

债券实质违约又添新案例 信用利差加速分化

□本报记者 王姣

山水水泥、云煤化等信用事件尚未完全平息，年内又一起违约事件再次出现。12月7日，四川圣达集团确认“12圣达债”未能按期足额付息及兑付回售债券本金，由此成为今年以来债券市场实质违约的第八例。分析人士指出，当前经济仍未回暖，制造业等企业基本面持续疲软，同时政策层面打破刚兑和清理“僵尸企业”和“绝对过剩产能”的决心较强，高危债券外部支持程度下降，而违约担忧加剧致高危行业再融资难度加大，债券违约将呈常态化，防范信用风险应成为信用债投资主基调，筛选排雷尤为重要。

年内第八起信用债违约

四川圣达集团有限公司（简称“圣达集团”）7日公告称，公司债券“12圣达债”应于2015年12月5日付息及兑付回售债券本金。受外部经营环境及金融环境的影响，圣达集团的生产经营业务受到冲击，同时资金流动性受到限制，未能按期足额付息及兑付回售债券本金。该债券发行总额3亿元，于2012年12月5日发行，期限6年，附第三年末发行人调整票面利率选择权及投资人回售选择权。据资信机构披露，该期债券全部投资者已行使提前回售权利。

海通证券点评称，受制于钢和生铁业务亏损影响，圣达集团和子公司均已出现贷款违约和欠息，金额高达5.14亿元，资金链十分紧张，偿债依赖外部支持；公司已筹划资产重组，且政府部门介入，但最终仍违约，显示政府保刚兑的难度加大。

业内人士指出，近来信用事件频出，除经济增速下行的大背景外，也受到了年末企业现金流压力上升的影响，短期债务偿付负担积聚，银行面对信用风险的担忧

而减少信贷投放，进一步加速了企业债券违约的爆发。

除圣达债违约外，12月已出现多起主体评级下调事件。据中金公司数据，仅上周就单独公告11项评级调整，全部为负面评级行动，包括9家非城投企业和2家城投企业。

南京银行补充称，通过对评级下调和上调企业分析，在个券选择上应注意规避周期性、产能过剩行业。由于评级调整具有滞后性，料2016年二、三季度评级调整高峰将上游行业调整次数或将井喷。

信用风险加速爆发

在实体经济延续疲弱态势、重点发债行业即将步入长周期去产能的背景下，业内人士认为，未来债券违约或常态化，防范信用风险应为信用债投资主基调。

从基本面来看，瑞银证券宏观团队预测2016年A股上市公司利润增速将从今年的4%降至-1%。“明年有可能会产生严重信用违约事件或不良贷款快速攀升，使得金融系统受到债务违约的风险冲击。”

而在上周举行的经济工作专家座谈会上，政府高层表示，要下决心淘汰一批“旧动能”，要对“僵尸企业”、“绝对过剩产能”的企业狠下刀子。光大证券认为，煤炭、钢铁等行业或首当其冲，成为改革的切入点。这类行业仍处于下行周期，企业面临非常大的经营和财务困境，到期债务偿付严重依赖外部支持。政府传递出的政策风向或使得这些产能过剩行业的信用风险进一步加剧，筛选排雷尤为重要。

综合来看，招商证券认为，未来信用债可能面临三方面的负面冲击：首先是估值和流动性方面的影响，比如个券连续亏损导致暂停上市、当年盈转亏或者亏损面扩大引致评级下调。因上述因素引致的交易所折算系数调整。其次是目前经济环境下，

类似于中钢、云煤化、桂有色等因宏观经济不景气所引致的个券还本付息压力，以及山水等在自发整合与兼并重组进程中引致的或有违约。最后是经济下沉、产业债担保增信能力下降与资产重组背景下的城投平台负面事件。

中金公司进一步指出，近期负面信用事件还在不断暴露，银行不良贷款情况也在进一步恶化。展望明年，违约风险将会继续发酵，评级间分化必然加大，过低的低等级信用利差需要重估反映其实际风险水平。

信用利差加速分化

随着前期调整逐渐结束，近期信用债收益率再度下行，但由于信用事件此起彼伏，市场对于低等级品种较为谨慎，近期低等级品种走势明显弱于高等级品种。市场人士指出，当前临近年末，市场情绪逐渐趋于保守，而除了违约风险，因评级调整等信用事件造成的估值冲击，以及流动性较低等因素同样会制约低等级债表现，因此预计高、低等级信用利差的分化仍将延续。

据国泰君安数据，上周二级市场上的信用债收益率曲线平坦化下行，信用利差1年期高评级品种收窄2-5bp，低评级品种走扩1bp，3年期高评级收窄4-6bp，低评级走扩6-7bp，5年期收窄6-16bp。

目前信用利差仍保护不足。中金公司指出，目前评级AA+及以上的信用利差都

在历史1/4分位数以下，AA评级信用利差在历史中位数附近。

业内人士预计，信用债的估值分化会进一步拉大，信用利差特别是等级利差将延续走阔的趋势。申万宏源指出，随着债券负面事件的增加，预计随后的2-3年内，中国信用债估值将愈来愈多的反映信用风险定价因素。实际上，从今年AA-及以下品种信用利差一直维持高位即可看出端倪，预计明年AA品种和部分行业AA+品种中也将根据资质的不同出现较大的估值差异。

平安证券同时表示，年内过剩产业信用风险有所增加，信用利差分化格局加速形成。过剩产能部门的信用违约风险将不断提高，即便最终出于就业和社会稳定考虑，政府对违约进行兜底，也不会改变信用利差持续分化趋势。高等级信用债受机构配置需求追逐而利差不断缩窄；低等级信用债却不得不承受高风险溢价推动的信用利差走阔。

由于违约频发，低等级信用债成为投资者最不看好的债券品种，不过高等级信用债取代利率债成为市场最看好的债券品种。海通证券最新调研结果显示，看好高等级信用债者的占比由上期的45%大幅升至65%，或由于信用债调整后信用利差重新拉大，且违约频发使得投资者追逐相对安全的高等级债券。

短融中票信用利差与历史水平比较

| | 当前水平 | | | 历史中枢值 | | | 历史1/4分位数 | | | 历史3/4分位数 | | | 当前水平历史平均分位数 | | |
|------|------|-----|-----|-------|-----|-----|----------|-----|-----|----------|-----|-----|-------------|-----|-----|
| | 1Y | 3Y | 5Y | 1Y | 3Y | 5Y | 1Y | 3Y | 5Y | 1Y | 3Y | 5Y | 1Y | 3Y | 5Y |
| AAA+ | 33 | 29 | 22 | 36 | 51 | 55 | 37 | 38 | 52 | 84 | 76 | 79 | 19% | 15% | 7% |
| AAA | 15 | 13 | 10 | 15 | 66 | 73 | 16 | 51 | 58 | 77 | 86 | 95 | 17% | 13% | 5% |
| AA+ | 68 | 83 | 89 | 86 | 103 | 121 | 74 | 89 | 103 | 111 | 124 | 142 | 15% | 17% | 1% |
| AA | 113 | 111 | 110 | 116 | 140 | 165 | 87 | 125 | 148 | 141 | 164 | 183 | 41% | 48% | 13% |

年底流动性基本无虞

□本报记者 张勤峰

周一（12月7日），货币市场资金供给充裕，资金面几无波澜。IPO重启后首批新股发行对流动性扰动有限，资金面表现好于预期。市场人士指出，虽第二批新股发行在即，预估冻结资金总量上升叠加美联储加息、年末等因素可能致资金面波动加大，但结合近期央行维稳动作来看，年底流动性基本无虞。

资金利率持稳

周一，银行间市场资金面风平浪静。质押式回购市场上，从存款类机构行情来看，隔夜回购加权平均利率持稳于1.77%，自10月27日以来，该利率已连续六周稳定在1.77%上下不超过2bp的范围内；当天7天回

购利率加权值亦持稳于2.31%，14天品种则小跌2bp至2.61%。交易员称，周一资金需求仍集中在7天及以内品种，隔夜资金供需均衡，7天资金供给相对较多，整体上，资金供给充裕，市场情绪乐观。

周一交易所回购市场上，首批新股申购扰动正式解除，短期回购利率保持低位运行，上交所隔夜利率加权值收报1.809%，较前加权值再跌10bp，14天利率加权值则上涨20bp至2.50%。

昨日，创业板股票中科达申购资金解冻，至此，IPO重启后首批10只新股未中签申购预缴款已全部退回。回顾本批新股发行，累计冻结资金逾24万亿元，对短期流动性造成一定影响，但影响程度和范围有限，持续时间较短，短期流动性状况明显好于先前预期。

市场人士指出，由于发行时点更为集中，且更加接近年底，备受关注的美联储12月议息也将下周进行，多重因素影响下，第二批新股发行对短期流动性的影响可能会有所加大。周一上交所回购市场，跨下周新股发行期的14天回购利率出现20bp的上涨，一定程度上即反应了第二批新股发行的

流动性投放可期

值得注意的是，从发行日程上看，本月新股发行仍较为密集，首批10只新股申购资金还未完全退回，第二批10家企业已发布招股书，并将于本周五（12月11日）和下周一（12月14日）密集展开网上网下发行。有机构表示，第二批新股申购资金冻结高峰将出现在12月14日，预计会超过3万亿元。

市场人士指出，由于发行时点更为集中，且更加接近年底，备受关注的美联储12月议息也将下周进行，多重因素影响下，第二批新股发行对短期流动性的影响可能会有所加大。周一上交所回购市场，跨下周新股发行期的14天回购利率出现20bp的上涨，一定程度上即反应了第二批新股发行的

影响。

此外，央行7日公布最新数据显示，11月末外汇储备为3.4383万亿美元，创2013年2月末以来最低，预期为3.4925万亿美元，环比10月减少872亿美元。有交易员猜测，月内央行外汇买卖，是影响外汇储备余额的一个重要原因，而当月外汇占款增量可能也不会太乐观。面对强烈的美联储升息预期，资本流动依然构成短期流动性的最大不确定因素。

不过，有交易员表示，央行保持货币政策合理充裕的态度鲜明，先前下调SLF并开展MLF、提高公开市场逆回购交易规模已释放维稳信号，面对短期多种不利因素，预计央行将保持一定的流动性投放力度。有央行流动性政策做保证，年底流动性基本无虞。

人民币料震荡偏弱

134基点，创近一个月最大跌幅，以此向4日的人民币兑美元即期汇率收盘价看齐。12月4日，人民币兑美元在岸即期汇率出现大幅波动，尾盘收在6.4020元，跌48基点。

7日，美元于亚市维持上行势头，加上中间价遭大幅下调，致当天人民币在岸即期汇率继续走贬，人民币兑美元即期询价交易收在6.4082元，全天跌62基点，跌幅小幅扩大。

昨日香港市场上，离岸人民币兑美元汇率于亚市及欧市早盘持续走低，截至北京时间17时，离岸人民币即期汇率最低跌破6.47元，较前收盘价跌287基点；与此同时，离岸人民币即期汇率与在岸即期汇率的价差一度扩大至645基点。

中国央行7日公布数据显示，11月末外汇储备余额环比意外大降872亿美元至3.4383万亿美元，为2013年2月末以来最低。剔除价格调整的影响，有市场人士猜测，央行入市稳定人民币汇率，可能是当月外汇储备再次出现明显减少的一个主要原因。在今年8、9月，人民币汇率大幅波

动的时期，外汇储备也曾出现过单月超过400亿美元的减少，最多时8月份一个月就减少了939亿美元。最新外汇储备数据的发布，也直接造成7日离岸人民币汇率的跳水行情。

市场人士指出，美联储议息窗口渐近，美元将启动升息进程基本已成共识，关注点正转向美联储政策紧缩的节奏和力度。而考虑到其他主要经济体仍在为稳增长做努力，谈及收紧货币政策尚早，美元维持中期强势也是大概率事件。强势美元或继续令人民币承压，而从国内经济基本面考虑，人民币存在合理适度贬值的内在需求。当然，为防范资本大额流出、推动人民币国际化等，人民币贬值势头仍将受到约束，预计短期内人民币将维持震荡偏弱走势，不会出现急剧的贬值。

高位震荡 期债难脱盘局

短期或难脱盘局

分析人士指出，目前市场对于本轮债券牛市将在未来较长时间内得以延续仍相对一致。但美联储下周可能启动首次加息、11月金融数据的扰动、年末多方获利了结等因素，也成为限制国债期货短期继续上涨的主要理由。综合市场交投情绪来看，短期内国债期货市场可能保持高位震荡的运行格局。

对于利率债市场中长期的表现，国泰君安证券认为，随着一级市场供给明显收缩，上周利率新债招标需求向好，中小银行年末配置行情正提前启动。整体来看，考虑到2016年宏观“去增长”和微观“去产能”风险上升，中长期利率债仍然具备收益率下行

的价差空间，而本轮债券市场牛市也可能明显长于市场预期，中短期内债市难以出现系统性下行风险。

具体到短期国债期货的投资策略把握方面，目前市场观点仍有较明显分歧。申万期货周一表示，人民币纳入SDR货币篮子，对债券尤其利率债是长期利好。制造业PMI继续低于荣枯线表明经济形势依然不容乐观，央行仍需通过降息降准及创新工具等多种方式稳定经济增长。在此背景下，预计利率债以上行为主。期债具体操作上，建议多单继续持有。来自方正中期等机构则认为，下周美联储的议息结果，以及本周将陆续开始公布11月金融数据，都可能触发期债出现下行，短期内期债有下行调整的可能。

电气转债大涨逾17%

周一，停牌逾两个月的电气转债演绎王者归来，复牌首日上涨逾17%，因盘中涨幅过大甚至一度遭临时停牌。当天其他转债则多数泛绿，但抗跌性强于正股。市场人士指出，考虑到资产注入利好和补涨预期，预计电气转债将继续上涨。

市场人士指出，电气转债停牌期间，上证指数和相关行业指数涨幅较大，且不断有中外核电协议签署和相关概念发酵，预计电气转债复牌后向150元一线突破问题不大。整体市场方面，年底前股市难言乐观，短期内转债或跟随股市继续调整，上线下空间较有限。（王姣）

上海证券10日将发行13亿短融

上海证券7日发布公告，将于12月10日公开招标发行13亿元短期融资券。

上海证券10日将发行该公司今年第一期短期融资券，期限91天，发行金额13亿元，将通过招标方式公开发行，采取固定利率，发行利率通过招标系统招标决定。12月10日为招标日，12月11日缴款并起息，12月14日起上市流通，2016年3月11日到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。

截至目前，上海证券待偿还短融余额为0亿元，该

交易员札记

高等级信用债上演补涨行情

□潍坊农信 代长城

益率下行幅度较大。如剩余5.72年的15三峡MTN002成交在3.60%，较估值下跌10BP；剩余6.75年15中电投MTN004成交在3.76%，较估值下跌10BP。

昨日中长期高等级信用债收益率有所上行，政策性金融债收益率则整体小幅回落。现券方面，5年国债15国债19成交平均价2.862%，上行1.7BP。政策债中，5年国开债150208成交平均价3.0225%，下行0.8BP；10年国开150210平均成交价3.418%，下行0.6BP。

信用债方面，成交集中在中长期高等级品种上，收

益率回调至较高点是布局良机。

招商证券：配置短久期中高等级

目前信用债的估值分化将进一步拉大，信用利差特别是等级利差将延续走阔的趋势。预计机构投资者在风险、收益和杠杆之间，将更多考虑信用风险和杠杆补偿，建议在择券上首先突出流动性和杠杆能力，短久期中高等级为主。

华创证券：

长端利率存调整压力

目前10年国债接近10月底水平，但10年和1年国债利差反而回到50bp，较10月底更低。我们认为货币继续宽松的可能性非常小，短端利率很难再进一步下行。在短期利率无法进一步下行的情况下，长期利率接近前期底部后存调整压力。（王姣 整理）

甘肃银行

10日将发32亿二级资本债

甘肃银行股份有限公司7日发布公告称，定于12月10日通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行该行2015年二级资本债券。

本期二级资本债为10年期固定利率债券，在第5年末附有条件的发行人赎回权，同时附有减记条款，发行规模为不超过32亿元，采用固定利率形式，票面利率将通过招标系统招标决定，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券不含利率跳升机制及其他赎回激励，票面利率不与发行人自

2015年12月7日，今年以来已完成发行的商业银行二级资本债44只，发行总额2006.64亿元。尽管发行债券数量多于上年同期，但由于少了大行高额供给，发行总额要明显少于上年同期的3