

市场化招标发行更具弹性

交易所山东债一级发行点评

2017年05月15日

事件：2017年5月19日，山东省财政厅将在上海证券交易所公开招标发行2017年第二批政府一般债券和第一批政府专项债券，共4期，规模561.72亿元。

本批山东债有哪些特别之处？

发行场所为上海证券交易所。本批山东债的发行场所为上海证券交易所，5月19日（周五）山东财政厅将使用“财政部上海证券交易所政府债券发行系统”组织招标工作，5月22日（周一）承销商可通过银行间市场和证券交易所市场分销发行。

投标标位区间上限上浮空间更大。一般而言，公开发行的地方债的投标标位区间具有上下限，其中下限为招标日前1-5个工作日相应期限国债收益率曲线的算术平均值，而上限通常上浮15%。但本批山东省政府债券招标充分遵循市场化原则，下限要求保持不变，上限上浮空间则更大，其中3、5、7年期一般债的上浮上限分别为21%、23%和25%，5年期专项债的上浮上限为23%。这就意味着，本次山东债的投标空间的可选择余地更大，实际发行利率不确定性更高。

山东债的一级市场表现如何？

实际上，2017年3月31日山东地方债已经发行了6期，其中4期定向承销发行山东债的一级发行利率均较下限上浮15%，而2期公开发行山东债的一级发行利率较上限分别上浮20BP（6%）和42BP（13%）。在2017年地方债的一级发行市场中，公开发行5年期地方债平均上浮29BP，7年期地方债平均上浮40BP；而与该日期临近发行的江苏地方债，5年期发行利率上浮41BP，7年期发行利率上浮38BP。总的来说，山东债发行利率水平处于市场平均水平或以下。

山东省经济、财政和债务水平如何？

2016年，山东省GDP同比增长7.6%，明显高于全国6.7%的增速；山东省一般预算财政收入同比增长6.0%，高于4.5%的全国财政收入增速，以及4.2%的地方财政收入增速；2015年山东省（不含青岛）地方政府债务余额为8135.4亿元，政府债务率为84.1%，低于全国水平。

近期地方债一级市场表现如何？

上周共有四个地区的地方债公开发行，其中北京地方债发行利率仅上浮1BP，新疆地方债发行利率平均上浮49BP，河北地方债发行利率平均上浮17BP，陕西地方债发行利率平均上浮59BP。**不同地区地方债发行成本相差较大，呈现出地区经济财政实力越强，发行利率上浮利差越小的规律，发达地区（北京和河北）地方债发行利率上浮利差明显小于欠发达地区（陕西和新疆）的上浮利差。**

如何看待本次交易所山东债发行？

首先，地方债在交易所招标发行，既有优势，亦有劣势；一方面，当前交易所新发债券仅有AAA级债券可用于质押，地方债在质押上具有相当的优势；另一方面，虽然可以在银行间进行分销发行，最终投资者与直接在银行间招标发行相差不大，但最终需求仍有可能受到一定的影响。其次，结合近期市场情况来看，山东省经济财政实力均属上游，虽然地方债发行利差上浮上限空间大幅提升，但实际发行利率上浮幅度很难触及上限。

综合来看，山东地方债交易所招标结果或与市场平均水平相差不大。

风险提示：资金面紧张，债券市场情绪偏紧。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

高志刚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100007
gaozhigang@tfzq.com

近期报告

1 《固定收益：再遇风险排查，融资租赁ABS迎来新契机-资产证券化市场周报（2017-05-15）》 2017-05-14

2 《固定收益：从审计意见看公司信用风险-信用债市场周报（2017.05.15）》 2017-05-14

3 《固定收益：宝钢EB为何这么强？-可转债市场周报（2017.5.14）》 2017-05-14

表 1：2017 年山东债一级发行要素与发行结果

| 债券简称 | 17 山东定向 01 | 17 山东定向 02 | 17 山东定向 03 | 17 山东定向 04 | 17 山东债 01 | 17 山东债 02 | 17 山东债 03 | 17 山东债 04 | 17 山东债 05 | 17 山东债 06 |
|--------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 发行规模 (亿元) | 150.225 | 150.225 | 105.495 | 105.495 | 136 | 136 | 180.93 | 103.41 | 103.41 | 173.97 |
| 地方债类型 | 一般债 | 一般债 | 专项债 | 专项债 | 一般债 | 一般债 | 一般债 | 一般债 | 一般债 | 专项债 |
| 发行方式 | 定向承销 | 定向承销 | 定向承销 | 定向承销 | 公开发行 | 公开发行 | 公开发行 | 公开发行 | 公开发行 | 公开发行 |
| 新增规模 (亿元) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 232.40 | | 0 |
| 置换规模 (亿元) | 150.225 | 150.225 | 105.495 | 105.495 | 136 | 136 | | 155.35 | | 173.97 |
| 期限(年) | 7 | 10 | 7 | 10 | 5 | 7 | 3 | 5 | 7 | 5 |
| 招标日期 | 3月31日 | 3月31日 | 3月31日 | 3月31日 | 3月31日 | 3月31日 | 5月19日 | 5月19日 | 5月19日 | 5月19日 |
| 计息日期 | 4月1日 | 4月1日 | 4月1日 | 4月1日 | 4月1日 | 4月1日 | 5月22日 | 5月22日 | 5月22日 | 5月22日 |
| 招标区间 | | | | | 上浮 0-15% | 上浮 0-15% | 上浮 0-21% | 上浮 0-23% | 上浮 0-25% | 上浮 0-23% |
| 承销费率 | | | | | 0.10% | 0.10% | 0.05% | 0.10% | 0.10% | 0.10% |

| | | | | | | |
|-------------|-------------|-------|-------|-------|--------------------|-------|
| 招标方式 | 荷兰式利率招标 | | | | | |
| 发行场所 | 银行间+交易所 | | | | | |
| 招标系统 | 财政部政府债券发行系统 | | | | 财政部上海证券交易所政府债券发行系统 | |
| 中标利率 | 3.69% | 3.75% | 3.69% | 3.75% | 3.28% | 3.63% |
| 招标下限 | 3.21% | 3.26% | 3.21% | 3.26% | 3.08% | 3.21% |
| 上浮利差 (BP) | 48 | 49 | 48 | 49 | 20 | 42 |
| 上浮比例 | 15% | 15% | 15% | 15% | 6% | 13% |

资料来源：财政部，Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com |