固定收益

以史為鑒，剖析信用風險和流動性風險的傳導機制

我國信用債違約現狀：自14年超日債首次違約後，信用債市場一直處在破除剛兌籬笆的過程中。尤其是2018年以來，受2017年年底融資環境收緊影響，違約頻率和規模陡增。分季度看，下半年信用違約事件相對於上半年更多。從違約主體看，如果說民企是17-19年違約潮的主角，2020年國企信仰的衝擊則更為明顯。

信用風險與流動性風險的傳導機制：信用風險與流動性風險互相影響。一方面信用風險會傳導至貨幣和利率債市場，導致流動性風險升溫。主要傳導渠道有兩點：第一，公募基金等產品踩雷導致淨值下跌——持有人贖回——為應對贖回拋售資產——利率債、可轉債、存單等流動性好的資產被誤傷。第二，信用風險抬升——機構質押券要求提高——流動性分層——機構被迫去杠杆拋售債券——融資利差和信用利差走擴。另一方面，緊縮政策導致流動性風險升溫，進而引發信用風險。

超預期的信用風險會導致流動性風險飆升：（1）16年4月多起超預期違約事件疊加地方債天量供給，債市下跌，信用利差走擴，轉債超調。如東特鋼-第一起地方國企違約、中煤華昱-第一個央企煤炭債違約、鐵物資-AA+央企公告債務重組並暫停交易、城投債提前償還。（2）19年上半年包商銀行等信用事件引發流動性風險。除了康得新、中民投實質性違約、東方園林技術性違約、非銀結構化發債風險，5月24日包商銀行被接管打破了商業銀行剛兌。存單市場大幅波動，部分資質偏差的中小行和非銀融資難度加大，流動性分層問題加劇，債券市場壓力顯現，等級利差持續走闊。

貨幣收緊+再融資壓力加大=信用風險升溫：（1）16年11-12月，緊貨幣去杠杆+券商代持事件+信用違約，債市大跌，利差飆升，轉債大跌。如冀物流、大機床、中城建以及內蒙古博源多起違約事件發生，券商代持事件導致非銀質押融資受阻，信用風險與流動性風險共振。（2）17年緊貨幣+去杠杆，流動性風險傳導至信用風險，上半年信用風險事件集中，且以中小民企為主，市場衝擊較16年有所緩和。

今年10月超預期信用風險再次發酵。近期信用債市場風險頻發，10月23日華晨違約，11月10日永煤違約，其中國企永煤的違約超出市場預期（企業自身資產並非很差、近期還曾成功發行中票），導致區域內同類企業、以及其他區域本身就在輿論風口的國企受波及較深，相關債券二級市場價格出現較大跌幅。11月13日永煤將兌付利息但本金仍在籌措中，永煤違約的債券能否得以解決、市場情緒持續時間還有不確定性。

短期利空利率債，流動性分層顯現，若利率債超調關注機會。我們建議投資者需防範信用風險傳導至流動性風險：一是質押券標準會提高，導致質押融資較難影響流動性，二是暴雷導致避險情緒升溫，產品贖回壓力增加，贖回壓力下流動性好的利率債、轉債反而會先被賣出。目前類似19年5月的流動性分層局面正在顯現，例如11月13日R007-DR007利差走闊並接近19年5月底的水平，R007最高利率與加權利率利差同樣走闊。但從16年和19年的經驗來看，隨著一行兩會出臺緩和信用風險、呵護流動性的政策，債市則會在超調後出現上漲機會。因此，如果此次利率債被“誤傷”，出現超調可短期參與。但展望明年，我們預計全年利率先上後下。

信用債回歸主體信用研究。當前利差水平已經較低，明年可能面臨流動性溢價推升的壓力，利差或會走闊，以短久期票息策略為主。邊緣國企信仰的弱化與僵屍企業的逐步出清仍在持續，投資應避免盲目標簽化，城投債中短期仍是安全品種但也應注意規避尾部風險。

宏觀

經濟復蘇延續，地產仍是主角——10月經濟數據點評

工業生產高位穩定。10月份工業增加值增速持平在6.9%，仍處年內新高，指向工業生產保持平穩。從中觀層面看，17個主要行業增加值增速漲多跌少，其中下游消費品類的紡織、農副食品明顯改善，原材料類行業增速也普遍反彈，中游裝備加工類行業增速高位回落。從微觀層面看，發電量增速小幅回落，各主要工業品產量增速普遍回升，僅汽車產量增速略有回落，但仍高於8月水平。而新能源汽車等新產品保持較快增長。

投資增速有所反彈。10月份全國固定資產投資當月增速反彈至12.2%，而其中三大類投資增速均有所改善。具體來看，製造業投資增速重拾升勢，即便去年同期基數仍有抬升，估算製造業投資當月增速升至3.7%，製造業企業盈利改善帶動經營預期向好，支撐製造業投資增速回暖。基建投資增速明顯上行，估算新、舊口徑下的基建投資當月增速分別回升至4.4%、7.3%，均創今年8月以來增速新高，專項債發行助推基建投資增速持續走高。房地產投資增速再創新高，10月份房地產開發投資增速小幅回升至12.2%，創18年8月以來增速新高，仍是支撐當前投資增速的中流砥柱。

消費增速穩步回升。10月份社消零售增速繼續回升至4.3%，而餐飲收入增速也首次錄得年內正增長，限額以上零售增速同步回升至7.1%。分品類看，必需消費漲多跌少，糧油食品類增速繼續走高，服裝鞋帽類增速在低基數影響下大幅反彈，創18年4月以來增速新高。可選消費普遍回升，汽車類增速繼續上行，達年內次高點，石油及制品類降幅收窄，地產相關的家電、家具和建材增速均有回升。此外，1-10月實物商品網上零售增速升至16%，占社零比重也穩定在24.2%。

地產銷售明顯走高。10月份全國地產銷售面積、銷售額同比增速分別為15.3%、23.9%，均較9月份明顯走高，其中地產銷售面積增速創17年7月以來新高。而房企到位資金增速穩中略升，在融資存在約束的條件下，或將進一步促使房企加快推盤回籠資金，地產銷售仍有一定支撐。高基數使得10月份土地購置面積增速降幅略擴大，而新開工面積增速由負轉正、再度走高。

經濟復蘇延續，地產仍是主角。10月工業生產高位穩定，投資和消費增速均有回升，指向經濟延續復蘇態勢。而地產仍是復蘇主角，一方面，融資約束下房企加快推盤回籠資金需求增強，地產銷售增速明顯走高，新開工增速在高基數下也有反彈，支撐地產投資增速高位回升；另一方面，在地產銷售的帶動下，相關的家電、家具和建材類消費增速也普遍改善。但在今年貨幣顯著超發的背景下，也需警惕地產再度泡沫化的風險。展望未來，社融增速仍是當前決定中國經濟走勢的最重要的指標，信用擴張延續意味著本輪經濟復蘇有望持續到2021年上半年，中國經濟有望迎來後疫情時代的復蘇週期。我們預計，21年GDP增速或達到8%，其中1季度GDP增速或超過10%。

債券

均衡發債節奏，優化期限結構，30年品種價值凸顯——財政部地方債發行意見點評

財政部于11月10日發文《關於進一步做好地方政府債券發行工作的意見》，進一步完善地方政府債券發行機制。意見內容主要有以下幾個方面：

1）提高地方債發行市場化水平。意見提出“杜絕行政干預和窗口指導”，放開了地方債發行的窗口指導利率，在提升地方債發行市場化水平的同時，有助於降低地方債的融資成本以及加強地方債收益率曲線的參考價值。

2）維護市場平穩運行，均衡發債節奏。意見強調“當做好債券發行與庫款管理的銜接”，有利於增強債券融資與項目資金契合度、以及靈活化還本資金和庫款資金的調度，從而提高資金使用效率。財政部將統籌政府債券發行節奏，對各地發債進度進行必要的組織協調，這將進一步便於財政部安排地方債和國債的錯峰發行，熨平對市場的衝擊，進一步降低地方債融資成本。

3）優化地方債期限結構。對新增一般債期限提出限制，預計後續一般債期限拉長趨勢將會顯著改善，隨著地方債發行期限的縮短，30年期地方債或將成為稀缺券種，其配置價值或有所凸顯。

4）保障專項債期限與項目期限匹配。落實債券資金使用用途，切實保障項目質量，與此同時也有利於地方債對基建投資形成有效拉動，以及強化專項債監控管理，形成市場化融資約束機制。

行業研究

石油化工：政策加碼，可降解塑料迎來廣闊成長空間

核心觀點：2020年，國家和地方相繼出臺多項政策，控制塑料生產、流通、消費，同時鼓勵可降解塑料的使用。根據我們的測算，預計減少塑料使用量200萬噸左右，這為可降解塑料提供發展空間，目前PLA、PBAT等產品已具備量化生產能力，其主要生產龍頭企業等正在積極擴建產能，有望明顯受益於國內可降解塑料產業的發展。

限塑政策升級，加快推動可降解塑料使用。2017年以來，我國限塑政策推出頻率加快，今年年初國家發改委下發的《生態環境部關於進一步加強塑料污染治理的意見》進一步加強了對塑料污染的治理。各地也相繼出臺地方政策，對《意見》提出的限塑要求進行因地制宜的細化落實。政策的頻出，推動了塑料行業的轉型升級，加快推動了可降解塑料的使用。

我們預計未來幾年可降解塑料獲得200萬噸左右替代空間。我們預計本次《意見》推出後，商超、快遞、外賣場景的塑料消費量將分別減少約10萬噸、160萬噸和30萬噸，三大情景合計為可降解塑料提供將近200萬噸的可替代空間。2018年，我國生物可降解塑料消費僅4.2萬噸，增長空間廣闊。

PLA和PBAT有望成為可降解塑料主要品種。可降解塑料可分為生物技術可降解塑料，如澱粉共混物、PLA、PHA等，以及化石基可降解塑料，如PBAT、PCL等。截至2019年，全球可降解塑料產能達到117.4萬噸，其中PLA、PBAT產能占比分別為25%和24%，我們認為PLA、PBAT有望成為未來可降解塑料發展的主力產品。

PLA：目前，PLA在國內的產能約為5萬噸/年，表觀消費量超過3萬噸/年。預計2020年PLA全球市場超過30-50萬噸。

投資建議：我們認為，《意見》出臺後，我國各地限塑政策將進一步導致不可降解塑料消費量下降，從而為可降解塑料提供成長空間。

風險提示：政策落實不及預期；在建項目不及預期。

能源設備與服務：10月國內新能源車產銷同比分別增69.7%、104.5%

根據中汽協微信公眾號披露數據，2020年10月新能源汽車產銷預計分別完成16.7萬輛和16.0萬輛，同比分別增長69.7%和104.5%，環比分別增長19.6%、13.9%。產銷量刷新過往10月歷史記錄。

分車型來看，10月新能源乘用車產銷量分別為15.5萬輛和14.8萬輛，同比分別增長79.7%和113.3%。其中純電動乘用車產銷量13.0萬輛和12.2萬輛，同比分別增長79.7%和128.8%，插混乘用車產銷量分別為2.5萬輛和2.6萬輛，同比分別增長55.5%和62.7%，純電動乘用車增速明顯快於插電混動乘用車。新能源商用車產銷量分別為1.2萬輛和1.2萬輛。

根據中國汽車動力電池產業創新聯盟副秘書長馬小利發佈的2020年10月份動力電池月度數據：2020年10月我國動力電池產量共計9.9GWh，同比增長47.9%，環比增長14.5%。其中三元電池產量5.5GWh，占總產量56.0%，同比增長39.6%，環比增長16.1%；磷酸鐵鋰電池產量4.3GWh，占總產量43.8%，同比增長63.0%，環比增長12.6%。1-10月，我國動力電池產量累計55.5GWh，同比累計下降20.8%。其中三元電池產量累計32.7GWh，占總產量58.9%，同比累計下降27.2%；磷酸鐵鋰電池產量累計22.6GWh，占總產量40.7%，同比累計下降1.2%。

裝車量方面，2020年10月我國動力電池裝車量5.9GWh，同比上升44.0%，環比下降10.8%，同比繼續保持增長趨勢。其中三元電池共計裝車3.4GWh，同比上升15.7%,環比下降19.1%；磷酸鐵鋰電池共計裝車2.4GWh，同比上升127.5%，環比上升3.5%。

今年1-10月，新能源汽車累計產銷量為91.4萬輛和90.1萬輛，同比分別下降9.2%和7.1%，降幅較1-9月份收窄了9.5個百分點和10.6個百分點，整體趨勢繼續向好。我們預計，四季度國內新能源車市場將延續該趨勢。

投資建議。1）戰略性標的：我們認為未來新能源汽車替代傳統燃油車大勢所趨，相較于傳統車，新能源汽車單車價值增量最大的環節為動力電池；我們認為未來三元動力電池將配套高端乘用車型，磷酸鐵鋰電池配套低端車型；2）格局較好的行業：我們認為在鋰電池產業鏈中負極材料、濕法隔膜行業格局較好。

風險提示。新能源汽車行業政策不確定性風險，技術路線變化風險。

信息服務：AI人工智能是重要創新引擎

習近平總書記指出要全力做強創新引擎，加快在人工智能等領域打造世界級產業集群。根據新華網消息，在浦東開發開放30周年慶祝大會上，習近平總書記指出，要全力做強創新引擎，打造自主創新新高地。要在基礎科技領域作出大的創新，在關鍵核心技術領域取得大的突破，更好發揮科技創新策源功能。要聚焦關鍵領域發展創新型產業，加快在集成電路、生物醫藥、人工智能等領域打造世界級產業集群。我們認為總書記在

講話中對新時代浦東改革開放發出了動員令，不僅為浦東，也為上海和長三角的未來發展指明了方向，強調科技創新，大力發展人工智能是做強創新引擎的重要抓手之一。

上海人工智能產業佈局日趨完善，建設國家人工智能發展高地。根據澎湃新聞消息，截至2019年底，上海人工智能重點企業已有1116家，2019年規上企業產值約1477億元，同比增長10.7%。上海人工智能產業正在不斷壯大，微軟、亞馬遜等龍頭企業紛紛在滬佈局，與上海簽署合作項目；商湯、依圖、深蘭、雲從等技術類企業不斷加快技術落地步伐；寒武紀、平頭哥、地平線等基礎類企業致力於研發高端智能芯片，突破關鍵環節“卡脖子”問題；聯影智能、森億、商米、明略、達觀等應用類企業深耕醫療、金融、商貿等垂直領域，提升人工智能賦能價值。

2021年將迎來人工智能資本市場的大年，科創板將為AI企業發展引入源頭活水。根據上交所官網，雲知聲和依圖科技在11月先後向科創板遞交了招股書，開啟上市之路。根據公司官網，雲知聲專注於物聯網人工智能服務，是一家智能語音AI企業，構建了語音感知、認知和表達、超算平臺與圖像、機器翻譯等多模態人工智能硬核技術。依圖從事人工智能創新型研究，致力於全面解決機器看、聽、理解的根本問題，其全棧自研技術已經服務于智能城市、智能醫療、智能商業等多個領域。根據新華網消息，今年7月，為了向科創板培育優秀人工智能企業，上海市“科創板AI產業工作站”正式成立，由上海人工智能產業投資基金與上交所發行上市服務中心共同建設。我們認為AI企業經過多年來商業化探索，業務逐漸落地，上市進程正在加速，2021年將迎來AI資本市場大年，科創板將為AI企業發展引入源頭活水。

人工智能在本次疫情中發揮出關鍵作用，在十四五規劃中作為國家戰略科技力量之首，將迎來新的發展機遇。根據新華網援引經濟日報消息，在疫情防控工作中，AI的作用已初步顯現，集中體現在信息收集、支持復工複產等諸多領域。比如AI算法能大大縮短病毒基因全序列對比的時間，人臉識別等技術能夠及時發現疑似病例並開展流行病學調查等。根據新華網消息，十四五規劃中明確指出要強化國家戰略科技力量，瞄準人工智能等前沿領域。我們認為十四五規劃將AI作為前沿領域之首，進一步強調了其重要性，在疫情催化下AI將迎來新的發展機遇。

風險提示：部分細分領域信息化需求低於預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。