

中国平安 PINGAN

金融·科技

中国平安

证券研究报告

【固收周报】经济数据全面走弱，信贷需求依旧疲弱

2021年第24期

总第56期

平安证券研究所 2021-8-22

请务必阅读正文后免责条款

## 本周核心观点：宏观利率

### ◎ 经济基本面

7月经济数据全面不及预期，美国零售销售环比落入负区间。本周公布国内7月经济数据，三驾马车仅出口尚可，投资三大分项均下滑，消费更是回落至年初的水平，一方面与7月疫情、汛期、河南暴雨等短期因素有关，另一方面也继续验证房地产处于下行通道、基建缺项目等逻辑，后续短期因素消退或带动部分分项反弹，但整体上经济下行趋势愈发明显。海外方面，8月初美国非农大超预期，随后的职位空缺数也再创新高，带动美债利率上冲至1.35%，但本周美国零售销售大幅不及预期、鲍威尔对疫情表态谨慎，带动美债长端回归下行。

### ◎ 资金面

信贷需求偏弱，短期即便央行没有进一步动作，资金面仍将保持偏松状态。周一，央行MLF续作6000亿元，力度高于此前市场预期，但市场依旧担忧地方债供给压力，MLF超预期续作和7月经济数据大幅走弱并未带动债市走强。7月首次降准以来，市场期待央行继续加码宽松，有关政策利率、LPR报价下调的预期频繁出现，但信贷需求走弱（票据转贴现利率仍持续回落）背景下，即使央行没有动作，资金面环境依旧会保持平稳。就市场关注的供给压力而言，政府债券供给放量在信贷走弱的情况下，很难带动资金面收紧，本周政府债券净融资4377亿元，是2020年以来净融资规模第三高的一周，但资金面依旧稳中偏松便说明了这一点。8月而言，国债已发行完毕，供给压力减轻，信贷需求预计短期难现好转，资金面大概率维持宽松，但1年股份行同业存单发行利率已有企稳迹象，说明市场已经开始为“宽信用”预期和9月地方债供给压力定价，若后续票据转贴现利率止跌企稳，信贷需求好转，则市场将迎来资金面收紧拐点。

### ◎ 利率策略

本轮“债牛”前两次降准间的行情或与2014年、2018年类似。策略上，当下资金面平稳，可保留部分活跃券头寸，博弈信贷回升的时间差，但短期回调已在路上，建议投资者适当控制组合久期和杠杆率水平。由于首次降准对信贷的刺激效果有限，本轮牛市前两次降准期间的走势或与2014、2018年相似，信贷需求好转、基本面数据短暂反弹带来的收益率短期回调或要等到第二次降准后，我们预计大概是在10月。回顾2014、2018年这两轮同期行情，10年国债收益率下行19-26BP，今年7月7日至今，收益率已经回落23BP，行情基本步入尾声。市场“宽信用”预期已起，资金面宽松只能保证收益率不上冲，但很难打开向下空间。因此，在操作上，我们建议投资者可以保留活跃券头寸，去博弈信贷回升的时间差，但也要注意，短期回调已在路上，可以适当控制组合杠杆和久期水平。

## 本周核心观点：信用债

### 信用事件及政策：

中国华融公告称预计2020年确认亏损逾千亿，拟引入战略投资，无债务重组计划，债券信用利差开始下降。中国华融8月18日公告称：1) 预计2020年亏损1029.03亿元；2) 中信集团等多家央企拟对本公司进行战略投资，仅涉及资本重组，并无计划进行债务重组；3) 对未来到期债券兑付已做出妥善安排和充足准备。此前华融年报迟迟未发，导致19中国华融债01信用利差从今年3月中旬的70BP持续上升到最近的1050BP，隐含评级也从AAA-下调到AA。本周年报公布，大额亏损确认，但从公告看，华融不会进行债务重组只是会资本重组，因此其境内外债券的安全性将大幅提高，受此利好，8月20日的信用利差已经较8月18日下降30BP。华融债务危机的妥善处置暗合了此前财经委提出的“防止发生处置风险的风险”，有利于有限度风险下沉，华融债券的右侧机会开始慢慢出现。

**六部委发布规范信用债市场的“宪法”级文件。**8月18日发布的《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》属于近几年信用债市场统一监管的总结性文件和纲领性文件，涉及内容很多，影响深远，具体包括：1) 有利于债市健康发展并统一监管，消除各个环节的监管套利，并强化了监管审批职责，压实各参与方责任；2) 《意见》限制企业过度融资和低资质企业融资，有利于无风险利率中枢下行，信用定价机制更加市场化；3) 接下来监管可能出台多项配套措施，例如私募债统一规则和交易托管互联互通等。4) 长远来看，我国信用债市场会成长为多层次、高深度广度与足够包容性的成熟直接融资市场，流动性得到提升、参与者类型逐渐丰富，高收益债、信用风险缓释工具等“非主流”产品有望迎来制度化带来的发展空间。

### 信用债建议：

短期整体建议控制配置节奏，中期可在地方债发行上量带动利率调整后再加大配置，继续关注国企短债的结构性机会。本周国开债收益率短上中长下，信用债收益率多数下行，使得1Y信用利差大幅压缩，3Y多数走阔，5Y多数小幅压缩，城投债表现则明显好于产业债。我们认为730政治局会议强调跨周期调节表明政策开始向稳增长倾斜，但前期利率下行过快。本周公布的7月经济数据全面低于预期，但是利率债仍然仅小幅下行，说明市场也在纠正此前对于政策宽松的过高预期。未来宽松是确定的，但也是渐进的，而且后续债市可能面临地方债上量的压力，因此建议整体控制配置节奏，等待利率调整后再拉长久期加大配置。本周华融公告称2020年确认损失超千亿，但也表示无计划债务重组，且已经妥善安排好债券兑付，这标志着4月以来市场担心的华融债违约风险将逐步缓释，这也符合中央财经委在近期提到的“防止发生处置风险的风险”，因此我们继续建议关注政府维稳债市信心背景下的结构性机会，尤其是可以关注同时受益于大宗价格上涨和政府刚兑支持且近期一二级市场情绪改善较多的中等级地方国企短债。

**风险提示：**疫情演变超出市场预期；各国经济政策应对不力；部分国家政策超调风险；流动性过度收紧风险。

## 本周信用风险事件：华融无债务重组计划，信用债“宪法”出台

08月18日

## ● 中国华融预计2020年亏损逾千亿，拟引入战略投资

中国华融8月18日公告称，预计2020年亏损1029.03亿元，2019年盈利14.24亿元。同时公司还公告：1) 中信集团等多家央企拟对本公司进行战略投资，仅涉及资本重组，并无计划进行债务重组；2) 对未来到期债券兑付已做出妥善安排和充足准备。

点评：华融是我国四大AMC之一，20年6月末的总资产达1.7万亿，居四大之首。华融系统内外存量债券规模超过3000亿元，今年华融年报迟迟未发，导致市场担心其存量债券出现违约，于是19中国华融债01信用利差从今年3月中旬的70BP持续上升到最近的1050BP，隐含评级也从AAA-下调到AA。本周年报公布，大额亏损确认，但从公告看，华融不会进行债务重组只是会资本重组，因此其境内外债券的安全性将大幅提高，受此利好，8月20日的信用利差已经较8月18日下降30BP。华融债务危机的妥善处置暗合了此前财经委提出的“防止发生处置风险的风险”，有利于有限度风险下沉，华融债券的右侧机会开始慢慢出现。

08月18日

## ● 六部委发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》

8月18日，央行、发改委、财政部、银保监会、证监会和外管局联合发布了《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》（以下简称《意见》）。

点评：《意见》的背景是多头监管之下信用债市场乱象丛生，但近年细分规则逐步出台，纲领性文件的出台条件已经成熟。《意见》内容广泛，属于近几年信用债市场统一监管的总结性文件和纲领性文件。《意见》的影响包括：1) 有利于债市健康发展并统一监管，消除各个环节的监管套利，并强化了监管审批职责，压实各参与方责任；2) 《意见》限制企业过度融资和低资质企业融资，有利于无风险利率中枢下行，信用定价机制更加市场化；3) 接下来监管可能出台多项配套措施，例如私募债统一规则和交易托管互联互通等。4) 长远来看，我国信用债市场会成长为多层次、高深度广度与足够包容性的成熟直接融资市场，流动性得到提升、参与者类型逐渐丰富，高收益债、信用风险缓释工具等“非主流”产品有望迎来制度规范化带来的发展空间。

# 市场一致性预期：震荡偏空

国开债到期收益率与逆序机构观点评分



资料来源：wind、平安证券研究所

数据说明：每周分数为算术平均值，看多为1，看空为-1，中性为0；以正负0.5为分界线，超过为看多（空），低于为震荡偏多（空）

## PART1: 7月经济数据全面不及预期, 美国零售销售环比落入负区间

## 本周经济金融大事件一览（08月14日-08月20日）

08月16日

## ● 中国经济7月“成绩单”集中发布，主要指标增速继续放缓。

数据显示，中国7月规模以上工业增加值同比增6.4%，前值增8.3%；社会消费品零售总额同比增长8.5%，前值增12.1%。1-7月固定资产投资同比增10.3%，前值增12.6%；房地产开发投资同比增12.7%，前值增长15%；商品房销售面积同比增21.5%，前值增27.7%。7月份全国城镇调查失业率为5.1%，前值5%。国家统计局表示，7月份，受外部不确定因素增加和国内汛情、疫情影响，部分主要指标增速有所回落，但从累计来看，主要宏观指标仍处在合理区间，经济总体延续恢复态势，全年来看主要经济增速会呈现前高后低的状况。

08月16日

## ● 央行8月16日开展6000亿元MLF操作，利率2.95%。

央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，考虑到金融机构可用7月下调存款准备金率释放的部分流动性归还8月到期中期借贷便利（MLF）等因素，8月16日开展6000亿元MLF操作（含对8月17日MLF到期的续做）和100亿元逆回购操作，中标利率分别为2.95%、2.20%，充分满足金融机构流动性需求，保持流动性合理充裕。Wind数据显示，当日有100亿元逆回购到期，本月（8月17日）有7000亿元MLF到期。

08月17日

## ● 中央财经委员会第十次会议召开，研究扎实促进共同富裕和防范化解重大金融风险、做好金融稳定发展工作的问题。

会议强调，在高质量发展中促进共同富裕，正确处理效率和公平的关系，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排，加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性，扩大中等收入群体比重，增加低收入群体收入，形成中间大、两头小的橄榄型分配结构。要处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头，以经济高质量发展化解系统性金融风险，防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。

08月18日

## ● 全国首单公共租赁住房类REITs产品成功发行。

全国首单公共租赁住房类REITs产品——“国开-北京保障房中心公租房资产支持专项计划”成功发行，开启公租房私募REITs新篇章。该专项计划发行总额4亿元，其中，优先级规模3.8亿元，次级规模0.2亿元，期限18年，优先级证券评级为AAA。

## 宏观问答

### Q1：近期油价一直在跌，原因是什么？

消息面上联储鹰派促使美元走强，基本上美国页岩油增产速度较快。美联储官员近期持续吹风将开启Taper，会议纪要也显示多数官员认为年内缩减QE有必要，这意味着流动性收紧且美元走强，因此对原油价格走势不利。同时政治方面，拜登近期喊话OPEC+增产，也被视为美国有意打压高油价的信号。最后，从基本上来看，8月中旬美国原油的每日产量较3个月前已经增长了40万桶，尤其是过去3周增加了20万桶，即美国页岩油的增产速度有所加快，这反应在EIA汽油库存大超预期。因此在疫情不景气，且供给端增产较快的情形下，原油价格持续下探。

### Q2：7月美联储会议纪要有什么亮点？

最重要的就是一句话“大部分参会者认为年内可以削减资产购买”。本次会议纪要显示，官员们对于是否削减，如何削减资产购买进行了比较深入的讨论。虽然一直认为“尚未达到条件”，但是有提到，如果接下来经济复苏符合预期，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_25808](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25808)

