

另类周期债：地产债盛宴的秘密

□本报记者 张勤峰

与当下其他众多强周期产业债券相比，地产债可以说是一个另类。

同样是传统强周期性行业，同样处在去产能或去库存的“风口浪尖”上，房地产行业债券却与钢铁、煤炭等行业的债券有着截然不同的境遇。

2015年，境内房地产债券融资井喷，发行量创历史新高，然而，供给放量丝毫未影响地产债的旺销，地产债发行利率屡屡创下新低，塑造了债券牛市的一个标志性事件。上月下旬，保利地产发行的一支“3+2”年期债券发行利率低至2.96%，显示地产债的供需两旺还在持续。

研究报告指出，当融资环境改善、需求刺激不断和城镇化推进等多重驱动因素结合时，房地产行业信用状况呈现向好态势，未来或持续好于经济筑底阶段的其他强周期重资产行业，地产债风景向好，可以在短周期基础上适度下沉评级。

供需两旺 周期债的另类

自2015年底中央工作会议提出“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”以来，一系列供给侧改革的信号不断释放：钢铁、煤炭行业去产能规划相继出台，水泥、造船、电解铝、玻璃等行业的去产能路线图也逐渐明晰……

随着供给侧改革进入政策明朗和逐渐落实阶段，信用风险进一步扩大成为大概率事件，信用债内部分化的轮廓日渐清晰，信用风险雷已然上升为信用债券市场上的核心主题。而值得注意的是，同样是传统强周期性行业，同样处在去产能或去库存的风口浪尖上，房地产行业债券却与钢铁、煤炭等行业的债券

有着截然不同的境遇。

不难想象，在供给侧改革成为宏观调控的新方向，去产能又被视为供给侧改革的着力点的情况下，深陷产能过剩泥沼的钢铁、煤炭、水泥等行业领域的债券会有何遭遇。一段时间以来，投资人对钢铁、煤炭、水泥等产能过剩行业债券唯恐避之不及，二级市场上，产能过剩行业债券沦为“弃儿”，收益率水平往往向低一级甚至两级的其他行业债券看齐，一级市场上，新债乏人问津，投资人要求的风险溢价大幅提升，在市场行情出现波动时，出现认购不足致使发行失败的情况屡见不鲜。翻看机构研究报告，“规避产能过剩行业债券”几乎成为共同的投资法则。

曾几何时，面对经济增长放缓、人口红利褪去，又遭遇融资环境收紧、产业政策严控，房地产行业债券也被视为潜在的“雷暴区”。但眼下，地产债却是风生水起，供需两旺，俨然成为债券牛市的“样板”。

在融资限制松绑、利率下行及人民币转弱的情况下，去年境内房地产债券融资井喷，全年发行量增长三倍，创下历史新高，然而，供给放量丝毫未影响地产债的旺销，地产债发行利率屡屡刷新纪录，如去年9月的5年期万科公司债发在3.5%，媲美同期限国开行政策债等，成为债券市场牛市的标志性事件。上月，保利地产发行的一支“3+2”年期债券发行利率低至2.96%，估值甚至低于国开债，显示地产债的供需两旺还在持续。

与其他众多强周期产业债券相比，地产债可以说是一个另类。

资质向好 一枝独秀有资本

券商研究报告指出，从大周期上看，

房地产行业正处在从爆发式增长向成熟期过度的大拐点上，人口红利逐渐消褪使得地产行业在长周期内的支撑力量已有乏力迹象，高盈利增长已成过去，负债水平逐步提高，从而形成了地产行业长期的信用风险点。不过，自去年以来，不断有积极的因素出现，促成地产行业见底回暖，信用资质呈现向好态势，这是地产债能够在传统周期性行业债券中脱颖而出的关键。

一方面，地产行业融资环境改善，融资成本下降。去年以来，央行多次降准降息，货币条件趋松，市场利率走低，加上地产行业融资限制松绑、融资渠道拓宽及公司债等发行机制改革提高融资便利性，地产行业融资环境大幅改善，融资成本大幅下降，债券发行利率屡创新低，利息支出压力减轻。另一方面，行业调控转向，需求端刺激政策不断出台，如取消或放松商品房限购、放宽首套房认定标准、放松公积金贷款门槛、降低首付比例、调降地产相关税收等，支持地产行业库存去化，目前地产行业销售回暖，库存去化加快，盈利能力趋稳，企业经营性现金流大幅改善。这一背景下，房企获现能力增强，现金流情况改善，财务数据向好，偿债能力提升，信用基本面呈现逐步见底向好的态势。

业内人士指出，今年以来，地产去库存政策密集出炉，需求端也有好转迹象，近期一二线城市房地产市场销售数据火爆，去库存效果明显，行业基本面继续趋稳向好的迹象比较明显。反观煤炭、钢铁、水泥等产能过剩行业，在供给侧结构性改革大行其道的背景下，产业调控整体趋严、融资政策局部收紧，过剩产能面临加速退出，同时需求依然萎靡、盈利状况无改善，内外部

现金流皆有恶化的趋势，企业营运杠杆继续上升，财务状况继续恶化，部分企业偿债压力较大，信用风险存在加速暴露的风险。两相对比，地产债与煤炭债、钢铁债等一热一冷也就不难理解。

盛宴未完 地产债风景仍好

业内人士认为，得益于销售改善、库存去化和融资放松、财务压力减轻的支持，未来房地产行业信用状况有望整体延续向好势头，地产债盛宴没有结束。

中泰证券报告认为，今年若房企销售增速继续为正，去库存政策力度加大，融资渠道继续打开，则其行业利差，尤其是中上游的高评级债券的行业利差或有进一步收窄的可能。地产行业的投资价值依旧存在。

第一创业证券报告亦指出，当降低首付比例、政策推动的城镇化和改善性需求这三种驱动因素结合时，房地产行业未来业绩和现金流将持续好于处于“L”型底部的其他长周期重资产行业，除一线城市外，尤其值得关注那些具有广大农村腹地的区域性中心城市，例如武汉、南京等，在这些城市拥有土地储备的房地产企业债券可以增持。

招商证券进一步表示，目前去库存托底、行业基本面稳定的趋势可能延续，地产债可以在短周期的基础上适度下沉评级。

当然，不少机构也表示，房地产市场区域差异较大，地产债内部分化不可避免，地产债同样可能存在雷区，精选个券的步骤必不可少。如招商证券指出，三四线城市去库存效果有待观察，对于主要布局在人口流出严重的三四线城市的民营企业发行的债券依旧需要警惕。

信用资质必将面临供给侧改革冲击，部分个券和行业或出现未经预期的信用事件。虽然2015年全年信用事件频发但是整体上低等级和中高等级分化严重，中高等级信用利差并未显著放大，低等级信用利差并未显著收窄；从基本面看2016年信用风险山雨欲来，判断来年违约事件必然会更加频繁，如果叠加供给侧改革，分析难度无疑更大。投资者宜当密切关注供给侧改革、产能去化、国企改革等政策动向，未雨绸缪，决胜千里。

中信建投：产业债分化将加剧

产业债分化将加剧，以公用事业为代表的行业盈利相对稳定，交易性机

会仍在，可适当拉长久期；民营企业规模小、外部支持力度弱，或将成为银行“抽贷”的主要对象，建议规避；技术先进、具有成本优势的国有企业安全性较高，可持续关注；市场对煤炭、钢铁等行业债券尤其是高评级的信用风险已有较为充分的反应，具有投资价值，建议重点关注高评级短久期。城投风险缓释供需较优，可适当拉久期。城投一直被市场看好，利差已经处于历史地位，利差进一步向下突破需寄望无风险收益进一步下行。市场前期对高评级短久期品种参与较多，价值挖掘相对充分。积极的投资者可适当拉长高评级品种久期，关注前期下行相对有限的中等期限品种，寻找相对价值洼地。（张勤峰 整理）

公开市场操作暂停两天后重启 市场资金面延续平稳格局

□本报记者 王辉

继连续两个交易日暂停公开市场操作之后，本周四（3日）央行再度推出400亿元7天期逆回购操作，利率继续持平于2.25%。与此同时，来自WIND的统计数据显示，周四公开市场逆回购到期量达到4100亿元，在当日400亿元逆回购操作结束之后，单日出现了3700亿元的资金净回笼。

逆回购操作重启价平

本周四，央行在公开市场进行了400亿元7天期逆回购操作，利率继续持平于2.25%。与此同时，来自WIND的统计数据显示，周四公开市场逆回购到期量达到4100亿元，在当日400亿元逆回购操作结束之后，单日出现了3700亿元的资金净回笼。

调整压力犹存 期债短期料延续震荡

□本报记者 王姣

本周四，国债期货市场延续调整格局，5年、10年期国债期货主力合约均收跌0.19%，其中10年期国债主力合约T1606实现三连阴，三日累计跌幅达0.5%。与此同时，市场交易情绪继续回暖，昨日两大期债成交量皆明显回升。市场人士指出，尽管最新公布的2月PMI数据显示经济仍面临较大的下行压力，不过在缺乏进一步货币政策宽松动作的情况下，债市难以受益于基本面的短期疲弱，市场的观望情绪较重。展望3月国债走势，考虑到信贷投放及地方债供应压力，同时宽松预期下降，债市仍面临调整压力，期债短期维持震荡整理的概率较大。

期债延续跌势

3月3日，国债期货延续调整格局。

昨日5年期国债期货主力合约TF1606小幅低开于100.39元，早盘波动较小，午后跌势明显，尾盘稍有回升，最终收报100.215元，下跌0.19%或0.195元，持仓减少788手至25131手，成交增加1355手至16396手；10年期国债期货主力合约T1606午后同样跌势明显，盘中最低触及98.88元，截至收盘报98.96元，下跌0.19%或0.19元，持仓增加382手至35423手，成交增加3227手至30864手。此外，昨日T1603上涨0.34%，报100.68元，成为所有期债合约中唯一收涨的合约。

昨日市场交易情绪继续回暖，其中十年期债量皆明显增加。成交方面，五年期国债期货、十年期国债期货昨日成交量分别增加1937手和4948手；持仓方面，昨日五年期国债期货减仓980手至23306手，十年期国债期货则增仓1299手至41363手。

现券方面，昨日上午进出口行招标增发的三期固息债中标利率出现分化，其中长端利率高于二级市场水平，反映投资者对中长期债券谨慎情绪犹存。二级市场上，剩余期限近10年的国债150023收益率持稳于2.9%，国开债150218收益率上升4.79BP至3.2250%。

仍面临调整压力

市场人士指出，2月PMI数据显示经济下行势头仍在延续，短期内经济仍面临较大的下行压力，在年初新增信贷猛增以及财政政策加码“稳增长”的背景下，经济有望企稳的预期升温，债市面临的基本面不确定性增加；与此同时，货币政策短期内也难为债市提供更多助力，后续仍有大量资金到期的考验能否安稳度过也让市场有所担忧，后期债市仍面临一定的调整压力，预计期债将延续震荡格局。

在连续两日“空窗”后，昨日央行公开市场进行400亿元7天期逆回购操作，单日净回笼资金3700亿元。虽流动性宽松格局仍延续，但资金成本始终稳定，致现券弱势格局难改。

分析人士指出，短期资金成本向下突破概率偏低，限制收益率的下行，但收益率也难以上行。在缺乏进一步货币政策宽松动作的情况下，债市难以受益于基本面的短期疲弱，政府保增长政策和库存周期可能带动经济活动阶段性恢复，后期债市仍面临一定的调整压力。

具体到投资策略，综合机构观点来看，近期股市明显回温，风险偏好提升降低债券需求，而一级市场供给压力增加，或造成利率曲线一定长端上行压力，预计短期内期债市场将保持震荡区间，建议投资者继续缩短配置久期，操作上，可适当减少前期配置性多头，注意回调风险，并做好资金管理。

人民币兑美元将持稳运行

3月3日，人民币兑美元中间价、在离岸即期价集体走高，盘中波动较小，两地价差维持低位，彰显近期人民币汇率总体运行平稳的特征。市场人士指出，近段时间以来，无论在岸还是离岸人民币汇率走势基本与中间价收敛，人民币波动率已经再度创出年内新低，预计短期人民币汇率将延续平稳格局。

昨日人民币兑美元中间价设于6.5412元，较前一交易日上调78个基点。在岸与离岸人民币日内随之双双走高，截至北京时间3月3日16:30，人民币兑美元在询价交易系统中收报

6.5428元，较前一交易日上涨87个基点；离岸人民币兑美元上涨40基点报6.5448元；两地价差继续保持低位，约14个基点。

中国货币网3日发文称，2月份的人民币汇率走势更多体现了以市场供求为基础和参考一篮子货币的特征。今后人民币对美元汇率中间价将继续呈现“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的特点。

市场人士指出，本周人民币兑美元中间价弹性明显增强，不过市场行情平稳运行，人民币的贬值压力明显缓解，预计短期人民币汇率将继续持稳。（王姣）

可转债全线收跌 上有顶下有底

本周四，沪指震荡攀升0.35%实现三连阳，转债市场（含可转换债）却未能随之跟涨，除15国资EB收红外，其余个券悉数收跌。市场人士指出，昨日转债市场整体表现弱于正股，同时彰显了其“比正股抗跌，但涨不过正股”的弱弹性特征。

从盘面上看，昨日转债部分个券涨幅低于正股，部分个券跌幅低于正股的弱弹性特征明显，可转债市场上，正股格力地产涨幅9%，对应格力转债反而下跌0.59%；正股三一重工、上海电气、厦门国贸分别上涨1.51%、0.33%、0.16%，对应转债却分别下跌0.21%、1.01%、1%。可交

债方面，正股天士力、新华保险、中国太保分别上涨1.3%、0.77%、0.41%，15天集EB、15宝钢EB、15国资EB涨幅仅分别为-0.18%、-1.39%、0.18%。

在整体表现弱于正股的同时，转债亦同时彰显了其抗跌特征，如昨日蓝色光标、九州通、澳洋顺昌分别下跌1.83%、1.77%、1.3%，对应转债蓝标、九州、顺昌则仅分别下跌0.66%、0.96%、0.91%。

分析人士认为，在高估值和债底支撑的双重特征下，转债后市大概率将呈现上有顶、下有底的弱势震荡格局，建议投资者以轻仓观望为主，逢低适当介入、波段操作。（王姣）

需求火热 国开债招标结果向好

国家开发银行3月3日招标发行的两期金融债中标结果较好，其中1年期中标利率低于市场预测和二级市场水平，20年期中标利率基本符合预期，从认购情况来看，1年期、20年期全场倍数分别达3.95和6.39，显示机构配置热情高涨。市场人士指出，当前资金宽松和降息压力下，短端中标情况整体偏好，不过20年期限债券需求也较为火热，显示投资者对收益率整体趋于下行仍有共识。

国开行此次发行的两期债分别为2016年第九期固息债和2016年第五期增发债，期限分别为1年和20年，发行规模分别为2.3973%和3.9733%。

此前市场对国开债1年期、20年期中标利率的预测均值分别为2.37%、3.97%，边际倍数1.55；国开行20年期固息债中标利率为3.9761%，全场倍数6.39，边际倍数1.05。

此前市场对国开债1年期、20年期中标利率的预测均值分别为2.37%、3.97%。3月2日，中债1年期、20年期政策性金融债到期收益率（国开行）分别为2.3973%和3.9733%。

国开行周四还公告，3月8日将招标发行不超过260亿元四期金融债，包括2016年第4期、第8期、第6期、第7期的增发债。（王姣）

口行债投标延续分化

中国进出口银行3日上午招标的三期固息金融债投标结果继续呈现短热长冷的分化特征，短期债券发行利率低于二级市场水平，长债则高于二级市场，整体投标倍数均不高，折射出当下市场相对谨慎的投资气氛。

口行昨日招标的三期债券均为固息债券，期限包括3年、5年和10年。据市场人士透露，此次进出口行3年、5年和10年期债券的中标收益率分别为2.7858%、3.1239%、3.4424%，全场投标倍数分别为2.31倍、2.00倍和2.91倍，边际倍数分别为1.39倍、1.5倍、1.03倍。

三期债券中，3年和5年品种发行利率低于二级市场水平，10年品种则高于二级市场。

财政部4日招标100亿国债

财政部2日公告称，定于3月4日招标发行100亿元记账式贴现国债，期限91天。市场人士指出，目前流动性宽松利好短端品种，且市场还存在投标压力和降息预期，预计短端债券需求将继续好于长端，本次国债招标结果大概率向好。

公告显示，本期国债期限1年，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额100亿元，不进行甲类成员追加。

加投标。具体安排上，2016年3月4日招标，3月7日开始计息，招标结束至3月7日进行分销，3月9日起上市交易。竞争性招标时间为2016年3月4日上午10:35至11:35。

招标方式上，本期国债采用混合式招标方式，标的为价格。投标标位变动幅度为0.002元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60个、25个和40个标位。（王姣）

山东浙江10日共发900亿地方债

3月3日，山东省、浙江省财政厅均发布公告称，定于3月10日招标发行年内第一批地方债，其中山东省将招标发行600亿元地方债，包括第一批四期地方政府一般债券，总额316亿元，以及第一批四期地方政府专项债券，总额284亿元；浙江省将招标发行300亿元地方债，包括第一批四期地方政府一般债券。

公告显示，此次发行的2016年山东省政府一般债券（一期）至（四期），期限分别为3年、5年、7年、10年，发行规模分别为63.2亿元、94.8亿元、94.8亿元、90亿元、90亿元、90亿元。

上述债券均为记账式固定利率附息债，均采用单一价格荷兰式招标方式，招标时间均为3月10日，3月11日开始发行并计息，3月11日发行结束。（王姣）