

■ 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,接连不断的风险事件表明,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债。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,在已披露中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

■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远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



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、融资成本还有所上行。而在经济形势比较低迷,企业内部盈利和现金流改善

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(尤其是大金属)、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、非金属与采矿业、机械业、石油、天然气与供消费用燃料业,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

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是全年主旋律。目前,“坠落天使”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债券。我们对低等级信用债维持

很可能超过10万亿元。如此庞大的外债潜伏在中国境内,其波动性增大将对国际收支和宏观经济稳定构成巨大挑战。

不仅FDI的绝对规模值得警惕,从FDI进入我国的产业分布看,其潜在波动性也值得关注。一般而言,第一产业和第二产业固定资产投资比重较高,具有投资周期长、资产变现能力差等特点,其看重的是东道国在自然资源、劳动力价格、内部市场容量等长期较为稳定的优势,因此以第一和第二产业为主要投资对象的FDI稳定性较高。第三产业(服务业)对固定资产投资要求普遍较低,其资金投入主要集中于营运资本和人力资本的投入,甚至可以采取租赁的形式实现接近“零”的固定资产投资,这种行业特点决定了以第三产业为投资对象的FDI稳定性较差。在我国,本世纪初开始FDI的投资重点逐渐向服务业转移,至2010年,新增FDI资金分布中服务业占比已提升至48.6%,同时,制造业吸收FDI资金占比从2003年77.3%的峰值大幅

警惕直接投资波动威胁人民币长期稳定

□韩会师

受美国QE退出影响,全球新兴市场经济体大多担忧美国货币政策收紧可能导致证券投资等短期资金外逃,但对我国而言,最值得警惕的并非短期资本的阶段性波动,而是传统意义上被视为稳定投资的外商直接投资(FDI)的稳定性问题。在我国资本项目可兑换稳步推进的背景下,FDI大幅波动的破坏力远非短期热钱可比。

我国究竟有多少FDI一直是个谜。根据最新公布的国际投资头寸表,截至2014年3月,我国外商直接投资余额2.4万亿美元,占同期我国外汇储备总量的61%。但我国对FDI的统计采用历史成本法,没有考虑资产价格上升、通货膨胀等对FDI市值的影响。上世纪80年代至今,我国以CPI衡量的物价涨幅超过400%,而土地、房地产的增值幅度更是高达数十倍,仅考虑物价和地产增值影响,我国FDI的市场价值可能至少是账面价值的4倍以上。

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,8500亿元人民币已经等值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

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

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,需严格把关每个券种的资质。

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,选取短久期的城投债是较好的选择。

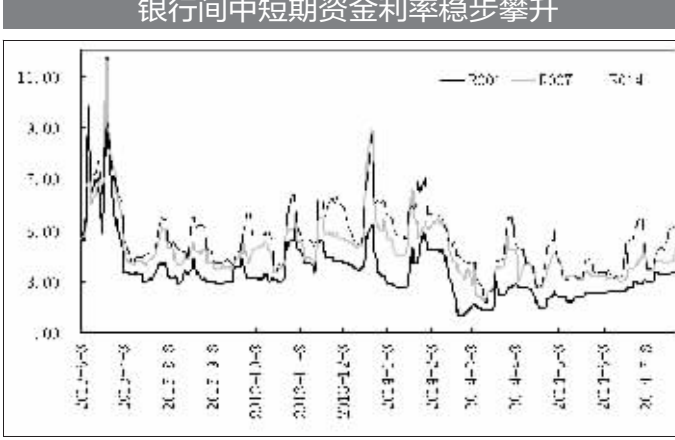
偏好,短期内垃圾债的风险偏好难以提升。首先,民营信用债仍然是市场风险集中地,尽管不少国企有盈利偏差,经营管理低效的问题。但政治色彩仍不可忽略,地方政府的隐性担保是最强有力的增信。其次,尽管整体宏观流动性偏宽松,但不被政策扶持的领域仍然存在较大的风险。考虑到监管层在限制基金券商等机构杠杆,并完善交易所债券风险预警体系,垃圾债短期难有行情,风险溢价需要提升。第三,城投债仍是投资者的避风港。市场对于城投风险偏好未有改变,融资能力是一项软实力,其重要性胜过了盈利的稳定性,城投无疑具备更强的融资能力。第四,在反腐打黑工作如火如荼进行中,要防范民营企业家政治地位对企业信用影响,股东背景分析比公司信用研究更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

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,但长期限资金利率稳中有降,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限资金利率稳中有降,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。

交易员表示,虽然昨日银行间中短期资金利率继续因“打新”走高,但打新对资金面的影响不及预期,资金供需仍然均衡,且除7天品种外,其他期限



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%,而银行间市场息票国债到期收益率曲线显示,30年息票国债最新收益率估值为4.78%左右。

交易员表示,本期长期限国债投标倍数虽并不算高,但中标利率仍相对合理。考虑到利率债二级市场前期下跌之后有所回稳、周二国开行三期新债发行已略有回暖,保险机构等主要配置型机构普遍对于本期30年期国债表现出了相对较强的配置需求。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4.77%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均为3个月,计划发行金额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、农商行及外资行等主要类型的银行机构,28家银行计划发行额度合计近1.2万亿元。另据Wind统计,截至7月23日,今年银行间市场累计已发行同业存单124只,发行金额合计1672.20亿元;截至23日的同业存单存量为115只、1504.90亿元。与计划额度相比,今年同业存单发行市场还有发展空间。(葛春晖)

中诚信国际：调升凯迪电力评级展望至稳定

中诚信国际信用评级有限责任公司日前发布跟踪评级报告,维持武汉凯迪电力股份有限公司主体信用等级为AA,评级展望由负面调整为稳定;维持“11凯迪MTN1”债项信用等级为AA;同时将公司撤出信用评级观察名单。

报告称,2013年以来,凯迪电力生物质发电厂密集投产,装机规模大幅提升,且随着燃料装顿工作的推进,燃料整顿成果逐步显现,公司机组利用小时数不断提高,发电量快速增长;环保

发电燃料成本下降,板块盈利能力提升;电建总承包项目进展顺利,为该业务板块未来2-3年收入规模保持稳定提供较好支撑;虽然公司原煤销售价格受行业影响有所下降,但整体板块经营规模相对稳定。此外,作为上市公司,公司直接融资渠道畅通,且公司与金融机构保持良好合作关系。

同时,中诚信国际也关注到煤炭行业低迷、越南局势动荡等因素对公司经营和整体信用状况的影响。(葛春晖)

大公：调降肥城矿业评级展望至负面

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,对肥城矿业2012年度第一期中期票据信用等级维持AAA,主体信用等级维持AA-,评级展望调整

为负面。大公表示,肥城矿业地处主要煤炭消费地区,是华东地区重要的冶金用煤基地,已与大型钢铁和冶金企业建立了长期合作关系,客户资源较为稳定,公司运输成本较低,具有明显的区位优势。但需要注意的是:公司将子公司贵州肥矿