

2021 年 01 月 28 日

信用收缩阶段，估值多承压

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）

daixiaodi@kysec.cn

证书编号：S0790120070025

● 进入信用收缩通道一个季度左右，权益类资产估值多承压，尤其是高估值板块

经验显示，进入信用收缩通道一个季度左右，权益市场的估值一般会阶段性承压。历史上，社融增速一般同步略领先于权益市场估值变化；社融/信贷回落后的一个季度左右，权益市场估值往往会持续出现明显压缩，尤其是估值处于高位、盈利快速大幅下行的阶段。例如 2007 年 10 月、2009 年 11 月、2013 年 4 月和 2017 年 7 月等社融/信贷出现拐点后的一个季度左右，权益市场估值均有所下行。

估值承压下，低估值、盈利有支撑的板块受冲击一般较小，部分高估值板块压力较大。2008、2010、2013 和 2018 年的信用收缩阶段，估值较低、盈利相对较好的行业，估值压缩幅度较小，部分高估值、盈利较差板块则显著承压。例如，2008 和 2010 年，消费、TMT 板块受冲击较小，而周期行业估值明显压缩；2013 年，部分估值高、盈利较差的周期行业压力较大；2018 年，TMT 和周期明显承压。

这一背景下，高价、高估值个券，多会阶段性面临正股、溢价率的双重压力。2008、2010 年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券均面临正股和溢价率双重压力。例如 2008 年的赤化、中海、澄星，2009 年的唐钢、新钢、厦工、博汇等高价高溢价率个券。2013、2018 年的信用收缩阶段，转债处于低价中等溢价率状态，仅少数高价品种的估值出现主动压缩；例如 2013 年的美丰等高价转债。

● 信用“收缩”下，关注估值较低&盈利确定板块个券，警惕高价高估值品种风险

伴随信用环境进入收缩通道，权益类资产的估值或阶段性承压，可多关注部分估值相对较低及盈利有支撑的板块的个券。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对权益类资产或形成阶段性压制。结合历史经验来看，可多关注估值分位数相对较低、未来一段时间盈利相对确定的行业。

同时，需留意部分高价、高溢价率品种的风险。当前，主流平价区间的个券溢价率均值均处于历史中高水平；截至 2021 年 1 月 22 日，100 元到 110 元、110 元到 120 元、120 元到 130 元等主流平价区间的个券溢价率，约分别为 13.3%、12.6%、6.6%，分别处于历史 57%、77%、70%分位数水平。未来一段时间，部分资质稍弱的高价、高溢价率个券的波动或加大，需要持续警惕此类个券的风险。

此外，信用收缩环境下，信用风险对部分低价券的压制或仍在，应尽量规避弱资质低价券。从正股看，可结合到期债务规模、偿债能力等指标筛选，尽量规避短期债务规模较大、资产负债率较高导致再融资能力受限，现金流状况较差&业务恢复进度偏慢导致经营偿债能力较弱的公司。同时，大股东信用资质也可能直接或间接影响公司基本面和股价，需警惕大股东质押率、持股比例均较高的个券。

● 风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

相关研究报告

《宏观经济专题-城市住房问题，值得提到更高位置》-2021.1.26

《宏观经济专题-比特币 vs 黄金，避险属性探究》-2021.1.23

《宏观经济点评-三大分化，透露的中期线索》-2021.1.18

目 录

1、 信用收缩阶段，估值多承压	3
2、 研究结论	9
3、 风险提示	10

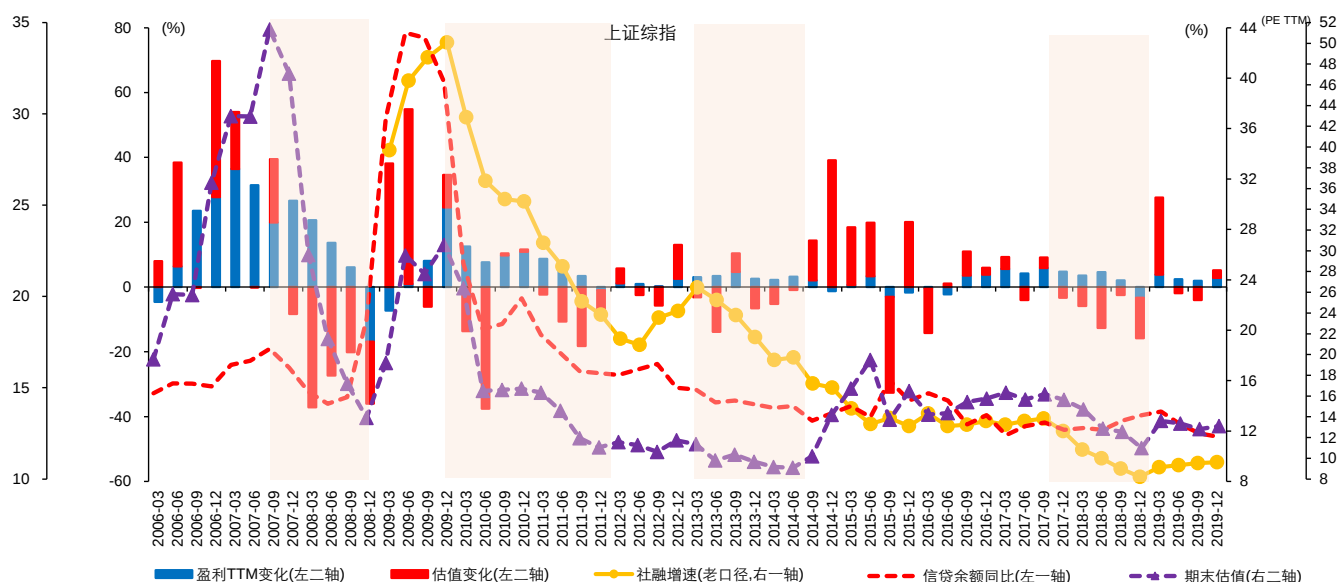
图表目录

图 1: 经验显示，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化.....	3
图 2: 经验显示，社融回落阶段，低估值板块及盈利有支撑的板块受冲击相对较小	4
图 3: 2008、2010 年信用拐点附近，转债处于高价高估值状态，2013、2018 年信用拐点附近，转债价格较低	5
图 4: 2007-2008 年，高价高溢价率转债明显承压	5
图 5: 2009-2010 年，高价高溢价率个券估值主动压缩	5
图 6: 2013-2014 年，少数高价转债估值主动压缩	6
图 7: 2017-2018 年，少数高价转债估值主动压缩	6
图 8: 近期，社融增速已经开始回落	6
图 9: 未来一段时间，多关注估值相对较低及盈利有支撑的板块.....	7
图 10: 部分细分二级行业的估值和盈利增速预期	7
图 11: 转债层面，需警惕高价高估值品种的波动风险	8
图 12: 信用风险，对转债市场的影响逻辑	8
图 13: 受疫情冲击较大、业务恢复较慢的部分公司	9
图 14: 再融资、经营现金流偿债能力偏弱的部分公司	9
表 1: 当前，转债市场和溢价率均处于中高水平	8

1、信用收缩阶段，估值多承压

经验显示，进入信用收缩通道一个季度左右，权益市场的估值一般开始阶段性承压。历史上，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值的变化。社融回落后的一个季度左右，权益市场的估值往往会持续出现明显的下滑；尤其是在盈利快速大幅下行、估值处于高位的阶段，估值压缩的幅度更加显著。例如，2007年10月信贷增速达到高点，2007年四季度权益市场估值大幅压缩8.3%；2009年11月社融增速达到高点后，2010年一季度估值大幅压缩13.6%；2013年4月，社融增速见顶后持续下滑，2013年二季度估值大幅下行约13.8%；2017年7月社融增速达到高点，随后2017年四季度估值亦小幅压缩3.3%。

图1：经验显示，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化^①

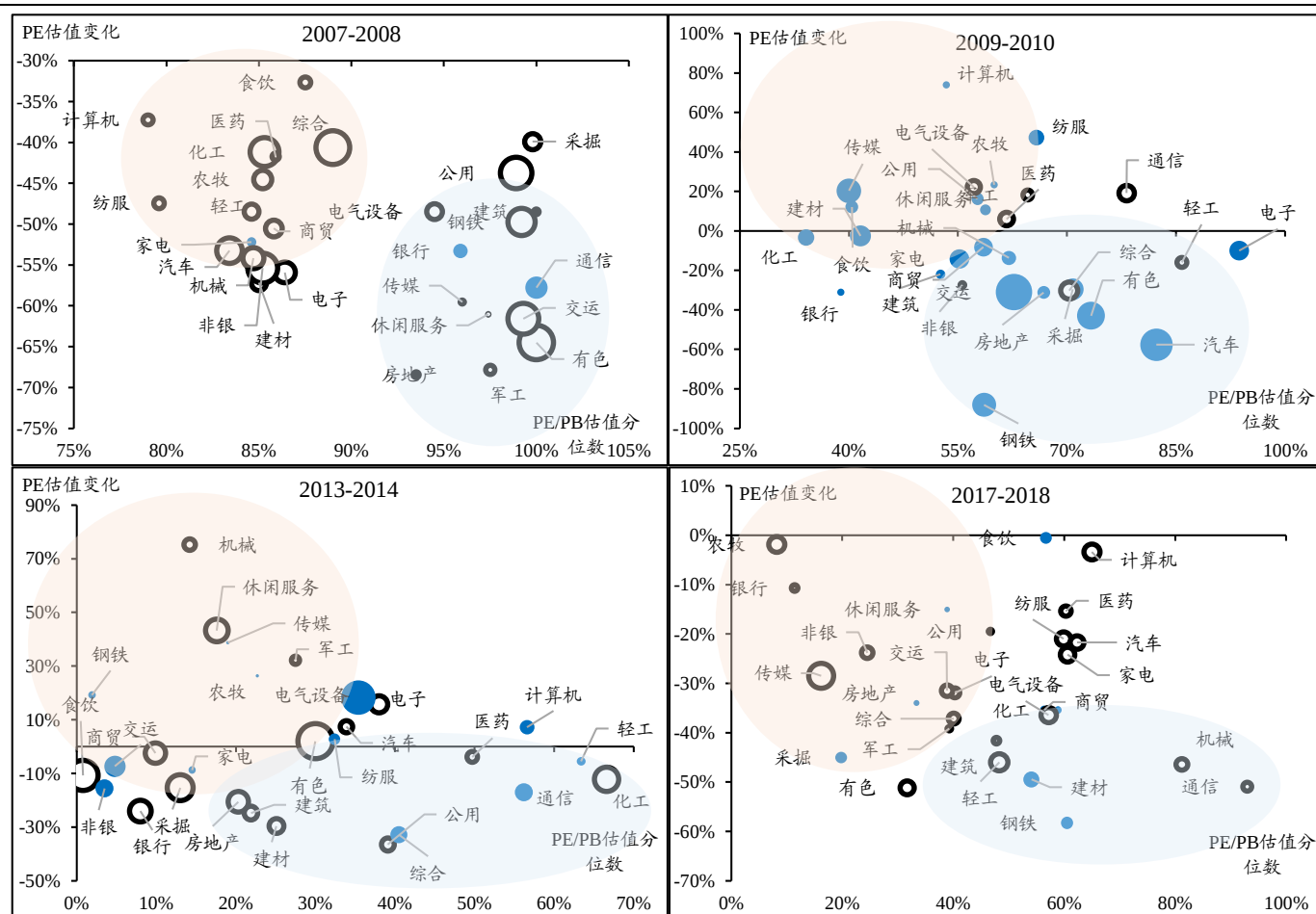


数据来源：Wind、开源证券研究所

具体板块来看，低估值、盈利有支撑的板块估值受冲击一般较小，高估值板块压力较大。2008年、2010年、2013年和2018年的信用收缩阶段，估值较低、盈利相对较好的行业，估值压缩幅度较小，部分高估值、盈利较差的板块则显著承压。具体来看，2008年和2010年，消费、TMT板块受冲击较小，例如食品饮料、医药、计算机等；而周期行业估值明显压缩，典型如钢铁、有色和交运等。2013年，部分估值高、盈利差的周期行业压力较大，主要包括建筑、建材等。2018年，部分TMT和周期板块明显承压，例如通信、有色、钢铁等。

^① 信用环境的代理变量，2010年使用信贷余额同比，2010年之后使用老口径社融累计同比。

图2：经验显示，社融回落阶段，低估值板块及盈利有支撑的板块受冲击相对较小^②

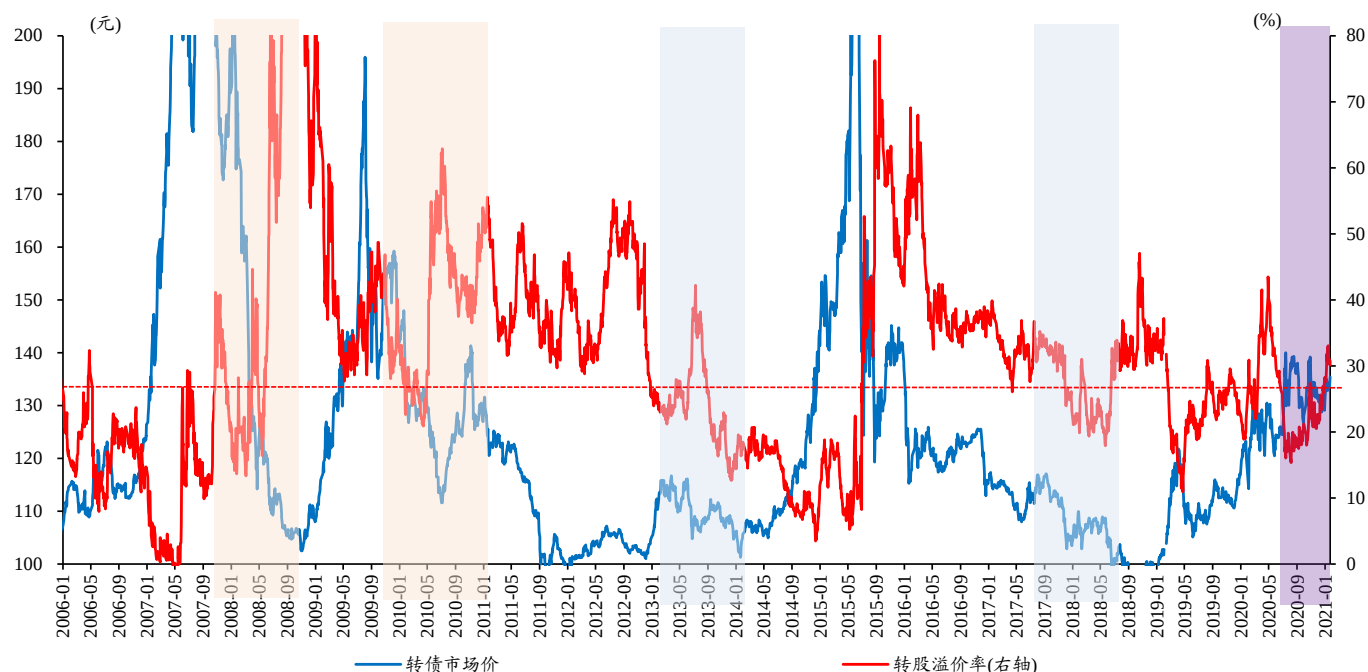


数据来源：Wind、开源证券研究所

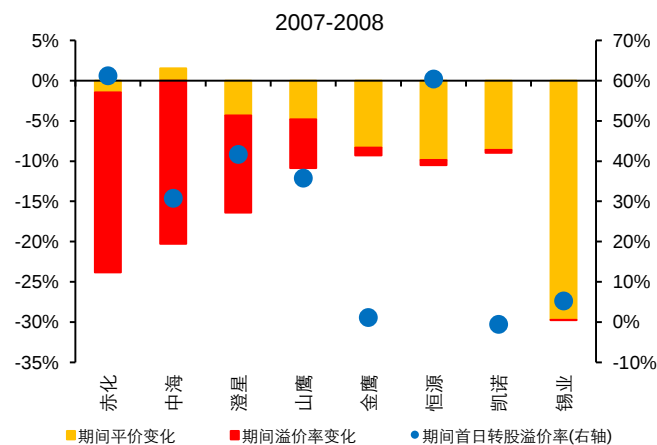
转债方面，高价、高估值的个券，可能会阶段性面临正股、转股溢价率的双重压力。2008 和 2010 年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券均面临正股和估值双重压力。例如 2008 年的赤化（160，60%）、中海（190，30%）、澄星（155，40%），以及 2010 年的唐钢（120，140%）、新钢（130，40%）、厦工（140，40%）、博汇（130，50%）等。2013 和 2018 年信用收缩阶段，转债处于低价中等溢价率状态，转债市场整体面临的压力较小，仅少数高价品种的估值出现主动压缩。例如，2013 年的美丰（180，0%）等^③。

^② 气泡大小为社融拐点前后两年的 ROE 之差，负数为黑色空心，正数为蓝色实心；PE 估值变化取社融拐点后 1 年的估值变化；PE/PB 估值分位数取社融拐点的行业估值历史分位数，其中银行、非银、钢铁等行业采取 PB 估值，其他行业采取 PE 估值。

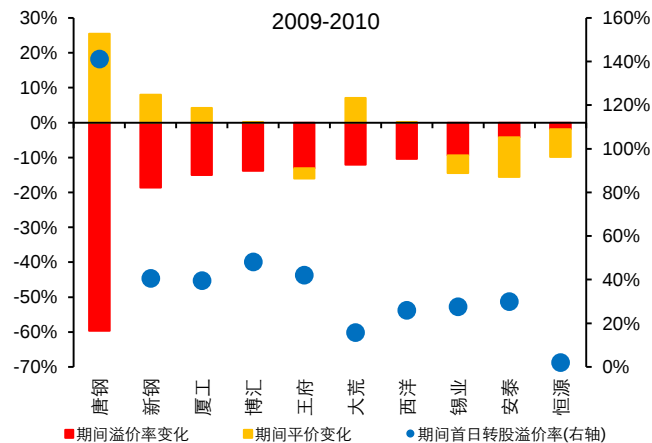
^③ 本段括号内数据为信用拐点期初的近似的转债市场、近似的转股溢价率。

图3：2008、2010年信用拐点附近，转债处于高价高估值状态，2013、2018年信用拐点附近，转债价格较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2007-2008年，高价高溢价率转债明显承压^④


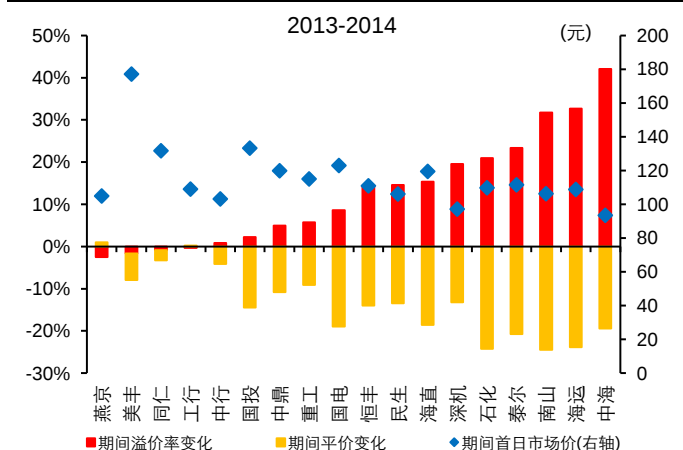
数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

图5：2009-2010年，高价高溢价率个券估值主动压缩


数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

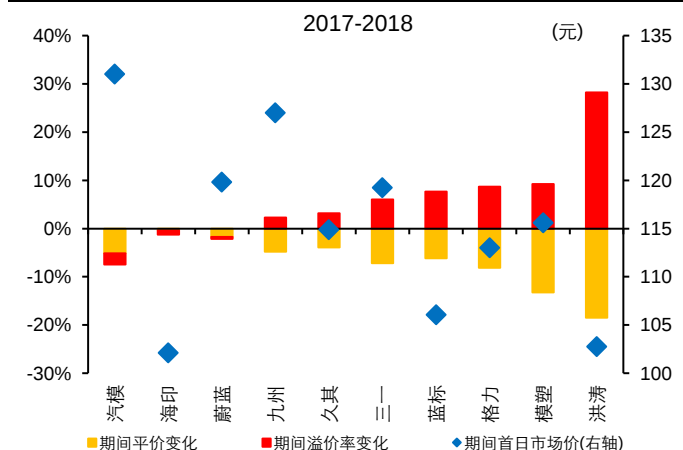
^④ 此处的计算区间使用信用拐点出现后的三个月。

图6：2013-2014 年，少数高价转债估值主动压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

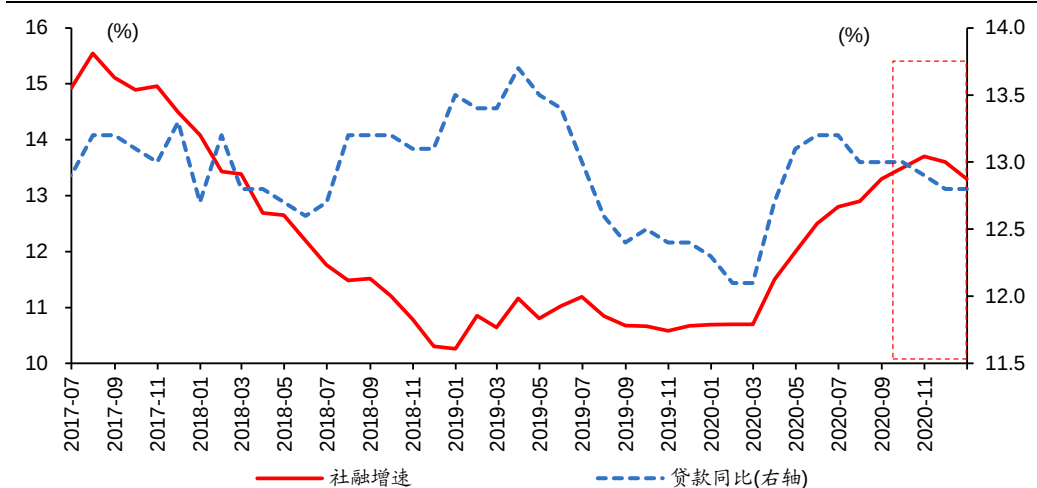
图7：2017-2018 年，少数高价转债估值主动压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

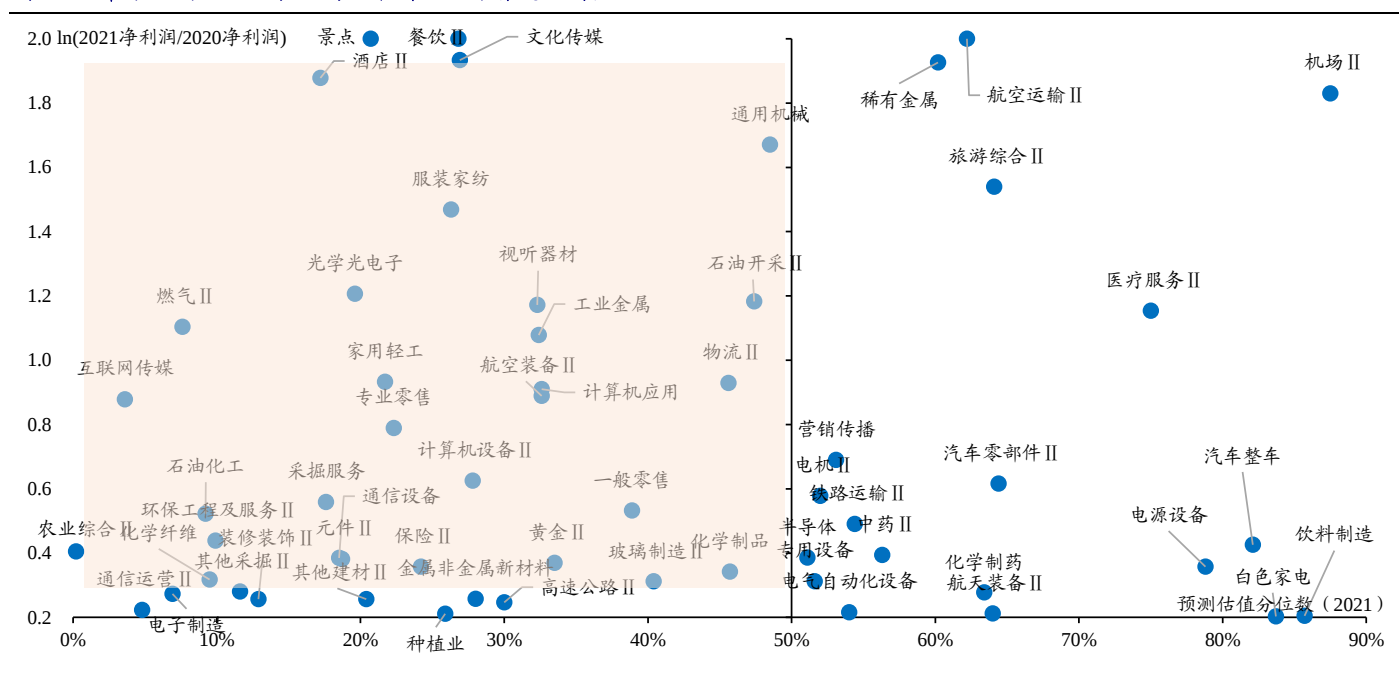
伴随信用环境进入收缩通道，资金风险偏好回落或压制权益类资产估值，未来一段时间多关注部分估值相对较低、盈利有支撑板块的个券。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对权益类资产形成阶段性压制。结合历史经验来看，可多关注估值相对较低、未来一段时间盈利相对确定的行业。结合2021年预期估值和盈利增速来看，可关注传媒、计算机、电子、通信、轻工、机械等；具体细分领域中，可关注光学光电子、计算机应用、家用轻工、通信设备、电子制造等行业中的优质龙头个券（详见报告《2021年，或为信用“收缩”之年》）

图8：近期，社融增速已经开始回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 部分细分二级行业的估值和盈利增速预期



数据来源：Wind、开源证券研究所（部分极端值，及景点、餐饮等 2020 年利润预期为负的行业数据有所调整）

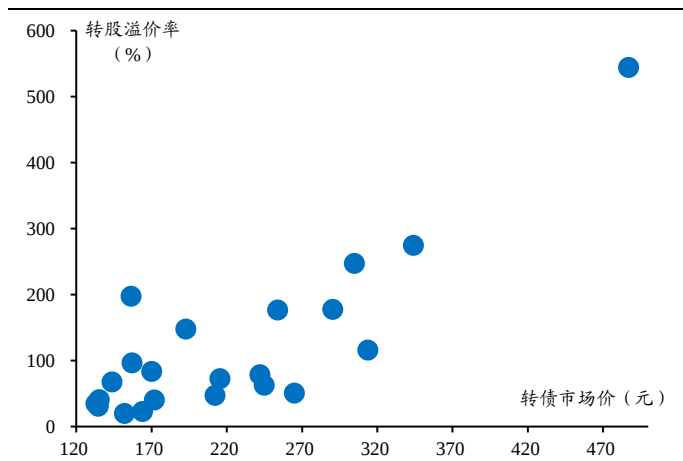
转债角度来看，需要留意部分高价、高溢价率品种的风险。当前，转债市场价和转股溢价率均处于历史中高水平。截至 2021 年 1 月 22 日，转债市场价、转股溢价率均值分别约为 120 元、25%，约分别处于历史 56%、39%分位数水平。其中，100 元到 110 元、110 元到 120 元、120 元到 130 元等主流平价区间的个券溢价率均较高，约分别为 13.3%、12.6%、6.6%，处历史 57%、77%、70%分位数。未来一段时间，部分资质稍弱高价、高溢价率个券的波动或加大，需持续警惕此类个券的风险。

表1: 当前，转债市场和溢价率均处于中高水平

平价区间	绝对值		2006 年至今的分位数	
	市场价	转股溢价率	市场价	转股溢价率
0-50	86.75	106.35	3.70%	12.70%
50-70 (含 50)	95.56	52.23	11.10%	7.70%
70-90 (含 70)	103.06	27.41	30.90%	27.90%
90-100 (含 90)	112.55	19.26	52.80%	58.10%
100-110 (含 100)	118.18	13.28	55.60%	57.00%
110-120 (含 110)	129.03	12.57	76.60%	76.80%
120-130 (含 120)	132.29	6.55	66.80%	69.50%
130 以上	191.74	3.16	85.70%	75.00%
总体	119.12	24.79	55.90%	39.40%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (剔除部分异常个券)

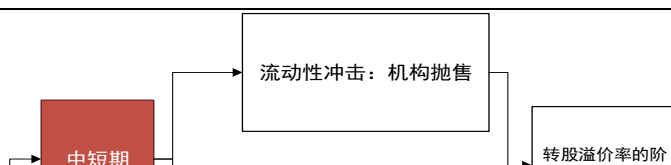
图11: 转债层面，需警惕高价高估值品种的波动风险③



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2021/1/22)

此外，信用收缩环境下，信用风险对低价券的压制或仍在，应尽量规避弱资质低价券。从正股来看，可以结合到期债务规模、偿债能力等指标进行筛选，尽量规避短期债务规模较大、资产负债率较高导致再融资能力受限，及现金流状况较差&业务恢复进度偏慢导致经营偿债能力较弱的公司。此外，大股东的信用资质也可能直接或间接影响公司基本面和股价。因此，也应当尽量规避大股东质押率、持股比例均较高的个券。(详见前期报告《转债市场的“信用”风险》)

图12: 信用风险，对转债市场的影响逻辑



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18404

