

中国宏观简评

信用债市场“出清”了吗？

去年12月中旬以来国内债市大幅波动，引发众多投资者关注。媒体报道将本轮债市动荡归因于国海证券代持债券违约风波导致交易对手风险急升。监管机构的及时介入和调解使得信用债市场情绪暂时平息，波动率也随之下降。然而，近来信用债发行仍然十分疲弱，表明市场价格可能仍有明显的调整需要（仍然远未出清）。在这篇报告中，我们对信用债价格进一步调整的可能性进行了分析。我们本文聚焦信用债而非利率债，主要是考虑到政府和准政府债券有较好的流动性和更强的信用（及评级）支持，并且2017年新发行量可能较去年下降，其调整幅度和潜在波动或将小于信用债。

12月以来信用债净发行量持续为负，加上成交低迷，表明市场失衡仍然存在、价格仍需调整。虽然12月28日国海事件调解成功后，债市波动率下降，但信用债总发行量依旧十分低迷（图表1），而净发行量持续为负。2016年12月，信用债（即公司债、企业债、中期票据和短期融资券）的总体净发行量大幅下跌至-2,250亿元，为2013年12月以来首次为负（图表2），且2017年开年来的两周净发行量仍然为负（发行少于到期赎回）。此外，信用债交易量也出现下降，表明市场仍然谨慎，少有买家（图表3）。根据历史经验，净发行量持续为负和交易量萎缩可能是信用债价格尚未达到“市场出清”水平的重要表征。

“信用债发行荒”持续越久，债市再次经历波动的可能性越高。不难理解，债券违约/推迟兑付的可能性将随着其发行“真空期”的持续而上升——净发行额急剧下跌表明目前信用债市场为发行人融资的功能明显减弱。考虑到2016年发行的信用债中，有43%为期限不到1年的短期融资券，如果目前信用债“负净发行”的状态持续下去，市场压力和局部信用事件爆发的可能性将会随时间推移加速上升。反之，债券发行节奏的恢复和金融条件的放松将有助于缓解市场紧张的局面。

短期内，我们将继续密切关注信用债的净发行量、银行间和交易所市场利率，以跟踪信用债市场面临的潜在压力。由于2015年以来信用债规模快速扩张，今年到期的信用债将较2016年显著增加（图表4）。此外，2016年3月以来信用评级较低的债券发行量明显上升（图表5）。数据表明，2017年3月以后信用债的到期量将显著上升（图表6），这将加大信用债的融资需求，而如果发行继续不畅，市场流动性可能趋紧。因此，我们将继续观察信用债发行节奏（是否能有效提供融资）以及资金面的宽松程度，以衡量信用债市场进一步调整的潜在风险。

短期（技术性）因素以外，从基本面看，债券收益率在当前的宏观环境下也可能面临进一步上升的压力（尤其是信用债）。虽然媒体和部分投资者将最近信用债市场的调整归咎于国海违约风波，但其实2016年10月以来，信用债收益率已经随整体债券收益率持续上升。我们重申，由于PPI上升往往是金融企业盈利回升的同步指标，债券收益率在PPI转正后不久即开始走高并非偶然。正如我们在最近的报告中反复提到的¹，债券收益率往往随着通胀预期和企业盈利的上升而走高——相较于被动投资（如固定收益产品和现金），资金可能会开始倾向于主动投资（如实体经济和股票）；同样的逻辑也适用于信用债收益率的变动（图表7）。

¹ 请见2016年4月28日宏观简评《有关近期债市震荡的几点思考》；2016年12月15日宏观专题报告《对近期债市震荡的一些思考》。

分析员

易垣

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 进出口增长平稳，2017年贸易增速可能加快 (2017.01.13)
- 宏观经济 | 信贷强劲，但总体金融条件有所趋紧 (2017.01.12)
- 宏观经济 | CPI 暂时回落，PPI 继续跳升 (2017.01.10)
- 宏观经济 | CNH 流动性收紧，推高离岸汇率 (2017.01.09)
- 宏观经济 | 特朗普新政下中国的机遇和挑战 (2017.01.08)
- 宏观经济 | 欧美 PMI 制造业指数持续上行 (2017.01.08)

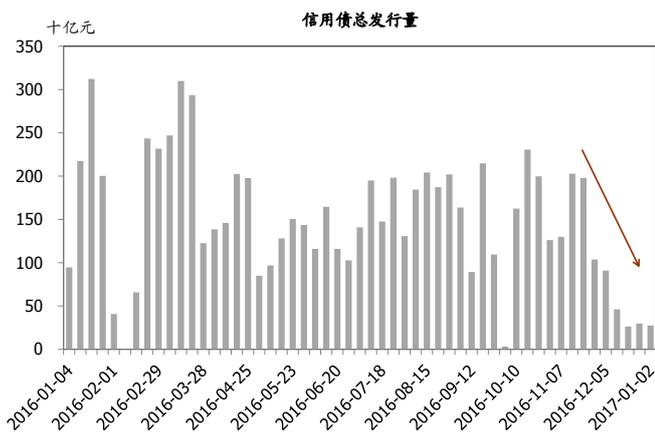
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



债市的潜在调整压力可能会给集中持有信用债的金融机构和资管产品的盈利带来挑战，尤其是实时市值计价的产品。如我们在之前的报告中所述，债市调整可能会给那些集中持有固收产品的金融机构带来阶段性压力，尤其是大量投资于流动性较差的信用债的机构。2015年以来，资管业务规模迅速增长，其中以私募基金和基金子公司尤甚（图表8）。具体来看，截至2016年三季度，资管业务的规模已经达到48.9万亿元，相较2014年底扩大了138%（28.4万亿元）。同时，固收类或（股债）混合型基金的占比明显上升。另一方面，中小银行的债券投资也有所增加。

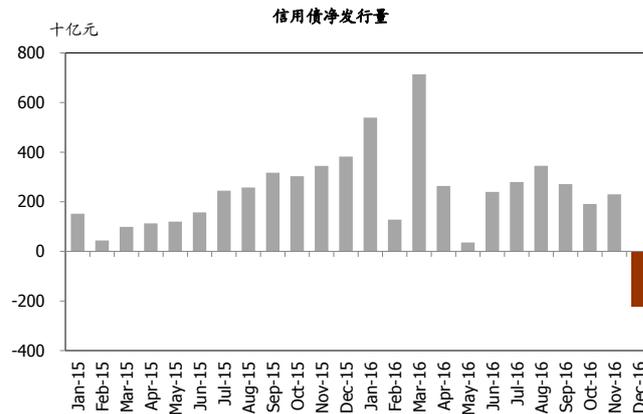
然而，除非在债市“去杠杆”中出现明显的政策失察导致金融条件大幅收紧，债市可能出现的调整并不会遏制目前的再通胀进程。值得注意的是，尽管信用债规模迅速扩张，但信用债在中国社会融资总量中的占比仍然较小——2016年信用债净发行量占新增社会融资总量的17%，而信用债存量仅为社会融资存量的9.2%。换句话说，与发达市场不同的是，中国的整体加权平均贷款利率仍然主要由银行贷款利率决定，而非公司债券收益率；而截至2016年三季度，银行的整体加权平均贷款利率仍保持下降趋势。此外，制造业产品价格及盈利的快速上升足以弥补企业融资成本的小幅提高，从而推动实际利率继续下降、再通胀进程持续——2016年12月，下游工业品的PPI同比上升5.1%，年化月环比增速达到21%。因此，除非在信用债阶段性调整中政策反应不及时，导致融资条件出现明显且持续的收紧，债券收益率的潜在上升可能远不足以遏制目前的再通胀进程。

图表1：12月初以来，信用债发行节奏明显放缓



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表2：12月信用债净发行量陡降



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表3：信用债成交萎缩表明市场仍然谨慎，少有买家



*如果一周内节日多于1天，则该周数据不予采用（如十一黄金周，中秋节等）

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表4：2015年以来，信用债市场迅速扩容

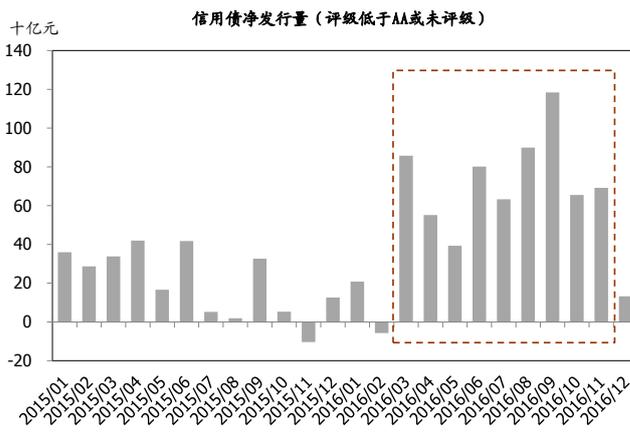
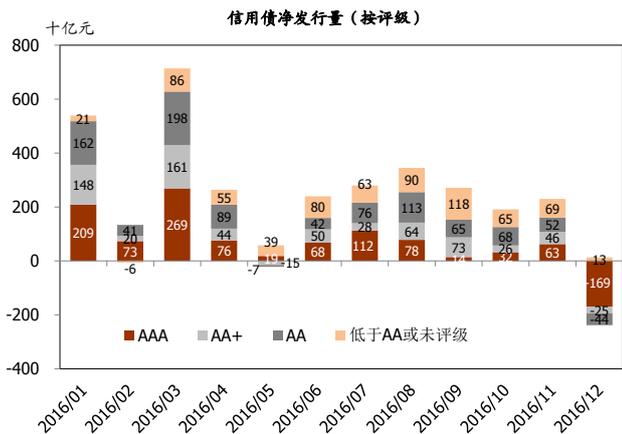


资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

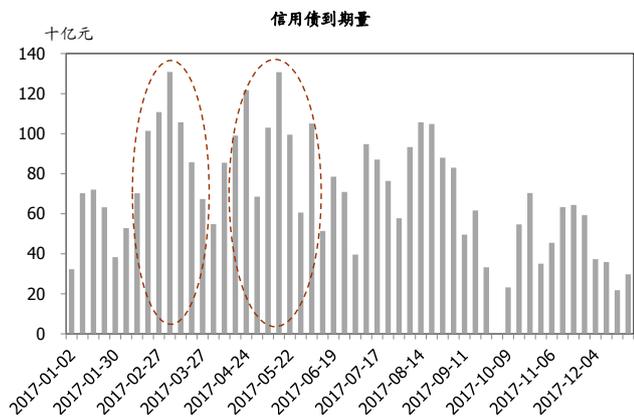


图表5：2016年3月以来，低评级的信用债发行量明显上升



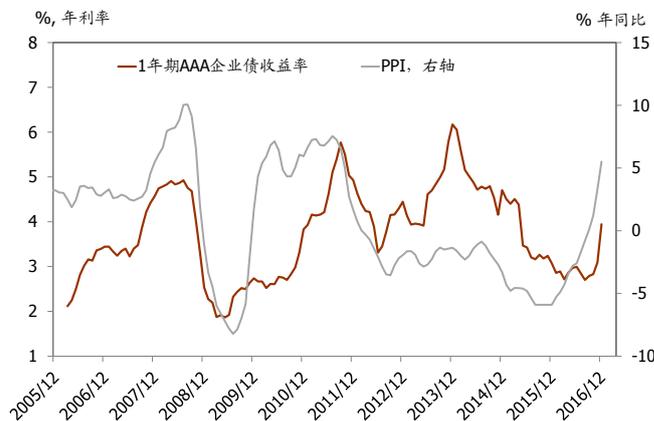
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表6：2017年一季度末及二季度有较多信用债到期



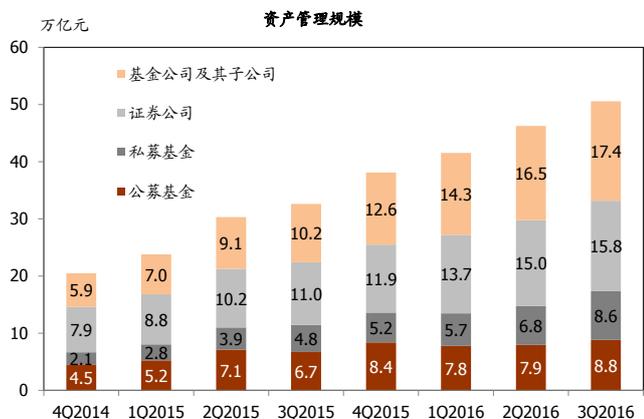
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表7：当通胀上升、企业盈利增速加快时，信用债收益率往往走高



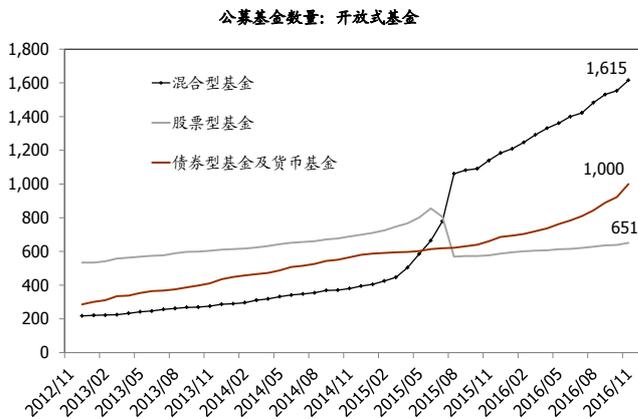
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表8：中国的资产管理业务快速扩张，尤其是私募基金及其子公司



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表9：债券类或(股债)混合型基金的占比明显上升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

翻译：黄金城

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

