

议完一案又提一案 抚顺城投提前还债心切 城投债提前偿付大部队临近

□本报记者 张勤峰

在6亿元小微增信集合债提前兑付议案获通过后,抚顺城投趁热打铁,紧接着又抛出了提前偿还10.5亿元企业债的议案。据分析,“12抚顺城投债”提前兑付议案获通过将是大概率事件,今年以来城投债提前偿付案例有望增至4例。

市场人士指出,从已有案例来看,按估值回购已成城投债提前偿付的主流,债市收益率上行后再投资风险下降也减轻了提前偿付面临的阻力,未来更多城投债可能选择提前偿付或置换。

抚顺城投提前还债“上瘾”

抚顺市城建投资有限公司日前公告称,公司拟提前偿付2012年公司债券(简称“12抚顺城投债”/“12抚城投”)本金及应计利息,拟于8月18日召开债券持有人会议,审议表决相关议案。

“12抚顺城投债”发行于2012年3月,发行额15亿元,期限10年,票面利率8.53%,按年付息,设置提前分期还本条款,原到期日为2022年3月22日,目前剩余4.6575年。截至2017年7月,发行人均按时足额还本付息,债券余额10.5亿元。

公告显示,抚顺城投拟以2017年7月21日中债估值到期收益率5.6201%,对应净价75.0427元回购“12抚顺城投债”,并在回购当日支付应计利息,即以市场价回购当期全部剩余债券。

值得注意的是,在上述公告发布的同一天,抚顺城投另有一则公告称,宣布提前归还2014年第一期抚顺市城建投资有限公司小微企业增信集合债券(简称“14抚顺城投小微债01”/“14抚微01”)募集资金的议案已获持有人会议通过。

“14抚顺城投小微债01”发行于2014年9月,金额6亿元,期限“3+1”年,票面利率6.3%,按年付息,今年9月17日将迎来回售日,原到期日为2018年9月17日。

上月23日,抚顺城投提议召开债券持有人会议,审议提前归还“14抚顺城投小微债01”募集资金的议案,回购净价为2017年6月22日中债估值到期收益率5.6232%对应的净价100.0957元,并在回购当日支付应计利息。本月18日,抚顺城投将“14抚顺城投小微债01”提前偿还净价上调为7月17日中债估值行权收益率4.8849%对应的净价100.1953元。

含上述两支债券在内,目前抚顺城投尚未兑付的债券共6支,待还本金总额51亿元,均保持正常付息和兑付纪录。6月初,评级机构大公维持对抚顺城投主体AA评级,

评级展望维持稳定,并维持对上述两支债券AA的债项评级。

从出现先例到形成范例 前后1个月内,抚顺城投两度提出提前还债方案,召集债券持有人会议审议,其提前还债心之切可见一斑。从上述两支债券提前兑付方案,尤其是主动上调“14抚顺城投小微债01”回购净价等举措中,也可看出发行人促成议案获得通过的诚意。结合小微债持有人会议审议结果,市场人士认为,“12抚顺城投债”提前兑付议案获通过将是大概率事件。若如此,今年以来城投债提前偿付案例将增至4例。

从出现先例到形成范例

今年2月,伊旗城投一次性提前偿付“12伊旗城投债”本金及应计利息,成功叩开了城投债提前兑付的大门。4月,富阳城投关于提前归还“14富阳债02”的议案也获得债券持有人会议审议通过,成为继“12伊旗城投债”后又一例城投债券提前偿还的案例。

值得一提的是,伊旗城投虽是首家完成债券提前兑付的城投企业,却是2016年4月以后第六家提出此类议案而唯一获债券持有人会议通过的发行人。

在伊旗城投之前,北山投资、盘锦高新等城投企业曾抛出过提前偿债的议题,但均未能进入债券持有人会议审议环节。这当中的阻力主要来自投资者,因提前偿债可能令投资者蒙受损失,在前期牛市环境中,提前兑付将带来再投资的问题,价格也是个难题,投资者担忧城投企业按面值而不按市场价估值回购。

“12伊旗城投债”之所以能够成为首个“吃到螃蟹的人”,关键就在于,债券本身信用资质较差,且债券估值低于债券面值,按面值回购于持有人有利。

但估值低于面值的城投债毕竟是少数。相比之下,随后完成提前兑付的“14富阳债02”更具借鉴意义,其一,“14富阳债02”主体信用资质尚可(AA级),并设有增信条款,债项评级达到AAA,信用风险很低;其二,“14富阳债02”是首支以市场估值提前兑付的城投债。

回到抚顺城投债,本次拟提前兑付的小微增信集合债和一般企业债主体及债项信用等级均为AA,信用资质介于“12伊旗城投债”和“14富阳债02”之间。尽管发行人以往偿债纪录良好,且作为当地重要基础设施投融资平台,继续得到地方政府的有力支持,但大公跟踪评级报告也提示,2016年抚顺市多个经济指标总量下滑显著,地方债务规模很大,未来偿债压力很大;2016年发行人收入和毛利下滑,利润对

率来看,10年期国债在3.55-3.6%、10年期国开债在4.15-4.2%区间的震荡已经超过三周时间。从近期市场运行特征来看,对于利空和利多因素,市场已经“麻木”,投资者的反应也变得有些“钝化”。

机构仍看震荡

市场人士表示,把周期拉长,昨日期债虽然走跌,但仍是本轮盘整行情的延续。需要注意的是,市场最终还是会选择方向,近两日行情相较前期也已开始出现变化。在多空交织的背景下,新的行情随时有可能发动,但趋势性行情短期较难形成,短期市场料仍将震荡。

国泰君安表示,当前多数投资者对未来利率的方向虽仍处于“看不清”的状态,但长期利率最终还是会选择一个方向突破。一方面,从去年10月至今,该发酵的利空因素均已“一一亮相”,市场很难再找出“像样”的超预期利空。另一方面,在最近两个月信用债收益率下行过程中,所有的利好因素也基本被计价,收益率继续大幅下行的理由似乎也不充分。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

中信建投:谨慎投资低评级城投债

维持对于城投债投资的前期判断,即缩圈层(城投四圈层中的一二核心圈层)、看主体(特股结构)、看主题(维稳、扶贫和一带一路等)、专公益(棚户区改造、重大水利工程、地下管廊等募投项目等)。在政策正门开启的背景下,虽然认为城投债投资在目前阶段可以适当降低评级,但不宜过度降低。低评级平台往往以边缘化和级次过度下沉为特点,后续在堵偏门整治中存

在估值调整和政策变化风险,建议谨慎投资。(张勤峰 整理)

期债盘整格局仍将延续

二日实现零投放零回笼,再度彰显了货币政策不松不紧的基调。

在此背景下,期债市场低开低走,整体表现疲弱,至收盘时,中金所国债期货合约均以下跌报收。其中10年期国债期货主力合约T1709早盘低开后窄幅震荡,但午后跌幅明显扩大,最终报收9485元,下跌027元或028%。与此同时,5年期国债主力合约TF1709报收97525元,下跌0125元或013%。

现券市场方面,收益率出现一定程度上行。10年期国债活跃券170010尾盘成交在3.61%,全天上行2BP。10年期国开债活跃券170210尾盘报收4.21%,全天上行1.63BP。

国泰君安在研报中表示,从现券收益

率来看,10年期国债在3.55-3.6%、10年期国开债在4.15-4.2%区间的震荡已经超过三周时间。从近期市场运行特征来看,对于利空和利多因素,市场已经“麻木”,投资者的反应也变得有些“钝化”。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

哑铃型配置组合为上策

□安信证券固定收益部 程昊

最近两个月,信用品种的价值修复行情走得波澜壮阔,而利率品种尤其是国债的走势却波澜不惊,总体维持震荡格局。目前,基本面、监管政策、货币政策都还没带来更多超预期因素,国债走势也在艰难地选择方向,但投资还得做,票息也不能放弃,怎么办?从信用板块内部相对价值的角度来看,信用曲线呈现“凸”的形态,曲线曲率为负。在保持久期相同的前提下,持有哑铃型组合不仅内嵌利率波动的看涨期权,还不付期权费,并且获得收益,明显优于子弹型组合,实属当下信用策略的上策。

利率变动越大,无论是正的还是负的变动,正凸性都会使证券的回报率变高。所以,持有正凸性的证券本质上是持有利率波动率的多头,持有凸性越大的证券组合,说明对未来利率波动率增加的预期越强。在组合管理中,保持久期相同的情况下,选择不同凸性水平的证券组合反映出对利率未来波动的认识和预期差异。

哑铃型组合相对于子弹型组合的凸

性更大,这是因为凸性随着到期期限的平方增加,保持久期相同,哑铃型与子弹型组合表现差异本质上是到期期限平方的差异,数学上即可证明哑铃型组合从利率波动中获益更多。一般来说,期权是有费用的,体现在哑铃型组合的平均收益率要低于子弹型组合的收益率。也就是说,当收益率变动不大时,子弹型组合的表现会更好。投资经理在选择哑铃型结构时,需要权衡未来波动率是否足够大到使得凸性差异产生的收益可以覆盖期权费用。

相比子弹型,持有哑铃型组合获得不仅不用付出期权费,还可以获得收益。期权费实际就是曲线曲率(定义为收益率3Y*2-1Y-5Y),历史均值为正,在5-10bp之间。目前,以城投债AA+曲线为例,曲线曲率却为负,在-20bp,也就是说曲线变成“凸”了。历史上这种情况屈指可数,并且一般都伴随着较高波动率(定义为过去一个月3年AA+城投估值收益率的标准差)。但现在波动率却处于很低的位置,继续走低的可能性很小。也就是说,在利率波动率的绝对低位,投资者通过买两端卖中间做蝶式交易,持有波动率看涨期权的

者面临再投资的风险仍小于之前。

据中债资信此前测算,若以2018年6月末为置换债发行最后窗口期,全国各地共有726个主体的1561支债券符合提前置换的基本条件。而到目前为止,已完成提前兑付的城投债仍寥寥无几,因此,往后城投债提前兑付的事件只会越来越多。

但分析人士指出,今后一段时间可能也不会出现城投债集中大规模提前兑付的情况。

首先,存量地方债务置换进度有所放缓。今年以来,地方债发行有所放缓,不及上年同期,很重要的一个原因是今年置换债规模有所减少,机构预计仅为3万亿元,置换工作将从原本预测的2017年末延后至2018年三季度完成,从而在一定程度上降低了城投债集中提前兑付压力。

其次,随着债券发行难度和成本上升,发行地方债、置换城投债节约利息的优势下降,也影响发行人提前偿付意愿。

再者,来自持有人的阻力仍然存在。在上述案例中,除了“12伊旗城投债”提前兑付议案获全票通过之外,其他几支债券均有持有人投反对票。业内人士称,按市价回购对投资者而言并无票面损失,但亦无超额收益,加之未来新发城投债的主体资质不断下沉、产业债信用风险事件不断爆发的背景下,要找寻具备“老城债”一样性价比的投资品种可能越来越难,投资者并不希望此类事件发生太多。

中债资信认为,未来提前偿还的城投债仍将以经济财政实力相对较弱、所属政府下债品质较低、信用资质较差的融资平台发行的债券为主。

■观点链接

中债资信:更多城投债将提前偿付

“14富阳债02”的成功提前偿付,使未来更多债券提前偿付或置换成为可能,其偿还方案中回售价格的设计将更具有普遍借鉴意义,也增大了未来城投债券提前置换的可能,在市场资金成本较高且仍有上行趋势的情况下,估值净价高于面值的债券未来也将可能采用提前置换的方式进行偿还。从未来提前偿还可能性来看,坚持经济财政实力相对较弱、所属政府行政等级较低、信用资质较差的主体未来城投债券提前偿还的可能性较高的判断。

兴业证券:城投债需精挑选选

虽然当前市场需求仍然较为旺盛。但从流动性、供需格局和政府债务监管的角度来看,促使低资质城投债行业利差进一

步下行的动力也在转弱,低资质城投债应该被要求更高的溢价,城投个体资质和定价分化加剧也在开始,城投债需要精挑细选,投资上不宜下沉城投债资质和拉长久期。

中信建投:谨慎投资低评级城投债

维持对于城投债投资的前期判断,即缩圈层(城投四圈层中的一二核心圈层)、看主体(特股结构)、看主题(维稳、扶贫和一带一路等)、专公益(棚户区改造、重大水利工程、地下管廊等募投项目等)。在政策正门开启的背景下,虽然认为城投债投资在目前阶段可以适当降低评级,但不宜过度降低。低评级平台往往以边缘化和级次过度下沉为特点,后续在堵偏门整治中存

在估值调整和政策变化风险,建议谨慎投资。(张勤峰 整理)

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

招商固收认为,在当前略为清淡的消息面下,债市情绪的改善需要一段时间,“震荡盘整”或许也是在为下一波行情“蓄势”。央行再次提出“降低社会融资成本”,如果外部环境不发生大的变化,债市的年内“底部”在6月份已经出现,因此可以不必过分在意市场短期的“小打小闹”。

人民币短期仍有望偏强运行

□本报记者 王辉

受隔夜美元指数探底小幅反弹等因素影响,26日人民币对美元汇率中间价及即期汇价双双小幅走软,但回调幅度仍相对有限。分析人士表示,本次美联储议息会议后,美元弱勢格局出现扭转的可能性仍较有限。在此背景下,人民币汇率短期内仍有望保持整体偏强的运行势头。

即期汇价暂别二连阳 26日,银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价下调44个基点至6.7529,连续第二日小幅下跌。在此之前,人民币对美元中间价已连续5个交易日运行在6.75上方水平。

即期市场方面,26日在岸人民币对美元即期汇价整体窄幅震荡。截至26日16:30,人民币对美元即期汇率报6.7545,较前收盘价下跌33个基点。26日人民币对美元即期汇价全天振幅为0.09%,显示在美联储议息结果公布前多空博弈相对收敛。

离岸汇率方面,26日香港市场上人民币对美元CNH汇率在亚洲交易时段表现相对偏强。截至北京时间26日16:30,人民币对美元CNH汇价报6.7544,较前收盘价小幅上涨44个基点。此外,人民币离岸汇率与在岸汇率继续保持贴近平运行,价差较前一交易日出现明显收窄。

来自财汇大数据终端的最新统计数据显

示,截至北京时间26日16:30,美元指数7月以来累计下跌1.50%,同期人民币对美元汇率中间价、即期汇价和CNH汇价则分别上

涨0.32%、0.37%和10.38%。

美元料仍将偏弱

外汇交易商富拓26日发表观点表示,上次议息至本周的一段时间内,美国经济数据包括非农在内,整体喜忧参半,因此美联储不大可能提高加息步伐。此外,由于消费者和生产者物价指数的下行,美联储一直坚持的2%通胀目标目前仍然比较难以达成,本次会议声明中美联储对于经济和通胀数据的看法成为投资者关注焦点。整体来看,即便美元可能出现短期反弹,但持续的时间和反弹强度预计仍相对有限。

德国商业银行亚洲经济学家周浩此前在接受中国证券报采访时表示,今年以来中国三四线房地产市场持续强势,将支撑中国经济在下半年继续在相对较高的增速上保持增长。另一方面,本周美联储议息会议未有超预期的消息出现,而投资者对于美国通胀水平迟迟得不到提升的质疑也可能持续。在此背景下,美元指数的弱势预计可能持续到三季度末,人民币对美元汇率则有望进一步向6.70一线拓展上涨空间。

中国银行伦敦交易中心分析师丁孟进一步分析表示,只有此前特朗普政府提出的相关财政刺激能够落实,才能提升美国的通胀水平,进而推动美联储“更快的加息”。本次美联储议息会议的结果本无太大悬念,会议政策声明难以对近期持续表现萎靡的美元带来明显提振。在近期人民币与美元指数之间一直保持较强汇率弹性的背景下,短期内人民币汇率预计还将延续偏强震荡。

到期收益率曲线显示,3年期国债收益率值为3.49%;鉴于国债单支发行额较大,能够获得接近4倍的竞标,显示机构参与积极性较高。

近段时间,债券一级市场行情持续偏暖,表现为发行利率普遍低于二级市场利率、投标倍数较高,反映出年中市场人气回暖、配置需求释放。不过,近期流动性持续紧平衡,降低货币政策宽松预期,且后续国债供给压力较大,尤其是特别国债续发带来一定不确定性。近几日,债券二级市场行情已有所转弱,一级市场能否维持偏暖格局值得关注。(张勤峰)

三年期国债获近四倍认购

财政部26日上午招标的3年期新发国债中标利率3.46%,略低于二级市场利率水平,且认购倍数较高,显示机构配置需求较旺较旺。不过,近期二级市场已转弱,在供给压力等影响下,一级市场行情可能面临变数。

财政部昨日招标的是今年第十六期3年期记账式附息国债,计划发行320亿元,甲类成员可追加。据市场人士透露,本期国债中标利率3.46%,边际中标利率3.49%,全场投标倍数3.86,实际发行322.80亿元。

定价和投标情况表明本期国债需求较好。25日,中债

农发债中标结果分化

农发行26日增发的两期扶贫专项金融债招标结果分化,其中3年期中标利率高于二级市场水平,5年期中标利率则低于二级市场水平;认购倍数方面,3年期认购倍数不足3倍,5年期认购倍数则超过3倍,显示机构配置热情有所降温。

农发行此次招标发行的两期债均为固息债,包括2016年第十二期和2016年第十三期金融债的增发债,期限分别为3年和5年,发行规模均不超过50亿元,票面利率分别为2.63%、2.98%。据交易员透露,此次农发行3年期扶贫专项债中标利率4.0546%,全场倍数2.38;5年期扶贫专项债中标利率4.0833%,全场倍数3.01。

中债到期收益率曲线显示,7月25日,待偿期为3年、5年的固息农发债收益率分别为4.0321%、4.1343%,上述3年期农发债中标利率高于二级市场约2BP,7年期农发债中标利率则低于二级市场约5BP。(王姣)

■评级追踪

邯鄲矿业 评级展望上调为稳定

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)日前公告称,决定维持冀中能源邯鄲矿业集团有限公司(简称“邯鄲矿业”)的主体长期信用等级为AA,评级展望由负面调整为稳定,维持“15富和MTN001”、“16富和建设MTN001”的债项信用等级为AA。

大公报表示,九江富和主要负责九江经济技术开发区(简称“经开区”)范围内基础设施建设及土地开发运营等工作。上述评级结果反映了公司在经开区城市建设和经济发展中仍具有重要地位,九江市及经开区经济保持较快增长,公司继续得到政府多方面支持等有利因素;同时也反映了经开区政府债务压力较大,公司用于抵押的土地使用权占比较高影响资产流动性,部分委托贷款企业和被担保企业经营状况较差,公司仍面临一定坏账损失和代偿风险等不利因素。(王姣)

联合资信表示,邯鄲矿业是冀中能源集团有限责任公司旗下重要的煤炭及物流贸易运营主体,在资源禀赋、地理区位等方面具备一定优势。跟踪期内,煤炭行业景气度有所回升,但受压缩物流贸易业务的影响,公司收入规模持续下降。同时联合资信关注到,煤炭行业景气度仍然不高,公司债务负担较重,未来经营压力仍然较大。

九江富和 评级展望上调为稳定

大公国际资信评估有限