

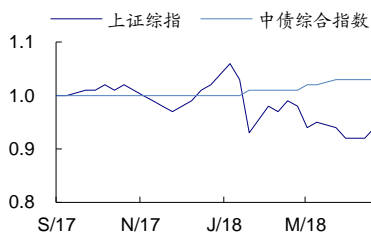
證券研究報告—動態報告

固定收益

固定收益周報

2018年09月21日

一年上證綜指與中債指數走勢比較



債券數據

中債綜合指數	116
中債長/中短期指數	114/117
銀行間國債收益(10Y)	3.73
企業/公司/轉債規模(十億)	29.67/69.58/1.64

相關研究報告:

《固定收益衍生品策略周報: 制約長期利率下行的擔憂因素將有所減弱》——2018-09-17
 《固定收益周報: 如何看一級發行降溫》——2018-09-17
 《雙輪驅動(增長+通脹)週盤點: 本周宏觀擴散總指數上升, 食品價格周漲幅有所擴大》——2018-09-17
 《高收益債周報: 近几年房地產開發投資資金來源有何變化?》——2018-09-13
 《固定收益周報: 基金參與度持續下滑, 券商自營有所提升》——2018-09-10

證券分析師: 董德志

電話: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 證券投資諮詢執業資格證書編碼: S0980513100001

證券分析師: 李智能

電話: 0755-22940456
 E-MAIL: lizn@guosen.com.cn
 證券投資諮詢執業資格證書編碼: S0980516060001

獨立性聲明:

作者保證報告所採用的數據均來自合規渠道, 分析邏輯基於本人的職業理解, 通過合理判斷並得出结论, 力求客觀、公正, 結論不受任何第三方的授意、影響, 特此聲明

固定收益周報

為什麼國內信用難以寬起來?

● 主要結論

今年以來制約國內信用擴張的三個因素分別是: (1) 從需求側層面來說, 占比較大的地產和地方政府融資平台的調控依然從嚴, 這有效地抑制了融資需求的增长; (2) 從供給側層面來說, 在嚴監管政策下, 機構對於非標的需求大幅降低, 表外非標的退出將極大地降低社會融資總量增速; (3) 除了需求側和供給側的原因之外, 體制性基因也是約束信用擴張的根本因素之一。

第一和第二個因素對基建投資和房地產開發投資的擴張構成較大約束。

首先, 從 2017 年的財政數據來看, 基建投資資金來源約 32% 來自一般公共財政支出, 約 36% 來自政府性基金支出, 約 32% 來自城投公司籌資, 其中政府性基金支出和城投公司籌資合計占比接近 70%, 而這 70% 的資金來源都與國內土地的出讓息息相關, 在目前房地產調控不放鬆的政策框架下, 國內土地出讓難以提振, 勢必會影響這兩項資金來源的流入, 構成基建投資擴張的較強約束, 此外, 對非標融資和政府融資平台的嚴監管有效抑制了城投公司新增項目籌資, 亦構成基建投資擴張的另一約束。

其次, 從房地產開發投資資金來源來看, 國內銀行貸款占比一直在緩慢回落, 目前占比約為 12%; 非標融資占比逐漸抬升, 目前占比約為 15%; 銷售回款占比自 2015 年以來快速攀升, 目前占比約為 48%; 其他來源占比近几年快速回落, 目前占比約為 25%。由此可見, 當前房地產開發投資對銷售回款和非標融資的依賴性較大, 而這兩項資金來源在當前政策框架下均難以繼續擴張, 構成對房地產開發投資擴張的較強約束。

第三個因素則對國內製造業投資的擴張構成約束。從國內國有控股工業企業與民營工業企業資產負債率情況來看, 民營企業的資產負債率明顯低於國有控股企業, 因此與國有企業相比, 在當前去槓桿的政策大框架下, 更加具備信用擴張能力的是民營企業, 但當前國內以國有銀行為主的金融體系的體制性基因決定了, 民營企業很難獲得足夠的金融資源進行擴張, 這構成對國內製造業投資擴張的較強約束。

展望未來, 在這三個制約國內信用擴張的因素得到緩解之前, 我們認為國內信用很難真正寬起來, 緊信用的格局仍將延續。

制约国内信用扩张的主要因素分析

今年以来制约国内信用扩张的三个因素分别是：（1）从需求侧层面来说，占比较大的地产和地方政府融资平台的调控依然从严，这有效地抑制了融资需求的增长；（2）从供给层面来说，在严监管政策下，机构对于非标的需求大幅降低，表外非标的退出将极大地降低社会融资总量增速；（3）除了需求侧和供给侧的原因之外，体制性基因也是约束信用扩张的根本因素之一。

第一和第二个因素对基建投资和房地产开发投资的扩张构成较大约束。

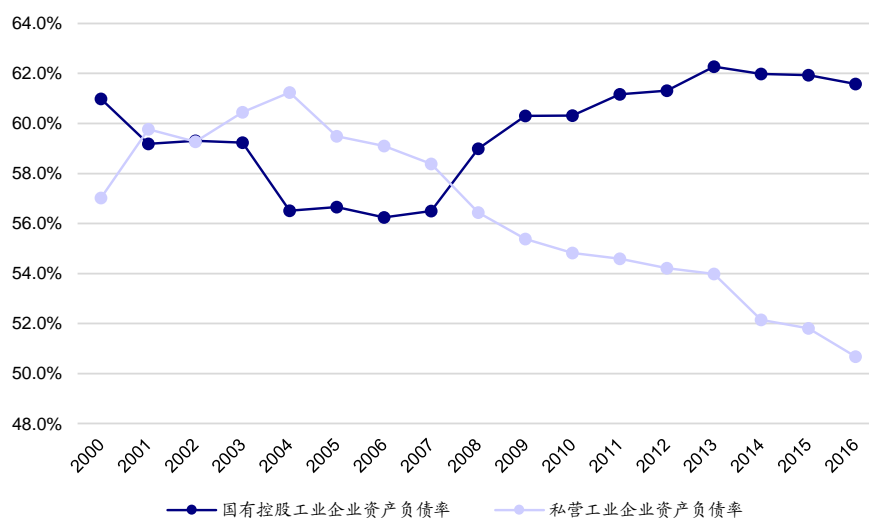
首先，从 2017 年的财政数据来看，基建投资资金来源约 32% 来自一般公共财政支出，约 36% 来自政府性基金支出，约 32% 来自城投公司筹资，其中政府性基金支出和城投公司筹资合计占比接近 70%，而这 70% 的资金来源都与国内土地的出让息息相关，在目前房地产调控不放松的政策框架下，国内土地出让难以提振，势必会影响这两项资金来源的流入，构成基建投资扩张的较强约束，此外，对非标融资和政府融资平台的严监管有效抑制了城投公司新增项目筹资，亦构成基建投资扩张的另一约束。

其次，从房地产开发投资资金来源来看，国内银行贷款占比一直在缓慢回落，目前占比约为 12%；非标融资占比逐渐抬升，目前占比约为 15%；销售回款占比自 2015 年以来快速攀升，目前占比约为 48%；其他来源占比近几年快速回落，目前占比约为 25%。由此可见，当前房地产开发投资对销售回款和非标融资的依赖性较大，而这两项资金来源在当前政策框架下均难以继续扩张，构成对房地产开发投资扩张的较强约束。

第三个因素则对国内制造业投资的扩张构成约束。从国内国有控股工业企业与民营工业企业资产负债率情况来看，民营企业的资产负债率明显低于国有控股企业，因此与国有企业相比，在当前去杠杆的政策大框架下，更加具备信用扩张能力的是民营企业，但当前国内以国有银行为主的金融体系的体制性基因决定了，民营企业很难获得足够的金融资源进行扩张，这构成对国内制造业投资扩张的较强约束。

展望未来，在这三个制约国内信用扩张的因素得到缓解之前，我们认为国内信用很难真正宽起来，紧信用的格局仍将延续。

图 1：国有控股工业企业与民营工业企业资产负债率一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

基建投资资金来源分析

本文提及的基础设施投资建设，是指交通运输、仓储和邮政，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，这三个行业投资额的总和，不包含亦有财政资金参与的保障性安居工程和棚户区改造住房的投资。此外，本文对资金来源的分析并不追求精确，而旨在获得资金各方来源比例的概貌。

从基建投资的资金来源来看，主要渠道是三方面（PPP 投资金额不大，在此处忽略）：（1）全国一般公共预算支出；（2）全国政府性基金支出；（3）城投公司筹资。

2017 年全国基础设施投资建设总金额约为 17.3 万亿元，其资金来源分析具体如下：

（1）2017 年全国一般公共预算支出决算表，包含基础设施建设的科目主要是节能环保支出、城乡社区支出、农林水支出、交通运输支出，这四项目支出金额合计约为 5.6 万亿元，占全国基建总投资金额的比例约为 32%；

（2）2017 年全国政府性基金支出规模合计约为 6.1 万亿元，占全国基建总投资金额的比例约为 36%；

（3）城投公司筹资金额=17.3-5.6-6.1=5.6 万亿元，占全国基建总投资金额的比例约为 32%。

虽然上述计算较为粗略，但对各项资金来源大致的比例刻画我们认为是足够的。从上述比例数据来看，政府性基金支出、城投公司筹资这两项资金来源比例合计约为 70%，且这两项资金来源都与国内土地的出让息息相关，在目前房地产调控不放松的政策框架下，国内土地出让难以提振，势必会影响这两项资金来源的流入，构成基建投资扩张的较强约束，此外，对非标融资和政府融资平台的严监管有效抑制了城投公司新增项目筹资，亦构成基建投资扩张的另一约束。



图 2：2017 年全国一般公共预算支出决算表

项目	2017年支出决算数
一、一般公共服务支出	16510
二、外交支出	522
三、国防支出	10432
四、公共安全支出	12461
五、教育支出	30153
六、科学技术支出	7267
七、文化体育与传媒支出	3392
八、社会保障和就业支出	24612
九、医疗卫生与计划生育支出	14451
十、节能环保支出	5617
十一、城乡社区支出	20585
十二、农林水支出	19089
十三、交通运输支出	10674
十四、资源勘探信息等支出	5034
十五、商业服务业等支出	1569
十六、金融支出	1148
十七、援助其他地区支出	399
十八、国土海洋气象等支出	2304
十九、住房保障支出	6552
二十、粮油物资储备支出	2251
廿一、其他支出	1729
廿二、债务付息支出	6273
廿三、债务发行费用支出	60
廿四、预备费	
合计	203085

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

房地产开发投资资金来源分析

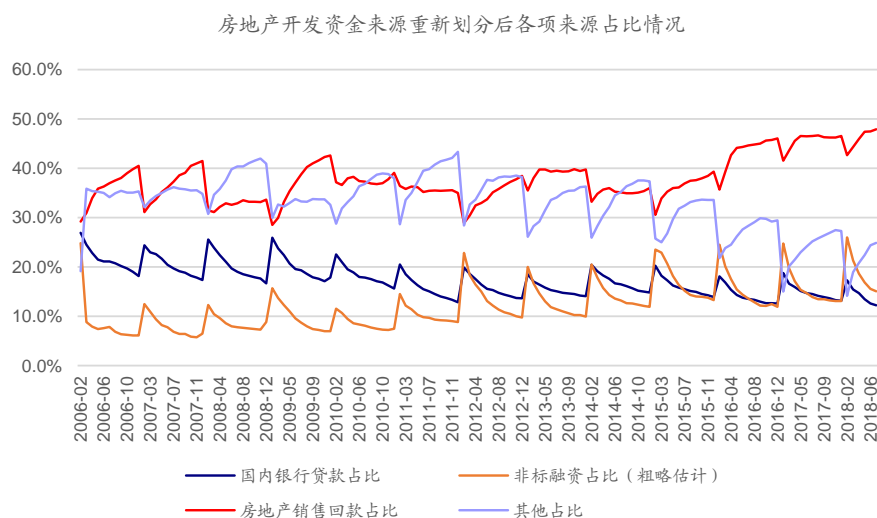
我们将各项房地产开发资金来源划分为以下四项：（1）国内银行贷款；（2）非标融资，指非银行金融机构贷款、各项应付款中剔除应付工程款之后的金额；（3）房地产销售回款，指定金及预收款、个人按揭贷款；（4）其他，指房地产开发资金来源中除了国内银行贷款、非标融资、销售回款以外的所有来源，包括了留存利润、应付工程款等。

上述划分并不完全准确，比如各项应付款中剔除应付工程款之后，可能还包含了房地产企业与大股东之间的资金往来，这一部分不一定属于非标融资，但作为一个趋势性考察，这些指标应该是可行的。

从重新划分后各项资金来源占比情况来看，国内银行贷款占比一直在缓慢回落，目前占比约为 12%；非标融资占比逐渐抬升，目前占比约为 15%；销售回款占比自 2015 年以来快速攀升，目前占比约为 48%；其他来源占比近几年快速回落，目前占比约为 25%。

由此可见，当前房地产开发投资对销售回款和非标融资的依赖性较大，而这两项资金来源在当前政策框架下均难以继续扩张，构成对未来房地产开发投资扩张的较强约束。

图 3：房地产开发资金来源重新划分后占比情况



上周主体评级调整情况:

非金融企业中，上周无发行人主体评级上调，有 2 家发行人主体评级下调。主体评级下调发行人所处行业分别为商务服务业、有色金属冶炼及压延加工。

一、具体的主体评级上调理由如下:

无。

二、具体的主体评级下调理由如下:

1、城投企业:

无。

2、非城投企业:

(1) 印纪娱乐传媒股份有限公司 (17 印纪娱乐 CP001 等): ①2018 年 9 月 10 日，印纪传媒未能按照约定筹措足额偿债资金，17 印纪娱乐 CP001 未能按期足额偿付，已构成实质性违约。

(2) 吉林利源精制股份有限公司 (14 利源债等): ①2018 年上半年公司业绩出现大幅下滑，处于净亏损状态。②因债务纠纷，公司全部土地房产被法院查封，目前对公司日常生产经营未造成影响，但不排除存在查封土地、房产被司法拍卖偿还债务的可能。



国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032