

■ 责编:张勤峰 电话:010-63070375 E-mail:zbs@zzb.com.cn

“刚兑”神话光环渐褪

分化行情难免 城投债仍为首选

□本报记者 葛春晖

6日晚,中科云网公告确认“ST湘鄂债”构成实质违约,首单本金违约的公募债券就此面世。随着去年以来中小私募债不断陷入兑付危机,以及超日债、湘鄂债相继打开公募债付息、本金违约之门,我国信用债市场的“刚兑”神话正逐渐被打破。不过,分析人士指出,结合当前经济预计未来个券违约风险仍主要集中于民营部门,政府债券和国有企业仍具备一定的“刚兑”需求和条件,因此未来信用债行情分化不可避免,城投债仍为信用债首选。

首单本金违约公募债出现

据中科云网6日晚发布的公告,公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“ST湘鄂债”,应于4月7日到账的应付利息及回售款项,构成对本期债券的实质违约。这意味着,继去年年初“11超日债”因无法足额偿还当期利息而打破我国公募债市场“零违约”神话之后,首单本金违约的公募债也横空出世。

资料显示,ST湘鄂债是由中科云网的前身北京湘鄂情股份有限公司于2012年4月发行的无担保公司债,发行金额4.8亿元,票面利率6.78%,存续期限为5年,附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权;截至今年4月7日,本期应付利息和回售款合计约4.02亿元。而截至4月7日,中科云网筹集的资金尚存在约2.41亿元缺口。鹏元资信4月4日发布公告,将本期债券信用等级下调为CC,将发行人主体长期信用等级下调为CC。

ST湘鄂债已从4月2日起停牌,何时复牌尚无定论,本次违约事件对其个券的影响暂时无法显现。不过,从昨日交易所信用债市场表现来看,与ST湘鄂债类似的低评级民营企业债收益率普遍上行,但从收益率上行幅度来看,除了ST奈伦债以外,多数个券走势与前期相比变化不大、总体波动并不明显。

事实上,从4月2日湘鄂债停牌之后交易所的整体走势来看,低等级信用债对这一事件的反应就较为平淡。究其原因,第一创业证券等机构认为,一是,随着信息披露制度越来越透明,市场对此次违约事件已有一定预期;二是,在去年以来微观经济基本面持续疲弱、信用事件发生频率升高的背景下,投资者普遍加强了对个券

的选择和甄别,配置组合以中高等级债券为主;三是,目前低等级信用债的信用利差已经有了相应的防御性作用。

城投债“刚兑”防线仍牢

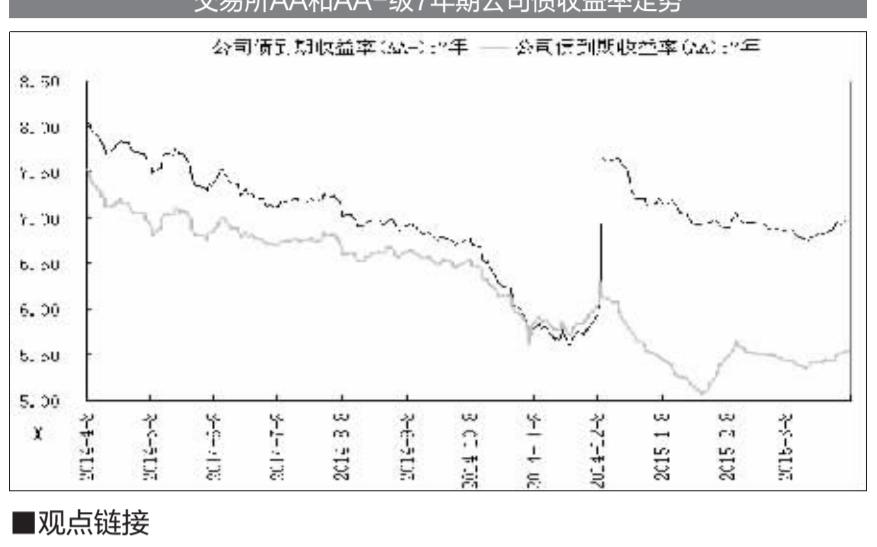
目前来看,ST湘鄂债虽然已构成实质违约,但在发行人和各方的努力下,债券本息最终兑付的可能性也不是完全没有。毕竟,此前已经有了11超日债在到期日全额兑付本金、利息甚至罚金的先例。ST湘鄂债也有可能通过担保物变现、引入战略投资者进行债务重组等措施,达到债券本息全额兑付。中科云网股票昨日复牌涨停,即在某种程度上反映出投资者的重组预期。即便如此,随着去年以来私募债不断陷入兑付危机,以及超日债、湘鄂债相继打开公募债付息、本金违约之门,我国信用债市场“刚兑”神话的破灭也已是大势所趋。

中信证券指出,首单公募债本金违约出现,意味着信用风险定价的新时代终于来临,刚性兑付的打破迫在眉睫,从决策层与监管层近期的表态来看,未来更大规模的信用债违约或已在路上。第一创业证券亦指出,在经济下行期,违约事件已经从私募债领域向公募债领域蔓延,不排除违约事件的爆发超出预期,进而引发市场调整的可能。

当然,违约事件增多以及管理层对个券违约容忍度提升,并不意味着未来信用债市场发生系统性风险的概率上升,招商证券指出,自上而下观察,在稳增长宽信用的格局下,今年信用风险是收敛的;自下而上分析,地产新政有助于稳定地产价格,而地产价格的稳定是社会信用风险控制的微观基础。

总体而言,分析机构多认为,未来信用债市场整体风险可控,结构性分化则有望加剧。相对而言,产能过剩行业的民营企业债仍普遍不被看好,预计未来个券违约风险仍主要集中于民营部门;与此同时,在稳增长任务较重、区域性金融风险依然受到严控的背景下,政府债券和国有企业仍具备一定的“刚兑”需求和条件。

华安证券指出,从配置角度看,高票息、有偿还能力的城投债配置价值凸显,一是政府无意让债务风险爆发,二是城投平台有一定的偿还能力,有大量的优质资产可用于抵押或偿还,违约或破产现象还难以出现。



观点链接

平安证券: 民营低评级债违约风险高

与过往私募债违约一样,ST湘鄂债违约也具备类似特点:首先,发行主体为中小民营企业;其次,因行业发展下行而出现连续亏损;最后,债券发行由券商承销。但在注册制加速推进的背景下,公司壳价值大大下降,这是同样作为公司债的ST湘鄂债与11超日债面临的最大不同。壳价值下降意味着中科云网借助壳价值进行债务重组,度过违约风险的概率大幅降低。考虑到2015年实体经济下行风险、债务期限结构等因素叠加,我们认为民营低评级板块债券2015年将迎来违约高峰,高企的违约风险将拉高该板块债券的利率。刚兑神话打破将击破刚性兑付道德风险,市场风险规避动机将提升国债等利率债需求,从而拉低无风险利率,且助推信用利差攀升、信用分化加剧。

中信证券: 等级间利差短期将走阔

刚性兑付是在我国征信体系、信用评级体系、信用法制环境并不完善背景下的无奈之举,在市场发展早期好处显而易见。城投债之所以大受欢迎,毫无疑问就是政府的隐含信用的低风险与高收益的组合所致。但是,随着整个信用市场大幅扩容,信用供给方资质下沉,刚性兑付的压力已经大到不可承受。

事实上,从4月2日湘鄂债停牌之后交易所的整体走势来看,低等级信用债对这一事件的反应就较为平淡。究其原因,第一创业证券等机构认为,一是,随着信息披露制度越来越透明,市场对此次违约事件已有一定预期;二是,在去年以来微观经济基本面持续疲弱、信用事件发生频率升高的背景下,投资者普遍加强了对个券

的选择和甄别,配置组合以中高等级债券为主;三是,目前低等级信用债的信用利差已经有了相应的防御性作用。

中金公司: 违约市场化进程或加快

虽然今年债券市场爆发系统性违约风险的可能性很小,但在企业基本面没有根本好转、银行风险偏好仍低、最差的一部分发行人再融资压力仍然很大的情况下,信用事件对于利差的阶段性冲击仍难以避免。二季度到期量大意味着面临兑付的个券很多,兑付风险容易暴露。二季度又是监管规定的年报和定期跟踪评级报告披露高峰期,而今年以来评级机构对信用事件的关注的敏感度明显提高、评级下调的动力也在增强,容易引发估值问题。再加上交易所即将展开投资者适当性管理,个人投资者对信用债的参与度降低后,违约市场化进程可能加快。城投债年内违约风险很低,仍有希望获得良好的持有回报,但由甄别结果披露和局部领域再融资问题引发的阶段性估值风险仍不能排除。(葛春晖 整理)

信用债投资进入精挑细选时代

□国海证券 陈滢

4月6日晚,ST湘鄂债发行人中科云网发布公告确认债券违约,4月7日无法足额支付ST湘鄂债本期应付利息及回售款项,中国公募债券市场上首例本金违约事件自此诞生。不过,预计这一事件对债券市场的短期情绪冲击较为有限,从中长期来看,债券刚性兑付逐步破除后,信用市场将真正走向成熟。

ST湘鄂债发生实质性违约,难免会对债券市场情绪造成冲击,但预计程度有限,毕竟前期已经出现了多起私募债违约乃至公募债偿付出现压力的风险事件作为铺垫,市场有预期刚性兑付的打破将很快到来。而且,湘鄂债从2013年6月即被

戴上ST帽子,提前进行了预警,本次违约本身也没有超出预期,市场的反应理应比较平稳。此外,当前管理层仍坚持“守住不发生系统性金融风险和区域性金融风险”的底线,故零星违约个案不足以强化市场对整体信用债市场风险的担忧。

鉴于ST湘鄂债违约不大可能触发信用利差的全面扩大,优质信用债遭遇错杀的几率不大,故不改变我们对信用债市场中性偏谨慎的观点。从信用利差来看,产业债处于平均偏高水平,反映出市场对发行人经营风险有所增加的担忧,城投债曲线仍处于中性偏低水平,是对存量城投债普遍政府信用的反映,利差基本合理,向下修正的空间有限。近期信用债表现出跟随无风险利率波动的走势,后续基本面

维持较弱走势,政策面仍以小幅宽松为主,利率上下空间皆有限,因此预计信用债也将以区间震荡为主。此外,央行有意引导资金利率逐步下行,对于基本面没有太大问题的个券,持有获取稳定的票息收入仍可以期待,但进一步博取资本利得的空间已经较为有限;低评级信用债的信用利差仍有扩大的可能,暂时还需回避。

从长期来看,在刚性兑付逐步破除后,信用债市场将进入新的发展阶段:

首先,就信用债投资而言,打破刚兑之后,风险的合理定价更加重要,信用债个券分化趋势大概率会加快,要加强个券甄选,行业基本面、发行人经营状况均需列入筛选条件,信用债的投资也将真正进入精挑细选的阶段。

总而言之,打破刚兑后,信用市场将走向成熟,监管层也已经或正在通过ST预警、投资者分层等制度管理方式隔离个券风险,以降低对金融系统的冲击,信用债投资危与机并存。

鹏元关注华盛江泉 下属企业停产事宜

□本报记者 张勤峰

鹏元日前发布了关注华盛江泉集团有限公司相关重大事项的公告。

公告指出,华盛江泉控股子公司江泉实业3月12日发布公告称:“根据临沂市提出对全市钢铁、焦化、水泥、电解铝、平板玻璃等行业进行专项环保整治行动的精神要求,公司控股股东华盛江泉集团有限公司下属的焦化、钢铁企业需进行停产整治,待地方环保局重新检查验收后,再予以恢复生产。”焦化、钢铁是华盛江泉的核心业务,其中,2013年钢铁业务收入占其主营业务收入的比重超过了70%。

鹏元指出,其了解到华盛江泉下属的焦化、钢铁企业已从今年3月12日起停产。目前华盛江泉正积极协调,努力加快整改进度,争取早日恢复生产。鹏元将继续与华盛江泉进行沟通,了解此事件的进展情况,并持续关注此事项对华盛江泉主体长期信用等级以及相关债项信用等级的影响。

鹏元去年5月对华盛江泉进行了跟踪评级,评级结果为:主体长期信用等级AA级,评级展望为稳定;“12江泉债”和“13华盛江泉”信用等级均为AA级。

引入主体违约概念 更好揭示信用风险

□联合资信研究部

2014年以来,随着宏观经济持续下行,我国债券市场信用风险开始逐渐暴露,中小企业集合债券和集合票据担保代偿事件屡有发生,中小企业私募债券违约事件接二连三。而从2014年以来债券市场上发生的违约事件来看,多只债券发行人明显缺乏偿债能力,无法如期足额偿还债券本金和/或利息,但最终通过变卖资产、担保代偿或疑似担保代偿的方式使得债券未发生违约。我们认为,不能仅仅以债券违约率来衡量债券市场信用风险,也应关注发行人主体的违约事件和违约率统计。

根据我们对违约率的统计,2014年我国公募市场公司类债券违约率为0.02%;发行人主体违约率为0.17%。2014年我国中小企业私募市场上,债券违约率为1.70%,发行人主体违约率为1.95%。从中可以看到,债券违约率和发行人主体违约率已经呈现较大的差别。由于发行人主体违约是从事发行人主体偿债能力的角度进行评价,所针对的是其全部金融债务,而不仅仅是其所发的债券,当发行人其他金融债务发生违约时,一方面说明其已经缺乏偿债能力,另一方面可能会导致其他金融债务的加速清偿,发生债务危机,其所发债券也可能会面临兑付违约。因此,

我们认为发行人主体违约可以作为债券违约的一个先兆,我们不应仅仅以债券违约率来衡量债券市场信用风险,也应关注发行人主体的违约事件和违约率统计,且在债券发行、交易等相关文件中也应引入发行人主体违约概念,并明确发行人主体违约情形以及债券持有人在发行人触发主体违约情况下应有权利。对此,有两点建议:

第一,引入统一的发行人主体违约定义和标准。目前,我国债券市场上还没有发行人主体违约的统一定义标准,结合国内外相关违约定义,我们认为,除发行人无法如期足额偿付债券本金和/或利息构成发行人主体违约的情形外,即使在所发债券没有发生兑付违约的情况下,如果发行人发生债务重组、破产重整、资产不足以清偿全部债务或其他金融债务发生违约的情形,均构成发行人主体违约。这样做有点积极意义:一是引入发行人主体违约概念和标准,可强化市场对发行人主体违约的认识,有利于建立统一的违约行为和违约责任标准,更好地约束发行人的行为。二是可以完善违约触发条款设计,更有力地保障投资者利益。债券投资者应该对发行人的违约行为和违约责任有更严格的要求,当发行人主体发生违约情形时,可以及时对风险进行处置,如申请资

产保全、追加担保、提前偿还、甚至申请破产清算等。三是可以避免非市场化因素对市场的干扰,更好发挥信用评级的作用,体现信用评级的价值。引入发行人主体违约概念,即使发行人所发债券没有发生违约,评级机构可以通过对发行人主体违约的判定更好地为市场揭示风险,同时也有利于违约率的统计和积累,增加对信用评级结果的检验手段。

第二,评级机构应进一步完善和细化信用等级划分标准。发行人主体违约存在多种情形,信用评级机构在评级序列设置上应涵盖上述违约情形,并根据不同情形或风险程度加以区分。参照国际评级机构的经验并结合我国实际情况,建议在发行人主体信用评级序列设置上增加D级别,用以明确表示发行人发生主体违约,丧失偿债能力;引入选择性违约概念,用特定符号表示发行人部分债务发生违约的情况;信用评级序列增加D级别,用以明确表示债券发生兑付违约或发行人已宣告其无法偿还所发债券本金和/或利息,债券即将面临兑付违约。信用评级序列的进一步丰富或细化,不仅有利于市场对发行人主体违约的统一认识,便于违约率统计标准的统一,同时也利于区分违约事件的性质或程度,为市场提供更明确、简明的信息。

逆回购再“降价” 宽松信号频现

在7日公开市场操作中,央行7天期逆回购中标利率再跌10基点,这已是3月份以来第四次下调。市场人士指出,近期货币市场流动性稳步向好,或反映出外汇占款有所改善,加上央行连续释放引导利率下行的信号,有助于降低IPO和企业缴税对资金面的短期冲击,但考虑到外汇占款增长势头较难持续,进一步降低市场利率仍主要靠央行政策引导。

7天逆回购量缩价跌

在流动性持续宽裕的背景下,央行公开市场继续保持温和的操作力度,但逆回购中标利率连续下调,继续释放着引导资金利率下行的信号。据公告显示,央行7日上午在例行公开市场操作中开展了200亿元7天期逆回购操作,交易量较前次减少50亿元,单日实现资金净回笼50亿元,中标利率则下跌10基点至3.45%,这已是该逆回购自3月初以来第四次下调利率。

市场人士认为,去年四季度以来货币市场利率的上涨,本身有季节性因素的作用,但主要是由于新增外汇占款持续低迷,导致银行增量资金成本不断上升。去年11月后,新增外汇占款大幅减少,去年12月和今年1月份连续出现负值。市场人士亦由此认为,今年3月后货币市场利率重新走低,可能反映出近期外汇流入情况有所改善。

自3月以来,随着美元出现阶段性回调,人民币对美元汇率反弹明显,市场结售汇意愿重新出现了变化。与此同时,2月份金融机构外汇占款已恢复为增长422亿元。照这一趋势,近期外汇占款仍可能延续恢复的势头,可为银行体系贡献低成本的增量资金,对于拉低资金成本无疑起到正面的作用。

市场人士指出,新一轮IPO和季节性财税缴款使得4月份资金面仍面临考验,从本周后半周开始,资金面波动或重新加大。不过,外汇占款出现恢复的迹象,加上央行持续下调逆回购利率的引导,有望减轻新股发行和企业缴税对资金面的冲击,资金面有好于预期的可能。从较长的时间看,外汇占款增长势头较难持续,降低市场利率主要靠行政政策引导。

人民币中间价创近两个月新高

7日,人民币对美元即期汇率收报6.1983元,较前一交易日跌33基点。相较于此前几个交易日,当前人民币即期汇率仍围绕6.20一线窄幅震荡,整体表现依旧偏强。

分析人士指出,随着市场对于中国经济中期转型复苏的预期逐步趋于乐观,各方普遍预计人民币币值将长期持稳,难以出现显著贬值。与此同时,随着国际化的推进,人民币汇率中短期预计仍将维持偏强震荡的运行态势。(王辉)

安徽首批一般债券发行额258亿

根据财政部有关文件精神,地方政府债券由地方政府在限额内按照市场化原则自发自还,即地方债自发自还模式今年将全面铺开。安徽省此前并未在地方债自发自还试点地区之列。

此外,地方政府开始组建地方债承销团,意味着2015年地方政府债券发行即将启动。从往年情况来看,地方债发行试点一般从6月份开始,但考虑到今年地方政府发行扩容非常明显,这一进程可能会提前。(张勤峰)

国开行新债招标结果偏暖

国家开发银行7日对该行2015年第六期1年期、第七期3年期固息金融债进行了新一次增发,同时新发行了2015年第八期5年期、第九期7年期、第十期10年期固息金融债。发行结果显示,上述各期债券中标收益率(利率)和认购情况整体偏暖,显示出当前债市人气仍在继续修复。

据交易员透露,7日发行的1年、3年、5年、7年、10年期国开债中标收益率分别为3.73%、4.02%、4.13%、4.25%、4.21%;

三券商10日招标短融

中投证券、西部证券、长城证券7日分别发布公告称,各将于本月10日招标发行一期短期融资券,发行金额分别为17.5亿元、11亿元和5亿元。

经中诚信国际综合评定,中投证券的主体评级为AAA,本期短期融资券的评级为A-1;经中诚信国际综合评定,西部证券的主体评级为AA,本期短期融资券的评级为A-1;经新世纪评级综合评定,长城证券的主体评级为AA,本期短期融资券的评级为A-1。(王辉)