

# “黑天鹅”再现 民企债承压

## 三季度信用债调整难免但幅度有限

□本报记者 葛春晖

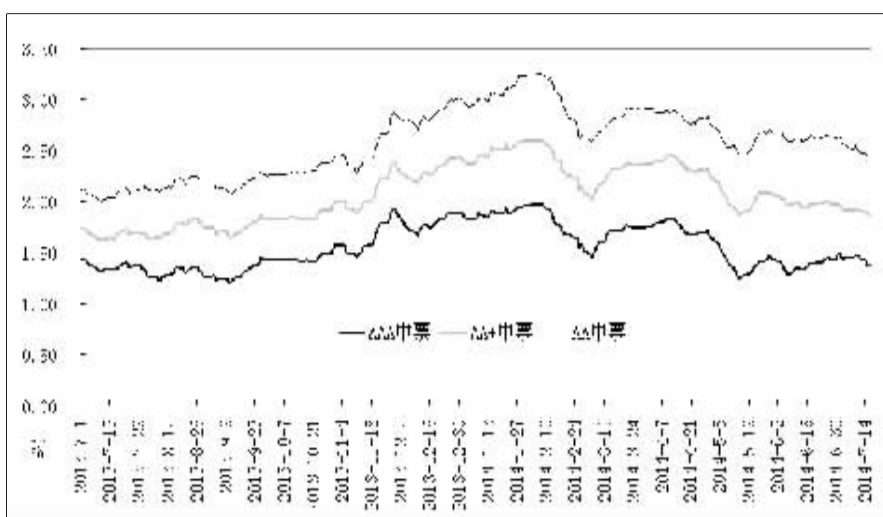
7月16日的两则兑付风险预警公告,令近期已经处于弱势格局的信用债市场雪上加霜。17日,信用债市场尤其是交易所低等级、高收益品种收益率继续明显上行。分析人士认为,本次信用风险事件对民营债的影响首当其冲,对整体信用债市场的冲击则较为有限;后市而言,在经济暂时企稳、货币政策短期难松的背景下,三季度信用债市场或难脱调整宿命,但鉴于资金利率中枢稳定、风险偏好上升,信用债调整空间也将有限,仍可看好中低等级信用债的配置价值。与此同时,需要做好个券甄别,警惕“黑天鹅”事件可能给民营债带来的进一步冲击。

### 或现首例本金违约案例

16日,两家民营企业同时在银行间市场发布重大事项公告,披露其债务本息偿付出现了困难。其中,“江苏省中小企业2011年度第一期集合票据”(简称“11江苏SMECN1”)的联合发行人之一——江苏恒顺达生物能源有限公司表示,无法按照相关偿付安排计划,将到期应付本息总额提前划付至偿债专户。华通路桥集团公告称,因公司董事长正协助相关部门进行调查尚未返回企业主持工作,将于本月23日到期的短期融资券——13华通路桥CP001本息兑付存在不确定性。

分析人士指出,“11江苏SMECN1”拥有江苏省信用再担保有限公司提供的不可撤销连带责任保证担保,正常还本付息问题不大,而华通路桥CP很可能成为继11超日债利息违约之后的中国首单

银行间市场5年期中票信用利差(中票-国债)走势



本金违约案例,其给信用债市场带来的冲击则不容小觑。

中投证券表示,华通路桥属于建筑行业,2014年跟踪评级报告显示其主业经营未见明显恶化,而从公司公告可以看出,公司整体资金运用可能完全维系于董事长一人,在董事长不能主持工作的情况下,再融资或将成为公司致命伤。

目前来看,作为一只低评级民营债,13华通路桥CP001违约风险给交易所高收益债造成的打击首当其冲。17日,7月份以来陷入调整的债券市场延续弱势格局,银行间、交易所债券收益率普遍上行。比较而言,以城投债为主的交易所企业债市场表现要好,以产业债为主的公司债市场,产业债中,民企债表现亦弱于国企债,低评级民企债收益率明显上行。其中,AA-

级12三维债、AA-级12墨龙01等个券上行超过20BP。

海通证券指出,这次信用事件给资本市场的反馈,仍是民营企业抵御风险的能力较差,因此民企债估值再次承压,国有企业产业债和城投债的相对价值更加明显。

### 低资质民企债仍是“雷区”

从银行间市场交易员的反馈来看,虽然昨日银行间现券收益率也普遍上行,但与经济数据向好、资金面趋紧、供应压力较大等因素相比,此次信用事件在银行间市场引起的反响较小。国信证券指出,一方面,本次到期兑付不确定的直接导火线并非经营因素,其传染性不像企业经营困难那么大;另一方面,长期以来,债券市场对民营企业的风险定价一直高于国企,因此

# 中高等级企业债利差仍有收窄空间

□银河证券 林娜

随着超日债利息支付违约,国内公募债券零违约的纪录在今年正式作古,但由于上半年债市上演轰轰烈烈的牛市行情,信用债表现好于预期,且好于基准债券,信用利差持续收窄。以7年期AA评级企业债为例,自2010年以来,其信用利差最低值出现在2010年11月初的170bp,次低点出现在2013年8月中旬的235bp,目前则位于第三低点附近。与前两次信用利差较低时期的市场环境比较,我们认为未来中高等级企业债(主体评级达到AA或以上)信用利差还有收窄空间,甚至可能突破前期低点。

首先,当前经济环境较2010年11月初时更有利于中高等级企业债。

2010年11月初,企业债信用利差探底的基本面背景是,“四万亿”政策推出后,实体经济阶段性走强,信用环境改善,银行、农信社等增加了对企业债的投资;同时,当时企业债投资群体不断壮大,由于2010年股市波动剧烈,打新收益率下降,基金、券商都加大了对债券的投资。这样,在2010年12月加息的前夕,企业债市场探出了信用利差的最低点。

以当前情况看,实体经济已经企稳,三季度经济有望继续向好,为信用利差收窄提供宏观基础;由于经济增长力度不强,宏观政策也无明显紧缩必要。2010年11月初,企业债信用利差是在经济增长已出现过热势头的前提下创出最低点,而目前经济只是企稳、宏观政策也是微宽松,所以信用利差还有

收窄空间。

与此同时,当前各类投资者对企业债同样有着强烈的需求。一方面,托管数据等显示,今年3月以来,股份行自营和理财户、城商行及农商行等中小银行对企业债的需求不断增强。另一方面,经过最近几年快速发展,目前基金、券商对固定收益领域的投资已形成较大规模,对高收益的企业债出现了硬性的配置需求。从供给方面来看,5月份之前企业债供给节奏颇为密集,但很大部分是去年积压的项目。虽然近年来企业债储备项目每年都呈递增趋势,但并没有出现持续爆发式的增长,今年下半年企业债供给仍将回归常态,供需格局将支持企业债行情的延续。

其次,利率产品供给压力大带来利率上行压力,今年企业债信用利差

可能突破前期最低点。2013年8月中旬,企业债信用利差创下近几年次低点的主要原因在于,巨量供给导致利率产品收益率明显上行,信用利差被迫收缩。而今年二季度,利率产品供给压力也不小,本周利率产品发行量即高达1826亿元,周发行量已连续两周超过1500亿元。在巨额供给的影响下,利率产品收益率短期将延续调整行情。与去年8月不同的是,今年央行货币政策稳中偏松,债市收益率系统性上涨的风险可控。近段时间企业债表现出很好的抗跌性。因此,信用利差或加速收窄。

综上所述,与企业债信用利差前两次创出阶段低点时相比,目前支持信用利差收窄的影响因素更强,因此下半年企业债信用利差仍有进一步收窄的空间。

# 无需过度担忧城投债短期信用风险

□鄞州银行 段苏

7月11日,交易商协会公布《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》,再度引发市场对于地方政府举债模式的关注。其中,地方政府未来的融资模式、融资平台转型对存量城投债的影响、转型后城投债如何定价,是投资者关注的焦点。

未来地方政府举债模式将以地方债和项目收益债为主。2009年以来,地方政府一直在探索通过发债的方式融资。从一开始的代发代还到2011年的自行发债到今年的自主发债,地方政府的发债模式正逐步完善。可以预见,未来自主发债的省市将越来越多,

债券期限将越来越丰富,主体评级的差距将逐渐拉开,收益率曲线也将逐步完善。

今年,项目收益票据也已登场。项目收益票据类似国外的项目收益债券,充分体现了“使用者付费”理念,依靠项目自身产生的现金流作为主要还款来源,地方政府不承担项目收益票据的直接偿还责任,也不为票据提供隐性担保。由于项目收益票据主要依托项目自身信用,融资成本将依据项目评级而定。

随着地方债和项目收益票据的扩容,未来融资平台必然要转型,但对城投债的短期信用风险无需过度担忧。在地方政府举债融资机制逐步

完善后,融资平台承担的政府融资职能将被剥离,平台公司将转型为一般经营企业。从长期来看,转型后这些企业所得到的地方政府支持将减弱,不过,融资平台转型的目的是化解解风险,而非暴露风险,因此,在转型过程中,存量城投债的偿债能力应有保障。

在城投债中,高速公路债券转型较早。从2011年开始,大部分高速公路债券逐步失去了地方政府的隐性担保,转为依靠自身的现金流还本付息。比较高速公路债与城投债的收益率,对转型后城投债的定价或有启发。2013年,同一时期发行的同期限、同评级的高速公路中票和城投中票收益率

基本接近,高出指导利率15-30bp。如2013年2月1日发行的13张江MTN1和13渝高股MTN1,期限均为5年,评级均为AA+,票面利率均为5.29%,高出指导利率15bp,这说明高速公路中票与城投中票在定价上并无太大差异,转型不一定会带来城投债估值水平的上移。

总的来说,地方政府融资机制的转变,将丰富债券市场的投资品种,化解地方政府的债务压力,也即减轻了债券市场的系统性风险,对于债市而言,总体构成利好。不过,投资者在进行投资时,也应注意甄别个别券资质,尽量回避低评级城投债或要求更高的风险溢价。

### 交易员札记

□中国邮政储蓄银行 王茵

17日,银行间债市延续调整,来自基金、外资行和中资行交易户的抛盘较重,各期限收益率上行幅度较大。7月以来,债券市场快速回调,收益率曲线呈现陡峭化上移,至今10年期国债收益率已上行约40BP,10年期国债收益率也上行超过20BP,收益率基本回到5月初水平。导致近期市场快速调整的一大利空因素主要是货币政策的不确定性和一级市场供给压力。

货币政策方面,由于6月货币信贷

高于预期,市场对货币政策进一步放松的空间产生疑虑。从实际资金面来看,进入7月,缴准、缴税和IPO等因素叠加,使得资金面紧张程度超预期,同时公开市场上仍然维持正回购操作,让市场不禁怀疑货币政策是否已转向。与此同时,供给压力一直是债券市场“三季度魔咒”的主要推手,国债和地方债的主要发行时间窗口集中于三季度,今年也不例外,下半年国债和地方债发行规模预计分别为9000亿元和2600亿元,主要集中于三季度。经历了上半年牛市后,市场迎来

了具有一定深度的调整,但支撑收益率下行的逻辑目前还没有发生变化。一方面,二季度经济底部企稳的持续性没有得到检验,降低融资成本的基调暂不会发生变化,货币政策不会有大幅收紧的动机。另一方面,利率债三季度的供给压力此前已经被市场所预期,而可能超出市场预期的是境外投资机构在下半年的额度增加所带来的新增需求。因此,近期市场主题仍然是调整,但是幅度有限,随着调整深度的加大,债券的安全边际也在增加。

## 江苏自发自还地方债24日亮相

江苏省财政厅17日披露了2014年江苏省政府债券的发行文件。今年江苏债将于7月24日招标发行,发行金额合计127亿元,成为继上海债、山东债之后,第三个亮相的自发自还版地方政府债券。

发行文件显示,2014年江苏省政府债券分为5年、7年和10年三品种,其中5年期和7年期利息按年支付,10年期利息按半年支付,发行额分别为69.6亿元、52.2亿元、52.2亿元;将于7月24日上午招标,7月25日开始发行并计息,7月29日发行结束;招标采用单一价格荷兰式,标的为利率。

相关文件指出,本期江苏债募集资金将主要用于保障性安居工程和普通公路建设,在确保完成国家有关重大公益性项目建设要求的前提下,将债券资金用于支持江苏省重要交通基础设施项目建设,支持沿海开发港口建设和棚户区改造等。

同时披露的评级报告显示,中债资信给予本期债券信用评级为AAA。

经国务院批准,今年山东省等10个省(市)列入地方政府债券自发自还改革试点。此前已发行的上海债、广东债均获得AAA的最高评级。(张勤峰)

## 央行公开市场连续十周净投放 资金面偏紧格局未改

周四,央行小幅下调28天期正回购操作量至180亿元,中标利率持平于4.00%。若无其他操作,则本周央行公开市场操作将实现资金净投放170亿元,为5月中旬以来连续第十周净投放。但受累于企业缴税及转债发行等因素,市场资金面再度陷入紧张局面,鉴于外汇占款增长低迷且下周新股密集发行,市场对未来一两周资金面的担忧有所上升。

周四银行间市场上,资金价格出现全面上涨的势头。短期的隔夜和7天回购利率加权值分别收在3.30%、3.71%,比前一日

上涨2.5bp、0.4bp。21天、1个月等中等期限涨幅较大,分别上涨12bp、20bp。

分析人士指出,在新增外汇占款低迷的背景下,转债发行、新股申购与企业缴税等因素不断扰动资金面稳定。7天期回购利率近几个交易日持续保持在3.7%以上水平,也显示出流动性状况不算很宽松。一些市场人士指出,由于未来两周公开市场到期规模较低,叠加财税清缴与新股集中申购的冲击,短期资金面有继续收紧的压力,央行的流动性操作或适时出现微调。(王辉)

## 国开行22日发行四期金融债

国家开发银行17日公告称,将于7月22日增发该行2014年第十四、十六、十八期金融债,并发行2014年第十九期金融债。本次发行的四期债券均为按年付息的固息品种,发行规模均为60亿元。

其中,第十四期债券期限7年,起息日为6月9日,上市日为7月30日,票面利率为4.77%;第十六期债券期限3年,起息日为

6月26日,上市日为7月30日,票面利率4.50%;第十八期债券期限1年,起息日为7月10日,上市日为7月28日,票面利率4.21%;新发的第十九期债券为5年期,起息日为7月24日,上市日为7月30日。本次发行的各期债券缴款日均为7月24日。

本次发行的各期债券将采用荷兰式招标方式,招标标的为价格或利率。(王辉)

## 三银行今齐发同业存单

宁波银行、上海银行、台州银行14日分别公告称,各定于7月18日发行一期同业存单。

宁波银行此次将发行该行今年第1期同业存单,期限3个月,计划发行10亿元,将采用报价发行方式,发行价为98.8489元,参考收益率为4.6200%;上海银行将发行该行今年第8期同业存单,期限3个月,计划发行10亿元,采用报价发行方式,发行价为98.8538元,参考收益率为4.6002%;台州银行将发行该行今年第1期同业

存单,期限3个月,采用报价发行方式,发行价为98.8341元,参考收益率为4.6801%。

据Wind数据统计,截至7月17日,今年银行间市场累计已发行同业存单120只,发行金额合计达到1637.20亿元。另据统计,今年已有26家银行披露了同业存单年度发行计划,发行主体包括国有大行、股份行、城商行、农商行及外资行等主要类型的银行机构,进一步趋于多元化。(张勤峰)

## 中债资信调降灵宝黄金评级至A

中债资信近日发布了对灵宝黄金股份有限公司的跟踪评级。

中债资信指出,跟踪期内,黄金价格大幅下挫,行业风险增加。公司资源储备、冶炼产量虽保持原有规模,但富金公司的停产造成公司矿产产量大幅下滑,成本上升,使其行业地位小幅弱化;套保、销售策略的失误导致额外亏损,经营风险有所增加,但仍保持较低水平。跟踪期内,公司出现大幅亏损,虽然债务总额小幅下降,但受所有者权益下降的影响,整体债务负担有所上升,处于行业内较高水平;

同时长期偿债指标恶化,公司的偿债压力明显加大。

中债资信认为,未来12-18个月,预计黄金价格将以低位震荡为主,黄金企业依旧面临较大的经营压力。凭借一定的资源储备、生产规模,公司有望维持现有行业地位。同时基于公司高成本黄金库存基本清理完毕、盈利能力有望好转、债务规模可能保持稳定,公司偿债指标将略有好转。

综合考虑,中债资信将公司的主体信用等级由A+降至A,评级展望由负面调整为稳定。(张勤峰)

### 新债定位 | New Bonds

14附息国债15		预测中标利率区间[3.78%,3.95%]			
债券期限	2年	计划发行额	260亿元	票息类型	固定利率
付息周期	按年付息	招标方式	混合式	招标日	7月18日
缴款日	7月23日	上市日	7月25日	手续费率	0.05%

鄞州银行:从历史数据来看,2年期和3年期的利差远小于1年期与2年期的利差。当前,1年期国债和3年期国债的收益率大致在3.75%和3.95%左右,那么2年期国债的定位大致在3.85%-3.90%附近。由于当前市场情绪偏弱,混合式招标的边际将拉得较宽,建议2年期国债的投标区间为3.87%-3.92%。

国信证券:中长端需求偏弱和收益率要求提高已成近期

格局,而短端情况也不容乐观。预计本期国债的中标区间为3.89%-3.95%,建议配置型机构在3.89%-3.93%投标,交易型机构在3.93%-3.95%区间博取边际。

国海证券:近期利率债收益不断上调,市场短期看空情绪比较严重,预计本次一级发行会高于二级市场,预计中标利率区间为3.78%-3.81%,边际中标利率区间为3.81%-3.86%。(张勤峰整理)

# 当前债市调整并非反转

## 江苏银行 22日发行90亿金融债

江苏银行17日发布公告,将于7月22日发行该行2014年第一期金融债券。本期债券计划发行90亿元,分为两个品种,品种一为3年期固定利率品种,计划发行15亿元;品种二为5年期固定利率品种,计划发行75亿元。江苏银行披露,本期债券采取固定利率形式,按年付息,票面利率由招标系统招标确定,在债券存续期内保持不变。时间安排方面,本期债券招标日、发行首日为7月22日,缴款日、起息日为7月24日,付息日为存续期限内每年的7月24日(遇节假日顺延)。本期债券无担保,经中诚信国际信用评级有限公司综合评定,发行人的主体信用等级为AA+,本期债券信用等级为AA+。本期债券联席主承销商为南京银行和华泰证券,募集资金专门用于发放小型微型企业贷款。(王辉)