



叶落知秋，守正出奇 ——稳信用环境下的策略选择

信用研究组、信用投研小组、另类组

执笔人：鲍轶群、张勇、杨佳晖、黄德龙

2018年8月18日

摘要

- 对债市三次信用危机，去杠杆背景下的信用紧缩是本次危机的主要特征，7月23日国常会给了市场较强的放松预期，未来是稳信用还是宽信用？从政策看，声音略有分歧，但去杠杆大方向未变；从调研看，信用扩张浪潮退去，企业冷暖不均，货币信贷传导不畅，宽信用判断为时尚早。
- 信用策略之战略建议：整体看好中高等级信用债，推荐中久期、加杠杆策略，注意防范低等级品种信用风险。
- 信用策略之战术安排：
 - ✓ 高等级品种近期超涨、存在回调风险，建议控制配置节奏；
 - ✓ 建议超配城投、地产、煤炭和优质另类资产，平配医药、钢铁、国控，低配化工、交运、零售，规避贸易、园林；
 - ✓ 城投、地产和夹层ABS存在利差收窄的波段性机会。

行业	基准比例	配置策略	超配力度	目标比例	现有比例	增持空间
城投	26.1%	超配	40%	34.9%	33.0%	2.0%
交通运输	15.5%	低配	-40%	8.9%	7.8%	1.2%
公用事业	8.4%	低配	-40%	4.8%	3.4%	1.4%
房地产	7.7%	超配	60%	11.7%	11.0%	0.7%
采掘	6.8%	超配	20%	7.8%	6.1%	1.7%
综合	6.3%	平配	0%	6.1%	8.0%	-1.9%
国控平台	5.56%	平配	0%	5.3%	6.82%	-1.5%
制造业	4.8%	低配	-20%	3.6%	3.5%	0.2%
金融	4.0%	超配	60%	6.1%	8.3%	-2.2%
建筑装饰	3.3%	低配	-40%	1.9%	3.6%	-1.7%
商业贸易	2.5%	低配	-60%	1.0%	1.3%	-0.3%
钢铁	1.9%	平配	0%	1.8%	2.7%	-0.8%
有色金属	1.8%	超配	60%	2.8%	3.1%	-0.4%
消费	1.8%	低配	-60%	0.7%	0.5%	0.1%
化工	1.6%	低配	-40%	0.9%	0.2%	0.7%
医药生物	1.0%	平配	0%	0.9%	0.2%	0.8%
建筑材料	0.8%	平配	0%	0.7%	0.5%	0.3%
农林牧渔	0.3%	低配	-60%	0.1%	0.1%	0.0%

提纲

一、信用风向之争及策略思考

二、大类领域的投资价值分析

(一) 城投

(二) 周期性行业

(三) 房地产

(四) 另类资产

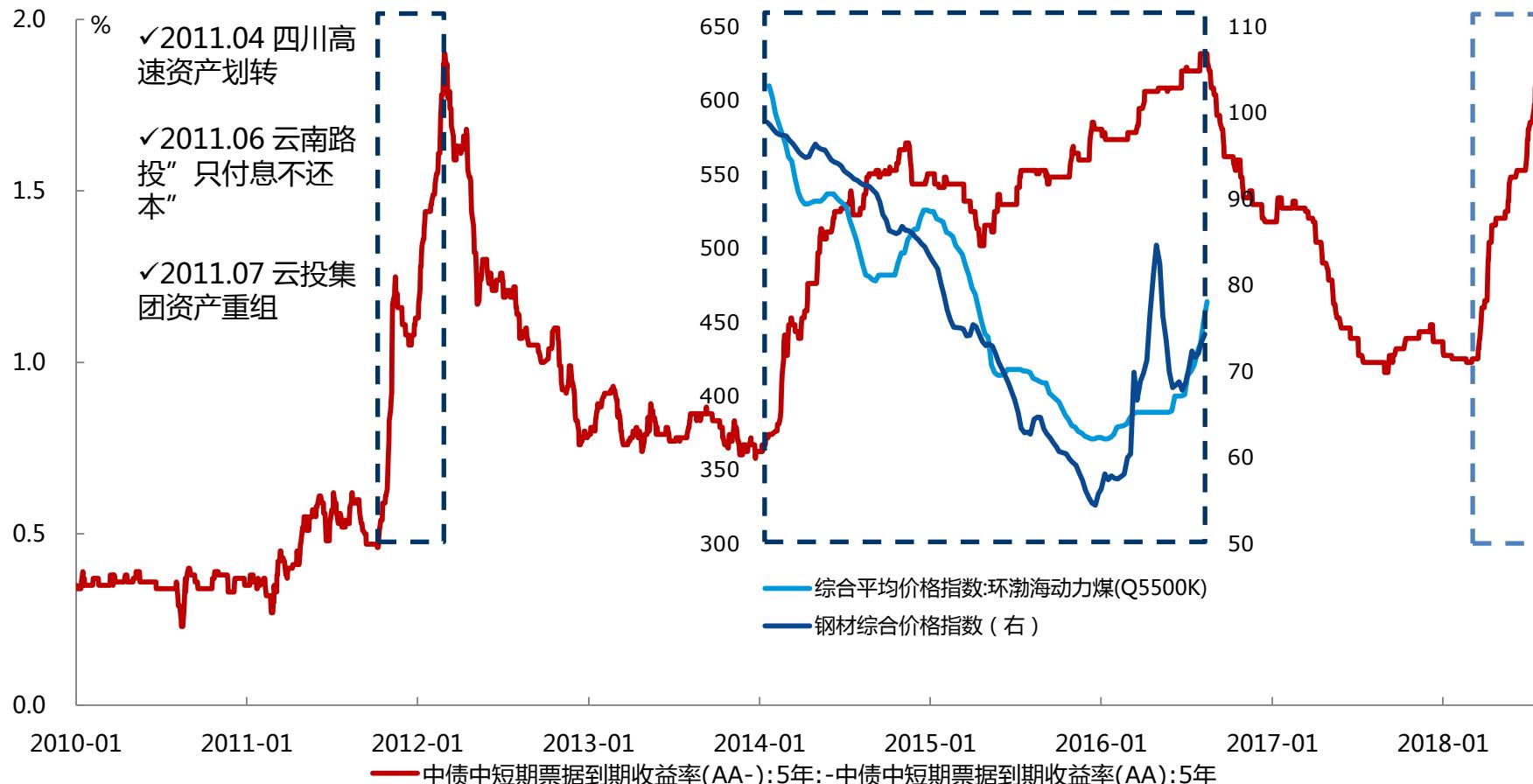
三、大类行业的配置建议

四、基于策略和定价的品种推荐



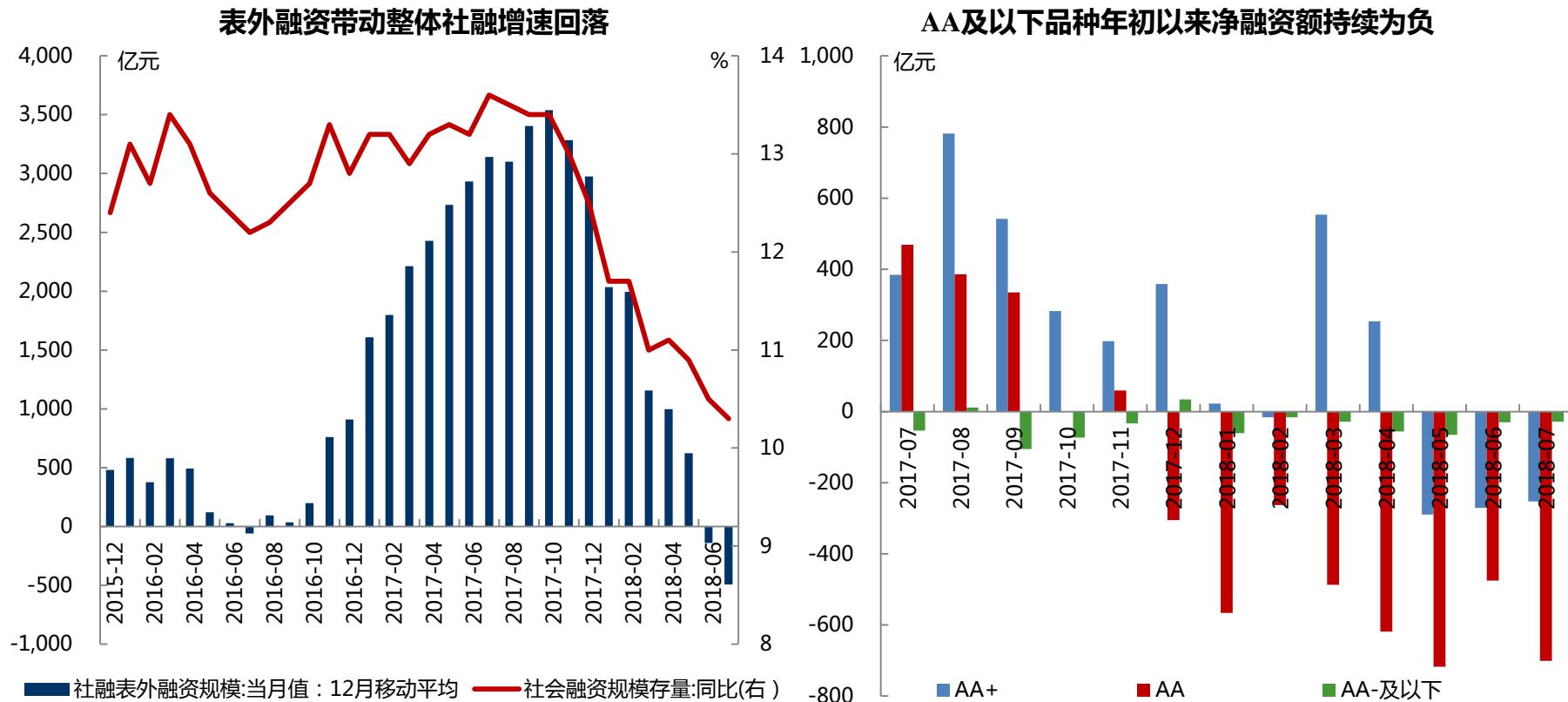
1.1 债市三次信用危机的历史回顾

- 回顾历史，中国债券市场信用风险发酵主要有三个时期，分别是2011年的城投债危机、2014年-2016年上半年的过剩产能债危机和2018年至今的紧信用危机。



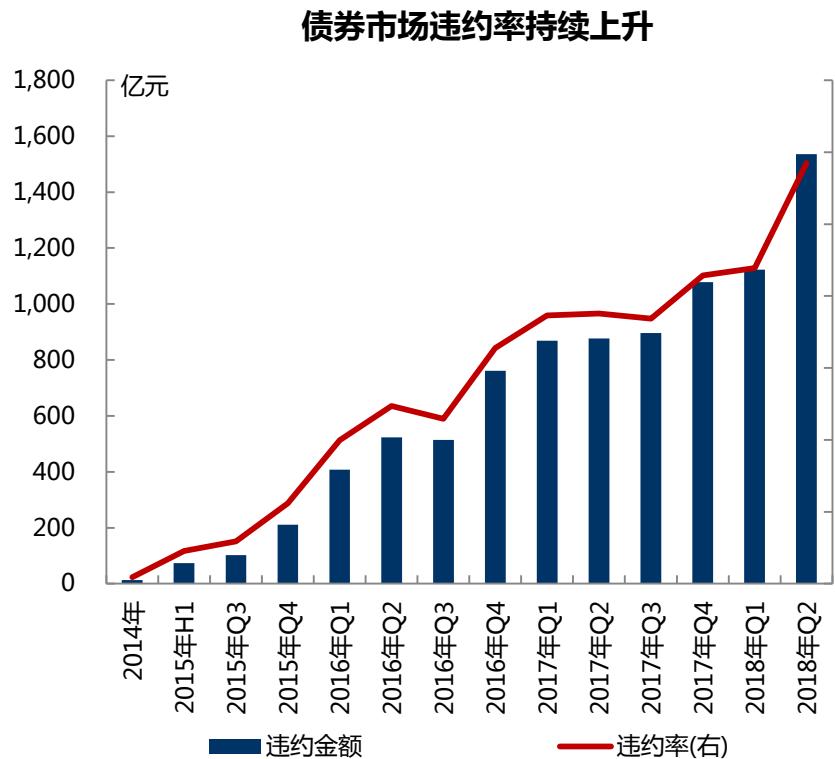
1.2 去杠杆背景下的信用紧缩是本轮危机的重要特征

- 过去五年，是企业债务高歌猛进的五年，也是金融资本狂欢的五年。在“去杠杆+紧信用+严监管”的政策环境下，信用扩张的大幕徐徐落下，社融增速回落，表外融资受到的冲击最大。
- 投资人风险偏好下降，低等级债券发行难度骤增，民企和低等级企业如入深秋、寒意袭来。



1. 3 流动性紧张导致的违约增加，预判难度加大

- 与以往“经营恶化、持续亏损”或“实际控制人风险”导致的违约不同，本轮违约的企业普遍带有外部融资收紧导致流动性危机的特征，违约可预测性下降。



流动性紧张是本轮违约主体的普遍特征

	天威集团	川煤炭	大连机床	中城建	宣化股份	沪华信	永泰能源	兵团六师
持续亏损	√	√			√			√
盲目投资扩张	√	√		√		√	√	
优质资产/股权质押	√					√	√	
流动性指标恶化			√	√	√	√	√	√
负债率高企	√	√	√	√	√		√	
关联占款或担保								√
重大诉讼和代偿	√		√	√		√		√

1. 4 为对冲去杠杆的剧烈冲击，政策力度有所调整

- 6月开始，货币、财政、金融政策接连出现调整，特别是7月23日的国务院常务会议，给了市场较强的放松预期。受此影响，信用债收益率和信用利差明显回落，低等级城投债回落幅度最大，但产业债信用溢价尚未压缩。

6.1-央行扩大MLF担保品范围

6.24-央行定向降准，释放7000亿资金

7.20-央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》

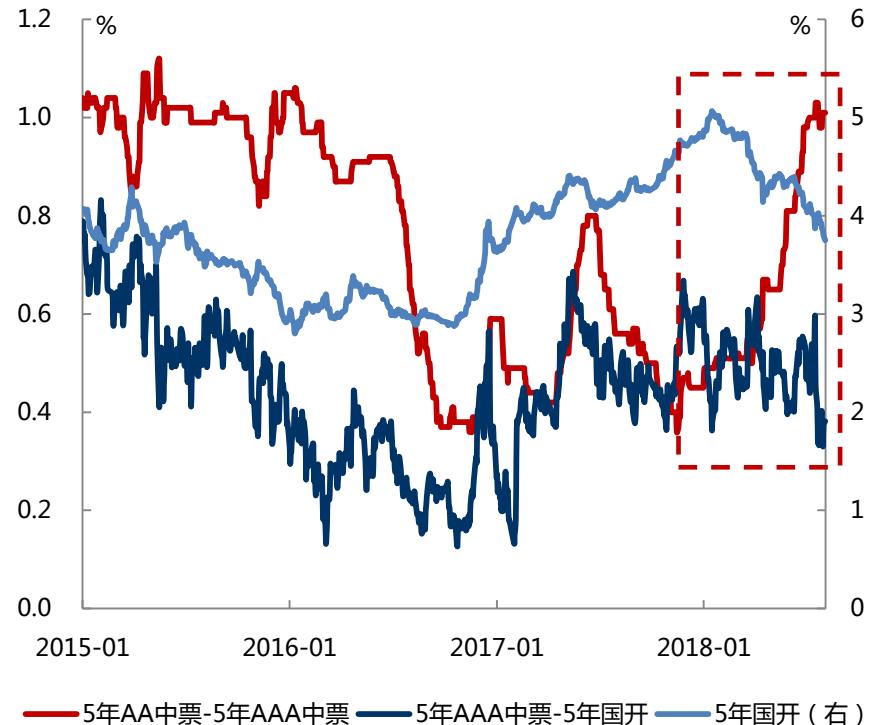
7.25-央行下调MPA中的结构性参数

6.20-国务院常务会议，将流动性基调由合理稳定改为合理充裕

7.18-央行窗口指导银行，将额外给予MLF，用于支持贷款投资和增配较低评级信用债

7.23-国务院常务会议部署更好发挥财政金融政策作用，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求

产业债主要压缩流动性溢价，信用溢价尚未压缩



1.5 未来是稳信用，还是宽信用？

政策声音：略有分歧，方向未变

调研感受：浪潮退去，冷暖不均

中央政治局会议

- 坚持实施积极的财政政策，坚定做好去杠杆工作、坚决遏制房价上涨。

国务院常务会议

- 财政政策要更加积极、货币政策要松紧适度，保障平台合理融资需求。

金稳委会议

- 处理好稳增长与防风险的关系，把握好货币总闸门，深化金融改革。

刘鹤

- 做生意是要有本钱的，借钱是要还的，投资是要承担风险的，做坏事是要付出代价的。

稳当先
宽尚早

城投

- 央地分歧，隐性债务处理任重道远；
- 债务分级，力保债券和民工工资

地产

- 碧桂园的道歉和反思：过度追逐高周转，源于对未来的不安；
- 去杠杆的万达VS加杠杆的富力。

制造

- 新增授信难，表外融资接续问题；
- 坚守主业的红狮VS多元拓展的万丰。

银行分支

- 困惑一：不投平台投什么？
- 困惑二：终生追责，谁敢给民企放款？



1.6 当前经济阶段，投资级债券历史表现更好

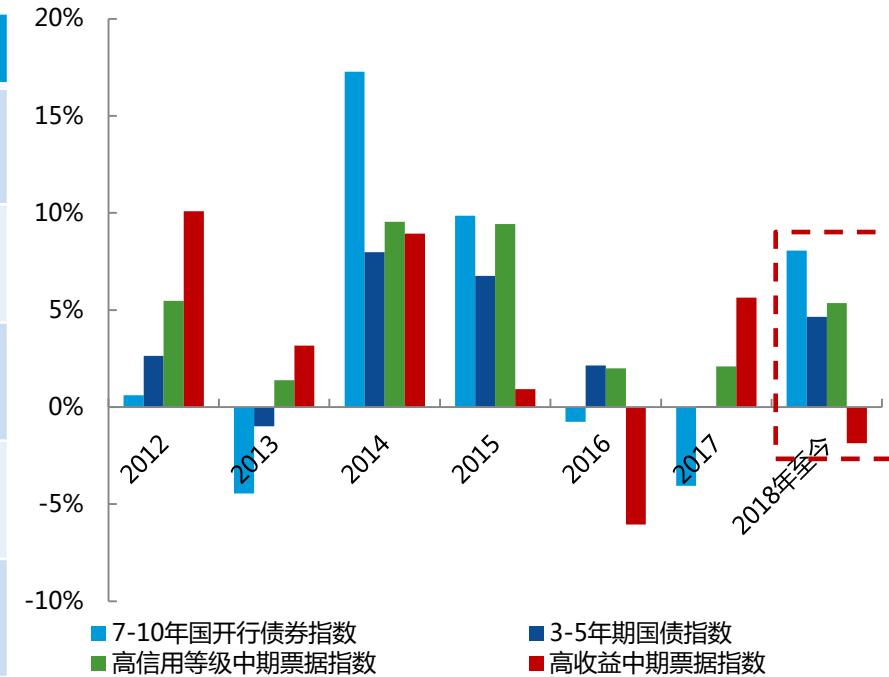
- 不同类型的债券在经济周期的不同阶段表现差异较大。我国当前处于本轮库存周期后半段，经济增速略微回落但有韧性，属于经济扩张后期。根据大类资产历史表现看，投资级债券表现将优于高收益债。

美国不同大类资产在不同经济周期的表现（1988-2008）

经济扩张早期	经济扩展中期	经济扩张后期	经济衰退早期	经济衰退后期
高收益债 13.39%	可转债 12.35%	股票 13.15%	国债 10.62%	高收益债 20.36%
可转债 12.01%	高收益债 11.2%	可转债 9.36%	投资级债 -1.45%	可转债 14.38%
投资级债 8.94%	股票 10.63%	国债 7.73%	高收益债 -21.91%	投资级债 11.52%
国债 7.26%	投资级债 7.78%	投资级债 6.83%	可转债 -25.69%	股票 10.22%
股票 4.29%	国债 6.49%	高收益债 4.21%	股票 -27.39%	国债 9.58%

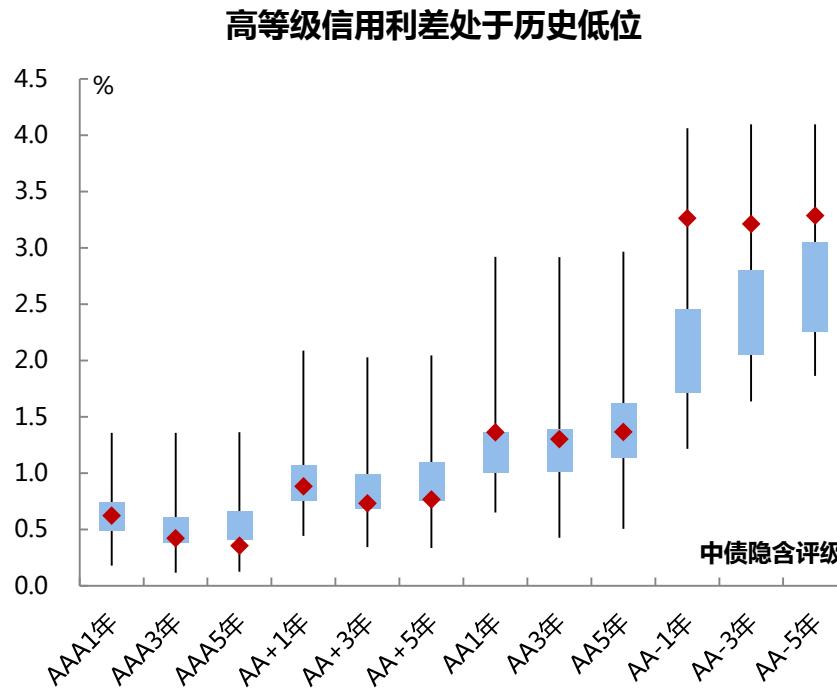
Source: Pimco

高、低等级信用债表现出现分化

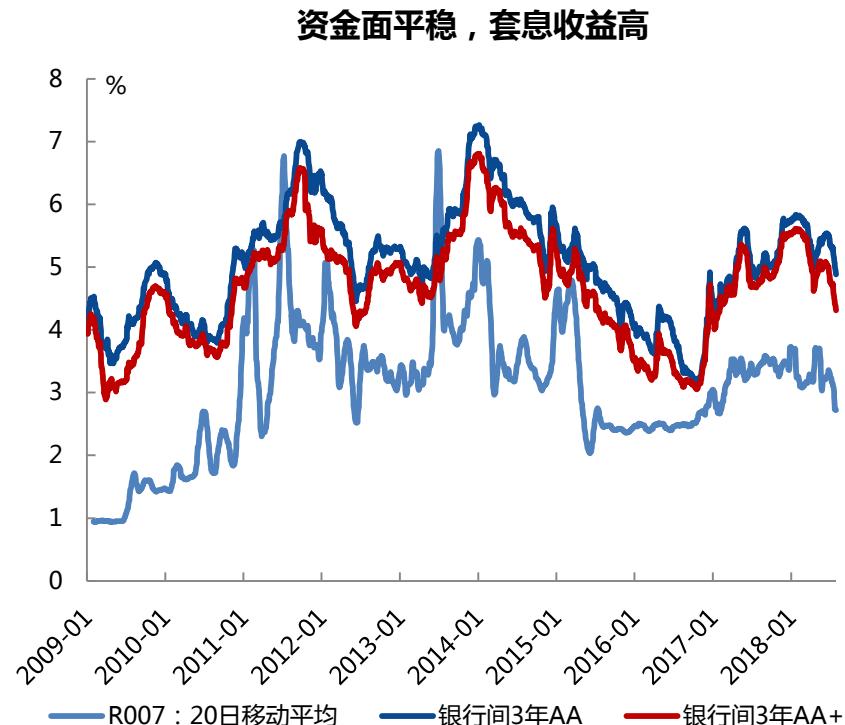


1.7 信用策略之战略建议：中高等级、中久期、加杠杆

- **类属建议**：推荐3年以内AAA和AA+中高等级品种，适当参与2年以内优质AA品种。
- **中久期、加杠杆**：资管新规框架下，长周期品种需求趋势性下降，期限利差难以明显收窄；国常会定调流动性合理充裕，回购资金成本和波动性降低，杠杆套息稳定增厚收益。
- **防范低等级信用风险**：政策放松当前受益的主要是城投，产业类和民企融资改善仍面临较大不确定性，高低等级分化料将延续，等级利差收窄难度较大，信用上不宜过于激进。



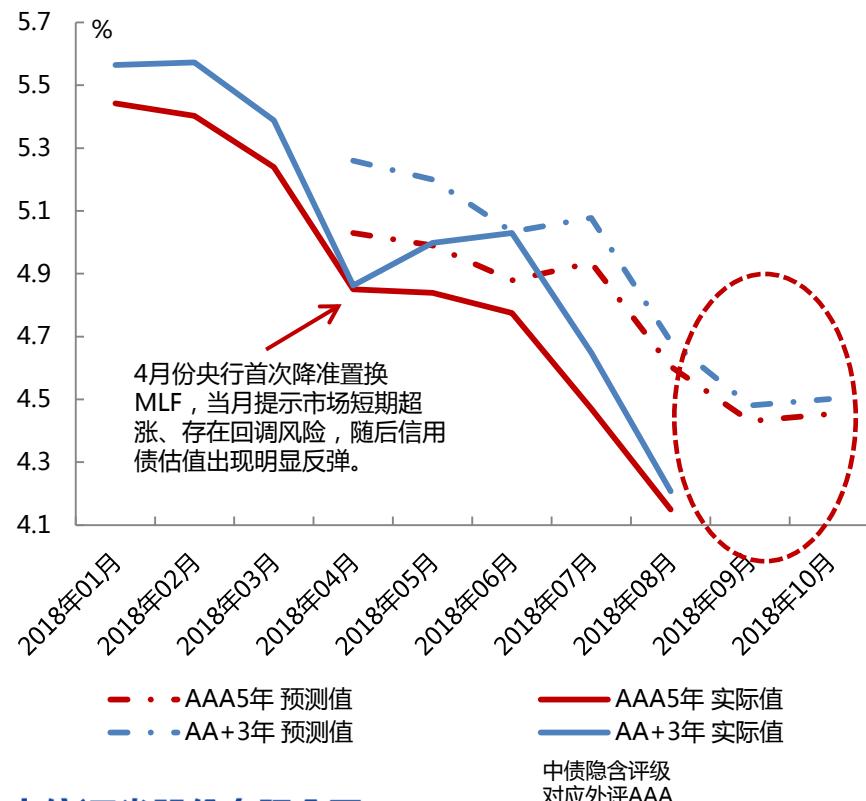
注：信用利差为债券收益率减相应期限国开收益率；行业利差为债券收益率减相应期限产业债收益率中枢，下同。



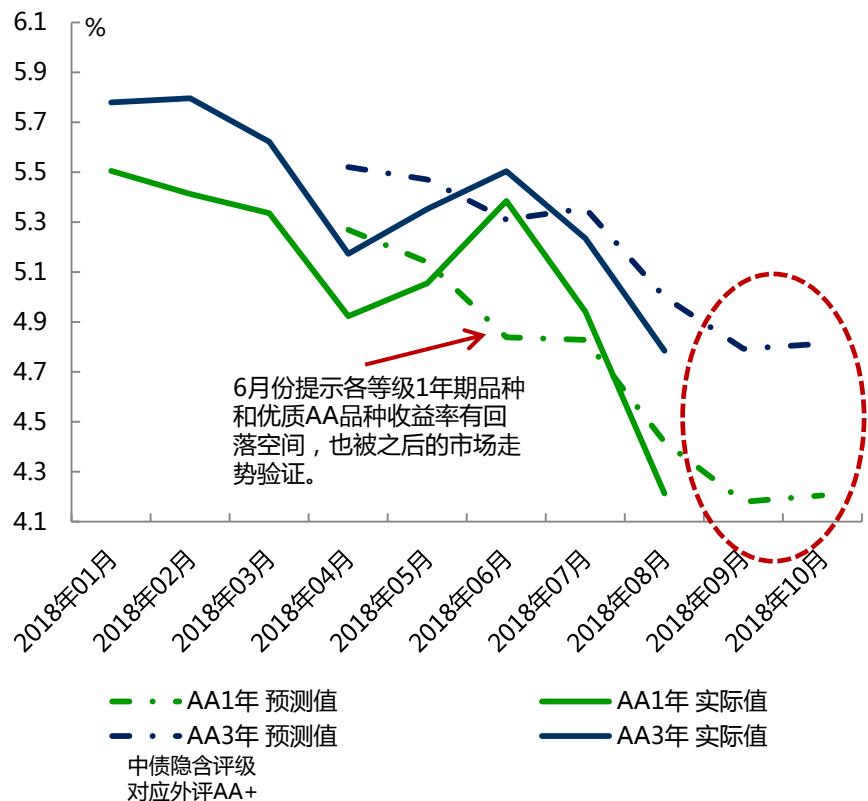
1.8 信用策略之战术思考：高等级短期内有回调风险

- 3月份，信用组在传统基本面研究框架基础上，增加衡量监管政策和市场供需的指标，开发了六因子信用债估值走势预测模型，实测结果显示该模型具有一定领先性。
- 根据模型8月预测结果，当前信用债估值已全面低于预测中枢。尤其是中高等级、3年期以上品种超涨明显，短期内存在估值回调风险，建议把握好配置节奏。

模型显示中高等级长久期品种超涨，有回调风险



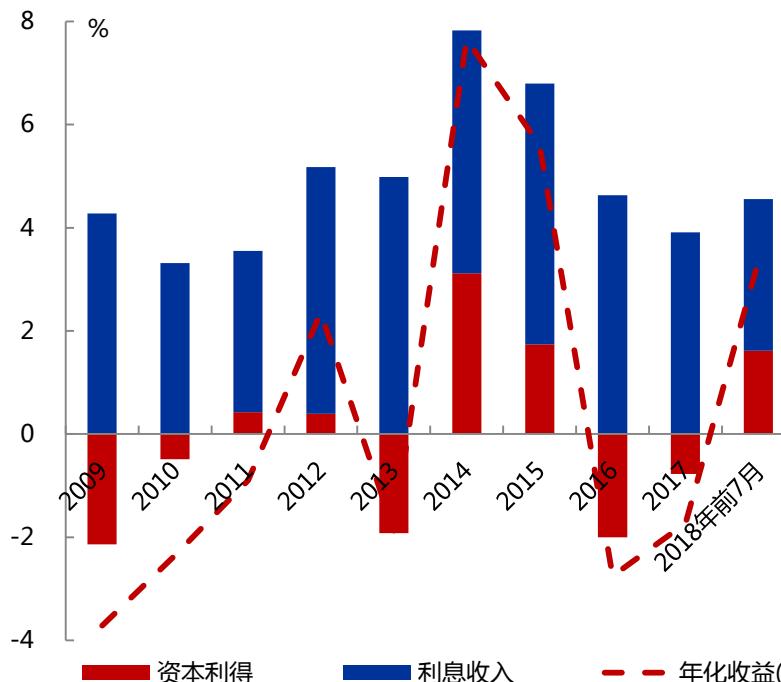
模型显示优质中低等级利率下行已基本到位



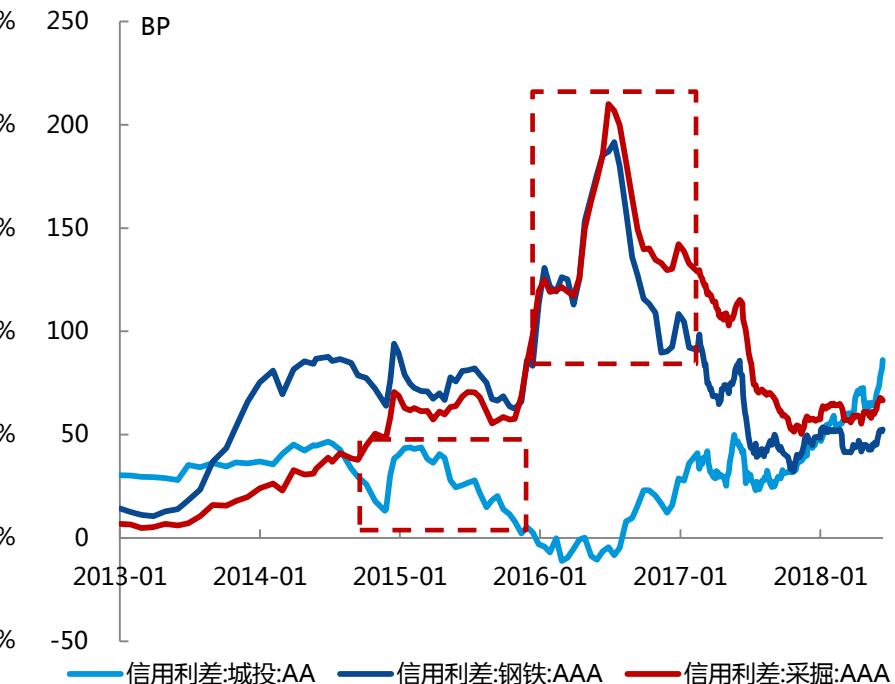
1.9 信用策略之战术思考：高票息+结构性机会

- 回溯历史，利息收入贡献了信用债大部分的投资收益，资本利得占比较小，2009年以来年度平均资本利得为-0.09%。
- 信用债投资核心是在较优的风险收益比下寻找高票息品种，行业轮动可能阶段性提供收益增厚机会。

票息是信用债收益主要来源

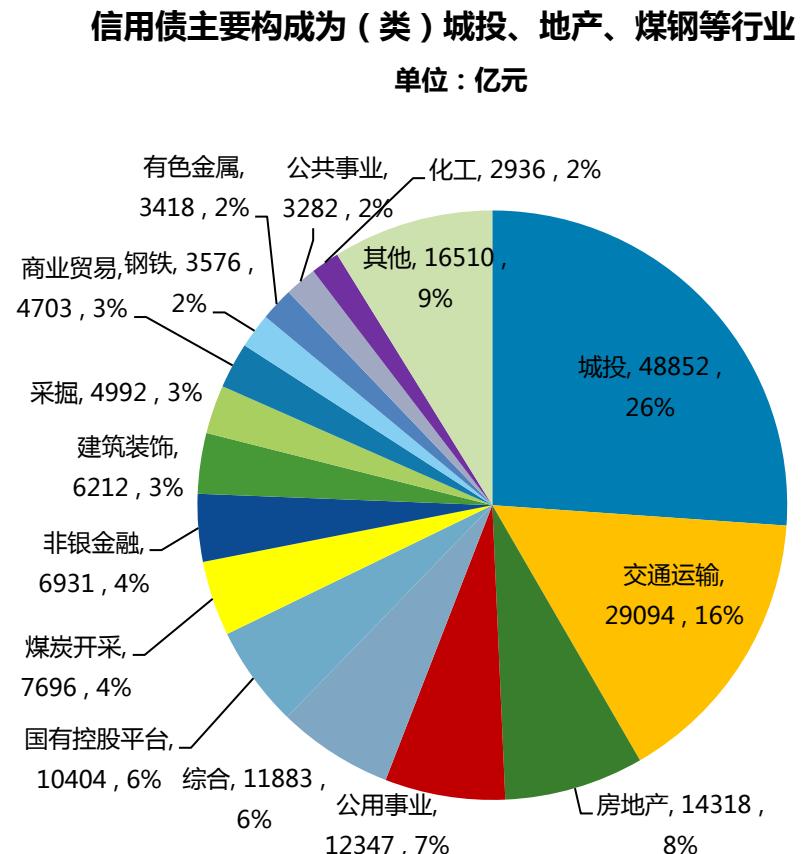


15年的城投和16年的过剩产能提供了结构性机会

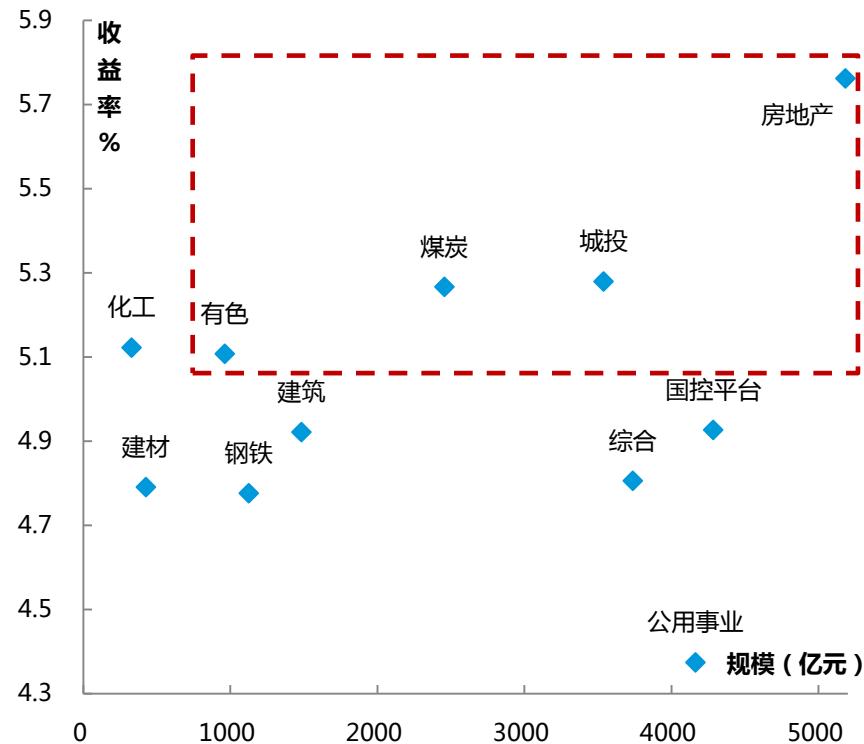


1.10 信用策略之战术思考：α从哪里来？

- 结合市场存量规模和收益率水平来看，城投、房地产、煤炭、有色等行业存量规模较大、整体收益率高，是值得深入挖掘的大类α行业。



剩余期限2-4年的AAA品种中，地产、城投利率较高



提纲

一、信用风向之争及策略思考

二、大类领域的投资价值分析

(一) 城投

(二) 周期性行业

(三) 房地产

(四) 另类资产

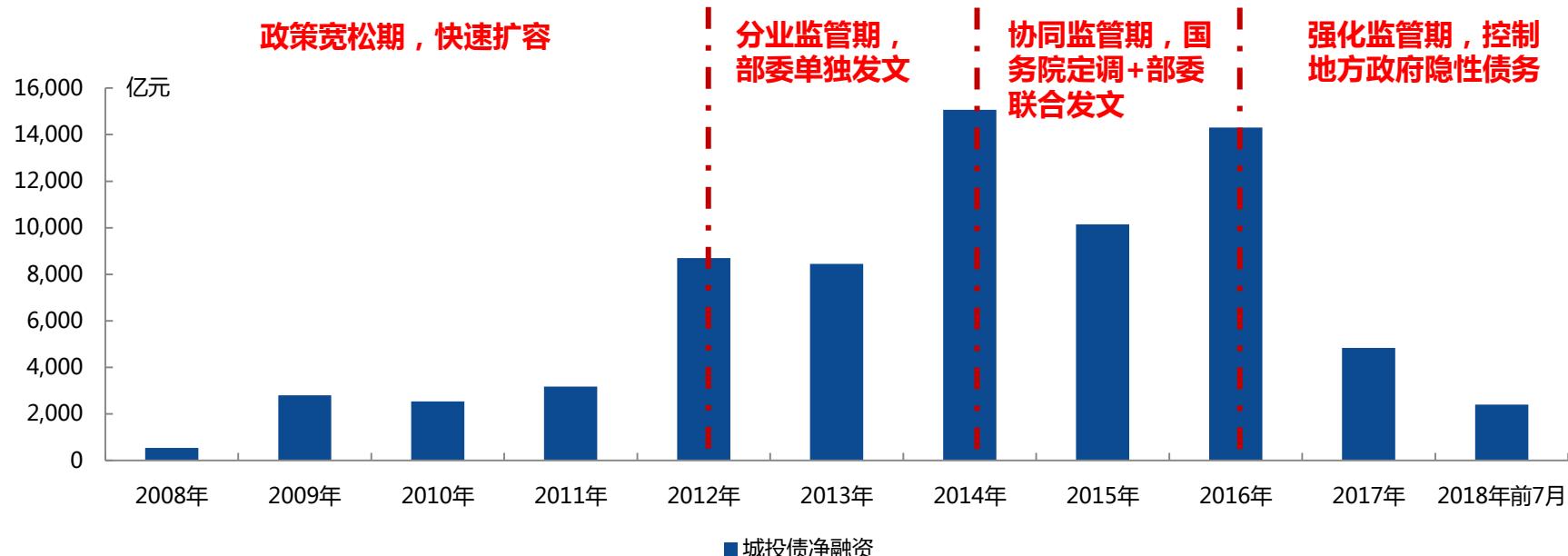
三、大类行业的配置建议

四、基于策略和定价的品种推荐



2.1.1 城投监管政策的演变：十年四阶段

- 平台公司监管始于2008年国办126号文，之后的政策可以分为四个阶段：
 - ✓ 政策宽松期（2008-2012）：财政、银监鼓励大发展，快速扩容；
 - ✓ 分业监管期（2012-2014）：债务扩张引起重视，银监、财政、发改单独出文，债务甄别及贷款分类管理；
 - ✓ 协同监管期（2014-2016）：国办43号、40号、88号等文件进行顶层设计，各部委联合发文，债务扩张势头初步遏制；
 - ✓ 强化监管期（2017至今）：规范PPP和政府采购服务、强调问责、发行地方专项债取代城投债，本轮以控制地方政府隐性债务为目的。



2. 1. 2 强监管下流动性压力加大，近期政策有松动迹象

- 2017年下半年以来，城投融资环境收紧导致企业流动性状况恶化，今年一季度末流动性风险等级接近2014年初水平。

城投企业流动性评分处于高位



调研显示城投企业偿债压力很大

调研时间	区域	要点
4月26日	重庆合川	公司货币资金仅3亿元，剩余可用授信4.4亿元，今年仍需要偿还的债务约14亿元，政府组织成立偿债资金池。
6月7日	贵州安顺	公司货币资金仅5亿元，10月份到期回售债券20亿元，没有明确还款来源。
6月14日	天津东丽	公司今年新增融资仅12.5亿元，已经不符合债券发行条件，下半年到期债务80亿元，还款来源依赖土地出让以及东丽区的统筹调配。
6月27日	江苏无锡	公司资金仅8亿元，未使用授信0.4亿元，9-10月份债券到期37.2亿元，仅依靠财政应收类款项回收难度较大。
7月19日	贵州黔东南	公司账面资金仅2亿元，下半年到期债务4亿元，非标连续两次爆出逾期传闻，当地财政解决部分资金缺口，并组织成立偿债资金池。

- 7月23日国务院常务会议：引导金融机构按照市场化原则保障平台公司合理融资需求。

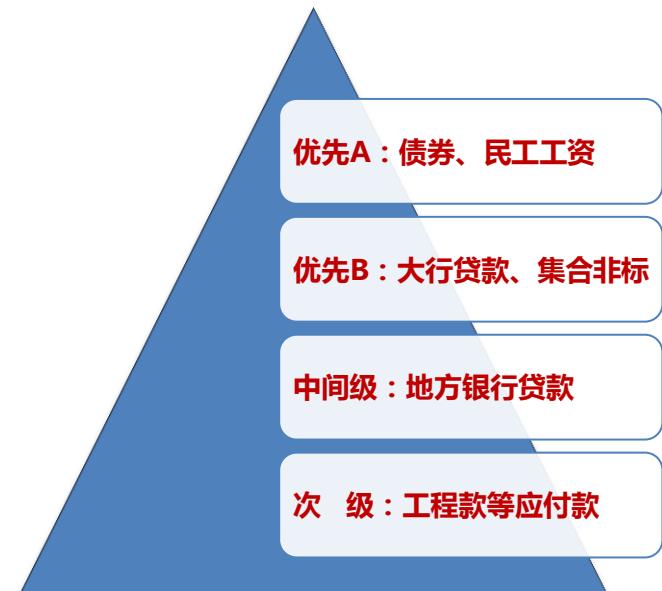
2. 1. 3 点状风险消灭于萌芽，债务实施分级管控

- ✓ 2011.4，云南公路向银行发函只付息不还本
- ✓ 2015.1，私募债“12东飞01”违约，东台交投担保
- ✓ 2018.1，云南国资信托违约，媒体报道后一周兑付。
- ✓ 2018.4，天津市政子公司资管计划违约，后兑付
- ✓ 2018.7，黔东南州凯私募资管计划兑付风波，后兑付

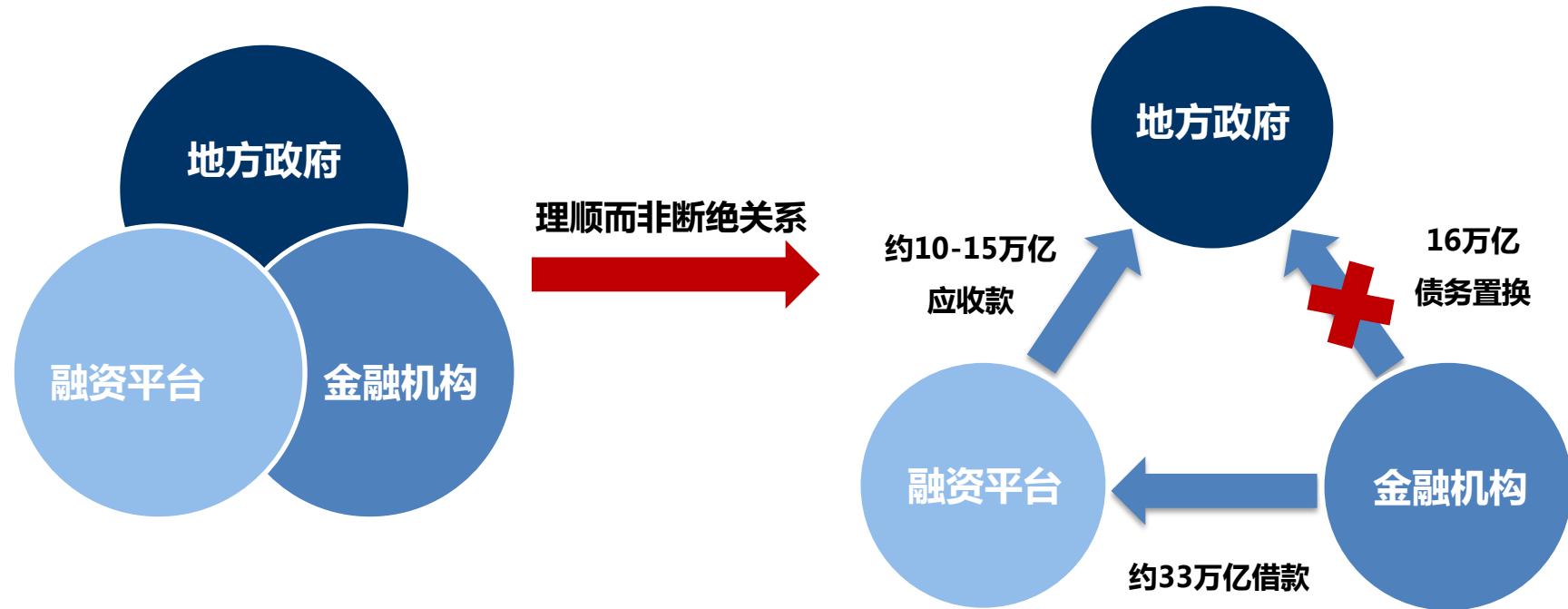
- ✓ 2014.12，私募债“12蒙恒达”违约，内蒙古东胜城投担保
- ✓ 2015.4，“13大宏债”违约，射阳城投担保
- ✓ 2018.5，西安灞桥子公司资管计划违约，后兑付
- ✓ 天房集团信托兑付危机，媒体报道后偿付
- ✓ 内蒙古锡林浩特给排水资管计划违约
- ✓ 2018.8，新疆兵团六师超短融违约，两天后兑付

- 2018年，城投点状风险事件明显增加，一旦被媒体曝光，事件解决均较为及时；
- 从调研看，地方根据风险爆发后负外部性程度将债务分类管理，债券属于优先保障程度最高的债务。

地方债务的分级管理思路



2. 1. 4 城投信仰为何物，可否生死相许？



- 财政部要切断的是城投与政府的直接信用关联，但城投与地方政府的血缘关系并未发生实质性改变；
- **信用分析不能基于信仰，而应基于事实**：应收账款是城投与政府隐性信用关联的纽带，在约10-15万亿（考虑在建工程预计有20-30万亿）的纽带被切割之前，隐性信用关联不可能被切割；
- **遵义调研，窥豹一斑**：遵义干部学院、市人民政府、各局办公楼、六家三甲医院、火车站、大学，均由城投公司出资建设，物业持有人多为城投公司，信用如何切割？
- 万物存亡有客观规律，平台诞生于分税制，在财政中央集权背景下，远没有到退出历史舞台的阶段。

2. 1. 5 监管博弈下，城投债实质性违约仍是小概率事件

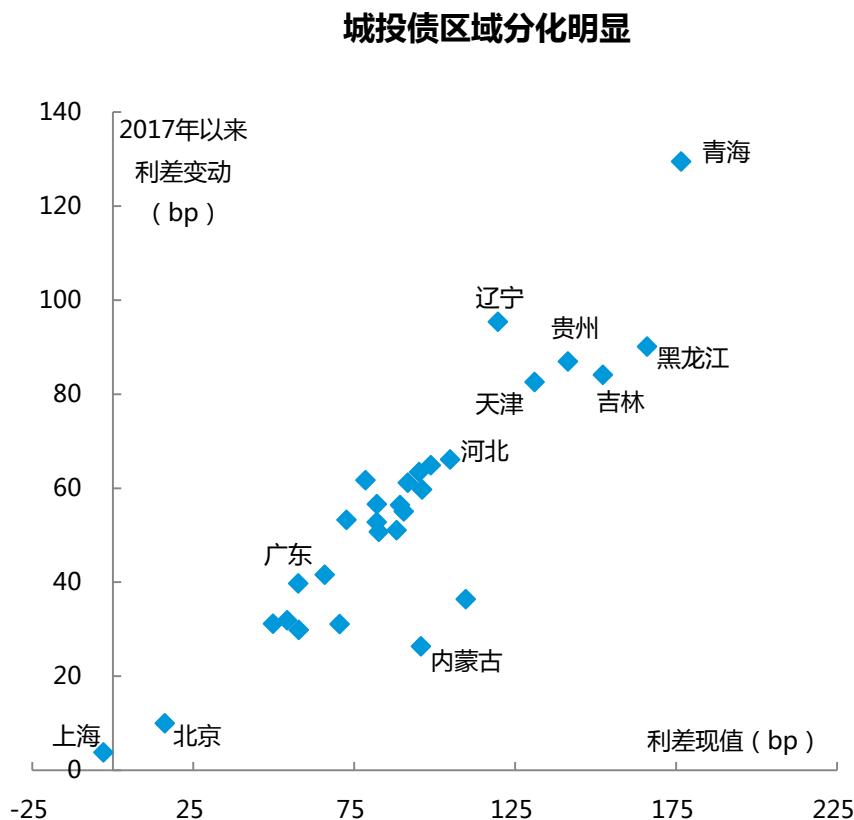
- 中央政治局会议提出“六稳”工作要求，监管政策协调性明显加强。央行、银保监会松绑再融资，财政部、发改委落实积极财政政策，城投公司流动性压力有望缓解；
- 目前存量城投债只有约5万亿元，不到地方隐性债务的1/6，绝大部分仍在平台+地方财力的负担范围内；
- 长期来看，城投债风险的演绎路径取决于监管各方博弈：
 - ✓ 一方面，要打破城投刚兑和财政兜底的幻觉，就必须容忍个别城投债出现违约（技术性违约可能性大），给投资人以风险教育；
 - ✓ 另一方面，防范系统性风险是底线，小范围化解风险，必要情况下采取多种手段稳定市场；
 - ✓ 远景：以时间换空间，控制并逐步削减城投规模，部分转型后发一般产业债，部分由专项债务置换或等债务到期后彻底退出。

监管博弈最终必然是个妥协平衡的结果



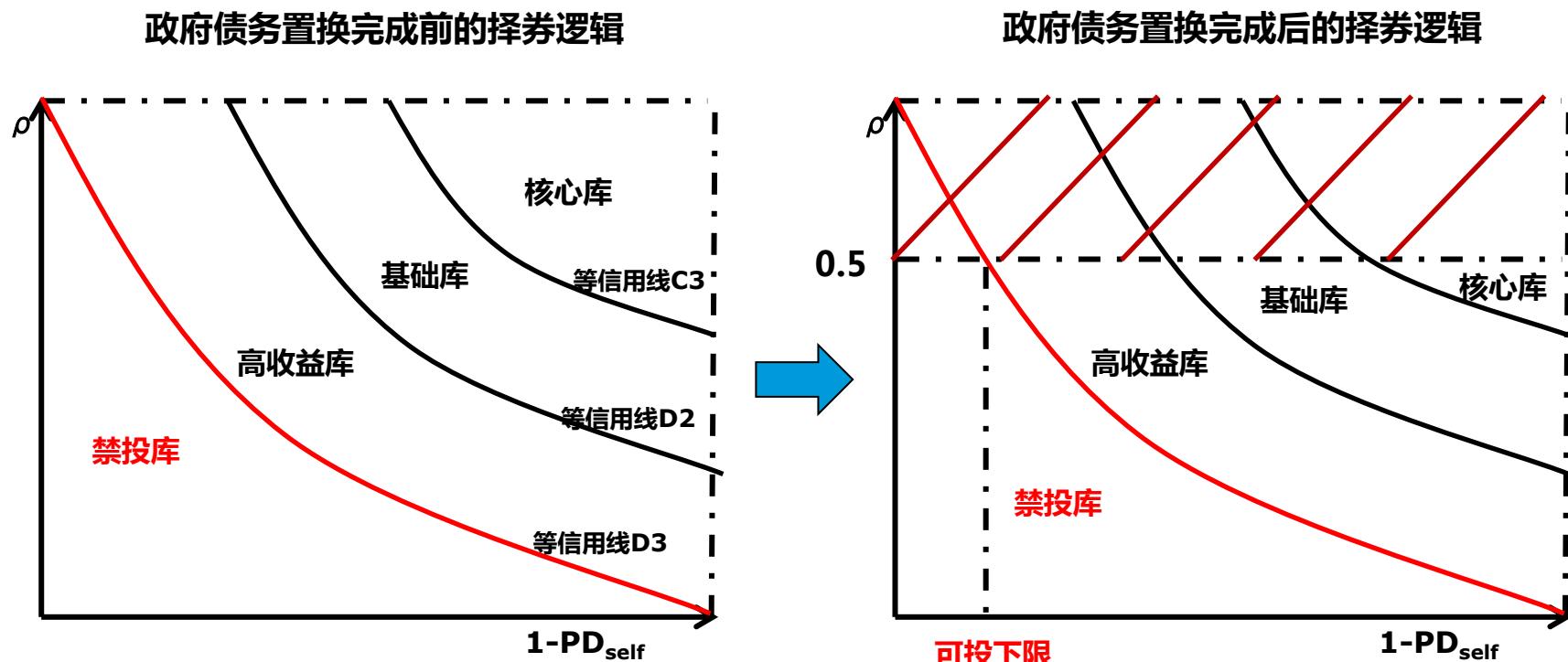
2.1.6 城投估值分化，短期内迎来结构性交易窗口

- 城投债呈现出区域分化、等级分化的结构性行情，优质城投债跟随利率债波动，低等级利差不断上行。
- 预计随着四季度融资渠道逐步打开，城投风险事件将有所平息，中低等级城投债估值中枢下行，低等级短久期品种和优质中等级品种迎来交易窗口。



2.1.7 从城投转型看中长期择券逻辑的演变

- 直观公式：城投信用评分 = $\rho * \text{地方政府信用} + (1 - \rho) * \text{平台自身信用}$ ；
 - ✓ 随着平台市场化转型，系数 ρ 可能从 0.5-0.9 逐步降至 0.2-0.5（0.4-0.5 为密集区）；
 - ✓ 从准入门槛看，平台自身信用从无下限（靠 ρ 和地方政府信用增级）到有下限；
 - ✓ 可投区域占比下降：（核心库+基础库+高收益库）/所有城投债。
- 传统上城投债信评以自上而下为主（靠政府信用增级），现在要过渡到自上而下择区域、自下而上择个券相结合，其中自下而上（看 ρ ，平台自身信用）花的功夫要更多一些。



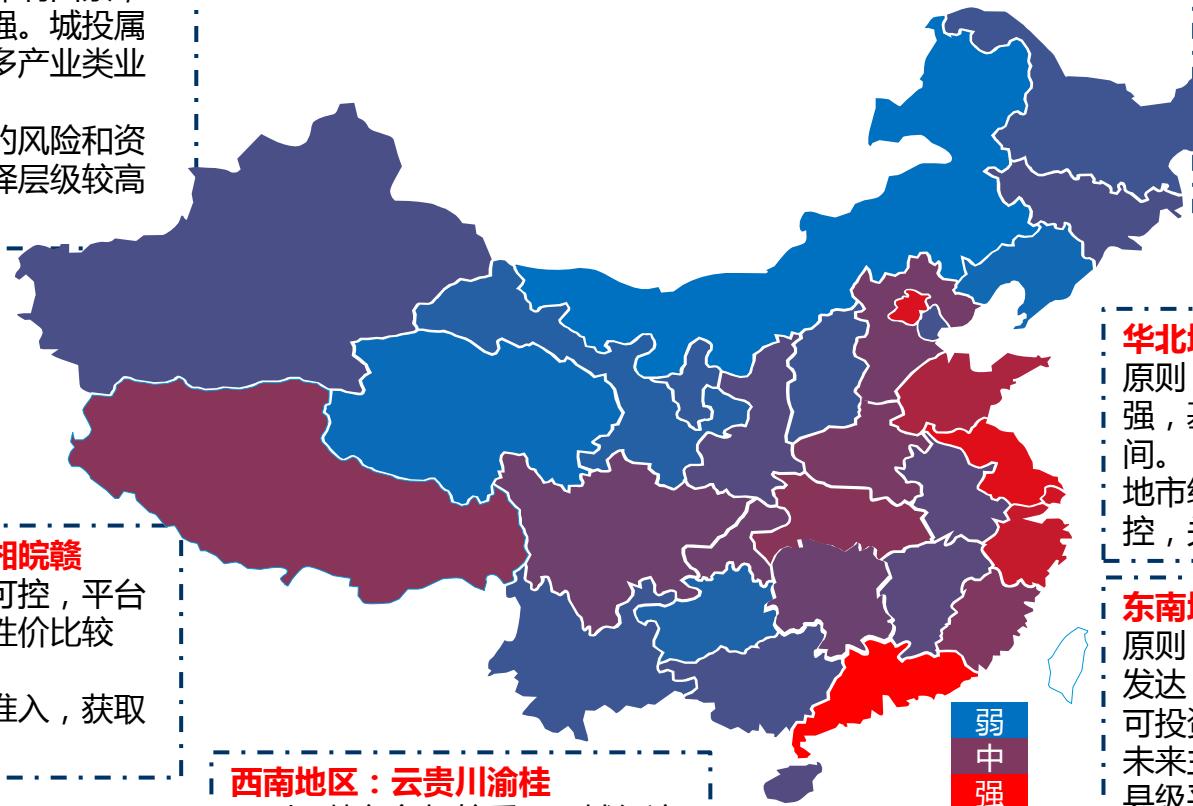
2.1.8 重点挖掘中部地市级和东部区县级平台配置价值

- 从区域看，战略性收缩东北地区，提高西南和西北地区准入层级，新增向中部和东部地区倾斜，挖掘地市和排名靠前区县平台的配置价值。

西北地区：新青甘宁

原则：具有特殊体制因素，政府维稳动力很强。城投属性较弱，具有较多产业类业务。
关注产业类业务的风险和资产质量，优先选择层级较高平台或国控企业。

全国各省及直辖市综合实力打分及区域准入偏好



中部地区：豫鄂湘皖赣

原则：区域风险可控，平台业务相对单纯，性价比较高。
增加地市级平台准入，获取信用溢价。

西南地区：云贵川渝桂

原则：债务负担较重，区域经济财力偏弱。
控制准入层级，优先省级、省会或排名靠前地市，区县平台或私募债谨慎，关注非标融资情况。

东北地区：黑吉辽蒙

原则：人口流出省份，资源类行业发展前景较差。谨慎介入，存量项目逐步清理退出，尤其是地市及以下主体。

华北地区：晋陕冀鲁京津

原则：政府资源协调能力很强，基础设施存在发展空间。
地市级及以上平台风险可控，关注国控企业风险。

东南地区：苏浙沪闽粤

原则：区域经济和金融环境发达，城投平台数量较多，可投资范围广。
未来主力投资区域，部分区县级平台可挖掘高收益，避免对民企担保或市场化经营产投。

注：地方政府综合打分表结合了经济、财政、人口、房价、债务负担等20个指标进行综合打分排序。

提纲

一、信用风向之争及策略思考

二、大类领域的投资价值分析

(一) 城投

(二) 周期性行业

(三) 房地产

(四) 另类资产

三、大类行业的配置建议

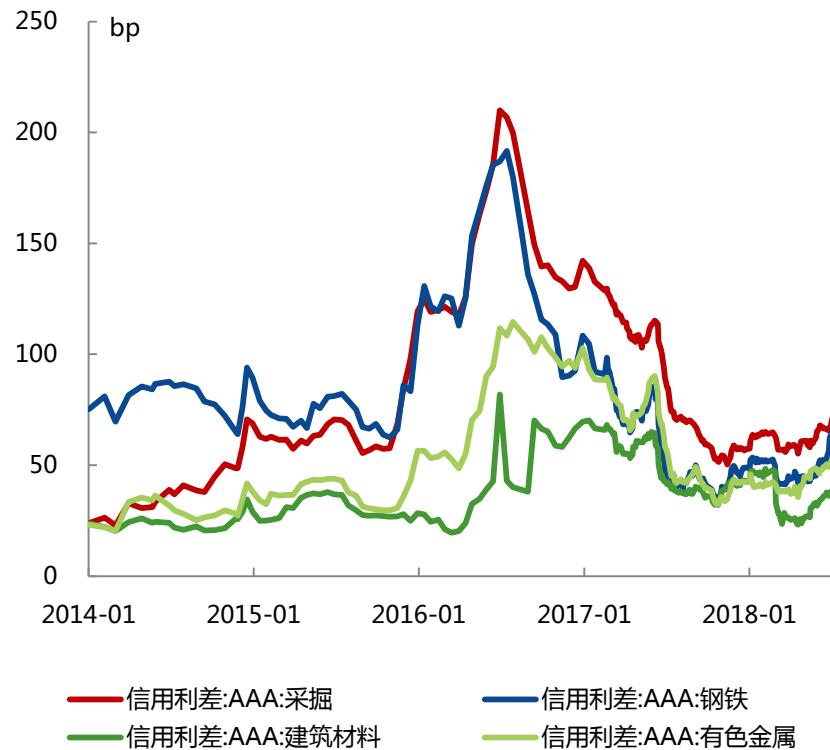
四、基于策略和定价的品种推荐



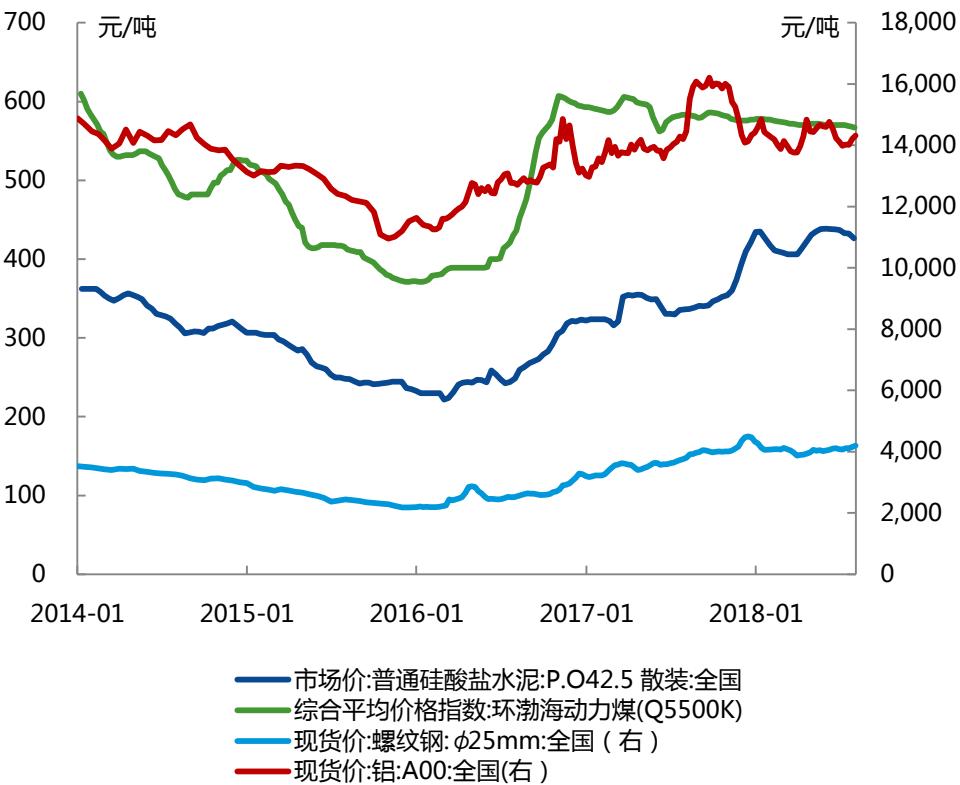
2. 2. 1 周期板块基本面稳定，高等级利差、收益率处于低位

- 周期板块略有分化，但整体盈利情况较好，资产负债表内生性修复，违约风险逐渐降低。板块市场认可度持续提升，高等级品种行业利差、收益率处于低位。周期板块后续景气度有望维持，可适当放宽准入标准。

高等级周期品种行业利差在历史低位



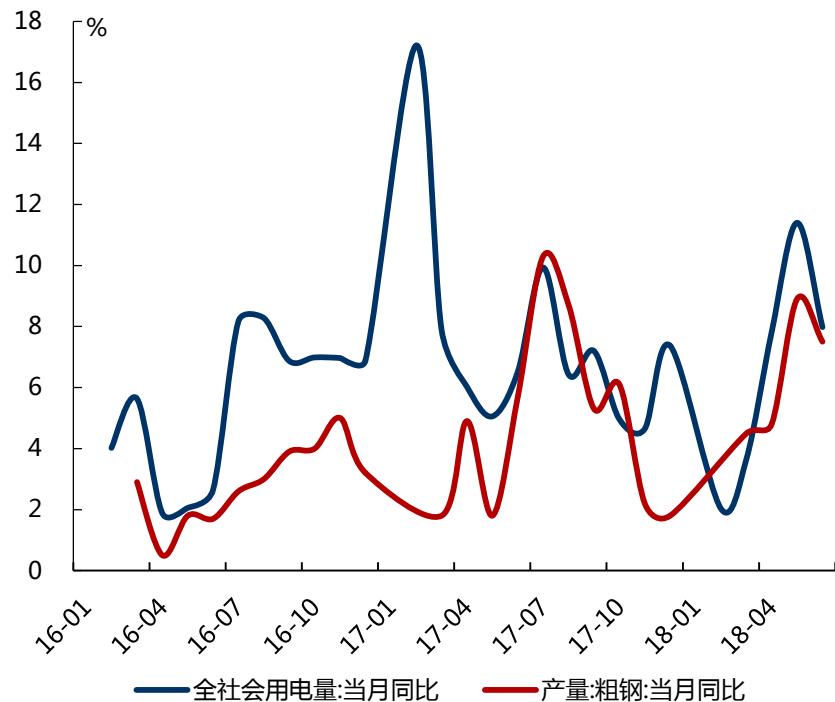
周期行业产品价格在高位



2. 2. 2 煤炭：社会库存仍在低位，行业供需紧平衡

- 18年以来煤炭下游火电、钢铁需求强劲，政策进入保供稳价阶段，行业整体供需紧平衡。
- 煤炭社会库存已回落至历史低位，不排除会进一步下行，预计1-2年内难以重回高点，煤价短期不存在大幅下行的基础。

上半年煤炭下游需求保持强劲



煤炭全社会库存仍在低位



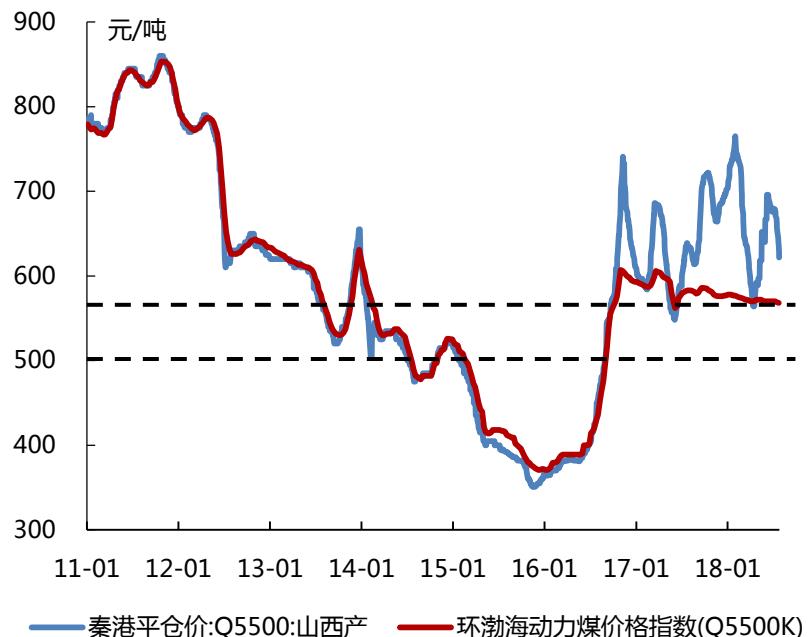
2. 2. 2 煤炭：煤价中枢小幅回落，行业信用趋势稳定

- 政策18年去产能基调不变，但19、20年力度料将减弱；调研感受到，煤企在这一轮供给侧改革中普遍意识到控制产能、行业协同的重要性，短期不会回到产能无序扩张的时代。
- 当前环渤海动力煤指数位于发改委绿色区间（500-570元/吨）上限，未来煤价中枢预计进一步回落至绿色区间内；16年12月起煤炭长协价格机制逐步成熟，有利于平抑煤价波动。

十三五煤炭去产能规划进度

年份	产量 (亿吨)	去产能 (亿吨)	去产能 力度
2015	37.47	-	“大头落地”
2016	34.11	3	
2017	35.20	2	
2018E	37	1.5	
2019E	-	0.75	
2020E	-	0.75	
合计		8	

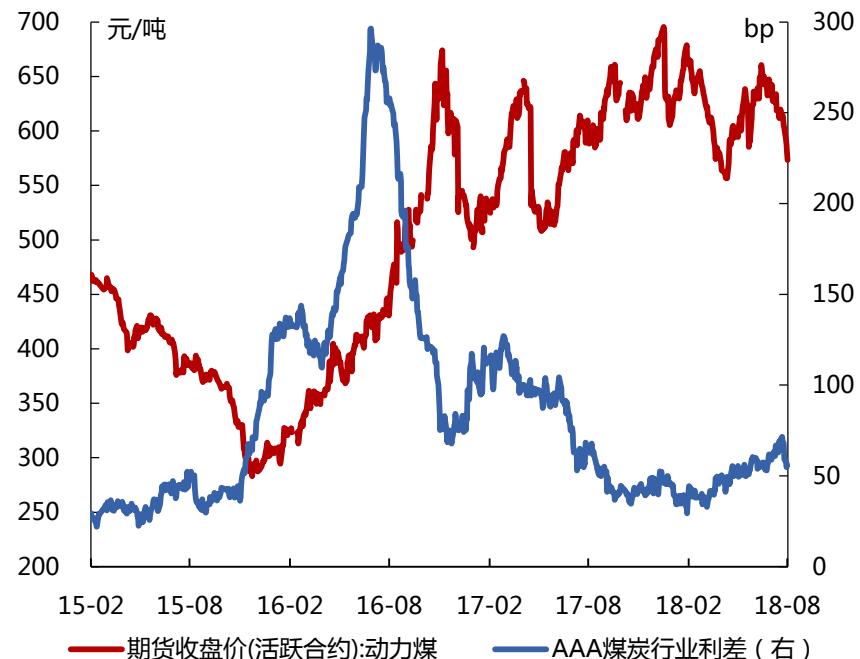
16年12月起煤价长协机制形成



2. 2. 2 煤炭：超配优质龙头，精选剩余期限1年内 α 品种

- 当前AAA煤炭行业利差超过50BP（相对于产业债中枢），具备一定配置价值，建议超配优质龙头企业。
- 对于长期资质偏弱，但政府支持力度较大的主体（河南能源、永煤等），短期信用风险可控，可精选1年内品种获取 α 收益。

AAA煤炭企业仍有一定配置价值



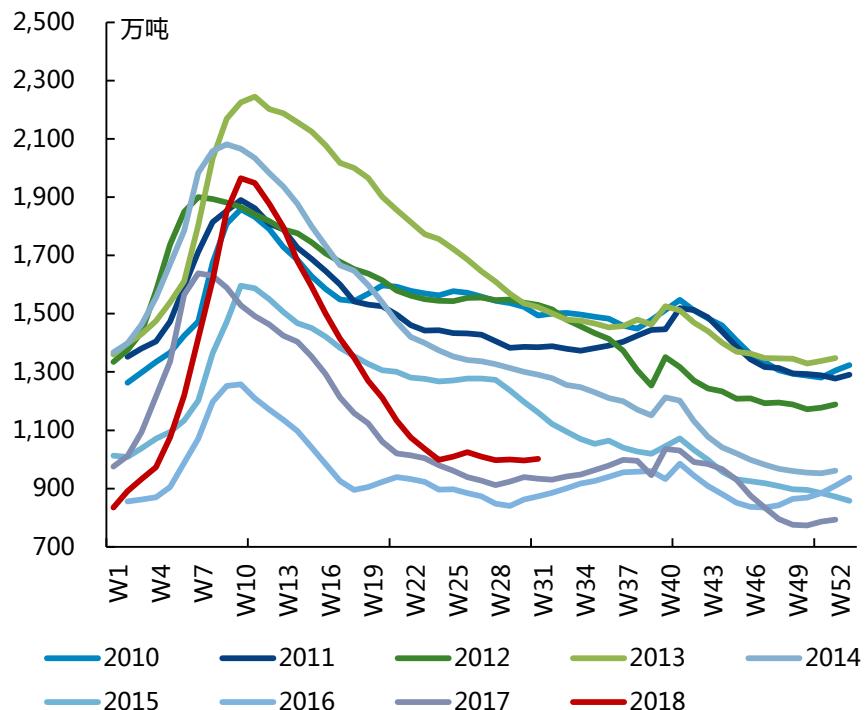
煤炭行业择券逻辑

	因素	指标
短期	煤价	预计1年内煤价不会大幅回落
	政府支持	债转股落地金额、三供一业剥离
长期	资源禀赋	储量、煤种、煤质
	成本控制	开采条件、人员负担、运力距离
	盈利能力	净利润等
	偿债能力	资产负债率、短期债务占比、有息债务/EBITDA等

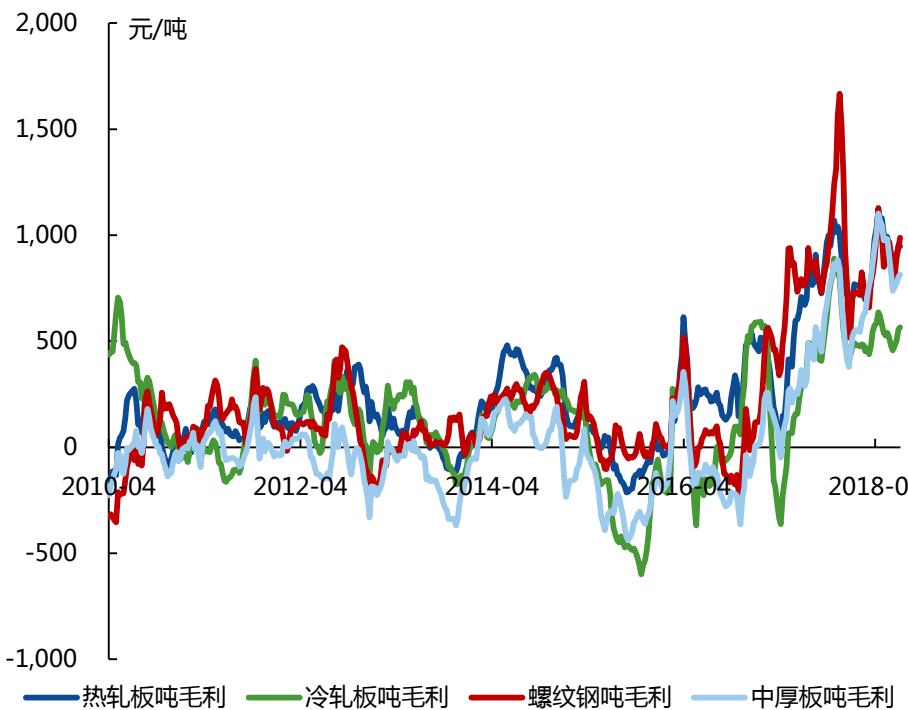
2. 2. 3 钢铁：供给仍是主导，行业景气度维持高位

- 钢铁行业当前景气度高，企业财务状况明显改善。从最新调研情况看，包钢等行业竞争力相对较弱的企业，钢铁板块也实现了盈利。展望下半年，在需求不弱、严控产能和环保限产环境下，供给仍是钢材价格的主导因素，行业景气度有望维持。

主要钢材品种社会库存处于低位



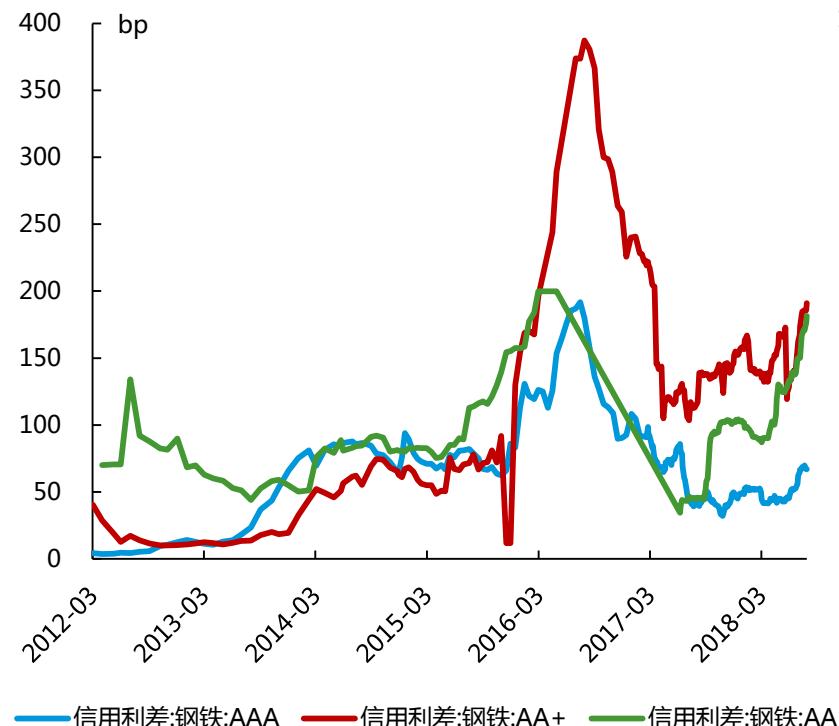
钢铁行业利润维持高位



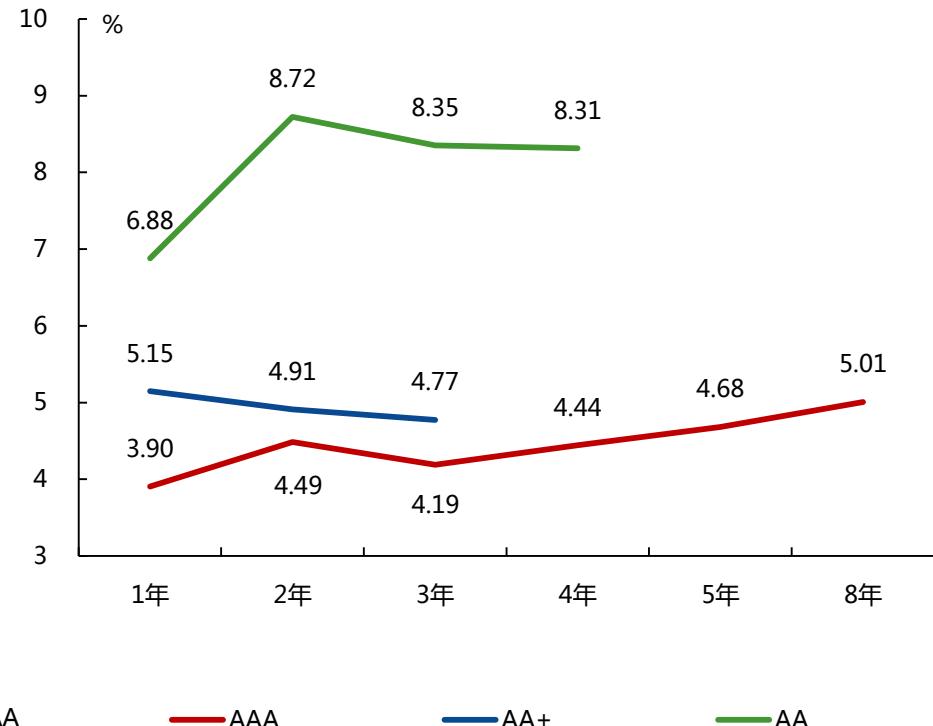
2. 2. 3 钢铁：高等级性价比较低，建议平配

- 目前高等级钢企债券收益率和信用利差均在相对低位，在行业高景气度有望维持的判断下，整体建议平配，包钢等个别中等资质短久期品种可加强配置。

高等级钢铁品种信用利差处于低位



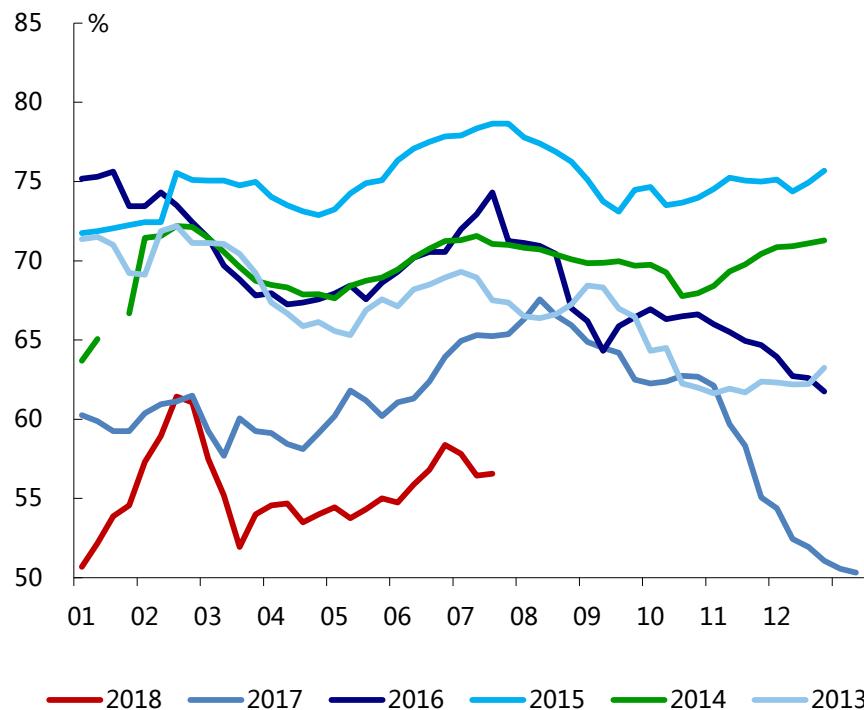
高等级钢铁品种估值处于低位



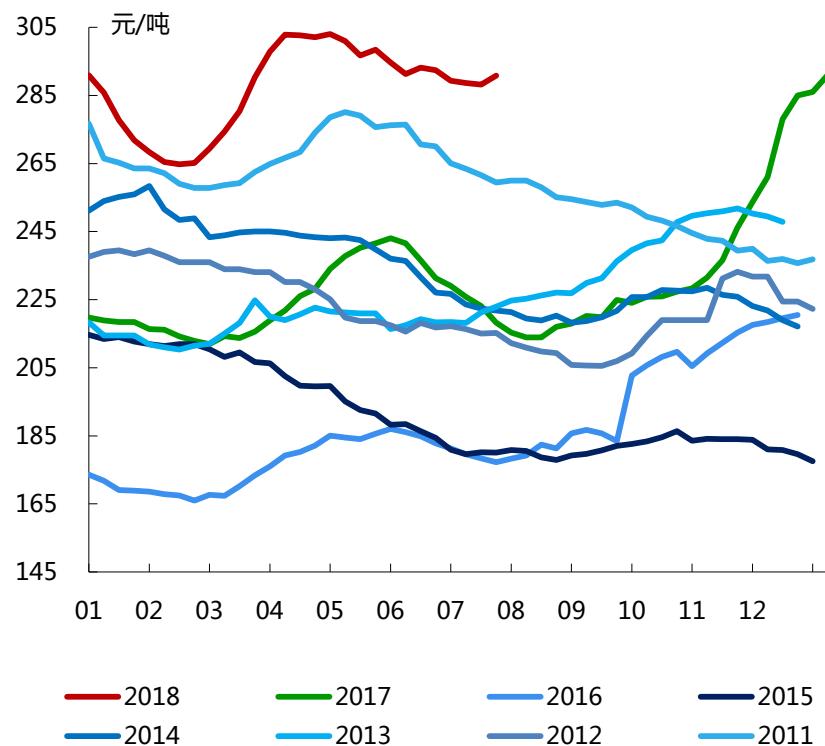
2. 2. 4 建材：供需紧平衡，行业景气度维持高位

- 建材行业当前库存处于低位，景气度和盈利水平处于高位。以红狮水泥为例，从最新调研情况看，公司上半年每吨水泥盈利50-60元，相比2017年的30元接近翻番。展望下半年，受错峰停产和环保限产影响，行业供需预计维持紧平衡，高景气度有望延续。

水泥行业库容比处于低位



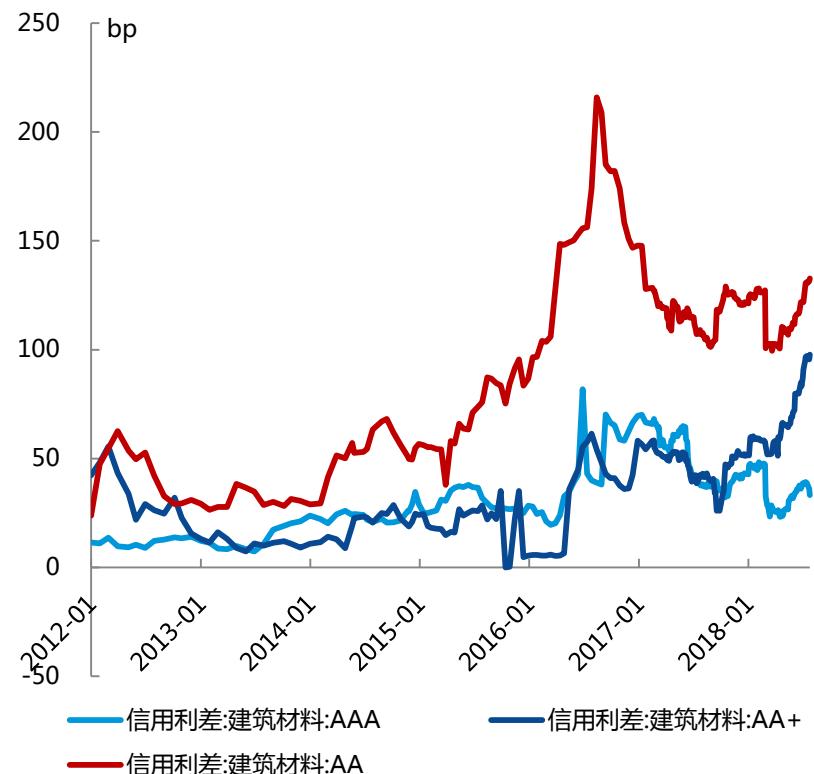
水泥煤炭价差处于高位



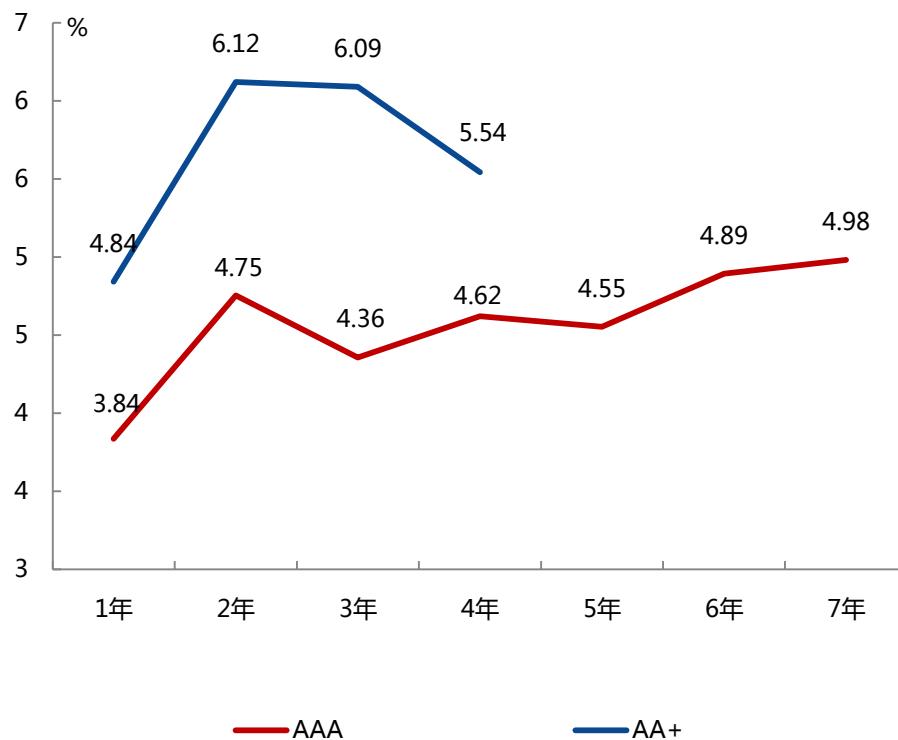
2. 2. 4 建材：中高等级性价比较低，建议平配

- 中高等级建材企业债券收益率和信用利差均在相对低位，在行业高景气度有望维持的判断下，整体建议平配，可适当增加中等资质短久期品种准入。

高等级建材品种信用利差处于低位



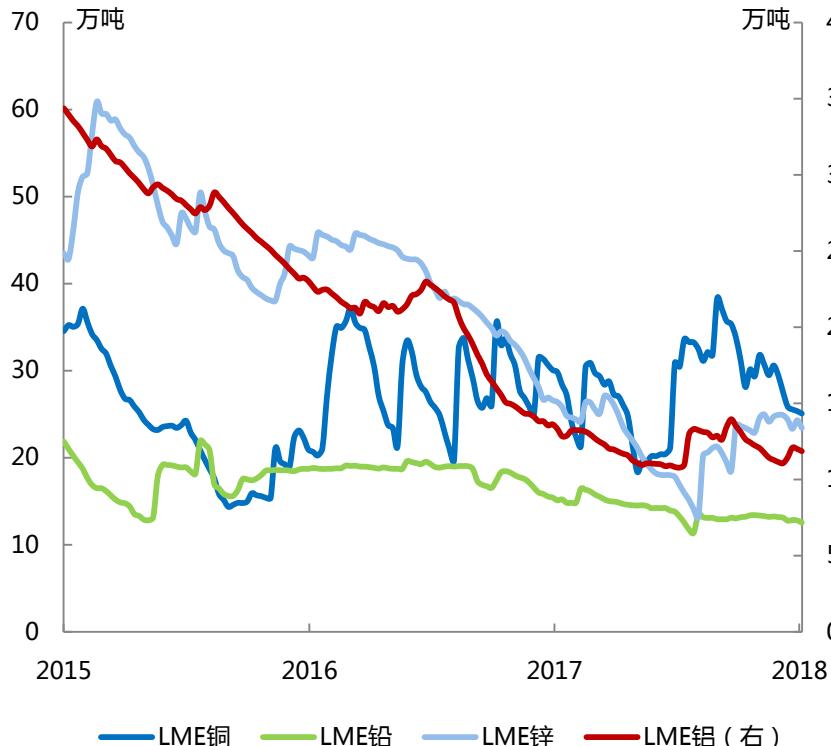
高等级建材品种估值处于低位



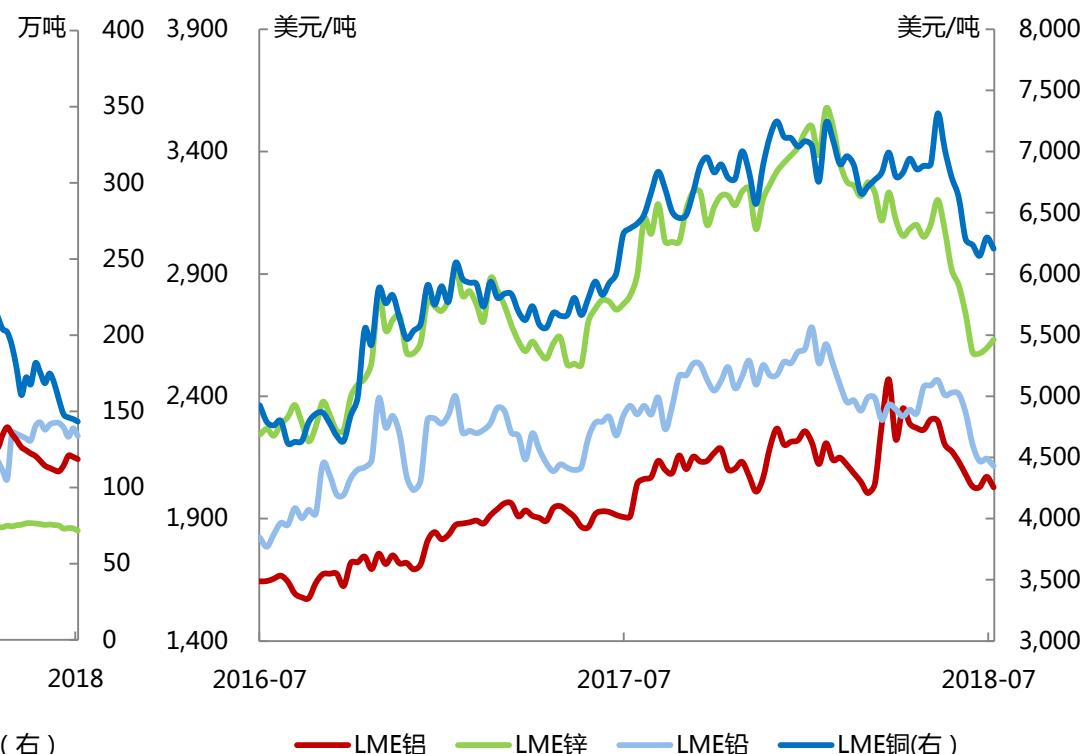
2.2.5 有色：价格、盈利回落，行业景气度一般

- 受价格下跌影响，有色行业盈利情况明显回落。以山东宏桥为例，从最新调研情况看，公司今年前5月吨铝净利润约940元/吨，相比去年全年下滑超过200元/吨。展望下半年，国内稳增长政策发力，基本金属需求有望改善，但受海外美联储加息等因素影响，整体价格表现仍将受到压制。

有色金属库存出现分化



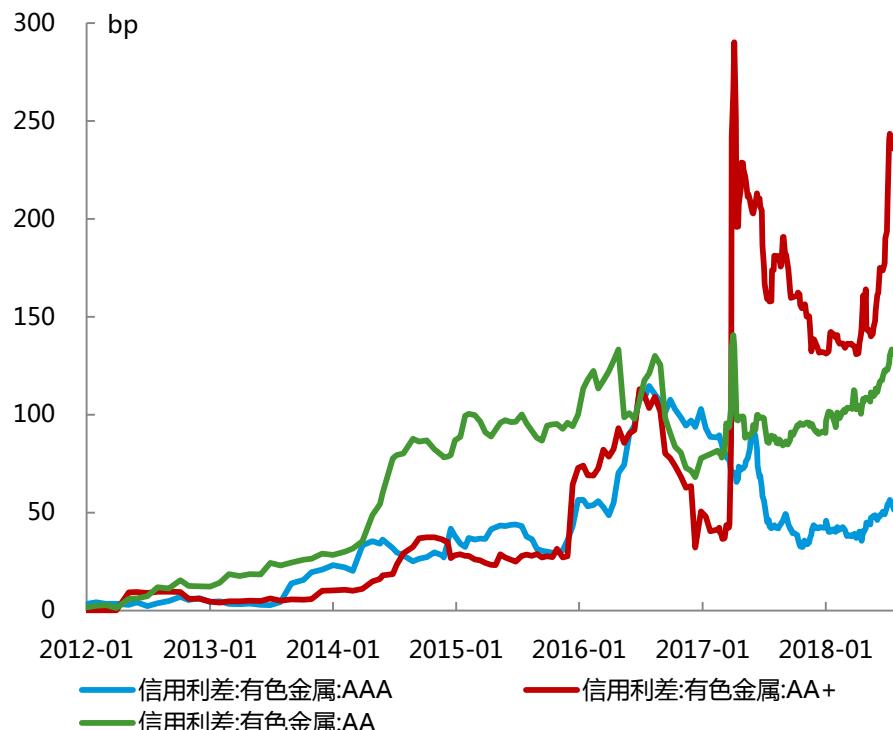
有色金属价格整体回落



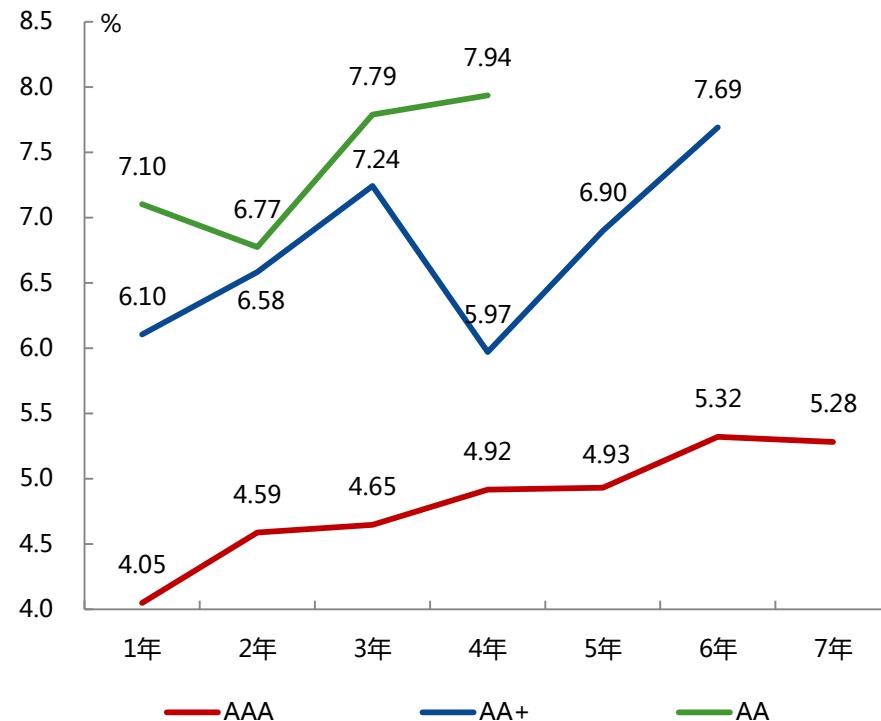
2.2.5 有色：整体性价比一般，适度超配龙头

- 高等级有色企业债券收益率和信用利差均在相对低位，但内部存在分化，部分优质行业龙头仍有投资价值。在下半年行业景气度一般的判断下，品种选择坚持龙头策略。

高等级有色品种信用利差处于低位



高等级有色品种收益率处于低位



提纲

一、信用风向之争及策略思考

二、大类领域的投资价值分析

(一) 城投

(二) 周期性行业

(三) 房地产

(四) 另类资产

三、大类行业的配置建议

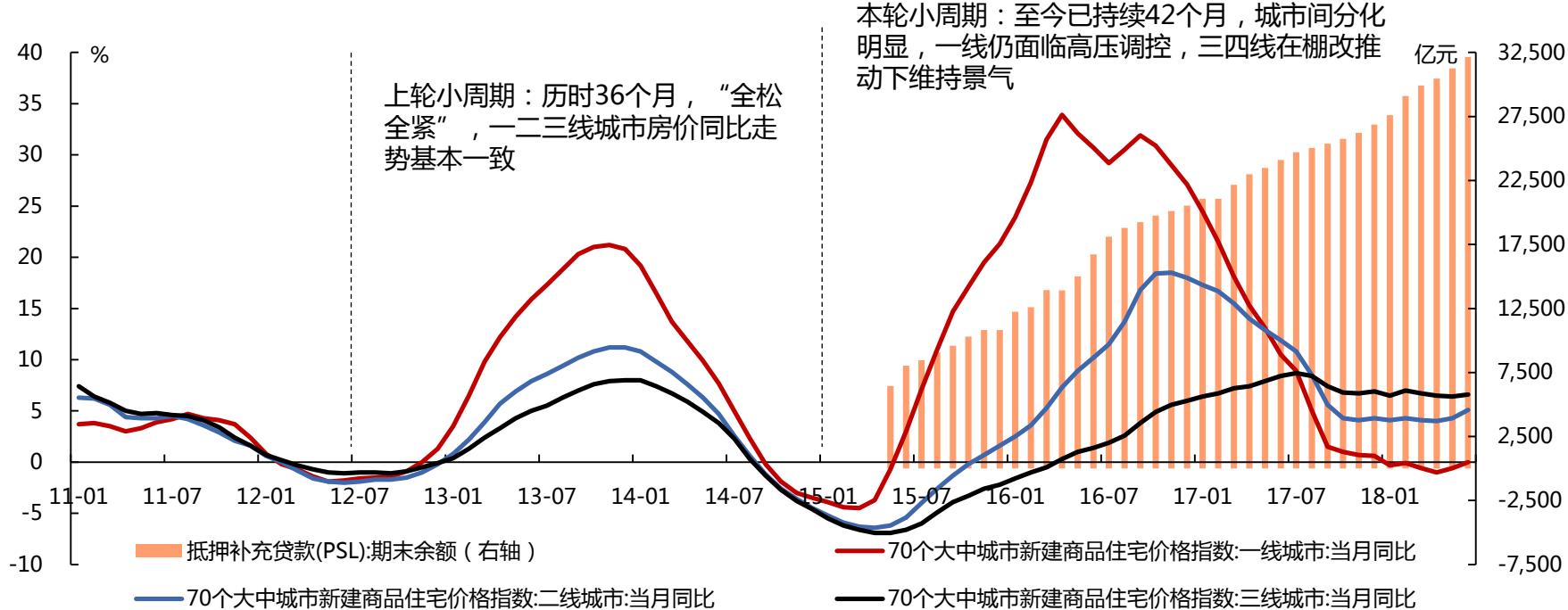
四、基于策略和定价的品种推荐



2. 3. 1 棚改货币化拉长地产三年小周期

- 区别于以往“全松全紧”式调控，本轮“因城施政”叠加三四线棚改，一定程度上对冲了一二线城市收紧，使得行业总量维持、区域分化，传统房地产3年小周期延长为4-5年。
- 2018年棚改继续推进，但货币化比例大概率降低，预计三四线城市景气度承压。

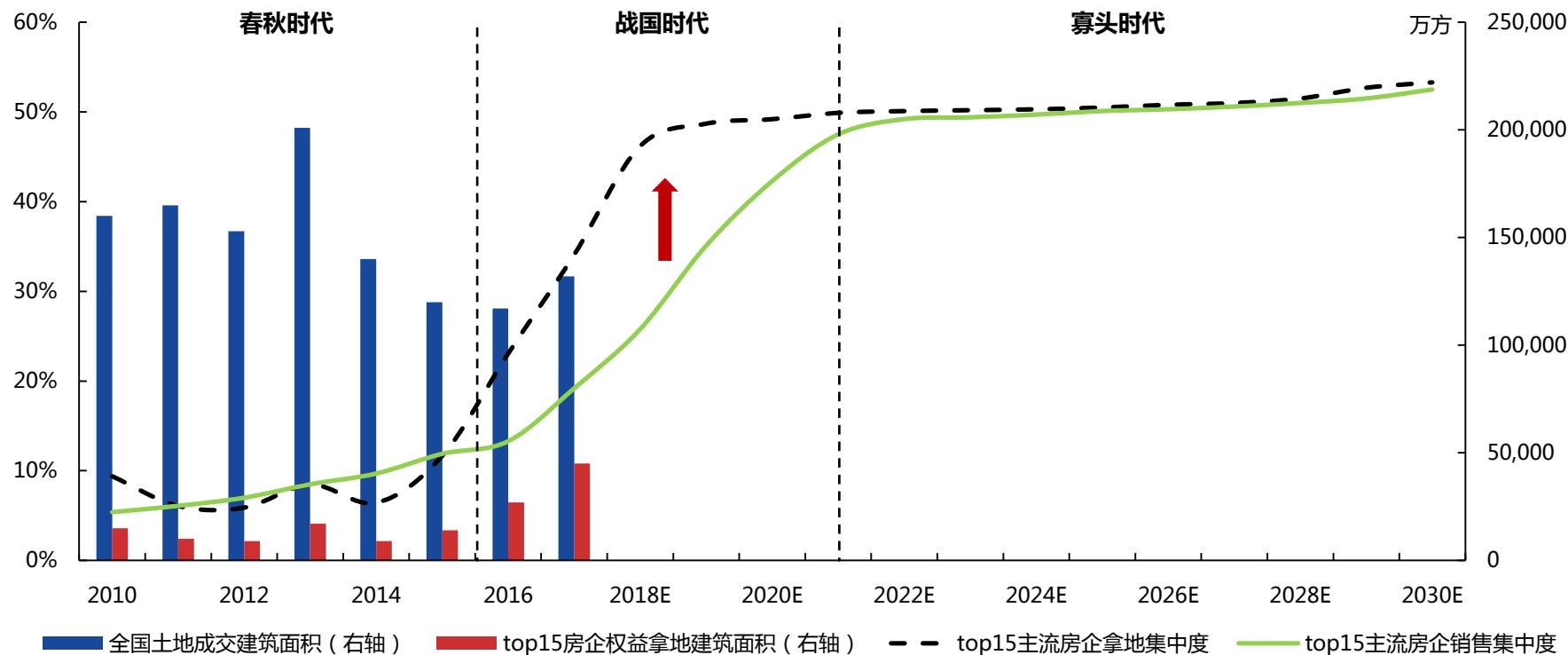
因城施政调控持续，棚改货币化力度减弱，未来三四线城市需求面临考验



2. 3. 2 规模房企跑马圈地，大者恒大、强者恒强

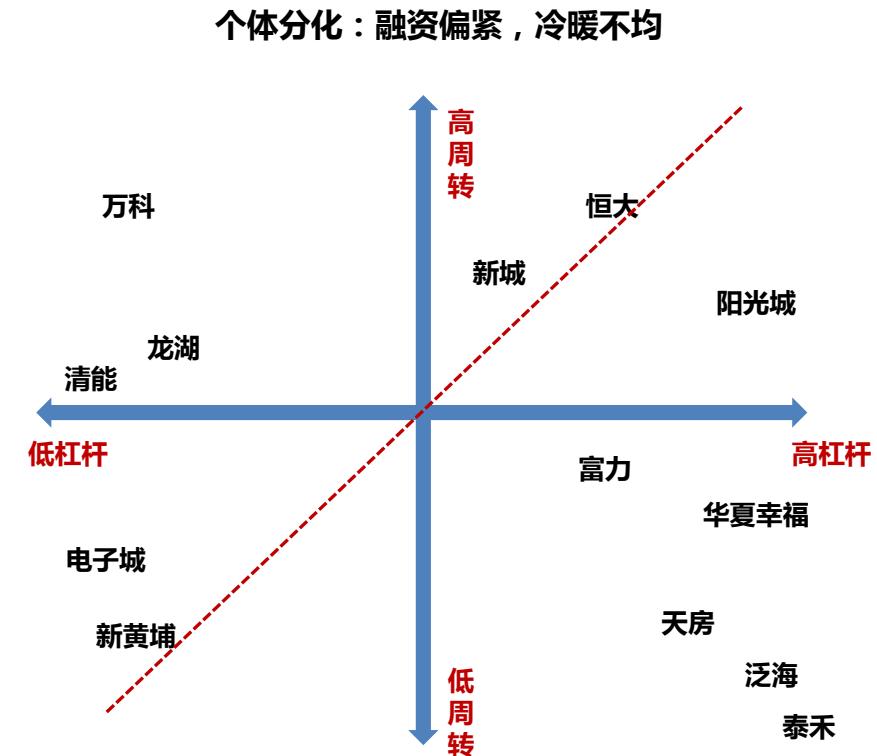
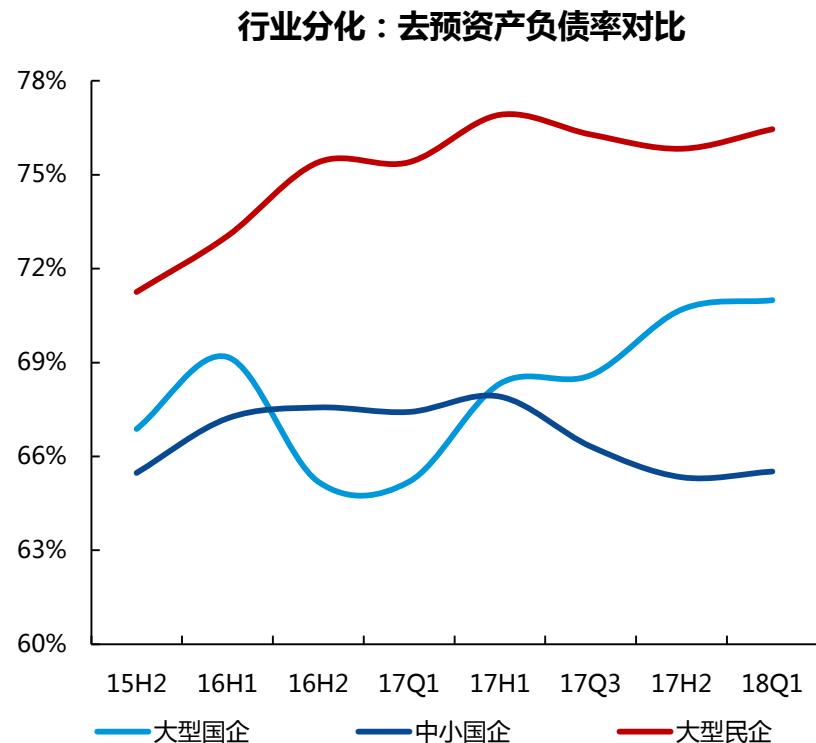
- 2016年以来，房企冲规模、加杠杆，拿地和销售集中度迅速提升，但两者出现缺口。
- 土地资源向龙头房企集中的原因：1.非市场化的招拍挂制度；2.土地保证金比例提升，摇号竞拍；3.龙头企业并购加剧；4.行业流动性趋紧，龙头再融资能力强。

2016年以来房企跑马圈地，拿地集中度大幅上升，预计销售集中度将持续提升



2. 3. 3 集中度提升的背后，是杠杆和信用的分化

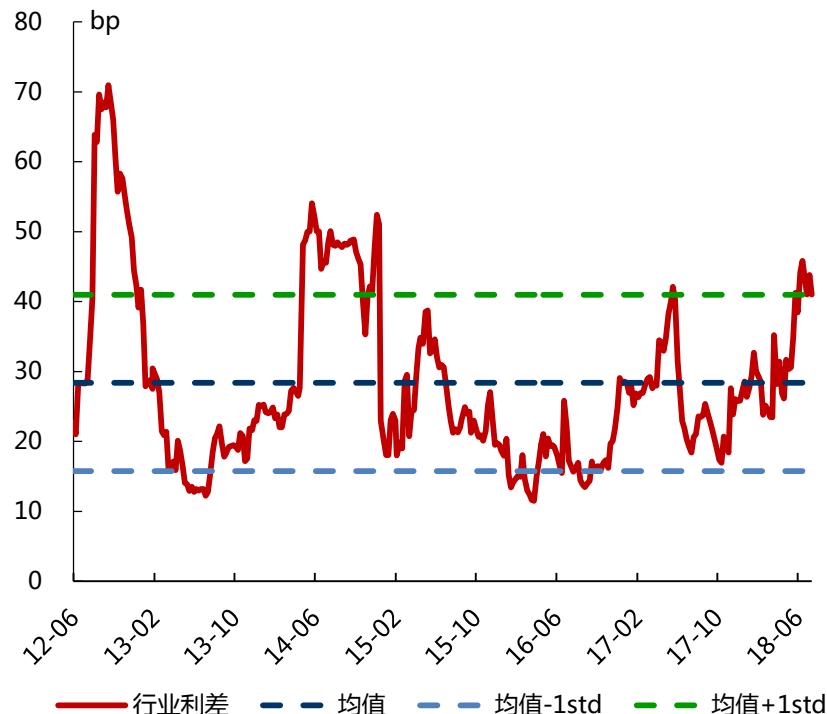
- 杠杆率分化加大：大型民企 > 大型国企 > 中小国企，高杠杆是一线房企攻城略地的支撑；
- 从调研看，地产融资环境尚未有明显好转，浪潮退去、冷暖不均，低周转、高杠杆企业承压；
- 过度强调高周转，源于对未来的不安，企业对长期趋势的不确定感加强。



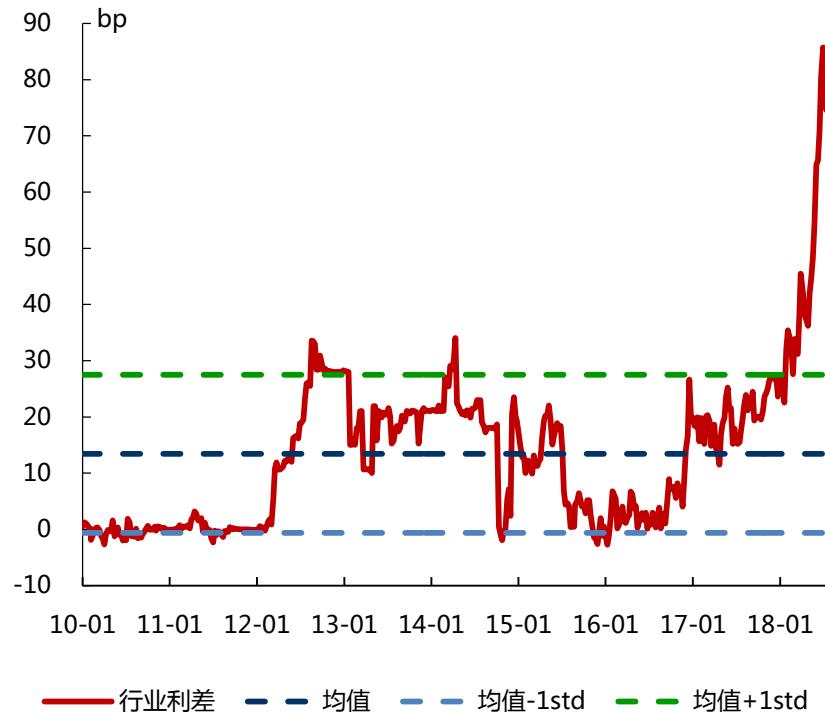
2. 3. 4 行业利差处历史高位，配置价值显现

- AAA房地产行业利差已接近历史高位，配置价值显现。
- 2016年四季度以来，AA+房地产行业利差趋势上行，现已达到历史最高水平，存在部分超调和错杀，可以寻找α机会。

AAA房地产行业利差回到历史高位

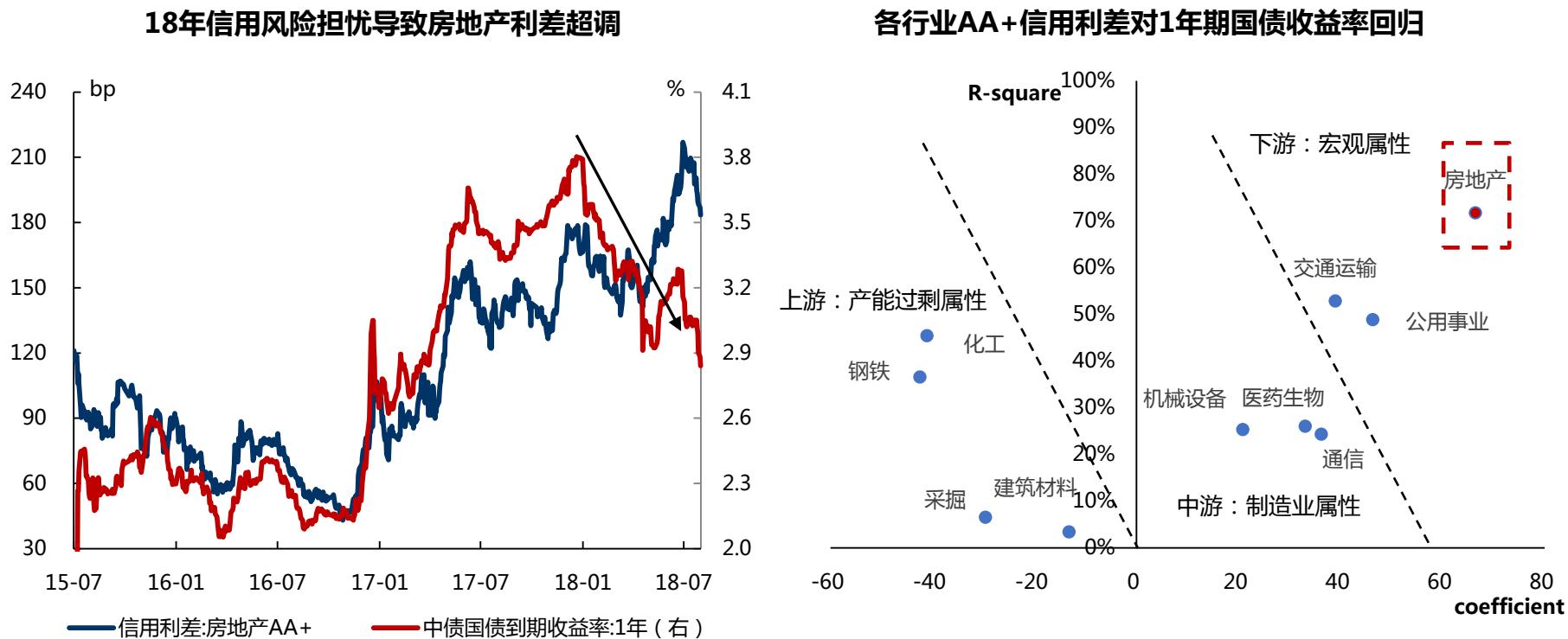


AA+房地产行业利差2018年以来明显超调

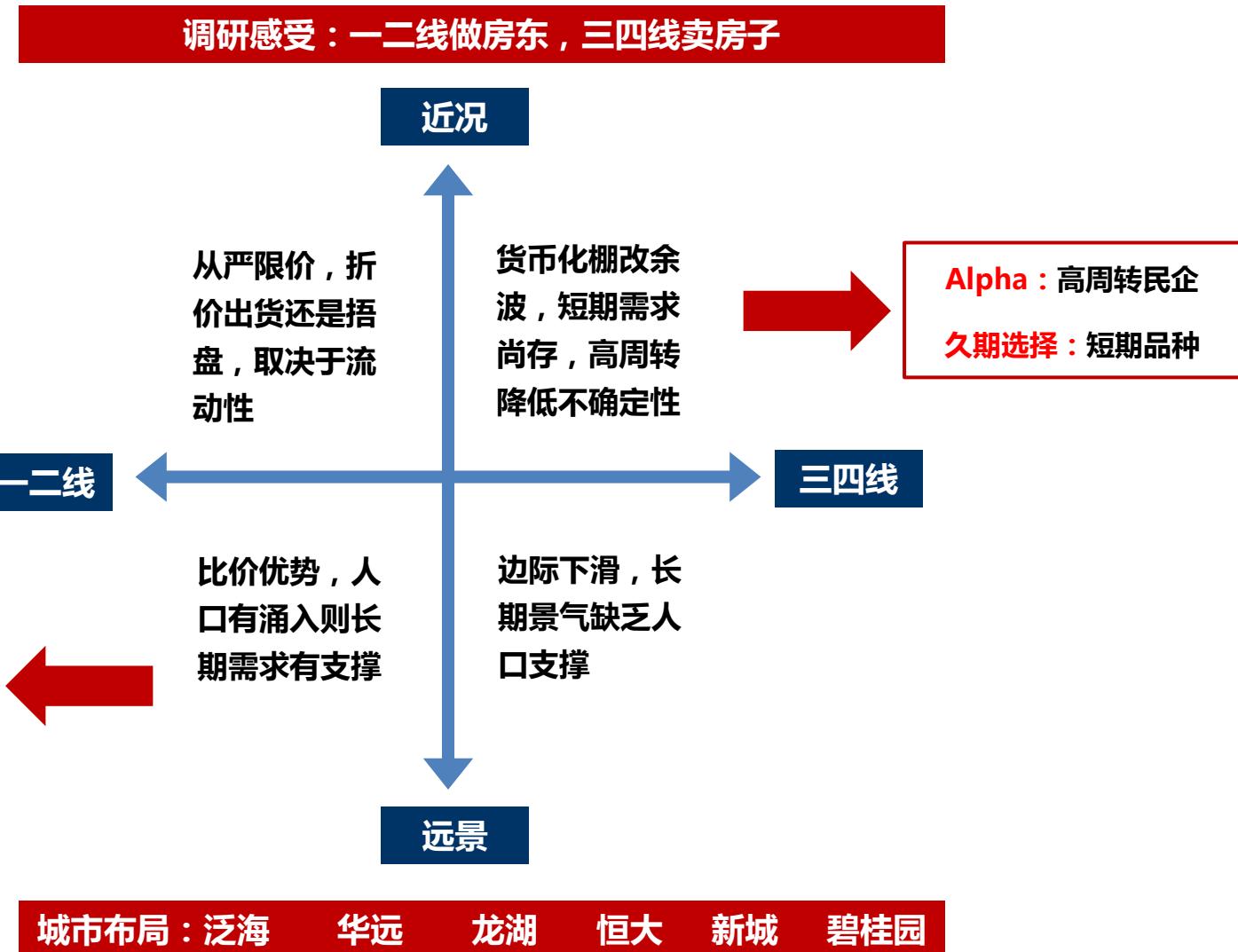


2. 3. 5 地产利差有宏观属性，宽货币背景下望下行

- ▶ 市场流动性同时影响房企融资、居民住房贷款，房地产比其他行业更依赖市场流动性。
- ▶ 线性回归结果显示，各主要行业中，1年期国债收益率（反映市场流动性）对房地产信用利差的影响程度最大（ coefficient = 66.43 ）、解释力度最强（ R-square = 72% ）。

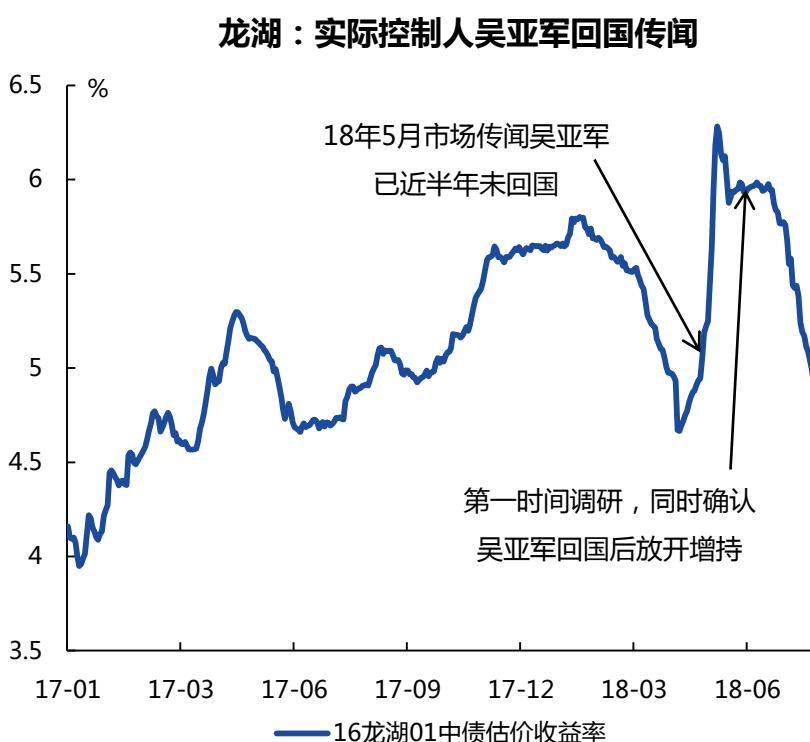
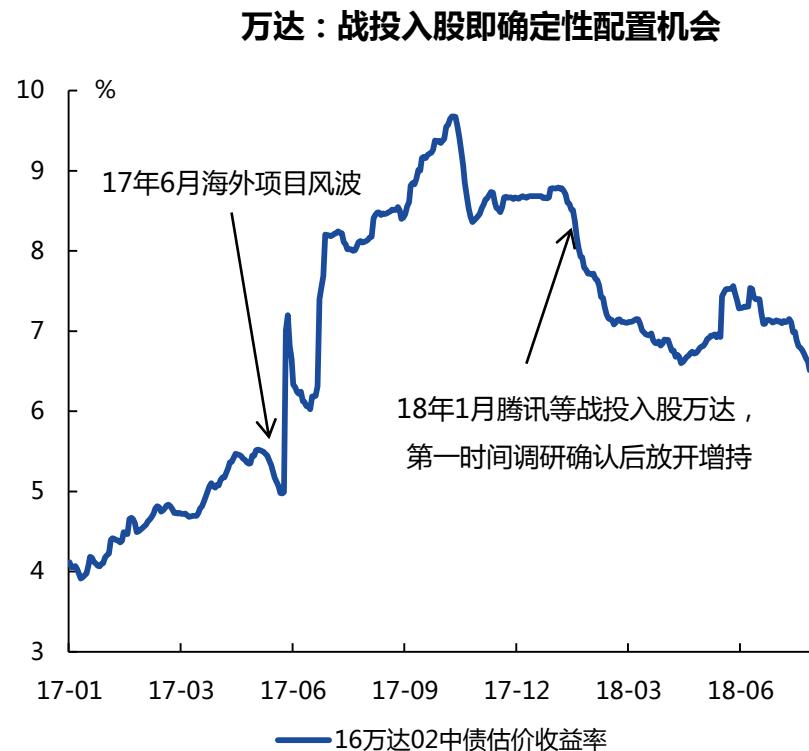


2. 3. 6 配置策略：适度超配，精选高周转民企+区域国企



2. 3. 7 关注负面事件冲击下的风险与机会

- 龙湖、新城控股等一线民企债券估值易受实际控制人的市场传闻影响；绿地等龙头房企对分、子公司管控力度较弱，易受局部负面事件（云峰、本溪项目）冲击。
- 上述两类龙头是“带刺的玫瑰”，事件冲击下收益率易上难下，投资人有较长的配置窗口期，右侧交易是更为安全的选择。



提纲

一、信用风向之争及策略思考

二、大类领域的投资价值分析

(一) 城投

(二) 周期性行业

(三) 房地产

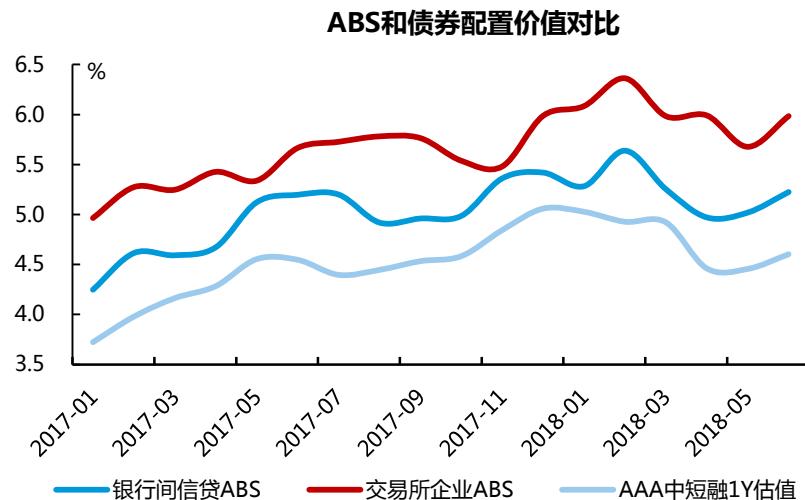
(四) 另类资产

三、大类行业的配置建议

四、基于策略和定价的品种推荐



2. 4. 1 哪些领域的ABS具备配置价值？



市场概况---发行量稳增，信用分化加剧

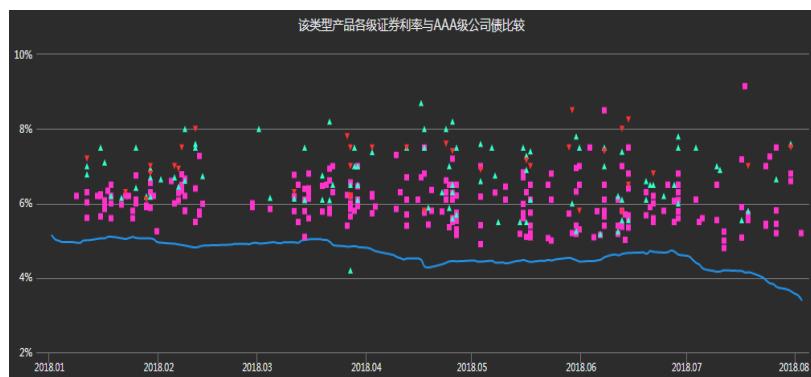
- 2018H1发行7,300多亿元场内产品，同比增长50%；
- 银行间AAA品种票息5%附近，与中短融利差50bp；
- 交易所AAA品种票息6%附近，信用分化显著。

阿尔法配置---基于现场与模型校对的定价分析

- 银行间个贷类资产，比如捷信、中银消费等；
- 交易所分散类资产，比如易鑫、狮桥等；
- 交易所房企供应链和购房尾款ABS；
- 投资者差异导致的利差机会，比如借呗、花呗夹层。

夹层投资逻辑：分散化、二级具备流动性

- **进可攻**：经济形势持平或向好，信用风险降低，夹层可溢价交易；
- **退可守**：经济形势变差，信用风险抬升，次级可抵御一定风险暴露



持仓举例	票息	期限	利差	内评	底层资产
狮桥A	6.8%	1Y	230bp	D1	重卡车贷
易鑫B	7.8%	2Y	330bp	D1	个人车贷
远东B	7.0%	3.5Y	250bp	D1	对公租赁



2. 4. 2 历史表现和信用迁移交易策略实践

ABS风险事件汇总 (交易所+单一风险敞口+弱主体租赁和小贷)						
日期	存量亿元	分层数量	降级单数	降级余额亿元	单数占比	余额占比
2014-12-31	3,115	439	0	0.00	0.00%	0.00%
2015-12-31	6,565	1,752	1	4.50	0.24%	0.07%
2016-12-31	10,937	3,271	2	13.99	0.23%	0.13%
2017-12-31	18,580	6,955	2	11.06	0.16%	0.06%
2018-6-30	19,907	7,369	8	77.33	0.59%	0.39%

中诚信国际企业主体评级迁移矩阵 201608-201708	当前评级						
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
原始评级	AAA	99.11%	0.45%	0.45%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA+	8.06%	90.52%	1.42%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA	0.00%	11.29%	87.10%	0.97%	0.32%	0.00%
	AA-	0.00%	0.00%	16.98%	81.13%	1.89%	0.00%
	A+	0.00%	0.00%	0.00%	14.29%	85.71%	0.00%
	A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
	A-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%

Source : Wind, Citic Securities

中诚信国际ABS评级迁移矩阵 201608-201708	当前评级						
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
原始评级	AAA	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA+	33.00%	67.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA	36.00%	27.00%	36.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA-	38.00%	17.00%	17.00%	28.00%	0.00%	0.00%
	A+	7.00%	36.00%	29.00%	0.00%	29.00%	0.00%
	A	44.00%	22.00%	11.00%	0.00%	11.00%	11.00%
	A-	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Source : Wind, Citic Securities

底层资产池违约符合或好于预期

•对公CLO底层资产未出现实质违约

- 银行间CLO底层贷款还没有真实违约出现；
- 远东租赁2017年个别产品出现几百万的民企违约（占比低），对产品无实质影响，结构保护充分，资产池表现符合预期

•互金消费贷ABS资产池表现，好于预期

- 花呗M3+1.9%，最高2.8%，符合预期2%
- 借呗M3+0.48%，最高0.7%，好于预期1%
- 易鑫首年M3+低于2%，符合预期（36期3.5-4.5%）
- 小米M3+低于3%，符合预期

交易机会---基于信用迁移策略

- 优先B档近200亿元证券的信用迁移交易机会；
- 每次信用迁移交易可提供近1%的资本利得。

成功案例

- 二级溢价卖出：17远东2B，146377.SH，AA，票息6.95%，交易资本利得1.2%；
- 二级折价买入：16远东4B，142152.SH，AA+，票息5.5%，成交YTM6.8%。



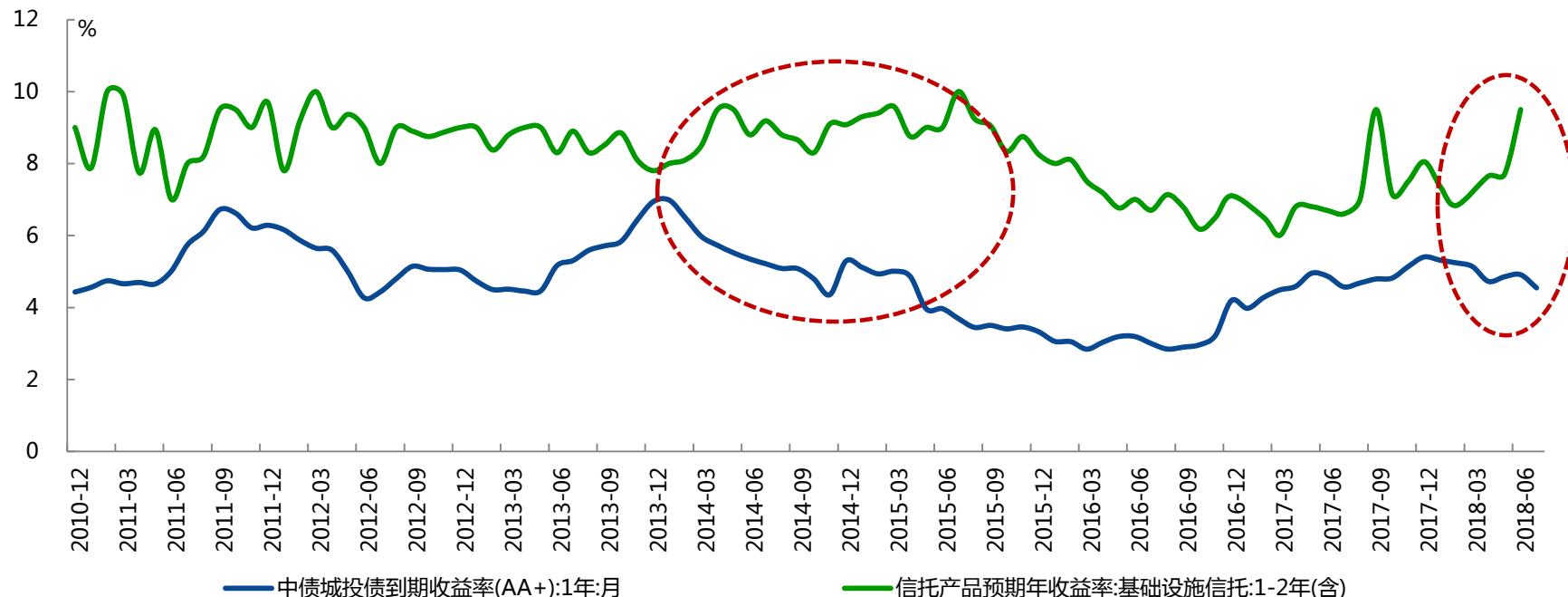
2. 4. 3 非标债权：收益率变动滞后于债市，窗口期择优配置

- **择时策略**：政策利好带来债券收益率下行阶段为非标资产配置的理想时间窗口。信托等非标类资产收益率变动具有一定的滞后性，一般滞后于债券4-6个月，当前城投债券收益率下行但城投类信托收益率维持高位。
- 以太原龙城为例，信托与债券利差超过350bp，债券收益下行初期可加大相同主体信托产品的配置力度。

同一主体信托收益率明显高于债券收益率

	金融街	首创置业	成都兴城	海淀国资	太原龙城	泰州华信	成都经开
债券收益(剩余期限1年)	4.5%	4.5%	4.7%	3.9%	4.73%	5.67%	4.33%
信托产品预期收益(1年)	6.6%	6.7%	7.5%	6.7%	8.3%	8.5%	9%

7月份以来城投债收益大幅下行，收益率利差有所扩大



提纲

一、信用风向之争及策略思考

二、大类α领域的投资价值分析

(一) 城投

(二) 周期性行业

(三) 房地产

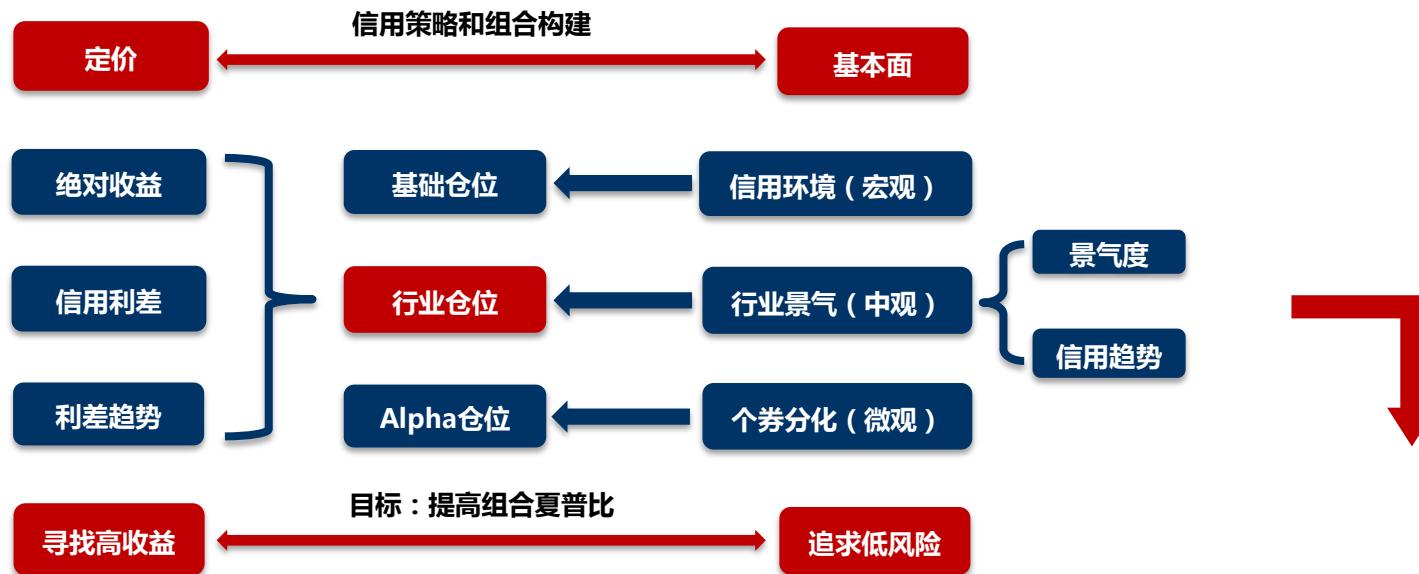
(四) 另类资产

三、大类行业的配置建议

四、基于策略和定价的α品种推荐



3.1 策略框架：结合定价和基本面，提高组合夏普比

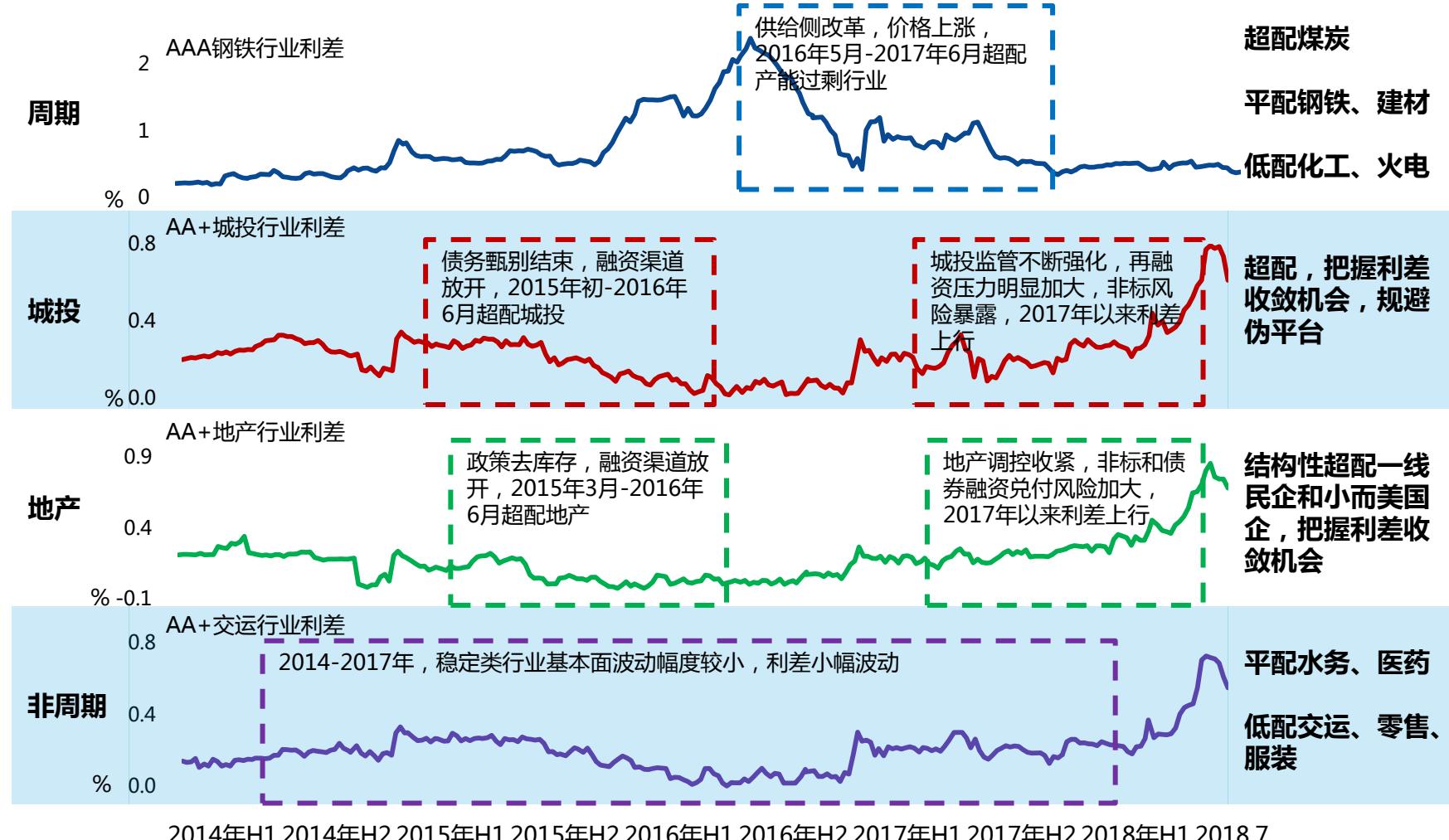


- **信用趋势观测指标**：单位产出毛利、环渤海动力煤指数（煤炭）、螺纹钢期货升水（钢铁）、SHFE电解铝期货升水（有色）等；
- **信用溢价度量指标**：行业绝对收益率、行业利差。

信用溢价 信用趋势	高	中	低
正面	超配	超配	平配
稳定	超配	平配	低配
负面	平配	低配	规避

3.2 行业配置策略

- 寻找大类 α 领域，建议超配城投、地产、煤炭和优质另类资产；平配医药、钢铁、国控平台；低配化工、交运、零售、建筑；规避贸易、园林。城投、地产存在利差收窄的结构性机会。



3.3 行业配置建议

- 结合各行业市场存量结构、部门持仓结构和本期行业配置策略，当前城投、采掘、房地产、交通运输等行业仍有增持空间，建议继续增持；国控平台、建筑装饰、商业贸易等行业持仓已超目标比例，建议适度减持。

大类行业具体配置建议

行业	基准比例	配置策略	超配力度	目标比例	现有比例	增持空间
城投	26.1%	超配	40%	34.9%	33.0%	2.0%
交通运输	15.5%	低配	-40%	8.9%	7.8%	1.2%
公用事业	8.4%	低配	-40%	4.8%	3.4%	1.4%
房地产	7.7%	超配	60%	11.7%	11.0%	0.7%
采掘	6.8%	超配	20%	7.8%	6.1%	1.7%
综合	6.3%	平配	0%	6.1%	8.0%	-1.9%
国控平台	5.56%	平配	0%	5.3%	6.82%	-1.5%
制造业	4.8%	低配	-20%	3.6%	3.5%	0.2%
金融	4.0%	超配	60%	6.1%	8.3%	-2.2%
建筑装饰	3.3%	低配	-40%	1.9%	3.6%	-1.7%
商业贸易	2.5%	低配	-60%	1.0%	1.3%	-0.3%
钢铁	1.9%	平配	0%	1.8%	2.7%	-0.8%
有色金属	1.8%	超配	60%	2.8%	3.1%	-0.4%
消费	1.8%	低配	-60%	0.7%	0.5%	0.1%
化工	1.6%	低配	-40%	0.9%	0.2%	0.7%
医药生物	1.0%	平配	0%	0.9%	0.2%	0.8%
建筑材料	0.8%	平配	0%	0.7%	0.5%	0.3%
农林牧渔	0.3%	低配	-60%	0.1%	0.1%	0.0%



提纲

一、信用风向之争及策略思考

二、大类 α 领域的投资价值分析

(一) 城投

(二) 周期性行业

(三) 房地产

(四) 另类资产

三、大类行业的配置建议

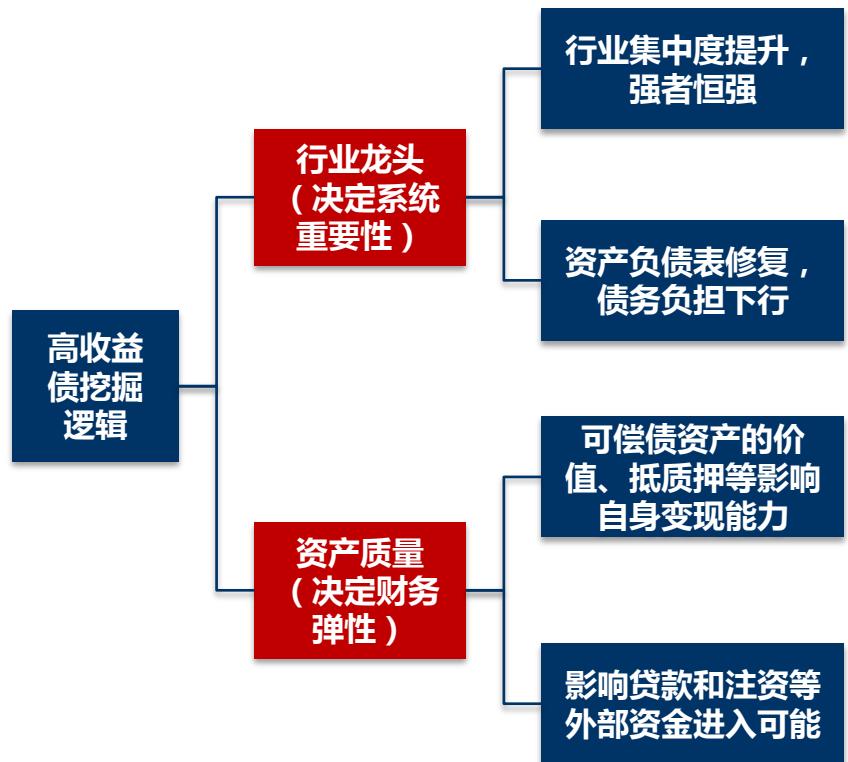
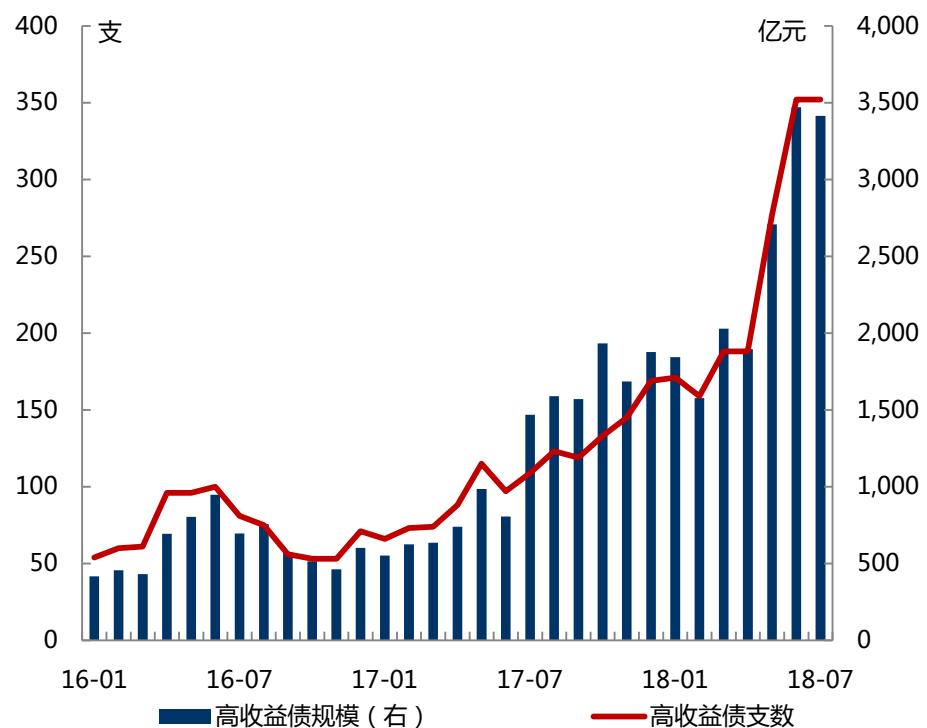
四、基于策略和定价的 α 品种推荐



4.1 高收益品种挖掘逻辑

- 2018年以来，高收益债迅速扩容，目前收益率9%以上的公募债券超过3400亿元。
- 高收益债掘金需要坚持行业龙头+资产质量两大逻辑，举例：魏桥、万达。

高收益债市场扩容，9%以上存量突破3400亿元



4.2 信用α品种推荐举例——周期和地产

传统产能过剩

主体名称	代表性个券	期限	收益率	α(BP)	备注
内蒙古包钢钢联股份有限公司	18包钢02	0.97+1+1	7.39	395	新增主体
永城煤电控股集团有限公司	18永煤CP001	0.94	6.85	221	新增主体
河南能源化工集团有限公司	17豫能化PPN002	0.95+1+1+1	7.32	388	关注主体
大同煤业股份有限公司	15大同煤业PPN005	2.03	6.13	233	新增主体
冀中能源峰峰集团有限公司	18冀中峰峰MTN002	1.99	5.42	162	存量主体
山东宏桥新型材料有限公司	18鲁宏桥MTN006	2.78	6.74	250	存量主体

房地产

碧桂园控股有限公司	购房尾款ABS	1	6.8	277	新增主体
新城控股集团股份有限公司	15新城01	0.24+2	6.16	200	新增主体
重庆龙湖企业拓展有限公司	18龙湖01	2.61+2	5.38	113	存量主体
恒大地产集团有限公司(广州)	15恒大01	1.86	6.64	284	存量主体
信达地产股份有限公司	16信地03	0.80	5.26	160	存量主体
大连万达商业地产股份有限公司	16万达06	0.97+2	5.41	198	存量主体
绿地控股集团有限公司	16绿地02	2.45	6.98	289	存量主体
世茂房地产控股有限公司	17世茂G1	1.9	5.21	141	关注主体



4.3 信用α品种推荐举例——城投和产投

城投

主体名称	代表性个券	期限	收益率	α (BP)	备注
南京江北新城投资发展有限公司	18江北新城MTN001	3+2	7.20	272	存量主体
淮北市建投控股集团有限公司	18淮北建投MTN001	2.61	7.12	249	存量主体
江苏华靖资产经营有限公司	18华靖资产MTN001	3+2	7.0	252	存量主体
岳阳市城市建设投资有限公司	15岳阳城投PPN001	3+2	7.28	165	存量主体
天津东方财富信投资集团有限公司	16财信01	2	10.45	400	存量主体
天津新技术产业园区武清开发区总公司	18武清经开SCP002	0.73	6.90	250	存量主体
平顶山市发展投资有限公司	18平顶发展SCP002	0.58	5.45	149	存量主体

产投

江东控股集团有限责任公司	18江东控股MTN002	2.72+2	6.08	198	存量主体
云南省工业投资控股集团有限责任公司	17云工投MTN001	3.99	5.83	144	存量主体

4.4 信用α品种推荐举例——另类资产

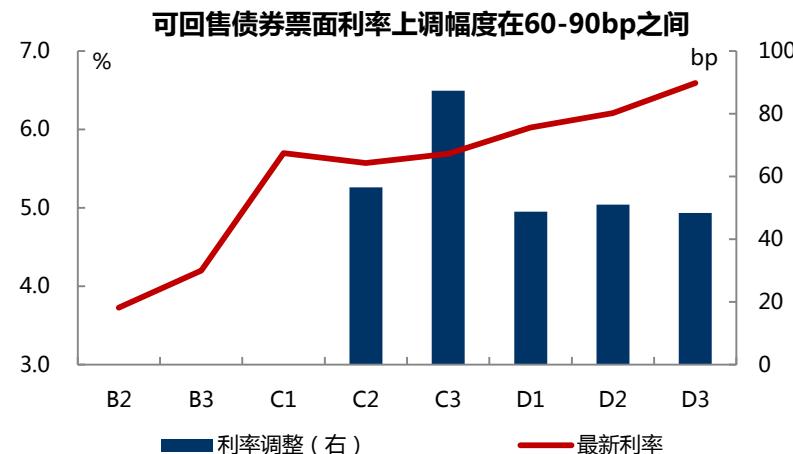
ABS

主体名称	代表性个券	期限	收益率	α(BP)	备注
上海易鑫融资租赁有限公司	18易鑫优先B	1.9	7.8	227	存量主体
上海邦汇商业保理有限公司	18京保2A	0.4	5.65	128	新增主体
捷信消费金融有限公司	18捷赢2B	1.01	7.19	282	存量主体
狮桥融资租赁(中国)有限公司	18狮桥3A	0.7	6.8	323	新增主体

非标

主体名称	产品类型	期限	收益率	α(BP)	备注
恒大地产集团有限公司	信托产品	1	9.5	255	存量主体
北大方正集团有限公司	信托产品	1	8.5	305	存量主体
泰州市城市建设投资集团有限公司	信托产品	1	8.8	393	存量主体

4.5 含权债券存在利率博弈下的超额收益机会



下半年可重点关注的回售债券，博弈票面利率调升条款

债券简称	回售日	规模	特殊期限	当前票面	中债估值	内部评级	债券类型
16信地04	2018/8/13	30	2+1	4.5	5.32	D2	私募债
15鄂长投	2018/8/14	20	3+2	5.85	5.19	C3	私募债
16益阳03	2018/8/20	10	2+1	4.7	5.96	D1	私募债
15温州铁投债	2018/8/27	7	3+3+3+3+3	5.04	7.19	D2	一般企业债
15昆发01	2018/9/17	6	3+2	5.83	5.35	D1	私募债
17华建02	2018/9/19	3	1+1+1	6.42	7.29	C3	私募债
15贵高01	2018/9/25	10	3+2	5.89	7.73	D2	私募债
16岸资01	2018/10/8	1	2+1	4.1	5.77	D2	私募债
15万达02	2018/10/15	50	3+2	3.93	6.3	D2	一般公司债
15淮安交控MTN001	2018/10/15	5	3+2	4.6	5.37	C3	一般中期票据
15恒大04	2018/10/16	175	3+2	7.38	7.41	D2	私募债
15绿地02	2018/12/10	80	3+2	3.8	6.77	D2	一般公司债
15连云港	2018/12/10	6.6	3+2	3.93	5.23	D1	一般公司债
15柳东02	2018/12/24	10	3+2	5.8	6.49	D3	私募债
15贵安债	2018/12/31	50	3+2	5.5	8.32	D2	私募债
15饶城投	2018/12/31	20	3+2	5.97	6.1	D1	私募债

持中守正、行稳致远！

致



謝

对报告有任何问题，请联系：

鲍轶群，15210605485，baoyiqun@citics.com

黄德龙，13401059919，hdl@citics.com