

监管政策从严 城投债面临分化

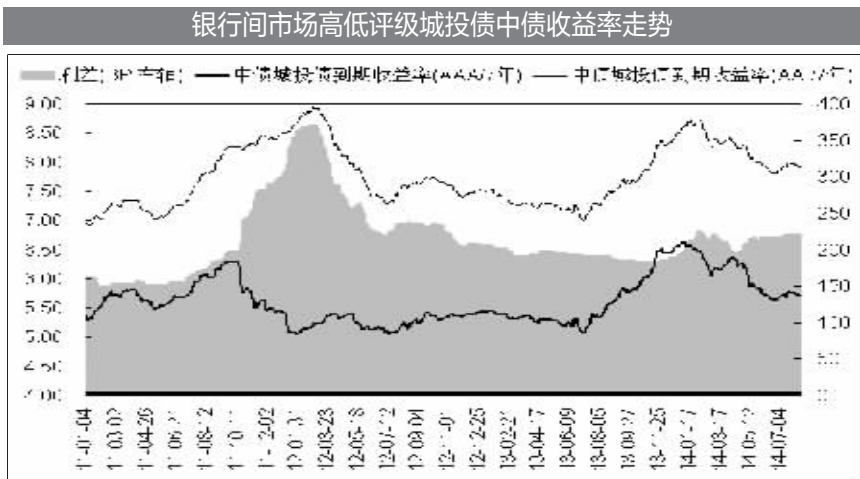
□本报记者 葛春晖

近段时间，在信用风险事件频发的背景下，城投债因其政府隐性担保的特征而再次成为市场追捧的对象。不过，分析人士指出，“防风险”导致的融资监管政策顺周期变化，加大了部分低等级发债主体的融资难度，也增加了信用风险暴露的概率，城投债虽然实质违约短期尚未到来，但估值风险依然存在，预计未来城投债走势将趋于分化，对低等级品种宜谨慎对待。

风险暴露概率上升

今年以来，随着历史上首个长期债券兑付高峰到来，信用违约事件时有发生，在引发市场震荡的同时，进一步提升了监管层对于系统性信用风险的防范意识。在此背景下，二季度以来各类监管部门相继出台了多项措施，如：交易所从严调整质押、交易制度，证监会明确债基的集中度和杠杆率上限、提升货币基金投资债券资质要求，银监会从严规范中小银行理财、同业、投资业务等等。

上周，新的融资监管政策信息再次扰动市场。来自多家媒体的消息称，发改委近期召开企业债风险座谈会，警示企业债风险并考虑提高企业债发行门槛。虽然正式文件内容及发布时间尚未最后确定，但相关信息显示，新政对发债主体资产负债率、债项评级等指标运用将更加严格，对债券担保增信措施将提出更严格要求，对同



一发债主体连续申请发债的时间间隔将由六个月拉长至一年，等等。

发改委新举措体现出监管从严倾向。中金公司表示，这可能反映出发改委在企业债（尤其是城投债）审核方面趋于谨慎，尤其是不希望信托、私募债和担保领域的风险转移到公募企业债市场上来。

在发债环节监管“从严”，无疑对提升新债资质、降低债券市场整体风险水平有着积极作用，但对于当前的存量债券而言，则可能会带来一定的负面影响。申银万国证券观点就表示，从目前情况看，防风险导致的融资监管政策顺周期，无疑将会加剧今年以来我国融资市场疲软和政府保增长要求之间的矛盾，而在

缺乏总量宽松政策的情况下，宏观和微观的背离持续时间越长，债券市场出现信用风险的可能性就越大。该机构指出，由于再融资能力是中国信用体系的核心，任何融资监管政策的边际收紧，都增加了信用风险爆发的可能性。

需回避低评级品种

近段时间，在信用风险事件频发的背景下，城投债因其政府隐性担保的特征而再次成为市场追捧的对象。从评级利差走势来看，高低评级城投债利差在近两个月保持稳定，如银行间7年期城投债AAA级和AA-级中债收益率利差持续在220BP左右，显示不同等级城投债收益率表现趋同。不过，随着监管措施的

地方举债规范化更进一步

□安信证券固定收益部 袁志辉

上周发改委召开了关于企业债风险的座谈会，提示风险，并讨论对发债企业的资产负债率、两次发债时间间隔、土地资产有效性等审核条件提出更高的要求。站在地方政府债务管理的角度，可以清楚地看到地方举债制度正趋向进一步的规范化。

2013年以来，市场对于地方政府债务的讨论日益增多，担忧地方债务累积会引爆“明斯基时刻”。尤其“钱荒”发生后，大家意识到，地方政府一直以“资金黑洞”的姿态活跃在资本市场，挤压其他市场主体可得资金，并抬高融资利率，同时导致地方政府债务像滚雪球一样越来越大。

虽然经审计署审查的地方政府债务总体可控，但是自2010年以来地方债务增长速度惊人，加之全国区域经济增长差异巨大，部分地方的债务规

模已远超财政收入。2014年后，地方债务的管理被提上日程。先是改革地方政府业绩考核方式，强调负债管理，随后试点发行自发自还地方政府债，到如今发改委严格企业债（主要是城投债）的发行管理，表明中央正加紧推出举措，来防范地方政府债务风险，规范其融资行为，促进地方政府资产负债表的修复。

今年一季度曾取得较明显的效果，非标融资规模大幅萎缩，地方投资冲动下降。但是到二季度，经济下行压力增大，政府逆周期调控重启，而财政收入增速缓慢，债务融资需求大增。此期间，企业债问题开始暴露，如10佳城投债发行人利用违规土地证和虚假评估报告获取债券融资的事件、华通路桥对地方政府的应收账款回收困难等。

具体到此次发改委拟收紧对企业债发行审核，其对地方举债管理的规范化主要体现在三方面：

一是，控制地方债务规模。今年以来企业债发行规模增加较多。从此次会议讨论的内容来看，未来对城投债的发行门槛、审核标准可能提高，从严管理后，至少在短期内将降低企业债发行频率，城投债供给或较上半年有所回落。此外，由于地方融资平台的融资行为监管较难，压缩城投债融资规模后，对地方政府债务规模的监管更方便。

其次，降低融资成本。地方政府债务的规模较大，全口径数据接近20万亿，如果以7%的加权平均融资利率测算，年利息即1.4万亿，地方融资规模压缩时还需要降低融资成本。地方政府债有“明渠，堵暗道”的功效，从广东等地的自发自还地方政府债发行利率来看，基本与同期国债持平，相比城投债，融资成本至少低2个百分点。

最后，规范融资方式。城投债融资主体为地方融资平台，有政府隐性担

逐步细化和升级，分析机构纷纷表示，未来城投债市场走势或面临分化。

民生证券分析师刘丹指出，城投债今年上半年存量规模增速超过25%，发债主体资质下沉比较明显，地方政府融资需求强劲，而随着房地产市场调整，作为偿债主要来源的土地出让金收入缩减较明显，因此城投平台债务偿付压力较大，对于城投债的相关风险和政策需要持续关注。

针对上周的发改委座谈会，中金公司表示，如果相关措施严格执行，可能会导致城投企业再融资难度加大，从而加剧流动性风险。不过，该机构认为，城投公募债短期内的违约风险仍不高，供给压力甚至可能会进一步降低，但由于城投债利差目前已经处于历史最低位，且供给下降因素近期已有所反映，未来收益率进一步下行空间不大，建议投资者密切观察后续审批情况，进一步加强个券甄选。

目前来看，低等级城投债已逐渐成为机构提示风险的重点领域。申银万国证券指出，若地方政府借新还旧的渠道受到堵塞，旧债偿还的风险可能加速爆发，建议投资者回避低等级城投债的风险。中信证券也表示，虽然城投债实质违约短期尚未到爆发时点，但低等级城投债的估值风险依然存在，加之今年以来低等级城投债收益率下行幅度较大，未来城投债大概率面临分化，对低等级城投债需谨慎，中高等级吃票息则依然可行。

保，市场化程度偏低。而市场一般认为城投债有政府兜底，没有信用风险，在这个背景下城投债市场基本呈现供需两旺的格局，但是最后的风险都将算在政府账上。作为并不规范的融资工具，城投债不仅对市场造成金融抑制，也放大了政府的债务风险。而且城投债作为公募债券，其风险扩散较快，影响较大，不利于防范系统性债务风险。一个合理的推测是，未来城投债将逐步退出历史舞台，政府融资将更透明、市场化。

其实，从根本上来讲，地方政府债务问题是由过度依赖投资的经济增长方式造成的，不规范的举债行为也是由于政府过度干预市场造成的。规范地方政府举债的治本之策应当是转变经济增长方式，培育市场内生性增长潜力，将政府信用从企业债融资中剥离，建立规范化的地方债融资模式和市场化信用定价机制。（本文仅代表作者个人观点）

人民币现汇终结“六连升”

在连升六个交易日后，人民币兑美元即期汇率12日终现小幅回调。不过，市场对于人民币短期走势仍维持乐观预期。

12日，人民币兑美元汇率中间价报6.1517，较前一日小涨5基点，人民币中间价由此实现连续第四个交易日上涨。当天即期交易方面，人民币兑美元以小幅震荡回落为主，收盘报6.1583，较周一跌47基点或0.08%，终结了8月4日以来连续六个交易日上涨走势。

分析人士表示，在此前连续击破6.17、6.16整数关口之后，人民币即期汇价在6.15的关键心理位置附近有较强的休整需求。从市场阶段性趋势来看，随着境内外投资者对于中国经济进一步企稳向好的信心逐步增强，近阶段人民币汇率预计仍以偏强特征为主。不过，结合年初以来人民币汇率的整体表现，目前市场各方对于人民币能否进一步开启较大的升值空间仍存在较大分歧。（王辉）



浙江19日招标137亿地方债

浙江省财政厅12日披露了2014年浙江省政府债券的相关发行文件。

发行文件显示，2014年浙江省政府债券为固定利率附息债券，分为5年、7年和10年三品种，其中5年期和7年期利息按年支付，10年期利息按半年支付，发行额分别为548亿元、41.1亿元、41.1亿元。本期债券将通过招标方式发行。时间安排上，8月19日招标，8月20日开始发行并计息，8月22日发行结束；招标采用单一

价格荷兰式，标的为利率；募投资向方面，浙江省表示募集资金将优先用于棚户区改造等保障性安居工程建设、普通公路建设等重大公益性项目支出。中债资信给予本期债券信用评级为AAA。经国务院批准，今年山东省等10个省（市）列入地方政府债券自发自还改革试点。目前已发行或披露发行文件的广东、山东、江苏、江西、宁夏、青岛、浙江七地自发自还地方债均获得AAA评级。（张勤峰）

口行15日发行两期金融债

进出口银行12日公告，该行将于8月15日招标发行2014年第51期和第52期金融债。

其中，第51期金融债为口行今年第44期5年期固定息金融债的增发债券，票面利率为4.8941%，发行金额不超过60亿元，将采用单一价格招标方式发行，缴款日为8月19日，上市流通日为8月25日，起息日为2014年7月14日。

第52期金融债为1年期贴现

债券，首场发行金额不超过60亿元，首场招标结束后，发行人将向工商银行追加发行不超过15亿元的当期债券用于柜台债券市场分销。首场招标采用单一价格荷兰式，8月22日为缴款日和起息日，8月26日起上市流通。

进出口银行此次发行的两期债券均无基本承销额，5年期发行手续费率为0.10%，1年期首场发行手续费率为0.05%，追加部分无发行手续费。（王辉）

八银行披露NCD发行公告

近段时间，银行同业存单（NCD）持续保持高频发行节奏。12日，平安银行等八家银行披露了十期NCD发行公告，计划发行总额达80亿元。

相关公告显示，浦发银行、南京银行、宁波银行、江苏银行、九江银行将于13日各发行一期NCD，发行金额分别为10亿元、10亿元、10亿元、10亿元、5亿元。平安银行将发行3个月、6个月NCD各一期，金额分别为10亿元、5亿元；兴业银行将发行3个

月、1年期NCD各一期，金额分别为5亿元、10亿元；此外，贵阳银行将于14日发行5亿元3个月NCD。据统计，目前已有41家银行披露2014年度NCD发行计划，累计发行额度约1.3万亿元。而据Wind统计，截至8月12日，今年以来银行间市场累计已发行NCD2289.20亿元，存量规模则为1992.90亿元，与发行额度相比还有很大差距，这意味着未来NCD仍将会保持高密度的发行节奏。（张勤峰）

中电投13日发行35亿超短融

公告显示，中国电力投资集团公司将于8月13日发行2014年度第六期超短期融资券。中国光大银行股份有限公司和招商银行股份有限公司为此次发行的联席主承销商，光大银行担任簿记管理人。

本期超短融规模35亿元，期限270天，将由联席主承销商组织承销团，通过簿记建档集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行。本期超短融的利率为固定利率，发行利率根据簿记建档、集中配售的结果确定。本期超短期融资券采用单利按年付息，不

计复利，逾期不另计息。

日程安排方面，本期超短融8月13日簿记建档，8月15日缴款并起息，8月18日起上市流通，2015年5月12日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。Wind数据显示，截至本月12日，今年以来银行间市场累计已发行超短融219支，发行总额为6285.50亿元。（张勤峰）

■ 新债定位 | New Bonds

14附息国债18		预测中标利率区间【3.70%，3.80%】			
债券期限	1年	计划发行额	220亿元（可追加）	票息类型	固定利率
付息周期	按年付息	招标方式	混合式	招标日	8月13日
起息日	8月14日	上市日	8月20日	手续费率	0.05%

上海证券：1年期国债，期限较短，绝对收益率较低，且不计入承销考核，机构配置需求相对较弱，博边倾向较强，发行利率恐有上行压力。估计本次发行国债的收益率将接近或略高于二级市场收益率，在3.70%-3.75%的水平附近。

鄞州银行：1年期国债不计入考核，历次中标利率均高于二级市场。不过本期发行量下降为

220亿元，将使得边际不会拉的太宽。近期，剩余11个月的140014大致成交3.70%左右，预计本期1年期国债的中标利率在3.70%-3.75%。

国海证券：近期国债收益率比较稳定，本期期限较短，短期内利率市场有回调压力，预计本次一级发行会略高于二级市场。预计本期债券中标利率区间为3.77%-3.80%，边际中标利率区间为3.80%-3.85%。（张勤峰 整理）

央行公开市场回笼力道温和

资金面或延续均衡态势

□本报记者 张勤峰 王辉

周二，央行200亿元14天正回购操作，恰好将当日到期资金全额回收。尽管回笼节奏无明显变化，但在到期资金量增多的情况下，本周有可能再现小幅资金净投放，对于缓和周内新股发行与银行例行补交存准金对市场资金面的影响。

本周三、周四，作为第二批新股压轴的长白山和会稽山将先后启动IPO申购。有市场人士表示，此次发行只数少，预计将受到资金的追捧，两只新股中签率或落于0.6%至0.8%之间，冻结资金量在1500亿元至2000亿元之间。此外，本周五逢例行存准金清算，存款机构或面临一定量的存准不交，与新股申购两相叠加，不排除会对短期资金面运行造成一定的干扰。

正回购量价持稳

公告显示，央行周二上午在公开市场继续开展正回购操作，期限14天，交易量为200亿元，中标利率持稳于3.7%。当天有200亿元前期正回购到期，因此央行公开市场恰好实现中性对冲。

据Wind资讯数据显示，本周（8月9日至15日）公开市场将有640亿元正回购到期，无央票和逆回购到期，其中周二、周四分别有200亿元、440亿元到期资金量。

交易员表示，周二正回购交易量与上周四相同，表明央行公开操作节奏并无明

显变化，但由于本周到期资金量增多，在回笼节奏无显著变化的情况下，或将带来小幅资金净投放，有助于缓和周内新股发行与银行例行补交存准金对市场资金面的影响。

本周三、周四，作为第二批新股压轴的长白山和会稽山将先后启动IPO申购。有市场人士表示，此次发行只数少，预计将受到资金的追捧，两只新股中签率或落于0.6%至0.8%之间，冻结资金量在1500亿元至2000亿元之间。此外，本周五逢例行存准金清算，存款机构或面临一定量的存准不交，与新股申购两相叠加，不排除会对短期资金面运行造成一定的干扰。

资金面延续短期均衡

从资金市场盘面来看，尽管新股发行在即，且央行公开市场全额冲销到期资金，但市场资金面仍延续供需均衡的特征。

以银行间质押式回购市场为例，主流的交易品种隔夜与七天回购的加权平均利率保持下行姿态。其中指标品种，7天回购利率以加权值跌4基点至3.39%，创下6月20日以来新的阶段低位。据交易员

反映，周二资金面总体均衡，早盘时隔夜资金供给稍显匮乏，但在大行逐渐融出后基本恢复了均衡，7天以上的资金则供给相对充足。交易员表示，早盘隔夜资金供给稍紧，或是受到新股申购的影响，也可能与近期大行更愿意融出中长期限资金有关，但从全天情况看，新股发行的影响有限。

市场人士指出，政府和相关部门降低企业融资成本的意图明显，保持货币市场基本稳定、资金成本在相对低位则是降低成本一项必要条件。与此同时，人民币近阶段走势强劲，市场净结汇特征比较明显，外汇占款预期有所改善，只要公开市场操作力度温和，资金面整体仍有望保持平稳。

需要注意的是，近期市场资金面并不十分充裕，资金市场盘面往往呈现出先紧后松的特征，这种供需大较均衡的状况易受到外部因素干扰，对于未来一段时间资金面出现短期波动的风险也需保持警惕。近期就有市场传言称，8月末可能将迎来新一批A股集中申购，届时适逢月末，因此制约市场对资金面的乐观情绪。

国开债招标结束略逊于预期

□本报记者 王辉

国家开发银行12日对该行今年第15、19、20、21期固定息金融债进行了新一次增发，四期债券分别为10年、5年、3年和7年期品种。中标结果显示，此次3年和5年国开债中标收益率略高于预

期，7年和10年品种则接近预期水平。

据市场人士透露，开行此次增发的3年至10年期债券中标收益率分别为4.7113%、4.9099%、5.0853%和5.1256%，投标倍数分别为2.89、2.40、3.75和4.39。此前，上述各期债券的机构预测均值分别在

4.69%、4.87%、5.08%、5.13%一线，二级市场相应期限国开债的参考到期收益率则分别为4.72%、4.87%、5.11%和5.18%左右。综合比较，此次增发的3年和5年期品种中标收益率略高，且认购倍数低于7年和10年期品种。

分析人士表示，3年和5年期的利率债交易户参与较多，易受二级市场短期情绪影响。考虑到近期市场观望情绪偏浓，最终收益率略偏高的定位也可以理解。7年和10年期品种则以保险、商业银行配置户参与为主，中标结果因而相对平稳。（王辉）