

产业债警情不断 城投债广被看好

□本报记者 葛春晖

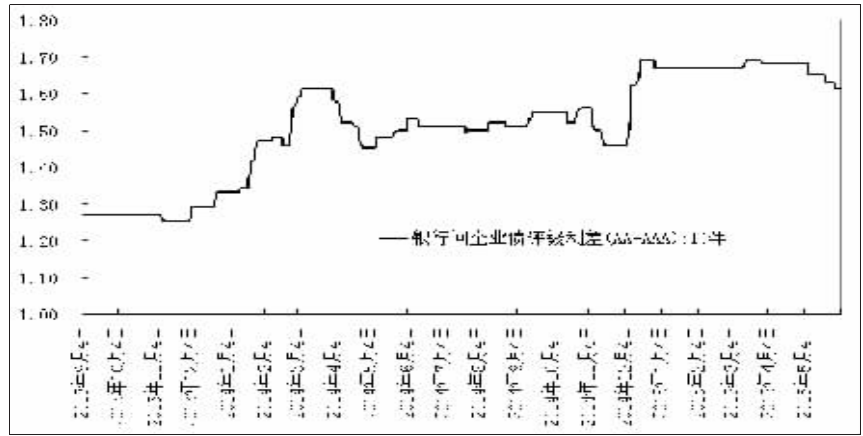
今年以来,产业债市场可谓是一波未平、一波又起。继湘鄂债、天威中票、中富债等公募债违约事件之后,近日中澳控股又爆出巨额贷款逾期,令其即将到期的短融兑付蒙上疑云。分析人士指出,尽管宽松的流动性环境下,信用债市场发生系统性违约风险的概率极低,但未来个券违约点状爆发仍难以避免,低评级产业债无疑是违约风险的“雷区”;与此同时,随着地方政府置换债券发行稳步推进,地方政府再融资风险缓和,存量城投债的配置价值得以凸显,成为机构普遍看好的信用产品。

低评级仍是违约“雷区”

6月伊始,信用债市场再起波澜。6月1日,中澳控股集团发布公告称,截至2015年6月1日,公司本部已发生银行贷款本金及利息逾期共计29596万元,涉及十余家银行。资料显示,以中澳控股为发行人的现存债券共有两只,其中,最受市场关注的是即将于6月12日到期的2亿元“14中澳CP001”,另外还有1亿元“15中澳控PPN001”将于今年10月8日到期,两期债券均无增信措施。市场人士表示,目前距离“14中澳CP001”到期已不到10天,而公司流动性压力仍未见缓解,本期短融违约的风险很大。

今年5月初以来,中澳控股曾多次发布公告,警示生产经营发生重大变化以及贷款逾期事项。中诚信国际也在5月11日发布的评级报告,将中澳控股集团的主体信用等级由AA-下调至BB,并将14中澳

AA与AAA级企业债利差变动



控CP001的债项评级由A-1调低至B,同时继续将公司列入降级观察名单。中诚信国际表示,做出下调评级决定的理由是:中澳控股生产经营状况不佳,管理和财务风险很大,流动性非常紧张,偿债能力明显弱化,能够获得的外部支持有限。

若中澳控股短融无法如期兑付,那么其将成为今年以来继湘鄂债、天威中票、中富债之后的第四起公募债违约事件。从这四只债项情况看,违约事件发生与否,已经不再由民企还是国企、交易所还是银行间市场来划分,除了同为产业债之外,“低评级”则成为其最明显的共性特征。资料显示,在违约发生之际,12湘鄂债、天威中票、ST中富债的最新评级分别为CC、C、CC。分析人士指出,尽管宽松的流动性环境下,信用债市场发生系统性违约风险的概率极低,但未来个

券违约点状爆发仍难以避免,低评级产业债无疑是违约风险的“雷区”。

国泰君安证券表示,从本次中澳控股事件来看,公司是规模较大的民营肉鸭养殖加工企业,前期报表年经营财务状况尚显稳健,唯短期偿债周转压力偏大,总体来看,低评级发行人内部盈利现金流下滑很容易引致外部融资收缩,进而加剧资金链断裂风险,对短期偿债周转压力大的发行人,此类风险尤其值得关注。国信证券进一步指出,2014年以来评级间利差再次放大,这一现象或与低等级债券违约风险上升、投资者风险偏好下降有关,而随着经济的下行,预计年内评级间利差仍将维持在高位。

产业面临分化 城投普遍看好

今年以来发生的违约事件,除了突显

信用债整体配置价值下降

□国海证券 陈彦

近期信用债市场的氛围较好,一是由于去年政策的收紧导致今年4、5月份的一级市场发行出现断档,周均发行规模大幅下降,导致信用债供求失衡,二是由于地方债务置换加速推进以及企业债发行条件放宽等政策支持,缓解了市场短期内对债券违约风险的担忧,三是资金环境偏松,套利收益可观。但是站在当前时点看,信用债的配置价值已出现明显下降,建议投资时保持谨慎。

首先,利率债出现震荡调整的可能性进一步增加。随着地方存量债务置换正式启动以及融资平台发债渠道重新疏通,将有效地打破地方政府的融资瓶颈,

疏通资金向实体经济传导的途径,政策正在向最有利于基本面的方向变化。配合发改委近期集中审批通过较大规模的基建项目,有“水”有“面”有“连接渠道”的积极局面形成,我们有理由相信其托底经济的效果将明显好于一季度,同时企业债融资的好转也将加快社融和M2同比增速回升。随着数据全面企稳好转的确定性加大,无风险利率也将呈现震荡上行走势。

其次,信用利差面临重新扩大的风险。近期信用利差水平快速下降主要得益于政策放松,市场反映较为迅速且充分,目前7年期企业债和城投债信用利差估值分别为238BP和243BP,已经接近去年11月份市场将城投债定位为市政债时

的低点位置,继续下行空间不大。而在三期叠加阶段的经济环境下,发债企业的经营状况在未来几年可能都难以得到明显改善,个券风险事件仍在不断爆发,也不支持信用利差的继续收窄。另外,从过去的经验看,国内信用利差的走势与经济波动相关性不大,反而与收益率同涨同跌,在未来利率可能出现反弹的基本判断之下,不排除信用风险转而小幅扩大的可能。

第三,资金利率较难长期保持目前低位。央行近期操作延续了管理层坚持的“保持力度、不强刺激,疏通资金向实体经济传导渠道”的政策基调,定向正回购的启动表明目前的资金利率已经处于其可以接受的下限位置,进一步大“放

正面回答。

国信证券:信用事件将更密集

2015年以来,公募债券已经发生多起违约,更不用提私募品种。主要的背景是经济增速下滑较快:2014年6月,工业增加值累计同比为8.8%,而今年1-4月累计增速仅6.2%;2014年前两季度GDP增速为7.4%,而今年一季度为6.95%。同时,在企业经营状况恶化时,银行等金融机构出于风险控制,出现惜贷。预计今年下半年债券信用事件将更加密集。2014年以来,信用债评级间利差再次放大,短期限和长期限品种均表现为AA-收益率曲线下行较少,AA-与AA的利差放大。此前2011年也曾出现过类似的情况。评级间利差的扩大与低等级债券违约可能性上升,投资

者风险偏好下降有关。随着经济的下行,预计年内评级间利差仍维持在高位。

海通证券:低等级将持续承压

随着债券牛市场行情不断演绎,信用债利率和信用利差均降至历史较低水平。收益率继续下行的弹性减弱,而以银行理财为代表的资管类产品负债端成本下行会较为缓慢,因而寻找相对低风险的高收益资产成为必然选择。可关注券商次级债、ABS、分级基金A类、打新等投资品种。总之,定向正回购不代表货币政策转向,货币宽松仍在路上,货币利率低位运行将成新常态。随着信用违约的常态化,等级利差仍有进一步走扩的风险,低等级将持续承压。近期

低等级特征外,还有就是集中在产业债领域。不过,分析机构指出,整体来看,随着各类稳增长政策密集出台,宽信用逐步显效,信用风险收敛仍是大概率事件,产业债领域亦不会发生大范围的信用违约,但行业差异带来的信用分化行情也在所难免。

光大证券一份研究报告指出,2013年以来,行业景气度变化导致行业利差明显走阔,未来产业债的行业利差将随着行业景气度走势而发生波动。该机构表示,产业债的选择逻辑有必要从自上而下的顺序进行选择,回避行业景气度差、收益率补偿不足的行业,参与行业景气度改善、收益率补偿较高的行业。

相对于产业债分化前景而言,机构对于城投债则给予了普遍较高的认可度。海能证券表示,该机构在5月末进行的一致预期调查显示,城投债再次成为最为看好的债券品种,约半数受访者选择最看好城投债。国信证券、第一创业证券等机构均指出,近期地方政府债务置换和融资平台再融资相关政策密集出台,释放出存量政府债务兜底和增量融资政策微调放松的信号,这将明显降低平台再融资风险和存量城投债估值风险,使得城投债在各类信用产品中的相对投资价值更为明确。

值得一提的是,日前有消息称,第二批地方政府置换债务额度已经确定为1万亿元,且额度已经下发至各省。对此,海通证券分析师指出,新的置换额度推出有利于缓解城投再融资压力,利好存量城投债,考虑到近期融资平台政策大幅放松,城投信仰再度回归,城投债配置价值凸显。

水”的动力不强。随着超储的自然消耗,资金利率中枢大概率较目前水平出现抬升,套息的空间也将收窄。

最后,供求关系未来可能发生显著变化,均衡利率也有抬升动力。在需求端,经过占用资本成本、违约率、回收率和流动性溢价等因素调整后,信用债的等效收益率已经远低于一般贷款的加权平均利率,在银行可配置资产对比中失去优势,投资需求受到抑制,而潜在供给的明显增加,供不应求的局面可能正在变化。

建议适时降低债券仓位和久期,回避收益率反弹造成的估值亏损,更要回避行业景气度差、抗风险能力弱以及融资能力较差的个券品种,防风险优先。

风险偏好回升,投资者对短融和城投债走势分歧加大,但城投债仍是投资者最为看好的债券品种。建议关注收益率相对较高的分级A类等类固收产品。

招商证券:坚持低等级短久期策略

近期各类稳增长政策密集出台,重在疏通信用传导,均有利于信用风险的收敛;但基于利率风险继续坚持信用债低等级短久期策略,建议甄选实质性违约风险不大的个券获得超额收益;但同时,再次强调,伴随着个券违约新常态,信用债投资步入“精细化择券”时代。此外,伴随着评级密集调整的到来,建议对未来因ST撤销和评级下调带来的估值波动风险予以充分关注。(张勤峰 整理)

贵州地方债中标利率低企

4日,贵州省财政厅招标发行了2015年贵州省政府债券一至四期,总额336亿元。招标结果显示,本次3年、5年、7年、10年期贵州债的中标利率均落在投标区间下限。

据发行文件披露,2015年贵州省政府一般债券一至四期,期限分别为3年、5年、7年、10年,其中3年和10年期债券均计划发行68亿元,5年和7年期债券均计划发行100亿元。招标结果显示,本次3年期债券中标利率为2.91%(投标区间为2.91%-3.34%),5年期债券中标利率

为3.30%(投标区间为3.30%-3.79%),7年期债券中标利率为3.58%(投标区间为3.58%-4.12%),10年期债券中标利率为3.60%(投标区间为3.60%-4.14%)。各期限中标利率均落在投标区间下限水平。

据统计,截至本月4日,已有八个省级地方政府发行了2015年地方政府债券,其中公开招标品种的发行利率全部落在招标区间下限附近,紧贴同期国债利率,表明地方债招标结果仍受非市场化因素主导。(王辉)

国开行9日增发四固息债

国家开发银行4日发布公告称,将于6月9日对该行2015年第七至十一期金融债进行一次增发。本次增发的五期固定息金融债,期限分别为3年、5年、7年、10年和1年,计划发行规模分别为60亿元、50亿元、50亿元、70亿元和50亿元,总额不超过280亿元。

据发行公告显示,本次招标的1年、3年、5年、7年和10年期国开债,招标时的票面利率分别为3.19%、4.18%、4.13%、4.25%、

4.21%,均采用单一价格荷兰式招标方式。本次1年、3年、5年期债券于6月9日上午9:30至10:30进行招标,7年、10年期债券于6月9日上午9:30至11:10进行招标。各期债券缴款日均为6月11日,上市日均为6月15日。本次发行的各期债券承销费按认购债券面值计算,1年期无,3年期为0.05%,5年期和7年期为0.10%,10年期为0.15%;各品种均无兑付手续费。(王辉)

河北吉林11日招标地方债

6月4日,河北省和吉林省相继挂网公示了各自2015年第一批地方政府一般债券的信息披露文件。据悉,河北、吉林两省将于6月11日分别公开招标发行470亿元、229亿元地方政府一般债券。

河北省此次将发行的地方债分为四期,均为固定利率品种,其中置换一般债券356亿元,新增一般债券114亿元,一至四期债券期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为94亿元、141亿元、141亿元、94亿元。吉林省将发行的债券亦分为四期,均为固定利率品种,其中置换一般债券119亿元,新增一般债券110亿元,一至四期债券期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为22.9亿元、68.7亿元、68.7亿元、68.7亿元。

两银行9日将发金融债

长安银行、浙江温州瓯海农村商业银行4日分别发布公告称,定于6月9日各公开招标发行一期金融债券。

长安银行将发行该行2015年金融债券,为3年期固定利率品种,计划发行20亿元,采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。长安银行披露,该期债券募集资金募集的资金将运用于小型微型企业贷款及个人经营性贷款。

浙江温州瓯海农村商业银行此次将发行该行2015年第一期“三农”专项金融债券,为3年期固定利率品种,计划发行

10亿元,采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。发行人表示,该期债券募集资金将全部用于发放涉农贷款。

据相关发行文件披露,上述两期金融债券均通过中国人民银行债券发行系统招标方式公开发行,6月9日招标,6月9日至6月11日为分销期,6月11日缴款并起息,存续期内每年6月11日支付利息(节假日顺延,下同),2018年6月11日为兑付日。

据Wind数据统计,截至6月4日,今年以来银行间债市共发行商业银行金融债582亿元,多于去年同期的125亿元。(张勤峰)

新世纪调升润华集团评级至AA

新世纪评级日前发布了对润华集团股份有限公司2014年度第二期短期融资券的跟踪评级报告。

新世纪评级指出,2014年润华集团收入及盈利规模实现了快速增长,在山东省的市场地位更加稳固。整车销售毛利率受市场竞争继续下滑,返利、售后服务及华夏银行分红收益为公司主业主要盈利来源。公司将继续保持稳健的扩张态势,并持续优化汽车经销品牌结构和完善售后服务产业链,其他业务发展也相对稳健,整体上投融资压力较小。2014年,该公司负债规模

有所扩大,但随着经营积累和资产升值,公司股东权益大幅增长,负债经营程度明显下降,目前已处于合理水平。公司负债中短期刚性债务占比依然较高,但公司主业现金回笼情况良好,投资性资金需求较小,可变现资产较多,且保留了较多货币资金以满足流动性资金需要,加之良好的再融资空间,整体上对债务的保障程度较高。

综上,新世纪评级将公司的主体信用等级由AA-调整为AA,评级展望维持为稳定,并维持该期短融券A-1的信用等级。(张勤峰)

鹏元调升湖南高速评级至AAA

鹏元日前发布了对湖南省高速公路建设开发总公司的跟踪信用评级。

鹏元指出,跟踪期内,湖南高速实际通行费收入稳步提升,营业收入小幅增长,公司新通车高速里程较多,在逐步度过客流培育期后,有望大幅提升公司的收入规模;经过前两年大规模集中建设,公司资金面逐步趋紧,且累积了较大规模的有息债务,在目前公司新通车里程尚未达到预期效益的情况下,公司面临较重的本息偿付压力。但考虑到,公司与各金融机构保持了较为良好的关系,畅通的融资渠道能够为公

司有息债务的顺利流转及如期偿还提供一定保障;且公司作为湖南省政府高速公路投资运营主体,持续受到湖南省政府的大力支持,有助于缓解或避免公司面临的短期流动性困境;另外,公司已经度过了集中建设高峰阶段,目前建设压力有所缓解,未来随着新增高速运力的逐步释放,公司有望迎来较长一段时间的资金回流期,财务状况有望逐步好转。

基于以上情况,鹏元将公司主体长期信用等级由AA+调整为AAA,同时上调该公司2010年企业债券信用等级为AAA,评级展望维持为稳定。(张勤峰)

流动性或有小波动无大风险

□本报记者 张勤峰

周四,央行公开市场操作继续保持静默,而新一批IPO落下帷幕,新股申购资金解冻在即,资金利率纷纷迎来下行。市场人士指出,当前资金面整体仍较宽松,考虑到央行暂停中短期流动性供给,加上季节性扰动等因素,不排除临近年中资金面出现波动的可能,但货币当局降低社会融资成本的态度明确,且地方债置换仍需相对宽松的流动性环境配合,因此预计银行体系流动性总体将保持适度充裕,资金利率不具备大幅上行风险。

IPO后资金利率回落

周四,央行公开市场操作一如既往地暂停操作,自4月16日最近一次操作以来,央行已连续暂停公开市场操作达七周时间。但在流动性持续宽裕的背景下,市场对此习以为常。

周四,随着新一批新股申购结束,资金利率随即迎来回调。银行间质押式回购市场上,各期限利率下行居多,其中隔夜回购加权利率持稳在1.06%,指标7天回购利率下行约2bp至2.23%,中等期限的14天回购利率跌13bp至2.73%,更长期限的两个月、三个月回购利率分别下行25bp、30bp,后者加权利率收报2.87%。各期限中,唯有跨年末的1个月回购利率大涨34bp至2.88%。

交易员表示,昨日资金面维持整体宽松

资金利率上行风险不大

值得注意的是,本月初以来,短期资金利率总体出现了一定回升。例如,7天回购利率在近四个交易日累计上涨约25bp。14天和21天回购利率上行亦相对明显,近四个交易日分别上涨40bp、38bp。尽管从绝对利率水平上看,当前资金利率大多仍处在近几年的低位,交易员们亦普遍反映,资金面宽松的局势没有出现根本变化,但从资金利率走向上看,当前流动性宽松程度已不及5月份水平。

新股大量发行确实带给资金面一定的压力,毕竟本轮IPO不仅加入中国核电等融资额较大的公司,发行日程安排较之以往也更为紧凑,对短期资金面的影响可能更为集中。不过,新股申购并不改变市场资金总量,造成的流动性波动总体有限,且持续时间不长。有分析认为,近期央行货币政策操作出现的一些微妙变化,加上季节性因素的作用对流动性的影响可能更大。



上周后半周,市场流传央行近期对部分机构进行了定向正回购操作,期限包括7天、14天和28天,交易总量逾千亿元。此外,央行近日还披露,5月份央行中期借贷便利(MLF)操作净收回中期基础货币250亿元。自4月下旬以来,央行公开市场逆回购操作也一直暂停。但与此同时,有传闻称央行近期再次抵押补充贷款(PSL)为国开行提供资金,利率下调至3.1%。不难发现,近期央行同时在进行流动性的双向操作,回笼短期流动性,转而投放长期流动性。市场认为,央行货币政策操作重心正转向引导中长期利率下行,以切实降低实体经济融资成本,但也说明

央行认为短期利率水平已处合意水平,无意造就助涨短期流动性泛滥的局面。

市场人士指出,央行减少了中短期流动性供给,且进入年中时点,流动性面临的季节性扰动因素增多,因此近期资金利率出现的回升在合理范围内。本月到期MLF仍多,若央行中短期流动性投放未跟上,往后资金面仍有小幅波动可能。但需要指出的是,货币当局降低社会融资成本的态度明确,货币市场利率若大幅反弹显然有违这一取向,且地方债置换仍需相对宽松的流动性环境配合,因此预计银行体系流动性总体将保持适度充裕,资金利率不具备大幅上行风险。