

# 地方债供给“洪峰”或来袭

## 年内发行或超5万亿

□本报记者 王姣

沉寂1个月后,2016年地方债发行即将拉开大幕。

1月28日,财政部发布《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》,这意味着,2016年地方债发行框架已经基本形成,与往年不同的是,2016年地方政府债务置换不再下达准确置换规模,今年具体置换债券发行规模由省级政府确定,财政部只给出一个债务置换的“上限”。

据多位业内人士的测算结果,2016年地方债规模或超5万亿元,整体发行节奏较为均衡,对债券市场形成的供给压力可控。不过短期来看,市场人士认为,结合当前市场相对较低的国债利率水平,地方政府倾向于尽早发行以便获得更低的资金成本,这意味着一季度在有限的时间内,供给压力巨大。中长期来看,随着地方债供给放量、地方债成多项工具抵押品、投资主体进一步丰富等,二级市场交易的流动性有望得到进一步提升。

### 发行规模或超5万亿

1月28日,财政部发布《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》(以下简称“《通知》”),预示着年内地方债发行大幕即将开启。

《通知》指出,地方政府发行新增债券的规模不得超过财政部下达的当年本地区新增债券限额;发行置换债券的规模不得超过财政部下达的当年本地区置换债券发行规模上限,执行过程中可以根据实际情况减少当年置换债券发行规模。

对于新增债券,多数业内人士认为,

结合2016年我国财政赤字率大概率提升和财政部已经公布的国债发行计划等,预计2016年新增地方债规模将在8000亿元左右。国金证券指出,按照3%的赤字率以及2:1的“中央赤字/地方赤字”估算分配率,预计2016年新增地方政府一般债券为7200亿元,再加上专项债的规模,2016年新增地方债规模至少8200亿元以上。

置换债方面,考虑到国务院准备用3年左右时间置换14.34万亿元地方政府存量债务,2015年置换债已经发行3.2万亿元,因此今明两年置换规模约为11.14万亿元。不过与2015年置换到期债务不同的是,今年将可以“置换未到期存量债务”。目前来看,机构对2016年地方政府置换债额度的预测区间多落在5—6万亿元,由此2016年地方债总体发行规模或超过5万亿元甚至6万亿元。

如中金公司表示,存量债务在未来2至3年完成置换,意味着未来将提前置换未到期债务。预计2016年全年将发行地方政府债6—7万亿元,较去年约3.8万亿元明显增加。估计其中约有6万亿元地方债发行是用于置换政府现存债务,其余则为新增地方赤字的部分。

光大证券则预计,2016年地方政府债净发行量约在6.5万亿元左右,其中包括5.6万亿元置换债、0.7万亿元新增一般债和0.2万亿元新增专项债。

### 一季度供给压力大

2016年地方债发行或进一步扩容,引发市场对供给冲击的担忧,对此《通知》要求,地方财政部门应当根据资金需求、存量债务到期情况、债券市场状况等因素,按照各季度债券发行量大致

均衡的原则,科学安排债券发行。此外,财政部还要求“做好地方债发行与国债发行平稳衔接”,“同期限地方债与记账式国债原则上不在同一时段发行”等。

《通知》进一步指出,对于置换债券,在满足到期存量债务偿还需求的前提下,各地每季度置换债券发行量原则上控制在当年本地区置换债券发行规模上限的30%以内(累计计算),即截至第一季度末发行量不得超过30%,截至第二季度末发行量不得超过60%,截至第三季度末发行量不得超过90%。

业内人士认为,结合财政部对发行节奏的要求,预计今年地方债整体发行节奏较为均衡,供给冲击可控。然鉴于一季度已经过去1/3,春节后已经是2月中旬,而地方政府倾向于尽早发行以便获得更低的资金成本,预计一季度在有限的时间内供给压力较大。

中信证券指出,春节后的2月下旬到3月上旬“两会”之前,债券市场将首先迎来地方债的供给冲击,届时也是央行28天逆回购集中到期和前期国库现金定存到期的时间段,虽然不排除央行到期续作或以MLF、PSL等方式继续投放中长期流动性的可能,但作为地方债的主要买方,银行仍面临不小的资金压力。

中信建投证券则认为,持续到二季度置换债都将面临较大发行压力。“由于1月31日前地方财政部门才向财政部报送一季度存量债务1月到到期量,置换债券发行初步安排,加上春节假期逼近,一季度可发行时间较少,大量置换债可能将往后推迟到二季度。即便如此,一季度仍然需要注意发行时点早于市场预期,且开始发行后月度集中供给

压力会比较。”

### 地方债流动性有望提升

按照《通知》,公开发行的地方债可通过招标和公开承销两种方式发行,不过《通知》同时表示要积极推动地方政府置换债券的定向发行。对此业内人士指出,鼓励定向承销发行,虽然会使地方政府承担相对更高一些的债务成本,但是却可以直接实现债务形式的转变,减少地方债券发行对债券市场的冲击。

此外,为改善地方债流动性,财政部要求“推进地方债投资主体多元化”,“鼓励承销团成员之间在回购等业务中接受地方债作为抵(质)押品。”业内人士认为,在目前权益市场疲软、投资者风险偏好较低背景下,随着地方债供给放量,且投资主体进一步丰富,地方债成为抵质押标的等将有利于地方债的流动性进一步提升。

“通知的要求将进一步推进地方债的二级交易,当二级成交足够活跃时,可以降低地方债的流动性风险溢价,从而降低地方债的融资成本。”招商证券表示,总的来看,2016年地方债发行或将呈现更加平稳的态势,二级交易的流动性也有望得到进一步提升,地方债估值有一定的向好倾向。建议机构在流动性压力不大的情况下,适当参与。

中信证券同时指出,目前地方债与同期限国债收益率已经有20BP左右的利差,溢价收益已经相对确定,同时,随着地区间经济运行差异,叠加信息披露的加强和定价体系的完善,各省市地方债利差亦会出现分化,建议投资者保持关注。

# 逆回购缩至地量印证资金宽裕

## 节后货币政策操作引关注

□本报记者 张勤峰

2月1日,时间进入春节前最后一周,但随着机构节前备付逐渐收尾,加之央行前两周投放巨量稳定了市场预期,当日市场资金面继续均衡偏松,资金利率整体大幅缩减至100亿元。市场人士指出,资金面平稳跨节无忧,但节后逆回购等大量到期,令节后资金面仍存在一定不确定性,央行相关货币政策操作安排仍待明朗。总体看,央行保持流动性合理充裕的态度明确,资金利率无大幅上行之忧,但暂时也无明显下行动力。

### 逆回购缩量

央行1日上午开展了100亿元逆回购操作,期限28天,操作利率持平在2.6%;当天未开展7天逆回购操作。

因央行在今年春节前增加公开市场操作场次,自1月28日以来,央行已连续三个交易日开展公开市场操作,值得注意的是,这三次操作规模不断缩水。1月28日,央行开展了3400亿元逆回购操作,包括2600亿元28天逆回购和800亿元7天逆

回购;1月29日,央行开展了1000亿元逆回购操作,包括800亿元28天逆回购和200亿元7天逆回购;昨日的操作则骤降至100亿元的“地量”,品种上也仅保留28天逆回购。

据业内人士分析,近期央行公开市场操作规模下降,可能主要有两方面原因:一方面是银行体系流动性紧张出现了缓和,对央行流动性支持的需求有所减少。年初以来,央行连续运用多种货币政策工具,给予银行体系流动性支持。整个1月份,央行通过公开市场操作、SLO操作、SLF操作、MLF操作、国库现金定向向金融体系净注资近2.18万亿元,及时缓和了银行体系流动性短缺。交易员称,在央行给予扶助后,市场情绪趋稳,机构出清情况改善,借钱机构基本能够得到满足,对央行流动性支持的依赖在下降。与此同时,时间进入春节前最后一周,机构节前备付工作也基本进入尾声,整个市场上公开市场的压力将逐渐减轻。而另一方面,公开市场操作场次增加后,央行可以根据春节前后现金投放回笼规律更好地安排资金投放的节奏和规模,增加操作频率,但减少单次操作规模,可避免节后逆回购集中

到期回笼影响短期流动性稳定。

业内人士表示,央行暂停7天逆回购操作,主要是考虑到期限和利率匹配的因素。因7天逆回购已跨春节,实际占用资金期限较长,若继续开展操作,可能需要对利率进行适当调整,而这可能引发政策信号的紊乱。随后几次操作,不排除央行重启14天逆回购操作。

### 资金面以稳为主

尽管央行逆回购连续缩量,但货币市场表现稳定。1日,资金面均衡偏松,除个别期限外,回购利率多保持稳定或继续回落。

昨日银行间质押式回购市场上,短期回购利率大致持稳,中长期则多见下行。其中隔夜回购利率加权值稳定在2.01%,7天利率上涨4bp至2.46%,14天利率涨23bp至3.08%,期限更长的21天、1个月、2个月、3个月回购利率则全线走低。交易员称,7天回购因跨节,利率上涨,对14天品种也造成一定影响。

市场人士称,综合考虑现金投放节奏、机构备付进度、央行流动性支持,春节前流动性大势一定,料资金面将平稳过节,市场关注点正转向春节后。因节前央

行主动投放的资金规模较大且时点集中,节后将面临到期自然回笼的问题,恐会对节后流动性稳定造成不利影响。

以最新数据统计,春节后从2月15日到2月29日将有10750亿元逆回购到期。因预期央行在春节前将保持公开市场操作的连续性,这一数字还将继续扩大。

招商证券报告指出,对节后流动性问题需要保持一定的警惕,央行逆回购在节后的自然到期,将回笼大量流动性,虽然春节后现金将逐渐回流,但央行的相关操作仍值得关注。报告认为,央行后续操作仍待明朗,加上资金外流等因素将持续扰动资金面,资金利率虽无上行之忧,但也无下行动力。

交易员也表示,从往年情况看,虽然春节后现金回流规模可观,但逆回购到期回笼与现金回流之间可能存在节奏和规模的错位,因此节后一段时间仍需央行继续开展公开市场操作,以缓冲逆回购集中到期回笼的冲击。央行保持流动性合理充裕的态度明确,流动性问题不大,但随着汇率稳定的任务前置,牵制了利率政策,预计货币市场利率特别是短期货币市场利率暂时缺乏大幅下行动力。

# 转债波动下降 安全边际仍待提升

□本报记者 王辉

A股2月开局依然乏力,可转债却再度走出独立行情。分析人士指出,上周后半周以来转债市场持续逆正股走势反弹,显示在估值安全边际上升后,转债逐渐受到避险资金或博反弹资金的关注。但考虑到正股走势羸弱,且转债市价距离底部仍有距离,安全边际仍待提升,预计今后一段时间转债市场仍将以震荡走势为主。

### 转债逆势小涨

经过上周五的短暂反弹,周一(2月1日)沪深股市在2月首个交易日迎来“开门红”。当日上证综指、深证成指、沪深300指数分别下挫1.78%、1.02%和1.53%。在A股市场整体表现低迷的背景下,周一可转债市场则继续温和上涨,当日中证转债指数收高0.22%,录得日线4连阳。

盘面显示,周一中证转债指数早盘大幅高开一度快速冲高,后因A股行情拖累,未能进一步扩大涨幅。至收盘时,中证转债指数报288.06点,涨0.62点或0.22%,连续第4个交易日走高。

个券方面,周一两市转债涨跌互现,5只正常交易中的12只转债(含可交换债),有5只上涨,1只收平,6只下跌。其中上周五刚刚挂牌上市的九州转债全天收高150%,涨跌幅第一位;14宝钢EB跌1.08%,涨跌幅第一。

### 2月1日转股类债券交易及估值表现

名称	收盘价(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值(元)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)	类型
九州转债	119.11	1.50	-0.12	92.43	-1.10	34.75	28.90	平衡型
蓝标转债	109.38	0.63	2.33	94.54	0.64	81.32	15.73	偏债型
格力转债	123.33	0.53	-0.79	97.92	-3.09	58.52	25.98	偏债型
国贸转债	109.93	0.19	0.00	93.73	0.44	72.34	17.32	偏债型
电气转债	117.04	0.14	-2.90	96.20	-1.02	62.24	21.70	偏债型
歌尔转债	128.60	0.00	2.45	98.06	-2.69	20.71	31.17	平衡型
15国货EB	106.83	-0.04	-1.29	100.96	1.72	85.48	5.84	偏债型
三一转债	105.78	-0.06	-3.74	92.09	0.80	71.35	14.89	偏债型
15清控EB	108.72	-0.25	-0.80	95.62	-2.07	65.18	13.72	偏债型
15天集EB	103.75	-0.34	-2.17	92.82	0.13	81.96	11.80	偏债型
15国盛EB	98.62	-0.38	-2.95	91.33	1.75	125.05	8.01	偏债型
14宝钢EB	115.30	-1.08	-2.50	99.52	-5.30	38.33	15.88	平衡型

截至周一收盘,两市转债转股溢价率分布在20.71%至125.05%之间,多数集中在50%至90%区间;纯债溢价率则在5.84%至31.17%不等。

### 少量参与 不下重注

在经过年初到1月中旬这段时间的连续下跌后,1月下旬以来,可转债市场连续跑赢A股。对此,机构认为,在此前猛烈的“杀估值”之后,转债市场估值泡沫风险释放已暂告一段落。尽管与历史性底部尚有距离,但转债安全边际有所提升,收益风险比得到一定的修复。

兴业证券报告指出,从绝对价格、转股溢价率等方面来看,当前转债价格与历史性的底部尚有差距。相较于历史底部时

期,当前转债市场整体格局与2014年的状态相似性更高。虽然各转债品种在条款方面想象力偏低,但当前存量转债仍然较少,而且债市收益率相比2014年初下行幅度超过150bp,这两点将对转债价格形成支撑。整体来看,现阶段转债价格走势仍受到正股的影响,但在转债处于相对底部时,市场波动率也会明显下降。

中信证券报告指出,年初以来转债市场的系统性调整已基本结束,后期市场反弹可以期待,但依旧较高的估值水平也会阻碍市场的反弹幅度,因此择券也将更加重要。中金公司则进一步建议,现阶段转债市场安全边际有改善但改善空间仍相对不足,在此背景下,建议灵活操作的投资者小赌怡情,暂不下重注。

## 两地人民币走势分化

2月1日,境内外人民币汇率走势分化。尽管日元波动搅动汇市,中间价也结束了连续上调,但当日在岸人民币兑美元汇率不改横盘运行态势,离岸人民币则震荡走弱,显示内外复杂局面下,人民币汇率预期仍难言稳定。

1日,境内银行间外汇市场人民币兑美元交易中间价设于6.5539元,下调23基点,终结了连续六个交易日的上涨。前一交易日,因日本央行意外宣布实施负利率政策,作为美元指数权重货币的日元承压大跌,推动美元指数创下近两个多月最大涨幅。市场人士表示,综合考虑国际外汇市场波动,昨日人民币兑美元中间价下调幅度已相对温和。

尽管受到美元升值、中间价下调的不利影响,昨日境内人民币兑美元即期询价交易仍相对

稳定,除开盘时有一波下探外,多数时间维持窄幅震荡,16:30收盘报价6.5792元,仅较前收盘价微跌3基点。

海外市场波动对香港市场人民币汇价造成的冲击更加直观。昨日离岸人民币兑美元汇率开盘后持续震荡走弱,截至17:30,CNH汇率报价6.6094元,跌154基点。两地人民币汇率价差在300基点左右。

市场人士指出,随着央行积极引导人民币汇率走势和预期1月中旬以来,人民币汇率波动重新下降,汇率预期逐渐趋于平缓,即期市场交易降温,购汇压力有所减轻,央行有意保持人民币汇率基本稳定,人民币汇率短期难再现剧烈波动。不过,从经济基本面、国际金融市场环境来看,未来人民币汇率走势仍面临不稳定因素。(张勤峰)

## 沈煤集团被列入降级观察名单

中诚信国际日前发布公告,将沈阳煤业(集团)有限责任公司及相关债项列入可能下调级别的观察名单。

中诚信国际称,因交租租赁诉讼沈煤集团等一案,沈煤集团所持有的下属上市公司红阳能源限售流通股8800万股及股息以及11350万股及股息被冻结,冻结期限均从2016年1月18日至2018年1月17日止。截至目前,公司持有的上市公司股权中受限股权数量合计51950万股,占其持股总数的81.46%。此外,在红阳能源重大重组期间,公司对于注入红阳能源的煤炭资产和热电资产2015至2017年的盈利情况和沈阳焦煤的整体减值情况分别做出了业绩补偿承诺和减值测试补充承诺。若未达盈利预期或沈阳焦煤发生了减值,公司将以其持有的红阳能源股份进行补偿。

中诚信国际并称,2016年1

月22日,红阳能源公告称,下属子公司沈阳焦煤及其子公司红阳三矿因拖欠污水处理项目设备安装款被诉,江苏地方法院一审判决红阳三矿须支付相关款项及利息,沈阳焦煤对红阳三矿财产不足清偿部分承担清偿责任。

中诚信国际认为,红阳能源是沈煤集团重要子公司,对其收入和利润贡献较大。同时作为上市公司,红阳能源股权是沈煤集团用于质押融资的优质资产,目前公司受限股权占比较大,对公可再融资能力产生了一定负面影响。在煤炭行业景气度持续下行的形势下,未来公司是否要将其持有的上市公司部分股权用作业绩补偿尚存在一定不确定性。

综上,中诚信国际决定将沈煤集团AA+的主体信用等级及“11沈煤MTN1”AA+的债项信用等级均列入可能下调级别的观察名单。(张勤峰)

### ■债市策略汇

#### 利率产品

#### 光大证券：利率不会出现大幅上行

中长期来看,外汇占款减少带来的流动性需求仍需降准来对冲,因此降准可以延期但是不可缺席。同时工业企业利润数据显示我国经济仍然面临着下行压力,未来随着政府的供给侧改革不断深化,曾经支撑中国经济快速增长的工业企业或将成为拖累,而新的经济增长点还未形成,经济增长目标仍需需要政府投资托底。宽松的财政政策必然需要宽松的货币政策来护航。只是现阶段国内国外局势日益复杂,货币政策受到掣肘。我们认为待外围趋势稳定后,宽松仍需继续。未来利率市场在央行呵护下不会出现大幅上行。我们预计本轮10年国债利率的上限为2.95%,并将于节后流动性状况缓解后再次下行,建议择机提高仓位。

#### 西南证券：短融收益率难再创新高

在资金面紧张的影响下,上周信用债出现了较为明显的调整。考虑到短期内全面宽松可能性已经几乎为零,资金利率将很难再出现明显的下行,短融收益率亦很难再创新低。相比较而言,在央行引导长端利率下行的大背景下,中长久期信用债收益率后续仍有望继续下行。

#### 可转债

从绝对价格、转股溢价率等方面来看,当前转债价格距离历史性的底部尚有距离。相比历史底部时期,当前与2014年的状态相似性更高,转债在条款方面想象力很低。但当前存量转债仍然较少,而且债市收益率相比2014年初下行幅度超过150bp,这两点将对转债价格形成支撑。当转债处于相对底部时,市场波动会明显下降,但从市场表现来看,转债价格走势仍受到正股的影响。

#### 中信证券：降杠杆防风险为先

2016年“资产荒”终将结束,春节后2月下旬及3月上旬将迎来第一波供给高峰,叠加央行前期通过多种工具释放的流动性集中到期,预计届时债券市场难以出现明显行情。虽然我们判断短期利率在央行公开市场操作下仍会相对稳定,但中长期利率在供给和需求双重冲击下存在上行压力,维持较高杠杆杆的风险也将增加,因此有必要加强自身流动性管理,以防控风险为先。

#### 信用产品

经济下行压力依然较大,制造业PMI数据降至新低,利率下行趋势不改。但短期看债市的风险点也在增加。加上“资产荒”导致的债市收益率处于较低水平,因此债市或存在调整风险,建议谨慎操作,久期控制在3左右。杠杆不宜过度,保持

#### 银河证券：选中高等级 杠杆不宜过度

经济下行压力依然较大,制造业PMI数据降至新低,利率下行趋势不改。但短期看债市的风险点也在增加。加上“资产荒”导致的债市收益率处于较低水平,因此债市或存在调整风险,建议谨慎操作,久期控制在3左右。杠杆不宜过度,保持

### 中诚信上调成都金控评级

中诚信国际日前发布公告,调升成都金融控股集团有限公司主体及相关债项信用等级。

中诚信国际指出,成都金控作为成都市金融领域国有资本的重要运营主体,代表地方政府整合区域金融资源,得到了成都市政府的大力支持。2015年,成都市政府将成都农商银行3亿股股权划转给公司,公司银行板块投资收益可能进一步增加。公司作为四川省唯一以金融投资为主业的国有企业并作为四川乃至西部地区金融牌照最多的地方金融控股公司,业务涉及银行、融资担保、小额贷款、融资租赁、财产保险、创业投资以及资产管理等行业。根据地方政府相关文件,公司将作为成都市政府出资人代表出资组建四川省信用再担保有限公司。同时,成都市财政局委托公司专门设立子公司代表成都市政府出资,设立成都市产业投资引导基金,所需资金由成都市财政局以资本金形式向公司划拨。以公司作为主体承接并主导以上项目,体现了公司在成都金融领域的重要地位。随着以上事项的顺利推进,公司的业务条线有望进一步健全,资本实力有所增强。

中诚信国际并指出,随着金融地产项目逐渐完工,成都金控金融地产投资规模将逐步缩减,未来资本支出压力有望减小。

综上,中诚信国际决定将成都金控主体信用等级由AA+调升至AAA,评级展望为稳定;将“12蓉投债”的债项信用等级由AA+调升至AAA。(张勤峰)