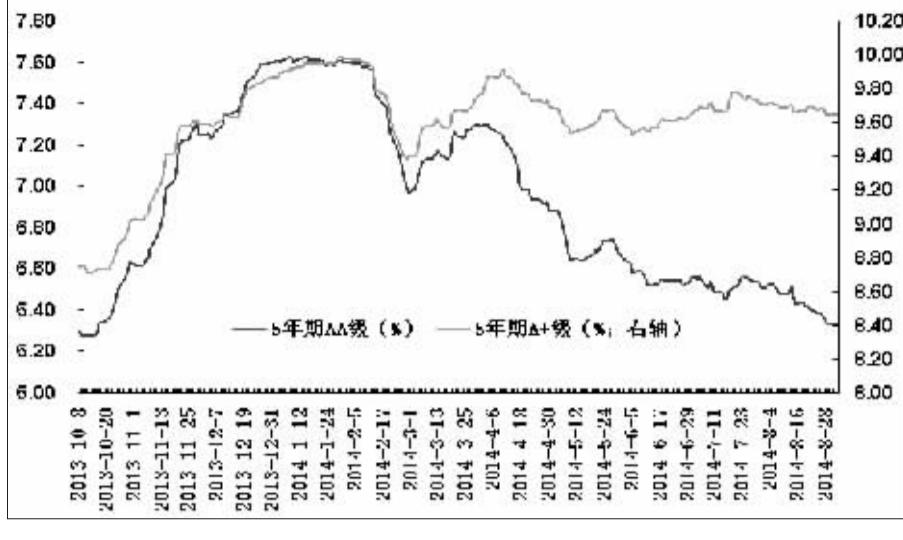


信用债风险事件频现 信用风险点状爆发渐成常态

银行间市场中低评级企业债收益率走势



□本报记者 张勤峰

日前,华锐风电提前回购部分公司债的提议,再度勾起公募债本金违约第一单的话题,并与13华珠债被爆违约的消息一道,打破了华通路桥短融兑付后国内信用市场短暂的平静。分析人士指出,当前企业信用基本面未见实质好转,很多风险领域的企业再融资难言顺畅,未来债券市场个体或局部信用风险爆发的状况或成常态。目前信用市场风险偏好较高,与信用基本面不匹配,短期部分低资质信用债或有调整压力。但不可否认的是,当前信用债需求依然旺盛,整体信用利差或将继续处于低位。投资者参与信用债,关键在于加强个券筛选、回避局部风险。

公募债私募债接连“出事”

今年7月下旬,华通路桥在濒临违约的最后一刻实现兑付,避免了成为中国公募债券市场本金违约的首个案例,但并不能掩盖中国信用债券市场的风险正不断积累的现实,在负面事件渐成常态的趋势下,公募债券本金违约的第一单迟早会出现。日前,华锐公司债拟提前部分回购的提议,就再度勾起了公募债本金违约第一单的话题。

8月29日晚间,华锐风电公告全资子公司江苏华锐拟购买部分锐01暂停的方案。华锐这一自救行为被认为是造就了公募债券违约的一种新模式。公开资料显示,华锐于2011年12月公开发行了无担保公司债28亿元,其中品种一(锐01暂停)为“3+2”年期,规模26亿元,今年12月投资者可回售;品种二(锐02暂停)为5年期,规模2亿元,不可回售。由于华锐最近两年连续亏损,上述公司债已于今年5月暂停上市。中金公司报告指出,受行业景气下行影响,自2012年起华锐财务指标持续恶化,从最新中报情况来看,今年上半年公司没有新增订单,并出现银行收贷现象,内外部获现能力均很弱;账面货币资金持续下降,目前已不足以覆盖年底公司债回售额,且应收款回收困难;总体看,如果没有外力支援,华锐公司债到期偿付难度较大。而考虑到本息兑付风险及较高的回售收益,先前市场普遍认为,多数锐01暂停的投资者将选择在今年12月行使回售权。

按照华锐的提前回购方案,其赋予锐01暂停投资者提前出售选择权,但出售价格存在折让,且单个账户存在出售金额或比例限制。当然,如不选择提前出售,投资者可能遭受更大损失。换言之,投资者回售意味着损失,不回售则将面临更大风险。中金公司认为,提前购买方案的提出事实上已部分触及违约定义。长城证券报告更指出,华锐公司债回购价格低于面值,已构成实质违约;华锐的做法相当于是绕开法律限制,直接从二级市场低价购买本公司债券,创造了一种违约新模式。有观点进一步指出,华锐此举或是为年底违约“铺路”。中金公司认为,此方案给予了中小投资者一定的优先受偿权,可能是考虑到保护散户利益,在一定程度上降低违约的负面影响。招商证券也认为,剥离中小投资者有利于打破刚兑,符合今年监管部门信用风险“定点试爆”、逐步打破刚性兑付体系的思路。

华锐债进展牵动着公募债市场的神经,13华珠债则再一次将公募债违约风波推向前台。近日,由华珠(泉州)鞋业有限公司发行的中小企业私募债13华珠债被爆出逾期未能付息。据悉,13华珠债发行于2013年8月23日,总额8000万元,第一年票面利率为10%,首期利息顺延后应于今年8月25日支付,但有消息称,发行人无法按时付息,已构成违约。算上13中森债、12华特斯、12金泰债、12津天联,这已是年内爆出的第五例中小企业私募债的违约事件。

华通路桥短融偿付事件平息后一个月,国内公募债、私募债市场连生事端,再一次揭露了信用风险点状爆发的现状,也给当前较高的风险偏好情绪浇了

近期部分债券发行主体评级负面调整案例

企业名称	最新长期评级日	最新长期评级	评级展望	评级调整	前次评级	最新评级机构
黑龙江中盟集团有限公司	2014-8-29	AA-	负面	维持	AA-	中诚信国际
天津泰达建设集团有限公司	2014-8-26	AA-	负面	维持	AA-	中诚信国际
山东博汇纸业股份有限公司	2014-8-22	AA-	负面	首次	新世纪评级	
江苏弘盛建设工程集团有限公司	2014-8-18	A+	负面	维持	A+	联合资信
内蒙古集通铁路(集团)有限责任公司	2014-8-15	AA-		调低	AA	中诚信国际
保定天威英利新能源有限公司	2014-8-12	AA-	负面	维持	AA-	新世纪评级
江西赛维LDK太阳能高科技有限公司	2014-8-8	CCC	负面	调低	B+	新世纪评级
江西稀有金属钨业控股集团股份有限公司	2014-8-6	AA	负面	维持	AA	新世纪评级
山东丰源集团股份有限公司	2014-7-30	AA	负面	维持	鹏元	
新誉集团有限公司	2014-7-29	AA	负面	维持	AA	中诚信国际
斗山工程机械(中国)有限公司	2014-7-29	AA	负面	维持	AA	联合资信
泰格林纸集团有限公司	2014-7-29	AA	负面	维持	AA	联合资信
广西有色金属集团有限公司	2014-7-29	AA	负面	维持	AA	大公
中国庆华能源集团有限公司	2014-7-29	AA-	负面	维持	AA-	联合资信
义马煤业集团股份有限公司	2014-7-29	AA+	负面	维持	AA+	联合资信
东北特钢集团有限责任公司	2014-7-29	AA	负面	维持	AA	联合资信
中国昊华化工集团有限公司	2014-7-29	AA	负面	维持	AA	联合资信
天津滨海发展投资控股有限公司	2014-7-28	AA-	负面	维持	AA-	大公

一盆冷水。

警惕局部和个体风险

今年以来,面对低等级债券市场乐观情绪发酵的现状,陆续发生的信用风险事件在提醒投资者:你可以选择淡定,但风险从未远去。市场人士指出,未来对局部和个体的信用风险仍需保持警惕。

原因在于,当前企业微观基本面的情况并未有实质改善,依赖外部融资维持资金链接续的特征仍然很明显。中投证券统计了发债上市公司中报,发现今年产业类发行人中期盈利有所回升,但主要受部分大企业盈利好转推动,大多数发行人净利润仍有下行压力,可比样本企业亏损率亦升至近年来高位。而且,由于发行人有息债务增速快于EBIT增长,其偿债能力仍处于下降通道。中金公司报告也指出,从企业中报情况来看,盈利多呈现企稳趋势,但改善原因主要是上游原材料价格下跌导致,下游需求仍然相对疲弱,这就导致原材料价格下跌仍有传导到终端产品的风险,而且盈利改善转化为现金流和资产负债表的改善还需要很长时间,多数企业资金周转还是显著依赖外部融资。

而与此同时,很多风险领域的企业再融资难言顺畅。中金公司指出,今年以来在不良率不断上升、不良余额快速增加的背景下,银行及部分债券审批机构对于企业再融资趋于谨慎,加上非标监管的大环境,局部领域部分企业资金接续出现断档的风险可能增加。

分析人士指出,鉴于企业信用基本面尚未实质改善,且信用供给收缩的情况尚未根本扭转,未来局部领域的风险暴露仍不能轻视,信用风险点状爆发或成为常态。一些周期性行业及产能过剩行业的发行人及部分民营中小企业的信用风险值得特别关注。中投证券对中报的统计就发现,煤炭、化工、有色金属、机械设备和电气设备等周期行业偿债能力下行压力较大。年内私募债、中小企业集合类债券先后爆出多起信用事件则表明,民企信用风险相对较大,尤其是非上市的中小企业。

局部风险无碍总体配置价值

有市场人士认为,从较长时间看,未来随着“刚性兑付”逐步打破,实质违约案例可能增多,低评级债券信用利差和评级间利差波动将显著加大,中枢也很难回到历史低位。但不可否认的是,当前信用债特别是高收益债需求依然旺盛,这一局面在短期可能很难扭转,信用利差或将继续处于低位。投资者参与信用债,关键在于加强风险甄别、精挑细选个券。

中金公司指出,从需求端来看,近年来理财产品、各类专户等广义基金类机构快速增长,为债券带来强劲的增量配置需求,而由于这类需求群体资金成本较高,配置上显著偏好票息相对较高的信用品种。鉴于信用产品短期供需关系良好,信用利差有望继续在低位,息差策略仍可持续。

中信建投证券最新周报指出,目前信用利差跟信用风险的水平并不匹配。另外,锐01暂停的回购方案也可能对市场的风险偏好造成压制,使得产业类高收益债的追涨热情减弱。如果回购方案成行,将会对市场的风险偏好造成比较大的打击。不过,该周报同时认为,综合市场所处货币环境、信用债供需状况、信用风险等因素来看,目前信用债市场整体仍有一定的票息价值,短期调整风险仍然较小。

国海证券分析师陈滢表示,在政策面的支持下,今年信用环境以局部个别风险的暴露为主,出现大面积违约可能性不大,且市场总体信用风险偏好仍将延续上升势头。在加强个券筛选、回避局部风险的基础上,信用债总体价值仍然显著。

行业信用风险加速分化

□安信证券 袁志辉

的难度很大,但融资成本奇高,造成行业信用风险较大。

信用风险对于高低等级信用债的等級间利差具有较好的解释能力,测算行业信用利差,然后与偿债能力、盈利能力等财务指标拟合,构造的关系等式具有轻微显著性。据此可以发现,房地产、钢铁、公用事业、采掘、交通运输等行业信用风险明显大于其他行业,但由于公用事业、交通运输等行业的国有性质明显,外部支持将降低其风险程度。

综合以上分析,房地产行业由于债务负担较重,且盈利能力恶化,信用风险较大;钢铁、采掘、化工等中上游传统产能过剩行业去杠杆化进程缓慢,而下游需求改善有限,导致财务状况不佳,走出行业周期性谷底之前,信用风险难以有效降低;由于享有隐形外部担保,国有企业的整体信用资质好于民企,但是仍需警惕个别财务状况差到持续亏损、财政实力羸弱的地方国企。另外,考虑到融资渠道的相对通畅及融资成本的相对低廉,从债券发行人角度来看,相同行业的非上市公司要比上市公司信用风险略大。

整体而言,上市公司中报显示,下游的食品饮料、商业贸易、汽车等行业较快受益于需求改善,盈利水平、偿债能力回升,而中上游传统资金密集型行业信用风险突出,行业信用风险加速分化。由于下游需求较弱且向中上游的传递需要时间,如果信贷不能大幅放松进而有效降低融资成本,高信用风险行业的危局将持续。

(本文仅代表作者个人观点)

风险警示新规短期冲击不大

□国海证券 范小阳

9月1日起,交易所对公司债券进行风险警示的相关规定正式实施。根据规定,信用资质未达到指定标准的公司债券将被风险警示,一旦公司债券被风险警示,个人投资者的门槛将提高。从新规的影响范围和影响时间来看,短期内对交易所市场的冲击不大,但未来信用债资质逐步分化的趋势仍然需要重点关注。

未来可能被风险警示的债券主要是在交易所上市交易的公募信用债。据交易所规定,风险警示规则适用于通过交易所集中竞价交易系统上市交易的公司债券,不适用于仅通过综合协议交易平台挂牌交易的公司债券。中小企业私募债通过交易所大宗交易平台进行交易,因此不在风险警示范围内。另外,从风险警示规则来看,深交所的规定更为严格。上交所规定评级AA-以下(含)、过去两个会计年度业绩亏损的公募上市债券将被实施风险警示;深交所所在上交所相关规定的基本上,规定最近一个会计年度业绩亏损以及债券主体评级为AA级且评级展望为负面,就存在被警示的可能。

新规实施对交易所信用债的短期冲击可能不大。首先,ST债券最早可能要到明年二季度才会出现。交易所规定,对施行前已存在可能被警示的债券并不溯及既往,不对其交易实行风险警示。年底前几乎没有交易所债券发布信用评级报告,而市场存量的AA-评级等可能被ST警示。

新规实施对交易所信用债的短期冲击可能不大。首先,ST债券最早可能要到明年二季度才会出现。交易所规定,对施行前已存在可能被警示的债券并不溯及既往,不对其交易实行风险警示。年底前几乎没有交易所债券发布信用评级报告,而市场存量的AA-评级等可能被ST警示。

财政部10日发行3年国债

□本报记者 张勤峰

财政部2日发布公告称,定于9月10日招标发行2014年记账式附息(二期)国债。

本期国债为3年期固定利率附息债,竞争性招标面值总额为280亿元,甲类成员可追加投标。日期安排方面,2014年9月10日招标,9月11日开始计息,招标结束至9月15日进行分销,9月17日起上市

债券最新评级的时间基本上在今年4-8月,下一次评级要等到明年4-8月,企业经营业绩的公告也要等到明年二季度初才会发布。也就是说,今年四季度和明年一季度估计都不会出现被风险警示的交易所债券。

其次,当前评级在AA-或者主体评级AA且展望为负面的债券规模并不大,在交易所债券市场中占比不超过10%,即使有个别债券被ST警示,全市场面临的抛售压力也不大。

再者,如果债券被ST,也只是个人投资者参与的门槛提高,交易所对机构投资者并没有任何限制。目前交易所债券市场的投资主体还是机构,个人投资者参与比例很小,风险警示的出现、个人投资者门槛的提高不会对市场有太大的影响。

最后,从活跃个券走势来看,6月中旬上述规定出台后,确曾对交易所信用债造成了一定冲击,但影响是短暂的,几个交易日之后价格就企稳,并且随着7、8月信用市场走好,债券价格达到了今年以来的高位。风险警示新规对交易所债券市场的影响只是短暂的心理冲击,最终决定市场走势的还是信用债总体收益率的变化。目前来看,信用债仍然面临较为有利的市场环境,价格大幅下跌的风险不大。

总体上看,短期内交易所风险警示新规的影响可能比较有限,但是信用债资质分化将是未来的大趋势,对信用资质的甄别在今后的投资过程中将越来越重要。

交易:中标承销团成员须于9月15日前(含)将发行款一次缴入财政部指定账户。本期国债利率按年支付,每年9月11日(节假日顺延,下同)支付利息,2017年9月11日到期偿还本金并支付最后一次利息。

本次发行采用混合式招标方式,标的

资金面转松 正回购温和放量 上半月流动性无忧

前半月流动性偏松

当前市场机构普遍认为,9月前半月资金面将延续稳中偏松格局,月末则可能因季末和国庆假日取现因素而出现边际收紧。在此期间,央行仍会对银行体系流动性进行灵活的调控。

国泰君安证券报告指出,上周新股密集申购叠加月末效应虽对资金面造成较大影响,但冻结的资金将在9月初大规模解冻。尽管本下半月市场面临准备金例行补缴和中秋假期资金备付的影响,但短期流动性预计还将趋于宽松。

东北证券本周也发表观点认为,考虑到9月份公开市场到期总量大幅减少,资金面的时点效应可能难以根除。从整体流动性走向来看,9月中上旬资金面状况预计较好,但下旬压力比较大。不过考虑到央行全月仍会根据市场资金面情况进行定向调控,大部分时间内资金面应能维持平衡状态。

此外,中信建投证券认为,虽然上半年财政支出进度较快,可能导致9月财政存款投放量将低于去年同期,但规模仍然在2000亿元以上,对于全月资金面将提供一定助力。而考虑到当前央行对资金面呵护有加,央行在中秋、国庆等时点有可能通过逆回购等手段为市场注入流动性。整体而言,全月市场资金利率上的表现应是略有上升,但幅度有限;下旬由于受国庆和季末影响,资金面可能出现季节性边际收紧。(王辉)

开行固息债招标结果符合预期

5日将招标1年期固息债

国家开发银行2日公告称,将于9月5日在银行间市场招标发行至多40亿元固息债,期限1年。首场招标后,该行可向工商银行追加发行至多20亿元的当期债券,专门用于通过商业银行柜台向个人和非金融机构投资者分销。

公告显示,该期债券为国开行今年第23期金融债,按年付息,采用单一利率招标方式,不设基本承销额;缴款日和起息日为9月15日,9月17日起上市。

此外,开行2日招标发行了四

发行热情高涨

个别同业存单未获足额认购

单日发行量连续超过100亿元,在之前较为少见,凸显出当前银行短期融资需求旺盛。

此外,浙江苍南农商行、乐山商行2日披露了今年的同业存单发行额度。由此,已披露2014年度同业存单发行计划的银行增至56家,累计发行额度接近1.36万亿元。

值得一提的是,或由于短期供应过于密集,2日发行的15只同业存单中,东莞银行的6个月期同业存单未获足额认购。该期同业存单计划发行10亿元,实际发行总额达120亿元。同业存

得一提的是,或由于短期供应过于密集,2日发行的15只同业存单中,东莞银行的6个月期同业存单未获足额认购。该期同业存单计划发行10亿元,实际发行总额达120亿元。(张勤峰)

口行5日招标两期固息债

中国进出口银行2日公告,定于9月5日通过中国人民银行债券发行系统,招标发行2014年第五十七期和第五十八期金融债券各不超过60亿元,两期债券合计发行额不超过120亿元。

口行今年第五十七期金融债券为1年期固定利率金融债,将以利率招标方式发行,中标方式为单一利率中标(荷兰式),缴款日和起息日为9月10日,上市流通日为9月16日,按年付息。

上述两期新债均无基本承销额度,1年期债券发行手续费率为0.05%,5年期为0.1%。(张勤峰)

■新债定位 | New Bonds

14附息国债13(续2) 预测中标利率区间[4.12%,4.18%]

|
| |