

信用利差难走扩 结构风险需提防

□本报记者 王辉

近期，债券市场收益率在年内低位附近遇阻，进入震荡盘整格局。与此同时，在强劲的配置需求主导下，信用债市场整体收益率水平和信用利差仍处于历史偏低水平。分析人士指出，未来一段时间内信用债市场若想继续走强，在很大程度上依赖于利率债收益率下行空间的再次打开。与此同时，虽然融资环境使得信用利差大幅走扩的风险相对较小，但在各类资金极力追求绝对收益率的背景下，对于以部分低等级信用债为代表的市场结构性风险仍需继续重点关注。近日发生的中国二重信用风险事件，就再次敲响了信用违约风险的警钟。

配置需求支撑信用利差低企 短期继续收窄动力趋弱

上周以来，利率债市场在经过前期阶段性的强势之后，整体收益率在年内低位附近进入阶段性休整，信用债市场收益率也以窄幅震荡为主。与此同时，在配置需求的强劲推动下，信用利差仍稳中有降，继续处于历史低位水平。

市场人士表示，目前除短融及某些低等级品种外，其他品种信用利差均在历史平均水平1/4以下，绝对水平已经偏低，机构继续看好信用债中长期的表现的同时，对短期内收益率和信用利差的续降空间和动力，则持相对中性态度。

光大证券表示，前期信用利差的变化，显示市场情绪仍旧较为积极，目前各类配置资金对信用债的需求依旧旺盛，市场供给压力仍较为有限，本轮由银行理财等追求高收益资产配置需求推动的信用债行情尚未结束。

就短期而言，国海证券等机构则表示，结合利率债市场走势看，虽然8月份主要经济数据的疲弱可能会强化短期货币放松预期，但预计信用债与利率债市

场短期都难以打破盘局。一方面，金融数据向好对货币政策形成制约；另一方面，调低关键投资项目的资本金比例已经反映出财政政策宽松倾向。基于这两点考虑，债券收益率仅靠数据推动难以出现较大幅度下行，市场较难突破区间震荡格局。

信用利差整体走扩概率低 个券违约风险不得不防

本周稍早时候，申万宏源曾结合上半年行业景气度数据指出，年初以来的固定资产投资低迷，正在拖累中上游行业景气度持续恶化。目前市场上信用债收益率水平已经基本反映市场对货币政策的乐观情绪，而信用利差依然在历史低位徘徊，对于后期市场表现仍不宜过度乐观。

而值得关注的是，本周发生的中国二重信用风险事件，再度激发了市场各方对于信用债个券基本面的关注，也为信用债市场的结构性风险再次敲响了警钟。

本周二（9月15日），中国第二重型机械集团公司（简称“中国二重”）及其下属子公司二重重装分别发布公告称，被债权人申请重整。由此，“12二重集MTN1”存在利息无法按期支付的可能，“08二重债”则可能无法按期支付本息。中债资信报告认为，被提请重整对于中国二重、二重重装以及“12二重集MTN1”及“08二重债”的投资者来说，均具有明显的负面影响，若法院受理重整申请，则公开债务投资者则仅等同于普通债权人参与重整，在破产清偿时其利益保障程度也很低。

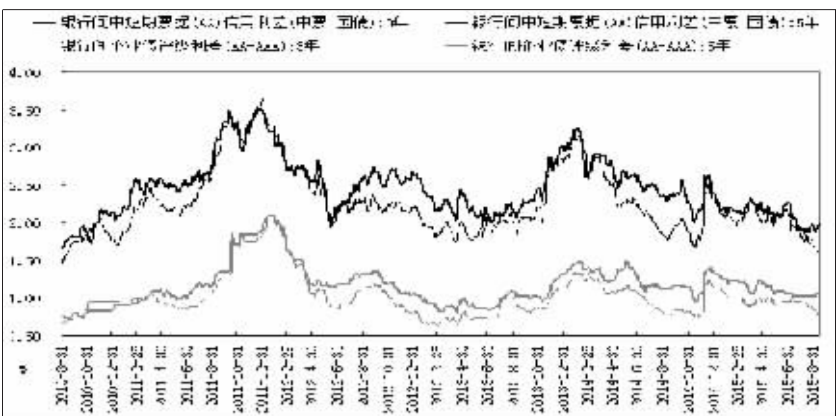
招商证券进一步指出，虽然二重违约风险市场早有预期，但仍可能会对市场心理造成一定冲击，国企刚兑神话的再度幻灭，将使得信用债个体间分化日益显著。不过，该机构同时亦指出，在高收益资产欠配的压力下，市场信用利差整体大幅走扩的概率较低。

资金的涌入现象极为明显。但近期我们也观察到，类似于鄂华研、蒙奈伦等“瑕疵”发行人债券收益率持续下行，同时不少中低评级发行人通过无担保、抵押债券获得相对于当期银行贷款更为廉价的融资成本（不良地产行业最为明显），信用风险溢价在信用利差的决定组成占比或已降至较低水平。而目前信用风险的累积和继续暴露下，信用风险溢价在利差决定中的戏份将重新得到重视。在信用策略上，维持投资中高评级债券的建议。

海通证券：规避低等级 看好城投债

信用风险仍在升温，规避低等级。中报显示盈利指标继续恶化，现金流指标弱改善，债务负担及结构略改善，但长短期偿债能力均未有起色，行业分化加剧。整体来看，资产负债表和现金流量表弱改善，但损益表的问题仍在积聚，信用基本面难言好转。从评级调整情况来看，评级下调大幅增加，公司债虽跟踪评级向好，但股市震荡下信用风险升温。中高等级主体信用资质有所分化，低等级则进一步弱化。不良贷款率

信用利差处于历史低位附近



中诚信国际下调 “12二重集MTN1” 和 “08二重债” 评级

中诚信国际信用评级有限责任公司16日发布跟踪评级报告，将中国第二重型机械集团公司（以下简称“中国二重”）的主体信用等级及“12二重集MTN1”的债项信用等级由CCC下调为CC，维持二重集团（德阳）重型装备股份有限公司（以下简称“二重重装”）主体信用等级为CC，将“08二重债”的债项信用等级由CCC下调为CC，并将上述主体及债项等级继续列入可能降级观察名单。

资料显示，“12二重集MTN1”发行于2012年9月，发行额10亿元，兑付日为2017年9月26日，付息日为2013年至2017年每年的9月26日（遇法定节假日顺延）；“08二重债”发行于2008年10月，发行额为8亿元，由中国二重提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该债已于2013年10月14日赎回4.9亿元，剩余3.1亿元本金兑付日及付息日为2015年10月14日。

中国二重和二重重装于9月15日

发布公告称，日前被相关债权人向法院提出了重整申请，截至目前，法院是否会受理重整申请尚存在不确定性。中国二重表示，如果法院受理重整申请，则“12二重集MTN1”将在法院裁定受理重整申请时视为到期，并同时停止计息，目前公司仍在努力筹集资金以支付本年度利息，但因受前述重整申请的或有影响，有无法按期支付及不能支付的可能；此外，若二重重装进入重整程序，中国二重对于二重重装的长期股权投资、债权、担保等事项可能会受到影响。二重重装表示，法院是否受理债权人对进行重整的申请存在重大不确定性，如果申请被受理，公司将存在重整成功或重整不成功并转入清算的可能。

中诚信国际表示，基于上述情况以及重整事项存在一定不确定性，做出上述评级调整决定，将在观察期内密切关注中国二重和二重重装重整事项的最新进展，并根据情况及时做出调整。（葛春晖）

仍然是最好的策略。中票评级利差仍处于高位，预期后续的配置需求有望向AA等级蔓延，建议关注中低等级。政策维持对于城投债的支持态度，信用风险继续收敛。中报报告期和评级调整高峰期逐渐过去，提高对收益较高、资质较差的瑕疵行业（煤炭、水泥等）产业债的关注度。

国泰君安证券：信用尾部风险担忧或加剧

二重集团的信用风险早已暴露，较大程度上已经为市场所预期，不过仍有可能从两个层面对市场带来一定冲击。一是再次打破国企（尤其央企）不违约的神话，触动市场神经。二是本次二重集团风险事件是持续亏损侵蚀资本和偿债能力的典型案例，在当下时点具有较强代表性。之前外部融资宽松驱动的企业流动性和短期偿债指标整体改善，未来将逐步让位于持续的盈利低迷驱动的个体长期信用风险积聚和暴露，这将进一步加剧市场的信用尾部风险担忧，对前期已经被资金面和市场整体环境利好压缩极致的信用利差带来负面影响。

资金面保持均衡 回购利率窄幅波动

16日，银行间市场资金面保持均衡态势，各期限回购利率波动不大。市场人士指出，尽管本周央行流动性投放力度下降，但因外汇市场走稳，对本币流动性的冲击减弱，加上市场对货币宽松抱有期待，货币市场运行平稳，短期内波动风险有限。

昨日银行间质押式回购市场上（存款类机构行情），隔夜回购加权平均利率持稳在1.88%，7天利率小涨2bp至2.38%。中长期限方面，除14天利率略降3bp以外，其余稳中有升，如跨季末的21天回购利率上涨约7bp至2.73%。交易员表示，昨日市场资金面继续表现均衡，需求相对集中在隔夜品种上，盘面时有波动，但大行稳定融出基本满足市场需求。

本周以来，央行降低了资金投放力度，但资金面不改均

衡态势。有机构指出，央行维持流动性宽松的意图未变，逆回购缩量恰说明当前流动性处于自然稳定状况，无需央行太大调控。其背后原因可能是：近期人民币汇率趋稳，贬值预期趋缓，央行干预力度可能有所下降，对本币流动性的冲击减轻；自15日开始，央行实行新的存款准备金考核制度，有助平滑流动性波动；另外，前期外汇占款下降明显，市场对货币政策放松预期较强。

市场人士指出，有大行稳定供给和乐观政策预期支撑，流动性暂时无忧，但当前超储率不高，资金面抵御冲击的能力有限，对汇率市场、海外金融市场及季末效应可能造成的波动仍需保持警惕，流动性要恢复常态性宽松仍有赖于央行的流动性支援。（张勤峰）

人民币汇率走势渐稳

16日，人民币兑美元汇率继续横盘运行，在岸与离岸汇率价差保持稳定。市场人士指出，在汇价修正压力得到快速释放后，人民币汇率重新走稳的迹象显现，即期市场交易量下降，亦显示贬值预期缓和；若美联储政策无明显调整，人民币有望延续盘整。

16日，人民币兑美元汇率中间价设于6.3712，较前日下调47基点。当日银行间外汇市场上，人民币兑美元即期询价交易早盘低开冲高走，后围绕前日收盘价来回浮动，收报6.3699，微跌9基点。9月中旬以来，人民币即期汇率在6.37一线逐渐构筑整理平台，近五个交易日涨跌均不超过100基点，且市场价与中间价差一直较窄。

同时，人民币在岸与离岸汇率价差亦保持稳定。16日，香港离岸人民币兑美元即期汇率走高，截至境内银行间市场收盘（16:30），人民币CNH汇率报

6.4027，低于在岸即期汇率328基点，自本月10日两地即期汇率价差脱离历史高位以来，已连续四个交易日维持在300-400基点区间。

市场人士指出，境内外人民币价差收窄，且主要靠离岸价向在岸价靠拢完成，显示海外人民币贬值已有所减轻。这与境内市场传递的信号一致。据Wind数据，自9月11日以来，境内人民币兑美元即期询价日成交量已不足之前的300亿美元左右降至不足200亿美元。多家研究机构指出，人民币外汇市场交易量与人民币贬值预期呈正相关。在8月下旬人民币贬值预期较浓时，该成交量曾一度高达500亿美元。

综合多方面信息，当前人民币汇率预期趋稳，汇价波动趋缓的迹象显现，短期看美联储升息预期降低，配合人民银行的系列维稳举措，人民币汇率有望继续盘整。（张勤峰）

续发七年期国债需求平稳

财政部16日招标了本周发行的第二只记账式国债。招标结果显示，该7年期续发国债中标收益率略低于二级市场水平，认购倍数高于周初的2年期品种，整体需求平稳。市场人士指出，流动性担忧缓和后，市场对中长债的兴趣有所升温。

财政部昨日招标的是今年第十四期7年期记账式国债的二次续发债券，计划招标300亿元，甲类成员可追加。据中债登和交易员的信息，本期国债中标收益率落在3.2861%，边际收益率3.3298%，全场招标倍数2.46，边际倍数28.59。首场招标结束后，有甲类成员追加投标0.4亿元，实际发行额为300.4亿元。

本期国债发行利率略低于二级市场水平。据Wind数据，

15日银行间市场“15附息国债14”成交在3.32%；中债到期收益率曲线上，7年期固息国债收益率取值为3.31%。全场认购倍数则处在今年同期限国债招标的中等偏上水平，且明显高于本周初发行的2年期固息国债，边际与加权中标利率的利差适中，显示本期债券的配置需求较为稳定。

市场人士指出，近几日本外市场波动趋缓，加上货币政策宽松预期较强，市场对短期流动性波动的担忧有所减轻，配置中长端利率债的意愿有所上升。

另据公告，财政部定于9月23日招标今年第二十二期3年期记账式附息国债。该期国债为固息品种，竞争性招标总额300亿元，甲类成员可追加投标。（张勤峰）

转债全线收红 升幅小于正股

9月16日（周三），沪深转债（含可交换债）市场在A股带动下全线上涨，存量个券悉数收红，但涨幅均小于正股。市场人士指出，稀缺性和高溢价率，使得当前转债市场缺乏弹性，后市转债仍宜采取耐心等待、波段操作策略。

经历了本周前两个交易日的连续下挫之后，昨日A股市场迎来大幅反弹。截至收盘，上证综指涨147点或4.89%至3152点，深证成指大涨600点或6.45%至9890点；两市个股呈现普涨格局，逾1600只个股涨幅超过9%。六只存量转债所对应的正股中，上海电气涨停，格力地产、歌尔声学、航天信息涨幅均超过9%，与之对应的电气转债、格力转债、歌尔转债、航信转债分别上涨4.29%、4.14%、2.58%、1.78%；与此同时，两只可交换债14宝钢EB、15天集EB所对应的股票新华保险、天士力分别涨6.33%、6.27%，债券自身则仅分别小涨1.70%、0.72%。

从盘面表现看，昨日转债个券涨幅普遍弱于正股，这也延续了近段时期以来的转债市场一

贯“作风”，即下跌时比正股抗跌，上涨时则涨不过正股。对于近期转债这种弱性减弱的表现，国信证券指出，正股下跌时，转债由于稀缺性的存在，而且存在短期资金利用转债T+0的优势博弈政策救市和抢反弹，因此转债倾向于更早止跌、强于正股；而在正股开始反弹后，由于之前转债早于正股止跌，估值被动拉升到一个较高水平，因此在正股企稳反弹时，转债估值消化、反弹力度弱于正股。该机构还指出，转债弹性减弱也使得市场参与度下降，平均换手率自七月以来持续降低。

目前来看，转债整体估值水平依然偏高，四只传统转债的价格在126-131元之间；转债溢价率方面，电气转债最低为22.88%，而航信转债的转股溢价率仍高达142.14%。分析机构指出，在高估值与高价格的背景下，转债机会稍纵即逝，未来转股溢价率收敛将更为重要，策略上建议投资者更加谨慎，坚持以波段操作为主，耐心等待转股溢价率明显收敛后介入，待A股出现明显反弹后及时止盈。（葛春晖）

低利率时代在不远处

□陈 珏

种种迹象表明，中国经济或将经历一次较长的“去杠杆”周期，而低利率时代是“去杠杆”的必要环境，央行坚定维护资金面稳定的态度使投资者有充分信心，短期内利率中枢继续下移仍是大概率事件。

8月各项经济数据均低于预期，宏观经济仍显疲态。数据显示，工业增加值同比增速6.1%，同比仅有0.1个百分点的回升；固定资产投资增速再次出现下降，房地产投资单月同比降至-1.2%，基建单月同比小幅反弹至19.7%，制造业单月同比7%；社会消费品零售增长0.3个百分点到10.8%，主要是CPI回升带来的贡献，扣除物价后实际增速为10.4%；8月新增贷款仅8096亿。

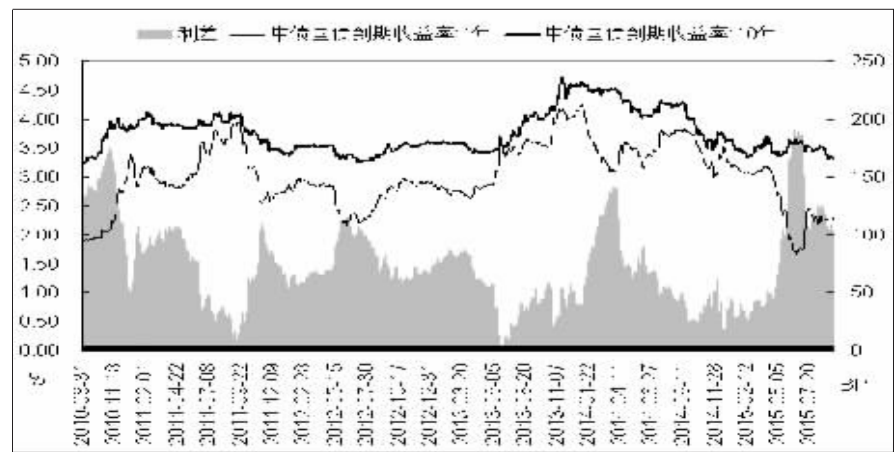
经济底部胶着的原因，一是社会需求低迷。以房地产投资为例，商品房库存高启，从销售到投资传导不再有效，随着房地产投资增速下行，更多的中下游工业行业受到拖累，工业经济继续承压；二是利率传导时滞。虽然央行从去年以来打开利率下行通道，但融资成本的降低还未切实传导到实体经济中去，企业仍在承受相对较高的融资成本，盈利能力与融资成本甚

至倒挂；三是经济目前尚缺乏新的增长点。近年来的大类资产投资热点房地产、政府投融资平台、股市等都先后从“过热”步入“低迷”，投资主体从私人部门到政府，从境内到境外都没有很强的加杠杆意愿。如果中国经济转型不尽快完成，需求将无法得以释放，经济在底部徘徊的时间将更长。

央行维护资金面稳定的态度坚决，银行间流动性有望延续宽松格局。9月“降准”实际执行日有效释放货币6000亿元。近期，央行宣布改革准备金考核制度为平均考核法，有利于平抑关键时点的资金需求。全国同业拆借中心宣布符合条件的银行本币市场成员提供SLF（常备借贷便利申请）申请相关功能，则有利于提高银行体系资金运用效率。这些新政策的深远意义比直接“降准”更为高明。在此背景下，9月以来市场资金面相当宽松，隔夜回购成本均值约1.88%，7天回购成本均值约2.4%，接近去年以来1/4分位数水平，预计未来资金宽松局面将维持相当长一段时间。

疲弱的经济数据、宽松的资金面、政府抑制风险的态度，为债市投资者注入“强心剂”，中长期品种利率趋势下行，目前已回到年内低位，10年期利率

银行间国债收益率期限利差依旧偏高



债收益率较6月末下行25-30bp，但期限利差仍接近历史高位，还有进一步收窄的空间。如果说利率债受限于供应意愿，收益率下行有限，信用债则以相对高票息优势受到投资者加倍追捧，AA以上信用品种收益率绝对值较6月末下行30-60bp，评级越低的信用债收益率下行幅度越大。

从基本面上判断，中国将经历一次较长的“去杠杆”过程，“低利率”环境可能维持较长时间，甚至负利率时代也可能到