

2018 年 9 月 20 日

## 从银行问卷调查看宽信用效果

——2018 年 9 月 19 日债市日评

相关研究

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

秦泰 A0230517080006

qintai@swsresearch.com

研究支持

刘宁 A0230117050018

liuning@swsresearch.com

李通 A0230117070001

litong@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621)23297818×7443

zhongjn@swsresearch.com

本期投资提示：

利率：

- 市场避险情绪缓和，今日股市延续反弹、债市走弱，债市走势符合我们的预判。美中贸易战再度加码但由于市场预期较满，叠加国内政策持续发力促进基建投资，市场对经济基本面的悲观情绪边际修复，今日沪深两市双双延续反弹，债市小幅走弱，国债期货 5Y、10Y 主力合约分别收跌 0.18%、0.16%，现券交投偏淡、一级市场需求一般，10Y 国债收益率上行 2.75bp 报 3.6727%。我们继续维持 2018 年债券收益率 U 型走势判断不变，9 月 3 号发布 9 月债市展望提示 U 型右侧一竖要来了，如此前所述，债市调整时间点重点仍关注 9 月、10 月和 11 月中上旬，10 年国债收益率预计调整至 3.7%-3.8%。
- 近期，高层对于减税和中小企业融资表态增多。国务院总理李克强出席 2018 年天津夏季达沃斯论坛并发表开幕致辞，要点包括：1) 支持民营经济发展。进一步落实完善支持民营经济发展的政策措施，消除阻碍民营经济发展的不合理障碍，推进放宽民营企业准入领域。2) 减轻企业和个人税负。积极的财政政策要更加积极，坚决落实已出台的减税降费措施，继续研究明显降低企业税负的政策，对中国注册的中外企业、不同所有制企业一视同仁，优化营商环境；同时，落实个税改革及专项附加扣除，进一步促进群众多渠道增收。3) 扩大对外开放。继续推进服务业特别是金融业开放，清理进口环节不合理收费，进一步降低部分商品进口关税。4) 稳定汇率。人民币汇率单向贬值对中国弊多利少，坚持市场化汇率改革方向，坚决不搞竞争性贬值，还要为汇率稳定创造条件。此外，央行民营企业金融服务座谈会同样聚焦支持民营经济发展。易纲指出金融机构要进一步加大对民营企业的融资支持，对国有经济和民营经济在贷款发放、债券投资等方面一视同仁；各大银行要发挥表率作用，提高风险定价能力、构建服务民营企业的商业可持续模式。
- 预计后期政策将逐步聚焦减税降费+疏通货币政策传导机制，当前银行流动性已经较为充裕，对于整体宏观经济体来说，宽信用政策持续发力，政策效果会逐步显现，至少对于情绪修复偏利好，但鉴于中小企业盈利向下叠加商业银行风险偏好难提升，信用等级较低的企业融资环境短期内有利好，但仍然很难看到实质性改善。
- 海外方面，英国通胀超预期走强、脱欧进程一波三折，英镑先涨后跌、美元指数小幅承压。今天公布的英国通胀数据超预期强势上行：8 月 CPI 同比上行 2.7%，为 2 月以来最大升幅，显著好于预期（2.4%）和前值（2.5%），其中酒精饮料、服装鞋类分别较 7 月上旬 1.3 个百分点、0.7 个百分点，食品和非酒精饮料、交通、娱乐等项也不同程度走强；核心 CPI 同比上行 2.1%，亦好于预期（1.8%）和前值（1.9%）。受此影响，英镑兑美元短线拉升，一度涨破 1.32，创九周以来新高。另一方面，今日晚间 Times 报道称特雷莎首相拒绝欧盟首席脱欧谈判官 Barnier 有关爱尔兰边界问题的改进版脱欧提议，脱欧进程一波三折，英镑应声跳水，一度跌破 1.31。我们认为，虽然脱欧谈判的过程较为曲折，但随着谈判截止日期临近，英欧双方谈判意愿有所增强，也已取得不少进展。预计未来几周内脱欧谈判结果将逐步明朗化，脱欧为英国经济发展带来的不确定性也将逐步消退。当前英国积极因素正在积累，预计市场预期将对此逐步达成共识，年内英镑汇率有一定的上行空间。



申万宏源研究微信服务号

### 信用：

银行家问卷调查是中国人民银行 2004 年建立的一项季度调查。调查采用全面调查与抽样调查相结合的方式,对我国境内地市级以上的各类银行机构采取全面调查,对农村信用合作社采用分层抽样调查。调查对象为全国各类银行机构(含外资商业银行机构)的总部负责人,及其一级分支机构、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长。虽然更新频次较低,但是最新一期公布在 9 月 15 日,因而可以对三季度融资边际变化进行有效跟踪。

整体来看,银行对货币政策感到边际明显放松,但三季度对宏观信心大幅下滑,违约担忧兴起,这可以一定程度解释为什么近月短期贷款和票据融资大幅增长,但是企业长期贷款增加缓慢。

在银行感到货币政策明显放松同时,企业融资需求得到了一定满足。贷款需求指数三季度比二季度明显下滑,说明平均上,企业融资得到了一定程度满足。

但是值得关注的是,不同规模企业的融资需求指数出现明显分化:小型企业融资需求指数快速抬升,与此同时中大型企业融资需求指数大幅下降。这说明小企业面临着融资困难,银行将大量宽松的信用投向了中大型企业。

那么究竟为何会产生这样的情况呢,是资金供给端的问题,还是项目审批方面的问题呢?贷款审批指数出现了近几年最大幅度的宽松,说明整体上审批是放松的;货币政策指数抬升,说明银行是不缺资金的。银行既不缺钱、审批整体又在放松,那么只能说明银行监测到了大型企业和小型企业之间出现了明显的经营指标和偿债指标的恶化,并且预判未来小型企业经营情况会进一步恶化。

那么如何解决小企业融资难问题?我们粗略用下列公式来进行分析:银行到手收益=贷款利率-坏账率-资金成本-对应企业的风险资产计提产生的机会成本。

第一种方法是整体宽松,即降低银行整体资金成本,但是银行出于经济考虑,还是先会将钱流向大中型企业,直至大中企业贷款利率下滑到很低,才会流向小企业,这显然是效率低下的,并且有可能抬升以国企为代表的大型企业加杠杆动机,产生负面效果。

第二种是定向降低对小企业贷款或购债的资金成本,这个手段之前 MLF 增配 AA+ 以下产业债已经使用。但是银行较多转向了投资了 AA+ 以下评级的城投,这是因为从理性角度,银行还是担心中小民企的经营状况。

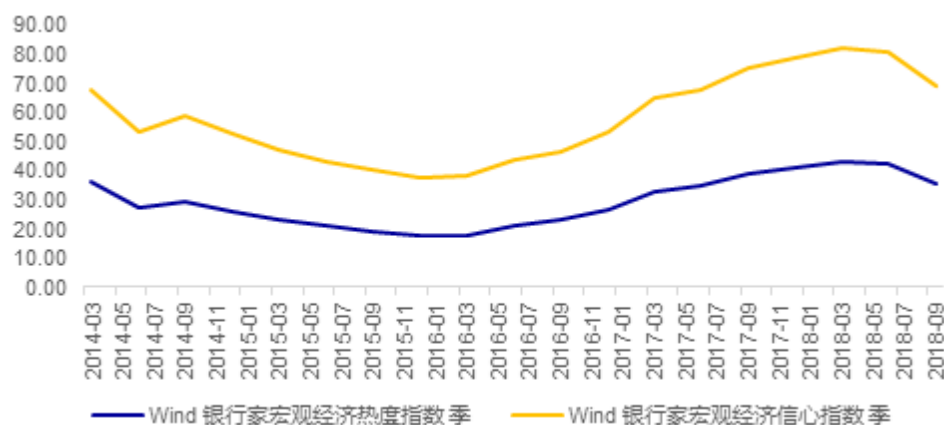
第三种方法是降低银行对小企业的风险资本计提比例,虽然短期会提振小企业融资,但长期不利于金融安全。

第四种方法是降低民企坏账率,例如通过降税降负等方式,彻底改善小企业盈利,减少坏账率,银行自然会更多给小企业贷款。目前来看,这条路是相对高效的方式。

总体来看，我们认为目前资金不是问题，中大型企业融资已经得到改善。但是结构上，小企业融资依然非常困难，而小企业的经营状况差和银行对其悲观的预期才是小企业融资难的根源。

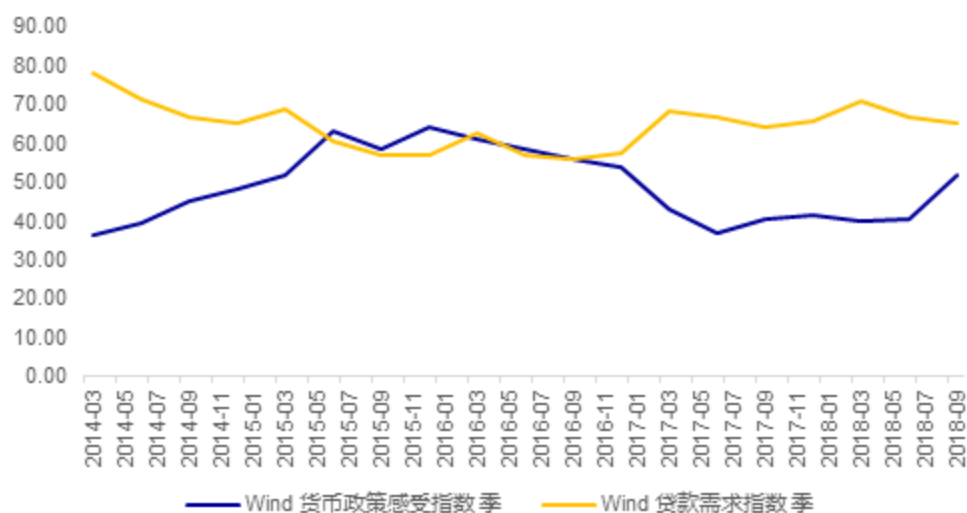
我们仍然提示中小民企的信用风险还未到来，主要逻辑：1) 低评级债券到期量巨大。2) 债券、信贷、非标融资短时间均难以改善。3) 盈利未见改善且短时间未见改善可能。因而建议投资者策略上以 **AA+ 以上产业债加久期和 AA+ 及以下城投区** 位适当下沉为主要投资策略。即便 AA 产业债收益高，但是仍有调整空间，建议谨慎对待。

图 1：银行对宏观景气三季度起大幅悲观



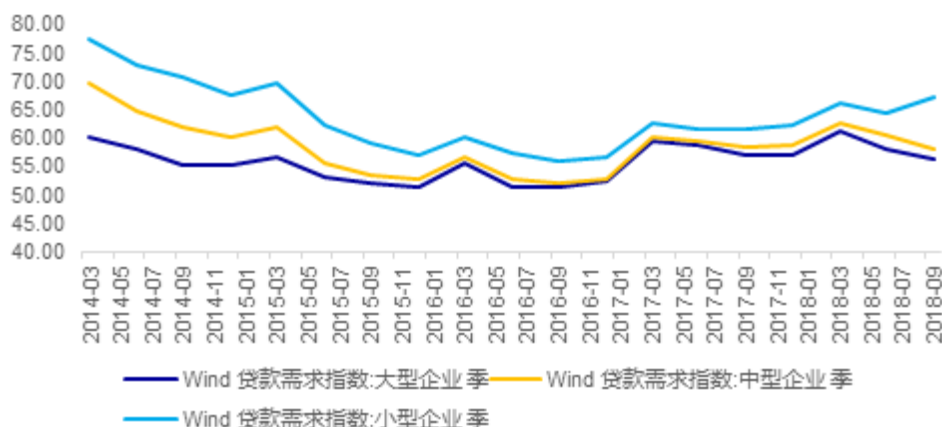
资料来源：申万宏源研究，wind

图 2：银行感到货币政策明显放松，融资需求整体得到满足



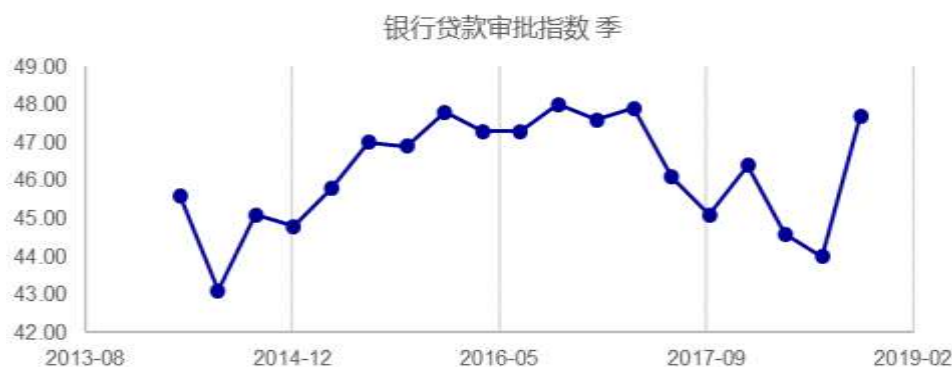
资料来源：申万宏源研究，wind

图 3：不同企业的融资需求出现大幅度分化



资料来源：申万宏源研究，wind

图 4：银行贷款审批大幅度宽松



资料来源：申万宏源研究，wind

## 市场动态

**一级市场：周三续发国债 900 亿元。**1Y、10Y 付息国债分别发行 450 亿元；中标利率分别为 2.9234%、3.6403%，较上一交易日二级市场收益率涨跌不一；中标倍数分别为 1.6、2.17，需求一般。

**二级市场：周三债市长端继续小幅走弱。**国债期货 5Y、10Y 主力合约分别收跌 0.18%、0.16%。现券交投偏淡，债市收益率短降长升。受益于资金面改善，3M-6M 收益率普遍下行；其余中长端收益率多数小幅上行，10Y 国债收益率上行 2.75bp 报 3.6727%。

**今日产业债交投活跃，成交收益率高于估值的债券数量少于成交收益率低于估值的债券数量。**成交收益率高于估值的债券主要分布在房地产、非银金融行业。成交收益率低于估值的债券主要分布在房地产行业，建筑装饰、公共事业等行业也有涉及。

今日城投债交投较活跃，成交收益率高于估值的债券数量多于成交收益率低于估值的债券数量。高于估值幅度较大的以中等级为主，浙江、江苏地区城投债以高于估值成交较多。

表 1：一级市场：发行国债 900 亿元

利率债期限	发行利率 (%)	前一日市场利率 (%)	差额 (bp)	中标倍数	规模 (亿)
国债					
1Y	2.9234	2.8793	4.41	1.6	450
10Y	3.6403	3.6452	-0.49	2.17	450

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：每日产业债成交监测

	债券代码	债券简称	发行主体简称	成交金额/亿元	成交笔数	中债估值 (推荐)	成交-估值偏离	票息	剩余期限	主体评级	行业分类
成交收益率高于估值	136457.SH	16 希望 01	新希望地产	6.5000	1	5.20	129.80	4.25	2.69	AA	房地产
	143254.SH	17 国联 01	国联证券	4.7000	1	4.38	31.62	5.00	1.93	AA+	非银金融
成交收益率低于估值	143510.SH	18 龙湖 01	龙湖集团	5.0000	2	5.62	-61.98	5.60	4.50	AAA	房地产
	143583.SH	18 龙湖 03	龙湖集团	5.0500	1	5.65	-60.17	4.96	4.87	AAA	房地产
	143450.SH	18 绿城 01	绿城集团	4.9500	2	5.47	-51.73	5.50	4.48	AAA	房地产
	136427.SH	16 葛洲 02	葛洲坝	3.7800	1	4.29	-50.63	3.27	2.62	AAA	建筑装饰
	136671.SH	16 中车 01	中国中车	3.7500	2	4.22	-46.71	2.95	2.95	AAA	机械设备
	136459.SH	16 上港 02	上港集团	3.7300	2	4.19	-46.20	3.08	2.70	AAA	交通运输
	143171.SH	17 杭旅 02	杭州商旅	4.2600	2	4.72	-46.13	4.71	3.81	AAA	商业贸易
	136629.SH	16 兵装 01	兵装集团	3.8200	3	4.21	-39.22	2.89	2.91	AAA	汽车与汽车零部件
	143120.SH	17 电投 03	国家电投	3.6200	2	3.97	-34.73	4.79	1.67	AAA	公用事业
	143449.SH	18 航租 01	中航租赁	4.3600	1	4.70	-34.19	5.50	2.33	AAA	资本货物
	112737.SZ	18 侨集 01	华侨城	4.4000	6	4.74	-33.79	4.40	4.85	AAA	资本货物
	112315.SZ	16 宝龙债	宝龙实业	7.0000	1	7.34	-33.61	6.20	2.33	AA+	房地产
	143239.SH	17 电投 11	国家电投	3.7000	2	4.03	-33.17	4.45	1.89	AAA	公用事业
	143085.SH	17 光明 01	光明食品集团	4.0000	1	4.32	-32.47	4.55	3.59	AAA	食品饮料

资料来源：申万宏源研究

表 3：每日城投债成交监测

	债券代码	债券简称	发行主体简称	成交金额/亿元	成交笔数	中债估值 (推荐)	成交-估值偏离	票息	剩余期限	主体评级	行业分类	区域
成交	124458.SH	PR 镇投 01	镇江城建	7.0000	1	5.51	148.78	7.90	2.25	AA+	建筑装饰	江苏省



收益 率 高 于 估 值	1280041. IB	12 辽源国资债	辽源国资	8.000	1	6.9	106.9	8.1	0.4	AA	多元金	吉林
				0		3	9	7	8	-	融	省
	118518. SZ	16 遵经投	遵义经投	8.000	1	6.9	105.9	7.8	0.4	AA	房地产	贵州
				0		4	5	0	5			省
	101463001. I	14 新海连 MTN001	江苏新海	6.000	1	4.9	101.2	8.2	0.3	AA	多元金	江苏
	B		连	0		9	7	0	3		融	省
	101463012. I	14 新海连 MTN002	江苏新海	6.500	2	5.6	86.38	7.2	0.9	AA	多元金	江苏
	B		连	0		4		0	4		融	省
成交 收 益 率 低 于 估 值	1380183. IB	13 温机场债	温州机场	5.900	1	5.2	62.42	6.3	4.6	AA	交通运	浙江
				0		8		0	0		输	省
	011800741. I	18 赣水投 SCP001	江西水投	3.750	2	3.3	40.81	4.4	0.3	AA	建筑装	江西
	B			0		4		9	2	A	饰	省
	101458024. I	14 西宁经开	西宁经开	5.200	2	4.8	30.76	7.1	0.8	AA	建筑装	青海
	B	MTN001	区	0		9		5	0		饰	省
	1480582. IB	14 海控债 02	海南发展	4.580	1	5.2	-64.4	5.6	3.2	AA	多元金	海南
				0		2	8	5	1	+	融	省
	101800820. I	18 良渚文化	良渚文化	4.800	1	5.3	-50.9	4.8	4.8	AA	建筑装	浙江
	B	MTN001	城	0		1	3	0	6	+	饰	省
	101800798. I	18 广州地铁	广州地铁	4.300	5	4.7	-39.6	4.1	4.8	AA	交通运	广东
	B	MTN003		0		0	6	6	5	A	输	省

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。