

2019年1月14日

宜信财富：2019年“债牛”继续奔跑

摘要：2018年在全球多数资产都未获得正回报的情况下，中国利率债和高等级信用债表现靓丽，利率债全年回报高达9.2%。

预计，2019年中国利率债和高评级信用债市场仍是值得重点投资的领域，但中国经济下行环境下建议加大对于个券信用风险的甄别力度。

李琳 博士
宜信财富董事总经理
资产配置策略研究负责人

丁孟
资深经济学家

回望2018年，在全球绝大多数资产类别全年没有获得正收益的情况下，中国利率债市场表现可谓一枝独秀，相比A股熊冠全球，中国利率债全年回报高达9.2%，高居我们统计的包括全球股市、商品和房地产信托在内的20个主要市场收益率之首。

2018年央行四次降准，货币政策确保银行间债券市场流动性合理充裕；中国经济增速放缓、通胀压力减小推动利率债价格上涨。除上述两个因素，境外机构投资中国市场带来了额外的配置需求：以债券托管量衡量，2018年，外资机构持有的中国国债占比从2017年末的7%上升至12%，境外机构持有的中国银行间市场债券数量相比2017年增长了50%。

信用债市场行情分化，2018年全年高等级信用债相比国债利差收窄，五年期AAA级中期票据相比国债利差收窄49个bps。但低评级信用债表现弱于高评级，五年期AA级中期票据相比国债利差全年扩大了3.8个bps。究其原因，一方面，2018年7月份国务院常务会和政治局会议后，宏观政策强调六个稳定，市场对于政策托底下高评级债券违约率看法改善。但另一方面，受融资渠道收缩影响，低评级信用债违约风险上升，降低了市场的风险偏好。

2019年，我们判断，中国经济增速放缓、货币政策宽松和境外机构债券配置增加将继续有利于中国利率债市场。信用债方面，减税降费和支农支小支持民营企业融资的政策将有利于改善信用债发行人偿债能力，城投债在稳增长政策要求下收益率仍有回落空间，高评级信用债牛市行情仍将延续，但经济下行阶段信用风险“暴雷”可能增多，对于低评级个券的选择仍需谨慎。

宏观基本面和货币政策将继续有利于利率债价格上升

2019年中国经济增速将延续2018年的增长下行的趋势，这是大概率事件。中国经济面临内外需求减弱的压力，中小企业破产和失业状况在2019年将比2018年更为严重。在就业环境恶化、房贷利率高企、以及2018年资本市场的负面财富效应下，居民消费增长也难言扩张。我们预期房地产投资增长和房产价格稳中有降。就基建而言，我们认为在政策的支持下，2019年基建投资增长将有一定提升，但提升幅度有限，受制于政府对债

务问题的清理和规范，以及金融监管对地方政府融资平台融资通道的约束，对城投平台发债和非标融资仍存在很大制约。同时，美欧增长下行给中国出口前景蒙上阴影。产出缺口向下扩大将全面压制通胀抬头，为国债收益率下行创造良好的宏观经济环境。

预期货币政策进一步放松，2018年货币政策基调最大的转变是央行对于货币政策的表述从流动性的“合理稳定”过渡到“合理充裕”，此后，中央经济工作会议，央行货币政策执行报告和易纲行长的多次讲话和采访均延续上述立场。预计，2019年央行仍会有多次降准甚至降息的动作，我们预计还会有200bp左右（对应2-3次）的降准，以及50bp左右（对应两次）的降息空间。充裕的银行间市场流动性同样有利于利率债价格上升。

境外机构配置需求仍将继续增长

作为2018年中国债券市场重要配置力量，2019年境外机构债券配置需求预计将继续增长。

根据IMF截止2018年第三季度的统计数据，目前在国际储备占比中美元占比58%，欧元占比19%，但人民币仅占比2%，与中国全球第二大经济体的地位极不相称，随着中国债券市场对外开放扩大，预计将有更多的境外主权机构增持人民币债券。

在境外私人机构投资方面，2018年3月，中国国债和政策性金融债已经被纳入彭博巴克莱（Bloomberg Barclays）全球综合指数，将从2019年4月起正式实施，具体实施将分为20个月完成。此外另外两大全球债券指数，花旗（Citigroup）世界政府债券指数和摩根大通（JP Morgan）政府债券指数-全球新兴市场多元化指数也在考虑将中国债券加入其债券指数，预计加入全球性的债券指数将为中国债券市场带来更多私人机构被动配置需求。

中国自身也出台了吸引外资投资中国市场的政策，2018年11月22日，财政部、税务总局联合公布通知，明确境外机构投资境内债券利息收入免税细则。

减税降费支撑企业利润，有利于信用债发行人内生偿债能力改善

2019年一个较为积极的因素是更大规模的减税降费政策，这是当前中国财政政策的重要方向。2018年政府通过降低增值税税率、实施退税留抵、提高研发费用税前加计扣除比例等措施，共计减税降费近1.3万亿元，减轻了一部分企业负担。从我们统计的可比信用债发行人整体净利润数据来看，2018年，信用债样本企业净利润同比增速持续改善，截止2018年三季度净利润同比增长24.4%。更直接衡量信用风险的工业企业亏损家数从2018年初的81248家下降至2018年11月末的61534家。

2019年预计减税降费政策还会进一步推行，政策重点包括已经公布的个税抵扣政策；增值税税率“三档并两档”，最高税率继续下调；降低社保费率；减少政府性基金和行政事业性收费。这些政策可以提高居民可支配收入，促进消费，也可以增加企业盈利，增强信用债发行主体的内生偿债能力。

支持民企的融资政策有利于改善民企偿债能力

2018年外部融资环境的恶化增大了低评级发债主体，特别是民营企业融资资金链断裂导致债务违约的概率。在规范银行资管行业发展背景下，企业的非标融资渠道收缩明显。截至2018年11月末，社会融资总量指标中衡

量非标融资的两大指标，委托贷款和信托贷款累积分别下降 13855.9 亿元和 6392 亿元，为 2012 年以来首次年度累计负增长。由于金融机构存款同比增速降至 2012 年新低，负债端的压力加大了非标资产转为银行表内资产的难度。企业的再融资压力上升，尤其是 2014 年-2016 年债务大幅扩张的低评级企业。在 2018 年以来违约的信用债发行主体中，民营企业占比高达 63.9%，而在发债主体信用评级调低的企业中，民营企业占比 68%。预计上述情况将在 2019 年得到部分扭转，2018 年年底出台了一系列支持民企的政策，包括针对民营企业贷款的一二五目标、大力推进的民企债务融资支持工具、已成立的国家融资担保基金以及各地区陆续成立民企纾困发展基金等，有助于弥补民企外表融资规模的收缩，部分改善企业的融资难度和融资成本，降低再融资风险。有助于民企整体与高评级国企信用利差收窄。

信用债供求有望改善

预计 2019 年金融机构对信用债的配置力度将有所增加。一方面，央行降准将保持银行间债券市场流动性供给充裕，并能够边际降低融资成本，另一方面，随着资管新规规定的 2020 年过渡期的临近，在资管新规的相关要求下，银行资管的预期收益型老产品规模将逐步下降，新产品规模将不断增加，由于对于非标类产品期限匹配的要求，预计将有更多新增产品配置标准类的信用债产品，对一定的高收益资产的配置需求或有所回升，以满足监管和投资收益双方面的要求。

供给方面，2019 年信用债到期规模总体小于 2018 年，再融资压力有所减轻。

城投“信仰”仍将延续

2018 年，3 年期 AAA、AA+ 和 AA 城投债收益率较上年底均下行了 150BP 左右。政策基调是城投债收益率回落的主导因素。2018 年 7 月国务院常务会议即表示要有效保障在建项目资金需求。督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月国务院办公厅 101 号文再次强调加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；合理保障融资平台公司正常融资需求；防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险。12 月中央经济工作会议继续提出防范和化解地方政府债务风险。预计在“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”六稳定的宏观政策取向不变的情况下，政策对于城投债的支持仍将延续。

牛市之下仍要谨防信用“踩雷”

尽管政策托底有利于降低企业整体违约风险，但受经济下行冲击较大的行业仍存在出现更多违约个案的风险。建议对于受经济下行冲击较大的电子、电气设备、纺织服装、有色金属等行业、2019 年低评级再融资需求量大的建筑业、房地产、采掘、钢铁和商贸等行业和经济增速落后于全国经济增速的地区企业个券的违约风险予以警惕。

截止 2019 年 1 月 12 日，中国债券市场 2015 年以来违约的全部企业分类中，按照证监会的行业分类口径，有 48.86% 的债券违约个案发生在制造业行业，按债券违约余额统计，有 41.43% 发生在制造业行业。债券违约增加与经济下行阶段工业企业利润增速放缓一致。

从债券违约的地域分布看，经济欠发达地区企业面临的违约压力更大，吉林，内蒙古，辽宁是债务违约的重灾区，分别占违约企业数的 5.77%、5.17%、5%和 4.46%，以截止 2018 年三季度 GDP 累积增速统计，上述省份增速分别为全国各省份经济增速的倒数第二位、第四位和第七位，均低于全国 GDP 同比增速。

2019 年预计贸易战的实质性影响逐步显现，电子、电气设备、纺织服装、有色金属等行业受贸易战的冲击将会比较大，抗风险能力较弱的微观主体将受到较大影响，建议加强对于相关行业个券违约风险的监控。

从再融资压力来看，建筑业、交通运输、采掘、房地产行业信用债到期量，尤其是中低等级到期量较大，行业风险仍可能进一步释放。