

# 美债寒流来袭 信用债或加速分化

□本报记者 张勤峰

国内债券投资者担心，近来由美国高收益债市场崩盘对国内市场会产生示范效应。回顾年初以来，中国信用债市场信用事件接连不断，实质违约已经多达八起，个别领域和部分行业的信用风险正加速暴露，而债券违约溢价偏低的问题早就引起关注。

分析人士指出，国内债券市场违约渐成常态化，信用风险排雷已上升为投资必选动作，未来仍需警惕部分民企及强周期特别是产能过剩行业发行人的偿债风险。但与此同时，国内货币条件仍相对宽松、融资成本趋于下降，加上监管层对系统性风险严防失守的态度，发生大面积债务违约的可能性较小，信用债表现料以分化为主，非常有限的存量高收益债即使出现波动，对整体市场的冲击也将有限。

## 美垃圾债告急

由美联储议息引发的外汇市场波动，牵动着投资者神经，然而受美元升息预期冲击的大类资产绝不止外汇，近来美国本土高收益债出现崩盘迹象，显示货币政策调整对债券资产的影响同样立竿见影。

12月10日，美国知名基金公司Third Avenue Management宣布，关闭旗下资产规模近8亿美元的高收益债券共同基金，并暂停赎回。这被业内人士看作是2008年金融危机以来，美国共同基金行业最大的“黑天鹅”事件，并由此引发了美国高收益债市场的猛烈抛售。12月11日，美国垃圾债券重挫至逾六年来新低。衡量垃圾债市场风险的指标Markit CDX北美高收益指数飙升至2012年12月以来的最高水平。

美国垃圾债暴跌是美联储加息预期、能源公司风险上升共同造成的。美元升息意味着现实的利率风险，所有债券资产价格都将因此承压，而美国高收益中有相当部分是由能源或矿产公司发行的，对于这类发行人来说，全球经济放缓、大宗商品需求低迷及持续跌价，本已令企业经营积重难返，而升息将推高融资成本，致使资金链断裂的风险大幅上升，长期积累的信用风险加速暴露。

尽管高收益债在美国债券市场上占比不多，但值得注意的是，在美联储议息的敏感时点上，债券市场本已是风声鹤唳，高收益债市场造成的恐慌情绪正迅



速蔓延，美国国债市场、股票市场，甚至亚洲债券市场近日均出现明显波动，按照高盛的观点，当前这场美国高收益债市动荡最终可能是史无前例的。

而部分市场观点认为，新兴市场可能是美垃圾债暴跌的下一个受害者。首先，美债市场的波动可能影响部分涉足境外投资的机构的资产配置。巴克莱就称，主要投资美国高收益债券的基金出现的问题也可能对新兴市场产生直接波及影响，因为很多基金将部分资金——有时高达20%——配置到新兴市场债券。

另有市场人士指出，从历史收益率数据上看，中美国债利率走向具有一定相似性，这种联系可能使美国国债利率拉动中国国债利率上升。

美债市场波动对市场情绪的影响也值得关注，尤其是国内信用债违约溢价畸高与违约风险上升的矛盾日益激化，加上接二连三的信用事件营造的谨慎气氛，市场对低等级债券的规避倾向已经有所显现，美国垃圾债若崩盘难免加重国内信用债市场风险厌恶情绪。

但业内人士认为，美债波动对中国债券市场的影响主要将体现在情绪上，目前国内债券市场出现系统性下跌的可能性仍较小。首先，当下中美货币政策存在周期性差异，国内货币政策操作偏松，流动性持续充裕，企业融资成本趋降，再融资风险在降低，爆发大规模债务违约的可能性小；其次，尽管监管层对“刚兑”的态度在发生变化，对债务违约的容忍度可能上升，但确保不发生区域性、系统性金融风险仍是政策底线，未来信用风险更可能是有序释放；再者，资质严格局依旧，对于成本刚性的机构而言，中低等级债券仍是增强收益的主要选择；最后，国内高收益债群体小，实质违约率很低，很多出现违约的债券最后都进行了

有国内债券投资者就担心，近来由美国高收益债市场崩盘对中国债券市场会产生示范效应。

## 主要影响情绪

自从2014年3月超日债利息违约，打破了中国公募债券市场的零违约纪录，境内信用债市场的信用事件就一直持续不断。进入2015年以后，负面信用事件爆发的频率前所未见，目前仅公募债券实质违约就已达八起，个别领域和部分行业的信用风险正加速暴露，“防踩雷”已上升为信用债投资的关键词。

在债务违约渐呈常态化、市场风险意识提升、清理“僵尸企业”成为政策导向的情况下，美国高收益债市场出现的动荡，难免对国内信用债投资造成一定影响。

## 观点链接

### 民生证券：信用债研究要精细化

去年至今，货币政策宽松已经两年，但是对于降低企业融资成本、帮助实体经济复苏来说，效果并不佳，根源就在于经济下行环境下，银行要求风险溢价上升，惜贷，信用扩张传导不畅，而解决这个的药方，就是放开直接融资输血实业，管理层已经开始降低公司债和企业债发行门槛，筹划股票注册制，未来产业债规模将继续大幅增加，叠加明后年为城投债到期高峰，地方债务置换规模也不小，明年债市扩容将继续，供给带来的压力不容小觑。随着经济的下行，过剩产能出清加速，违约将常态化，个券和行业分化加剧，预期到的违约事件对于整个市场冲击较小，超预期违约事件冲击较大。而在扩容和违约常态化下，个

券收益率受企业和行业资质波动影响更大，信用债研究要求“精细化”、“股票化”。

### 光大证券：筛选排雷尤为重要

上周统计局发布了11月的经济数据，从基本面来看，实体经济延续疲弱态势，宽松政策有望延续。另外，李克强总理在国务院常务会议上重申清理“僵尸企业”，要对持续亏损3年以上且不符合结构调整方向的企业采取资产重组、产权转让、关闭破产等方式予以“出清”，目标是到2017年实现经营性亏损企业亏损额度显著下降。我们认为，煤炭、钢铁等产能过剩行业将会成为主要清理对象。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。并且时至年末，企业资金链较为紧张，信用风险可能会进一步加剧，筛选排雷尤为重要。

兑付，因此个别信用事件对整个板块和整个市场的影响较为有限。

事实上，在美国垃圾债濒临崩盘的同时，近期中国信用债市场仍相当稳健，高收益债普遍走势平稳，尚未出现异常剧烈波动。

## 信用债“2.0时代”

美国高收益债市场的动荡仍具有警示意义。伴随国内经济增速下移和产业结构调整，债务违约渐呈常态化，信用风险已是债券投资领域无法回避的问题，并将考验投资者择券能力。

从2013年违约风险“只闻楼梯响，不见人下来”，到2014年公募债零违约纪录被破，再到2015年违约风暴崭露头角，与近些年信用市场风险偏好渐增、风险溢价屡见新低截然不同的是，负面信用事件从无到有、由少及多、从点到线，迅速发展成为中国债券市场的“新常态”。机构提示，违约风险的暴露并不是短期波动，而是伴随过剩产能淘汰和产业结构调整的一个较长过程，目前才刚刚开始，后续继续爆发信用事件的概率较大。

在这一过程中，中国高收益债市场群体将逐步壮大，而信用债定价有望恢复其本来的面目。目前看，市场存量高收益债主要由两类群体构成，一是强周期尤其是产能过剩行业债券，二是民企债券。在一段时期内，这两个领域仍将是信用事件的高发区。

国泰君安报告提示，煤炭、钢铁、机械、有色等产能过剩行业将是未来违约的高风险领域，同属产能过剩的建材、化工以及下游集中度较差、民企占比较多的电子、纺织服装、电气设备等行业风险也较高。海通证券则指出，结合近期民企信用事件，需警惕民企政治风险和公司治理风险。

伴随着高危债券风险暴露，真正低风险高资质的信用债将成为市场稀缺品，在缺资格局下将受到资金追逐。总之，信用利差重估已经开始，信用债走向分化不可避免。

值得一提的是，今年已有两只信用债基金打算通过转型主动结束自己的运作生涯，还有一只信用债基由于规模持续萎缩面临清盘危机。随着信用债违约事件增多，主投信用债的基金产品也感到压力重重。业内人士表示，过去无差别投资的时代已经作古，中国信用债市场正走进精细化择券的“2.0时代”。

看股东”等简单粗暴的择券原则。

## 中金公司：低等级利差重估未完成

上周信用债收益率维持下行为主的趋势。但从信用利差来看，中低等级信用债依然不容乐观，其等级利差延续扩大倾向。宏观背景所导致的行业与个券分化影响仍然承压，短期内无法看到有任何改善。目前信用债在等级和行业间的估值分化会进一步拉大，总体信用利差将延续走阔的趋势。建议信用债后市配置优先高等级非强周期行业债券，谨慎应对产能过剩行业债券（尤其规避连续亏损企业），更加注重对行业中观和企业微观层面的分析与预警。发行人性质方面，优选国企，但不必完全排斥民企，民企应以资产实力雄厚且股权结构优良的业内龙头为主。（张勤峰 整理）

前两岸价差收窄至650点附近。不少业内人士表示，近期两地人民币走势的背离，或折射出市场目前正忌惮央行干预离岸价格。

不存在大幅贬值空间

市场人士指出，美联储决议前夕，人民币汇率继续走软。12月16日，人民币兑美元中间价、在岸即期汇率双双下调，相继实现八连跌和九连跌，并分别再度刷新四年半新低，离岸人民币兑美元汇率则上演V形走势，午后跌势明显。市场人士指出，美联储首次上调利率后的加息轨迹对人民币前景至关重要，市场对资本外流的隐忧犹在，人民币短期必然承压，不过随着加息预期消化完毕和人民币近期连续调整，展望后市，人民币并不存在大幅贬值空间，短期有望震荡企稳。

## 在岸人民币兑美元九连跌

本周三，境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.4626元，较前一交易日跌67个基点，为连续第八天下调，创2011年7月19日以来新低。

询价市场上，在岸人民币兑美元随中间价低开于6.4650元，早盘窄幅震荡，13:30后一路下跌，截至收盘报6.4733元，实现九连跌并刷新2011年7月以来新低，日内下跌123点或0.19%，跌幅较前一交易日扩大，市场成交额大降20%至206.64亿美元。

相比之下，离岸人民币兑美元市场多空博弈激烈，汇率波动较大，昨日盘中上演V型走势，9:30至14时曾一度大涨逾250点，但随后涨幅迅速收窄，截至18:40，离岸人民币兑美元报6.5436元，下跌68点或0.1%。

近两个交易日在岸人民币与离岸人民币走势明显分化，相比之下，离岸人民币兑美元市场多空博弈激烈，汇率波动较大，昨日盘中上演V型走势，9:30至14时曾一度大涨逾250点，但随后涨幅迅速收窄，截至18:40，离岸人民币兑美元报6.5436元，下跌68点或0.1%。

招商证券宏观经济研究员谢亚轩在电话会议上称，人民币汇率会进入区间双向波动，如果美元指数未来在90-110之间波动，则人民币兑美元在6.4为中枢、上下3%左右范围波动可能性较大。（王姣）

## 短期降准的必要性并不高

□安信证券固定收益部 袁志辉

大幅降低。所以，在此水平上的超储率即使略有减少，市场的资金利率并没有大的影响。进一步展望12月的情况，随着财政存款的大规模投放，超储率将面临自然回升。那么，在此背景下，基础货币并不存在较大的缺口，央行层面降准没有直接需求。

在整体社会投资需求偏弱的情况下，实体经济对资金的需求多体现在债务维系上，新增的项目投资很少，最终导致央行投放的有限资金很难全部进入实体经济领域，更多是进入金融资产领域，并演化成经济增速下行与金融繁荣相背离的尴尬局面。这或许是下半年央行货币政策相对较为克制的最关键原因。

在基建和制造业投资反弹的作用下，四季度经济逐步完成短周期的企稳，尤其是11月份的投资以及工业增加值增速明显超出市场预期，大大降低了短期货币宽松的必要性。此外，人民币国际化和汇率市场化大背景下，汇率问题已经成为货币投放的重要政策考量，央行断然不会主动为人民币贬值施加压力，而只会在资本流出造成基础货币缺失的情况下，进行相应的多种手段的资金投放操作。中期来看，17%的准备金率下降的空间肯定很大，但主要和此前十多年一样，都是外汇流入和流出的动态对冲调整工具。短期而言，市场均衡利率已经大幅降低。

截至三季度末，商业银行超储率是1.9%，经过两个月的调整，在外汇流出压力下，超储资金累计净减少约2000亿元，测算11月末的超储率大约在1.7-1.8%。从历史上来看，1.8%附近的超储率水平并不低，而且在实体经济投融资趋势性低迷的情况下，相较于此前同等的超储率水平，市场均衡利率已经大幅降低。

文仅代表作者个人观点

## 续发七年国债需求尚可

财政部16日招标的7期国债，中标收益率略低于二级市场，需求尚可，显示身处利率低位加上年底多种因素扰动，债市继续做多动力不强，但基本配置需求仍存。

综合中债网及市场人士透露的信息，本次7年续发国债中标收益率为2.9770%，边际中标利率3.0178%，全场投标倍数2.4倍，边际1.84倍；本期债券未获追加，实际发行280亿元。

中债到期收益率曲线显示，

12月15日，银行间市场待偿期7年的固息国债收益率为3.015%；16日，“15附息国债26”最优报价在3.035%。本次续发国债发行利率仍略低于二级市场水平，且认购倍数尚可，显示基本配置需求犹存。

市场人士指出，美联储决议披露在即，汇市波动牵动市场神经，而年底阶段流动仍有隐忧，在利率低位上，不宜贸然做多。短期内，债市或呈现震荡整理态势。（张勤峰）

## 贵州23日招标发行四期地方债

贵州省人民政府12月16日公告，定于12月23日招标发行第五批四期地方政府一般债券，总额30亿元。

这四期债包括2015年贵州省政府一般债券（十七期）至（二十期），四期均为记账式固定利率附息债，期限分别为3年期、5年期、7年期、10年期，发行规模分别为6亿元、9亿元、9亿元、6亿元。四期债券均由贵州省财政厅支付发行手续费，并办理还本付息事宜。四期债均采用单一价格荷

# 国债期货延续偏强震荡

□本报记者 王辉

在市场资金面持续平稳的背景下，12月16日国债期货市场在经过全天的宽幅震荡后再度小幅收涨。分析人士指出，11月中国外汇占款大幅下降、公开市场操作工作面上观等因素对短期债市运行扰动有限，而离岸人民币汇率走软势头有所衰减则在一定程度上提振了市场信心。综合来看，短期内期货市场预计仍有望延续偏强震荡的运行格局。

## 探底回升再度收涨

经过了本周一的显著回调后，周二、周三国债期货市场连续两个交易日出现震荡上扬。周三具体盘面上，5年期国债主力合约TF1603早盘虽高开低走，但午后再度被多方发力显著抬升。截至收盘，5年期国债期货主力合约TF1603报100.245元，涨0.05元或0.05%；持仓增加525手至20327手，成交微幅放大至23035手。10年期国债期货主力合约T1603收盘报99.16元，涨0.09元或0.09%；持仓小幅下降319手至23612手，成交小幅萎缩近一成至14768手。

交易员表示，本周一网上申购的九只股票冻结资金将于周四（12月17日）解冻，预计将给银行间资金面带来一定驰援。而与此同时，近两个交易日人民币离岸汇率出现一定反弹势头，也在一定程度上提振了市场信心。整体而言，在11月外汇占款数据大幅下降的背景下，各方对年底前



央行再降准或通过其他方式稳定流动性的预期十分浓厚，资金面整体格局平稳依旧。

周三一级市场上七年续发国债招标结果继续向好，显示出市场整体依旧看好债市中期表现。

## 短期有望延续偏强基调

对于利率债市场和国债期货的中短期运行，目前市场主流机构偏乐观的观点依旧占据上风。兴业证券分析认为，当下短端利率仍然偏高，关键的原因正是由于债务杠杆使得央行的货币政策放松受到掣肘。如果政策主动出击推动供给侧的改革，那么货币政策放松以稳定金融机构的流动性预期，防风险的必要性会进一步提升，短端利率下降的空间也会被打开。整体而言，在11月外汇占款数据大幅下降的背景下，各方对年底前

体来看，金融机构缺资产的情况在短期还很难得到解决，配置力量的持续释放有助于利率的下行。在此背景下，该机构认为，目前债市利率下行的趋势并未被扭转，投资者不必过于担忧。

具体到期债投资策略，广发期货指出，明年财政部或加大国债发行量，叠加明年4万亿左右的地方债务置换额度，未来市场做多情绪届时或将受到一定影响。但就短期操作而言，投资者仍可逢低建立配置性多头。此外，申万期货、银河期货等机构也表示，即便美联储加息落地，短期国债期货预计也难以出现大幅下行。考虑到近期信用债违约再度出现，利率债或将受到追捧，预计短期国债期货仍将震荡上行为主，操作上建议多单可继续持有。