

上证报-上证投资家国民教育高质量投教系列课程

上海证券报—鹏华基金 联袂推出

上海财经大学《资产配置实战课程》

应邀主讲：鹏华基金

2022年



鹏华基金管理有限公司<sup>®</sup>  
PENGHUA FUND MANAGEMENT CO., LTD



# 信用分析框架与管理体系

王志飞

2022年12月

信用分析框架与管理体系

# 01 债券市场概况

02 信用债分析框架

03 鹏华信用管理体系

04 信用策略概览

## 什么是债券？

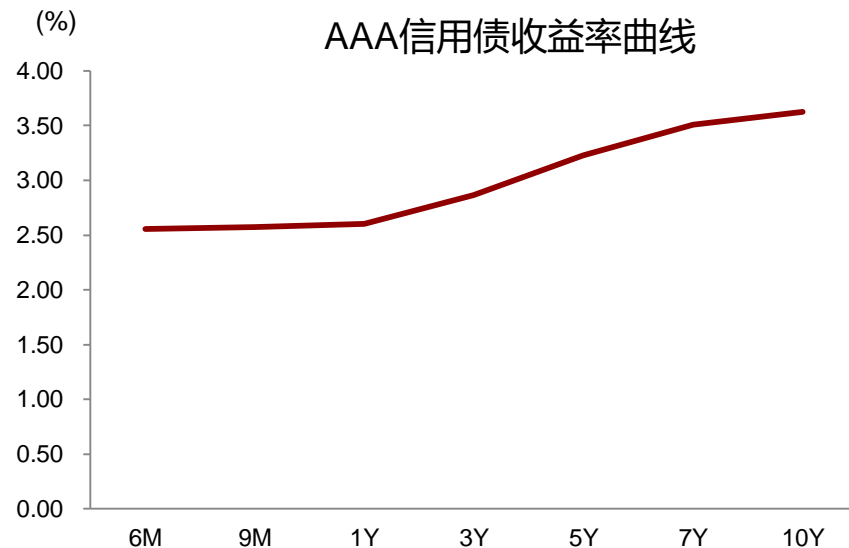
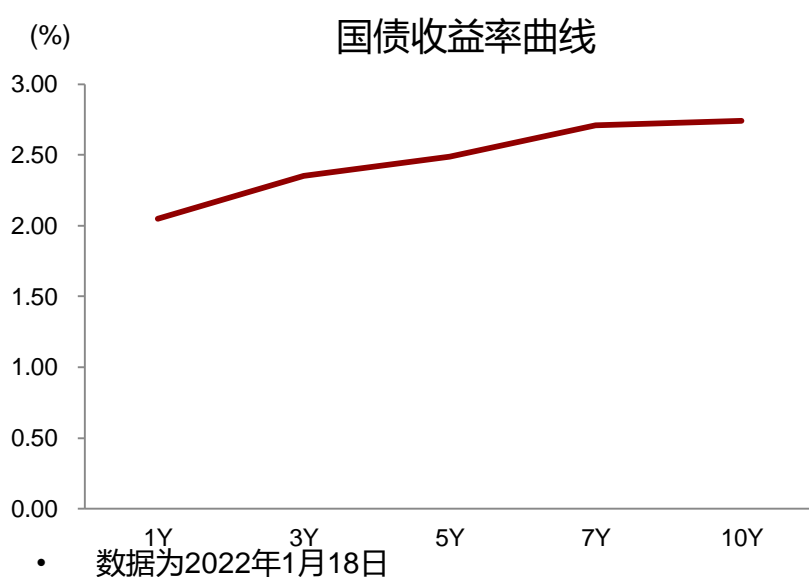
- 债券是政府、企业、银行等债务人为筹集资金,按照法定程序发行并向债权人承诺于指定日期还本付息的**有价证券**。
- 债券是债权的一种,但是与贷款、信托等不同的是,债券是有价证券,可以在市场上流通交易。

### ● 关键概念

- 票面收益率和到期收益率：票面收益率是债券发行人每年支付的票息占面值的比例，到期收益率相当于投资者按照当前市场价格购买并且一直持有到期时可以获得的年平均收益率
- 债券价格分为净价和全价，全价是包含应计利息的价格，净价是不含应计利息的价格
- **债券全价=Σ面值\*票面收益率/（1+到期收益率）<sup>t</sup>+面值/（1+到期收益率）<sup>n</sup>**
- **债券久期：债券各期现金流支付所需时间的加权平均值**
- 债券价格与到期收益率是反向关系，收益率上行，债券价格下跌，收益率下行，债券价格上涨。债券市场报价一般采用收益率报价模式，结算是全价结算
- 债券的持有回报=持有期间应计票息+期初期末债券净价之差

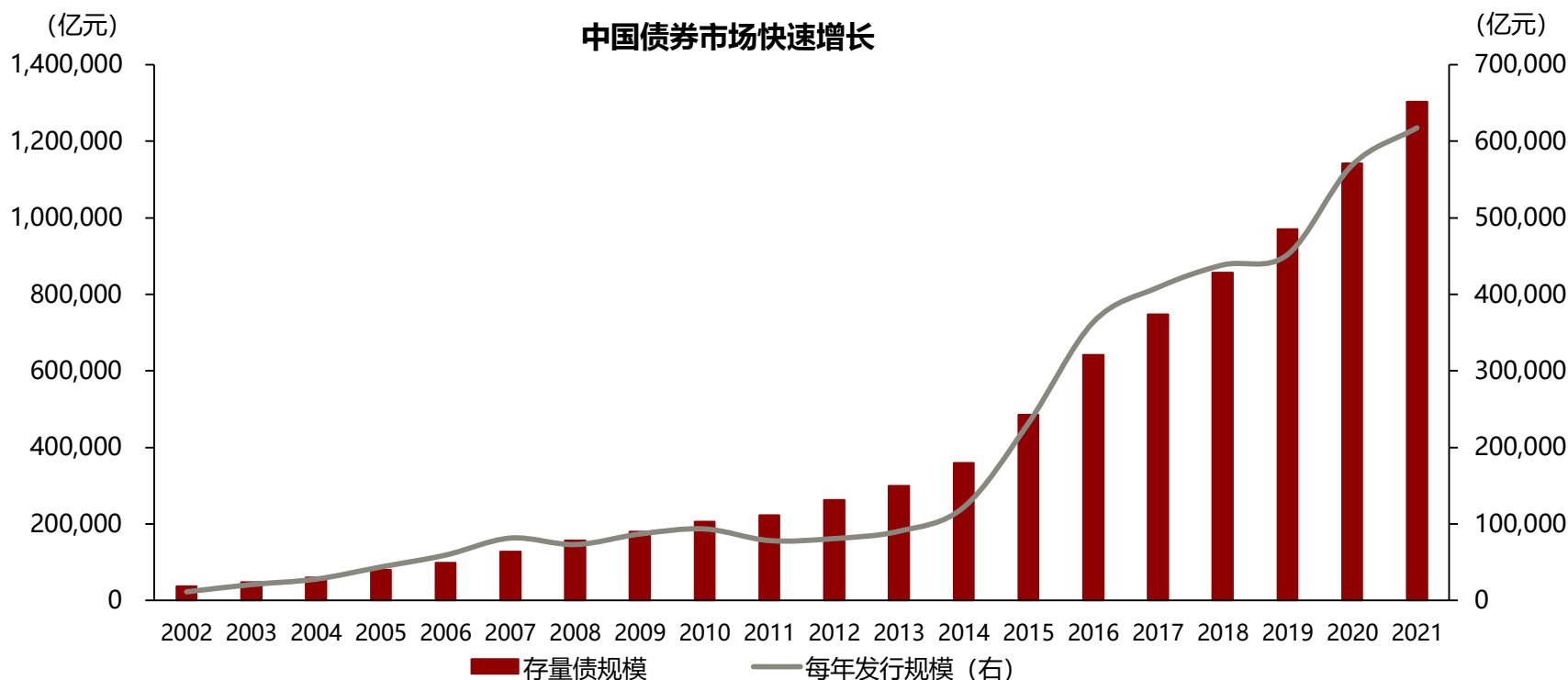
## 市场常用的到期收益率曲线

- 国债收益率是无风险收益率，因此国债收益率曲线往往被当做基准收益率曲线，关键期限1、3、5、7、10年均有中债估值每日更新，形成债券市场定价基准。
- 其余债券收益率与国债收益率之前的利差主要为税收利差、流动性利差和信用利差，如政策性金融债主要是税收利差，信用债券主要是信用利差，在国债收益率曲线的基准利率上加上利差决定。



## 中国债券市场规模快速增长

- 近年来债券市场发行规模快速增长
- 截止2021年12月末债市存量规模已接近130万亿人民币

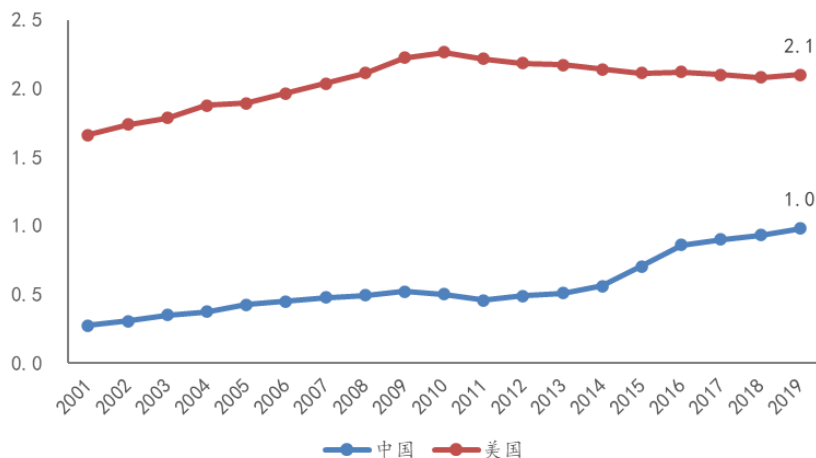


• 数据截至2021年12月31日

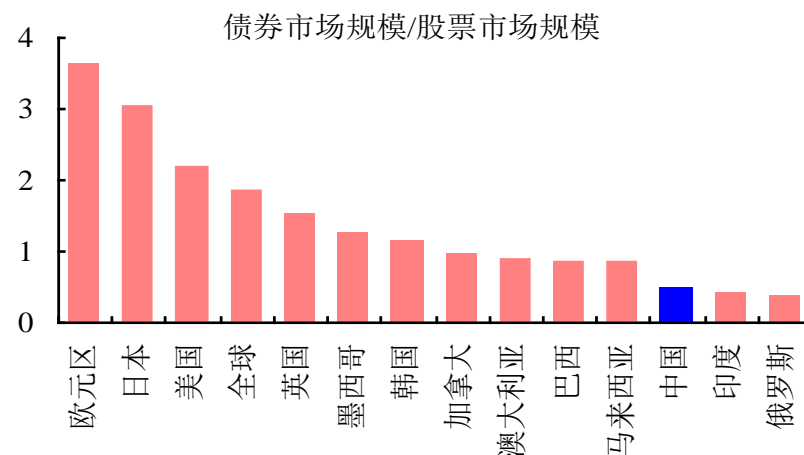
## 我国债券市场仍有较大发展空间

- 目前我国债券市场总规模约为130万亿，与GDP的体量（101万亿）基本相当。2019年美国债券市场的规模相对于其GDP是2.1倍，明显高于中国市场
- 目前我国债券市场规模仅为股票市场的1.3倍左右，小于世界平均水平（1.8倍左右），远小于欧元区、美国等发达经济体。

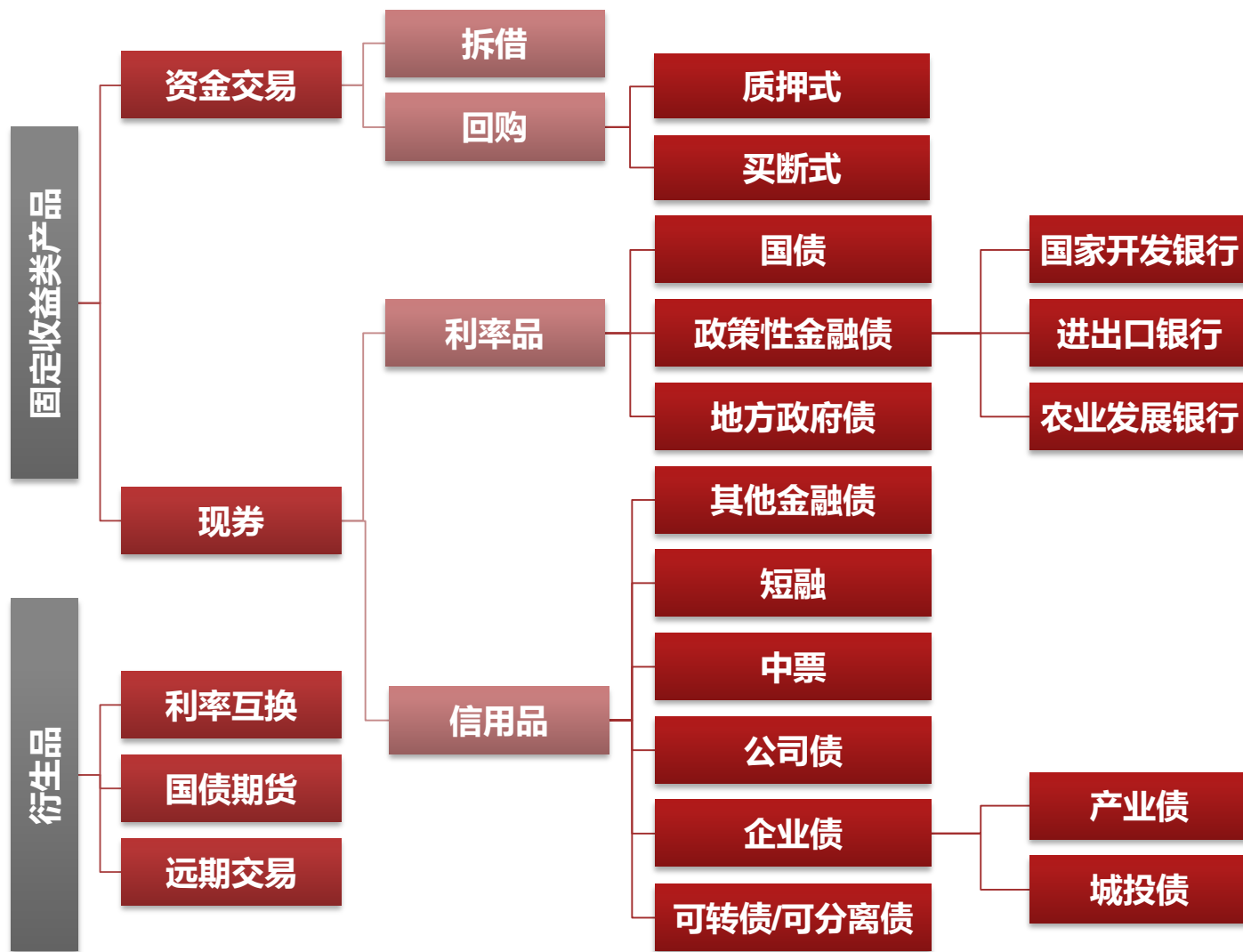
### 中美债券市场规模与GDP之比



### 各国债券/股票市场规模比值

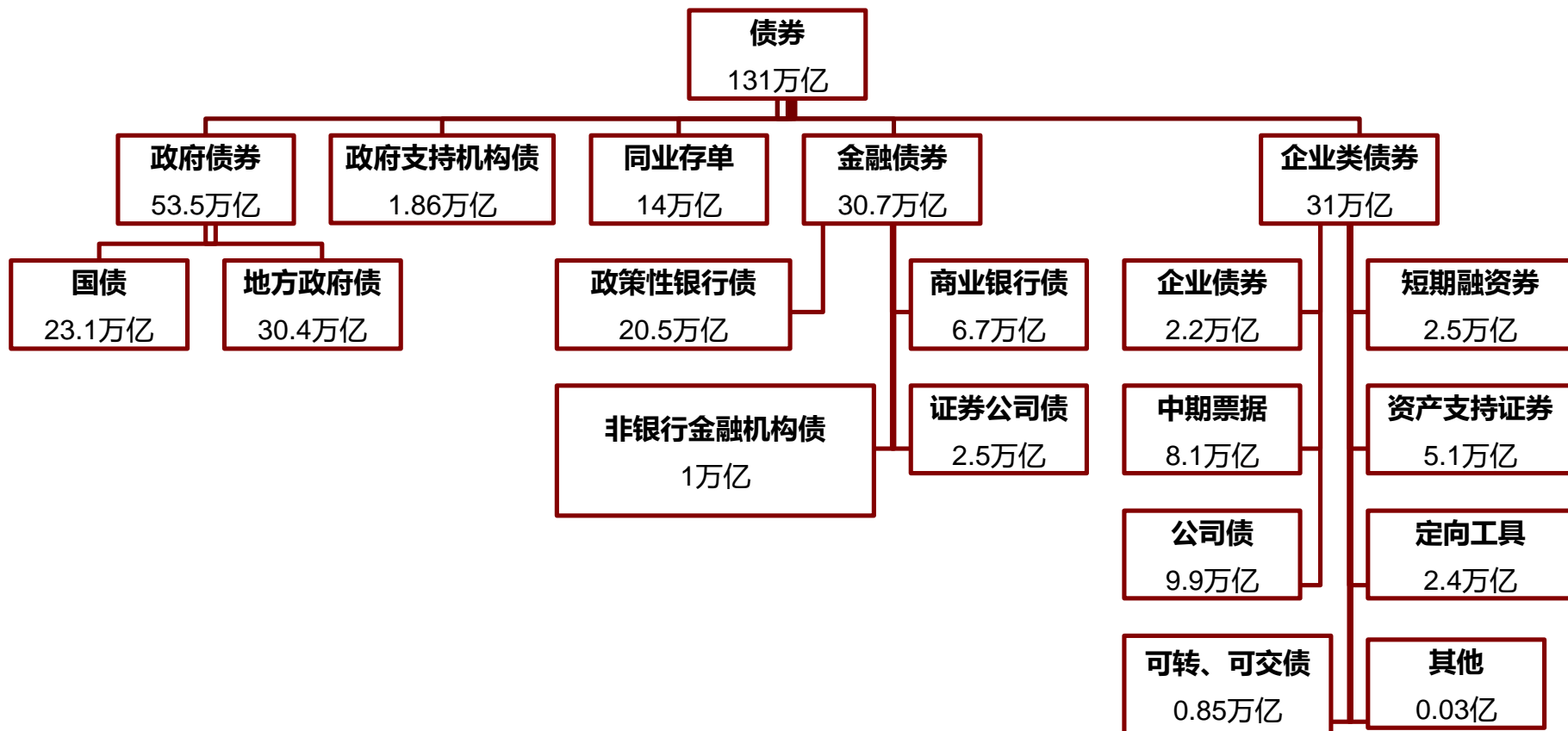


## 债券品种分类 (1)





## 债券品种分类 (2)



➤ 数据截至2019年7月31日

## 中国债市的三方监管

- 目前中国主要的非金融类信用债品种中，中国银行间市场交易商协会（NAFMII）主要负责监管短融、超短融、中票、定向工具、集合票据、资产支持票据、项目收益票据等，发改委主要监管企业债（含集合企业债），证监会主要监管公司债（包括大公募、小公募和私募）。
- 证监会2015年1月发布了新的《公司债券发行与交易管理办法》，对公司债管理进行了大幅改革，比如将发行人群体从上市公司扩展到所有公司制法人，因此2015年之后发行的公司债与之前的公司债有很大不同。
- 信用债品种中，只有企业债可以跨市场发行，即同一支企业债可能同时在银行间和交易所上市。

## 主要信用债品种比较

债券品种	主管机构	审批方式	发行市场	发行资格	发行期限	投资者群体
短融CP	交易商协会	注册制	银行间	具有法人资格的企业， 上市非上市均可	1年及以下	广义基金和银行持仓占比较多，交易投资者多样化
超短融SCP	交易商协会	注册制	银行间	具有法人资格的企业， 上市非上市均可	9个月及以下	广义基金和银行持仓占比较多，交易投资者多样化
中票MTN	交易商协会	注册制	银行间	具有法人资格的企业， 上市非上市均可	1年以上，3、5年为主， 7年以上较少	广义基金和银行持仓占比较多，交易投资者多样化
定向工具PPN	交易商协会	注册制	银行间	具有法人资格的企业， 上市非上市均可	2-3年为主， 5年以上及1年以内较少	银行自营及理财为主
公司债	证监会	核准制	交易所	公司制法人	3年和5年为主	广义基金、券商为主，上市银行及理财也有参与，但以持有到期或委外投资为主，二级直接交易较少
企业债	发改委	核准制	跨市场	中国境内注册的企业， A股和H股上市公司除外	超AAA多为7年以上，城投债 一般为7年带提前偿还条款	超AAA债主要由银行、保险持有，城投债主要由广义基金和中小银行等持有

## 两大债券交易市场

- 中国信用债市场主要分为银行间和交易所两大市场。2015年证监会对公司债改革后，将公募公司债的交易场所拓展至全国中小企业股份转让系统（新三板），将私募公司债的交易场所拓展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台等。
- 银行间市场的债券托管在中央国债登记结算有限责任公司（“中债登”）和上海清算所。交易所公开发行的公司债券托管在中国证券登记结算有限公司（“中证登”），非公开发行的公司债券还可选择证监会认可的其他机构办理，不过应当将登记结算数据报送中登公司。跨市场国债、企业债一级托管在中债，二级托管在中证登。



## 各类机构投资者和特点

- 在投资特点上，由于不同机构的资金成本、对风险和流动性的要求、考核制度、税收制度等不同，在债券投资特点上，也有较大的差异：
- 全国性商业银行流动性要求较高，倾向于免税的债券品种，如国债与利率债，且在地方债务置换下大量增持地方债；中小型银行近年来加大债券配置力度，且主要偏好政金债、国债与地方债。
- 广义基金更注重投资收益，由于免所得税，偏好于配置信用债与政金债；操作相对灵活，交易盘占比更大；并通过杠杆来提升组合收益。

投资者	市场	可参与产品	期限/杠杆偏好	风险偏好
商业银行	银行间	所有在银行间市场交易的品种 一般以利率债为主，配部分高等级信用债	中短期，但也看对趋势的判断；产品端基本不放杠杆，四大行与国开行是货币市场资金的主要融出方	持有至到期：投资 可供出售：投资与投机之间 交易性金融资产：投机
广义基金	银行间和交易所	所有品种	中短期，偶尔做长短波段；适度杠杆，公募产品有140%的杠杆限制	公募、私募基金：投资与投机 理财：投资，社保：投资
保险公司	银行间和交易所	所有品种	长期（拉长久期需求）	投资（资金稳定，且成本偏低）
券商	银行间和交易所	所有银行间和交易所产品	中短期、高杠杆	投资+投机
RQFIs/QFIs	银行间和交易所	除回购融资外的所有银行间和交易所产品	中短期	投资，风险偏好低
企业	交易所市场为主，也可通过商业银行进入银行间市场	所有银行间和交易所产品	无明显偏好，一般杠杆偏低	投资，风险偏好低，对收益有一定要求，也有流动性管理需求
海外央行和其他海外机构	银行间	所有在银行间市场交易的品种，以利率品种为主	中短期，以前不允许回购，逐步放开但实质杠杆有限	投资，风险偏好低，配置上以利率债为主，且考虑汇率风险

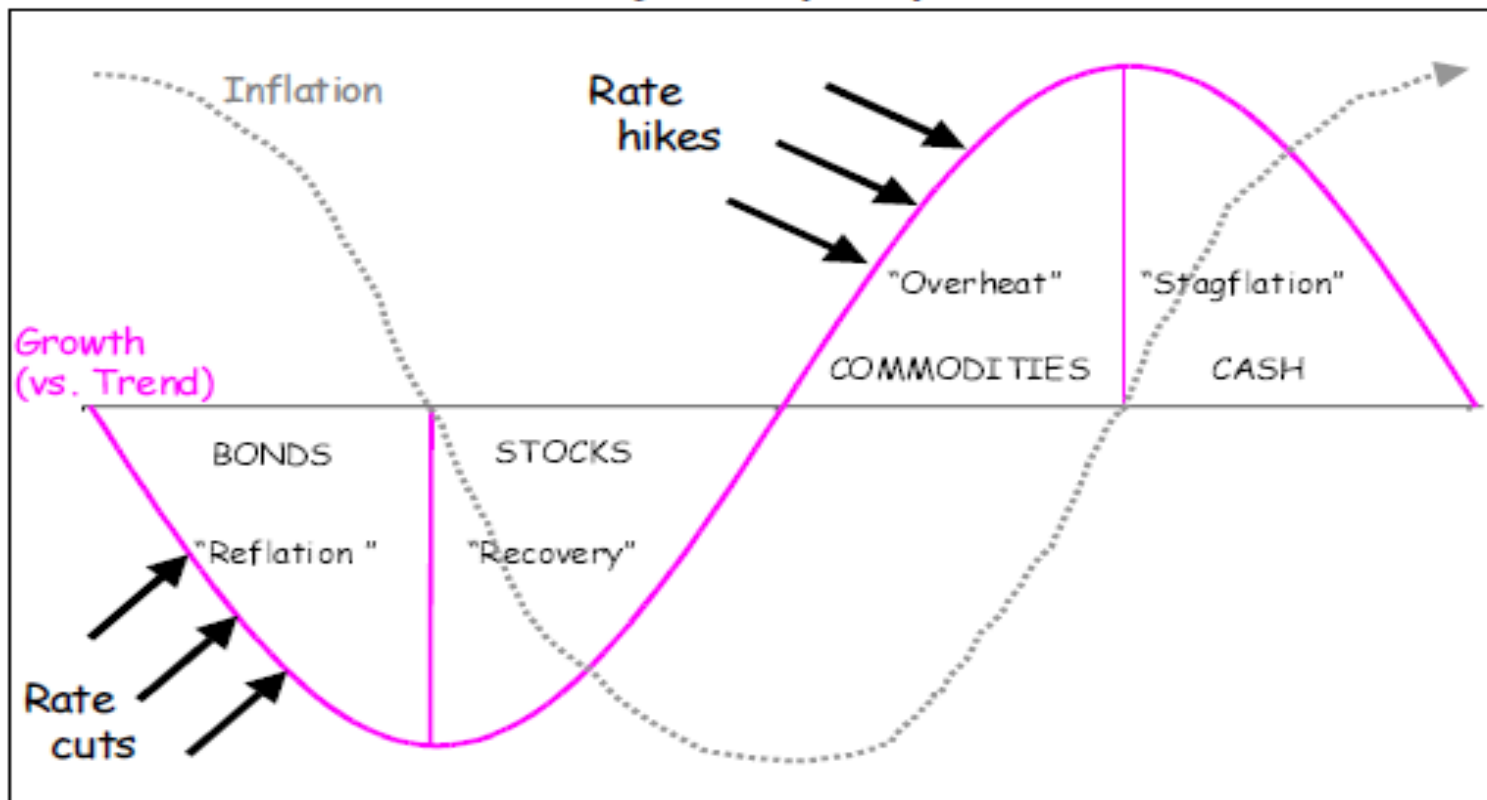
注：广义基金（包括银行理财、公募基金、私募基金、社保基金等）

## 盈利模式——赚谁的钱



## 债券市场投资策略——美林投资时钟

Chart 2: The Theoretical Economic Cycle – Output Gap and Inflation



Source: ML Global Asset Allocation Team. The horizontal line represents the "sustainable growth path". Inflation lags growth, starting to rise only once spare capacity has been used up.

## 经济周期不同阶段的债市特点

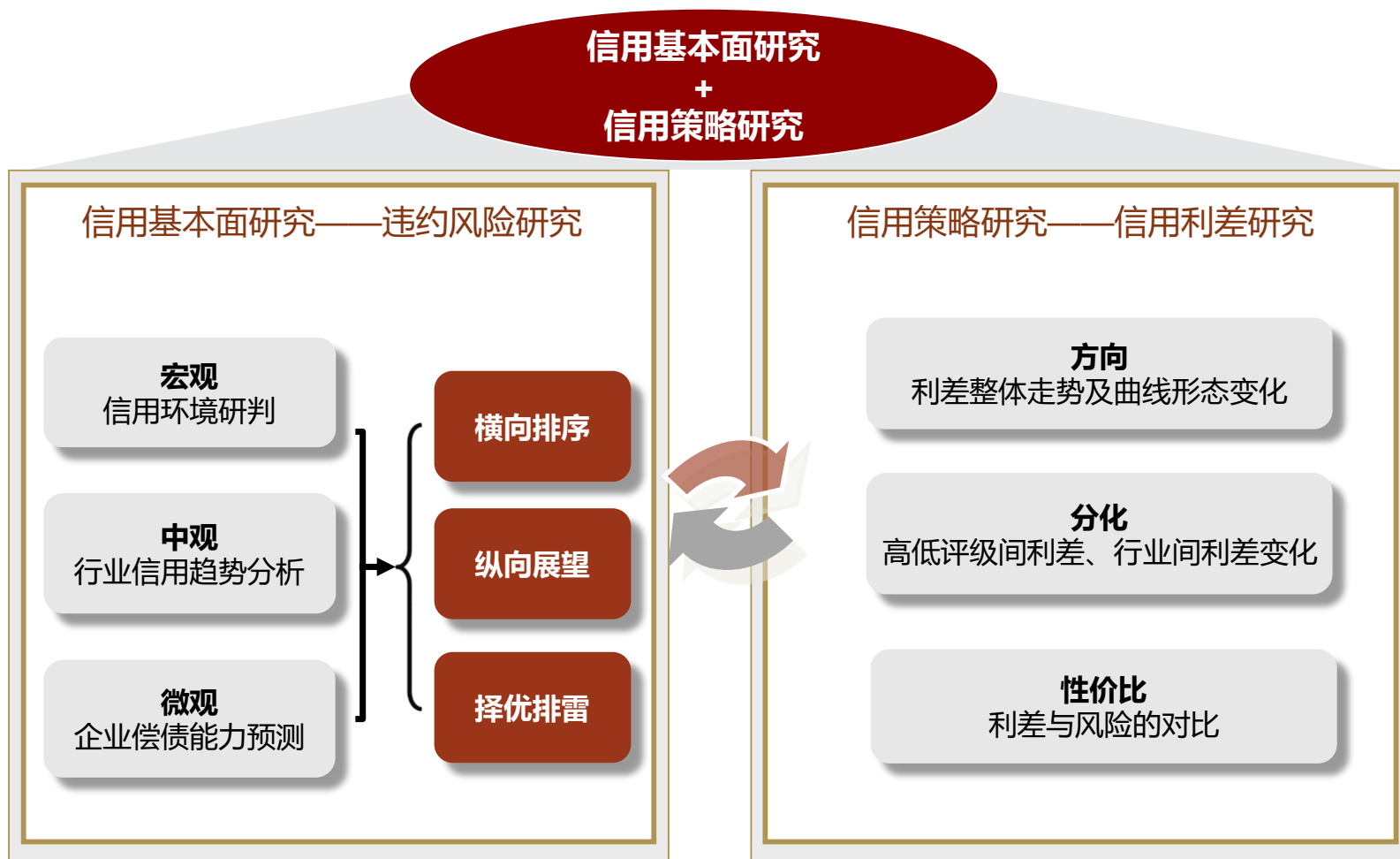
阶段	政策	信心	增长	通胀	债券市场表现
复苏	刺激	缓慢回升	见底回升	下降	短期利率低位下降，债券收益率筑底，收益率曲线陡峭化下行。
增长早期	刺激/中性	回升	增速适宜	见底回升	短期利率维持低位，中长期收益率上行，收益率曲线陡峭化。
增长后期	紧缩	平稳	繁荣	上升	短期利率上升，债券收益率上升，紧缩开始后收益率曲线陡峭化上行，随着紧缩的进行收益率曲线平坦化上行。
增长减速/衰退早期	紧缩	下降	下降	加速上升	短期利率见顶，债券收益率见顶，收益率曲线平坦化上行。
衰退	中性/刺激	下降/较弱	下降	通胀见顶回落	短期利率下降，债券收益率下降，收益率曲线先平坦化下行，政策放松后再陡峭化。

## 股债投资的异同点

- 股票与债券投资其实并无本质区别，都是为了获取收益，低买高卖，实现资本保值增值。
- 区别在于债券在任何时候都有票息收入，股票的股息可以忽略。债券比股票更注重时间价值，时间是债券的朋友。
- 债券更关注与中长期的变动趋势，比如三个月之内或者半年甚至一年之内的利率总体走势，并基于此做出投资决策。
- 债券同样也有短期交易，短期交易比较难以大规模介入。主要原因是债券市场更容易达成一致，方向性强。一旦确立趋势，大部分人只能跟随。



## 信用研究的基本任务和目标



信用分析框架与管理体系

01 债券市场概况

02 信用债资质分析框架

03 鹏华信用管理体系

04 信用策略概览

## 信用分析的基本原则

1

### 信用分析与股票分析的区别：

- 信用分析强调的是债权人的利益，而非股东的利益。
- 信用分析是偿债能力的评估，而不是投资报酬的保证。
- 好股票和好债券的概念不同：
  - ✓ 股票分析关心的是企业利润的增长前景，倾向于预测企业将来可能会怎样，偏乐观。
  - ✓ 信用分析关心的是现金流的充沛程度和稳定性，倾向于预测企业将来一定不会怎样，偏悲观。

2

### 信用分析与财务分析的区别：

- 定性分析与定量分析相结合，定性为主，定量为辅，主观色彩较强。

3

### 信用分析与审计的区别：

- 关注长期信用品质，着眼于中长期的完整经济周期，而非局限于过去的绩效表现。

4

### 信用分析的其他基本原则：

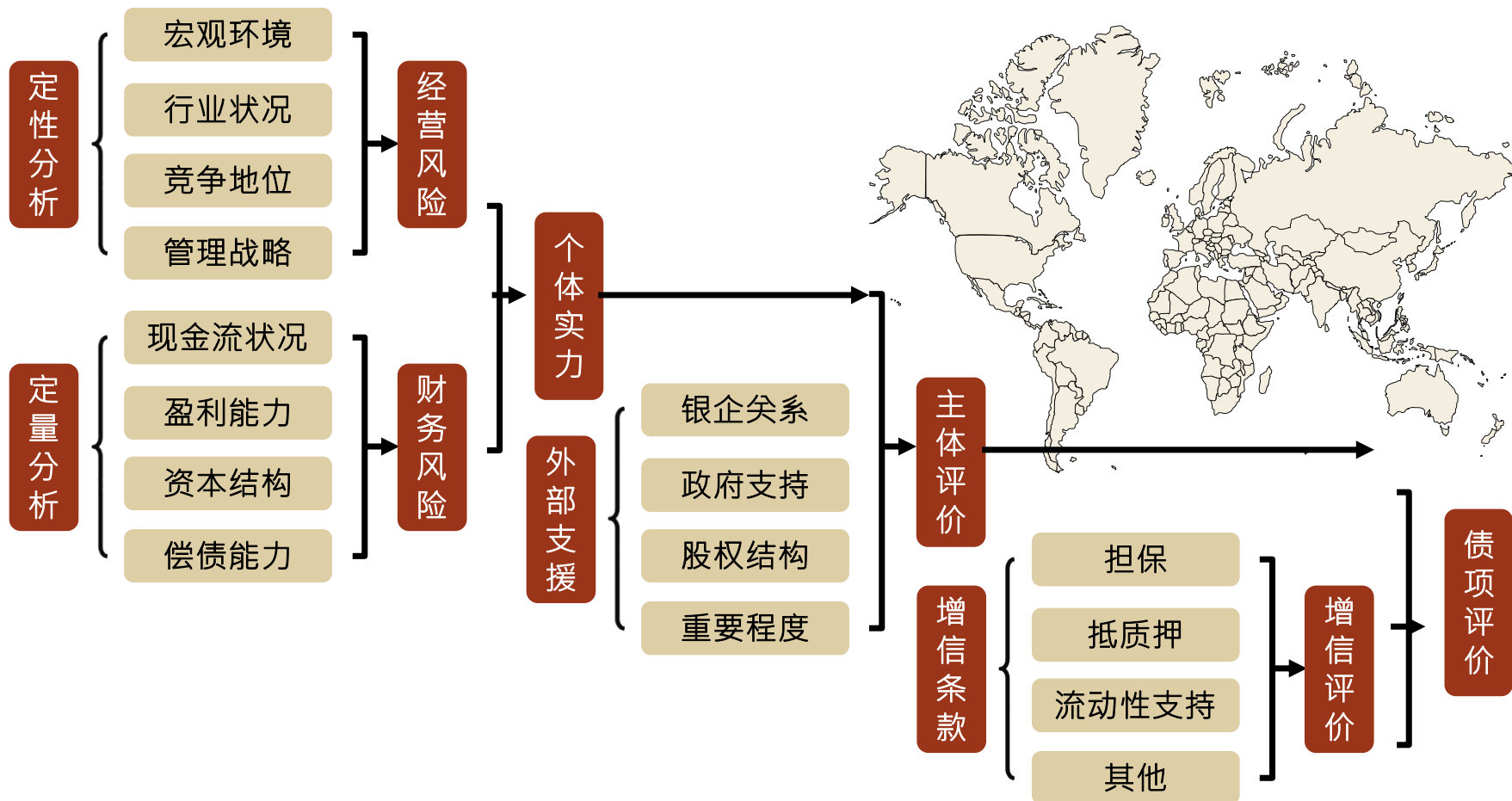
- 重视现金流分析，包括其规模、构成及其稳定性。
- 对收入、现金流和资本结构进行压力测试：合理的“不利环境假设”下的情景分析。
- 实质重于表面，透视会计数字后的深层含义。
- 在保证可比性的前提下关注不同的产业及地区特性对企业经营和财务形态特征以及违约概率的影响。

## 信用分析基本框架

定性分析和定量分析的结合

考察历史和未来预测的统一

个体实力与外部支援的综合



## 定性分析

- 信用分析的过程不是简单的数学模型的堆砌，除了财务报表上所能汲取的信息外，仍有许多重要信息必须借助质化评估。
- 历史上众多信用事件都说明，定性因素如果存在严重缺陷，往往比财务数据的恶化更为严重，而且相对于滞后的财务数据，对于预警风险的意义也更大。
- 定性分析不可避免地涉及到评估人的主观认知和判断，该判断必须客观公正，并且建立在扎实的经验积累基础上，分析的结论才是客观有效的。

### 定性分析要点

#### 宏观环境

- 宏观经济状况和经济增长速度
- 经济周期
- 宏观经济政策和法律制度

#### 行业状况

- 纵向：行业景气度与发展趋势
- 横向：行业周期、产品生命周期和行业在产业链中的地位
- 行业风险与行业信用水平的上限

#### 竞争地位

- 周边环境、市场结构和企业市场中的地位
- 关键竞争优势、市场占有率和业务多元化
- 销售渠道的广泛性和供应商的多元化

#### 管理战略

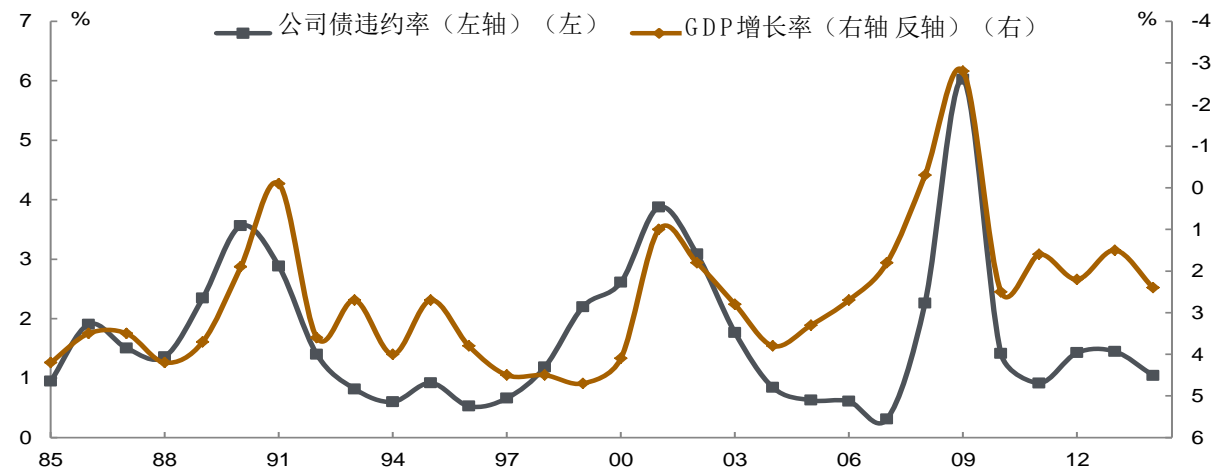
- 经营目标、管理风格、财务政策和融资战略
- 在建立业务组合、保持经营效率和增强市场竞争力的历史表现
- 是否存在明显的公司治理问题

## 为什么宏观定性分析特别重要？

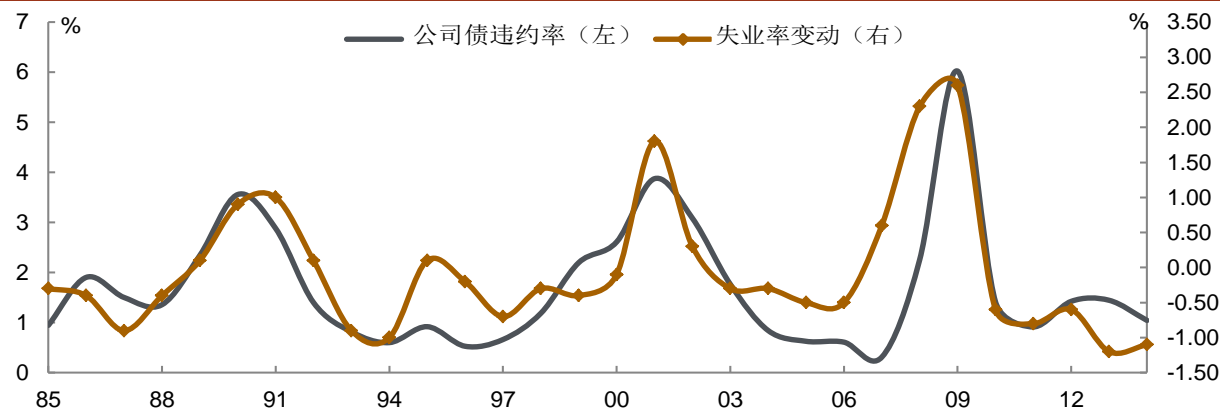
■ 宏观经济周期与违约率存在很强的相关性。

- ✓ 从美国市场来看，美国债券市场的违约率与GDP的增长率呈典型的负相关关系。在经济下行时（GDP增长率下降），企业的信用状况会恶化，企业所发行的公司债的违约率会上升。美国债券市场违约率与失业率变动（本年失业率减上年失业率）呈现较为明显的正相关关系。
- ✓ 简单的回归分析表明，美国GDP增长率每减少一个百分点，债券市场的违约率会增加0.37个百分点；失业率的变动每增加一个百分点，则债券市场违约率会增加0.78个百分点。统计上看，宏观经济的波动总体约能解释违约率40-50%的变动，对于投机级违约率的解释能力更强。

### 美国GDP和公司债违约率



### 美国失业率变动和公司债违约率

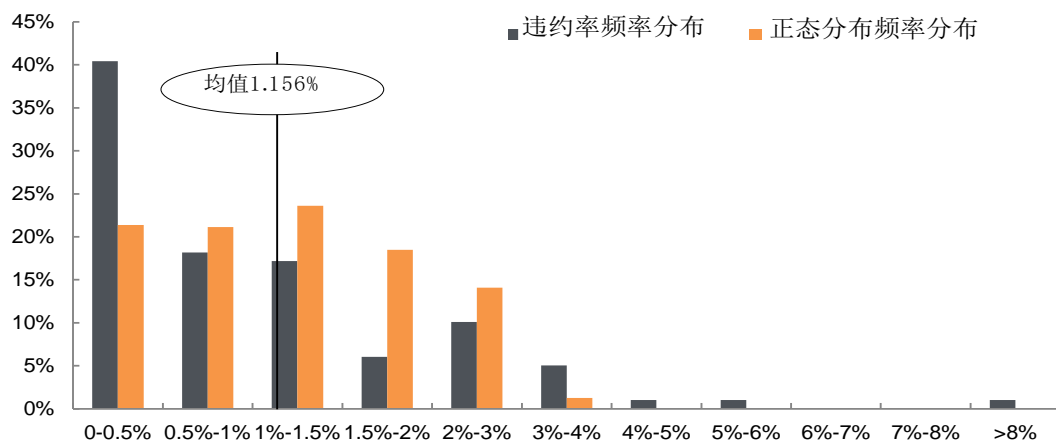


## 违约率的高峰厚尾特征决定了把握宏观信用周期的重要性

### 违约率的统计特征 (1920-2018)

单位 (%)	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	投资级	投机级
均值	0	0.057	0.090	0.263	1.013	3.135	10.394	0.144	2.812
中位数	0	0.000	0.000	0.000	0.518	1.980	7.638	0.000	1.909
标准差	0	0.173	0.260	0.453	1.607	3.791	11.142	0.270	2.951
正态分布假设 下99.9%分位数	0	0.577	0.871	1.621	5.834	14.507	43.819	0.955	11.666
最大值	0	0.855	1.639	1.990	11.710	19.444	50.000	1.550	15.770

### 违约率分布具有高峰厚尾的特征 (1920-2018)



- 企业违约事件尤其是投资级企业的违约，是“稀有事件”，并不经常发生，一般与经济周期密切相关：从1920到2018的99年中，有57年投资级企业没有发生过任何违约事件，最长从1941到1969共29年没有发生过投资级债券的违约，而历史上总共203个违约的投资级企业中有64个违约是发生在1929到1940年的大萧条时期，35个发生在2008和2009年金融危机时期。
- 违约事件并不是均匀发生的，而具有“爆发性”、“聚集性”的特点：投资级单年违约最多的2008年发生了21起，占历史上投资级违约企业总数的比例超过10%。
- 企业违约率具备典型的“高峰厚尾”的特征：历史“平均值”对于投资者理解真正的风险往往没有意义：在大多数年份会高估风险，而在真正发生大规模违约的年份，则会严重低估风险。
- 违约事件一旦发生则给投资者造成巨大损失：我们发现平均清偿率一般低于50%。

## 严重风险——难以量化的定性因素

- 定性因素相比定量因素难于量化和识别，加上其风险判断需要分析者对宏观经济周期、行业风险特性和企业经营特征都有较深的理解和经验积累，在实际运用中难度较大，因此常常没有被给予足够的重视。
- 但实际上，在没有对定性因素进行充分理解和判断之前就盲目计算各种复杂的财务指标或进行财务预测，很难得出有意义的结论，甚至可能忽略真正危险的风险点。在信用评级实践中，我们认为定性因素的权重一般要占到50-60%，部分特殊行业甚至更高。
- 回顾中国信用债市场很多的信用事件都可以发现，定性因素方面如果存在严重缺陷，往往比财务数据的恶化严重得多。而且相对于滞后的财务数据，对于预警风险的意义也要更大。

### 把握行业风险和趋势

- 行业纵向比较：看行业景气度与发展趋势。如果一个行业出现产能显著过剩等趋势性恶化，且短期难以扭转，即使是行业内最好的企业也难逃恶劣影响。
- 行业横向比较：不同行业信用风险特征的比较。不同行业承受经济萧条的能力各异，决定了各行业中资质最好企业的信用水平上限。另外由于不同行业经营模式的不同，需要侧重关注的风险要素不同，这一点必须在进行定量分析前加以明确。

### 行业内核心竞争力

- 不同行业的核心竞争力因素不同，只有经历一个或多个行业周期，才能判断具体什么样的优势的企业可以在行业景气下行时活下来。
- 上下游如果过于集中，一方面不利于企业的议价能力，通常体现为盈利空间窄或盈利变现效率不佳。更重要的是，一旦严重依赖的上游或下游经营情况或模式发生变化，可能会对公司的正常经营造成巨大影响。

### 难以识别的内控和管理风险

- 在管理战略方面，需要特别关注企业在传统优势主业以外的大规模投资，是否能与现有主业形成协同效应并形成良好现金回流。失败的投资很容易使得企业陷入流动性困境。本轮违约发行人中多元化投资企业众多。
- 一旦发行人出现公司治理问题，比如实际控制人或管理层及关联方出现违规担保、关联方溢价收购等掏空公司行为，需特别警惕。
- 对于金融、地产等行业，内部管理和操作风险的识别更加重要。



## 定量分析

- 财务分析的各个要素之间并非相互独立，而是相互影响的。财务报表之间具有严谨的逻辑勾稽关系。
- 定量分析的重点不在于复杂的公式计算和罗列，而在于选取适当的财务指标并解读其中蕴含的深层含义及互动关系，并且特别需要结合行业和企业的特征等定性因素加以分析。
- 尽管定量分析只是信用分析的一部分，但由于其客观和可比性强的特点，很多信用分析的理论专家仍不遗余力地探求以数量化的统计模型来实现信用水平的区分和预测，甚至谋求将质化因素融入量化模型中加以评价。

### 定量分析要点

#### 盈利能力

- 雄厚的获利能力是现金产生能力的基础
- 需将盈利能力放在时间的纵断面和产业的横断面来审视
- 历史业绩为预测提供假设前提，但未来未必是历史的直线延伸

#### 现金获取能力

- 现金流分析是信用分析的基础：现金流规模、构成、变化和稳定性
- 资质差的企业融资渠道少，容易产生短期周转的问题，更应重视其自身的现金流产生能力及资本性支出对可支配资金的占用

#### 偿债能力

- 核心是企业可支配资金与需偿付债务的对比关系
- 表外或有负债及担保事项也应计入债务负担
- 资产和负债的流动性和期限匹配程度

#### 资本结构

- 财务杠杆和举债程度：衡量资本来源中举债所占的比重
- 财务弹性：企业调整债务融资与股权融资比例的渠道和能力

## 财务报表与信息披露质量是前提

- 在进行财务量化分析前，首先要做的是对企业的财务报表等信息质量做一个基本的判断。比如信息披露是否及时，报表间的各项勾稽关系是否合理，历史年度重要财务指标的变化是否能够得到合理解释，财务附注是否清晰详细，其他应收其他应付等杂项科目是否含有大额可疑项目等。如果质量不足信任，在进行风险判断时对于财务指标的权重就要进一步降低。

### 非正常更换审计师

- 在同一审计客户的项目上服务时间越长，越可能因与审计客户建立的长期密切关系而影响其独立判断，因此正常的审计事务所轮换有利于增强审计工作的独立性和客观性。
- 但非正常更换可能是公司财务信息披露质量不佳的重要信号。这暗示此前的审计师发现了公司经营和财务存在的问题，但由于不能与公司达成一致，无法顺利地公开表达意见，同时暗示公司信用资质的明显恶化。

### 非标准无保留意见报告

- 审计报告开篇会有审计师意见，如果不是“标准无保留意见”的话需引起重视。关注保留意见或无法表示意见所针对内容，如涉及收入计量、资产负债确认等关键科目确认的需特别关注。
- 例如中安消16年年报和17年年报分别为无法表示意见和带强调事项，分别针对收入确认、应收款收回、大额亏损、借款逾期等问题，此后即出现违约。

### 财报的滞后性

- 财务报表为滞后性数据，定量分析的目的是为了往前推演，债务偿付时是否具有足够的流动性偿债。因此分析时需考虑其推演的可靠性。对于存在以下情况的发行人，定量指标的权重要下调：
  - 报表滞后时间较长
  - 行业景气变化较大
  - 盈利现金流可复制性弱
  - 现金流波动较大

## 定量分析指标

### 盈利能力

主营业务收入及增长率	总资产收益率 ( ROA )
主营业务利润率	= 净利润/平均总资产
EBIT/EBITDA/EBITDAR	净资产收益率 ( ROE )
营业利润率	= 净利润/平均净资产
净利润及增长率	
净利润率	

### 资本结构

总债务资本比=总债务/(总债务+所有者权益)
长期债务资本比=长期债务/(长期债务+所有者权益)
总债务/(总债务+所有者权益市场价值)
债务权益率(Gearing)=净债务/所有者权益
资产负债率=总负债/总资产
短期债务比率=短期债务/总债务

### 现金获取能力

经营活动现金流及增长率
投资活动现金流
自由现金流、筹资现金流
收现比(现金收入比)= $\frac{\text{销售商品、提供劳务收到的现金}}{\text{主营业务收入净额}}$
付现比= $\frac{\text{购买商品、接受劳务支付的现金}}{\text{主营业务成本}}$
应收账款周转率 = 主营业务收入/平均应收账款余额
存货周转率 = 主营业务成本/平均存货余额

### 偿债能力

总债务=银行借款+应付债券+融资租赁应付款
净债务 ( 净短期债务 ) = 总债务 ( 总短期债务 ) - 货币资金
经营活动现金流 ( 或EBITDA ) * / 总债务 ( 或净债务 )
到期债务偿付比率= $\frac{\text{经营活动现金流}^*}{\text{现金利息支出} + \text{本期到期的本金}}$
利息覆盖倍数=EBITDA(或经营现金流)/利息支出
货币资金*/短期债务
流动比率 = 流动资产/流动负债
速动比率 = ( 流动资产-存货 ) / 流动负债

注：根据需要，经营活动现金流可以换成其它现金流如FFO、FCF，流动资产和货币资金等可以根据资产的流动性和受限程度调整，债务对应付票据、永续债进行调整。

## 现金流为主，盈利为辅

- 企业必须用现金而不是账面盈利来偿还债务，而且债权人只能享受固定的票息，无法分享盈利增长带来的额外收益，因此从信用分析的角度看，债务人在最差情景下现金流能否足以维持资金链正常周转才是核心。
- 特别是再融资收紧的环境下，扎实的内部现金流才是偿债的根本保障。18年以来违约的发行人中，历史盈利较好但由于现金流不佳而最终导致违约的案例比比皆是。
- 当然盈利是现金流的基础，且具有相对稳定和易于预测的优势，可以用来衡量企业基本的现金流产生能力，然后在此基础上再考虑现金流的波动情况。如果盈利持续恶化，现金流也不可能独善其身。

### 行业问题导致经营现金流不佳

- 比如贸易、基建设施等行业由于行业特征，上下游资金占用较多导致现金流通常不佳。
- 冀物流由于存货和应收占用资金、五洋由于房建施工垫资、凯迪由于补贴到位时间导致现金流不佳主要是行业问题。
- 印纪应收持续增长，调整会计变更未果后18年半年报业绩变动较大。

### 关联方资金占用

- 部分公司上下游多为关联方，可能存在关联方占款的问题，甚至有可能存在修饰盈利的问题。
- 部分公司直接通过关联方资金往来占用资金，由于除主业以外的会计科目通常放“其他”，因此需特别关注其他应收、应付科目。
- 部分发行人的大额并购往往是收购关联方资产，特别是不合常理的溢价收购行为，往往存在关联方利益输送。

### 投资激进

- 由于激进投资、与主业无关投资或投资支出明显超过经营现金流带来巨大的自由现金流缺口及债务融资，最终无法获得足够的现金回流偿还债务，导致流动性断裂。例如18年以来违约，中金行业分类“综合投资”的发行人较多，即与多元化投资有关。
- 即使与主业相关投资，如对于行业发展方向错误判断，也会导致严重风险。
- 还需关注投资是否存在关联方利益输送。

## 债务分析需关注问题

### 资产负债期限匹配

- 15年以来，债券市场发行人债务融资短期化现象严重。债务集中于短期或者偿债高峰来临，而资产或现金流无法提供充足覆盖的发行人更容易发生信用风险。

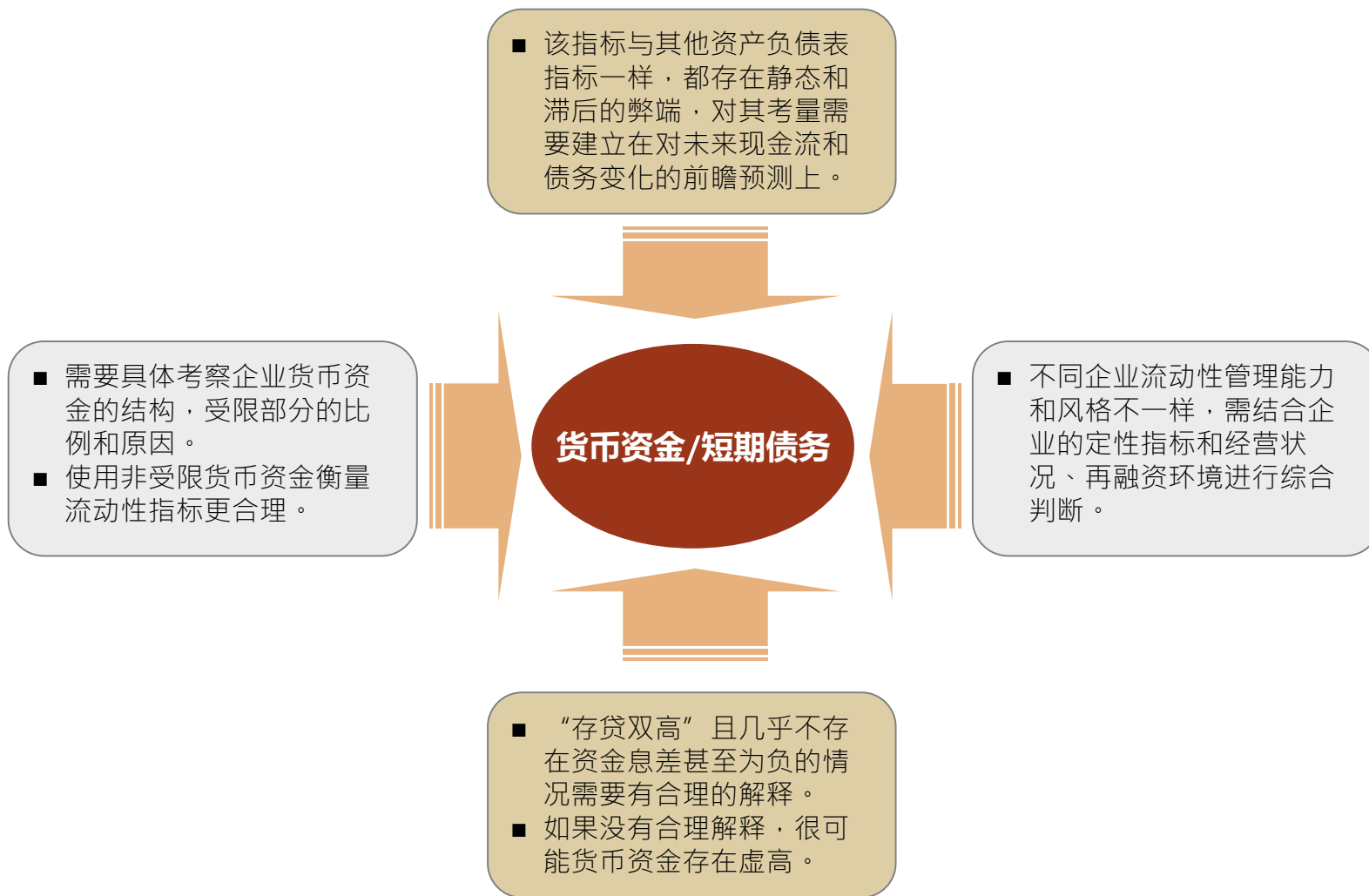
### 债务结构

- 非标与债券融资占比高的发行人更容易发生信用风险。一方面，非标与债券融资占比高可能反映了银行融资渠道相对狭窄，至少不能提供充裕融资。另一方面本轮筹资收缩中，低资质企业非标与债券融资渠道快速收紧。而银行贷款相对更容易协调和续作，尤其近期的宽信用政策更多体现在银行表内贷款等传统信用投放方式。

### 或有债务风险

- 对外担保虽然不体现在财务报表中，但一旦被担保人无力偿付，担保人就面临代偿，即需要一笔额外的现金流出，并且会提高债务人和担保人之间的违约相关性。
- 民营企业很多是通过互保进行融资的，一旦其中一方出现风险，容易导致连锁效应。近期山东互保团体风险暴露较多，与该区域民营经济较发达，民企银行融资渠道不畅通，多通过互保增信获取融资有关。

## 货币资金流动性指标的局限



## 合并报表VS母公司报表

### 母公司流动性

- 一些集团公司除子公司股权外，自身并无其他有效资产和业务经营（壳公司），而且经常还承担了较多的债务负担。
- 当母公司对下属子公司控制力有限时，对于流动性风险的考察，需要重点关注母公司独立报表的短期周转指标。

### 母公司净资产

- 对于净资产中少数股东权益占比较高的企业，还需要关注合并口径和归母口径的区别。
- “归属母公司净利润”和“归属母公司所有者权益”这两个指标可有效反映母公司持股比例较高（实际控制力度较强）的子公司盈利能力。

### 破产时次级属性

- 当母公司债券违约时，其债权人只能享有对母公司资产的追偿权，这些资产中包括对子公司的股权。但作为子公司的股东，对子公司资产的求偿顺序在子公司债权人之后。只有当子公司破产清偿完毕，如还有剩余的残值，才归属于母公司，用于清偿母公司的债权人。

## 外部支援因素

- 有力的外部支援因素可以在很大程度上提高企业的信用水平。
- 外部支援不是来自于企业自身创造现金流的能力，而是依赖于第三方的支持，因此判断外部支持因素能够在何种程度上提升企业信用水平是至关重要的。
- 外部因素既可能是提升企业信用水平的救命稻草，也可能是潜藏信用风险的巨大屏障。

### 外部支援因素要点

#### 银企关系

- 存量贷款结构和利率
- 授信额度、使用条件和已使用情况
- 授信银行的资质及分散性

#### 政府支持

- 企业对当地就业、金融、经济和社会稳定的重要性
- 产业政策扶植和优惠：税收、贷款
- 政府补贴、资产或财政预算资金划拨的规模和频率

#### 股权结构

- 企业所有制性质
- 股权结构的复杂性
- 实际控制股东的背景及其关联企业的财务状况

#### 重要程度

- 行业的重要性
- 企业在行业中的地位
- 企业对股东、对政府、对金融和社会稳定的重要性



## 民企的风险

### 易出现突发性风险

- 由于自然人股东和高管对民营企业经营管理的影响很大，更容易因为个人风险引起突发的资金链断裂。
- 国企由于高管只是国资委代理人，企业与外部的业务和融资合作通常也不依赖于个人，这方面风险相对较小。

### 融资渠道狭窄，互保多

- 民企通常获取贷款等融资较难，这一方面使得大量民企通过互保获得授信，另一方面在14-16年的宽信用环境中通过债券市场、定增和股权质押等方式获取大量融资。因此本轮在融资收紧的环境下，民企融资收缩力度最大，如果资产流动性无法应对到期偿付，就易发生信用风险。
- 互保引发的融资收紧往往更加剧烈。

### 股东或关联方的影响

- 部分民企股东不但对企业没有明显支持，反而存在掏空公司的倾向。股东为财务投资人的案例中更明显。
- 由于投资者往往只能看到发行人本身相关信息，对于发行人的关联方乃至整个集团难有全面了解，而民企信用资质往往受整个集团影响大。

## ■ 国企也不宜盲目加分

- 对于部分股权关系较为复杂的企业，必须抽丝剥茧到最后一层，以判定最终实际控制人和支持力度，不宜盲目给予加分。



- 即使股东背景较强，也需要分析公司对股东的重要性及股东对企业的支持意愿。特别是在去杠杆的背景下，如果需救助企业债务负担过重、扭亏无望，可能会成为淘汰僵尸企业和债转股的典型。

信用分析框架与管理体系

01 债券市场概况

02 信用债分析框架

**03 鹏华信用管理体系**

04 信用策略概览

## 鹏华基金信用文化与信用理念

- **稳健、守土有责的信用文化：**鹏华基金在信用债投资上始终维持稳健的信用文化。目前国内的信用债市场发展历史仅十年左右，法律法规欠缺、投资者保护机制不完善、外部评级区分度差、公司治理不规范、破产重整和清算流程繁杂、投资人风险偏好过于一致等等，使得整体信用债市场的成熟度较低，信用风险定价机制欠缺。在此背景下，我司固定收益投资始终坚持稳健的、维护投资者资金安全的信用文化，将信用违约看做是0与1的关系，各投资研究人员守土有责，落实各层级、各环节的信用风险责任，维持信用债券投资的“零违约”。
- **控制风险的基础上追求投资收益的信用理念：**信用债投资是追求经风险调整后的收益最大化，但是在国内信用定价机制欠缺，风险和收益不对等的情况下，鹏华固收始终坚持控制信用风险的基础上追求投资收益的信用理念。在外部信用评级区分度较差的背景下，鹏华固收的信用管理以内部评级为主，外部评级为辅，对不同行业的信用债发行主体进行内部信用评级排序，并结合公司的风险偏好、资金属性、投资人的风险偏好、债券的期限等因素对信用主体评级排序划一条入库区分线，各投资组合只能投资于入库的债券。
- **细致繁冗的工作，前瞻性的视野：**信用研究工作非常繁冗，需立足大量的文件查阅、财务指标计算、田野调查、持续跟踪，但也需立足长远，加强前瞻性判断，对行业的投资机会、信用环境和信用风险等进行预判。

## 加强信用风险全链条管理及控制体系

加强信用风险的全链条管理，是有效防范债券投资的信用风险的保障。从制度落实、流程设置、团队建设、工作组织安排上形成一个“事前、事中、事后”完备的管理体系。

### 制度落实

- 制定完善的信用产品投资管理规定，落实各层级、各环节的信用风险责任，建立针对信用产品“事前、事中和事后”的信用风险防控机制

### 体系流程

- 建立完备的内部评级体系，形成一套成熟的信用分析方法，建立针对不同行业和品种的各自分析框架，并通过持续跟踪最大程度维持评级排序的准确性。在体系和流程设置上实现信用风险管理的流程化、留痕化

### 团队建设

- 建立独立的信用分析团队，并根据一级行业和区域对产业债和城投债进行合理分工，确保研究员可以实现个券和行业的全面深入覆盖。

### 工作组织

- 建立完善的信用研究报告体系，多层次、多频度的覆盖在库和持仓主体；建立会议沟通机制，群策群力，提升研究团队实力；定期和不定期的全面梳理，严防风险死角

## 制度建设是信用风险防范的基础

- 鹏华基金已经建立起全面的、与时俱进的信用风险管理制度：主要为《鹏华基金信用债券投资与风险控制管理规定》和《鹏华基金协议存款和同业存单投资与风险管理规定》两大制度，并根据实践以及信用风险的最新变化，及时修订更新，与时俱进，在2020年12月及2022年8月均对两大制度进行了修订。
- 分别对信用债券、同业存单以及协议存款的信用风险进行严格的事前、事中和事后管理，在严防风险的前提下提高投资收益

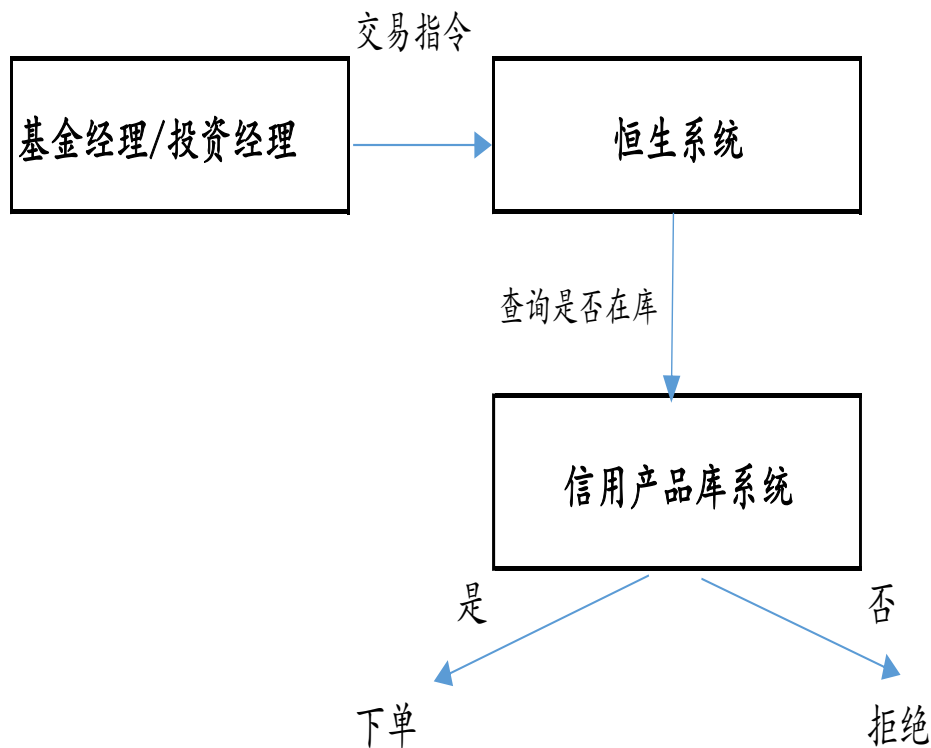
制度名称	管理范围
《鹏华基金信用债券投资与风险控制管理规定》	非金融企业、金融机构等为筹措资金，在国内市场向投资者公开或非公开发行，同时承诺按约定条件支付利息、偿还本金的债务融资工具，包括：人民币短期融资券、超短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、定向融资工具（PPN）、企业债券、公司债券、可转换债券、可交换债券、资产证券化产品、除政策性金融债之外的金融债券等
《鹏华基金协议存款和同业存单投资与风险管理规定》	银行协议存款与同业存单

## 事前、事中和事后三个维度加强信用风险管理

- **事前**采取信用产品库制度，进一步明确鹏华基金内部信用评级方法，对信用债券进行严格的入库管理，将风险较大的信用债券排除在信用库之外，确保库内的信用债券风险可控，公司所有产品可投的信用债券必须在信用产品库内
- **事中**采取持仓个券持续跟踪以及投资额度限制进行管理，信用分析师每年至少进行两次跟踪评级并出具内部信用评级报告，每季度至少进行一次重点信用产品发行人调研，同时全天候监测信用债券资质的边际变化，做到风险及时发现和预警，确保把信用风险控制苗头阶段；此外，对库内的信用债券投资采取投资额度限制，通过分散化投资来降低整体组合的信用风险暴露。整体上通过投资额占基金（产品）资产总值和净值的比例以及占债券发行量的比例来进行控制
- **事后**采取风险债券制度以及风险应对机制，及时处置风险，并做到风险事件发生后有制度可循，做到损失最小化。风险债券制度主要是通过研究员对所持仓债券进行持续跟踪，发现风险后做到及时处置。风险应对机制是在信用风险发生后，公司层面建立信用风险紧急应对工作小组，明确各部门的职责，主动求偿、积极参与违约后处理，将损失和影响控制在最小的程度内

## 系统建设和流程规划筑牢风险防范的栅栏

- 鹏华基金外购恒生系统以及自建信用产品库系统，信用产品库与恒生交易系统实现了无缝对接，在库的信用债券方能实施交易，从系统层面进行信用风险管理
- 通过制度制定和流程规划，对信用类债券入库、投资、跟踪评级等流程进行规划设计，增加信用风险管理的制度化和流程化水平，在流程上落实主体责任





## 成熟完善的信用研究员梯队

- 鹏华信用分析在业内开展较早，已建立完备的评级体系、制度及流程，覆盖全面，具有深厚的积累。
- 信用研究团队梯队完善，目前共有18名成员，其中信用主管1名，团队中90%以上成员毕业于北大、清华、人大、港大等知名高等学府。信用研究团队根据行业和区域进行科学分工，对信用产品实现全面覆盖。

### 信用研究行业全覆盖

采掘业、有色金属等

钢铁、建材、化工等

机械制造、轻工、交运等

食品、医药、纺织服装等

银行、保险、证券公司等

城投、建筑施工、公路等

房地产

## 细致的信用风险管理工作组织安排

- **行业分工合理，公开发行信用债券实现全覆盖**，针对32个大类行业，根据行业上下游和产业关系进行分类，每人仅覆盖3-4个行业，涉及250家左右发行主体，研究员对公开发行债券主体进行主动覆盖评级，能够做到行业和个券的深度和细致研究；
- **信用研究报告体系完善，加强前瞻性预判**，内部信用评级报告、跟踪评级报告、调研报告、行业双周报、深度研究报告、专题报告等多层次评估行业和个券信用资质，结合经济情况、行业景气度、信用环境等，对信用风险进行前瞻性的判断，提升信用风险管理的预判性；
- **会议沟通机制成熟**，信用周会探讨重点主体个券或专题研究，双周投研沟通例会对行业景气度、行业利差、异常成交个券等进行分析，不定期的头脑风暴和专题会议，打造学习型组织，针对20年永煤违约引发对弱国企资质担忧、21-22年地产景气度下行等行业大事件，深入分析违约路径和原因并开会讨论，为我司信用风险管理提供借鉴经验，另外组织专家进行财务造假识别和指标分析的专门培训，提升整体的信用研究能力；
- **持续的信用风险梳理**，信用债券跟踪实行日度、定期和不定期的梳理和持续评估，每年4-6月结合年报和一季报更新数据，对在库所有主体进行全面摸排，在永煤违约和地产行业暴雷后，两次系统性排查在库弱资质主体风险，重点针对债务压力大、短期周转缺口明显的发行人进行重点跟踪和总结，并对投资端进行风险揭示。

## 鹏华基金内部信用评级体系

- **鹏华基金的信用风险管理以内部评级为主，外部评级为辅。** 内部评级参考穆迪的专业评级体系，并由此建立了1-18分的评级映射矩阵，反映信用风险从Aaa到Caa依次增加，只有内部债项评级达到Baa-及以上才能纳入公司信用产品库。

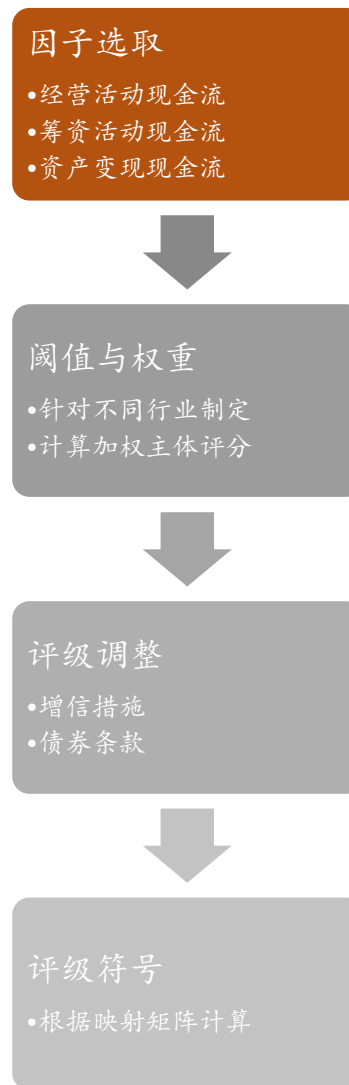
评级	Aaa	Aa+	Aa	Aa-	A+	A	A-	Baa+	Baa	Baa-	Ba+	Ba	Ba-	B 序列	Caa 序列
不包含	1	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.2	9.9	10.5	11.5	12.5	13.5	15
包含	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.2	9.9	10.5	11.5	12.5	13.5	15	18

- 目前鹏华信用研究团队对所有信用债券发行主体均进行深入的信用研究，基于现金流的分析的视角，从定性（宏观经济周期、行业状况、行业地位、政策环境、业务状况、政企关系、银企关系以及公司治理等）和定量（偿债能力分析、盈利能力分析、运营效率分析、流动性分析）两个维度对发行主体进行内部信用评级，只有内部债项评级达到Baa-才能进入信用产品库，供各投资组合进行投资选择，有效的将信用风险较大的发行主体排除在投资范围之外，降低整体持仓的信用风险暴露。

## 鹏华基金内部信用评级模型——逻辑原理

鹏华基金构建了“基于现金流分析”的内部评级模型体系

- 从经营活动、筹资活动和资产变现三个层面，分析信用产品所面临的信用风险，根据不同行业的经营特点以及指标数据质量，甄选最具针对性信用风险因子
- 制定风险因子的阈值及其在整个评分体系中的权重，根据发行主体的指标情况计算相应风险因子的评分，将各项风险因子的评分加权求和，得到发行主体的信用综合评分
- 针对信用产品的内外部增信措施以及特殊条款等（次级、永续等），进行评分调整
- 根据信用评分与评级符合的映射关系，计算信用产品的最终评级符号



## 鹏华基金内部信用评级模型——因子选取

**经营活动现金流**，是一个企业（产业类）长足发展的根本。在因子选取方面，要从企业的实际业务出发，综合考虑定性和定量两方面风险因素，在时间的纵断面和产业的横断面来审视其经营质量，全面度量发行人内生现金流的安全性。

### 定性因素

一级指标	二级指标
宏观经济	宏观经济预警指标
	宏观经济领先指标
行业因素	行业景气指数
	行业生命周期
	行业生产成本的稳定性
	行业需求波动
	行业面临的政策法规
公司治理	公司战略制定与决策机制
	信息披露规范性
业务经营	资源禀赋
	市场地位

### 定量因素

一级指标	二级指标
成长性指标	总资产增长率
	主营业务收入增长率
	净利润增长率
盈利性指标	毛利率
	净利率
	净资产收益率
	期间费用率
	收现比
流动性指标	付现比
	存货周转率
	应收账款周转率

## 鹏华基金内部信用评级模型——因子选取

**筹资活动现金流**，主要是刻画企业可以调配的资金与存量债务的匹配程度，该层面的风险因子的核心在于反映企业的杠杆水平和再融资能力。比如城投平台的业务经营公益性较强，其经营活动产生的现金流往往难以支撑公司运转，在信用分析过程中需要更加关注企业的债务接续情况以及外部金融资源的支持。

### 定性因素

一级指标	二级指标
企业性质	股东背景
	股东支持
政企关系	对区域经济发展的绑定关系
	业务公益属性强弱
	与政府业务往来是否密切
银企关系	与银行的合作关系
	是否有欠息、不良记录
或有事项	对外担保比例及质量

### 定量因素

一级指标	二级指标
杠杆水平及偿债能力	资产负债率
	债务资本比
	EBITDA/利息支出
	货币资金/短期债务
债务结构	短期债务占比
	非标融资占比
银行授信	资产受限比例
	银行授信及融资成本

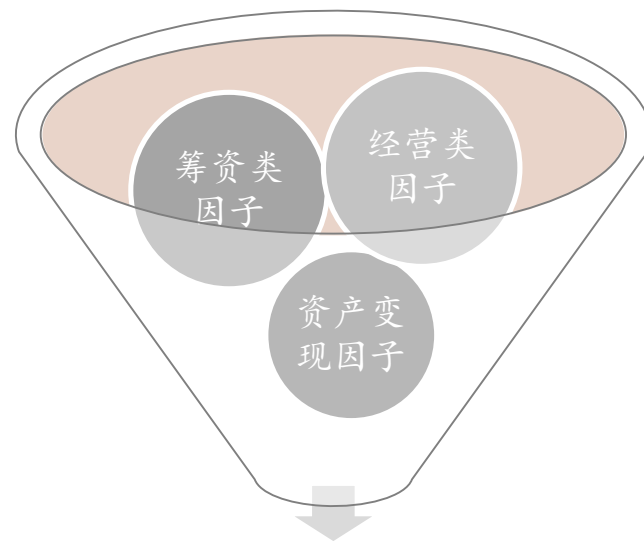
## 鹏华基金内部信用评级模型——因子选取

**资产变现现金流**，该层面的因子选取主要是从破产清算的角度衡量企业的资产质量，特别是土地、房屋等具有金融属性的资产，可以为企业提供一些债务安全保护。万达、泰禾、中民投等发行人，均曾经通过出让资产紧急调用现金流，化解债务危机。

围绕“现金流分析”得到基本的风险因子框架后，我们基于不同行业特点，结合数据可获得性，设计了更有针对性、更客观的每个行业的指标体系，力求更加精准的评估发行人的信用风险水平。

### 风险因素

一级指标	二级指标
应收款项类	下游客户资信水平
	坏账计提情况
金融资产类	金融资产的变现难度
其他资产类	投资性房地产的质量
	土地资产的产权及区位
	无形资产的变现价值



各行业信用风险因子体系

## 鹏华基金内部信用评级模型——因子选取

选取风险因子的重点不在于复杂的公式计算和罗列，而在于结合行业和企业的特征等定性因素，选取适当的指标并解读其中蕴含的深层含义及互动关系。（不同行业信用风险指标节选）

### 地产行业风险因子

因子类别	一级指标	二级指标
经营 现金流	宏观经济	经济周期指标
	行业因素	行业政策
		行业景气度
	公司背景	战略制定
		综合治理能力
	业务经营	市场地位
		业务分散程度
		土地储备年限
		操盘周转能力
	成长性	总资产增长率
盈利性	毛利率	
筹资 现金流	企业性质	股东背景
	杠杆水平	债务资本比
		货币资金/短债
银行授信	资产受限比例	
资产 现金流	其他资产	投资性房地产

### 城投平台风险因子

因子类别	一级指标	二级指标
经营 现金流	宏观经济	区域经济体量
		政府债务负担
	行业因素	行业政策
筹资 现金流	政企关系	在区域的相对地位
		公益属性强弱
		政府往来关系
		是否有不良记录
	银企关系	与银行的合作关系
		或有事项
	杠杆水平	资产负债率
		EBITDA/利息支出
		货币资金/短债
	债务结构	短期债务占比
非标融资占比		
资产 现金流	金融类资产	金融类、房地产、 无形资产质量

### 建筑行业风险因子

因子类别	一级指标	二级指标
经营 现金流	宏观经济	经济周期指标
	行业因素	行业政策
	公司背景	战略制定
		综合治理能力
	业务经营	市场地位
		业务分散程度
	成长性	总资产增长率
收入增长率		
流动性	应收周转率	
筹资 现金流	企业性质	股东背景
	银企关系	银行合作关系
		不良记录
	杠杆水平	资产负债率
货币资金/短债		
资产 现金流	应收账款	客户资信水平
		坏账计提



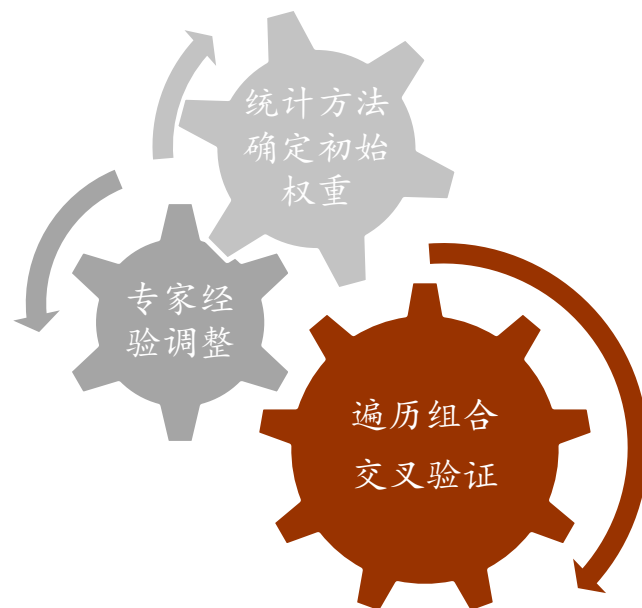
## 鹏华基金内部信用评级模型——阈值与权重

在风险因子**阈值设定**方面

- 首先根据行业理想分布曲线确认各级别占比，将行业理想分布各档比例转为累积占比，再根据各级别占比与模型得分的对应关系，确定各档阈值点比例
- 之后对指标进行指标内排序，根据累积比例确定每档所包含的指标样本数量
- 最后根据计算得到的每个指标的阈值点，可以将所有定量指标转换为1-18分的整数得分

在风险因子**权重设定**方面，

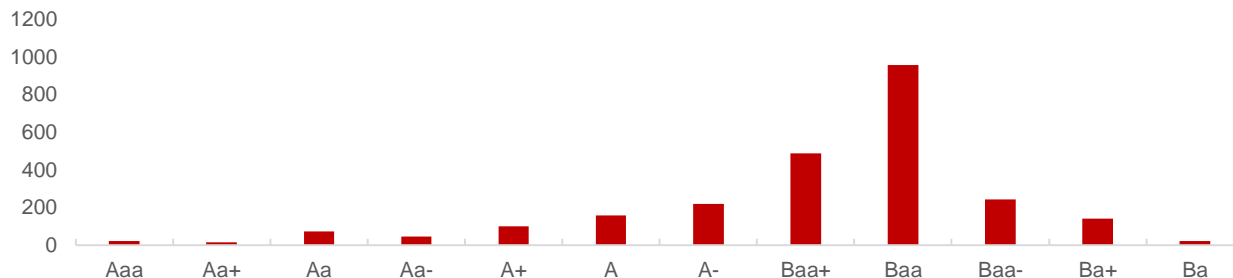
- 在评级指标阈值确定的基础上，分别确定各二级风险因子的风险权重
- 具体计算时，需要根据行业特征和专家经验对各指标风险权重进行调整（比如适当对城投企业适当降低财务指标权重）
- 之后系统地遍历多种权重组合，通过级别映射矩阵得出企业的初步级别，以交叉验证的方式确定最佳效果权重



## 鹏华基金内部信用评级模型——评级结果

截至2022年8月，鹏华基金企业信用债在库主体2487个，当前的内部信用评级模型区分度较高，客观性较强，对于信用风险主体也起到了提前预警的作用。

在库主体  
鹏华内部评级

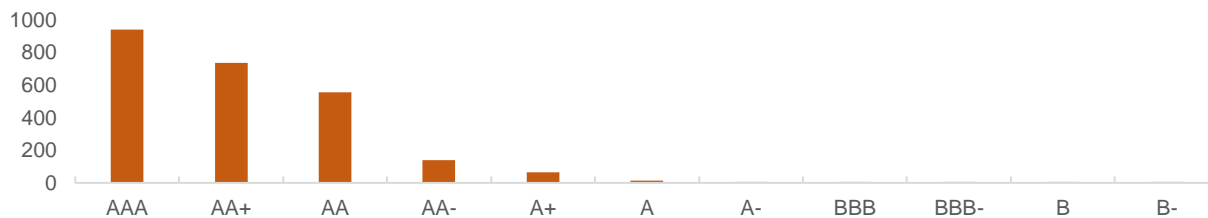


2017年8月，鹏华内评Ba-  
中弘股份  
2017年8月，大公国际AA

2018年2月，鹏华内评Ba  
上海华信  
2018年3月，联合评级AAA

2018年5月，鹏华内评Ba+  
永泰能源  
2018年6月，联合评级AA+

在库主体  
外部机构评级



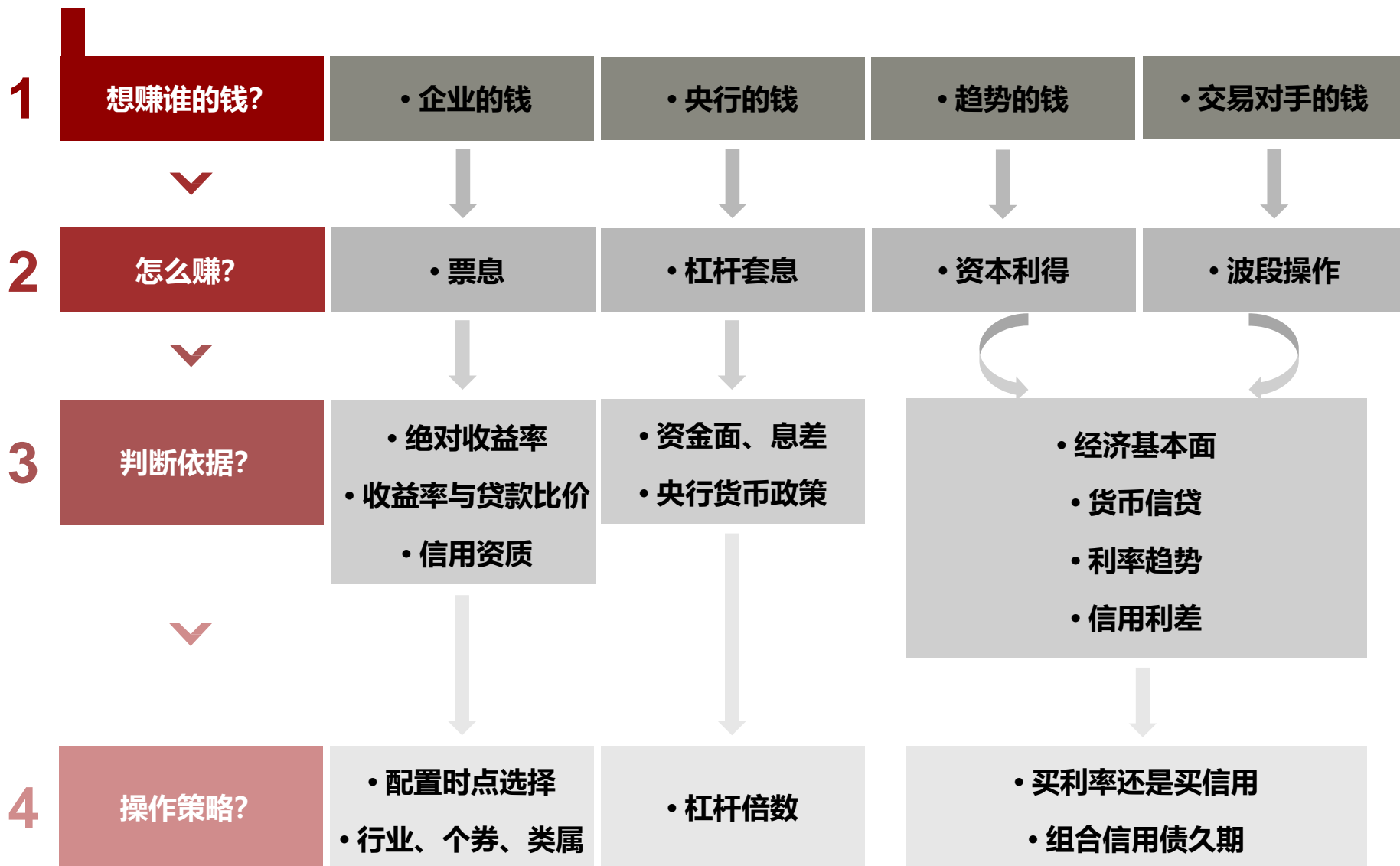
信用分析框架与管理体系

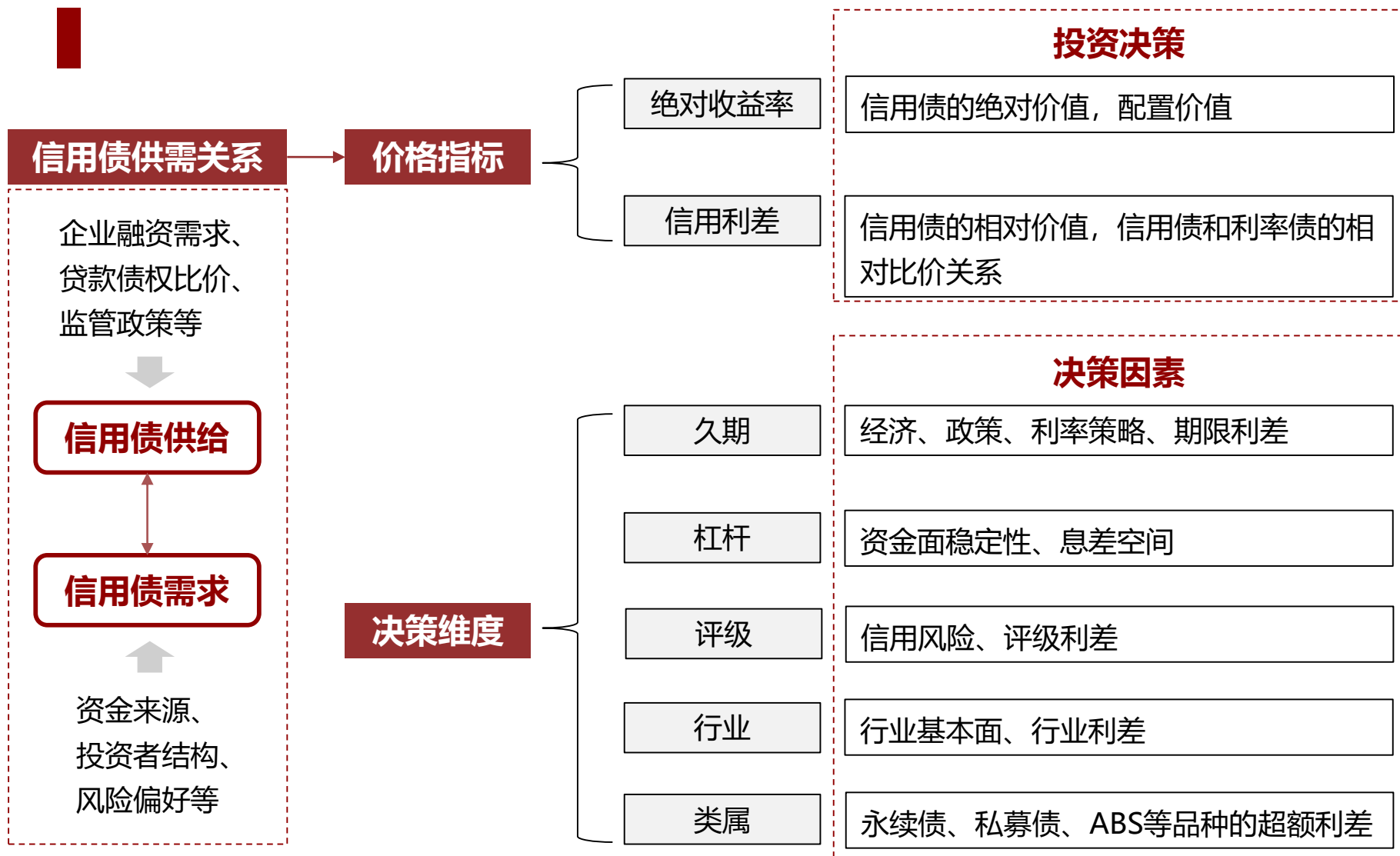
01 债券市场概况

02 信用债分析框架

03 鹏华信用管理体系

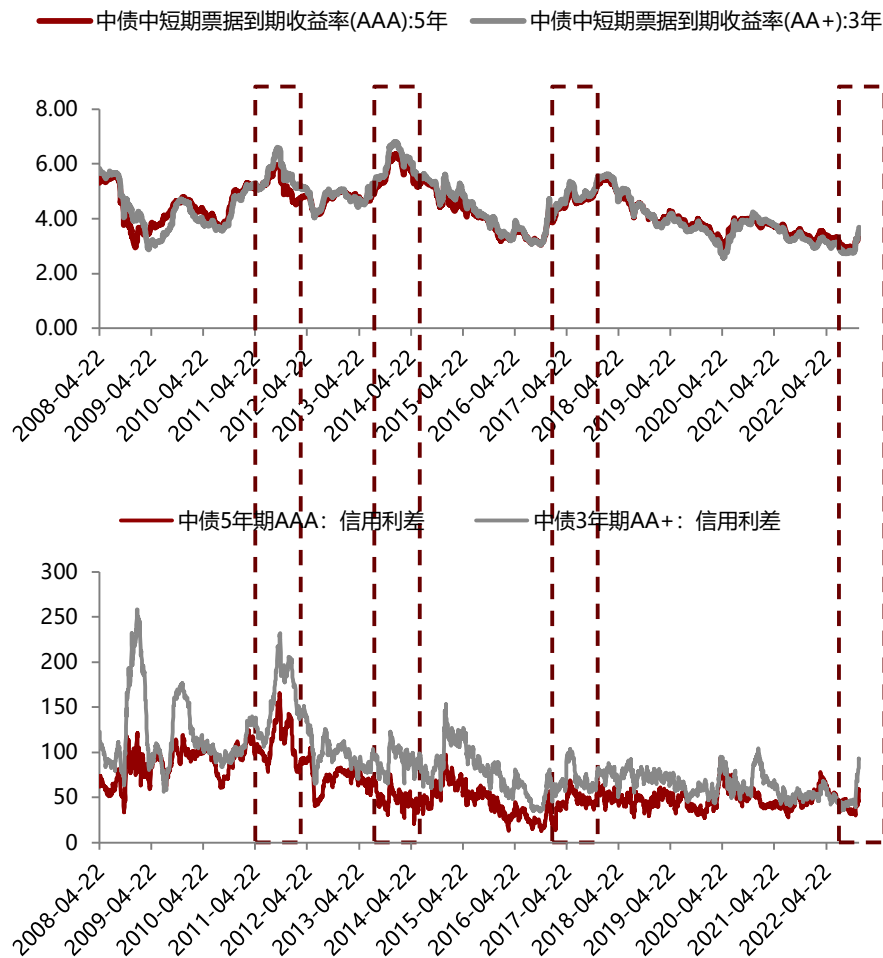
04 信用策略简介





## 绝对收益率和信用利差双高是最好的信用债投资时点!

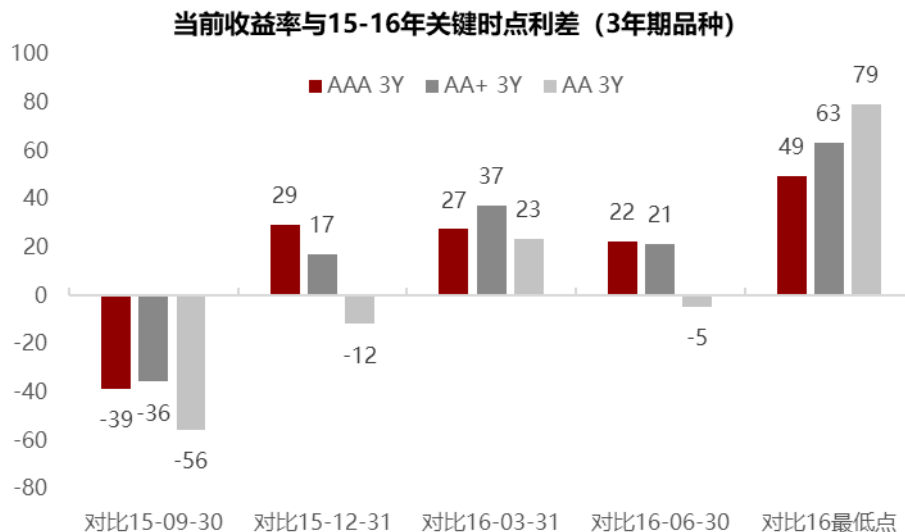
- 时间是债市的朋友。在控制住信用风险的前提下，持有信用债券虽然过程中有波动，但最终还本付息能够确定性地赚到票息收益，因此绝对收益率是投资信用债时非常关键的指标。
- 信用利差是信用债相比利率债的比价指标，在信用利差高的时候，信用债相对价值更优，同一期限下无论牛熊都比利率债有更好的回报。
- 绝对收益率和相对信用利差是判断信用债投资的最有效指标，历史上在绝对收益率和信用利差双高的时点，均是信用债最好的配置和交易时点，比如11年末、13年末、14年初以及17年下半年。**近期信用市场受理财赎回冲击调整后，以未来1-2年的视角来看现在或许也是一个较好的投资时点。**



数据来源: Wind

## 绝对收益率水平：信用债绝对价值尚可，继续上行空间有限

- 近期资金面宽松，机构欠配现象较为普遍，持续的买盘推动下，信用债收益率快速下行。目前各品种收益率普遍处于30%的历史分位数以下，不过中高等级品种距离16年收益率最低点仍有约50bp距离，低等级品种距离最低点有约80bp的距离。
- 利率债走势震荡偏弱，政策环境和20年有相似之处，但是20年地产、出口景气度较好，为企业增加融资需求提供了较高的驱动力，而当前出口持续走弱、地产虽然有政策扶持但人口结构及城镇化率已过周期顶点，销售难见大幅复信用基本面并不支持信用债收益率像20年一样大幅上行。
- 信用债绝对价值尚可，继续上行空间有限，同时各品类、期限、等级分化现象非常严重，23年信用债投资上策略选择尤为重要。



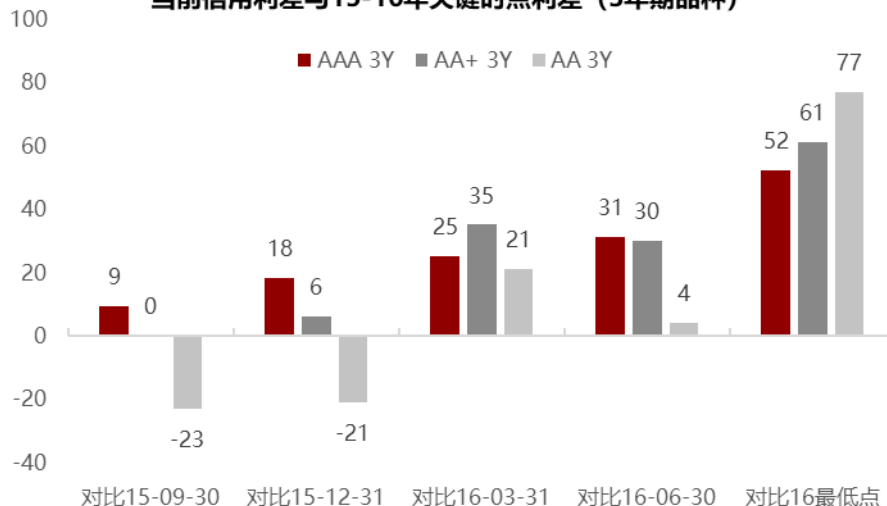
2022/12/9 绝对收益率历史分位数

评级	期限	收益率	分位数 (有数据以来)	分位数 (2014年以来)	距离16年最 低点(BP)
AAA	1年	2.85	16%	11%	20
	3年	3.36	14%	18%	49
	5年	3.49	15%	22%	44
AA+	1年	3.09	12%	10%	30
	3年	3.68	12%	16%	63
	5年	3.81	10%	16%	55
AA	1年	3.32	9%	5%	37
	3年	3.93	18%	10%	79
	5年	4.13	9%	16%	70

## 信用利差：中高等级利差有所回升

- 近期受“净值下跌-理财赎回-抛售债券”负反馈影响，信用债持续调整，利差快速回升。目前隐含AAA和AA+的1年期信用利差已经回到10%-20%的历史分位数左右，3年和5年利差在40%-60%分位数左右，隐含AA利差走阔幅度更大。
- 市场风险偏好回落，资金面持续宽松，但在政策边际转向背景下，投资者对经济复苏进程及利率债走势判断较犹豫，在此背景下信用债票息的确定性最强，但短期信用债市场受理财赎回冲击影响调整仍未结束，后续如果有监管出手维稳或新的承接资金介入达成新的均衡，可能会看到利率震荡走弱信用利差快速收窄。
- 不过也需关注到信用债分化十分严重，低等级品种流动性严重恶化，利差走阔幅度显著高于高等级，反映出市场对信用风险和流动性风险的担忧仍较大。

当前信用利差与15-16年关键时点利差（3年期品种）



2022/12/9 信用利差历史分位数

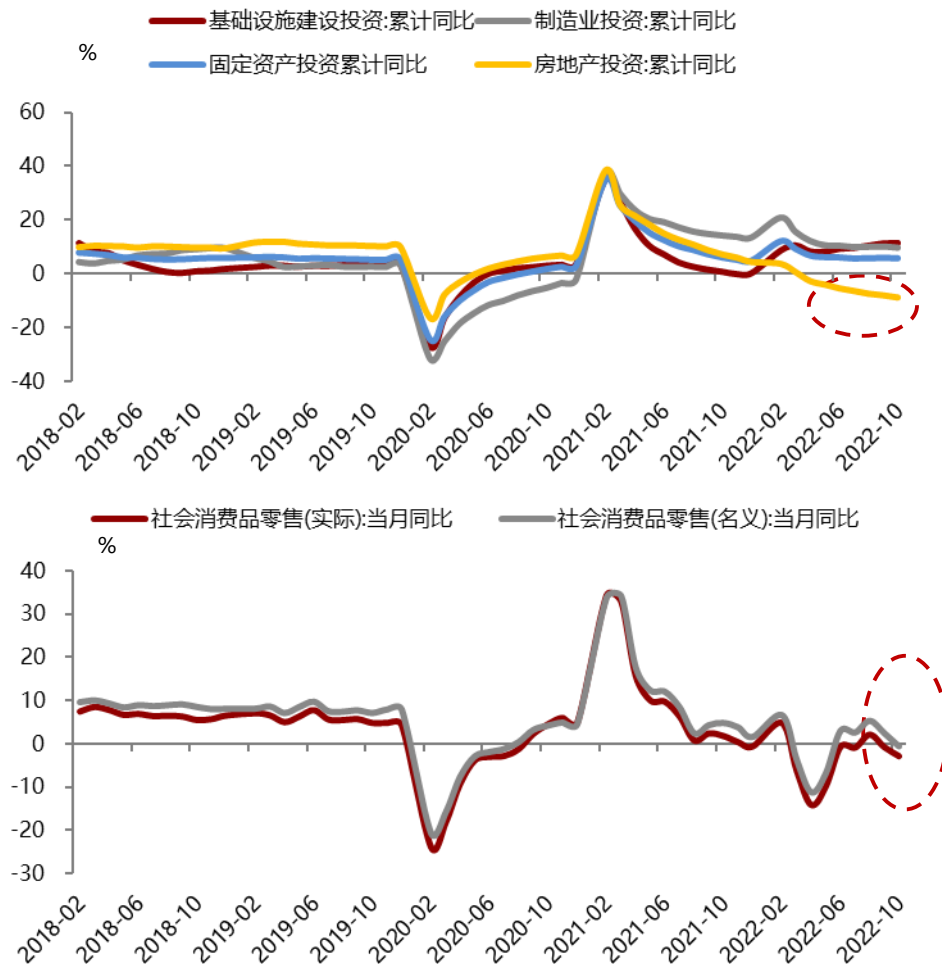
评级	期限	信用利差 (BP)	分位数 (有数据以来)	分位数 (2014年以来)	距离16年最低点(BP)
AAA	1年	45	20%	21%	37
	3年	60	34%	54%	52
	5年	57	69%	95%	48
AA+	1年	69	9%	12%	32
	3年	92	21%	35%	61
	5年	89	39%	64%	59
AA	1年	92	9%	3%	27
	3年	117	22%	29%	77
	5年	121	50%	68%	74

数据来源：Wind



## 久期维度：经济复苏趋势较为确定但幅度存疑

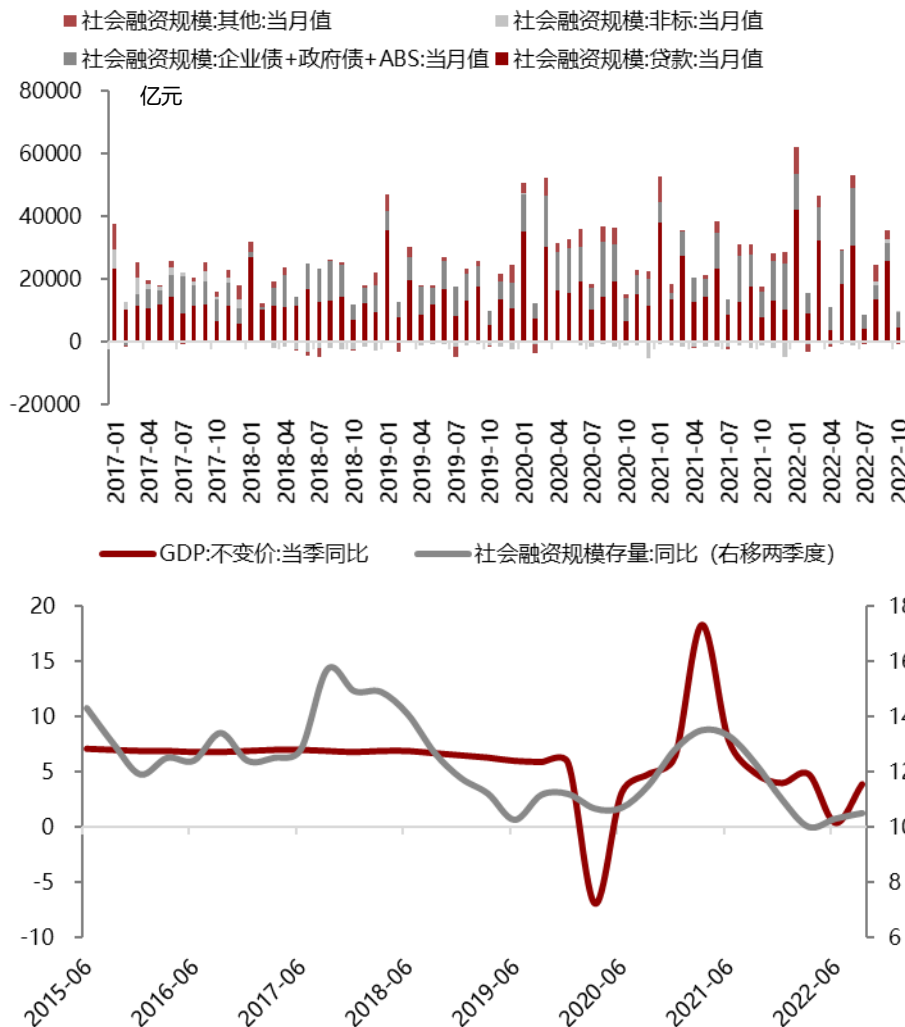
- 从趋势上来看，2022年房企陷入流动性危机、地产销售下滑、土地购置费贡献下降，均将对房地产投资增速形成拖累；而在工业企业利润增速下滑的背景下，预计工业企业投资增速持续上行动力或显不足；出口方面，随着全球经济进一步放缓，出口或面临回落压力；但考虑到换届后政府稳增长动力较强，预计基建投资仍能维持较高增速，同时随疫情管控放松政策不断推进，居民出行等服务需求恢复，预计社零消费增速能出现一定反弹；
- 从基数效应来看，2023年经济数据普遍存在较低的基数，预计经济增速大概率能呈现复苏趋势，但考虑到23年海外经济存在一定衰退风险，潜在的出口下滑或对经济造成较大拖累，整体经济复苏幅度存疑。



数据来源：Wind

## 久期维度：社融短期持续走弱，宽信用预期下实际效果仍需密切关注

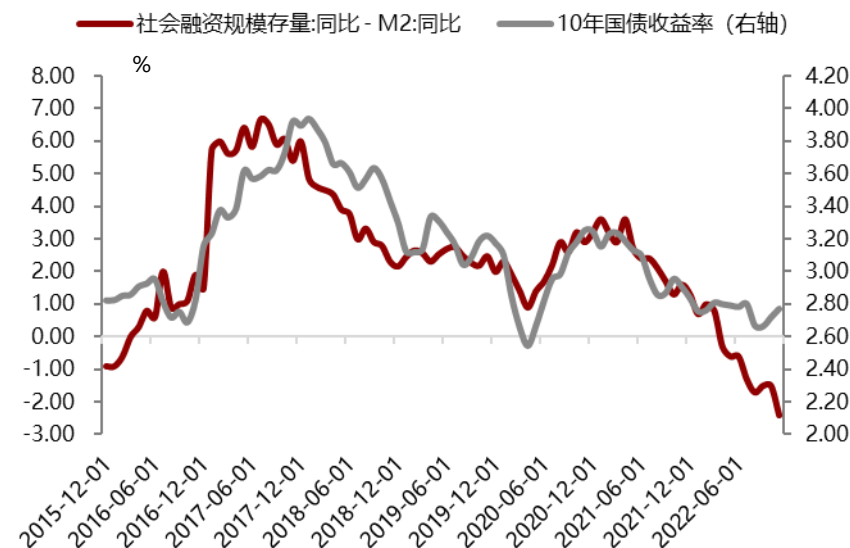
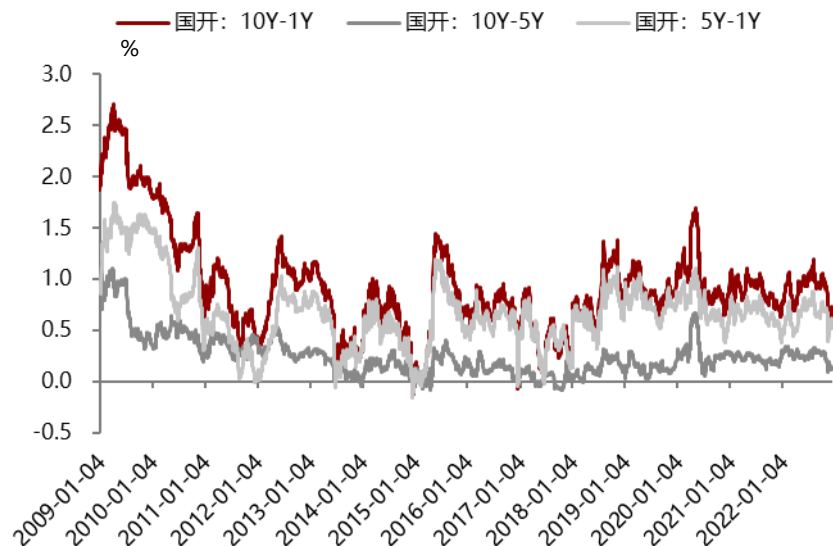
- 2022年以来，疫情持续对经济造成扰动，地产持续萎靡，上半年稳增长政策集中释放之后，下半年出口、消费亦开始快速下滑，企业融资需求不振，社融持续走弱；22年11月新增社会融资规模1.99万亿元，比上年同期少6109亿元，存量增速10.0%，较前值下降0.3个百分点。
- 从社融增速的企稳到经济基本面的存在1-2个季度的时滞，当前经济下行的趋势尚未得到扭转；在宽信用尚未见效、经济尚未企稳的背景下，预计货币政策仍将保持合理充裕的格局，另外，也需要关注社融增量的持续性问题，如果23年疫情高峰过后社融增速能持续高增，则风险偏好和市场预期的扰动将会加大。



数据来源：Wind

## 久期维度：经济强预期与弱现实博弈，久期选择稳妥中性

- 2023年上半年经济可能受疫情集中爆发影响陷入短暂阵痛期，货币政策维持合理充裕，宽信用仍传导不畅，社融增速大概率在二季度正式企稳，因此债市短期快速转熊仍缺乏有力支撑。
- 短期来看，经济基本面疲弱仍是难以改变的现实，10年国债向上有效突破3%难度较大，进一步上行需要看到经济或金融数据企稳复苏或央行态度转变。
- 23年一季度是政策对冲的密集期，国内稳增长政策、房地产政策、鼓励放贷、地方政府债发行节奏等的变化，会显著影响利率债收益率的走势。
- 23年上半年的走势主要取决于基本面弱现实与经济复苏强预期的博弈力量对比，在当前的收益率水平下，市场收益率水平更易产生波动，市场在当前利率水平下震荡的可能性大，久期选择应稳妥中性。

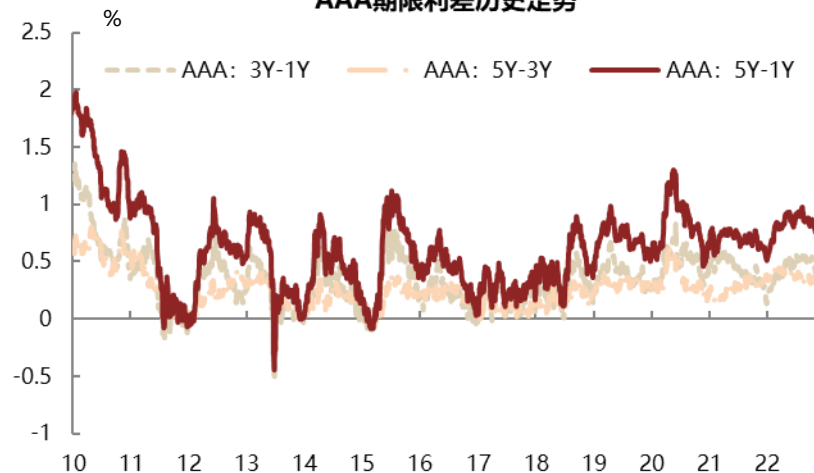


数据来源：Wind

## 久期维度：信用债投资应以3年内期限为主

- 23年稳增长政策加码、社融企稳改善预期等因素，使得债市面临更大的波动，久期选择应稳妥中性，对应到信用债投资策略上，信用债期限也不宜过长。
- 此外需考虑到长期限信用债流动性较差，若债市出现大幅调整，长期限信用债流动性会进一步枯竭，对组合调整带来较大的阻碍，因此对中长期限信用债的投资需加倍谨慎。
- 22年以来市场对中短期期限信用债的偏好明显提升，短端收益率快速下行，期限利差明显走阔。而近期受理财赎回冲击影响，中短端收益率快速抬升，3Y成为信用债曲线凸点，目前AAA、AA+、AA的3Y减1Y期限利差分别处于72%、76%、59%的分位数。在债市不确定性增强的背景下，预计期限利差仍将维持偏高水平，整体信用债券的投资期限应以3年内的期限为主。

AAA期限利差历史走势



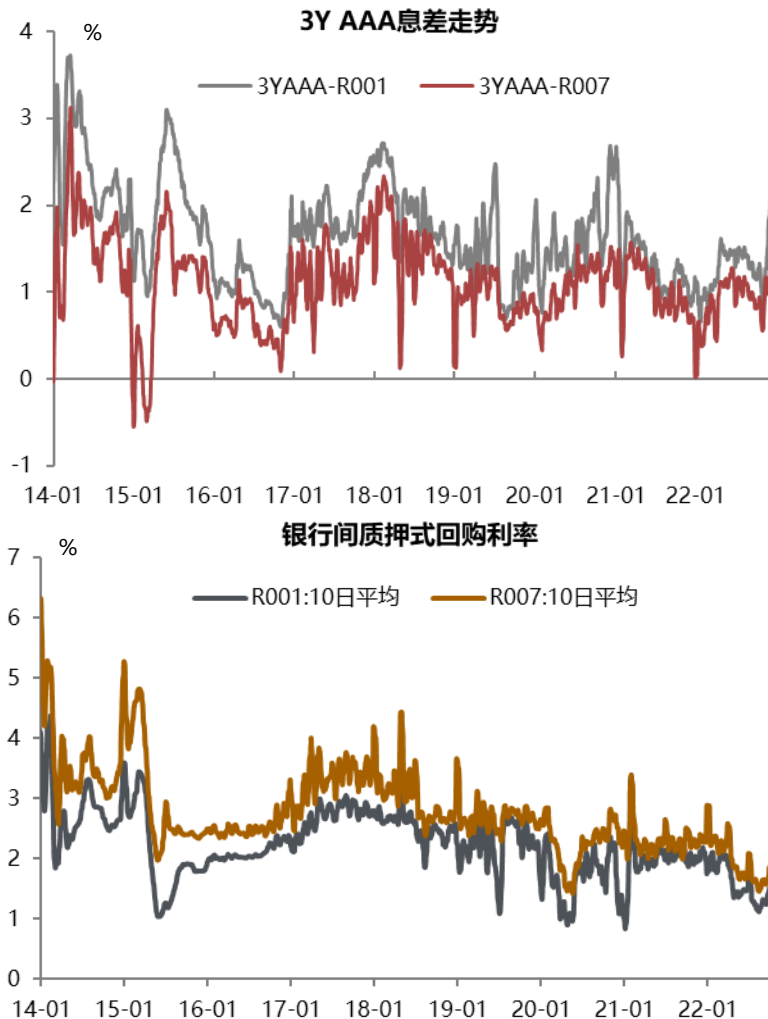
期限利差 2022/12/9

	当前水平			当前历史分位		
	3Y-1Y	5Y-3Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-3Y	5Y-1Y
超AAA	49	8	57	86%	28%	62%
AAA	51	12	64	72%	22%	49%
AA+	59	13	72	76%	18%	45%
AA	61	20	81	59%	20%	36%

统计区间：统计区间为有数据以来的所有时间段

## 杠杆维度：资金面宽松，息差较高，维持杠杆操作

- 23年经济下行压力仍然较大，在宽信用见效之前，央行有较大动力继续维持资金面宽松，资金利率低位运行且稳定性提升，信用债杠杆策略仍可获得可观回报。
- 目前3Y AAA减R001息差为205BP，处于67%的历史分位数水平；3Y AAA减R007息差为145BP，处于68%的历史分位数。目前加杠杆吃息差仍是最稳妥的策略。
- 不过从动态的角度看，今年以来广义基金和券商自营都大幅提高自身杠杆水平，未来随理财赎回冲击缓和、宽信用逐步推进，央行宽松举措或逐步退坡，资金价格大概率向政策中枢收敛，未来加杠杆的空间和息差收益或逐步压缩。

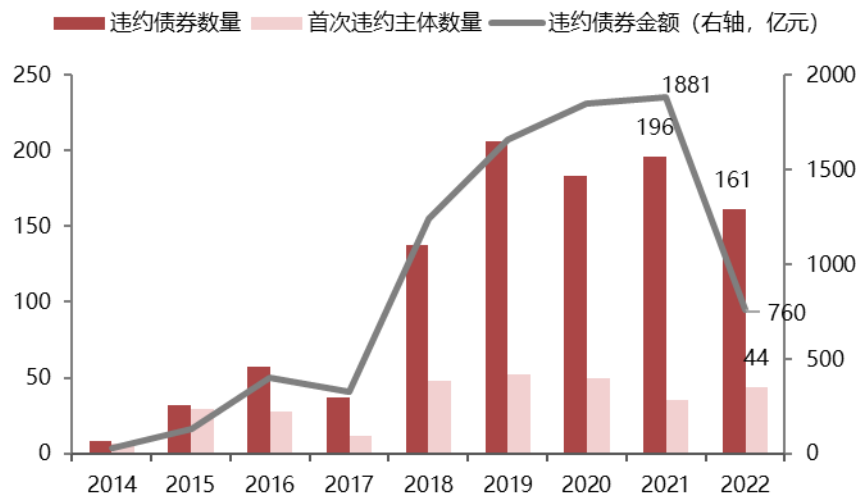


数据来源：Wind

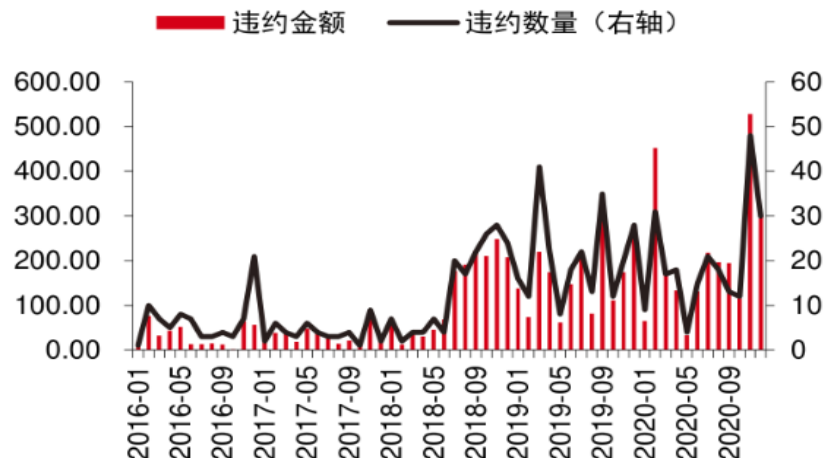
## 评级维度：2022年违约数量维持高位，风险缓释仍在路上

- 2022年仍是信用风险的大年。2019-2020年信用宽松时期民营房企迅速加杠杆，企业有息债务规模大幅增加，导致2021-2022年债务集中到期，叠加严监管背景下融资收缩，累积的信用风险集中爆发。
- 2022年债券违约维持高位，新增违约主体共有44家，违约债券161只，违约金额760亿，维持较高水平。目前债券累计违约率已经达到2%左右，超过2018年的两倍。从违约节奏来看，二季度违约数量明显增多，9月以来有一定的缓和，但仍大致保持在每月一家新增违约主体的节奏。
- 尽管2022年9月以来央行、银保监会出台一系列政策化解房企信用风险，通过货币供给、信贷支持、增信工具等方式缓解房企融资困境。但政策推进仍需要时间，短期内信用违约仍将维持高位，信用环境的改善仍十分艰难。

### 2014年以来违约情况统计

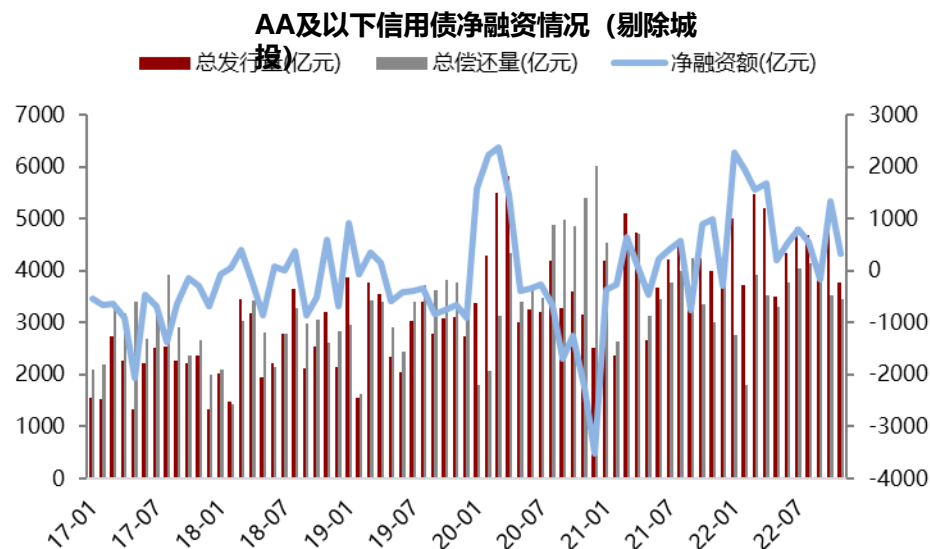
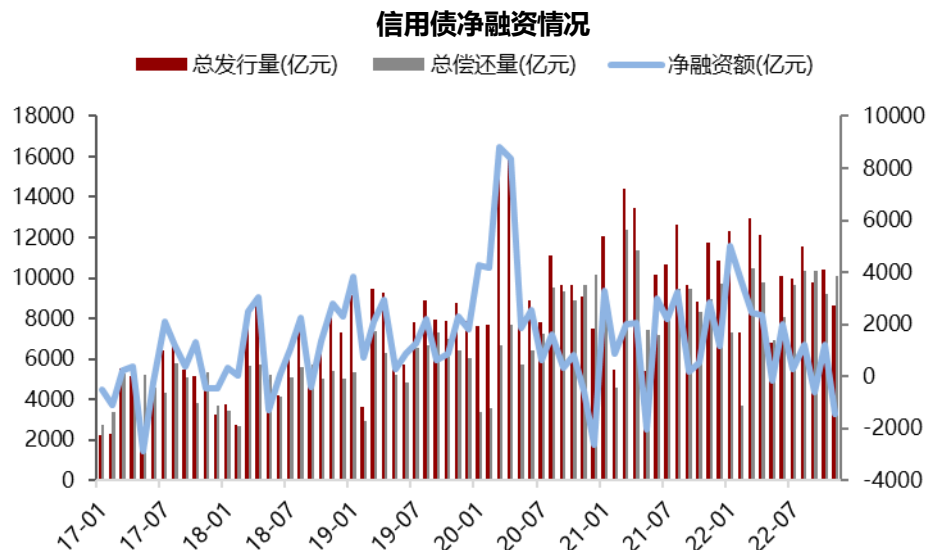


### 2016年以来违约情况月度分布



## 评级维度：净融资结构性问题突出，低等级主体仍不容乐观

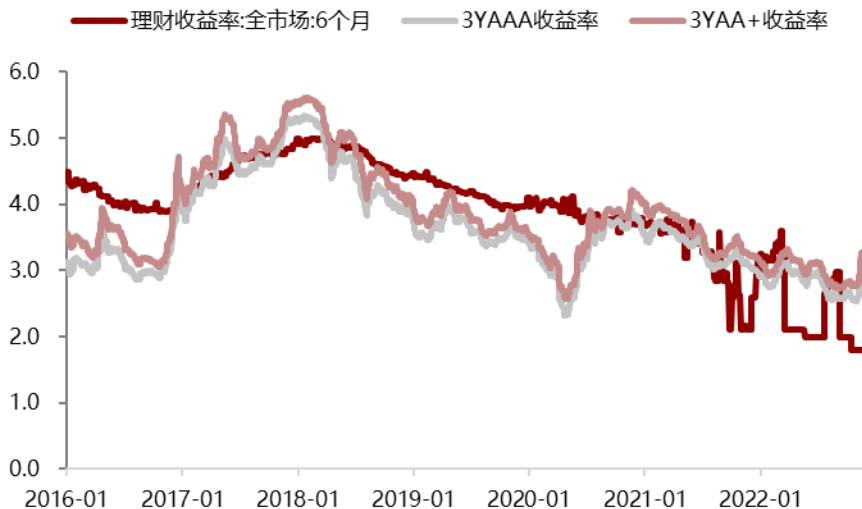
- 2022年前11个月信用债净融资1.6万亿，和2020年的3.0万亿和2021年同期的2.2万亿相比有显著回落。从节奏来看，上半年在稳增长政策集中释放下信用债净融资有大幅度的提升，但下半年企业融资需求不振，净融资开始持续下滑。
- 今年信用债融资结构性问题十分突出，上半年各类资管机构在资产荒背景下一致采用短久期下沉弱资质策略，AA以下信用债融资较好，但下半年以来随大会时点临近及利差压缩至历史低位，各家机构开始逐步收缩风险敞口，AA以下信用债融资快速回落。
- 而近期在理财赎回冲击影响下，信用债市大幅调整，收益率持续攀升，资管机构风险偏好下降，配置需求缺位，低等级主体融资状况不容乐观。



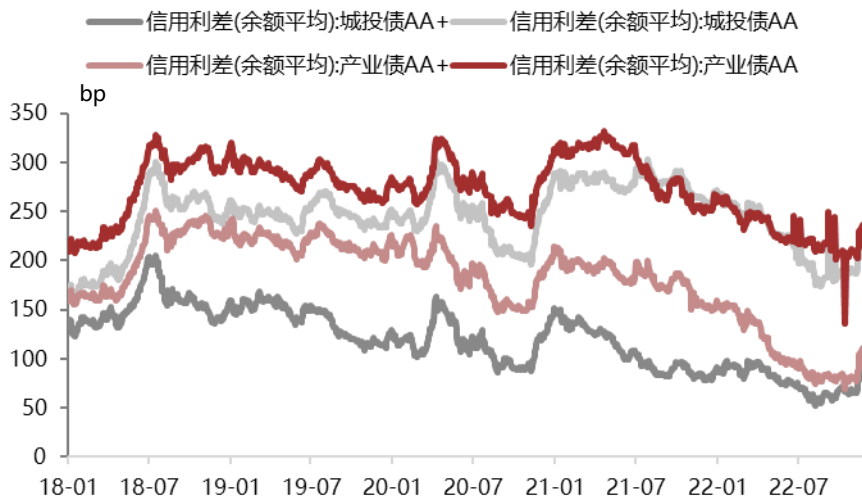
## 评级维度：整体仍偏好中高等级信用债，规避弱资质主体

- 风格切换到高等级的一个重要逻辑在于近期高等级、低风险资产收益率快速上行后已具备较优的配置价值，目前3年AAA、AA+信用债收益率已回升至19年的平均水平，高于当前大多数持有期1年内理财产品收益率，同时考虑到此次赎回冲击过后投资者或趋于谨慎降低风险敞口，提升组合流动性，预计后续高等级表现好于低等级。
- 与过往不同的是，投资者今年上半年更多选择城投作为下沉的方向，城投和产业分化较明显。7月以来评级利差的压缩主要靠城投债贡献，低等级产业债仍未好转，近期赎回冲击暴露低等级债券流动性问题，评级利差持续走阔。未来关键仍在于整体融资环境的改善以及企业经营财务状况的好转，短期内还难以看到。
- 低等级流动性较差，震荡市或熊市进行调仓防守也较为困难，目前仍建议资质下沉不宜过于激进，规避弱资质主体，谨防尾部风险。

### 信用债与理财产品收益率比较



### AA+、AA城投债与产业债利差比较





## 行业维度：规范PPP运行，严禁违规新增地方隐性债务

- 2022年11月18日，财政部发布了《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》（财金〔2022〕119号）（以下简称“119号文”），这是继2019年决策层彻底清理PPP领域规则体系后，又一份PPP领域的整体综合性文件。
- 119号文主要内容：**（1）严守PPP10%红线。**严禁通过“借用”未受益地区财政承受能力空间等方式，规避财政承受能力10%红线约束；严禁脱离项目实际通过“报小建大”等方式调整项目财政支出责任，规避财政承受能力10%红线约束。**（2）严禁违规新增隐性债务。**加强PPP项目入库审核与地方政府隐性债务风险防范工作协同和信息共享；按照穿透式监管原则审核项目是否存在其他影响PPP项目规范运作、增加地方政府隐性债务的情形。
- 119号文的内容并没有重大实质性的突破，只是在10号文及相关PPP细则的框架下，对10号文及相关PPP细则内容进行了补充、完善、细化或强调，旨在规范PPP运行，后续通过PPP变相增加隐性债务的难度在加大。

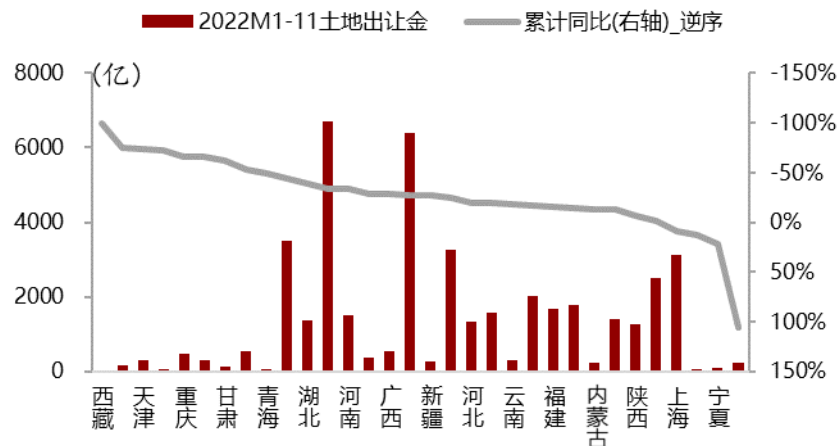
近年来规范PPP项目运行的重要文件

时间	相关部门	文件	主要内容
2017/11/16	财政部	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号）	进一步规范政府和社会资本合作（PPP）项目运作，防止PPP异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量，包括严格新项目入库标准和集中清理已入库项目两方面内容。
2019/3/10	财政部	《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	确立了PPP模式全流程中所有最基础的合规底线，使PPP脱胎换骨，从此PPP进入2.0时代。
2019/5/27	财政部	《关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知》（财办金〔2019〕40号文）	增加地方隐性债务的PPP项目，将被清退出库。
2019/7/1	发改委	《关于依法依规加强PPP项目投资和建设管理的通知》（发改投资规〔2019〕1098号）	在《政府投资条例》和《企业投资项目核准和备案管理条例》等行政法规的指引下，PPP项目投资管理应逐步纳入法治化轨道。
2022/11/18	财政部	《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》（财金〔2022〕119号）	在10号文及相关PPP细则的框架下，对10号文及相关PPP细则内容进行了补充、完善、细化或强调，旨在规范PPP运行。

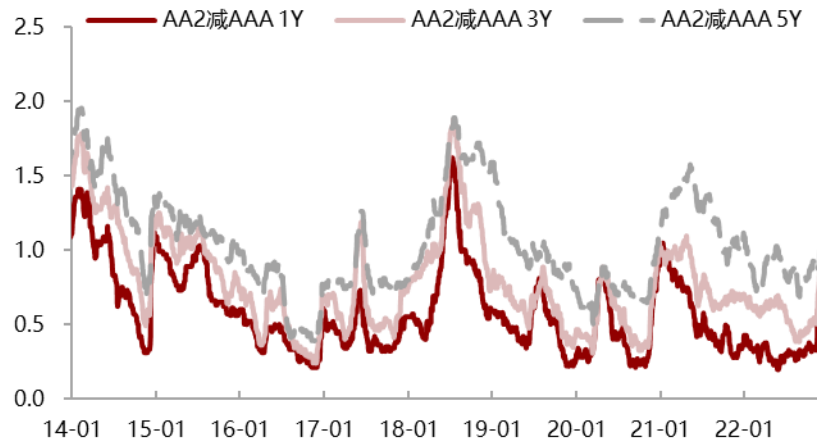
## 行业维度：城投分化加剧，警惕尾部区域平台风险

- 往后看，隐性债务化解即将进入下半场，实质性压降债务是政策诉求，城投行业继续维持“金身不破”的难度在加大。在“房住不炒”政策基调下，土地财政面临重塑，地方财力增长承压，叠加债务率约束，部分弱区域有可能打破刚兑，沿着非标→私募债→公开债的传导路径，冲击行业信仰。在违约和估值风险双重压力下，城投债投资难度持续加大。对于财政实力弱、债务负担重的区域，投资机构愈发谨慎，省份内部分化和省际间的分化不可避免，“抱团取暖”现象预计更加突出，建议城投债以防风险为主。
- 另一方面，城投债作为债市最核心资产，机构仍有配置需求。理财净值化转型后债市波动性在加大，机构对于短久期债券的偏好在提升；同时今年地产债违约频发，市场风险偏好在下降，因此，综合上述两方面基本可以判断机构对于城投债的配置会往中高等级中短久期倾斜。具体区域上，可关注东部发达省市强区县主平台、中部省级平台以及省会城市主平台。

地产下行拖累地方卖地收入



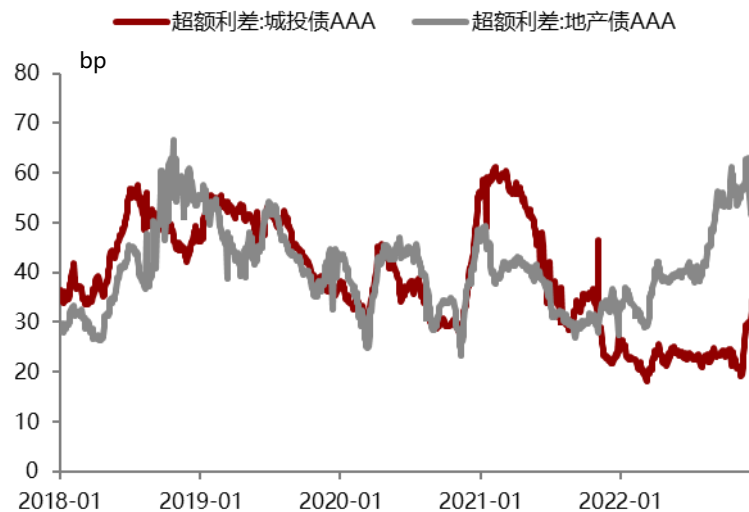
城投债评级利差：AA(2)减AAA



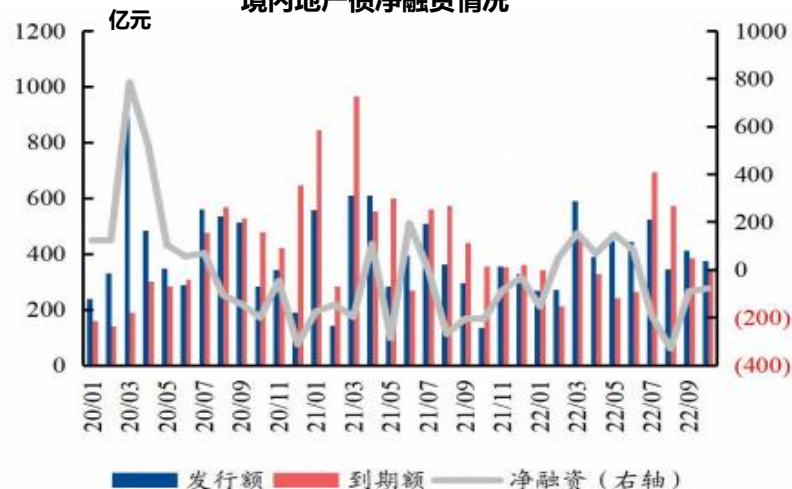
## 行业维度：地产缺乏板块机会，精选个券进行配置

- 地产债在过去一年经历了至暗时刻，民营房企接连暴雷，收益率大幅上行，板块整体的投资机会不甚明显。地产债内部持续分化，经营较为激进的中低等级民营企业乏人问津，但其他央国企主体则出现了不同偏好的机构投资者关注，优资质房企的利差开始收窄。
- 21年下半年以来在行业严监管背景下依靠高杠杆运营模式的房企接连陷入流动性危机，行业基本面持续走弱，市场对房地产销售普遍预期悲观，另外房地产债券、非标等融资工具将出现到期高峰。但从违约风险来看，对于主业明确、杠杆合理、扩张诉求不强的央国企，具备放缓投资的空间，从而应对行业下行风险。另外近期中央持续推出地产纾困政策大幅缓解了中高等级房企的偿债压力，金融资源对国企央企的倾斜依然十分明显。
- 投资建议：久期在2年以内的央企以及中等资质国企，需要特别关注发行人债务到期压力和可调度金融资源，可以适当牺牲流动性，参与非公开品种及ABS品种。

### 地产债与城投债超额利差对比



### 境内地产债净融资情况

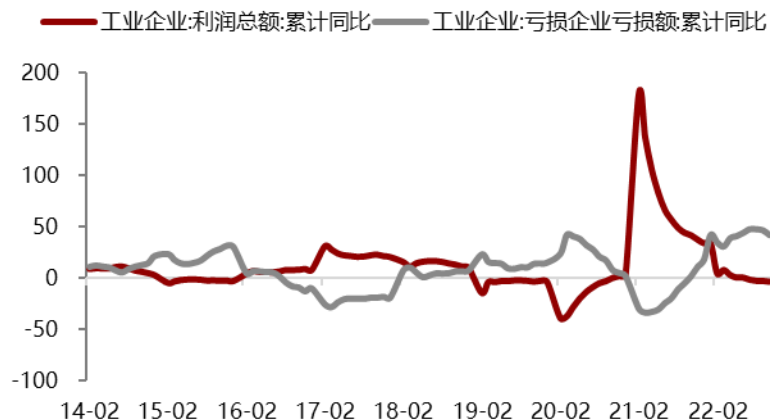


数据来源：Wind

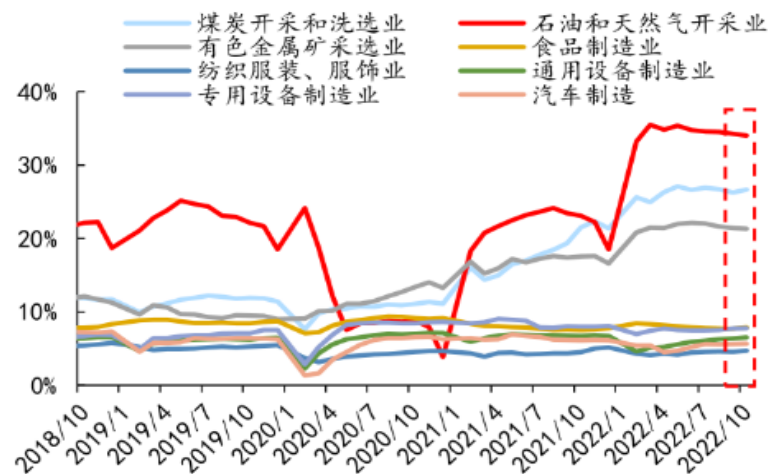
## 行业维度：盈利下滑压力大，中上游行业信用资质边际弱化

- 2022年以来，随着经济下行压力不断加大，工业企业利润数据持续下滑，亏损企业数量和亏损额都大幅上升，盈利能力严重恶化。不同行业分化也十分明显，下游企业受双重挤压，经营恶化更严重。23年经济下行压力仍然很大，不少行业的长期风险堪忧。
- 供给侧改革、环保政策趋严背景下，煤炭、钢铁、化工等中上游行业经营状况明显好转，信用利差压缩至低位。往后看，房地产投资下滑、消费疲软、出口增速回落等因素对下游需求端形成较大拖累；另一方面环保政策放松，新增产能恢复，供给端的约束逐渐消除，供需关系的弱化对中上游产品价格形成冲击，预计部分中上游产业如钢铁行业信用资质将边际有所弱化，需警惕信用利差走阔的风险。
- 产业债缺乏明显的板块投资机会，仍需精选个券，挑选各行业竞争实力较强，财务稳健的龙头企业进行投资。

### 工业企业利润和亏损情况



### 上下游企业利润率情况

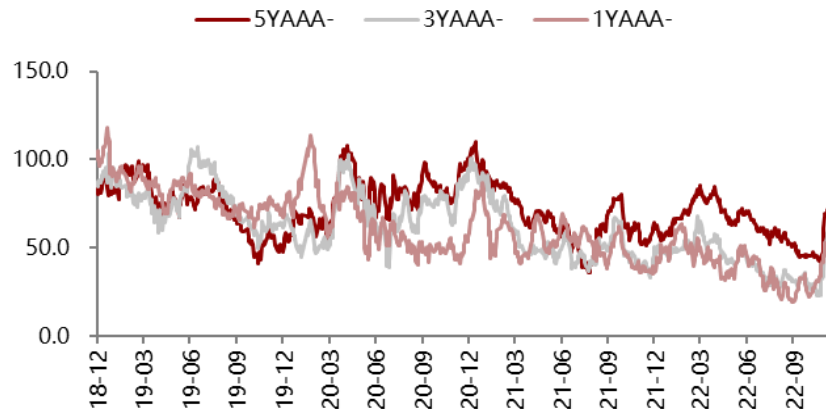


数据来源：Wind

## 行业维度：关注银行资本补充工具配置机会

- 21年以来随着银行资本补充需求的提升，二级资本债及永续债发行开始放量，在资产荒的背景下，持续扩容的银行理财及公募基金开始挖掘新的债券品类，低风险、易上量的银行资本补充工具成为广义基金配置新宠，其二级市场流动性快速提升，成为信用市场流动性最优的债券品类之一，信用利差和类属利差亦持续收窄至历史低位。
- 但近期债市持续调整后理财二次赎回的压力加剧，机构行为导致的信用债二级砸盘风险仍在演绎，银行次级债作为流动性较优的信用品类首当其冲，不断遭到理财及基金的抛售，收益率快速上行，利差大幅走阔，目前其信用利差已达到90%历史分位数水平，配置价值逐步凸显。预计待赎回缓和、信用市场企稳，低风险、高流动性的中短久期银行资本补充工具仍是广义基金的配置首选，可提前关注，等待赎回冲击过后的右侧机会介入。

银行二级资本债信用利差走势 (BP)



银行二永最新配置价值

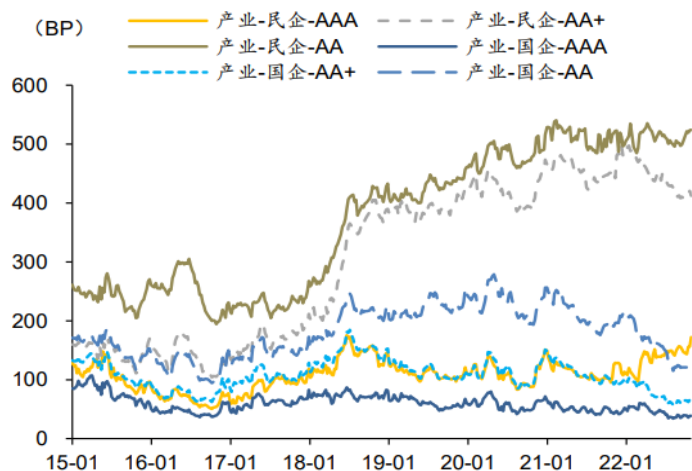
银行二永债绝对收益率						
2022/12/12	绝对收益率 (%) / 历史分位数					
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA银行二债	3.20	3.71	3.85	55%	60%	47%
AAA银行永续	3.26	4.00	4.10	100%	100%	99%
银行二永债利差						
2022/12/12	信用利差 (BP) / 历史分位数					
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA银行二债	79	90	92	80%	90%	91%
AAA银行永续	84	118	117	100%	100%	100%

## 行业维度：关注龙头民企投资机会

- 9月以来中央明确表态支持民企发展，大量的民企纾困政策密集发布，各地也纷纷响应出台相应纾困方案。然而获得支持的仍是各地各行的重点企业和龙头企业，弱资质民企仍是被抛弃的对象，分化仍会加剧。
- 获得CRMW支持的民企是政策的直接受益者，短期流动性明显好转。在当前为民企纾困的政策基调下，这些被选中的龙头企业一定程度上获得了金融机构的隐性背书，信用风险有所降低，18年12月以来民企整体利差也有所回落。
- 未来仍建议挖掘细分行业的龙头，重点关注已经得到金融支持的民企，投资品种以短期限为主。考虑到民企风险事件层出不穷，分化仍会加剧，对民企的择券需加倍谨慎，严格回避经营财务状况不佳、盲目多元化、流动性压力大、公司治理存在缺陷等民企主体。

时间	事项	具体内容
2018年10月22日	国常会	对中小金融机构加大再贷款、再贴现力度，提高对小微和民企金融服务。设立民企债券融资支持工具，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持。
2018年11月6日	人民银行“三支箭”政策组合	央行三支箭政策组合支持民企融资，包括增加民营企业信贷；支持民企发债，推出债券融资支持工具；研究设立民营企业股权融资支持工具。
2018年11月8日	郭树清讲话（一二五目标）	在新增的公司类贷款中，大型银行对民企的贷款不低于三分之一，中小型银行不低于三分之二，争取在三年以后，银行业对民企的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。
2018年10月以来	各个地方政府成立纾困基金	自中央支持民企政策出台以来，各地响应号召成立民营企业纾困基金，目前已设立纾困基金的地方包括：北京、深圳、上海、广州、杭州、成都等，此外其他地区也在陆续推进。
2019年7月31日	央行	中国央行当日称，为改善小微和民营企业融资环境，决定增加支小再贷款额度500亿元，重点支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放，引导降低社会融资成本。本次增加额度后全国支小再贷款额度为3695亿元。

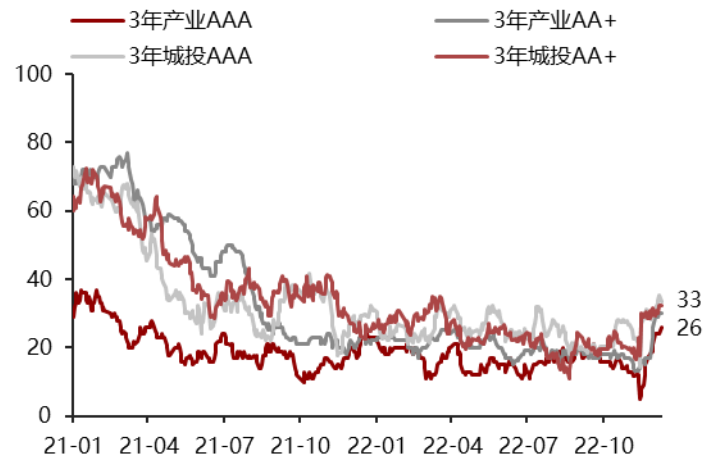
产业债国企民企利差比较



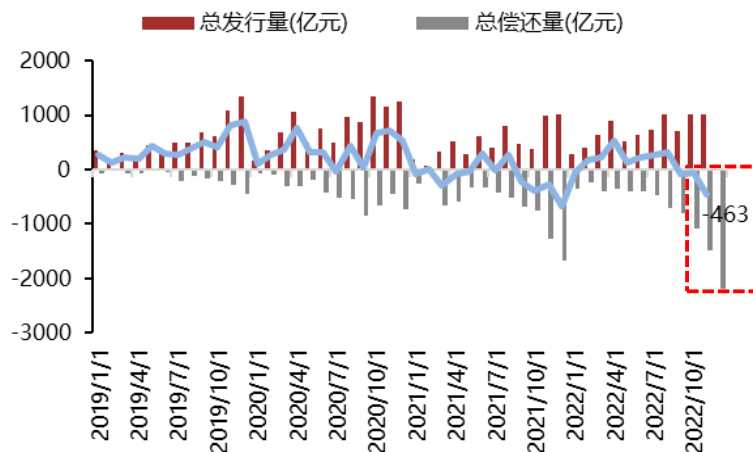
## 类属维度：免税红利推动永续债超额利差持续压缩，后续仍有空间

- 18年9月出台《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，国企永续债逐渐放量。由于政策任务相对刚性，发行人愿意支付一定的溢价，市场对永续债的偏好提升。
- 21年以来在资产荒的背景下永续债受到配置机构的持续追捧，品种利差持续压缩，自高点压缩约50BP，表现十分优异。2022年机构对企业永续债的旺盛配置需求延续，其品种利差于10-20bp的区间窄幅震荡，但近期受理财赎回冲击影响，部分永续债遭到抛售，品种利差重新走阔至30BP左右。
- 按照税收新规，若发行人将永续债计入权益，则投资人也计入权益类资产，取得的利息收入可视为股息红利免征企业所得税。对于券商、保险自营而言，考虑25%所得税后的实际收益大幅提升，配置意愿较强。叠加一级新发相对不足，带动品种利差持续收窄。
- 对于信用资质良好，负债率可控，条款合理的永续债仍相对安全，可精选优质主体的永续债进行投资，赚取品种利差增厚收益。

企业永续债品种利差 (BP)



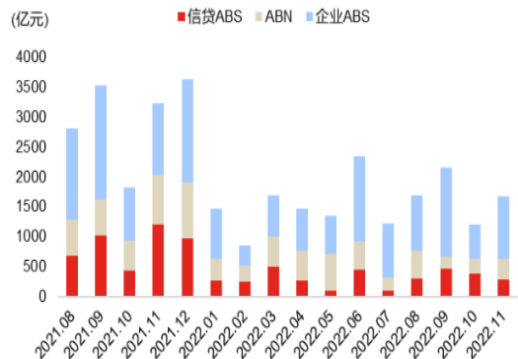
企业永续债月度净融资情况



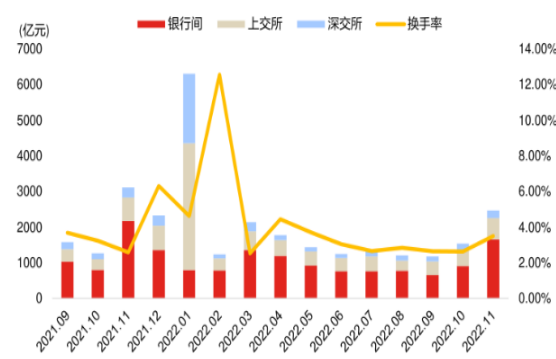
## 类属维度：ABS流动性待改善，优选涉房和小额贷款类品种

- 18年以来个人住房抵押贷款、消费性贷款成为银行优质盘活资产来源，发行量激增。房企传统融资渠道受限以及非标转标压力，涉房类ABS成为较好替代品种，发行量大幅增加，但仍以信用资质较好的AAA、AA+房企为主。受现金贷新规影响，小额贷款类ABS规模大幅下滑，花呗、借呗主要资金来源变为银行端。
- 信贷ABS二级交易活跃度远高于企业ABS，且持续向好；企业ABS基础资产类型多样，存续期信息披露指标统一性弱，短期内二级市场交易活跃度仍难有实质性改善。
- 投资建议：（1）对公贷款与租赁债权类ABS仍有一定溢价，结合基础资产风险分析择机投资；（2）考虑到流动性，建议期限控制在2年以内。

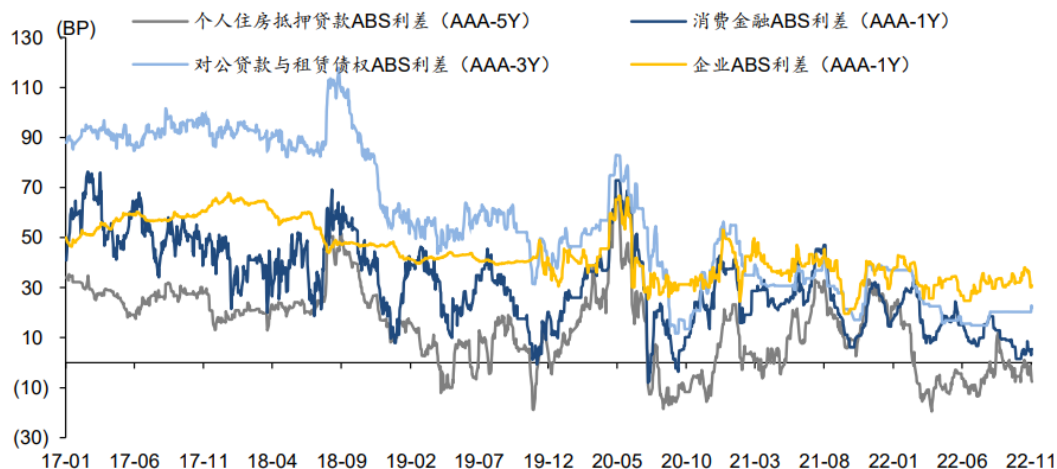
### ABS发行规模



### ABS二级成交情况



### 不同类别ABS利差





## 类属维度：私募债利差收窄，投资价值下降

- 私募债由于非公开发行、流动性相对较差，导致无论票息还是后续估值均高于公募债券，但由于私募品种的期限偏短，如果有久期匹配的资金，买入持有到期，能够锁定较高的收益。尤其在高收益品种稀缺的状况下，私募债为投资者的业绩增厚提供了投资机会。
- 债牛上半场公募债利率下行更快，而私募债利率调整较慢，导致利差拉大，而到了牛市下半场，公募债收益率下行幅度已然较大，而供给端的结构性变化导致投资者在公募品种拿量较为困难，投资者为了获取筹码和追求高票息，被动转向私募债配置，进而打开了私募债利率的下行通道，导致利差持续压缩。
- 投资策略上，考虑到城投信用风险更为可控，可精选资质较好的城投私募债进行投资。此外发行过公募债的主体信息披露状况更好，可优先选择有公募债发行历史的个券。

### 公私募产业债收益率比较



### 公私募城投债收益率比较



## 2023年策略：控久期，精选券，做高静态票息，加杠杆吃息差

### □ 久期：以3年内期限信用债为主

- 2023年上半年的走势主要取决于经济基本面弱现实与经济复苏强预期的博弈力量对比，在当前的收益率水平下，市场收益率水平更易产生波动，久期选择应稳妥中性，信用债投资以3年内期限为主。

### □ 杠杆：维持杠杆操作

- 经济弱现实背景下复苏进程仍不明确，在宽信用见效之前，央行有较大动力维持资金面宽松，资金利率低位运行且维持稳定，信用债杠杆策略仍可获得可观回报，可维持高杠杆操作。

### □ 评级：中高等级为主，考虑优先流动性

- 信用违约再创新高，尽管中央不断出台民企纾困政策，但受益的仍以龙头民企为主，弱资质民企仍是被抛弃的对象，风险分化仍在加剧。低等级主体经营财务情况好转及融资环境改善短期内难以看到，而近期赎回冲击则暴露了其严重的流动性问题，评级利差持续走阔。未来考虑到风险分化特征越发明显，市场风格切换到高评级是大势所趋，组合持仓建议以中高等级为主，资质下沉不宜过于激进，23年市场波动可能加剧，优先保证组合流动性。

### □ 行业：板块机会难寻，行业内部分化加剧，警惕尾部主体风险

- 地方土地出让大幅下滑，区域分化加剧，建议城投债以防风险为主；地产债缺乏板块机会，重点关注央企和中等资质国企；中上游产业如钢铁行业警惕信用资质弱化的风险，挑选竞争力较强的行业龙头；金融板块可重点关注银行资本补充工具，其具备低信用风险、高流动性、易上量等特点，近期受赎回冲击影响其利差快速走阔，配置价值已逐步凸显；此外可重点关注部分获得政策支持的民企，但择券需加倍谨慎。

### □ 类属：负债端稳定产品适当牺牲流动性获取高溢价增厚收益

- 永续债新规影响相对有限，仍可投资资质良好、条款合理的永续债赚取超额回报；ABS优选对公贷款与租赁债权类产品；私募债仍有一定利差，负债端稳定产品可优选私募城投债进行投资。

鹏友会·鹏华基金投资者教育基地

首页

大学堂

科普帖

鹏友会

直播间

鹏华智投

法规库

国民教育

关于我们

当前位置: 首页



# THANKS



ETF让未来更精彩  
上证杯 高校ETF菁英选拔赛  
2022 第二期

2022上证杯

高校ETF菁英选拔赛

2022.9 - 2022.12

上证投资家  
edu.cnstock.com

百位专家投教行



大学生财富素养调查