

## 货币/债券 Money·Bonds

# 城投债主基调：强化？分化！

□本报记者 张勤峰

7月下旬以来，随着市场对城投债再融资预期的悲观情绪舒缓，城投债上演否极泰来的走势。不过，研究机构认为，中央对于地方政府融资“开正门、堵偏门”的政策取向没有根本变化，对于遏制隐性债务融资的态度依然十分坚决。机构认为，融资平台整体风险有所降低，但个体分化仍会加剧，分化将是今后一段时期城投债行情的主基调。

### 城投债沉浮

2016年四季度开始，随着防风险被置于更加突出的位置，城投债市场遭遇“夹击”，既要面对债市整体走弱，还需承受严肃财政纪律、规范地方举债的系列政策的冲击，城投债行情不断降温，中低等级城投债遭遇明显调整。

以5年期AA级城投债为例，从2016年10月中旬开始，其中债收益率从3.3%一路涨到2017年6月上旬的5.8%左右，上行超过250BP；短暂回落后，从2017年7月底开始，收益率又出现了一轮较快上行，直到今年2月升破6%，创出2015年以来的新高；此后，虽然收益率没有再创新高，但总体仍维持高位运行。

再观察无风险债券走势，5年期国开债收益率从今年1月下旬就转入了明显下行的过程，5年期国债则在2017年11月就基本停止了上行。5年期AA级城投债与国开债的利差，从2016年10月中旬开始走阔，一直持续到今年7月中旬，从不到40BP扩大到了最大时的179BP。

业内人士表示，城投债信用利差扩大的过程，就是市场重新审视城投债信用风险的过程，这个过程，源于一系列规范地方政府举债融资的政策引起的市场预期变化。

从2016年四季度开始，财政部不断强调划清地方政府债务界限、遏制隐性债务融资、制止违法违规融资担保行为，开正门堵偏门的态度十分坚决。今年以来，财政部继续严控地方隐性债务风险。一方面核查违法违规举债担保问题，并进行严肃追责，公开通报了一批典型案例。另一方面，2月份与发改委联合下发“194号文”，加强对企业发行债券的监管，3月份下发“23号文”，规范金融企业对地方政府和企业投融资行为，完善监管政策。到今年年中时，市场对于城投平台融资风险的看法十分悲观，致使在利率债走牛的情况下，城投债估值依然出现了大幅调整。

然而，从7月份开始，城投债市场风向悄然生变，随后走出了一轮明显的反弹。

# 大涨后回调逾百点 人民币延续双向波动

□本报记者 马爽

连续大涨后，人民币兑美元汇率有所回调。8月29日，境内人民币兑美元即期汇率收跌逾百点，回到6.82附近。

市场人士指出，随着美元指数止跌回稳，人民币兑美元汇率有所回调，表明人民币近期双向波动的态势未变，后续整体企稳运行仍是大概率事件。

### 回调逾百点

继周一、周二连续大幅调升后，周三人民币中间价、即期汇价双双回调。

8月29日早间，中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价报6.8072，较上一交易日下调20个基点，终结两日连升。此前两日，人民币兑美元中间价分别调升202基点、456个基点，28日的单日升幅创2017年6月1日以来最大。

## 国开行下周二发行160亿金融债

国家开发银行8月29日公告称，定于9月4日发行三期金融债，期限包括1年、3年、5年，总量不超过160亿元，最终以实际中标量（债券面值）为准。

国开行此次发行的三期债均为固息债，包括增发2018年第九期、第十一期和发行2018年第十二期金融债券，期限分别为1年、5年、3年，发行规模分别不超过40亿元、70亿元和50亿元。首场招标结束后，国开行有权向五家承办银行追加发行总量不超过41.2亿元1年期、11.2亿元5年期和40.2亿元3年期金融债券。

具体安排上，上述三期债券的招标日均为9月4日，缴款日均为9月7日，上市日均为9月11日。三期债券的招标时间均为9:30-10:30（追加时间为首场结束后20分钟内）。本次增发的1年、5年期债券固定面值，采用单一价格（荷兰式）招标方式；发行的3年期债券固定面值，采用单一利率（荷兰式）招标方式。本次债券承销费按认购债券面值计算，1年期无承销费，3年期为0.05%，5年期为0.10%；各品种均无兑付手续费。（张勤峰）

据统计，从7月下旬开始，在不到1个月时间里，5年期AA城投债信用利差收窄了超过70BP，最低回到了106BP。这一次城投债市场情绪的回暖，很大程度上仍是市场对政策的预期出现了变化所致。

7月23日，国务院常务会议提出，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。“这是一年多以来，中央层面第一次较为明确和正面地提及平台合理融资的保障问题，对比第二季度的悲观预期是一个显著的变化，引发了市场机构，尤其是以非银为代表的交易型机构博弈预期反转的巨大热情。”中金公司报告指出。

往后看，城投债板块会如何走，很大程度上仍将取决于中央对地方债务管理的态度和力度。

### 整体风险有所降低

研究机构认为，将城投债作为一个整体看待，融资政策边际利好是比较明确的，信用风险得以降低和延后是肯定的。

天风证券研报称，在扩内需、稳投资的政策取向下，针对基建的相关政策方向已逐渐明确，对于城投平台而言，就是明确的利好方向。这个利好主要体现在城投融资渠道重新打开。

今年二季度，城投债估值大调整的重要背景是，3月底“23号文”出台之后，金融机构对于如何参与融资平台的融资产生了比较大的疑虑；4月份资管新规落地，金融机构既要符合金融监管要求，又要避免自身业务涉及“新增隐性债务”，审慎投放成为了应对手段。这种操作带给城投平台的结果就是原本就比较紧张的融资渠道被进一步收紧，城投平台普遍面临再融资压力。

“按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求的要求，相当于重新疏通了城投平台的融资渠道。”天风证券孙彬彬称。

从融资市场表现来看，城投债在经历发行低潮之后，在7月末迎来了一个发行小高峰；同时，用益信托网数据显示，投向基础产业领域的集合信托产品规模相较于二季度也有比较明显的增加。债券和信托两个高频数据均表明，城投平台的融资情况确实有边际改善。

不过，中金公司研报也认为，后续城投平台再融资能放松到何种程度，依然存在不确定性。天风证券研报则指出，当前城投债除了融资政策边际放松这个确定性利好之外，还存在四大不确定性：地方政府隐性债务的不确定性；稳投资方式存在不确定性；金融机构对待融资平台的态度存在差异；城投债内部风险暴露存在不

确定性。

### 分化仍是主基调

实际上，城投平台的再融资能松到何种程度，取决于中央对地方政府债务管理的态度会出现多大转变。但从现有信息来看，似乎不能过于乐观。

虽然“7·23会议”提出了保障融资平台公司合理融资需求的要求，但设置了前提条件，一是“按照市场化原则”，二是“保障合理融资需求”。

在“7·23会议”之后，财政部、银保监会相继出台了扩内需相关政策。8月14日，财政部下发了“财库72号文”，督促和指导地方加快新增债券发行节奏，保障必要的在建工程项目建设。但这个落实“走正门”的动作，并不影响“23号文”的效力，针对地方政府、融资平台和金融机构的不增加隐性债务的要求始终存在。8月18日，银保监会下发了“银保监76号文”，引导银行、保险机构加大对基础设施领域的投资，但是“在不增加地方政府隐性债务的前提下”这个前提条件也十分明确，对于融资平台公司的融资需求，也提出需要“按照市场化原则满足”。

可见，中央对于地方政府融资“开正门、堵偏门”的政策取向没有根本变化，对于遏制隐性债务融资的态度依然十分坚决。

这一点，在财政部有关负责人日前受国务院委托向全国人大常委会所作的《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》（本文简称《预算执行报告》）中

### ■观点链接

#### 天风证券：精挑细选非常必要

城投平台主要面临“如何化解存量隐性债务”和“市场化转型”两大问题，这两个问题或将进一步加剧城投平台的风险分化，甚至不排除继续出现信用风险事件。对城投债投资而言，风险分化也将加剧，尤其是分化的逻辑可能并不是简单的自上而下，需要关注地方政府和金融机构的行为逻辑在分化过程中所发挥的作用，精挑细选的筛券工作更加具有必要性。

#### 中金公司：不是每只城投债都安全

城投债整体风险降低，不等于每只城投债都很安全。在本轮再融资边际放松中，哪些城投会受益，很大程度上取决于地方政府和金融机构的选择。地方政府偿还城投债务的意愿主要来自对违约可能影响当地政府和企业融资的担心，

元指数连续走软，单日跌幅分别为0.48%、0.42%、0.06%，这为人民币汇率走强提供了外部环境；进入29日，美元指数止跌企稳，盘中接近94.89，涨幅接近0.18%，对应人民币兑美元汇率有所回调，是正常的市场化表现。

针对近期在、离岸人民币汇率出现倒挂的情况，中国银行国际金融研究所研究员王有鑫认为，在岸和离岸汇价出现倒挂，一方面是汇率预期逐渐企稳的表现，另外也是收紧离岸市场人民币流动性的结果。离岸市场做空成本提高，汇率得到人民币拆借利率上升的支撑。

### 双向波动延续

市场人士指出，8月以来，人民币兑美元汇率双向波动特征明显，同时波动区间加大再度验证汇率弹性提升。往后看，人民币汇率仍将随美元双向波动，考虑到美

## 债券市场“波澜不惊”

□本报记者 马爽

周三（8月29日），债券市场波动较小，10年期国债期货主力合约收涨0.06%，10年期国债活跃券收益率基本持平。

分析人士指出，目前来看，地方债发行缴款对市场的影响暂且有限，资金面宽松状态延续，市场风险偏好阶段性修复，8月重磅经济数据出炉前，预计收益率将继续持稳。

### 期现双双持稳

8月29日，债券市场继续企稳，期货、现货市场波动较小。

从盘面上看，中金所国债期货市场全天偏强震荡，主要合约小幅收涨，其中10年期国债期货主力合约T1812早盘低开高走，早盘触及94.88日的日内高点，随即震荡下行，10:30左右下探至94.69元，后主要围绕前收盘价窄幅波动，尾盘小幅拉升后收报94.84元，较上日上涨0.06%；5年期国债期货主力合约TF1812最终收报97.795元，较上一交易日微涨0.04%。

银行间现券市场波动也比较小，主

也得到了印证。

《预算执行报告》在对下一步财政重点工作安排上，首先提出“促进经济运行保持在合理区间”，涉及政府融资的内容主要有三方面：一是加快新增债券发行节奏，呼应“财库72号文”；二是继续推进存量政府债务置换；三是规范推广PPP模式。

其后，地方政府债务管理依然被列入下一步财政重点工作，基调仍是“强化地方政府债务管理”，具体列举了五个方面的工作重点：一是重申坚决遏制隐性债务增量；二是妥善化解隐性债务存量；三是强化财政约束；四是严肃问责；五是继续研究出台相关政策文件。

在遏制隐性债务这点上，2016年四季度以来的一系列政策文件精神得到延续。而在平稳“平衡好防风险和稳增长的关系”方面，也把发行地方债、规范发展PPP等“开正门”的举措作为主要着力点。

天风证券认为，从《预算执行报告》出发，前期市场对于城投再融资政策松动的过度乐观预期需要修正。未来城投平台将面临“化解存量隐性债务”和“市场化转型”两大问题，这两个问题或将进一步加剧城投平台的风险分化。

中金公司研报也称，城投债整体风险降低，不等于每只市场认为的城投债都很安全。尽管整体违约风险仍然很小，但需要小心政府兜底预期透支带来的估值风险，而且估值风险会有区域差异。

“公募城投债的违约风险要明显小于私募城投债，更小于非标类债务。”中金公司分析师认为。

因此债务违约可能造成多大的市场影响非常重要。尽管整体违约风险仍然很小，但需要小心政府兜底预期透支带来的估值风险，而且估值风险会有区域差异，依靠当地量化化解隐性债务难度大的地区风险高。

中信证券：应重视区分平台债务属性
城投方面，应当更加重视对于平台债务属性的区分，尤其是公益性债务和经营性债务盘根错节的城投主体。城投平台既是地方政府的融资代理人，其业务职能被赋予很强的公益性；又是独立的企业法人，可以按照企业的规律发展扩大经营范围，其性质和业务的复杂程度逐渐加深，造成平台自身经营所产生的债务与基建所产生的地方政府债务形成了互有重合，却不互相包含的两个集合，由此造成了地方政府部门债务管理困境。（张勤峰 整理）

### ■记者观察

## “继续置换”不等于“二次置换”

□本报记者 张勤峰

《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》提到，继续推进存量政府债务置换，缓解地方政府集中偿债压力。这引起了市场广泛关注，有观点认为这是“二次债务置换”即将启动的信号。对此，研究机构认为，继续推进”可能意味着地方存量债务置换的时间安排有所放松，但并不等于会有“二次债务置换”。

此前市场一般认为存量债务置换将在今年8月底前全部完成。原因在于，2015年8月，第十二届全国人民代表大会常务委会员会第十六次会议审议批准2015年地方政府债务限额时明确，对债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务，通过三年左右的过渡期，由地方在限额内安排发行地方政府债券置换”。照此推断，市场一般认为2018年8月是地方存量债务置换的截止时间。

另外，在今年财政部新闻发布会上，财政部官员也提到，“目前尚未置换的非政府债券形式存量政府债务还有1.73万亿元，预计今年8月底前能够全面完成置换工作。”

需要注意的是，“三年左右”和“预计”都是比较笼统的说法，关于地方存量债务置换的具体截止时间，有关方面并没有一个严格的说法。也即，置换结束时间大致是在8月底，但不可能不对是。中万宏源固收研究团队认为，继续推进存量政府债务置换的提法不代表二次置换的来临，可能只是对置换时限要求有所放松，或者纯粹是发言时带的口实，毕竟目前还没有到8月31日。

天风证券固收研究团队也认为，继续推进存量政府债务置换”意味着8月底过后或许还可以继续发行置换债券，“三年

## 农发债需求旺盛

29日下午，债券一级市场招标延续暖意，中国农业发展银行发行的三期金融债中标利率均低于中债估值，7年、10年期认购倍数在3左右，1年期认购倍数超过5，表明机构需求相对较旺。

农发行此次发行的三期债均为固息债，包括2018年第七期、第一期、第六期金融债的增发债，期限分别为1年、7年、10年，各期发行金额分别不超过40亿元、40亿元、60亿元。据市场人士透露，此次农发行1年期

增发债中标收益率3.0041%，全场倍数5.39；7年期中标收益率4.3023%，全场倍数2.88；10年期中标收益率4.3772%，全场倍数3.2。

此次农发债中标利率均低于二级市场估值水平。中债农发债到期收益率数据显示，8月28日，1年、7年、10年期农发债到期收益率分别为3.2552%、4.3277%、4.3887%。从认购情况看，除7年期全场倍数不足3外，1年、10年期全场倍数分别超过5、3，整体需求较好。（张勤峰）

## 财政部下周三发行900亿国债

财政部8月29日公告称，定于9月5日招标发行两期记账式附息国债，期限包括3年、7年，发行规模均为450亿元。市场人士指出，跨月资金面大概率平稳，债券市场可能维持震荡格局，此次国债招标规模较大，预计机构配置需求平稳。

公告显示，财政部决定第二次续发行2018年记账式附息（十四期）国债，同时发行2018年记账式附息（二十期）国债，期限分别为3年、7年，竞争性招标面值总额均为450亿元，进行甲类成员追加投标。

具体安排上，两期国债的竞争性招标时间均为2018年9月5

### ■评级追踪

## 金昌建投评级展望被调至负面

东方金诚国际信用评估有限公司（简称“东方金诚”）日前公告称，决定维持金昌市建设投资开发（集团）有限责任公司（简称“金昌建投”）主体信用等级为AA-，评级展望调整为负面，同时维持“15金昌建投债/15金昌投”的信用等级为AA。

不过，此次《预算执行报告》提到的是，继续推进存量政府债务置换，明确针对的是“存量债务”，也就是此前甄别认定的截至2014年底的存量地方政府债务，是与“隐性债务”完全不同的债务。

除非相关部门将“隐性债务”纳入“存量债务”，否则，即使未来继续实施债务置换，对象依然以此前甄别认定的存量政府债务为准。而按照2014年的“43号文”，地方政府举债只能采取政府债券方式。基于这一定义，2015年及之后，地方融资平台发行的债券均不属于地方政府债务，也不应被纳入“符量政府债务”。

也就是说，即便假设未来会有“二次置换”，也需要先“甄别”，纳入预算内，才能进行二次置换。短期来看，不大可能出现。

当然，这并不是说，存量隐性债务的偿还只能靠融资平台自身筹资解决。中万宏源证券研报提到，近期一些地区发布的地方隐性债务化解方案中，将地方债列入偿债资金来源之一。据此，该机构认为，随着存量债务置换完成，城投债提前偿还的过程也将告一段落，但在一些城投债务到期时，偿债资金仍可能源于地方债资金。

按照财政部近期公布的数据，截至2018年7月末，地方政府债务余额中的非政府债券形式存量政府债务为5094亿。根据前几个月的速度，即便8月末不能全部置换为地方债，大概率也不会拖到10月份。

同时东方金诚关注到，跟踪期内，受固定资产投资大幅下降影响，金昌市经济增速明显回落；2017年公司仍未从事基础设施建设业务，且暂无拟建项目，该业务区域专营性大幅减弱；公司经营性质现金流对波动性较大的生铁冶炼销售和往来收款依赖依然较大，仍存在一定的不确定性。（张勤峰）

跟踪期内，受固定资产投资大幅下降影响，金昌市经济增速明显回落；2017年公司仍未从事基础设施建设业务，且暂无拟建项目，该业务区域专营性大幅减弱；公司经营性质现金流对波动性较大的生铁冶炼销售和往来收款依赖依然较大，仍存在一定的不确定性。（张勤峰）

跟踪期内，受固定资产投资大幅下降影响，金昌市经济增速明显回落；2017年公司仍未从事基础设施建设业务，且暂无拟建项目，该业务区域专营性大幅减弱；公司经营性质现金流对波动性较大的生铁冶炼销售和往来收款依赖依然较大，仍存在一定的不确定性。（张勤峰）