

2014-12-09

短期冲击不改长期向好趋势 ——12月08日《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》点评

事件:

2014年12月8日，中国结算登记公司发布通知，大幅抬高企业债参与质押回购的门槛。

- ▶ 对于新发企业债：暂不接受回购资格申请
- ▶ 对于存量企业债：不能新增入库，除非评级较高（①债项AAA且②主体AAA/AA+/AA 正面或稳定）或者纳入地方政府一般债务与专项债务预算范围
- ▶ 对于不符合上述要求而已经入库的，采取措施逐步清理

解读:

一、此次通知主要为配合国务院地方政府存量债务甄别的43号文精神下发

中登公司为降低质押回购的中央对手方风险，今年连续出台了多项措施加强交易所债券的风险管理，但之前的历次措施主要是针对债券发行人的自身信用风险的控制，此次推出《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》主要是为应对国务院发布的43号文给交易所存量城投债可能带来的影响，涉及面更广。

二、对城投债影响较为负面

交易所城投债相比城投中票最大的好处在于其融资的便利性，但此次新规实施之后，按照财政部43号文的规定，“对企事业单位举借的债务，凡属于政府应当偿还的债务，相应纳入一般债务和专项债务。”同时，根据财政部的相关规定，地方政府债务甄别应该以审计署的结果为准。按这个比例统计，1/3以上城投债在清理之后将彻底失去融资质押资格，这些城投债解杠杆的规模将较大，直接导致城投债的价格大幅下跌；并且由于是否纳入预算范围无法辨别，所以城投债将均将下跌。此外这些城投变成中票之后，由于不具备地方政府和银行的隐形担保，其收益率理应比城投中票更高，保守估计对这些不能质押城投长期影响有40-50BP，短期冲击可能更大。

结论:

- 对城投债影响较为负面
- 短期对其他债券品种也有所冲击，但基本面仍然利好债市，短暂冲击后迎来较好配置时机
- 对股市影响有限，A股估值提升的逻辑未变

三、短期将对债市造成流动性冲击，但基本面仍利好债市，冲击迎来新的投资机遇

目前企业债总额 2.90 万亿，主体 AAA 占 9132 亿（主体 AAA 以下债项 AAA 的不多，暂且忽略），托管在企业债有 1.03 万亿，等比例测算主体 AAA 的大概有 3100 亿，即在地方政府债务明细公布之前，约有 7000 亿的债券不能再新入质押库。在近期缴款和资金向股市分流的影响下，债券市场已经经历了一定调整，此时规定的推出将给使各类参与者被迫去杠杆，为保证流动性将变现其他类资产，短期内利率债、短融和债性强的可转债可能将会受到一定冲击，短期给债市带来进一步下跌的压力。

剔除短期流动性扰动，基本面仍然利好债市，从目前经济环境来看，降息通道已经打开，未来增量的宽松货币政策如降准和其他政策依然可以期待，债券向好格局未变，冲击迎来债券良好投资机会。

四、该规定对股市影响有限，A股估值提升的逻辑未变

债市整体收益率上行一定程度上对无风险收益和风险偏好有所影响，但影响不大。一方面无风险利率仍

维持较低水平，短期扰动后将回归常态；另一方面规定出台后逐步释放金融风险，提振隐含收益率，A股的估值提升逻辑未变，且增量资金流入的动力未变，短期回调迎来配置时机。

重要提示:

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的

业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的產品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn