



中國快速增長的在岸企業債券提供了機遇

辛奇, 固定收益主管, 瀚亞投資(中國)

中國債券市場目前是僅次於美國的世界第二大市場。雖然中國離岸債券市場的發展令人矚目，但我們關注的卻是在其岸債券市場的崛起。在岸企業債券增長最快，為此，就尋求投資多樣化和收益的投資者來說，在岸公司債券市場蘊藏著巨大的機會。

債券市場的規模從2010年的206,694億元人民幣（3.1萬億美元）增長到2020年12月的1,143,105億元人民幣（17.2萬億美元），是十年前的5倍多。其中市政債券和公司債券是最大的兩個板塊，分別占市場的22%和20%，其次是中央政府債券，占18%，政策性銀行債券占16%，詳情請參見圖1。

其中，在岸信用債券市場的總規模約為42.8萬億元人民幣，其中22.9萬億元由非金融企業發行，19.9萬億元由金融機構發行。國有企業（SOE）和地方政府融資平臺（LGFV）是這一板塊的主要發行者。

改革提振了在岸債券市場的增長

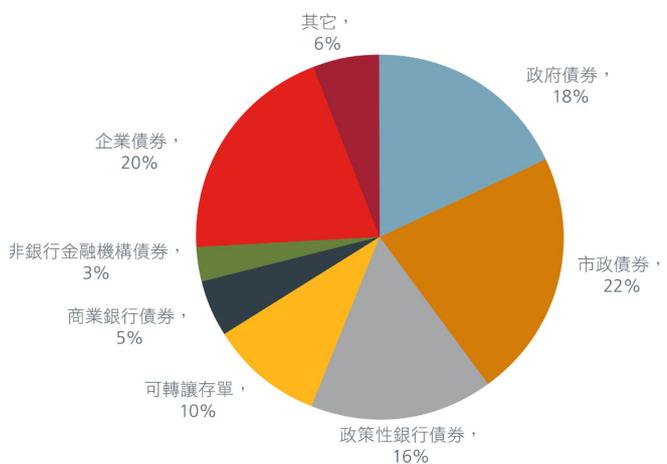
2010年之前，中國在岸企業債券市場相對不發達，因為它們傳統上依賴銀行貸款作為主要融資管道。2010年後，作為金融市場改革開放的一部分，中國監管機構出臺了各項政策，以減少經濟對銀行體系的依賴。

2015年，中國證監會放寬了要求，允許非上市公司發行債券，而此前的規定是只有上市公司才能進入債券市

場。這一改革措施導致公司債券發行激增，以及從銀行融資的結構性轉變。截至2020年底，未償企業債券與貸款之比為13.3%，而2010年底為6.8%。

此外，對影子銀行融資的嚴格監管也將企業的部分融資需求引導至了債券市場。因此，企業債券板塊在過去幾年一直是在岸信貸市場增長最快的板塊。

圖1：中國債券市場構成



資料來源：WIND，瀚亞投資有限公司，截至2020年12月31日。其他包括資產支援證券和政府支援組織。

外資參與在岸企業債券仍然有限

過去兩年，外資流入的速度明顯加快；外資持有的中國國內債券從2015年9月底的7650億元人民幣增加到2020年9月底的30,120億元人民幣¹。但外資增持的主要是國債和政策性銀行債券。

由於面臨各種挑戰，外資對企業債券的參與仍然有限。首先，語言障礙給基本信用分析帶來了困難，特別是在新冠肺炎疫情期間。此外，中國不一致的評級體系再加上沒有真正意義上的全球評級機構，使得很難與發達市場使用的評級標準相比較。

目前，國內九家信用評級機構和在岸評級普遍偏向於高端信貸，導致缺乏信貸差異化。信用債券評級為AA及以上的占89.3%，其中評級為AAA的占65.3%。全球評級機構正在進入中國信用債券市場，需要引起注意。在這九家信用評級機構中，有一家已於2020年獲得評級牌照，並推出了它們的首個在岸評級。

自2016年以來，不斷上升的企業違約率以及違約後過程中的不確定性，也阻礙了外國投資者的興趣。此外，與中國政府和政策性銀行債券相比，企業債券流動性差（儘管有所改善）也是另一個重大挑戰。這反映在市場成交量普遍較低和買賣價差較大上面。二級市場上的企業債券交易通常涉及大型央企和省級地方國有企業/地方政府融資平臺發行的債券，而私營企業發行的債券交易則不太常見，因為投資者傾向於將債券持有至債券到期。

是否有必要對在岸違約率上升感到擔憂？

在所有的挑戰中，最切題的是近幾年發生的在岸違約事件。2014年發生了國內首例企業債券違約。此後，違約率一直呈上升趨勢，2019年新增違約184起，2020年新增違約224起，違約率分別為0.75%和1.04%，詳情請參見圖2。不過，我們認為這是債券市場走向市場導向必然要經歷的一步，就像幾年前發達資本市場所經歷的那樣。允許陷入困境的發行者違約的債券市場，再次強調了利用本地專業知識和信用研究能力進行積極管理的必要性。

展望未來，我們預計，在政策支持、經濟穩步增長、投資者結構更加有利的情况下，企業違約率相對於全球市場將維持在合理水準。

圖2：中國在岸市場違約



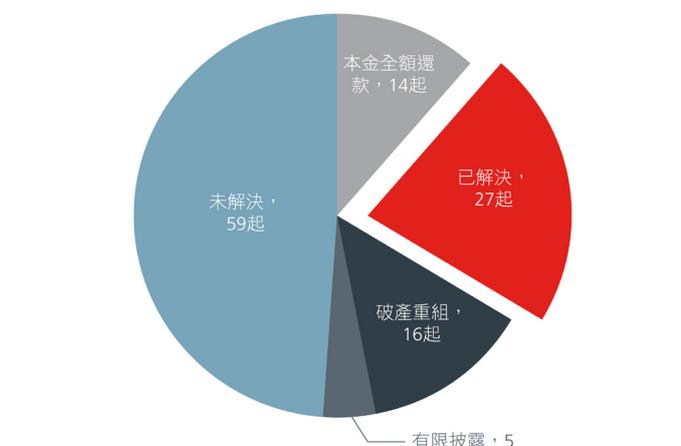
資料來源：WIND，瀚亞投資有限公司，截至2020年12月31日

由於違約歷史較短，因此違約解決在法律執行、時間等方面的不確定性是投資者關注的另一個問題。圖3簡要介紹了自2014年以來121起在岸債券違約案例的解決情況。

為什麼我們看好中國在岸企業債券市場

投資中國企業債券市場的主要動機是強勁的經濟背景。雖然中國的經濟增長已經放緩，但在未來5~10

圖3：按解決情況分列的在岸債券違約數量（2014年至2020年11月）



資料來源：WIND，公司公告，高盛。

年內仍將保持強勁健康的增長勢頭。作為少數幾個實施正常貨幣政策的主要經濟體之一，中國沒有採取大規模的刺激政策。因此，中國保持了正利率和收益率曲線上行，有利於經濟社會可持續發展。從長期來看，這有助於為經濟實體提供正向激勵，並保持人民幣計價資產的全球競爭力。

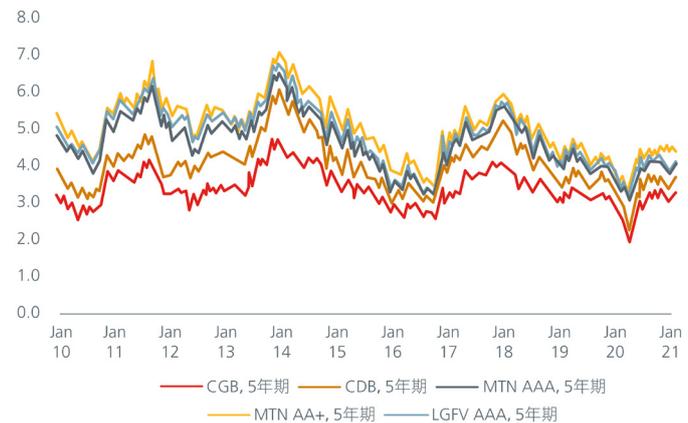
此外，中國在岸債券的相對價值也高於其離岸對手。中債企業債AAA指數（5年期）2月底到期收益率為3.8%，遠高於離岸投資級債券的2.6%。這一差距自2020年第二季度以來顯著擴大，當時中國政府開始收緊在岸貨幣條件。對於國際評級為A-及以上的國有企業，其人民幣債券與美元債券的價差可高達200個基點，不計入套期保值成本和外匯差額，使得優質國有債券對尋求更高收益率的投資者來說更具有吸引力，詳細資訊請參見圖4。隨著政策正常化的影響逐漸消退，在岸債券的收益率溢價最終可能降至接近歷史水準，這意味著在岸債券投資者將獲得更好的回報。

具備信用選擇能力的投資者將從中受益

但不可避免的是，包括評級較高的實體在內的一系列違約事件，挑戰了投資者的假設，即中國政府拯救陷入困境的企業的“隱性保證”。雖然這些信貸新聞對市場情緒產生了負面影響，但如果其更大範圍的蔓延得到控制，則某些破產和違約事件將是一個健康、正常運作的市場的一部分。近期的國企債券違約潮也反映了當局清理“僵屍企業”的努力，這是中國供給側改革的一部分，結構性去杠杆仍然是關鍵的政策方向。事實上，違約率上升恰恰表達了監管機構發展成熟金融市場的意願。

近期中國在岸違約率上升，在岸流動性收緊，引發了一波又一波的波動。這一趨勢使投資者重新關注基本面分析和信用選擇，我們認為這類事件對具有信

圖4：中國在岸債券收益率(%)



資料來源：WIND、Chinabond和瀚亞投資（截至2021年3月1日），CGB：中國政府債券，CDB：中國發展債券，MTN：中期票據。LGFV：地方政府融資平臺。

用選擇能力的長期投資者來說是一個機會。信貸差異化加劇已經開始反映在債券價格上。

總之，這不是第一次在岸違約引發擔憂，很可能也不會是最後一次，需要引起投資者的注意。最後要說明的是，中國政府有政治意願和政策制定能力引導市場回歸平靜的水域。以往的經驗表明，中國政府有能力遏制系統性風險，保持整體金融穩定。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞投資香港」)編制, 僅供數據參考。未經事先書面同意, 不得翻印、刊發、傳閱、复制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前, 不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更, 恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮; 因此, 亦不會就任何收件人士或任何類別人士, 基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現, 對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算, 未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益, 可跌亦可升。投資涉及風險, 投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和Prudential plc. 與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發, 並未經香港證監會審閱。

瀚亞投資
eastspring
investments

英國保誠集團成員 