



## 每周经济视点 2016年8月12日

研究部联席主管

陈宋恩

电话: 852-21478805

电邮: philipchan@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

## 直接融资：中国维持经济增长的一大支柱

- 直接融资在维持经济增长动力过程中发挥着越来越重要的作用
- 上半年国内企业债券净额发行同比大幅增长 89.4%
- 上半年境内股权融资额同比飙升 52.8%
- 在直接融资市场的顶级承销商势成为主要受益者

**政府致力于为经济去杠杆。**直接融资有助于经济去杠杆和有利于经济稳定增长。如果需要降低财务杠杆，国营或私营部门可以选择剥离资产来偿还债务、增加资本或同时采取以上两项措施。但是，为保持产出和经济增长，就必须进行资产投资。是否有充足的中长期资金来源以推动资产增长成为经济持续增长的瓶颈之一。在去杠杆的前提下，要去除资产投资增长的瓶颈，有必要扩大直接融资市场如发行公司债券及股本证券，让市场有更多的话语权。

**然而杠杆水平不降反升。**降低中国经济杠杆并非易事。根据财政部，中央国有企业的资产负债比率由 2014 年末的 65.66% 增加至 2015 年末的 67.97%，再升至 2016 年六月末的 68.08%。地方国有企业的资产负债比率从 2014 年末的 64.64% 下降至 2015 年末的 64.41% 和 2016 年六月末的 64.36%。据国家统计局，规模以上的工业企业资产负债比率从 2015 年末的 56.17% 升至 2016 年六月末的 56.63%。除了地方国企的资产负债比率有轻微下降，统计数据反映央企及规模以上的工业企业的资产负债比率于今年上半年仍是渐渐上升。

**银行在社会融资规模增量的重要性在递减。**银行贷款（包括本币和外币贷款）和未贴现银行票据在社会融资规模增量一直发挥重要作用。然而，银行贷款和未贴现银行票据增量在社会融资规模增量的比重从 2014 年的 60.98% 和 2015 年的 62.57% 下降至今年上半年的 59.72%。未贴现的银行票据量于 2014 年、2015 年和今年上半年分别减少 1286 亿元人民币、10569 亿元人民币、12769 亿元人民币。我们认为，部分未贴现的银行票据市场已经被企业直接通过发行短期债券（如 90 天或 180 天的企业票据）替代，直接短融成为企业对于流动资金日益重要的融资来源。此外，部分公司凭借良好的信用评级都能够以较低的利息成本或更长期限发行债券融资。

**直接融资已成为一个主要的融资来源。**直接融资（包括企业债券净融资和非金融企业境内股票融资）在 2014 年占社会融资规模增量的 17.16%，并在 2015 年和今年上半年进一步上升至 23.44% 和 23.95%。除非银行主动增资扩股来推动贷款资产增长，直接融资将继续抢夺银行在社会融资规模增量的市场份额。

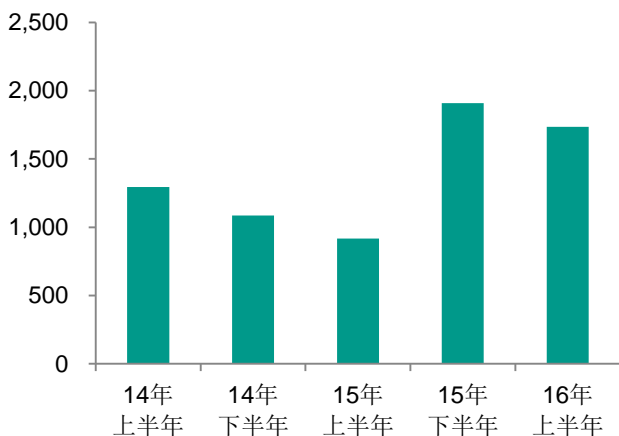
**今年上半年企业债券净融资同比增长 89.4%，占社会融资规模增量的 17.8%。**企业债券净融资已成为社会融资规模增量的第二大资金来源。其占比从 2014 年的 14.51% 上升至 2015 年 18.47%。企业债券净融资额在 2015 年下半年同比大幅增长 75.7% 后，于今年上半年继续快速增长，同比飙升 89.4%。企业债券净融资的高增长将有利于承销能力较强的金融中介机构。在今年上半年，企业债券承销市场前 3 名金融中介机构分别是中投证券、中信证券（6030 HK）和国泰君安（601211 CH）。按承销金额算，他们的市场份额分别为 10.1%、8.0% 和 7.8%。



今年上半年非金融企业境内股票融资同比增长 **52.8%**，占社会融资规模增量的 **6.2%**。在经济降杠杆过程，其中一个有效途径是扩大企业的资本基础。非金融企业境内股票融资在社会融资规模增量的占比从 2014 年的 2.65%，提高到 2015 年的 4.97% 和今年上半年的 6.2%。非金融企业境内股票融资额在 2015 年下半年同比大幅增长 47.9% 后，于今年上半年继续快速增长，同比增长 52.8%。A 股市场在 2015 年中大幅下降后，股票投资者可以更吸引和合理的价格注资上市公司。在 A 股增发市场，一级市场增发（即 IPO）融资额远远低于二级市场增发融资额。今年上半年，二级市场增发占 A 股增发总额约 95%，而 IPO 只占 5%。我们看来，境外投资者一般把他们的焦点放在 IPO 市场，因此可能低估二级市场增发规模及其对券商行业与实体经济的重要性。虽然较长的 IPO 市场审批流程不利券商行业，但二级市场增发规模庞大却利好券商行业。按行业分类，通过 A 股股权投资市场在上半年募集资金总额中公用事业占比最大，达到 18%；而信息技术业、金融业、房地产业、零售业、材料业、资本货物业各占 17%、14%、12%、10%、8%、8%。在今年上半年，股权融资承销市场（包括一和二级市场增发）前 3 名金融中介机构分别是中信证券(6030 HK)、广发证券(1776 HK) 和 国泰君安(601211 CH)。按承销金额算，他们的市场份额分别为 11.5%、7.3% 和 6.5%。

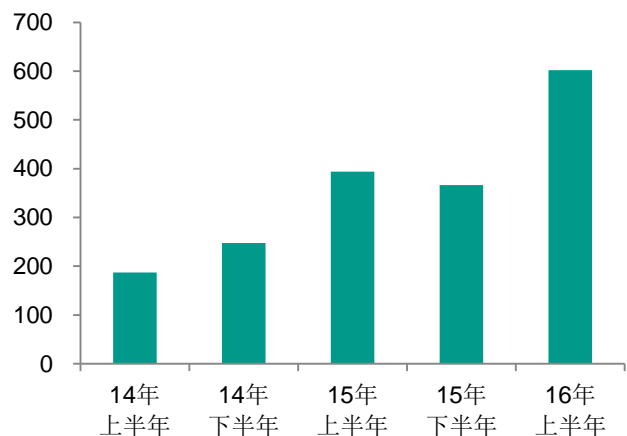
银行业正在改变他们的资金使用捕捉直接融资市场的发展趋势。在银行的资金使用中，债券投资比重正在增加，而贷款的比例则在减少。除了直接提供贷款给企业，银行也可以购买现有或新的企业客户发行的债券。据人民银行，2015 年的银行境内非住户贷款总额占银行资金运用总额的 52.2%，这个占比在今年上半年下降到 49.5%。然而，银行在债券投资组合和股票投资总额占银行资金运用总额的比率从 2015 年的 25.36%，扩大至今年上半年的 28.33%，反映银行更愿意承受资本市场的投资风险。上半年，银行在债券投资组合和股票投资总额较去年末增 25%，但境内住户贷款额和非住户贷款额分别较去年末增 10.9% 和 6.1%。

图表 1：社会融资规模增量-企业债券净融资 (人民币 十亿)



来源：中国人民银行、农银国际证券

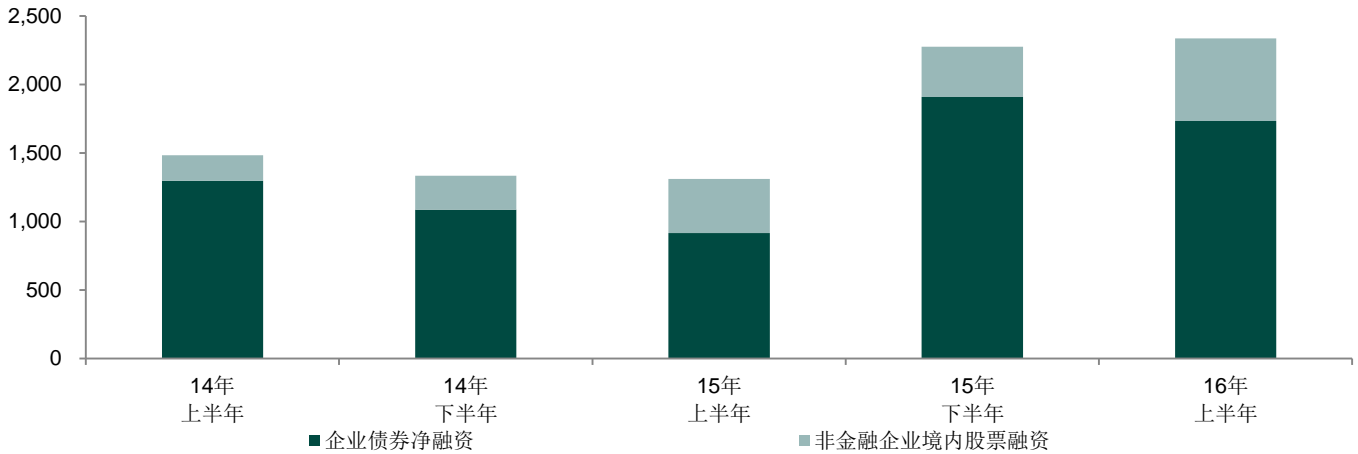
图表 2：社会融资规模增量-非金融企业境内股票融资 (人民币 十亿)



来源：中国人民银行、农银国际证券



图表 3: 社会融资规模增量-直接融资 (人民币 十亿)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 4: 5 年期 AA-级公司债券收益率显示大量流动性流入企业债券市场, 导致较低的债券收益率 (%)



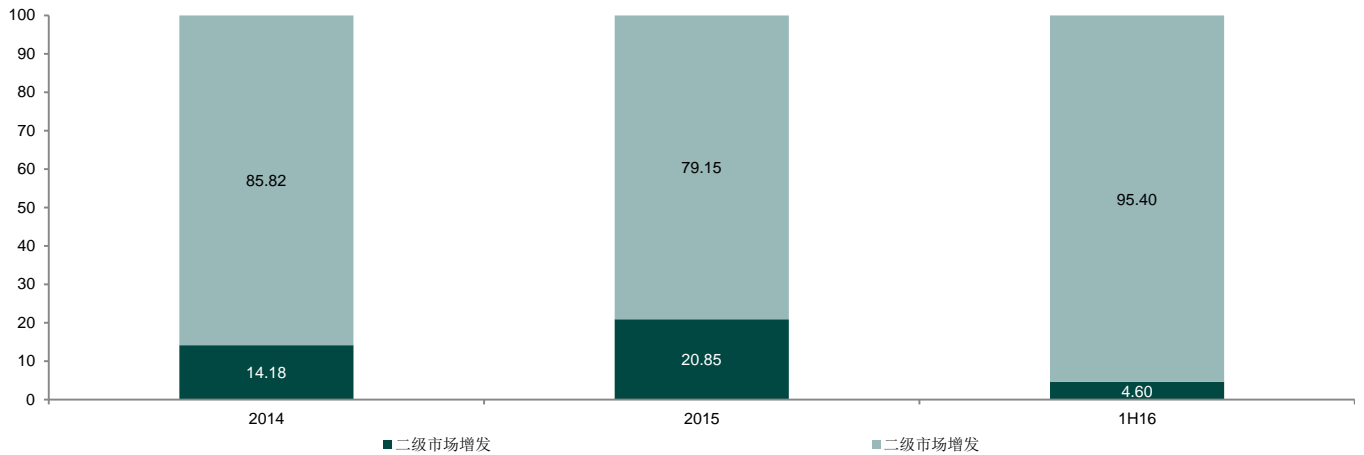
来源: 中国债券信息网、彭博、农银国际证券

图表 5: 5 年期 AA-级企业债与 5 年期国债的收益率差距正在缩小, 显示信用良好企业债券的吸引力正在减弱 (%)



来源: 中国债券信息网、彭博、农银国际证券

图表 6: A 股市场股权融资的组成 (%)



来源: Wind、农银国际证券



中国经济数据

	2015												2016					
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月		
实际国民生产总值 (同比%)	7.0	---	---	7.0	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7		
出口增长 (同比%)	(15.0)	(6.4)	(2.5)	2.8	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)		
进口增长 (同比%)	(12.7)	(16.2)	(17.6)	(6.1)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)		
贸易余额 (美元/十亿)	3.1	34.1	59.49	46.6	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11		
零售额 (同比%)	10.2	10.0	10.1	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6		
工业增加值 (同比%)	5.6	5.9	6.1	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2		
制造业 PMI (%)	50.1	50.1	50.2	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0		
非制造业 PMI (%)	53.7	53.4	53.2	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7		
固定资产投资(累计同比%)	13.5	12.0	11.4	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0		
消费物价指数 (同比%)	1.4	1.5	1.2	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9		
生产者物价指数 (同比%)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.8)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)		
广义货币供应量 (同比%)	11.6	10.1	10.8	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8		
新增贷款 (人民币/十亿)	1,180	707.9	900.8	1,280.6	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380		
总社会融资 (人民币/十亿)	1,241	1,056	1,236	1,833	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,630		

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率			
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)			
<b>美国</b>			<b>能源</b>					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	18,613.52	0.38	17.96	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	43.52	4.11	619,161	0.50	0.00	
标准普尔 500 指数	2,185.79	0.13	20.52	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	45.90	3.68	258,998	美国基准借贷利率	3.50	0.00
纳斯达克综合指数	5,228.40	0.14	32.87	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.53	(8.66)	182,367	美国联邦储备银行贴现窗口借款利率	1.00	0.00
MSCI 美国指数	2,082.33	0.15	21.17	澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格 <sup>2</sup>	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	0.2687	5.07
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	6,926.63	1.96	57.54	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,642.50	0.55	11,653	1.1266	(0.97)	
德国 DAX30 指数	10,709.56	3.30	24.34	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,653.00	0.49	24,431	1.5389	(4.96)	
法国 CAC 40 指数	4,504.19	2.12	23.21	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,839.50	1.26	11,589	日本 10 年期国债	(0.102)	(0.90)
西班牙 IBEX 35 指数	8,732.90	2.27	21.69	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,848.00	1.23	35,041	中国 10 年期国债	2.7040	(6.20)
意大利 FTSE MIB 指数	16,995.02	2.22	38.53	<b>贵金属</b>					欧洲央行基准利率 (再融资利率)		
Stoxx 600 指数	346.90	1.62	29.63	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,343.90	(0.04)	166,414	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,016.19	1.81	61.11	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	19.92	0.49	64,364	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.5177	1.38
MSCI 法国指数	127.62	1.92	21.11	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,146.80	(0.41)	10,995	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	0.8176	2.53
MSCI 德国指数	137.25	3.62	24.49	<b>农产品</b>					隔夜上海同业拆借利率		
MSCI 意大利指数	48.23	2.25	38.64	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	331.50	(0.82)	177,251	2.0210	1.90	
<b>亚洲</b>								1 月期上海同业拆借利率			
日经 225 指数	16,919.92	4.09	20.98	小麦期货合约	美元/蒲式耳	435.75	(0.51)	82,144	2.7050	(2.40)	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,530.91	0.61	24.19	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	19.66	(3.39)	57,530	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.5638	0.41
恒生指数	22,766.91	2.80	11.62	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	987.00	1.28	83,836	公司债券 (穆迪)		
恒生中国企业指数	9,554.85	4.64	7.52						Aaa 3.30 (12.0)		
沪深 300 指数	3,294.23	2.78	14.37						Baa 4.21 (11.0)		
上证综合指数	3,050.67	2.48	16.87								
深证综合指数	1,973.67	1.65	45.25								
MSCI 中国指数	60.31	3.24	12.05								
MSCI 香港指数	12,865.95	1.13	14.18								
MSCI 中国指数	794.42	2.75	16.61								

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日日期)
- 澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格为麦克洛斯基出版的以澳大利亚纽卡斯尔港的发热量为 6700 大卡(高位空干基)(GAD)的动力煤离岸合同价格为基准的报价

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.1156	1.2954	0.7688	102.04	0.9747	6.6452	7.7563	6.7858
周变化 (%)	0.63	(0.91)	0.91	(0.22)	0.62	0.23	(0.02)	0.17



## 权益披露

分析员, 陈宋恩以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司, 曾在过去 12 个月内, 与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率  
市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

### 免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2016 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司  
电话: (852) 2868 2183