中小企业私募债"黑天鹅"频现

低等级信用债取舍有道

□本报记者 葛春晖

继"12东飞01"、"12致富债"之后, "12蓝博01" 又被推上风口浪尖。进入 2015年以来,中小企业私募债信用风险 事件一波未平一波又起。分析人士指出, 随着存量私募债陆续集中到期,今年"黑 天鹅"事件可能未完,不过,私募债违约 增多主要与集中到期有关, 总违约率依 然较低。考虑到货币政策进入宽松通道、 经济基本面和融资环境逐渐回暖,除了 长期看好中高等级信用债之外,投资者 仍可在加强个券甄别的基础上,继续挖 掘低等级信用债的高回报机会。

违约渐成常态

2015年刚刚过去一个多月,私募债 市场就拉响了信用风险事件"连环雷"。 先是"12东飞01"曝出"担保乌龙",公 开资料显示的担保人东台交投声称担保 文件不实并拒绝代偿,原应于1月25日兑 付的本息至今尚无着落;接着,本应在2 月5日迎来回售日的"12致富债"发行人 于1月26日发布公告,恳请持有人不要行 使回售选择权,能否如期回售也画上问 号;最新一只"黑天鹅",则由"12蓝博 01"放飞。有报道称,截至2月4日回售到 期日,由安徽蓝博旺集团有限公司旗下 三家子公司联合发行的中小企业私募 债——"12蓝博01" 本息兑付资金未能 到位,已构成实质性违约。

中小企业私募债是2012年下半年以 来交易所重点推出的新型融资工具之 一,存续期一般为2-3年。近年来在我国 经济基本面疲弱、实体经济特别是中小 企业长期面临融资难、融资贵问题的背 景下,中小发行人抗风险能力普遍较弱,

近日长端低评级企业债调整明显 4.20 000 840 3.60 3.40 0.00 0.30 407-01 407-21 407-21 407-21 408-08 408-18 40 ***************

一旦经营遇阻,很容易造成资金周转困 难。因此,从整个信用链条来看,中小企 业私募债发生信用违约的风险要远远超 过公募债券。而随着时间推移,早先发行 的中小企业私募债面临陆续到期, 其风 险暴露的几率也在逐渐增加。

据国泰君安证券统计,2014年以来 已经发生了7起中小企业私募债违约或 负面信用事件。海通证券进一步指出,私 募债到期数量2014年下半年开始逐渐增 多,2015年到期数量将呈不断上升态势, 再考虑到私募债大多设有回售条款,偿 付高峰或将提前到来。海通证券、东吴证 券等机构认为,鉴于中小企业融资成本 依然居高不下,经营颓势难改,随着到期 量增多,未来私募债违约或呈现"常态

甄别个券 机会犹存

信用债上空"黑天鹅"乱飞,不免对

投资者情绪造成负面冲击, 再加上资金 面在春节和新股发行双重压力下有所趋 紧,近期信用债市场出现显著调整走势。 其中,短端和低等级长端品种收益率上 行幅度相对较大。不过,对于信用债后市 表现,机构观点普遍不悲观。一是,央行4 日宣布降准, 意味着货币政策正式进入 宽松通道,未来利率下行仍是大势所趋; 二是,未来经济基本面和融资环境有望 逐渐回暖,从而降低信用债违约风险;三 是,由于目前的监管层对于债券违约的 容忍度较低,且私募债多为担保债券,整 体信用债市场出现系统性风险的可能性 也较低;四是,至少从一季度来看,信用

货币/债券 Money·Bonds

基于上述理由,中信建投证券等机 构认为,未来信用债市场的"小牛争春" 行情仍值得期待。在去年以来私募债等 低等级信用产品风险事件频发之后,中 高等级信用债成为多数机构的首推品

债供需关系也有利于信用债行情发展。

种。不过,低评级品种也并未受到分析机 构的全面抛弃。

例如,国泰君安证券指出,2014年以 来私募债信用事件增多主要是随着私募 债规模不断扩大、到期不断增多而出现 的正常现象。根据现有数据简单计算,中 小企业私募债真正涉及债券到期本金违 约的次数和金额概率分别为3.80%和 2.13%,整体上还是维持在比较低的水 平。该机构指出,中小企业债私募债作为 一类高收益债券,具有个体违约风险高 的天然特征,必须给予一定的违约容忍 度,更主要以分散配置、大数定律的组合 管理方式来获取投资收益。考虑到目前 中小企业私募债发行利率普遍在10%左 右,按照上述计算的2-3%左右的"违约 概率",若能做到较好的分散配置,则投 资中小企业私募债理论上仍然能够获得 较好的投资同报。

第一创业证券也表示,从交易所公 募债市场角度看,目前高收益债的绝对 收益率和信用利差已经反映了整体的经 营恶化情况,在流动性宽松预期下,高收 益债因信用溢价上升而出现调整的可能

需要指出的是,在投资低等级信用 债时,投资者需具备必要的对个券信 用状况的甄别能力,从而尽可能地规 避相关风险。对此,东吴证券分析师指 出,需要继续规避产能过剩行业的信 用债,尤其是产能过剩行业的中小企 业私募债以及民营企业发行的中小企 业私募债。此外,有机构进一步指出, 从近期私募债事件来看,投资者还需 要对债券担保方的担保意愿和担保能 力做出判断,尽量选择担保人实力强、 资质高的债券品种。

中小企业私募债风险收益将更匹配

□联合资信 李丹

2015年一开年,就发生了中小企业 私募债"12东飞01"未能按时兑付本息 的事件,中小企业私募债的风险和未来 发展前景再次引发了人们的审视。

为缓解中小企业融资难、扶持中小 企业发展,证监会于2012年6月推出了 《中小企业私募债试点办法》。试点期 间,符合工信部《关于印发中小企业划型 标准规定的通知》的未上市非房地产、金 融类的公司制企业,只要发行利率不超 过同期银行贷款基准利率的3倍,并且期 限在1年(含)以上,均可发行中小企业私

但在之后的两年时间里,中小企业 私募债市场的发展仍较为坎坷。由于中 小企业本身资产规模较小, 抗风险能力 较弱,在宏观经济呈现调结构和低增长 的背景下,中小企业私募债并未受到市 场的认可。2013年,受监管机构限制地方

融资平台债务规模、加强商业银行信贷 流向控制并加强商业银行表外业务管理 的推动,市场上出现了由地方融资平台 为中小企业私募债做担保, 而募集资金 由平台公司使用的平台类中小企业私募 债和由券商设计中小企业私募债并发起 融资项目,银行以理财资金投资该私募 债的通道类中小企业私募债券。这两类 中小企业私募债均违背了监管机构当初 进行试点的初衷。

2014年,"11超日债"、"12华特 斯"、"13中森债"、"12金泰债"、"12津 天联"、"13华珠债"、"11常州中小债" 和"13常德SMECNII001"等多只债券 发生了违约风险事件, 市场上对信用风 险较大的中小企业私募债更是避之不 及。据Wind统计,截至2014年末,交易所 存量中小企业私募债共631只,存续规模 为912.34亿元,具有信用评级的债券只 数仅占发行总只数的10%, 且均在 BBB-—AA-之间。另外存量平台担保

类中小企业私募债只数约占总只数的 50%,规模约占总规模的60%。整体看中 小企业私募债发展仍较为缓慢且信用风

然而2015年1月,证监会发布的 《公司债券发行与交易管理办法》(以 下简称《办法》)为中小企业私募债的 发展提供了新的契机。《办法》对公司 债券公开发行、非公开发行及合格投资 者做出了明确规定。这是我国相关法规 中首次比较正式地进行这种区分,虽然 没有正式引入私募债券的概念,但一般 的解读是非公开发行可以视为私募的 基本方式,如此则中小企业私募债的试 点就可以结束了,中小企业私募债发 行管理可以直接采用非公开发行债券 的有关规定。因此,中小企业私募债可 能面临重大的转折。这包括中小企业 发债的权利更加充分,发行的核准备 案程序更加简单明晰, 信用等级的过 度约束基本取消,投资者要自我承担

债券的投资风险等。因此,我们相信, 中小企业发债将迈入新的常态,原有 试点中的一些不规范的做法将大大减 少,中小企业债券的风险收益特征将 更加对称合理,中小企业发债筹资的 环境将显著改善。

另外,为促进中小企业私募债的发 展, 未来仍可从以下几个方面加以改讲: 一是放开对机构投资者的限制, 如取消 投资者不超过200人的限制(《证券法》 对非公开发行债券的要求);二是降低保 险公司、基金管理公司等合格机构投资 者的投资限制; 三是发展专项投资基金 如私募证券投资基金; 四是加强发行市 场、交易场所的制度建设,如建立统一的 私募债券交易信息监测平台,以便能够 掌握全面的信息,更好地进行风险防范 和管理; 五是加强对中小企业私募债信 用评级的要求,运用专业性的第三方机 构去揭示风险有利于投资者更好地认识 和了解风险。

■观点链接

兴业证券: 信用债分化不可避免

城投信用利差的变化可以反映出城 投资质的演变。城投债由有风险信用品 到为无风险的国开化再到有风险的信用 品。这背后的驱动力在于信用事件的发 生和政策的演变。往后看,随着政府性债 务清理结果的公布, 部分城投债转为地 方政府债对接,部分转移给市场,城投大 分化趋势难改。同理,对于产业债,由于 企业经营下滑、业绩预告亏损、评级调整 接踵而至, 信用风险上升压力是在所难 免的。目前等级间利差中枢抬升明显,或 许已经开始对信用风险定价了, 特别是 对低资质的资产。去年12月25日以来信 用品的成交和报价集中在高等级品种, 而低等级品种成交寥寥, 也反映市场对 信用风险的定价越来越有效。

中投证券: 关注中高等级品种

1月 "2东飞债"事件为2015年市场 敲响了警钟, 中小企业的经营环境难见 好转, 信用资质下降极大可能在低评级 产业债中蔓延。与此同时, 朱台交投"公 告否认担保代偿责任事件暴露了平台公 司债务清理存在疏漏, 引起对于缺乏政 府信用背书的融资平台偿债能力的担 忧。43号文"发布后,我们判断城投平台 将持续出现分化,建议回避行政级别较 低、区域财政收入增速为负、对土地出让 收入依赖较重的地方融资平台。结合资 金面维持宽松、利差延续收窄的判断,我 们推荐AA+及AA的组合,2月份仍将是 披露2014年报预告的关键时点, 我们维

持关注盈利改善行业中高等级产业债品 种的建议。

中信建投证券: 看好一季度信用债市场

影响信用债趋势性走势的决定因 素仍然为供需格局。从供给来看,利率 市场化进程仍未结束, 今年银行理财 仍将保持中高速增长, 理财资金对于 信用债的刚性配置仍然可期, 而从供 给的角度看,城投债的审核在不断收 紧,而产业债的供给由于投资增速的 下降短期内也很难增长, 供给有望保 持稳中偏紧,整体供需矛盾较小。我们 继续看好一季度信用债市场,尤其看 好中短久期中等评级的信用债品种, 小牛争春行情仍未结束, 节前市场的 回调将是买入良机。

招商证券: 中低等级产业债性价比最高

继续强调中低等级产业债的配置价 值:其一,信用风险的暴露和信用等级下 调数量已经开始从倒 U型的顶部开始回 落,且从低等级到高等级再到低等级的趋 势已经明确,意味着整体信用风险出现缓 和迹象。其二,2015年以来发改委项目审 批速度加快,中央稳增长的力度超出市场 预期;在稳增长托底下,信用风险的缓和 将得以持续。其三,年末央行平滑资金面 波动的意图明显,预计资金面总体仍保持 松紧适当的状态,对信用债整体估值压力 不大。 其四, 中低等级产业债性价比最 高,特别是信用风险已然收敛的部分中游 行业,如钢铁、航运,配置上建议关注短 久期、中等级的券种。(张勤峰整理)

鹏元下调福文新能源评级

鹏元指出,该评级调整主要是考虑到:

公告显示,鹏元在最近一次不定期跟 踪中将安徽省福文新能源有限公司的主 体信用评级由BB-下调为CCC, 评级展 望由稳定调整为负面。

目前公司生产经营环境持续恶化, 主营业 务已经处于停工状态,大量库存商品积压, 主营业务收入持续大幅下降, 经营业绩持 续亏损,未来经营情况存在较大不确定性; 公司通过获取股东委贷以及小额贷款公司 资金来偿还银行贷款,目前财务负担较重, 负债程度较高,债务偿付压力很大,已出现 欠息情况;虽然公司拟通过和股东以及小 额贷款公司协商将部分债项转为股本,来 减轻资金偿还压力,但相关"债转股"事宜 仍在协商,公司能否最终与债权人达成一 致仍未确定。(张勤峰)

■交易员札记

收益率先抑后扬

牛市非一帆风顺

□鄞州银行 段苏

2月5日,央行年内首次降准,流动性 顿显宽松,但债市走势一波三折。早盘乐 观情绪宣泄,收益率下行,午后获利回吐 压力逐渐增大,收益率转为上行,收盘时 的利率与上一交易日收盘利率基本持平。

央行此次降准,总共释放7000亿元 左右的资金,昨日货币市场流动性出现久 违的宽松。受春节提现、IPO等因素的扰 动,短期资金成本仅小幅下行,隔夜和7天 质押式回购利率(存款类机构行情)分别

为2.85%和4.41%,下行约10BP;跨节资 金成本则大幅下行,1个月、2个月质押式 回购利率分别为5.38%和5.34%,下行约 50BP

昨日利率债波动幅度有所加大。剩余 期限4.7年的140026成交在3.29%-3. 35%, 剩余期限6.7年的140024成交在 3.37%-3.4%,剩余期限9.6年的140021成 交在3.38%-3.44%,剩余期限9年的 140205成交在3.9%-3.95%,收盘利率均 与上一交易日持平。信用债收益率小幅下 行。次新券15联合水泥CP001 (评级 AA+)成交在4.95%-5%,剩余期限4.7年 的14铁道MTN002成交在4.39%,剩余期 限9.3年的14铁道04成交在4.5%,均下行 5BP以内。

牛市非一帆风顺, 但未来仍可期待, 收益率上行正是加仓时机。短期内,由于 降准预期的实现、加上前期收益率下降幅 度较大,投资者锁定利润的心态显现,市 场表现可能会不及预期。但长远来看,通 缩风险加大、基本面疲弱、货币政策仍有 进一步放松的空间,对债市形成支撑。建 议在市场回调时,加大配置力度。

降准跟进 逆回购不停 公开市场本周净投放900亿元

在央行周三晚间出台全面 降准的重磅宽松举措后,周四公 开市场操作仍旧保持了春节前 净投放资金的节奏。在当日300 亿元逆回购操作结束后,本周央 行通过公开市场净投放资金 900亿元,创近8个月以来的最 大规模的单周资金净投放。

周四央行在公开市场上开展 了300亿28天期逆回购操作,中标 利率继续持平于480%。由于本周 市场到期资金量为300亿元,在周 二、周四合计1200亿元的逆回购 操作结束后,本周合计实现资金 净投放900亿元。由此,本周公开 市场在连续三周实现资金净投放 的同时,一举刷新了2014年6月7 日至6月13日当周以来的接近8个 月最大单周资金净投放。

值得一提的是,有市场人士 表示,周四央行在向一级交易商公

布招标结果(9:45分)后仅1分钟 就将信息挂官公示,这表明央行公 开市场操作更趋公开和透明。

受周三晚间全面降准和周 四公开市场继续以较大力度投 放资金的消息提振,周四市场资 金面显现出明显宽松特征。当日 银行间市场隔夜、7天、14天、21 天和1个月期限的质押式回购 加权平均利率(存款类机构行 情) 分别为2.85%、4.41%、 4.84%、5.93%和5.38%,除21天 期品种小涨7个基点外,其余品 种均出现超过10个基点的下 跌。分析人士指出,周三的降准 和周四逆回购的持续,显示出临 近春节央行加大资金净投放力 度、精心呵护节前流动性的决 心。在此背景下,节前剩下不到 10个交易日内,市场资金面或 有望小幅回暖。(王辉)

口行新债定位符合预期

中国进出口银行5日在银 行间市场对该行今年第一至 三期金融债进行了新一次增 发,同时新发行了第五期金融 债,各期债券发行规模均为50 亿元。发行结果显示,上述期 限依次为一年、二年、五年和 十年的四期固息金融债,中标 收益率(利率)均明显低于二 级市场。在降准落地的情况 下,各期债券中标定位基本符 合市场预期。

来自中债网和交易员的消 息显示,进出口银行5日招标的 一年、二年、五年和十年期固息 增发债中标收益(利率)分别为 3.7068%、3.7337%、3.8511%和 3.99%,对应投标倍数分别为 1.99倍、2.65倍、2.26倍和2.71 倍。中债银行间固息政策性银行 债(进出口行和农发行)到期收 益率曲线显示,一年、两年、万年 及十年期最新收益率分别在 3.85%、3.85%、3.93%和4.08%

市场人士表示,尽管周三 晚间央行降准的消息显著提振 了利索倩市场周四旦盘的表 现,但随后各期限利率债收益 率就出现缓慢回升。综合来看, 此次招标的各期口行债定位基 本合理。(王辉)

大公调升京纺控评级

大公日前发布公告,将北 京纺织控股有限责任公司主体 信用等级调整为AA。

大公指出,京津冀一体化 发展及新的首都经济圈建设, 为北京及周边地区带来更大 的发展空间;北京市以发展创 意设计研发为重点,推动服装 纺织行业进入"高精尖"产业 体系,为京纺控带来良好的偿 债环境。京纺挖旗下"铜牛" "雪莲"等服装品牌继续保有 较高的知名度,功能纺织品技 术含量较高;京纺控积极调整

业. 有利于财富创造能力的 提升。持续增长的收入获取能 力、较强的外部支持力度及顺 畅的融资渠道,保证了京纺控 偿债来源的稳定性、多元化及 可靠性。同时,大公也对京纺 控较高的期间费用及经营性 净现金流波动较大等风险保 持持续关注。

产业结构,大力发展都市服务

基于上述情况,大公决定 将京纺控的主体信用等级由 AA-调整为AA,评级展望维持 稳定。(张勤峰)

新世纪调升粤合资产评级

新世纪评级公司日前发布 了对广东粤合资产经营有限公 司的跟踪评级报告。

报告指出,跟踪期内,粤合 资产矿产贸易业务板块业务 收入规模有所缩减,但受益于 其他板块业务收入的增长,公 司营业收入持续上升;受益于 再生资源业务和农资业务毛 利率水平的提高,2014年前三 季度公司的综合毛利率水平 有所提高。但公司盈利对政府 补贴依赖度仍较高, 主业的盈 利能力有待提高。跟踪期内,该 公司净资产增加,但目前资本

实力仍较弱,负债经营程度高, 债务偿付压力大;此外,公司流 动资产中存货及预付款项占比 较大,资产流动性一般。跟踪期 内,广东省供销社综合改革已 开始实施,列入本次改革试点 的20个县(市、区)供销合作社 自有的土地、房产规模较大,且 拥有销售渠道,该方案的实施 将有助于增强公司资本实力与 业务能力。

综上,新世纪评级将公司 主体信用等级由A+调整为 AA-, 评级展望由正面调整为 稳定。(张勤峰)

开行10日增发五期金融债

国家开发银行5日公告,定 于2月10日对该行2015年第一 至五期金融债券进行一次增发 行,此次增发的五期债券依次为 一年、三年、五年、七年和十年期 固息品种,招标规模分别为40 亿元、60亿元、60亿元、50亿元 和80亿元,合计发行规模290亿 元。此次增发的一至十年品种的 票面利率,依次为3.64%、 3.85%、3.76%、3.86%和3.81%。

其他发行条款方面,本次增 发的各期债券均采用单一价格荷

兰式招标方式,不设立基本承销 额。各期债券招标日均为2月10 日,分销期均为2月11日至2月12 日,缴款日均为2月12日。本次发 行的三年期债券起息日为2015年 1月8日,其余品种起息日均为2月 5日;发行结束后一年期品种于2 月15日上市,其余品种于2月17日 上市。本次增发的各期债券承揽 费均按认购债券面值计算,一年 期无,三年期为0.05%,五年和七 年期为0.10%,10年期为0.15%; 各品种均无兑付手续费。(王辉)

两券商10日招标短融

国信证券、招商证券5日分 别发布公告称,定于2月10日各 招标发行其2015年第二期短期 融资券。其中,国信证券本期短 融券发行金额20亿元,期限90 天;广发证券本期短融券发行金 额18亿元,期限90天。

这两期证券公司短融券 均为固定利率,发行利率将通 过招标系统招标决定,采用单 利按年计息。时间安排上,两 期短融券均为2月10日招标, 分销期、缴款日、起息日、债权 债务登记日为2月11日,自2月

12日起上市流通,2015年5月 12日到期一次性还本付息(遇 节假日顺延)。这两期短融券 均无担保。经中诚信国际评 定,国信证券的主体评级为 AAA,本期短融评级为A-1。 经新世纪评级公司评定,招商 证券主体信用等级为AAA,债 项评级为A-1。 据Wind统计,今年以来银

行间债券市场已发行及正在发 行的证券公司短融券为21只 /384.5亿元,与去年同期的22只 /376亿元基本相当。(张勤峰)