

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

### 核心觀點

上週三(11月11日)永煤控股發行的一隻10億元人民幣短期債券意外違約，引發該公司230多億的存量債券價格暴跌，市場恐慌情緒被迅速傳播，數隻AAA評級的國企債券受影響而大跌。

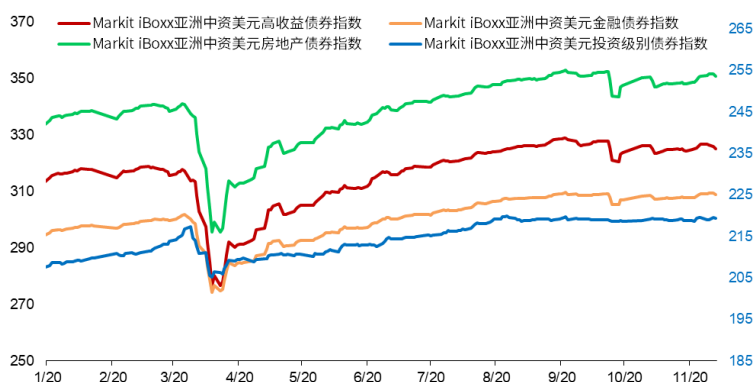
上周國企信用債連環違約事件，引發了境內債市的市場恐慌情緒以及進一步挑戰長久以來的AAA國企「信仰」。

首先我們簡單分析一下過去一周發生的集中事件，上週三永煤控股發行的一隻10億元人民幣短期債券意外違約，引發該公司230多億的存量債券價格暴跌，其母公司債券陷入交叉違約風險也被大幅拋售，個別債券價格跌至票面價值的15%不到，市場恐慌情緒被迅速傳播，數隻AAA評級的國企債券受影響而大跌。而觸發市場恐慌的不僅僅是市場預期不足的永煤違約事件，近期涉及債務問題的還有紫光、華晨，接二連三的波及了境內信用債市場。

此次連環違約事件是否會引發流動性風險是市場最為關注的風險點，我們目前認為，短期的信用利差走擴在所難免，考慮到銀行全面排查，部分機構可能對某一行業或省份債券入庫和質押標準採取一刀切的措施，同時信用恐慌可能會導致債券基金面臨一定的贖回壓力，而信用債市場的負反饋機制依靠市場自身修復能力可能需要較長時間，預計化解仍需監管干預。不過，事件衝擊對信用利差的影響是暫時和有限的，決定市場走勢的最終會回到基本面，事件性因素只是加大了短期市場的波動。

就上周境內債市表現，根據諾亞研究國內團隊統計，永煤控股違約當天交易淨價在90以下的信用債在總量中的佔比是0.4%，兩日跌幅超過1%的疑似「踩雷」的純債基金，規模合計為280億，在總規模2.9萬億的公募純債基金中佔比還不到1%。這一比例和下跌幅度與過往幾年債市出現超預期的信用違約的時期相比，並不罕見。

而在離岸美元債市場，以我們目前的觀察，整體受到的影響並不大，儘管個別國企美元債遭到拋售的程度較大，但影響範圍有限，投資級別及高收益級別中資美元債指數單周下跌幅度均不及1%，大多數投資於中資美元債的基金表現過去一周僅錄得輕微跌幅。



圖：中資美元債近期表現

(數據來源：Wind，諾亞研究，數據更新至2020年11月16日)

上周中資美元債先受大選結果和輝瑞疫苗利好提振，市場風險偏好整體回升，後半段又因境內信用事件影響，投資者對信用風險擔憂有所提升，尤其對於資質較弱的國企和城投板塊。而從稍長期一些的角度，我們認為：

第一，從市場情緒來看，考慮到此前的方正維好債違約事件、10月恒大等房地產企業債務傳聞以來，國企再出現債務違約，海外投資者對於中資美元債的信心修復或許需要更長時間，而在此次事件監管層面若出手後，整體的市場情緒才有可能較快修復。

第二，行業層面風險加劇，該違約事件導致其他資質較弱尤其是高收益級別的地方國有企業債券價格走弱，特別是在煤炭等行業，而對於高品質的主營業務為具有戰略支持的領域，例如水利、公用事業、其他基礎設施等的城投企業和央企，相對影響是有限的，未來離岸債券市場會有進一步的分化。正如我們看到中資美元高收益板塊中，受到三條紅線的融資政策收緊影響，房地產板塊仍然表現相對欠佳。

此外，在美元走弱人民幣走強的預期下，上個月市場對於中資美元債的需求已經顯示出降低趨勢，一級市場新債發行的認購倍數降至 4.77 倍。不過中資美元債的發行量也在 10 月繼續創新歷年新高，並與投資級和與國企相關的發行人為主導。在美國總統大選塵埃落定之後，年底也是中資美元債傳統旺季，一級市場活動可能會持續活躍，再融資需求帶來的供應端增加，可能短期壓制利差收窄的趨勢。

但是從環球債市的大環境看，在流動性充沛的低利率環境下，能夠提供給投資者較高固定收益的品質資產已經不多，相對於疫情反復而經濟復蘇短期受阻的歐美市場，以中國為首的亞太經濟恢復要好得多，對應資產漲幅卻沒有歐美央行大放水下反彈的多，基本面較好的中資美元債和亞洲企業債仍然是海外固收配置較為重要的一環，宜避開個別高風險板塊且分散投資。

其實此次意外違約事件，最主要的還是打破了市場此前對特定行業和企業類型的剛兌信仰，但市場的許多「信仰」也在過去幾年不斷被打破再重建，例如 2016 年多家產能過剩國企相繼違約，2018 年民企違約潮，2019 年包商事件等，而此輪違約事件對市場而言或是好事，促使債券投資者回歸理性與基本面。

---

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。