高收益债“欢歌”背后隐忧未除

□本报记者 王辉

4月以来，伴随着宏观经济稳增长托底预期的逐步升温，信用债市场风险偏好出现显著上升，进而带动了交易所高收益债的整体反弹。分析人士表示，相关刺激政策有助于经济基本面的改善，将在一定程度上降低低等级信用债的信用风险，但在经济增速放缓和去产能的大背景下，未来高收益债信用利差仍会保持高位，特别是随着年报披露接近尾声，部分个券面临暂停上市或评级下调风险，对此需予以高度警惕。

4月以来部分交易所高收益公司债相关数据

证券简称	区间涨跌幅（%）	收盘价（元）	到期收益率（%）	回售收益率（%）	剩余期限（年）	最新债项评级
12中富01	6.17	90.20	21.17		1.11	AA-
11华锐02	1.82	78.14	18.02		2.70	AA
12三维债	3.76	77.38	14.50		3.93	AA
12墨龙01	3.50	88.43	14.41		2.14	AA
11中孚债	5.20	81.74	13.54	20.32	2.37+3	AA
12东锆债	5.62	83.09	12.97	15.61	3.48+2	AA
09亿城债	-2.97	101.34	12.83		0.55	AA-
12景兴债	3.68	85.74	11.93	14.08	3.53+2	AA
11综艺债	0.79	96.00	11.87		2.38	AA
12毅昌01	5.09	83.54	11.62	17.18	1.9+2	AA
11中利债	1.68	93.27	11.50		3.18	AA+
11安钢02	4.99	84.90	11.46	14.25	2.83+2	AA-
11安钢01	4.32	87.47	11.37	14.45	2.57+2	AA-
天债暂停	0.31	86.62	11.24	15.77	2.24+2	A+
11华锐01	5.04	90.29	11.16	25.00	0.7+2	AA
11柳化债	4.04	85.41	11.10	13.50	2.95+2	AA
11三钢02	-4.71	84.67	11.09	13.53	2.98+2	AA
12湘鄂债	-2.93	90.18	10.92	19.04	0.97+2	A
12南糖债	1.18	89.86	10.87	12.64	3.42+2	AA

高收益债再度“抢镜”

进入4月以来，在稳增长愈发深入人心、投资者风险偏好明显改善的背景下，不仅股票市场一度出现较大阶段性反弹，信用债市场也赢得了较大规模资金的参与。其中，交易所高收益公司债市场更是走势抢眼、表现靓丽。

据WIND数据统计，截至4月17日收盘时，沪深交易所公司债市场共有30只个券4月份以来的涨幅超过3%（以全价计算，下同），远强于同期银行间信用债市场的表现，其中，涨幅前三的12大唐01、12中富01、11西钢债涨幅均超过6%。而这30只公司债中，有19只为最新到期收益率仍超过9%的高收益品种。特别是多只此前被普遍认为有较突出信用风险的低等级公司债，如12中富01、12东锆债、11中孚债、11华锐01等，反而成为了本轮交易所信用债市场反弹的主力军。而根据此前主流机构较为一致的预期，这些公司债的发行主体，当前正各自面临着业绩亏损、行业产能过剩、现金流状况恶化等问题，信用风险较为突出。

对于本轮交易所高收益债意外受市场追捧的主要原因，分析人士表示，近期稳增长政策频繁出台、A股市场出现反弹、投资者情绪明显改善，推动市场风险偏好亦出现明显上升，进而刺激了投资者对交易所高收益债的价值博弈。另外，前段时间高收益债连续调整，积累了较大跌幅，也在一定程度上加大了投资者的短期抄底心态。

后市仍将承压基本面

交易所高收益债市场在4月上半月已经录得较大涨幅之后，对于其下一阶段走势，多数市场观点仍持较谨慎的态度。由暂停上市、评级下调带来的流动性风险，以及由利润下滑带来的偿付风险，目前仍然是各方关注的焦点。

按照交易所相关规定，在发行人连续亏损两年之后，其债券将会被暂停上市。基于天威债的前车之鉴，华锐风电、珠海中富两公司于4月30日公布年报之时，可能就是11华锐01、11华锐02和12中富01暂停上市之日。

中金公司、光大证券等机构表示，随着年报亏损问题继续呈现，投资者需继续密切关注周期性行业年报巨亏问题。在年报披露之后，评级公司对公司债的评级调整将提上日程，评级下调风险以及与之伴随的质押率下降或丧失的风险仍然较为突出，这对高收益债进一步的走高将形成极强的抑制。

中信证券则指出，虽然近期高收益债表现较好，但二季度高收益债信用利差扩大仍是大概率事件。一方面，在经济增速放缓和去产能的大背景下，2013年亏损甚至连续亏损的公司不在少数。随着利润下滑带来偿债能力下降，甚至可能产生实质违约风险；另一方面，进入5月和6月后，评级调整将高发，评级下调势必带来估值压力。因此，该机构认为，对于低等级高收益债，目前不建议介入，持有的投资者应及时获利了结，以等待下一个合适的投资机会。

高收益债投资步入新时代

个券分化特征将更鲜明

□交银施罗德基金 孙超

众所周知，国外高收益债来源包括“堕落天使”、“明日之星”、杠杆收购公司等几大类。在我国，交易所高收益债往往对应于“堕落天使”，而部分中小企业私募债和创业板私募债则对应于“明日之星”。

所谓“堕落天使”，指的是原来属于投资级别，但由于公司经营状况的恶化，导致信用资质下降至较低的投机评级的债券，通用汽车是一个典型的例子。这类品种在我国主要集中于交易所市场。交易所对债券上市和质押都有明确规定，交易所债券一旦被下调评级或展望，其价格调整幅度远远超过银行间相似资质的债券，以体现在流动性上的损失。

所谓“明日之星”，则指的是中小企业在快速成长阶段资金需求难以得到满足，高收益债券融资成为推动其成长的重要手段。事实上，CNN等大企业都曾借力高收益债而得到发展。在我国，中小微企业对多样化的融资渠道需求迫切，陆续推出的创业板私募债、中小企业私募债的发行初衷实际并不着眼于“高收益、高风险”的形式特征，而是引入多种增信方式，加强投资者适当性管理工作，为合格投资者提供创新的投资渠道，更好地服务实体经济。

丰富的高收益债品种是我国加速发展多层次资本市场过程中所不可缺少的。无论是“明日之星”，还是“堕落天使”，都有面临违约的几率，只要不是普遍性、连锁性的违约事件，都是正常现象。在经济增速换挡期、结构调整阵痛期相叠加的新时代，局部地区个别债券违约事件发生的可能性并不能排除，但不发生系统性、区域性金融风险的底线一定会牢牢守住。在这一历史进程中，违约处理、信用衍生等相关领域将进一步完善，各品种的高收益债也将迎来蓬勃发展的新时代。

对高收益债投资者而言，首先应重视持有人会议制度、约束性条款、强制信息披露等投资者保护机制。在重主体轻债项的传统思路下，有些债券发行人的资产划转或重组所导致的信用资质恶化的风险时有发生，投资者应关注并积极参与持有人大会维护自身权益。投资者也应要求发债主体及其子公司遵守严格的约束性条款，甚至引入中间人监管机制、立法强制发行人进行信息披露，以确保发债主体未来的偿债能力，防范道德风险。

此外，投资者应加强适当性管理，客观评估自身的风险承受能力。从国外经验来看，个人投资者对高收益债的持有主要是通过购买相关的产品而实现的，由于缺乏必要的风险管理能力，较少有个人投资者直接参与高收益债市场投资。机构投资者则主要以保险公司、养老金账户、共同基金和对冲基金为主。

不同的机构投资者各有适合自己的高收益债投资策略，分散化投资则是所有成功的投资策略的共性：不仅组合里的个券应分散化投资，组合所包含的行业也应遵循分散化原则。具体来看，交易型策略依赖宏观判断，往往自上而下；而持有型策略则更多依据对个券的深入研究，在账户允许的范围内持有到期，以获得高票息收益。自上而下的交易型策略需要关注市场风险偏好和资金面情况：资金面宽松时，高收益债往往涨幅喜人；而避险情绪高涨时，资金则会流向低风险资产，撤出高收益债领域。自下而上的持有型策略则需要用周期的眼光来判断行业整体、用发展的眼光来衡量企业个体，与权益类研究的紧密结合则更有助于理解企业的治理结构、发展战略和竞争力。

高收益债的投资精髓是“从负债中发现资产，超越债务而发现真正的价值并创造更多”。过去有些机构投资者一刀切，仅以所有制为准绳、闭着眼睛买国企；也有些机构投资者只看外部评级，而忽视精细化的信用研究。这些投资者一定会得到应有的教训。而有能力构筑充分分散化的高收益债组合、深入研究和密切跟踪组合中每一只高收益个券、对违约处理方案和信用衍生工具研究先行一步的机构投资者，必将在新时代的浪潮中获得可观的回报。

可以预见，随着越来越多的机构投资者开始密集实地调研高收益债发行人，高收益债投资即将步入个券分化更加鲜明的新时代。（本文仅代表个人观点）

■ 评级追踪：

中债资信：将中国铁物列入负面观察名单

中债资信评估有限责任公司近日发布报告，将中国铁路物资股份有限公司列入负面信用观察名单。

中债资信表示，作出如上决定主要基于三方面考虑：其一，2013年以来钢材市场持续不景气，导致上游钢厂的亏损面增大，部分中小型民营钢厂已面临破产风险。下游中小型钢贸商信贷危机也仍不断爆发和蔓延，资金链风险增加。上下游客户风险的增加，使得公司货品供应风险以及存货、应收款跌价风险明显升高。公司预计2013年亏损额将超过将资产的10%；其二，债务周转压力进一步增大。2013年资产负债率或将突破90%警戒线。同时，受上游钢厂业绩难有起色和下游钢贸商信贷紧缩影响，公司资金周转进一步紧张成为大概率事件，由此将导致短期债务周转能力弱化；其三，自有资本实力难有提高。2013年经营业绩亏损使得公司目前已不具备上市的基本条件，日前公司已撤回IPO上市申请材料。在无股权融资的情况下，公司财务杠杆水平高企的情况难以改善。

2013年，中债资信评定中国铁物主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

大公：调降洛矿集团主体评级至AA-

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，将洛阳矿业集团有限公司2012年度第一、二期中期票据信用等级由AA+调整为AA，主体信用等级由AA+调整为AA-，评级展望为稳定。

大公国际表示，洛矿集团主营业务2014年1月变更为开展投资、对投资形成的国有资产进行管理并获取投资与资产转让收益，对洛阳栾川钼业集团股份有限公司已不再拥有控制权。评级结果反映了公司仍对洛钼集团所有重大事项的决策具有重要影响力，为公司获取投资收益提供了一定保障等有利因素；同时也反映了失去洛钼集团控股权后，公司财富创造能力降低，新增债务空间将受到压缩等不利因素。另外，洛阳城市发展投资集团有限公司对公司2012年发行的第一、第二期中期票据提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有较强的增信作用。

新世纪：调升华立集团主体评级至AA

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布跟踪评级报告，决定将华立集团股份有限公司主体信用等级由AA-调整为AA，评级展望为稳定；维持公司2913年度第二期短融券A-1信用等级。

新世纪称，跟踪评级反映了2013年一季度以来华立集团在医药细分品种、仪表业务及短期债务偿付保障等方面所具有的优势。具体包括：其一，医药细分品种市场优势。华立集团下属公司昆明制药在血塞通（冻干）有较好的市场竞争力，武汉健民龙牡壮骨颗粒有较高的市场份额；其二，仪表业务竞争优势。华立集团的仪表业务在细分行业具备一定的竞争优势，智能电表产品在国网和南网统招中占据一定的市场份额；其三，未来新能源业务将有较大发展，可为华立集团贸易业务提供一定支撑。此外，新世纪也关注到了公司在成本控制、应收账款回款、子公司管理及海外工业地产开发业务等方面所面临的压力与风险。（葛春晖 整理）

最新企业主体评级变动

企业名称	最新评级日	最新评级	评级展望	评级调整	前次评级	评级机构
山西煤炭进出口集团有限公司	2014-4-16	AA+	稳定	维持	AA+	联合资信
浙江龙盛集团股份有限公司	2014-4-16	AA+	稳定	维持	AA+	新世纪
焦作万方铝业股份有限公司	2014-4-16	AA	稳定	维持	AA	中诚信证券
天瑞集团水泥有限公司	2014-4-16	AA	稳定	维持	AA	大公国际
深圳高速公路股份有限公司	2014-4-16	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信证券
中广核风电有限公司	2014-4-15	AAA	稳定	维持	AAA	联合资信
西南证券股份有限公司	2014-4-14	AAA	稳定	调高	AA+	联合资信
洛阳矿业集团有限公司	2014-4-14	AA-	稳定	调低	AA+	大公国际
广汇汽车服务股份公司	2014-4-14	AA	稳定	维持	AA	新世纪
东北证券股份有限公司	2014-4-14	AA+	稳定	调高	AA	联合评级
宁波亚洲浆纸业有限公司	2014-4-14	AA-	稳定	维持	AA-	大公国际
宁波富邦控股集团有限公司	2014-4-11	AA-	稳定	维持	AA-	大公国际
大庆市城市建设投资开发有限公司	2014-4-11	AA+	稳定	维持	AA+	大公国际
重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司	2014-4-11	AA	稳定	维持	AA	东方金诚
中炬高新技术实业(集团)股份有限公司	2014-4-10	AA	稳定	调高	AA-	新世纪
中国冶金科工股份有限公司	2014-4-10	AAA	稳定	维持	AAA	中诚信国际
福建圣农发展股份有限公司	2014-4-9	AA	稳定	维持	AA	新世纪
安阳钢铁股份有限公司	2014-4-9	AA-	稳定	维持	AA-	中诚信证券
中国铁路总公司	2014-4-9	AAA	稳定	维持	AAA	联合资信
杭州士兰微电子股份有限公司	2014-4-8	AA	稳定	维持	AA	鹏元
瀚蓝环境股份有限公司	2014-4-8	AA	稳定	维持	AA	中诚信证券
四川峨胜水泥集团股份有限公司	2014-4-8	AA-	稳定	维持	AA-	中诚信国际

国开行22日招标五期金融债

国家开发银行4月17日公告，定于4月22日（下周二）通过中国人民银行债券发行系统增发该行2014年第七至十一期固定利率金融债券各不超过60亿元。

国开行今年第七至十一期金融债期限分别为1年、3年、5年、7年和10年，按年付息，票面利率依次为4.76%、5.2462%、5.44%、5.6101%和5.67%，起息日均为4月8日。本次增发部分的缴款日均为4月24日，1年期品种上市日为4月28日，其余期限上市日均为4月30日，增发债券上市后同对应的原债券合并交易。

招标方式方面，本次增发的1年期、5年期和10年期品种采用单一价格荷兰式招标，3年期和7年期品种采用多重价格美国式招标。各品种标位区间设置将由国开行在发行前向市场公布。本次增发的各期债券均不设立基本承销额。（张勤峰）

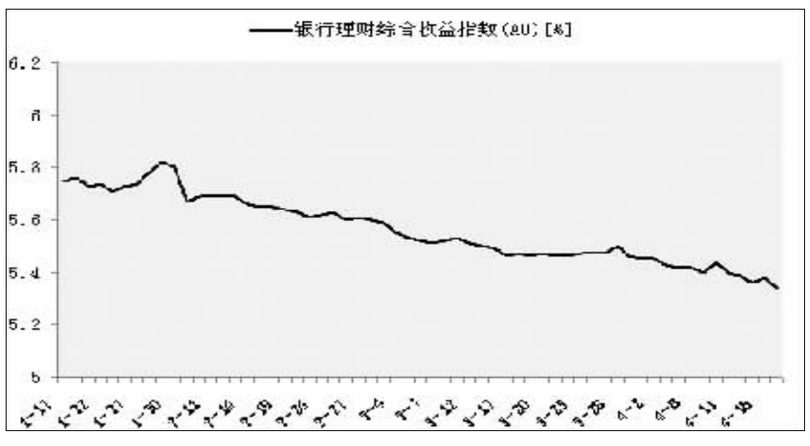
中国铁路总公司22日发行200亿中票

公告显示，中国铁路总公司将于4月22日发行200亿元5年期的该公司2014年度第一期中期票据。中国银行和工商银行担任此次发行的联席主承销商。

本期中期票据将通过银行间债券市场债券发行系统公开招标的方式发行，采用固定利率方式，票面年利率将通过招标系统招标确定，单利按年计息，不计复利。日程安排方面，招标日为4月22日，起息日和缴款日为4月23日，4月24日起上市流通。2015年至2019年每年的4月23日为付息日（遇节假日顺延，后同），兑付日为2019年4月23日。本期中期票据无担保。经联合资信评定的发行人主体长期信用级别AAA级，评级展望为稳定，本期中期票据信用级别AAA级。

发行公告文件显示，截至本期债券发行前，中国铁路总公司及下属企业已发行尚未到期的债务融资总计为9144亿元，其中：中国铁路建设债券合计金额为7910亿元、公司债券50亿元、中期票据合计960亿元、短期融资券合计224亿元。（张勤峰）

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年4月17日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.34%，较修正后的上期数据下跌4BP。 数据来源：金牛理财网

■ 交易员札记

“定向降准”短暂发酵 利率先下后扬

□中国邮储银行 薛飞

周四，资金面仍较为宽松。受“定向降准”消息影响，现券价格波动较大。

利率债开盘收益率大幅走低，买盘踊跃，而后随着市场对利好的不断消化，买盘逐渐转弱，卖盘获利回吐意愿亦有所上升，收益率企稳回升，但整体上较上日仍有较大幅度下行。国债方面，3年期国债早盘成交在3.80%左右，后回调至3.85%-3.93%，较上日下浮7-9BP，5年期国债140001成交在4.05%附近，7年期国债140003早盘成交在4.18%，后向上至4.19%-4.26%，收益总体下行5-6BP，10年期国债130018早盘成交在4.30%，后成交至4.42，较上日下浮6BP。

周三召开的国务院常务会议，提到“对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率”。此消息对市场情绪影响较大，部分机构将其解读为“全面降准”的前奏。但“定向降准”政策本身并非新政，而是原有《关于鼓励县域法人金融机构将新增存款一定比例用于当地贷款的考核办法(试行)》内容的重申，因此并不能确认为降低准备金来刺激经济的前奏。

从本月发布的数据来看，经济面虽然依然较弱，但保持在合理区间，未来“稳增长”依然是主线。在此背景下，利率如去年一样大幅上行的可能性不大，流动性有望保持适度充裕，并给债券收益率带来一定下行的空间，但这有可能是一个持续渐进的过程，后市应密切关注政策、资金导向以及市场供需状况，避免非理性因素带来的影响。

央行正回购重回单品种操作

公开市场净回笼无碍资金利率下行

□本报记者 张勤峰

周四（17日），央行公开市场正回购改为单品种操作，交易量有所下调，但仍实现净回笼，资金冻结期限则进一步延长。与此同时，银行间货币市场利率不改下行走势，凸显出短期银行体系流动性宽裕态势。市场人士指出，预计下周企业缴税的影响将逐渐显现，但目前看，资金面出现剧烈波动的风险不大。

公告显示，央行周四在公开市场开展了28天期正回购操作，中标利率持平于4%，交易量950亿元，由于14天品种退出操作行列，单日资金回笼量比周二减少770亿元。据Wind资料统计，周四有760亿元正回购到期，央行当日在公开市场实现净回笼190亿元；本周二，央行公开市场净回笼220亿元；若无其他操作，则全周公开市场操作净回笼资金410亿元。而如果考虑到周二的500亿元国库现金定存，本周实际净投放90亿元。

交易员表示，综合本周到期资金规模及当前货币市场流动性状况看，央行公开市场操作力度属于中性水平，操作思路仍是相机抉择、合理适度。一方面，本周四到期量要少于周二，央行正回购规模相应下调；另一方面，周三货币市场利率继续走低，周四正回购仅保留期限更长的28天品种，延长了资金冻结期限。

银行间市场上，公开市场回归净回笼未阻碍资金利率下行的步伐。以质押式回购交易为例，周四各期限回购利率多数保持下行，隔夜利率加权值续跌10bp至2.16%；7天回购稳定在2.73%左右；跨月末的14天品种加权利率大跌近30BP至2.70%，与7天品种形成倒挂；1个月品种跌破4%关口，最新报3.74%。

前述交易员表示，风险偏好下降及监管约束增强，压低了银行资产配置动力，使得银行资金淤积在货币市场，再加上外汇占款增长可能没有预期的那么悲观，共同造成当前货币市场流动性宽松的状况。目前来看，下半月市场资金面主要的压力在于季初企业缴税，财政存款可能出现季节性大幅增长，但考虑到前期正回购操作提升了下半月到期资金量，且25日可能有一定量的法储退款，在央行公开市场操作调剂下，资金面出现剧烈波动的风险不大。

乐观情绪平复 期债冲高回落

□本报记者 张勤峰

4月17日，国债期货重拾升势，三合约全线收高，但整体呈现冲高回落走势，市场情绪波动较大。

具体看，17日国债期货主力合约TF1406跳空高开，早盘一度冲破93元关口，创下近一个月新高，但随后期价逐步收敛涨幅，收报92.646元，上涨0.166元或0.18%。与此同时，TF1406成交显著放大，全天成交达2990手，创下该合约上市以来的次低水平，为前一日的两倍多。次季合约TF1409走势与TF1406相似，收报93.050元，涨0.114元或0.12%；全天成交212手，刷新上市以来最高纪录；远季合约TF1412成交不多，上涨0.09%。

现券市场上，成交利率同样是先下后上。银行交易员称，早盘时国务院16日常务会议有关县域涉农金融机构可降低存准率的消息，极大鼓舞多头情绪，成交利率大幅下探，但稍后因市场对“定向降准”政策解读出现分歧，成交利率有所反弹。截至收盘，利率比前一日有一定下行。以国债期货CTD券——银行间国债130015早盘一度成交在4.40%，尾盘回升至4.41%，较16日尾盘下行约4BP。

申银万国证券17日发布点评报告称，此次县域涉农金融机构的准备金率优惠政策并非“货币放松”，特别提醒当乐观的政策预期一旦无法兑现后的利率反弹压力。国泰君安证券点评报告亦认为，该项政策只是对既有政策的重申，部分投资者将其解读为“降准”的开始可能过于乐观。

总体看，市场人士指出，当前流动性宽松支撑市场乐观情绪，但期债短期涨幅已较为可观，且下半月资金面不确定性上升，应适当控制仓位、调整节奏，不应过分追多。