

特别评论

2015年展望：中国经济和债券市场

2015年1月

胡辰雯
+852-2868 0317
elle_hu@ccxap.com

廖启宗
+852-2868 0377
carter_liu@ccxap.com

李娟
+852-2868 0319
jolie_li@ccxap.com



中國誠信(亞太)信用評級有限公司

CHINA CHENGXIN (ASIA PACIFIC) CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED

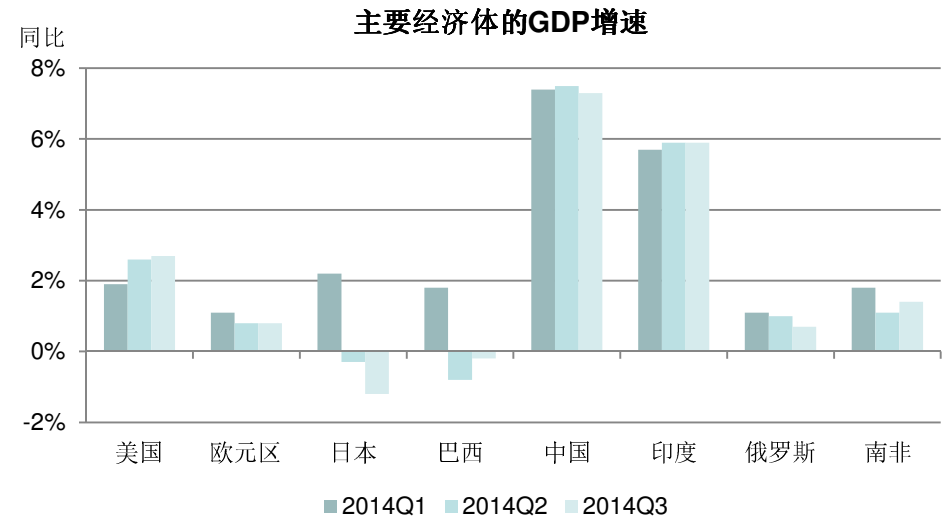
概述

- 发达国家经济发展表现呈现差异，而新兴市场面临地缘政治风险和全球经济复苏缓慢的压力。展望未来，我们预计2015年全球经济增长3.2%左右。
- 在经济转型的进程中，中国GDP增速继续放缓。政策方面更加重视经济改革和金融体系的稳定。
- 在岸人民币债券市场进一步走向市场化。中国的监管机构致力于推动市场多元化和发行规范化。
- 离岸人民币债券市场规模不断扩大至香港以外的其他金融中心，例如新加坡、台北、伦敦、法兰克福和悉尼。人民币国际化进程迅速。

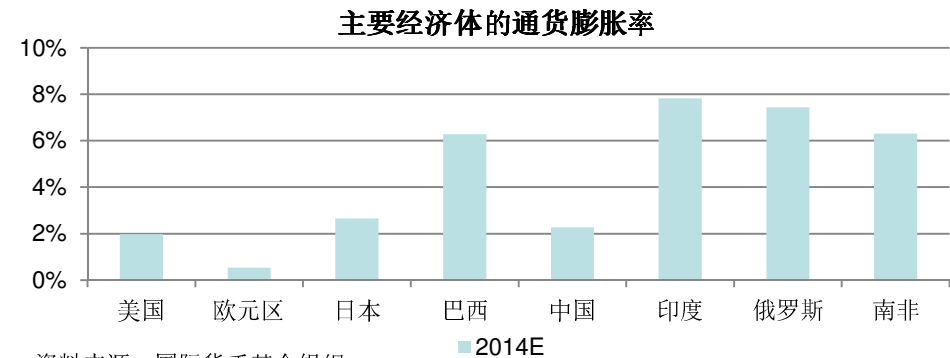
全球经济

2014年回顾

- 发达国家经济发展呈现差异
 - 美国经济复苏及增长加速
 - 欧元区依然低迷，面临通缩风险
 - 日本未能达到经济增长和通胀目标
- 新兴市场增速放缓
 - 印度和中国表现优秀，但增速放缓
 - 南非和巴西表现不佳
 - 卢布贬值、油价下跌、通货膨胀走高之下，俄罗斯的经济步向萎缩



资料来源：OECD统计，俄罗斯联邦国家统计局和南非统计局



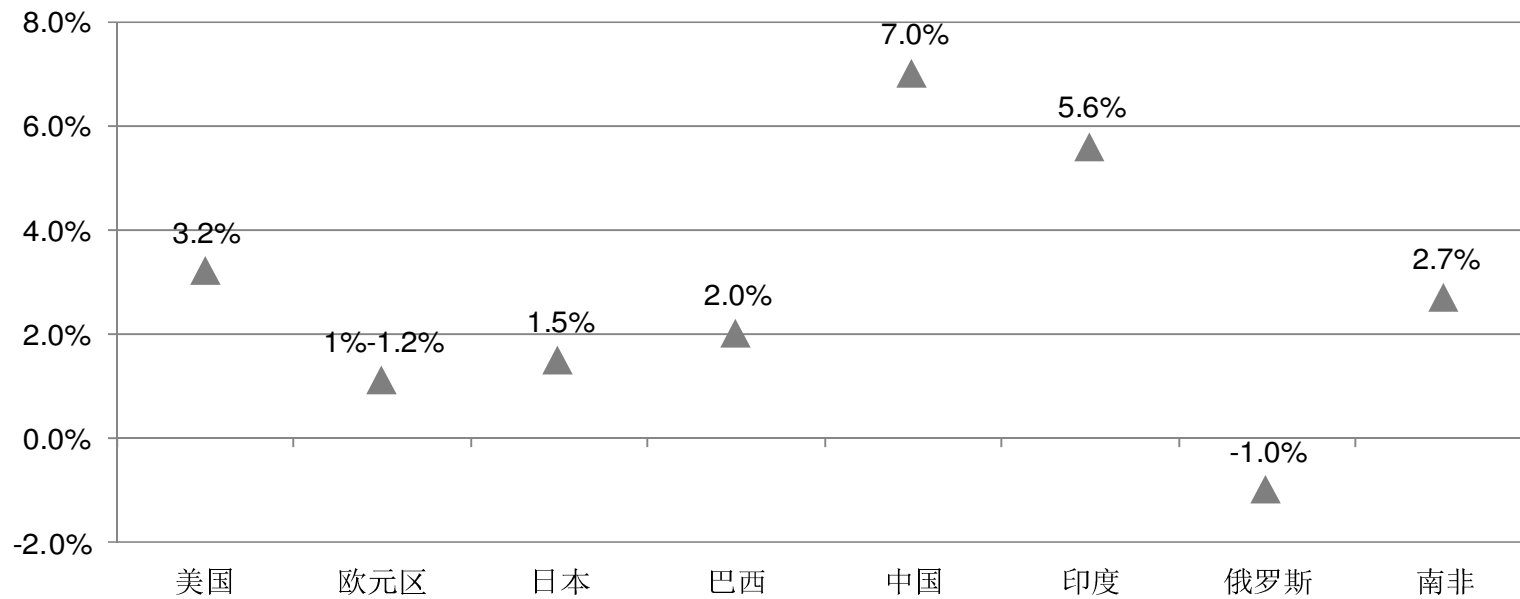
资料来源：国际货币基金组织

全球经济

2015年展望

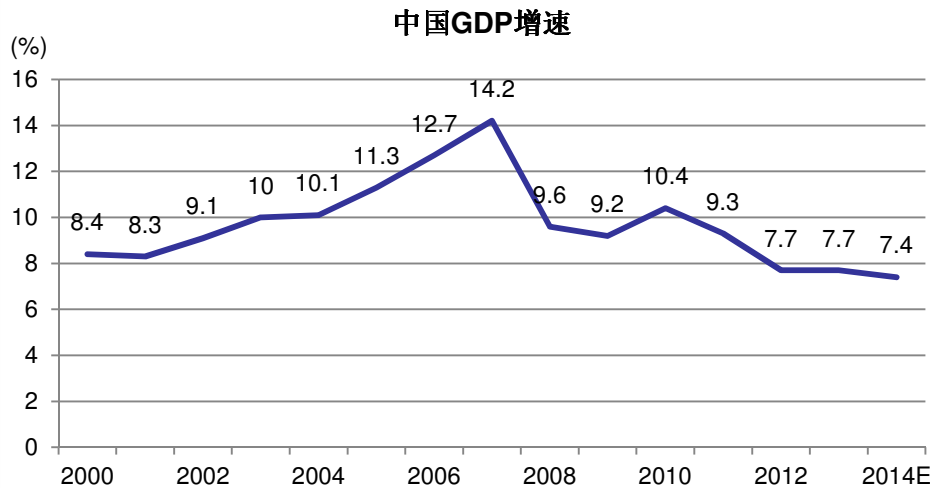
- 美国持续复苏，下半年预期加息
- 日本和欧元区经济略有改善
- 新兴市场的前景取决于其结构调整的步伐
- 预计2015年全球GDP将增长3.2%

2015年GDP增长预测

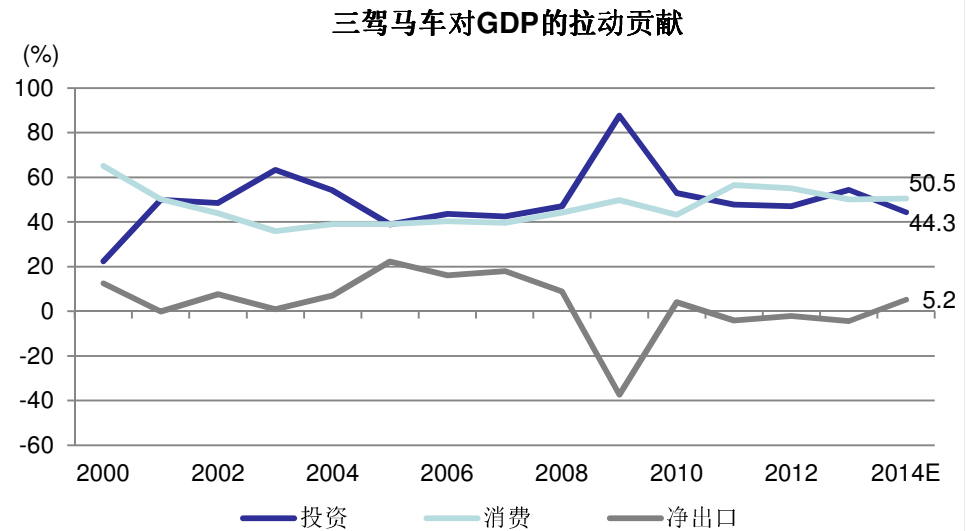


中国经济

- 中国经济进入“新常态”，经济结构调整转向消费驱动，预期中国GDP增速将从2014年的7.4%放缓至2015年的7%左右。
 - 固定资产投资：政府将继续投资于基础设施建设，但工业产能过剩和房地产供应过剩的问题将更为突出。
 - 消费支出：政府正在寻求新的增长模式来刺激不同领域的消费，包括信息消费、绿色消费、养老健康消费和旅游休闲消费。
 - 净出口：中国的进出口将逐步与全球贸易更加融合。



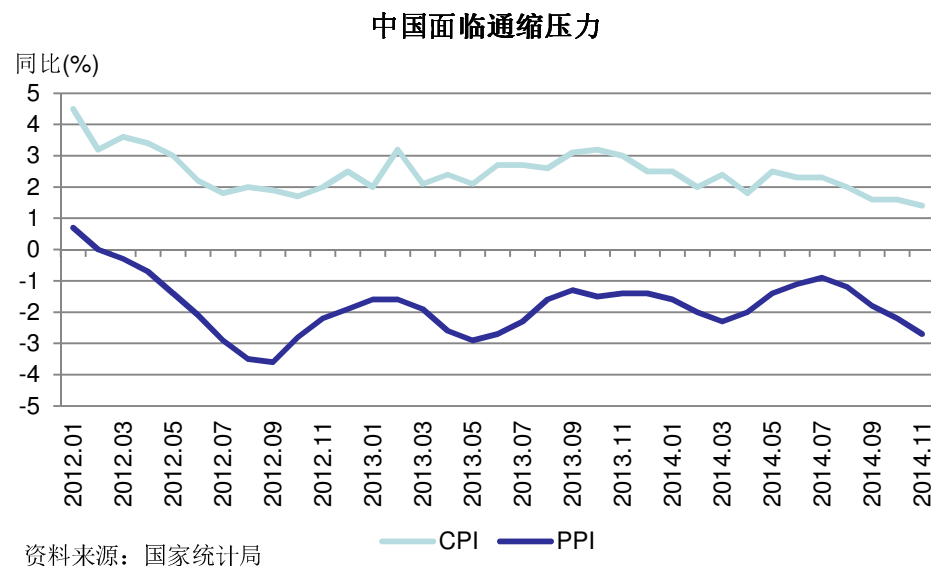
资料来源：国家统计局，中诚信亚太整理



资料来源：国家统计局，中诚信亚太整理

居民消费价格指数CPI及工业生产价格指数 PPI

- 2012年以来，由于国内需求疲软和大宗商品价格下调，中国面临CPI低增长和PPI负增长的局面。其中，CPI跌至五年低位，PPI持续下行。
- 通货紧缩会放大债务负担，对高杠杆企业和整体经济都存在负面影响。中国需要较为宽松的货币政策加以应对当前的通缩压力。



货币政策和财政政策

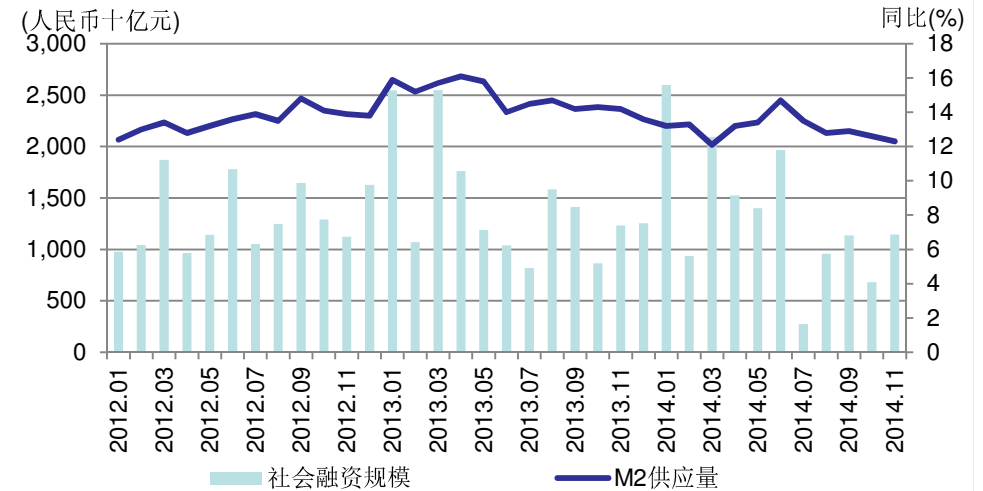
- 中国货币政策将保持适度宽松。
 - 2014年采取的微刺激政策和定向宽松工具收效甚微。
 - 央行在2014年11月下调存贷款基准利率。基于经济增长处于调整阶段，通缩压力逐渐增加，2015年或有进一步降息的空间。
 - 央行在2014年12月调整存贷比的统计口径，并暂时放宽额外存款准备金的要求。
- 政府采取积极的财政政策，预期未来赤字率有所上升。财政资源将用来有效管理政府收支。

利率调整

	2012年7月6日	2014年11月22日
一年期贷款利率	6%	5.6%
一年期存款利率	3%	2.75%

资料来源: 中国人民银行

货币供应和融资活动

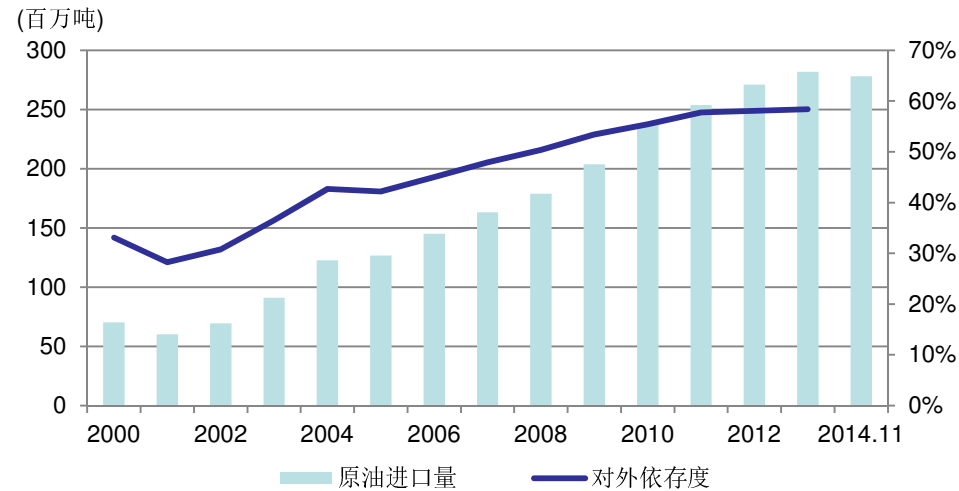


资料来源: 国家统计局, 中国人民银行

原油价格

- 由于全球能源格局的结构性变化，原油价格大幅下跌，自2014年年中以来跌幅超过50%。
- 除了通缩忧虑，总体来说中国将受益于油价下跌，为货币政策提供进一步宽松的空间。
 - 目前，中国是原油第二大进口国和第一大净进口国，对外依存度接近60%。因此油价的大幅下跌可以转换成大量的外汇储蓄。
 - 工业生产和交通运输使用大量石油，将受益于较低的油价。汽车持有者也将受益，但其中部分被成品油消费税的增加所抵消。

中国对石油需求增加

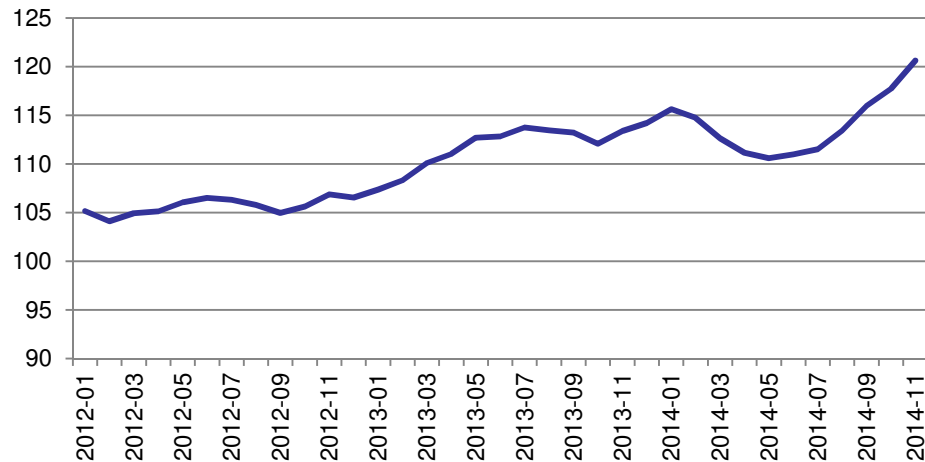


资料来源：国家统计局，中国海关

人民币汇率

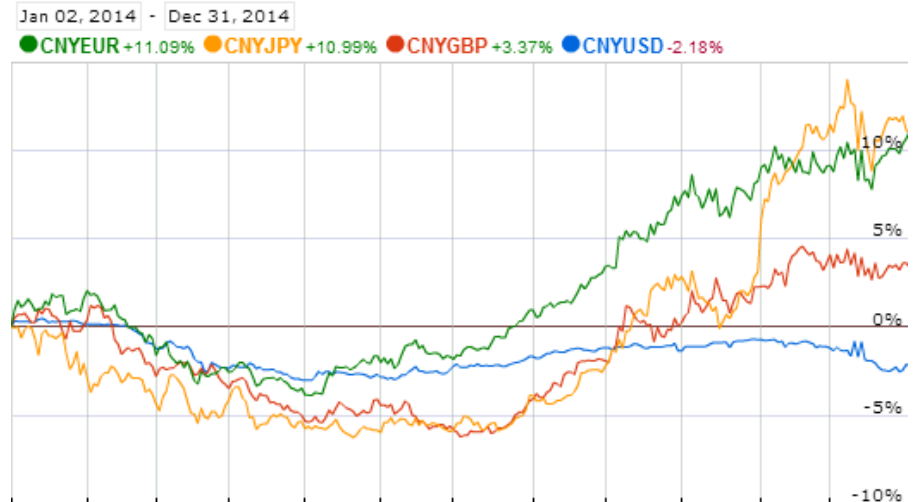
- 人民币估值趋于平衡。由于美国经济强势复苏，人民币兑美元面临贬值压力。尽管人民币交易价浮动幅度调整至2%，未来波动仍将保持相对稳定。由于货币贬值并不利于人民币国际化，预期不会出现大幅贬值的情况。
- 人民币汇率形成机制的进一步完善，将有利于降低央行干预成本，增强货币政策独立性，推进资本账户开放。

人民币有效汇率



资料来源：国际清算银行

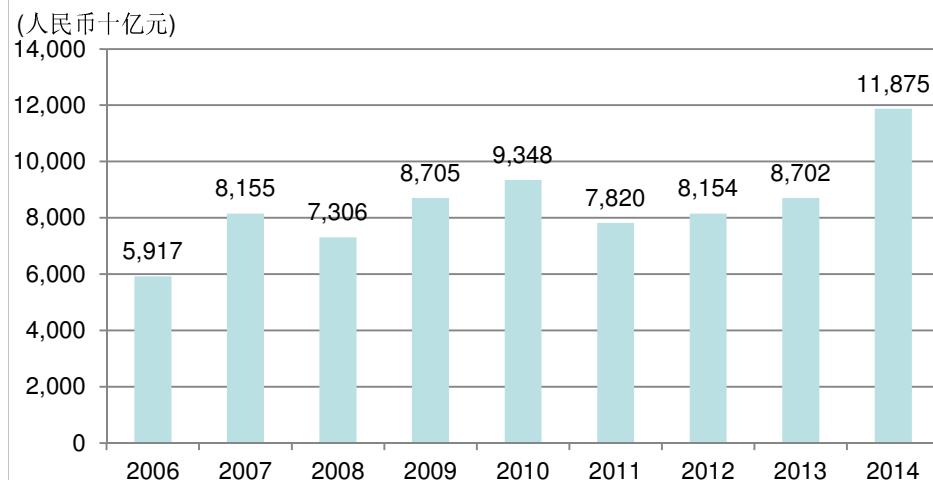
人民币兑换其他主要货币



在岸人民币债券市场

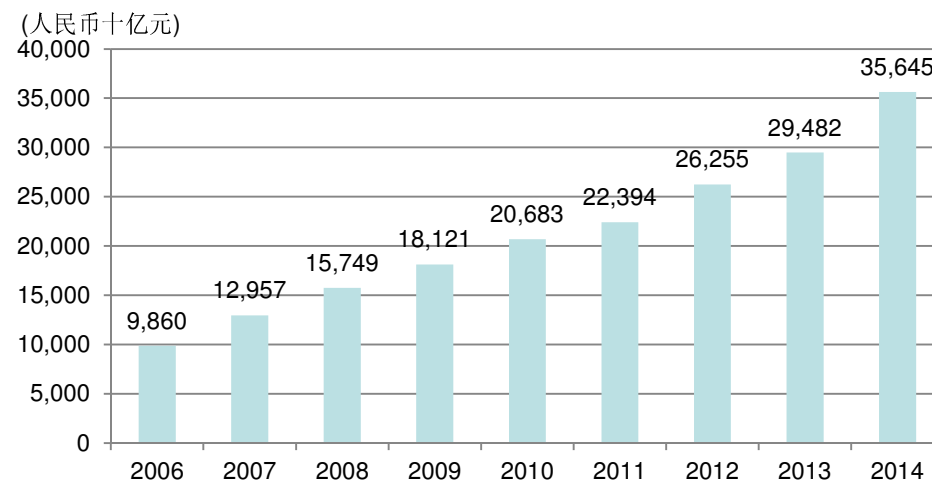
- 在岸人民币债券市场包括银行间市场和交易所市场。2014年涌现出不少创新产品，包括项目收益票据、永续债、供应链票据、并购债、可交换债券和二级资本债。
- 中国资本市场需要多元化的产品来满足不同公司的不同融资需求。一个成熟的债券市场拥有不同信用级别的债券发行人，风险与收益相匹配。市场化有助于债券市场的持续发展。

债券发行量



资料来源：聚源终端，中国债券信息网

债券存量



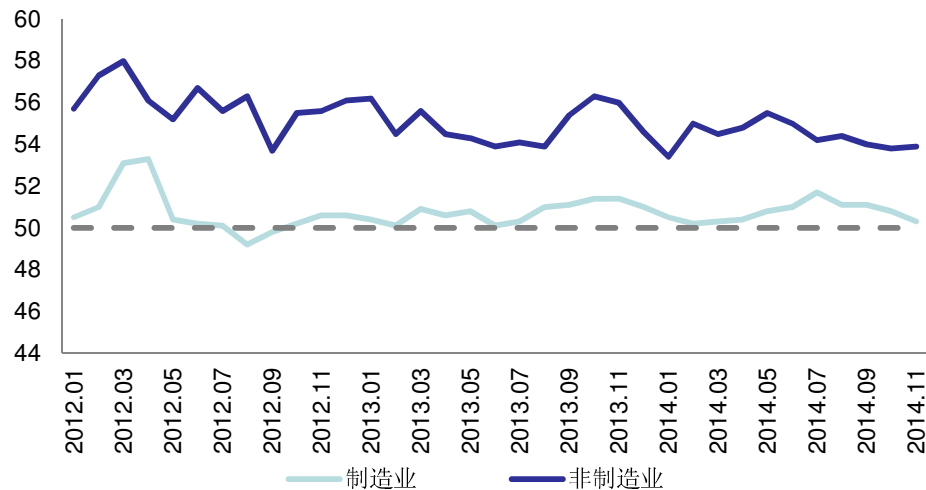
资料来源：聚源终端，中国债券信息网

在岸人民币债券市场

信用风险: 基本面

- 制造业面临产能过剩、经营下滑、负债较高的情况。基于2015年经济下行的预期，中国未来会有更多企业出现偿债困难。

制造业PMI接近50水平



资料来源: 国家统计局

评级下调

行业	下调次数
机械设备	14
电力设备	7
煤炭	6
光伏	5
钢铁	4

资料来源: 中诚信国际

负债率

行业	负债率
钢铁	67%
石化	66%
煤炭	66%
废物利用	65%
电力	65%

资料来源: 国家统计局

在岸人民币债券市场

信用风险: 违约

- 2014年，在岸市场出现第一只公募债券违约，在私募债券、中小企业集合债券和担保公司也发生多起信用事件。
- 中小企业因经营风险较高和缺少信用记录，自然信用风险较高。但是，由于这些债券的市场占有率小，单个违约对整个市场产生的影响有限。
- 中国政府开始分离地方政府和企业之间的信用。一些国有企业可能不再取得隐性担保，走向债务自担。
- 我们预期2015年将有更多的信用事件发生。

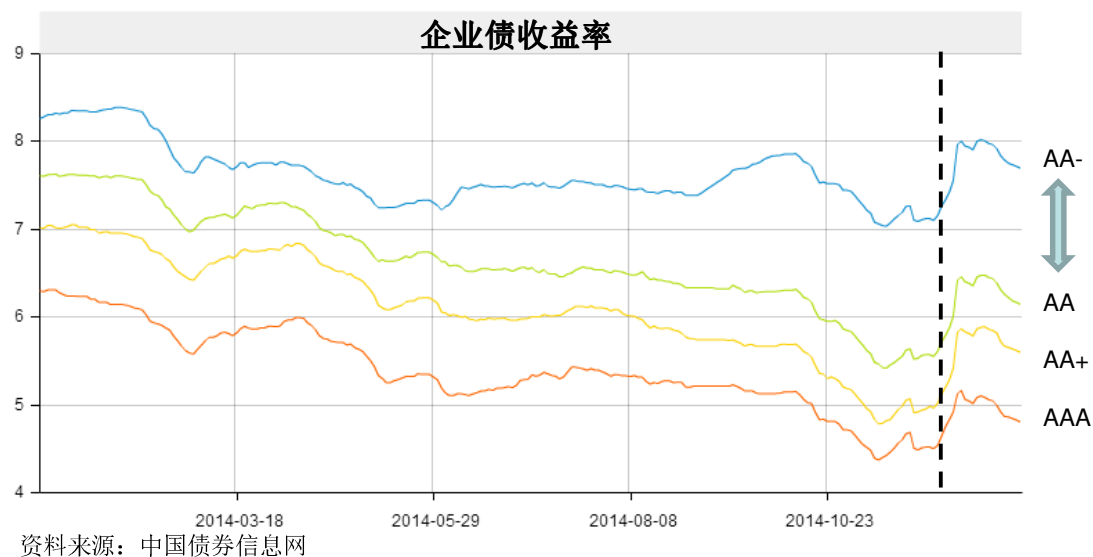
2014年部分信用事件

发债主体	金额	事件
上海超日太阳能科技股份有限公司	利息人民币8980万元	违约，获得担保并全额偿付
华通路桥集团有限公司	本息人民币4.29亿元	没有违约，由地方政府协调偿付

在岸人民币债券市场

信用风险: 信用利差

- 市场要求低评级主体拥有更高的风险溢价。2014年下半年以来，AA评级收益率与AA-评级收益率之间的利差拉大。
- 2014年12月，清算机构发布企业债回购新规，债项评级AAA以下或主体评级AA以下的债券暂停质押资格。引发所有债券的收益率迅速拉高。
- 我们预期2015年利差水平将继续扩大。

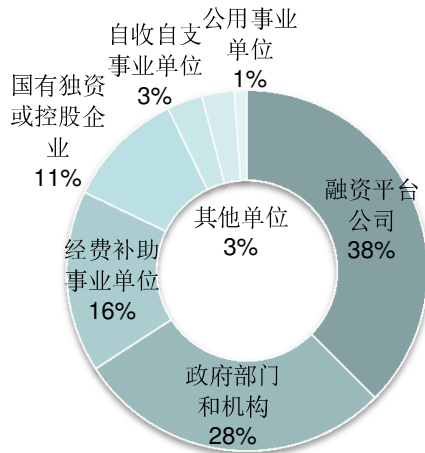


在岸人民币债券市场

地方政府债务

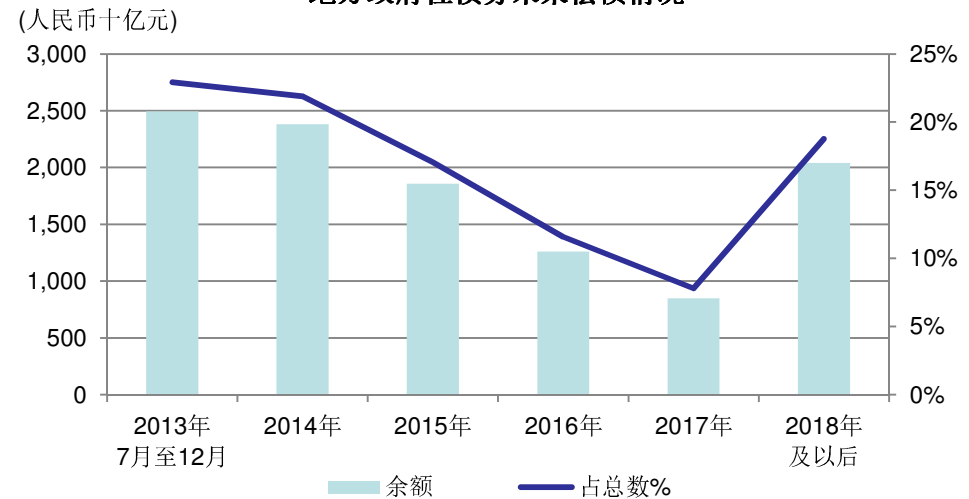
- 地方政府面临着大量再融资需求和短期流动性压力。尽管存在风险，中央政府正开展工作以加强地方政府债务的透明度。
 - 2014年5月 批准10个省市开展地方政府自发自还试点
 - 2014年8月 通过新修订的《预算法》，赋予地方政府依法举债的权限
 - 2014年10月 发布新的债务管理意见，规范债务额度并禁止再通过融资平台举债

地方政府性债务举借主体情况



资料来源：国家审计署

地方政府性债务未来偿债情况

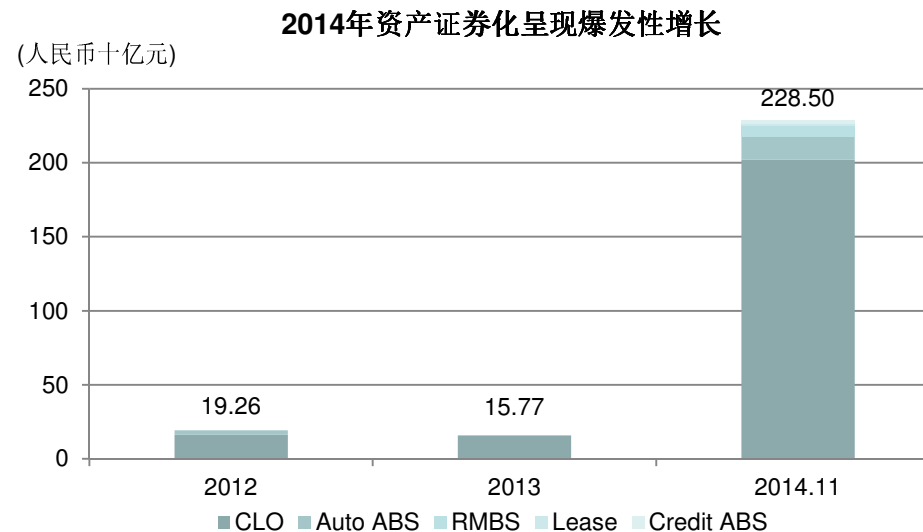


资料来源：国家审计署

在岸人民币债券市场

资产证券化

- 资产证券化自2012年重启以来，发行规模不断扩大，资产类别也更加多样化。截至2014年11月，共发行55单产品，共计规模人民币2,285亿元。证券化产品包括CLO、RMBS、ABS及租赁。
- 预期2015年交易所及银行间市场发行的证券化产品将会继续增长，其中租赁、互联网金融和中小贷的证券化产品的前景尤其突出。

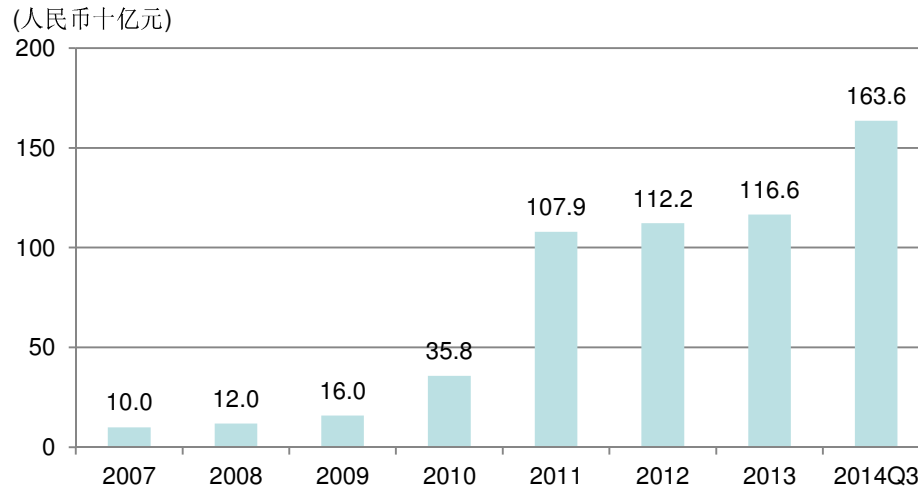


资料来源：中诚信国际

离岸人民币债券市场

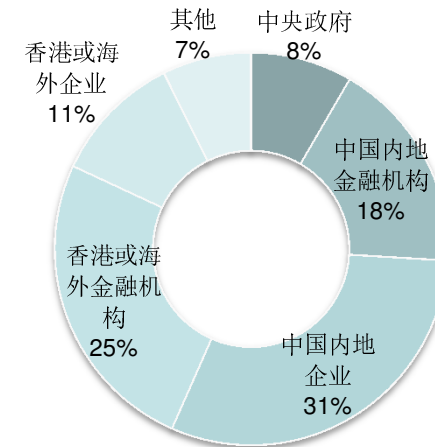
- 人民币国际化及资本帐户自由化促进离岸人民币债券的发展。在香港，2014年前三季度新发行量（不含存款证）突破人民币1,636亿元，超越2013年的全年发行量。未偿还余额达到人民币3,744亿。
 - 放宽跨境担保及外汇管制，使得中国企业在离岸市场的灵活度更高。我们预期中资背景的发行人将继续主导离岸人民币债券市场。
 - 英国在2014年10月发行人民币债券，成为首个发行主权债的西方国家。未来债券发行人将愈趋多元化。

香港离岸人民币债券发行量



资料来源：香港金管局

2014年发行人情况



资料来源：路透社，中诚信亚太整理

人民币国际化

- 根据环球银行金融电信协会(SWIFT)的数据，人民币地位不断增强，成为全球第七大支付货币。
- 2014年共有七家银行获委任成为人民币清算行，2015年1月6日又增加一家，离岸人民币清算中心增加至12个。
- 随着上海自贸区和其他试点计划的成立，跨境人民币业务的范围更加丰富，业务量也随之大增。
- 2014年11月开通的沪港通，为资金进出中国提供便利，推动人民币国际化的进程。

离岸人民币清算中心

启动年份	地区
2003	香港
2004	澳门
2012	台湾
2013	新加坡
2014	英国、德国、韩国、法国、卢森堡、卡塔尔及加拿大
2015	泰国

总结

- 中国经济处于结构调整阶段，我们预期**2015年GDP**增长放缓至**7%**左右。实体经济疲软，金融体系仍然存在风险。政府正在就市场改革制定具体实施方案，长远来说有利于中国经济。
- 国内债券市场逐步走向市场化，信用风险逐渐加深。经济结构调整期间，中小企业和一些国有企业在融资和还款方面受到挑战，预期**2015年**将有更多的信用事件发生。

免责声明

版权所有

本文件的全部内容 & 数据均属中国诚信（亚太）信用评级有限公司（简称“中诚信亚太”），如有变更，恕不另行通知。本文件上提供的信息全部都是中诚信亚太从其相信是准确和可靠的来源获得的。但所有信息及相关材料是在“按原样”及“按可以获得”的状况下提供的，中诚信亚太不就文件及所包含的任何相关信息和材料作出关于准确性、妥善性、完整性和及时性的保证。

所有信息均受版权法保护，未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得以任何形式、方法对其全部或部份进行复制或翻印、修改、传送、传播、散布、翻译，或改编以便其后用于此类用途。中诚信亚太对任何人或者任何实体由于使用本文件所在信息所致的任何直接、间接、特殊、偶然性、相因而生的损失或损害不予负责；或对任何性能故障、错误、遗漏、中断、缺陷、操作或传输延误、计算器病毒或线路系统故障等带来的损失或损害不予负责，即使被告知此类损害的可能性。文件中所载任何信息均非推荐买入、卖出或持有任何证券或其他财务债务，也不应被当做投资建议使用。

中国诚信（亚太）信用评级有限公司

地址：香港中环皇后大道中122号12楼

网址：www.ccxap.com

邮箱：info@ccxap.com

电话：+852-2868 0397

传真：+852-2868 0656

