



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%

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

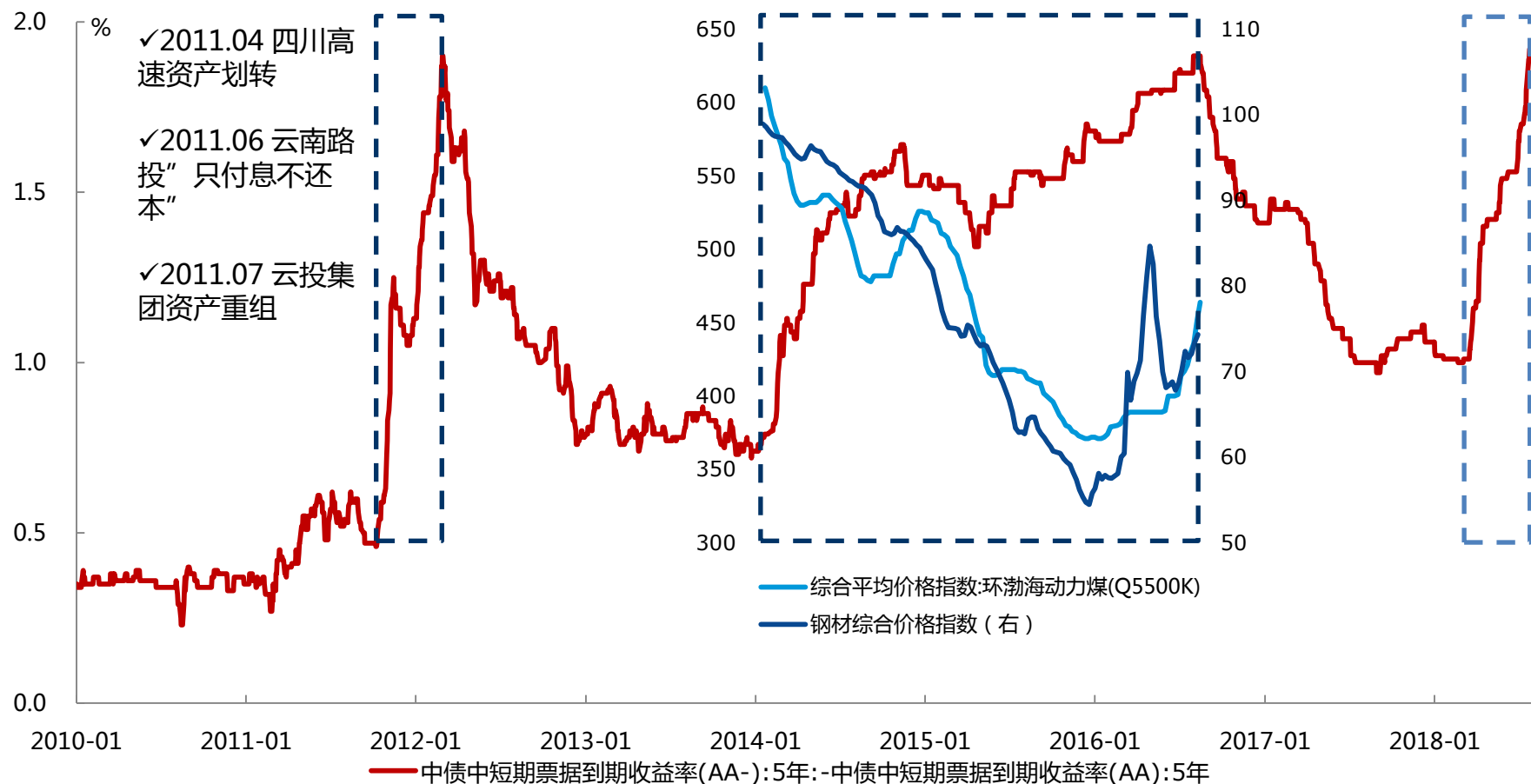
三、大类行业的配置建议

四、基于策略和定价的 α 品种推荐



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。



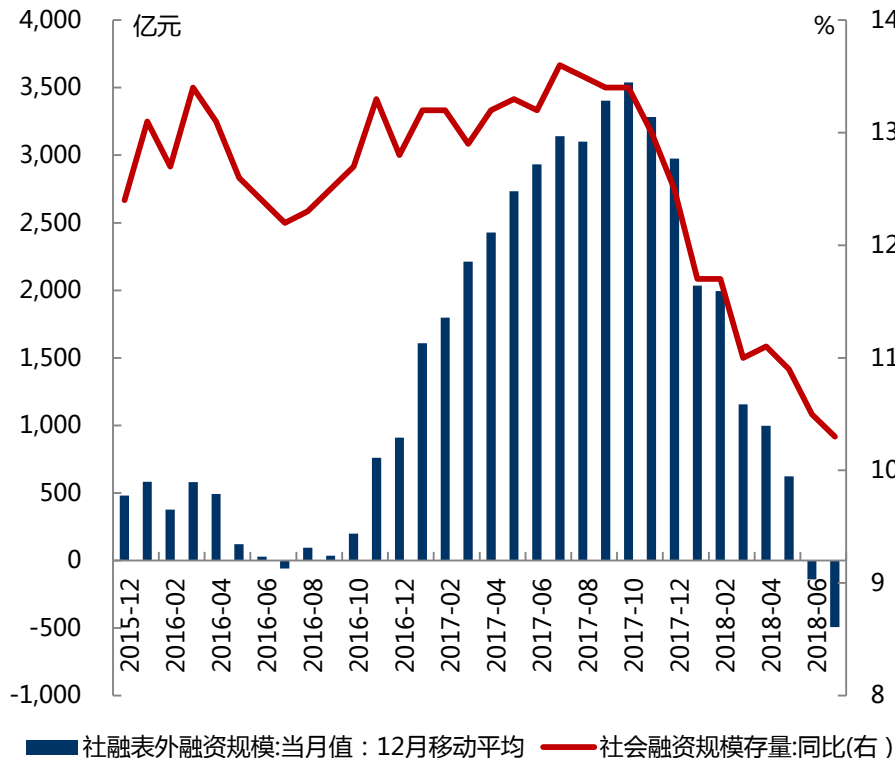
注：样本券为产业债，基于中债隐含评级编制，AA和AA-对应的外评中枢分别为AA+和AA



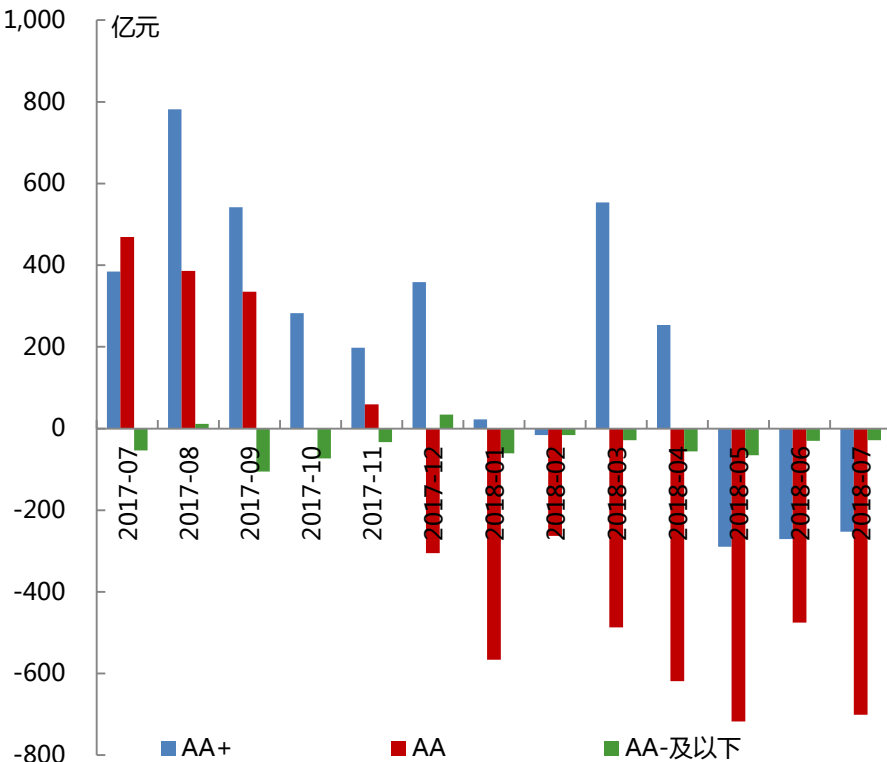
1.2 去杠杆背景下的信用紧缩是本轮危机的重要特征

- 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。

表外融资带动整体社融增速回落



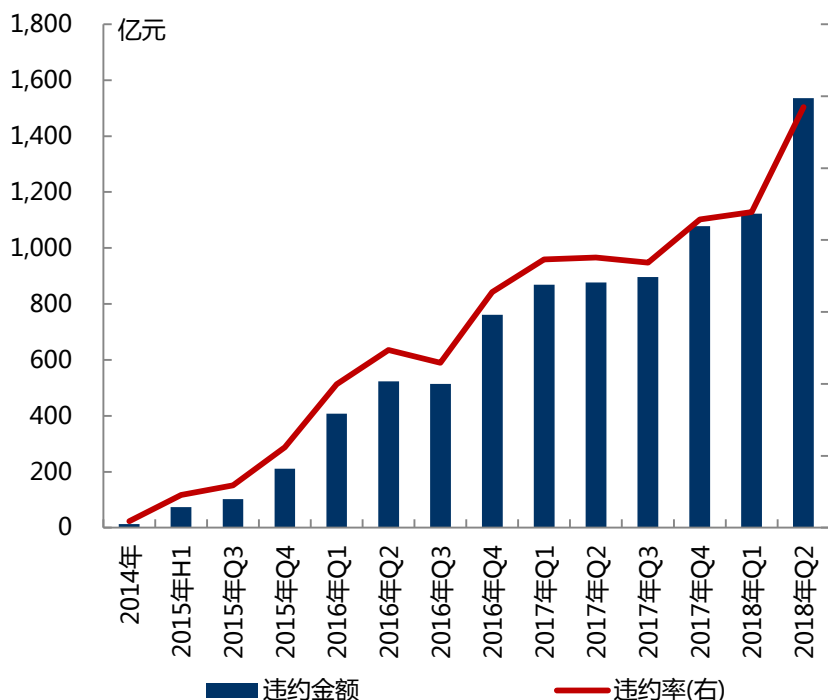
AA及以下品种年初以来净融资额持续为负



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。

债券市场违约率持续上升



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	√		√	√		√		√

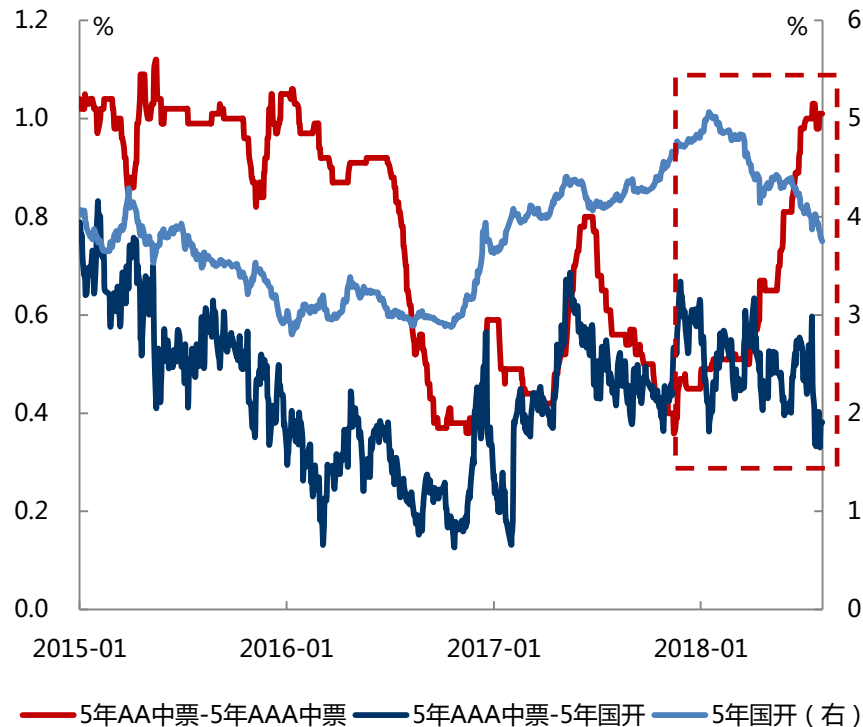


1.4 为对冲去杠杆的剧烈冲击，政策力度有所调整

- 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。



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

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

调研感受：浪潮退去，冷暖不均

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

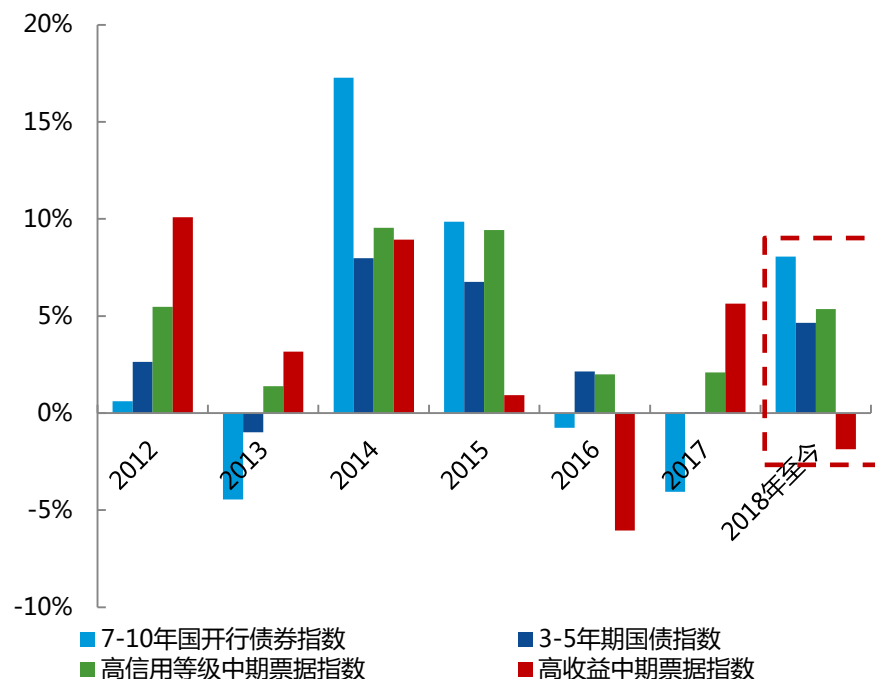
- 不同类型的债券在经济周期的不同阶段表现差异较大。我国当前处于本轮库存周期后半段，经济增速略微回落但有韧性，属于经济扩张后期。根据大类资产历史表现看，投资级债券表现将优于高收益债。

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

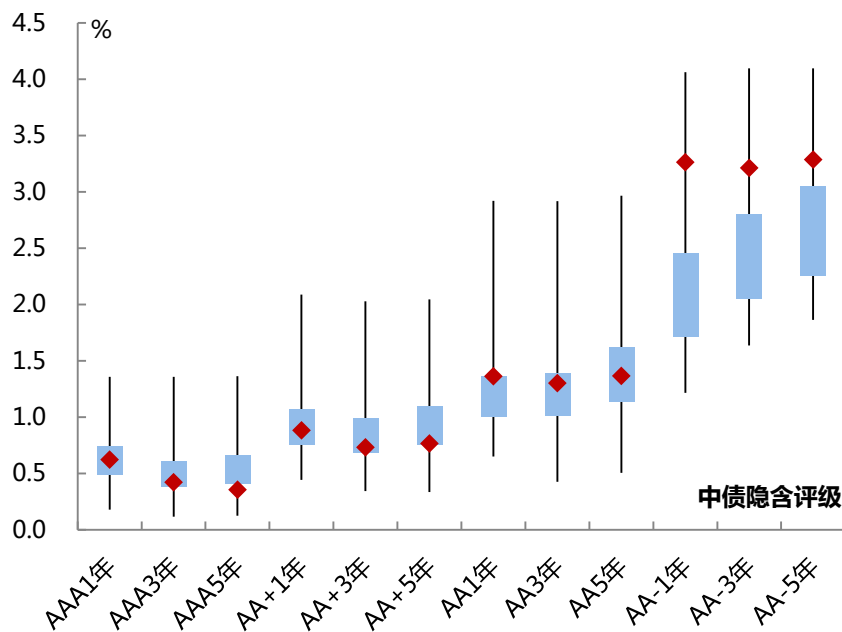
高、低等级信用债表现出现分化



1.7 信用策略之战略建议：中高等级、中久期、加杠杆

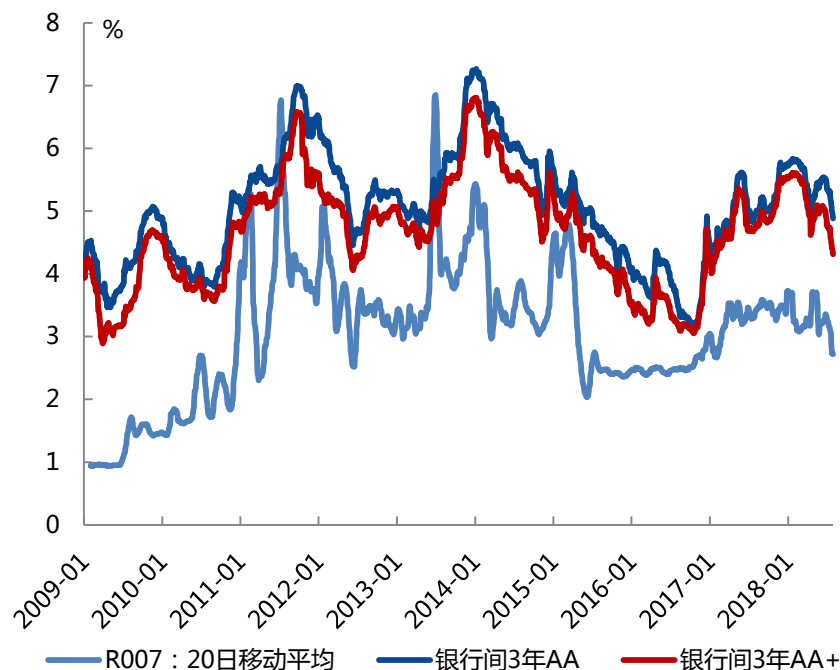
- **类属建议**：推荐3年以内AAA和AA+中高等级品种，适当参与2年以内优质AA品种。
- **中久期、加杠杆**：资管新规框架下，长久期品种需求趋势性下降，期限利差难以明显收窄；国常会定调流动性合理充裕，回购资金成本和波动性降低，杠杆套息稳定增厚收益。
- **防范低等级信用风险**：政策放松当前受益的主要是城投，产业类和民企融资改善仍面临较大不确定性，高低等级分化料将延续，等级利差收窄难度较大，信用上不宜过于激进。

高等级信用利差处于历史低位



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。

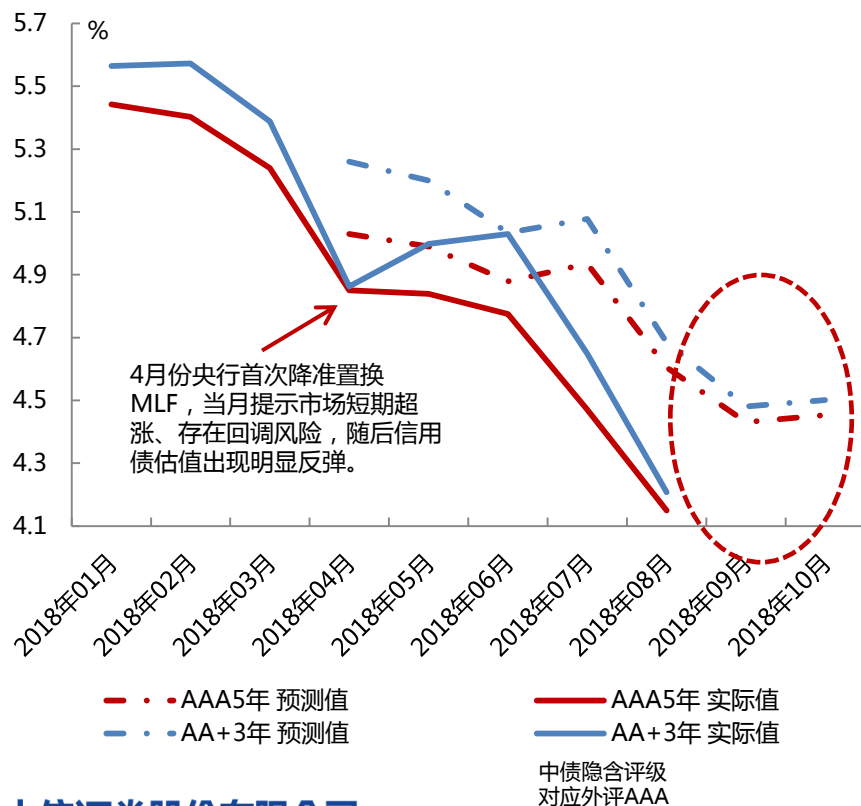
资金面平稳，套息收益高



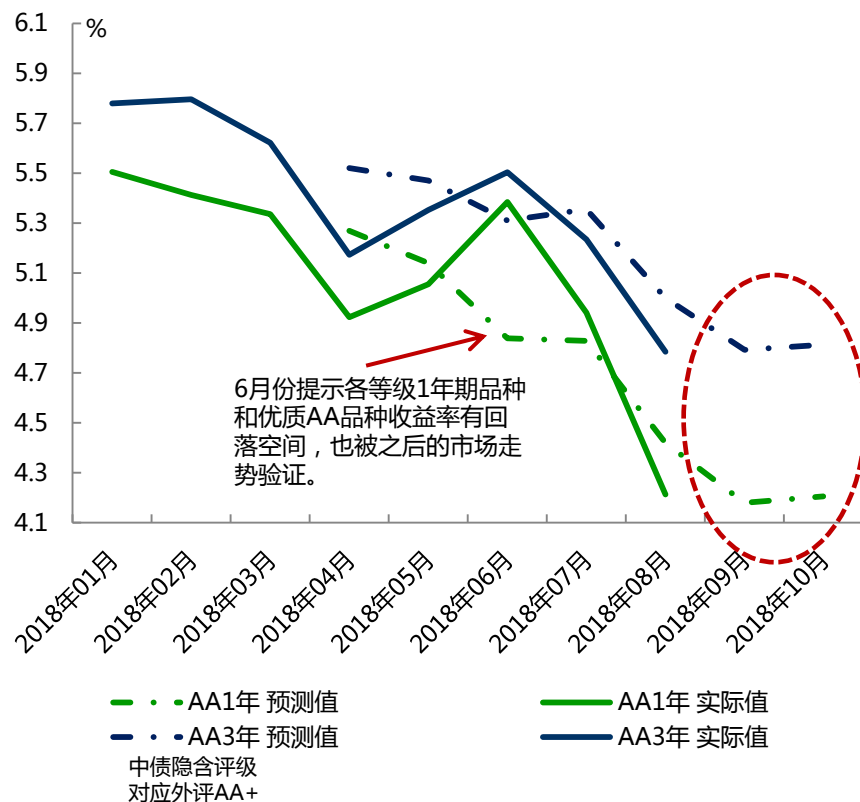
1.8 信用策略之战术思考：高等级短期内有回调风险

- 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



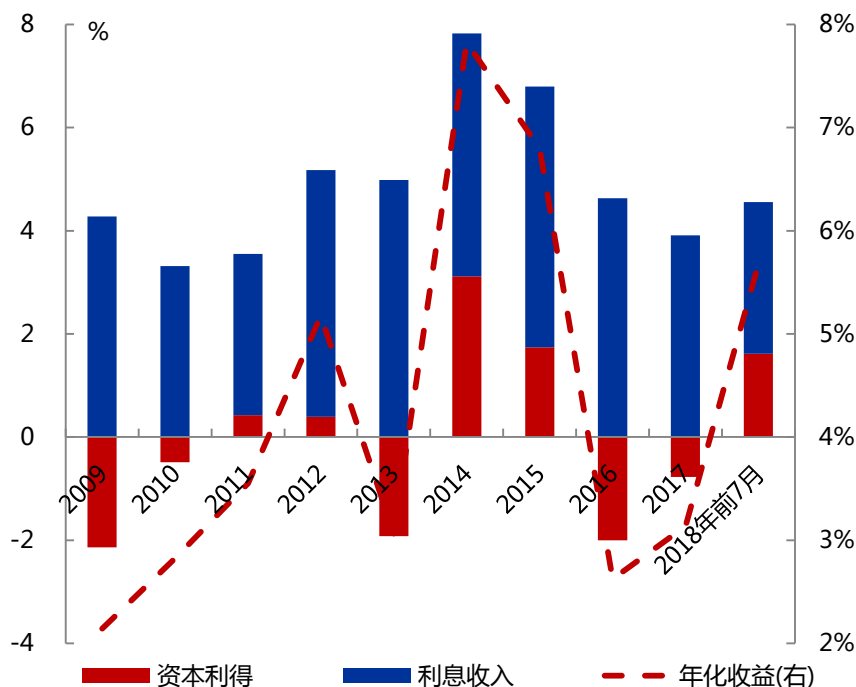
模型显示优质中低等级利率下行已基本到位



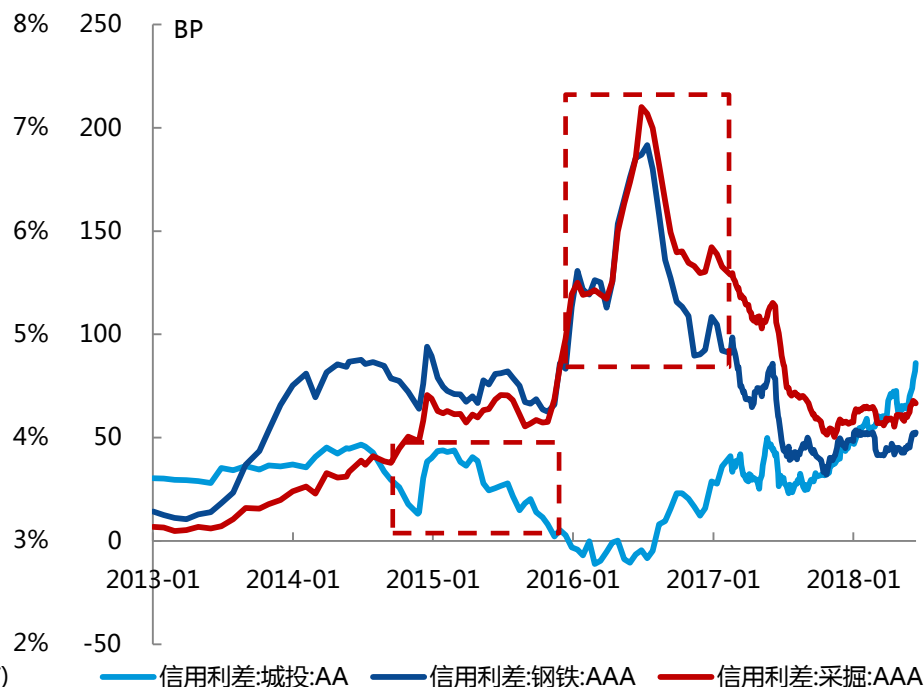
1.9 信用策略之战术思考：高票息+结构性机会

- 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

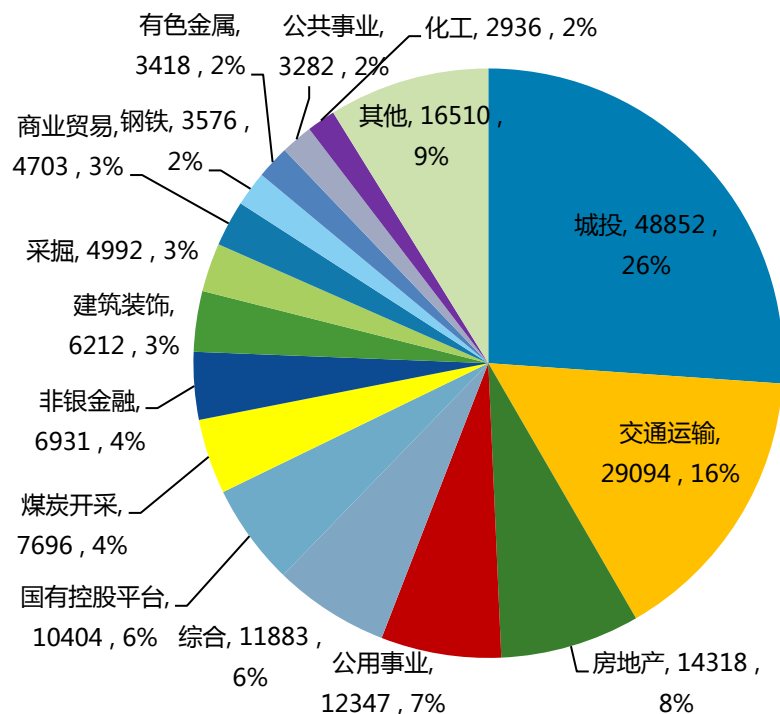


1.10 信用策略之战术思考： α 从哪里来？

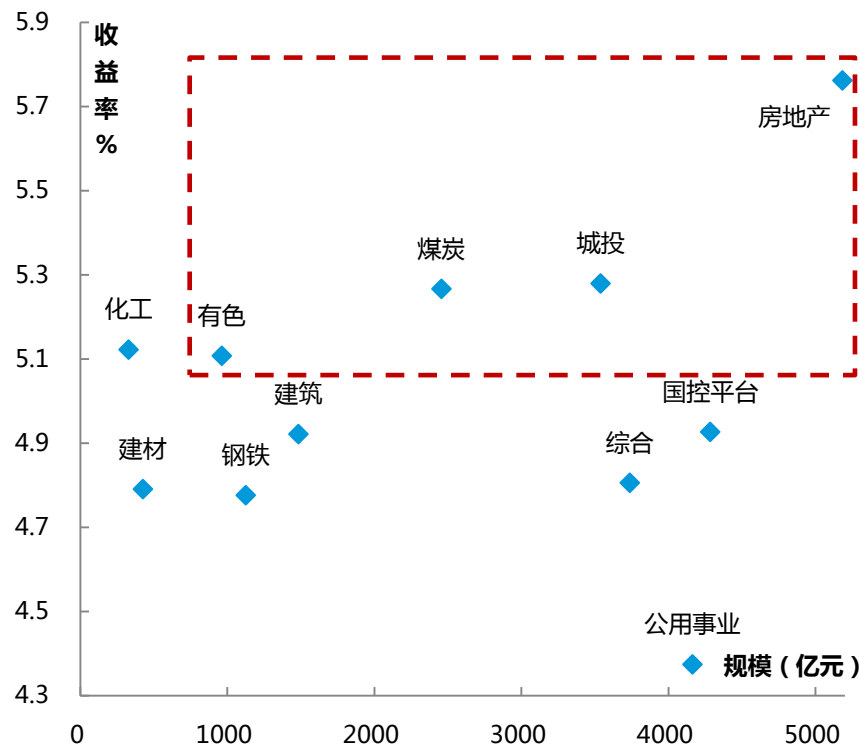
- 结合市场存量规模和收益率水平来看，城投、房地产、煤炭、有色等行业存量规模较大、整体收益率高，是值得深入挖掘的大类 α 行业。

信用债主要构成为（类）城投、地产、煤钢等行业

单位：亿元



剩余期限2-4年的AAA品种中，地产、城投利率较高



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

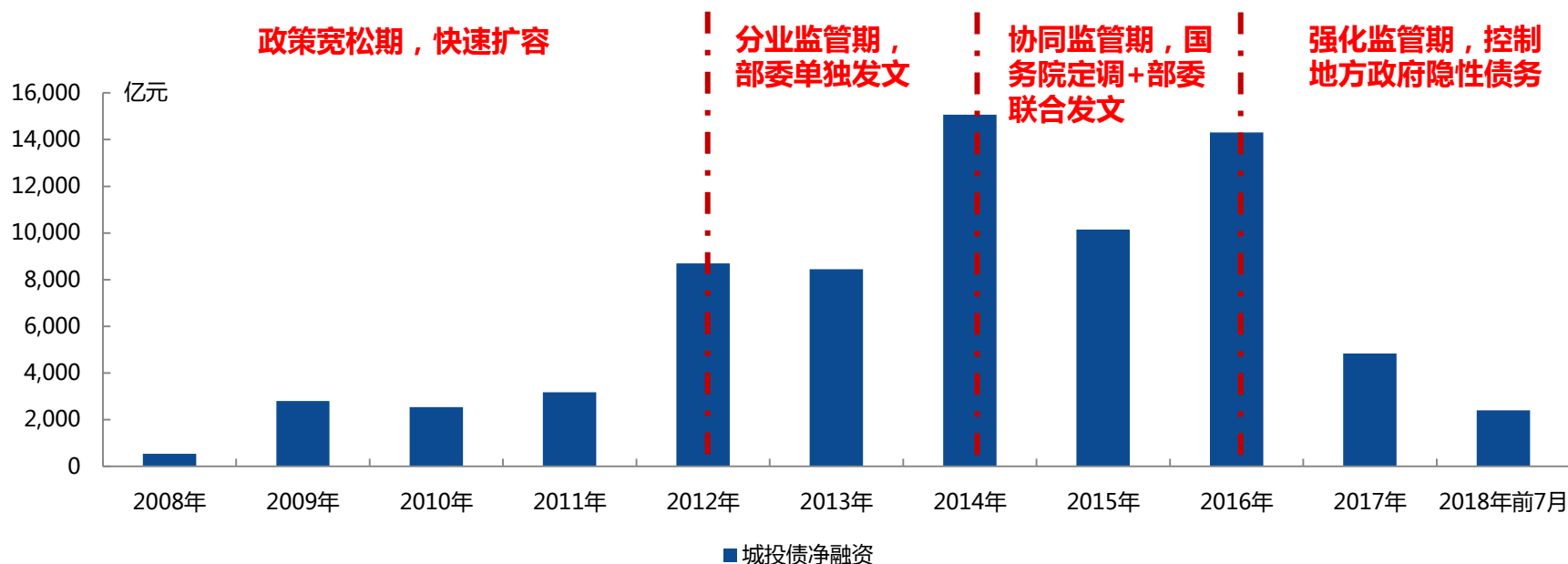
三、大类行业的配置建议

四、基于策略和定价的 α 品种推荐



2.1.1 城投监管政策的演变：十年四阶段

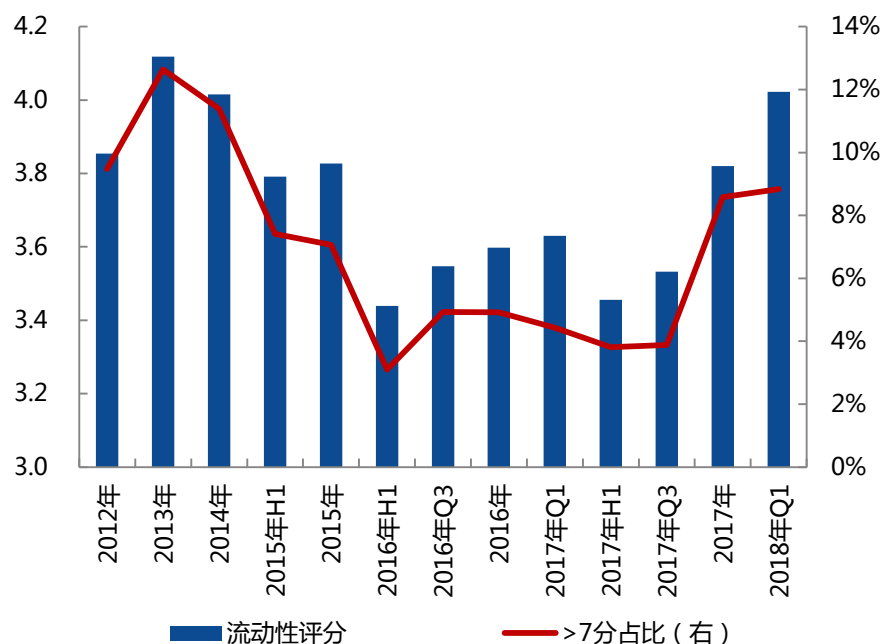
- 平台公司监管始于2008年国办126号文，之后的政策可以分为四个阶段：
 - ✓ 政策宽松期（2008-2012）：财政、银监鼓励大发展，快速扩容；
 - ✓ 分业监管期（2012-2014）：债务扩张引起重视，银监、财政、发改单独发文，债务甄别及贷款分类管理；
 - ✓ 协同监管期（2014-2016）：国办43号、40号、88号等文件进行顶层设计，各部委联合发文，债务扩张势头初步遏制；
 - ✓ 强化监管期（2017至今）：规范PPP和政府采购服务、强调问责、发行地方专项债取代城投债，本轮以控制地方政府隐性债务为目的。



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。

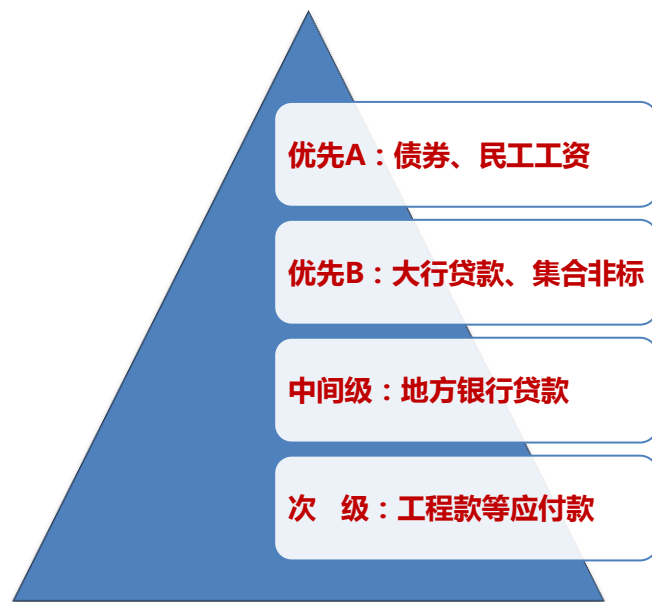


2.1.3 点状风险消灭于萌芽，债务实施分级管控

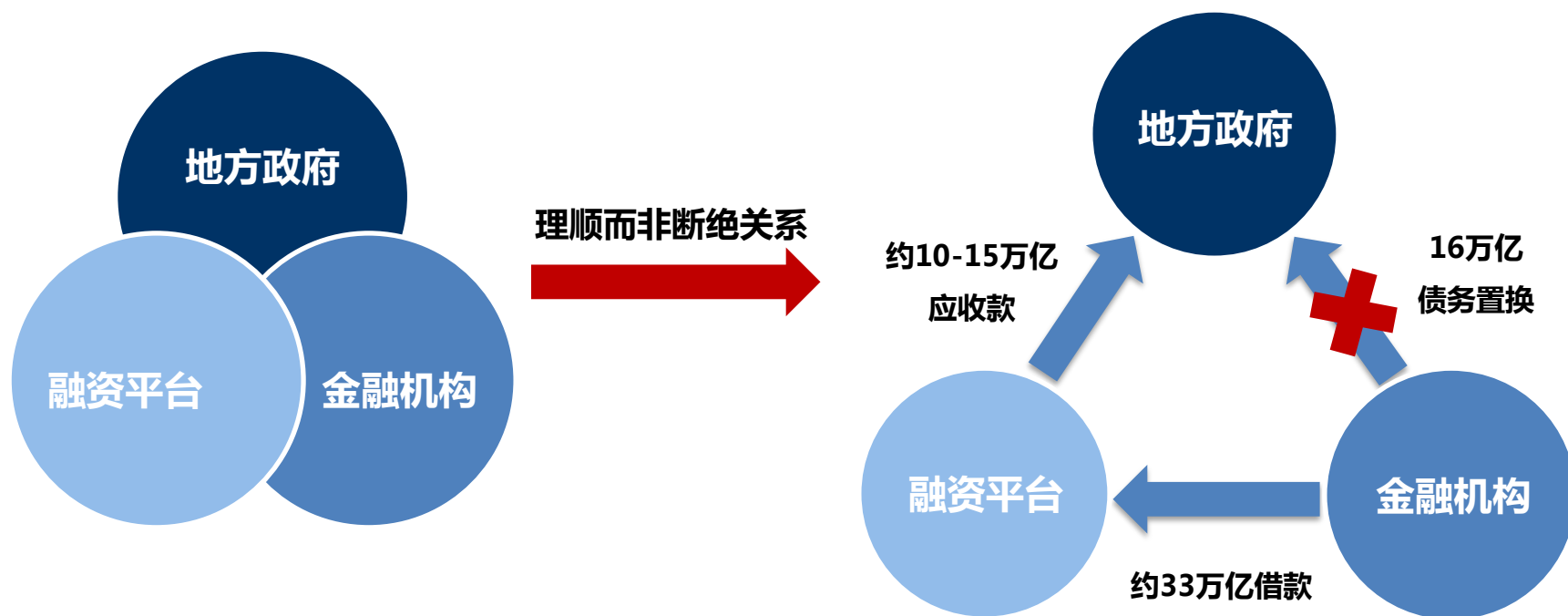


- 2018年，城投点状风险事件明显增加，一旦被媒体曝光，事件解决均较为及时；
- 从调研看，地方根据风险爆发后负外部性程度将债务分类管理，债券属于优先保障程度最高的债务。

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？



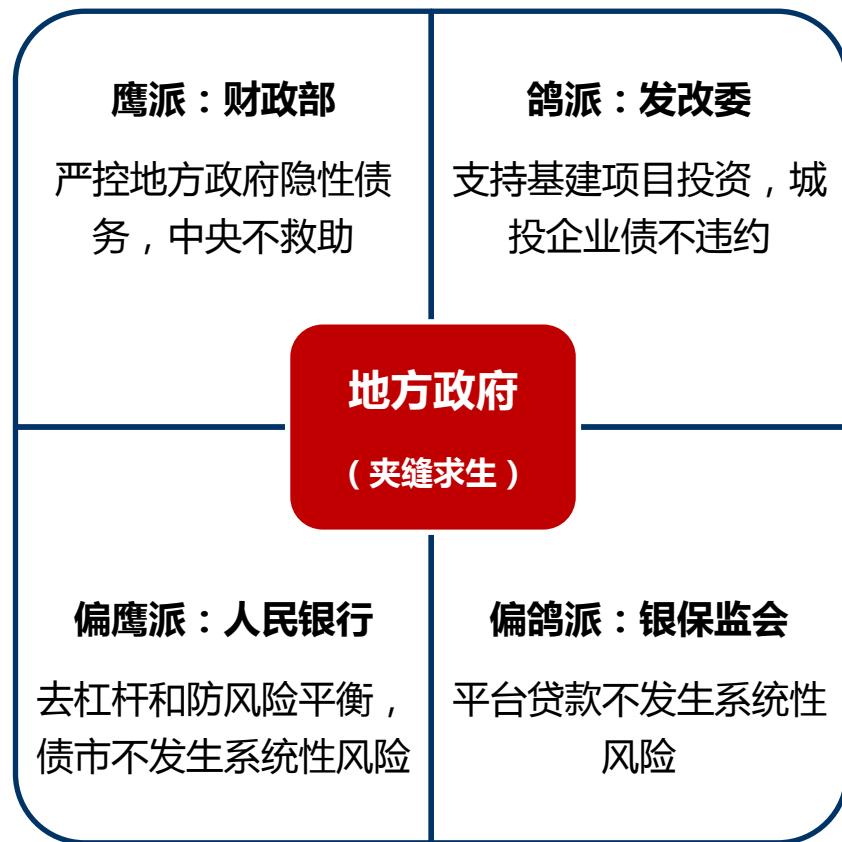
- 财政部要切断的是城投与政府的直接信用关联，但城投与地方政府的血缘关系并未发生实质性改变；
- **信用分析不能基于信仰，而应基于事实**：应收账款是城投与政府隐性信用关联的纽带，在约10-15万亿（考虑在建工程预计有20-30万亿）的纽带被切割之前，隐性信用关联不可能被切割；
- **遵义调研，窥豹一斑**：遵义干部学院、市人民政府、各局办公楼、六家三甲医院、火车站、大学，均由城投公司出资建设，物业持有人多为城投公司，信用如何切割？
- 万物存亡有客观规律，平台诞生于分税制，在财政中央集权背景下，远没有到退出历史舞台的阶段。



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，必要时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。

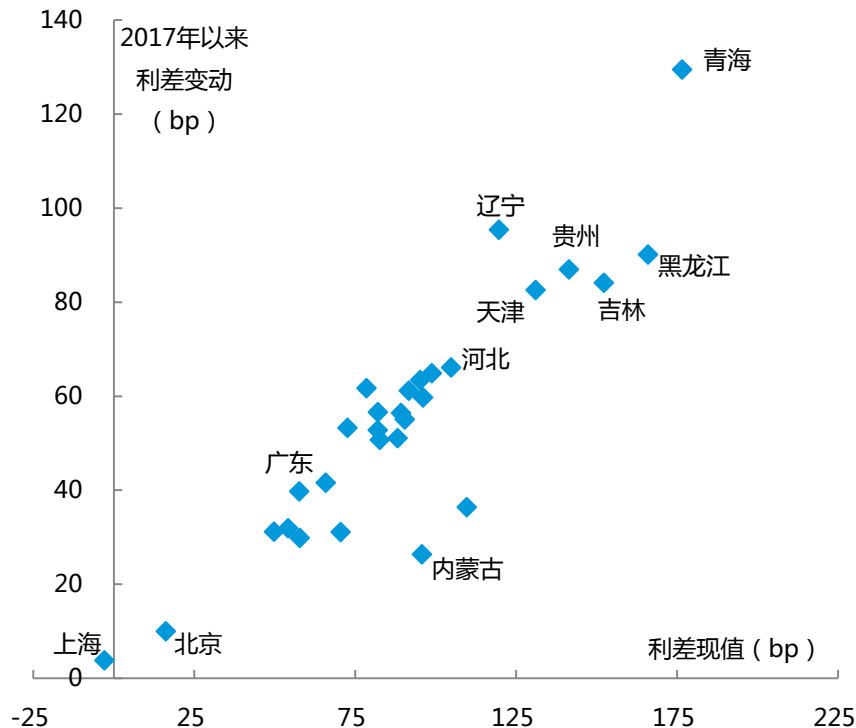
监管博弈最终必然是个妥协平衡的结果



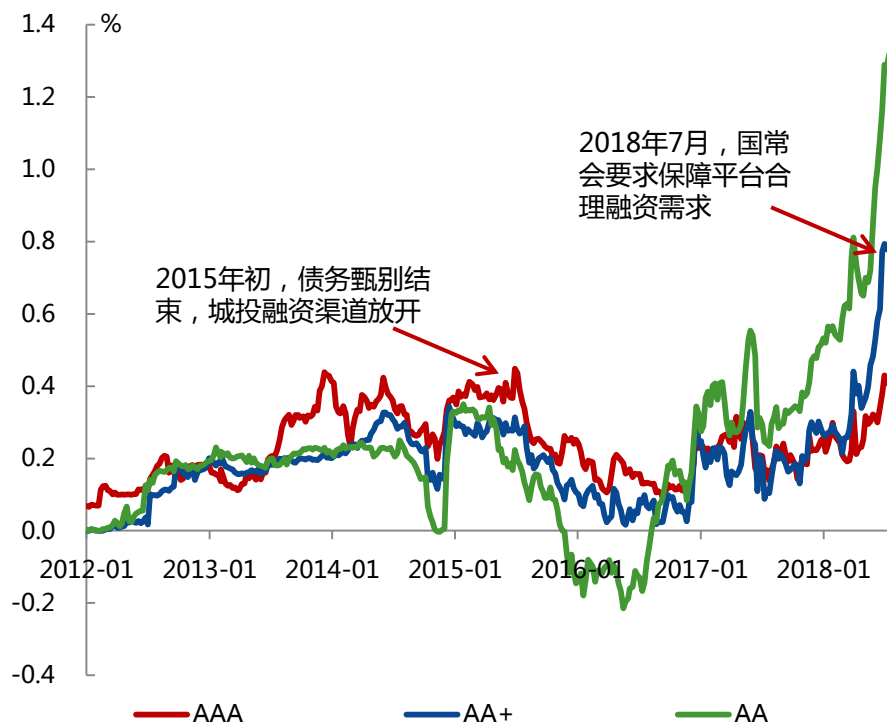
2.1.6 城投估值分化，短期内迎来结构性交易窗口

- 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。

城投债区域分化明显



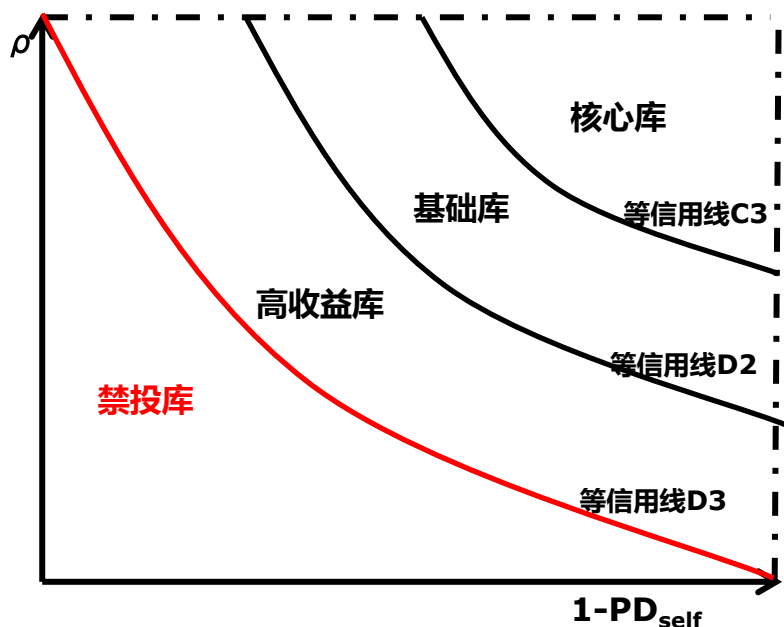
城投利差主要受监管政策变动影响



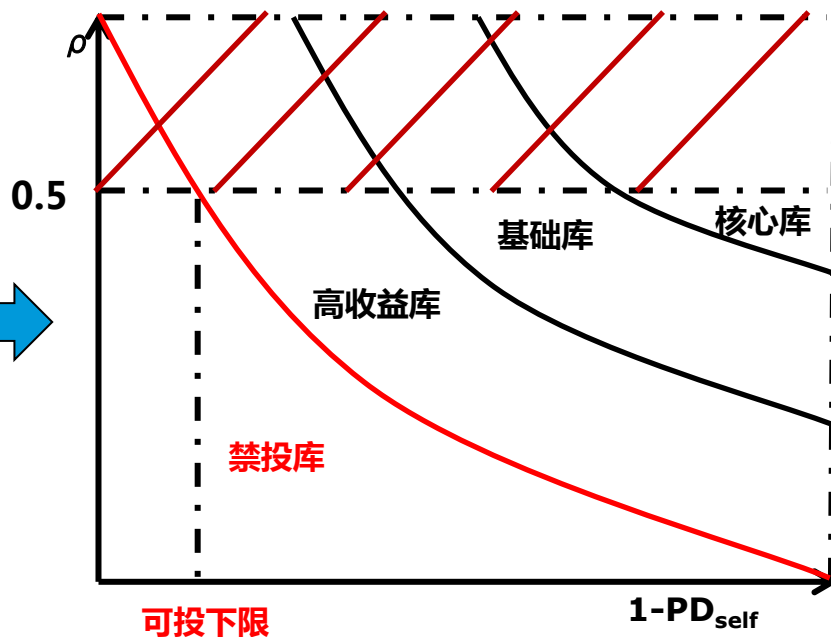
2.1.7 从城投转型看中长期择券逻辑的演变

- 直观公式：城投信用评分 = ρ * 地方政府信用 + $(1 - \rho)$ * 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。

政府债务置换完成前的择券逻辑



政府债务置换完成后的择券逻辑



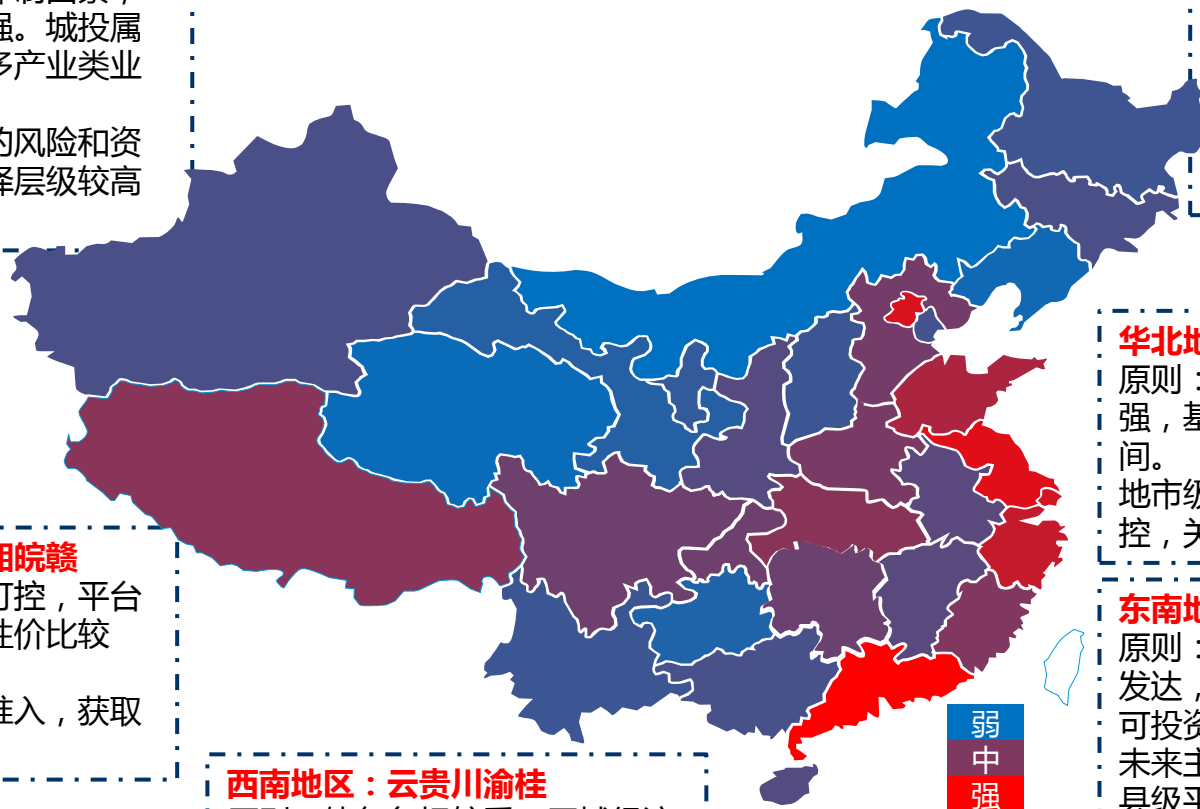
2.1.8 重点挖掘中部地市级和东部区县级平台配置价值

- 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



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，部分区县平台可挖掘高收益，避免对民企担保或市场化经营产投。

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，区域经济实力偏弱。
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。

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。



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

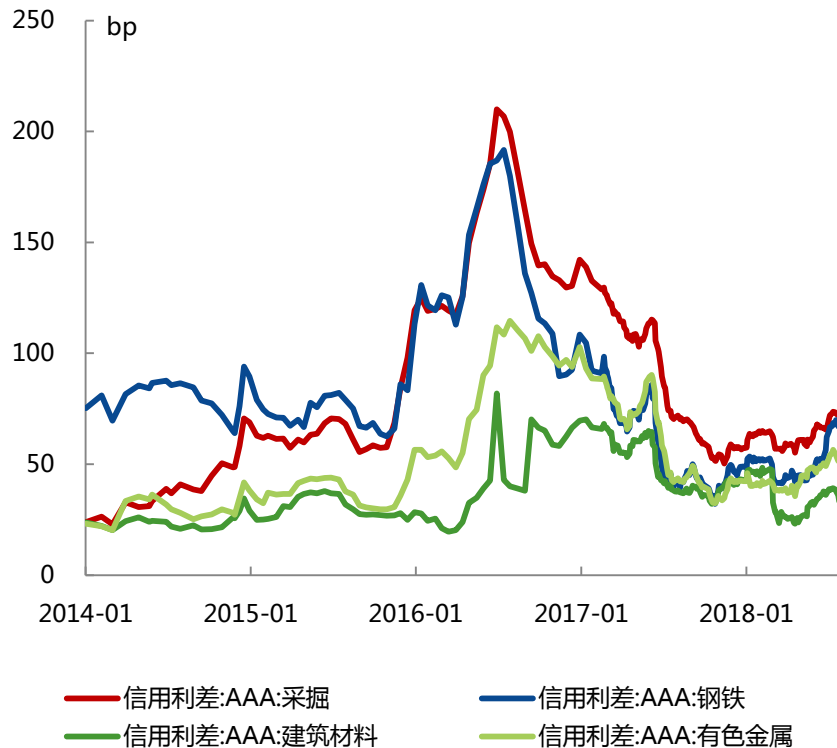
四、基于策略和定价的 α 品种推荐



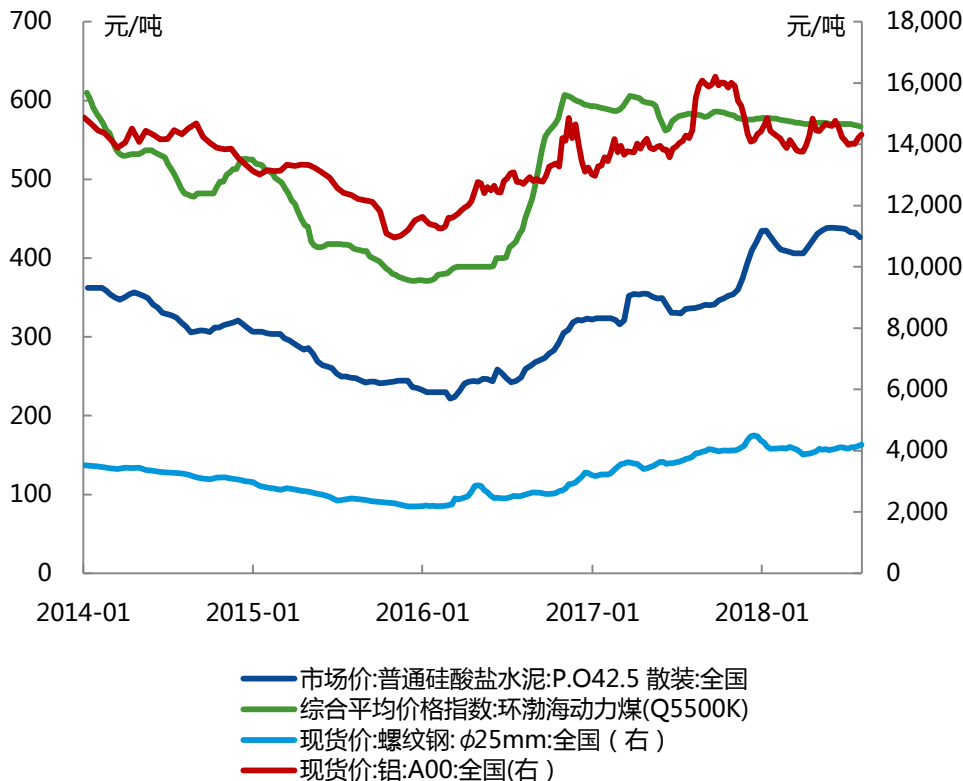
2.2.1 周期板块基本面稳定，高等级利差、收益率处于低位

- 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



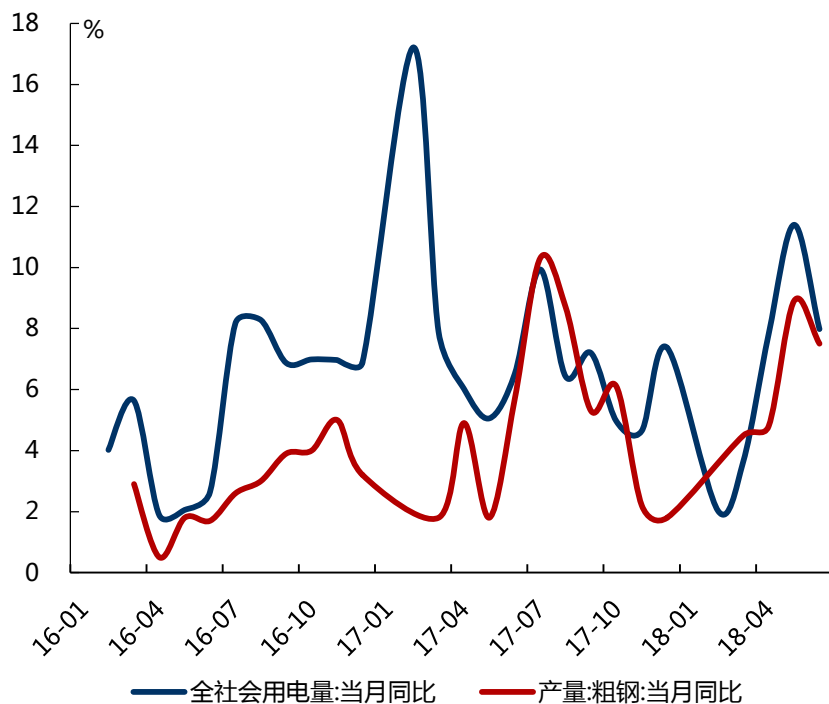
周期行业产品价格在高位



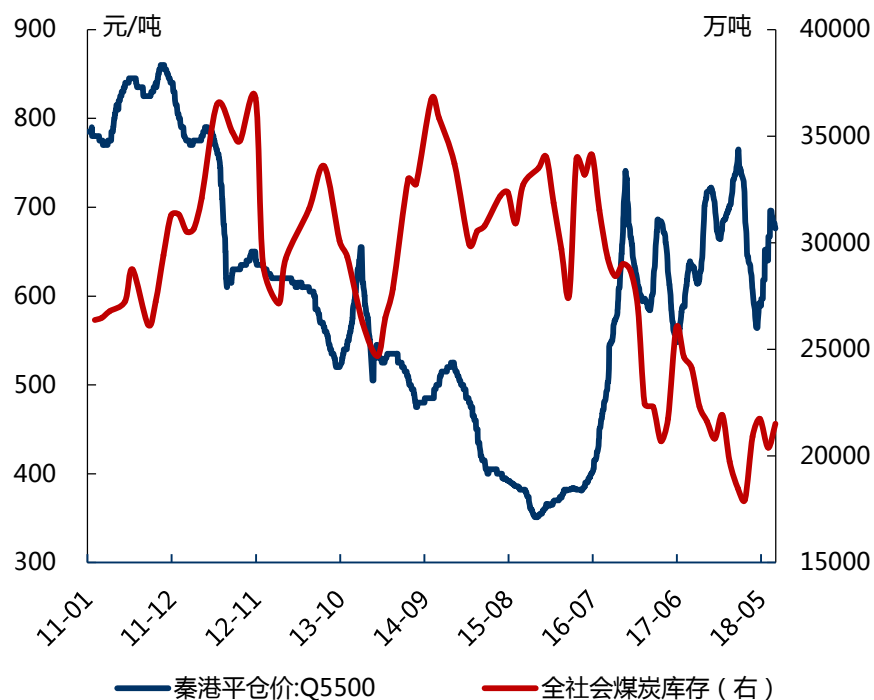
2.2.2 煤炭：社会库存仍在低位，行业供需紧平衡

- 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	-	产能过剩
2016	34.11	3	“大头落地”
2017	35.20	2	
2018E	37	1.5	
2019E	-	0.75	料将减弱
2020E	-	0.75	
合计		8	

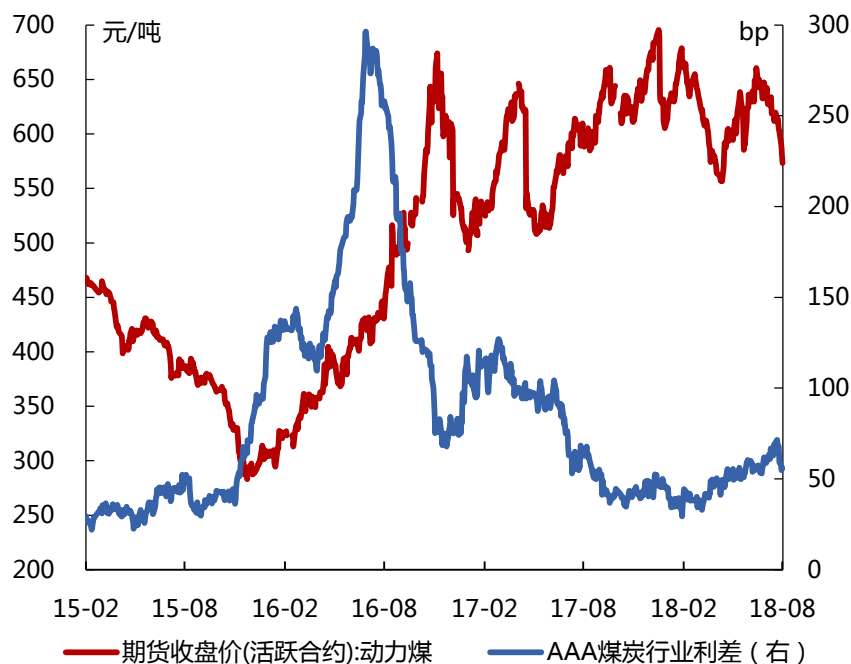
16年12月起煤价长协机制形成



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

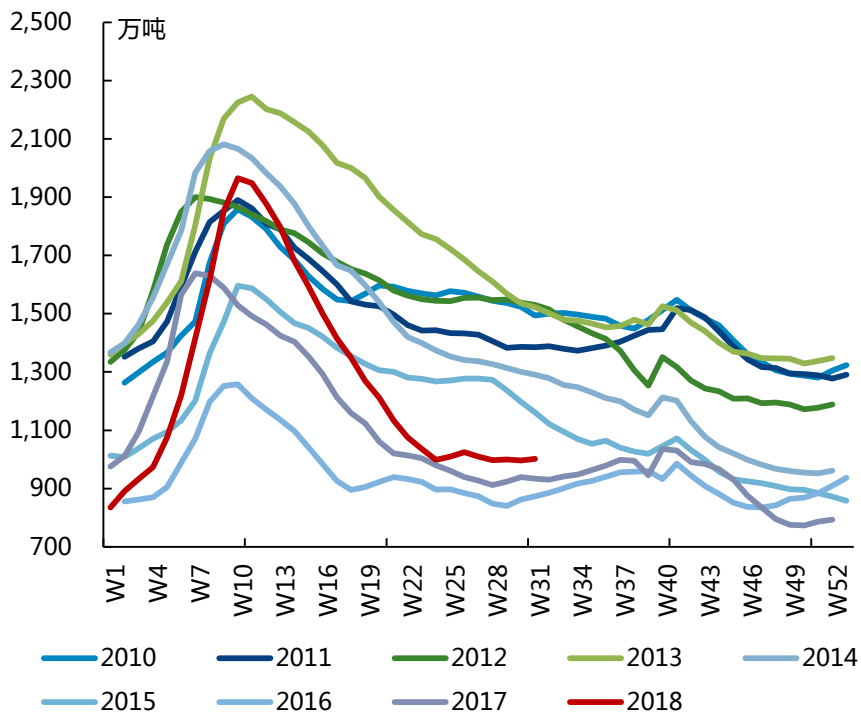
	因素	指标
短期	煤价	预计1年内煤价不会大幅回落
	政府支持	债转股落地金额、三供一业剥离
长期	资源禀赋	储量、煤种、煤质
	成本控制	开采条件、人员负担、运力距离
	盈利能力	净利润等
	偿债能力	资产负债率、短期债务占比、有息债务/EBITDA等



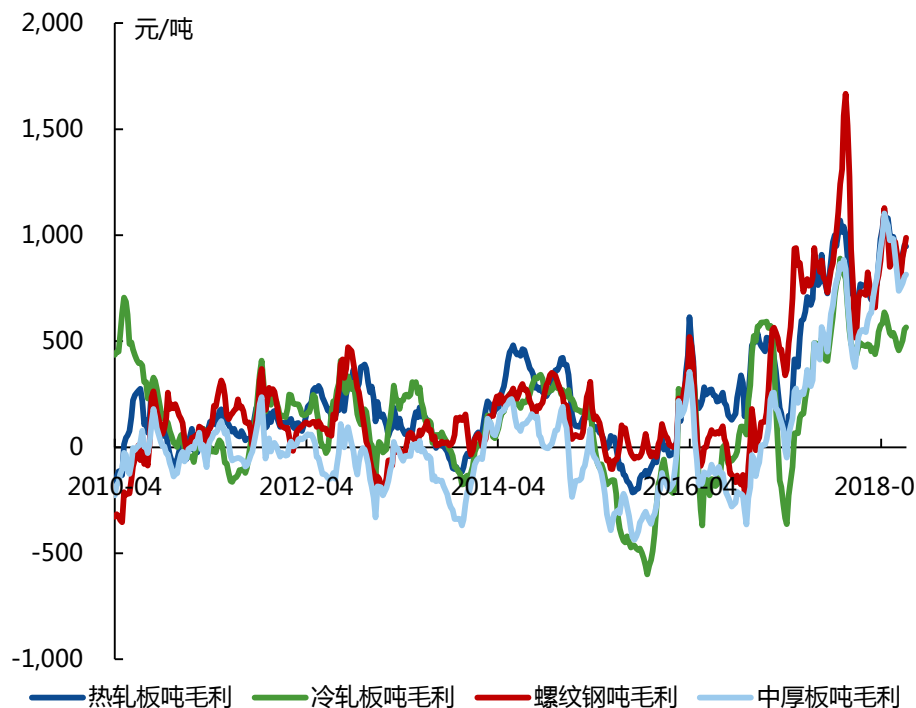
2.2.3 钢铁：供给仍是主导，行业景气度维持高位

- 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



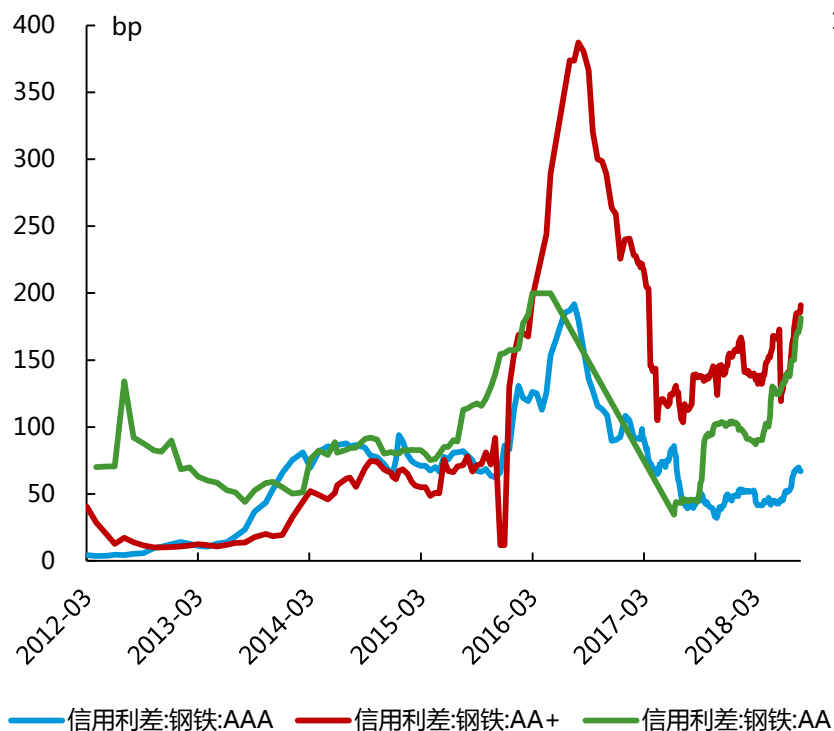
钢铁行业利润维持高位



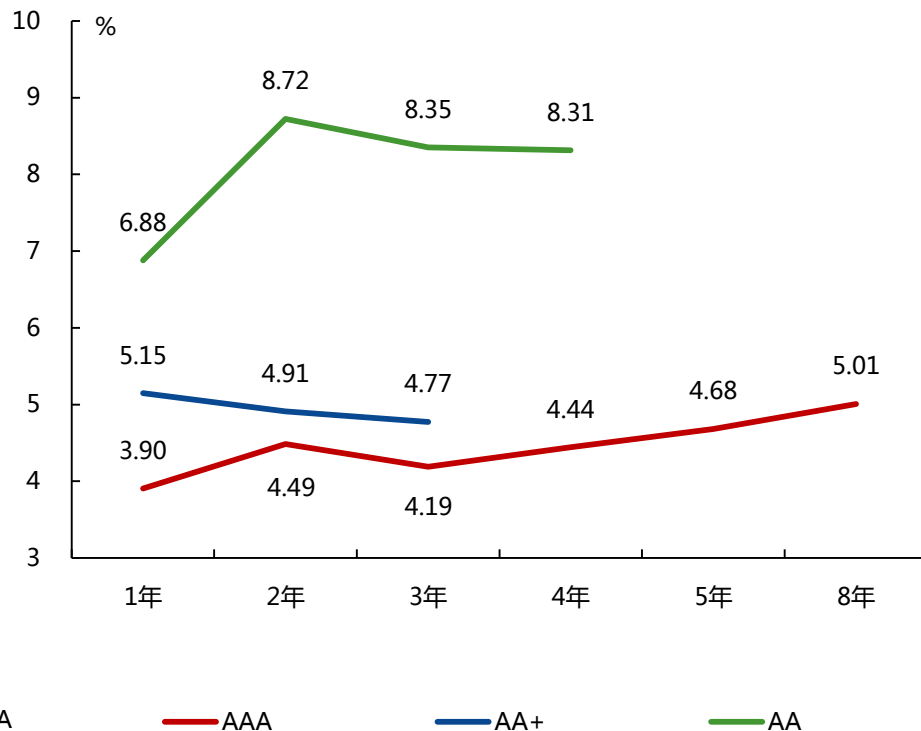
2.2.3 钢铁：高等级性价比较低，建议平配

- 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



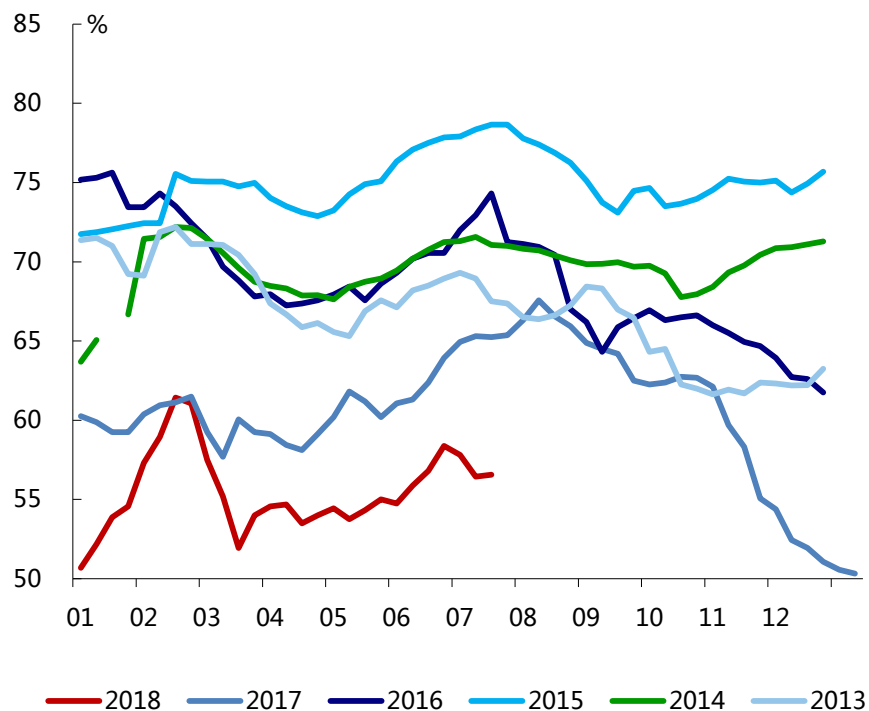
高等级钢铁品种估值处于低位



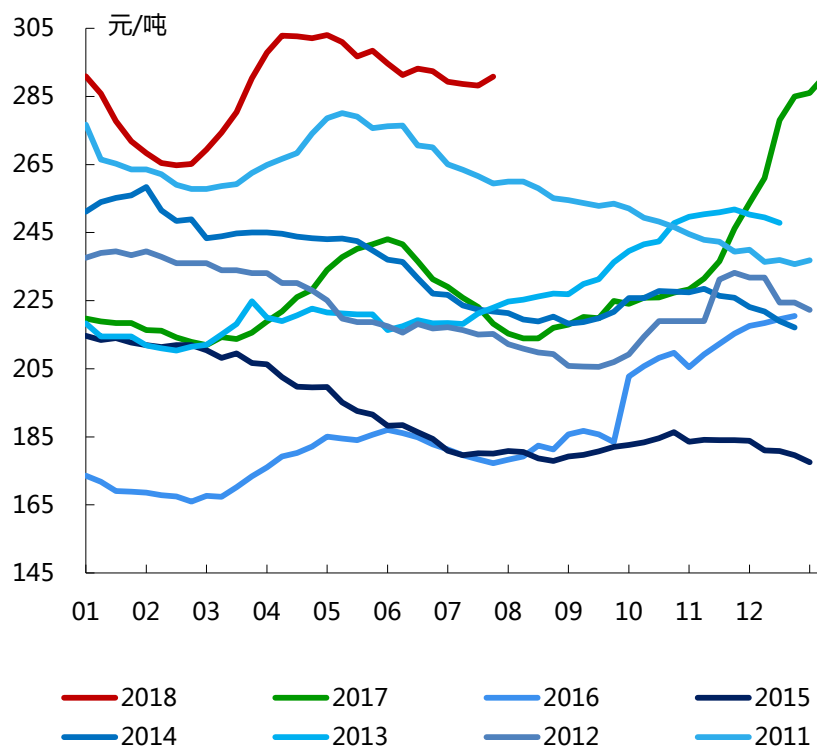
2.2.4 建材：供需紧平衡，行业景气度维持高位

- 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



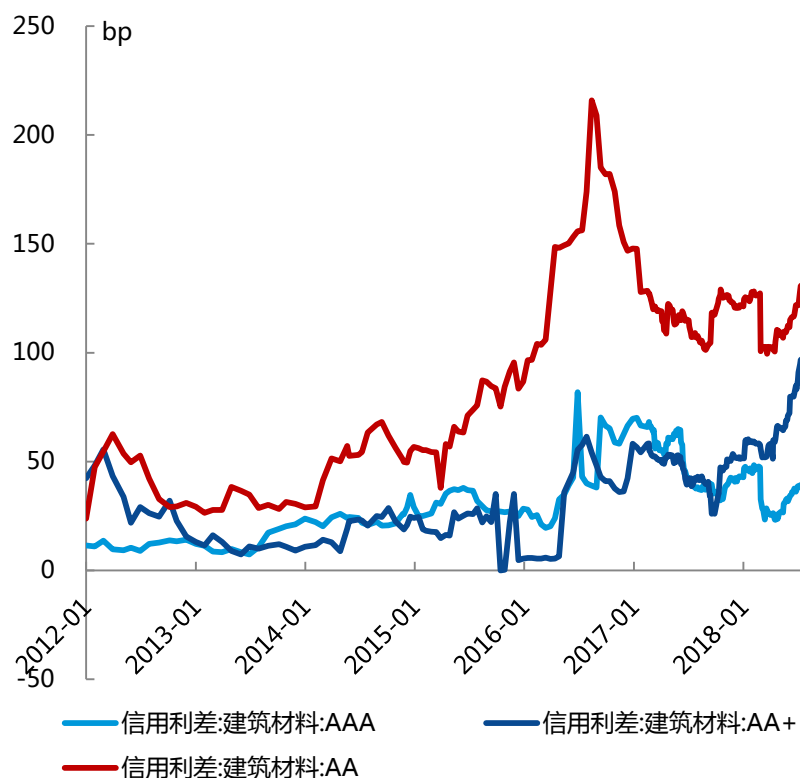
水泥煤炭价差处于高位



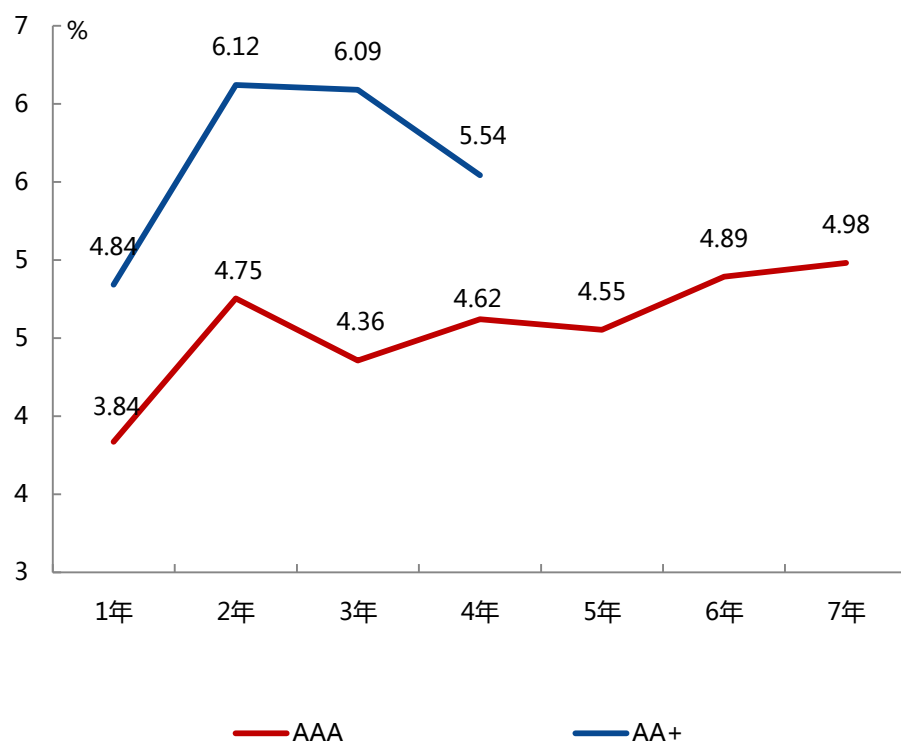
2.2.4 建材：中高等级性价比较低，建议平配

- 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



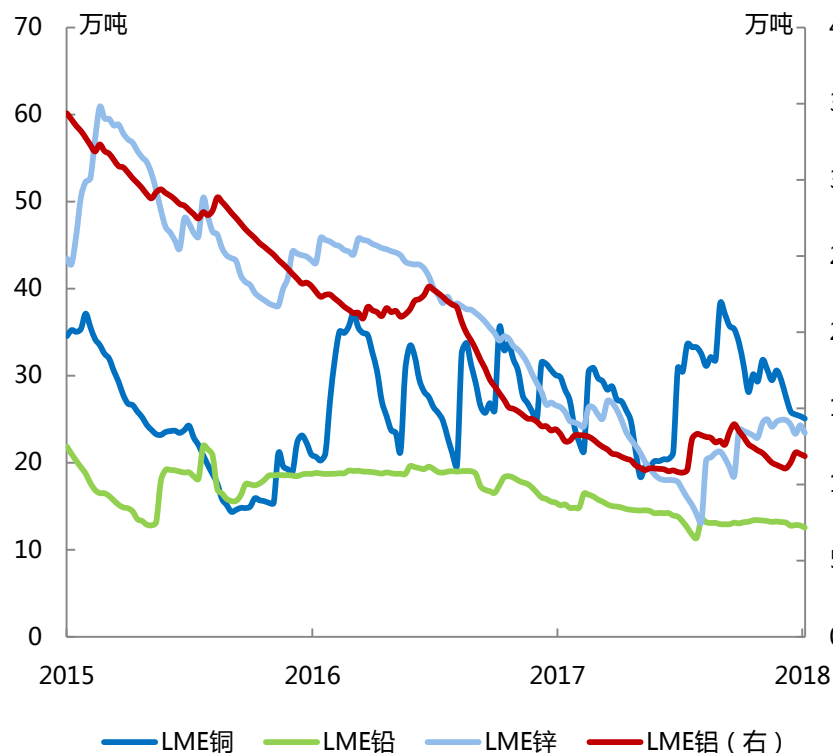
高等级建材品种估值处于低位



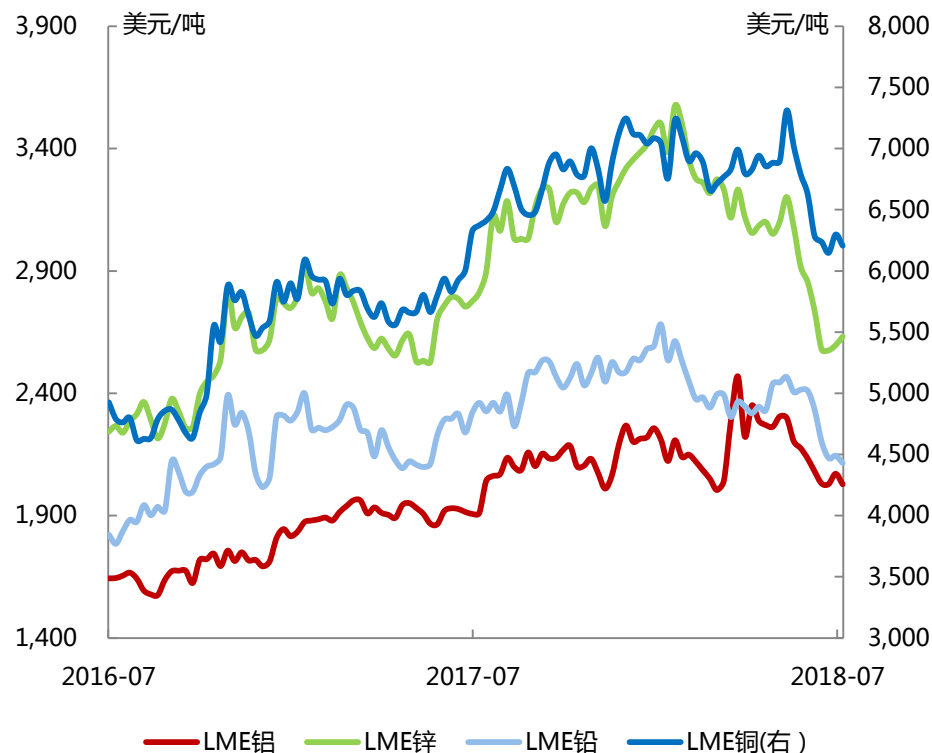
2.2.5 有色：价格、盈利回落，行业景气度一般

- 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



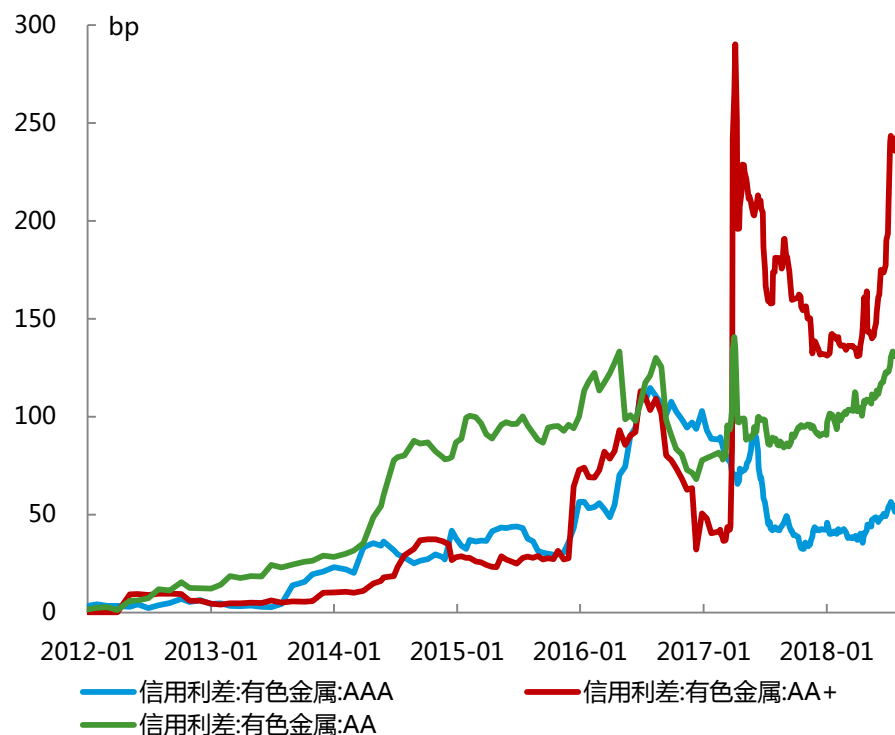
有色金属价格整体回落



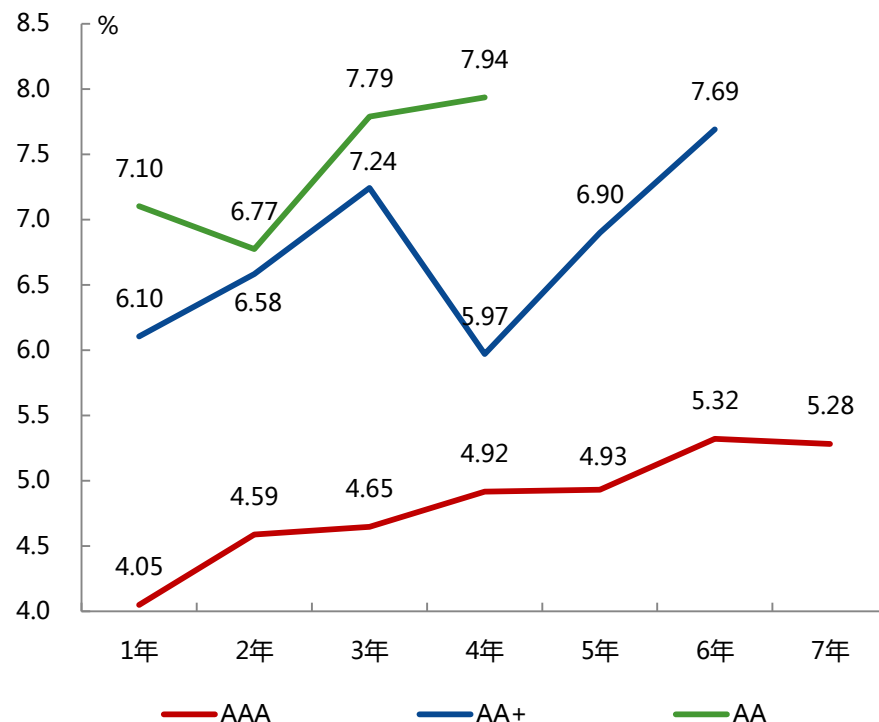
2.2.5 有色：整体性价比一般，适度超配龙头

- 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



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

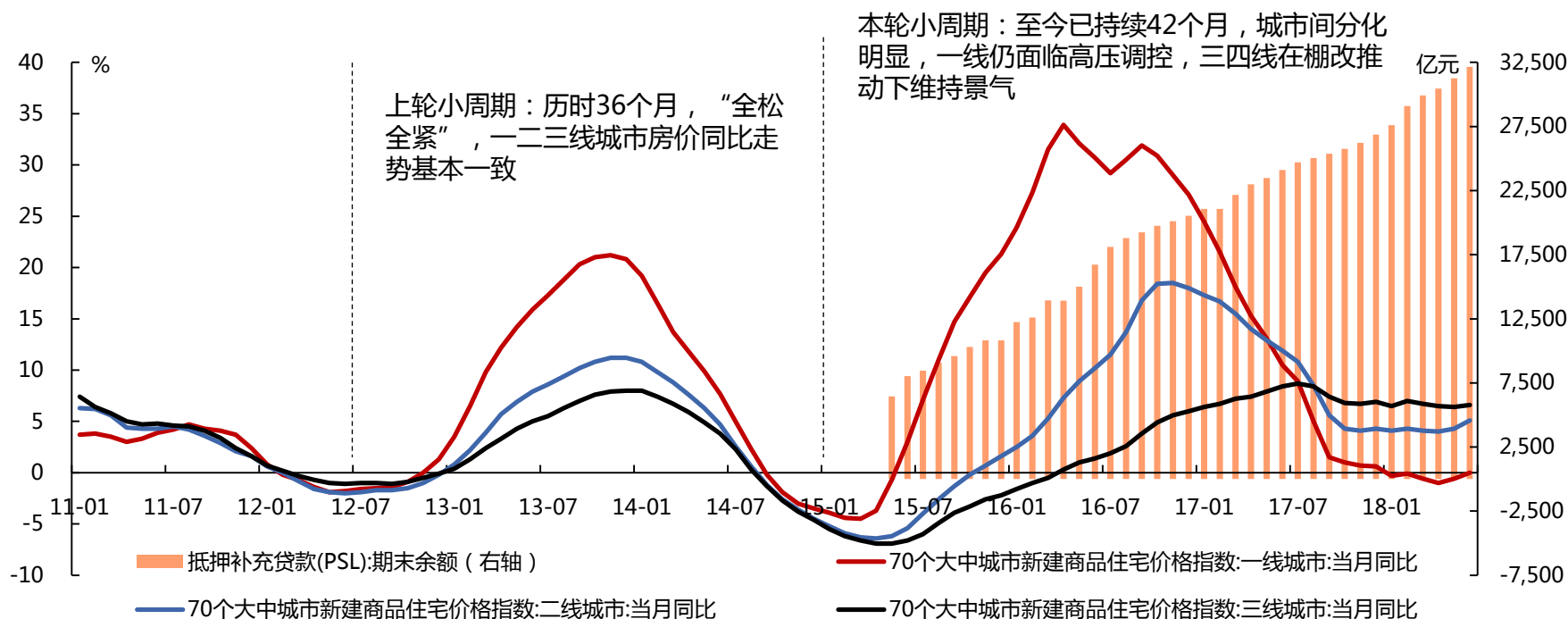
四、基于策略和定价的 α 品种推荐



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的收紧，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。

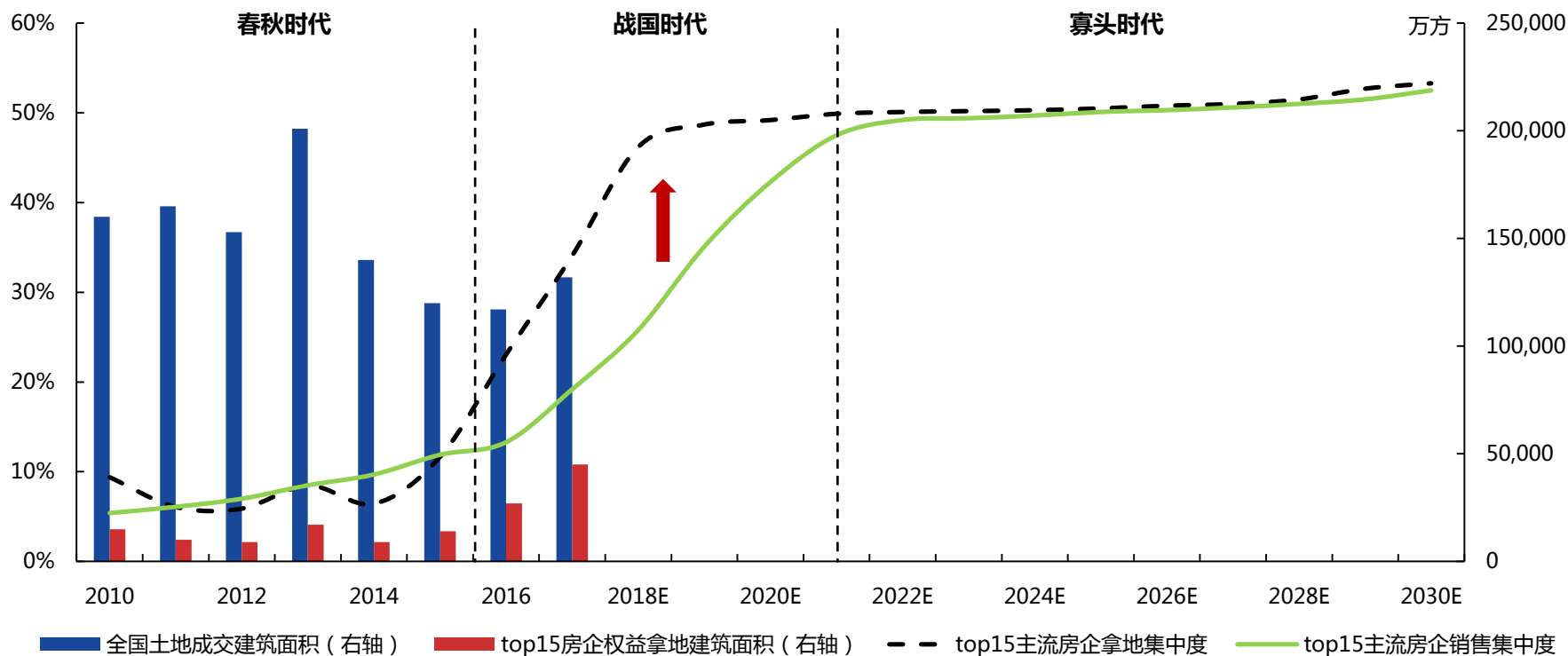
因城施政调控持续，棚改货币化力度减弱，未来三四线城市需求面临考验



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。

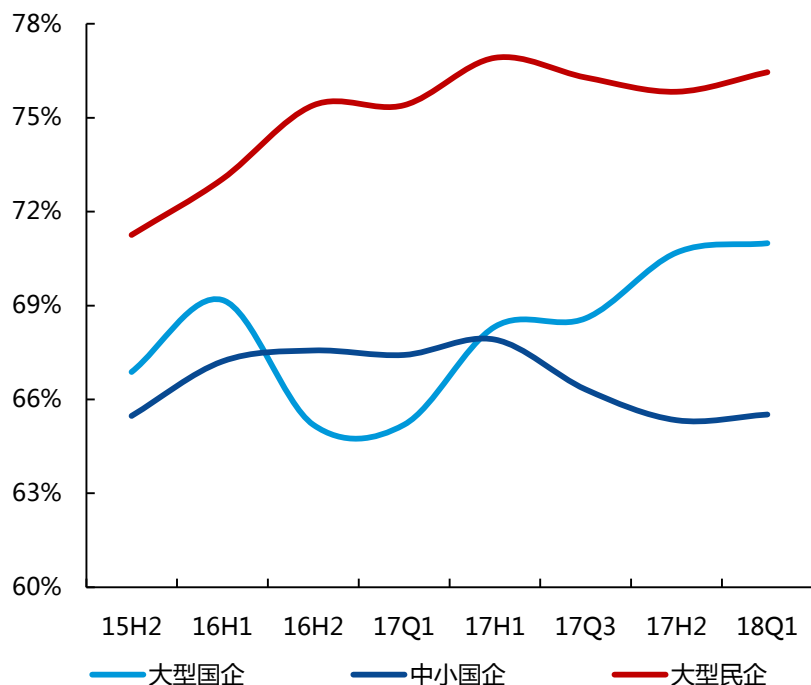
2016年以来房企跑马圈地，拿地集中度大幅上升，预计销售集中度将持续提升



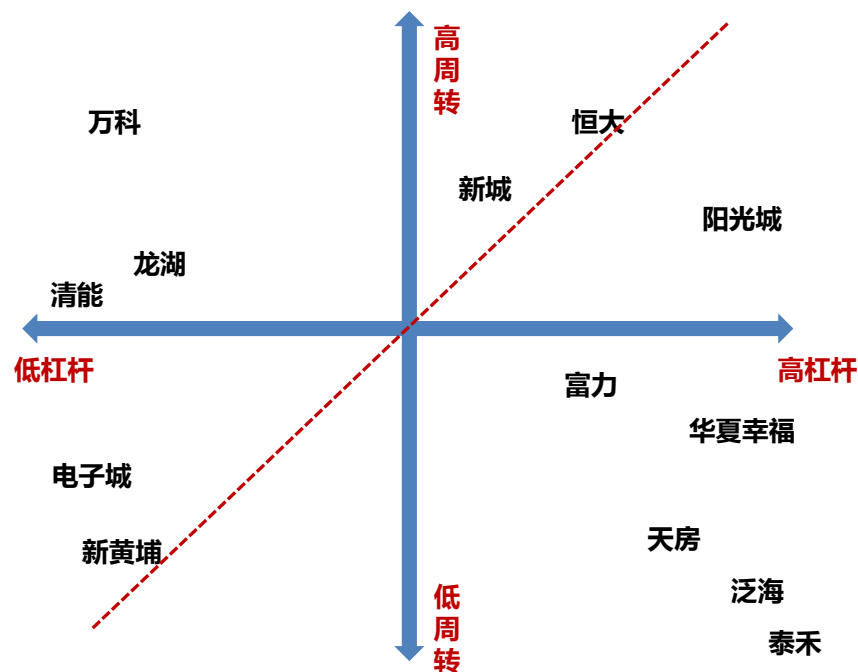
2.3.3 集中度提升的背后，是杠杆和信用的分化

- 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。

行业分化：去预资产负债率对比



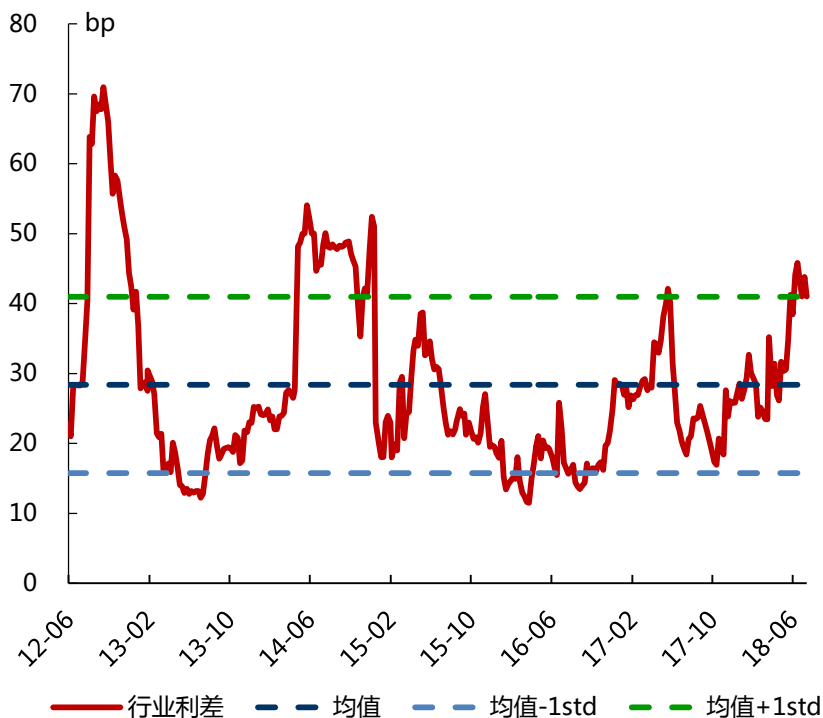
个体分化：融资偏紧，冷暖不均



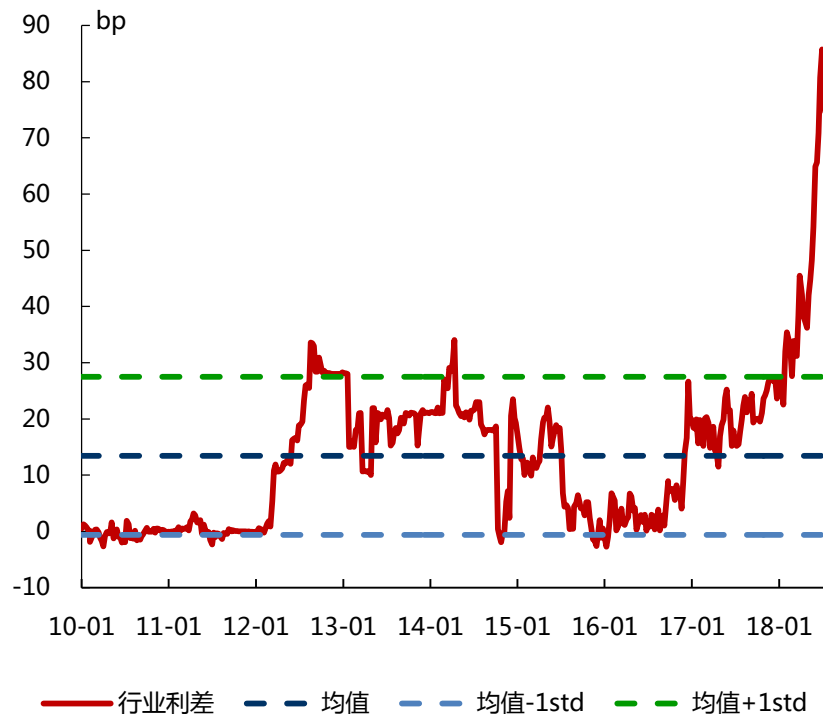
2.3.4 行业利差处历史高位，配置价值显现

- 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



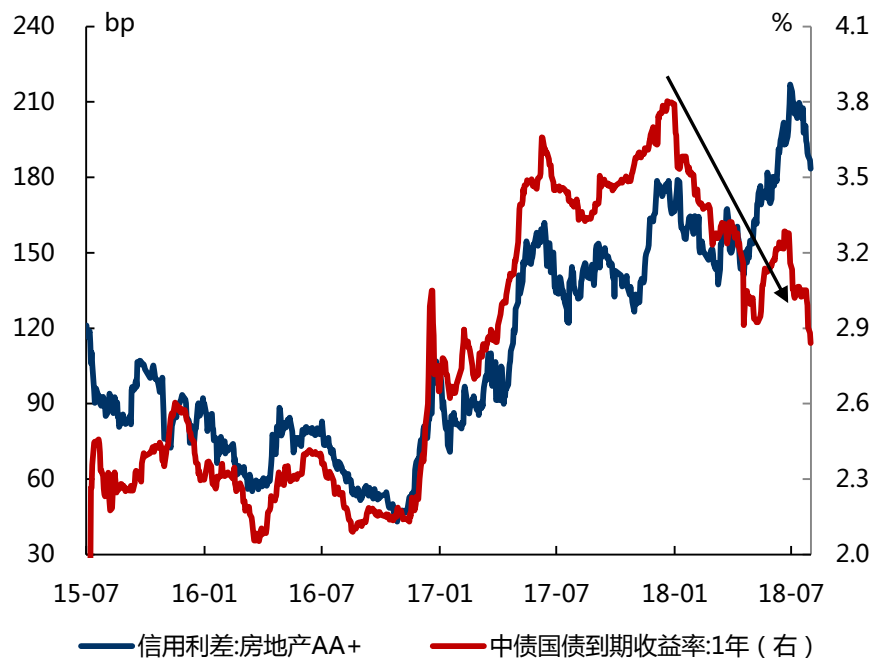
AA+房地产行业利差2018年以来明显超调



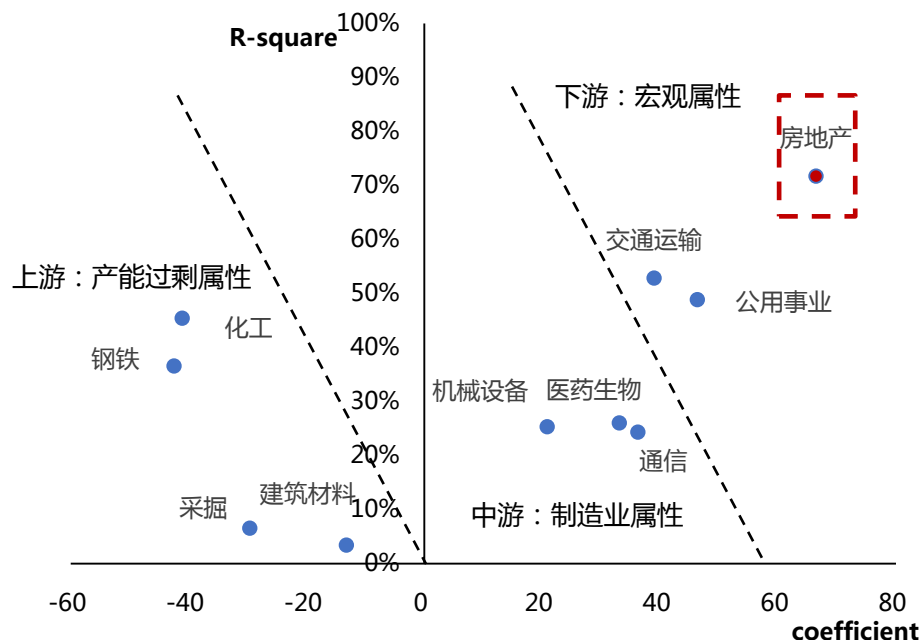
2.3.5 地产利差有宏观属性，宽货币背景下望下行

- 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%）。

18年信用风险担忧导致房地产利差超调

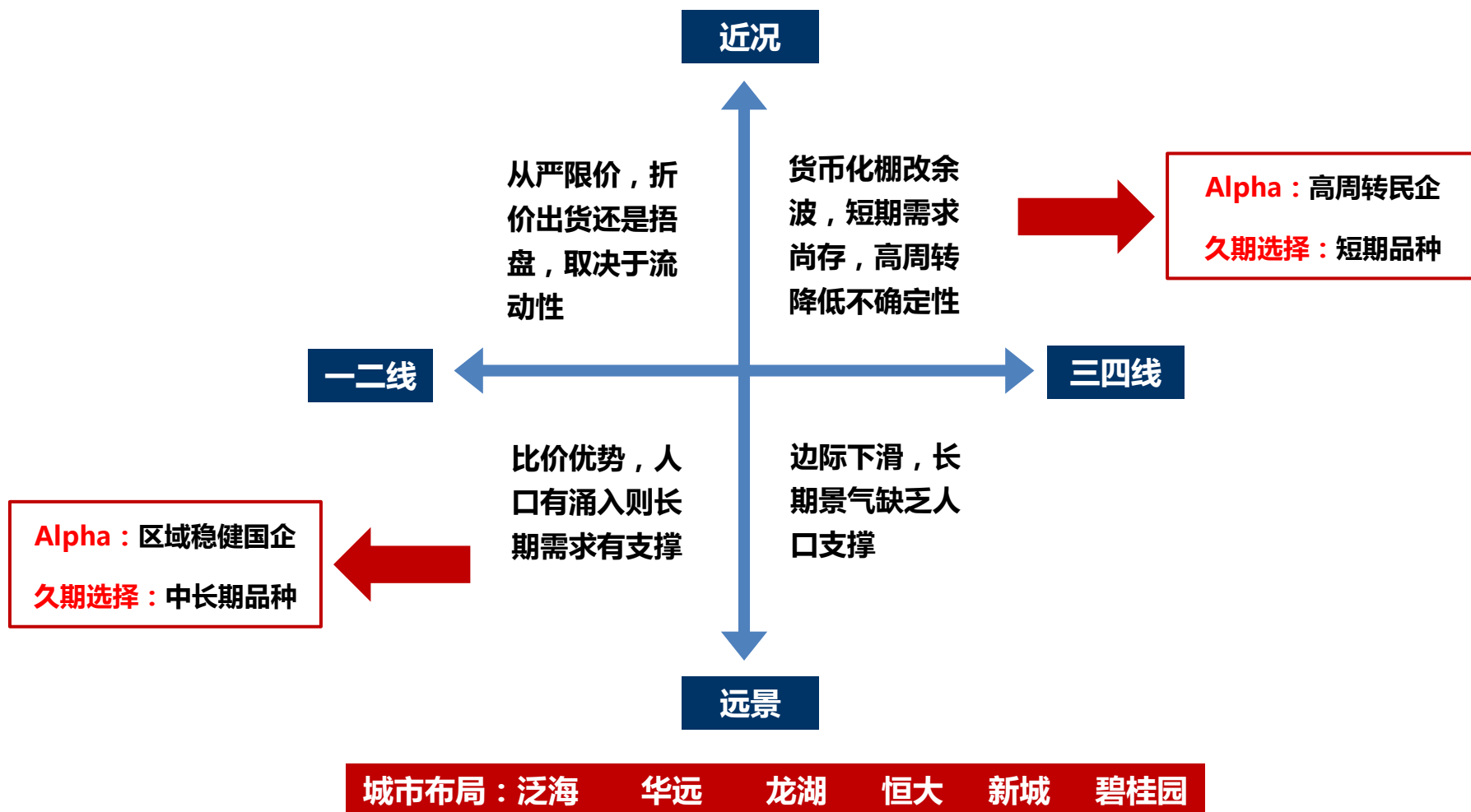


各行业AA+信用利差对1年期国债收益率回归



2.3.6 配置策略：适度超配，精选高周转民企+区域国企

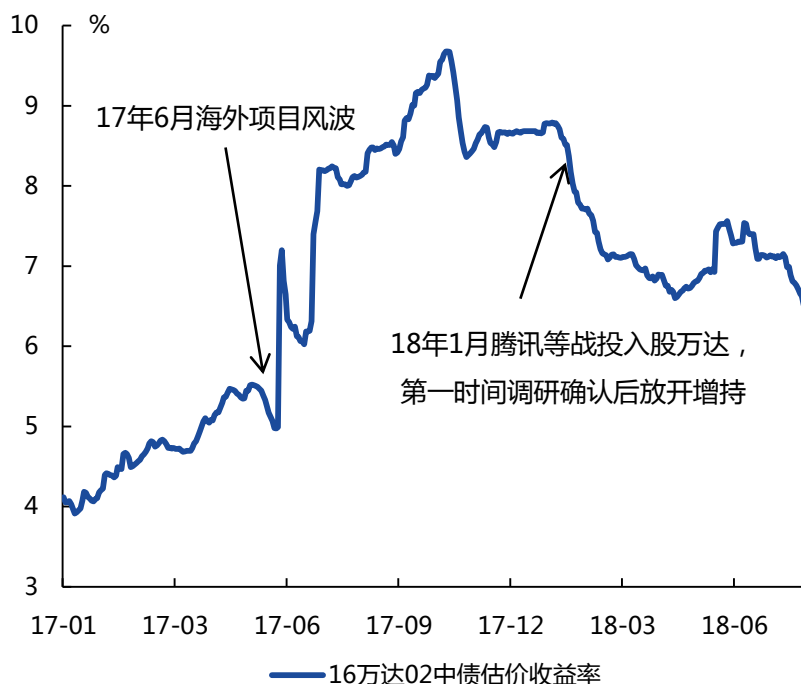
调研感受：一二线做房东，三四线卖房子



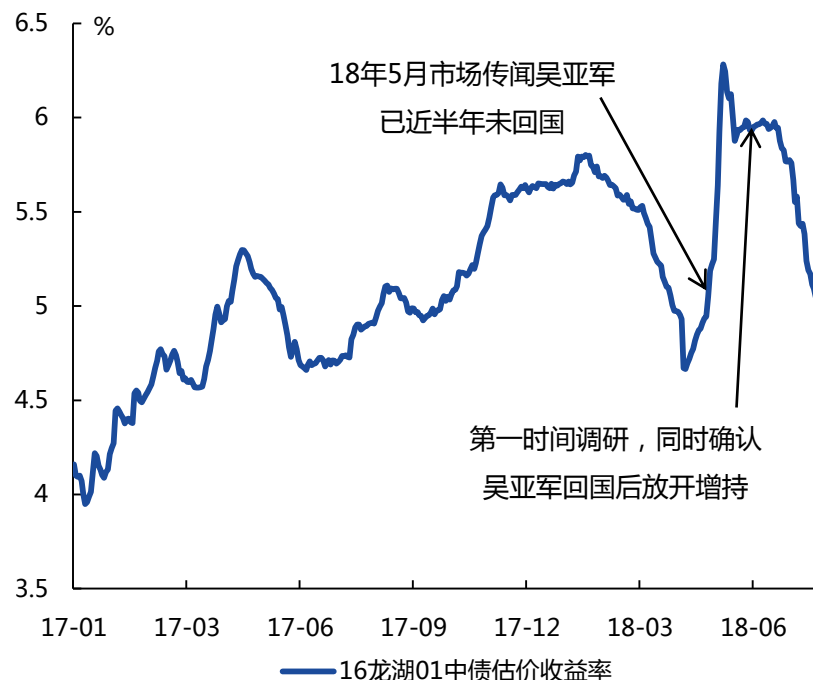
2.3.7 关注负面事件冲击下的风险与机会

- 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。

万达：战投入股即确定性配置机会



龙湖：实际控制人吴亚军回国传闻



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

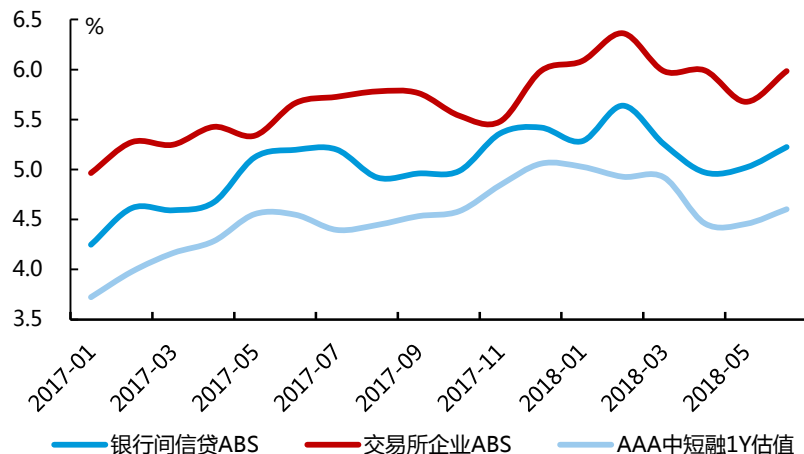
三、大类行业的配置建议

四、基于策略和定价的 α 品种推荐



2.4.1 哪些领域的ABS具备配置价值？

ABS和债券配置价值对比



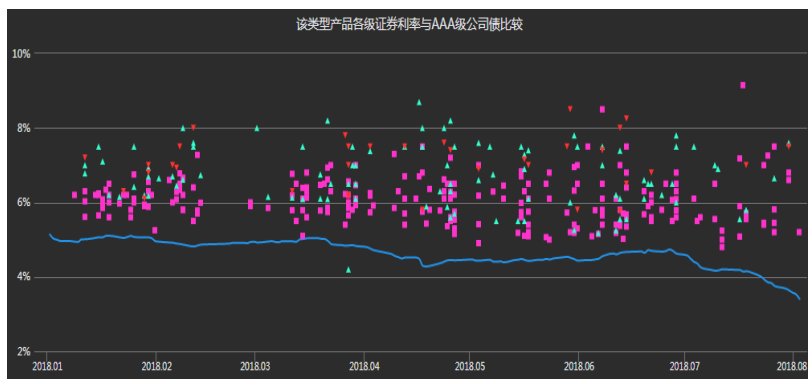
市场概况---发行量稳增，信用分化加剧

- 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。

年初以来AAA等级ABS（散点）和债券（曲线）YTM对比



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%	0.00%
	AA+	8.06%	90.52%	1.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA	0.00%	11.29%	87.10%	0.97%	0.32%	0.00%	0.00%
	AA-	0.00%	0.00%	16.98%	81.13%	1.89%	0.00%	0.00%
	A+	0.00%	0.00%	0.00%	14.29%	85.71%	0.00%	0.00%
	A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
	A-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%

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%	0.00%
	AA+	33.00%	67.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA	36.00%	27.00%	36.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AA-	38.00%	17.00%	17.00%	28.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	A+	7.00%	36.00%	29.00%	0.00%	29.00%	0.00%	0.00%
	A	44.00%	22.00%	11.00%	0.00%	11.00%	11.00%	0.00%
	A-	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	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%。



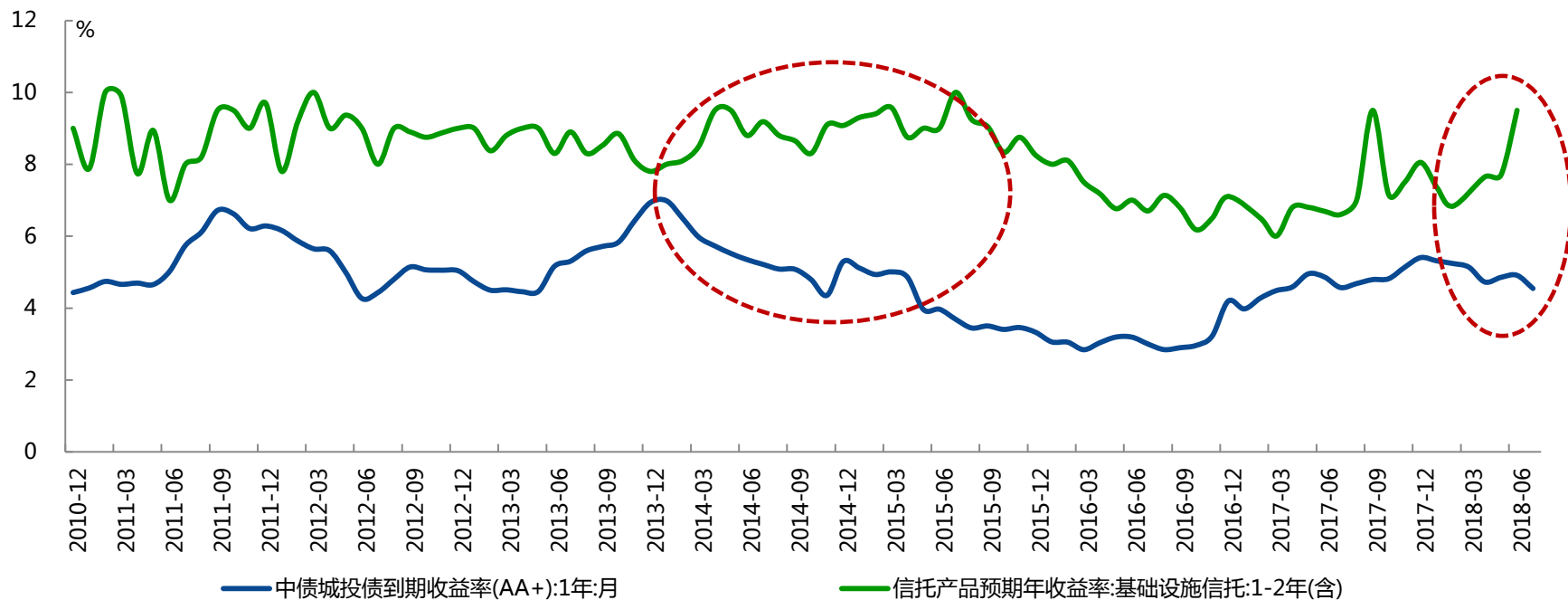
2.4.3 非标债权：收益率变动滞后于债市，窗口期择优配置

- **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



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

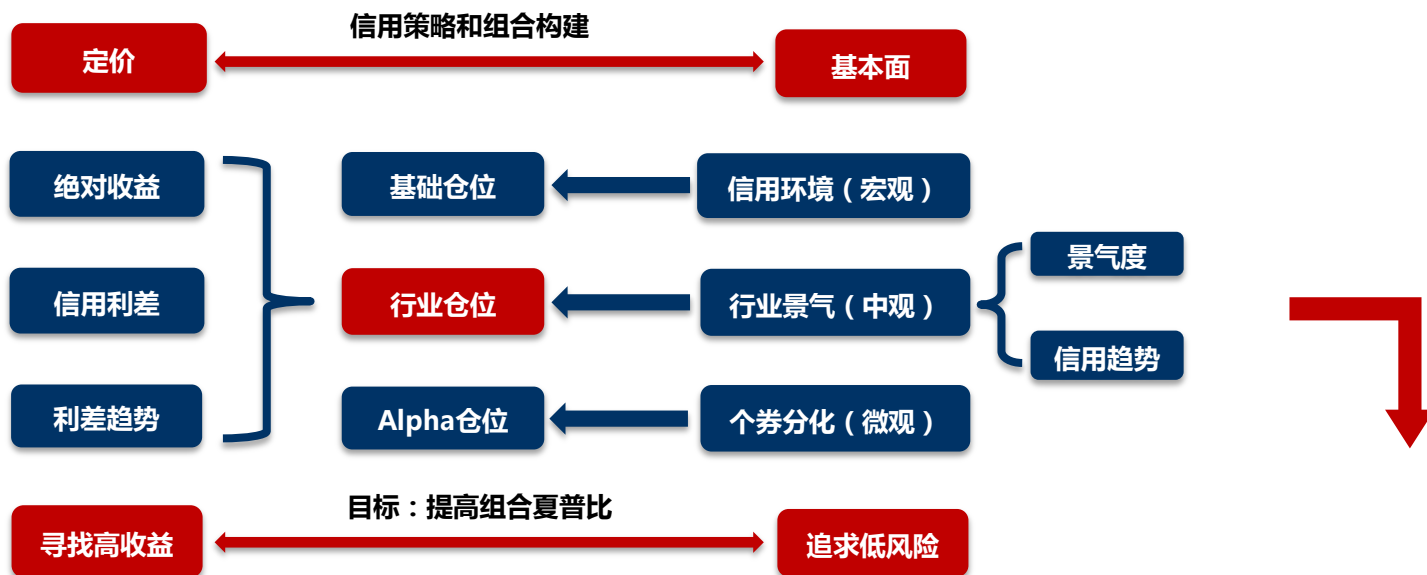
(四) 另类资产

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



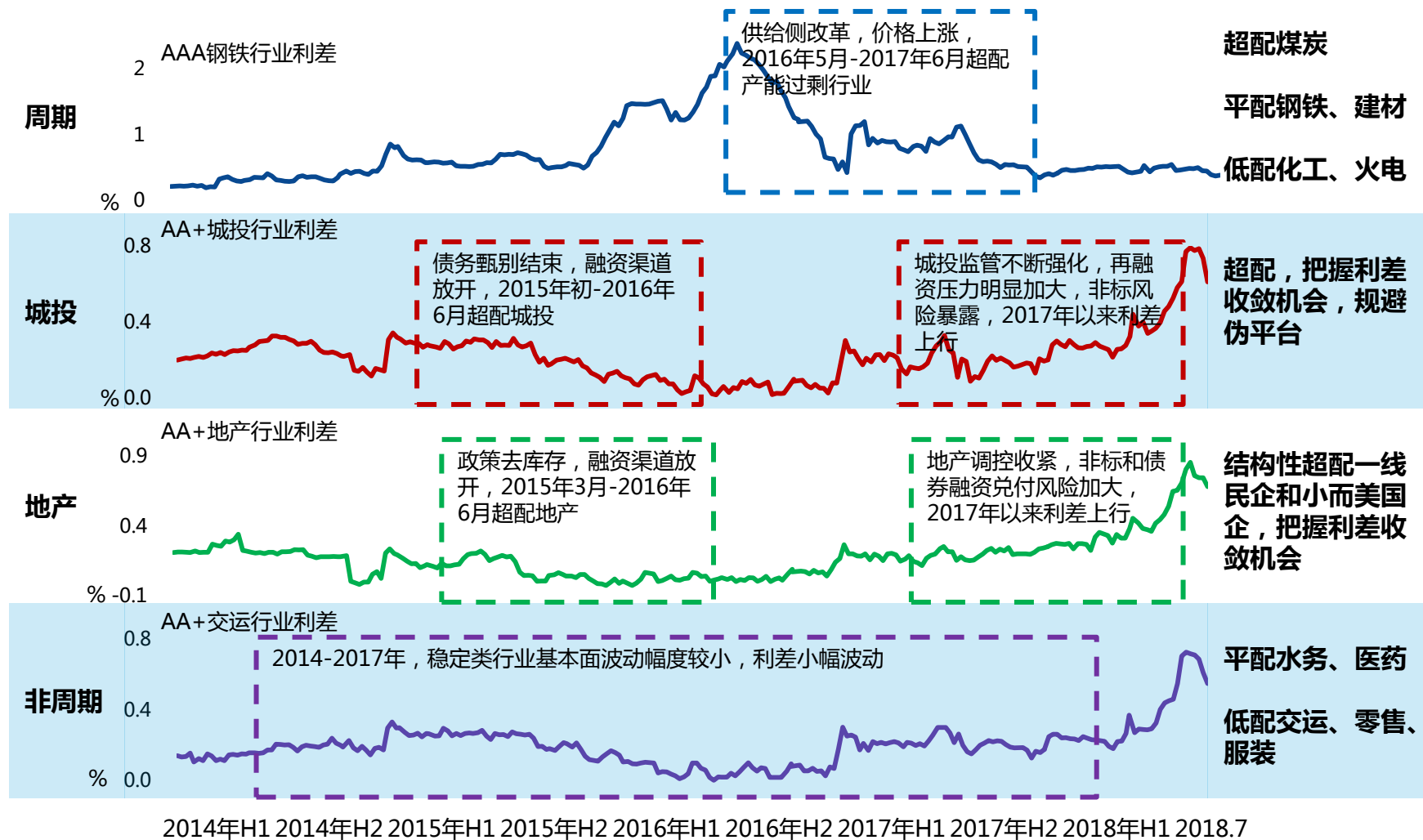
- **信用趋势观测指标**：单位产出毛利、环渤海动力煤指数（煤炭）、螺纹钢期货升水（钢铁）、SHFE电解铝期货升水（有色）等；
- **信用溢价度量指标**：行业绝对收益率、行业利差。

信用溢价 信用趋势	信用溢价		
	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%



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

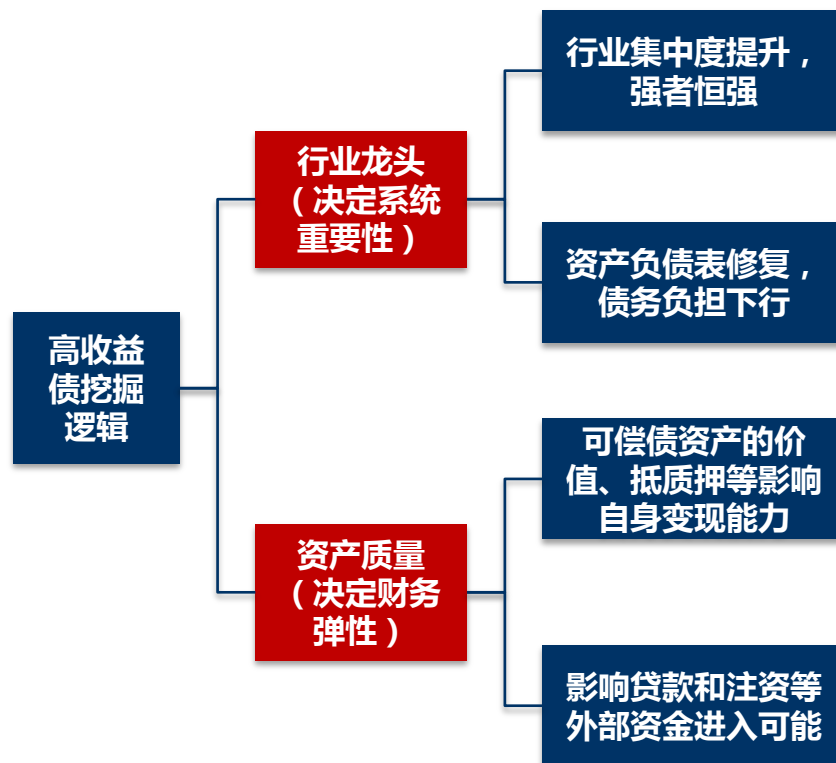
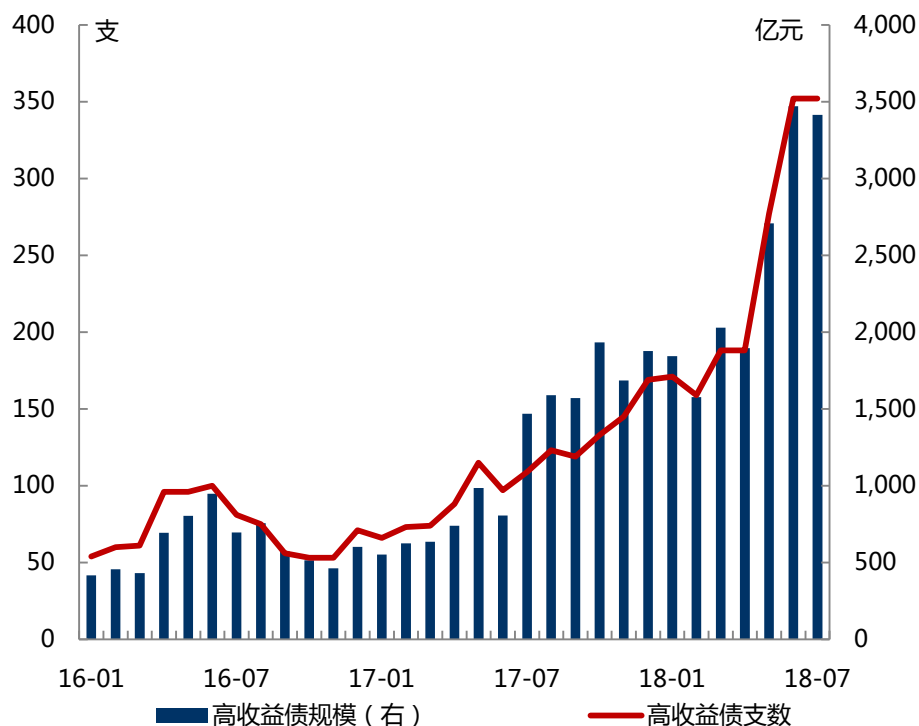
四、基于策略和定价的 α 品种推荐



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

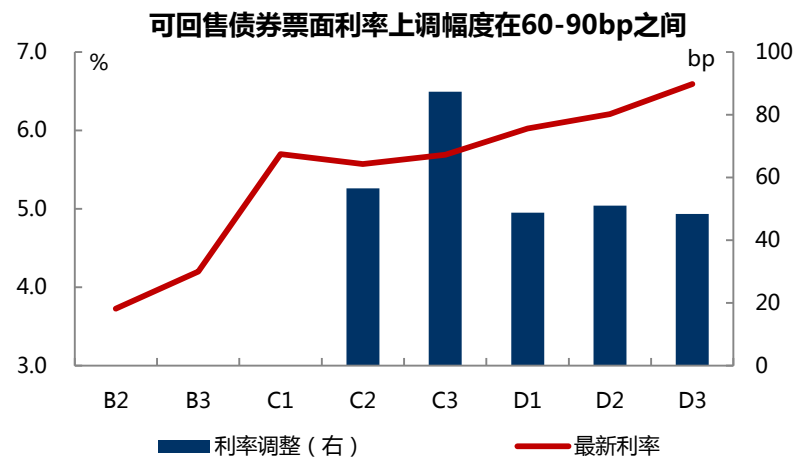
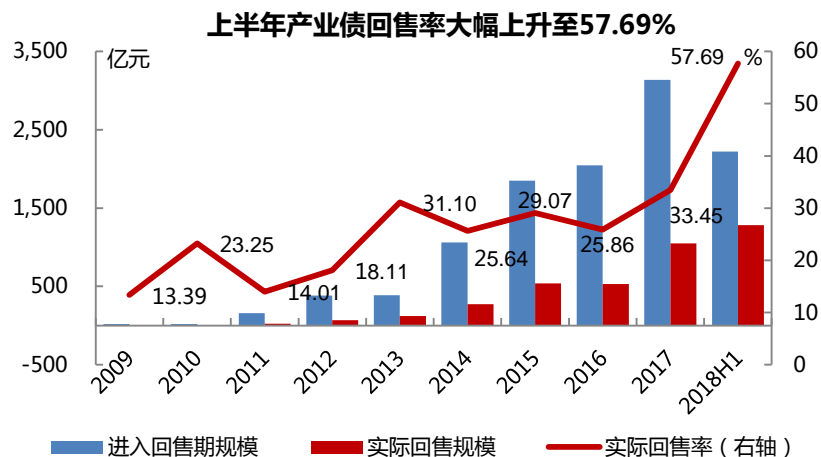
主体名称	代表性个券	期限	收益率	α (BP)	备注
上海易鑫融资租赁有限公司	18易鑫优先B	1.9	7.8	227	存量主体
上海邦汇商业保理有限公司	18京保2A	0.4	5.65	128	新增主体
捷信消费金融有限公司	18捷赢2B	1.01	7.19	282	存量主体
狮桥融资租赁(中国)有限公司	18狮桥3A	0.7	6.8	323	新增主体

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

