

部分债券发行利率突破7% 信用债发行市场遭遇“四连击”

本报记者 王辉

4月下旬以来，“17贵州物流园项目债”、“17黔南债01”、“16营经开债02”等多支债券的发行利率逼近甚至突破7%。业内人士表示，现阶段信用债一级市场融资成本大幅攀升，主要受到四大因素的影响：监管收紧和金融去杠杆致信用债供需关系恶化；利率债收益率上行致信用债收益率“水涨船高”；多起信用风险事件持续暴露致风险溢价走高；中证登回购新规致机构减少了对中低评级信用债配置。在政策和流动性环境在未来较长时间预计都难以出现实质性改善的背景下，信用债一级市场的弱势和波动还将持续。

没有最高只有更高

在监管收紧、资金偏紧、债市波动加大的情况下，自4月下旬以来，新发信用债普遍遭冷。一方面，发行难度加大、发行利率大幅走高；另一方面，一些信用资质较好、融资能力较强的发行人，则选择调整发行计划，或者改从其他渠道融资。

公开数据显示，4月18日，银行间市场发行的“17黔南债01”和“16营经开债02”——两支发行期限、规模均为7年期、10亿元的AA级城投债，发行票面利率达到6.99%和6.98%，直逼7%；相比今年一季度发行的AA级城投债，发行成本跳涨100BP至150BP。当日发行的17邵东新区债（7年期，AA评级，城投债），发行利率则一举突破7%关口，达7.10%。这还不是本轮城投债发行利率创出的高点。4月27日最新招标的17贵州物流园项目债（5年期，AA评级，城投债），发行利率进一步走高至7.80%。

近期产业类信用债发行利率也不乏超过7%的情况。4月17日，红狮控股集团发行的3年期中票（AA+评级），发行利率达7.35%；4月21日，金诚信矿业公司发行的3年期一般公司债（AA评级），中标利率也达到7.15%。

据WIND数据，截至4月27日，4月下旬以来新发的信用债中，有22支发行利率达到6.50%或以上。其中，7支债券发行利率超过7%。

在这一背景下，一些信用资质不错的上市公司发行人，干脆取消了此前的发债



计划。例如，近几日，万科、金地、新兴铸管等发行人相继取消了短融中票的发行。

四大利空叠加共振

业内人士表示，近期信用债发行市场出现剧烈波动，主要源于四大因素的影响：一是监管政策收紧和去杠杆持续推进，导致信用债供需关系明显恶化；二是利率债收益率上行，带动信用债收益率“水涨船高”；三是近期发生多起信用风险事件，打压投资者风险偏好，抬高信用债风险溢价；四是中证登将可质押债券的评级提高至AAA评级，抑制了对中低评级的需求。近期信用债一级市场是“祸不单行”，由此刺激融资成本大幅走高。

前海再保险投资管理部副总裁于广南在接受记者采访时表示，近期信用债发行中，普遍存在投资者认购热情不高，利率往高了报的情况，这在很大程度上与债券二级市场持续疲弱有关。

于广南指出，近期资金面偏紧、利率债收益率走高、银行委外赎回、信用风险担忧加重、中证登收紧质押政策等多个利空叠加共振，是导致信用债发行定价不断攀升的主要原因。资金方面，在银行业监管收紧情况下，同业存单滚动发行难度加大，叠加4月末和LCR考核，致使机构普遍对资金产生“惜售情绪”，在债券投资上轻易不愿意出手。近期部分国债认购倍数低至1.5左右，就突出反映了这一情况。利率债行情方面，目前市场心态依旧脆弱，收益率震荡上行的趋势没有扭转。

对于委外赎回现象，于广南表示，尽管

本周部分大行表示没有对委外投资进行大规模赎回，但即便是小规模赎回对信用债的冲击也不小。此外，对一些到期的委外，有的银行也选择不再续做。上海某券商资管固收负责人向记者证实，由于部分面向银行的定向资管产品到期赎回压力较大，近期该机构已不再新增信用债交易及配置仓位。如果一级市场上有收益率不错、信用风险可控、短久期的新债发行，原则上也必须以抛售相应规模的“老券”予以置换。

于广南表示，近期仍有多支中低资质信用债发生违约，出于对年内信用风险的担忧，市场对于新发信用债的风险偏好下降，对信用债风险溢价有所提高。另外，中

观点链接

国信证券：融资改善仍限于局部

4月截至26日，已公布的非金融企业信用债发行约5478亿元，净融资约818亿元，净融资较3月的434亿元继续提升，但与2016年同期相比仍偏弱。分行业来看，4月房地产行业信用债发行量和净融资量继续排名前列，当月信用债发行量最大的是土木工程建筑业，其次是综合和房地产业。4月地产私募债发行量大增，但发行人局限于城投和类平台企业。

申万宏源：信用债调整将持续

近期金融去杠杆推进到微观实施阶段，造成债券市场波动，鉴于基金、资管包括私募等委外产品户配置信用债比例较高，实际对信用债影响更大，但由于信用债流动性

证登自4月7日起将可质押债券的评级提高至AAA级，AA+及以下评级的债券将无法入库质押的新政，也抑制了投资者对新发中低评级债券的需求。

中短期形势难乐观

目前来看，在可预见的一段时期内，政策环境和流动性环境都难以出现实质性改善，预计信用债一级市场的弱势还将持续较长一段时间。

华创证券固收分析师吉灵浩指出，考虑到当前政策环境下，信用债整体融资难度还在加大，市场资金成本也很难下行，至少会继续保持目前水平甚至小幅上行，未来一段时间内，信用债发行成本大概率将继续上行。

于广南也表示，在目前市场环境下，预计投资者对新发信用债的定价还会保持谨慎，提高对“信用溢价”、“流动性溢价”以及“套利补偿溢价”的要求。在此背景下，信用债发行利率高企的局面短期难以出现明显的改观。不过，于广南认为，目前监管层之间协调监管、平稳推动金融去杠杆的取向也较为明显。在此背景下，从保持金融系统稳定、避免实体经济融资成本大幅上升的角度来看，目前这段特殊时期在未来几个月到半年之后应当会有所改变，“毕竟央行应该不会愿意看到发债企业的融资成本达到两位数水平”。

较差，在此轮调整中，流动性较好的利率债率先遭到抛售。监管冲击叠加4月底年报陆续披露，信用风险将进入高发期，信用债的调整可能仍将持续，低等级信用债受冲击最大，投资者应坚持高等级信用债及地方主平台、纯平台的稳健配置思路。

兴业研究：对信用债采取防御策略

去杠杆将是漫长的一个过程，伴随着这一过程的是期限利差的不断走阔。这一过程中委外规模将通过到期不续做的方式实现收缩，同业存单大概率将通过新老划断的方式纳入同业负债，而同业存单的量价也会逐步回落。对信用债当前仍采取防御策略，同存依旧是性价比最高的资产。（张勤峰 整理）

多因素叠加 GC001最高至18% 新规实施在即 “周四效应”将作古

□本报记者 张勤峰

场存在明显差异，导致交易所回购利率看起来波动较大，比如一周周四，交易所一天回购利率相较前一天都较高。“周四效应”主要是由于交易所回购业务计息规则导致的——以名义天数而非资金实际占用天数计息。

具体来说，在交易所市场周四进行1天回购融资，周五为首个结算日，下周一为到期结算日，因而回购资金实际占用天数为3天（周五、周六、周日），但交易所回购利息按照回购名义天数（1天）计算。市场参与者通过回购利率自发调整，从而出现明显的“周四效应”。此外，在节假日前，也会出现回购实际资金占用天数大于名义天数的情况，导致回购利率大幅波动。

4月27日既是周四又临近五一假期，实际资金占用天数为4天，交易所隔夜回购利息仍按1天计算，利率大涨并不奇怪。即便按27日GC001最高18%测算，除以4后，实际年化收益率不到5%，考虑到资金面现状和非银机构融资溢价，并不是很夸张。

值得一提的是，交易所已着手修改了相关交易规则。4月14日，上交所官方宣布，经证监会批准，对上交所《交易规则》及《债券交易实施细则》涉及债券质押式回购交易的若干条款进行了修改，新规自今年5月22日正式实施。本次新规调整主要涉及两方面内容：一是修改质押式回购计息规则，计息天数从回购期限的名义天数修改为资金实际占款天数，同时将全年计息天数从360天改为365天；二是修改质押式回购收盘价计算方法，由当日最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价修改为当日最后一笔交易前一个小时所有交易的成交量加权平均价。不难预料，未来交易所回购利率“周四效应”将不复存在，“节假日效应”将减轻，总体稳定性有望增强。

GC001再现冲高

昨日上交所质押式回购隔夜品种（GC001）开盘成交在9.8%，远高于3.71%的前收盘价，早盘GC001呈现震荡盘升走势，收盘前涨至13%一线；午后，GC001出现一波上冲，最高成交到18.01%，为全天高点，同时创了本月以来的新高，此后收益率有所回落，尾盘一度出现反复，但最终回落明显，收盘报3.97%，只比前收盘上涨26BP。但当日加权平均利率报12.22%，较前值大涨近8%。

此外，昨日上交所两天期回购利率也出现较明显上涨，加权平均利率涨近2%至9.346%；其余期限回购利率波动不大。

分析人士指出，昨日交易所隔夜回购利率大幅走高，在一定程度上反映了当前金融体系短期流动性偏紧的局面，这与银行间货币市场的表现是相似的；与此同时，交易所回购市场参与群体以非银机构为主，交易所回购利率冲高也说明月末流动性再次出现了分层的现象。另外，GC001盘中出现大幅冲高还有一个重要原因——在交易所现有的债券回购交易规则和利率形成机制下，回购利率容易出现“周四效应”和“节假日效应”，而这一次则是两者兼有。

计息规则将调整

业内人士指出，目前交易所市场回购计息规则与银行间市

四天逾六十支 又见取消发债潮

日又有12则取消发债公告发布。

据不完全统计，截至4月27日，本月以来共有136支债券被取消或推迟发行，其中本周前四个交易日被取消或推迟发行的债券就达到69支，占到一半，因此，本周出现了取消发债潮也不为过。而考虑到公告披露的滞后性，情况可能更严重。

从券种上看，最近被推迟发行或发行失败的债券仍以银行间市场的超短融、短融、中票为主，但这一次取消发债潮的波及范围明显扩大。首先，出现了多起企业债发行失败或推迟发行的案例。27日，遵义市播州城投公告称，其发行的“17遵义播州投债”将择期重新簿记建档。同日，四川秦巴新城集团宣布延期发行“17秦巴新城债”。

“17绿湘集团债”、“17滇投债”、“17长经开债02”、“17安丘债”等企业债发行人近日也纷纷发布了推迟发行或择机重发的公告。其次，部分私募债发行受到影响，25日，苏宁电器集团原定发行两

支私募公司债的事宜就被延期。最后，连利率债一级市场都受到波及。25日，国家开发银行宣布调整4月27日的债券发行计划，取消了原定发行的三支固息债中的7年期品种。

冲击波还在继续

27日，国债期货连续第三日出现反弹；同日，现券市场收益率稳中有降，10年期国债成交在3.45%，10年期国开债成交在4.16%，较周初高点回落5至6个基点。债券二级市场看起来正逐步走出前期连续调整的阴影，但一级市场显然还没有结束动荡。

市场人士表示，近期一级市场再现集中推迟发行或发行失败的现象，从侧面印证了这一次债市波动的剧烈程度。本周初，10年期国债收益率一度站上3.5%，10年期国开债一度升破4.3%，相比月初时，债市整体收益率上行20BP以上，并创了去年调整以来的新高，其中信用债收益率上行更明显。

从以往来看，二级市场波动大时，一级市场出现推迟或取消发债的情况就多，背后的原因无外乎有两种：一是利率波动加剧发行难度，债券可能在原协商利率区间内出现认购不足的情况，导致发行失败，发行人被迫取消或推迟发行；二是发行人出于自身财务考虑，主要是融资成本、财务安排、融资方式等，主动选择推迟发行。

以往情况还表明，一级市场情绪修复往往比二级市场要慢，因此即使近期二级市场行情出现了一定企稳，但一级市场动荡仍可能持续，尤其是在月末时点上。

进一步来看，当前推迟发行的债券大部分将成为未来的供给。目前国企等发行人尚可以转道信贷融资，但对于大量的中低等级发行人尤其是民企发行人来说，对债券融资的依赖度仍相当高，过去一段时间，债市收益率大幅上升，对这类发行人的冲击是显著的，若长此以往，恐将加剧信用风险的暴露。

净投放终结 月末资金面吃紧

□本报记者 张勤峰

“早盘紧，尾盘松”的变化，虽然早盘资金面偏紧，但机构多认为午后会有供给出现，因此情绪并不是十分紧张。

保持一定倒逼压力

市场人士表示，虽然近期市场资金面总体偏紧，但轧平头寸并无太大问题，只是价格偏高一些，流动性总量问题还不大。另外，此时OMO出现净回笼，或许也表明央行判断流动性偏紧只是短期现象，因此不需要给予大额流动性支持。

有交易员表示，临近月末且有节假日因素，短期流动性偏紧也将正常，跨月后或将有所改善。另外，近期流动性偏紧可能还与债券市场波动、投资者情绪谨慎有关。4月以来，银行业监管政策密集出台，展现监管层推动金融防风险、去杠杆的决心，并引发关注。长期来看，金融去杠杆有望降低金融体系资金需求总量，同时同业链条收缩可压缩资金传导环节，降低期限错配、层层嵌套等潜在的风险隐患，提升流动性的稳定性，但从短期来看，去杠杆尤其是较快的去杠杆过程，可能造成流动性需求短期集中增加，也会带来一定的流动性冲击。近期金融市场波动较大，在避险情绪上升时，投资者也倾向于储备流动性，对短期流动性供求也会产生一定影响。

市场机构认为，金融监管已成为推动金融去杠杆的主角，货币政策的替代监管压力减轻，预计央行仍会保持流动性基本稳定，避免在去杠杆过程中，发生流动性极端波动，引发金融风险无序释放，但同时，为了避免金融杠杆卷土重来，央行放松货币政策的可能性也小，预计仍将保持一定的流动性倒逼压力，促使金融机构主动加强风险管理。

央行于27日早间开展了500亿元逆回购操作，包括7天期300亿元，14天和28天期各100亿元。因当日有900亿元逆回购到期，将净回笼400亿元，打破了自本月初起持续了7个交易日的OMO净投放。

连续净投放的终结，一是因为央行逆回购交易量减少，致投放量下降，之前两日的央行逆回购交易量均为800亿元；二是因为逆回购到期量增多，之前两日的到期逆回购均为400亿元。

值得一提的是，近期流动性并不宽裕，短期资金甚至较紧俏，央行却减少资金投放，从金融体系净回笼资金，这一点颇让人意外。

27日，银行间市场资金面维持偏紧态势，银行间质押式回购利率继续上涨，其中7天回购利率继续大涨39BP至4.37%，隔夜回购利率则小涨3BP至3.03%。

据交易员反映，27日早盘市场资金面紧张依旧，隔夜有高价融出，7天资金吃紧，市场上堆积了大量买盘，以银行类机构为主，午后紧张形势延续，直到尾盘才出现好转。交易员并称，本周以来市场资金面反复上演

国债期货上涨动力恐不足

10年期国债活跃券170004成交在3.4350%，较前收盘价下行1.5PB；10年的国开债活跃券170210成交在4.1580%，较前收盘价下行0.45PB。

国泰君安期货研究员王洋表示，27日期债盘面展示出政策协调和防范风险激发的多头动能，然而尾盘在统一的资管产品标准规范有望于近期出台的消息影响下，期债涨幅收窄，表明市场仍未完全消化监管政策的利空影响。

华创证券报告指出，前期因市场担心金融监管冲击，债券市场出现了大幅调整，而这几天市场预期监管之间会加强协调，因此又产生了对前期悲观预期的修正；总的来看，熊市会延续，速度会比较慢，这也意味着市场出清需要的时间会更久一点。

申万宏源报告则称，今年是监管大年，但监管的目标是防风险，包括监管力度过大带来的对金融市场的冲击；年内监管还

将继续，但将更注重监管协调，防止系统性金融风险发生；随着监管细则的落地，市场悲观预期将有所改善，加上二季度经济通胀概率回落，债券市场或出现修复。

王洋表示，目前债券依旧处于多空势力犬牙交错的格局中，高层就维护国家金融安全稳定的会议传递出“去杠杆”和“防风险”的双重信号，期债多头认为在“防风险”基调下，货币政策和监管政策之间的协调或导致“去杠杆”政策落实力度减弱，在前期债券已显著调整的情况下获得了预期纠偏带来的上涨动能；空头则认为“防风险”恰恰是“去杠杆”政策落实的动力，受制于监管政策逐步落实，债券市场出清节奏放缓，但依然处于中长期的熊市状态中。

口行两期增发债需求尚可

中国进出口银行27日上午招标的两期固息增发债中标收益率均低于二级市场水平。据中债收益率曲线，26日，市场上3年期和5年期口行债收益率分别为4.06%、4.25%。此外，两期债券投标倍数接近或超过3倍，显示需求尚可。

口行昨日招标的两期债是该行今年第5期3年期和第4期5年期金融债的增发债，固息品种，本次增发规模分别为50亿元、40亿元。据了解，本次3年期债券中标收益率为4.003%，全场投标倍数2.87；5年期债券中标收益率为4.1974%，全场倍数3.72。

此次两期债券中标收益率均低于二级市场水平。据中债收益率曲线，26日，市场上3年期和5年期口行债收益率分别为4.06%、4.25%。此外，两期债券投标倍数接近或超过3倍，显示需求尚可。（张勤峰）

值得一提的是，近期政策性金融债投标表现总体好于国债，除了发行量较小的缘故，市场人士指出，这或许表明经历前期利差的修复后，政策债的相对价值提升已受到投资者关注。（张勤峰）

珠海中富未按期足额偿付违约中票本金

已于今年3月发生违约的中票发行人珠海中富27日发布公告称，其未能在此前约定的时间（2