

融资风险缓解 城投债受“好评”

□本报记者 王辉

在经济托底需求日益迫切、财政投资面临融资束缚的背景下，近期地方政府债务置换和融资平台再融资相关政策密集出台，释放出存量政府债务兜底和增量融资政策微调放松的信号。分析人士指出，虽然地方政府负债端约束放松，可能导致新增债券供给上升，但能够明显降低平台再融资风险和存量城投债估值风险，使得城投债在各类信用产品中的相对投资价值更为凸显。

平台融资政策微调放松

本周，江苏债和新疆债相继完成招标，拉开了今年到期存量地方债务置换的大幕。与此同时，近期围绕地方融资平台再融资相关政策也密集出台。

5月15日，国务院办公厅转发了财政部、央行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》，对地方融资平台在建项目后续融资问题进行了详细规定。该项新政主要包括两方面的内容：一是对“融资平台公司”及“在建项目”给出了明确界定；二是提出区别对待在建项目的存量、增量融资需求，确保在建项目融资需求。

几乎同时，有媒体披露，发改委已印发《项目收益债试点管理办法（试行）》，明确了相关政策，为项目收益债发行铺平

■观点链接

中信建投证券：信用品首选城投债

目前城投债信用利差位于四分之一分位左右（5年AA城投债与国债利差在220BP左右），我们判断信用利差下行空间还有50BP左右，有望突破历史利差低点（170BP）。首先，政策层面，置换债券开始，地方债务风险逐渐降低，这是信用利差创新低最重要的因素；第二，供需层面，虽然各类融资渠道竞相放松，但供给不会成为收益率上行的拦路虎，目前银行超储率较高，资金充裕对信用债需求旺盛，供需面支持信用利差继续走低；第三，资金层面，流动性宽松。目前7天回购利率跌破2%，这成为债券牛市最重要的基础。

国泰君安证券：信用基本面利好城投债

近期政府债务置换和平台再融资相关政策密集出台，背后折射平台再融资监管态度已经发生巨大转变，城投债信用基本面迎来历史最好的黄金期。从近期的一系列监管动作来看，当前的形势无疑是保增长压力空前加大，控制政府债务增量融资风险暂时退居其次，化解存量风险、甚至确保合理增量成为重点。更重要的是，基于这种监管态度的变化，可以预见，实际上更具灵活性的政策执行效果会发生更大的变化，地方政府再融资压力将有效缓解。在前期城投债有良好表现后，近期针对平台的宽松政策进一步兑现，从估值层面进一步推动城投债收益率下行的动



道路。随后不久，有消息称，发改委还在日前发布了《关于充分发挥企业债券融资功能 支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》。据悉，该通知指出，在严格防范风险的基础上，继续支持市场化运营、资产真实有效且偿债保障措施完善的企业，可以将企业自身信用为基础发行企业债券融资，从而进一步发挥企业债券在促投资、稳增长中的积极作用。

结合发改委在4月初提出的四项转向债，市场机构普遍认为，这一系列政策存在相似之处，宗旨均是支持融资平台融资，属于政府对地方融资约束的微调放松，凸显出目前基建项目融资问题的

紧迫性和重要性。整体而言，类似政策有助于缓和地方融资平台的再融资风险，利好存量城投债券。

国信证券报告指出，财政部年初迅速推出置换债政策，近期三部委更发文明确以定向承销方式落实存量债务置换，使得年内融资平台还本压力减轻；同时，近期多部门出台新政，主要强调保障融资平台在建项目后续融资，融资平台的融资渠道仍较畅通，将有利于降低城投债估值风险。

城投债相对价值凸显

鉴于地方存量债务置换启动且融资

力在衰减，但是信用基本面的强烈利好至少仍然有利于维持城投债的配置价值。

第一创业证券：城投债利差或继续压缩

之前我们提出，在货币政策延续宽松路径的基础上，政府也将大概率推出较大规模的财政政策刺激，并放缓政府债务的治理。近期地方政府债务置换启动及平台再融资政策放松，更进一步强化了这一预期，未来并不排除在“3号文”的框架内，有后续的存量和增量地方债务的管理政策放松，为稳增长添砖加瓦。对于城投债而言，平台融资政策微调能够减少其再融资风险。目前城投债与普通债券的收益率差较长时间的维持在新预算法出台前水平上，如当前5年AA+城投与同期限评级

平台再融资微调放松有助于缓解城投债违约风险，市场机构普遍看好城投债在信用产品中的相对投资价值。

兴业证券表示，相关地方债务及平台融资新政陆续公布之后，三方面的因素将使得城投债价值凸显：首先，管理层通过债务置换逐步化解地方政府的债务风险之后，存量城投债作为较稀缺的高收益品种将受到追捧。其次，债务置换将使得地方政府隐性担保显性化，地方政府信用溢价的下降，将降低城投债的信用风险溢价。最后，为保障地方债置换的顺利展开，央行预计将保持较长时间的货币宽松，从而降低城投债的流动性溢价。在具体投资标的方面，兴业证券认为，由于2015年之后发行的城投债并未在地方政府性债务的甄别范围内，且城投老券对应的发行人资质普遍较高，相比而言城投老券比新券更安全。

来自国信证券、第一创业证券等机构的观点也认为，从城投债的角度来看，债务置换实质是要求商业银行向地方政府发放长期限低息贷款。对地方政府的负债端做期限转换和利息转换，能够降低其信用风险，进而提高城投债的价值。国信证券指出，随着多部门新政的出台，投资者对城投债违约的担忧会下降，2015年后期城投债的相对优势将有望推动其信用利差进一步收窄。

的普通中票的利差在10-15BP左右，基于前述分析，我们认为城投债与产业债的利差有继续缩窄的可能。

海通证券：城投债系统性风险降低

流动性宽松格局已经确立，货币利率有望维持低位，信用债短端收益率大幅下行，收益率曲线陡峭化下行，而回购利率低位利于加杠杆套息，中后端价值将逐渐凸显。地方政府置换债券提速，项目收益债等创新品种加速均有助于缓解城投再融资压力，降低城投债系统性风险。低利率时代追逐高收益，城投债收益率仍有相对优势，而且城投板块整体信用资质仍优于产业债，优质城投仍是信用债配置首选。（张勤峰 整理）

长债利率下行尚待政策明朗

□渤海银行 蔡年华

目前债市的焦点话题依旧是长债利率能否下行，虽然近期中短债利率已出现大幅下降，但长端利率不降反升。制约长债下行的阻力主要包括政策刺激下经济底部企稳、长债供给压力以及海外债券市场走熊等。笔者认为，长债能否突破下行有待央行货币政策再度宽松信号的明朗化。

当前国开金融债10年与1年的期限利差已达130BP，处于历史高位，曲线已从年初的极度平坦化向陡峭化转变，转变的核心在于货币政策转向，资金利率大幅下行，带动短期债券利率下行，长债利率则持续呈现高位震荡的走势，鲜有趋势性行情。长债利率向下面临的阻力主要源于三方面：一是在宽货币宽财政的双重刺激下，部分投资者预期经济将未来一到二个季度企稳。在央行三次降息后，国内房地产市场销售已出现回暖，市场对房地产投资增速

回升的担忧在增强。另外，财政刺激开始逐步加码，地方政府融资困境在地方债置换作用下有所缓解，企业债和项目收益债审批加速也为财政政策发力提供坚实基础，近期基础设施投资力度明显加大。有鉴于此，市场对中短期经济走势存在较大分歧，增添了长债走势的不确定性。

二是长债供给压力大。今年以来，商业银行配债陷入两难的困境：一方面长期负债来源大幅减少，外汇占款新增乏力，定期存款受理财和资本市场的冲击流失严重；另一方面，包括地方债在内的长期债券资产供给明显增加，以国开行为例，单期7年和10年债券供给量较去年新增30亿，全年将新增近1500亿。如果银行加大长债的配置，将导致资产和负债久期的严重不匹配，流动性缺口压力较大。在长期负债补充渠道不完善的情况下，银行投资户对长债的需求必然大打折扣，短期的供需矛盾对长债走牛形成

较大的制约。

三是海外债市走熊对国内市场情绪有影响。近期美国债券在加息预期的影响下，收益率持续走高，欧元区德国10年国债利率更是出现大幅反弹，负利率时代宣告终结。主要发达经济体债券收益率走高对国内债券市场形成制约。根据相关性分析，美国与中国国债利率具有正相关，且美国利率走势领先于中国。目前中美10年国债的利差仅为80BP左右，低于历史均值，而在美国利率继续走高的预期之下，国内债券利率下行的空间受到制约。

目前正处政策和经济数据的真空期，上述不利因素导致长债利率易上难下，但笔者认为，判断长债后续走势的关键仍在于货币政策。

根据美联储近期的议息会议，6月份加息可能性已大幅下降，从而给国内货币政策调控提供了较好的窗口期，一方面可继续扩

大宽松力度支持经济发展；另一方面也可防止人民币大幅贬值导致资本外流。笔者认为，6月份仍存在一次降准和降息的可能性，这将打消市场对流动性问题的担忧。

但对长期利率而言，单次降准的作用微乎其微，首先降准的出发点主要基于外汇占款的变动，以补充基础货币缺口；其次降准提供的流动性支持主要作用于短期利率。央行如果要降低长期利率以支持经济发展，最优的策略依旧是通过接受地方债质押进行PSL操作，向商业银行提供低成本的资金支持，目前大量的MLF操作期限短、利率高，无法影响银行的债券配置行为。或者，央行改变货币中性的定位，多次全面降准以向市场提供大量低成本长期资金带动长端利率下行。

总的来看，长债利率短期存在继续上行的压力，牛市的到来需要货币政策给予更明确的指引。

新疆债中标利率低于国债

□本报记者 葛春晖

21日，2015年新疆维吾尔自治区政府一般债券一期、二期、三期、四期通过招标方式发行。招标结果显示，这四期地方债的中标利率全部落于招标区间下限，且低于同期限国债中债收益率。市场人士指出，随着地方债发行工作的稳步推进，压制在债券市场上方的供给“阴云”有望逐渐消散。

昨日招标的四期新疆地方债分别为3年、5年、7年、10年期固定息债券，发行规模

分别为11.8亿元、17.7亿元、17.7亿元、11.8亿元，募资总额59亿元全部用于偿还审计确定的截至2013年6月30日自治区政府负有偿还责任的债务中2015年到期的债务本金。

据悉，上述四期地方债中标利率依次为2.84%、3.07%、3.37%、3.41%，均落于各自招标区间的下限水平。另据5月20日中债国债到期收益率曲线显示，3年、5年、7年、10年期品种收益率最新为2.8494%、3.1197%、3.3918%、3.4282%。四期新疆债

的中标利率均低于同期限国债。此外，四期新疆债投标倍数分别达到了2.93、2.87、2.81、2.74。

根据中债资信评定，本批债券的信用等级为AAA。中债资信表示，2015年第一批新疆维吾尔自治区政府一般债券纳入新疆自治区一般公共预算，因此债券的违约风险极低。当然，这仍不足以成为其定价超出国债的充分条件。有市场人士表示，本周一首批发行的江苏地方债中标利率仅高于投标下限约2BP，而本次新疆债

利率反弹或带来建仓机会

150211上行2bp至3.73%。国债中短端收益率较为坚挺，中长端小幅上行，如1年期150009小幅下行至2.41%，7年期150002小幅上升2bp至3.41%。

信用债方面，昨日新发券不多，但一级招标需求较前期有所下降，二级市场上，中票买盘较少，成交利率较昨日估值有所上升。短融成交活跃，收益率维持在低位。

本周债市收益率在前期快速下行后

开始逐步反弹，1年期政策性金融债反弹逾20bp，3、5、10年期收益率也反弹逾10bp。这波反弹属于前期利好出尽之后的正常调整。债市收益率下行的基础并未改变，短期反弹可能会带来新的建仓机会。

目前经济仍在探底，考虑到去年5月、6月份高基数的影响，预计今后一段时期的增长数据难脱弱势。此外，资金利率有望较长时间维持在低位，债券仍有

较大的套息空间，当前1年期国开债与隔夜回购利率的利差超过160bp，在资金宽松时期，如此大的利差很难长期维持下去，低资金利率对债市收益率曲线短端有较强的黏性。同时，国开债收益率曲线中3年、10年与1年期利差分别达到70bp、120bp，均创近5年来的新高，中长债的投资价值正在显现。在经过前期牛陡行情之后，未来债市有可能走出一波牛平行情。

公开市场操作暂停

资金面宽松依旧

21日，5月第二批IPO进入尾声，面对短期内新股集中发行和财税集中清缴的双重冲击，资金面仍风平浪静，货币市场波动甚小，凸显货币市场流动性极为宽裕的现状。在此背景下，央行公开市场操作继续暂停。市场人士指出，由于缺乏新增流动性供给，货币市场利率在前期持续下行后将转入低位运行趋势。

21日，市场资金面继续保持宽松态势，资金利率低位运行。银行间质押式回购市场上，短期利率波动甚小，中长期以下行为主。其中，隔夜回购加权利率持稳在1.04%，7天回购加权利率微涨2bp至2.02%，14天回购加权利率稳定在2.38%，21天和1个月回购加权利率则分别下行8bp、16bp，后者报2.28%，继续与14天及21天品种形成倒挂，显示机构对未来流动性预期乐观。

昨日，本批次IPO最后一次

新股进行网上申购，单日发行量骤降，但累积资金冻结量升值顶峰，但从货币市场运行看，此次IPO影响仍有限。交易员指出，昨日各期限资金给充足，不过，与前几日相比，短期资金融出量有所减少，且质押信用债融资的难度依旧较大。

市场人士指出，面对新股IPO和企业缴税，近期市场资金面仍保持总体宽松态势，资金利率波动较前几次IPO进一步降低，反映出当下银行体系流动性极为充裕，在短期扰动因素逐步消退后，资金面保持宽松无虞。但央行已连续多期暂停逆回购操作，加之外汇占款低迷，银行体系得到的增量流动性应有限，未来流动性季节性扰动因素增多，且新股将保持高频发行态势，资金利率进一步下行的阻力较大，预计将转向低位震荡运行格局。（张勤峰）

口行三期新债平稳招标

中国进出口银行21日招标发行了三期固定息金融债。在利率债供给较多、资金面保持充裕以及经济运行偏弱等多种因素综合影响下，三期债券招标结果中规中矩，中期需求好于长期。

口行21日招标的是该行第九期3年期、第十期7年期、第八期10年期金融债的增发债券，中标收益率分别为3.4424%、4.0043%、4.0550%；Wind数据显示，20日三期原债券在银行间市场的收盘收益率分别为3.4850%、3.9969%、4.0260%，与之相比，3年期新债中标利率低出约4BP，7年期品种基本持平、10年期品种高出近3BP。此外，

三期新债认购倍数分别为3.80、2.50、2.59，也显示3年期的中端品种需求情况好于长端品种。

市场人士表示，昨日口行新债招标结果，与周三农发行四期债券情况较为一致，即，当前机构配置需求较为稳定，中端品种相对更受追捧。究其原因，本周货币市场利率在新股批量发行的背景下仍保持低位运行，令地方债供给担忧得到一定对冲。另外，最新公布的汇丰5月PMI初值显示经济下行压力犹存，亦对债券市场形成支撑。短期来看，由于影响因素多空交织，机构谨慎情绪偏强，因此流动性好的3-5年期利率债更受欢迎。（葛春晖）

国开行26日增发五期金融债

国家开发银行21日公告，定于5月26日通过中国人民银行债券发行系统增发2015年第七至十一期金融债券。

国开行本次增发的五期债券分别为1年、3年、5年、7年、10年期固定品种，票面利率依次为3.19%、4.18%、4.13%、4.25%和4.21%，均为按年付息，本次增发规模分别不超过50亿元、60亿元、60亿元、50亿元和80亿元，总量不超过300亿元。各期增发

债券均采用单一价格（荷兰式）招标方式，起息日依次为5月12日、4月3日、4月13日、4月13日和4月13日，缴款日均为5月29日，1年期品种上市日为6月2日，其余品种上市日为6月4日。

上述增发债券上市后将对应的原债券合并并交易。债券承销费按认购债券面值计算，1年期无，3年期为0.05%，5年期和7年期为0.10%，10年期为0.15%。（葛春晖）

两券商26日招标短融券

国泰君安证券、长城证券21日分别发布公告称，各定于5月26日招标发行一期短期融资券，发行金额分别为30亿元、5亿元。

上述两期证券公司短融券的期限为90天，均为固定利率，单利按年计息，发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上，两期短融招标日均为5月26日，缴款日、起息日、债权登记日均为5月27日，上市流通日均为5月28日。两期短融均无担保。经

上海新世纪评定，国泰君安证券的主体信用等级为AAA，长城证券主体信用等级为AA，两期短融券的信用评级均为A-1。

据Wind统计，截至5月21日，今年以来证券公司累计发行短融券91只/1568.10亿元，较去年同期95只/1631.50亿元略有下降；但与此同时，今年以来券商累计发行各类公司债券达到124只/3909.10亿元，较去年同期16只/338.50亿元则出现爆发式增长。（葛春晖）

中诚信调降重汽福建专用车评级

中诚信国际日前发布公告，下调重汽集团福建专用车有限公司主体信用等级并将其继续列入可能降级观察名单。

报告指出，重汽福建专用车公司本月13日发布公告称，受大环境影响，公司经营出现资金链断裂，造成贷款逾期，银行账户被冻结，相关土地及厂房等资产被诉讼保全并被贷款银行起诉，生产经营恶化，目前生产销售基本停滞，正在努力寻求债务

重组，并利用自身和外部资源尽最大努力落实偿债方案。

基于公司此次公告的相关内容以及披露的2015年一季度报表，中诚信国际认为，目前公司生产经营基本停滞，流动性非常紧张，偿债能力急剧恶化，已基本不能保证其债务的偿还，决定将重汽福建专用车的主体信用等级由BB下调至CC，并继续将其列入可能降级的观察名单。（张勤峰）

新世纪评级调升长城证券评级

新世纪评级日前发布公告，将长城证券的主体信用等级/评级展望由AA/稳定调整为AA+/稳定，维持“15长城证券CP001”及“15长城证券CP002”债项信用等级A-1。

新世纪评级指出，做出上述决定主要基于以下考虑：第一，公司业务结构优化。长城证券已形成了以传统经纪业务、证券自营业务及信用交易业务为主，长期股权投资、投资银行业务及资产管理业务为辅的业

务模式，各业务线发展逐步趋于均衡。第二，盈利能力提升。2014年长城证券净利润为7.22亿元，较2013年增长83.26%；平均资产回报率为4.48%，平均资本回报率为10.67%，分别较2013年增加1.12个百分点和4.45个百分点。第三，拟进行增资。长城证券已完成股份制改革，正在积极增资事宜，预计在2015年中期增资50亿元，公司的资本实力将得到大幅提升。（张勤峰）