

超日债的违约被机构打上了“狼来了”的标签,但事实证明,超日债违约并没有引发大面积恐慌——

# 别闹 这不是贝尔斯登

本报记者 陈果静



“‘贝尔斯登时刻’来了。”超日债近期的违约被某些国际投行打上了“狼来了”的标签。

贝尔斯登曾是美国五大投行与主要证券交易公司之一,在2008年的美国次级贷款风暴中亏损严重,并引发挤兑潮,最终濒临破产而被收购。很快,贝尔斯登事件迅速蔓延,恐慌情绪主导市场。

但事实证明,超日债并没有引发贝尔斯登式的大面积恐慌情绪。“超日债违约对市场影响有限,形成更广泛违约传染效应的概率较小。”中诚信国际研究部副总经理

## 光伏重灾区

不管是超日债还是11天威债,近期光伏业信用风险事件频发。目前,市场上存量的光伏债虽然规模不大,但普遍信用评级较低,这加大了其发生信用风险事件的可能。

据招商证券统计,目前,债市上存量光伏债共27只,余额236.3亿元,包括15只中票、1只短融、3只企业债、5只公司债和3只定向工具,金额较多的为中票,其次是公司债和企业债。其中,光伏债的外部信用评级以AA级别居多,为12只,AAA级别2只,AA-及以下的8只,整体信用评级较低。

超日债违约之后虽然没有引发“多米诺骨牌”效应,但市场心理却在发生变化。“超日债的违约给所有市场主体作了生动的警示,投资者趋于谨慎,风险偏好回归理性。”中债资信高级分析师许南星认为,超日债事件后,投资人风险偏好将下降,债券信用风险溢价

## “类超日债”

风险当然不仅仅潜伏于光伏行业。投资者给和超日债有相似特点的债券起了一个新名字——“类超日债”,这些债券的发行人是民营企业,由券商承销,并且已出现了亏损或者盈利状况明显恶化;此外,公司内外流动性均不佳,导致资金周转压力大,信用评级也较低。

中金公司将有潜在信用风险的债券分为两类:一类是即将到期或付息日渐近同时流动性较差,这类债券的发行人一旦出现其他债务纠纷,则风险较大;另一类是发行人已经资不抵债,如果其所属行业不景气、净资产下滑,同样存在危险。特别是钢铁、有色、水泥、电解铝、平板玻璃、化工、船舶等产能过剩行业的债券要格外谨慎。

## 违约之年?

3月以来,信用风险似乎正在上升。中金公司数据显示,今年3月至5月,信用债将集中到期,更恰逢上市公司年报密集披露期,中金公司分析师认为,如果这两者效应叠加起来,债市可能面临危机。

从总量来分析,今年到期的信用债规模突破了历史高点。张英杰统计,2014年债券到期规模达16481.64亿元,到期企业数1234家。其中,短期融资占比达59%。“考虑到经济增长放缓、流动性不确定性、影子银行监管、短期利率上行等多重因素影响,需要关注短融的违约风险。”张英杰表示。

监管层“不兜底”的表态也让市场情绪格外忐忑。央行副行长潘功胜日前表示,在防范系统性风险的前提下,要让一些违

张英杰表示,通过对此前11海龙债等典型违约事件窗口期的分析,可以发现违约事件对信用债市场的冲击影响有限,结合此次11超日债的情况来看,风险并没有迅速蔓延。

“零风险”的债市已经成为过去,随着12中富01、11华锐01、11天威债等也面临信用危机,投资者不禁担忧:谁将开启“贝尔斯登”时刻?

上升,对低信用评级债券会形成一定的冲击。光伏行业中,那些净利润持续下滑、收入规模连续大幅下降的公司的债券尤其需要警惕。招商证券债券研究员孙彬彬分析,2013年前3季度,天威保变、天威集团、精工集团、金刚玻璃、东方电气集团和超日太阳6家债券发行人净利润持续下滑,其中天威保变和超日太阳下滑幅度最大;收入规模连续大幅下降的包括天威英利、江西赛维和超日太阳,2013年前3季度收入降幅在30%以上。

短期债务规模较大的债券发行人的违约潜在风险也在上升。“阳光集团、精工集团和江西赛维短期债务超过100亿元,偿债压力相当大。”孙彬彬表示,截至2013年9月末,包括英利能源(中国)、天威集团、陕西电子集团、江西赛维和超日太阳在内的5家发行人债务资本比率超过80%,其中江西赛维已经资不抵债。

根据这些特点,中金公司对符合条件的债券进行了筛选,华锐、天威、二重重工、赛维、熔盛、海翔、英利、中富、湘鄂、三安、银基、东华12家公司潜在违约风险较大。

财务指标只是衡量债券风险的一个因素,还值得考虑的是各发行人的“背景”。中金公司和招商证券均认为,判断债券违约还需要考虑外部支持因素。

孙彬彬认为,在地方债务规模膨胀和风险上升的当下,地方政府或国企股东对企业的支持意愿边际上呈现下降趋势,这表明政府和国企的市场化程度有所上升,且不同的地方政府和国企的态度同样存在差异,在信用债投资中需要重点加以关注和区分。

约事件顺应市场力量“自然发生”。这被市场解读为,政府可能不会对潜在的违约事件进行“兜底”。

但信用风险并不一定在今年集中释放。“目前不可能爆发系统性风险。”全国人大财政经济委员会副主任委员吴晓灵认为,就当前中国经济和金融的状况看,总体风险并不会特别大。许南星也对此观点表示赞同,他认为,整体来看,局部的违约事件并不会对金融体系构成系统性风险。债券违约是债券市场在市场化运作中必然出现的现象,对其不应惧怕,但要有所准备和应对。许南星提醒:“投资者应建立对于风险的理性认识,提高对于风险的识别能力,理性选择与自身风险承受能力相匹配的投资品种。”

## 温故

老子说,持而盈之,不如其已。意思是执持盈满,自满自骄,不如适时停止。无论是人生还是投资,洋洋自得是一种不时浮现的坏习惯,让我们盲目、迟钝,看不到本应看到的东

## 持而盈之 不如其已

张忱

时候,不如停下来,把先前的想法抛开,重新打量一下来时的路。

有一部分人特别喜欢自嘲为“价值投资者”。说其喜欢自嘲,倒不是说其不用功。一开始,“价值投资者”一般是很用功的,他们读研报、看数据、遍阅媒体报道,过年不忘美联储,逛超市也要看看公司新产品的销量,总之是收集各种资料,分析比较,唯恐漏下蛛丝马迹。可一旦发现了价值洼地,大手笔买入,赚得了“第一桶金”,便觉得市场终于读懂了自己的逻辑,认可了自己的“价值发现”,自此以后,就可以高枕无忧,持而盈之,让利润奔跑了。

说到这里,突然想起了宋代的一个故

事。宋庠、宋祁两兄弟,同科进士及第,世称“兄弟双状元”。宋庠俭约不好声色,读书至老不倦。即使是元宵节也在书院读《周易》,却听闻弟弟宋祁点华灯拥歌妓醉饮达旦。第二天他就请人捎话给弟弟:听说昨夜烧灯夜宴,穷极奢侈,难道忘了当年读书时的艰辛了么?却不料弟弟反唇相讥,当年艰苦,不就为了今天“醉饮达旦”么?人奋斗都是有目标的,可宋祁只对了一半,若是执持盈满,终日醉饮欢会,总有懈怠废弛的那一天。

价值投资也是一样。价值发现是一个持续的过程,而不是一眼看对(或者蒙

对),就能宣告“故事到此结束”的。宏观环境在变,黑天鹅是需要时时防范的;微观环境也在变,手中买到的价值低估的公司股票,可能会面临新的困境。更重要的是,冰冻三尺,非一日之寒。这些新的困境,往往只会有些苗头,比如管理层不和,竞争对手突然的超预期表现,用户黏性下降等等,却不会直接反映到报表里来。若是投资者因自满而迟钝松懈,不再有对信息的敏感,或者不再有当初的勤奋,很可能会痛失好局。

停下来不总是坏事。歇歇脚,能走得更稳更远些。

## 财经书架

# 人民币汇率波动中如何管理财富

赵锡军

21世纪伊始,国际社会开始充斥着各种呼吁人民币升值的论调。2005年7月21日,人民币汇率形成机制改革迈出历史性的一步,开始实行以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节,有管理的浮动汇率制度。人民币开始进入升值通道。

在2008年国际金融危机最严重的特殊时期,许多国家货币对美元大幅贬值,人民币汇率却保持了基本稳定,为抵御国际金融危机的冲击,为亚洲乃至全球经济的复苏作出了贡献。不过,国际金融危机的暴风骤雨余波未平,人民币汇率又一次成为国际社会关注的焦点。考虑到全球经济的逐步复苏,我国经济回升向好进一步的巩固,经济运行趋于平稳,中国再次展现出一个大国的形象,中国人民银行新闻发言人2010年6月19日发表谈话,提出“进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性”。

国际社会中被炒得沸沸扬扬的人民币汇率问题,难道只是政治家谋求利益的一颗棋子?人民币汇率的影响会波及普通老百姓的生活之中吗?

人民币就是人民的财富。人民币何



去何从?人民币在世界货币体系中到底排第几位?从来没有令全民如此关心。特别是这次国际金融危机,让每个百姓都惦念手中货币的安全。关心经济,最重要的是了解货币。货币是纲,经济是目,纲举才能目张。

最早人民币与美元的兑换价是1.2:1,后来改为2.2:1,现在则为六点几比一。到底什么比价最合适,那要受许多因素制约。老百姓最关心的是自己的钱

与其他国家的工资水平相比较是多还是少,将来又能挣多少钱?

人民币的成长并不是一帆风顺,也曾出现过危机,比如剧烈通货膨胀,但它挺过来了,而且越来越壮大……2011年,我国出现严重的通货膨胀,存人民币还是存外币,这是每个百姓都关注的问题。想要取得存款的最大收益,不仅要知道汇率机制,还要关心进出口,了解我国相关的货币政策。

带着人民币周游世界,是每个中国人的梦想。但人民币真的走向世界,还有许多工作要做,比如要有完善的证券市场,要改善金融监管,要有自由流动的机制,要开放银行业务,等等。

本书从人民币升值这个话题入手,以平实的语言深入浅出地讲述人民币升值背后的故事——国际金融大亨的阴谋与阳谋、国际化中的金融狙击战以及作为大国货币——人民币崛起的必然性。在人民币升值的大背景下,老百姓应该如何调整自己的理财规划,本书也给出了相应的建议,希望人们可以从容应对人民币升值的问题,最大程度地分享中国经济发展的收益。

## 年报进行时

# 读财报就像找对象

彭江

现在正是上市公司公布年报的时间,作为投资者应该怎么看年报呢?投资者最关心的莫过于这家公司一年来的利润。今年公司赚了多少钱啊,今年公司赚了多少钱啊。在财务报表中有一个报表叫利润表,专门记录了利润的多少。但是大家在看上市公司的利润表时,是不是就可以简单地判断这家公司利润下降了,属于利空,应该马上抛售呢?这可没那么简单。如果财务分析可以根据简单的数据的变化就得出结论,那么设计个程序弄个软件不就可以完成分析工作了么?

想要作出准确判断就得分析造成公司利润下滑的具体原因是什么。比如,公司给职工盖舒适的宿舍楼。盖职工宿舍不是生产性投资,盖好后还会产生折旧,又增加现金流支出,导致当期利润减少。这时,就能得出结论说这家公司不好吗?这家公司可能因为改善职工宿舍条件而吸引了更多的人才,提高了员工向心力,进而可能带来未来销售额和未来产品研发成果的增加。这些正面影响,财务报表无法反映出来。

再举一个例子,假如一家公司的销售量大幅度提高,但是其利润额却不断下降,这样的公司是不是不好呢?这也得具体分析,一定要看这家公司的发展战略如何。因为很有可能公司正在和主要对手竞争,通过大幅度降价抢占市场,争取更多的市场份额。这个时候虽然利润表很难看,但是如果抢占市场布局完成了,会让未来利润大幅度上升。就好比滴滴打车和快的打车之间的竞争布局,能简单根据财务报表亏损了,就说是利空吗?

让我们看一个真实的案例。1914年,亨利·福特就福特公司的资源配置问题作出一项重要决定。在董事会上他提议将雇员的日工资水平提高到3美元,超过当时市场约2.2美元的日平均工资。董事会成员对该提议感到十分

惊讶,并带讽刺的口吻议论说,为何不提高到4美元、甚至5美元。没想到福特的宣布实行每日5美元的工资。由于对基层员工的大幅度加薪,公司约一半的预期利润,相当于1000万美元的数目,被划拨出来实行这个新的计划。假如你是基金经理,拿到当年福特公司的财务报表时,你是抛售还是买入?

如果不对公司的战略进行分析是很难作出判断的。其实,当时福特公司正决定推出属于普通百姓的汽车——T型车。为了降低成本,福特公司开发出了世界上第一条流水线。通过加薪,让工人之间的流动性大大降低,提高了工作效率。一天5美元的工资标准除了提高工人的积极性,让福特公司吸引了大量技术人才外,也让福特公司的工人们率先拥有了汽车,甚至还在美国引发了一场社会革命,带动产业工人工资标准提高。

所以,当我们再次拿起上市公司的年报以后,一定不要简单地根据某些数据的变化而轻易作出利空、利好的结论。报表数据是一个静态的结果,更要关注背后产生这个结果的原因,更要判断未来这个数据会如何变化。财务报表分析也许就像寻找人生伴侣,千万不要因为外表而作出简单的判断,重要的是她是否拥有“美好的心灵”。

