



## 城投信仰回升

# “投行民工”的好日子又要来了

□本报记者 徐文擎 叶斯琦

### 城投债“久旱逢甘霖”

“保险、专户类的资金,最近肯定有买,不然市场不会出现这样的走势。”北京一家以固收闻名的公募基金债券团队负责人李华(化名)告诉记者,已明显感受到城投债回暖的趋势。他是债券市场的老将,以谨慎闻名,在2016年底、2017年底债市的“极速变脸”中全身而退,也曾在2014年-2016年三年间都大幅跑赢基准收益率,为投资人创造了可观的绝对回报。

李华称,信用债最关键的问题还是资质问题,现在信用债市场依然是分化的,凡是有“瑕疵”的城投债,收益率区间还在6%-10%,还是不太好;但资质好的城投债,随着政策的变化,收益率下行几十个bp,已具备很好的吸引力。他的团队最近买了不少资质“可以接受”的城投债,但期限依然不敢拉长,“毕竟我们是开放式的基金,要重点考虑流动性的问题,主要买的还是三到五个月期限的城投债。但实际上,三年、五年资质较优的城投债,趁着当前的时点买入,未来收益会非常可观,长期限的资金此时出手其实再合适不过。”

“从6月末开始,我们主要的操作是减持长久期利率债,并根据账户的性质和成本买短债或者是信用债。资质好的城投债最近交易回暖较为明显,符合账户久期和收益要求的,我们也会适当增配一些仓位。”一家知名债券私募基金负责人王文(化名)称。他的逻辑在于,在高层会议传递出一系列财政和货币政策信号前,市场的主要矛盾在于经济下滑压力较大,因此货币政策有所放松。从历史上看,反复验证的市场规律是:宽松政策的前期主要是货币政策的放松,利好利率债;后期则逐渐过渡为宽信用,而宽信用之后往往是经济基本面的预期改善。从顺势而为的角度来看,更为有价值的品种是信用债。

万联证券资产管理投资部投资总监周敏表示,虽然城投债风险一直受到市场关注,但到目前为止,确实还没有一家城投企业违约。因此,相较于民营企业,城投债还是具备较好的投资价值。在新的环境下,城投债将出现明显的分化,基金管理人也会从过去由城投“信仰”导致的“闭着眼睛”投资转变为精细投资。在面对具体的投资标的时,万联资管通常会设置几条门槛:一是选择负债水平低、财政收入高的省市;二是区分平台的核心业务,选择具有经营性核心业务的平台;三是首选区域重要地位高且唯一的平台,主体信用评级在AA+及以上。

李华也表示,他们买的大多是地市级的城投债,区县级且财务状况比较激进的城投债依然不在他们的考虑范围内。

“‘劝君多买城投债,100bp俩礼拜’,这话最近在圈里流传甚广,虽然有点自我解嘲的意思,但也反映了当前市场的情绪。”一家在投行

继银行理财新规放松非标投资“解渴”企业融资后,高层会议又提出“打破当前金融机构与融资平台之间的融资僵局”,货币政策边际宽松,市场对城投债的信仰似“暧昧”回升。部分机构趁机入手不少质优、短期限的城投债,并且感受到神秘的长线资金也在“蠢蠢欲动”。

业内人士称,相较前一段时间,货币政策放宽、财政政策更为积极以及基建力度加码的信号,都将在短期内利好城投债乃至整个债券市场的表现,但其长期趋势仍有待经济形势的确认。

做债券承销的业内人士说,“从交易逻辑上看,7月中旬那周是一个重要的转折点,稍早一点的金融数据和经济数据相继公布,叠加外围扰动因素,央行开始鼓励机构投资低等级信用债,资管新规配套政策落地并有所放松,积极的财政政策还要变得更积极,市场反应也很明显,而城投债这边听说‘积极财政’正在路上,也仿佛‘久旱逢甘露’,投行民工们的好日子似乎又要来了。”

### 多因素驱动投资逻辑转变

城投信仰“暧昧”回升,机构背后的投资逻辑是什么?

王文称,从信用角度来说,政策释放宽信用信号,市场风险偏好回升,城投作为地方国有企业,地方财政支持力度较大,属于优质信用债,因而首先受到市场关注。除此之外,市场预期下半年财政发力,城投企业项目将有所增多,财政支持力度加大,企业现金流改善,因此城投企业信用风险将显著降低。

事实上,除了城投债券,近期AAA、AA+中短期国企产业债也受到市场关注,收益率下行幅度较大。以7月最后一周为例,产业债共发新券142只,其中超短融发债占比39.85%,主体AAA级的占比71.37%,国企占比86.31%。城投债共发新券20只,其中AAA级的发行较多,占比54.54%,行政级别为省级的占比为63.15%。“信用债整体净融资额持续扩张。随着风险偏好逐步上升,优质民营企业或风险中低评级企业的价值将逐渐显现,届时,市场关注点

可能会转移到上述产业债。”王文说。

天保财务投资经理李冠宇认为,机构投资逻辑已转变为“宽货币、宽信用”。按照历史走势,市场各期限和品种的洼地会被逐步扫平,城投债之前调整显示出了较好的性价比。但这次去杠杆背景下暴露的风险事件,使得资金对于资质较差的主体更为小心地甄别,高低等级分化更为突出。相较以往,现在是市场风险重新定价的过程。

“变化其实主要体现在两个层面:敢不敢买资质更弱的,以及敢不敢买期限更长的。资质弱是个体问题,很难说因为一次政策转向个体因素就消除,不敢用下沉的机构依然不会卖。其次是债券期限的问题,这与资金本身的性质有关。城投债这波行情背后,主要是政策预期大幅改善,在同样的财务状况下,市场会本能地信赖政府背景更强一些的标的。”李华说。

“特别是高层会议要求‘引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求’,增强了市场对城投债的信心,二级市场成交开始增多。虽然央行也要求用置换的MLF资金投资信用债,特别是中低评级的产业债,但买后的信用风险还得投资机构自己承担,所以稳健的机构还是愿意选择城投债。”周敏说。

但资深债券人士张嘉并不同意上述观点。“从本质而言,本轮城投债回暖根源是‘稳预期’的结果,也是债券资产内部的一种轮动。”张嘉认为,今年以来,伴随以国债为代表的无风险利率的下行,各类利差大幅压缩,城投这轮下行,更多是由于其它资质更优的品种利差都已经进入历史平均水平以下。

不过,蓝石资管研究总监赵博文提醒,考虑到未来几个月将面临城投债大量到期,资金链压力较大,因此目前并不急于追涨。“债市处于牛市上半场的大方向依然没有改变。近期债市出现一定幅度的调整,这是投资人上车的好机会。我们将仔细遴选性价比比较高的债券,甚至等待因机构流动性承压而抛售的被‘错杀’的优质债券。”

EBS固收研究的张旭、危玮肖也认为,地方相关风险由城投类资产带来,其核心影响因素为地区经济财政实力以及城投公司在该地区所处的地位。他们特别建议投资者关注“政府债务余额/政府债务限额”这个数据。年初以来,天津等地的城投平台陆续出现一些负面信息,不难发现这几个省(市、区)正是政府债务余额/限额明显偏高的省份。

### 长期走势待确认

业内人士认为,短期城投债市场乃至整个债券市场回暖更多是受政策驱动影响,长期走势仍有待经济形势确认。

“整体来看,7月31日高层会议确认了财政政策更为积极以及基建加码的力度,更具体地

指明了补短板的方向,但未见更宽松的货币政策表述,多出了坚定做好去杠杆工作的部署。意味着政策边际调整将从财政扩大内需与定向信贷支持为原则,‘内松外紧’意在对冲外部变化,货币政策并非‘大放水’,尤其是要坚决遏制流动性‘漂移’推动房价上涨。”申万宏源宏观分析师李一民提到。

赵博文表示,2009年的4万亿主要为对冲金融危机的影响,资金流向地方融资平台和房地产,拉动经济回升的同时也拉动利率不断上行。2014年到2015年的降准降息,使得银行委外大行其道,资金主要流向了非银金融机构,造成了“资产荒”,主要表现为股票、债券等金融资产的上涨。但是,今年政策不是大水漫灌,而是精准滴灌,对经济有一定托底作用,但不会大幅拉升。无论城投、地产,还是金融机构,都很难获得太多资金。

赵博文称,未来债市将主要受到两个因素的影响:外围因素导致国内经济受到冲击,从而对债市形成利好;宽信用、宽财政对国内经济出现一定幅度的调整,这是投资者上车的好机会。我们将仔细遴选性价比比较高的债券,甚至等待因机构流动性承压而抛售的被‘错杀’的优质债券。”

“根据历史经验,实施宽货币与宽信用的政策,债券曲线将呈现期限利差拉宽与信用利差收窄的格局。”王文表示后期重点关注宽信用政策力度以及经济效果,并给出三种可能情况:一是如果企业融资企稳,信用风险降低,但经济继续承压,则利率债横盘震荡,信用利差继续收窄,信用债收益率下行幅度受到利率债横盘限制;二是如果政策力度较小,企业融资未稳,经济继续缓步下行,则市场重新偏好利率债及高等级信用债,信用利差走扩;三是如果政策力度较大,企业融资与经济双双企稳,利率债大概率会出现大幅调整,届时信用债同样具有调整压力。

张嘉表示,当下与过去几轮债券牛市最大的不同有几点:一是美国进入快速加息周期;二是国内金融市场特别是债券市场开放程度大大增强;三是打破刚性兑付后实际违约仍旧存在。这些客观条件并未随着政策基调的调整而改变。因此,债券市场下行的节奏可能会与过去有一些差别,表现为波动幅度可能加大,品种可能存在分化。

“债市的长期走向,最终还是与经济情况强相关,因此行情的持续性关键还是在于经济到底是处在向好途中的回落阶段,还是长期下滑回落的阶段。和2016年以前相比,虽然也是‘放水’(准确说是‘定向放水’),但经济环境相较两年前已优化很多,在政策的制定上料会更加有的放矢。”李华称。

视觉中国图片