

# 企業借新還舊 央行定向放水 債債高峰延至明年

在經濟增速放緩及借貸趨緊的壓力下，規模已居全球之首的中國企業債違約風險不斷上升，但到目前為止，仍未出現年初各界預期的「違約潮」。企業通過「借新還舊」進行債務展期，央行開啓定向「放水」以及地方政府的應急預案，令這一時間推後，機構預測，債債高峰已經從今年中推遲到了明年初，不過，其中的風險並沒有得到化解。

大公報記者 陳小國 李靈修

中國企業債規模還在不斷膨脹，標普日前一份報告顯示，截至去年底，中國企業債為14.2萬億美元，約佔全球企業債規模近三成，並超過美國成為全球最高。其中，三分之一債務通過影子銀行融資，規模約在4-5萬億美元。除了從銀行貸款、發行公司債，中國企業也通過發行信託產品等影子銀行途徑進行融資。渣打銀行最新報告也顯示，截至今年一季度，中國整體債務達142萬億元，佔GDP的245%。債務利息達到GDP的13%，明顯高於2000年時代平均7%-8%的水平，而且債務負擔還在持續升高。

## 渣打：整體債佔GDP245%

在經濟下行壓力及借貸趨緊環境下，債務的膨脹令各界擔憂中國債務違約風險上升。進入5月份後，有不少地方出現老闆跑路、企業無法償債的現象。但到目前為止，企業債或信託產品違約仍是偶然、個體事件，一些機構年初預言的「債務違約潮」始終沒有出現。

「短期內中國不會發生債務危機。」渣打報告指出，其中一個原因在於部分債務經常「借新還舊」，短期內不太可能發生大量違約。中國央行近期採取定向降準，向市場注入資金，規模超出市場預期，令不少陷於財困的小微企業鬆一口氣。浙江杭州上周也出台《企業資金鏈風險防範與化解工作方案》，防止銀行突然抽貸，引發區域性及系統性金融風險。

瑞士信貸最新報告指出，銀行展期、地方政府救助和資產管理公司購買行為，令處於困境的信託產品在短期內更容易應對，因此信託產品償付高峰已經從2014年中推遲到2015年初。瑞信亞洲首席經濟分析師陶冬說：「信託產品尋求展期的能力，以及避免被負面新聞曝光的能力暫時看起來是很強的」。而在今年4月份時，他曾預計，下半年信用違約事件將集中爆發，甚至達到每天一單的頻率。

## 風險猶在 影子銀行問題加劇

不過，這並不意味着違約風險得到化解，推遲也可能意味着更多風險的集聚。陶冬指出，信託產品和影子銀行的問題還在變大，理由包括：地方政府和融資平台財政力量有限；雖然違約新聞仍然鳳毛麟角，但仍很多信託產品實際已經停止支付利息；房地產市場已經出現成交量萎縮；大宗商品價格下滑，令相關信託產品資產價值也在下跌等。此外，由於監管當局打擊影子銀行，通過這一渠道的融資成本也在上升，企業「借新還舊」難度將加大。

渣打也認為，雖然短期不太可能發生大量違約，但銀行不良貸款在上升，目前已升至未償貸款總額的1%，市場人士認為實際規模還將高於這一數字。渣打還表示，債務負擔正對投資形成拖累，這種情形在可預見的未來將持續存在，並且不可持續。

## 地產信託償付規模加倍

尤為值得關注的是，今年已經遇冷的地產還將在今年迎來信託償付高峰，近來已有不少機構報告將地產下行視為中國經濟最大的不確定因素。根據研究公司益信託網的數據，2015年地產信託將有2035億元債務到期，幾乎是今年到期金額1090億元的一倍。分析稱，主要的風險將集中在銷售疲軟、去年舉債大肆買地並且缺乏進入資本市場渠道的公司，中小開發商或將面臨洗牌。根據中國信託業協會網站的數據，截至今年一季度，未償付的地產信託產品總額達到1.15萬億元，佔所有信託產品總額的10.4%。法興銀行中國經濟學家姚煒預計，房地產信託今明兩年不可避免會出現違約，而房地產行業減弱肯定會給金融體系帶來重大影響。



▲瑞信報告指，銀行展期、地方政府救助和資產管理公司購買行為，令處於困境的信託產品在短期內更容易應對，因此信託產品償付高峰已經從2014年中推遲到2015年初

彭博社

## 機構看法一覽

標普	截至去年末，中國公司債規模為14.2萬億美元（約88萬億元人民幣），居全球之首，其中有三分之一通過影子銀行融資，面臨影子銀行收縮風險
渣打銀行	截至2014年一季度，中國整體債務達142萬億元，佔GDP的245%。短期內不會發生債務危機，但債務負擔正對投資形成拖累
世界銀行經濟學家巴蘇	中國金融資產過度膨脹，未來1-2年內，恐面臨如美國2008年發生的金融危機
瑞信	銀行展期、地方政府救助和資產管理公司購買行為，令信託產品償付高峰已從2014年中推遲到2015年初
銀監會副主席閻慶民	銀監會已對信託和理財產品的運行情況和授信額度加強了限制，中國影子銀行風險可控

## 近期債務違約事件一覽

時間	事件
6月16日	上海中發電氣被爆6億元債務違約，西藏信託因借貸糾紛將其告上法庭
6月4日	輝昌工貿公司老闆因債務問題跑路，其中所欠銀行貸款達5000萬元
5月27日	負債百億的正菱集團因非法吸儲被立案調查，公司董事及家屬集體失聯
5月6日	騰中重工控制人李炎傳失蹤，被指控非法集資等多項罪名，涉案金百億以上
4月30日	利豪集團董事長王莉與外界失聯。消息指其因資金鏈斷裂跑路，涉資12億元
3月21日	山西最大民營鋼鐵廠海鑫鋼鐵被爆資金鏈斷裂，風險敞口達150至200億元
3月4日	*ST超日公告，發行的「11超日債」違約。自此打破內地債市剛性兌付神話

## 製造業成評級下調重災區

「超日債」違約事件爆發後，內地公司債及發債企業遭遇大面积評級下調。數據顯示，今年前5個月共13隻公司債遭遇評級下調，同比增逾四成。海通證券就指出，由於每年的5至7月是債券評級集中公布階段，未來會有更多的公司債價受到評級下調的襲擾。

上述統計顯示，今年前5個月共有13隻公司債遭遇評級下調，還有26家公司債發行主體的評級或評級展望被下調，分別超過去年同期9隻公司債和20家發債公司的水平。特別是進入5月份後，每周都有評級下調的消息傳來，當月總計有5隻公司債及16家公司被「降級」。另據Wind資訊顯示，滬深交易所目前評級在AA-及以下的公司債共有22隻，主體評級在AA-及以下的公司債共有60隻。2013年盈利為負的發行人總計34家，這些公司債未來將面臨着需求銳減的衝擊。

就行業來看，製造業企業率先「遭遇不測」，成為公司債評級下調的重災區，特別是以鋼鐵

、光伏、機械、煤炭、有色、化工等為代表的強周期行業和產能過剩行業。中誠信證券5月下旬就將凌鋼股份的主體評級由AA下調至AA-。

儘管該公司去年實現盈利7640萬元（人民幣，下同），同比增約75%，但盈利主要來源於子公司股權轉讓及政府的財政補貼。在除去上述因素後，2014年首季度公司巨虧1.92億元，直接導致凌鋼股份主體評級的下調。

事實上，公司評級下調僅為違約危機爆發後倒下的第一張骨牌，債券在二級市場價格的下跌、質押回購交易規則從嚴都已接踵而至。

同樣以凌鋼股份為例，在主體評級被下調後，「11凌鋼債」已從每張90元以上的價格逐步跌至89元以下。此外，「11凌鋼債」被排除在質押式回購市場的大門之外。

受此影響，衆多投資者對此類公司債望而卻步，導致相關公司必須付出更高的成本，以滿足投資者的風險補償需求。



▲標普「點名」8家房企，稱其財務槓桿過於激烈，在銷售下滑情況下，這些公司正陷入流動性及違約風險中

法新社

內地房地產行業今年以來高位回調，開發商日子都不太好過，資金鏈壓力有增無減。日前標普就直接「點名」8家房企，稱其財務槓桿過於激烈，在銷售下滑情況下，這些公司正陷入流動性及違約風險中。

在近日一場研討會上，標普提及奧園集團（03883）、中國海外宏洋（00081）、華南城（01668）、旭輝集團（00884）、萬達商業（00169）、花樣年（01777）、富力地產（02777）及恒大地產（03333）等8家房企，這些公司在去年的債務增速超過50%，其中恒大地產當年債務增加超過1倍。此外，標普還提到人和商業控股（01387）和恒盛地產（00845）兩家實力較弱的房企，這兩家公司的美元債券將在2015年到期，標普擔憂，除非它們的銷售情況獲得改善，否則可能面臨更嚴重的流動性或違約風險。

標普指出，今年以來，內地房企融資成本明顯上升，銀行和債券市場融資管道相對收緊，房企資金壓力明顯加大。同時，政府對於向地產行業「放水」態度仍然謹慎，短期內難以期待通過救市政策獲得現金流的緩解。

值得注意的是，儘管融資渠道緊張，不少內地房企的槓桿率仍然激進。標普數據顯示，在其進行評級的房企中，今年1-4月的銷售額中，有高達38%的資金被用於土地收購，這無疑將加大公司的資金困境，短期內債務水平去化難以獲得改善。

今年1-5月，內地房地產投資、銷售及新開工面積全線下滑，連續上漲兩年的房價也出現鬆動，降價潮並進一步向一線城市蔓延。房企銷售目標完成亦不理想，業內預計近期內將有更多公司選擇降價跑量。

## 滬深提升垃圾債投資門檻

由於此前剛性兌付神話的存在，衆多內地投資者熱衷熱炒「垃圾債」，但卻忘記了同時共生的高風險性。滬深日前分別公布通知，擬從2014年9月1日開始對未達標公司債實施風險警示，並將冠以「ST」頭銜。屆時僅有簽署《風險警示債券風險揭示書》的高淨值投資者才具備買入該類公司債的權限。

據了解，上交所與深交所實施風險警示的具體標準略有不同。評級要求上，上交所限於債券評級在AA-及其以下的債券，深交所則是主體或債券評級在AA-及其以下都可能會面臨風險警示。淨利潤方面，上交所的規定是第一年經審計的歸屬於母公司的淨利潤為負，第二年的業績預告預計虧損，則將被風險警示，即在第二年業績預告後，便會被「ST」。深交所則規定第一年虧損即被「ST」。

爲配合中登公司的折扣系數調整新規，深交所還規定債券主體評級爲AA級且評級展望爲負的債券，以及某些情形下中登公司調整折扣系數的債券，深交所也可以對其進行風險警示。第一創業證券分析師胡澤利指出，深交所新規總體上比上交所更爲嚴厲，這反映了深交所對於在該交易所主板、中小板上市的企業更爲審慎的態度。

## 擁500萬身家並簽風險警示

與滬股票風險警示制度有所不同，公司債一旦被「ST」，個人投資者的准入門檻將大幅提高，只有名下各類證券帳戶、資金帳戶、資產管理帳戶中金融資產價值合計不低於500萬元人民幣且簽署《風險警示債券風險揭示書》的個人投資者才可買入「ST」類公司債。

此外，爲保護投資者的合法權益，維護債券市場穩定，滬深交易所上周還表示，允許爲暫停上市的公司債券、企業債券等提供轉讓服務。其中深交所通知自9月1日起施行。

國信證券分析師董德志指出，新規把目前風險偏好較高的、流動性要求較低的中小投資者排除在外，這部分投資者是現存投資「瑕疵債券」的重要力量，未來新規的實施可能對「瑕疵債券」需求以及流動性影響較大；其次，簽署風險警示書，也就意味着投資者對風險警示債券未來的交易風險和損失需明確承擔法律責任，這將降低證監會「隱形擔保」的可能性。

但值得注意的是，考慮到風險警示制度9月才開始實施，除非有發行方「遭遇不測」，否則新規對公司債的實際影響短期內尚難顯現。從財務數據考察，上交所出現此類情況至少要到2015年年初業績預告期間，而深交所出現此類情況至少要到2015年開始公布2014年度報告後；而從評級角度考慮，9月以後是跟蹤評級的斷檔期，因評級原因被「ST」最早也要等到2015年年初。

## 穗跨境人幣結算2818億增70%

銀行業利潤總額556億元。周建軍稱，今後廣州會繼續打造「金交會」、「民間金融街」和「國際金融城」三塊「金」字招牌。

## 打造網絡金融基地

廣州金融街將以「小額貸款」和「互聯網金融」爲創新點，打造成互聯網金融基地。廣州金融街管委會主任廖檢文透露，作爲廣州金融三塊「金」字招牌之一的金融街，目前入駐機構已達128家，累計爲市內7600餘家小微企業和個人提供融資430億元，全市超過六成的小額貸款公司集中在金融街上。

發布會正值中國（廣州）國際金融交易博覽會（以下簡稱金交會）最後一日，廣州市金融辦副巡視員陳平介紹，今年金交會辦理小額貸款授信超過36億元，理財產品意向金額超過億元。

此外，廣州碳排放權交易所累計完成突破千萬噸的碳配額交易，總成交金額逾6億元。



▲廣州金融辦表示，穗去年跨境人幣結算近3千億。圖為廣州金融白皮書發布現場

大公報攝