

## 地方债务置换平稳推进

# 债市供需矛盾趋于缓解

□本报记者 王辉

自从5月18日地方债务置换正式启动以来,时间已超过两个月,地方债发行总额也已接近1.3万亿元。从已发行结果看,市场对于地方债的认可度保持平稳,置换融资成本也普遍低企。分析人士指出,尽管年内还有可能推出第三批置换债,下半年城投债发行也可能放量,但在债市新增需求有望显著增强的背景下,实际供给冲击预计较为有限,曾经一度困扰债券市场的供需矛盾正在逐步得到化解。

### 近1.3万亿地方债获平稳承接

据WIND统计,自江苏省今年5月18日公开发行第一只地方政府债券以来,截至7月23日,各省级政府及计划单列市政府已累计发行272期、12885.37亿元地方债。其中,在截至7月17日的两个月时间内,共计发行251期、12500.45亿元。

来自招商证券的统计进一步显示,自5月18日至7月17日的发行总量中,按债券类型来分,一般债券合计发行11435.09亿元,占比91.5%;专项债券发行1065.36亿元,占比8.5%。其中,平均每只一般债发行金额58.3亿元,平均每只专项债发行金额为19.4亿元。按照债务

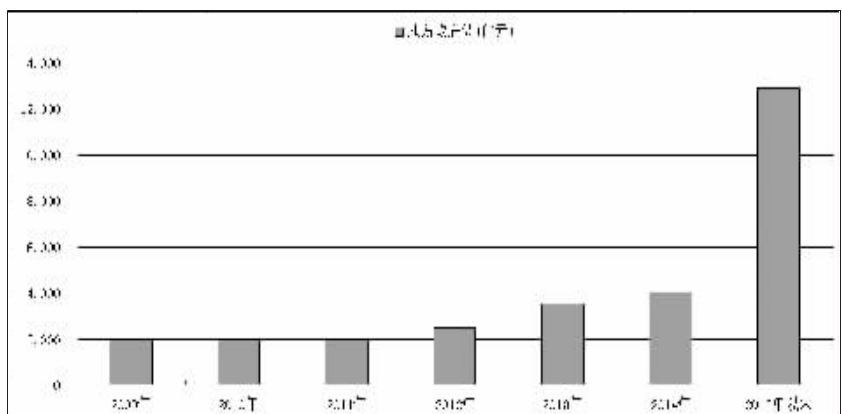
### ■交易员札记

□中国邮储银行 王茵

23日(周四),央行进行了350亿元7天逆回购,利率持平为2.5%,本周公开市场净投放300亿。本周到期的500亿6个月国库现金定存未进行续做,总体净回笼200亿。资金面维持宽松,隔夜和7天加权利率分别为1.32%和2.54%,隔夜利率继续小幅爬升。

现券市场交投活跃,多头情绪高涨,

近年来地方债发行情况



类型来分,新增类债券合计发行3376.29亿元,接近全年计划发行规模的一半;置换类债券合计发行9124.16亿元,其中定向置换占比为20.9%。

发行定价方面,公开发行的地方债较指导利率区间下限上浮较小,定向承销发行的地方债则上浮幅度相对较高。具体来看,截至17日,在公开发行的179只地方债中,有81只紧贴投标下限,86只高出投标下限1个BP。而在72只定向承销发行的地方债中,发行利率上浮的比例均比较高,55只地方债的发行利率均较投标下限上浮15%,上浮比例超过15%的有8只,仅有7只地方债发行利率

上浮较小(不超过6BP)。认购倍数方面,公开发行的地方债的全场投标倍数均值为2.32倍,低于同一时期国开债的平均倍数(3.21倍),但高于国债的平均倍数(1.99倍)。

总体而言,自地方债置换发行启动的两个多月以来,接近1.3万亿元的地方债获得了市场的平稳承接,置换融资成本也普遍低企,显示出债市资金较强的接纳能力。

### 新增投资需求有望显著增长

不可否认,大规模地方债置换引发的供需矛盾担忧,已经成为近段时间以

来制约债市行情的一大关键因素。从供给角度来看,下半年宽财政将大概率得以延续,在此背景下,年内还有可能推出第三批置换债,城投债发行也有望放量,从而成为基建融资等实体经济稳增长的重要力量。但另一方面,未来一段时期新增的各类投资需求,也有望大大对冲和缓解市场的供需矛盾。

日前,货币当局宣布进一步大幅向境外投资者开放银行间市场,银河证券就此指出,央行此举将对缓解供需矛盾产生非常积极的作用,中国债券市场目前的收益率水平对于海外投资者具有明显吸引力,这一举措势必会给债券市场带来大量外部新增资金。

国泰君安则指出,在经过此前A股市场短时间的急速重挫之后,部分撤出股市资金对债券投资需求也将会升温。同时,继2013年年中的“钱荒”以来,余额宝等各类理财产品的收益率目前正降至历史低谷,而社会负债端资金利率的坚冰也正在被打破,相关大类资产配置效应,将为债市带来新增需求。

此外,针对各家政策性银行分别获得央行和财政部追加注资的传闻,分析机构纷纷表示,此举一旦落实,无疑将大大缓解利率债市场的另一个供给来源,从而进一步减轻供给压力对于市场心理的冲击。

未过半,又有第三批发行传闻,供给压力较大。

在进一步放开境外投资者进入境内债券市场之前,利率债难有趋势性行情。短期内利率债存在信用利差收窄倒逼利率下行的空间,但考虑到银行投资账户需求仍然偏弱,以及地方债不断供给,利率债的需求难有明显改善,因此下行空间有限,维持前期对利率债区间震荡的判断。

面始终保持着相对稳定和宽松格局。

而对于货币市场利率的后期走势,目前机构普遍认为,从长期来看,资金面宽松是保证金融体系稳定和保经济增长的前提,资金面趋紧的可能性不大,未来货币市场利率延续低位运行值得期待。不过,多家机构同时表示,至少在短期内,7天回购利率下探年内低点的概率已经较小。

今年5月份,7天回购加权平均利率一度跌破2%,创下2010年11月以来的近五年低点。申万宏源证券表示,二季度资金面的宽松更多是一种被动的宽松,大量资金因置在银行体系内,常规降准等货币政策未起到信用扩张的作用,而在近期信贷增量较快的背景下,资金面正在回归正常水平。该机构认为,在央行主动对冲,大行负债成本缓慢下行的背景下,资金面还将总体保持相对宽松,资金利率回归2.4%-2.5%可能是大势所趋,但进一步下降的难度较大。海通证券也认为,预计下半年货币利率仍有望在2%-2.5%之间波动,但难以回到前期2%以下的低点。

司受限资产比例仍较高,资产流动性一般;经营性净现金流小幅减少,现金流获取能力仍较弱。整体来看,公司偿还债务的能力很强。

### 联合资信: 调升东莞银行主体评级至AA+

联合资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告,对东莞银行股份有限公司主体长期信用等级上调为AA+,2012年次级债券信用等级上调为AA,评级展望为稳定。

联合资信表示,近年来东莞银行逐步完善公司治理机制,建立健全风险管理和内部控制体系,根据战略发展规划和市场定位,不断调整和优化各业务条线组织架构体系,为各项业务的持续发展提供了良好的保障;立足于东莞本地,通过异地分支机构建设,逐步扩大营业网点覆盖面,业务辐射力稳步提升;主营业务持续发展,资产规模稳步增长,盈利能力较强。2014年6月,东莞银行完成增资扩股,核心资本得到补充。该评级结论反映了东莞银行次级债券违约的风险很低。

## 交易所信用债普涨 增量资金追逐高收益债

□本报记者 张勤峰

尽管A股近几日稳步走高,带动市场风险偏好重新回升,但是交易所信用债表现依旧不俗,显示部分低风险偏好资金回流债市的现象仍在延续。市场人士指出,股市信心的重建不会一蹴而就,大类资产配置的再调整不会很快结束,资金回流债市对收益率相对更高的信用产品更为有利。

周四,交易所信用债市价涨多跌少,成交利率延续小幅下行走势,交投比较活跃。企业债方面,城投类品种,AA的09怀化债收盘到期收益率微跌0.63bp,11永州债跌2.15bp;产业类品种如AA级11新光债微跌0.37bp,12新鑫矿跌3.46bp,AA-的11万基债跌0.90bp,低评级的11蒙杂伦(A+)大降30.75bp。

公司债收益率普遍走低,低评级高收益个券下行明显。具体看,中高等级活跃品种如AAA

## 正股普涨 转债全线飘红

□本报记者 葛春晖

23日,A股市场延续温和反弹走势,交易所转债在正股提振下全线上涨,整体表现略弱于正股。市场人士指出,短期内市场企稳迹象明显,但不排除未来出现宽幅震荡的可能,操作上注意精选个券、把握波段机会。

昨日A股市场全天震荡上扬,个股普涨。上证综指收在4123.92点,上涨2.43%;深证成指收于13754.53,上涨2.52%。转债市场上,在正股全线上涨的示范作用下,6只存量转债悉数收红,但整体涨幅略逊于正股。具体看,普通可转债中,电气转债、格力转债、歌尔转债分别上涨6.45%、5.77%、4.04%,居涨幅前三位;三者所对应的正股分别上涨8.23%、10.02%、4.68%;航空转债上涨1.11%,与正股的

的12长安债收益率跌17.78bp,AA+的12鄂资债利率持稳,AA的12亿利02跌2.37bp。高收益公司债如AA-的12建峰债跌8.52bp,12东锆债跌49.04bp,A+的11天威债跌9.08bp,A的11华锐01、11华锐02收益率分别下行30.75bp、34.95bp。

近期信用债收益率下行较为明显,与利率债持续横盘的局面形成较大反差。究其原因,市场人士认为,随着经济企稳预期增强,信用债信用利差有收敛的趋势,而更重要的是,部分资金回流债市,给信用产品带来增量配置需求。年中股市行情出现较大波动,且IPO陷入停滞,使得前期流入股市类固收产品的一些低风险偏好资金如打新基金、银行理财等重新调整资产配置结构,这部分资金回流债市的迹象比较明显,给债券市场带来了增量投资需求,但由于这部分资金对收益回报要求更高,因此相对偏好高收益产品,信用债直接受益。

1.09%基本相当。可交换中,14宝钢EB涨2.86%,15天集EB涨0.73%,均弱于所对应正股5.27%、1.61%的涨幅。

估值依然偏高,无疑是昨日转债整体跑输正股的主要原因。截至昨日收盘,6只转债转股溢价率均在15%以上,其中最低的电气转债为15.22%,最高的航信转债为89.59%。

分析人士指出,A股市场六连阳之后,上证综指成功站稳4000点,短期内大盘企稳迹象明显,但后市仍不排除会出现宽幅震荡的可能,加上当前转债整体估值水平偏高,转债操作空间可能继续受到制约,操作上应注意把握波段性机会、精选个券。具体券种选择上,可重点关注溢价率相对较低的个券,以及大盘蓝筹和国企改革相关标的,如航信、电气和格力转债。

转债行情与价值分析

名称	最新(元)	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	纯债价值(元)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)
电气转债	164.83	6.45	8.23	92.48	-6.96	15.22
格力转债	162.11	5.77	10.02	95.47	-8.53	20.02
歌尔转债	163.5	4.04	4.68	94.87	-6.69	26.69
14宝钢EB	153.98	2.86	5.27	96.97	-15.45	29.91
航信转债	154.72	1.11	1.09	91.18	-5.46	89.59
15天集EB	120.77	0.73	1.61	89.72	-2.90	45.14

## 两银行28日将发行140亿金融债

□本报记者 张勤峰

徽商银行、渤海银行23日分别公告,各定于7月28日在银行间债券市场公开招标发行一期金融债券。其中,徽商银行2015年第一期金融债券发行规模为40亿元,分为两个品种,品种一为3年期固息品种,计划发行35亿元;品种二为5年期固息品种,计划发行5亿元。渤海银行2015年金融债券发行规模为100亿元,分为两个品种,品种一为3年期固息品种,品种二为5年期固息品种,计划发行20亿元。

上述两期金融债券票面利率将由市场招标结果确定,采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。招标均安排在7月28日进行。经中诚信国际评定,徽商银行的主体长期信用等级为AAA,本期金融债券信用等级为AAA。本期金融债券的信用等级为AAA。渤海银行表示,本期金融债券募集资金将用于补充中长期稳定资金,提高核心负债规模,优化负债结构;用于风险较低、期限对应的优质资产项目;响应京津冀一体化等国家区域发展战略需要,支持区域重点项目建设及区域企业发展。

据WIND数据统计,截至7月23日,今年以来银行间债券市场共发行商业银行金融债券29只,发行总额为754亿元,较上年同期的15只/305亿元增长较明显。而这其中,大部分属于定向投放“小微”或“三农”领域的专项金融债。

## 国开行28日增发四期金融债

□本报记者 张勤峰

国家开发银行23日公告称,定于7月28日通过中国人民银行债券发行系统增发该行2015年第十期、第十二期、第十三期、第十六期金融债券,四期增发总额不超过200亿元。

国开行本次招标发行的四期金融债均为固定利率品种,期限依次为10年、3年、5年和7年,金额分别不超过60亿元、40亿元、60亿元和40亿元。按期限由短及长,3年、5年、7年、10年

期债券的票面利率依次为3.54%、3.86%、3.94%和4.21%,起息日依次为6月18日、6月25日、7月10日、4月13日,均为按年付息。这四期增发债均采用单一价格荷兰式招标方式,招标日为7月28日,缴款日为7月30日,上市日为8月3日。各期债券承购费按认购债券面值计算,3年期为0.05%,5年和7年期为0.10%,10年期为0.15%。各期债券均不设立基本承销额,均无兑付手续费。

### 公开市场投放继续派发定心丸

# 货币市场利率料低位持稳

□本报记者 葛春晖

周四,央行开展350亿元7天逆回购操作,本周公开市场净投放300亿元。市场人士表示,在上周净回笼450亿元之后,本周公开市场重回净投放,体现了管理层安抚市场情绪、稳定市场预期的意图,预计未来银行间流动性有望保持充裕状态,货币市场将维持低位运行,但继续下探前期低点的概率相对较小。

### 净投放300亿元 资金面保持宽松

央行公告显示,23日(周四)人民银行继续开展7天期逆回购操作,交易量和中标利率双双持平于周二的350亿元和2.5%。据WIND统计,本周公开市场到期逆回购合计400亿元,央行周二、周四合计新开展700亿元逆回购操作,本周实际实现300亿元的资金净投放。上周,央行在公开市场净回笼了450亿元资金,为4月底开始的近三个月里首次单周净回笼。

### ■评级追踪

### 新世纪: 调升新疆城建主体评级至AA

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布跟踪评级报告,提升新疆城建(集团)股份有限公司主体信用等级至AA级,评级展望为稳定,维持公司2015年第一期短融券A-1信用等级。

新世纪表示,跟踪评级反映了2014年以来新疆城建在施工资质、市场环境和业务配套方面保持的优势。具体包括:近年来新疆地区的基础设施建设投资力度较大,作为施工型企业,新疆城建的外部经营环境较好,跟踪期内业务量整体上保持增长;新疆城建是新疆地区唯一的施工类上市公司,在区域内具有资质和品牌优势。同时作为地方上市国企,在业务来源和资金方面能得到乌市政府支持;融资渠道多元化。新疆城建能够通过发行债券和增发股份等方式筹集资金,近期向原股东配售1.69亿股的配股申请已获得证监会核准批复,实施后将增强公司的资金实力。此外,评级结果也反映了公司在核心竞争力、债务和资金等方面继续面临的压力与风险。

### 大公: 调低太原煤化主体评级至A

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,确定将太原煤化气(集团)有限责任公司的主体长期信用等级由AA-调整为A,评级展望维持负面,“12太煤化MTN1”的信用等级维持AAA。

大公表示,跟踪期内,太原煤化龙泉煤矿及配套选煤厂的投产进一步加大了公司煤炭产能规模,精煤自供能力有所提高,有利于提高煤炭综合利用水平。公司下游客户主要为大型钢铁企业,具有一定的稳定性。但是,受行业景气度低迷影响,公司净利润亏损继续扩大,经营性净现金流明显恶化。公司应付款项大幅增长并出现大额逾期,资金短缺压力加大。公司资产负债率很高,在建项目资金需求量大,未来资本支出压力较大。同时,公司对外担保企业出现亏损,存在较大代偿风险。预计未来1-2年,煤炭价格将处于低位徘徊,公司收入和利润将难有好转。山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司对本期票据提供的无条件不可

### 7天利率或在2.0%-2.5%运行

对于近期银行间市场隔夜资金出现结构性收紧的原因,市场人士认为,一是隔夜资金价格相对便宜,月初质押式回购市场隔夜与7天的期限价差一度高达近170BP,目前则收窄至120BP左右;二是得益于逆回购工具常态化,机构对未来资金面预期乐观,在此背景下,各类需求更倾向于融入便宜短钱,以更充分地享受杠杆收益。而另一方面,7月中旬以来隔夜资金供应则有所下降。一是企业季节性缴税因素导致银行融出意愿下降,二是上周公开市场净回笼多少影响了机构预期,三是IPO暂缓导致打新基金缩水,而此前打新基金曾经是隔夜资金的积极融出方之一。

事实上,虽然隔夜品种始终是回购市场成交量最大的主流品种,但作为判断流动性宽松程度的指标利率,7天回购利率仍是机构最为关注的对象。因此,7月份以来7天回购利率始终在2.50%附近的近年低位区域波动,也说明货币市场整体资金

撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

### 大公: 调升盾安环境主体评级至AA+

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,确定将盾安控股集团有有限公司的主体长期信用等级由AA调升为AA+,评级展望维持稳定,调升“13盾安集MTN1”、“13盾安集MTN002”的信用等级至AA+,维持“15盾安集CP001”的信用等级为A-1。

大公表示,盾安环境是制冷配件行业龙头企业之一,规模优势明显,市场占有率较高;公司是国内两家具备核电站暖通系统总包业务资格的企业之一,市场地位仍较高,可提高未来的盈利能力;民爆化工业务炸药品种齐全,生产规模位于行业前列,区域市场竞争力强;板块多元化经营有助于分散风险,提升竞争力;2014年以来,装备制造和民爆化工业务的主要原材料价格均下降,有利于缓解主营业务的成本压力。公司拥有两家上市公司,发行多期债券,直接融资渠道较为畅通。2014年公