



在中國在岸債券市場尋找價值

辛奇，瀚亞投資中國固定收益主管

儘管中國房地產發行人面臨重大監管變化及持續違約風險，在我們對亞洲固定收益的全球投資者調查中，63%的全球投資者選擇中國債券作為未來24個月的主要投資策略。實際上，中國債券仍然具有吸引力，熟悉當地市場和發行人的資產管理公司將受益。

今年年初，我們就為何[中國快速增長的在岸公司債券提供機會](#)發表了看法。此後，中國資本市場經歷了因監管、去槓桿化及違約引發的巨大變化和波動，無疑是對投資者情緒的打擊。儘管如此，我們仍然看到在岸市場的機會，並認為這是選擇性增加阿爾法的好時機。

在岸信用債券市場的總規模約為50.1萬億元人民幣¹；國有企業(SOE)和地方政府融資工具(LGFV)是該領域的主要發行人。地方政府融資工具誕生於20世紀90年代，由地方政府作為國有企業的分支設立，為預算外的公共投資提供資金。在2008年

全球金融危機之後，地方政府融資工具成為中國基建融資的重要渠道。在地方政府的隱性擔保下，地方政府融資工具大量輕鬆借貸。

一段時間以來，地方政府融資工具不斷增長的債務水平已引起關注，而中國當局一直在加強監管。今年年初，中國向銀行及保險機構發出補充指引，阻止向有地方政府隱性擔保的地方政府融資工具提供新的貸款，引發了對地方政府融資工具再融資能力的擔憂。政府還表示不會對負債的地方政府融資工具提供援助，引發了在岸市場的波動，但到目前為止尚無公開發行的地方政府融資工具債券違約。

儘管持續存在這些問題，但我們不能忽視潛在機會。首先，地方政府融資工具市場規模之大無法忽視；地方政府融資工具債券佔政府相關發行量的一半以上²。在岸債券市場上約有2000家地方政府

融資工具發行人。採用信貸差異化方針並利用對當地市場的深入了解是投資該市場的最佳方式。

信貸差異化是關鍵

在此背景下，透過確定地方政府融資工具的信貸實力及其在支持政策目標方面發揮的作用來評估其信用狀況非常重要。地方政府融資工具通常為公共政策項目提供資金，例如公共基建、保障性住房、公共交通、一級土地開發、醫療設施、社會服務等。這些地方政府融資工具被認為比其他追求商業機構的工具重要得多，應該繼續得到各自地方政府的支持。

地方政府支持地方政府融資工具的能力問題便因此產生。由於中央集權的政府體制，地方政府在行政體系中的地位將決定其與中央政府的政治、經濟及財政聯繫，進而決定其支持地方政府融資工具的能力。見圖1。

此外，地方政府的財政狀況、債務、金融部門的健康狀況及能力亦將決定其支持地方政府融資

工具的能力。更高級別政府的債務負擔也往往較低。見圖2。自2020年11月以來，由於違約可能帶來的嚴重影響，省級政府支持主要地方政府融資工具的意願不斷增加。這一點從河南省國有煤炭公司的違約事件中便可看出。在岸債券投資者認為，地方政府融資工具或地方國有企業的潛在違約將引發政府取消對該地區整個地方政府融資工具領域的支持。這嚴重阻礙了該省地方政府融資工具獲得資金，並造成區域性金融危機。

儘管如此，我們不能假定區縣級政府支持地方政府融資工具的能力必然與省級政府相關。同省內不同城市有不同的經濟及信用狀況；部分最富裕的省份也有城市低於全國平均收入水平。

另外需要注意的一點是地方政府調動資源的能力。背負不良銀行債務、國有企業債臺高築的地區，甚至國有企業長期違約的地區，在為地方政府融資工具獲取應急資金方面將面臨困難。

圖1：中國的行政層級

政府層級	政府類型	數量
零級：中央政府	中央政府	1
一級：省級政府	省、自治區、直轄市 ⁽¹⁾	31
	中央計劃單列市 ⁽²⁾	5
二級 ⁽³⁾ ：地級市政府	省會城市（副省級）	27
	地級市	300+
三級：區 / 縣級政府	區縣	2800+

注：

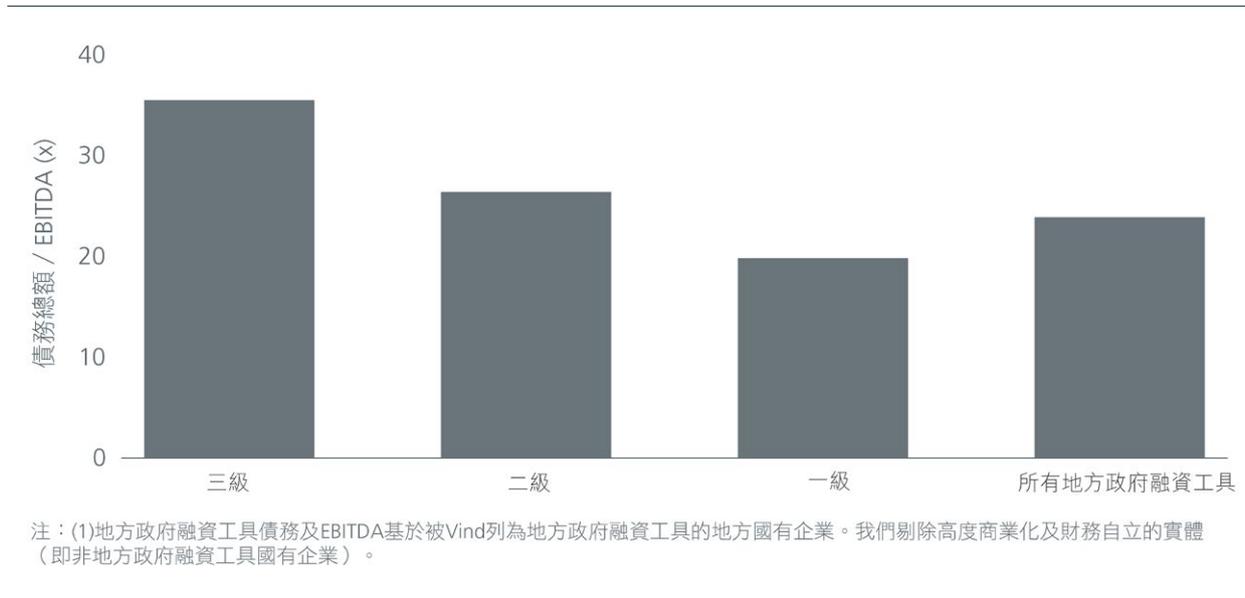
⁽¹⁾ 直轄市（北京、天津、上海、重慶）由中央政府直接管理

⁽²⁾ 中央計劃單列市包括大連、青島、寧波、廈門和深圳。中央計劃單列市同時向中央政府和各自省政府匯報，因此其地位略低於其他一級政府。

⁽³⁾ 省會城市級別略高於其他二級政府。省會城市通常是本省GDP最大的貢獻者，並往往從省政府獲得更大份額的借貸債券收益。

資料來源：CreditSights。

圖2：不同層級的地方政府所控制的地方政府融資工具的債務總額/EBITDA(2019年)



資料來源：Wind，CreditSights。

對地方政府融資工具的影響

展望未來，我們認為，銀行對地方政府融資工具的貸款及債券投資都將採取更謹慎的態度（以及更長的審批過程），這可能會導致某些地方政府融資工具在一級市場上的供應減少，發行成本提高。事實上，今年在岸地方政府融資工具債券的供應量已經下降；鑒於更嚴格的監管，弱勢地區已無法發行新的債券。見圖3。

信貸差異化體現在資金層面；上海、廣東和北京的地方政府融資工具信貸息差接近零，而弱小城市的信貸息差可能達到300個基點以上。儘管如此，目前地方政府融資工具的收益率水平低於五年平均水平，反映了對該行業的持續支持。同樣，在該水平上，這是唯一收益率超過中國政府債券的信貸領域。見圖4。

就風險而言，我們預計該領域不會出現大規模違約，亦不會出現重要地方政府融資工具的違約。但是，不斷變化的法規、銀行和政府層面

更長的審批程序將延長再融資過程。因此，我們預計該領域將繼續保持差異化，而這進而歸結於我們對地方政府融資工具的重要性及長期政府支持記錄的基本評估。

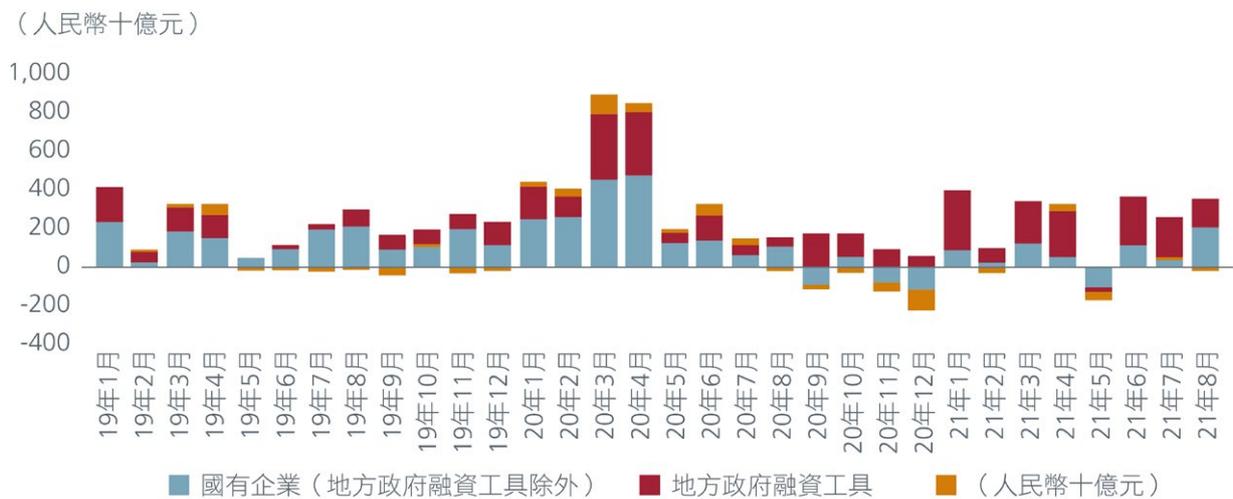
我們的競爭優勢

在採取信貸差異化過程之前，需要對地方政府融資工具及地方政府的單獨信用狀況進行深入了解。瀚亞投資的固定收益團隊一直積極投資於中國離岸及在岸債券市場，再加上最大及最有經驗的亞洲信貸分析師團隊之一的專業知識，可謂如虎添翼。該團隊還利用本土專家的知識，包括駐上海的中國本土分析師團隊，他們具備相關離岸經驗，在中國信貸及宏觀經濟方面擁有良好往績記錄。不斷加大的信貸差異化也反映在債券價格上，鑒於該行業中央政府債券具有吸引力的套利，我們的信貸選擇流程使我們能夠在中長期內提高投資組合收益。

我們預計地方政府融資工具市場將繼續經歷更多調整，這可能會淘汰實力較弱的參與者。最終目標是將政府融資工具信貸與地方政府信貸分開。這將使得地方政府融資工具與國有企業和私營企業(POE)受到同等對待。

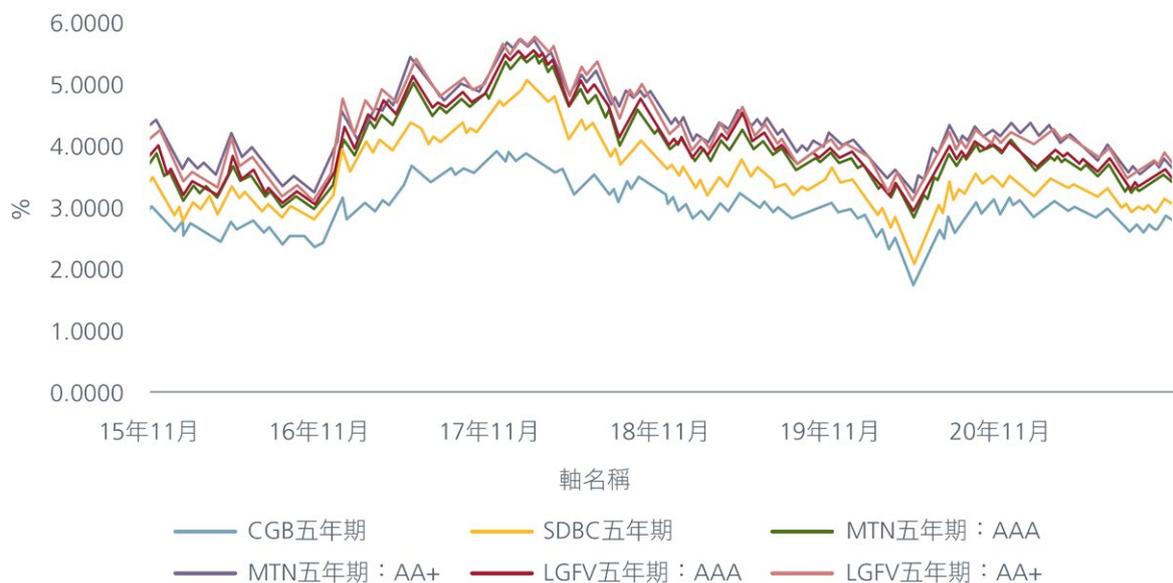
最後，我們重申之前文章中的觀點：中國政府擁有引導市場恢復平穩的政治意願和決策能力。過往經驗表明，中國有能力遏制系統性風險，並保持整體金融穩定。

圖3：在岸公司債券淨發行量



資料來源：惠譽評級，Wind資訊。

圖4：中國在岸債券收益率



資料來源：瀚亞投資，截至2021年11月9日。CGB：中國政府債券，SDBC：國家開發銀行，MTN：中期票據，LGFV：地方政府融資工具。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文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，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的 M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



英國保誠集團成員 