

超百倍认购 机构争抢高收益城投债

□本报记者 张凌之

在债券市场持续调整的背景下，城投债却成为市场上的“香饽饽”，被私募基金等机构抢购。

株洲、青岛、孝感等地近期新发的多只城投债认购倍数超过20倍，更有天津多家城投公司新发城投债认购倍数高达70倍，甚至超过100倍。此外，这些城投债的发行票面利率也屡创新低。中国证券报记者调研发现，高认购倍数城投债呈现中低资质、中短久期特征，且发行期限越短，认购倍数越高。

“多方合力的一揽子化债方案成为本轮机构‘疯抢’城投债的主要原因。”债券业内人士表示，一揽子化债预期缓释了城投平台短期的偿债风险，提高了市场对于城投的认可度，保证了平台再融资的顺畅，短期内形成正反馈。叠加市场流动性充裕、优质资产相对较少等因素，使得机构交易情绪较高。

不过，基金人士提醒，情绪面的影响并不持久，终究要回归基本面。参与其中的机构投资者需关注其中的利率风险及长期来看可能存在的信用风险。



新华社图片

城投债被抢空

“在最近的债券交易市场上，只要有中介挂出高收益城投债的报价，很快就被抢空。”一位资深债券业内人士李双（化名）透露，“最近市场上的高收益城投债已经进入‘疯狂’的状态。”

近期新发城投债的认购倍数也印证了城投债的“一债难求”。Wind数据显示，8月15日开始发行的“23津城建SCP051”的认购倍数高达105.09倍，同样在8月开始发行的“23津城建SCP050”“23津城建SCP053”“23滨建投SCP020”等多只城投债的认购倍数都超过70倍。此外，嘉善、株洲、青岛、孝感等多地城投公司发行的债券认购倍数都超过20倍。进入9月，城投债的认购热情不减。

“不少之前资质较弱，债务水平较高地区所发行的城投债被‘疯抢’，总结起来就八个字：‘中低资质、中短久期’。”一位资深债券研究员说。Wind数据显示，近期新发债券中，认购倍数前十的均为城投债，其中，有8只为天津的几家城投公司发行，还有乌鲁木齐、嘉善等地城投公司发行的债券。高认购倍数城投债多数发行期限在一年以内，呈现发行期限越短，认购倍数越高的特征。

如果说认购倍数仅能从侧面验证城投债认购的火热，那城投债发行利率的一路下行则再次说明投资者对城投债的趋之若鹜。8月中旬以来，天津城市基础设施建设投资集团有限公司连发的几期超短融创下今年以来发行票面利率的新低。8月18日，公司超短期融资债券“23津城建SCP054”票面利率3.3%；8月16日“23津城建SCP052”为3.5%；“23津城建SCP051”为4.5%。与月初对比，票面利率不断下调，本月初发行的“23津城建SCP049”票面利率为5.6%，之后的“23津城建SCP050”票面利率为4.5%。

久期投资一位债券投资经理通过一组数据说明了城投债利率的下行。1年期、3年期城投债收益率分别由8月初的2.64%、3.27%下降到8月24日的2.44%、2.97%，不到20个交易日分别下降20BP、30BP。

究竟是谁在市场上参与城投债的“抢购”？“银行、非银机构都参与其中，几乎所有的私募基金也都在抢城投债。”一位公募基金债券基金经理透露，“不过，对于公募基金来说，由于这些城投平台资质较弱，都没有进入公募债券投资的白名单。但这也并非绝对，如果城投债的认购持续火热，部分公募可能也会参与其中。”

合力化债成效初显

此前由于资质较弱尚未进入机构投资白名单的城投债，为何近期却让机构投资者趋之若鹜？

“城投债火爆，究其原因还是‘一揽子化债’政策超预期。”李双说，“本轮债务风险化解是多方合力，包括各级政府、监管机构以及金融机构都是利益相关方和深度参与方。”

7月，高层会议对地方政府债务风险化解定调：要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。对于城投债市场起到明显的提振作用。

8月，《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》针对防范化解地方政府债务风险提出，制定实施一揽子化债方案。中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，督促地方统筹各类资金、资产、

资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。

“相关政策的推出，最大意义在于缓释了城投平台短期的偿债风险，消解了由于土地收入减少导致的金融机构对平台偿债的担忧，提高了市场对于城投的认可度。而市场认可度的提升又保障了平台再融资的顺畅，短期内形成正反馈。”上述久期投资债券基金经理说。

“周期性债务置换政策引导或是近期城投债被‘疯抢’的主要原因。”天相投顾基金评价中心一位研究员表示，在高层会议提出“制定实施一揽子化债方案”后，城投债短期内违约风险下行，较短久期且评级较低的城投债表现较优异。此外，机构对

城投债的风险偏好也有所上升，积极布局信用资质相对较弱的高票息城投债，寻找信用下沉机会。

此外，上述天相投顾基金评价中心研究员表示，8月下旬以来，随着债市资金面相对收紧，北上广深地产调控政策相继落地，债市也迎来一定幅度的调整，长短端利率均有所上升。而票息相对较高的城投债具有更高的信用利差，在债市调整期则较为抗跌。

蓝石资管一位投资经理李想（化名）表示，当前市场流动性比较充裕，而好资产相对较少，债券市场收益相对较为稳定，安全性也较高。加上近期自上而下的“一揽子化债”政策提振投资者信心，且城投债到目前为止尚未发生实质违约，是一个相对安全的投资品种，也因此遭到“疯抢”。

警惕风险

机构投资者一哄而上的城投债是否意味着稳赚不赔？

“从投资角度来看，风险还是存在的。”另一位公募基金债券基金经理表示，“目前看，中短久期的城投债信用风险不大，但在一定的利率风险，尤其是票息在4%至5%的城投债。”

“化债后，整体减轻了城投的部分偿债压力，但不同区域，甚至同区域中城投企业的信用风险分化仍较为明显。尤其对于一些债务较重，而地方财力和地方经济发展水平较弱的区域而言，部分城投公司可能从事了较多的准经营或经营性业务，存在大额对外担保或信托等非标占比较高的，仍可能发生信用风险，包括非标违约、资产被冻结或执行，甚至发生‘技术性违约’。”李想说。

“虽然化债方案力度较大，但当前部分地方隐性债务率仍较高，且不同地区的债

务压力差别较大，需要因地制宜分析。”上述天相投顾基金评价中心研究员表示，综合来看，一些财政自给率相对较弱，隐性债务率相对较高的地区，旗下一些资质较弱的地方政府融资平台违约风险仍然存在。弱地区以及弱资质的城投平台所发行的城投债其信用违约风险一方面体现在债券直接违约所造成的本金损失，另一方面若地方信用风险事件突发，也会使得这类债券信用利差明显走阔从而造成债券价格大幅下跌。

上述天相投顾基金评价中心研究员提醒，在近期化债方案等情绪面的影响下，短期内机构信用下沉情绪较为明显。但长期来看，债务置换具有大周期性，情绪面的影响一般不会持续很久，最终还应回归到基本面上。考虑到经济增长的恢复情况，当前基建投资仍是经济增长的重要抓手。因此，短期内城投风险相对可控，但被“疯抢”的城投

债大多具有一定信用下沉特征，后续也存在价格波动的风险。

“本轮疯抢城投债，就是‘城投信仰’回归的一种体现。”李想表示，纵观城投债发行历史，同样存在一种周期性，即随着经济增速的下降，地方稳经济的压力加大，而城投公司作为地方的基础设施投融资平台，承担了部分社会责任；但经济企稳后，随着监管政策的趋严以及再融资的受限，城投债偿债压力大幅增加，也易发生负面事件和信用风险。

上述天相投顾基金评价中心研究员认为，虽然近期“一揽子化债方案”使得城投债违约风险得到缓解，但城投债打破政府兜底预期，逐步打破“刚兑”信仰也是早已有之的政策方向。在“开正门，堵偏门”的大背景下，城投平台整合与市场化转型将继续进行，高收益城投债逐步退出历史舞台将是必然趋势。