

■2014年六大关键词·城投债

城投行至分叉口 繁华褪尽看真身

□本报记者 张勤峰

从前期傲视群雄，到最近泥沙俱下，城投债行情大起大落，成为2014年债市行情的一大看点。与其说近期城投债调整缘于“黑天鹅”袭击，不如说是在给前期“无底线”的上涨埋单。当前城投债已行至分叉口，地方债务甄别结果势必将对城投个券走势产生深远影响，繁华褪尽还得看“真身”。但市场也无需过度悲观，城投债系统性风险有限，国企债券的身份仍将对估值起到托底作用，收益率调整到位则配置价值将重新显现。

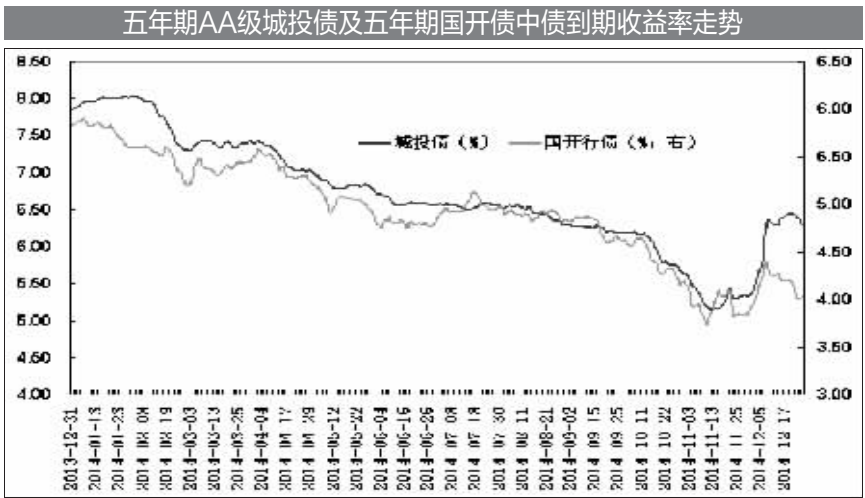
城投债独领风骚

走过惨淡的2013年，2014年债券市场峰回路转，不仅走出牛市行情，而且逐步从原本定位的小牛演变成大牛。应该说，今年的债券行情本身就超出预期，但更让人瞠目结舌的则是城投债在很长一段时间内表现出的“无底线”式 的上涨。

从10年期国债利率走势上看，今年债券收益率的低点大约出现在11月24日。以此为分界点，前10余个月是今年债券牛市氛围最浓烈的时段。在利率普降的牛市环境中，各券种争奇斗艳，利率产品中有国开债技压群雄，信用产品中则有城投债独领风骚。据中债到期收益率曲线显示，从今年初到11月24日，AA级各期限城投债到期收益率平均下行257bp，同期同等级的短融中票收益率平均下行197bp。即便是今年在利率市场上叱咤风云的国开债，到11月24日的收益率年内平均降幅为197bp，较城投债仍稍逊一筹。

伴随着前期收益率持续走低，城投债相比产业债的溢价逐渐消失甚至一度出现倒挂，信用利差也一度降至历史低位。以5年期AA品种为例，今年初城投债相对中票溢价约40bp，此后该溢价持续收窄，到8月底开始出现负溢价，这在历史上还从未出现过。11月中旬，5年期AA城投债收益率一度比同期限同等级中票低33bp。与此同时，5年期AA城投债与同期限国开债的利差也在11月中旬最低降至107bp，刷新历史最低纪录，而自2008年有数据记录以来，该利差平均为235bp。

在城投债市场一片“涨”声中，市场情绪极度乐观。一时间，“是城投就买”的观点盛行，“谁利率高买谁”的策略大行其道。在现券行情上，表现为低评级城投债风头更甚，投资者对信用风险表现麻木，投资行为“无底线”。以5年期城投债为例，从年初到11月24日，AAA级收益率下行192bp，AA级则下行了254bp。



分析人士认为，今年前10余个月，城投债占尽了“天时”、“地利”、“人和”。首先，市场环境好，今年的债券行情本身就超出预期。其次，城投债收益率优势和信用资质优势得到认可。一直以来，城投债被视作“穿西装的国债”，既隐含政府信用的担保，收益率又比政府债券及一般产业债要高，质优、价廉，因而备受青睐。今年以来，产业债信用事件多发，进一步凸显了城投债的避险优势。地方政府举债融资机制改革，则进一步引发了市场对存量债券稀缺价值的关注，在城投债“无底线”式的上涨背后发挥了重要的作用。最后，居民财富觉醒，理财资金大扩容，为信用市场注入源源不断的需求力量，而受制于较高的资金成本，理财等资金对城投债一类的高收益产品有天然的偏好。

行情急转直下

以11月上旬一级市场AA级14晋城投债发行利率跌破5%为标志，年初以来城投债的牛市行情至巅峰，随后逐渐开始走下坡路，尤其是12月上旬城投债泥沙俱下，收益率近乎直线拉升，惨烈之状与先前判若两物。

据中债收益率曲线显示，5年期AA城投债收益率于11月13日达到年内低点5.15%，此后开始震荡回升，12月1日报5.33%，到12月10日已涨至6.37%，7个交易日暴涨逾100bp；其中，12月9日该收益率大涨41bp；目前该收益率在6.4%左右，较年内低点累计已回升约125bp。这一波调整不仅令城投债盈利大幅缩水，而且让国开债实现赶超。据统计，11月25日以来，5年AA城投债收益率累计回升99bp，而5年期国开债只回升10bp。

与其它券种一样，城投债近期调整发端于获利回吐。临近年底，由于资金面等不确定性上升，机构落袋为安的倾向较重，而这一期间股市强势上涨分流债市资金，进一步加重债券抛售行为。作为

今年债市的明星券种，之前城投债几乎没有出现过像样的调整，投资者积累了丰厚的浮盈，获利了结的冲动可能更强。城投债又是券商、理财、基金的重仓品种，在风险资产上涨面前，这些资金调整配置或应对赎回对城投债的冲击自然较为明显。

但城投债大幅跑输其它券种的导火索是中证登收紧企业债质押政策。12月8日，中证登发文指出，地方政府性债务甄别清理完成后，未被纳入政府性债务范围的企业债券仅接纳债项AAA且主体AA及以上（主体AA，展望不能为负面）的债券进入回购质押库，在库的将剔除出库。这项政策直指城投企业债“要害”，一是考虑到未来部分城投债可能丧失质押资格，流动性溢价重估提前展开，加速城投债下跌，而机构或主动或被动去杠杆，最终酿成城投债在9日前后出现“踩踏”行情；二是清算机构大幅收紧质押政策，刺激市场重新审视城投债信用风险。按照“国发43号文”的精神，财政部门将对地方政府性债务存量进行甄别清理，甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，才可申请发行地方政府债券置换。未被纳入预算管理的城投债则面临被打回一般企业债的风险。鉴于审计署口径仅能覆盖一小部分的城投债，未来面临信用风险重估的城投债可能不少。而城投债隐含的政府信用一直是支持其上涨的一项重要理由。

此外，12月中旬以来，一级市场接连发生“14天宁债”、“14乌国债”等事件，山东省更发文明确对市县级发债实行“不救助原则”，进一步加重了市场对于地方债务甄别结果的担忧。在此背景下，城投债从“宠儿”沦为投资者竞相抛售的“弃儿”。

有市场人士表示，类似中证登调整质押政策等“黑天鹅”事件固然是近期城投债大幅调整的重要诱因，但调整如此剧烈很大程度上源于城投债前期上涨

过多，是在给前期“无底线”的上涨埋单。事实上，“国发43号文”在10月初就已公开披露，但当时市场情绪仍极为乐观，关心城投债供给下降带来利好远超过信用风险重估带来的风险，反而助涨了城投债的上涨。

不必过度悲观

毫无疑问，当前城投债违约风险和流动性优势均系于“甄别结果”一线。按照中金公司等机构的看法，经过近一个多月调整，城投债对流动性溢价的重估基本到位，但信用风险重估的过程还未完。这不仅意味着不被纳入预算管理的城投债未来可能面临补跌，也意味着前期被“错杀”的债券还有反转机会，总之，未来城投债估值分化是大势所趋。

分析人士指出，存量地方政府性债务是否被认定为政府性债务，将对其信用状况产生直接影响，这也从根本上决定了城投债估值将面临分化的趋势——被纳入预算管理城投债估值有望进一步向政府债券靠拢，而未被纳入预算管理的城投债则可能面临进一步的信用风险重估，收益率将向一般产业类企业债靠拢。

目前的关键问题是，存量地方债务划分标准不明，市场无法准确辨识哪些城投债或者不被纳入政府兜底范围，这导致城投债分化仍不明显，在弱势环境中呈现一损俱损的局面。中金公司报告即指出，由于债务甄别标准不透明不清晰，投资者在名单披露前进行预先判断存在很大风险，这会导致整个城投板块的不确定性明显增强，其交易和投资价值都可能因此削弱。报告更认为，不排除城投债估值阶段性超调的风险。

不过，多家机构认为无需对城投债行情过度悲观。光大证券报告指出，当前市场对城投债存在过度悲观的可能。政府尚无打破刚性兑付的勇气。即使部分存量城投未被纳入地方政府性债务，该类债券仍属于国企背景债务，且该类主体或多或少具有一定的公益性，其债务估值水平理应高于资质一般的国企类产业债估值。在收益率补偿到位的前提下，资质一般的城投债仍具有配置价值。国泰君安证券报告亦指出，长期来看，在规范和控制住增量风险、着手解决存量问题的大环境下，地方政府债务的系统性风险在下降，短期规范增量和化解存量的矛盾冲突会给市场带来阶段性的估值波动，但系统性风险仍在可控范围之内。

中金公司进一步表示，城投债短期创伤虽然不可避免，但同时也为来年配置提供了更好的机会，特别是那些被纳入地方政府债务范围的城投债，未来还将有较好的资本利得空间。

央行公开市场操作九连停

□本报记者 葛春晖

本周四，央行在公开市场继续保持缄默，正、逆回购均未露面。市场人士表示，随着IPO资金解冻、财政资金投放，银行间市场资金面持续好转，在货币政策基调保持稳健、调控手段仍偏向定向操作的情况下，央行公开市场操作继续暂停符合市场预期。

自今年3月份以来，央行在公开市场调控流动性的主要模式为“开展正回购操作进行货币回笼+前期正回购到期形成货

币投放”；而从11月27日至12月25日，央行已连续九次暂停例行公开市场操作，与此同时，随着前期正回购全部到期，自12月11以来，公开市场上已无新的到期资金投放。在既无资金到期，央行又不开展新操作的背景下，截至本周，公开市场已经连续两周零净投放/净回笼。

值得一提的是，随着正回购到期资金枯竭，加上12月中旬以来资金面持续趋紧，关于央行重启逆回购操作“放水”的预期持续升温，但最终都未兑现。对此，市场人士认为原因有三：一是，央行公开

市场逆回购操作一般用于节假日等因素导致的资金面短时收紧，而近期资金面收紧主要受新股发行影响；二是，货币政策延续稳健基调，11月下旬降息后引发股市快牛行情，债券市场却出现明显调整，这使得央行在重启逆回购操作上较为谨慎，以避免给市场造成货币政策过松的印象；三是，在货币政策“松紧适度”的背景下，央行继续倚重定向工具，为应对月中以来的资金面趋紧，上周央行通过续做MLF、SLO及时补充了流动性缺口。随着IPO资金解冻、财政资金进入投放期，未来几日

资金面已无大忧，央行在公开市场出手的概率依然不高。

东莞银行分析师陈龙指出，央行公开市场操作连续暂停，反映出在银行间市场流动性总量宽松的背景下，央行不愿过多投放流动性以推高杠杆，因此未来央行在公开市场维持保守操作的可能性较大；与此同时，非公开货币政策工具的连续使用，反映了央行希望能够相对主动地掌握货币的使用方向，预计随着稳增长托底需要的加强，央行动用非公开政策工具的频率将加大。

债市主体信用风险分化加剧

□联合资信 李丹

今年受债券发行、抵质押、回购等政策收紧以及经济增速放缓、外需疲弱等内外因素影响，我国债券市场信用主体风险分化加剧，债券发行主体级别和债项级别出现调整的情况为历年最多。

评级调整案例增多

据Wind数据统计，截至11月底，今年我国债券市场存续债券发行主体级别出现调整（不包含展望）的共有273家，级别调整率为7.97%，其中上调率为5.58%，下调率为2.39%，较去年有所上升。其中AA级主体级别变动率仍最高，AA+和AA-级则分别是上调、下调的主要级别类型。

从企业性质看，城投类企业依赖其地方政府的隐性担保继续保持整体较高的信用等级，而民营企业由于自身的信用风险特征导致其抗风险能力相对较弱，今年以来密集暴露出一些信用风险事件，使得

民营企业级别下调的比例明显提高。从行业来看，城投类、银行、证券、金融、高速公路、贸易、电力等行业信用级别上调现象突出；而行业景气度较低的煤炭、化工、有色金属、机械制造、钢铁以及电气设备行业的级别下调现象较为明显。

随着国务院43号文和财预351号文的发布，未来城投债的信用风险将进一步分化，存量债券和新增债券将随着其自身属性的不同呈现不同的信用风险特征，而民营企业和中小企业在全球经济回暖、国内经济调结构、去产能的综合因素下，信用风险仍值得关注。未来评级机构的信用评级调整仍存在一定的不确定性。

评级下调影响较大

对于评级机构给予债券的信用等级评定，投资者是否认同需要市场的检验。检验的方法可以从两个方面进行：一是通过公开市场上的债券交易价格来反映债券投资者对该债券风险的判断，并据此得出该债券的级别（投资者交易评

级），通过投资者交易评级来对评级机构所给出的信用评级结果进行验证；二是在评级机构对债券做出信用等级调整时，通过观察债券价格是否及时产生变化来进行验证。

针对第一种检验方法，我们采用中央结算公司公布的各等级债券二级市场收益率曲线作为基准收益率曲线，计算基准信用利差，再通过基准利差确定相邻两个级别债券的基准信用利差边界线，将单个债券的信用利差与之比较，得到该债券的投资者市场交易评级。以银行间市场发行和交易的中期票据为样本，在今年9月29日至11月28日期间，中期票据的投资者市场交易评级与传统评级无差异的占比约为46%；差异在1个子级之内（含+1和-1）的占比约为37%；差异在2个及以上子级的占比约17%。即绝大多数投资者市场交易评级与传统评级相似，但也有部分中期票据的级别有相当的差异。

针对第二种检验，我们采用事件研

究法建立模型，通过计算债券的平均异常到期收益率以及债券的累积平均异常到期收益率，来对2013年10月1日到2014年9月31日我国债券市场中债券信用等级变化（不包含展望变化）对债券价格的影响进行分析。分析结果显示，2013-2014年度，债券级别下调在债券市场上迅速引起了显著的价格反应；当债券级别下调1个子级时，市场及时做出反映，债券价格迅速开始下降、债券到期收益率开始上升；而市场对跨级别下调的债券在其被降级之前就已经有所识别，评级机构对于该类债券的信用风险揭示相对滞后，但信用等级的下调进一步加剧了该类债券价格的下降或收益率的上升。

总体上看，我国债券市场上评级机构给出的信用评级基本得到了市场的认可，但信用评级机构与投资者对风险的认识有一定的偏差，且评级机构仍存在信用等级上调及时，下调相对滞后的情况。

年底前资金面无忧

□本报记者 王辉

据市场消息指出，央行日前确认将非银行金融机构同业存款与同业借款纳入存贷比，但存款准备金率初步定为零。此前市场普遍担忧的同业存款上缴法定存款准备金的问题随之消除。市场人士指出，年底前财政存款即将大量投放，而新股申购资金正陆续回流，市场流动性将延续好转的趋势，而非银同业存单纳入存贷比，将进一步降低资金面波动的风险。

一大隐忧解除

24日晚间，市场传出消息称，央行即将放松银行存贷比要求，在将非存款金融机构同业存款和借款均纳入存贷比考核的同时，暂不要求银行缴存同业存款准备金。经向商业银行人士确认，尽管央行还没有宣布该项政策调整，但该消息基本属实。

按照民生银行先前的测算，如果非银同业存款纳入一般性存款，且需要上缴法定准备金的话，银行需为此补缴法定准备金1.76万亿元。这将大大收缩银行可用于放贷的资金，而央行至少需要下调三次、每次50个基点的存款准备金率才能实现对冲。

此间市场人士认为，虽然非银同业存款暂不缴准的消息在很大程度上降低了短期内央行降准的可能性，但对于市场情绪和资金面来说却是实质性的利好。此前市场担忧的同业存款缴准的问题将随之消除。对于大中型商业银行而言，这将极大地缓解中短期的流动性压力。



大小盘转债携手反攻

□本报记者 葛春晖

经过连续两日深幅调整之后，周四转债市场在A股大涨带动下上演反攻行情，中证转债指数全天下涨逾3%。

周四，以金融板块为代表的大盘权重股再次吹响冲锋号角，带动沪综指大涨100点或3.36%。在此背景下，沪深转债市场全线大涨，中证转债指数收于398.20，较周三上涨3.26%，两市27只可交易转债仅有1只下跌。

在正股带动下，金融、机械、运输、电力等板块转债涨幅居前。如徐工、平安、中海转债分别上涨9.63%、5.04%、4.59%，居两市涨幅前三位，国电、国金、中行转债涨幅均超过3%，工行、浙能、民

生、石化涨幅超过2%。值得一提的是，与此前走势通常“二八”分化不同，昨日虽然大盘转债涨幅居前，但小盘品种亦跟随上涨，仅同仁转债微跌0.19%。

12月以来，在股市上涨带动下，久立、国金、国电、平安4只转债先后发布提前赎回公告，而中行、工行、徐工、中海、石化、南山、海运、同仁、民生等9只转债已相继进入赎回累计期，其中，中行、工行、徐工累计期过半。申银万国表示，中长期对权益市场和转债供需面持偏乐观观点，未来市场存量压缩可能进一步提高转债市场估值，转债整体建议仍以持有为主，有题材支持的中低价蓝筹品种和低估值大金融板块仍值得关注。

13家银行今发同业存单

□本报记者 葛春晖

随着市场流动性好转，商业银行发行同业存单的热情重新回升。中国货币网25日公布的信息显示，26日将有13家银行发行同业存单，发行规模合计16只，共195.5亿元。

这些发行人中，兴业银行将发行3只、金额合计60亿元；徽商银行发行2只、合计1.5亿元；交行、中信银行、萧山农合、青岛银行、北京农商行、泉州银行、广

州农商行、贵州银行、厦门农商行、宁波银行、邯郸银行各发1只，发行金额共计134亿元。

据WIND统计，今年以来已有90余家商业银行披露2014年度同业存单发行计划，计划发行额合计约1.43万亿元；截至12月25日，今年以来已发行的同业存单共计982只、合计金额8638.70亿元，市场存量为636只、5644.30亿元。如此看来，今年同业存单额度出现大量剩余已成定局。

东航集团取消30亿短融发行

□本报记者 张勤峰

中国东方航空集团公司25日发布公告指出，取消该公司2014年度第一期中期票据发行。

据公告披露，东航集团于12月18日在上海清算所、中国货币网披露了该公司2014年度第一期中期票据相关发行公告文件，发行规模30亿元，原定簿记建档日为12月25日。公告指出，鉴于近期市场波动较大，该公司经与簿记管理人协商后，决定取消本期中期票据的发行，调整后的发行安排另行公告。

近段时间频发短融中票甚至企业债被迫取消发行或延后发行的情况，体现了年底资金面波动对一级市场的冲击。市场人士指出，年底机构配置头寸相对有限，且资金面易发波动，加大新债承销发行难度，而收益率水平上升也不利于降低企业债务融资成本。年底前，预计仍会出现机构调整或变更债券发行计划的情况，但考虑到内部现金流增长缓慢的背景下，企业对外部融资依然有较高依赖性，这些暂时被抑制的供给可能在明年初重新释放。