

# 利好逻辑强化 城投债一枝独秀

□本报记者 张勤峰

即便债券牛市出现波折,市场分歧显著,近期城投债行情依旧顺风顺水,成为本轮债券牛市的最大赢家。城投债行情持续火爆,主要得益于城投债的相对安全性及稀缺价值,在地方政府举债走向规范化的背景下,这两条逻辑有望进一步强化。市场人士指出,城投债收益率已低,下行空间或收窄,但作为重要配置品种,持有价值依旧很高。

## 两因素造就城投债牛市

6月以来,债券市场陷入纠结,预期分歧明显,收益率忽而反弹,忽而回落,趋势难辨。相比之下,唯有城投债牛市依旧顺风顺水,风景独好。

城投债绝对称得上是本轮债券牛市的最大赢家。从中债收益率曲线上看,年初至今,AA+级各期限城投债到期收益率平均下行约147bp,而同期银行间10年期国债收益率只下行31bp,即便作为本轮行情标杆的10年期国开债,收益率降幅(84bp)也远远不及城投债。伴随着收益率持续走低,城投债相比产业债的溢价基本抹除,各期限各等级的信用利差也纷纷降至历史低位。

在今年供应较为密集的情况下,城投债持续演绎供需两旺的牛市行情,背后的原因是多方面的,例如,年初以来,货币市场流动性持续宽裕,且监管部门允许部分城投债“借新还旧”,降低了平台公司的再融资风险;此外,之前城投债相比同期限同评级产业债有稳定溢价,性价比受到

7年期AA+级城投债与7年期国债收益率走势对比



7年期AA+及AA级城投债与国债信用利差走势



投资者青睐。不过,综合机构观点来看,持续推动这轮城投债牛市的关键因素有两点,一是市场对城投债的相对安全的认识得到巩固并强化;二是地方政府举债融资机制走向规范化的背景下,现有高收益城投债的稀缺性开始受到重视。

市场人士指出,今年以来,产业类债券信用事件频发,城投债凭借地方政府隐性信用支持,其相对安全性受到市场更加广泛的认同。与此同时,地方政府举债融资机制正逐渐走向规范化,未来地方政府有望以发行地方政府债券逐步替换城投平台负债融资。由于地方政府自主发债成本较城投债这种所谓的“穿西装的国债”低,所以此举将有利于降低地方政府负债成本压力,并突出存量高收益城投债券的稀缺性。不仅如此,由地方政府发债替换城投债,也意味着城投债隐含的地方政府信用支持显性化,进一步强化了市场对城投债信用风险较低的共识。

## 持有仍有价值

当前城投债无论是绝对收益率还是利差都已降至历史低位,城投债还能火多久,这成为现实问题。综合机构观点来看,尽管城投债的风险收益吸引力下降,但依旧是当前市场上最值得持有的配置品种之一。

近期《预算法》修正案审议通过,正式赋予省级地方政府适度举债的权限。相关监管部门亦明确,未来将逐步剥离地方融资平台的政府融资功能。中信建投证券报告指出,今年年中以来城投债审核速度放缓,地方政府自发还债债券逐步展开,证明存量城投债是稀缺投资品种。虽然从静态来看,个别城投债可能遇到流动性风险,但动态来看,城投债具有政府信用背书,不存在违约风险。尽管目前城投债各期限各评级信用利差均以接近历史低点,但整个债券市场对货币政策持续宽松依然报以较强预期,同时加上管理当局确定表态,近期城投债

收益率仍有进一步下行空间。

国泰君安证券报告指出,短期内城投债的信用风险主要是再融资风险,而控制增量风险、化解存量风险是解决地方政府债务问题的共识,再融资政策显著收紧至主动暴露系统性信用风险的可能性很小。基于以上两点,市场对于城投债低信用风险的共识很强,估值大幅收缩的可能性小。从近年情况看,影响城投债估值的主要是资金面,目前显然不具备大幅收紧的条件,城投债仍将享受良好的息差价值。从需求端看,理财快速扩张依旧,而成本暂时难以大幅下降,城投债仍是这些资金追逐的最佳资产选择。总体看,尽管在目前估值水平下,城投债可能已经丧失了作为最好资产的净价回报空间,但仍然具有作为较好资产的全价回报价值。

中金公司报告亦指出,城投债收益率已接近理财资金成本线,风险收益吸引力显著下降,但仍作为一个重要的配置品种,持有仍有价值。

# 地方举债硬约束 债市或迎新变局

□本报记者 王辉

上周日,全国人大常委会表决通过修改预算法的决定,给出了解决地方债务问题的答案:赋予地方适度举债权,对地方债实施分类管理和规模控制,厘清政府和企业的责任并公开政府资产负债表。对此,上海证券研究所总经理助理胡月晓、广发银行金融市场部利率及衍生品交易主管欧阳健在接受中国证券报记者采访时均表示,本次修改草案的关键看点在于要建立对地方政府债务的刚性约束机制,未来地方政府举债的透明度将会提高,这在有助于进一步化解地方政府债务问题的同时,从长期来看预计将引发债市的新变局。

## 地方举债迎来刚性约束

**中国证券报:**请介绍此次预算法修改的背景。此外,这对未来各级地方政府举债融资有哪些影响?

**胡月晓:**就全国而言,当前政府负有偿还责任债务和政府性债务的负债率分别在40%上下,以财政收入为比较基准的债务率指标则在110%上下,政府杠杆水平较高。在我国的分税制体制下,中央、地方间财权和事权背离现象比较突

出,各地建设资金不足只能通过各种负债解决,经济快速发展必然伴随有各地债务的快速增长。本次修改的主要看点是要建立对地方政府债务的约束机制,对地方政府债务实施分类管理和规模控制,让地方政府的债务分类纳入预算管理,接受地方人大监督,接受上级政府和上级立法机关的监督。可以预见,未来地方政府举债的透明度会大大提高。

**欧阳健:**此次预算修正案草案对地方政府举债进行了明确规定。今年以来,我国宏观经济回暖步伐磕磕绊绊,财政收入增速放缓,在房地产走弱重压之下,地方政府偿债压力越来越大。新预算法明确规定地方政府举债权限、范围,也是在进一步化解地方政府债务问题,让债务关系透明化和避免债务的无序扩张。

## 地方融资模式或生变

**中国证券报:**后续地方举债模式如何演变?

**欧阳健:**未来地方政府举债将以省级政府自主发债为主的模式进行,并在举债范围、规模、管理方式、资金用途等方面作出明确规定。地方政府举债规模将被限制,以往的老债可能需要省内财

政转移支付逐步替换,降低利息支出。

城投债在未来会逐步受限,但还需要看最终预算法的落实情况如何。直观上看,中央政府希望以省级地方政府自主发债和市政债模式代替现有的城投债融资模式,但在完成这种转变之前需要解决已经存在的庞大地方政府债务问题,在这个过程中会否产生其他变化,目前难以预计。

**胡月晓:**在政府仍然大量承担建设任务的情况下,地方融资前景并不仅仅是政府预算管理变革的问题,还与产业政策和投资政策高度相关。政府直接发债形式会出现变化,但新的地方自主发债和市政债等可能还无法取代城投债。城投债筹集的是建设性资金,以政府发债形式筹集建设资金,只能是一种补充形式。从规模上看,现有的城投规模超过4万亿,地方政府无力发债接替。整体而言,一方面现有的平台贷、市场发债等形式均会延续;另一方面,通过开放投资项目的形式走招商引资的路线,引入股权性的资本或次级资本,也会成为各地融资的创新形式。

## 对各类城投债影响不一

**中国证券报:**修改预算法对债券市

场将产生何种影响?

**欧阳健:**此次预算法修改在预期之内,预计对债券二级市场不会有太显著的影响。存量城投债中,省级平台的债务信用等级得到提升,而地市级债务中,拥有相对较高收益率、偿债能力较强的高等级品种将受到青睐,低评级城投债则需面对再融资受限的压力,相应风险需要关注。

与此同时,既然对于地方融资要开正门堵偏门,意味着省级地方债供应量未来将明显增加,其估值水平必然被推高,债券流动性也会越来越好。随着发行量的增加和市场化程度的提高,地方政府债券的发行利率势必修正至合理水平。

**胡月晓:**预算法修改实际上强化了对地方财政纪律的约束,这对市场过去认为城投债有政府担保的观念,形成了直接冲击,或引发城投产品的分化走势,城投债会逐渐回归信用债的本质。整体而言,城投债安全命脉系再融资一线,短期无风险、长期则有隐忧。此外,短期之内省级地方政府发债规模可能难有快速增长,在预算法强化财政约束和财税制度中央集权性质不改变情况下,估值水平也难得到修正。

经过前期上涨,转债绝对估值有所提升,但仍处于中等偏下水平。此外,转债债底保护有所弱化,但随着转债品种多元化,转债主题机会也在增加。基于上述分析,建议投资者9月份应以控制仓位,相机抉择为核心,关注个券事件性、主题性和条款博弈机会,具体而言:关注石化转债、同仁转债国企改革的事件性机会,关注平安转债的沪港通主题性机会,关注华天转债的赎回条款博弈机会。

## 民生证券: 短期震荡 中期向好

上周三央行对部分分支行增加支农再贷款额度200亿元,并对符合条件机构实施利率优惠,以引导农村金融机构扩大涉农信贷投放,受此影响,债市普遍上涨,股市则受打新影响,普遍下跌,转债市场短期以震荡为主,随着沪港通的临近,转债市场中期仍然向好,大盘转债关注平安转债、石化转债,中小盘转债关注泰尔转债、华天转债、隧道转债等,丁二烯价格进入下行通道,齐翔转债建议可以获利了结。(张勤峰 整理)

## 资金面整体回归宽松

1日,随着月末扰动解除,且IPO申购资金解冻在即,市场资金面整体偏向宽松,货币市场主要回购利率纷纷走低。市场人士指出,尽管月初仍面临例行存款准备金补缴及中秋节备付的扰动,但市场资金面有望延续平稳宽松态势。

1日,银行间资金市场进一步趋向宽松,各主要期限的质押式回购利率纷纷下行。其中,隔夜回购利率跌约6bp至2.86%,7天利率跌12bp至3.56%,14天和21天回购利率则双双大幅下行逾20基点,各期限中唯有到期日在国庆节在1个月回购利率上涨约9bp。据交易员反映,1日资金面较为宽松,早盘市场10点左右不少机构的短头寸已经借平。

与此同时,新股发行的扰动继续减退,交易所回购市场紧张气氛也明显减轻,各期限回购加

权利率全线走低,主流品种上交所隔夜回购利率加权值跌1433bp至4.66%,7天回购利率加权值跌176bp至4.62%。

资金交易员指出,月末考核及新股发行的扰动已基本消除,而本月初资金面仍将面临例行存款补缴及中秋节取现等因素的扰动,但从周二开始,本轮新股申购资金将持续解冻,将有助于抵消前述不利因素影响。与此同时,在季末月份,预计央行流动性管理将更加谨慎,公开市场操作有望延续小幅净投放的态势,资金面出现剧烈波动的可能性小。

据Wind统计,央行公开市场本周(8月30日-9月5日)共将有400亿元正回购到期,无逆回购及央票到期;到期资金量比上一周的600亿元减少200亿元。(张勤峰)

## 谨慎心态依旧 人民币受缚6.14

1日,人民币兑美元即期汇率在中间价下调的背景下小幅收涨,继续显示出偏强的特征,但由于近阶段升值幅度较大,且基本面无更多利好,汇价在6.14关口附近表现犹豫,市场情绪谨慎。市场人士表示,人民币汇率短期升值需更强的基本面支撑,短期汇价或难改震荡态势。

1日人民币兑美元汇率中间价设在6.1660,较前一交易日下调33基点,体现出美元近期强势对人民币上行的不利影响。当天早间,人民币兑美元即期询价交易低开18基点在6.1450,但开盘后人民币震荡走高,全天多数时间在前收盘价上方震荡,盘中最高至6.1387,临近收市涨幅收敛,最终收在6.1428,仅较上

周五收盘价涨4基点。

截至1日17时,香港离岸人民币市场上,美元/人民币交易在6.1460一线,略高于前一交易日尾盘的6.1484。

外汇交易员表示,从盘面上看,客盘仍偏向结汇,但6月初以来,人民币阶段升值幅度较大,当汇价接近6.14关键位置,谨慎观望情绪升温,且近期的一些经济数据表现反复,削弱人民币升值的基本面基础,而美联储加息预期发酵,美元持续上涨也增添未来人民币汇率走向的不确定性。当前离岸人民币汇价略低于在岸价格,也表明海外市场看多人民币的情绪不强。总体看,人民币汇率短期或难改震荡态势。(张勤峰)

## 农发行4日招标三期金融债

农业发展银行1日发布公告称,定于9月4日增发该行2014年第32期、第40期、第43期金融债券均不超过60亿元,总量不超过180亿元。

本次增发的第32期债券为2年期固定息债券,票面利率为5%,按年付息,起息日为2014年5月5日;第40期债券为3年期固定息债券,票面利率为4.92%,按年付息,起息日为2014年7月21日;第43期债券为1年期固定息

债券,票面利率为4.3%,到期一次还本付息,起息日为2014年8月21日。本次增发的2年期、3年期债券缴款日均为9月9日,上市日为9月15日;1年期债券缴款日为9月10日,上市日为9月12日;各期债券上市后将同原债券合并交易。

本次增发的各期债券将采用无价格上下限,有价格标位及相应数量规定,单一价格中标(荷兰式)的招标方式。(张勤峰)

## 逾百亿同业存单今日齐发

1日,中国建设银行等11家银行先后披露了共16只同业存单的公告,计划发行总额达130亿元,其中的15只/120亿元的同业存单将在9月2日发行。

相关公告显示,建设银行、南京银行、宁波银行、成都银行、汉口银行、东莞银行各将于9月2日发行1只同业存单,兴业银行、浙商银行、上海银行各将发行2只同业存单,平安银行当天将发行3只同业存单。交通银行则公告将于9月3日发行1只同

业存单。

此外,顺德农商银行1日公告称,该行今年同业存单发行额度为50亿元。由此,已披露2014年度同业存单发行计划的银行增至54家,累计发行额度超过1.35万亿元。

据Wind统计,今年前8月,银行间市场累计共发行同业存单263只,发行面值总额达2873.5亿元。截至9月1日,市场上共有未到期同业存单233只,面值总额2421.2亿元,与年度发行总额还有很大的差距。(张勤峰)

## 信达证券4日招标12亿短融

信达证券1日公告称,将于9月4日招标发行12亿元、90天期的该公司2014年度第一期短期融资券。

本期短融券将通过招标发行的方式在全国银行间债券市场公开发行。本期短融券采取固定利率,在债券存续期内利率不变,采用单利按年计息,不计复利。

日程安排上,招标日为9月4日,分销日、缴款日、起息日、债权登记日为9月5日,9月9日起上市

流通,2014年12月4日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。

本期短融券无担保,经联合资信综合评定,发行人主体信用等级为AA+,本期短融券的债项信用等级为A-1级。

据Wind统计,今年前8个月,银行间债券市场累计发行(以发行起始日为准)证券公司短融券170只,合计金额2745亿元,远超过去年同期的72只/1868亿元,反映出在创新快速发展背景下,券商融资需求日益高涨。(张勤峰)

## 渤海银行 26.7亿信贷ABS10日发行

公告显示,发起机构为渤海银行的2014年渤银第一期信贷资产支持证券(ABS)将于9月10日招标发行,主承销商为中信证券,发行人为北京国际信托。

本期信贷资产支持证券发行规模为36.7197亿元,包括优先A-1档、优先A-2档、优先B档、次级档分别为5亿元、24.3亿元、2.47亿元、4.9497亿元。其中优先A-1档0.25亿元,优先A-2档1.215亿元,优先B档0.1235亿元及次级档0.2497亿元由渤海银行自持,剩余的以招标方式发

行。优先档证券为浮动利率证券,采用公开招标方式发行;次级档无票面利率,采用招标发行方式。中债资信、联合资信给予本期优先A-1档、优先A-2档的评级为AAA,给予优先B档的评级为AA+,次级档无评级。

今年以来资产证券化试点范围进一步扩大。据Wind统计,今年前8月共发行资产支持证券184只,累计发行金额达到1603.85亿元,而去年全年的发行总量仅为63只/271.70亿元。(张勤峰)

## 资金面回暖催热交易所债

### 部分中低评级债利率大跌

9.90bp、08铁岭债跌15.19bp;产业类如AA+的10凯迪债跌5.64bp,AA级12苏飞达大跌29.48bp,11蒙察伦跌21.63bp,12鄂华研跌18.83bp。

公司债普涨,部分高收益债利率明显下行,如AA-的12三维债收益率跌32.80bp,12墨龙01跌67.65bp。其它活跃

公司债如AA+的13永泰债跌9.19bp,地产公司债如AA+级09美好债跌21.88bp。

市场人士表示,随着月末考核及新股发行冲击消除,交易所市场资金面回归宽松,刺激交易所债市场交易重新活跃,这应该是周一信用债收益率下行的主要原因。而与此同时,周末通过的预算法修

□本报记者 张勤峰

周一,交易所信用债交投热络,个券市价普涨,收益率整体明显走低。

企业债方面,城投债与产业债收益率联袂走低。活跃个券中,城投类如债项评级AA+的11永州债收盘到期收益率下行