

今年上半年,共有26只债券违约,规模为257.5亿元——

# 债券违约有迹可循

经济日报·中国经济网记者 陈果静

## 财富视线

识别有违约风险的债券,首先可充分利用外部机构传达的信息,如监管机构的惩处信息、会计师事务所出具的带保留意见的审计信息、评级公司首页重点提示的风险及级别调整信息等。看完这些信息后,如果还需要更进一步分析,再通过一些财务指标的异动来观察和识别风险。



从2014年“超日债”违约以来,债券违约事件时有发生。东方金诚统计数据显示,今年上半年,共有26只债券违约,规模为257.5亿元,同比分别增长13.0%、37.9%。然而,这些债券违约事件并没有在单一行业集中爆发。今年上半年,违约事件分布在12个行业。近年来,违约债券的行业从违约“元年”的4个逐渐扩大到23个,每年都有新增行业,且在纺织服装、化工、机械设备、商业贸易、采掘等行业比较多发。但涉及行业分布较为分散,且相互之间关联性较弱,表面上也没有什么规律可循。这就增加了识别有违约风险债券的难度。

如何识别债券风险,避免“踩雷”,有哪些关键指标值得投资者关注?

## 评估内部获现能力

“财务指标是企业历史经营情况的外现,蕴含企业所在行业的周期变动,企业自身经营、治理及管理缺陷等。”东方金诚首席债券分析师苏莉认为,具体来说,可以从流动比率、速动比率、资产负债率、毛利率变动及现金流利息覆盖倍数、融资成本等财务指标的异常变动入手。通过挖掘财务指标变动背后的行业周期、企业治理及管理缺陷预判风险。

通过财务指标挖掘影响企业偿债能力的因素,首先可以关注企业的内部获现能力。这可能源于宏观经济转型、行业低迷,也可能由企业竞争力弱化、公司治理管理缺陷等引发。前者如超日债、英利债、中钢债、东特钢、桂有色、川煤债等;后者如天威债、雨润债等。

超日债是行业低迷导致的企业盈利状况不断恶化的典型代表。

2014年3月份,“11超日债”成为国内首例债券违约事件。站在其违约时点回溯,其违约并非没有明显的征兆。国泰君安固定收益首席分析师覃汉分析,2007年至2008年,多晶硅价格一度上涨至400美元/公斤,但随后,伴随着金融危机和欧债危机的发酵,欧洲部分国家光伏电站获取资金难度加大,政府补贴一再削减导致行业需求出现大幅下滑,多晶硅价格出现大幅下跌,一度下行至每公斤20美元之下。对于原材料和终端需求“两头在外”的国内光伏行业来说,景气度自然出现了明显下行。

在行业整体下行背景下,超日公司的经营状况也随之快速恶化。2011年年报显示,超日公司业绩突然变脸,在营业收入较为正常的情况下,净利润由正转负,从三季度的2.38亿元跌至-0.55亿元。覃汉进一步分析,拆分来看,主要是其利润表中的财务费用以及资产减值损失出现了明显的增长。一方面,公司非流动负债出现了快速增长,2011年底迅速增长至35.68亿元,而年初仅为16.65亿元;另一方面,受当时欧洲经济状况恶化影响,2011年其应收账款明显增长,同比增长接近3倍,形成了大量坏账,导致资产减值损失大幅增长。此后,伴随着行业景气度进一步下滑,超日公司的状况持续恶化,2012年营业收入开始明显下滑,坏账问题不断侵蚀公司盈利,超日公司出现了持续亏损。到了2013年底,超日公司已经资不抵债,继而引发债券违约。

“行业低迷致使经营持续恶化,多数发生在强周期性行业,例如煤炭、钢铁、石油、化工、新能源、贸易、造船等。”覃汉表示,即使企业在行业开始低迷时还有良好的资产储备,但随着行业景气度不断下行,资产的变现能力和变现价值也会明显下降,时间一长,再

增速过快,也可能因为企业财务管理能力较弱,债务期限匹配不合理,导致集中兑付压力大等。

此前,凯迪生态、雨润、圣达、丹东港等违约事件中,这些企业虽然情况各异,但均存在激进投资的问题,这也为后来的违约埋下了隐患。一旦经营不及预期,叠加外部融资收紧,债券最终只能走向违约。

今年5月7日和6月1日,凯迪生态发行的中票和公司债“11凯迪MTN1”和“16凯迪债”分别发生实质违约。凯迪生态原本是生物质发电行业的龙头企业,但近年来其战略较为激进,扩张速度较快。覃汉分析,凯迪生态大规模新建生物质发电机组和收购其他电厂,导致大额资本支出。同时,这家公司还大量采购原材料,导致存货较多,这严重侵蚀了公司经营的现金流。经营现金流未达预期的同时,市场融资难度提升,导致其投资难以继续,最终,资金链断裂引发违约。

但是,这些财务指标只是投资者在选择债券时的部分参考因素。“很难用几个简单的指标来预测违约风险。”苏莉表示,还需要挖掘指标背后影响企业偿债的各种因素,需要对宏观经济及政策环境、行业发展周期及竞争格局、企业治理及管理、企业财务稳健性等一系列因素进行全面系统的分析才能得出结论。

苏莉建议,识别有违约风险的债券,首先可充分利用外部机构传达的信息。在观察更多财务指标之前,可以先查询一些公开信息,如监管机构的惩处信息、会计师事务所出具的带保留意见的审计信息、评级公司首页重点提示的风险及级别调整信息等。看完这些信息后,如果还需要更进一步分析,再通过一些财务指标的异动来观察和识别风险。

## 了解到期兑付能力

“今年以来,违约企业在兑付债务上普遍压力较大。”苏莉表示,企业到期需兑付债务的扩大可能源于企业无序扩张,进而引发债务规模

# 整顿拒收现金不是排斥移动支付

□ 陈原

## 财眼看市

近期,中国人民银行发布了整顿拒收现金的相关公告。公告强调,银行和支付机构不得要求或者诱导其他单位和个人拒收或者采取歧视性措施排斥现金。对于这一公告,不少人都不以为意。更有人认为,移动支付是大势所趋,有没有现金无所谓,整顿拒收现金是多此一举。的确,在很多城市,移动支付的快速发展改变了传统的支付模式,也改变了大家的支付习惯。现在,出门不带现金不要紧,忘带手机才是“寸步难行”。

然而,移动支付实际上是有“门槛”的,消费者首先得有一台能够支持移动支付功能的手机,才具备支付的基本条件。另一门槛在于技术手段迭代升级带来的“鸿沟”。一些弱势群体如不善于使用智能设备的老年人、残障人士等,可能会因为不善于或无法使用现代化的支付工具而遭到排斥。这些弱势群体的金融支付需求同样需要引起重视。无论是监管层还是政府、企业,都需要共同维护全体消费者特别是那些不习惯使用非现金支付工具的群体选择支付方式的权利。

当前,拒收现金的行为有愈演愈烈的趋势。一些消费者在旅游景区、餐饮、零售等商户消费时,被拒收人民币现金,还有某些企业对

“无现金”存在片面理解,过度炒作这一概念,这既损害了人民币的法定地位,也损害了消费者对支付方式的选择权,更容易产生误导效应,导致“无现金”被异化为拒收现金、歧视现金等行为。因此,整治拒收现金行为是对此前“无现金”热的及时纠偏,有利于打造安全、高效、和谐的人民币流通环境。

还有人认为,整治拒收现金针对的是部分移动支付工具和第三方支付机构,这是一种误解。实际上,公告中特别强调了这样一条:随着移动互联网信息技术的普及和发展,对于电商平台、无人销售、自助服务、网络政务等场景,以网络化、无人化方式提供商品和服务、履行法定职责,也不具备现金收取

## 投资眼

避免高依赖 防御脆弱性

# 家庭财富配置“篮子”有望丰富起来

本报记者 郭子源

当理财产品形态和产品体系悄然生变,我国家庭财富配置的“篮子”也亟待优化结构,私募基金、保险、另类投资、金融衍生品等有望逐渐加入,财富管理市场正迎来良性发展机遇。

中国银行业协会近日发布的《2017年中国银行业理财业务发展报告》(以下简称《报告》)显示,银行理财产品存续余额为29.54万亿元,增速放缓,理财产品秉承低风险配置思路、结构进一步优化。2017年为投资者实现收益11854.5亿元,首次突破万亿元规模,收益增幅达21.30%。

《报告》显示,过去多年,我国家庭财富配置与增值高度依赖房地产。有关研究数据表明,在我国家庭总资产中,房地产占比长期维持在70%左右,高于美国两倍之多。财富高度集中配置在流动性较差的房地产领域,增加了我国家庭财富的脆弱性。

第二,投资将趋于标准化。资管新规在公募产品投向、禁止资金池业务等方面作出规定,这将推动理财产品“投资标准化”,而标准化债权类资产要同时符合“等分化、可交易”“信息披露充分”“集中登记、独立托管”等条件。相比之下,新规对投资非标准化债权类资产的要求是,“非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资管产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”。因此,传统的超短期开放式理财产品将很难做到开放日与非标资产终止日对应,难以配置非标资产,此前因期限错配而带来的收益将难以获得。

与此同时,我国投资者的财富管理心态和观念也日趋成熟。其中,高净值人群始终对宏观经济形势保持高度关注,投资心态“稳中求变”。《报告》显示,超过50%的高净值人群考虑增加投资额度,从过去单一购买某只产品向“多品种投资组合产品”转变。此外,投资者的风险承担意愿和能力不断提升,风险偏好更为合理,对财富增值管理的要求越来越高。

值得注意的是,备受市场关注的资管新规发布后,将对我国财富管理市场产生何种影响?银行业协会专职副会长潘光伟认为,商业银行财富管理正在进入

新的规范调整期,回归资管业务本源,将在以下方面发生显著变化。

第一,产品形态和产品体系将迎来转变。就目前商业银行财富管理业务看,预期收益产品占据主流,产品同质化严重,负债端成本高企不下,刚性兑付造成风险与收益不对等。资管新规在打破刚性兑付、产品和投资者分类、净值化管理和价值计量等方面作出规定,这将打破现有产品形态、产品体系和客户分类,尤其是当刚性兑付不再成为投资者考虑的关键因素时,基础金融资产的收益和风险将被及时反映并彼此对应,财富管理机构之间的竞争也将聚焦于财富增值管理。

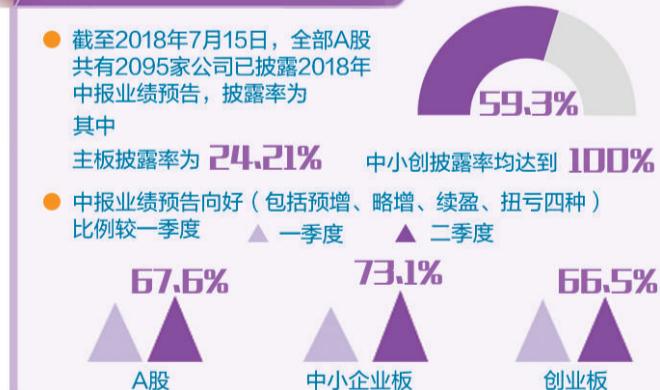
第二,投资将趋于标准化。资管新规在公募产品投向、禁止资金池业务等方面作出规定,这将推动理财产品“投资标准化”,而标准化债权类资产要同时符合“等分化、可交易”“信息披露充分”“集中登记、独立托管”等条件。相比之下,新规对投资非标准化债权类资产的要求是,“非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资管产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”。因此,传统的超短期开放式理财产品将很难做到开放日与非标资产终止日对应,难以配置非标资产,此前因期限错配而带来的收益将难以获得。

第三,财富管理机构的投研能力需进一步提升。近年来,我国商业银行财富管理业务发展较快,尤其从2007年至2015年间,理财产品余额年均复合增长率高达50%,2016年以来,财富管理业务增速开始放缓,呈现出更为稳健和可持续的发展态势。

数据来源:长江策略

## 中小板业绩小幅回升

### 业绩预告向好比例提升



### 中小板业绩小幅回升



### 创业板增速明显下降



责任编辑 孟飞

编夏一 刘妍