

■ 债牛“深蹲”系列之三

民企黑天鹅乱舞 城投成“宠儿”

□本报记者 张勤峰

23日，公募债市场再现刚性兑付，华通路桥免于沦为“中国公募债券市场本金违约的第一家”。然而，接连不断的风事件表明，违约风险的警钟长鸣，市场对待民营企业债券的风险规避情绪，恐怕不会以个别产品的刚兑为转移。分析人士指出，低评级债的“春天”还未到来，对于民企债券保持足够的谨慎是非常必要的，面对高收益品种的刚性需求，城投债或是较好的选择。

刚兑再现 警钟长鸣

23日，在濒临违约的最后一刻，华通路桥凑足资金，避免了成为中国公募债券市场本金违约的第一家。此前一天，恒顺达作为联合发行人发行的江苏省中小企业2011年第一期集合票据兑付公告也已发布，尽管恒顺达无力偿债，但代偿机制的存在确保正常还本付息未受影响。至此，两起公募债券风险事件最终都有惊无险地以“刚兑”收场，银行间债券市场零违约的纪录得以暂时保留。

不过，分析人士认为，考虑到企业信用基本面尚未见底，局部违约风险仍需警惕，个别危机产品被兑付后，市场违约预期恐难以像往年一样迅速缓解。尤其是，市场对待民营企业债券的风险规避情绪，恐怕将不会以个别产品的刚兑为转移。

中金公司报告指出，即使微刺激政策显效，宏观经济企稳反弹可持续，但相关需求端和流动性的改善传到企业资产负债表也需要较长时间，微观企业层面尚无明显改善，局部领域的风险暴露仍不能轻视。中投证券最新研究则显示，在已披露年报业绩预告的上市公司中，预告续亏和首亏合计占到19%，可比样本亏损家数亦升至2008年以来的高位，而且发债上市公司经营恶化的情



况在增多。

有市场人士指出，一方面违约风险有增无减，另一方面监管层对于个体风险暴露的容忍度在提升，未来继续出现实质违约事件的可能性并未降低，甚至还在增加，一些低资质的公司债、私募债、中小企业集合类债券未来仍然可能是违约风险暴露的高发区。

事实也是如此，近期信用风险事件可谓一波未平一波又起。起初是“09宜华债”，发行人宜华木业传出实际控制人“失联”，随后是恒顺达、华通路桥同时爆出债券兑付困难，紧接着再有媒体报道中小型企业私募债“12金泰债”已本息违约，随后更传出本月28日到期的“12津天联”也濒临本息违约。所涉及的债券类型就包括公司债、短融、中小企业集合票据和私募债。

民企债最易“受伤”

值得一提的是，近期风险事件中有一个共同的特征，即发行人属于民营企业。海通证券报告直言，华通路桥等信用事件带给资本市场的反馈，仍是民营企业抵御风险的能力较差。回顾近年来发

生的一些风险事件，民企债无疑已成为违约风险的易发群体。

中金公司指出，与同评级的国企相比，民营企业发行人具有资产规模较小、融资渠道较窄、外部支持较弱、股东风险较大等风险特征。而当企业内部现金流枯竭时，融资渠道和外部支持这两个因素是有可能帮助企业度过信用危机的唯一手段。在这一点上，民营企业相比国企确实具有不可否认的劣势，这从国有企业银行借款中信用借款占比明显高于民营企业、借款利率也普遍低于民营企业可见一斑。因此，对于民营企业整体保持足够的谨慎是非常必要的。

申银万国证券进一步指出，今年融资市场更加倾向于国有企业和政府支持项目的结构性特征，使得货币环境的改善对于民营企业的帮助有限。今年信用债发行节奏加快，发行规模扩大，融资成本也较去年下半年显著下行，但融资成本的降低主要体现在以央企、城投平台、地方国企为代表的国企部门，以民营企业为代表的中小企业融资渠道趋于收缩，融资成本还有所上升。而在经济形势比较低迷，企业内部盈利和现金流改善

缓慢的背景下，民营企业发生资金链断裂风险的可能性更大。

从现券定价来看，以公司债为例，目前到期收益率超过9%的公司债共有36只，其中发行人为非国企的有22只，占比约60%，远高于民营企业在公司债全部发行人中的比例。由此说明，在经济形势不甚乐观的情况下，民营企业抵御风险的能力相对更差，其债券更易沦为高收益债券，且投资者对此已有一定的共识。

城投债或是最佳选择

中债信用增进公司赵巍华表示，从中期看，经济下行周期远未结束，整体债务压力甚至有所增大，对风险类资产应保持中期谨慎的态度，特别是对低资质的信用类风险资产，需严格把控每个券种的资质。

但不可否认的是，高收益债券的需求并不会消失。中信建投证券报告即指出，当前仍没有充分证据证明风险偏好明显降低，交易型投资者、有成本约束的资金仍青睐于中高风险资产，因为他们相信管理层不会允许出现系统性金融风险，既然违约在现阶段是小概率事件，就会追逐高收益。

一边是局部信用风险在陆续释放，一边是市场对收益率存在刚性需求，如何在风险与收益之间获得权衡？海通证券认为，投资城投债应是最佳选择。该机构指出，近期风险事件将使得民企债估值承压，使得国有企业产业债和城投的相对价值更加明显。

第一创业证券亦指出，由于前期经济累积的下行力量，以及政府托底而非刺激的政策前景，企业经营出现问题和违约事件的爆发会降低市场风险偏好，低等级信用债券利差将扩大；而城投债目前的安全性依然较高，在各类债券面临着相同和不同的调整力量时，选取短期的城投债是较好的选择。

相对谨慎，风险偏好的转移则有利于高等级信用债。1—6月，国有交通、汽车、建材等行业实现利润同比增幅较大；国有煤炭、化工、纺织等行业利润同比下降明显；国有有色行业继续亏损。我们依然认为，煤炭开采、有色（尤其是贵金属）、煤化工、普钢等产业是雷区最多的行业。

近期信用事件暴露了民营企业债券的短期兑付风险，而目前市场上一年内到期的民营企业债券中，中、低等级比例较高，且大部分缺少担保，其潜在风险值得关注。基于此前对行业景气度的研究，我们提示四个民营企业发债较多的行业风险，包括金属、非金属与采掘业、机械业、石油、天然气与公用事业、以及化工行业。

中银国际：短期内垃圾债风险偏好难提升

此次兑付危机将冲击信用债风险

偏好，短期内垃圾债的风险偏好难以提升。首先，民营信用债仍然是市场风险集中地，尽管不少国企有盈利偏差，经营管理低效的问题。但政治色彩仍不可忽略，地方政府的隐性担保是最强有力的增信。其次，尽管整体宏观流动性偏宽松，但不被政策扶持的领域仍然存在较大的风险。考虑到监管层在限制基金券商等机构杠杆，并完善交易所债券风险预警体系，垃圾债短期难有行情，风险溢价需要提升。第三，城投债仍是投资者的避风港。市场对于城投风险偏好未有改变，融资能力是一项软实力，其重要性胜过了盈利的稳定性，城投无疑具备更强的融资能力。第四，在反腐打黑工作如火如荼进行中，要防范民营企业家政治地位对企业信用影响，股东背景分析比公司信用研究更重要。

■观点链接

国泰君安： 风险事件负面影响仍可控

在市场调整的关口，密集的信用事件披露，对市场情绪带来进一步负面冲击，尤其是民营高收益债板块，借机获利回吐的压力比较大。但就事件本身来讲，并不代表整体信用基本面状况在边际恶化，无需恐慌。第一，近期事件投资者范围有限，传染链条相对更短。短融和中小企业集合票据限于专业机构投资者，中小企业私募债更是严格限定有投资者范围和门槛，这些投资者都具有相当的风险承受能力。且这些债券此前均几乎没有交易，违约的影响程度和涉及面不及此前交易活跃的公募公司债违约；第二，近期事件大多并非源于经营财务状况恶化，而是源于突发的治理风险。这种风险更多是个体事件，不具有传染性和系统性；第三，债券市场发展到目前的

广度和深度，中小企业私募债发展到600亿元规模，局部违约属于再正常不过。

长期来看，融资改善推动企业内部盈利和现金流改善、从而信用基本面改善的进程较为缓慢，而长久以来积累的资产负债率表出清要求更为迫切，两种力量的胶着或是未来较长一段时期内的常态。未来状况或是：个体信用事件不少，但市场整体风险偏好犹存，而非像过去一样泥沙俱下，草木皆兵。

中信证券： 低等级信用债春天言之尚早

今年是风险元年。民营风险大于国有、小微企业风险大于大型企业、产业债风险大于城投债的风险特征可能全年主旋律。目前，“坚落天使”已经不仅仅存在于交易所市场，银行间同样存在资质差的低等级个券。我们对低等级信用债维持

相对谨慎，风险偏好的转移则有利于高等级信用债。1—6月，国有交通、汽车、建材等行业实现利润同比增幅较大；国有煤炭、化工、纺织等行业利润同比下降明显；国有有色行业继续亏损。我们依然认为，煤炭开采、有色（尤其是贵金属）、煤化工、普钢等产业是雷区最多的行业。

近期信用事件暴露了民营企业债券的短期兑付风险，而目前市场上一年内到期的民营企业债券中，中、低等级比例较高，且大部分缺少担保，其潜在风险值得关注。基于此前对行业景气度的研究，我们提示四个民营企业发债较多的行业风险，包括金属、非金属与采掘业、机械业、石油、天然气与公用事业、以及化工行业。

中银国际： 短期内垃圾债风险偏好难提升

此次兑付危机将冲击信用债风险

下滑至2010年的46.9%，也是首次占比低

于服务业，这一情况延续至今。

当然，制造业FDI的稳定性也只是相对而言，随着我国资本项目的开放，制造业资本完全可以实现短期内的大进大出。例如，通过将固定资产抵押，外商可以从国内银行获取巨额贷款，再将贷款汇出境即可实现大规模资本转移，且不影响其境内实体的产权性质。虽然这种情况一般只在经济环境严重恶化，汇率出现严重贬值预期时才会出现，但值得未雨绸缪。

总体来看，随着我国资本项目开放进程的推进，FDI波动对人民币汇率乃至宏观经济的影响都要远大于证券投资等短期资金，从经济安全的角度重新认识FDI，进一步完善统计体系，优化引资结构，限制盲目引资已刻不容缓，这对于人民币汇率形成机制改革的稳步推进，乃至国民经济的健康发展均具有重要意义。（作者单位：中国建设银行总行 本文仅代表作者个人观点）

除账面价值与市场价值的巨大差异之外，另一个被大众忽视的问题是FDI利润的统计。从2010年三季度开始，外汇局开始将外商投资企业归属外方的未分配利润和已分配未汇出利润同时记入国际收支平衡表中经常账户收益项目的借方和金融账户直接投资的贷方。2010年各季度以及2005—2009年年度数据也进行了追溯调整。这的确是统计上的一个巨大进步，但2005年之前外商累计未汇至境外的利润规模仍是未知数。

此外，FDI进入我国之后大多需要兑换为人民币，而伴随人民币对美元的升值，FDI以美元计算的价值已经大为提升。举例而言，2005年外国来华直接净额为1041亿美元，按照2005年的平均汇率计算，折合人民币约8500亿元，但到了今年3月底，8500亿元人民币已经升值1370亿美元。

综合来看，虽然很难对境内FDI的市场价值进行准确测度，但保守估算其市值可能至少是账面价值的4倍以上。

欧元创年内新低 或开启下行趋势

受损，进而损及欧元区经济。另外，欧洲央行与美联储对未来的货币政策态度的迥异，使得两大经济体利率前景分化进一步加大，两年期美债与德债收益率利差扩大至46个点左右，创下2007年以来的最大幅度，已经证明了这一点。在此背景下，欧元吸引力大大下降，欧元周三盘中下跌至1.3455的2013年11月以来最低位。

与此同时，美元则保持强势，美元指数周三亚市持稳在80.78附近。虽然先前公布的美国6月消费者物价指数弱于预期，但市场无视这一经济数据，仍然预期美联储应该会继续缩减购债计划，并可能在2015年下半年开始加息。

从技术面角度看，欧元对美元在1.3500整数关口的重要支撑位已经跌破，最近支撑位为1.3400整数关口，若这一位

置被突破，可能会继续下跌至1.3358位置；最近阻力位在1.3500整数关口，若被突破，则可能会尝试1.3547位置。

目前来看，欧元对美元今年首次下破1.35位置，可能已经开启下行趋势。未来的经济数据将很关键，如果欧元区PMI初值以及德国Ifo企业景气判断指数疲弱而令市场失望的话，欧元可能会进一步跌破1.34整数位置。

新一轮新股申购启动 中短期资金利率稳步攀升

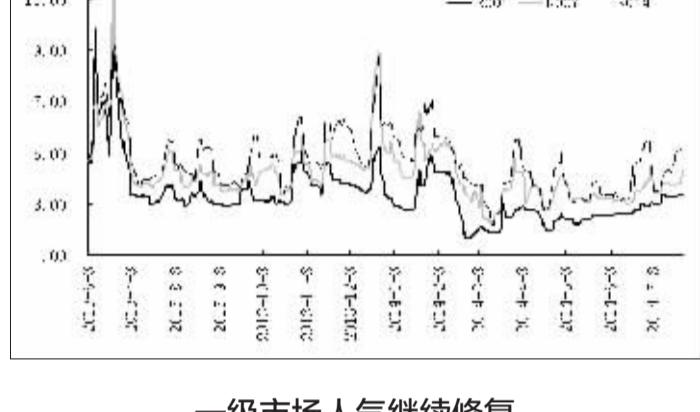
7月23日，新一轮A股IPO申购正式开始，银行间市场中短期资金利率延续近日升势，但长期资金利率稳中有降，显示中长期资金面预期依旧稳定。

昨日银行间质押式回购市场上，主流交易品种隔夜、7天回购加权平均利率分别上涨4BP、30BP至3.35%、4.30%，隔夜利率自7月中旬以来变化不大，7天品种则创下7月2日以来新高；中等期限品种中，14天回购加权平均利率微涨3BP至5.21%，21天品种涨37BP至5.75%；1个月及以上期限的长期资金利率稳中有降，1个月、2个月回购利率分别下行15BP、45BP至5.38%、5.35%，21天品种形成倒挂。

市场人士指出，24日还将继续进行新股申购，加上季节性财税缴款高峰因素，短期资金面仍继续承压。不过，考虑到周四有500亿国库现金定存招标，加之央行维稳资金面态度明确，资金利率上行空间或已有限。

值得一提的是，央行最新数据显示，6月份金融机构外汇占款出现882.8亿元的负增长。对此，分析人士认为，6月外汇存款负增长具有一定的季节性因素，同时是央行退出干预的结果，事实上，二季度以来央行已经持续采取定向宽松等措施，对外汇占款增长的下降进行了有效对冲。（葛春晖）

银行间中短期资金利率稳步攀升



一级市场人气继续修复 30年期超长国债平稳发行

财政部7月23日招标发行了2014年第十六期记账式附息国债。在近期债市收益率明显企稳、利率新债发行人气有所修复的背景下，本期30年期超长国债需求稳定，中标收益率基本符合市场预期。

刊登在中债网的招标结果显示，本期30年期国债计划招标发行总量260亿元，实际投标量409.4亿元，对应认购倍数1.57倍，中标票面利率为4.76%。此前，多家机构为本期国债给出的预测利率均值为4.75%，而银行间市场固息国债到期收益率曲线显示，30年固息国债最新收益率估值为4.78%左右。

本期国债按半年付息，7月24日开始计息，7月30日起上市交易。资料显示，今年以来财政部在4月和5月曾发行过两次超长期国债，期限分别为20年和50年，发行量均为260亿元，当时的中标利率分别为4.47%和4.67%，投标倍数分别为1.79倍和2.30倍。（王辉）

民生银行今发10亿元同业存单

中国民生银行股份有限公司23日发布公告，定于7月24日发行2014年第008期同业存单。

民生银行本期同业存单期限为3个月，计划发行量10亿元，息票类型为零息，采用报价发行方式，发行价格为98.8046元，对应参考收益率为4.8000%。民生银行经大公国际评定的主体评级等级为AAA。

据统计，今年以来已有28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、股份制银行、城商行、农合行及外资行等主要类型的银行机构。

民生银行本期同业存单期限为3个月，计划发行量10亿元，息票类型为零息，采用报价发行方式，发行价格为98.8046元，对应参考收益率为4.8000%。民生银行经大公国际评定的主体评级等级为AAA。

据透露，今年以来已有28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、股份制银行、城商行、农合行及外资行等主要类型的银行机构。

民生银行本期同业存单期限为3个月，计划发行量10亿元，息票类型为零息，采用报价发行方式，发行价格为98.8046元，对应参考收益率为4.8000%。民生银行经大公国际评定的主体评级等级为AAA。

据透露，今年以来已有28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