

新债遇冷 10年国债中标利率走高

国债预发行制度有助于稳定市场

本报记者 王辉

财政部17日就2013年第十一期记账式固息国债进行了续发行招标。发行结果显示,本期10年期续发国债3.6889%的中标利率不出乎意料地再度高于此前市场预期,且市场认购倍数也继续保持在偏低水平。分析人士表示,经过6月份资金暴动的挫伤后,市场心态持续趋紧,且机构对于下半年市场走势的预期也依旧谨慎,进而导致7月以来招标的多只利率新债招标情况均相对偏弱。值得一提的是,伴随着7年期国债预发行试点的推出,国债招标定位的准确度将有望得到提升,这可能也会有利于消化市场不断持续的负面情绪,从而有助于稳定市场。

的多只利率新债,不仅中标利率屡屡高于预期,而且从市场认购参与情况来看,也反映了市场持续偏冷。

WIND统计数据显示,7月份招标的前两期国债认购倍数仅分别为1.44倍和1.38倍;而在金融债方面,除去参考价值相对较低的国开行福娃债(含增发)外,7月至今发行的3期国行新债和1期农发债,认购倍数均在1.70倍以下。其中认购倍数最低的13进出14,认购倍数更是仅达到1.28倍。除此之外,由于主流机构普遍对下半年资金面及债券市场走向的不确定性持续增强,7月以来招标的大多数利率新债中标利率均普遍高于机构预测和二级市场。

债市维稳需求凸显

对于近期一级市场利率新债发行的疲弱状况,当前市场主流观点均认为,机构心态的低迷和高度谨慎,是导致时下市况的主要原因。

兴业证券资深固定收益投资经

理朱文杰表示,经过6月份钱荒的打

击,市场心态已经坏了,虽然目前的

资金价格水平并不算高,但机构普遍

都是随大流的谨慎”。该市场人士同

时认为,一级市场利率新债发行相对

疲弱的局面预计还会持续较长一段

时间,而一级市场收益率攀升与二级

市场之间的负面循环,也会继续给市

场带来压力。

17日二级市场的交易情况显

示,在当日10年期续发国债中标结

果公布之后,由于10年期国债高于预

期的一级市场定位,再度引发中长

期利率债抛压加重,现券长端品种

利率整体显著走升,而这一状况

在过去几期国债或金融债招标当

日都曾多次出现。

在利率新债发行疲弱的同时,

今年以来中长期国债招标情况								
名称	招投标日期	期限(年)	招标标的	中标利率(%)	中标价格	实际发行总额(亿元)	认购倍数	参考收益率(%)
13附息国债11(续2)	2013-7-17	10.00	价格	98.02	300	1.74	3.6889	3.38
13附息国债15	2013-7-10	7	利率	3.46	300	1.38	3.46	3.46
13附息国债11(续发)	2013-6-19	10	价格	99.30	300	1.43	3.4998	3.38
13附息国债08(续2)	2013-6-5	7	价格	100.08	314	1.80	3.3506	3.29
13附息国债13	2013-5-29	5	利率	3.09	300	1.58	3.09	3.09
13附息国债11	2013-5-22	10	利率	3.38	300	1.71	3.38	3.38
13附息国债08(续发)	2013-5-15	7	价格	100.35	300	1.71	3.2788	3.29
13附息国债04(续发)	2013-5-8	3	价格	101.15	300	1.59	2.9883	3.10
13附息国债05(续2)	2013-4-24	10	价格	101.44	307.9	1.88	3.4207	3.52
13附息国债08	2013-4-17	7	利率	3.29	303.2	1.84	3.29	3.29
13附息国债05(续发)	2013-3-20	10	价格	100.31	220	2.38	3.5198	3.52
13附息国债01(续发)	2013-3-6	5	价格	100.30	220	2.03	3.1976	3.15
13附息国债03(续2)	2013-2-27	7	价格	100.32	220	2.61	3.4271	3.42
13附息国债05	2013-2-20	10	利率	3.52	260	2.86	3.52	3.52
13附息国债03(续发)	2013-2-6	7	价格	100.17	300	1.90	3.4304	3.42
13附息国债04	2013-1-30	3	利率	3.10	260	2.23	3.10	3.10
13附息国债03	2013-1-23	7	利率	3.42	300	2.00	3.42	3.42
13附息国债01	2013-1-9	5	利率	3.15	260	1.92	3.15	3.15

信用一级市场表现同样不佳。有消息称,由于市场心态不断趋紧,目前有的1年期短融发行的询价已经报至7%以上。有交易员表示,虽然银行间市场资金价格可能在央行的指导下运行在相对合理水平,但市场心态及市场预期却极度谨慎。经过6月份资金暴动的打击之后,市场预期可能还需要管理层给出偏暖基调的修正。

值得一提的是,本周财政部、央行和证监会联合公布《关于开展国债预发行试点的通知》,允许以即将发行的7年期记账式国债为首批试点标的进行债券买卖。有分析人士指出,国债预发行制度的推出,虽然可能更直接针对国债期货的上市,但预发行制度在提升国债定价准度、更好地化解债券市场负面影响等方面也会带来较明显积极作用。这对于修正当前主流机构过于负面的预期、稳定一二级市场收益率定位等方面,将具有一定的建设性意义。

邢台钢铁4亿元短融券认购不足

多只信用债推迟发行

邢台钢铁有限责任公司17日在上海清算所网站发布公告称,公司原定于17日发行总额为4亿元的2013年度第一期短期融资券。由于市场出现波动,该期短融券在原协商利率区间内认购不足,公司决定择时重新发行。

值得一提的是,除邢台钢铁短融券认购不足、被迫重新发行之外,近日还有数支已披露相关发行公告文件的短融中票被临时推迟发行。新华都实业集团股份有限公司17日发布公告称,该公司原定于17日发行10亿元5年期中票,但由于近期市场波动较大,决定推迟该期中票发行。崇义章源钨业股份有限公司、深圳市广前电力有限公司亦于17日分别公告,鉴于近期市场

变化,拟推迟原定于17日、18日发行的2亿元和2亿元短融券。此外,中环电子信息集团有限公司16日撤回了2亿元短融券发行公告文件,理由是该公司原主体信用评级已经过期。

除个别特殊因素之外,近期多支债券推迟发行或发行失败的原因,主要是受市场行情变化影响。市场人士指出,目前一级市场供需矛盾较为突出,新债发行压力加大。一方面,6月份大量延误发行的债券在7月份密集供给,使得短期市场供给明显增多;另一方面,受短期资金成本高企、信用债评级遭遇密集下调、高层保下限”引发基准债券调整影响,信用债现券走势不佳,需求偏弱。(张勤峰)

城投债投资风险显现 收益率易上难下

华夏人寿 康海荣

近日,大公国际资信评估有限公司连续发布公告,分别对09长春城开债、10襄投债和09九城投债三只债券的债项信用评级下调一级。该消息一出,市场对城投债的资质担忧再上一层。虽然最后确定是因偿付流程不规范的问题而导致的增信失效降级,有些令人虚惊一场的感觉,但也反映出市场对城投债越来越多的警惕性。笔者认为,现在城投类债券的风险大于收益,其主要理由如下:

首先,地方政府财政偿债能

力恶化。据目前国家审计署公布的

66个地方政府本级政府性债

务审计结果》显示:36个地方政府截至去年底负债总额共计3.85万

亿元,较2010年底增加12.9%,如

果照此增速简单推算地方政府全部的负债总额则可能达到12万亿元以上。审计署公布截至2010年底全国地方政府性债务余额10.7万亿元)。此次审计显示,18个省会和直辖市有17个承诺以土地出让收入来偿债,比例高达95%。虽然根据我爱我家数据,1-6月全国306个城市土地出让金高达1.13万亿元,与去年同期相比大幅增长60%,但是这些可能仅仅够支付地方债务的一年利息,而到期兑付本金压力仍大。况且,地方延续多年的土地财政之后预计未来可卖的土地越来越少,地方债务仍将是未来的达摩克利斯之剑。

其次,政府对以城投公司为主的地方性融资平台进行规范会

引发评级下调潮。5月22日,国家

发改委一日连发两个通知:关于

进一步改进企业债券发行审核工

作的通知(发改办财金[2013]957号)》和《关于对企业债券发行申

请部分企业进行专项核查工作的通知(发改办财金[2013]1177号)》。

通知中对连续发债两次以上

且资产负债率高于65%的城投类企业划入“从严审核类”;专项核

查通知》中进一步从城投实收资本、募投项目、担保措施、偿债保障措

施、偿还计划及资金来源等方面

规范城投债券资金的使用与偿

付。前文所述的三家城投评级下

调,就是该文件引爆的第一批城

投公司评级下调,而随着审查广

度的扩大,笔者认为会有更多

的城投公司由于不规范运作而

引发评级下调的风险。

第三,部分城投公司评级虚

高。在前几年较好城投债项目的

逐步发行之后,近2年来新发城投债项目资质越来越差,但债市的火爆使得外部评级公司在项目抢夺中人为抬高债项信用评级,从而使得较差资质的城投债也能以较低的票息发行。未来这些较差资质的城投债由于收益率较低而面临着较大的调整风险。理由是:未来在调结构、促升级的改革路径下,经济增长将较长时期持续低速

增长前提下预计GDP较

长期限处于7%-8%),与此同时,

由于营改增以及未来的税制改

革,中西部相对于发达地区的财

政收入差距将进一步扩大化,因此,中西部地区的融资平台将面临

更大的债务偿付压力。

如果依靠借新还旧,这些地区将

面临着融资成本的大幅上升,从

而影响现存的较低资质城投债的

重新估值。

最后,机构投资者的投资方式趋同性可能会加深城投债调整的幅度。银行间债券市场不同的机构投资者对不同的信用等级债券投资有着严格的限制,同时很多机构还有公司内部评级的制约。比如,保险公司购买城投债的标准是债项评级不低于AA级,一旦评级下调则会被迫减仓。由此一来,不仅债券本身评级下调会导致投资者需要更多的风险补偿,而且机构被迫减仓的过程还会进一步压低债券价格,引发同类型债券竞相抛售的恶性循环。

总之,在经济没有走强,发改

委主导的城投类债券自查尚未结

束的情况下,笔者认为当前城投债的收益率易上难下,值得警惕。

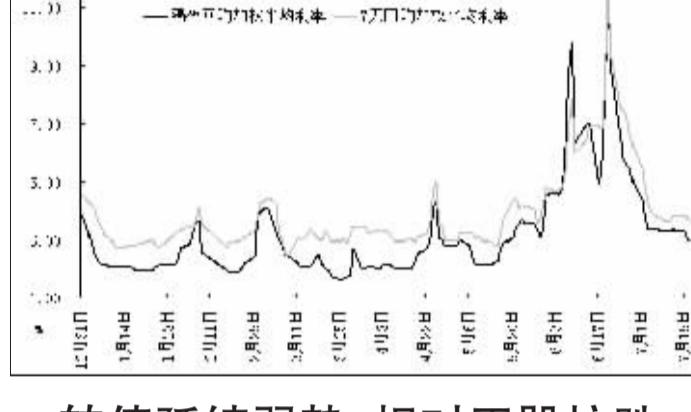
“钱荒”以来
隔夜回购利率首次跌破3%

周三,短期资金利率继续小幅下行。当日央行继续开展正逆回购和央票需求询量,但仍未发布新的央票发行公告,预计周四央行公开市场操作将继续暂停,市场认为此举有助于推动资金面继续改善。

本周二,央行没有开展公开市场操作,单日净投放资金1600亿元,加上15日法定准备金退款,有力对冲了7月中旬财政存款密集入库的负面影响。同时,央票继续停发,亦缓解了市场对于央行实行偏紧货币政策的担忧,短期资金供给明显增多。周三银行间质押式回购市场上,隔夜回购利率受开盘价引导继续下行,加权利率收报2.96%,为5月20日

以来首次跌回3%关口以下;基准的7天回购利率亦下行约10BP至3.61%。不过,市场上14天到1个月资金供给依旧比较有限,而需求持续旺盛,跨月末品种的加权利率因此稳中趋升。其中,21天回购利率上涨约7BP至4.28%;1个月回购利率上涨约8BP至4.61%。交易员指出,目前市场总体并不欠缺资金,短期资金利率存在下行空间,加之央行继续暂停公开市场操作有助于改善市场预期,未来资金利率或延续缓慢下行。不过,受财政缴款、国企分红等时点因素和市场对货币政策影响,短期资金供给明显增多。周三银行间质押式回购市场上,隔夜回购利率受开盘价引导继续下行,加权利率收报2.96%,为5月20日

隔夜回购利率5月20日以来首次跌破3%



转债延续弱势 相对正股抗跌