

固定收益研究/专题研究

2020年01月02日

程晨 执业证书编号：S0570519080002
研究员 chengchen@htsc.com

赵天彤 执业证书编号：S0570519070002
研究员 zhaotiantong@htsc.com

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：建立公平机制，呵护但不
过度保护》2019.12

2《固定收益研究：从严控到双控下的地产债
配置价值》2019.12

3《固定收益研究：非标视角看城投尾部风
险》2019.12

信用风险仍待释放

金融行业信用风险思考

核心观点

宏观经济下行和金融监管政策落地对银行、租赁、担保等金融机构资产和负债端的冲击逐步显现。特别是客户资源及融资能力较弱的中小金融机构面临不良率提升，再融资能力下降，客户集中度高，资本工具不足等多方压力。而当前市场给予金融企业信用风险溢价并不充分，信用利差整体偏低，市场定价差异性较小，未来或将面临利差走阔风险。主体上，需要防范金融企业信用及估值风险，降低刚兑的预期，回归金融企业自身偿债能力的分析；品种上，关注二级资本债、弱资质发行人永续债的估值、流动性及条款风险。

宏观经济下行和金融严监管效应或将显现

我们认为宏观经济下行和微观企业基本面的走弱，将从企业经营层面传导至融资层面，对银行、租赁、担保等金融机构的资产端的不良影响或将逐渐显现。首先，工业企业盈利能力的弱化，增加了企业经营的不确定性，对金融机构的资产质量将形成压力；第二，尾部城投平台融资压力不减、非标逾期频发加剧了区域性金融机构的风险；第三，在违约频发的情况下，机构风险偏好的一致性提高了信用风险的集中性。并且，现金理财管理办法、资管新规等金融监管政策落向实处也进一步影响金融机构的融资能力和资产质量。

中小金融机构蕴藏更大的信用风险

在金融机构融资能力和资产质量恶化的过程中，中小金融机构蕴藏更大的风险。由于担保公司、租赁公司等非银金融机构，客户资源及融资能力通常弱于银行，将最先受到冲击；而中小型银行的业务布局集中在支持小微企业和地方经济发展，业务链条较为脆弱，在风险处置节奏加快的背景下，资产负债双向承压，净息差下降、不良贷款率上升，一旦其中某一个体发生流动性或信用风险，容易蔓延至其它机构。

金融企业利差分化小于资质分化

金融企业信用利差整体偏低，市场定价差异性较小，给予金融企业信用风险的溢价并不充分。具体而言，有担保信用债、租赁企业绝对收益率水平偏低，等级分化不明显，定价区分度不高；中小银行主体利差对不良率的反应不够充分。市场对金融企业公开市场债券“刚兑”预期较强。

防范金融行业估值风险及违约风险

信用基本面分析上，降低刚兑的预期，回归金融企业自身偿债能力的分析，特别关注小银行、担保、租赁等金融机构的潜在风险。与此同时，市场定价并未充分 price-in 信用基本面走弱的预期，金融企业利差分化的程度显著小于信用资质的分化，警惕企业违约、金融机构代偿、金融机构流动性风险等事件冲击，对金融企业债券产生的估值冲击。在品种上，需要关注二级资本债及永续债的估值、流动性及条款风险。

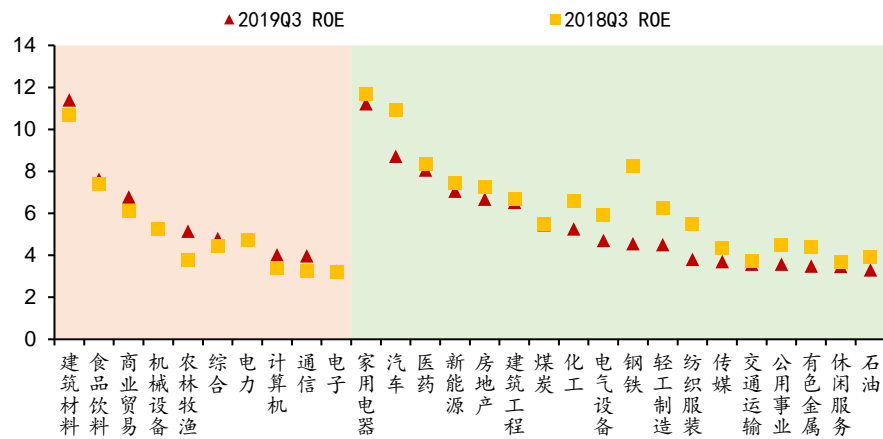
风险提示：宏观经济超预期下滑、中小金融机构信用风险

宏观经济下行和金融严监管效应或将显现

目前，我国经济处于结构转型、增速回落时期，经济由高速度向高质量转变，结构性去杠杆的过程中，生产技术落后、市场前景黯淡的企业信用风险有所释放。而宏观经济下行和微观企业基本面的走弱，将渐次从经营层面传导至融资层面，对银行、租赁、担保等金融机构的资产端的不良影响或将逐渐显现。此外，金融监管政策落向实处也进一步影响金融机构融资能力和资产质量。

首先，工业企业盈利能力下滑蕴含潜在的金融风险。2019年前三季度宏观和微观基本面承压，导致多数行业盈利能力边际弱化，行业竞争加剧。特别在中小型企业抗风险能力相对较弱的情况下，盈利能力进一步下滑增加这些企业经营的不确定性，企业可持续经营能力承压对金融机构的资产质量将形成压力。

图表1：2019年多数行业ROE同比下滑(%)



注：绿色表示ROE下降，红色表示ROE上升

资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二，地方政府债务和隐性债务严监管，城投非标逾期频发加剧区域性金融机构风险。虽然在地方隐性债务化解的过程中，城投和地方政府腾挪能力有所加强，但是城投非标逾期事件频频发生。城投非标逾期客观上反映了尾部城投平台仍然承受较大的流动性压力，周转较为困难，在地方金融资源有限的情况下，不排除部分地区的尾部城投平台融资接续不畅，给金融机构、特别是非银金融机构带来一定的压力。

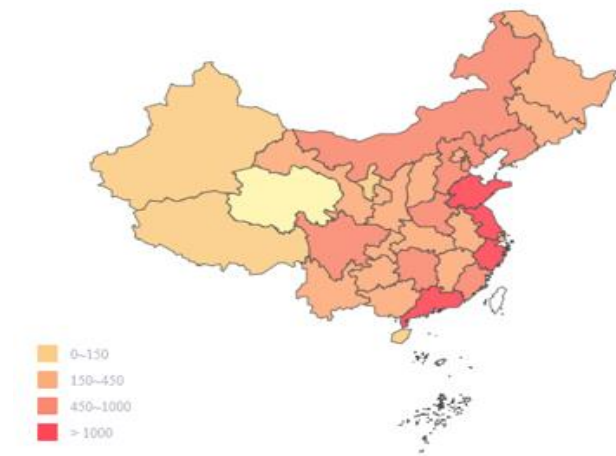
图表2：2018年以来部分城投发债主体相关非标逾期事件

披露日期	对应的发债主体	发债主体职责	发债主体评级	省份	市(州)
2018-01-15	云南省国有资本运营有限公司	融资方	AA	云南	--
2018-05-08	西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司	担保人	A+	陕西	西安市
2018-05-08	天津市政建设集团有限公司	担保人且子公司融资	AA	天津	天津
2018-07-02	内蒙古科尔沁城市建设投资集团有限公司	融资方	AA	内蒙古	通辽市
2018-07-17	黔东南州开发投资(集团)有限责任公司	担保人	AA-	贵州	黔东南州
2018-07-17	黔东南州凯宏城市投资运营(集团)有限责任公司	融资方	AA-	贵州	黔东南州
2018-10-30	呼和浩特经济技术开发区投资开发集团有限责任公司	担保人且子公司融资	AA	内蒙古	呼和浩特
2018-12-08	韩城市城市投资(集团)有限公司	融资方	AA	陕西	渭南市
2018-12-21	通辽市城市投资集团有限公司	子公司融资	AA	内蒙古	通辽市
2019-01-15	黔东南州凯宏资产运营有限责任公司	担保人且子公司融资	AA-	贵州	黔东南州
2019-01-23	赤水市城市建设投资经营有限公司	母公司融资	AA-	贵州	遵义市
2019-03-09	阿拉善盟基础设施建设投资经营有限责任公司	融资方	AA	内蒙古	阿拉善盟
2019-04-03	贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	融资方	AA	贵州	黔东南州
2019-06-20	湘潭九华经济建设投资有限公司	融资方	AA	湖南	湘潭市
2019-08-09	遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	融资方	AA	贵州	遵义市
2019-10-17	安顺市交通建设投资有限责任公司	融资方	AA	贵州	安顺市
2019-10-21	保山市国有资产经营有限责任公司	子公司融资	AA	云南	保山市
2019-11-05	贵州新蒲经济开发投资有限责任公司	融资人	AA-	贵州	遵义市
2019-11-07	贵州大兴高新开发投资有限公司	融资方	--	贵州	铜仁市
2019-12-09	六盘水市钟山区城市建设投资有限公司	担保人且子公司融资	AA	贵州	六盘水

资料来源：信托公司官网，中国经营报，21世纪经济报等，华泰证券研究所

第三，在违约频发的情况下，机构风险偏好的一致性提高信用风险的集中性。2019年违约事件屡屡发生，全年债券违约规模和国企债券违约率已超2018年。同时，在政策强调金融机构风险自担的情况下，企业融资分层显现日益突出。各个区域的不良率是区域经济实力、企业竞争能力的一个缩影，纵览全国，不良贷款规模及不良率均与当地经济发展状况有一定关联性。经济发展相对落后的地区虽然不良贷款存量相对不高，但其不良率较高，这主要是因为欠发达地区信贷的获取能力有限、债务化解能力较低有关。我们认为在经济基础较为薄弱、落后产能相对较多、企业竞争力差的地区信用风险释放仍将持续，不良贷款率上升压力较大。

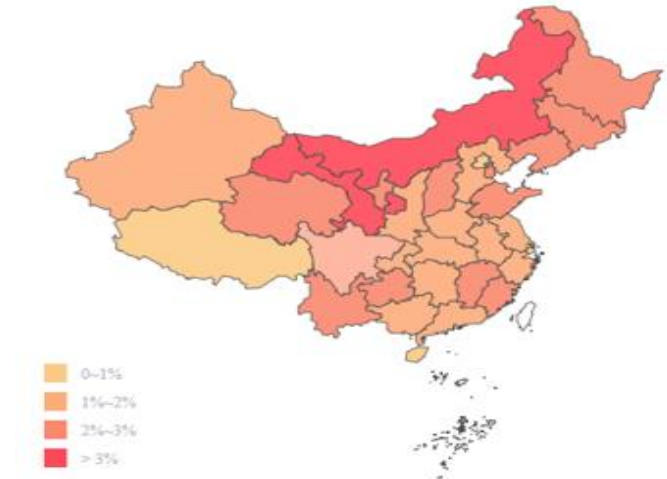
图表3: 2017年省级行政区不良贷款余额(单位:亿元)



注:最新数据截至到2017年

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表4: 2017年省级行政区不良贷款率



注:最新数据截至到2017年

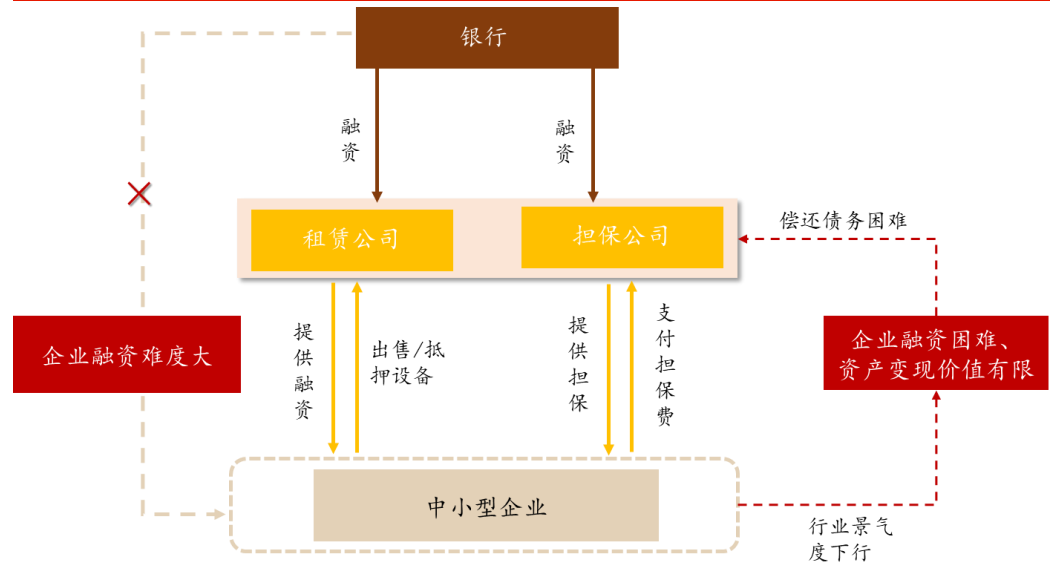
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

最后,金融监管政策落向实处也进一步影响金融机构融资能力和资产质量。在12月27日发布的《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知(征求意见稿)》中对理财现金管理类产品的资产投资范围、期限匹配进行了诸多约束,其中,对商业银行二级资本债、存款等投资期限、评级、集中度的约束制约了银行的融资能力,对低评级债券、永续债的投资限制了企业的融资渠道,间接影响金融机构的资产质量。并且,2020年是资管新规原计划过渡期的最后一年,在老产品压缩的过程中,低评级债券的需求下降同样对金融机构的资产质量产生间接影响。

中小金融机构的蕴藏更大的信用风险

中小金融机构信用风险增加，风险链条交织联动。由于大型金融机构的客户资源更为丰富，授信要求较为严格，对弱资质企业信贷方面的贡献相对有限；而中小金融机构受制于负债成本的压力、客户资源的限制以及回归本源、扎根当地的监管指引，客户集中在弱资质企业、资产质量较差。在经济下行、信贷质量下降、逾期率提高的过程中，中小金融机构的信用风险增加，一旦中小企业出现各种资金链困难，就会传到至中小金融机构。此前，不少民营企业通过入股银行、担保、租赁等金融公司而获取金融牌照，一旦企业出现问题容易拖累到金融机构的资产质量和股权。在当前交叉的金融业务模式下，各个金融机构业务链条复杂，各类风险相互交织联动。

图表5：中小金融机构的蕴藏更大的信用风险



资料来源:华泰证券研究所

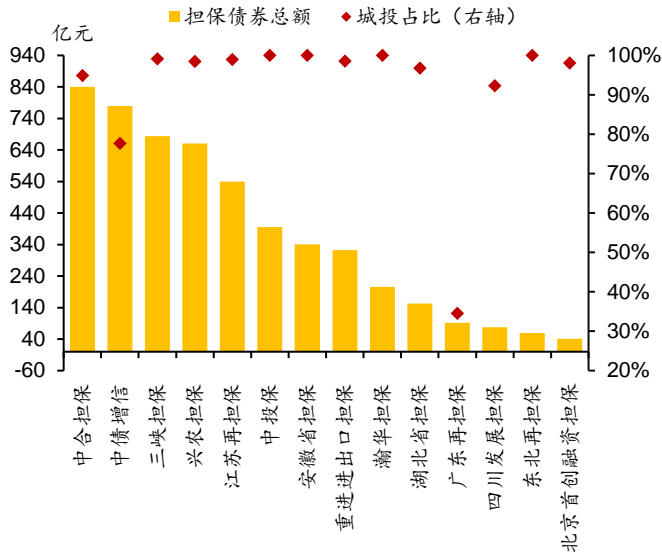
租赁、担保等尾部金融机构最先受到冲击

租赁、担保等尾部金融机构风险增加。租赁、担保公司通过银行、公开市场发债等渠道融资、进而向中小企业发放借款，并获得设备、厂房等变现能力有限的资产作为增信。如果企业出现偿还债务困难的情况，租赁、担保公司通过资产变现回收现金的难度较大，而租赁、担保公司仍需偿还对应的银行贷款或公开市场债务，这样，企业的信用风险直接传导至租赁、担保公司等尾部金融机构。

服务实体经济“最后一公里”的担保公司信用风险不容小视。融资担保行业主要服务对象是国内中小微企业，是金融服务实体经济“最后一公里”的有力抓手，在受信用风险的影响上，也是第一道被突破的防线。担保公司的信用风险主要体现在以下几点：1) 由于担保公司开展担保业务形成或有负债，财务报表无法直接反映其信用风险大小，公司担保代偿主要依赖自有资本金，若其资本金实力较弱，则其开展融资担保业务的代偿风险较大；2) 如果企业在经济低谷出现盈利下滑和现金流紧张的情况，担保公司代偿可能性、实际代偿规模以及委托贷款的损失水平均可能有所增长，极端情况下或导致大量担保公司破产；3) 所在区域信用环境较差的非政策性融资担保公司担保业务的区域集中度较高，区域信用环境恶化直接加大担保公司的代偿风险。

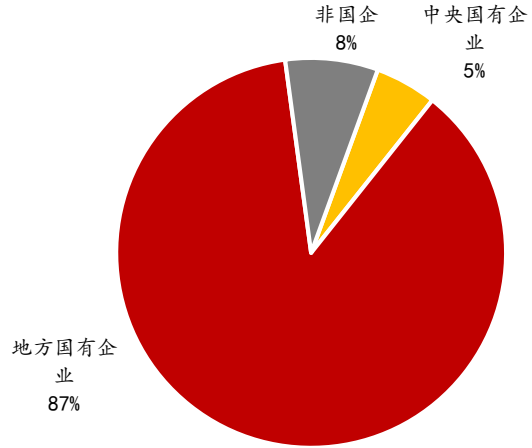
目前，担保公司的股东背景以地方国有企业为主，业务经营的区域集中度较高，担保债券以城投债为主，未来需要关注城投平台的信用风险对担保公司的传染性，如果信用风险集中爆发对担保公司将产生压力。在历史上，也出现过因信用风险集中释放，担保公司“担而不保”的事件，如2014年7月四川最大的民营担保公司汇通担保发生的风险事件，其主要原因是公司将外部筹集的资金投入高风险的房地产和借贷平台，结果遇到房地产景气度下滑，最终导致公司资金链断裂，主管跑路。

图表6：担保公司担保债券以城投为主



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

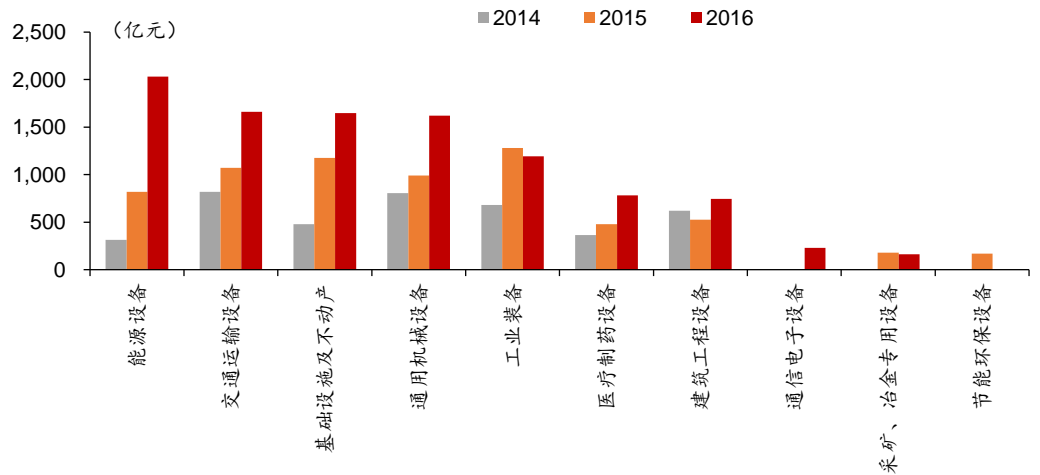
图表7：担保公司以地方国有企业为主



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

租赁行业本质上是一种类信贷业务，但融资渠道及客户资源狭窄加剧信用风险。在资产端，业务过于激进的租赁公司信用风险不确定性增加。传统的融资租赁资产主要分布在能源设备、交通运输设备、基础设施及不动产、通用机械设备和工业装备等重资产的行业，但部分成立时间短、资源储备少、追求高利润的租赁企业，将客户资质进行一定下沉，将业务拓展至医疗、教育、电子等相对新兴的行业，并且有部分类通道业务。在弱资质平台及企业风险暴露的过程中，租赁公司的资产以专用设备为主，资产处置价值有限。而负债端，租赁公司面临负债端刚性兑付的压力，对高资本杠杆运作的租赁公司，一旦出现一笔资金断裂，容易引发债务无法接续的连锁反应。

图表8：租赁企业资金投向以周期性行业为主

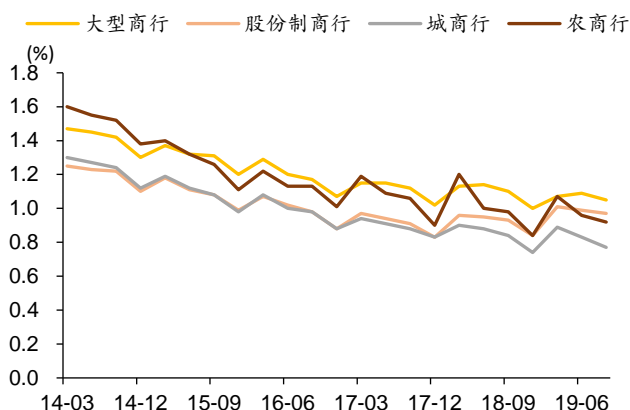


资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

中小银行资产和负债双向承压

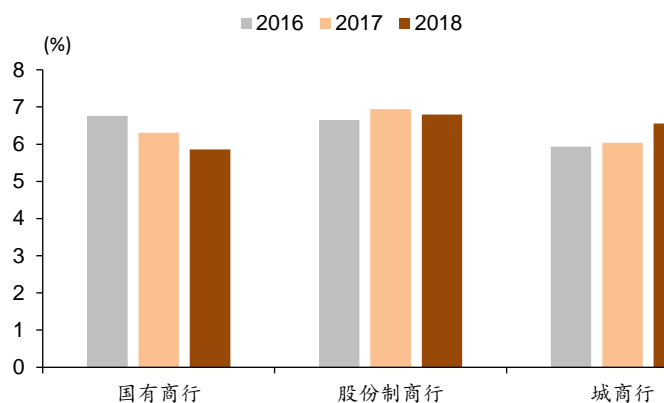
中小银行资产和负债双向承压，信用风险或暴露。中小银行是支持小微企业和地方经济发展不可或缺的力量，但又是金融体系中较为脆弱的一环，一旦其中某一个体发生流动性或信用风险，容易蔓延至其它机构。在资产端，2018年来我国经济转型叠加外部贸易压力、增速回落，金融领域严监管，资管新规落地、结构化融资清理，去杠杆深化推进，导致资产荒持续，优质资产稀缺，而弱资质主体债务偿还能力整体下降。与此同时银行负债端刚性较强，成本下降缓慢，净息差持续走低，银行业分化加剧冲击同业信仰和负债成本，年中包商银行因为严重信用风险被监管机构接管，随后锦州银行引进工银金融资产等三大战略投资者入股、中央汇金公司入股恒丰银行等事件标志了银行业风险处置加速。在风险处置节奏加快的背景下，净息差下降、不良贷款率上升、区域风险暴露导致中小银行面临潜在的信用风险。

图表9：农商行和城商行资产利润率持续走低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：近年来农商行、城商行资产不良率攀升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

总体来看，相比于大型金融机构而言中小金融机构议价能力较弱，随着经济基本面的下行以及监管环境趋严，中小金融机构面临着信用风险、流动性风险的冲击。

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_8018



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>