

■“信用债‘连连看’系列(四)”

地产债:融资春天料已过去

□本报记者 王姣

过去一年,房地产企业可谓“手到钱来”,行业重回融资的“黄金时代”,也尽情享受“量价齐升”带来的火爆光景。与此同时,受益于融资环境相对良好、行业基本面改善、违约风险较小,地产债的供需两旺格局得以持续,高等级地产债更成为年内投资首选,驱动收益率和利差大幅下行。

而在经历房价新一轮上涨后,监管层罕见提及“抑制资产泡沫”,且诸多地区房地产调控措施相继落地,房地产行业融资环境会否转紧也成为市场关注的焦点。分析人士指出,为抑制资产泡沫,避免楼市过热风险,政策层面已相继出台的多份调控措施,无疑“剑指”房企融资渠道监管,预计下半年地产债的发行融资也将面临边际收缩。后续来看,随着房企加速分化,部分中小房企未来面临的融资难度料将上升,一些企业的信用风险也存在阶段性上升的可能性,未来地产行业企业间的利差将走向进一步分化。

地产债供需两旺

2015年以来,在宽松的货币环境下,随着降低首付比、落实公积金异地贷款、调整房地产交易环节中税收等利好政策不断出台,大量资金持续流入楼市,国内房地产市场迅速升温,地王纪录频频被刷新,房价节节攀升,交易量迅猛增长等现象屡现。

在高价抢地、销售火爆的背景下,房企似乎重新回到了“不差钱”的时代。据中债资信数据,2015年下半年至2016年上半年末,房企通过发行公司债券募集资金合计约8789亿元,宽松的发行条件也导致发债房企资质参差不齐,仅发行公司债就有753只,大量的资金涌入房地产市场,推动房企融资环境达到历史上最好阶段。

而在信用风险加剧的背景下,受益于融资条件放松、行业景气度回升、违约风险相对较小等因素,地产债备受市场追捧,高等级地产债更成为投资首选,驱动收益率和利差下行。

■观点链接

兴业证券: 三因素致地产债利差下行

一是政策鼓励地产行业自行出清,融资条件放松。随着我国经济下行压力加剧,国家希望地产市场能够“自行出清”,从而出台了一系列对地产松绑的政策,地产的融资条件也明显放松,地产债券在2015年以后供给放量,融资成本明显下行,地产企业受益。二是2015年以来地产行业景气度回升,资产负债表修复。受益于2015年受政策激励与需求端扩容,地产行业迎来回暖行情,一线城市房价上涨明显,重点二线城市也享受溢出效应,整体库存存在减少,资产负债表修复明显。三是



从今年一级市场的表现来看,Wind数据显示,今年1-7月,房地产业发债886只,发债总额8016.89亿元,超过2015年全年发行规模6751.73亿元,是去年同期发债总额1934.73亿元的4倍多。8月以来,房地产行业又发行了47只债券,总发行量为310.76亿元,净融资额为264.38亿元。

在供给放量的同时,地产企业融资成本明显下行,地产债票面利率不断走低。据长江证券统计数据,从平均值来看,已从2015年1月的6.45%下降至2016年2月最低时的4.13%;从最低值来看,票面利率低至保利地产5年期公司债的2.95%和华侨城5年期公司债的2.98%。

此外,2015年以来地产行业利差整体经历一波下行,高等级下行最为明显。兴业证券指出,目前AAA级地产中票利差相比2015年初时下行32BP,AAA级地产公司债利差相比2015年8月初亦下行33BP。AA级地产中票利差相比2015年初时也下行14BP。

融资环境或边际收紧

在业内人士看来,今年楼市持续升温及土地市场火爆,究其原因,一是受益于政策刺激、限购压抑性需求的释放和部分城市特有的利好刺激;二是货币流动性持续宽松影响下带来的低廉融资成本给予了支持空间。而随着监管层罕见提及“抑制资产泡沫”,且诸多地区房地

信用违约增加,其他强周期行业明显受冷落,而地产行业因基本面改善、违约风险较小,地产行业受追捧程度明显高于其他行业,驱动收益率和利差下行。

中债资信: 融资开闸推动地产回暖

宽松的房地产调控和货币环境为本轮投资回暖大前提。房地产行业为政策敏感性行业,受国家宏观调控政策影响大。一方面,包括除一线城市外大多数城市的限购取消、降低首付比及放开二孩等一系列的调控政策直接刺激了房地产行业销售端的回暖,进而传导至投资端;另一方面,直接融资对房企政策的开闸更是为投资端直

产调控措施相继落地,不由得令人担忧房地产融资环境会否由松转紧。

“整体上看,不同于2010至2013年的政策高度紧缩期,随着2014年定增开闸,2015年公司债扩容,房企通过公司债及定增的直接融资渠道可较为容易地获得资金,自2015年起通过公司债及定向增发共获得的融资规模达1万亿以上,房地产企业可较前一调控阶段更为容易地获得资金这也成为房企激进拿地和投资热潮持续的重要原因之一。”中债资信表示。

因今年房地产销售较为火爆,房价上涨较快,监管层已开始关注局部泡沫风险出现的可能。7月下旬,中共中央政治局会议罕见提及“抑制资产泡沫”。沪、深、南京、合肥本轮房价领涨区域的调控措施也相继落地,同时政府限制央企高价抢地,增加供给等手段意在给土地市场降温避免过热风险。另据媒体报道,兴业银行、工商银行等部分银行已将房企的开发贷周期由两年期的中期贷款改为一年内,甚至半年期的短期贷款。

与此同时,为抑制资产泡沫、减缓房地产行业投资增速,监管层分别在债权市场和股权市场出台相关政策,加强对房企融资渠道监管。中债资信指出,在政治局提出“抑制资产泡沫”后,短期内出台的《关于进一步规范证券公司公司债券业务发展有关问题的通知》,证监会要求上市公司再融资募集资金不得用于非资本性支出,以

接加速推动回暖。宽松的货币环境降低房企融资成本,经过几轮降息后,根据贷款基准利率来看,房企通过银行贷款融资成本已达到2004年以来最低水平,而通过公开债务融资成本则较贷款融资成本更低,低廉的融资成本推升了房企融资积极性,进而促进房企通过融资进行投资。

华创证券: 房地产市场并不悲观

销售火爆,库存偏低,房地产政策收紧有效性存疑,房地产市场难以进一步恶化。综合来看,前期房地产销售和投资的下滑更多源于基数效应和淡季开发商推盘较慢影响,房地产市场整体景气度依然维持

及银监会近期推出《商业银行理财业务监督管理办法》(征求意见稿),房企融资环境或将逐渐发生变化。

利差将进一步分化

“高杠杆行业是房地产行业基本属性,资金是房地产发展的核心。”分析人士认为,在“抑制资产泡沫”的背景下,未来地产融资很可能存在边际收紧的可能。倘若后续房企融资难度加大,发行成本上升,考虑到不同地区不同企业的资质差异,一些企业尤其是部分资质较差的中小房企将可能面临较大的流动性危机。可以预见,未来地产企业的主体资质分化将进一步加剧,可能出现强者恒强、弱者恒弱的状态,企业间的利差将走向进一步分化,投资地产债也需精挑细选。

“公司债政策收紧后,房企公司债发行成本将有所增加,发行难度亦将加大,加之销售或将进入较长期的下行通道,销售资金回流承压,若因此导致资金链断裂,则将使企业面临较大的流动性危机。”中债资信指出,在宽松的融资环境发生变化后,大型优质房企尚可通过其规模优势及较高信用品质获取较低成本的资金来维持经营,但规模一般且主要依赖外部融资的房企流动性风险将逐步凸显,未来能否在前期快速扩张后保持正常经营亦存在不确定性,2018-2020年前后房企公司债将集中到期规模近8000亿元,届时资质一般的房企或将面临较大的偿债压力。

兴业证券认为,未来地产行业企业间的利差将走向进一步分化。因地产具有“不动产”属性,区域市场的好坏可以在很大程度上决定房企项目的现金流回收情况,项目分布良好、小而美的地产公司利差未来仍有一定的下行空间。但随着房企加速分化,部分中小房企未来面临的融资难度上升,若企业难以通过再融资渠道来还债、补流或投资,那么企业的信用风险在未来存在阶段性上升的可能性,利差将走阔。从基本盘面看,未来地产行业企业间的利差进一步分化是重要的趋势。(本系列完)

高位,并未出现显著下滑的迹象。考虑到近期地王频频出现,老百姓缺乏更好的投资渠道,信贷环境依然利好房地产市场的背景下,未来房地产市场并不悲观。

中信证券: 关注三大风险点

从风险点角度看,建议投资者关注以下企业:一是净负债率较高的房企,偿债压力较大,若行业景气度轻微波动则可能对公司造成较大影响;二是库存较多分布于三四线城市的房企,去化周期长,资金回流困难;三是小规模且无大股东强力支持的房企,转型往往意味着未来大额资金支持,加大债券偿付压力。(王姣 整理)

逆回购再放量 资金面由紧转松

□本报记者 张勤峰

11日,央行逆回购操作继续放量,公开市场操作实现连续第5次净投放。市场人士指出,得益于央行持续的流动性支持,市场资金面初现缓和,但尚未完全恢复宽松,预计央行将继续给予金融机构短期流动性支持,下周到期MLF被续做可能性大,资金面将逐步回归常态。

逆回购增至千亿元

央行11日上午开展了1000亿元7天期逆回购操作,交易量较前一日增加200亿元,因到期逆回购缩量至500亿元,因而实现资金净投放500亿元,为最近连续第5次净投放,并创了8月份以来的单日净投放量新高。

自本月5日市场资金面由松转紧以来,央行公开市场操作即重回净投放格局。据统计,过去5个交易日,央行通过公开市场操作累计实现净投放1100亿元;本周前4个交易日,央行累计开展3750亿元逆回购操作,本周到期逆回购规模也为3750亿元,因此已足额冲销全周到期逆回购,而12日将继续开展例行操作,全周央行公开市场操作基本锁定净投放。

得益于央行连续开展资金净投放,11日银行间市场资金面初现缓和迹象,但尚未完全恢复宽松,资金价格也不见明显回落。11日,银行间质押式回购市场上,主要回购利率呈现窄幅波动,其中隔夜回购利率加权值持稳在2.07%,7天回购利率再涨5bp至2.58%。

人民币汇率料保持宽幅震荡

□本报记者 王辉

2015年8月11日,央行启动了包括完善人民币兑美元汇率中间价报价机制等在内的新一轮人民币汇率改革。一年来,人民币对美元及一篮子货币汇率虽有所贬值,但总体稳定、双向波动的运行特征更加突出。8月11日,人民币对美元汇率中间价大幅调高275个基点。分析人士指出,未来一段时间,预计人民币将保持宽幅震荡的运行格局。

中间价大涨275基点

8月11日,银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价设为1美元对人民币6.6255元,较前一日大幅调高275个基点。

交易员称,昨日早盘资金面延续紧张局面,只有个别大行融出隔夜资金,到午后资金面有所好转,到午盘前绝大部分机构已填平头寸。

资金面将回归常态

鉴于短期资金面尚未完全恢复常态,市场预期央行将延续近期的资金净投放操作,而此同时,考虑到本月16日和19日将有合计2370亿元MLF到期,预计近期央行或再次开展MLF操作。在“OMO+MLF”组合操作的支持下,市场资金面有望逐步恢复适度宽松的局面。

分析称,资金面短期紧张可能与外汇流出及债券市场杠杆交易资金需求增多有关。一方面,美联储加息预期升温推高美元,令人民币对美元蒙受贬值

的运行特征更加突出。最近在美国震荡回调的背景下,人民币由跌转升,走出了阶段性的升值行情,汇率弹性明显增强。

有望继续趋稳

央行第二季度货币政策执行报告称,2016年春节以来,人民币对美元汇率中间价初步形成了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的形成机制,以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节的特征更加清晰。该机制提高了人民币对美元汇率中间价形成的规则性、透明度和市场化水平,有利于稳定市场预期。在公开透明的情况下,市场参与者也能够比较准确地预测当日中间价。

市场人士指出,新汇改之后人民币汇价双向浮动特征明显,人民币汇率在预期

总体平稳的同时,弹性也在显著增强。这表明在人民币中间价形成机制日益完善的同时,央行与市场沟通的能力大幅增强,有效地稳定了市场预期。

综合新汇改一年来人民币汇率的整体运行情况,以及人民币汇率形成机制近一年来的积极变化,分析人士进一步指出,随着人民币汇率指数更多地受到市场各类参与者的认可,市场正以更为开放和更具弹性的视角看待人民币汇率波动。

综合人民币汇率在经济基本面、货币政策取向等方面的支撑因素,即便下半年全球汇市波动幅度仍可能较为剧烈,美联储也可能将继续收紧货币政策,但预计在未来较长时间内,人民币汇率水平仍会继续保持大体稳定,市场预期也有望继续保持平稳。

两期口行债认购倍数均超6倍

11日上午,中国进出口银行招标的10年期固息债和5年期Shibor浮息债认购倍数均超过6倍,显示当前一级市场“抢券热”仍在延续,强劲配置需求对债券市场行情有强有力的支持。

进出口行昨日招标的分别是增发的该行2016年第三期10年期固息债和新发的第九期5年期浮息债(利率基准为3个月Shibor),发行规模均为不超过50亿元。据市场人士透露,此次10年期固息债中标收益率为3.0734%,5年期Shibor浮息债中

标利率为5个基点,首个计息期票面利率为2.86%;两期债券对应投标倍数分别为6.01倍和6.88倍。

上述两期债券中标利率/利差水平均低于二级市场估值水平,且认购倍数高达6倍及以上,反映出一级市场强劲的配置需求。

市场人士表示,当前源自银行理财、保险等机构的欠配压力较大,外资机构亦在踊跃增持,市场需求旺盛而供给阶段性减少,良好的供需关系支持债券牛市行情延续。(张勤峰)

配置压力大 期债强势依旧

11日,国债期货市场重拾升势,5年期和10年期国债期货主力合约双双小幅收高,现券市场收益率则转为盘整,波动不大。市场人士指出,“资产荒”背景下机构欠配压力大,利率易下难上仍是主流看法,但近一阶段债市上涨过猛,在10年期国债刷新本轮牛市利率新低之际,行情可能会出现一定的反复。

11日,10年期国债期货新晋主力合约TF1612早间在前结算价附近反复震荡,午后温和走高,收报101.315元,涨0.1%;5年期国债期货仍以TF1609成交最为活跃,收报101.875元,涨0.06%。

现券方面,Wind数据显示,

山西债发行利率接近国债

11日,陕西省公开招标发行两批共132亿元地方政府债券,中标利率大多落于招标区间下限,折射出当前机构对于利率债高涨的配置热情。

山西省此次招标的是该省今年第三批一般债券和第二批专项债券,一般债券包括3年、5年、7年、10年期4个品种,专项债券包括5年、10年期2个品种。据相关招投标文件披露,上述债券3至10年期品种招标区间分别为2.4%-2.76%、2.54%-2.93%、2.72%

-3.13%、2.74%-3.15%。招标结果显示,此次3年、5年、7年、10年期一般债券中标利率分别为2.4%、2.54%、2.72%、2.74%,全部落于招标区间下限,5年期专项债中标利率2.54%,10年期专项为2.75%,后者较招标下限高1bp。

市场人士表示,随着地方债存量规模不断扩容,市场流动性逐步改善,近期公开发行地方债中标利率均较低,显示在缺资产背景下,地方债相对投资价值正受到关注。(张勤峰)

财政部今日将发行100亿贴现债

财政部今日将招标发行100亿元91天期贴现国债。

据财政部办公厅昨日公告,本期国债为2016年记账式贴现(三十六期)国债,期限91天,以低于票面金额的价格贴现发行,进行甲类成员追加投标。日期安排上,8月12日招标,8月15日开始计息,招标结束至8月15日进行分销,8月17日起上市交易。本

期国债将于2016年11月14日(节假日顺延)按面值偿还。

本次招标将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。

自去年下半年起,财政部开始按周滚动发行三个月期限的贴现国债,以增加短期国债供给,完善短端收益率曲线。(王姣)

上海18日将招标507亿地方债

公告显示,上海市财政局定于8月18日招标发行该市2016年第一批共507亿元政府一般债券。

据悉,2016年第一批上海市政府一般债券品种均为记账式固定利率附息债券,其中置换一般债券281亿元,新增一般债券226亿元,将分为一至四期分别发行,期限分别为3年、5年、7年、10年,计划发行规模分别为77.4亿元、107.4亿元、161.1亿

元、161.1亿元。

本次招标将于8月18日下午进行,8月19日开始计息,招标结束至8月19日进行分销。

据发行文件披露,截至2015年底,上海市政府负有偿还责任的债务余额4880亿元,负有担保责任的债务余额179亿元,政府可能承担一定救助责任的债务余额2390亿元。2016年,财政部核定上海市地方政府债务限额为6518.5亿元。(张勤峰)

中诚信调升西安城投评级

中诚信国际日前发布跟踪评级结果,上调了西安城市基础设施建设投资集团有限公司主体及相关债项的信用等级。

中诚信国际指出,本次评级展望调整主要基于:西安市经济持续增长,财政实力稳步增强;公司是西安市主要的城市基础设施及公用事业投资建设和运营主体,其燃气、供热以及公交业务在西安市居于垄断地位,且得到了当地政府在政策、财政补贴、项目贷款贴息等方面给予的

有力支持;此外,公司存量债务纳入地方政府性债务金额较大。同时,也关注到公司公用和城建类项目盈利能力较弱、2016年债务余额还压力较大以及公司作为国开行统贷平台的持续情况等因素对公司经营带来的影响。

综合考虑,中诚信国际决定将陕西建工主体信用等级由AA+调升至AAA,评级展望维持稳定,并调升“11西基投MTN1”和“12西基投MTN1”的信用等级为AAA。(张勤峰)

华融证券16日将发行24亿短融

据相关挂网发行文件显示,华融证券股份有限公司定于8月16日在全国银行间市场公开发行该公司2016年度第四期短期融资券。本期短融期限91天,发行规模24亿元。

本期短期融资券将以公开招标方式发行,利率为固定利率,招标日为8月16日,缴款日和起息日为8月17日,自8月18日起上市流通,2016年11月16

日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。

本期短融无担保。经联合资信综合评定,发行人的主体评级为AA+,本期短期融资券的评级为A-1。

据Wind数据统计,截至8月11日,今年银行间债券市场的证券累计已发行1012.6亿元的证券公司短期融资券,较上年同期的2159.6亿元减少逾五成。(张勤峰)