

■债市风险提示录(四)

# 债市堰塞湖：信用利差太低难挡违约潮

□本报记者 王姣

债牛撒蹄奔跑的同时，新一轮信用事件甚至实质违约也以前所未有的频率陆续爆发，信用利差太低对风险覆盖不足的话题也再次被推上舆论的风口浪尖。

“信用债收益率太低了，信用利差也已经处于历史最低位，现在的利差与投资者承担的信用风险是完全不匹配的，这是信用债目前最大的风险。”一位业内人士的话道出了当前债牛头上的隐忧。

分析人士指出，在经济增长中枢下行、银行不良贷款双升、信用风险开始暴露的背景下，信用利差反而逆基本面大幅收窄，意味着二级市场开始进入不理性状态，也说明信用利差反映更多的是流动性溢价而非信用风险溢价。极端收窄的信用利差的背后，是金融市场出现了“资金多、资产荒”的“堰塞湖”现象。目前来看，资金回流重配和高收益资产缺乏仍是主导信用债的核心因素，利差大幅走扩可能性不高。但当前信用债绝对收益率和信用利差均已压至历史低位，安全边际大大下降，而信用风险仍是高悬之剑，一旦资金面预期转变，或引发大幅调整，低等级品种将首当其冲。

### 信用利差持续收窄之谜

今年下半年以来，强大的配置需求迅速引发债券市场的火热行情，在发行规模爆发式放量的同时，一级市场中标利率屡创新低，二级市场收益率也一路下行，信用利差已全线缩减至历史低位。以五年期中票为例，据中信证券最新数据，目前5年期中票AAA、AA+、AA、AA-信用利差分别处于历史17%、24%、22%、70%分位数附近，较年初分别收窄了29BP、

30BP、31BP、32BP。

信用债定价基本都采用的是“基准加点法”，其基本思想是以同期限国债收益率为基础加上一定的利差以反映对投资者购买某信用资产违约风险的补偿。按常理说，近年来中国经济增速不断下行，理应反映的是企业债务压力上升，信用风险不断暴露，信用利差走阔的过程。但与事实截然相反的是，信用利差在这几年来是不断收窄的，出现这种背离的原因是什么？

综合业内人士的观点，短期来看，7月以来信用债收益率快速下行和信用利差收窄的导火索源于股市的大调整。在新股IPO暂停以股市去杠杆的背景下，债市跷跷板效应吸引大量资金逐鹿债市，叠加流动性宽松、一级发行配置需求火爆等因素，信用债收益率迅速下行，信用债与利率债之间的信用利差也逐步压缩至历史低点。

而剖析更深层次的原因，信用利差逆基本面恶化不断收窄主要因其反映更多的是流动性溢价而非风险溢价。在发行规模爆发式放量的同时，一级市场中标利率屡创新低，二级市场收益率也一路下行，信用利差已全线缩减至历史低位。以五年期中票为例，据中信证券最新数据，目前5年期中票AAA、AA+、AA、AA-信用利差分别处于历史17%、24%、22%、70%分位数附近，较年初分别收窄了29BP、

30BP、31BP、32BP。信用债定价基本都采用的是“基准加点法”，其基本思想是以同期限国债收益率为基础加上一定的利差以反映对投资者购买某信用资产违约风险的补偿。按常理说，近年来中国经济增速不断下行，理应反映的是企业债务压力上升，信用风险不断暴露，信用利差走阔的过程。但与事实截然相反的是，信用利差在这几年来是不断收窄的，出现这种背离的原因是什么？

综合业内人士的观点，短期来看，7月以来信用债收益率快速下行和信用利差收窄的导火索源于股市的大调整。在新股IPO暂停以股市去杠杆的背景下，债市跷跷板效应吸引大量资金逐鹿债市，叠加流动性宽松、一级发行配置需求火爆等因素，信用债收益率迅速下行，信用债与利率债之间的信用利差也逐步压缩至历史低点。而剖析更深层次的原因，信用利差逆基本面恶化不断收窄主要因其反映更多的是流动性溢价而非风险溢价。在发行规模爆发式放量的同时，一级市场中标利率屡创新低，二级市场收益率也一路下行，信用利差已全线缩减至历史低位。以五年期中票为例，据中信证券最新数据，目前5年期中票AAA、AA+、AA、AA-信用利差分别处于历史17%、24%、22%、70%分位数附近，较年初分别收窄了29BP、

30BP、31BP、32BP。

信用债定价基本都采用的是“基准加点法”，其基本思想是以同期限国债收益率为基础加上一定的利差以反映对投资者购买某信用资产违约风险的补偿。按常理说，近年来中国经济增速不断下行，理应反映的是企业债务压力上升，信用风险不断暴露，信用利差走阔的过程。但与事实截然相反的是，信用利差在这几年来是不断收窄的，出现这种背离的原因是什么？

综合业内人士的观点，短期来看，7月以来信用债收益率快速下行和信用利差收窄的导火索源于股市的大调整。在新股IPO暂停以股市去杠杆的背景下，债市跷跷板效应吸引大量资金逐鹿债市，叠加流动性宽松、一级发行配置需求火爆等因素，信用债收益率迅速下行，信用债与利率债之间的信用利差也逐步压缩至历史低点。

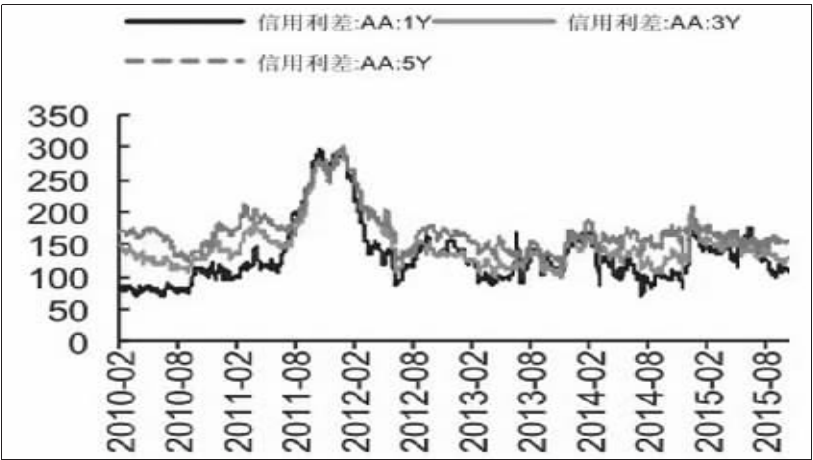
而剖析更深层次的原因，信用利差逆基本面恶化不断收窄主要因其反映更多的是流动性溢价而非风险溢价。在发行规模爆发式放量的同时，一级市场中标利率屡创新低，二级市场收益率也一路下行，信用利差已全线缩减至历史低位。以五年期中票为例，据中信证券最新数据，目前5年期中票AAA、AA+、AA、AA-信用利差分别处于历史17%、24%、22%、70%分位数附近，较年初分别收窄了29BP、

30BP、31BP、32BP。信用债定价基本都采用的是“基准加点法”，其基本思想是以同期限国债收益率为基础加上一定的利差以反映对投资者购买某信用资产违约风险的补偿。按常理说，近年来中国经济增速不断下行，理应反映的是企业债务压力上升，信用风险不断暴露，信用利差走阔的过程。但与事实截然相反的是，信用利差在这几年来是不断收窄的，出现这种背离的原因是什么？

综合业内人士的观点，短期来看，7月以来信用债收益率快速下行和信用利差收窄的导火索源于股市的大调整。在新股IPO暂停以股市去杠杆的背景下，债市跷跷板效应吸引大量资金逐鹿债市，叠加流动性宽松、一级发行配置需求火爆等因素，信用债收益率迅速下行，信用债与利率债之间的信用利差也逐步压缩至历史低点。

而剖析更深层次的原因，信用利差逆基本面恶化不断收窄主要因其反映更多的是流动性溢价而非风险溢价。在发行规模爆发式放量的同时，一级市场中标利率屡创新低，二级市场收益率也一路下行，信用利差已全线缩减至历史低位。以五年期中票为例，据中信证券最新数据，目前5年期中票AAA、AA+、AA、AA-信用利差分别处于历史17%、24%、22%、70%分位数附近，较年初分别收窄了29BP、30BP、31BP、32BP。信用债定价基本都采用的是“基准加点法”，其基本思想是以同期限国债收益率为基础加上一定的利差以反映对投资者购买某信用资产违约风险的补偿。按常理说，近年来中国经济增速不断下行，理应反映的是企业债务压力上升，信用风险不断暴露，信用利差走阔的过程。但与事实截然相反的是，信用利差在这几年来是不断收窄的，出现这种背离的原因是什么？

短融中票（AA-）-国开债信用利差



资料来源:中信证券

“中国信用债市场更是在较长时间维持了‘刚性兑付’，较低的违约率使得本地债券投资者在进行利率债投资时往往忽视了预期违约和风险溢价的影响，对流动性补偿更为看重。”信达证券指出。

中信证券也表示，一般情况下，在没有全局性违约风险的前提下，信用利差主导因素仍为流动性溢价。因此，即便2015年债市违约风声鹤唳，市场参与者追求高收益资产的动机和行为驱动债市进入史无前例的牛市，中高等级信用利差仍没有明显的抬升。换言之，主流市场预期仍坚持认为信用风险的释放平稳、可控，不需要过高的违约风险溢价补偿。

违约风险难拉大信用利差

随着12二重集MTN1、10中钢债、12雨润MTN1等一系列债券兑付危机的爆发，投资者对于违约风险的担忧也日益加重。业内人士表示，市场担心如果经济继续下行，越来越多的企业