

债市风云

城投债存量“已见顶”?

中国经济导报记者 | 李盼盼

11月22日,财政部公布数据显示,截至今年10月末,全国地方政府债务余额184043亿元,较上年末上升11.7%。

但城投债则是另一番光景。

Wind数据显示,截至11月22日,2018年城投债总发行规模已达到20016.02亿元,超过去年全年1.98万亿元的年度发行总额。超过2万亿元的年发行量为史上次高,仅低于2016年的2.55万亿元。但截至目前,2018年城投债的净融资额仅为1785.46亿元,不但较2016年1.45万亿元的净融资额相去甚远,比2017年4927.99亿元的净融资额亦处于腰斩状态。

净融资额的锐减意味着,城投债可能正在迎来存量时代。

“2015年以来地方政府债的大规模发行,对城投债有一定替代作用,成本更低,而且纳入预算管理。”天风证券固定收益首席分析师孙彬彬表示,“近两年屡屡城投平台提前兑付城投债的案例屡屡发生,城投债的存量规模可能已经见底,随着地方政府债置换的推进,未来城投债的总盘子会逐渐缩小”。

Wind数据显示,截至11月22日,城投债存量规模为7.47万亿元,较上年末增长4.15%,增速比2017年放缓约三个百分点。

但也有不同观点。“今年市场担心信用风险,发行量受到影响而且投资者强行赎回。”中信证券研究部信用分析师吕品表示,“地方政府债和城投债或一荣俱荣,来年大家可能会更看好,发行量会再上去。”

提前兑付近5000亿

今年城投债净融资额的大幅减少,主要源于城投债到期量迎来高峰。

Wind数据显示,截至11月22日,今年城投债到期规模为1.27万亿元,已超过去年全年的1.11万亿元;而在发行量最高的2016年,城投债到期规模则为9151亿元。

截至11月22日,净融资额创下1785亿元的新低,城投债的提前兑付“功不可没”。

Wind数据显示,2018年至今,城投债的到期偿还量为1.27万亿元,但



资料图片

提前兑付的规模则高达4947亿元。这一提前兑付量较2017年多出约1500亿元。

“今年前三季度信用债市场,尤其是中低等级信用债市场不好,城投估值大幅承压,投资者能行权的话就拼命行权,抛得很多。”吕品如是解释,“但随着市场转暖,投资者对城投债信心恢复,来年城投债净融资额有望恢复。”

“从地方政府的角度,如果政策放松,那更合理的诉求是尽量多发一些债券,主动缩量的意愿相对较弱。”吕品说。

但在孙彬彬看来,城投债存量时代的到来不可避免。该团队在近期发布的一份研报里指出,目前地方债发行加速,地方隐性债务化解也真正开始提上日程,靠城投债务扩张进行基建的历史阶段已经过去。

地方政府债对城投债的替换,有其重大意义,例如预算可控、用途限定且成本也可压低。据申万宏源证券团队统计,城投有息债务可达41万亿元,其中城投债券约7万亿元,城投非标达6万亿元,城投信贷则有28万亿元。其中,城投非标的利率约11%,城投债券和城投信贷则约为6%。相比之下,地方政府债利率则在4%左右。

孙彬彬认为,地方债将对城投债缓慢替代,以优化债务结构。

市场自降风险系数

在过去几个月,城投债的发行结构发生了显著变化。据Wind数据统计,截至10月28日,当月超短期

融资券发行规模占比已升至第一,而9月份占比第一的中期票据则排在第二位。今年以来,在城投债的发行中,短期融资券、中期票据等占比逐步提高,发行规模是企业债、公司债等的一倍多。有分析人士指出,这反映了市场出于避险需求的自我调节。

据Wind数据统计,截至10月28日,今年以来,城投融资平台共发行城投债约19300亿元,同比增长26%。总量上升的同时,发行结构也已发生较大变化,最显著的是企业债、公司债等的发行规模在逆势下降。本年度(截至10月28日),市场共发行企业债、公司债和项目收益债5510亿元,而去年同期为8541亿元,2016年同期的规模则达16443亿元。

中长期品种规模缩减的同时,中短期品种(如短融、超短融、中票、定向工具)今年以来的发行规模已有13781亿元,去年同期为6773亿元,2016年同期的规模是6830亿元。

此外,2016年、2017年时,城投融资平台发行的中短期品种以中期票据和定向工具为主,而在今年,短期融资券和超短期融资券的发行规模占比显著提升。

对于城投债发行结构“短期化”现象,兴业研究固定收益首席分析师徐寒飞认为,结构变化的原因主要有两方面:一是中短期品种的发行成本相对较低,城投债发行“短期化”是降低融资成本的表现;二是由于城投平台不再享有政府的隐性担保优势,转而主要依靠平台自

身的盈利能力来发债,因此,那些期限较长的债券的发行难度有所增加。

从发行成本来看,中短期品种的融资成本相较中长期品种优势明显。以10月份主体评级为AAA级的城投债为例,短融、中票等的平均发行利率是4.27%,而企业债、公司债的平均发行利率为4.84%。主体评级为AA+级、AA级的债券同样显示出短期品种融资成本较低的特点。

孙彬彬指出,目前,一级市场对城投债发行主体的信用评级要求有所提高,那些主体评级较高的债券,不仅发行成本更高,而且发行难度也比较大。

中国经济导报记者注意到,从今年新发城投债的主体信用评级来看,中短期品种中,高评级债券的比例要高于中长期品种。截至10月28日,中短期品种的主体信用评级为AAA、AA+的占比是72.7%,而中长期品种的这一占比仅为43.5%。

徐寒飞表示,在今年信用债市场频频违约的大环境下,一级市场的避险情绪正在提升,城投债发行的“短期化”恰好反映了这一点。

仍受投资者青睐

“虽然城投债发行数量有所提升,但市场分化也在加剧。”徐寒飞说。

他分析,目前城投债一级市场和二级市场分化持续,城投企业优者更优、弱者更弱的效应正在逐步扩大。这一判断也和鹏元评级的报告结果相同。

根据鹏元评级二季度报告显示,从发行数量来看,2018年1~6月城投债发行人中省及省会(单列市)级别发行634支,占比达到51%,地市级级别发行454支,占比37%,县及县市级级别发行155支,占比12%。

报告认为,从发行规模来看,省及省会(单列市)级别发行人发行规模6928亿元,占比达到63%,地市级级别发行规模2927.28亿元,占比27%,县及县市级别发行规模1124.27亿元,占比仅10%。从总体发

行情况来看,在当前信用环境下,高行政级别的发行人更受欢迎。

对于上述预测的结果,政策因素是其主因。

中国经济导报记者了解到,伴随严监管下外部融资渠道的持续收紧,城投企业外再融资受阻,且资金流动性对政府回款依赖较大,流动性风险加速暴露,在债务集中到期阶段,出现偿付危机。

数据显示,三季度后的半年内,面临到期及回售的城投债券共计1033支,金额9127.56亿元,2019年3月到期及回售压力较为突出,规模共计2898.65亿元。

中诚信国际研究院研究员袁海霞预测,今年四季度,城投企业面临的高压监管态势仍将延续,对于不同资质的城投企业外部融资渠道趋紧出现较大差别:评级较高的城投企业会受益于金融机构保障融资平台公司合理融资需求,从而缓解地方融资平台资金的流动性不足;评级较低

的城投企业流动性风险预计仍将持续暴露。但无论城投债未来发行量走势如何,未来几年,城投债将依旧是投资者选择的重要投资品种。

今年城投债走势经历了数个阶段。年初至4月中旬,伴随着债市整体回暖,城投债整体平稳;4月中旬到6月底,资管新规落地加速金融去杠杆,天房等城投企业非标违约频发,城投债迎来调整。

Wind数据显示,10月初,3年期和5年期中债城投债到期收益率分别为4.79%和5.27%,目前则已下行至4.25%和4.70%的水平,在短短一个多月时间里下行超过50BP。

“现在大家都比较看好城投,明年依旧有行情。”某券商资管部人士说。

孙彬彬则认为,2019年上半年城投信用债到期压力依然较大,非标到期压力也不得不防;从短期基本面来看,民企在內的产业债流动性压力在降低,而城投投资者高估了城投流动性实际好转程度。

他表示,随着政府对基建和保障城投融资需求的强调,城投流动性有望降低,但不应对城投盲目乐观,未来不同层级和业种的城投分化会加大,同时也要密切关注宽信用政策落地对民企的实际支持效果。

2018年福州城市建设投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(第二期)募集说明书摘要

序号	债券名称	发行规模	发行期限	票面利率	信用评级
1	福州城市建设投资集团有限公司2018年第一期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
2	福州城市建设投资集团有限公司2018年第二期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
3	福州城市建设投资集团有限公司2018年第三期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
4	福州城市建设投资集团有限公司2018年第四期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
5	福州城市建设投资集团有限公司2018年第五期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
6	福州城市建设投资集团有限公司2018年第六期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
7	福州城市建设投资集团有限公司2018年第七期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
8	福州城市建设投资集团有限公司2018年第八期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
9	福州城市建设投资集团有限公司2018年第九期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
10	福州城市建设投资集团有限公司2018年第十期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA

序号	债券名称	发行规模	发行期限	票面利率	信用评级
1	福州城市建设投资集团有限公司2018年第一期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
2	福州城市建设投资集团有限公司2018年第二期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
3	福州城市建设投资集团有限公司2018年第三期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
4	福州城市建设投资集团有限公司2018年第四期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
5	福州城市建设投资集团有限公司2018年第五期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
6	福州城市建设投资集团有限公司2018年第六期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
7	福州城市建设投资集团有限公司2018年第七期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
8	福州城市建设投资集团有限公司2018年第八期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
9	福州城市建设投资集团有限公司2018年第九期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA
10	福州城市建设投资集团有限公司2018年第十期城市停车场建设专项债券	20,000.00	3+1	4.75%	AAA

每周债评

【债市统一执法旨在补短板防风险】国家发展改革委、中国人民银行、证监会日前联合发布的《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》(以下简称“《意见》”)明确指出,经国务院同意,证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作。此举旨在强化监管执法,加强协同配合,建立统一的债券市场执法机制。

点评:近年来,我国债券市场发展迅速,总体平稳规范。截至2018年10月末,债券市场余额达到83.8万亿元,位居全球第三、亚洲第二,公司信用类债券余额位居全球第二、亚洲第一。

“很难想象如此庞大的债券市场如果没有执法的全面覆盖,会有什么什么的结果。”证监会有关人士说,长期以来,相关部委一直都在探索、会商相关监管机制,此次《意见》发布是监管协作、共同合作的结果。

事实上,早在2012年,在公司信用类债券部际协调机制下,相关部委就加强债券市场跨市场监管执法达成初步共识并积极稳步推进相关工作。在2017年全国金融工作会议之后,从补齐监管短板、健全金融监管体系、优化监管资源配置、守住不发生系统性金融风险底线出发,由中国人民银行、证监会、国家发展改革委等部委加快推进推动相关工作。

有监管部门相关人士透露,此次《意见》出台是加强债券市场统筹,更好地加强监管合作的重要尝试。银行间债券市场规模庞大,但目前以自律规范为主,对市场违法违规行为的惩戒作用仍有短板。所以,此次《意见》出台是从补齐监管短板出发,实现监管全覆盖,这对防范化解重大金融风险具有现实的意义。

【首单券商创设民企债券CRMW问世】据中信建投证券披露,12月6日,在中国证监会和交易商协会的大力支持下,该公司通过创设信用风险缓释凭证(CRMW),协助物美控股集团有限公司完成“18物美SCP003”的注册。这是在今年10月央行提出引导设立民营企业债券融资支持工具,稳定和促进民营企业债券融资后,首单由券商创设的民企债券CRMW。

点评:此单CRMW的标的债务为物美控股集团有限公司2018年度第三期超短期融资券(“18物美SCP003”),信用保护期限270天,预配售信用保护费率0.6%,预配售名义本金5000万元。

标的债券“18物美SCP003”发行公告显示,本期实际发行金额2亿元,发行利率4.8%。Wind数据显示,在近一个月期限同评级的民企超短融发行利率中,4.8%属于较低水平。

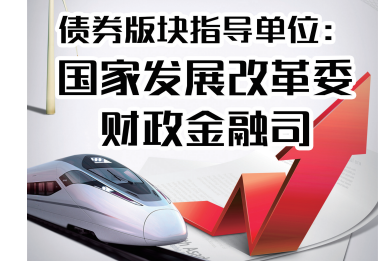
可以把CRMW理解为债券的一个保险,一旦债券违约,创设人将向购买CRMW的投资者进行相应赔付。CRMW的名义金额一般小于债券发行金额,因为并不是所有的债券投资者都会选择买保险。

信用保护费率的高低与标的债务的违约概率有关,如果违约概率低,保护费率也会相应低一些,这单CRMW保护费率为0.6%,现存CRMW保护费率最高的是2.65%。

今年10月底,央行将引导设立民营企业债券融资支持工具,稳定和促进民营企业债券融资,此后,CRMW的创设开始活跃。Wind数据显示,现存的44单CRMW中有38单的凭证起始日是在11月1日之后。

值得注意的是,CRMW的创设机构门槛较高,对于净资产、专业人员等均有一定要求,目前有42家机构具备创设资质,其中有券商10家、银行31家及中债信用增进公司。

(栏目主持人:中国经济导报记者 李盼盼)



债券板块指导单位: 国家发展改革委 财政部