建银国际证券
研究部

崔历
(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

姜璐璐
(852) 3911 8012
jianglulu@ccbintl.com

宏观视野
后疫情时期中资美元债市展望

全球利率预计继续波动回升：开年以来全球长期国债利率回升，上周进一步冲高后回落。在疫苗接种普及化、经济延续复苏和财政扩张等支持下，我们保持美国长期国债利率继续上行的预期。由于财政宽松和通胀预期回升，利率波动成为新常态。特别是未来数月通胀数据预计受基数影响走高，加大市场对联储提前退出货币宽松的担忧和利率上行压力。如果实际利率大幅上行令风险资产承压，不排除发达国家央行加大 QE，抑制利率升势。

宏观环境仍利好中资美元债，需管理利率波动风险：尽管全球无风险收益率上升，但离岸人民币债券有望受益于经济复苏、联储鸽派取向、人民币汇率的坚挺，以及低息环境下有吸引力的估值。预计离岸债市信用息差趋向收窄。由于近期海外利率波动风险加大，短久期，资质较好的中资债风险更为可控。

中资债供应预计维持强劲，结构边际变化：反映境内外收益率的差异及到期债券的再融资需求，预计今年中资美元债供应继续保持双位数增长。投资级债券的发行预计尤为旺盛；而政策对地产城投等行业的发行加大限制，意味着债市的供给结构边际发生变化：新发行债务的资质提升，但存量债务的信用资质和息差水平将更为分化。

个体违约风险持续，投资选择性是关键：受益于前期供给侧改革以及去年经济的快速修复，企业偿债压力维持在过去十多年来的低位。预计政策继续边际收紧控制债务上升并破除刚兑。违约风险使离岸市场近期承压，但除个券外对行业和总体市场影响不大。未来制造业/服务业/科技等行业有望受益于评级提升。城投债则可能受到破除刚兑的政策影响，地产行业的两级分化尤为明显。个体违约情况预计持续，个券甄别尤为重要。

受境内外环境的影响，中资美元投资级债券年初以来息差略有收窄但仍高于疫情前水平，高收益债券息差则有所走扩。一方面，开年以来全球经济延续复苏，加上拜登政府提出的新一轮疫情救助措施有望通过国会，通胀预期和利率走高攀升，截至3月1日，美国10年期国债利率已经较去年底走高超过50个基点，美元较1月上旬有所反弹，新兴市场债市和汇市承压。另一方面，中国国内的经济数据保持亮丽，特别是制造业需求强劲反弹，工业行业价格持续复苏，并有望带动新的一轮投资周期，减少了货币政策宽松的必要性。春节前后央行的流动性操作趋紧，预示未来数月国内的短期和长期利率均有可能继续回升。此外，破除刚兑的政策继续推进，去年11月中资债务违约率上升，尽管之后几个月有所回落，仍对离岸信用债市场的投资情绪有所影响。

疫情下中资美元债市受海外环境和境内监管双重影响

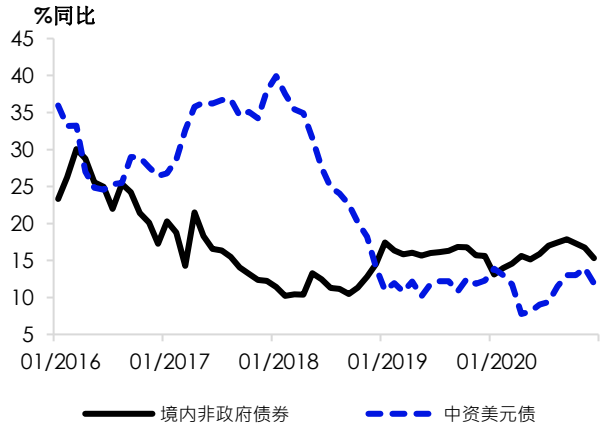
离岸信用债市去年下半年以来发行旺盛，反映境内外的流动性差异：去年三、四月份受疫情影响离岸债市下跌，发行收缩，后随全球流动性大幅宽松，离岸市场修复，发行量上升，下半年净发行同比增65%，全年则扩张约12%。 与此相对，受上半年在岸市场受宽松政策影响，境内信用债发行同比升32%，下半年则随政策收紧利率上升，发行放缓至个位增长（图1,2）。离岸市场流动性宽松部分补充了在岸市场收紧下的融资需求。离岸市场目前约占境内市场总体存量的6%。去除主要在境内发行的政府债券，信用债中离岸市场占比则在9%左右。

疫情下市场结构出现边际变化：新兴行业发行量有所上升，地产城投占比有所下降。传统行业在离岸债市仍占主导：2020年，金融、地产、制造业、公用事业和城投几个板块占境外债务存量的80%。其中，地产债的份额自2016年以来持续上升，在2020年达到22%。但从新发行来看，地产债和城投的发行份额去年有所下降，金融债板块的债券发行有所扩张。互联网媒体板块的债券发行占比从过去几年2%左右跃升到接近11%（图3）。从评级来看，投资级债券的发行于去年6月开始提速，共占6月至12月新发行债券总量的54%，反映了下半年更加宽松的流动性环境。投资级债券中金融和互联网板块占去年中资美元发债规模的39%，是2015、2016年以来的新高。

受到全球流动性和国内政策的双重影响，离岸债市信用息差仍处高位：从一级市场发债利率来看，2020年由于疫情的影响，美联储紧急降息，带动中资美元债的新发债利率大幅走低（图5）。有46%的新发债券的票息集中在0-2.8%的区间，为过去10年以来的最高水平，但票息超过5%以上的高息债券占比也达到了28%，较2015、2016年的资金价格低位时期的15%左右扩大（图6），显示发债主体信用状况的进一步分化。信用息差则仍维持较高水平。

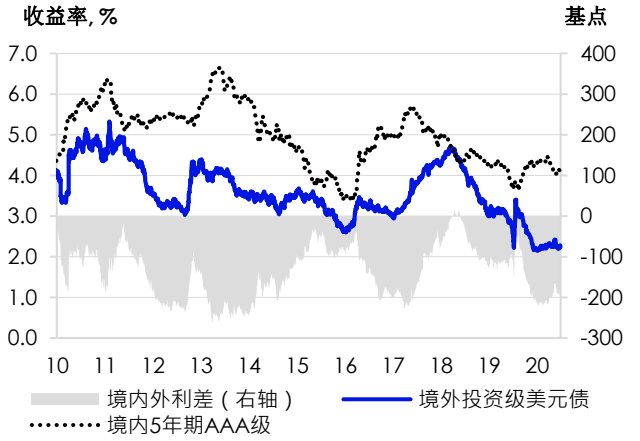
二级市场中，中资美元债的表现亦受境内外经济和政策基本面主导：2020年3月前主要受国内疫情和宏观政策影响：市场的避险情绪令投资级债券收益率在2020年3月中旬之前呈下降趋势，同期高收益级债券的收益率短暂下降后在二月末已经开始快速上升；2020年3月至9月则受海外疫情和政策变化主导：三月份海外疫情爆发，美国风险资产下跌致使离岸流动性大幅收紧，引起海外风险资产的抛售。中资美元投资级和高收益债券的收益率在三月飙升，与上几次全球流动性危机时的表现一致。其后发达国家央行推出刺激政策，全球流动性危机缓解，中资美元债息差收窄；2020年9月以后，受国内信用环境和监管政策影响，部分主体开始出现违约，一些地方国有企业的违约对市场产生较大冲击。高收益板块的信用利差在10/11月明显走扩，今年年初仍持续承压。

图 1：去年下半年中资美元债发行提速，而境内债市放缓



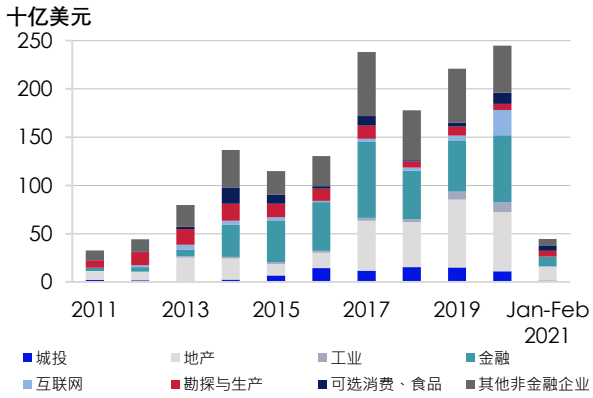
数据来源：CEIC，彭博，建银国际证券

图 2：境内外利差在 2020 下半年扩大，推动境外发行



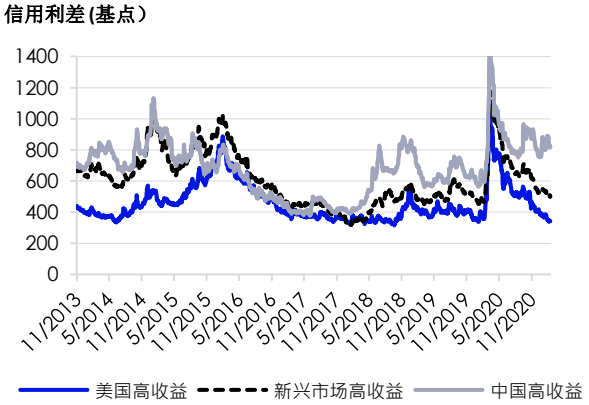
数据来源：彭博，建银国际证券

图 3：中资美元债以金融地产等行业发行为主，去年以来互联网行业发行量显著上升



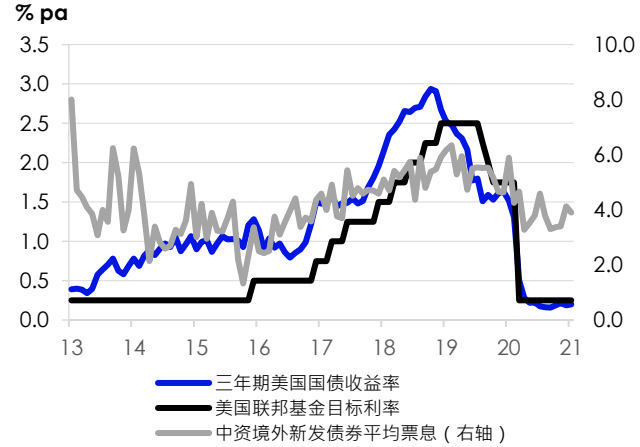
数据来源：彭博,建银国际证券（注：2021 年 2 月发行数据截止于 19 日）

图 4：受国内信用环境的影响，中资美元高收益债券较美国和新兴市场信用利差走扩更多



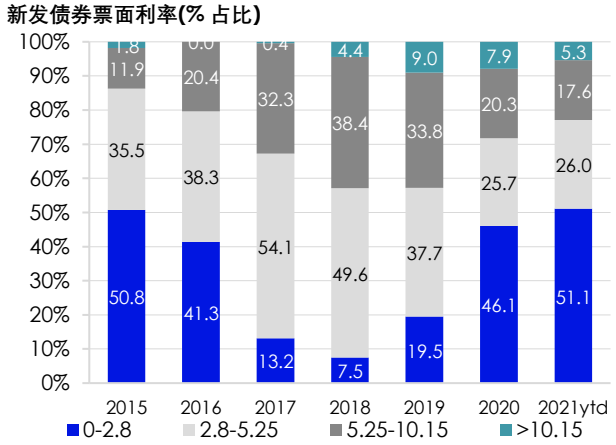
数据来源：彭博,建银国际证券

图 5 中资美元债券发行成本受益于全球宽松，但息差走扩下发行票息仍高于 2015/16 年



数据来源：彭博,建银国际证券

图 6：发行价格分化：2020 年资金利率处于低位，不过仍有 28%的债券以高于 5%的票息率发行



数据来源：彭博,建银国际证券

后疫情时代：境内外宏观环境总体支持中资美元债的需求和供给，但分化预计加大

随着全球经济逐步走出疫情，中资信用债市场面临的宏观环境好坏参半：一方面，后疫情时期全球经济复苏有利企业盈利，部分企业评级可能调高。而中资企业的债务基本面相对坚挺：疫情前的供给侧改革提升了企业资产负债表，存量风险已有所释放。而疫情下国内政策放松有限，企业债务负担并未大幅上升。收益率水平方面，中资美元债的信用息差，特别是高息债仍处相对高位，在全球流动性宽松，经济复苏的环境下估值有吸引力。另一方面，全球再通胀、利率上行、和美元阶段性回升则增加企业再融资的成本，对长久期债券形成压力。此外，国内流动性和信用环境收紧，监管趋严意味着违约风险将继续释放。

未来全球利率走势，境内流动性和监管环境，和个体违约几大因素将影响中资美元债的需求和供给。综合境内外宏观环境，我们预计随全球经济复苏，中资美元债的平均利差将进一步收窄。但近期全球利率波动风险上升，叠加国内信用政策，预计弱资质企业将继续承压。

需求：宏观环境总体利好境外中资债；需管理利率波动带来的风险

美债长期利率预计继续走高：过去几周美国长期利率的上行伴随实际利率的反弹和期限溢价上升，对风险资产价格影响负面。上周美国10年期利率冲高，体现市场担忧在经济复苏，通胀上行的趋势下，联储将提前退出货币宽松。美联储则表态会提高对通胀的容忍度，在2023年之前维持低息，并保持目前QE购买的速度。在经济逐步修复的预期下，我们保持10年期国债利率年底前中位继续上移到1.6%[2]，明年进一步上行的预测。

利率波动上升：在财政扩张的背景下政府融资需求加大，通胀预期抬头，同时央行需管理经济和金融风险避免利率过快上升，全球无风险利率波动加大成为新常态，我们之前曾有过详细分析（详见，宏观视野：全球宏观变局和对中国的影响 ，2020年5月）。未来数月即是一个时间阶段，受基数和大宗商品价格影响，美国CPI和核心PCE同比可能突破3%和2%，加大市场对通胀和联储提前退出货币宽松的预期，利率上行压力加大。如果实际利率上升过快，不排除联储和其他央行加大QE购买，抑制风险溢价。

历史看，全球利率上升的宏观环境对中资美元债的影响取决于经济环境和盈利状况。从过往10多年全球利率上行阶段的经验来看，企业债和中资债市表现不一。如果利率回升来自于经济修复而非货币政策收紧，利率上升环境更多伴随中资美元债的信用息差收窄。**汇率走势也是关键：**美元走弱，人民币汇率走强利好境外中资债，反之则令中资债承压。图7，8和表1展示了过去几轮全球利率上升中中资债市的表现：

- **2010 年末至 2011 年初：**2011 年的美国长债利率上升伴随经济复苏预期，美国 PMI 于 2010 年 9 月触底，市场预期美联储将如期结束 QE2，美国的企业债息差和中资美元债息差均收窄。中国制造业 PMI 整体保持强势，国内货币政策趋于收紧。人民币汇率走强，中资美元债信用利差收窄。

- **2013 年中至 2013 年底：**2013 年二季度美国经济回暖， 叠加美联储主席对于缩表的表态（Taper Tantrum）引发美债 10 年期利率攀升 100 多个基点， 美债信用息差上升，但幅度较 2010-2011 欧债危机以及 2014-2016 的能源危机幅度都更小。中资美元债信用利差小幅走扩，但随着金融市场波动、联储在 2013 年下半年继续维持购债规模而快速回落 。

- **2016 年 8 月至年底：**2016 年年中，受加息预期和川普当选影响，美债利率快速上行。中国国内经济形势向好，化解过剩产能初见成效，生产者价格指数经历了四年的负增长后转正，利好工业企业利润率。投资级和高收益美元债的利差则持续下行，与市场的总体乐观情绪一致。

[2] "Macro Update: Moderately higher US rates expected with the new stimulus", Jan 15, 2021

- **2017 年底至 2018 年 10 月：**2017 年底至 2018 年美联储加息，美债利率上行。2018 年受贸易战影响全球经济不振，而其他市场不具备美国由于特朗普 2017 年税改所带来的对企业盈利的额外推动，企业盈利趋缓，国内制造业走弱。叠加美元避险需求上升，人民币汇率回调，中资美元债的调整压力较大，信用利差扩大。

表 1：过去四次美国 10 年期国债收益率快速上升时期中美基本面

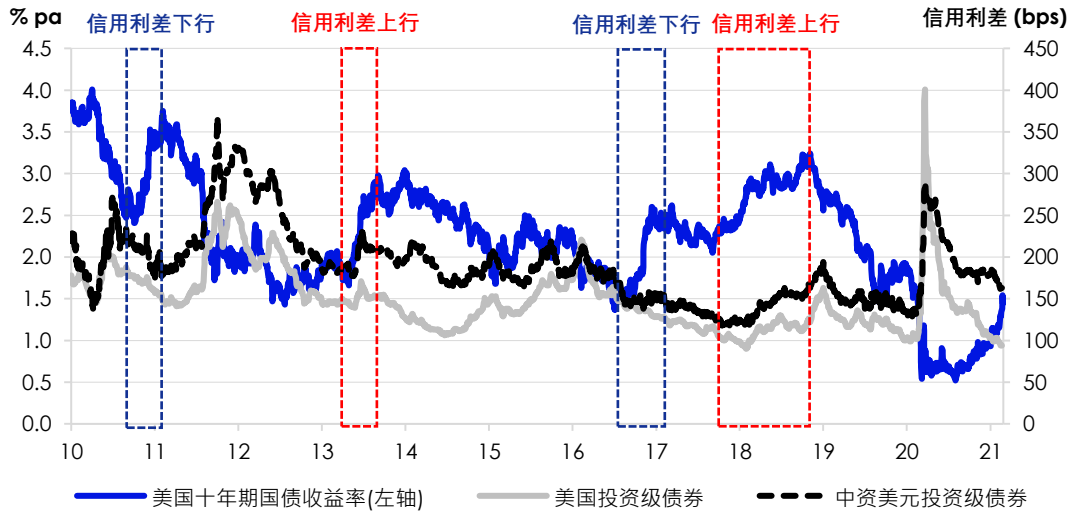
时间	事件	美国十年期国债收益率期末值和期内变化 (%pa)	美国PMI均值和期内变化 (指数)	中国3个月Shibor和期内变化 (%pa)	中国PMI均值和期内变化 (指数)	USD/CNY及期内变化 (%)**
2010.11-2011.2	市场预计美国QE2将如期结束	3.58 (+104)	58.1(+2.3)	4.91(+208)	53.6 (-2.5)	6.6 (-17%)
2013.5-2013.12	美联储主席伯南克表示考虑缩减购债计划	2.90 (+114)	53.9 (+5.5)	5.56 (+167)	50.9 (+0.4)	6.1(-2.0%)
2016.8-2016.12	市场对美联储加息预期上升	2.49 (+99)	52.0 (+1.8)	3.27 (+43)	51.0 (+1.5)	6.9 (+4.3%)
2017.12-2018.10	美联储连续加息	3.15(+80)	59.3 (+0.4)	2.96 (-180)	51.2 (-1.6)	7.0 (+5.5%)

** *负值代表人民币兑美元升值；* 数据来源：CEIC， 彭博，建银国际证券

因此，中资美元债的需求仍受几方面利好支持：一是利率上升伴随经济复苏，全球基本面修复驱动对新兴市场投资，而联储预计维持鸽派，流动性边际收紧但仍宽松 ，近期联储的反复表态体现这一点，政策骤然收紧的风险不大；二是美国财政赤字和债务的攀升下美元未来一两年仍有走弱压力，人民币预计仍有小幅升值空间，利好融资企业的资产负债表；三是估值：中资美元债作为国内信用债市的延伸，在美国信用债息差已经较窄的状况下，风险回报较为吸引（图9）。四是跨境资金开放：对于境内资金来看，中资境外高收益债券的信用利差显著高于境内，如果债券南向通开放，有望进一步促进境内资金配置中资境外高收益债券。在目前的宏观环境下，我们预测今年高收益和投资级债券的信用息差均有空间进一步收窄。

但近期利率波动的风险下，弱资质企业和长久期债券的压力预计上升：2013年的经验显示，如果由于市场担忧联储退出，美国国债利率快速上行，可能引起对新兴市场资产的短期抛售以及资产价格的调整[3]。 此外，虽然美国企业债务在疫情下进一步大幅上升，但美国企业债则由于流动性的支持而持续走强，经济修复也支持了债券市场的乐观情绪，信用息差收窄近历史低位[4]。如果利率快速上升，美国企业债市调整几率较大，并可能带来全球波动。鉴于此风险情景，短久期、资质较好的中资债风险更为可控。

图 7：中资美元投资级债券在过去几轮美债利息快速上升的过程中有升有降，走势与全球投资级债高度相关



数据截至为 2 月 22 日。数据来源：万得， 彭博，建银国际证券

3 "Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets", IMF Paper, June 17, 2014

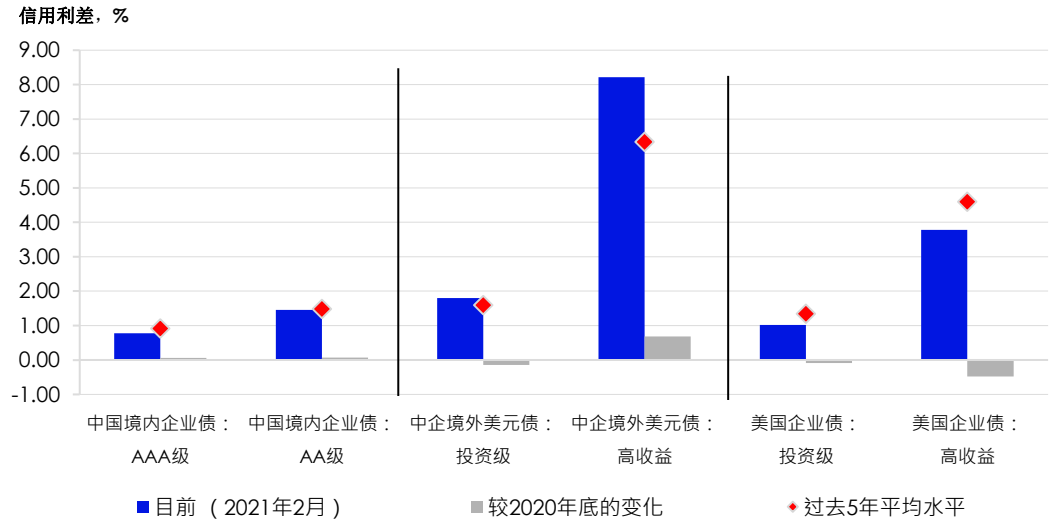
4 *《2020 宏观展望：疫后重振、破冰之旅》，2020 年 11 月 26 日*

图 8：中资美元高收益债信用利差在 2013 年和 2018 年都跟随美债快速上行，但在 2011 和 2016 年上行时期利差下行



数据截至为 2 月 22 日。数据来源：万得，彭博，建银国际证券

图 9：估值方面中资美元高收益债更有吸引力



数据截至为 2 月 25 日。数据来源：万得，彭博，建银国际证券

供给：发行维持旺盛，投资级和新经济债券占比预计上升

由于国内利率和信贷整体趋于收紧，人民币汇率维持强势，而境外利率仍然相对较低，预计中资美元债发行将延续去年下半年以来的强势。预计2021年境内债券存量将会增长12%，较2020年有所放缓。境内大部分债券品类的规模将会继续扩张，但会逐渐回到疫情之前的常规增速。我们预计中资美元债市场的存量增长将较2020年接近12%的增速小幅放缓，增速为11%左右。不过2021年将会有1700亿美元以上的中资美元债券到期，同比增幅达22%，在强劲的再融资需求的推动下，我们预计债券发行总量整体仍将以12%的较快速度增长（2020年：11%）。由于人民币汇率整体维持强势，中资美元债占境内债券市场存量的比例会有小幅下降（表2）。

供给结构来看，由于境内外利差格外利好投资级债券，投资级金融和互联网板块的发行占比仍有望进一步上升。而政策的限制意味着高息债，特别是地产和城投的境外新增发行量将会有所放缓。发改委在2019年中颁布的666号文和778号文，规定地产和城投平台新发美元债仅适用于借新还旧的政策仍将会是限制中资美元债供给的主要因素。地产和城投平台的中资美元债总发行量在2020年较2019年分别下降了13%和26%。

从2020年下半年开始，地产政策包括在岸融资渠道已经进一步收紧。而对于境外融资，央行自去年底以来多次强调防范金融风险，最新政策包括将金融机构和企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25下调至1，从而控制跨境融资上限。央行曾在2020年3月上调参数，以扩大境内机构特别是中小企业、民营企业利用境内外市场筹集资金，助力复工复产。总体来讲，在稳杠杆、防风险的政策环境下，地产、城投和金融机构等行业跨境融资的上限将较去年有所收紧。

表 2：中国债券市场概览以及预测（万亿元）

境内外债券市场概览以及预测								
	2019	占 GDP(%)	2020	占 GDP(%)	2021F	占 GDP(%)	2022F	占 GDP(%)
境内市场合计（万亿人民币）	**97.1**	**98.4**	**114.3**	**112.5**	**128.2**	**114.7**	**142.5**	**118.1**
国债	16.7	16.9	20.7	20.4	23.1	20.6	25.4	21.1
地方政府债	21.1	21.4	25.5	25.1	29.6	26.5	33.2	27.5
金融债	22.8	23.1	27.1	26.6	30.3	27.1	33.9	28.1
企业债券*	17.4	17.6	20.8	20.5	23.4	20.9	26.4	21.8
其他**	19.1	19.4	20.3	20.0	21.9	19.6	23.7	19.6
离岸美元债市场（亿美元）	**8,925**		**9,985**		**11,114**		**12,321**	
占 GDP（%）	6.1		6.5		6.4		6.3	

企业债券包括：企业债，公司债，中期票据和短期融资券。其他包括同业存单、资产支持证券、可转债等。*

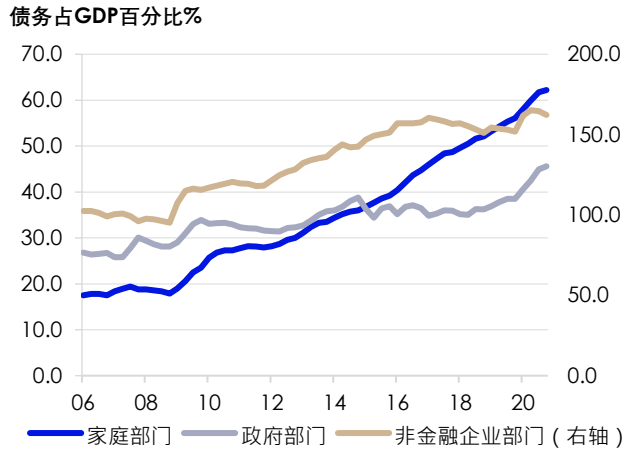
数据来源：万得，彭博，建银国际证券

信用分化持续，个体违约风险上升

宏观和行业走势是债务分化的主因：一方面，总体债市风险有所释放：2016年以来的供给侧改革推进，企业兼并重组加上对僵尸企业的淘汰，降低了企业部门的负债率和债务风险。除地方政府融资平台和房地产企业之外，公司杠杆率下降，债务偿付负担减轻。 疫情下宏观杠杆率和非金融企业的债务率虽有所上升，但随着经济复苏，政府去年下半年政策趋紧，非金融企业的债务率有所回落（图10）。工业企业的负债率在过去两年中温和增长，但因为有效利率保持低位，企业的财务支出和风险债务占比仍然较低（图11，12）。另一方面，部分行业负债压力上升，包括上游行业、木材汽车、机械、公用设施、房地产等。政策和流动性支持了基建和地产的杠杆上升。而部分消费和工业部门在产业升级的驱动下进入扩张期，意味着债务负担有所回升。**此外，破除刚兑的政策背景加速了信用的分化，对国企债务的影响尤为明显**：2020年出现债券违约的国企为12家，较2019年有所上升，而2020年出现债券违约的民营企业则较2019年有所下降。

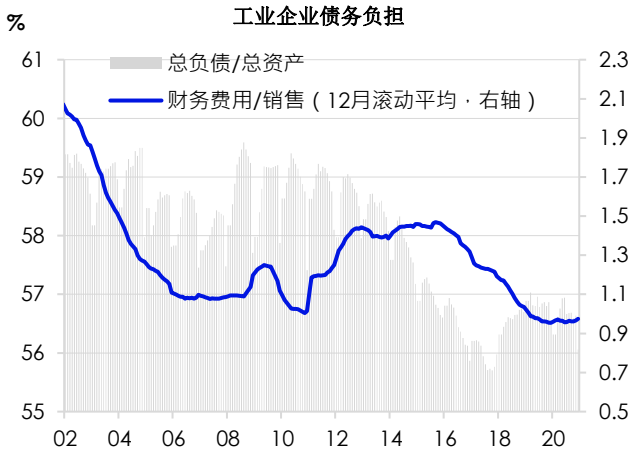
未来几年，经济复苏的推动下中资债券总体评级预计继续改善，显示总体信用资质提升：从国际三大评级公司过去一年以来对发行了美元债券的中资公司的评级变化可以看出，负面和正面评级行动的净值在年底已经接近平衡，较疫情爆发时期更趋于负面的状况已经有了极大的改善，未来预计随经济复苏持续进一步提升 。从去年7月起，评级公司开始给出更多的正面评级展望 ，分布于房地产（9个）、制造业（5个）、服务业（2个）、汽车租赁（2个）以及互联网（1个）。根据评级公司的定义，长期信用评级展望为正面的均有可能在中期（1-2年）内调升评级（图13）。

图 10：非金融企业部门疫情后重回去杠杆



数据来源：国家金融与发展实验室（NIFD），建银国际证券

图 11：近几年工业企业偿债压力下降，财务成本维持低位



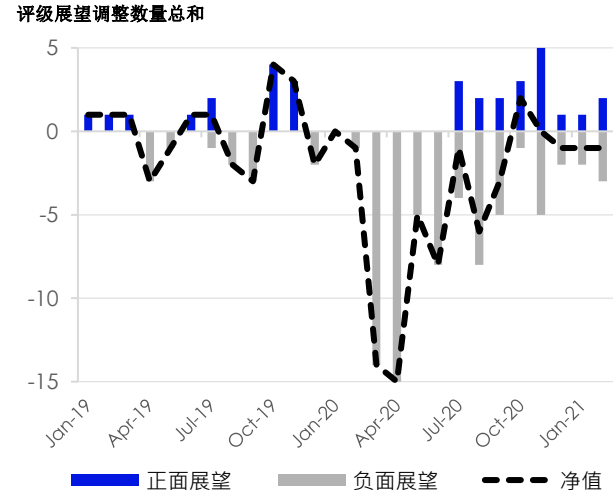
数据来源：CEIC，建银国际证券

图 12：上市公司偿债能力有所提升，风险债务比例较 2019 年回落



数据来源：万得，彭博，建银国际证券

图 13：国际评级公司对中资美元债评级展望调整去年底净值接近平衡，带有正面展望的债券预示未来信用评级有望调升



数据来源：彭博，建银国际证券

但同时弱资质行业和企业的违约风险将上升：2020年境内共有180只债券违约，涉及的发行人有54家和超过2000亿的发行总额。这些发展不可避免影响境外市场（图14）。由于发债主体的重合，中资境外债券违约比例在2020年也有所上升，并集中在与地方政府相关的资源类国企、科技、材料和能源板块。应强调的是，中国总体违约水平较低，即使在2020年，境内违约占整体信用债存量规模约为1%，境外债券违约率不到1%（图15），显示政策有保有压，不急转弯的态势，也支持对整体市场看好。需要关注几方面的潜在违约风险：

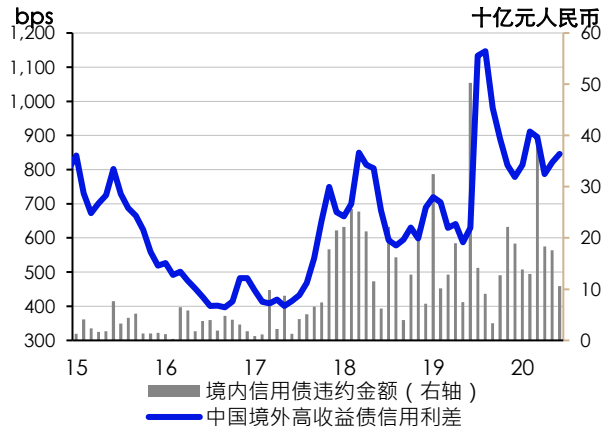
- **受疫情影响部分工业类别债务负担加重**：按照统计局的数据，中国 41 个工业企业部门大类中，截至 2020 年 12 月负债率较 2019 年底上升的工业企业部门有 20 个。煤炭开采和洗选、开采辅助活动、燃气生产和供应等工业行业属于负债率处于高位（>60%）且较 2019 年上升。从境内近年来的违约趋势来看，工业集团（或称综合类企业）、煤炭板块的违约量占比在 2020 年进一步上升，表明部分工业类别仍然整体受到国内经济转型升级的影响，负债的压力仍存。

- **新经济行业的个体违约风险。**2015 至 2019 年，违约排名前五的行业分别为建筑与工程、综合类行业、石油与天然气的炼制与销售、电力和多领域控股，周期性和重工业行业的比例较高。而 2020 年境内违约债券量占比排名前五的行业包括互联网软件与服务、汽车制造、房地产开发等（图 16）。这些行业在之前五年的违约占比很小，甚至没有出现过违约。行业变化一方面体现周期发展和行业整合进展，周期性行业的债务风险有所下降，另一方面也显示随着破除刚兑的政策推进，个体违约的风险成为跨行业的现象。

- **地产行业：债务两级分化尤为明显**：近年来地产行业受行业整合和低息环境的支持，偿债风险有所收敛：利息覆盖率在疫情下虽有所走弱，但总体好过 2014/2015 的低位（图 17）。不过，与高杠杆工业企业近年来广泛的去杠杆的趋势不同，房地产行业的净负债率仍在走高。去年下半年开始，地产融资政策逐步收紧。特别是随着 2020 年 8 月份发布的房地产企业"三道红线"政策，一些房地产企业的扩张需放缓以满足监管机构设定的杠杆和流动性要求。预计房地产企业的信用资质和利差分化将加大，其中部分偿付压力大、流动性获取不足的发行人信用风险可能暴露。**地产行业的分化已部分显示在评级变化和利差走势当中**：去年三月至今，国际评级机构给出的负面展望有 25%来自地产行业，而地产行业也贡献了接近一半的评级正面评级展望。近期虽然个别房地产企业流动性承压，但中资美元地产债的利差仍然较去年 10/11 月份仍有下降，并且利差高于 500 点的债券占比低于去年 11 月末（图 18），显示地产债市压力主要集中在个券。而从一级市场的融资情况来看，今年以来地产债占整体中资美元债发行量的比例接近 32%，高于大部分的行业板块，显示投资者对中资美元地产债的接受度也未受太多近期房企风险事件的影响。

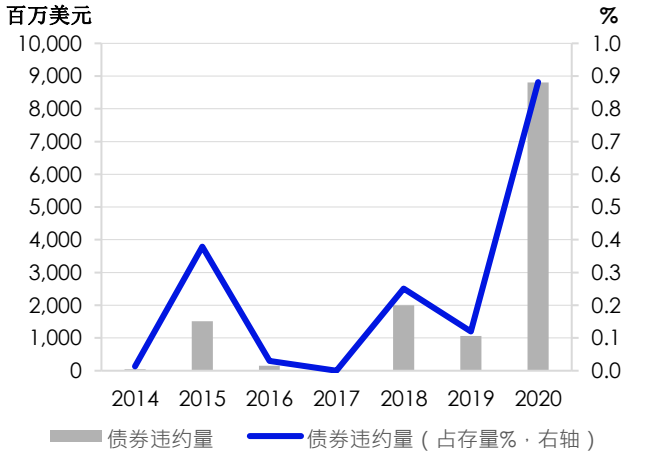
- **国企部门和城投企业负债较高，受破除刚兑的政策影响大。**国有企业（包括央企和地方国企）债券违约占比在 2020 年升至 43%，而 2015 至 2019 年仅为 16%，显示破除刚兑的政策成为影响违约的主导因素。离岸城投债券在 2017-2018 年间以年均 30%左右的速度增长，然而由于政策的限制以及境内融资环境的宽松，近两年境外城投债增速大幅放缓。虽然城投企业负债压力较大，但一半以上的境外城投债都获得了投资级的评级，疫情对其信用利差的冲击显著低于债务负担同样较高的房地产企业（图 19），反映评级机构和市场参与者对城投企业政府背书的预期。未来随着破除刚兑的政策继续推行，城投和国企的违约和风险重估的可能性会上升。国企和城投债违约将颠覆市场的“刚兑信仰”，并阶段性的对部分基本面较弱的地区融资造成影响。长期有利信用债市的健康发展，短期则影响市场风险偏好。我们未来将做重点分析。

图 14： 2020 年 11 月国内开始时上升的违约事件也对离岸美元债的收益率产生了较大影响



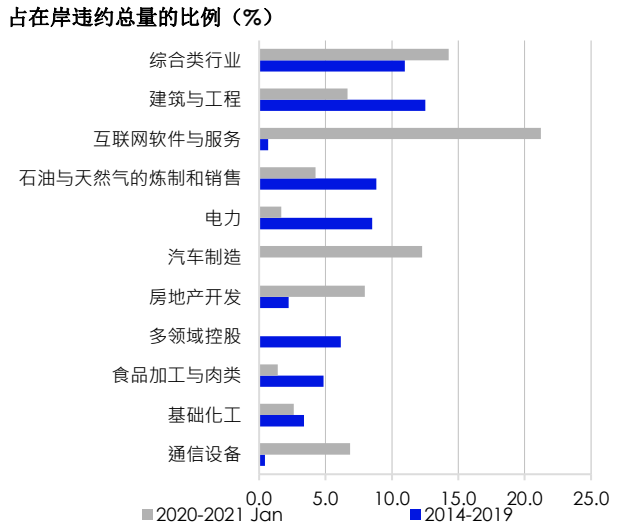
数据来源：万得，彭博，建银国际证券

图 15：中资美元债券违约量在 2020 年达到高峰，但在存量债券中的占比（或违约率）仍然很低



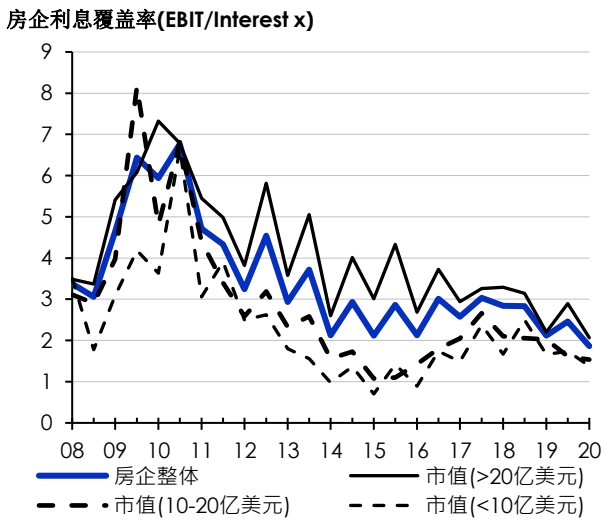
数据来源：万得，CEIC，建银国际证券

图 16：相比之前五年周期行业主导的违约，去年违约行业扩大到新经济行业，显示个体风险扩大



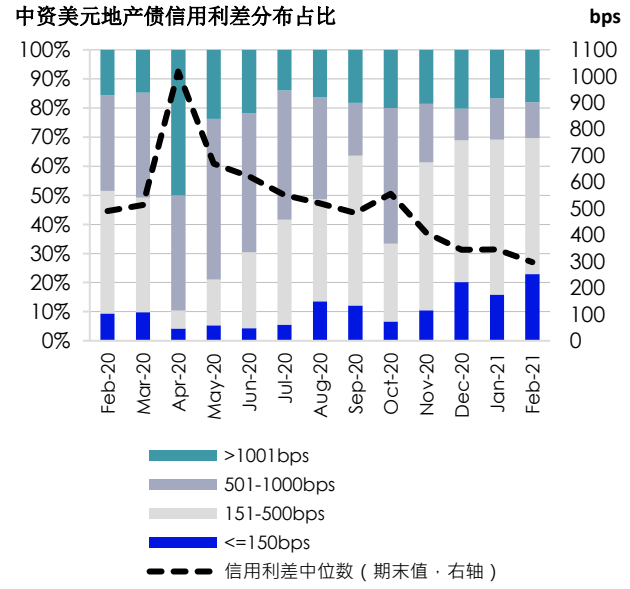
数据来源：彭博,建银国际证券

图 17：上市房地产企业的利息覆盖率在 2020 年上半年有所弱化，但下半年销售升温，债务负担估算有所好转



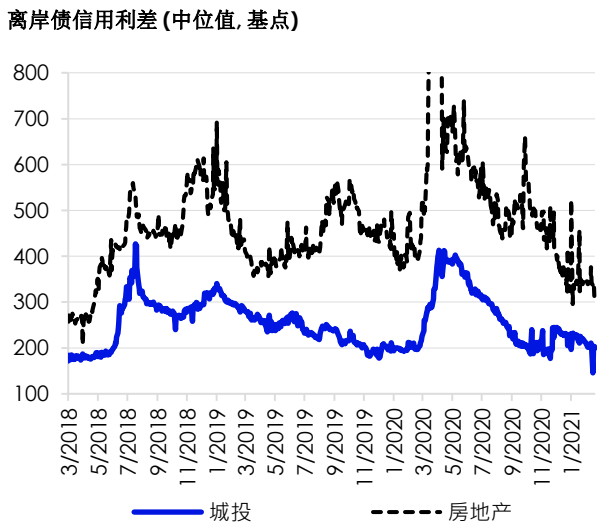
数据来源：彭博,建银国际证券

图 18：中资地产债信用利差分布显示近期个别地产商的信用事件并未扩散影响到行业整体



数据来源：万得，彭博，建银国际证券

图 19：尽管债务负担同样较高，境外城投债利差远低于和房企债券，显示城投债背后的刚兑预期



数据来源：彭博，建银国际证券

评级定义：

优于大市 – 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 – 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 – 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息／非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)）内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及／或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显着不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序， 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及／或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在读阅本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2021。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097