

如何看待信用债市场巨震？

——宏观周观点

研究结论

事件：华晨集团和永城煤电两家国企分别在 10 月 23 日和 11 月 10 日相继超预期违约，引发市场巨震。

- **当下处于信用扩张周期的末期，华晨集团与永城煤电的违约存在逃废债的嫌疑，不能反映系统性风险。**华晨集团是辽宁省国资委旗下重点国企，2020 年半年报显示货币资金超过 500 亿；永城煤电的实际控制人是河南省国资委，2020 年三季度财报显示货币资金超过 300 亿。两家企业在违约之前均存在转移优质资产的嫌疑，偿债意愿偏弱或是这两家国有企业在宽信用、经营状况没有重大变化的情况下违约的主要原因。最新公布的 10 月社融数据显示社融新增 1.42 万亿，其中信贷新增 6663 亿，同比增长 21.8%，信用扩张尚未迎来拐点。在宽信用的背景下，个别的信用债违约事件是个例，难以反映系统性风险。
- **永煤事件冲击短期债市，但对权益市场的流动性影响有限。**永煤违约后，一些信用债受到波及，紫光集团等存续债大幅下跌；10 年期国债收益率走高；短期资金面紧张，11 月 11 日至 13 日，DR007 上涨了 30BP。从历史情况来看，违约对债市的冲击大概持续一个月左右。信用债短期赎回可能导致股票和债券的抛售，但是总体上对权益市场的影响有限。一方面，央行采取行动呵护市场流动性，11 月 16 日，央行开展 8000 亿元 1 年期 MLF 操作，增加市场流动性；另一方面，从历史来看，历次债券违约事件对权益市场的影响不大。
- **从过往债务违约的情况来看，通常发生在前期加杠杆、信用收缩和产能过剩的背景之下。**1) 2014 年，上海超日太阳能科技股份有限公司发生债务违约，成为国内首例实质性违约的信用债，在此时前，非金融企业部门杠杆率显著抬升，由 12 年 12 月的 128% 升至 14 年 3 月的 140%，央行连续降准、加息，货币政策环境偏紧；2) 2015 至 2016 年，债券市场发生第二波集中违约，当时主要工业品价格长期处于低位，煤炭、钢铁等产业前期大幅扩张导致产能过剩；3) 2018 年，民营企业发生集体违约，实体经济部门杠杆率在 2015 年底至 2017 年 3 月从 227% 抬升至 243%，同时金融去杠杆持续推进导致企业融资环境偏紧。
- **关注经济复苏过程中的企业债务情况。**2020 年实体经济部门杠杆率在疫情之后快速跃升，从 2019 年底的 245% 上升到 2020 年 6 月的 266%，重提“总闸门”也预示了货币政策基调的边际变化。但是近日央行在吹风会上也表示不会出现“政策悬崖”，考虑到近期工业企业数据显示经营状况和盈利情况正在不断改善，温和的政策转向和企业经营情况趋好或将使得企业的债务风险相对可控。

风险提示

- 资管新规过渡期截至 2021 年底，部分存量资产存在难以回表的风险；
- 一部分信用债违约影响到整体债券的融资环境。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020 年 11 月 17 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

社融延续增多，结构趋于改善	2020-11-16
如何解读“当前的贷款利率水平是合适的”？	2020-11-09
当前景气能持续吗？	2020-11-01

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

