



数据来源:Wind 制表/王舒媛 新华社图片 制图/苏振

到期高峰将至 地产债迎下半年偿付大考

□本报记者 张勤峰 王舒媛

在7、8月份信用债(本文特指非金融企业信用债)供给大举放量的背景下,地产债虽背负政策收紧的压力,但融资规模仍实现增长。

据中金公司统计,9月将迎来下半年信用债到期高峰期,全月到期回售总额超过8600亿元,回售量为下半年最高,其中低评级债和非国企债券的单月到期回售总量也均为下半年的最高水平。

在“房住不炒”的政策定位下,不少机构认为,房企实现大规模净融资将愈发困难,行业信用风险可能上升,部分房企可能将面临更大的流动性压力。

地产债“顽强”增长

Wind数据显示,7、8月份信用债供给给整体放量,月度发行规模分别达到8221亿元和9305亿元,重回上半年高位水平附近,考虑了偿还因素之后,分别实现净融资1969亿元和2966亿元,扭转了5、6月连续两个月净融资不足千亿元的局面。相比之下,今年5月份的融资规模和净融资规模分别只有5566亿元、381亿元,6月份两项数据也分别只有5774亿元、967亿元。

分析人士认为,8月信用债供给提速一方面是由于收益率下行后发债成本优势凸显,另一方面也有进入9月发行人需补半年报的因素。

7、8月份,房地产行业债券融资规模保持增长。7月份,Wind口径下的房地产债券发行量达到532亿元,是6月份的1.8倍,净融资规模为-44亿元,较6月份增加了98亿元;8月份,房地产债券发行量再放量逾3成至709亿元,净融资规模也一举转正,达到78亿元,创下近4个月新高。

中金公司的报告显示,如果剔除城投债,7月份地产债净融资已实现转正,8月份进一步增至超过150亿元。报告认为,近两个月地产债供给进一步增长,一方面缘于前期拿到批文的发行人“抢占”发行窗口,另一方面也与其他融资渠道收紧后债券开始发挥替代作用有关。

但值得注意的是,8月份中资地产美元债供给出现大幅滑坡的现象。Wind数据显示,当中资地产美元债发行额只有18.8亿美元,上个月则有65.4亿美元。有分析认为,8月境外地产债供给缩水可能存在处于季节性发行低谷的因素,但也有房企海外融资收紧以及融资成本上升带来的影响。

融资渠道收紧

2019年以来,房地产政策密集出台。4月,

“房住不炒”基调重申,调控趋严态势明显,房企融资各渠道均有所收紧。

5月,监管部门发文,严防资金通过信托、金融租赁、AMC(资产管理公司)等渠道违规流入房地产市场,并要求银行对地产项目实施更严格审查,收缩房企前端拿地融资,防范资金挪用。同时,由于土地市场火热助推了房价上涨,监管部门快速收紧对“地王”融资,拿地激进的房企债券、ABS发行被暂停。7月,监管部门约谈房地产信托业务发展过猛的信托公司。同月,发改委发文规范房企境外发债,要求房地产企业发行境外债只用于置换未来一年到期的中长期境外外债。7月30日召开的中央政治局会议再次强调“房住不炒”,并提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

统计数据显示,从5月份起,房地产开发资金来源累计同比增速开始连续回落,从4月份的8.9%降到了7月份的7%,表明前述一系列的政策对地产融资的影响已在显现。

值得一提的是,今年上半年房企美元债和房地产信托一起贡献了相当规模的新增房地产融资,但从7月份以来,这两方面均下滑明显。

往后看,房地产企业面临的融资压力正在不断积聚,行业信用风险可能上升。一方面是房企融资渠道全面收紧,另一方面,房企还须应对下半年的偿债高峰。

当偿债高峰遇上融资收紧

据中金公司统计,9月将迎来下半年信用债到期高峰期,全月到期回售总额超过8600亿元。该机构统计发现,按照Wind行业分类且剔除其中城投部分后,房地产信用债9月到量和进入回售期规模分别为386亿元和433亿元,均为下半年的月度最高点,合计到期回售规模为820亿

元。其中,非国有地产债的到期和回售规模分别为303亿元和279亿元,占9月地产债到期和回售总量的78%和64%,这部分发行人的到期回售压力更值得关注。

天风证券固收研报指出,在“房住不炒”的政策定位下,房企融资面临全面收紧的态势。从管控方式来看,针对房企融资的各个渠道多采用“余额管控”,绝大部分房企“借新还旧”仍然可以维持,但实现大规模净融资将愈发困难。没有增量资金,甚至略有收缩,意味着部分房企将面临更大的流动性压力。

交通银行金融研究中心资深研究员夏丹表示,今年三、四季度是房地产企业偿债高峰,如同时考虑到到期债务规模量、提前兑付和回收规模,实际规模可能更大。但今年上半年,大中型房企在房地产债券监管边际放松阶段发行了较大规模的债券,前4个月境内外债券同比均大增,借新还旧已可以覆盖今年的到期债券规模。长远来看,2020年下半年至2021年房企到期债务规模可能更大,后续偿债压力仍不容忽视。

易居研究院智库中心研究总监严跃进告诉中国证券报记者,近期房地产债集中到期压力的确较大。预计近期房企会更多采取以价换量、降价促销的做法积极去库存,以实现较好的资金回笼。

中原地产首席分析师张大伟提到,从房地产信托与海外发债监管口径看,主要是规范而不是全面暂停,对于中小房企和高负债率房企来说,未来预计融资难度较大,但对于大型企业来说影响则相对有限。

国泰君安研报指出,地产销售、融资等现金流入与流入环节压力均有所加大,唯一的利好是房企开始主动收缩拿地。由此,判断地产债信用利差仍将维持扩张趋势,等级间利差分化短时间内也难以消除。

三日收复两月“失地”

沪锡“更上一层楼”动力趋弱

□本报记者 张利静

本周以来,伴随沪镍价格大涨,沪锡期货也大幅反弹,仅仅3个交易日便收复了近一个月的跌幅。截至9月4日白天收盘,沪锡主力2001合约涨3.14%,报收140110元/吨,创7月3日以来新高。

分析人士指出,在目前锡市基本面供需双弱尤其是需求更弱的情下,价格进一步反弹料难以持续,未来沪锡期货仍将以前底部宽幅震荡走势为主。

连续走强

经历了2016年每吨价格从8万元涨到17.7万元的大牛市之后,沪锡期货便进入高位震荡,目前徘徊在每吨14万元附近。

9月以来的三个交易日,在沪镍暴涨、供应减少预期发酵下,沪锡期价反弹势头明显。本周三,主力2001合约一度涨近4%,资金流入效应明显。“近一周以来,沪锡一改前期的悲观情绪,走上了‘收复’之路。仅用了不到一周的时间,期价就涨回两个月前的14万元/吨一线之上。现货市场目前积极跟涨,

9月4日SMM1#锡上涨2000元/吨。”上海有色网(SMM)分析人士表示。

现货市场方面,9月受外部扰动因素影响,锡价持续下跌到成本线附近,下游购买的意愿较低,订单数量保持较低水平,现货市场总体成交氛围偏淡。

从锡基本面上看,方正中期期货研究指出,前期锡价持续下滑导致冶炼厂生产积极性不高,下游焊料与化工领域订单量仍未显示回暖迹象,锡焊料进口金额和进口量都下跌;马来西亚政府正计划重振该国锡矿业亦可能会增加锡供应;外部扰动因素不断导致全球锡需求依然不足;供需双弱尤其是需求更弱,的情况下,将会使沪锡承压。

东北证券分析师邱培宇、胡英葵表示:“供给端方面,受缅甸矿区品位持续下降、印尼矿产资源出口限制等影响,锡供给收缩持续。而在需求端,伴随下游汽车、3C消费电子等销量回暖,作为电子器件焊接的核心材料,锡价中长期存在上行趋势。但短期显性锡锭库存及隐性的口岸精矿库存尚需逐步去化,锡价将进入调整期,下行压

力增加。”

宽幅震荡概率大

据了解,上半年锡价中枢在14.5万元/吨左右,需求疲弱使得上半年锡价不断下跌。目前市场一致认为锡的冶炼成本线大概在130000元/吨。不考虑短线反弹因素,这或是弱市格局中锡价参考的一项重要指标。

方正中期期货研究认为,前期沪锡期货一度有效跌破130000元/吨关口,从趋势上来看仍有下跌的可能,9月份或迎来震荡调整期。整体看向上反弹力度相对月初的下跌仍显偏弱,接下来维持底部宽幅震荡概率偏大。

从技术上看,该机构指出,沪锡期货既在周线图级别上已经向下突破了为期近3年的区间底部,短期内将很难回升到7月之前的价格平台,经过7月和8月的大幅下跌后,9月或迎来震荡调整期。综合考虑各方面因素,预计锡价接下来会以底部宽幅震荡走势为主。预计9月沪锡主力合约运行区间为125000元/吨-138000元/吨。

■ 记者观察

美元指数牛气何来

□本报记者 张勤峰

不经意间,美元指数已来到100关口附近。尽管美国经济增长放缓、美联储货币政策转向,这两个曾被认为将引发美元走软的预判一一得到验证,但是2019年以来美元指数仍顽强上行,强势程度远超预期,其牛气到底来自哪里?

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场汇率情况的指标,用来衡量美元对一揽子货币汇率变化程度。从历史上看,美元指数呈现出典型的周期波动的特征,从1971年以来大致经历了三轮大的周期,目前仍处于2002年以来运行周期的上行过程中。

值得一提的是,在2018年末、2019年初的时候,市场上对于美元指数将在2019年见顶甚至回落的预期十分强烈。路透社当时曾就2019年美元走势对全球75位外汇策略师进行了调查。调查结果显示,约三分之二受访者认为美元涨势基本结束。

当时相当一部分市场参与者看空美元的理由主要有两点:其一,美国经济强劲增长可能难以为继;其二,美联储可能提前结束本轮加息周期,甚至转而开始降息,以应对金融市场波动传递出的对美国经济前景的忧虑。

应该说,市场当时做出的这两个预判都得到了验证。一方面,美国经济增长持续放缓。美国商务部日前公布,美国第二季度实际国内生产总值(GDP)年化季率修正值进一步降至2%,相比2018年第二季度创出的4.2%的阶段高点回落了2.2个百分点。另一方面,进入2019年,美联储暂停加息、提前结束缩表,并在今年7月底实施了十余年来首次降息,宣告了此前紧缩周期的终结,市场还强烈预期美联储将在年内继续降息。

美国经济领先复苏且保持相对强势、美联储率先启动货币政策正常化扩大美元利差优势被认为是2011年以来美元指数持续走强的关键支撑因素。市

场预期美国经济增长放缓及美联储货币政策调整将会影响美元运行趋势也合乎情理。

然而,看美元走势不能单看美国经济和美联储政策。观察过去三轮大的周期,美国经济相对增长水平才是美元指数运行趋势的决定性因素。据研究发现,美国名义GDP占世界名义GDP的比例变化与美元指数走势高度相关。2019年以来,虽然美国经济增长放缓,但仍明显强于其他一些主要经济体,保持了相对增长优势,构成支撑美元指数继续波动上行的关键因素。

历史经验还表明,利率平价理论对美元指数的运行水平有比较好的解释力。这不难理解。当美国市场利率水平相对其他主要经济体上升时,美元自然会变得更有吸引力。2019年以来,尽管美联储调整了货币政策,但调整节奏和力度没有市场预想的那么快、那么有力,美国基准的10年期国债收益率至今仍高于2016年低点水平,欧洲和日本同类型国债收益率则早已创出新低,并且在负利率中越陷越深。彭博的数据显示,全球负利率债券规模已超过16万亿美元大关,为史无前例的水平,这一背景下,美国国债仍然吸引了大量的欧洲和日本资金流入,从而提振了对美元的需求。

此外,2019年国际贸易、地缘局势、英国脱欧等不确定性、不稳定性因素较多,避险情绪反复发酵,也对美元起到一定的支撑作用。

整体来看,2019年以来美元指数表现超预期,可以从相对增长、相对利差和风险偏好这三个维度得到很好地解释。目前这三方面支撑因素还没有发生根本性变化,美元指数保持高位运行的概率较大,不排除突破100的可能性。但从更长视角来看,随着美联储不断增发货币,波动下行应该是美元指数运行的大趋势。当前美国经济放缓迹象增多,美联储可能加速降息,加之“美元化”浪潮已起,美元继续上行风险可控,距离这一轮强美元周期的尾声可能已经不远了。

贵金属“牛途”正酣 白银存投资机会

□本报记者 马爽

近期,贵金属大举上攻的步伐并未止步,在内外盘期货价格迭创新高之际,内盘表现显著强于外盘。数据显示,下半年以来,截至9月4日中国证券报记者发稿时,COMEX黄金、白银期货主力合约累计分别上涨9.57%、26.68%,而同期沪金、沪银期货主力累计分别上涨13.30%、30.24%。

业内人士表示,避险情绪持续升温是支撑本轮贵金属价格上涨的主因,由于人民币汇率波动间接推高了内盘价格,导致内盘涨势强于外盘。目前来看,金银比仍处80上方水平,后市在贵金属价格上涨空间的背景下,银价涨幅可能会更大。

内盘强于外盘

受隔夜外盘贵金属大涨带动,9月4日国内期市开盘后,沪银期货主力1912合约一度封住涨停价4825元/千克,创下2013年9月以来新高水平。涨停板随后被打开,该合约最终收报4807元/千克,涨4.59%。当日沪金期货主力1912合约最高升至363.85元/克,创下2012年10月以来新高水平,最终收报359元/克,涨0.5%。下半年以来,两者累计分别上涨30.24%、13.30%。

国际市场方面,文华财经数据显示,截至9月4日发稿,COMEX黄金期货主力合约最高升至1559.2美元/盎司,仍在上周创下的2013年4月下旬以来新高1565美元/盎司附近徘徊;COMEX白银期货主力合约最高升至19.690美元/盎司,创下2019年6月下旬以来新高。下半年以来,COMEX金、银期货累计分别上涨9.57%、26.68%。

“本轮黄金、白银价格上涨源于今年6月份以来市场避险情绪持续升温。一方面,受宏观风险扰动事件影响,去年以来的全球制造业逐渐转为萎缩,经济下行压

力加大,而全球最大的经济体美国近期债券市场长期收益率倒挂,发出强烈的衰退信号;另一方面,地缘局势风险上升,英国无协议脱欧风险上升、意大利政局不稳等都导致市场对贵金属的避险需求增加。”东吴期货有色分析师张华伟表示。

银价上行空间相对较大

张华伟还表示,对于国内市场来说,近期人民币汇率波动也间接推高了贵金属价格,导致国内贵金属价格上涨强于外盘。

近期,贵金属市场维持强劲水平,尤其是白银涨势加速并超越黄金,也导致金银比出现回落。按照COMEX黄金期货、白银期货最新价格来算,当前金银比为80.33。

据海外机构分析师Kiefer Tuck研究,1961年至2019年间,黄金和白银相关性高达0.92;从1969年到2019年间,金银比价均值为56.4,1986年至2019年间均值为67.2。

从上述数据来看,金银比价长期基本上维持在50至90之间。近期虽然金银比已由90上方出现回落,但仍超过80,表明相对黄金,银价的上行空间更大。

中信建投期货分析师王彦青表示,目前,全球经济衰退风险正在不断增加,世界各国的指标均显示经济前景不容乐观。美国长短期国债收益率持续出现倒挂,美国8月ISM制造业PMI跌破枯荣线,欧元区通胀持续低迷,市场对央行后续货币宽松有较高的预期。此外,全球贸易环境不佳,也加剧了经济衰退的风险。为了应对风险,美联储主席鲍威尔表示将采取合适的行动维持经济扩张,欧央行表态将实施更宽松的货币政策,这对金银价格都将构成强力支撑。此外,从金银相对价格来看,一般来说金银比价在贵金属牛市时会呈现下降趋势,因此近期银价相对金价偏强,预计这一趋势还将延续。

中国期货市场监控中心商品指数(9月4日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		85.04			84.93	0.12	0.14
商品期货指数	1051.18	1062.4	1062.48	1050.22	1054.54	7.86	0.75
农产品期货指数	868.38	871.63	873.86	867.78	870.15	1.48	0.17
油脂期货指数	471.69	479.98	480.94	471.46	474.04	5.94	1.25
粮食期货指数	1194.66	1197.12	1197.6	1186.03	1195.22	1.89	0.16
软商品期货指数	769.2	770.96	773.55	768.6	770.07	0.89	0.12
工业品期货指数	1098.36	1112.45	1112.63	1096.89	1102.66	9.8	0.89
能化期货指数	628.06	635.7	636.21	626.38	630.19	5.51	0.87
钢铁期货指数	1320.62	1334.73	1340.12	1314.58	1323.37	11.36	0.86
建材期货指数	1075.1	1082.98	1086.3	1072.99	1076.7	6.28	0.58

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(9月4日)

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	915.02	921.27	914.06	920.07	8.79	918.01
易盛农基指数	1195.02	1207.36	1195.02	1205.81	11.51	1202.63