2021 年 4 月 15 日

中国市场策略

为什么经济跑赢，股票跑输？

- 最近，中国信用债市场上一些国企的违约风险成为西方媒体广泛报道的焦点。这些面临挑战的企业包括一些重要系统性的机构，如华融。然而，正是因为它们的系统重要性，并由政府多数持股，它们的违约、破产风险受到了有关部门的关注。毕竟，一个人不能随便向自己的父母违约吧。在 2008 年次贷危机的时候，美国政府也曾出钱拯救了整个美国银行体系。这些国企信用债价格的大幅下跌其实恰恰反映了它们面临的潜在风险。

- 中国信用债占整个债券市场规模的 34%。在体量约 120 万亿元的债券市场中，发行主体为中央和地方国有企业的信用债规模约 30%。由于这些发债企业与政府的关系，以及由此给人的“刚性兑付”的感觉，这些债券大多享有“A”或者更高的评级。目前，在国企债券违约风险上升的情况下，市场之前对于这种债券“无风险”的感觉受到了挑战。这并不意外。

  然而，信用债市场出现大规模违约仍然不应该是大概率事件。一些曾经高评级的国有企业债券出现问题，反映的是信用评级体系之前盲目地反映“刚性兑付”的信仰，而不是普遍存在的、投资者面临的不同等级的信用风险。即使参差不齐，这些债券池子里一定是有好的投资标的的。毕竟，欠债赖账很不体面，并不是中国的文化传统。

- 我们的数据分析显示，目前违约债券的数目不到债券总个数的 2%，违约量也不到总面值的 1%。自去年疫情爆发以来，违约债券面额大幅上升了。但必须指出的是，这只是信用债市场的很小一部分，在中国债券市场整体中所占的比例就更小了。此外，我们的计算表明，国有企业的 EBITDA/利息覆盖率平均为 4-6 倍，应该足以应对大规模违约风险。

  当然，违约有潜在的传染风险。但认为违约是一种广泛存在的风险，可能更多的是一种感觉，而非现实。对中国信贷市场来说，如果违约规模进一步恶化，这反而应该是一个受欢迎的变化。因为这是市场终于摆脱了“刚性兑付”的桎梏的时刻。改革是不可能没有成本的。

- 垃圾债与投资级债券的回报率差目前处于过去 10 年的最高水平附近，而且似乎在继续收窄。这暗示着市场的风险偏好正在减弱。历史上，当垃圾债回报率差处于当前水平时，如果垃圾债表现没有进一步恶化、市场风险偏好稳定时，中国股市会有一定的涨幅，就像 2017 年那样；然而，当垃圾债暴跌时，中国股市也会被带下来，就像 2018 年和 2020 年初那样。鉴于目前的大环境，垃圾债近期仍将面临压力，因此仍将拖累股市，使股市无法更好地反映当下经济复苏的态势。

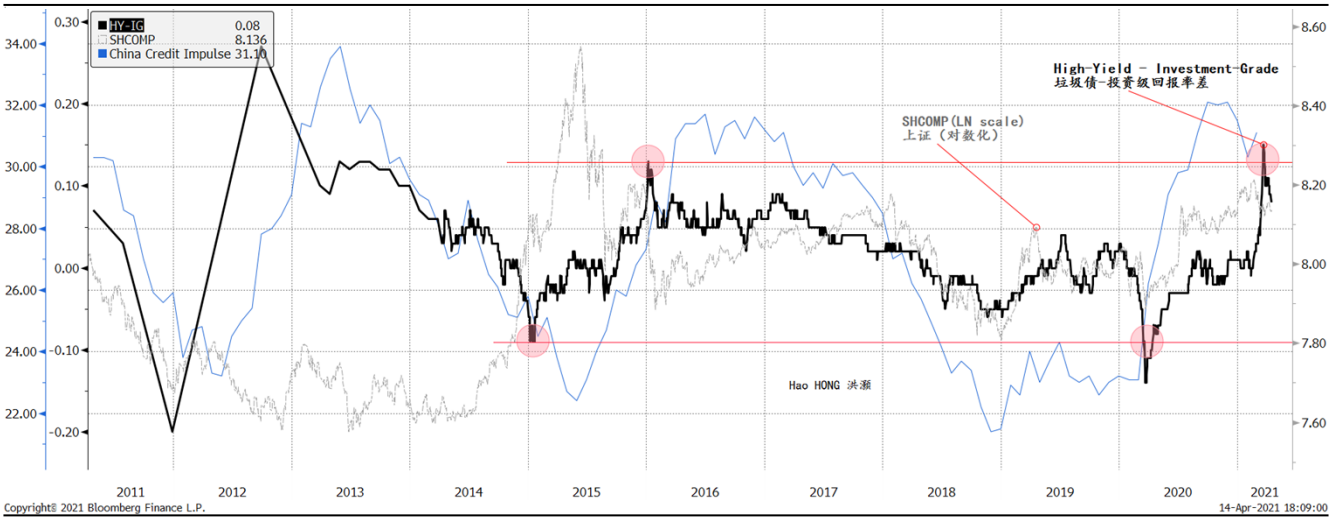
洪灏, CFA
hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802
研究部主管

谭淳
karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

图表 1: 垃圾债与投资级债券的回报率差从过去 10 年的最高水平收窄；暗示市场风险偏好正减弱

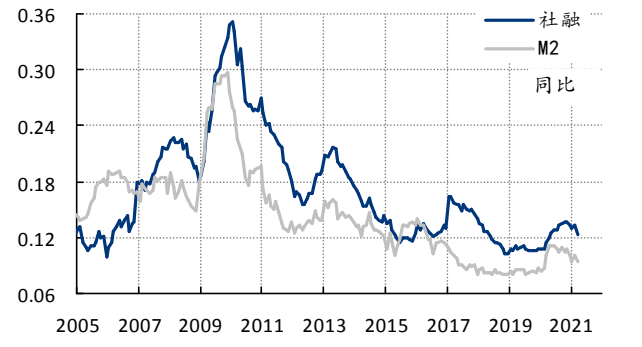


资料来源: 彭博, 交银国际预测

信贷扩张减速

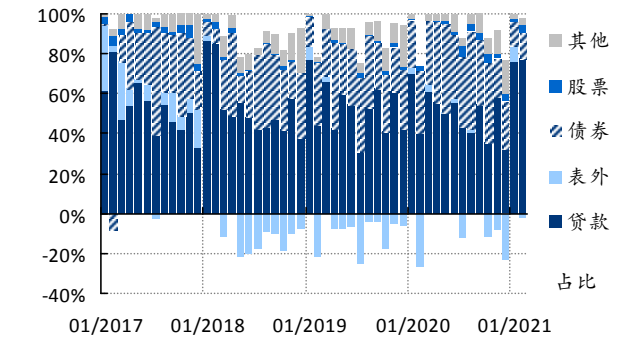
3 月新增社融不及市场预期，“紧信用”预期强化引发市场震荡。社融结构中企业债和政府债的发行速度明显减缓，表外融资超预期缩减。这些结构性的变化，也说明在经济增长回归正轨后，政策的重心从宽松刺激转向稳增长和防风险的平衡中。实际上，信贷增速在 2020 年 4 季度已经开始下降，经济增长对宏观杠杆的依赖程度也在逐渐减弱（**图表 2-3**）。随着货币政策回归常态、信贷扩张增速放缓，部分面临经营压力的企业可能进入融资困境，进而引发信用风险。

图表 2:信贷增速在 2020 年 4 季度已经回落



数据来源：万得，交银国际

图表 3: 债券和表外融资拖累社融增长



数据来源：万得，交银国际

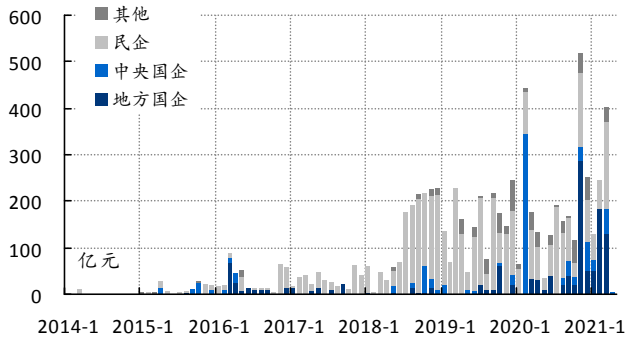
信用债违约现状

疫情冲击给企业经营带来诸多挑战，而信贷环境趋紧也使得信用风险再度加剧。自 2020 年 4 季度，中国信用债违约规模攀升。2020 年 10 月以来，华晨、永煤等国企相继违约，引发市场震荡。2020 年 11 月信用债违约规模超过 500 亿元，创下历史新高（**图表 4-5**）。2021 年 1 季度，信用债市场累计违约 775 亿元，较 2020 年同比增长 13%。

随着债券评级体系监管加强，企业面临信用评级下调风险。2020 年 12 月，央行指出我国信用评级虚高，并在 3 月联合五部门发出《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展通知》，强化信用评级行业监管。2021 年以来，债券的信用评级被大规模下调。2021 年 1 季度，累计 342 家债项评级被调低，较 2020 年同期增加 276%（**图表 6-7**）。

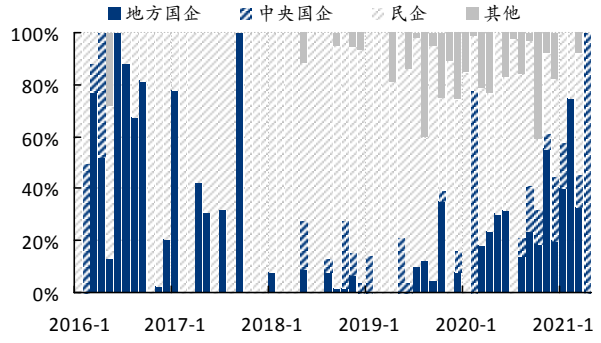
2020 年 4 季度以来的信用债违约，主要集中在国企。2018 年、2019 年，信用债违约的主体主要是民营企业，违约规模占比超过 80%。但是，2020 年开始这一趋势出现扭转，国企违约规模攀升。2021 年 1 季度，国企违约规模占比达到 57%，地方国企占比 47%。

图表 4: 信用债违约规模上升



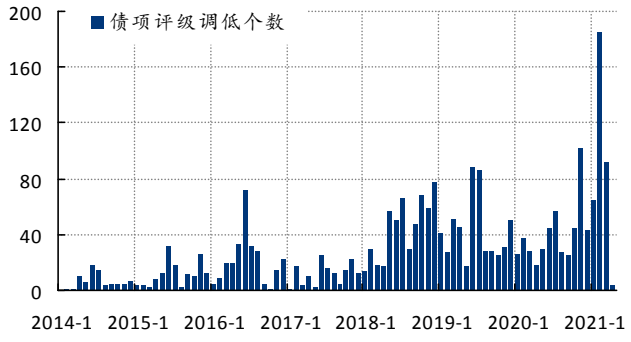
数据来源：万得，交银国际

图表 5: 国企信用债违约占比上升



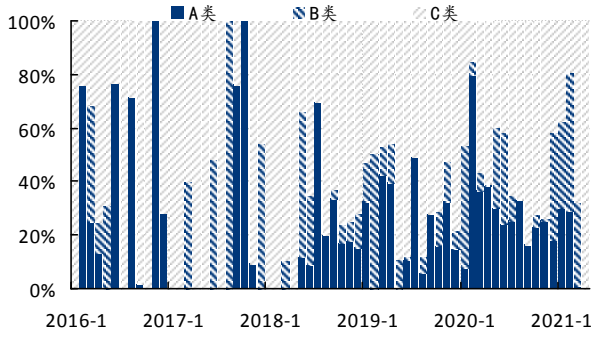
数据来源：万得，交银国际

图表 6: 信用债评级调低个数攀升



数据来源：万得，交银国际

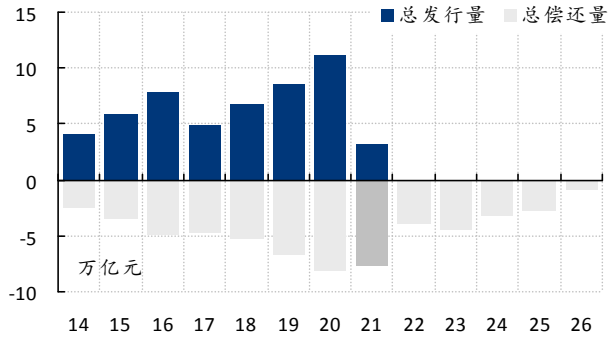
图表 7: 信用债违约主体评级分布



数据来源：万得，交银国际

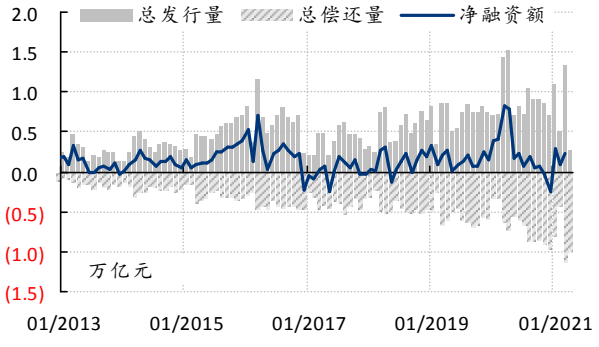
2021 年信用债到期压力较大。截至 2021 年 4 月 14 日，非金融信用债到期规模~7.9 万亿元（**图表 8**，这里的信用债口径仅包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券）。信用债到期压力主要集中在地方国有企业，到期规模占比约 60%。2020 年 4 季度，受永煤、华晨等国企违约影响，大量信用债取消发行，市场净融资额一度转负（**图表 9**）。2021 年，随着经济复苏加速，宏观刺激政策将逐步退出，信贷环境很难与 2020 年的宽松相当。部分偿债能力较弱的企业在信用趋紧的环境中将面临融资困境。

图表 8: 2021 年信用债到期压力较大



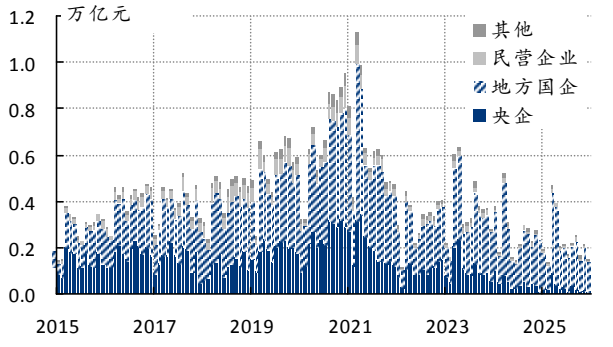
数据来源：万得，交银国际（企业债、公司债、中期票据、短期融资券）

图表 9: 信用风险高发期间，净融资额转负



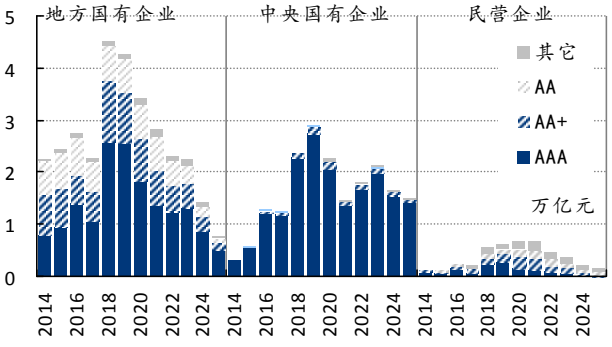
数据来源：万得，交银国际（企业债、公司债、中期票据、短期融资券）

图表 10: 信用债到期压力主要集中在地方国企



数据来源：万得，交银国际（企业债、公司债、中期票据、短期融资券）

图表 11:到期信用债的评级分布



数据来源：万得，交银国际（企业债、公司债、中期票据、短期融资券）

中国企业偿债能力分析

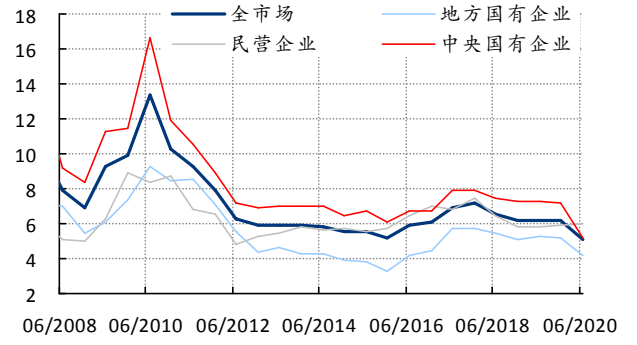
在信贷环境收紧的背景下，中国企业整体的偿债能力还是在一个合理的水平。我们汇总了上市公司的 EBITDA/净利息覆盖率，并且按所有权结构以及行业对其进行分组。

2020 年，上市公司偿债能力小幅下降，但 EBITDA/净利息覆盖率仍在 4-6 倍左右，应该足以应对大规模违约风险。与此同时，EBITDA/净利息覆盖率大于 3

的公司个数占比 75%。这说明即使经历了疫情的冲击，绝大部分公司仍然具有稳健的偿债能力（**图表 12-13**）。

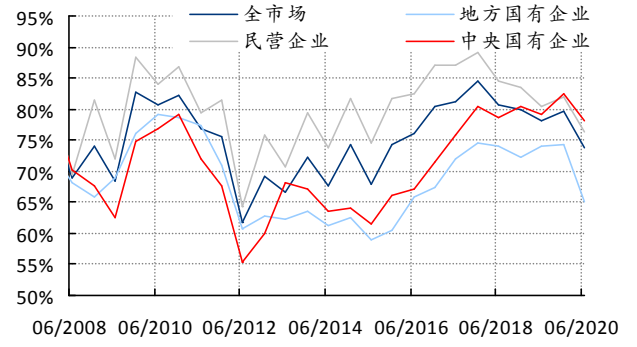
在疫情冲击下，地方国有企业偿债能力有所减弱。2020 年，地方国有企业 EBITDA/净利息覆盖率下行至 4 倍。并且，EBITDA/净利息覆盖率低于 3 倍的地方国企占比从 26%升至 35%。不过，地方国企的债务风险已经引起了相关部门的重视，债券违约也会受到一定的约束。中央国有企业的偿债能力具有一定韧性；整体 EBITDA/净利息覆盖率处于 5 倍左右的合理水平。同时，在疫情的影响下，EBITDA/净利息覆盖率降至 3 倍以下的央企占比仅上升了 4%。

图表 12: 上市企业 EBITDA/净利息支出覆盖率



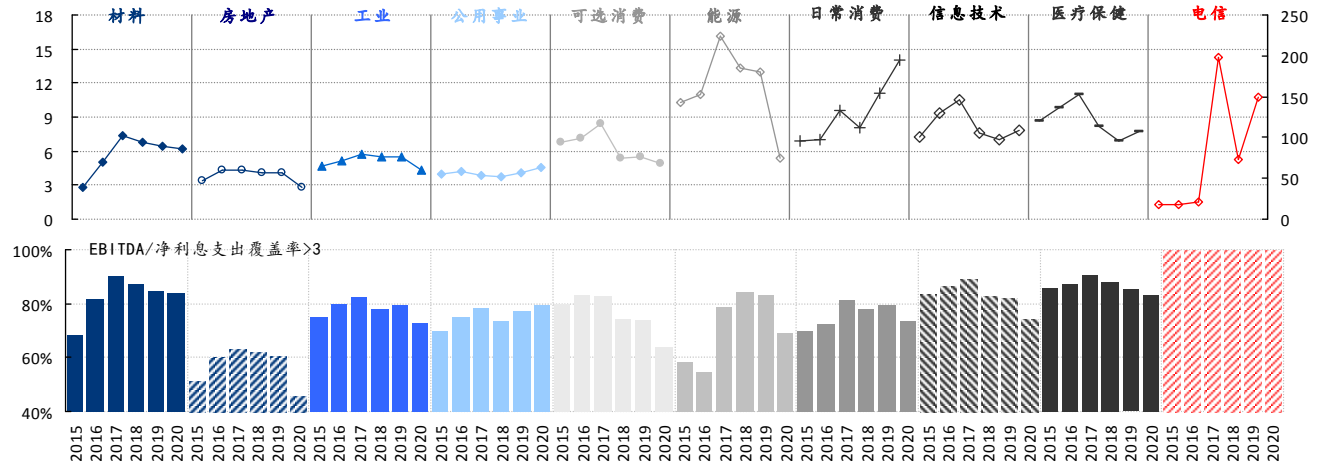
数据来源：万得，交银国际

图表 13: 上市企业 EBITDA/净利息支出>3 个数占比



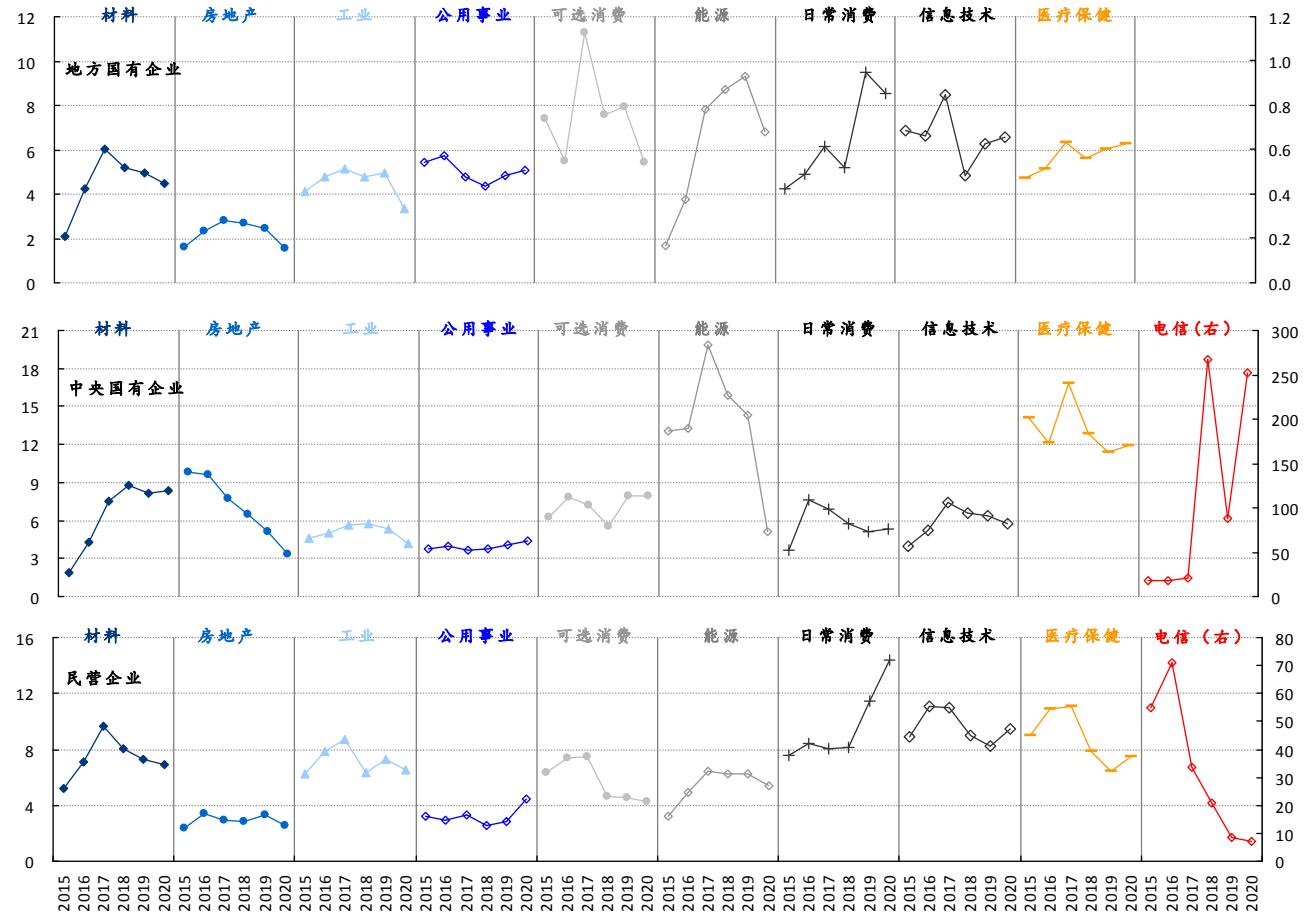
数据来源：万得，交银国际

图表 14: 中国上市企业 EBITDA/利息支出覆盖率（行业分布）



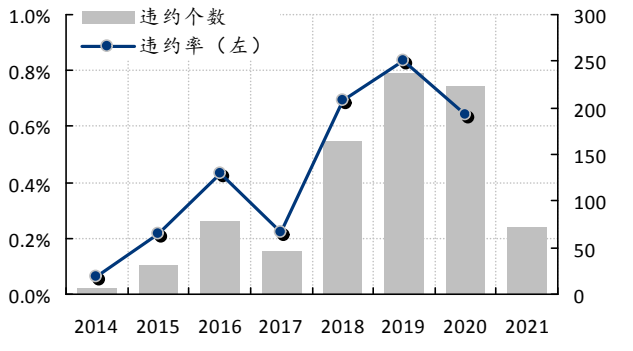
资料来源：万得，交银国际（EBITDA/利息支出，2020 年数据截至 2020H1）

图表 15: 中国各所有制企业 EBITDA/利息支出覆盖率（行业分布）



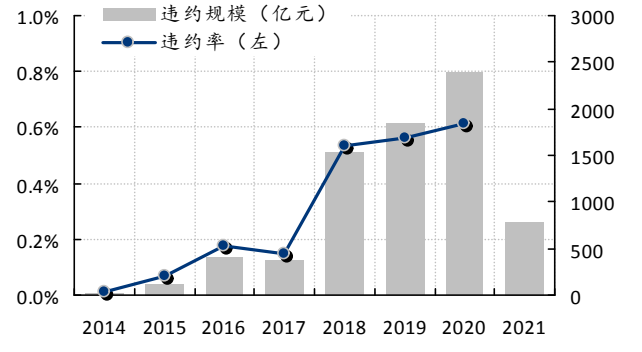
资料来源：万得，交银国际（2020 年数据截至 2020H1）

图表 16: 信用债违约率（按违约个数计算）



数据来源：万得，交银国际

图表 17: 信用债违约率（按违约规模计算）



数据来源：万得，交银国际

近期报告

20150624	“钱荒”纪念日	20180723	反弹和见底
20150629	央行双降又如何	20180813	向政策再借一命
20150702	证监会平抑市场波动	20180903	中美周期的冲突
20150706	各部联合出大招又如何？	20181029	救市会成功吗？
20151026	央行双降，市场抉择的时刻	20181119	2019 展望：峰回路转
20151109	重启 IPO：魔鬼的细节	20190201	峰回路转：狗年的教诲
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件	20190301	融资牛路在何方
20151130	市场的三个极端	20190311	谁在买？谁会再买？
20151209	2016 年展望：资产慌	20190322	市场确认了一个重要的拐点
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化	20190408	卖方研究员的自我修养
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次	20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20160108	熔断机制暂停又如何？	20190506	策略的沉思
20160115	超卖的修复	20190514	“战争”与和平
20160121	软弱的对手盘	20190530	2019 下半年展望：贸易摩擦的代价
20160125	稳定一个不稳定的市场	20190628	投票的艺术
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪	20190920	中国市场预测权威指南
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限	20191111	展望 2020：静水流深
20160301	增长乏力，则股市疲软	20191230	展望十年：长波中的退潮
20160307	两会周期小阳春	20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20160321	历史性的市场分歧	20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20160418	周期的假像	20200224	放水符
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔	20200228	瘟疫咒
20160606	市场见底：何时何地	20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望	20200303	周期的韵律
20160627	脱欧后，如何交易中国	20200305	市场危机中，你应该问的问题
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是“避风港”吗?
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告：价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017 年展望：微妙的平衡	20200323	希望和奢望
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？	20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动	20200330	估测中国失业率
20170324	中国经济周期权威指南	20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20170413	市场价格失灵	20200409	桑德斯的传奇
20170524	新监管下的风险重新定价	20200416	社会的割裂
20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命	20200420	亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开始长期跑赢
20170621	A 股入摩：历史性时刻后的思考	20200428	创业板注册制又是一次重要的市場改革
20170714	突破“三套牢”	20200610	2020 年下半年展望：潜龙欲用
20170828	中国经济周期权威指南之二－新高	20200616	美联储垃圾回收计划
20170829	“心”周期	20200706	牛市归来了吗?
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱性	20200713	与牛共舞
20171204	2018 年展望：无限风光	20200720	3500
20180131	狗年：2017 年的领悟	20200727	政策的信号
20180207	市场危机	20200803	新世界格局里的“双循环”
20180323	非常规贸易战	20200810	中美角力对股市的影响
20180326	1987	20200817	节约粮食的意义
20180409	因战而战	20200824	创业板历史性改革：如何交易，及其意义
20180423	大国博弈	20200909	美股继续暴跌
20180521	2018 年下半年展望：乱云飞渡	20200924	美股继续暴跌；美联储称“已尽人事”
20180614	中国投机权威指南	20201120	展望 2021：价值王者归来
20180703	何处是底	20210327	价值王者归来进行时

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、煜盛文化集团、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、富石金融控股有限公司、兴业物联服务集团有限公司、九尊数字互娱集团控股有限公司、常达控股有限公司、奇士达控股有限公司、康方生物科技（开曼）有限公司、京东集团、青岛控股国际有限公司、永泰生物制药有限公司、港龙中国地产集团有限公司、新娱科控股有限公司、大山教育控股有限公司、虎视传媒有限公司、渤海银行股份有限公司、福禄控股有限公司、中国纳泉能源科技控股有限公司、荣昌生物制药（烟台）股份有限公司、祥生控股（集团）有限公司、京东健康股份有限公司、领地控股集团有限公司、大唐集团控股有限公司、佳源服务控股有限公司、云想科技控股有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co Ltd、瑞丽医美国际控股有限公司、Legion Consortium Limited、Cheshi Holdings Limited、德运控股有限公司、麦迪卫康健康医疗服务科技有限公司、现代中药集团有限公司、荣万家生活服务股份有限公司、稻草熊娱乐集团、500.com Limited、东方大学城控股（香港）有限公司、北京昭衍新药研究中心股份有限公司、森松国际控股有限公司及美佳音控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。
BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。