

凤鸣研析

CCBT SECURITIES
RESEARCH&ANALYSIS

阅读时长：约 6min
文章字数： 1527个

Current events
Tracing

近期信用债市场热点解读
(2022年1月)

【导 读】

REITs:新税收政策形成的税费节约有限,但政策节奏超预期,开启了后续优惠政策的窗口,且有利于缓解原始权益人资金压力和加快新项目上市流程,对REITs板块将形成实质性利好。

地产:1月以来政策托底节奏加快,手段逐渐丰富,但力度仍未达市场预期,长期逻辑重塑需要时间,美元债集中到期重压下近期暴雷风险仍高。

城投:国发2号文政策意图未超出此前框架,对贵州整体利好,个别区域基本面下滑后风险有所暴露,但判断年内融资政策和环境整体中性,多重目标约束下地方偿债意愿强,债券实质性风险仍很低。

REITs

2022年1月29日，财政部和税务总局联合下发《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》，对REITs板块形成实质性利好，解读如下：

1、节奏上超预期，开启了后续税费优惠政策（持有运营环节、交易环节、土地增值税等）的窗口。

2、税费节约力度上，向美国靠拢，原始权益人在把REITs底层资产之外的其他资产剥离、形成干净的项目公司时，股权转让给资管计划的评估增值所得税递延，对原始权益人是实质性利好，并且，原始权益人的战略配售自持部分，只要不退出，对应比例的资产评估增值可以一直不交税，这部分税负实质形成节约。但本项政策并没有触碰到国内REITs税费的核心问题：双重征税的不确定性、高昂的土地增值税、运营和交易环节税费和国际对比较重，本次均未涉及。

3、政策出台需要节奏，当前REITs市场规模小，核心矛盾是亟需扩容，而当前上市流程繁琐、耗时较长，本项政策能够有效缓解原始权益人的资金压力和流程耗时，有利于后续REITs新增发行上市和市场扩容。

地产

1、开年以来政策纠偏节奏明显加快，手段逐渐丰富，主要体现在：融资层面，按揭贷额度充足，银行放款加快，部分银行被窗口指导对民企放贷；政策层面，鼓励央国企并购贷，市场化收并购进入实操阶段，出险房企资产出售已有实质落地，AMC 蓄力待发；需求层面，随着一月份 5 年期 LPR 调降 5bp，各地因城施策调降房贷利率，部分城市需求情绪有所抬头。



2、虽然政策利好不断，但力度未达市场预期，目前市场主要纠结于：①预收款监管并未实质性放松；②销售尚未实质好转。我们预计预收款监管常态化、正规化是大趋势，但短期节奏很难判断，仍以因城施策点状调整为主，销售环比在降

息和政策的刺激下有望逐月改善，预计销售二季度见底，三季度转正，全年负增长-20%到-10%左右。

3、3-5 月份房企面临美元债集中到期，预计仍将发生展期、暴雷，进入二三季度后信用基本面真正开始好转。

城投

1、1 月 18 日，国务院发布国发 2 号文，在全面支持贵州省发展的同时，提出允许平台公司对隐性债务以展期、重组的方式维持资金周转。文件发布后，贵州省政府也迅速做出回应，出台文件要求地方国企做好长债时间与现金流匹配，融资成本不得超过 8%。

我们认为 2 号文政策意图未超出 18 年后形成的隐性债框架，即“控隐债、降杠杆”和“不发生系统性风险”两大政策目标约束下，融资紧平衡同时维持债务可持续，“展期、重组”也非新的政策提法，而 2 号文提出的适度新增政府债务限额、高风险地区降风险试点，以及对贵州经济社会发展的全面支持，则是实质性利好。



2、兰州偿债紧张、鹤壁财政重整等事件具有代表性，表明在经济财政脆弱区域，基本面的下滑正快速转化为偿债压力，但兰州市政府仍体现出很强的保债券意愿和资源调动力，城投债务特别是债券违约仍是地方政府优先度极低的选项。

3、对于融资政策和融资环境的判断，我们认为借新还旧框架下的债务滚动是今年政策执行主基调，融资环境整体中性略偏紧，前述两大长期政策目标及稳增长短期目标多重约束下，自上而下倒逼风险的政策必要性不高，地方政府偿债意愿强，短期内城投债整体安全度高，点状风险转化为实质损失的概率也较低。



景焯先生

清华大学工学学士，美国巴尔的摩大学公共管理硕士，从业11年。曾任大公国际资信评估有限公司评审委员、技术总监，现任建信信托证券市场事业部信用中心负责人。在信用分析和信用债定价方面具备丰富经验，对城投、地产、周期、ABS等板块策略均有深入覆盖。



余雷先生

清华大学软件工程硕士，9年工作经验，曾在中科院从事科研工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。擅长编程、建模，对信用策略、地产及制造行业有丰富研究经验，深入覆盖REITS、可转债等固收品种。

建信信托凤鸣信用管理团队

我们拥有专业信用研究团队，团队成员平均具有8年以上债券信评、投研经验，覆盖城投、产业、金融、ABS等主要债券板块研究，构建了完整的信评体系和信用债策略体系，对债券投资的信用风险形成有效控制。



刘洪波先生

北京大学光华管理学院硕士，从业19年，曾任职于建行总行资产负债部、建信信托投资管理部，现任建信信托证券业务总监兼证券市场事业部总经理。拥有丰富的一二级市场投资管理经验，所领导团队管理的产品业绩卓越，规模位居行业前列。



刘海东先生

北京大学光华管理学院金融学博士，从业15年，曾任安信证券、光大永明资管投资经理、固收研究团队负责人、固收投资团队负责人等，现任建信信托证券市场事业部投资中心负责人。擅长把握债券市场整体趋势，挖掘利率波段、信用债行业与个券多维度超额收益，对基于固收为基础的大类资产配置有深刻的研究与市场经验。



景焯先生

清华大学工学学士，美国巴尔的摩大学公共管理硕士，从业11年。曾任大公国际资信评估有限公司评审委员、技术总监，现任建信信托证券市场事业部信用中心负责人。在信用分析和信用债定价方面具备丰富经验，对城投、地产、周期、ABS等板块策略均有深入覆盖。



甘文勇先生

南开大学世界经济硕士，从业10年，曾在招商银行、中诚信国际、安邦资产等从事信用分析工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。对金融机构、过剩产能行业具有多年信用研究经验，能准确把握行业政策调控周期走势，对债券一二级市场收益率及利差变化具有高度敏感性。



滕堃先生

英国曼彻斯特大学数学金融硕士，从业8年，曾在安永华明会计师事务所、大公国际资信评估有限公司等从事评审工作，现建信信托证券部信用中心高级研究员。对城投、交通运输及公用事业行业具有多年信用研究经验，能准确把握行业政策调控周期走势，对债券一二级市场收益率及利差变化具有高度敏感性。



余雷先生

清华大学软件工程硕士，9年工作经验，曾在中科院从事科研工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。擅长编程、建模，对信用策略、地产及制造行业有丰富研究经验，深入覆盖REITS、可转债等固收品种。



杨笑天先生

厦门大学经济学学士，澳大利亚国立大学金融学硕士，从业3年，曾在中诚信国际从事信用分析工作，现任建信信托证券部信用中心研究员，对城投、煤炭及制造行业具有较为丰富的信用研究经验，能够敏锐感知政策及市场变化，在定价、资产推荐方面具有高度敏感性。