

去产能 去库存 去杠杆

违约风险暴露 信用债加速分化

□本报记者 王姣

近期利率债收益率加速下行，信用债收益率亦随之整体下移，但相对利率债明显滞后者且涨幅偏小，信用利差有所扩大，而年末信用事件频发，机构风险偏好出现回落，信用债内部分化格局愈发明显。

市场人士指出，“钱多资产荒”料引导国债收益率中枢进一步下行，后续信用债整体有望跟涨。但在中央决策剑指去产能、去库存、去杠杆的背景下，过剩产业信用风险有所增加，未来信用违约或常态化，信用利差分化格局正加速形成，未来高等级债券信用利差有望维持低位，中低等级品种信用利差则 will 随着信用风险的暴露而上演纠偏，防范信用风险应成为近期债券投资第一要务。

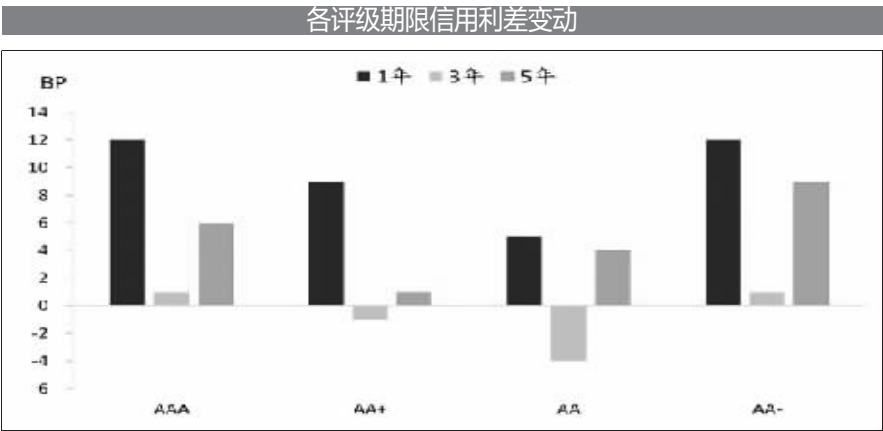
信用利差走扩

本周以来，债市延续上周火热行情，收益率一路加速下行，10年期国债收益率两日内再度下跌约10bp至2.84%，信用债各期限等级品种收益率亦随之整体下移。

12月22日，在流动性充沛及“资产荒”持续的支撑下，信用债多数品种收益率仍然下行，AA+及其以上券种收益率下行幅度较大。如短融中票超AAA1年期、3年期、5年期收益率分别下行6BP、3BP、9BP；城投债AAA级3年期、5年期收益率分别下行5BP、1BP。

伴随着国债收益率的加速下行和信用债的小幅跟涨，信用利差被动走扩，短端走扩更为明显。据国泰君安证券数据，上周1年期品种走扩5-12bp，3年期AAA、AA-级品种走扩1bp，AA+、AA级收窄4bp以内，5年期品种走扩1-9bp。目前，AA级及以上品种利差处于历史1/4分位数附近，AA-级品种利差在历史均值和历史3/4分位数之间。

国泰君安证券认为，随着国债收益



数据来源:WIND 国泰君安证券研究

率中枢的进一步下行，后续信用债整体上仍有望继续跟涨，信用利差再度收窄只是时间问题。不过该券商认为，后续信用利差低位小幅震荡将是常态，毕竟当前各期限等级信用利差分位数接近历史极限，收窄的动力来自于走扩，趋势性收窄的可能性已不大。

内部加速分化

近期信用债收益率整体小幅下移但仍呈分化之势，AA+及以上品种下行幅度大于中低等级品种，等级利差继续走阔，显示债市仍有避险情绪。

据中泰证券数据，近期AA+级债券评级利差在出现3-8BP缩窄的同时，AA、AA-债券保持平稳或小幅上扬趋势。目前AA+评级各期限债券评级利差均处于25%分位数以下，但AA-债券5Y、7Y评级利差均处于75%以上的高位区间。

分析人士指出，四季度市场配置需求依旧旺盛，带动中高等级信用利差整体维持在历史低位水平，但是在信用负面事件频发的背景下评级间利差明显走扩。展望后市，中高评级由于“缺资产”和有杠杆价值，信用利差将维持低位，低评级由于风险事件频发信用利差开始走

扩，后续信用债内部分化将进一步加大。

国泰君安证券表示，信用债内部分化格局愈发明显，一方面，资产配置荒和流动性宽松导致中高等级信用债有较强 的杠杆价值，信用利差难以趋势性走扩，而信用风险增大又导致低评级信用利差难以进一步收窄。比如近期一级市场发行利率分化持续加大，过剩产能行业发行利率持续大幅走高，二级市场交易所高收益债延续大幅波动和分化走势，总体上信用尾部区域的性价比仍然不高。

进入12月以来已经出现9起主体评级下调和展望负面事件，信用风险高于以往。市场人士认为，随着债券市场负面事件的增加，未来中国信用债估值将愈来愈多地反映信用风险定价因素。12月以来，低评级信用债对应着较高的信用利差，利差规模也呈上升趋势，这意味着信用利差已经考虑到信用风险溢价。

警惕尾部风险

2015年已是信用事件频出的一年，后期随着供给侧改革的深入推进及去产能政策落地，业内人士预计，信贷市场风险将向债市转移，2016年信用事件的爆发将更为频繁，在信用风险逐步暴露的过程中，建议

过剩行业危名在外

煤钢色或成违约重灾区

□本报记者 王姣

伴随着经济增速持续放缓，信用风险逐渐暴露，而在供给侧改革和去产能政策背景下，煤炭、钢铁、有色等强周期产能过剩行业将首当其冲。

煤钢色信用利差扩大

四季度以来，市场对强周期产能过剩行业基本恶化形成了较强共识，对煤炭、钢铁、有色等行业信用风险的担忧随之升温，其行业利差在四季度以前所未有的幅度走扩。

据中金公司最新统计，以AAA级行业利差绝对水平看，最高的依旧为煤炭和钢铁，中位数分别为122bp和96bp；AA+级行业利差最高的是煤炭、有色金属和钢铁，中位数分别为139bp、122bp

和103bp；AA级行业利差最高的是煤炭和化工，中位数分别为159bp和157bp。作为四季度利差走扩幅度最大的行业，煤炭AAA和AA+评级行业利差扩大超过50bp，AA级也走扩15-20bp，钢铁四季度AAA和AA+评级钢铁行业利差亦走扩30bp以上。

究其原因，市场人士认为，在宏观经济增速持续下行的背景下，周期性产能过剩行业的经营环境持续恶化，而今年多起信用违约及主体评级调低和展望变为负面的信用事件中，钢铁、煤炭、有色等行业企业数量相比往年成倍增加，不少高危券面临兑付考验，导致投资者对相关行业越发谨慎。

据华创证券统计，伴随信用债市场快速扩容，评级下调和负面展望次数在持续增加，截至12月21日，债项评级调低

次数共计120次，主体评级调低次数共计1339次，担保人调低评级次数共计68次，负面事件主要集中在钢铁、水泥、煤炭、化工、有色金属等产能过剩行业。

后续料成违约雷区

近日召开的中央经济工作会议定调供给侧改革五大方向：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，市场人士判断，在传统产能过剩行业企业主动去杠杆、去产能的背景下，明年产能过剩企业的信用风险或将持续暴露，而煤炭、钢铁、有色等企业或将成为违约重灾区。

海通证券指出，中央经济工作会议提出五大任务中去产能居首，产能过剩行业自身造血能力几近丧失，去产能攻坚背景下，再融资难度加大，外部支持力度减弱，均会推升信用风险，钢铁、煤炭

净投放有限 “放水”或需加量

□本报记者 张勤峰

22日，央行公开市场逆回购交易量维持在300亿元，单日净投放200亿元。面对短期流动性出现的边际收紧迹象，央行对机构短期流动性的支持力度已逐步提高，但对比年底资金需求及资金外流压力仍属温和，市场仍期盼“放水”力度加大。

净投放200亿

公告显示，央行22日上午继续开展逆回购操作，期限7天，中标利率持稳于2.25%，交易量持稳于300亿元，但因当日到期逆回购规模为100亿元，仍实净投放200亿元，为近期连续第二次操作净投放资金。

上周四（12月18日），央行将7天逆回购交易量由前次的100亿元上调至300亿元，并实现净投放100亿元。从净投放规模的变化上看，面对短期流动性出现的边际收紧的迹象，央行对机构短期流动性的支持力度已逐步提高。

此据央行披露，其于18日对部分金融机构开展中期借贷便利（MLF）操作，期限六个月，利率3.25%，规模为1000亿元。

供需弱均衡

尽管央行资金投放力度有所加大，但总体仍属温和，后续流动性仍存波动压力。

央行公开市场资金投放力度仍然有限。本周四（24日）还有300亿元逆回购到期，如果央行维持逆回购交易额不变，则本周仅能净投放100亿元。另有业内人士表示，本年内

近期央行逆回购操作一览						
发生日期	期限(天)	回购方向	交易量(亿元)	中标利率(%)	利率变动(bp)	到期日期
2015-12-22	7	逆回购	300	2.25	0	2015-12-26
2015-12-17	7	逆回购	300	2.25	0	2015-12-29
2015-12-15	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-22
2015-12-10	7	逆回购	200	2.25	0	2015-12-17
2015-12-8	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-15
2015-12-3	7	逆回购	300	2.25	0	2015-12-10
2015-12-1	7	逆回购	500	2.25	0	2015-12-8
2015-11-26	7	逆回购	200	2.25	0	2015-12-3
2015-11-24	7	逆回购	100	2.25	0	2015-12-1
2015-11-19	7	逆回购	200	2.25	0	2015-11-26
2015-11-17	7	逆回购	100	2.25	0	2015-11-24

有1000亿元MLF到期，因而不排除央行日前开展MLF属到期续做的可能。

与此同时，流动性收紧压力逐渐加大。一方面，居民财富在本外币之间重配的趋势难挡，资金外流压力犹存，对本币流动性的不利影响仍在积累；另一方面，逐渐临近年底，跨年资金需求上升，而机构流动性管理日趋谨慎，易引发流动性结构性失衡。

近两日资金市场上，资金供需总体均衡，但隔夜及部分跨年期限资金供需有紧张迹象。22日，银行间质押式回购市场上，中短期限资金利率纷纷继续走高，其中隔夜回购利率上涨3bp至1.90%，7天利率持稳在2.46%，跨年的14天和21天回购利率则分别上行14bp、7bp至2.98%、3.77%。交易员称，昨日隔夜资金融出收紧，致使成交下滑，而跨年14天、21天供不应求，成交继续上升。

市场盼“放水”

往上看，资金供需此消彼长，资金面弱

投资者关注高评级产业债和优质城投债，规避评级较低、产能过剩行业的品种，通过精细化信用分析，谨慎甄选标的。

近日召开的中央经济工作会议提出去产能、去杠杆、去库存、降成本和补短板五大任务，并将“积极稳妥化解产能过剩”列为2016年首要工作任务，提出“多兼并重组，少破产清算”。业内人士解读认为，预计明年产能过剩的央企将更多地采取兼并重组方式加快淘汰落后产能，“僵尸企业”将逐步退出市场，相关行业低等级债券信用风险会进一步释放。

华创证券指出，2016年供给端改革可能会限制央行货币政策放松空间，因此资金供给也会下降，使得企业进入被动信用收缩周期，信用风险上升，信用利差上升，尤其是对产能过剩行业而言。由于整体债券市场做多热情高涨，高等级信用债仍会跟随利率债而走强，而低等级风险仍在释放，因此需要继续回避低等级品种。

而据申万宏源的调研，关注信用风险已成为大多数投资者2016年债券投资的第一要务。该券商指出，在实体经济下滑压力尚未解除，重点发债行业即将步入长周期去产能的背景下，2016年产业债的违约压力将确定性上行，投资者的风险偏好较前两年也将系统性下移，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。在随后的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。

业内人士指出，从近期一级市场的情况来看信用债分化仍在加大，过剩产能行业发行利率仍在大幅走高，交易所高收益债也延续大幅分化和波动，总体上看，信用尾部区域的性价比仍然较弱。后续“供给侧”改革将推动产能过剩行业出清，基本面上信用风险山雨欲来，建议投资者加强风控，规避高危行业、低等级、弱资质的信用债，防患信用风险于未然。

等中上游产能行业或首当其冲。

中金公司亦认定，钢铁、煤炭和大宗有色是目前信用基本面最弱的行业，明年还可能进一步恶化，且面临淘汰落后产能及僵尸企业的压力，2016年行业利差进一步扩大的可能性高，建议低配。特别是其中部分低资质券种，可能面临较高的违约风险，建议投资者回避。

平安证券预计，2016年信用债市场“排雷”重点主要是钢铁、水泥、煤炭、有色金属、化工和新能源等产业。此类行业上游产品价格走弱趋势延续多年，令企业经营环境持续恶化，而上游产能过剩行业正是去杠杆的重点。产能过剩行业信贷空间紧张，信贷市场风险向债券市场转移，部分企业因为银行抽贷导致偿债压力进一步增加或者由于贷款逾期导致信用风险暴露。

岁末抓紧补血 银行扎堆发二级资本债

□本报记者 张勤峰

时值岁末，银行却掀起一股发债充实资本的热潮。22日，银行间市场同时有四家银行发行二级资本债，并有三家银行披露发行二级资本债的公告文件。据不完全统计，12月以来，已发行或将发行的银行二级资本债券已达766亿元，单月发行量有望创年内新高。市场人士指出，因业务发展需求和资产质量下滑，银行对充实资本金有内在需要，而年末指标考核压力，更增强银行发行二级资本工具的动力。

单月发行额创年内新高

综合中国债券信息网、中国货币网信息，12月22日，营口银行、九江银行和包商银行先后发布了发行二级资本债的相关文件。

据相关文件，营口银行、九江银行、包商银行均定于12月25日发行各自的2015年二级资本债券。这三支债券均为“5+5年”期品种，在第5年末附有前提条件的发行人赎回权，同时附有减记条款，计划发行规模分别为8亿元、20亿元、65亿元。

三家发行人在同一天披露发行文件，在金融债一级市场上，虽算不上很多，但绝对不少，对于商业银行二级资本债这一品种而言，则不多见。无独有偶，公开信息显示，12月22日当天，银行间市场同时有四家商业银行在发行二级资本债，分别是阜新银行、九江农商行、三峡银行和江苏紫金农商行，发行总额36亿元。

进一步的统计显示，12月1日起，银行间市场已发行及已公告待发行的银行二级资本债共计18只，计划发行772亿元。鉴于该类债券几无发行失败案例，可以预期，本月商业银行二级资本债券发行规模有望创下年内新高。到目前为止，今年商业银行二级资本债发行高峰期出现在9月

份，当月发行总额为675亿元。

内在需求叠加考核压力

历史上，商业银行二级资本债发行高潮出现在2014年8月，当月发行额高达1663.5亿元。其中一个主要原因是，当月工、农、中、建、交五大国有银行均有供给，单支债券的发行额就达到两、三百亿元。本月银行二级资本债发行额较高，也有大中银行发行的贡献，例如建行发行了240亿元二级资本债，恒丰银行和盛京银行分别发行了150亿元、100亿元的二级资本债，但本月还有很多城商行、农商行的供给，显示当下商业银行在补充资本上普遍具有强烈的意愿。

据业内人士分析，年底商业银行扎堆发行二级资本债券，一则因为商业银行存在补充资本金的内在需求。随自身业务拓展，商业银行对资本的消耗巨大。今年以来，在宽松政策导向下，商业银行信贷投放有所加快，前11个月金融机构累计新增人民币贷款11.12万亿元，较去年同期多增204万亿元。与此同时，在经济调整过程中，银行资产质量普遍下滑，根据银监会数据，2015年三季度全行业不良贷款率为1.59%，已连续九个季度上升。为应对业务发展需求，以及出于提高抗风险能力的考量，各家银行对补充资本金有着内生需求。二则可能与年底监管指标考核有关。在资产质量持续下滑的情况下，商业银行在年底前“补血”的动力更强。

此外，目前国内银行补充资本金的渠道相对有限，主要有留存收益、增资扩股、发行二级资本工具、发行优先股等方式。业内人士表示，在银行业利润增速放缓的现状下，单靠内部留存收益难以满足业务发展需要，外部融资需求依然迫切，而债券融资的市场影响相对较小，因此受到银行青睐。

上涨过猛 期债或需整固

21日，国债期货涨势放缓，期价先扬后抑，尾盘涨跌有限。市场人士指出，当前阶段债市收益率易下难上，牛市行情难言终结，但短期利率下行过快需要整固，政策宽松预期仍未兑现也限制债市进一步做多热情。

昨日国债期货市场走平，5年和10年品种略显分化。5年期国债期货各合约微跌0.01%或0.02%，10年期各合约则小涨0.07%或0.08%。截至收盘，TF1603合约报100.775元，T1603合约报99.905元。

联合资信:代偿无碍 “12杭州SMECNII001”评级

联合资信日前发布了关于“12杭州SMECNII001”跟踪评级的公告。

公告指出，12月18日，浙江华欣新材料股份有限公司发布公告称：截至公告日，华欣新材料专项债资金账户余额为1068.41元，存在应到但未到账差额21179.89万元；目前流动资金极度紧张，短期偿债压力较大，无法履行本息兑付的义务；华欣新材料提请中债信用增进投资股份有限公司对“12杭州SMECNII001”发行额中发行企业本息缺口部分，以及所有其他费用履行代偿义务。

“12杭州SMECNII001”

■交易员札记

债市窄幅震荡 关注短期品种

22日，债市交投活跃，早盘收益率惯性低开，午盘后有所回调，全天总体持稳。

昨日利率债收益率继续下行。国债收益率整体下行2-4bp，1年期成交在2.32%附近，5年期成交在2.63%附近，10年期成交在2.86%。政策性金融债收益率整体下行3-5bp，10年期国开债成交在3.23%附近。地方债方面，7年期新疆债成交在3.20%，10年期江苏债成交在3.20%。

昨日信用债成交利率显著呈现小幅波动，中长端显著下行。中票成交集中在中长端高等级券种，如3年期15中石油MTN001成交在3.09%，AA券

种15沪北高新MTN002成交在4.00%。企业债成交略有回暖，收益率继续下行，3年期15石化01成交在3.12%，10年期15铁道07成交在3.55%。

本周受打新和年末影响，部分期限资金供不应求，主要回购利率多数上行，但资金面整体尚维持宽松，市场对年底流动性持乐观态度。美联储加息对债市冲击有限，短期内债市走向主要受经济悲观和政策宽松预期影响。虽然经济整体疲弱，但边际走稳的风险仍然存在，整体来看，利率风险大于流动性风险，操作上建议关注短久期品种及收益波动带来的正向收益。（中银国际证券 斯竹）