实施分类管理和拨备计提，建立涵盖资本充足率、杠杆率、拨备率、流动性比例在内的全面风险监管体系”。

中国证券报：从长期来看，应如何解决信托刚性兑付这一难题？

陈赤：信托业的当务之急是按照十八届三中全会关于确定和发挥市场在资源配置中的决定作用的重要精神，深化改革，大力进行制度创新，对信托业务和信托产品进行转型、升级和创新。我认为，可通过三条不同的路径对现有融资类信托计划进行分流，逐步平稳解决刚性兑付的难题。

第一条路径是以日本贷款信托为借鉴，按照信托公司自愿的原则，允许其为一定规模的融资

工具的本来面目，将信托制度优势与债券发行制度结合起来，改变目前由信托公司发行信

托产品的业务模式，转换为由信托公司协助企业发行“附信托私募企业债”，同时，信托融资业务也由原来的风险型业务转换为收

费型业务。

中铁信托副总经理陈赤：

## 三路径分流化解信托刚兑压力

□本报实习记者 刘夏村

类信托计划提供保本或保收益的承诺，使这部分信托计划的刚性兑付阳光化、制度化，同时配以事前审批、限制规模、提取拨备、规定一定期限、降低投资门槛等监管手段，将其规模“关”进大小适度的“笼子”里。

这样做的好处是：其一，通过把隐形的、不合规的刚性兑付，转换为制度上认可的、书面约定的本金补足（或收益补足）约定，有利于把外在的声誉风险约束转换为外在监管约束加内在内控的约束，把含混的、不可计量的风险转换为透明的、可计量、可监管的风险。其二，投资者得到书面的本金（或收益）保证后，安全性得以提高，相应降低期待的收益率，这有利于降低信托资金成本，扩大信托资金的运用范围，有效引导信托服务实体经济。其三，既然这类产品安全得到有效保障，就不妨大幅度降低投资门槛，让更多百姓获得信托理财服务，增加居民财产性收入，有利于居民收入倍增计划的实现。同时，如果单笔投资金额减少，也有利于投资者分散风险。

中铁信托副总经理、知名信托专家陈赤在接受中国证券报记者专访时表示，尽管背负刚性兑付的沉重压力，但信托公司出于路径依赖的原因并不会轻易放弃融资类业务，同时，刚性兑付正在成为信托融资类业务长期可持续发展的一大障碍。

“着眼未来，以深化改革为动力，将现有融资类信托计划按照保本型信托贷款、信托基金、附信托私募企业债三种路径进行分流，可望逐步平稳解决刚性兑付这一难题。”陈赤如是说。

不会轻易放弃融资类业务

中国证券报：近来，多只集合信托产品发生兑付危机，信托行业是否会持续吗？

陈赤：目前，“刚性兑付”演化为一个隐性承诺机制，但是现行融资类信托计划难以做到全部具备到期足额兑付的能力。由于一个信托计划往往仅直接对接一家企业或一个项目的融资，加之信托期限的预先固定，从理论上说，随着信托计划总体数量的增加，总会出现企业或项目由于某种原因缺少流动性而无法到期全额还本付息，从而导致信托计划到期不能按照预期收益率足额兑付给信托受益人。刚性兑付一旦被接连打破，必将影响投资者的信心和信托业的声誉，不利于信托融资业务健康可持续发展。

中国证券报：背负刚性兑付的沉重压力，信托公司为何仍不愿放弃融资类业务？

陈赤：主要原因，一是我国金融市场上缺乏固定收益类产品，融资类信托产品填补空白；二是大量成长中的企业融资需求得不到银行的满足，转向信托融资；三是融资类业务相对简单，容易为信托公司及其业务人员所掌握；四是融资类业务方便设置保障措施，有利于信托资金的安全。

### 三条路径分流

中国证券报：从长期来看，应如何解决信托刚性兑付这一难题？

陈赤：信托业的当务之急是按照十八届三中全会关于确定和发挥市场在资源配置中的决定作用的重要精神，深化改革，大力进行制度创新，对信托业务和信托产品进行转型、升级和创新。我认为，可通过三条不同的路径对现有融资类信托计划进行分流，逐步平稳解决刚性兑付的难题。

第一条路径是以日本贷款信托为借鉴，按照信托公司自愿的原则，允许其为一定规模的融资

工具的本来面目，将信托制度优势与债券发行制度结合起来，改变目前由信托公司发行信

托产品的业务模式，转换为由信托公司协助企业发行“附信托私募企业债”，同时，信托融资业务也由原来的风险型业务转换为收

费型业务。