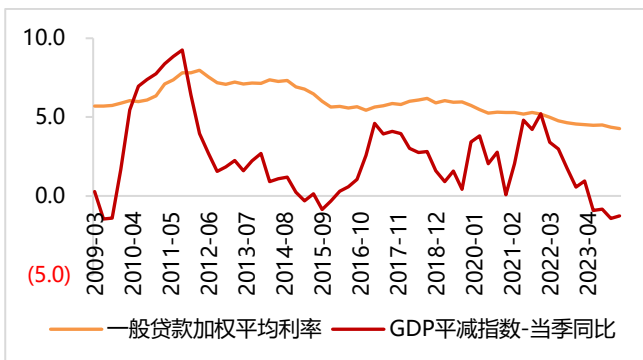


## 实际利率抬升背景下的行业景气度变化 对转债市场行业配置有何启发

2021 年以来，我国经济已由高速增长阶段转为高质量增长阶段，叠加疫情后经济修复节奏缓慢，房地产市场持续低迷的影响，基本面明显承压。为促进经济回升向好，近年来，我国以一般贷款加权平均利率为代表的名义利率不断下行，意在降低企业融资成本，激发市场主体活力，达到稳增长，促发展的目的。但与此同时，由于弱经济环境下，居民可支配收入走低，市场悲观情绪蔓延，内需明显偏弱，趋势由消费升级转为消费降级，使物价持续低位运行。因此，虽然名义利率已有所下降，但用时较长，幅度较小，2021 年四季度至 2024 年一季度，名义利率（一般贷款加权平均利率）仅下行 0.92pcts，但 GDP 平减指数却由 5.22% 大幅降至 -1.27%，使考虑到通胀水平的实际利率不断走高，两年时间由 -0.03% 上升至 5.54%，大幅增加了企业融资压力，客观上对经济产生了压制作用，引发市场关注。

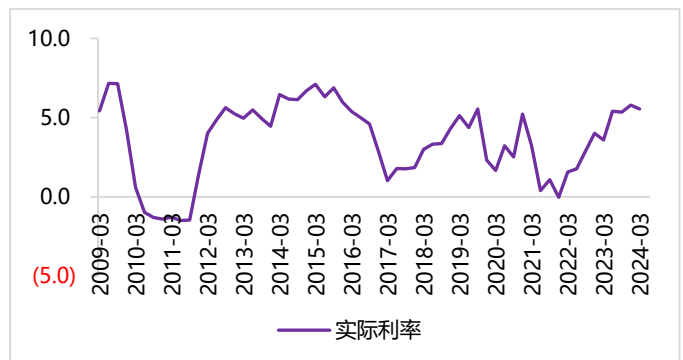
4 月 18 日，中国人民银行货币政策司司长邹澜在一季度金融运行和外汇收支情况举行新闻发布会上表示，在经济结构转型升级、新旧动能转换的过程之中，不同领域经济金融指标会加大分化，需要重视结构变化，不同行业贷款利率与产品价格变动存在差异，使其对于实际利率的感受也会存在温差。中央金融工作会议指出，对于信贷供给，应总量上合理充裕，结构上有增有减。因此，对于需要控产能、去库存的部分领域，从紧配置金融资源，旨在防止低利率环境下企业低价内卷式竞争，而对于部分属于新质生产力领域，则应加大资本市场的支持力度，激发市场活力，为塑造发展新动能、新优势提供金融资本支持。因此，本文拟从行业视角出发，探讨实际利率走高背景下我国经济结构、行业发展的最新变化，以及当下资本市场（权益市场、产业债市场）对不同领域认知与支持效果，对未来转债市场行业配置提供参考。

图表 1 名义利率与通胀走势 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

图表 2 实际利率走势 (%)



整体来看，对于大多行业，实际利率水平与行业 PPI 之间确存在负相关关系，意味着一般情况下，面临较高实际利率的行业，景气度水平相对承压。具体来看，金属制品业、煤炭开采与洗选业、石油、煤炭及其他燃料加工业相关系数绝对值最高，达到-0.8 附近；水的生产和供应业、开采专业及辅助性活动、医药制造业 PPI 则与实际利率水平无明显相关关系。

由于 PPI 数据代表了工业企业产品出厂价格的变动趋势和程度，本文使用 PPI 数据来观测行业的景气度水平。当 PPI 上升时，意味着企业能够以更高的价格出售产品，反映出行业内需求较为旺盛，企业有较强的定价能力，生产成本得到有效传递，是行业景气度较高的表现；反之，PPI 下降可能暗示行业面临需求不足或竞争加剧，企业不得不降低价格以促进销售，行业景气度因此较低。而通过研究实际利率和行业 PPI 的相关性，我们可以看到两者之间的关联程度，结合行业 PPI 的近年走势，则可以了解近两年实际利率不断抬升背景下，哪些行业受压制较强，表现低迷，哪些行业受影响较弱，景气度依然强势。

考虑到后续判断资本市场认知中数据有效性的问题，本文仅探讨 2022 年以来，存续股票数量（便于衡量近两年收益率水平）与新发产业债数量（以衡量发行信用利差）均在 10 支以上的行业。首先，基于近两年实际利率行业 PPI 的季度数据，测算出各行业间 PPI 与实际利率的相关系数，并进行分类，其中，相关系数绝对值 0.3 属于无明显相关性，相关系数绝对值 0.3 至 0.7 之间属于较弱相关性，相关系数绝对值超过 0.7 属于较强相关性。表 3 可见，较弱相关与较强相关的行业，PPI 均与实际利率呈现负相关关系，验证了实际利率的上升确实对企业产品价格存在一定压制作用。行业角度来看，水的生产和供应业、开采专业及辅助性活动、医药制造业的 PPI 水平与实际利率之间相关系数绝对值在 0.3 以下，无明显相关性；金属制品业、煤炭开采与洗选业、石油、煤炭及其他燃料加工业相关系数绝对值最高，达到-0.8 附近，实际利率上行过程中承压较大。

图 3 各统计局行业 PPI 情况以及与实际利率相关程度

大类板块	统计局行业	PPI 与实际利率相关系数与分类		2022 年以来 PPI 变动	6 月 PPI 环比	5 年分位数
公共产业	水的生产和供应业	0.2360	无明显相关性	2.28%	-0.10%	98.48%
上游资源	开采专业及辅助性活动	0.0066	无明显相关性	-0.51%	0.20%	3.03%
消费品制造	医药制造业	-0.0468	无明显相关性	-0.68%	-0.20%	10.61%
公共产业	电力、热力生产和供应业	-0.3199	较弱相关	2.93%	-1.00%	59.09%
公共产业	燃气生产和供应业	-0.4586	较弱相关	3.21%	-0.80%	62.12%
装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.4972	较弱相关	-3.83%	-0.30%	1.52%
消费品制造	食品制造业	-0.5886	较弱相关	-0.97%	-0.10%	53.03%
消费品制造	造纸和纸制品业	-0.5929	较弱相关	-9.81%	-0.60%	1.52%

消费品制造	汽车制造业	-0.6040	较弱相关	-3.69%	-0.70%	1.52%
消费品制造	纺织业	-0.6297	较弱相关	-3.98%	-0.20%	30.30%
中游材料	非金属矿物制品业	-0.6307	较弱相关	-17.62%	0.20%	3.03%
装备制造	专用设备制造业	-0.6430	较弱相关	-1.29%	-0.20%	7.58%
中游材料	化学纤维制造业	-0.6446	较弱相关	-0.10%	0.30%	66.67%
中游材料	黑色金属冶炼和压延加工业	-0.7213	较强相关	-19.10%	-0.60%	37.88%
装备制造	电气机械和器材制造业	-0.7215	较强相关	-2.30%	-0.10%	53.03%
装备制造	通用设备制造业	-0.7302	较强相关	-1.59%	-0.10%	43.94%
上游资源	有色金属冶炼和压延加工业	-0.7451	较强相关	6.45%	1.60%	100.00%
中游材料	化学原料和化学制品制造业	-0.7538	较强相关	-12.25%	0.20%	50.00%
上游资源	有色金属矿采选业	-0.7579	较强相关	27.11%	3.80%	100.00%
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.7735	较强相关	1.21%	0.10%	92.42%
上游资源	石油、煤炭及其他燃料加工业	-0.7810	较强相关	2.42%	-2.00%	62.12%
上游资源	煤炭开采和洗选业	-0.7915	较强相关	-21.72%	1.10%	53.03%
装备制造	金属制品业	-0.8003	较强相关	-5.26%	0.00%	42.42%

数据来源：Wind，东方金诚整理

景气度角度来看，2022年至2024年6月，不同行业间PPI变动差异明显，虽然受到实际利率上升带来的较大制约，但有色金属板块在多因素催化下，景气度位于行业首位；此外，公共产业近两年PPI上涨幅度也均超过2pcts。但汽车制造、电子设备制造与纸制品行业，一方面受制于高实际利率，另一方面受困于产能过剩下低价竞争格局，6月PPI累计值已低至近5年1.5%分位。

其中，上游资源板块的有色金属矿采选业与有色金属冶炼和压延加工业虽然PPI与实际利率相关性较强，受到较大程度约束，但近两年PPI提升幅度却最大，达到27.11%、6.45%，并且边际上看，6月PPI环比达到3.80%、1.60%，为各行业中前两名水平，PPI累计值也已达近5年最高水平。可见，有色金属行业在近两年景气度水平位于众行业首位，成功抵御了实际利率上行压力，并且高景气度仍在延续。背后原因一是受益于疫情后全球经济复苏下工业生产恢复，导致对铜、铝、锌等工业有色金属的需求提振；二是由于新能源行业近年在碳中和目标下快速发展，导致对锂、钴、镍等用于制造电池、太阳能板等产品的能源类有色金属需求提升；三是随着俄乌战争冲突以来，国际局势越发复杂动荡，美国大选也进一步加强了全球经济不确定性，伴随着美联储降息预期抬头，各国央行出手购置黄金，黄金价格近年实现显著提升。

同时，在受到实际利率一定影响的背景下，来自公共产业板块的燃气生产和供应（PPI与实际利率较弱相关），电力热力生产和供应业（较弱相关），以及属于上游资源板块的石油、煤炭及其他燃料加工业（较强相关），近两年PPI涨幅超过2pcts，仅次于有色金属行业水平，景气度排名居前。整体来看，燃

气、电力、热力供应与燃料加工行业的出厂价格上行，都主要源于上游原料端传导而来，由于俄乌战争后俄罗斯管道气减供欧洲，以及疫后复苏中全球能源消耗增加，天然气与煤炭价格都在 2022 年显著走高，但随着后续供需格局改善，当下价格都已进入下行趋势。从行业 PPI 边际变化可以看出，6 月燃气生产和供应业、电力热力生产和供应业与石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比下降 0.80%、1.00%、2.00%，为各行业 PPI 中跌幅最深，累计值已跌至 5 年分位数中 6 成附近，预计短期内行业景气度仍将继续回落。

此外，属于公共产业的水的生产和供应业，PPI 与实际利率无显著相关性，价格水平主要由政策端主导，随着近年地方政府资金紧张，自来水价格呈现显著上升趋势，2022 年以来 PPI 涨幅达到 2.28%，位于各行业中第五，虽然最新的 6 月数据环比小幅回落 0.10%，但依然位于近 5 年 98.48%分位数，景气度位于较高水平。逻辑相似的，还有铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，近两年 PPI 上涨 1.21%，6 月近 5 年累计值分位数达到 92.42%。

在以上行业景气度高涨，价格水平上升的同时，更多行业则在弱经济环境与高实际利率水平下，近两年 PPI 数据整体下挫。上游煤炭开采和洗选业受制于煤炭价格持续下行，产品出厂价格显著下降，近两年 PPI 跌幅超 20%，为所有行业之最，但由于前期价格水平较高，6 月 PPI 累计值仍在 5 年分位数五成水平。此外，黑色金属冶炼和压延加工业与非金属矿物制品业近两年 PPI 跌幅也在 15%以上，主要源于房地产持续低迷，导致对上游铁矿石、钢材等黑色金属与水泥、玻璃、陶瓷等非金属矿物制品需求大幅减弱所致。

同时，面临严重产能过剩问题的汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业与造纸和纸制品业近两年 PPI 分别下降 3.69%、3.83%、9.81%，且 6 月 PPI 累计值达到近 5 年 1.5%分位附近。虽然产能过剩的原因有所不同，汽车与电子行业主要是在行业上行周期无序扩张导致的产能过剩，而造纸行业则是在互联网时代发展进程中，社会无纸化程度提高导致的供过于求。但三者供需格局短期内难以实质性改善，6 月 PPI 环比依然分别下降 0.7%、0.3%、0.6%，行业供给优化升级与落后产能出清仍有较大空间。

从资本市场表现来看，对有色金属矿采选业、燃气生产和供应业、电力热力生产和供应业与汽车制造业，股债市呈现出一致认可态度；此外，股市对资源板块较债市更加乐观，债市对强资质板块更加信任。

基于 2022 年以来各行业存量股票与新发产业债（由于转债有期权价值，发行信用利差显著偏低，此处产业债范围中不含转债）的收益率与发行信用利差数据（以发行利率减去发行当日同期限国开债收益率），可以得到权益市场与产业债市场对不同行业的认知与定价程度。整体来看，对于研究范围的 23 个行业，若

以股市收益最高、债市信用利差最低的前 8 位为认可，后 8 位为不认可，统计得到，对于大多行业，股债市均存在一定分歧，但获得了股债市一致认可的有：有色金属矿采选业、燃气生产和供应业、电力热力生产和供应业与汽车制造业。可以看出，对于前三个行业的一致认可主要来自于较高的行业景气度，但对于当前产能过剩陷入低价竞争的汽车制造业，能获得股债市一致认可，一方面源于其中的新能源汽车、车路云、无人驾驶汽车概念板块，均符合我国正在大力发展的科技创新方向，拥有政策支持；另一方面源于随着我国汽车品牌竞争力提升，汽车行业过剩的产能可以通过扩大出口得到缓解，因此整体来看市场预期较为强劲。

整体来看，近两年权益市场对于资源板块采选业给予认可最高，煤炭开采和洗选业与有色金属矿采选业收获权益市场最高收益率 27.63%、11.79%，但债市态度却有明显区别，近两年债市却基于两者背后 PPI 走势的差异，对煤炭开采和洗选业给出信用利差平均达到 112bp，远高于有色金属矿采选业的 37bp，显示出权益市场在近年对红利资产偏好提升的背景下，对煤炭开采和洗选业的态度或已过于乐观，后续定价可能向价值进行回归。对于有色金属冶炼和压延加工业，股市也比债市更加乐观，由于不能直接接触原矿资源，即使近年有色金属价格显著提升，但有色金属冶炼和压延加工业也面临着上游成本价格的上涨，并且由于议价能力有限，价格传导有所损耗，可以看到上游的金属矿采选业近两年 PPI 涨幅超 27%，但有色金属冶炼和压延加工业 PPI 涨幅仅 6%，也是因此，债市给出了 66bp，较高水平的信用利差。

而对于石油、煤炭及其他燃料加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业与食品制造业，债市给出最低信用利差，但股市却并不认可。背后原因，主要在于此类行业主体整体信用资质较强，因此债市给出的风险溢价水平较低，但股市主要出于对业绩增长以及现有估值水平的考量进行定价，导致认可度相比债市较弱。但随着权益市场未来稳健类配置需求不断提升，对于此类行业中估值合理的品种，预计股市认可度将会有所提升。

图表 4 各统计局行业 PPI 情况与股市、债市表现

统计局行业	实际利率与 PPI 相关度	2022 年以来 PPI 变动	权益市场收益率	发行信用利差 (bp)	股市认可度	债市认可度	资本市场认知
有色金属矿采选业	较强相关	27.11%	11.79	36.92	2	7	一致认可
有色金属冶炼和压延加工业	较强相关	6.45%	(27.35)	65.94	8	16	仅股认可
燃气生产和供应业	较弱相关	3.21%	(23.89)	23.95	6	4	一致认可
电力、热力生产和供应业	较弱相关	2.93%	(10.53)	37.05	4	8	一致认可
石油、煤炭及其他燃料加工业	较强相关	2.42%	(38.26)	4.28	19	1	仅债认可
水的生产和供应业	无明显相关性	2.28%	(16.93)	72.48	5	18	仅股认可

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	较强相关	1.21%	(27.79)	15.57	9	2	仅债认可
化学纤维制造业	较弱相关	-0.10%	(39.96)	33.51	20	5	仅债认可
开采专业及辅助性活动	无明显相关性	-0.51%	(5.63)	56.88	3	15	仅股认可
医药制造业	无明显相关性	-0.68%	(34.06)	100.11	15	22	债不认可
食品制造业	较弱相关	-0.97%	(42.75)	21.89	22	3	仅债认可
专用设备制造业	较弱相关	-1.29%	(35.06)	37.86	16	9	股不认可
通用设备制造业	较强相关	-1.59%	(33.85)	44.52	14	12	
电气机械和器材制造业	较强相关	-2.30%	(35.76)	80.37	17	20	均不认可
汽车制造业	较弱相关	-3.69%	(24.65)	33.64	7	6	一致认可
计算机、通信和其他电子设备制造业	较弱相关	-3.83%	(31.76)	55.93	12	14	
纺织业	较弱相关	-3.98%	(30.28)	79.54	10	19	债不认可
金属制品业	较强相关	-5.26%	(32.37)	86.87	13	21	
造纸和纸制品业	较弱相关	-9.81%	(30.71)	51.74	11	13	
化学原料和化学制品制造业	较强相关	-12.25%	(41.01)	42.77	21	11	股不认可
非金属矿物制品业	较弱相关	-17.62%	(46.86)	38.36	23	10	股不认可
黑色金属冶炼和压延加工业	较强相关	-19.10%	(37.12)	66.97	18	17	均不认可
煤炭开采和洗选业	较强相关	-21.72%	27.63	112.14	1	23	仅股认可

数据来源：Wind，东方金诚整理

基于景气度与股债市认可度，筛选出优质行业6个，计算其在转债市场表现，发现截至7月25日，优质行业所发转债2024年与7月收益率分别跑赢市场7.80pcts、1.32pcts，优势明显。个券层面，优势行业中，转债价格的不同表现主要源于评级与发行人业绩差异。

综上，筛选出6月PPI分位数近5年分位数80%以上的高景气行业4个：有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、水的生产和供应业、铁路船舶航空航天和其他运输装备制造业，与获得股债市一致认可的强前景行业2个：燃气生产和供应业、电力热力生产和供应业。将上述筛选出的6个优质行业所发转债2024年与7月表现与转债市场整体情况对比，发现，在2024年权益市场持续低迷，监管从严监管导致退市风险大幅提升，引发转债市场信用风险重新定价的背景下，优质行业2024年平均仅收跌2.43%，显著优于市场平均的10.23%，大幅跑赢7.8pcts，7月以来跌幅虽达到3.59%但依然跑赢市场1.32pcts，体现出显著稳健性。

深入到个券层面，发现，评级与业绩为影响优质行业转债价格表现的最重要因素。最新债项评级从高到低，转债2024年与7月（截至7月25日）收益率呈明显下降趋势，7月25日平均收盘价也逐渐下降，高评级（AAA、AA+级）转债2024年逆势收涨3.94%，7月25日平均价格达到130以上，而低评级（A+及以下）转债2024年跌幅达16.82%，7月25日平均价格不足105元，体现出，在转债市场退市风险加剧的环

..

境下，市场对弱资质个券质疑情绪加重，对高评级转债显示出集中偏好，转债市场风格分化继续加深。此外，一季度净利润水平与优势行业转债最新价格呈现强相关性，截至7月25日，收盘价120元以上、110-120之间、100-110之间与100以下的优势行业个券，一季度平均盈利2.74亿元、1.68亿元、1.14亿元与0.74亿元，体现出发行人业绩依然是市场定价的重要影响因素。

图表5 景气度高或股、债市一致认可的优质行业转债价格表现

大类板块	统计局行业	存量转债数量	2024 收益率	7 月收益率	0725 价格	0725YTM
市场 (支数、平均数)		528	(10.23)	(4.91)	108.64	1.46
以下行业情况 (合计支数、平均数)		30	(2.43)	(3.59)	120.59	(3.69)
上游资源	有色金属矿采选业	1	(6.73)	1.24	91.40	10.85
上游资源	有色金属冶炼和压延加工业	12	(12.38)	(6.12)	105.75	3.49
公共产业	水的生产和供应业	2	15.10	0.59	164.06	(12.38)
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5	(6.04)	(7.42)	110.33	1.78
公共产业	燃气生产和供应业	5	(3.82)	(4.72)	124.27	(1.56)
公共产业	电力、热力生产和供应业	5	(0.72)	(5.08)	127.74	(24.33)

数据来源: Wind, 东方金诚整理

图表6 优质行业转债各评级价格表现

分类	2024 年收益率	7 月收益率	0725 价格	YTM
AAA、AA+级	3.94	(3.82)	132.63	(15.66)
AA	(5.46)	(4.77)	110.62	4.89
AA-	(14.23)	(4.97)	108.16	1.84
A+及以下	(16.82)	(6.68)	104.26	7.16

数据来源: Wind, 东方金诚整理