

债券市场快报

2012年02月08日

第13期

目录

概述	1
“垃圾债”或推出，评级机构将接受考验	2
民生银行300亿小微金融债周五发行	3

联络人

作者

研究咨询部

张丛 010-66428877-563
czhang@ccxi.com.cn

杨洋 010-66428877-655
yyang@ccxi.com.cn

其他联络人

研究咨询部总经理

罗航 010-66428877-649
hluo@ccxi.com.cn

概述

- 近日有媒体报道，中国版“垃圾债”即将浮出水面，高收益债相关办法最快于本月开始实施。不过，证监会相关人士表示，可靠消息仍需等待官方正式披露。而此前证监会也曾多次提及推动高收益债发债——证监会主席郭树清日前在全国证券期货监管工作会议上提出，要显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重，研究探索和试点推出高收益企业债、市政债、机构债等债券新品种。就高收益债券本身来说，其价格取决于信用评级，目前海外市场中的“垃圾债”一般在BB评级以下。由于信用评级较低、流动性较差，“垃圾债”风险不容忽视，但通过透明的披露和充分的定价，这些风险却也是可以接受的。对于国内评级机构而言，“垃圾债”是机会也是挑战，真正的水平和实力的较量也将开始。
- 民生银行发布公告，本周五（2月10日）将发行其首期小微企业转向金融债，额度为300亿元，期限5年，采用固定利率形式。从目前已披露的银行发行小微金融债情况来看，规模已近3,000亿元，有专家预计，今年将有1万亿元的小微金融债发行。尽管小微企业金融债在一定程度上缓解了其融资难的问题，但在当前银行存款外流、存贷比逼近红线的情况下，此举似乎更多的是在为流动性紧张的银行开辟一条新的融资道路。考虑到目前我国小微企业普遍面临的资质问题，无论是直接融资还是间接融资渠道，都亟须有进一步创新举措来为小微企业“输血”，破解融资难题。

“垃圾债”或推出，评级机构将接受考验

近日有媒体报道，中国版“垃圾债”即将浮出水面，高收益债相关办法最快于本月开始实施。不过，证监会相关人士表示，可靠消息仍需等待官方正式披露。而此前证监会也曾多次提及推动高收益债发债——证监会主席郭树清日前在全国证券期货监管工作会议上提出，要显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重，研究探索和试点推出高收益企业债、市政债、机构债等债券新品种。

所谓高收益债，是指主要由信用等级较低或盈利记录较差的公司发行的债券，由于信用等级差、发行利率高，此类债券兼具高风险和高收益的特征。在国外，这类债券被称为“垃圾债券”，是海外证券市场特别是美国债券市场上的重要产品。

近几年，我国债券市场虽取得了快速的发展，但横向来看，其成长性不足的特征仍然十分明显。亚洲开发银行数据显示，截至2011年9月底，我国债券市场规模占GDP的比重仅为46%，处于亚洲中下游水平；同期日本超过200%，韩国和马来西亚也超过100%，新加坡和中国香港则超过70%。发展程度低、规模小、市场对债券的分析判断和理论研究相对比较滞后，使债券市场成为我国金融市场的软肋。

如果此次高收益债真的能够推出，不仅将进一步丰富我国债券市场投资品种，为中小企业融资提供新的渠道——由于发债资格、资信等级达不到投资级别，目前我国中小企业大都只能通过民间借贷进行融资——与民间借贷相比，高收益债透明度更高，且在推出时就已经按评级给予了更高的回报，风险被认可；或将彻底改变我国债券市场低风险甚至“零”风险的特征。事实上，迄今为止包括“福禧债”在内，我国信用债市场并未发生过真正的未偿付违约。但就高收益债券本身来说，其价格取决于信用评级，目前海外市场中的“垃圾债”一般在BB评级以下。由于信用评级较低、流动性较差，“垃圾债”风险不容忽视，但通过透明的披露和充分的定价，这些风险却也是可以接受的。对于国内评级机构而言，“垃圾债”是机会也是挑战，由于此前发债的企业或具有政府背景、或其本身资质较好，准确把握风险和信息披露将真正考验评级机构的水平和实力。

相关链接：

高收益债在金融行业俗称“垃圾债”，是提示其具有同高收益相应的高违约风险，并不是说这些债券是没有价值的“垃圾”；事实上，垃圾债是国际金融市场具有独特作用的一个有机组成部分。

美国市场是垃圾债的主要市场，英国市场和欧洲市场近年来有所发展。在国际市场上，垃圾债通常由信用等级较低或盈利记录较差的公司发行。其发行主体通常又有两种，一种是曾经享有投资级评级的公司，由于盈利能力等资质下降，其债券沦为垃圾级，这种垃圾债俗称“堕落天使”。另一种是处于创业期的公司，其评级尚未反映其未来的发展潜力。

20世纪80年代，以“垃圾债之王”米尔肯(Michael Milken)为代表的一批投资家，利用垃圾债调动天量市场资金，对盈利能力未得到充分发挥的大企业进行并购重组和大刀阔斧地改革，再以所获利润支付债券利息。这批令企业高管们闻之色变的“门口的野蛮人”，就是利用了“垃圾债”这个利器，将金融活动“创造性破坏”的力量发挥到极致。

1982年，米尔肯开始通过“垃圾债券”形式发放较大比例的贷款来兼并企业，即杠杆收购。他在金融界的影响如日中天，个人的收入也随之飙升，如1986年一年的交易佣金收入就曾达到5.5亿美元。从20世纪80年代后期起，就不断有人状告米尔肯违法经营。法庭于1990年确认米尔肯有6项罪名，米尔肯最终被判处10年监禁，赔偿和罚款11亿美元，并禁止他再从事证券业。

后来，随着对“恶意收购”行为限制力度大大加强，垃圾债也渐渐失去了金融“血滴子”的作用。目前，在国际市场上，垃圾债主要用于中小企业融资，而投资者则会配置一些垃圾债，以丰富资产组合。

据估计，2011年全球垃圾债发行规模接近5,000亿美元，成为自2008年金融危机爆发以来成长最快的市场之一。

资料来源：CCXI整理

民生银行小微金融债周五发行

民生银行发布公告，本周五（2月10日）将发行其首期小微企业转向金融债，额度为300亿元，期限5年，采用固定利率形式。从目前已披露的银行发行小微金融债情况来看，规模已近3,000亿元，有专家预计，今年将有1万亿元的小微金融债发行。

相关链接：部分银行发行小微企业金融债情况

银行	金额
民生银行	不超过500亿元，首期发行300亿元
兴业银行	不超过300亿元，已发行300亿元
兰州银行	50亿元
广发银行	不超过300亿元
杭州银行	80亿元
兰州银行	50亿元
重庆银行	30亿元
鄞州银行	20亿元
哈尔滨银行	25亿元

资料来源：CCXI整理

从目前公布的数据看，似乎城商行、股份制商业银行更加青睐发行金融债，而国有大型银行中还没有一家发布拟发行小微企业金融债的计划。由于吸储成本远低于发行金融债筹资，所以对于这些吸储能力较强的大型商业银行来说，通过发行金融债支持小微企业贷款似乎不大“合算”。

去年5月银监会下发了“银十条”，内容涉及小微企业贷款平均增速增量、金融服务机构准入和小微企业贷款专项金融债等多个方面；10月底，银监会再次发布“银十条”的补充通知，其中着重支持商业银行发行专项用于小企业贷款的金融债；今年2月初，温家宝在主持国务院常务会议中强调要“支持符合条件的商业银行发行专项用于小型微型企业贷款的金融债。”

尽管小微企业金融债在一定程度上缓解了其融资难的问题，但在当前银行存款外流、存贷比逼近红线的情况下，此举似乎更多的是在为流动性紧张的银行开辟一条新的融资道路。在国内外经济不景气的背景下，2012年小微企业融资困难将较以往更加凸显。除了借助间接融资渠道，还要鼓励小微企业积极参与资本市场，通过上市、发行债券等方式进行直接融资。考虑到目前我国小微企业普遍面临的资质问题，无论是直接融资还是间接融资渠道，都亟须有进一步创新举措来为小微企业“输血”，破解融资难题。

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一支证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

报告编号：2012004(B)

作者	部门	职称
张丛	研究咨询部	分析师
杨洋	研究咨询部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限公司
 （穆迪投资者服务公司成员）
 地址：北京市复兴门内大街 156 号
 北京招商国际金融中心 D 座 7 层
 邮编：100031
 电话：（86010）66428877
 传真：（86010）66426100
 网址：<http://www.ccx.com.cn>

CHINACHENGXININTERNATIONALCREDITRATINGCO.,LTD
 AnAffiliateofMoody'sInvestorsService
 ADD:7THFloor,TowerD.
 BeijingMerchantsInternationalFinanceCenter
 No.156,FuxingmenneiAvenue,Beijing,PRC.100031
 TEL:（86010）66428877
 FAX:（86010）66426100
 SITE:<http://www.ccx.com.cn>