

躲过违约第一关

# 超日债警报报尚未解除

□本报记者 王辉

备受关注的超日债首次付息上周末终于有了最终答案,3月1日晚ST超日发布11超日债2013年第一次付息公告,称公司将委托中国结算深圳分公司进行即将于3月7日迎来的首次债券付息。而值得注意的是,1日上午青海省国有资产投资管理有限公司(简称青海国投)在中国货币网上公告称不支持子公司木里煤业接盘ST超日,公司首次尝试重组以失败告终。分析人士表示,尽管超日债首次付息难关得以顺利度过,但公司及债券的前景依旧不明朗,在此背景下,“抄底”超日债依然面临极大的流动性和长期违约风险。

### 利空利好相继来袭

被债券持有人与股票投资者寄予厚望的青海木里煤业入股ST超日的事宜,3月1日被证实已基本已经“搁浅”。木里煤业母公司青海国投当日在银行间市场公告表示,根据对超日太阳的初步调研,基于风险控制的原因,木里煤业关于受让超日太阳大股东股份意向,青海国投不予支持,并请木里煤业做好后续相关工作。这意味着,ST超日的首次“国有化”尝试基本已宣告失败。

正当市场预期3月7日公司债券首次付息可能“生变”之际,ST超日1日晚在深交所发布公告,称公司将委托中国结算深圳分公司在3月7日(本周四)进行首次债券付息,公司会将本期债券本次利息足

额划付至中国结算深圳分公司指定的银行账户。对于超日债的持有人而言,一天之内可谓喜喜相加。

对于上周末发生在超日债之上的最新进展,分析人士表示,相关情况仍然都在市场预期之中。一方面此前市场就对ST超日仓促寻找到的重组方持谨慎态度;另一方面,超日债首次利息如期兑付也在各方预期之中。在1月23日召开的11超日债2013年第一次债券持有人会议上,公司董事长倪开禄已经承诺将如期兑付首期利息,公司高管也证实将提前以自有资金充分备付。即便公司“国有化”计划落空,相关利息兑付也应该不会受到实质性影响。有机构交易员指出,倘若超日债连首次付息都保证不了,那么超日债暂停上市乃至公司进入破产清算或将难以避免。

### 市场反应谨慎

在ST超日公告首次利息将如期兑付之后,本周一超日债在二级市场上出现了高开低走的典型“利好兑现走势”。周一11超日债大幅高开4.32%,开盘净价报80.01元,随即逐步回落。至收盘时,11超日债报76.64元,较上周五跌0.06元或0.08%。而在正股表现方面ST超日则出现跌停,当日大跌5.09%。

对于周一超日债的市场表现,上海一券商交易员表示,虽然周一A股的暴跌对超日债交投带来一定的拖累,但债券高开低走的表现符合预期。该交易员指出,在超日债整体债务重组解决方案依然不明

朗的背景下,市场仍然倾向于谨慎,“相对于以往福禧短融等存在重大违约风险的债券而言,目前超日债的价格已经算得上强势了”。

按照11超日债为8.98%的票面利率计算,每张面值为100元的超日债本次派发利息为89.80元。以3月4日76.64元的收盘价,在3月7日首期利息兑付后,超日债除息后价格为67.66元,较面值折价32.34%。而即便如此之高的折价率,相较于一只公司基本面严重恶化、兑付风险未来仍会长期持续的信用债而言,依然难以称得上“便宜”。上述交易员表示,相关情况仍旧迷雾重重,目前“抄底”超日债可能仍然为时尚早。

### 违约警报仍未解除

尽管ST超日公布了利息兑付

公告,但市场仍普遍认为,超日债后续违约警报依然没有解除。此间一些机构指出,未来超日债在流动性及还本付息两方面仍然存在极大的不确定性。

长城证券指出,目前公司逾期贷款超5亿元,盈利和偿债能力无任何好转。根据有关规定,若因公司连续两年亏损,则自2012年度报告披露之日起,11超日债将被再次实施停牌,并且深圳证券交易所后15个交易日内作出是否暂停债券上市的决定。考虑到超日前发布的业绩快报称,公司全年净亏损13.69亿元,超日债的流动性将仅局限于2月1日复牌至4月18日年报披露之间的这两个多月。除此之外,便只能等待超日债的回售到期或者最终到期还本。考虑到超日债的回售日期在2014年3月,如果届时

的信用债市场已经出现过一次违约案例,那么市场对于超日债的违约预期、公司会否“硬扛”可能就是另一番景象。因此,从确定性考虑,11超日债的减持时间窗口有限,建议投资者保持谨慎。

而此间有观察人士指出,倘若超日债最终出现违约,对于信用债市场整体的健康发展反而具有积极意义。该观察人士认为,能够允许债券市场发生信用风险事件并建立恰当的制度以保障投资者的利益是一个市场成熟的重要标志。债券作为一种金融产品,自身也应遵循高风险高收益的原则,一直以来以政府兜底、无违约风险的所谓“共识”显然违背金融市场规律,允许部分信用债发生违约、暴露风险,利用市场化手段解决兑付危机,显然有利于信用债市场长远健康发展。

近年来典型的信用风险事件				
事件名称	日期	主体	涉及债券	事由
福禧事件	2006年7月	福禧投资控股有限公司	06福禧CP01	违规拆借32亿元上海社保基金,用于购买沪杭高速上海段经营权,主要财产被法院冻结,发行主体隐瞒违规情况未公告,债项由A-1降为C。
江铜事件	2008年10月	江西铜业股份有限公司	08江铜债	江铜下属子公司金瑞期货多头铜期货疑似遭受重大损失,亏损额度达10亿元,引发一波信用违约暴雷。
岳阳城投事件	2009年5月	岳阳市城市建设投资有限公司	09岳阳建债	媒体质疑岳阳城投将事业单位资产注入融资平台违规。
川高速事件	2010年4月	四川成渝高速公路股份有限公司	10川高速MTN1	核心资产转让至另一家平台公司四川省交通投资集团有限公司。5月31日,交易商协会注销发债主体剩余发债额度,并加以严重警告。
滇公路事件	2011年6月	云南省公路开发投资有限公司	无	向债权人银行发函,表示“即日起,只付息不还本”。
上海申虹事件	2011年6月	上海申虹投资发展有限公司	无	拟转出核心资产组建云南省能源投资集团有限公司,该资产严重违约案涉及云投集团和云电投的重要资产。中诚信决定将云南省投资控股集团有限公司的AA+主体信用评级列入信用评级观察名单。
云投事件	2011年7月	云南省投资控股集团有限公司	10云投债	严重亏损,资不抵债,市场怀疑短融到期无法偿付。政府介入公司重组事宜。短融成功兑付。
海龙事件	2012年2月	山东海龙股份有限公司	11海龙CP01	行业景气下行导致公司经营财务状况恶化,偿债压力上升? 赛维向华融信托借入的一笔5亿元信托贷款无法兑付,并因此持续陷入债务危机的风波中? 江西新余政府明确表示将力保赛维短融兑付。
赛维事件	2012年6月	江西赛维LDK	11赛维MTN1	公司偿债能力急剧下滑,第一大股东东六师国资公司的强力支持,4亿元的新中基短融兑付无度。
新中基事件	2012年10月	新疆新中基实业股份有限公司	11新中基CP001	公司经营状况恶化,可能连续两年亏损;流动性状况恶化,部分银行债务逾期。
超日太阳事件	2012年12月	上海超日太阳能科技股份有限公司	11超日债	

### ■ 各家之言

国泰君安： 无投机必要	长城证券： 减持时间窗口有限
11超日债如期付息在市场的意料之中。超日流动性危机暂时度过,其资金或源于海外电站变卖、应收账款催讨等途径。但光伏行业的基本面并未改善,木里煤业暂停收购超日等事件则彰显公司运营管理能力仍较困难。目前11超日债的到期收益率为17.5%,其公布年报后大概率上将暂停上市,几乎完全失去流动性。目前一般高额的信托产品投资收益率也在12%以上,风险状况还明显好于超日债,我们认为对机构而言没必要冒这个风险去投机超日债。过去一个月中,11超日债的交易金额达17亿元,预计部分机构已趁这段时间交出超日债,而经过这1个月的交易,该债的持有人结构可能更进一步集中于散户,这为未来的付息还本又增加了压力。	超日太阳由国资兜底的第一次尝试已经夭折。即使公司按时付息,其资质和偿债能力并没有任何改变。由于超日太阳此前发布的业绩快报称公司全年净亏损13.69亿,11超日债的流动性将仅局限于2月1日复牌至4月18日年报披露日之间的这两个多月时间内,然后只能等待超日债的回售到期日或者最终到期还本。此外,考虑到其回售日期在2014年3月,如果届时的信用债市场已经出现过一次违约案例,那么市场对于超日债的违约预期可能就是另一番景象,而超日债是否需要“硬扛”也就是另外一条思路了。11超日债的减持时间窗口有限,建议投资者保持谨慎。
中信证券： 流动性缺失降低投资价值	申银万国： 中低等级债调整风险较大
付息公告的发布说明11	企业微观业绩的回升相较于经济底部的确认往往要落后2-3个季度,而近期上市

## 信用利差过低难以持续

□渤海银行 蔡年华

上周五超日债发布首次付息公告,暂时避免了违约风险,然而此举并没有给信用债市场带来多少惊喜。中短期来看,供给上升和基本面回暖恐增加信用市场调整压力,目前投资者对信用风险的漠视导致信用债信用利差过低,以致风险保护不足,长期看有回升的要求。

### 调整压力渐增

步入3月份,市场对资金面的宽松预期可能会得到修正。事实上,上周在资金面已出现紧张的情况下,央行对逆回购询而不发,市场期盼的SLO政策也未出现,已表明了央行保持流动性平衡的态度。而为维持合理的社会融资规模,不排除央行会在短期内倾向于促使资金紧平衡的可能。此外,前期流动性改善主要得益于外汇占款的提升,但这受国际因素的影响较大,未来的波动性和规模难以预测。整体来看,跨月后资金面将恢复较为平稳的状态,但宽松的顶点已过,市场过度乐观的预期面临修正。

从近期债市走势看,资金面的影响力有逐渐减弱的迹象,而经济基本面开始受到更多的关注。3月份将公布1-2月份宏观经济数据,受春节因素

的影响,市场普遍预期CPI可能突破3%,通胀压力将再次成为市场关注的焦点。另外,房地产市场的回暖以及社会融资规模的大幅增加也提高了市场对经济的乐观预期。因此,3月份债市将呈现基本面重新主导市场运行的局面。

供需结构方面,2月份受春节因素的影响,信用债净供给量只有1400亿元左右,比1月份大幅下降了近1000亿元,但是3月份信用债的供给规模可能出現大幅提升,同时机构的配置需求也将逐步得到满足,供需结构的转变将对信用债行情演绎形成掣肘。

一方面,相对信贷而言,债券融资的成本优势较为明显,有利于吸引企业增加发债的规模。今年年初以来,信用债的收益率出现较大幅度的下行,同时协会取消了发行利率下限,发债成本有所下降。以1年期AAA短融和3年期AAA中票为例,目前两个品种的定价估值水平为4.02%和4.53%,即使考虑到贷款利率下浮20%和发行手续费等,目前的发行利率也有较大的优势。同时,随着我国城镇化的推进,企业的融资需求旺盛,在目前IPO不畅的情况下,发债将成为首选。预计3月份后企业单月的发债规模将达到3000亿元以上。另一方面,3月份后市场面临配置



需求下降的冲击。一般而言,为获取全年利息收益,机构会将全年的大部分配置资金安排在一季度,3月份后机构的投资步伐将明显放缓。

### 利差保护不足

在前期收益率大幅下行后,目前信用债的信用利差水平处于历史相对低位。以3年期中票为例,AAA-AA+和AA评级债券目前的信用利差水平在77BP-100BP和132BP,低于历史均值2BP、10BP和20BP。被市场低估的信用利差直接导致投资者的风险保护过低,长期看有回升的要求。

虽然近期在资金面的支持下,信用债维持低位的状态将延续,但中期看,随着债市调整压力不断增加,信用利差重回升势不可避免,投资者将面

临较大的估值压力。另外,目前发债企业的整体资质并未得到有效改善。企业的盈利能力在经济难以大幅回暖的情况下超预期的情况不会出现。同时,市场追捧的国企和地方融资平台的资产负债比整体偏高,地方政府能否长期兜底并不确定。投资者对信用风险的漠视长期看并不合理。

综上,信用债短期内将继续受到资金面的支撑,同时信用违约担忧情绪的缓和也有利于信用利差保持相对较低的水平。但供需结构的调整以及基本面上重回主导地位将对信用债市场形成较大的调整压力。同时,目前较低的信用利差水平使投资者在债市调整的情况下面临较大的风险。(文章仅代表作者个人观点,与所在机构无关)

## 莫为“危中机” 深陷“险中险”

□南京银行 张明凯 龚洁

3月1日上午,青海国投一纸关于不支持木里煤业入股超日太阳的公告,给11超日债的兑付前景蒙上一层阴影,然而当日晚間,超日太阳便在深交所发布公告,强调本期债券首期利息将按时兑付。超日债持有者原本紧绷的神经渐渐放松,甚至开始期待超日债在二级市场上大展拳脚。我们认为,从长远来看超日太阳的危机远未解除,特别是公司重组最有可能的渠道被否决之后,新的方案还需从头再来;超日债虽然暂时躲过了“付息”这一风险地雷,但年报公布后仍面临被暂停交易而丧失流动性的风险,投资者不应盲目参与投机。

超日债若按期付息对于押中市场的信用风险担忧情绪具有积极作用。但是,超日债按时付息对市场的利好作用有限。

一方面市场信用债风险溢价已出现透支迹象。以银行间1年AA等级产品为例,从今年1月以来,中债估值收益率已经下行接近70个基点至145个基点附近,与同期限国债的信用利差收窄超过50个基点,已经处于历史较低水平。此轮行情主要是由资金面超预期宽松引起的,但是央行维持资金利率稳定的决心较为坚决,在信用债收益率下行之后,套利空间难以被再度打开。目前AAA至AA短融之间每个等级利差均只有10个基点,与资金利率的利差也大幅低于历史均值水平,整个市场投资者都难以获得超额回报。

另一方面,除光伏行业外,钢铁、化工、造船中的民营企业仍有可能成为信用风险后续爆发的“温床”。虽然目前国内经济处于温和复苏过程中,但宏观经济传导至相关行业时间较长,加之海外经济复苏的不确定性,使得这些行业经营状况短期内无法迅速改善,而民营企业往往处于行业中议价能力较低的位置,因而面临着更大的挑战。这些行业的资产负债率等偿债指标均已明显超出历年平均水平,一旦出現流动性短缺,加之民营企业政府兜底意愿不强,信用风险爆发也在所难免。目前信用债同一评级之间个体资质差异较大,但这种差异目前大多没有完全真实体现在估值中,因此信用风险事件在债市中仍会持续发生,而每一次风险事件的出现,都将考验投资者的风险预期。

回到超日债本身,我们认为债券持有者不应过分乐观。从去年三季报来看,超日太阳今年将有超过36亿元的到期刚性债务要兑付,而几乎全部指望回收应收账款来解决。从对超日太阳有存量债务的相关银行得到的信息来看,该公司近期到期的债务基本上全部逾期,所以应收账款的回收应该并不顺利,超日太阳实际上已经在全面违约,只不过因债券社会关注度更高而得到优先偿付。与此同时,超日太阳寻找新的重组者也为困难,虽然国内支持光伏产业发展政策细则即将发布,但是整体光伏产业过剩的困局不是短期能够解决的,在与时间的赛跑过程中,公司还将面临固定资产、存货进一步折损与到期债务不断累积的问题。也就是说,时间拖得越久,超日太阳重组需要的成本就越高,愿意接盘者就越少,因此即便首期利息得到支付,并不意味着本金安全性提高,建议投资者继续保持谨慎。

## 地产公司债遭受重挫

3月4日,尽管交易所公司债券指数在“股债跷跷板”效应下以红盘报收,但各个分化明显。其中,“国五条”细则的出台令房地产类公司债遭受重创。

4日上证公司债券指数收于14431点,上涨007点或005%,盘中创下14432的历史新高。个券则以下跌居多,两市成交的126只公司债券中仅33只上涨,下跌个券达66只,其余持平。从涨跌情况看,受“国五条”细则出台、市场对于房地产行业预期悲观影响,地产类公司债券几乎全军覆没。其中,活跃个券08保利债.08万科G1收益率上行幅度双双达到35BP左右,08北辰债.08万科G2.09名流债等也出现10BP以上的上行。此外,由于房

## 货币市场利率全线回落

跨过月末资金需求高峰期,货币市场利率开始步入回归之旅。3月4日,银行间质押式回购市场各期限资金利率全线下行,市场资金面较2月末显著好转。据交易员称,当日央行继续向一级市场交易商开展正、逆回购操作询量,预计在央行的灵活掌控下,市场流动性短期有望继续改善。

具体来看,主流品种隔夜、7天回购加权平均利率分别收报3.29%、4.29%,分别较上一交易日下跌82BP、15BP;中期品种14天、21天回购加权平均利率分别下跌49BP、25BP至4.30%、4.47%;1个月以上品种亦悉数下跌,其中1个月、2个月品种分别下跌52BP、90BP,全线回落至4%以下。

春节过后,受公开市场近万亿净回笼、央行重启正回购操作、存

款准备金例行缴款、月末资金需求高峰等因素影响,银行间市场资金面持续趋紧,市场预期也随之发生变化。不过,随着月末考核等短期干扰因素消退,跨月后资金利率逐渐回落于情理之中。市场人士表示,由于节后现金持续回流银行体系,3月5日市场将再次面临补缴准备金,但在央行公开市场操作的精准调控下,资金利率短期内仍有望延续下行态势。

据申银万国测算,2月底金融机构超储率大概在1.7%附近,即使在央行公开市场不新增资金的情况下,3月底超储率也将回到2-2.1%的水平,因此银行间市场不缺资金。预计3月7天回购利率中枢将回落至3.2%左右,下旬由于季末需求大增,资金利率仍有冲高压力。(葛春晖)

中债登债券托管量逼近24万亿

## 2月信用债获机构广泛增持

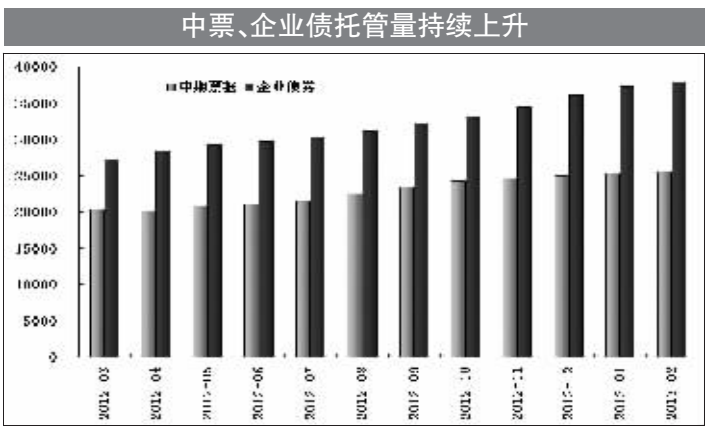
中债网4日公布的统计月报显示,截至2013年2月末,中央结算公司债券总托管量增加1053亿元至23.99万亿元。当月企业债、中票托管量继续增长,且得到基金、保险和券商等机构的一致青睐。

分券种来看,由于春节因素,新增供给不多,而到期兑付量较大,国债托管量连续两个月下滑。截至2月末,国债托管量为7.40万亿元,较上月末减少227.17亿元。政策性金融债则增加654.20亿元至7.95万亿元。信用债情况类似,发行量相对较大的企业债、中票托管量增加较明显。当月企业债托管量增加344.20亿元至2.40万亿元,绝大部分来源于新发地方城投债的贡献;中票增加304.70亿元至2.56万亿元。

主要机构投资者方面,2月份商业银行、基金和券商不同程度地增加了债券持仓,保险则小幅减持;基金依旧是增持主力。具体

看,商业银行当月债券托管量增加317.41亿元,主要增加了政策债和中票的比重,而小幅减持国债和企业债。2月份基金类机构托管量增加347.58亿元,当月集中增持企业债、中票200.85亿元和154.31亿元,而减持国债67.21亿元。2月份券商债券托管量增加18.52亿元,政策债、企业债和中票持仓小幅提升,国债则遭到减持。保险机构托管量出现5.34亿元的下滑,以减持国债、政策债而增持企业债和中票为主。总体看,信用债依旧是机构加仓的重点。

由于年初流动性超预期宽松,机构一致增加信用债仓位,杠杆水平不断提高。此举虽然为相关机构带来可观的账面收益,但也意味着未来市场风向若出现变化,信用债可能遭遇到更显著的冲击。市场人士指出,随着市场流动性预期转变,未来应更注重对信用债风险的防范。(张勤峰)



## 进出口银行7日招标两期金融债

中国进出口银行公告称,定于3月7日通过中国人民银行债券发行系统,招标发行2013年第三期、第四期金融债券。

第三期债券为7年期固定利率债券,发行金额150亿元,首场招标结束后,发行人有权追加发行总量不超过50亿元的当期债券。本期金融债缴款日、起息日为3月13日,上市流通日为3月19日。

第四期债券为5年期固定利率

## 国泰君安7日招标15亿元短融券

国泰君安证券股份有限公司公告称,定于3月7日招标发行公司2013年第三期短期融资券。

本期短融券发行金额15亿元,期限90天,固定利率,票面利率通过招标系统确定。时间安排上,招标日3月7日,发行首日、缴款日、起息日、债权债务登记日均为3月8日,自债权债务登记日的次日一工作日即可流通转让,到期一次性还本付息,付息、兑付日为2013年6月6日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个

工作日,顺延期间不另计息)。

本期短融券无担保。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的主体评级为AAA,本期短融券的评级为A-1,评级展望为稳定。

据Wind资讯统计,证券公司短融券自从2012年5月末重启发行之后,在当年剩余的7个月内累计发行531亿元。而包括本期短融券在内,今年以来证券公司短融券累计发行规模已达到467亿元。(葛春晖)