

# 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,发行人均按计划额还本付息,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%,对应净值75.0427元回购“12抚顺城投债”,并在回购当日支付应计利息,即以市场价格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,抚顺城投提议案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%对应的净值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”提前偿还净值上调为7月17日中债估值行权收益率4.8849%对应的净值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。

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付的案例。

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、盘锦高新区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,在前期牛市环境下,提前兑付将带来再投资的问题,价格也是一个难题,投资者担忧城投企业按面值而不按市场估值回购。

“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,按面值回购对持有人有利。

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,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

政府补贴收入依赖较高,经营性现金流大幅下降且转为净流出。分析人士称,抚顺城投所处区域经济财政状况及市价回购方案,有助于促成债券提前兑付。

从已有案例来看,区域经济财政实力较差地区城投债券提前置换可能性较高,如“12伊旗城投债”和“14抚顺城投小微债01”,以估值回购的方案更容易获得投资者赞成,如“14富阳债02”和“14抚顺城投小微债01”。

另需指出的是,去年底以来,债市环境发生较大变化,债券收益率明显上行,降低了城投债提前偿付后投资者面临的再投资风险,加之按市价回购逐渐成为城投债提前兑付主流方式,城投企业提前还债面临的阻力也在减轻。

## 提前还债将继续增多

鉴于提前兑付案例逐渐增多、地方债务置换大限不远、债市再投资风险下降,后续城投债提前兑付或置换的事件将继续增多。

“14富阳债02”提前偿还案例表明,即使那些主体信用资质尚可、债项评级较高的城投债也可能选择提前兑付,毕竟这符合存量地方债务置换的政策导向。

另外,财政部门对存量地方债务置换设有最后期限,在这个最后期限到来前,地方政府也有动力促成平台企业提前偿付。

近期债市行情有所好转,但利率水平仍处在过去几年来的高位,往后看,经济增长具备韧性,投融资需求较旺、防风险主题下货币政策难现明显放松,意味着市场利率下行空间有限,城投债提前偿还后投资

## ■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:城投债需精挑细选

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,投资上不适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(持股结构)、看主题(维稳、扶贫和一带一路等)、看公益(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94.85元,下跌0.27元或0.28%。

与此同时,5年期国债主力合约TF1709报收97.25元,下跌0.125元或0.13%。

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年期国债在4.15%~4.2%区间的震荡已经超过了三周时间。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,昨日国债虽然走跌,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

来利率的方向仍处于“看不清”的状态,但长端利率最终还是会选一个方向突破。一方面,从去年10月至今,该发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”。

# 人民币短期仍有望偏强运行

□本报记者 王辉

涨0.32%、0.37%和0.38%。

## 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。

## 即期汇价暂别两连阳

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相近运行,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汇价则分别上行0.34%、0.37%和0.38%。

# 三年期国债获近四倍认购

到期收益率曲线显示,3年期国债收益率为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

## ■评级追踪

### 邯郸矿业

#### 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郸矿业集团有限公司(简称“邯郸矿业”)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邯矿债”、“16邯矿债”的债项信用等级为AA+。

大公表示,冀中能源集团有限公司(简称“冀中能源”)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公司(简称“大公”)日前公告称,决定维持九江富和建设投资有限公司(简称“九江富和”)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浔富债”、“16富和债”的债项信用等级为AA+。

大公表示,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建设和发展中仍具有一定地位,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)

# 资金面进一步改善可期

周三(7月26日),央行在公开市场开展了1300亿元逆回购操作,单日投放量连续第二日完全对冲到期量。昨日银行间市场资金面继续改善,但整体仍处于紧平衡状态。

分析人士指出,公开市场操作(OMO)连续第二日实现中性对冲,令市场谨慎情绪不改,不过在货币政策维持稳健中性的背景下,对流动性也无需悲观,随着月末因素过去,资金面进一步改善可期。

央行昨日早间公告称,以利率招标方式开展了1300亿元逆回购操作,具体包括800亿元7天期、500亿元14天期,中标利率分别为2.4%、2.6%,均持平于上日操作。当日同时有1000亿元7天期、300亿元14天期逆回购到期,由此完全对冲后OMO连续第二日实现零投放零回笼。

昨日流动性整体较上日略有好转,但整体仍处于紧平衡状态。银行间质押式回购市场上(存款类机构),隔夜加权利率上行逾1BP至2.7554%;指标7天加权利率下行约4BP至2.8405%;更长期限的14天、21天加权利率也分别下行约3BP、3.6BP,显示市场对跨月后流动性预期继续改善。

国信证券表示,资金面维持紧平衡,央行公开市场操作仅对冲到期量,表明央行货币政策不紧不松的态度,临近月底,随着跨月资金逐渐得到满足,预计资金面整体压力不大。(王姣)

# 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,还不用付期权费,并且获得收益,明显优于子弹型组合,实属当下策略的上策。

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,期限越长,收益率越低,子弹型组合的收益率也越低。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,持有哑铃型组合现在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