策略周报 股票投资策略简报

股票市场如何定价信用违约

基本结论

- **信用违约对股票市场的影响主要体现在对风险溢价的影响，但不是所有的信用违约都会对市场风险偏好造成较大的负面冲击。**近期国内信用市场又再起波澜，永煤债违约再次引发了市场对信用违约的担忧。一般来说，如果信用违约只是相关公司经营不善导致的，那么对整体市场的影响或有限。真正对市场造成负面冲击的是由信用政策收缩和信用环境恶化引发的债务违约。典型的案例就是 2016 年和 2018 年的集中信用违约，2016 年去杠杆和 2018 年紧信用的宏观环境下，信用违约集中爆发对股票市场造成了一定的负面冲击，特别是在信用违约爆发的初期，具体而言 2016 年 5 月和 2018 年 6 月是信用违约对股市影响最明显的时期。

- **信用违约是否会对股票市场造成较大的冲击取决于违约的背后是不是伴随着信用政策的收缩和信用环境的恶化。**从历史来看，我国债券市场经历了三次违约潮，分别是 2014 年债券违约首次爆发，2016 年去杠杆背景下传统周期行业大面积违约，2018 年紧信用环境下大量民企发生信用危机。1）2014 年首次信用违约潮并未对市场造成较大的影响，一方面当时信用违约原因基本都是企业自身经营问题，另一方面当时货币政策仍保持相对宽松。2）2016 年钢铁、煤炭等传统周期行业陷入债务困境，大量的地方国企出现大面积的违约。当时信用违约之所以集中在传统周期行业，核心的原因是一方面这些行业产能过剩严重，企业盈利持续恶化，另一方面是在 5 月“权威人士”多次强调去杠杆，在此背景市场对去杠杆的担忧导致了 2016 年 5 月 A 股持续下行。3）2018 年信用债又开始了新一轮集中违约潮，其中 5 月东方园林发债失败的事件直接引发了 A 股投资者对信用风险的担忧。尽管 5 月中美之间达成“不打贸易战，停止互加关税”的协议，但在紧信用背景下，违约事件频发对市场风险偏好造成了较大的冲击，A 股市场也呈现下跌趋势。

- **此次违约事件短期会对市场风险偏好造成一定的扰动，但对股票市场是否会造成较大的负面冲击仍需对后续信用环境进行持续观察。**目前来看，短期内我们没有看到流动性和信用的拐点，但流动性由松趋紧的预期在不断升温，随着 M2 与名义 GDP 从高位回落，债券收益率易上难下，流动性拐点或大概率出现在明年上半年。

- **拉长来看，A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑，总体而言市场仍呈现结构型行情。

- **短期来看，短期行业配置围绕景气进行配置，建议关注“消费、消费电子和部分中游制造行业”。**拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。**中期行业配置建议聚焦四大方面：1）消费和科技长期优质赛道：**自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。**2）低估值金融：保险、银行等。**一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。**3）成长初期的行业：**5G 等。在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。**4）困境反转的行业：**航空、机场、酒店等。疫情对行冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

- **风险提示：***海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、股票市场关心什么样的信用违约 3
二、复盘过去三次违约潮对股票市场的影响.....3
三、A 股市场将如何定价此次违约事件 4
四、行业配置思路：短期和中期视角 5
重要事件前瞻 5

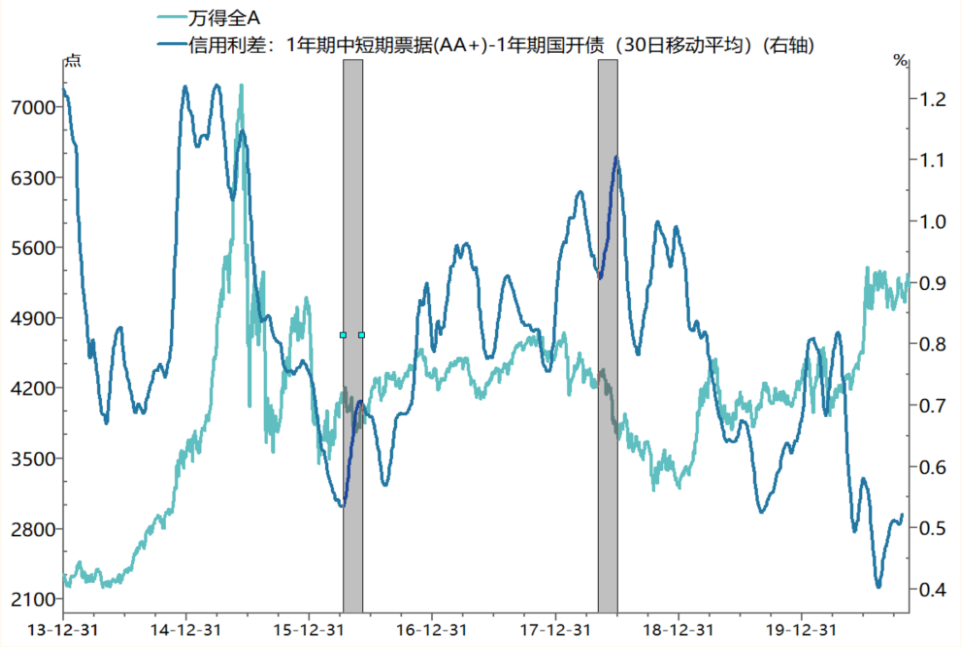
图表目录

图表 1：2016 年 5 月和 2018 年 6 月是信用违约对股市影响最明显的时期.....3
图表 2：信用债违约主体数量和涉及规模.....4
图表 3：M2 与工业增加值和 PPI 差值与国债收益率走势.....5
图表 4：重要事件前瞻.....6

一、股票市场关心什么样的信用违约

- 近期国内信用市场又再起波澜，永煤债违约再次引发了市场对信用违约的担忧。信用违约是否会对股票市场产生负面冲击需要对违约的内在原因进行具体分析，不同性质的债券违约对股票市场的影响不尽相同。
- **信用违约对股票市场的影响主要体现在对风险溢价的影响，但不是所有的信用违约都会对市场风险偏好造成较大的负面冲击。**一般来说，如果信用违约只是相关公司经营不善导致的，那么对整体市场的影响或有限。真正对市场造成负面冲击的是由信用政策收缩和信用环境恶化引发的债务违约。典型的案例就是 2016 年和 2018 年的集中信用违约，2016 年去杠杆和 2018 年紧信用的宏观环境下，信用违约集中爆发对股票市场造成了一定的负面冲击，特别是在信用违约爆发的初期，具体而言 2016 年 5 月和 2018 年 6 月是信用违约对股市影响最明显的时期。

图表 1：2016 年 5 月和 2018 年 6 月是信用违约对股市影响最明显的时期



来源：国金证券研究所

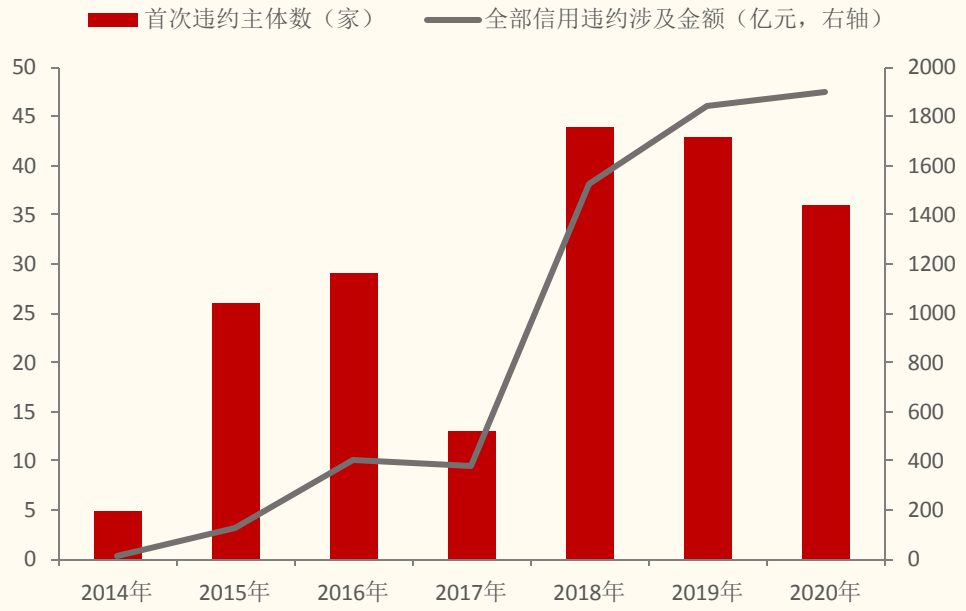
二、复盘过去三次违约潮对股票市场的影响

- **从历史来看，我国债券市场经历了三次违约潮，分别是 2014 年债券违约首次爆发，2016 年去杠杆背景下传统周期行业大面积违约，2018 年紧信用环境下大量民企发生信用危机。**自 2014 年 3 月超日债违约后，我国信用债刚兑正式被打破，首次引发了信用为集中违约潮。2014 共有 5 个主体违约，2016 年新增违约主体数达 29 家，2018 年新增违约主体数达 44 家。
- 2014 年首次信用违约潮并未对市场造成较大的影响，一方面当时信用违约原因基本都是企业自身经营问题，另一方面当时货币政策仍保持相对宽松。
- 2016 年钢铁、煤炭等传统周期行业陷入债务困境，大量的地方国企出现大面积的违约。当时信用违约之所以集中在传统周期行业，核心的原因是一方面这些行业产能过剩严重，企业盈利持续恶化，另一方面是在 5 月“权威人士”多次强调去杠杆，在此背景市场对去杠杆的担忧导致了 2016 年 5 月 A 股持续下行。
- 2018 年信用债又开始了新一轮集中违约潮，其中 5 月东方园林发债失败的事件直接引发了 A 股投资者对信用风险的担忧。尽管 5 月中美之间达成

“不打贸易战，停止互加关税”的协议，但在紧信用背景下，信用违约事件频发对市场风险偏好造成了较大的冲击，A 股市场也呈现下跌趋势。

- **总结起来，信用违约是否会对股票市场造成较大的冲击取决于违约的背后是不是伴随着信用政策的收缩和信用环境的恶化。**

图表 2：信用债违约主体数量和涉及规模



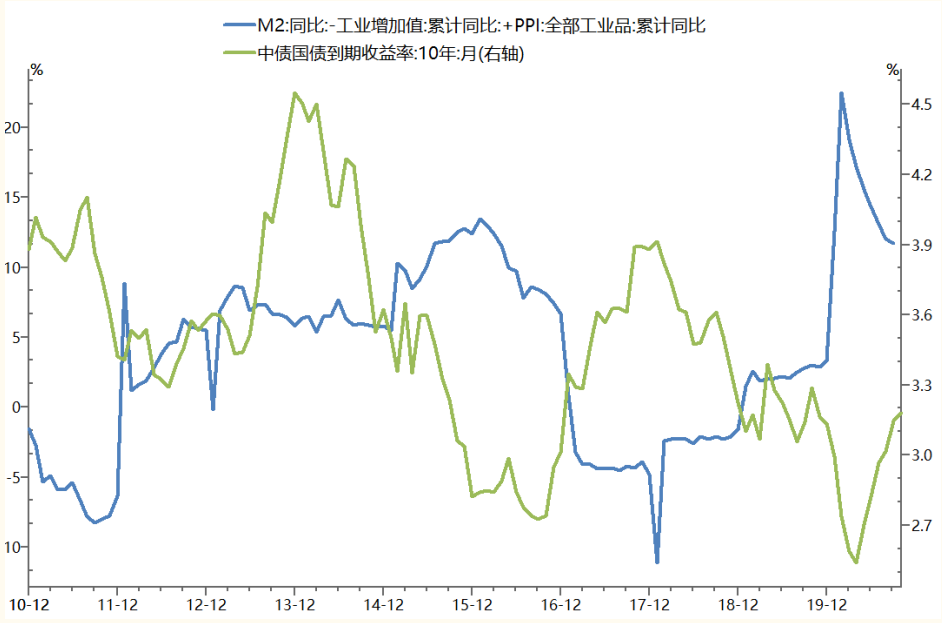
说明：2020 年数据截止 11 月 14 日

来源：Wind、国金证券研究所

三、A 股市场将如何定价此次违约事件

- **此次违约事件短期会对市场风险偏好造成一定的扰动，但对股票市场是否会造成较大的负面冲击仍需对后续信用环境进行持续观察。**目前来看，短期内我们没有看到流动性和信用的拐点，但流动性由松趋紧的预期在不断升温，随着 M2 与名义 GDP 从高位回落，债券收益率易上难下，流动性拐点或大概率出现在明年上半年。
- **拉长来看，A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑，总体而言市场仍呈现结构型行情。
- **行业估值分化能否延续，取决于业绩和政策拐点。**估值分化的背后是基本面的分化，在没有行业相对基本面或政策层面的拐点出现之前，通过价格调整快速促使估值分化进行收敛的概率较低。后续估值分化能否走向收敛取决于行业间相对业绩的拐点和后续宏观流动性政策的额拐点。如果在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值或存在一定的调整压力。

图表 3：M2 与工业增加值和 PPI 差值与国债收益率走势



来源：Wind、国金证券研究所

四、行业配置思路：短期和中期视角

- **短期来看，短期行业配置围绕景气进行配置，建议关注“消费、消费电子和部分中游制造行业”。**
- 但拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。中期行业配置建议聚焦四大方面：
- **思路一：消费和科技长期优质赛道**

  自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。
- **思路二：低估值金融：保险、银行等**

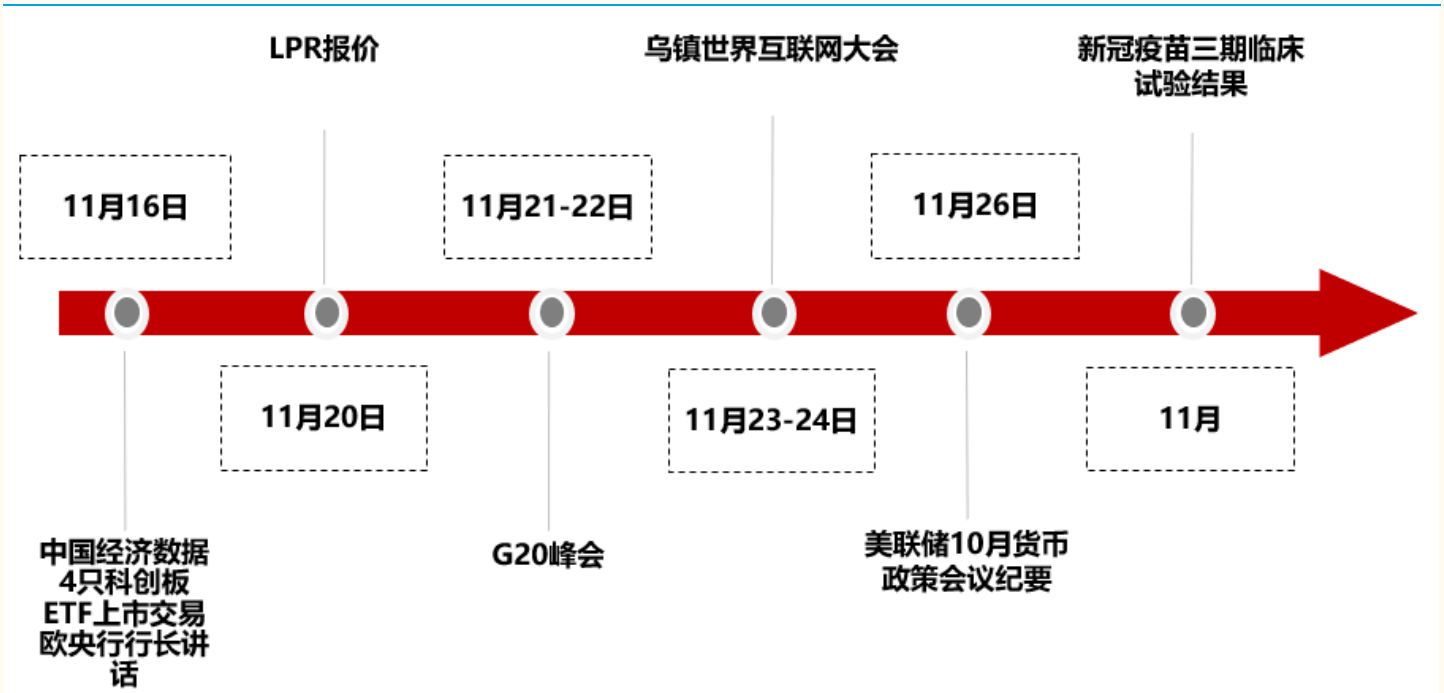
  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。
- **思路三：成长初期的行业：5G 等**

  在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。
- **思路四：困境反转的行业：航空、机场、酒店等**

  疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH