

中国宏观

宏观报告

信用利差将维持高位

结构性去杠杆导致境内和离岸信用利差走阔

在 2018 年 2 月 2 日，我们发布了研报“[中国宏观经济：金融行业去杠杆进程几何？](#)”。我们在该研报中强调由于金融去杠杆以及境内开发商债券将于 18 年下半年和 2019 年集中到期，境内和离岸市场的借贷成本将会上升。目前事态正如我们预料的方向发展。我们预计下半年会出现一些宽松政策（降低准备金率），但我们认为监管机构并未改变去杠杆、形成信贷收益率曲线、给房地产市场降温以及引导信贷服务实体经济的决心。我们预计境内和离岸信用利差在 2018 年的剩余时间将维持在较高水平。我们建议投资者坚守符合以下条件的公司和行业：债务水平可控、债务到期期限较长、现金流强劲、受政策鼓励，并且对影子信贷的依赖度低。

境内影子信贷萎缩；境内债券违约增加

尽管资管新规最终版本将过渡期延长到 2020 年，新规也不像征求意见稿那么严苛，但整体信贷增长放缓速度比预期更快。社会融资规模存量增速从 2017 年底的 12.0% 大幅下降至目前的 10.5%（图 1）。银行贷款增长一直保持稳定，信托贷款、委托贷款和商业性票据出现负增长（图 3）。这说明监管机构去杠杆的决心以及金融机构主动压缩规模。境内债券违约到目前为止集中在杠杆率高、盈利能力低和现金流不足的公司。当信贷紧缩时，经营能力较弱企业的信贷额度会先被压缩。我们预计这一趋势将贯穿 2018 年。

境内债券分化：避险情绪致利率市场走强，低等级信用利差持续扩大

AA 级城投债的信用利差自 17 年 10 月以来上行了 92 个基点，AA 级产业债的信用利差上行了 75 个基点。有趣的是，避险情绪导致利率市场需求上升，并导致自 2018 年 2 月以来国债收益率下降（图 7）。利率市场走强导致同业利率多次冲高。AAA 级产业债和城投债的信用利差并未大幅上行。

离岸债券：高收益债券重新定价和去杠杆

房地产和地方政府融资平台是境内影子信贷市场的两大主要借款人。如果无法从银行贷款获得额外资金，它们可能面临再融资困境。年初至今不断上涨的美国国债收益率、动荡的地缘政治局势，导致新兴市场高收益美元债券重新定价（图 19）。加上债券市场的杠杆结构，债券投资者开启了规避风险模式。境内市场压缩影子信贷造成的资金缺口、推迟发行境内债券，可能使更多开发商转向离岸公开债券市场以及私募市场。由于境内债券集中到期，离岸市场的供应可能会增加。我们预计收益率将维持在高位。

开发商艰难的一年：融资成本上升；利润率下降

在最近的研报“[中国房地产：幸存者之战](#)”中，我们强调了市场集中度不断上升以及房地产市场排位战的艰巨挑战。市场集中度上升不仅体现在土地资源方面——还体现在融资方面。与小型开发商相比，国有开发商和排名靠前的私营开发商拥有更好的再融资渠道。考虑到一线和二线城市严格的限价政策，开发商为了加快资金回笼可能愿意接受较低的利润率。

李蕾

分析员

+852 3163 3383

Michelle.Li@amtdgroup.com

王依依

分析员

+852 3163 3380

Yiyi.Wang@amtdgroup.com

压缩影子信贷

整体信贷增长放缓速度快于预期

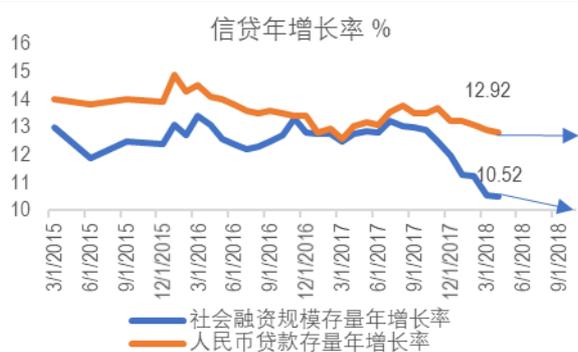
尽管资管新规严格程度低于预期，但整体信贷增长放缓速度比预期更快。社会融资规模存量增速从 17 年底的 12.0% 大幅下降至目前的 10.5%（图 1）。银行贷款增长一直保持稳定，信托贷款、委托贷款和商业性票据出现负增长（图 3）。这说明监管机构去杠杆的决心以及金融机构主动压缩规模。

违约潮无法避免

由于债券市场透明度高，我们可以看到国内债券市场违约案例开始增加（图 4）。我们预计金融机构的资产质量会出现一定程度的恶化，尤其是那些影子信贷资产敞口大且吸储能力弱的小机构。境内违约到目前为止集中在杠杆率高、盈利能力低和现金流不足的公司，这并不罕见。当信贷紧缩时，经营能力较弱的企业的信贷额度会先被压缩。

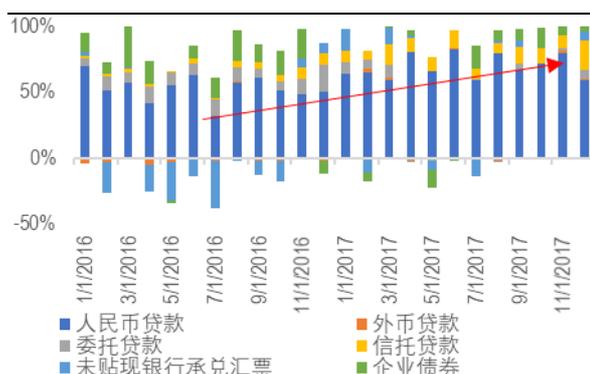
但是，我们认为监管目标是实现信贷回归正常增长，并引导信贷服务实体经济。作为影子信贷市场中最大的两类借款人，房地产开发商和地方政府融资平台可能会感受到非常严峻的再融资环境。因此，它们有非常大的压力需要转向离岸信贷市场借贷。

图 1: 整体信贷增长速度放缓速度快于预期；贷款增长相对稳定



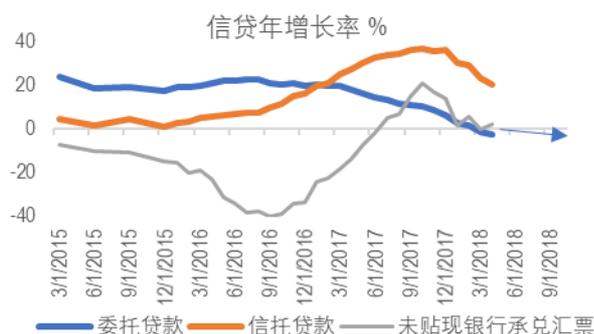
资料来源：中国人民银行、万得

图 2: 2018 年社会融资增量将大幅偏向银行贷款



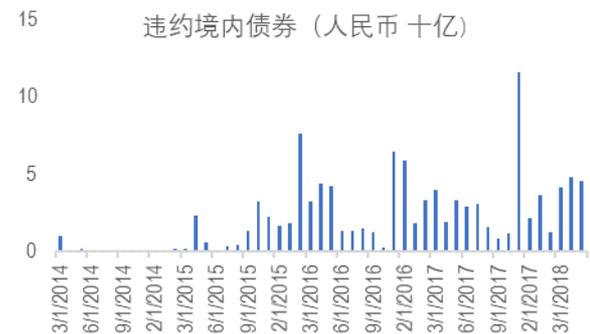
资料来源：中国人民银行、万得

图 3: 影子信贷增速急剧下降



资料来源：中国人民银行、万得

图 4: 境内债券月违约量



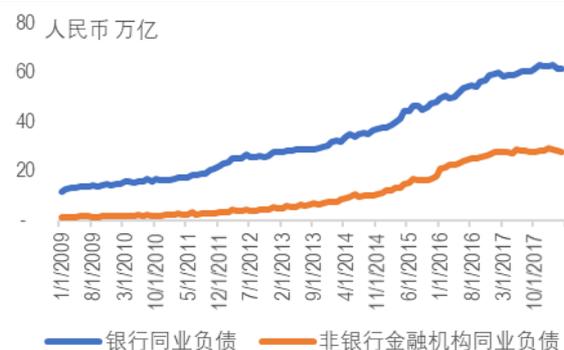
资料来源：中国人民银行、万得

同业负债快速下降

在过去的 10 年间，随着金融脱媒和金融市场创新的不断推进，金融体系的杠杆率大幅上升——一个值得注意的趋势是同业负债、特别是股份制商业银行和区域性银行同业负债大幅上升。资管行业也变成银行投资债券/股票市场和非标资产的渠道。截至 18 年 1 季度，我们预计金融机构的同业负债达到 90 万亿元人民币（图 5），从商业银行获得资金的大资管行业资产管理规模达到 109 万亿元人民币。即使与银行系统 250 万亿元的总资产相比，这都是具有份量的。

同业负债已经到了一个转折点，2018 年 4 月的同业负债存量开始下降。我们认为此次去杠杆将持续 2018-2020 年，直至同业负债、通道业务规模和非标信贷大幅下降。我们认为这有利于中国金融市场的可持续发展和提高资本配置效率。当然，短期的阵痛是无法避免的。我们预计在 2018 年剩余时间内，金融体系将继续出现更多局部的微型流动性紧缩。此外，股份制商业银行和区域性银行可能会继续压缩非标信贷，并可能受累于存款竞争以及资产质量下降。

图 5: 商业银行和非银行金融机构同业负债大幅上升



资料来源：中国人民银行；注：此处同业负债包含债券

图 6: 同业负债走向负增长



资料来源：中国人民银行；注：此处同业负债包含债券

非标信贷将在何处发展？

我们认为有三种消化非标信贷的方式：1) 转为贷款；2) 转为债券和 ABS；3) 转为资管产品。并非所有非标信贷都可以转换为其他形式的信贷。

- 转为贷款：只有一部分非标资产可以转换为贷款。这种做法仍然受限于贷款配额，并给银行增加资金压力；对于那些缺少监管机构支持的行业可能很难转向贷款；区域性银行对异地公司的非标资产无法转换为贷款。
- 转为债券和 ABS：并非所有非标信贷都可以转换为债券或 ABS。这是因为 ABS 挂牌规则要求更高。
- 转为资产管理产品：非标资产可以打包成不保本、不保收益的资产管理产品。资管新规禁止期限错配，这可能使银行很难发行以非标资产为底层资产的短期理财产品。

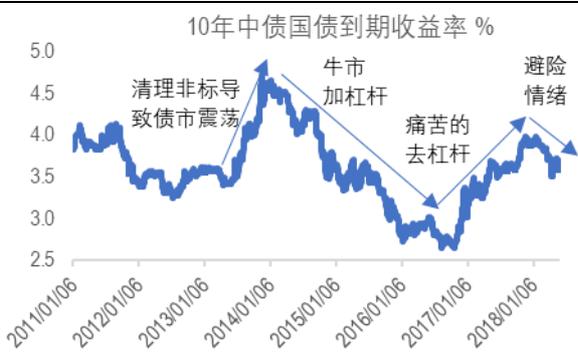
境内债券市场违约潮 —— 信用利差将维持高位

由于其流动性和大量使用杠杆，境内债券市场从 2016 年开始首先感受到痛苦。这推高了债券市场的整体利率（图 7）。越来越多的违约问题导致信用利差显著走阔。信用利差自 2017 年下半年开始迅速走阔，特别是对于 AA 级的债券。AA 级城投债的信用利差自 17 年 10 月以来上行了 92 个基点，AA 级产业债的信用利差上行了 75 个基点。

避险情绪偏向利率债和高评级债券

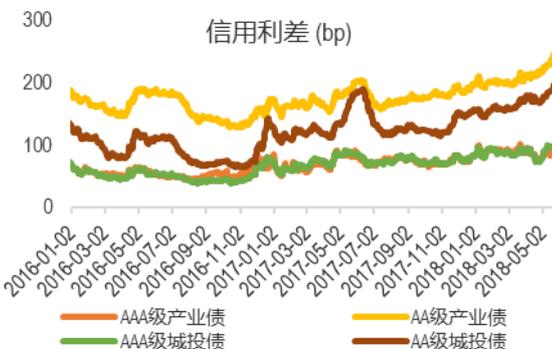
有趣的是，避险情绪导致利率市场需求上升，并导致自 2018 年 2 月以来国债收益率下降（图 7）。尽管银行间流动性整体平稳，但利率市场的波动导致同业利率多次冲高。AAA 级产业债和城投债的信用利差并未大幅上行。

图 7: 境内同业利率走高



资料来源：万得

图 8: 中国境内信用利差或将持续扩大——尤其是 AA 级债券

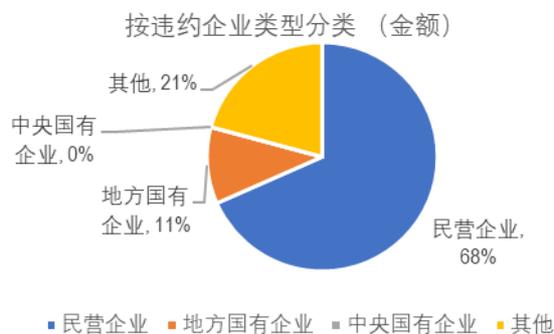


资料来源：万得

境内债券违约集中在处境艰难的行业

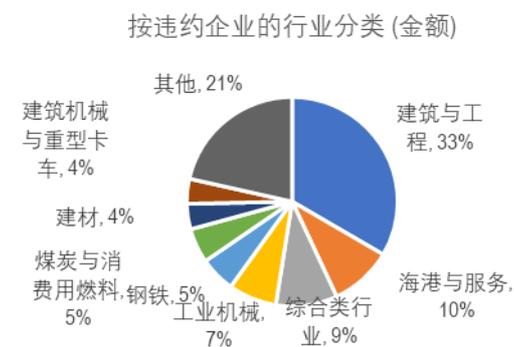
今年以来共有 20 只债券违约，违约金额为 180 亿人民币。违约的债券发行人还有其他未偿债券。私营企业和地方国有企业是两组违约大户。建筑和工业机械等行业的违约金额最大，这突显了这些行业的困境。

图 9: 按境内债券违约企业类型分类 (2017-2018)



资料来源：万得

图 10: 按境内债券违约企业的行业类型分类 (2017-2018)



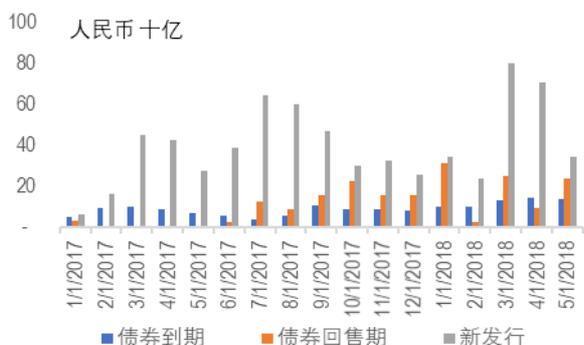
资料来源：万得

开发商首先诉诸境内债券市场，其次是离岸债券市场

开发商在境内和离岸债券市场进入了发债高峰，但净发行量持平。发展商年初至今在境内债券市场发行了 246 亿元人民币债券，同比增长 78%。这期间，62 亿人民币债券到期，94 亿债券进入回售期（图 11）。因此，净发行量同比持平，为 88 亿元人民币。净发行量在 2018 年 3 月和 4 月大幅上升，而 5 月实际上出现了负增长。一些新闻报道了开发商债券推迟发行的情况，这引发了离岸债券投资者的担忧。

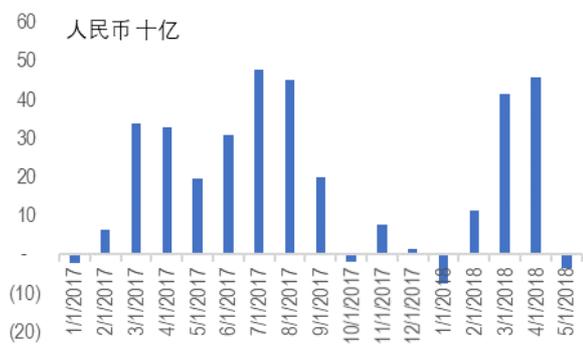
开发商和地方政府融资平台是国内影子信贷市场的两大主要借款人。如果无法从银行贷款获得额外资金，它们今年面临再融资困境。据新闻报道称，境内开发商债券备案出现了一些延迟，因此离岸债券市场成为最后的融资渠道。急需流动性的开发商推高了离岸债券市场的收益率。由于离岸债券市场广泛存在的杠杆化产品结构，债券价格下跌已经导致离岸债券市场的加速去杠杆。

图 10: 截至 18 年 5 月境内发展商债券总发行量达到 246 亿人民币，同比增长 78%



资料来源：万得

图 11: 境内发展商债券净发行量（总发行量减到期和到回售期的债券）为 88 亿人民币，增长持平

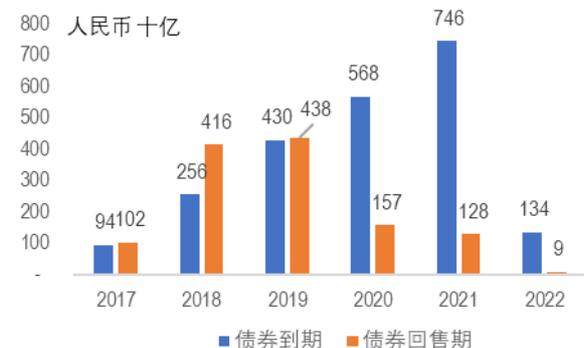


资料来源：万得

地产债 18 年下半年和 2019 年进入到期高峰

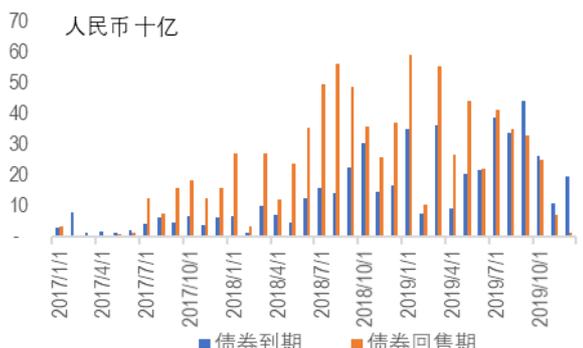
由于 2015-2017 年的市场繁荣以及开发商较易在境内发行债券，许多境内开发商债券在 2018-2019 年到期或进入回售期。根据万得数据显示，2018 年到期的开发商债券为 2,560 亿人民币，2019 年为 4,300 亿人民币。此外，史上最高值 4,160 亿人民币的开发商债券将在 2018 年到回售期，2019 年为 4,380 亿人民币。我们提醒投资者在 2018 年下半年和 2019 年初注意集中到期月份。一些开发商可能较难通过境内债券市场再融资。由于一线城市和二线城市的限价政策非常严格，开发商在 2018 年会更积极利用快速销售回笼资金。地产行业整合将加剧。到期高峰也可能推动开发商转向离岸信贷市场。

图 12: 境内开发商债券将在 2018-2019 年进入到期或回售期高峰



资料来源：万得

图 13: 大量境内开发商债券将在 2018 年下半年和 2019 年初集中到期或进入回售期

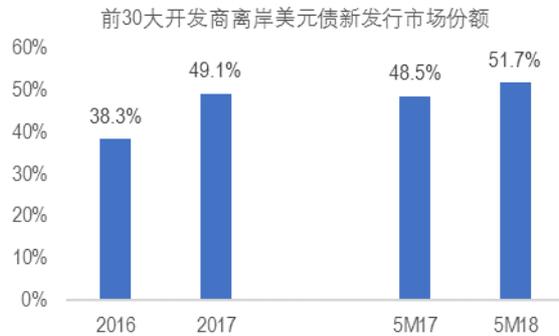


资料来源：万得

融资市场集中度亦快速提升

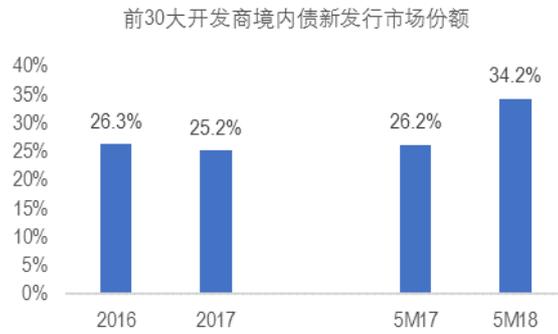
市场集中度上升不仅体现在土地资源方面——还体现在融资方面。与小型开发商相比，国有开发商和排名靠前的私营开发商拥有更好的再融资渠道。

图 14: 前 30 大开发商离岸美元债新发行份额提升



资料来源：万得；注：30大开发商来自2017合约销售排名

图 15: 前 30 大开发商境内债新发行份额提升



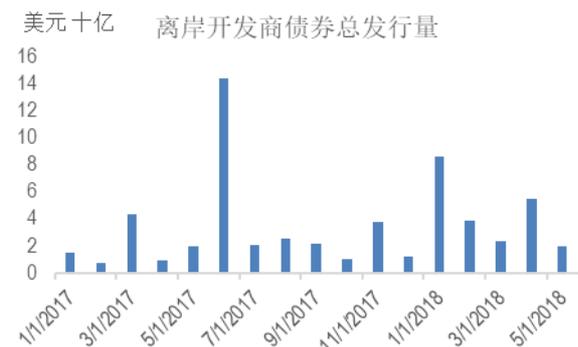
资料来源：万得；注：30大开发商来自2017合约销售排名

离岸债券市场重新定价

离岸高收益债券市场的波动可能会推动发行人进入私募市场

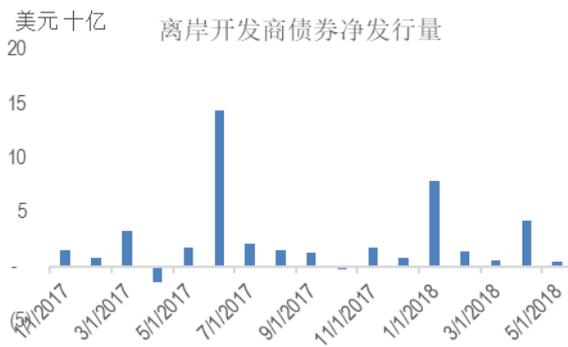
压缩影子信贷造成的资金缺口、推迟发行境内债券，可能使更多开发商转向离岸公开债券市场以及私募市场。然而，公共债券市场的重新定价严重降低了投资者对高收益债券发行人的兴趣。因此，截至18年5月中国开发商美元债券净发行量并未明显上升。截至18年5月的净发行量为140亿美元，而2017年全年为270亿美元。

图 16: 离岸开发商债券总发行量



资料来源：万得

图 18: 离岸开发商债券净发行量未大幅上升



资料来源：万得

高收益美元债券重新定价使新发行变得困难

年初至今，不断上涨的美国国债收益率、动荡的地缘政治局势，导致新兴市场高收益美元债券重新定价（图 17）。加上越来越急切的发行人愿意付高利率，投资者已经开启了抵御风险模式。这触发了高收益美元债券的重新定价。亚债中国美元高收益债券指数最差值利率自18年1月的5.22%上升到现在的8.48%。美元债券市场杠杆结构的存在也使得重新定价陷入恶性循环。

目前尚不清楚压缩杠杆化产品的余额尚有多大，因此很难估计其对债券市场未来的影响。但不排除持续出现超调。我们预计发行人将在2018年大幅增加对私募债券市场的发行。

境内开发商债券到期高峰可能会使离岸市场的供应增加

正如我们在前面部分提到的，18年下半年和2019年境内开发商债券的到期高峰可能会推动发行人进入离岸市场。我们提醒投资者供应增加的风险。

图 19: 亚债中国美元高收益债券指数最差值利率



资料来源：彭博

图 17: 亚债中国美元高收益债券指数（总收益率）



资料来源：彭博

重要声明

分析师声明

我们，李蕾和王依依在此证明，（i）本市场评论中表述的任何观点均精确地反映了我们对有关市场、公司及其证券的个人看法；（ii）我们所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接与我们在本市场评论中所表达的具体建议或观点相联系，也不与尚乘环球市场有限公司的交易相联系。

尚乘环球市场有限公司

地址：香港中环干诺道中41号盈置大厦23楼 - 25楼

电话：(852) 3163-3288 传真：(852) 3163-3289

一般性声明

市场评论由尚乘环球市场有限公司（“尚乘”）编制，仅供尚乘的客户参考使用，尚乘不会因接收人收到本市场评论而视其为客户。

本市场评论仅提供一般信息，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请。本评论内提到的证券可能在某些地区不能出售。本评论（i）不提供构成个人意见或建议，包括但不限于会计、法律或税务咨询或投资建议；或（ii）不考虑特定客户的特定需求，投资目标和财务状况。尚乘不作为顾问，也不会对任何财务或其他后果承担任何受托责任或义务。本市场评论不应被视为替代客户行使的判断。客户应考虑本市场评论中的任何信息，意见或建议是否适合其特定情况，并酌情寻求法律或专业意见。

本市场评论所载资料的来源被认为是可靠的，但尚乘不保证其完整性或准确性，除非有尚乘和/或其附属公司的任何披露。对于本市场评论提及的任何证券，其价值、价格及其回报可能波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。未来的收益不能保证，本金可能会损失。

市场评论所载的资料，估计，观点，预测和其他信息均反映发布评论当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改。尚乘及其附属公司或其任何董事或雇员（“尚乘集团”）并不明示或暗示地表示或保证市场评论中包含的信息正确、准确或完整。尚乘集团对使用或依据市场评论及内容不承担任何责任或义务。

本市场评论可能包含来自第三方的信息，例如信用评级机构的信用评级。除第三方事先书面同意，禁止以任何方式复制和再分发任何形式的第三方内容。第三方内容提供者不保证任何信息的及时性、完整性、准确性或可用性。第三方不对任何错误、遗漏或使用这些内容所获得的结果负责。第三方内容提供商不提供任何直接或间接的保证，包括但不限于任何用于特定用途适用性或适销性的保证。第三方内容提供商不对使用其内容造成的任何直接、间接、偶然、示范、补偿、惩罚、特殊或间接的损害、费用、开支、法律费用或损失（包括收入或利润损失和机会成本）负责。信用评级是意见声明，不是购买、持有或出售证券的行为或建议声明。第三方并没有强调所涉及的证券适用于投资目的，也不应该作为投资建议。

在有关的适用法律和/或法规允许的范围内：（i）尚乘和/或其董事和雇员，可以作为被代理人或代理人，对本评论所涉及的证券或其他相关金融工具，进行买卖、建仓或平仓（ii）尚乘可以参与或投资市场评论中提及的证券发行人融资交易，或提供其他服务或承销；（iii）尚乘可以对在市场评论中提到的发行人提供做市；（iv）尚乘可能曾担任本评论提及证券公开发行的经办人或联合经办人，或者可能会在本评论中提及证券的发售过程中提供暂时做市，或可能在过去12个月内提供其他投资银行服务。

尚乘通过其合规政策和程序（如信息隔离墙和员工交易监控）来控制信息流和管理利益冲突。

本市场评论所载内容的版权为尚乘所有，未经尚乘环球市场有限公司事先书面授权，本市场评论的任何部分均不得以任何形式转载或以任何形式转载给任何人。
