

## 66页PPT读懂“套路”——信用债市场“套路”解密

分析师：黄伟平 (S0190514080003)

吴鹏 (S0190520080009)

报告日期：2020-10-26

- 引言：在信用债市场上，存在着诸多“陷阱”和“套路”，需要投资者仔细甄别。本文我们拟将前期报告中关于信用债的条款“陷阱”和各种操作“套路”的研究成果汇总更新，形成系统性的信用债市场“套路”解析，供投资者参阅。
- ✓ 具体来看，第一部分梳理了信用债的条款“陷阱”，主要包括调整票面利率条款和赎回条款“陷阱”；
- ✓ 第二部分就永续债券的条款“陷阱”进行了深入解读，提出投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付的风险；
- ✓ 第三部分，我们对“中”字头企业的套路进行剖析，提示投资者对于“中”字头企业债券的投资需要结合其股东背景和自身基本面综合来看，以防范可能的信用风险；
- ✓ 最后我们总结了与信用债兑付相关的债券展期、债券置换的特征和异同，并提出相关的投资建议。

## ●第一部分：关注条款“陷阱”：调整票面利率条款&赎回条款

- ✓ 关于调整票面利率条款：投资者在投资决策前，需要仔细研读监管要求及标的债券的各类信息披露文件尤其是募集说明书的相关规定，谨防“条款陷阱”。对于发行人选择调整（上调/下调）票面利率的债券来说，债权人可以结合当时的货币政策环境（市场利率情况）、发行人基本面以及发行人票面利率的调整幅度等方面综合考量风险收益比，以判断是否选择进行回售（无回售条款的可选择在二级市场卖出）。对于选择上调票面利率的债券，投资者需要保持更多警惕，其往往蕴藏着更高的违约风险。
- ✓ 关于赎回条款：对于含赎回条款的债券，投资者需要关注的是其行权收益率而并非到期收益率！尤其是那些“基本面尚可、预计当期票面利率会高于发行人赎回行权日的再融资成本、行权日临近”的债券，由于发行人行使赎回权的概率较高，更容易存在定价陷阱，面临价格波动的风险，投资者需要做好规避。

## ●第二部分：关注条款“陷阱”：警惕永续债展期和利息递延支付的风险

- ✓ 永续债多数条款对发行人有利、对投资者不利，因此，投资者对于永续债嵌入的条款需要仔细甄别，以防条款“陷阱”。尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付的风险。
- ✓ 此外，部分监管政策可能对永续债的投资造成一定影响。永续债的会计处理新规及各类监管政策下，可能会在一定程度上打压投资者对永续债的投资热情，需要持续关注后续相关政策的边际变化。

### ●第三部分：警惕“中”字头企业的套路

- ✓ “中”字头企业并非全为国企，投资者可以穿透其股东背景甄别“中”字头企业的属性。“中”字头发债企业穿透股东背景后可分为中央国有企业、地方国有企业以及民营企业。需要指出的是，“中”字头企业中的中央国有企业（第二档）及民营企业，历史上都出现过信用债违约事件。
- ✓ 投资者对“中”字头企业切勿盲目加持“信仰”，对于“中”字头企业债券的投资需要结合其股东背景和自身基本面综合来看。
- ✓ 对于含金量不足、外部支持力度不大的“中”字头企业，即第二档央企和民企，投资者需要更多关注基本面情况，对于基本面较差的相关发行人需要保持更多警惕，较差的基本面+缺乏强有力的外部支持，其往往蕴含着较高的违约风险；但是如果发行人基本面情况较好，投资者依然可以积极把握投资机会；
- ✓ 对于股东背景较强的“中”字头企业，即第一档央企和地方国企，投资者也不能掉以轻心，需要积极关注其基本面的边际变化；如果发行人的基本面较差或边际恶化，投资者也要保持慎重。
- ✓ 对于“中”字头企业债券的投资，无论其股东背景强弱，都需要结合发行人的自身基本面情况综合来看，不可盲目投资，以防范可能的信用风险。

#### ●第四部分：信用债兑付之辩：债券展期/债券置换知多少？

- ✓ **关于债券展期：**我们需要警惕发行人对债券本息进行展期可能蕴藏的违约风险。债券展期往往遵循“少数服从多数”的原则，因此，即便有少数投资者不同意展期，只要展期协议通过，发行人即可对所有债券持有人进行延期支付。发行人与债权人“协商”进行展期偿付虽不能定性为“违约”，但客观上反映了企业流动性紧张的局面，未来其发生“实质违约”的概率也很高，因此投资者对于展期债券需要保持高度警惕。
- ✓ **关于债券置换：**债券置换相对于债券展期来说更加市场化，投资者的“自主权”更大。对于投资者（旧券持有者）而言，是否选择进行债券置换，关键在于甄别发行人的基本面情况如何，投资者需要对发行人的盈利能力、偿债能力、现金流情况等进行深入剖析，并积极关注基本面的边际变化；如果是涉及到城投平台的债券置换，还需要重点关注平台的重要性、地方政府的财政状况、当地政府的支持力度等。
- ✓ 在当前信用市场信用市场兑付“套路”频出，叠加信用债违约趋于常态化的背景下，投资者在密切关注企业基本面的同时，其相关债券条款的设计与后续操作也值得投资者高度关注，防范各种可能的违约风险。

**风险提示：货币政策放松不达预期；政策落地不达预期；信用违约大规模爆发。**



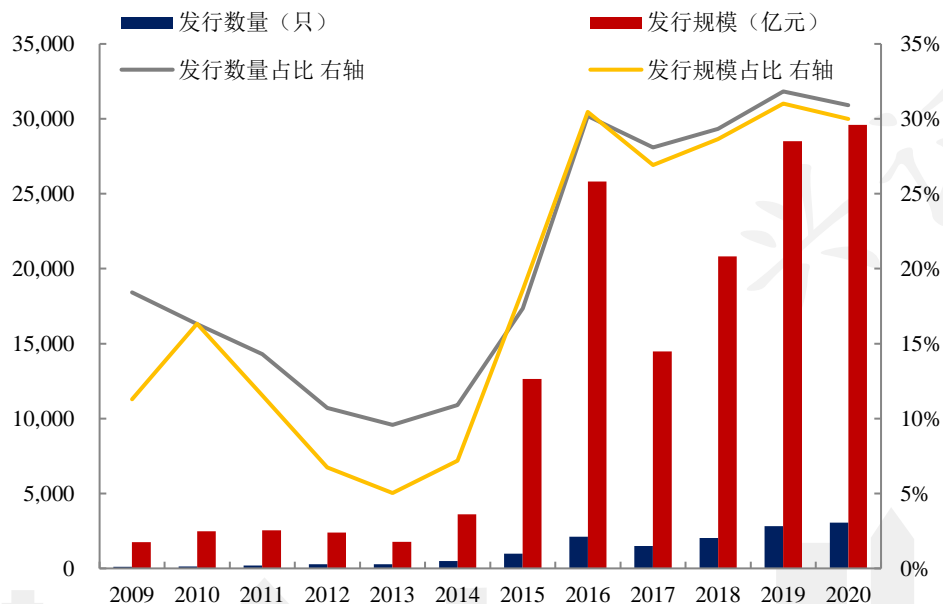
- 20201013 套息策略尚可，关注偿付压力——信用市场四季度投资展望
- 20200923 102页PPT看违约——信用债违约探秘
- 20200916 86页PPT看懂城投——城投分析框架
- 20200902 识别危与机，把握进与退——信用市场9月投资展望
- 20200819 3月以来信用债发行“冰火”演绎的背后——信用策略半月谈
- 20200803 炎夏至，觅甘泉，识风险——信用市场8月投资展望
- 20200715 细说永续债：“永续”的“枷锁”，带“刺”的“玫瑰”——信用策略半月谈
- 20200710 行至深处，观风测浪——信用市场7月投资展望
- 20200629 论“中”字头企业“国企信仰”的可靠度！——信用策略半月谈
- 20200616 调整票面利率的“条款陷阱”，你需要知道的事！——信用策略半月谈
- 20200602 鼓声未绝，细节蕴含“危”与“机”——2020年信用市场中期策略
- 20200508 关注补涨行情VS谨防“花样套路”——5月信用市场展望

## ➤ 第一部分：关注条款“陷阱”：调整票面利率条款&赎回条款

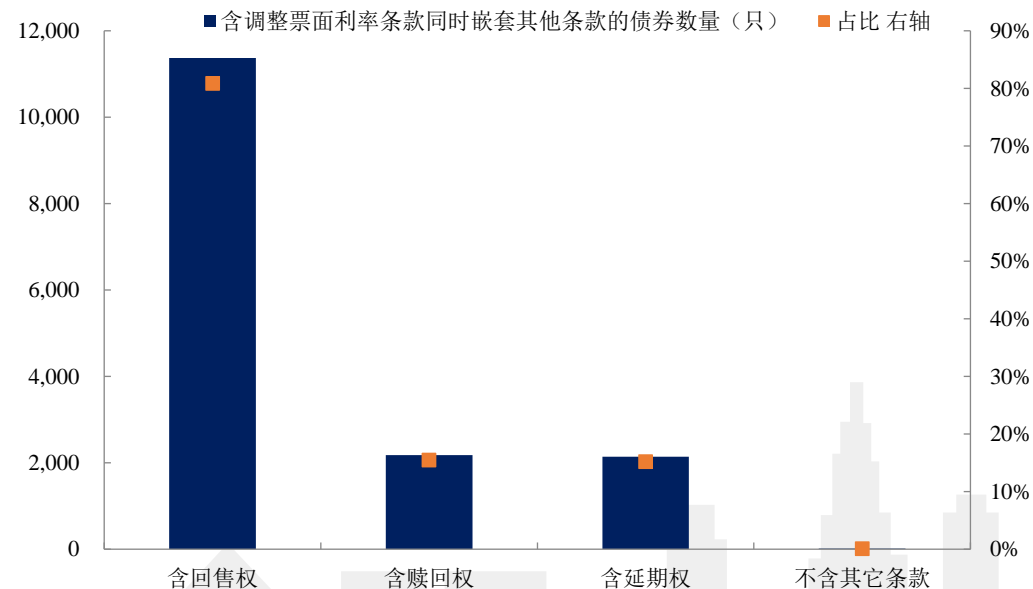
## 1、何谓调整票面利率条款？

- 发行人调整票面利率的行为通常是基于其在债券募集说明书中嵌入的“调整票面利率选择权”。
- 所谓“调整票面利率选择权”，是指发行人在满足一定条件时，有对存续期债券的票面利率进行调整的选择权，该条款一般伴随着回售、赎回、延期等其他特殊条款。

### 2009年以来，越来越多的新发行债券嵌有调整票面利率条款



### 调整票面利率条款多数伴随着回售条款或者赎回条款、延期条款等其他特殊条款



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：数据截至2020年10月23日



## 1、何谓调整票面利率条款？

- 发行人调整票面利率的行为通常是基于其在债券募集说明书中嵌入的“调整票面利率选择权”。
- 所谓“调整票面利率选择权”，是指发行人在满足一定条件时，有对存续期债券的票面利率进行调整的选择权，该条款一般伴随着回售、赎回、延期等其他特殊条款。

调整票面利率条款多数伴随着回售条款或者赎回条款、延期条款等其他特殊条款（2009年以来）

内含条款类型	发行债券数量（只）	数量占比	发行债券规模（亿元）	规模占比
回售+调整票面利率	11064	78.7%	107770.26	73.6%
延期+赎回+调整票面利率	1609	11.4%	22473.80	15.3%
延期+调整票面利率	513	3.6%	7888.14	5.4%
回售+赎回+调整票面利率	524	3.7%	5347.55	3.7%
回售+调整票面利率+提前偿还	280	2.0%	2145.94	1.5%
赎回+调整票面利率	22	0.2%	427.20	0.3%
回售+赎回+调整票面利率+提前偿还	15	0.1%	115.85	0.1%
回售+延期+调整票面利率	14	0.1%	108.50	0.1%
调整票面利率	10	0.1%	89.40	0.1%
赎回+调整票面利率+定向转让	1	0.0%	20.00	0.0%
调整票面利率+定向转让	4	0.0%	20.00	0.0%
调整票面利率+债券提前偿还	2	0.0%	14.20	0.0%
回售+赎回+延期+调整票面利率	2	0.0%	10.00	0.0%
合计	14060	100.0%	146430.84	100.0%

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2020年10月23日

## 1、何谓调整票面利率条款？

- 对3种常见的条款组合形式进行简要分析。
- ✓ **组合一：同时嵌有调整票面利率+回售条款：**其中回售条款规定了债权人在条款约定的时间点或者时间段内拥有按某种价格将债券回售给发行人的权利，因此回售权相当于债权人的一种看跌期权。
- ✓ **组合二：同时嵌有调整票面利率+赎回条款（不包括永续债）：**其中赎回条款规定了发行人在条款约定的时间点或者时间段内拥有按某种价格赎回债券的权利，因此赎回权相当于发行人的一种看涨期权。
- ✓ **组合三：同时嵌有调整票面利率+延期条款（+赎回条款）：**该类债券即为永续债，其中延期条款相当于发行人的一种看跌期权，发行人可以选择在行权日是否对债券本息进行兑付，如果偿付困难则发行人可以选择延期。永续债的条款设计比较复杂，且多数条款相对利于发行人而不利于投资者，投资者需要更加提防其“条款陷阱”！

# 1、何谓调整票面利率条款？

- 组合二及组合三赎回和延期的行权选择方在发行人，债权人只能“被动接受”。
- 对于组合一：
- 如果发行人的基本面边际恶化，或者面临流动性短缺，再融资难度大或再融资成本偏高，发行人往往会选择上调票面利率以“促使”债券人不选择回售，从而缓解偿债或再融资压力；
- 如果发行人基本面向好，流动性充足，再融资难度不大或在市场上进行再融资的成本更低，发行人往往会根据其自身当前的再融资成本进行评估后选择适当地下调票面利率，以降低其负债成本或“促使”债权人选择回售从而可以更低的成本进行发债再融资。

## 发行人选择上调/下调票面利率对债权人和发行人的意义

票面利率调整	对债权人的意义	对发行人的意义
上调	如果发行人对票面利率的下调幅度不大，其票息收益能够满足投资者的“心理价位”，债权人往往不会选择回售而是继续持有； 否则，债权人会选择进行回售	从侧面反映出发行人基本面情况较好，流动性充足，再融资压力不大； 调低票面利率可降低其负债成本或“促使”债权人选择回售从而可以更低的成本进行发债再融资
下调	如果票面利率的上调达到或超过了债权人的“心理价位”，风险偏好较高的投资者往往继续持有以获取高票息收益，但同时也要承担发行人未来可能无法足额兑付的风险； 否则，债权人会选择进行回售	从侧面反映出发行人可能存在流动性压力或基本面出现了边际恶化，再融资压力较大； 调高票面利率可“促使”债券人不选择回售，从而缓解偿债或再融资压力

## 2、沪深交易所发文规范票面利率调整业务

- 2020年6月9日，上交所发布《上海证券交易所公司债券存续期管理业务办理指南》，其中就票面利率调整业务做出了专门指引；同日，深交所也专门发布了《深圳证券交易所公司债券票面利率调整业务指南》。

### 沪深交易所发文规范调整票面利率业务

	《上海证券交易所公司债券存续期管理业务办理指南》	《深圳证券交易所公司债券票面利率调整业务指南》
调整票面利率的依据	募集说明书	
关于债券发行人下调票面利率的操作要求	募集说明书中有关票面利率条款表述仅包含“调整”、“上调或下调”等无异议表述的，发行人可以下调票面利率，同时受托管理人应至少在票面利率调整相关公告披露日（以下简称利率调整公告日）的5个交易日前，就本次票面利率向下调整是否符合募集说明书相关约定进行核查，并向本所提交正式核查意见。	
	募集说明书中有关票面利率条款表述为“调整”及“加调整基点”的，发行人拟下调票面利率，应至少在利率调整公告日的5个交易日前发布拟下调票面利率相关公告，说明本次拟下调票面利率符合募集说明书相关约定后，发行人可下调票面利率。受托管理人应在此公告发布前，就本次票面利率向下调整是否符合募集说明书相关约定进行核查，并向本所提交正式核查意见。	
	募集说明书中有关票面利率条款表述包含“上调”、“提升”等向上调整含义的，发行人拟下调票面利率，应召开债券持有人会议并经全体持有人同意通过后，或取得全体持有人书面形式同意后，方可下调票面利率。如募集说明书另有约定的，从其约定。	
	募集说明书中有关票面利率条款表述存在理解分歧、前后矛盾的，发行人拟下调票面利率，应提前发布拟下调票面利率相关公告，投资者对本次拟下调票面利率存在异议的，发行人需召开债券持有人会议并经全体持有人同意通过后，或取得全体持有人书面形式同意后，方可下调票面利率。如募集说明书另有约定的，从其约定。	
信息披露要求	公司债券附发行人调整票面利率条款的，发行人应当按照募集说明书约定的日期披露票面利率调整相关公告；调整票面利率条款与回售业务相关的，发行人应于回售申报起始日前至少披露三次票面利率调整相关公告。	受托管理人应按照募集说明书的约定日期披露《票面利率调整公告》。若募集说明书未明确约定披露日期的，同时该调整票面利率选择权条款与回售流程相关，受托管理人最晚于回售登记起始日的前1个交易日披露该公告。



## 2、沪深交易所发文规范票面利率调整业务

- 文件或因“18金地03”、“17万科01”票面利率调整事件而起。2020年初以来，货币环境持续宽松，低利率环境下，越来越多的发行人拟行权下调债券的票面利率。其中，“18金地03”、“17万科01”票面利率调整事件因相关文件表述存在争议，受到市场关注。

### “18金地03”票面利率调整事件来龙去脉梳理

**2018/5/28:** 金地集团发行“18金地03”，发行规模10亿元，期限3（2+1）年，前两年票面利率5.29%，附第二年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

**2020/4/29:** 金地集团发布公告称“18金地03”公司债券票面利率维持5.29%不变并复牌，当日债券大涨收盘

**2020/4/21:** 金地集团公告称，下调本期债券票面利率至1.50%

**2020/4/21:** “18金地03”公司债券自2020年4月21日下午起停牌，债券收盘价（净价）跌为100.2

**2020/4/21:** 上交所对此提出问询指出，要求金地集团核实下调利率，是否符合约定，并请公司聘请律师、债券托管人就此发表明确意见

**2020/4/21:** 金地集团回应，对于上交所监管工作函所提要求，将尽快落实并按要求履行信息披露及相关义务



## 2、沪深交易所发文规范票面利率调整业务

- “18金地03”事件争议点在于，“18金地03”的债券募集说明书中关于债券利率及确定方式中约定，“存续期后1年票面利率为本期债券存续期内前2年票面利率加公司提升的基点”。
- 此番描述意味着金地集团仅能在前期5.29%票面利率的基础上“提升”基点，并没有可“下调”基点的相关表述。因此，公司在4月21日的公告中提到“拟下调票面利率”并不符合条款约定。

### “18金地03”募集说明书中，票面利率调整相关内容表述

公告时间	信息披露文件	票面利率调整的相关内容
2018/5/3	募集说明书	债券票面利率在存续期内前2年固定不变，在存续期的第2年末，公司可选择调整票面利率，存续期后1年票面利率为本期债券存续期内前2年票面利率加公司提升的基点，在存续期后1年固定不变

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、沪深交易所发文规范票面利率调整业务

- “17万科01”事件争议点在于：“17万科01”的相关信息披露文件在发行人票面利率调整方面的表述上存在前后矛盾的情况：其募集说明书和付息公告中有关票面利率的条款表述为“调整”；而发行公告中则显示有“上调”字眼。
- 按照沪深交易所新出台的文件要求，发行人票面利率调整的依据为募集说明书，因此“17万科01”大幅下调票面利率的操作不算违背相关条款规定。但对投资者而言，如果仅关注了债券发行公告而未仔细研读募集说明书，可能会对投资决策造成一定的干扰。

### “17万科01”，票面利率调整相关内容表述

公告时间	信息披露文件	票面利率调整的相关内容
2017/7/11	发行公告	发行人发出关于是否 <b>上调</b> 本期债券票面利率及 <b>上调</b> 幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第3个计息年度付息日前将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。（不过该公告余下部分有关票面利率条款仍表述为“ <b>调整</b> ”）
2017/7/11	募集说明书	发行人有权决定是否在本期债券存续期的第3年末 <b>调整</b> 本期债券后续期限的票面利率。
2018/7/16 2019/7/13	付息公告	本期债券为5年期，附第3年末发行人 <b>调整</b> 票面利率选择权和投资者回售选择权。
2020/6/2	提示性公告	根据公司的实际情况以及当前的市场行情，公司 <b>初步意向下调</b> 票面利率，预计在本期债券存续期后2年（2020年7月18日至2022年7月17日）将票面利率由4.50%调整为1.90%。
2020/6/4 2020/6/5 2020/6/10	提示性公告	根据公司的实际情况以及当前的市场环境，公司 <b>决定下调</b> 本期债券的票面利率，即本期债券在存续期前3年票面利率为4.50%，在本期债券存续期的第3年末，发行人选择调整存续期后2年的票面利率为1.90%。

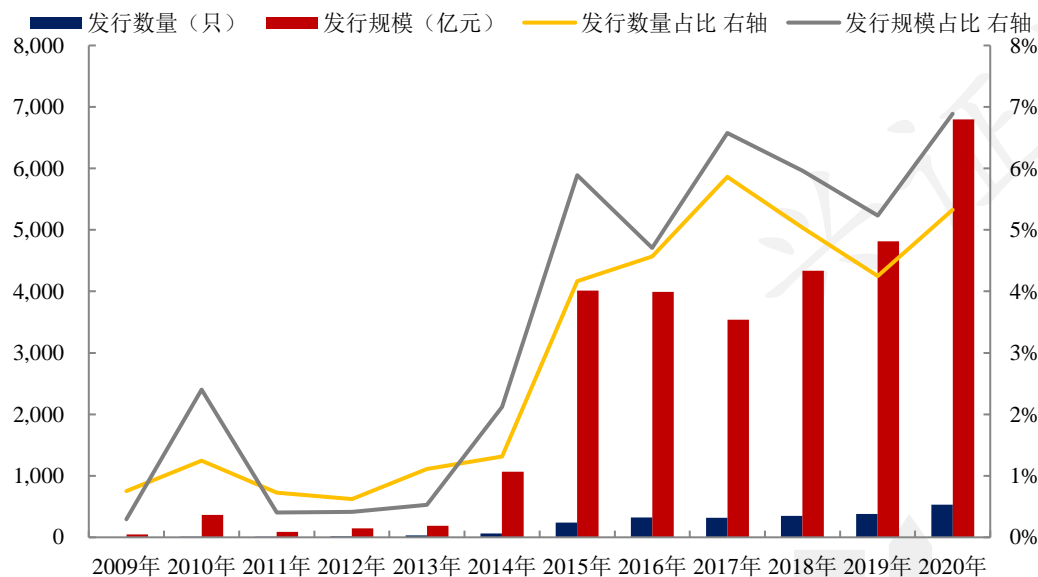
### 3、谨防调整票面利率的条款“陷阱”

- 沪深交易所出台的相关文件为票面利率调整业务提供了规范，前期发生的“18金地03”、“17万科01”等票面利率调整事件也给投资者敲响了警钟：投资者在投资决策前，需要仔细研读监管要求及标的债券的各类信息披露文件尤其是募集说明书的相关规定，谨防“条款陷阱”，同时如果发行人有不规范的操作，投资者也要学会积极维权。
- 对于发行人选择调整（上调/下调）票面利率的债券来说，债权人可以结合当时的货币政策环境（市场利率情况）、发行人基本面以及发行人票面利率的调整幅度等方面综合考量风险收益比，以判断是否选择进行回售（无回售条款的可选择在二级市场卖出）。对于选择上调票面利率的债券，投资者需要保持更多警惕，其往往蕴藏着更高的违约风险。
- ✓ 如果发行人上调票面利率，从侧面反映出发行人可能存在流动性压力或基本面出现了边际恶化，再融资压力较大；如果发行人下调票面利率，从侧面反映出发行人基本面情况较好，流动性充足，再融资压力相对不大。通过我们对选择上调/下调票面利率的债券发行人特征分析，也基本印证了这个逻辑。
- ✓ 对于债权人而言，无论是上调票面利率还是下调票面利率，如果调整后的票面利率能够满足投资者的“心理价位”，投资者可以继续持有而不选择回售（或在二级市场卖出），但是对于上调票面利率的债券，投资者在获取高票息收益的同时也需要承担发行人未来可能无法足额兑付的风险，投资者需要综合考量风险收益比进行决断。
- ✓ 对于永续债，投资者需要更加提防其条款“陷阱”（第二部分会对永续债条款“陷阱”进行深入解读）！

## 4、何谓赎回条款？

- 赎回条款是债券募集说明书中嵌入的一项条款，授予发行人在债券到期日之前赎回全部或部分债券的权利。
- 回售条款是投资者的看跌期权，在条款设计上对投资者有利，有利于防范债券在存续期内的风险；而赎回条款中的赎回权是发行人权利，可以防止再融资成本过高，是发行人的看涨期权。

### 09年以来，新发行债券中嵌有赎回条款的趋势



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业数据平台 数据截至2020年10月23日

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### 嵌入赎回条款的债券多为永续债

内含条款类型	发行数量（只）	发行规模（亿元）
调整票面利率+赎回+延期	1609	22463.80
回售+赎回+调整票面利率	524	5347.55
赎回	40	546.92
赎回+调整票面利率	22	427.20
赎回+延期	18	284.00
回售+赎回	33	177.53
回售+赎回+调整票面利率+提前偿还	15	115.85
赎回+调整票面利率+定向转让	1	20.00
赎回+债券提前偿还	1	2.00
合计	2263	29384.85

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2020年10月23日



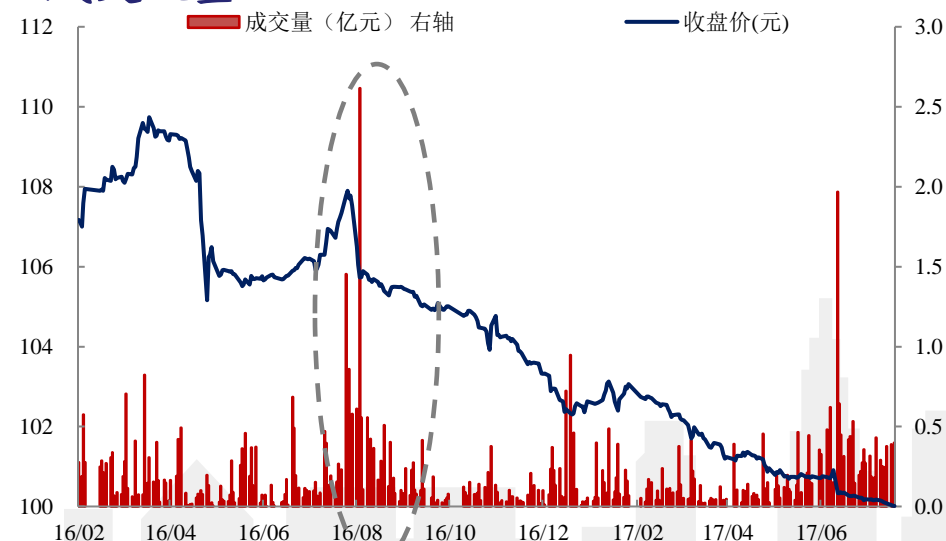
## 5、谨防赎回条款“陷阱”——以“13苏新城”为例

- 2016年7月份初，13苏新城价格持续下跌，跌幅明显超过其他信用债。究其下跌的原因：赎回条款设置的“陷阱”。
- 13苏新城票面利率为8.9%，14年7月23日发行，期限3+2，特色条款主要包括调整票面利率、赎回和回售条款。3个条款的行权日都是在2017年7月23日，其中赎回条款是发行人以面值（100元）加上最后一期票息向投资者赎回。因此在17年7月23日，发行人将面临着再融资问题的抉择：（1）不进行赎回，则融资成本仍为8.9%，甚至更高（投资者可能要求上调票面利率）。（2）如果进行赎回，发新债还旧债，按照当时的融资成本，大概率是要明显低于8.9%的。因此对发行人而言，行使赎回权是最优的选择。

### 13苏新城特殊条款的规定

特殊条款	条款内容
调整票面利率	发行人有权决定是否在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率，上调幅度为0至100个基点（含本数）。若发行人未行使利率上调选择权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。
回售条款	发行人发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第3个计息年度付息日将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给发行人。
赎回条款	若决定行使赎回权利，本期债券将被视为第3年全部到期， <b>发行人将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部公司债券。</b>

### 2016年7月份以来，13苏新城价格大幅下跌，且成交放量



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



## 5、谨防赎回条款“陷阱”——以“13苏新城”为例

- 对于含赎回条款的债券，投资者需要重点关注的是行权收益率而并非到期收益率！具体来看，假设在16年7月投资者以107块买入13苏新城，如果在17年7月23日发行人赎回（按照100元面值+最后一期利息赎回），投资者获得将近8.9%的利息但损失7块钱的资本利得，因此其行权收益率仅为  $(8.9 + 100 - 107) / 100 = 1.9\%$ ，故107块的价格明显高估了，13苏新城有很大的下跌压力。13苏新城价格的实际表现也印证了这一点。
- 对比13苏新城的价格表现，含有赎回权的公司债未来可能面临着价格的波动风险，特别是对于“基本面尚可、预计当期票面利率会高于发行人赎回行权日的再融资成本、行权日临近”的公司债，这部分公司债发行人行使赎回权的概率较高，可能存在类似13苏新城的定价陷阱。面临价格波动的风险，投资者需要做好规避。

- 关于调整票面利率条款：
- 沪深交易所最新出台的相关文件为票面利率调整业务提供了规范，投资者在投资决策前，需要仔细研读监管要求及标的债券的各类信息披露文件尤其是募集说明书的相关规定，谨防“条款陷阱”，同时如果发行人有不规范的操作，投资者也要学会积极维权。
- 对于发行人选择调整（上调/下调）票面利率的债券来说，债权人可以结合当时的货币政策环境（市场利率情况）、发行人基本面以及发行人票面利率的调整幅度等方面综合考量风险收益比，以判断是否选择进行回售（无回售条款的可选择在二级市场卖出）。对于选择上调票面利率的债券，投资者需要保持更多警惕，其往往蕴藏着更高的违约风险。
- 对于永续债，条款设计比较复杂，且多数条款相对利于发行人而不利于投资者，投资者需要更加提防其“条款陷阱”！
- 关于赎回条款：
- 对于含赎回条款的债券，投资者需要关注的是其行权收益率而并非到期收益率！尤其是那些“基本面尚可、预计当期票面利率会高于发行人赎回行权日的再融资成本、行权日临近”的债券，由于发行人行使赎回权的概率较高，更容易存在类似13苏新城的定价陷阱，面临价格波动的风险，投资者需要做好规避。

## ► 第二部分：关注条款“陷阱”：警惕永续债展期和利息递延支付的风险

## 1、永续债的条款“陷阱”解析

- 一般来看，永续债具有永续性质，在条款设计上除了调整票面利率条款、延期条款外，往往还带有赎回条款和利息延迟支付条款。一些发行人为了保障永续债可以计入权益工具而加入了次级条款；此外，一般永续债中嵌入回售权和交叉违约条款的比例有一定提升，对投资者的保护效用有所增强，但整体上来看，嵌入相关条款的永续债占比依然偏少。
- 整体上来看，永续债多数条款对发行人有利、对投资者不利，这也是为什么永续债相比一般的信用债具有相应的溢价的原因之一。因此，投资者对于永续债嵌入的条款需要仔细甄别，以防条款“陷阱”。

永续债的条款设计比较复杂，且多数条款相对利于发行人而不利于投资者

特殊条款	条款说明
期限与赎回条款	永续债没有明确的到期时间或者期限非常长，但实际上永续债券一般都带有赎回条款，不少永续债的赎回权还不止一个，是否赎回的决定权在发行人！
调整票面利率（票面和利率重置）	多数永续债在进入行权期之前和行权期设置不同的票面利率，后者一般高于前者，实际上达到了刺激发行人赎回债券的效果，但也有根据条款设定不升反降的案例，投资者需要警惕
利息延迟支付	永续债发行人可自主决定延迟支付利息或在一定条件下强制延迟支付利息。
一般无担保	永续债存在次级债属性，且为满足计入权益所需要的诸多条件，一般不设置担保等条款。
较少嵌有交叉违约条款	交叉违约条款对投资者有利，即发行人债务违约时，永续债也触犯相应的违约，即可以避免因期限长于其他债务而权益受损
极少有回售条款	回售条款相当于赋予了债权人一项看跌期权，一旦债权人认为所持永续债的风险收益比不符合自身预期，便可在行权期行使回售权
次级条款（偿付顺序）	本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债券和其他债务

## 1、永续债的条款“陷阱”解析

- 对于永续债条款“陷阱”的甄别，尤其需要留意票面利率调整（重置）条款。一般来说，根据票面利率调整（重置）条款相关规定，重置后的票面利率一般高于重置前利率，以达到刺激发行人赎回债券的效果。但现实中，却出现了多只展期后票面利率不升反降的永续债案例，其原因便在于票面利率调整（重置）条款设定所致。
- 此外，投资者还需留意在重定价时当期基准利率的选取规则，基准利率计算时间跨度的不同，也会导致基准利率存在较大差异。

### 永续债票面利率调整（重置）条款示例

特殊条款	以15北大荒MTN002票面利率调整说明为例	以15海南航空MTN001票面利率调整说明为例
调整票面利率	<p>1、在本期中期票据存续的<b>前4个重定价周期内</b>，票面利率由<b>基准利率加上基本利差确定</b>。</p> <p>2、基准利率在每个重定价周期确定一次。首期<b>基准利率为簿记建档日前750个工作日</b>中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中待偿期为3年的国债收益率算术平均值，基本利差为首期票面利率与首期基准利率之间的差值。</p> <p>3、如果发行人不行使赎回权，则在<b>第5个重定价周期内的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上300个基点</b>；从第6个重定价周期开始，每个重定价周期适用的票面利率为当期基准利率加上基本利差再加上600个基点。</p>	<p>1、如果发行人不行使赎回权，则从<b>第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点</b>，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。</p> <p>2、当期基准利率为<b>票面利率重置日前5个工作日</b>中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值，<b>此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定</b>；</p> <p>3、如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定</p>



## 2、投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付风险

- 我们梳理了截至2020年10月23日发生永续债展期和利息递延支付的案例，其中共有12只永续债出现了展期后票面利率不升反降的案例，该类永续债的展期往往是发行人“主动而为”。

### 永续债“真永续”后票面利率不升反降的案例

债券简称	发行人简称	发行人企业性质	发行时主体评级	最新主体评级	申万行业	特殊期限(年)	展期日期	债券余额(亿元)	发行时票面利率(%)	最新票面利率(%)	票面利率变动(BP)	展期时中债估值收益率(%)	是否城投债
16北大荒MTN002	北大荒集团	中央国有企业	AAA	AAA	综合	3+N	2019-10-20	20	5.18	5.15	-3	6.14	否
16武汉地铁永续期01	武汉地铁	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N,9+N	2019-09-26	20	3.94	3.50	-44	4.83	是
16海航集团永续期债02	海航集团	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	9+N,3+N	2019-08-22	18	6.20	5.70	-50	14.71	否
16广州地铁永续期债03	广州地铁	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	15+N,3+N	2019-08-15	24	3.95	3.44	-51	5.67	是
16广州地铁永续期债02	广州地铁	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N,15+N	2019-07-22	20	4.19	3.63	-56	5.98	是
16陕煤永续债01	陕西煤业化工集团	地方国有企业	AAA	AAA	采掘	3+N,12+N	2019-04-26	15	5.80	5.03	-77	5.85	否
16日照港集MTN001	日照港	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-02-24	20	4.28	3.45	-83	5.60	是
16广州地铁永续期债01	广州地铁	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N,15+N	2019-01-25	26	4.28	3.42	-86	5.11	是
15北大荒MTN002	北大荒集团	中央国有企业	AAA	AAA	综合	3+N	2018-11-24	15	5.70	5.32	-38	4.82	否
14首创集团永续期债02	首创集团	地方国有企业	AAA	AAA	综合	12+N,3+N	2018-06-15	10	5.70	4.60	-110	5.36	是
15中电投永续期债	国家电投	中央国有企业	AAA	AAA	公用事业	3+N,12+N	2018-06-05	30	5.70	4.60	-110	5.27	否
14首创集团永续期债01	首创集团	地方国有企业	AAA	AAA	综合	3+N,12+N	2017-10-31	20	5.99	4.98	-101	4.17	是

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：债券余额和最新票面利率日期为截至2020年10月23日最新数据；展期时中债估值收益率为展期日或距离展期日最近交易日的估值数据。

## 2、投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付风险

- 截至10月23日，共有18只永续债展期后票面利率上调甚至大幅跳升而依然选择展期的案例。

### 永续债“真永续”后票面利率调升甚至大幅跳升的债券

债券简称	发行人简称	发行人企业性质	发行时主体评级	最新主体评级	申万行业	特殊期限(年)	展期日期	债券余额(亿元)	发行时票面利率(%)	最新票面利率(%)	票面利率变动(BP)	展期时中债估值收益率(%)	是否城投债
17鲁晨鸣MTN001	晨鸣纸业	地方国有企业	AA+	AA+	轻工制造	3+N	2020-07-11	10	6.80	8.97	183	11.06	否
17凤凰MTN001	三亚凤凰国际机场	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2020-06-20	10	7.95	9.78	183	53.36	否
17祥鹏MTN001	祥鹏航空	地方国有企业	AA	AA-	交通运输	2+N	2020-05-03	5	7.20	9.90	270	10.09	否
17津航空MTN001	天津航空	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2020-04-12	13	7.00	8.71	171	45.10	否
17新华联控MTN001	新华联集团	民营企业	AA+	C	综合	3+N	2020-04-10	10	6.00	当期基准利率+初始利差+500bp	或将跳升	-	否
16美兰机场MTN001	美兰机场	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-12-28	15	6.50	9.33	283	999.00	否
16中四仪MTN001	中国四联	地方国有企业	AA	AA-	机械设备	3+N	2019-11-03	6	6.00	9.53	353	7.43	否
16天津航空MTN004	天津航空	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-11-02	10	5.30	8.84	354	33.54	否
16吉林交投MTN001	吉林交投	地方国有企业	AA+	A+	综合	3+N	2019-09-26	15	4.64	7.98	334	12.39	是
16海航集团永续期债01	海航集团	地方国有企业	AA+	AAA	交通运输	9+N,3+N	2019-04-13	20	7.00	9.22	222	11.02	否
16天津航空MTN001	天津航空	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-03-29	10	6.50	9.90	340	9.37	否
16海南航空MTN001	海航控股	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N	2019-03-07	25	5.15	8.46	331	9.88	否
16宜化化工MTN001	湖北宜化	地方国有企业	AA+	A	化工	3+N	2019-01-19	4	6.60	9.79	319	31.10	否
15海南航空MTN001	海航控股	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N	2018-10-19	25	5.40	8.78	338	10.25	否
15山煤MTN001	山煤集团	地方国有企业	AAA	AA+	商业贸易	3+N	2018-09-07	5	7.80	8.20	40	9.91	否
15郑煤MTN001	郑煤集团	地方国有企业	AA+	AA-	采掘	5+N	2020-06-10	20	7.50	9.75	225	11.24	否
15宜化化工MTN002	湖北宜化	地方国有企业	AA+	A	化工	3+N	2018-05-15	6	5.94	9.18	324	27.78	否
15森工集MTN001	森工集团	地方国有企业	AA	C	农林牧渔	3+N	2018-02-03	10	7.10	10.55	345	11.46	否

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：债券余额和最新票面利率日期为截至2020年10月23日最新数据；展期时中债估值收益率为展期日或距离展期日最近交易日的估值数据。

## 2、投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付风险

- 截至10月23日，共有17只永续债出现了利息递延支付的现象。此类永续债虽不能定义为违约，但选择利息递延支付已经体现了其较高的信用风险，投资者应该尽可能规避。

### 永续债利息递延支付的案例

债券简称	发行人简称	发行人企业性质	发行时主体评级	最新主体评级	申万行业	特殊期限(年)	利息递延支付日期	债券余额(亿元)	发行时票面利率(%)	最新票面利率(%)	票面利率变动(BP)	是否城投债
16海航集团永续期债02	海航集团	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	9+N, 3+N	2020-8-23	18	6.20	8.70	250	否
18海航Y1	海航控股	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N	2020-9-14	5	7.60	7.60	0	否
18海航Y2	海航控股	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N	2020-9-27	8	7.45	7.45	0	否
18海航Y3	海航控股	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N	2020-10-19	15	7.45	7.45	0	否
15海南航空MTN001	海航控股	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N	2020-10-21	25	5.40	8.78	338	否
17凤凰MTN001	三亚凤凰国际机场	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2020-6-22	10	7.95	9.78	183	否
16海航集团永续期债01	海航集团	地方国有企业	AA+	AAA	交通运输	9+N, 3+N	2020-4-14	20	7.00	9.22	222	否
17津航空MTN001	天津航空	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2020-4-14	13	7.00	8.71	171	否
17新华联控MTN001	新华联控股	民营企业	AA+	C	综合	3+N	2020-4-11	10	6.00	当期基准利率+初始利差+500bp	-	否
16天津航空MTN001	天津航空	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2020-3-31	10	6.50	9.90	340	否
16海南航空MTN001	海航控股	地方国有企业	AAA	AAA	交通运输	3+N	2020-3-9	25	5.15	8.46	331	否
15森工集MTN001	森工集团	地方国有企业	AA	C	农林牧渔	3+N	2020-2-4 2019-2-4	10	7.10	10.55	345	否
16美兰机场MTN001	美兰机场	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-12-29	15	6.50	9.33	283	否
17凤凰MTN002	三亚凤凰国际机场	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-12-20 2018-12-20	5	8.00	8.00	0	否
15中城建MTN002	中国城建	民营企业	AA+	C	建筑装饰	5+N	2019-11-23 2018-11-23 2017-11-23	25	5.35	5.35	0	否
16天津航空MTN004	天津航空	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-11-4 2020-11-4	10	5.30	8.84	354	否
17美兰机场MTN001	美兰机场	地方国有企业	AA+	AA+	交通运输	3+N	2019-10-23 2020-10-23	13	7.20	9.58	238	否

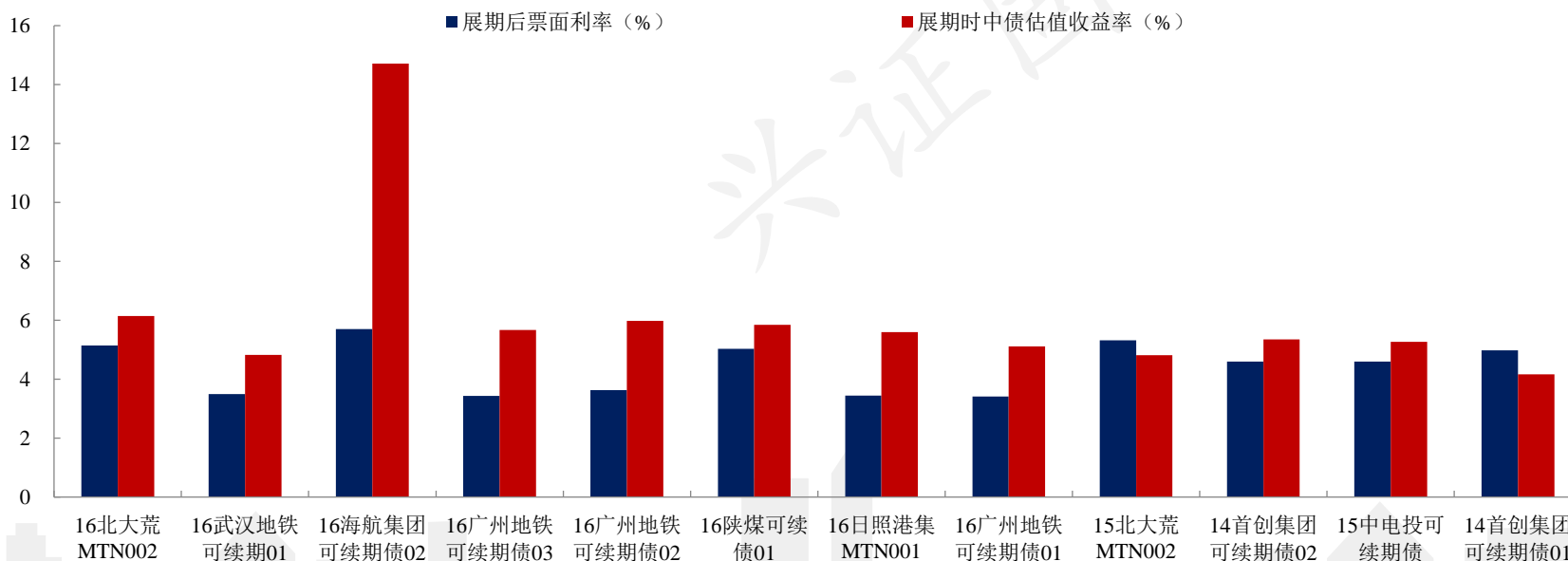
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：债券余额和最新票面利率日期为截至2020年10月23日最新数据，17新华联控MTN001尚未披露展期后的最新票面利率。

## 2、投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付风险

- **展期后票面利率不升反降：**该类永续债的展期往往是发行人“主动而为”。由于条款设定，以上债券展期后票面利率不升反降，因此投资人综合考量后主动选择展期以维持相对低成本的融资，且通过对比其展期利率和展期时点的二级估值收益率的情况来看，其展期利率多处于更低位置；
- **展期后票面利率大幅跳升：**发行人在第1个行权周期未选择赎回而仍然选择续期，多是因为其现金流紧张或再融资能力下降；另外通过对比票面利率大幅跳升债券在展期时点的中债估值收益率和展期利率来看，其展期利率多低于中债估值收益率。

### 展期后票面利率不升反降案例：展期后利率与同时点二级市场估值收益率对比

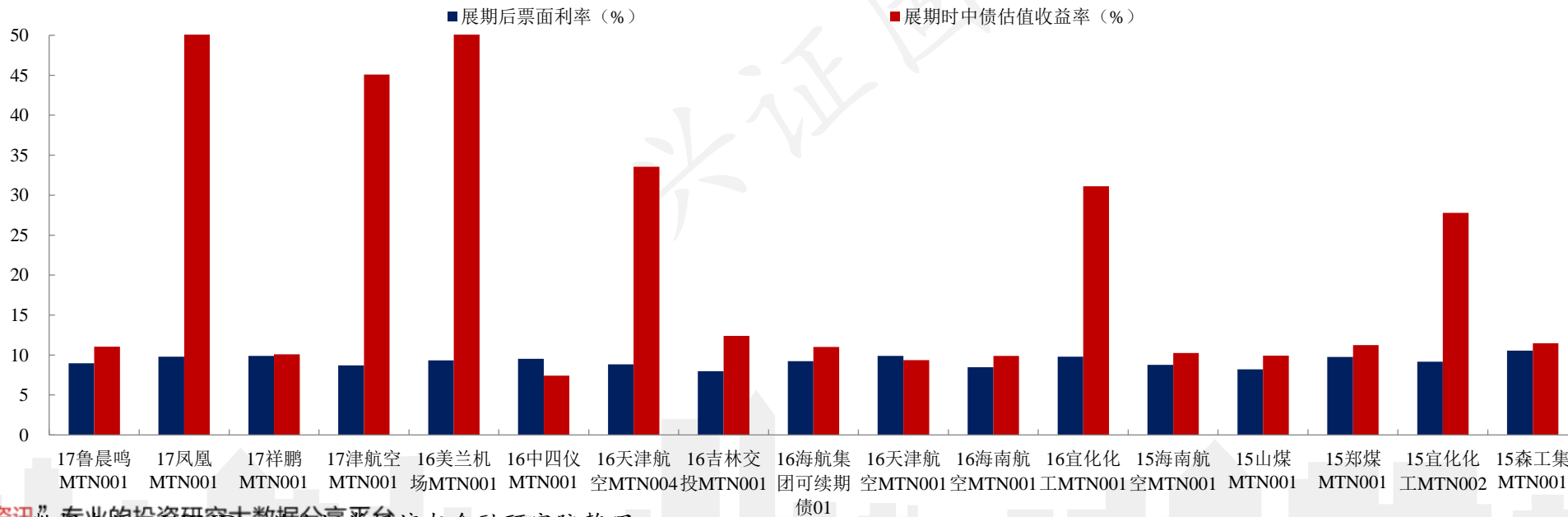




## 2、投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付风险

- **展期后票面利率不升反降：**该类永续债的展期往往是发行人“主动而为”。由于条款设定，以上债券展期后票面利率不升反降，因此投资人综合考量后主动选择展期以维持相对低成本的融资，且通过对比其展期利率和展期时点的二级估值收益率的情况来看，其展期利率多处于更低位置；
- **展期后票面利率大幅跳升：**发行人在第1个行权周期未选择赎回而仍然选择续期，多是因为其现金流紧张或再融资能力下降；另外通过对比票面利率大幅跳升债券在展期时点的中债估值收益率和展期利率来看，其展期利率多低于中债估值收益率。

### 展期后票面利率大幅跳升案例：展期利率与同时点二级市场估值收益率对比

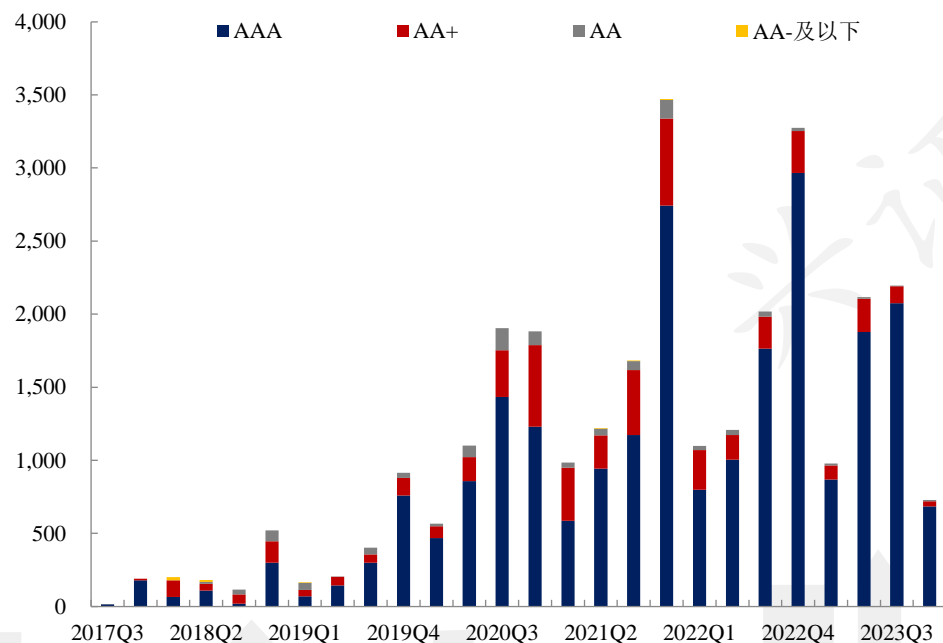




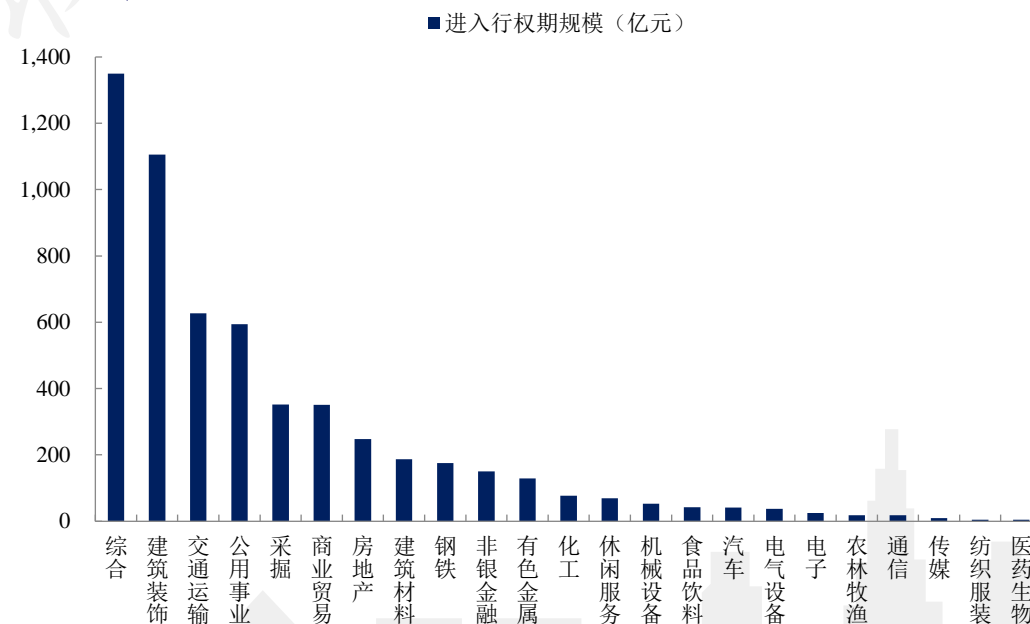
## 2、投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付风险

- 未来3年，尤其是各年度的下半年，将进入永续债行权节点的密集期，投资者需要密切关注相关永续债的动态。
- 尤其是综合、建筑、交运、公用事业等行业未来1年进入行权节点的规模较大，投资者需要保持高度关注。

进入行权节点的永续债分布（亿元）



未来1年（2020Q4-2021Q3）进入行权节点永续债行业分布（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### 3、永续债“真永续”案例——海南航空为例

- 2018年10月12日，海南航空发布公告不行使“15海南航空MTN001”赎回权，“15 海南航空 MTN001”票面利率跳升到8.78%（前值5.40%）。
- 实际上，海南航空曾经在9月21日发布公告称计划于10月21日全额赎回，“但因近期逆全球化周期与国内经济金融下行周期相叠加的影响，原油价格及美元汇率持续上涨，同时第四季度航空业步入淡季，为规避未来不确定性因素对公司生产运营的不利影响”，海南航空没有按照原计划赎回而是最终选择了展期。

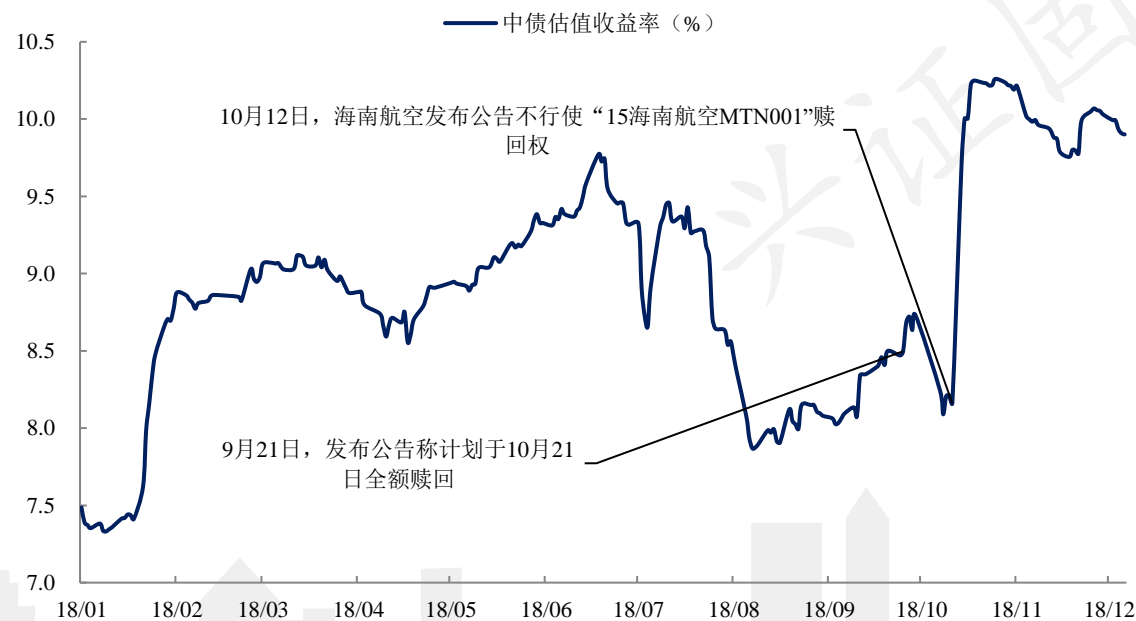
#### 2017年以来的海航系负面事件

时间	负面事件
17/04/25	因财务费用支出增加以及资产计提减值等原因，海航投资在2016年实现的归属净利润出现大额亏损。自1996年上市以来，年度归属净利润首次出现亏损。
17/07/13	监管文件显示，海航及其子公司已经质押了15家上市公司至少240亿美元的股份。海航相关实体也质押了数十亿非上市资产。据彭博获得的政府文件显示，股东质押了海航非上市母公司17%的股权。
17/11/09	标普将海航的信用评级从B+降低一个级距至B，这个级别比投资级低了五个级距，因担心大量债务到期且融资成本上升。
18/02/14	标普将海航的信用状况从B下调至CCC+，理由是在流动性恶化的情况下有大量的债务到期。
18/05/02	海航集团近期披露的财务报表显示，负债攀升至2017年的7365.02亿元，负债规模已经在亚洲的非金融公司中排名第一。
18/08/24	海航系的美兰机场因大额支付转账因素，致使17美兰机场SCP002违约。
18/09/13	海航创新发布公告称：由于九龙山景区当前经营受到历史遗留问题影响，景区部分资产被查封影响到新的融资，目前流动资金紧张，未能归还由湖南省信托有限责任公司借入的3亿元信托借款。
18/09/14	海航资本集团2018年上半年公司归属母公司股东的净利润亏损85588.5万元，同比下降311.30%。
18/12/04	西部信托向陕西省高院申请约4亿3千万的财产保全，冻结部分“海航基础”股份。

### 3、永续债“真永续”案例——海南航空为例

- 受17年以来海航系一系列负面事件的影响，公司出现了多次债券发行失败的案例，外部融资能力有明显恶化；18年10月21日，“15 海南航空 MTN001”的中债估值收益率也攀升至10.23%，比展期利率高了近150BP。

#### 15海南航空MTN001中债估值收益率



## 4、部分监管政策可能对永续债的投资造成一定影响

- 此外，部分监管政策可能对永续债的投资造成一定影响。
- 2019年1月28日，财政部发布了《关于印发<永续债相关会计处理的规定>的通知》(财会〔2019〕2号)，提到了发行方确定永续债的会计分类是权益工具还是金融负债的3项标准。

### 《永续债相关会计处理的规定》中发行方确定永续债的会计分类是权益工具还是金融负债的3项标准

要素	具体规定
关于到期日	<p>永续债合同明确规定无固定到期日且持有方在任何情况下均无权要求发行方赎回该永续债或清算的，通常表明发行方没有交付现金或其他金融资产的合同义务</p> <p><b>永续债合同未规定固定到期日且同时规定了未来赎回时间（即“初始期限”）的：</b></p> <p>（1）当该初始期限仅约定为发行方清算日时，通常表明发行方没有交付现金或其他金融资产的合同义务。但清算确定将会发生且不受发行方控制，或者清算发生与否取决于该永续债持有方的，发行方仍具有交付现金或其他金融资产的合同义务。</p> <p>（2）<b>当该初始期限不是发行方清算日且发行方能自主决定是否赎回永续债时，发行方应当谨慎分析自身是否能无条件地自主决定不行使赎回权。</b>如不能，通常表明发行方有交付现金或其他金融资产的合同义务。</p>
关于清偿顺序	<p>合同规定发行方清算时永续债劣后于发行方发行的普通债券和其他债务的，通常表明发行方没有交付现金或其他金融资产的合同义务。</p> <p><b>合同规定发行方清算时永续债与发行方发行的普通债券和其他债务处于相同清偿顺序的，应当审慎考虑此清偿顺序是否会导致持有方对发行方承担交付现金或其他金融资产合同义务的预期</b></p>
关于利率跳升和间接义务	<p>如果跳升次数有限、有最高票息限制（即“封顶”）且封顶利率未超过同期同行业同类型工具平均的利率水平，或者跳升总幅度较小且封顶利率未超过同期同行业同类型工具平均的利率水平，可能不构成间接义务；</p> <p>如果永续债合同条款虽然规定了票息封顶，但该封顶票息水平超过同期同行业同类型工具平均的利率水平，通常构成间接义务。</p>

## 4、部分监管政策可能对永续债的投资造成一定影响

- 此外，部分监管政策可能对永续债的投资造成一定影响。资管新规、《标准化债权类资产认定规则正式稿》等政策影响，对于永续债计入权益还是债权的会计处理在监管上有所区分，包括机构投资永续债与负债端的期限匹配等问题也仍待解决，在一定程度上抑制了永续债的配置需求。
- 整体而言，永续债的会计处理新规及各类监管政策下，可能会在一定程度上打压投资者对永续债的投资热情，需要持续关注后续相关政策的边际变化。

### 相关监管政策

日期	政策名称	相关内容
2019年12月27日	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》	现金管理类产品应当投资于现金，期限在1年以内（含1年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单，剩余期限在397天以内（含397天）的债券（包括非金融企业债务融资工具）、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券等货币市场工具。不得投资于股票；可转换债券、可交换债券；以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外；信用等级在AA+以下的债券、资产支持证券等金融工具。
2020年7月3日	《标准化债权类资产认定规则》	对永续债，根据《企业会计准则》及发行机构会计归属等明确其资产属性为债权的，属于标债资产，资产属性不属于债权的，维持现行监管要求不变，且不按照《指导意见》有关非标资产监管要求处理。



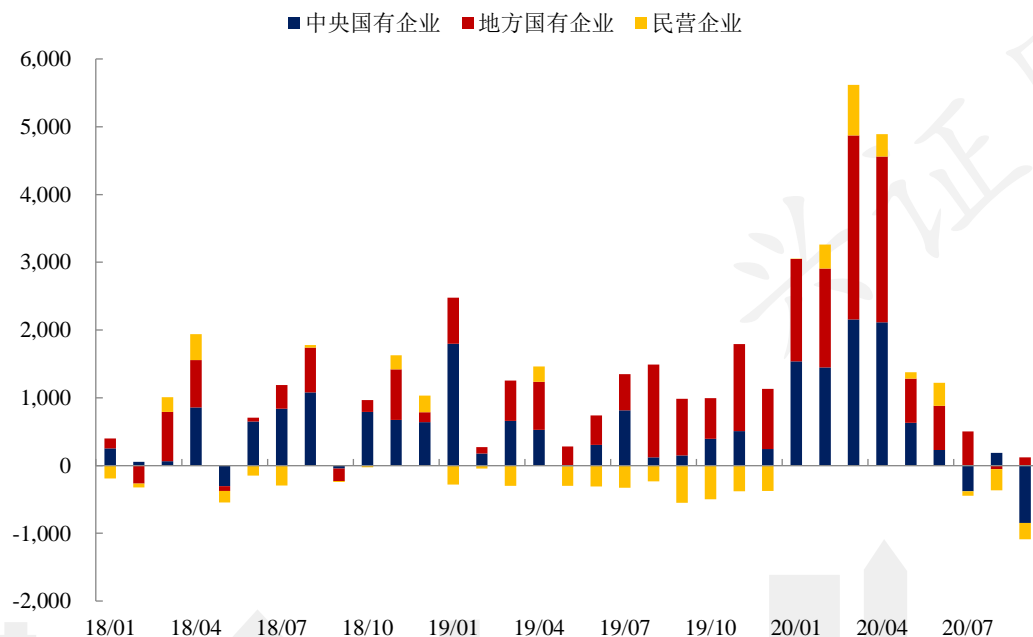
- 永续债多数条款对发行人有利、对投资者不利，这也是为什么永续债相比一般的信用债具有相应的溢价的原因之一。因此，投资者对于永续债嵌入的条款需要仔细甄别，以防条款“陷阱”。
- 投资者尤其需要警惕永续债展期和利息递延支付风险：
- 展期后票面利率不升反降：该类永续债的展期往往是发行人“主动而为”。由于条款设定，以上债券展期后票面利率不升反降，因此投资人综合考量后主动选择展期以维持相对低成本的融资；
- 展期后票面利率大幅跳升：发行人在第1个行权周期未选择赎回而仍然选择续期，多是因为其现金流紧张或再融资能力下降，其展期利率多低于同时期中债估值收益率。
- 永续债出现了利息递延支付：此类永续债虽不能定义为违约，但选择利息递延支付已经体现了其较高的信用风险，投资者应该尽可能规避。
- 此外，部分监管政策可能对永续债的投资造成一定影响。资管新规、《标准化债权类资产认定规则正式稿》等政策影响，对于永续债计入权益还是债权的会计处理在监管上有所区分，包括机构投资永续债与负债端的期限匹配等问题也仍待解决，在一定程度上抑制了永续债的配置需求。
- 整体而言，永续债的会计处理新规及各类监管政策下，可能会在一定程度上打压投资者对永续债的投资热情，需要持续关注后续相关政策的边际变化。

## ➤ 第三部分：警惕“中”字头企业的套路

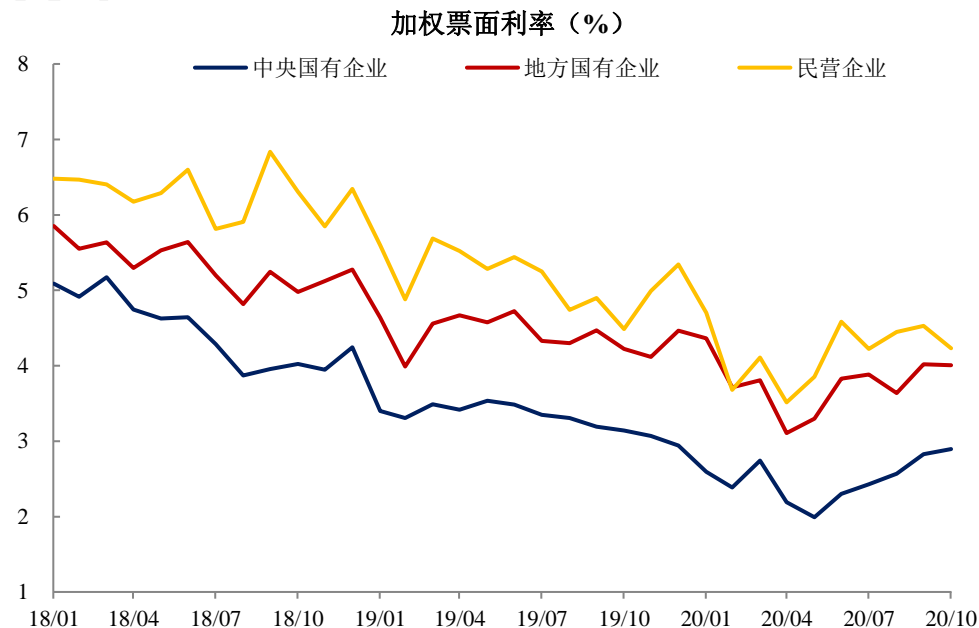
## 1、信用分层依然明显，投资者对国企更为青睐

- 当前的信用债市场，无论从一级市场的发行还是二级市场的估值水平来看，信用分层依然明显。
- 从一级市场的发债净融资来看，净融资规模依然主要集中在央企和地方国企；从发行成本（票面利率）来看，民企债券的票面利率也相对更高。

### 一级市场的净融资额（分企业性质，亿元）



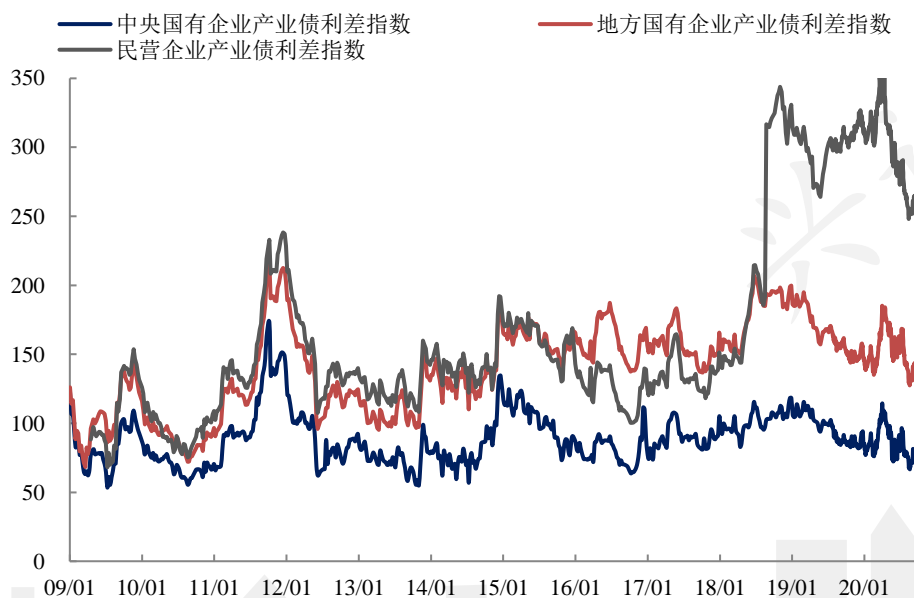
### 一级市场发行的票面利率（分企业性质）



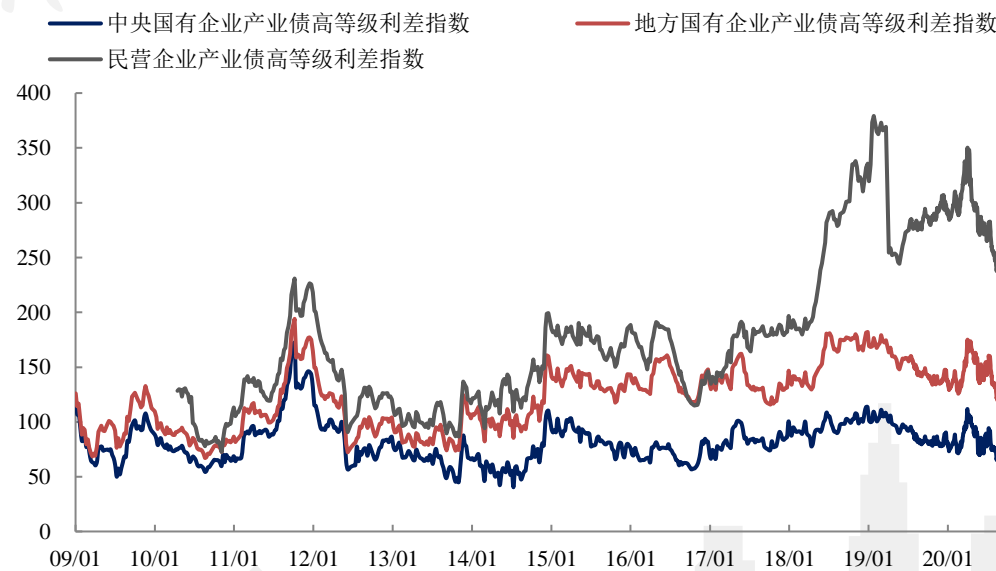
## 1、信用分层依然明显，投资者对国企更为青睐

- 从二市场的估值表现来看，无论是整体估值情况还是高等级债券估值，民企债的信用利差都明显高于央企和地方国企的信用利差水平。

### 央企、地方国企和民企信用利差指数（BP）



### 高等级央企、地方国企和民企信用利差指数（BP）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：高等级指主体评级为AA+及以上，样本券皆为中票，利差为采用插值法求得个券与同期限国开债利差后算术平均所得

## 2、“中”字头企业并非全为“根正苗红”的国企

- “中”字头企业并非全为国企，投资者可以穿透其股东背景甄别“中”字头企业的属性。“中”字头发债企业穿透股东背景后分为中央国有企业、地方国有企业以及民营企业3大类。
- 其中，央企我们又可以根据实际控制人划分为两类，即中央国有企业（第一档）和中央国有企业（第二档），其中第一档是指实际控制人为国务院、国务院国资委以及财政部、住建部等其他部委的“信仰”力量十足、根正苗红的央企；第二档是指实际控制人为中华全国供销合作总社、中国科学院、中国贸促会等科研机构、社会组织/团体，其“央企”的含金量需要大打折扣。

### 根据实际控制人将“中”字头企业分档

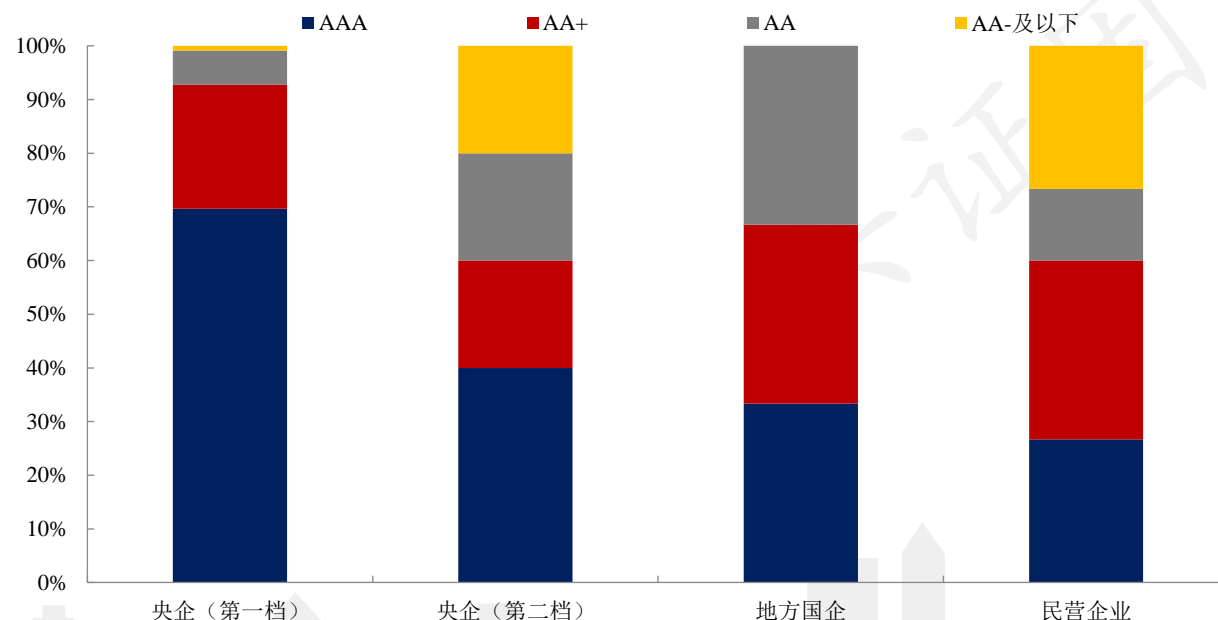
“中”字头企业类型	实际控制人特征
中央国有企业（第一档）	经过股权穿透后，实际控制人为国务院、国务院国资委以及财政部、住建部等其他部委
中央国有企业（第二档）	经过股权穿透后，实际控制人为中华全国供销合作总社、中国科学院、中国贸促会资产管理中心等科研机构、社会组织/团体等
地方国企	经过股权穿透后，实际控制人为地方政府国资委等
民营企业	广义上的民企，包括除央企和地方国企以外的民营企业、公众企业以及实际控制人为基金会等社会组织/团体的其他类型企业



## 2、“中”字头企业并非全为“根正苗红”的国企

- 我们观察各档次企业的主体评级也明显可以看出，中央国有企业（第一档）及地方国企的信用资质相对更优，而中央国有企业（第二档）及民营企业存在较多AA-及以下评级的发行人。
- 需要指出的是，“中”字头企业中的中央国有企业（第二档）及民营企业，历史上都出现过信用债违约事件。这也给投资者敲响了警钟：对于含金量不足的企业，保持谨慎为好。

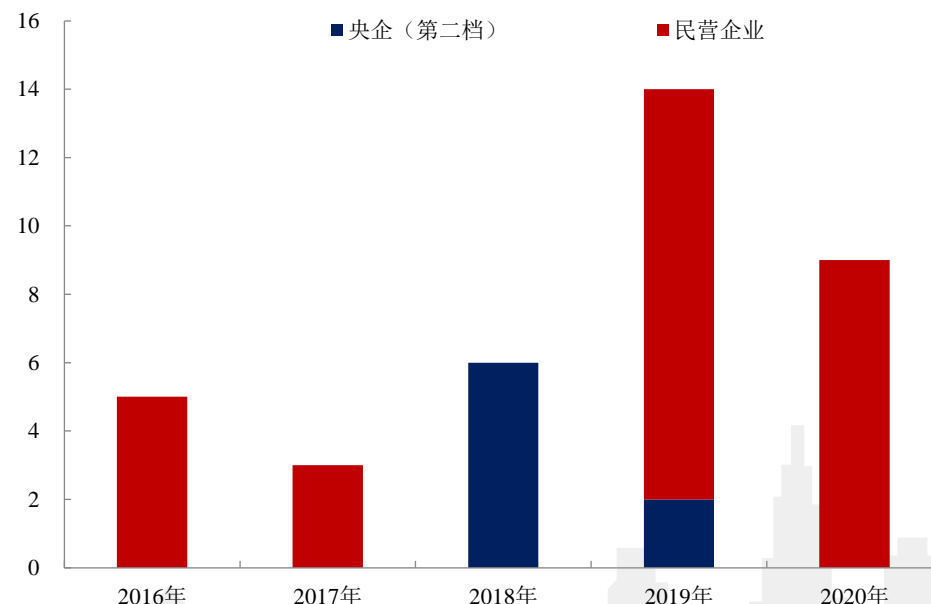
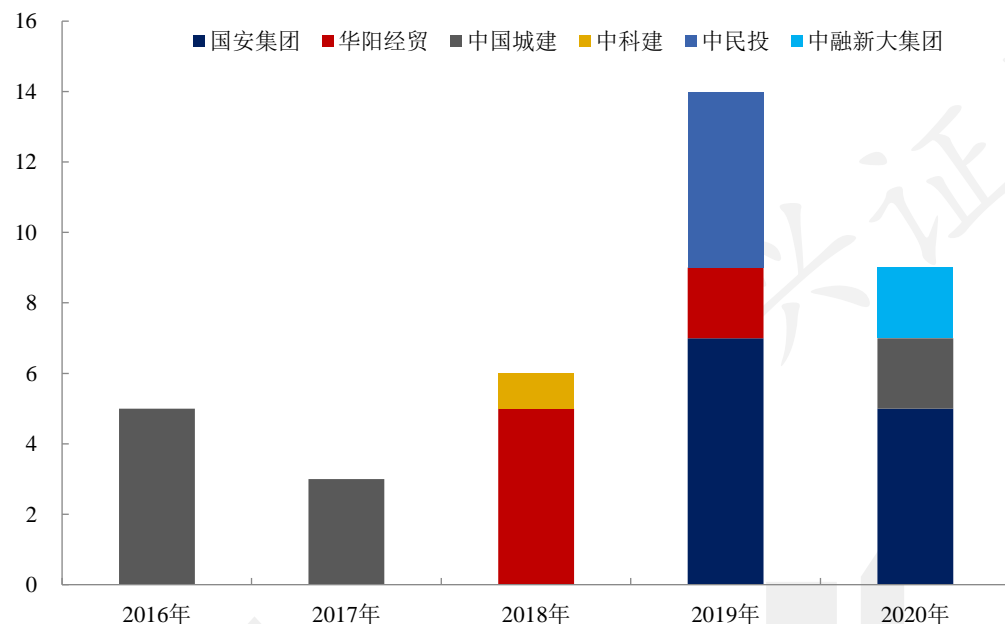
各档次“中”字头企业主体评级分布



### 3、“中”字头企业债券屡现违约

- 根据我们的梳理，对于国企含金量不足的“中”字头企业，历史上不乏有中央国有企业（第二档）以及民企出现过债券违约事件。尤其是在2018年信用债违约趋于常态化后，“中”字头企业中含金量不足的中央国有企业（第二档）及民营企业更是违约频发。

“中”字头企业中含油量不足的中央国有企业（第二档）及民营企业屡现违约（按违约债券数量，单位：只）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的股票研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### 3、“中”字头企业债券屡现违约

- 对投资者而言，穿透股东背景后为民企（广义概念，包括公众企业等）的“中”字头企业甄别难度相对不大，**主要是实际控制人为科研机构以及社会组织/团体的“中”字头企业，往往具有较大的“迷惑性”，尤其需要投资者警惕：由于这种企业的“信仰”不足，外部支持力度不大，如果自身经营不善，存在公司治理等问题或者基本面出现恶化，往往很难抵御风险，因此蕴含着较大的“信用风险”。**

#### “中”字头违约企业一览

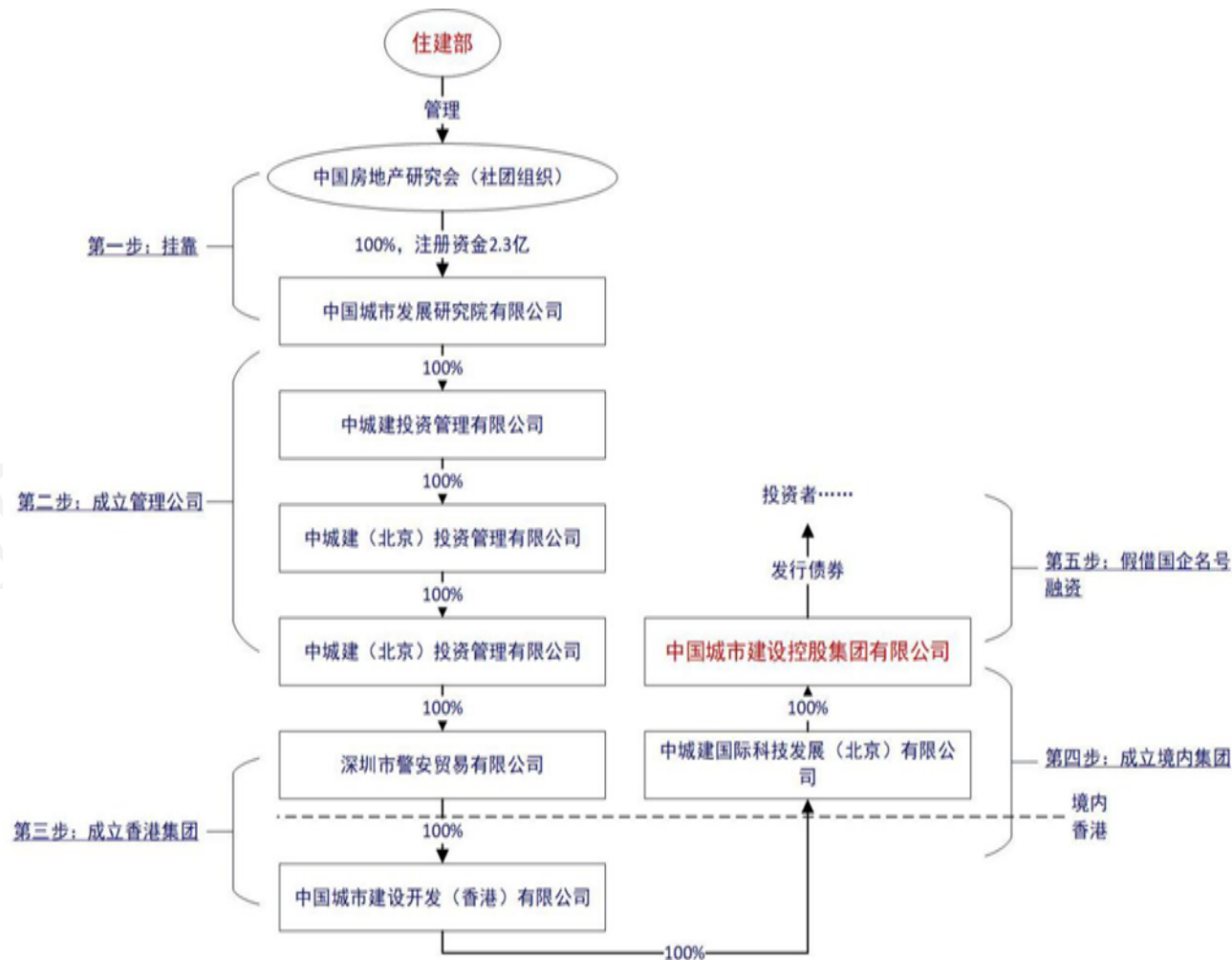
企业名称	最新评级	地区	企业类型	第一大股东	实际控制人	申万行业
中国华阳经贸集团有限公司	C	北京	中央国有企业（第二档）	中国贸促会资产管理中心	中国贸促会	商业贸易
中科建设开发总公司	AA+	上海	中央国有企业（第二档）	中国科学院行政管理局黄金海岸培训中心	中国科学院	建筑装饰
中国城市建设控股集团有限公司	C	北京	民营企业（曾为中央国有企业（第二档））	中城建国际科技发展(北京)有限公司	中民国际投资有限公司	建筑装饰
中融新大集团有限公司	BB	山东	民营企业	王清涛	王清涛	商业贸易
中国民生投资股份有限公司	AAA	上海	民营企业	霍尔果斯市国信保泰创业投资有限公司	-	综合
中信国安集团有限公司	C	北京	民营企业	中国中信集团有限公司	-	综合

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、“中”字头企业债券违约案例——中国城建的“央企”挂靠之路

- 中国城建当前虽然已经失去“国企”外衣，但是观察中国城建的发家史，此前其通过挂靠“央企”（中国房地产研究会）而披上国企外衣，之后以“央企”身份在信用市场上完成了多次发债融资。
- 2016年4月25日，中国城建公告宣布实际控制人变更，原控股股东中城院持股比例由100%降至1%，剩余99%由惠农基金持有，中国城建的“央企”身份丧失。控制权变更也触发了中城建子公司中城建国际在香港交易所的“点心债”提前到期，但由于中城建对债券本金无法足额兑付，构成违约。

### 中国城建的设立契合“假国企”套路

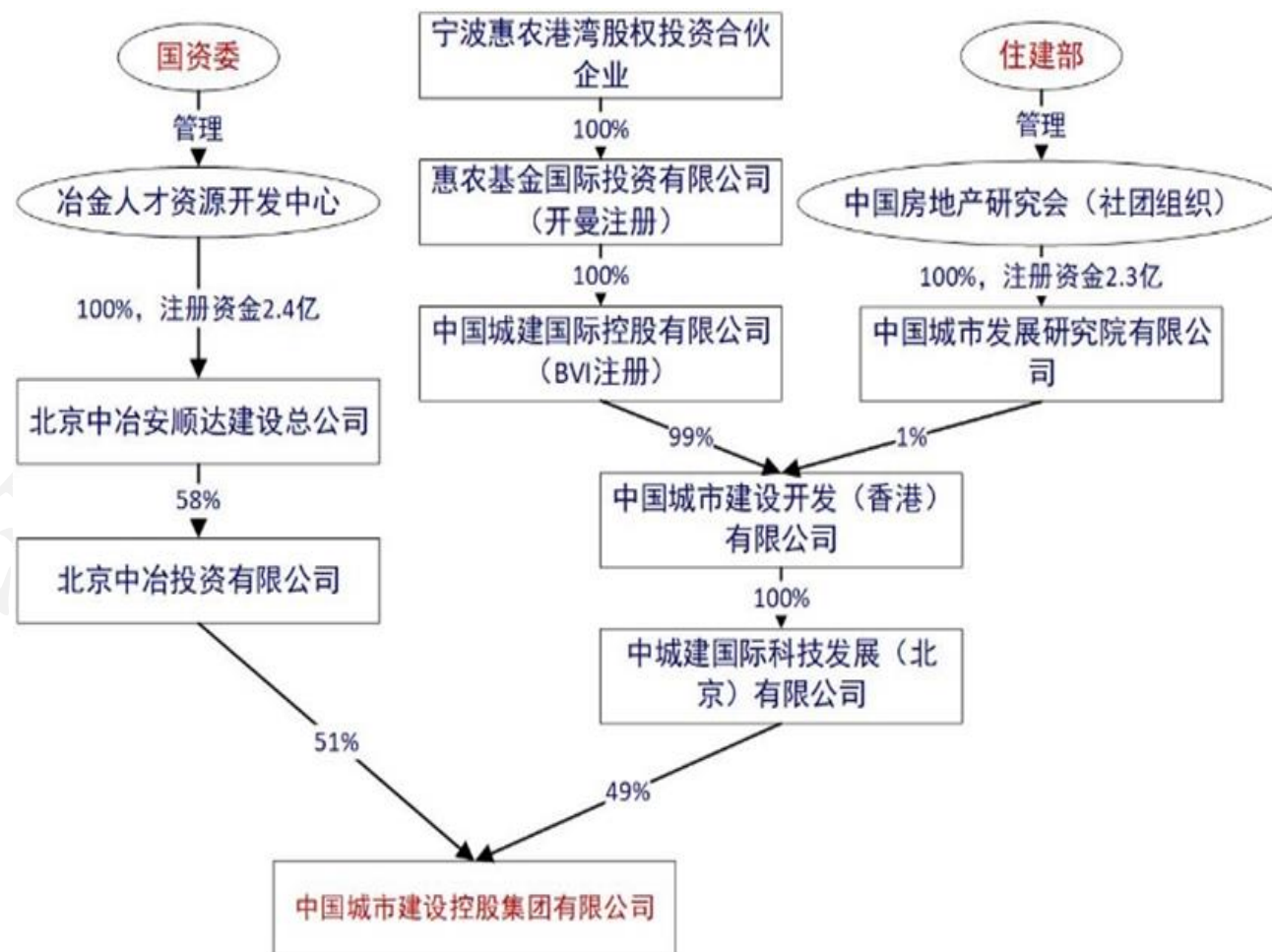


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、“中”字头企业债券违约案例——中国城建的“央企”挂靠之路

16年8月11日股权变更后的中国城建股权图

- 2016年8月11日，中城建发布资产重组公告称北京中冶投资有限公司(“北京中冶”)完成对中城建51%股权的协议收购。通过此次股权转让，中城建妄图再次披上“国企”外衣。
- 然而北京中冶的实际控制人是挂靠在国资委管辖的冶金人才资源开发中心旗下，依然是含金量存疑的第二档央企。



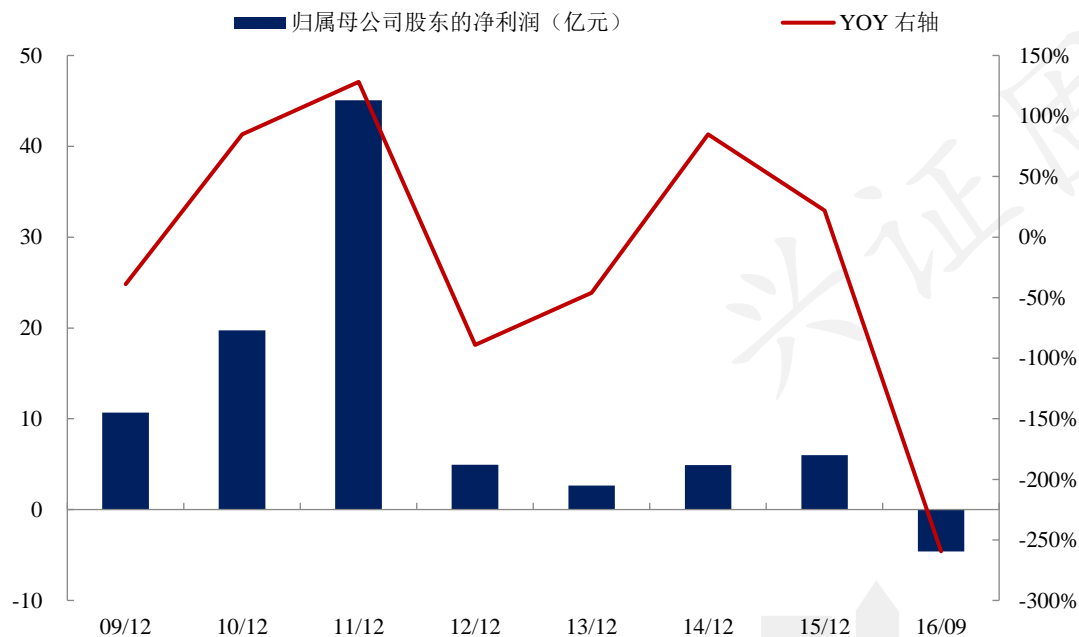
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理



## 4、“中”字头企业债券违约案例——中国城建的“央企”挂靠之路

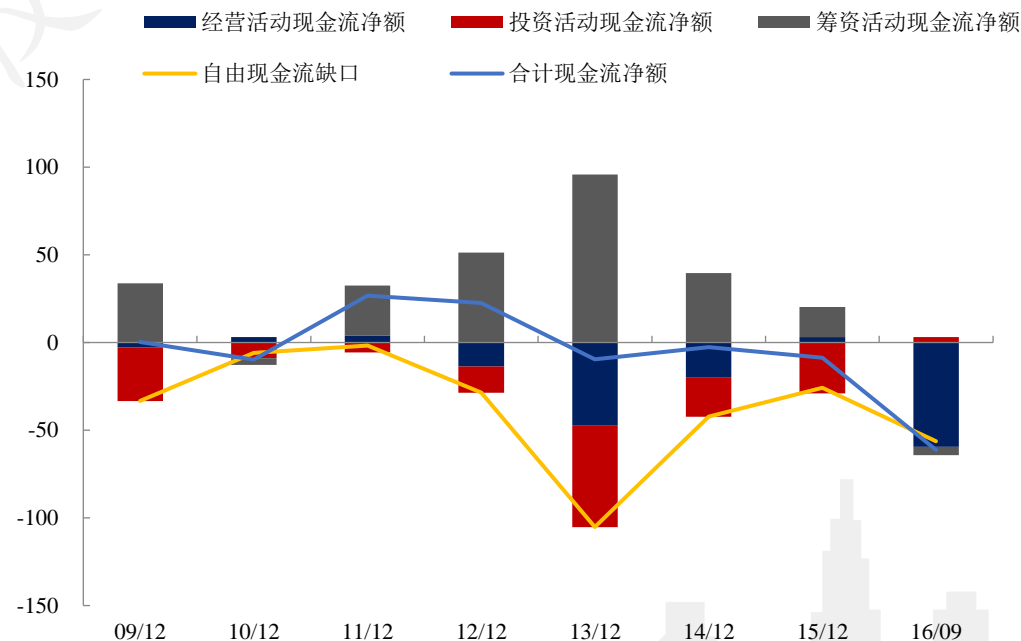
- 含金量不足的“央企”身份并未给中国城建带来足够的外部支持，在盈利能力大幅下行和流动性枯竭下，2016年11月，12中城建MTN1等3只债券同时违约，之后中国城建便走上了频繁违约之路。

### 中国城建16Q3盈利大幅下行



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

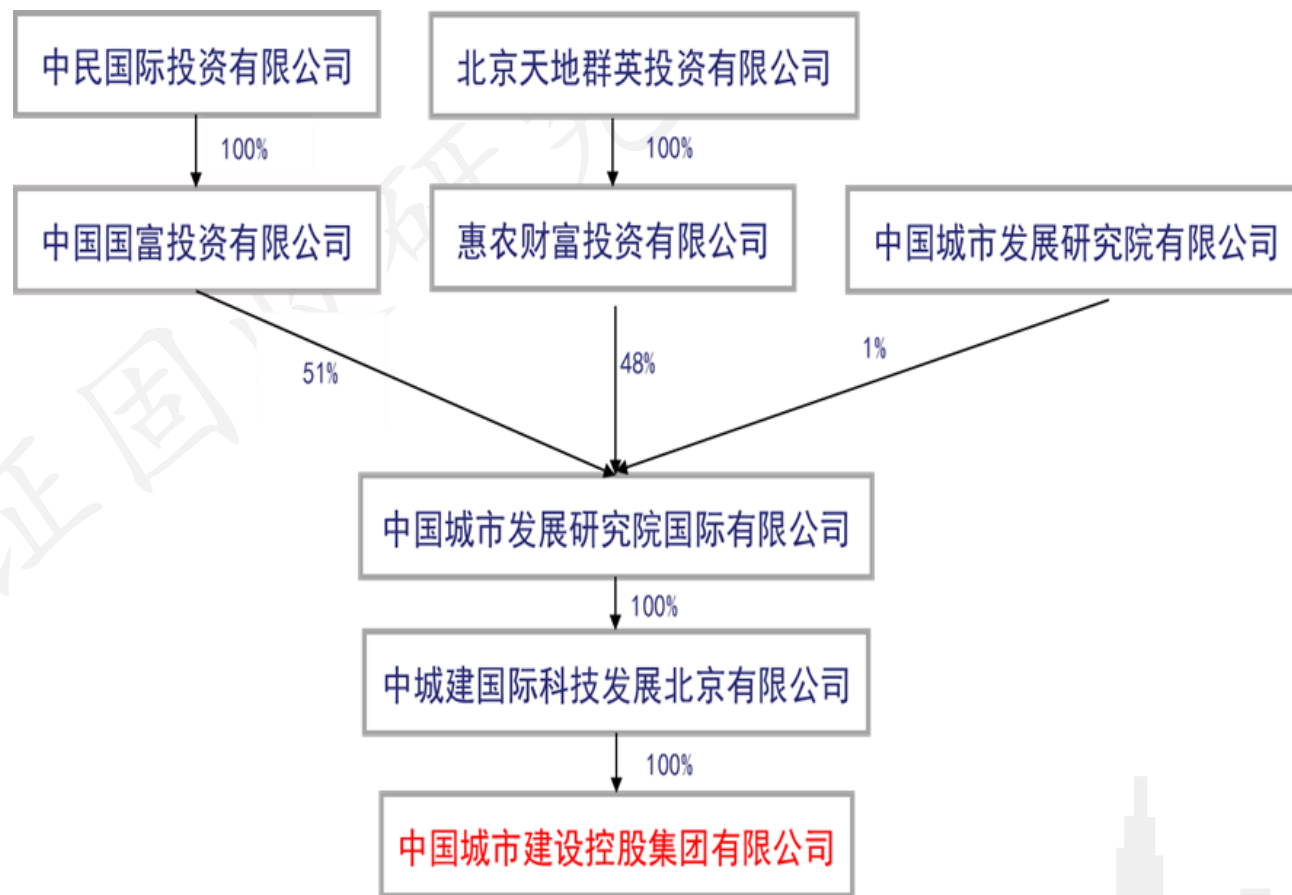
### 中国城建违约前现金流情况持续恶化（亿元）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、“中”字头企业债券违约案例——中国城建的“央企”挂靠之路

2019年7月15日股权变更后的中国城建股权图



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

- 根据公司公告，2018年6月11日，汇鹏事业集团有限公司接手北京中冶开始管控中国城建，2019年7月15日，北京中冶持有公司的51%股权回归中城建国际科技发展(北京)有限公司。
- 当前，公司的“央企”外衣已经彻底褪去。

## 4、“中”字头企业债券违约案例——含金量不足的华阳经贸

- 华阳经贸原为中国贸促会独资企业，历经改制和股权变更后，当前中国贸促会依然为公司的实际控制人。
- 不过实际上，中国国际贸易促进委员会也仅是22家中央编办管理机构编制的群团组织之一，并非根正苗红的央企，因此华阳经贸也属于我们前文提到的第二档央企，“信仰”的含金量并不足。

### 华阳经贸的股权变更大事记

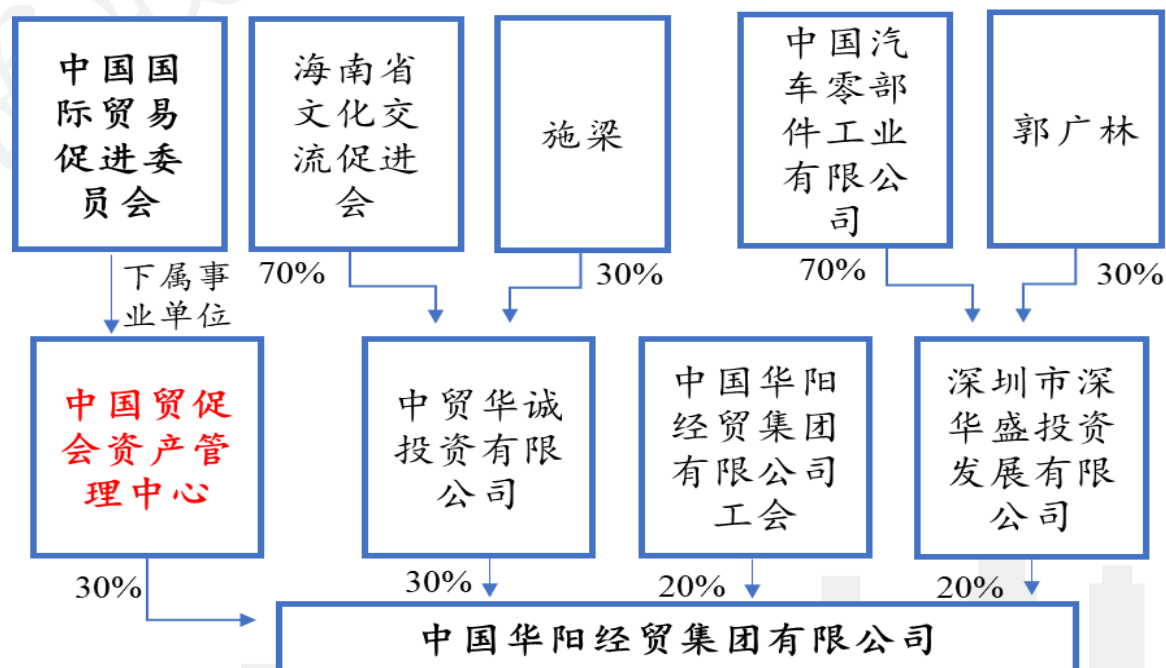
1984年8月：中国华阳技术贸易咨询公司受批成立

当前：多家公司共同投资的有限责任公司，其中，中国贸促会资产管理中心直接持股30%；中国贸促会资产管理中心履行实际控制人出资人管理职责，中国贸促会依然为公司实际控制人

1993年：公司并入中国国际贸易促进委员会，成为其会管单位，之后更名为中国华阳技术贸易(集团)公司，公司为中国国际贸易促进委员会独资企业

2009年：公司由贸促会独资企业改制为多家公司共同投资的有限责任公司，并于2011年5月26日更名为中国华阳经贸集团有限公司

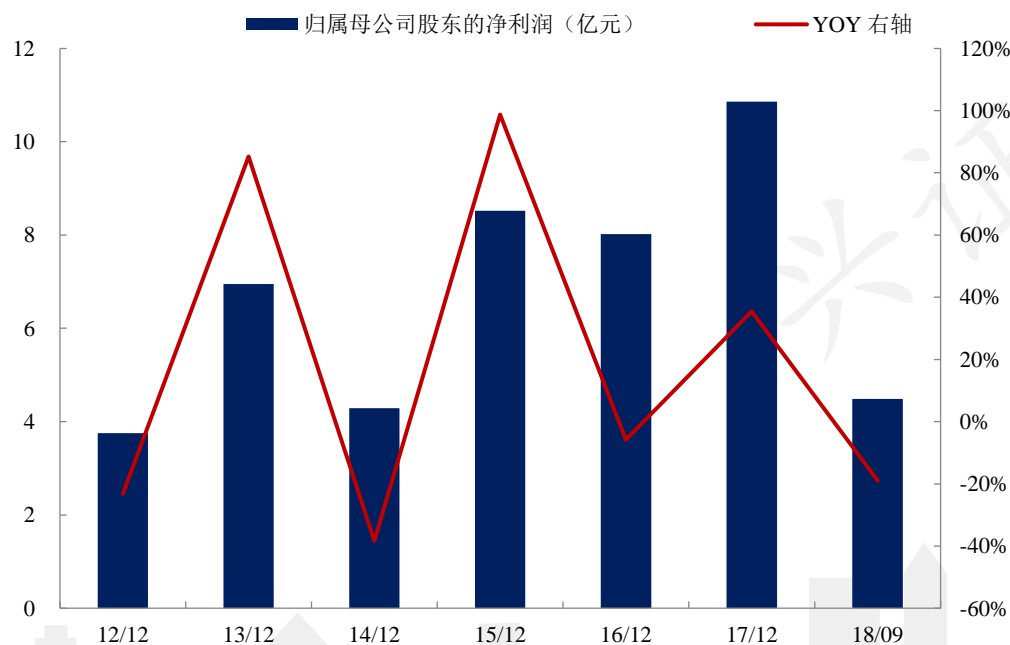
### 华阳经贸的股权结构图



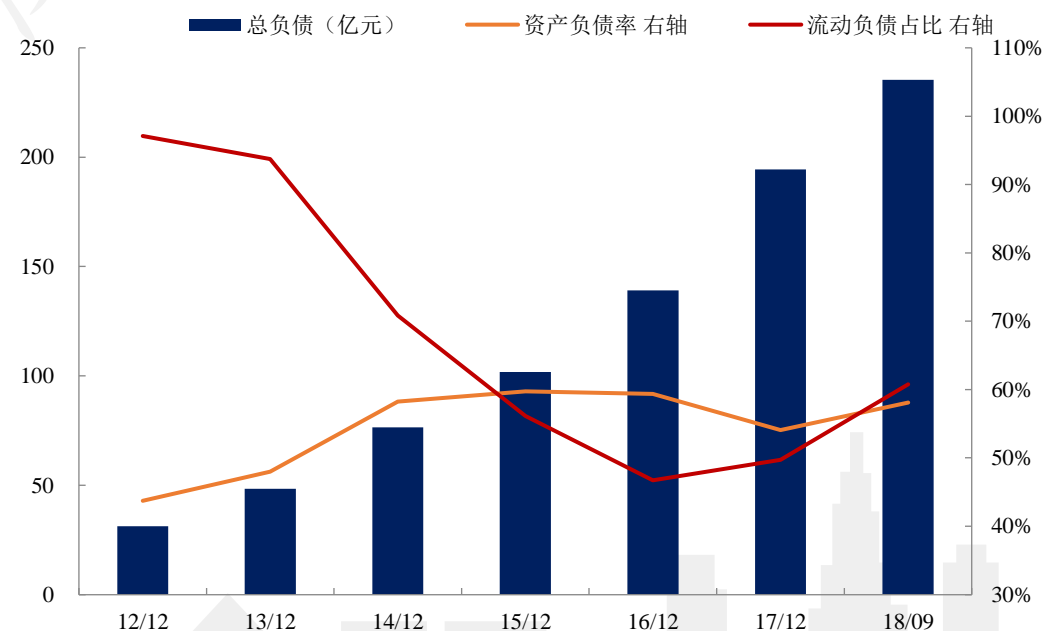
## 4、“中”字头企业债券违约案例——含金量不足的华阳经贸

- 华阳公司自14年以来便大规模对外投资，投资活动现金流净额持续为负，但其自身的经营获现能力偏弱，自由现金流缺口也在持续扩大，更多依赖其“央企”身份通过外部融资扩张，危机持续积累。

### 华阳经贸的盈利能力2018年出现恶化



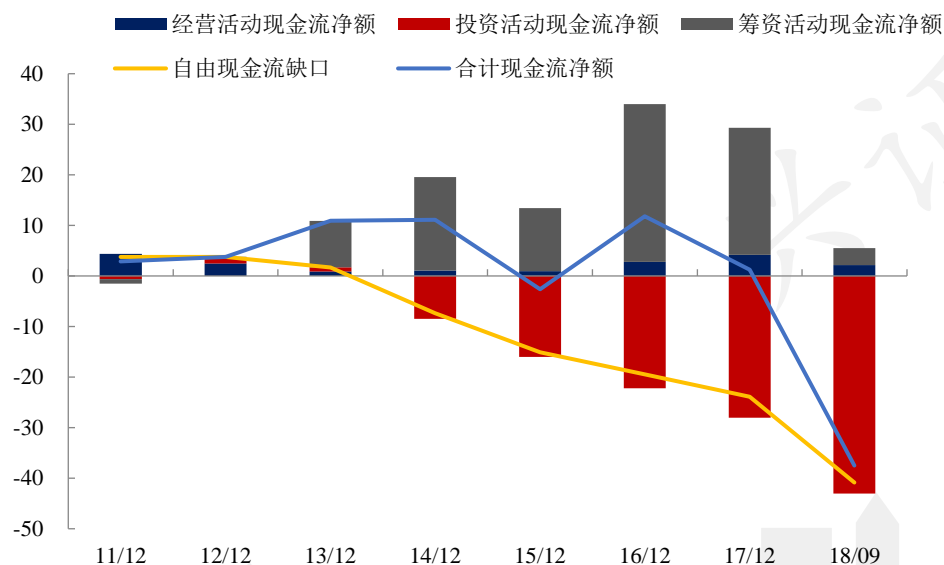
### 华阳经贸的负债规模持续扩大



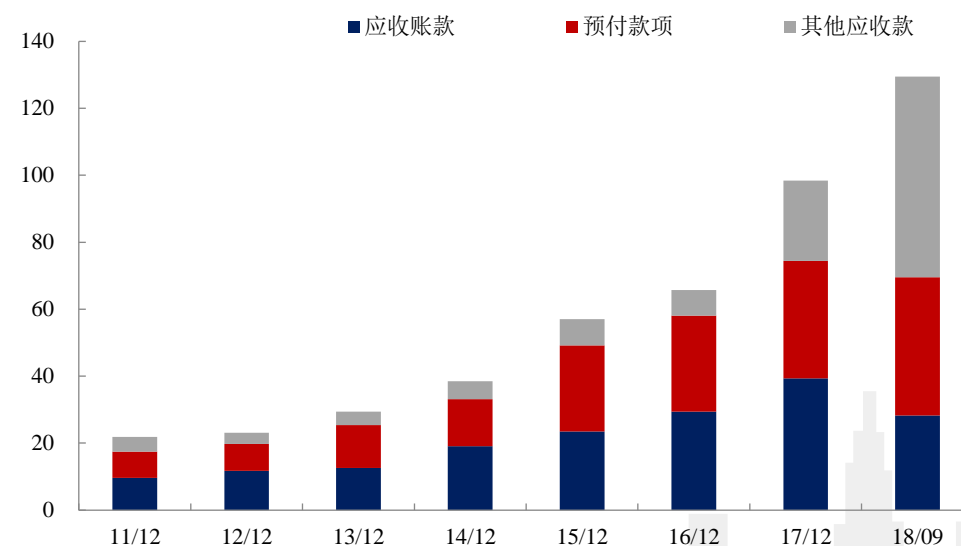
## 4、“中”字头企业债券违约案例——含金量不足的华阳经贸

- 公司对外投资消耗了大量的现金流，然后其投资并未取得预期回报，经营获现能力一直表现羸弱；同时公司14年以来的应收账款、预付款项和其他应收款金额也持续增加且数额较大，对资金的占用情况严重。
- 作为含金量不足的第二档央企，华阳经贸很难获得外部的强力支持，随着公司自身过度负债扩张，危机在持续积累，最终在基本面恶化、流动性枯竭和无法获得外部支持的多重冲击下，公司的违约不可“避免”。

### 华阳经贸对外部融资的依赖度极大（亿元）



### 公司应收账款、预付款项和其他应收款（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



## 5、投资策略：对“中”字头企业切勿盲目“信仰”

- 投资者对“中”字头企业切勿盲目加持“信仰”，“打铁还需自身硬”，对于“中”字头企业债券的投资需要结合其股东背景和自身基本面综合来看。
- ✓ 对于含金量不足、外部支持力度不大的“中”字头企业，即我们前文中提到的第二档央企和民企，投资者需要更多关注基本面情况，对于基本面较差的相关发行人需要保持更多警惕，不可盲目充值“信仰”，较差的基本面+缺乏强有力的外部支持，其往往蕴含着较高的违约风险，前文提到的中国城建、华阳经贸便是典型案例；但是如果发行人基本面情况较好，投资者依然可以积极把握投资机会；
- ✓ 对于股东背景较强的“中”字头企业，即我们前文中提到的第一档央企和地方国企，投资者也不能掉以轻心，需要积极关注其基本面的边际变化；如果发行人的基本面较差或边际恶化，投资者也要保持慎重。
- 对于“中”字头企业债券的投资，无论其信仰强弱，都需要结合发行人的自身基本面情况综合来看，不可盲目，以防范可能的信用风险。

## 5、投资策略：对“中”字头企业切勿盲目“信仰”

### “中”字头企业中，第二档央企和民企一览

企业名称	债券余额 (亿元)	最新评级	第一大股东	实际控制人	实际控制人类型	申万行业	现金短债比	短长期有 息负债比	流动负 债占比	报告期
中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司	120.00	AAA	香港中央结算(代理人)有限公司	-	民营企业(公众企业)	机械设备	33.5%	74.5%	60.3%	2019-12-31
中联重科股份有限公司	100.00	AAA	香港中央结算(代理人)有限公司	-	民营企业(公众企业)	机械设备	63.1%	54.5%	58.3%	2019-12-31
中融新大集团有限公司	117.30	C	王清涛	王清涛	民营企业	商业贸易	97.5%	39.6%	26.2%	2019-12-31
中国泛海控股集团有限公司	115.33	AA+	泛海集团有限公司	卢志强	民营企业	综合	19.7%	184.1%	70.5%	2019-12-31
中信国安集团有限公司	41.50	C	中国中信集团有限公司	-	民营企业(公众企业)	综合	12.3%	164.7%	64.9%	2019-9-30
中天金融集团股份有限公司	81.50	AA+	金世旗国际控股股份有限公司	罗玉平	民营企业	房地产	24.5%	76.3%	43.0%	2019-12-31
中国民生投资股份有限公司	64.35	AAA	霍尔果斯市国信保泰创业投资有限公司	-	民营企业	综合	23.2%	153.3%	62.0%	2018-9-30
中国城市建设控股集团有限公司	43.00	C	中城建国际科技发展(北京)有限公司	中民国际投资有限公司	民营企业	建筑装饰	18.5%	47.9%	50.8%	2016-9-30
中天钢铁集团有限公司	20.00	AA+	董才平	董才平	民营企业	钢铁	123.5%	276.5%	87.2%	2019-12-31
中天建设集团有限公司	19.40	AA+	中天控股集团有限公司	楼永良	民营企业	建筑装饰	223.9%	225.7%	95.0%	2019-12-31
中民投租赁控股有限公司	16.21	AAA	中国民生投资股份有限公司	-	民营企业	非银金融	17.9%	114.3%	57.8%	2018-9-30
中信国安信息产业股份有限公司	10.00	AA+	中信国安有限公司	-	民营企业(公众企业)	综合	14.2%	312.0%	81.8%	2019-12-31
中静新华资产管理有限公司	9.00	AA	上海中静安银投资有限公司	上海市宋庆龄基金会	民营企业	非银金融	34.0%	68.9%	61.9%	2019-12-31
中国科学院控股有限公司	60.00	AAA	中国科学院	中国科学院	中央国有企业(第二档)	综合	372.9%	36.5%	64.5%	2019-12-31
中国供销集团有限公司	55.00	AAA	中华全国供销合作总社	中华全国供销合作总社	中央国有企业(第二档)	商业贸易	36.8%	246.0%	79.2%	2019-12-31
中国华阳经贸集团有限公司	30.13	C	中国贸促会资产管理中心	中国贸促会	中央国有企业(第二档)	商业贸易	15.7%	94.6%	66.0%	2019-9-30
中科建设开发总公司	15.00	AA+	中国科学院行政管理局黄金海岸培训中心	中国科学院	中央国有企业(第二档)	建筑装饰	-	-	-	-
中科实业集团(控股)有限公司	4.00	AA	中国科学院控股有限公司	中国科学院	中央国有企业(第二档)	-	396.1%	49.5%	56.8%	2019-12-31

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：标红企业为信用债已发生过违约的发行人，此处所指民营企业为广义民企，包括除央企和地方国企以外的民营企业、公众企业等；现金短债比=货币资金/短期有息债务，短长期有息负债比=短期有息债务/长期有息债务，流动负债占比=流动负债/负债总额；其中债券余额为未到期的债券余额（不含已到期的违约债券），数据截至2020年10月23日。

- “中”字头企业并非全为国企，投资者可以穿透其股东背景甄别“中”字头企业的属性。“中”字头发债企业穿透股东背景后可分为中央国有企业、地方国有企业以及民营企业。需要指出的是，“中”字头企业中的中央国有企业（第二档）及民营企业，历史上都出现过信用债违约事件。
- 投资者对“中”字头企业切勿盲目加持“信仰”，对于“中”字头企业债券的投资需要结合其股东背景和自身基本面综合来看。
- 对于含金量不足、外部支持力度不大的“中”字头企业，即第二档央企和民企，投资者需要更多关注基本面情况，对于基本面较差的相关发行人需要保持更多警惕，较差的基本面+缺乏强有力的外部支持，其往往蕴含着较高的违约风险；但是如果发行人基本面情况较好，投资者依然可以积极把握投资机会；
- 对于股东背景较强的“中”字头企业，即第一档央企和地方国企，投资者也不能掉以轻心，需要积极关注其基本面的边际变化；如果发行人的基本面较差或边际恶化，投资者也要保持慎重。
- 对于“中”字头企业债券的投资，无论其股东背景强弱，都需要结合发行人的自身基本面情况综合来看，不可盲目投资，以防范可能的信用风险。

## ➤ 第四部分：信用债兑付之辩：债券展期/债券置换知多少？

## 1、海航集团“闪电”召开债券持有人会议，进行债券展期

- 2020年4月14日18:30，“13海航债”的投资者收到会议通知，被要求19点前登记参会（仅提前半小时通知），20点“闪电”召开了债券持有人会议。15日下午公司发布公告称会议通过了2项议案，涉及“豁免发行人未按规定召开持有人会议的法律責任”和“展期一年支付債券本息”等决议。

### 海航集团“闪电”召开债券持有人会议的来龙去脉



公告显示，有32名债券持有人参与了会议投票，合计持有面值3.51亿元，占“13海航债”未偿还本金总额所代表表决权的89.94%。其中，反对者29名，而投赞成票的3名持有人合计持有面值3.45亿元，占出席会议的债券持有人所持有效表决权的98.26%，主导了投票结果。两项议案虽然获得通过，但债券持有人会议的“合规性”值得商榷。



# 1、海航集团“闪电”召开债券持有人会议，进行债券展期



- 该事件折射了国内对债券持有人会议的“合规性”有待强化，相关的监管措施亟需完善。国内关于债券持有人会议相关规定可以在《上海证券交易所公司债券上市规则（2018年修订）》、《深圳证券交易所公司债券上市规则（2018年修订）》等相关规范性文件中找到依据。

## 上交所关于债券持有人会议制度的相关规定

	关于债券持有人会议的相关内容摘要
《上海证券交易所公司债券上市规则（2018年修订）》	受托管理人应当与发行人按照有利于保护债券持有人利益的原则制定债券持有人会议规则，明确债券持有人通过债券持有人会议行使权利的范围，债券持有人会议的召集、通知、决策机制和其他重要事项。
	发行人、单独或者合计持有本期债券总额10%以上的债券持有人书面提议召开持有人会议的，受托管理人应当自收到书面提议之日起5个交易日内向提议人书面回复是否召集持有人会议，并说明召集会议的具体安排或不召集会议的理由。同意召集会议的，受托管理人应当于书面回复日起15个交易日内召开持有人会议，提议人同意延期召开的除外。
	受托管理人或者自行召集债券持有人会议的提议人（以下简称召集人）应当至少于持有人会议召开日前10个交易日发布召开持有人会议的公告，召集人认为需要紧急召集持有人会议以有利于持有人权益保护的除外。债券持有人会议规则另有约定的，从其约定。
	债券持有人进行表决时，每一张未偿还的债券享有一票表决权。债券持有人会议规则另有约定的，从其约定。债券持有人为发行人、发行人的关联方或债券清偿义务承继方的，应当回避表决。
	债券持有人会议对表决事项作出决议，经超过持有本期未偿还债券总额且有表决权的二分之一的债券持有人同意方可生效。债券持有人会议规则另有约定的，从其约定。
	债券持有人会议通过的决议，对所有债券持有人均有同等约束力。受托管理人依据债券持有人会议决议行事的结果由全体债券持有人承担。

# 1、海航集团“闪电”召开债券持有人会议，进行债券展期



- 在《持有人会议规则》中第十一条、第十二条以及第十九条中明确规定了召集会议的时间要求，因此海航集团在会议当天18：30通知投资者并要求半个小时之内进行参会登记，违反了《持有人会议规则》的相关规定。

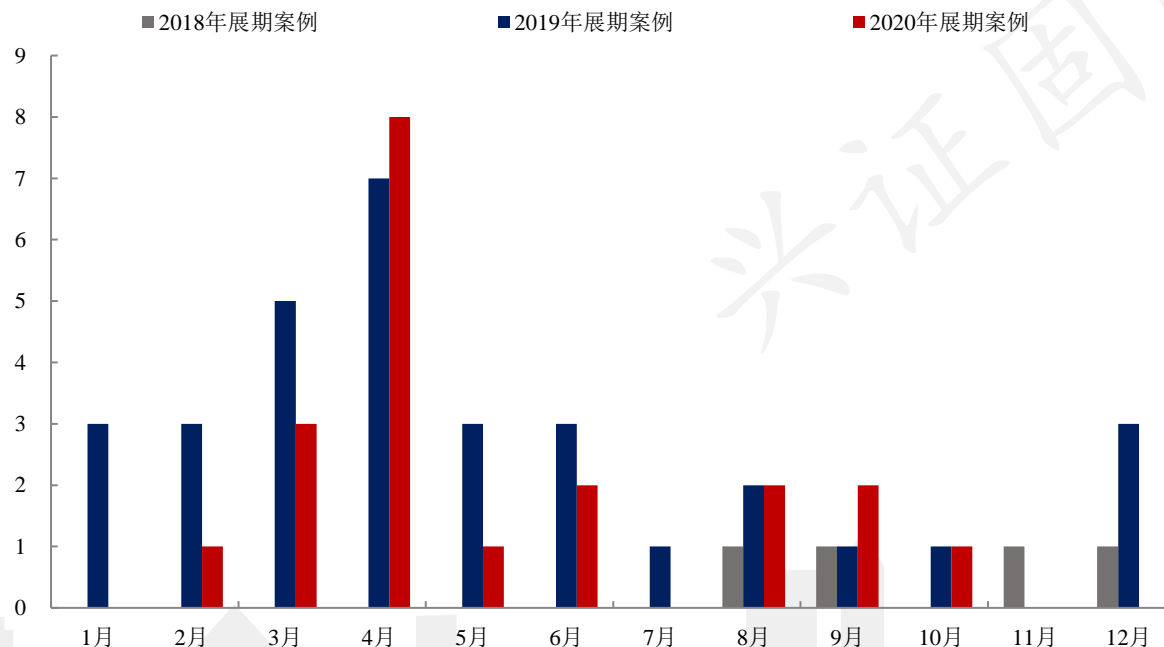
## “13海航债” 持有人会议的两项议案之一是豁免或修改《持有人会议规则》条款

	原条款	议案决议豁免或修改条款
第十一条	当出现变更募集说明书内容、无法按期兑付本息、发生重大变动、变更持有人会议规则等对债券持有人权益有重大实质影响的事项时， <b>发行人应在知悉或应当知悉该事项发生之日起10个工作日内书面通知债权人代理人及债券持有人，债权人代理人应在收到发行人的书面通知之日起5个工作日内通知债券持有人召开债券持有人会议。</b>	<b>豁免发行人未按此时间召集会议的相关法律责任。</b>
第十二条	当出现符合条件的债券持有人向公司董事会书面提议召开债券持有人会议的情形时， <b>发行人应在债券持有人提出之日起10个工作日内，以书面方式或其他有效方式通知债券持有人召开债券持有人会议。</b>	
第十九条	<b>会议召集人应于会议召开前三十日以书面方式通知全体债券持有人、拟列席人员及其他相关人员。</b>	
第二十二条	债券持有人会议原则上应在发行人的住所地所在地召开。	对于本次会议，修改为“债券持有人会议采取非现场方式召开”。 <b>豁免发行人未按此地点召开会议的相关法律责任。</b>
第三十五条	债券持有人会议采取现场记名方式进行投票表决，不得采取通讯、网络等表决方式。	对于本次会议，修改为“本期债券持有人会议以记名投票表决的方式进行表决”。

## 2、警惕发行人对债券展期可能蕴藏的违约风险

- 同时，我们需要警惕发行人对债券本息进行展期可能蕴藏的违约风险。债券展期往往遵循“少数服从多数”的原则，因此，即便有少数投资者不同意展期，只要展期协议通过，发行人即可对所有债券持有人进行延期支付。
- 发行人与债权人“协商”进行展期偿付虽不能定性为“违约”，但客观上反映了企业流动性紧张的局面，未来其发生“实质违约”的概率也很高，因此投资者对于展期债券需要保持高度警惕。

### 2018年以来信用债展期案例（个）



### 3、关注债券置换及发行人后续可能的违约风险

- **关注债券置换及发行人后续可能的违约风险。**债券置换相对于债券展期来说更加市场化，投资者的“自主权”更大，但由于在国内起步晚，信息披露、置换流程等相关的法律法规都有待进一步规范和完善。
- 国内目前已有的债券置换案例中，2020年3月“17桑德工程MTN001”进行置换后的新券“20桑德工程EN001”在6月和9月出现了违约，因此投资者需要仔细甄别发行人的基本面情况并积极关注基本面的边际变化，谨慎选择是否进行债券置换。

#### 债券置换、债券展期与借新还旧的比较

	债券置换	债券展期	借新还旧
发行人特征	发行人面临流动性紧张的局面		发行人信用资质往往较好，在市场上的认可度较高，发行新新券融资比较顺畅
目标投资者	原债券（旧券）持有人	原债券持有人	不限
操作流程	债务人对原债券持有人发出置换要约，持有人 <b>自主选择</b> 是否参与债券置换	召开债券持有人会议，商议债券展期议案，往往遵循“ <b>少数服从多数</b> ”的原则	根据企业自身需求发行新券，对于到期债券正常还本付息
结果	结果一：原债券（旧券）持有人同意置换，持有新债券； 结果二：原债券（旧券）持有人不同意置换，持有原债券至到期，可能面临债务人违约风险	结果一：通过展期协议，债券展期兑付； 结果二：未通过展期协议，可能面临债务人违约风险	债务人兑付到期债券本息，投资者正常认购新券



### 3、关注债券置换及发行人后续可能的违约风险

- **关注债券置换及发行人后续可能的违约风险。**债券置换相对于债券展期来说更加市场化，投资者的“自主权”更大，但由于在国内起步晚，信息披露、置换流程等相关的法律法规都有待进一步规范和完善。
- 国内目前已有的债券置换案例中，2020年3月“17桑德工程MTN001”进行置换后的新券“20桑德工程EN001”在6月和9月出现了违约，因此投资者需要仔细甄别发行人的基本面情况并积极关注基本面的边际变化，谨慎选择是否进行债券置换。

#### 债券置换案例

公告时间	发行人	置换的债券简称	置换条款主要内容	置换结果
2020/3/2	北京桑德环境工程有限公司	17桑德工程MTN001	公司决定以1:1的比例置换“17桑德工程MTN001”，新券“20桑德工程EN001”的票面利率从原来的6.5%提高50BP至7%，期限为1年，附2020年12月6日投资者回售选择权。	截至要约期限截止日，置换金额合计为4亿元，占置换标的发行金额比例为80%；未参与置换金额为1亿元，占置换标的发行金额比例为20%，但该部分在3月6日到期后未实现兑付，构成实质性违约，后又进行了协商展期
2020/3/17	华昌达智能装备集团股份有限公司	17华昌01	公司拟以非现金方式对“17华昌01”本金进行1:1等比例按面值置换，新券“20华昌置”的票面利率依然为8.5%，期限为1年。	本次置换金额为1.5541亿元，置换成功率64.86%，剩余未置换部分在到期日已足额兑付本息。
2020/4/9	瓦房店沿海项目开发有限公司	20瓦房02	公司“20瓦房02”的发行不通过现金认购，而是以“20瓦房02”的持有份额作为权利凭证按面值1:1等比例方式认购。新券“20瓦房02”发行期限为5（3+2）年，票面利率相较于“17瓦房02”增加了70BP至7.5%，并附有第3年末投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权。	瓦房店沿海项目开发有限公司本次的债券置换率为100%，新券“20瓦房02”已完成发行工作。



### 3、关注债券置换及发行人后续可能的违约风险

- 政策指引下，债券置换未来或将成为信用债市场上常见的债券处置方式。2020年3月，央行和证监会提到针对发债企业进一步推出债券置换试点，为发行人主动管理债务提供机制便利。

#### 涉及到债券置换的相关政策梳理

时间	部门	文件/会议	相关内容
2019/12/27	中国人民银行、发改委、证监会	《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）》	为提高违约债券处置效率，在继续发挥违约债券交易机制作用的基础上，要进一步丰富市场化债券违约处置方式，包括允许发行人在基于平等、自愿原则的前提下， <b>通过债券置换、展期等方式协商进行债务重组</b>
2019/12/27	银行间市场交易商协会	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》	<b>发行人可以通过置换方式处置违约债务融资工具。</b> 采取该种处置措施的，发行人应在充分沟通的基础上，向当期债务融资工具持有人发出置换要约，内容包含要约期限、要约流程、债项要素条款等
2020/3/11	中国人民银行、证监会	就债券市场支持实体经济发展有关问题答记者问	围绕债券市场违约与风险处置机制建设，中国银行间市场交易商协会明确银行间市场债券违约的处置路径和市场化处置手段。 <b>近期，又针对发债企业进一步推出债券置换试点，为发行人主动管理债务提供机制便利。</b>

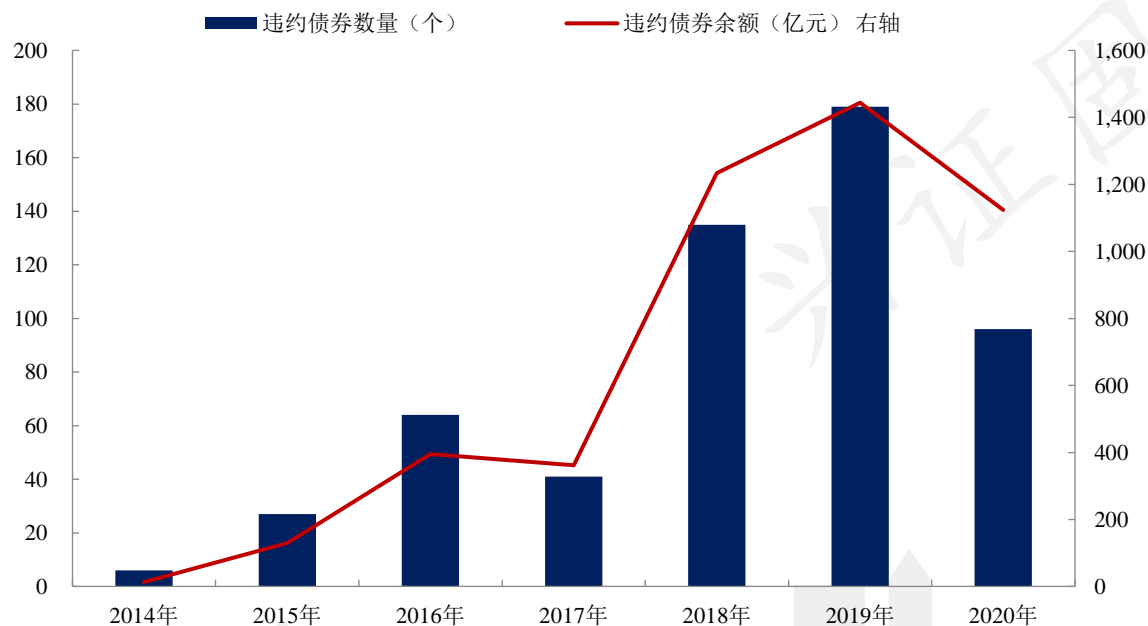
### 3、关注债券置换及发行人后续可能的违约风险

- 对于投资者（旧券持有者）而言，是否选择进行债券置换，关键在于甄别发行人的基本面情况如何，投资者需要对发行人的盈利能力、偿债能力、现金流情况等进行深入剖析，并积极关注基本面的边际变化；如果是涉及到城投平台的债券置换，还需要重点关注平台的重要性、地方政府的财政状况、当地政府的支持力度等。
- 如若选择进行债券置换，投资者对于相关的置换要约条款需要仔细研读，综合评判置换价值，以更好的维护自身权益；
- 如果选择不置换，旧券持有者可能面临债务人到期无法兑付的风险（诸如“17桑德工程MTN001”的未置换部分便出现了违约，后续违约部分又进行了协商展期），后续的偿付进展也需要投资者持续关注。

## 4、债券兑付“套路”频出，关注可能的违约风险

- 在当前信用市场信用市场兑付“套路”频出，叠加信用债违约趋于常态化的背景下，投资者在密切关注企业基本面的同时，其相关债券条款的设计与后续操作也值得投资者高度关注，防范各种可能的违约风险。

### 2018年以来，信用债违约趋于常态化



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 关于债券展期：
- 我们需要警惕发行人对债券本息进行展期可能蕴藏的违约风险。债券展期往往遵循“少数服从多数”的原则，因此，即便有少数投资者不同意展期，只要展期协议通过，发行人即可对所有债券持有人进行延期支付。发行人与债权人“协商”进行展期偿付虽不能定性为“违约”，但客观上反映了企业流动性紧张的局面，未来其发生“实质违约”的概率也很高，因此投资者对于展期债券需要保持高度警惕。
- 关于债券置换：
- 债券置换相对于债券展期来说更加市场化，投资者的“自主权”更大。对于投资者（旧券持有者）而言，是否选择进行债券置换，关键在于甄别发行人的基本面情况如何，投资者需要对发行人的盈利能力、偿债能力、现金流情况等进行深入剖析，并积极关注基本面的边际变化；如果是涉及到城投平台的债券置换，还需要重点关注平台的重要性、地方政府的财政状况、当地政府的支持力度等。
- 在当前信用市场信用市场兑付“套路”频出，叠加信用债违约趋于常态化的背景下，投资者在密切关注企业基本面的同时，其相关债券条款的设计与后续操作也值得投资者高度关注，防范各种可能的违约风险。

**风险提示：货币政策放松不达预期；政策落地不达预期；信用违约大规模爆发。**

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
材料中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为本材料引用的相关研究报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数



## 使用本材料的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本材料中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本材料观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本材料视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn



# THANKS

欢迎交流！ 兴业证券固定收益团队