



每週經濟視點

2016年8月12日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

直接融資：中國維持經濟增長的一大支柱

- 直接融資在維持經濟增長動力過程中發揮著越來越重要的作用
- 上半年國內企業債券淨額發行同比大幅增長 89.4%
- 上半年境內股權融資額同比飆升 52.8%
- 在直接融資市場的頂級承銷商勢成為主要受益者

政府致力於為經濟去杠杆。直接融資有助於經濟去杠杆和有利於經濟穩定增長。如果需要降低財務杠杆，公營或私營部門可以選擇剝離資產來償還債務、增加資本或同時採取以上兩項措施。但是，為保持產出和經濟增長，就必須進行資產投資。是否有充足的中長期資金來源以推動資產增長成為經濟持續增長的瓶頸之一。在去杠杆的前提下，要去除資產投資增長的瓶頸，有必要擴大直接融資市場如發行公司債券及股本證券，讓市場有更多的話語權。

然而杠杆水平不降反升。降低中國經濟杠杆並非易事。根據財政部，中央國有企業的資產負債比率由 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%。地方國有企業的資產負債比率從 2014 年末的 64.64% 下降至 2015 年末的 64.41% 和 2016 年六月末的 64.36%。據國家統計局，規模以上的工業企業資產負債比率從 2015 年末的 56.17% 升至 2016 年六月末的 56.63%。除了地方國企的資產負債比率有輕微下降，統計數據反映央企及規模以上的工業企業的資產負債比率於今年上半年仍是漸漸上升。

銀行在社會融資規模增量的重要性在遞減。銀行貸款（包括本幣和外幣貸款）和未貼現銀行票據在社會融資規模增量一直發揮重要作用。然而，銀行貸款和未貼現銀行票據增量在社會融資規模增量的比重從 2014 年的 60.98% 和 2015 年的 62.57% 下降至今年上半年的 59.72%。未貼現的銀行票據量於 2014 年、2015 年和今年上半年分別減少 1286 億元人民幣、10569 億元人民幣、12769 億元人民幣。我們認為，部分未貼現的銀行票據市場已經被企業直接通過發行短期債券（如 90 天或 180 天的企業票據）替代，直接短融成為企業對於流動資金日益重要的融資來源。此外，部分公司憑藉良好的信用評級都能夠以較低的利息成本或更長期限發行債券融資。

直接融資已成為一個主要的融資來源。直接融資（包括企業債券淨融資和非金融企業境內股票融資）在 2014 年占社會融資規模增量的 17.16%，並在 2015 年和今年上半年進一步上升至 23.44% 和 23.95%。除非銀行主動增資擴股來推動貸款資產增長，直接融資將繼續搶奪銀行在社會融資規模增量的市場份額。

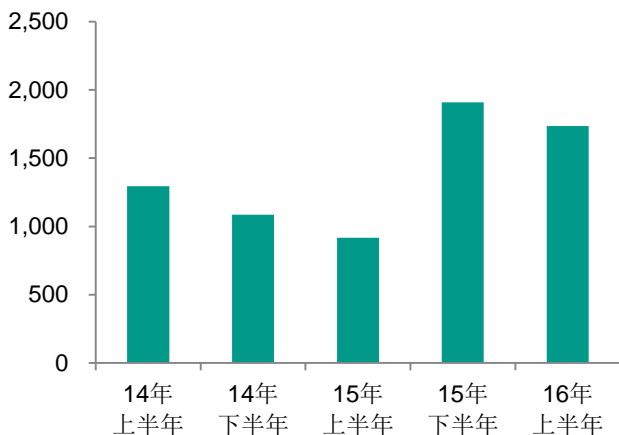
今年上半年企業債券淨融資同比增長 89.4%，占社會融資規模增量的 17.8%。企業債券淨融資已成為社會融資規模增量的第二大資金來源。其占比從 2014 年的 14.51% 上升至 2015 年 18.47%。企業債券淨融資額在 2015 年下半年同比大幅增長 75.7% 後，於今年上半年繼續快速增長，同比飆升 89.4%。企業債券淨融資的高增長將有利於承銷能力較強的金融中介機構。在今年上半年，企業債券承銷市場前 3 名金融中介機構分別是中投證券、中信證券（6030 HK）和國泰君安（601211 CH）。按承銷金額算，他們的市場份額分別為 10.1%、8.0% 和 7.8%。



今年上半年非金融企業境內股票融資同比增長 **52.8%**，占社會融資規模增量的 **6.2%**。在經濟降杠杆過程，其中一個有效途徑是擴大企業的資本基礎。非金融企業境內股票融資在社會融資規模增量的占比從 2014 年的 2.65%，提高到 2015 年的 4.97% 和今年上半年的 6.2%。非金融企業境內股票融資額在 2015 年下半年同比大幅增長 47.9% 後，於今年上半年繼續快速增長，同比增長 52.8%。A 股市場在 2015 年中大幅下降後，股票投資者可以更吸引和合理的價格注資上市公司。在 A 股增發市場，一級市場增發（即 IPO）融資額遠遠低於二級市場增發融資額。今年上半年，二級市場增發占 A 股增發總額約 95%，而 IPO 只占 5%。我們看來，境外投資者一般把他們的焦點放在 IPO 市場，因此可能低估二級市場增發規模及其對券商行業與實體經濟的重要性。雖然較長的 IPO 市場審批流程不利券商行業，但二級市場增發規模龐大卻利好券商行業。按行業分類，通過 A 股股權投資市場在上半年募集資金總額中公用事業占比最大，達到 18%；而信息技術業、金融業、房地產業、零售業、材料業、資本貨物業各占 17%、14%、12%、10%、8%、8%。在今年上半年，股權融資承銷市場（包括一和二級市場增發）前 3 名金融中介機構分別是中信證券（6030 HK）、廣發證券（1776 HK）和 國泰君安（601211 CH）。按承銷金額算，他們的市場份額分別為 11.5%、7.3% 和 6.5%。

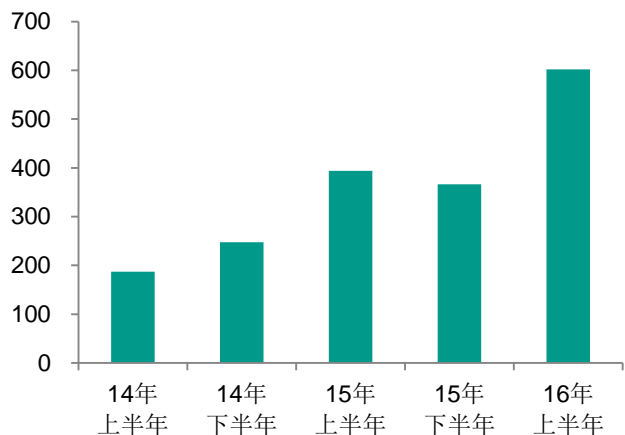
銀行業正在改變他們的資金使用捕捉直接融資市場的發展趨勢。在銀行的資金使用中，債券投資比重正在增加，而貸款的比例則在減少。除了直接提供貸款給企業，銀行也可以購買現有或新的企業客戶發行的債券。據人民銀行，2015 年的銀行境內非住戶貸款總額占銀行資金運用總額的 52.2%，這個占比在今年上半年下降到 49.5%。然而，銀行在債券投資組合和股票投資總額占銀行資金運用總額的比率從 2015 年的 25.36%，擴大至今年上半年的 28.33%，反映銀行更願意承受資本市場的投資風險。上半年，銀行在債券投資組合和股票投資總額較去年末增 25%，但境內住戶貸款額和非住戶貸款額分別較去年末增 10.9% 和 6.1%。

圖表 1：社會融資規模增量-企業債券淨融資 (人民幣 十億)



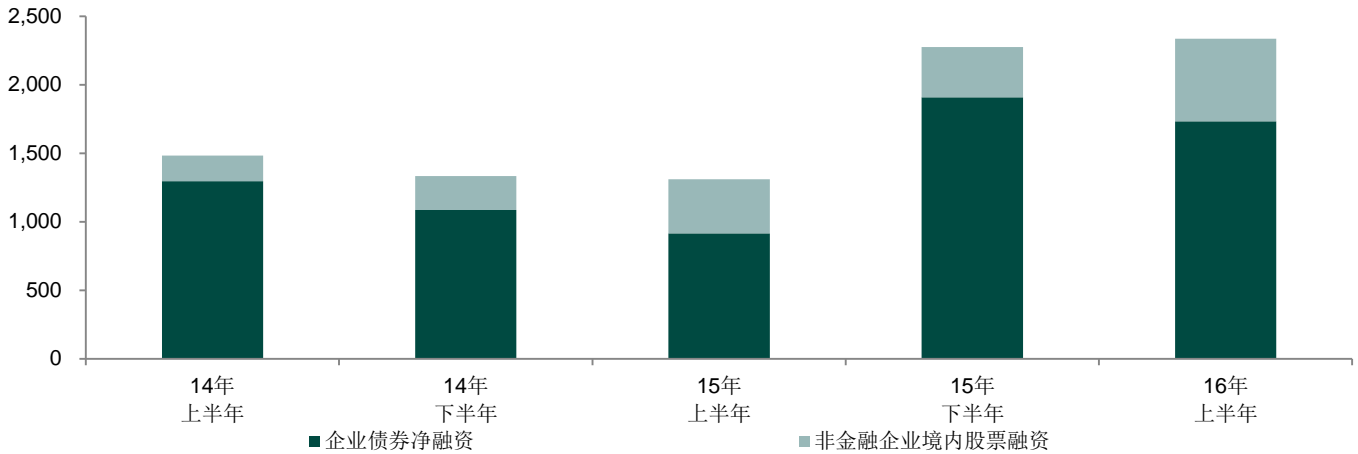
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖表 2：社會融資規模增量-非金融企業境內股票融資 (人民幣 十億)



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖表 3：社會融資規模增量-直接融資 (人民幣 十億)



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖表 4：5 年期 AA-級公司債券收益率顯示大量流動性流入企業債券市場，導致較低的債券收益率 (%)



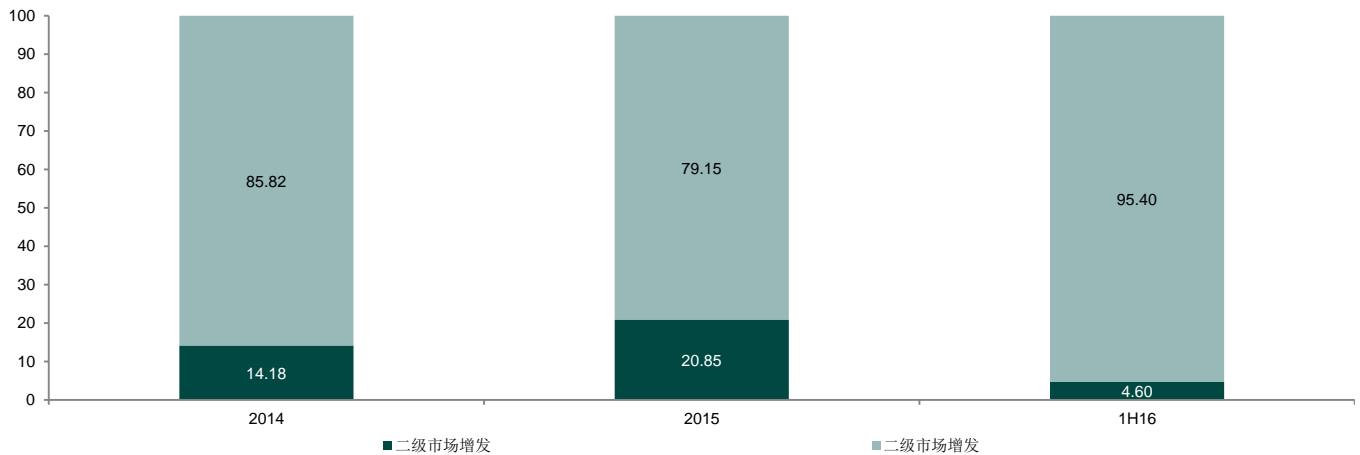
來源：中國債券信息網、彭博、農銀國際證券

圖表 5：5 年期 AA-級企業債與 5 年期國債的收益率差距正在縮小，顯示信用良好企業債券的吸引力正在減弱 (%)



來源：中國債券信息網、彭博、農銀國際證券

圖表 6：A 股市場股權融資的組成 (%)



來源：Wind、農銀國際證券



中國經濟數據

	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		
實際國民生產總值 (同比%)	7.0	---	---	7.0	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7		
出口增長 (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)		
進口增長 (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)		
貿易餘額 (美元/十億)	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		
零售額 (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	10.5	10.1	10.0	10.6		
工業增加值 (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	6.0	6.2		
製造業 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		
非製造業 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		
固定資產投資(累計同比%)	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	9.0		
消費物價指數 (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		
生產者物價指數 (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)		
廣義貨幣供應量 (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		
新增貸款 (人民幣/十億)	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		
總社會融資 (人民幣/十億)	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		

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率			
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)			
美國			能源					美國聯邦基金目標利率			
道瓊斯工業平均指數	18,613.52	0.38	17.96	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	43.52	4.11	619,161	0.50	0.00	
標準普爾 500 指數	2,185.79	0.13	20.52	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	45.90	3.68	258,998	美國基準借貸利率	3.50	0.00
納斯達克綜合指數	5,228.40	0.14	32.87	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.53	(8.66)	182,367	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	1.00	0.00
MSCI 美國指數	2,082.33	0.15	21.17	澳洲紐卡斯爾港煤炭離岸價格 ²	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 1 年期國債	0.2687	5.07
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債			
富時 100 指數	6,926.63	1.96	57.54	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,642.50	0.55	11,653	1.1266	(0.97)	
德國 DAX30 指數	10,709.56	3.30	24.34	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,653.00	0.49	24,431	美國 10 年期國債	1.5389	(4.96)
法國 CAC 40 指數	4,504.19	2.12	23.21	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,839.50	1.26	11,589	日本 10 年期國債	(0.102)	(0.90)
西班牙 IBEX 35 指數	8,732.90	2.27	21.69	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,848.00	1.23	35,041	中國 10 年期國債	2.7040	(6.20)
意大利 FTSE MIB 指數	16,995.02	2.22	38.53	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)		
Stoxx 600 指數	346.90	1.62	29.63	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,343.90	(0.04)	166,414	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,016.19	1.81	61.11	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	19.92	0.49	64,364	美國 1 月期銀行同業拆借固定利率	0.5177	1.38
MSCI 法國指數	127.62	1.92	21.11	紐約商品交易所鈾金期貨合約	美元/金衡盎司	1,146.80	(0.41)	10,995	美國 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.8176	2.53
MSCI 德國指數	137.25	3.62	24.49	農產品					隔夜上海同業拆借利率		
MSCI 意大利指數	48.23	2.25	38.64	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	331.50	(0.82)	177,251	2.0210	1.90	
亞洲								1 月期上海同業拆借利率			
日經 225 指數	16,919.92	4.09	20.98	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	435.75	(0.51)	82,144	2.7050	(2.40)	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,530.91	0.61	24.19	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	19.66	(3.39)	57,530	香港 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.5638	0.41
恒生指數	22,766.91	2.80	11.62	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	987.00	1.28	83,836	公司債券 (穆迪)		
恒生中國企業指數	9,554.85	4.64	7.52						Aaa	3.30	(12.0)
滬深 300 指數	3,294.23	2.78	14.37						Baa	4.21	(11.0)
上證綜合指數	3,050.67	2.48	16.87						附注:		
深證綜合指數	1,973.67	1.65	45.25						1. 數據來源: 彭博·中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新於報告發布日期)		
MSCI 中國指數	60.31	3.24	12.05						2. 澳洲紐卡斯爾港煤炭離岸價格為麥克斯基出版的以澳大利亞紐卡斯爾港的發熱量為 6700 大卡(高位空幹基)(GAD)的動力煤離岸合同價格為基準的報價		
MSCI 香港指數	12,865.95	1.13	14.18								
MSCI 中國指數	794.42	2.75	16.61								

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期
匯率	1.1156	1.2954	0.7688	102.04	0.9747	6.6452	7.7563	6.7858
周變化 (%)	0.63	(0.91)	0.91	(0.22)	0.62	0.23	(0.02)	0.17



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	2.6 \leq 180 天波動率/180 天基準指數波動率
高	1.5 \leq 180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 2.6
中等	1.0 \leq 180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183