

■ 债市圆桌

民营企业债券融资困境如何破局

◎张欣然 ○编辑 颜剑

民企债券融资连续数年不振的问题，已至破局时。

今年政府工作报告提出,完善民营企业债券融资支持机制。这一要求,切中了当前民营企业债券融资的要害问题。2016年,民企债券融资规模创下峰值。之后,连续数年波动下行。

实际上,为支持民营企业债券融资,2018年,央行等有关部门已推出过支持工具。面对当前的融资形势,该如何继续完善民营企业债券融资支持机制呢?

就此问题,上海证券报对话兴银理财总裁助理章杉杉,国金证券总裁助理、国金证券上海证券承销保荐分公司总经理任鹏,东方金诚国际信用评估有限公司董事长崔磊,寻求破局之道。

民企债券净融资规模缘何萎缩

上海证券报:在经历了2016年的融资高峰后,从2017年开始,不少民营企业陆续退出债券市场融资,其中遇到了哪些问题?近年来,民营企业债券净融资规模持续萎缩的原因是什么?

任鹏:2016年,市场利率大幅下行,10年期国债收益率为2014年年初的4.92%下降到2016年8月的2.61%。此时,市场资金欠缺,机构对于资产的资质要求逐步下沉,很多民企融资成本随之降低,民企债券发行量达到顶峰。

之后,随着结构性去杠杆进程的开启,民企债券违约时有发生,机构投资者重新变得理性起来。同时,民企也确实存在行业竞争激烈、经营环境风险相对较高、内部治理不完善等一系列问题,并且其外部融资能力较弱,债券一旦违约,就会暴露出较高的道德风险。

随着投资者对民企债券的偏好逐步冷却,民营企业债券呈现融资利率大幅提升、融资期限普遍缩短的态势,民企债券的净融资额呈波动下行的趋势。在这种背景和客观原因下,不少民营企业退出了债券融资市场。

崔磊:2017年以来,民企发债规模快速萎缩,主要原因是:2017年前后,债券市场信用环境和主要投资者风险偏好发生较大变化。2017年,随着“金融去杠杆”系列政策落地,银行委外投资规模逐步萎缩,资金整体风险偏好下行,信用环境从“宽信用”转向“紧信用”,民企债券融资受到压缩。2017年民企债券发行量和净融资规模仅为2016年的53%和11%。

上海证券报:造成民营企业发债的主要障碍是什么?

近年民企发债情况			
年度	发行人数量(个)	发债数量(只)	发债规模(亿元)
2014	396	580	2814
2015	415	883	7923
2016	505	1398	14319
2017	369	948	6971
2018	314	907	6802
2019	243	621	4993
2020	226	695	6485
2021	161	493	4488

章杉杉:近年来,央行、证监会和国家发展改革委在债券注册、发行方面,出台了多项措施对民企发行人进行重点支持。但由于民企债券履约情况的过往表现相对欠佳,以及自身存在的体制机制问题短期内难以有效改善,这在很大程度上使得市场投资者对民企群体持相对审慎的态度,从而使部分民企债券融资遭遇困难。

任鹏:民企发债的主要障碍是投资者偏好转向、机构的信用风险的承受能力变低了。主要原因包括:部分民营企业存在业务萎缩、经营困难等问题,融资渠道越发狭窄,从而引起连锁反应;民企债券存在违约风险高、清偿率低的问题,而且债券投资者与权益投资者的资产配置思路不同。市场资金倾向于流向优质的民营主体,对于中低评级的民企债券来说,销售难度确实很大。

崔磊:2018年以来,在民企债券持续收缩的情况下,能够发债的民企自身实力普遍较强,能够受到债券市场的认可。

退出市场的发行人主要还是因为市场整体比较谨慎,与机构投资人沟通成本较高,导致企业债券发行难度大,发行利率高。

我们也看到,许多优秀民企选择债券市场融资,包括华为、三一重工、格力电器等,受到了投资者的认可,获得了比较低的发行利率。

民企债券增信工具覆盖面仍太小

上海证券报:2018年,央行推出了债券融资支持工具,向暂时遇到困难的民营企业发债提供增信支持,即CRMW(信用风险缓释凭证)。数年来,该机制对支持民营企业发债

融资的效果怎样?

章杉杉:我们认为CRMW是个比较成功的创新,且效果已经显现,主要体现在两个方面:首先,CRMW将增信成本落在投资人一端,降低了发行人的发债成本。据测算,CRMW发行带来的融资成本改善大概约为25bp;其次,在风险事件不断增加、信用逐渐分化的市场环境下,CRMW使得原本无法直接融资的低评级的民企也能成功发行债券。

任鹏:Wind数据显示,目前有记录的CRMW数量为400多单,名义本金规模500多亿元,但与我国境内信用债市场超过20万亿的存量规模相比,CRMW的覆盖力度仍明显不足。其中以民企债券为标的的CRMW共有242单,实际发行金额合计327.24亿元,占存量规模的59.2%。

在以民企债券为标的的CRMW中,AAA主体评级的有23只,实际发行金额合计24.84亿元;AA+主体评级的有135只,实际发行金额合计183.4亿元;AA主体评级和无评级的有84只,实际发行金额合计115亿元。这些数据说明CRMW确实在一定程度上帮助中低评级的民企改善了债券融资环境。

以CRMW为代表的信用风险保护工具可以进一步提升市场各方参与水平,增强市场交易活性。将CRMW与企业增信相结合,可以进一步加强风险保障能力。CRMW这个工具为民企债券融资提供了有效支撑,但是相比存量,CRMW的覆盖远远不足,还需大力推广。

多措并举支持民营企业债券融资

上海证券报:今年政府工作报告提出,完

善民营企业债券融资支持机制。作为业内人士,你们认为还应该从哪些方面着手完善该项机制?

章杉杉:一笔债券的成功发行离不开链条上各个环节的共同努力,包括监管机构、承销商、会计师事务所、评级公司、投资人以及发行人本身。

我认为,可以从以下几个方面采取措施:第一,可进一步扩容CRMW,创新机制提升金融机构创设积极性;第二,提高民企债券发行材料的信息披露要求,减少信息不对称,加大对信息不规范、不及时惩处力度;第三,加大对信息披露造假的惩处力度,大幅提高造假成本;第四,要加强对中介机构的监管,对会计师事务所、评级公司在发行过程中存在的不尽职、不尽责行为加大处罚力度;最后,要鼓励民企发行人加强与市场(包括投资人以及第三方卖方研究机构等)的沟通交流,提升市场信心。

任鹏:目前,我国的信用风险缓释工具尚属探索阶段,接下来要不断完善工具机制的设置。同时在确立债券风险定价机制时,也要细化到核心标的违约率、清偿率等相关长效影响因素。

支持有前景的企业融资,是支持民营融资时需要重点关注的问题。在这过程中,要尽快完善针对符合资质企业的遴选机制。要制定合适的遴选标准,精准支持暂时遇到流动性困难但有市场、有前景、有技术、有竞争力的民营企业,这对于提升符合要求的低资质民企融资能力至关重要。

此外,市场上有一批为解决中小科技企业融资难问题而设立的专业金融服务机构。这些机构如果能以专业的眼光去遴选、甄别中小民企,就可以更好地服务实体经济,激活民营企业融资市场。

崔磊:首先,完善信息披露制度和债券违约处置机制建设,加强投资者保护,提高发行人的信息披露质量,提高违约处置效率,夯实发行人和中介机构责任,提高违法成本,保障投资人的合法权益。

其次,民营发行人自身要加快完善内部治理,提升经营效率和抗风险能力,加强信息披露规范,加强同投资人交流沟通,降低信息不对称,从而获得市场的认可和合理的定价。

再次,通过产品创新推动新兴产业民企发行人债券融资,如扩大CRMW创设规模、知识产权等无形资产证券化、注册制下高收益债一级市场开放等。

最后,丰富投资者结构,引入更多风险偏好较高、投资期限较长的投资者,引导传统债券投资人支持民企融资等。

■ 债海观澜

从基金管理角度看 债券风险管理工具的发展

□ 黄华 茅天伟



基金经理的组合构建通常由两方面构成,一方面是基于基本面的长期配置需求,这部分的需求是具有战略性的,长期稳定,交易的次数少,以弱流动性资产为主;另一方面是受当下流动性、资金面、情绪面等因素影响的短期性交易和对冲需求,这部分需求是战术性的,对频繁交易的需求更大,以优质流动性资产为主。

在当前基金、理财等产品净值化转型的大背景下,基金经理不仅要做好长期的资产配置来实现长期业绩,同时也需要控制好波动情况,防止短期的大幅调整造成的赎回压力。再者,自2018年上半年债券市场违约频发以来,市场对信用风险缓释工具的需求逐渐增大。在这些新的要求下,传统的买卖债券因为成本高,交易时间长,不利于及时对冲风险,基金经理的“弹药箱”中需要更多的风险对冲工具来应对市场变化。

观察欧美等较成熟的金融市场可以看到,它们发展出了一系列标准化的和非标准化的金融产品分别对冲利率和信用的风险。

利率上,常用的金融对冲工具包括期货和互换。利用期货这种标准化金融产品交易迅速,流动性强、成本低的特点,实现了基金经理对整体组合的久期控制或不同期限点上曲线形态的控制。而非标准化的利率互换,虽然流动性低,但能满足基金经理对合约长度和交易量的特殊需求。通过固定利率和浮动利率之间的互换,基金经理可以在利率上行时与银行或券商敲定一笔支付固定利率的互换,从而降低组合的久期,一定程度达到对冲的目的。

境外信用债市场有3种常用的对冲手段:CDS、CDX、TRS。CDS是针对个别公司信用风险的保险。如果合同时间内企业触发破产等事件导致违约,投资者可以收到对应的赔偿。一旦企业基本面恶化,CDS的价格会相应地增加,投资者因而在CDS的价格中获得收益对冲个别信用事件导致的损失。

一般来说,基金经理更常用CDX、TRS或者信用ETF来对冲整个市场的信用利差上行风险。不同于CDS,这些标准化的产品,流动性好,交易便捷快速,且不用担心交易对手风险,非常适合基金经理用于战术性调仓。

CDX更偏向企业的违约风险,而信用收益互换合约Credit Total Return Swap(TRS)则更偏向对冲市场信用风险变化。比如美国iBoxx\$IG指数是反映全美国市场上投资级别债券的综合收益。投资者通过交易指数对应的TRS产品赚取信用利差扩大或收缩的收益来对冲自己组合的风险。而对应的只需要支付事先约定的每月固定利息作为成本,这种标准化产品有固定的到期日,且可以进行频繁交易,适合基金经理及时的调仓和对冲。除此以外,一些投资者也通过买入做多或做空的债券ETF来实现对冲的功能。

成熟金融市场金融衍生品的高度发达背后,其实离不开三方面的共同努力。一方面离不开金融基础设施建设和专业的人才。比如CDX产品是由Markit公司编制的一套指数所对应的产品,只有在这套指数合理的编制和定价基础上,才有了CDX在市场上活跃的交易价值。未来我们需要更专业的人才了解债券不同的违约制度,设计出合理的产品,并能结合违约率、清偿率等因素合理定价,设计出符合投资者需求的适应中国市场的专业产品。

另一方面,金融衍生品也增加了金融机构的风险。未来,需要我们的监管机构在金融审慎的原则下,借鉴国外的经验和教训,发展出一套对金融机构衍生品风险的管理制度,来保护整个金融市场的健康发展。

最后,作为这些衍生品最终应用人的基金经理,需要不断提高自己的学习能力,了解熟悉这些信用缓释工具的功能和隐含的风险,合理巧妙地将其运用到基金的管理中,实现更好的风险对冲。在各方的努力下,期待中国债券风险管理工具实现更稳健和高速的发展。

(黄华系中欧基金固收投资决策委员、投资总监,基金经理,茅天伟系中欧基金固收收益研究员)

◎记者 徐蔚 ○编辑 孙放

今年以来,各类资产大多表现不佳,而基础设施公募REITs却依然坚挺,在去年已获可观涨幅后,虽然近期行情有所回落,但11只公募REITs年初至今涨幅仍多数为正。较为突出的二级市场表现也使公募REITs引来更多关注。

作为一种类固收产品,公募REITs一段时间以来跌宕起伏的行情竟与股票市场有几分相似。而细究背后原因,多位受访人士认为,已上市公募REITs项目较为成熟优质,吸引大量机构配置。同时,由于供给较少产品稀缺,部分交易型资金的涌入,短期内大幅推高了REITs的价格,造成风险积累,也致使波动加大。鼓励更多优质项目入市,应成为REITs市场下一阶段的目标。

谁在热捧公募REITs

自去年6月21日首批公募REITs上市以来,多只产品都出现了大幅上涨。Wind数据显示,即使在近期遭受一波调整后,11只公募REITs自上市以来(复权后)的平均涨幅仍超过20%。其中,富国首创水务REIT上市至今涨幅超50%,其最高价距上市首日开盘价实现翻倍。

“在公募REITs上市前,市场对它的前景也曾抱着观望态度。”平安信托海外REITs业务负责人张非澳表示,在没有体现出“赚钱效应”前,大机构只是“捧场式”参与。不过,上市后的行情走势超出了绝大多数人的认知。这给了包括险资、券商自营、公募基金在内的主流金融机构极大的信心。

“这也不难解释为什么在第二批REITs的线下申购中,机构的有效认购订单迅速超过

公募 REITs 从热炒到降温

多位受访人士认为,已上市公募REITs项目较为成熟优质,吸引大量机构配置。同时,由于供给较少产品稀缺,部分交易型资金的涌入,短期内大幅推高了REITs的价格,造成风险积累,也致使波动加大。鼓励更多优质项目入市,应成为REITs市场下一阶段的目标。

了50倍。海外成熟市场中,REITs是仅次于股票和债券的第三大类资产,境内机构正在对公募REITs给予(和股票、债券)同样的重视程度。”张非澳说。

德邦证券董事总经理、研究所副所长吴开达告诉记者,从一级配售来看,REITs的最大持有人是原始权益人,以战略投资者的身份认购REITs,此外,战略投资者中还包含其他各类金融机构。

除战略投资者外,网下机构投资者中,券商自营和保险资金较为活跃。吴开达表示,券商自营认购REITs较为踊跃,主要是因为券商有做市需求,而公募REITs高分红且运营稳定的特点则更符合保险资金的投资需求。随着去年11月银保监会下发《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》,保险资金在第二批REITs中的认购比例有了更大提升,未来将成为适配公募REITs的主要投资者之一。

REITs 虽好也要看价格

REITs市场产品价格上涨带来的高额回报也吸引了跟风炒作者。而公募REITs产品供给不足以及流动盘较小等特性又加剧了“炒作”风险。

申万宏源相关人士表示,目前上市的公募REITs有一部分份额是由管理人自购,且

对外募集的份额一部分是由战略投资者持有,存在着锁定期,导致直接上市流通的份额较少,流动性偏弱,价格易受买入需求的影响。对想在二级市场参与的投资者而言,公募REITs的供给不足,一定程度上推升了REITs的价格。

但近期公募REITs板块的明显回调也说明,投资公募REITs并非稳赚不赔。

与股票、基金不同,公募REITs以底层基础设施项目评估价值为定价基础,将运营产生的稳定现金流作为主要回报来源,随着交易价格上涨,产品净现金流分派率将逐步下降。

据华泰证券统计,随着REITs价格上涨,其内部报酬率大幅下降,如REITs中债估值收益率(IRR)普遍降至4%以下,其中首创水务在2月16日价格顶点时的IRR曾跌至0以下。REITs价格与原始估值、项目ABS估值偏离度也在加大,估值明显较贵。

随着二级市场价格走高,多只公募REITs产品披露关于溢价风险的提示性公告,部分短期涨幅较大的产品还申请了停牌。监管层也明确表示已对部分波动较大的REITs品种依规加强监管。

记者了解到,监管部门对累计涨跌幅过大、连续多日涨跌幅过大等情形,要求采取REITs次一交易日开盘停牌一小时或一天的冷却机制,并同步提示市场关注交易风险。