

地方债:估值“洼地”待发掘

□本报记者 张勤峰

13日,新疆维吾尔自治区和大连市各发行一批地方政府债券,其中采用公开招标方式发行的新疆地方债中标利率高于招标下限40BP以上。

今年以来,不仅地方债发行放缓、发行利率上行,其与国债的利差也明显拉大,显示地方债需求比其他利率品要更弱。分析人士指出,银行是地方债投资的主要机构,今年以来负债扩张放缓、优先保障信贷导致银行债券配置力度减弱,地方债与国债利差走阔,就是今年银行配债需求偏弱的写照,但利率的更明显上升,使得地方债的配置价值越来越突出,并正在吸引更多的投资者进入。随着地方债流动性改善,其作为估值“洼地”的价值值得关注。

地方债与国债利差明显扩大

13日,新疆财政厅以公开招标方式发行了3支地方债,包括5年期、10年期一般债券和5年期专项债券。据发行结果公告,此次5年期一般债和专项债中标利率均为4.02%,10年期一般债中标利率为4.09%,其中5年期债券高于招标利率下限42BP,10年期高出下限46BP。

此次招标进行前,新疆财政厅公布,5年期债券的招标利率区间为3.6%—4.32%,10年期债券招标利率区间为3.63%—4.35%。因公开发行人地方债选用同期限国债的中债到期收益率前五日均值作为招标利率下限,其实际中标利率与招标利率下限的利差,其实就是地方债定价相对国债的溢价。

13日,大连市财政局则以定向承销方式发行了6支地方债,其中置换一般债券和置换转向债券各3支,均为3年、5年和7年期债券。据大连市财政局公布,此次3年、5年、7年期定向置换债发行利率分别为4.13%、4.14%、4.23%。与同期限国债到期收益率相比,这批定向置换债券的收益率大约高出55BP。

今年以来地方债不光发行利率大幅走高,其与国债的利差也明显扩大。据Wind统计,今年以来各期限地方债发行利率较上年末上行100BP至140BP,中短期限的3年和5年期品种调整尤其明显。

从中债到期收益率曲线上看,今年地方债相对国债、政策性金融债等其他利率产品的调整幅度要更加显著。以5年期品种为例,今年以来5年期地方债中债收益率累计上行100BP,远高于5年期国债71BP和5年期国开债63BP的升幅;到本月初时,5年期地方债与国债的利差已扩大至80BP左右,达到2010年8月有数据纪录以来的最高位;2010年8月至今,该利差的均值均为29BP。

机构报告亦称,从过去来看,地方政府债的定价一般是相对于国债加点20BP—40BP,作为对流动性的补偿以及



对风险资产占用的补偿。当前地方债利率不断走高,且与国债的利差扩大,表明地方债需求不仅弱,而且比国债等其他利率品还弱。

另据统计,在上述两地地方债发行后,今年以来,各地已累计发行地方债16865亿元,与上年同期依然差距悬殊。2016年初至当年6月13日共发行地方债29723亿元。在这一现象背后,除了与今年地方债置换压力下降有关之外,想必地方债发行成本大幅上行,抑制地方债供给意愿也是主要影响因素之一。

银行需求弱是主因

需要指出的是,尽管今年以来地方债发行明显放缓,但从绝对规模上看,依然是债券供给的绝对主力品种。据Wind数据,截至6月13日,今年以来国开行、进出口行和农发行合计发行政策性金融债14221亿元,财政部共发行地方债11900亿元,均少于“缩水”后的地方债发行量。另从存量规模上看,从2015年开始,随着地方债置换的推进,地方债在短短两年时间里,存量规模已经扩大到12.2万亿元,超过了记账式国债,开始逼近政策性金融债(12.5万亿元)。研究机构预计,到今年底,地方债余额就会超过政策性金融债,成为境内债券市场上体量最大的债券品种。

但到目前为止,庞大的地方债仍主要靠商业银行的配置账户在支撑,致使地方债的参与群体较小,流动性较弱。而值得注意的是,今年以来,银行存款增长一直偏弱,随着金融监管趋严,银行同业负债扩张难度也大幅上升,同业业务增长放缓甚至面临收缩压力,负债端扩张乏力且不稳定性上升,对银行资产配置的限制已开始显现。

中金公司研报指出,前几年,银行的业务思路主要是“以贷定存”,即不需要考虑是否有存款类负债,只要积极配置资产,负债是不用愁的,存款不够,就用主动负债来凑,而且资产扩张后,派生存款也会较多。但去年四季度以来,货币政策边

际收紧,加上MPA考核约束及银行业监管趋严导致存款增长乏力,银行业务思路已转变为“以存定贷”,即有稳定存款之后再去配置资产,如果存款增长放缓,在同业负债扩张受限甚至面临压缩的情况下,银行宁可减少资产配置。进一步看,信贷是商业银行核心资产,在面临选择时,银行往往倾向于先保信贷,今年配债的额度本来就不多,还要去消化庞大的新发地方债,导致银行疲于应对。当大额的供给遇上单一的投资群体及疲弱的需求,地方债发行利率走高,乃至比其他利率品表现更差也就不难理解了。

虽然今年地方债供给有所下滑,但需求调整显然更为明显,供需关系转弱,是今年地方债利率显著上行的直接原因。往后看,今年待发地方债规模依然不小,前期发行偏慢,意味着后期供给可能加快释放,供给压力有边际上升的可能。事实上,5月份地方债发行规模已超

■观点链接

中金公司:偏弱需求遇上刚性供给

地方政府债供给量较大使得银行疲于应对,尤其是在今年整体资金面偏紧,债券杠杆和同业杠杆去化的环境下,银行本来配债额度就不多,但仍要消化巨量的地方政府债。加上2016年银行配置了大量低利率的地方债,目前按估值都出现不少的浮亏,这也使得银行现在配置地方债的动力不强。偏弱需求遇到相对刚性的供给,这导致地方政府债面临较差的供需关系,整体收益率升幅超过了国债和政策性银行债。

中信建投:地方债配置价值较高

地方债定价基于国债,从目前地方债一级市场发行利率来看,区域分化的态势进一步加大,并且利差在资金面压力下进一步扩大。从交易层面来看,地方债二级交

过了上年同期,显示地方债发行有提速迹象。在银行需求改善尚不明显的情况下,地方债发行利率依旧存在一定的上行压力。

利率上行提升吸引力

地方债利率持续走高,给发行人带来一定的压力,但对于投资者来说,地方债的吸引力则在上升。当前,地方债与国债利差拉大,收益率水平直逼政策性金融债,本身就表明地方债的相对性价比在提升。中金公司报告指出,非银类投资者没有像银行那么注重免税价值,过去投资国债和地方债不多,但目前地方债收益率远高于国债,甚至接近政策性银行债,从绝对收益率而言具有吸引力。比如保险公司,5月份其对地方债的投资量明显上升,创单月新高。对于银行而言,虽然地方债相比于国债和政策性银行债存在一些流动性层面的缺陷,也需要占用一定资本金,但考虑到地方债免税,其税前收益率已经在5%以上,甚至有的已经接近5.5%。从这个角度来看,地方债对于银行而言,其性价比已经超过贷款。也正是这种突出的性价比,使得在贷款领域缺乏竞争力的中小银行也开始增持地方债,比如城商行和农商行,5月份买入地方债的力度在上升,而贷款利率难以上浮的政策性银行也在增加地方债配置。中金公司认为,地方债配置价值的提高开始吸引更多的投资者参与,供需关系有望逐步改善。建议配置型的投资者可以逐步增加对地方债的配置。对于交易型机构,也不妨通过交易所投资地方债,适度进行杠杆投资。

中信建投证券研报亦称,当前收益率水平下,利率债具有配置价值,其中地方债发行利率进一步走高,已接近国开债收益率,成为目前最具配置价值的品种。

易量与一级市场发行量存在正相关,2017年以来地方债发行缩量导致地方债二级市场交易量明显萎缩。5月下旬以来,地方债收益率已经接近或超过了国开债收益率。从配置层面来看,当前地方债收益率以及免税方面的优势明显,配置价值最高。

民生证券:新增债发行进度偏慢

5月份地方政府债券共发行5484.8亿元,环比4月份增加2235.8亿元,当月新增地方政府债券发行1104.2亿元,其中一般债券发行1023.7亿元,专项债券发行80.5亿元。截至目前地方债共发行1.34万亿元,置换债发行1.21万亿元,包括5857亿元公开置换债和6231.7亿元定向置换债券。5月份置换债发行相比去年同期有所加快,目前整体置换完成40%,相比去年同期低了4个百分点,但新增债券发行进度明显落后于前者。(张勤峰 整理)

本面下行压力或进一步明朗化。

对于本月资金面,中信证券固定收益首席分析师明明指出,央行已经在通过投放28天逆回购和超量续作MLF来保证跨季资金的稳定,央行的货币政策仍将保持目前不松不紧的特征,跨季流动性仍将相对充裕。

具体到期债策略,宏源期货认为,尽管目前资金面仍处于趋紧态势,跨月、跨季资金利率不断上行,但官媒的表态有助于稳定市场,银行自查告一段落也表现出资金阶段性放松,后市场债震荡偏强,利率仍维持高位震荡为主。

国泰君安期货则表示,下半月资金面压力并未完全消除,不确定性还很大,集中准备跨季、监管考核、月度缴税,同时还有大量MLF到期,建议投资者冷静观望,等待右侧做多机会。另外继续建议收益率曲线修复交易,多短空长,把握收益率曲线由平变陡的交易机会。

分缓解了市场对月底前资金面紧张的担忧情绪,预计半年末资金总量压力总体可控,但因银行对未来负债稳定性的疑虑仍未消,中长期资金价格料难有明显下行动力。

申万宏源证券固收分析师表示,4月中下旬以来,在监管趋严的背景下,央行作为监管统一协调机构,呵护市场资金面的意图较为明显。央行维持货币政策稳健中性、流动性基本稳定,预计在当前监管环境趋严的背景下,预计也不会基于MPA考核进一步推出严厉的处罚措施。此外,监管冲击波减弱,虽然短时间内尚看不到监管政策落地的可能,但市场对监管的极度悲观预期随着时间将有所修复,目前所有监管的领域以及可能带来的影响,市场都已经做过反应,预计后期悲观情绪将有所修复;同时目前已经是自查的中后期,监管政策也将日渐明朗。

人民币将延续窄幅整理

□本报记者 王姣
实习记者 黎族嘉

动率将进一步收窄。

持稳运行态势不改

周二(6月13日),人民币兑美元中间价下调6个基点,在岸、离岸人民币兑美元即期汇率则偏强震荡。分析人士表示,当前人民币兑美元汇率的反复震荡走势与美联储议息会议前市场的不确定息息相关,如无重大突发事件,短期内人民币兑美元料仍将保持双向窄幅波动。

人民币窄幅波动

中国外汇交易中心13日早间公布,银行间外汇市场人民币兑美元中间价下调6个基点,报6.7954。

即期市场上,在岸人民币兑美元汇率则呈偏强震荡格局。从盘面上看,昨日在岸人民币兑美元即期汇率早盘低开高走,开盘20分钟左右上触及6.7958的日内高点,随后维持窄幅波动,全天振幅不足0.04%,最终收报6.7981,与上一交易日持平,整体仍延续了近几个交易日以来的窄幅震荡运行特征。

离岸汇率方面,13日香港市场上人民币兑美元CNH汇价表现也相对强势,亚洲交易时段,离岸人民币兑美元汇率升破6.79关口至6.7875,随后保持高位窄幅震荡,截至北京时间13日16:30,人民币CNH汇率报6.7920,较前一交易日上涨39基点。

业内人士表示,美联储加息的时点、强度和节奏会对全球金融市场造成广泛而深远的影响,汇市无意在当前敏感节点选择交易方向,目前市场正密切等待美联储议息会议释放的信号给予交易指引,在此之前汇市的投机情绪也有所减弱,汇市料将延续震荡,短期波

中城建再曝15亿债券违约

□本报记者 王姣

时隔3个多月,中国城市建设控股集团有限公司(简称“中城建”)再次曝出债券违约。“至此,公司已违约债券涉及总额已逾118亿元。

中城建6月13日公告称,公司2014年度第二期非公开定向融资工具(债券简称:14中城建PPN002,债券代码:031490317)应于2017年6月12日兑付本息,截至到期兑付日终日终,公司未能按照约定筹措足额偿债资金,“14中城建PPN002”不能按期足额偿付,已构成实质性违约。

据悉,“14中城建PPN002”发行总额15亿元,期限为3年,本计息期债券利率为7%,应付本息金额为16.05亿

国开债增发表现较好

□本报记者 张勤峰

13日,国家开发银行招标的3支固息增发债,中标收益率均低于二级市场水平,且认购性价较好,表明需求较暖。市场人士指出,面对经济数据波动、监管节奏放缓、维稳意愿增强、自身价值上升,近期一二级市场出现不同程度回暖迹象,机构配债意愿正在恢复,但利率出现趋势性下行的条件还不具备,应谨防行情反复,在顺势而为的同时应留足安全边际。

国开行昨日招标的是该行今年第四期1年期、第五期3年期、第十期10年期金融债的增发债,本次发行规模分别为65

口行15日招标增发三期固息债

□本报记者 王姣

中国进出口银行6月13日公告称,定于本月15日招标增发不超过100亿元三期金融债,期限包括1年、5年和10年。市场人士指出,受短期资金面相对宽松、市场情绪改善影响,近期一二级市场双双走暖,在配置需求逐渐释放的情况下,预计此次口行债招标结果向好。

口行此次招标发行的三期债均为固息增发债,包括2017年第6期、第4期和第3期金融债的增

发债,期限分别为1年、5年和10年,发行规模分别不超过30亿元、40亿元、30亿元,票面利率分别为3.79%、4.05%、4.11%。具体安排上,上述三期债券的招标日均为6月15日,缴款日均为6月19日,分销期均为6月15日—6月19日,上市日均为6月21日。三期债均采用单一价格荷兰式招标方式,招标时间均为6月15日10:00—11:30。1年、5年和10年期发行手续费分别为发行总额的0.05%、0.1%、0.15%。