

諾亞研究

2020年11月27日

主題 | 《長安十二時辰》視角下的信用債暴雷與系統風險

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

去年夏天，改編自同名小說的電視劇《長安十二時辰》以製作精美，劇情輾轉而爆紅，贏得了2019年豆瓣評分最高華語劇集第4名。該劇講述唐朝長安城在24小時（古代一個時辰2個小時）內經歷的一連串針對官府的恐怖襲擊，炸彈連環爆雷，在最後一個時辰危機解除的懸疑故事。

中國視野下的「十二時辰」

之後，經濟學家管清友將中國2014年到2018年的資本市場一連串風險暴雷事件對齊了十二時辰圓盤上的「子」時到「辰」時，並將2019年前兩個季度的違約事件定位於「巳」時和「午」時。這樣，十二時辰圓盤的一半都填滿了出名的風險事件。

例如2014年剛性兌換打破有兩個代表性事件：一是中誠信託的產品未能按期兌付，拉開了信託違約的序幕；二是中小企業私募債首次出現發行人實質性違約，開啟了債券違約元年。

2018年政府將防範化解重大風險位列三大攻堅戰之首，重點是防控金融風險，結果安邦被接管，股票質押和P2P接連暴雷，AAA級債券（上海華信）首次違約。

到了2019年，包商銀行因為嚴重信用風險，成為歷史上首個被央行和銀監會兩家監管機構接管的商業銀行。而青海省國資委控股的青海省投資集團境內信託違約也為2020年新一輪債務違約敲響了警鐘，而這還是發生在投資者無法預料的新冠疫情來臨之前。

如果延續這個時間排序，那麼2020年初北大方正在無力支付境內到期債券的情況下，選擇進入破產重整程式；9月房地產「三條紅線」政策出臺後給恒大帶來債務壓力；10月底相繼出現的華晨、永煤等國企從信用債違約到破產重組，則對準了十二時辰圓盤上的「未」時。

這樣，十二時辰圓盤上就還剩下「申、酉、辛、亥」四個時辰，對照電視劇情，也就意味著在此輪信用或者叫債務週期真正完成去杠杆，風險在「亥」時消除之前，我們還可能遭遇其他形式的債務違約。

簡單審視就會清楚看到，信用債違約集中爆發的三大原因分別是疫情衝擊過後，經濟低增長疊加貨幣寬鬆政策邊際收緊的週期性因素，地方政府對國企融資的「隱性擔保」、投資者的「國企剛兌信仰」、評級機構的「評級膨脹」等體制性因素，以及地方國企不顧後果的加杠杆，並在具備償還能力的情況下試圖逃避債務的行為性因素。

但是，深入思考才會發現這些年資本市場違約和危機不斷發生，不斷化解，不同重複現象後面，更本質的原因是經濟中的「系統風險（Systematic Risk）」在加深，我們稍後再論述這點。

太陽底下的「新鮮事」

太陽底下本無新鮮事，如果說本次信用違約玩出了新花樣，就是個別企業並非沒錢還而是不想還。不僅發生了「惡意逃廢債」的事實，發行人和部分官員還試圖將之美化為「市場化」行為。雖然「剛兌信仰」會扭曲市場定價機制，對投資者有錯誤的指導，也有隱藏風險之嫌，而應該被打破，但這並不應該矯枉過正成為「逃廢債」。

站在投資人的角度，債券發行人的還款能力和意願構成信用分析的核心。逃廢債意味著帳面資產存在任意無償劃出的可能性，這會對還款能力的分析造成毀滅性的打擊；同時根本動搖還款意願的分析假設，發行人無還款意願下，投資者只會逆向選擇，回到「當舖時代」，無抵押信用投資消失，這是金融系統的大幅倒退。

受違約事件影響，11月10日之後9個交易日，共有52只債券取消或推遲發行，涉及規模達398.8億。而在之前的9個交易日，僅有16只債券取消或推遲發行，規模約74億元。

市場成熟與監管介入避免了系統性風險

不過，在一片批評聲中，我們也應該看到自2014年開啟了信用違約大幕後，市場也逐漸適應了這種常態化的違約，這些年債券高收益市場規模也逐步擴大。

永煤違約當天交易淨價在90以下的信用債在總量中的占比只有0.4%，也就是說99.6%的信用債還是在一個正常的交易價格中，所謂信用債市場崩盤的說法過於誇張。

而兩日跌幅超過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占比還不到1%。主要還是出現在固收產品規模偏小的平台中，固收管理規模較大的平台因其較強的信評實力鮮有出現踩雷事件。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。

離岸美元債市場整體受到的影響並不大，在煤炭等行業資質較弱的高收益級別地方國企債券遭到拋售的程度較大，價格走弱，但對於高品質且主營業務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。

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在違約事件高峰期一周內僅錄得輕微跌幅。

未來離岸債券市場會有進一步的分化，受到三條紅線的融資政策收緊影響，中資美元高收益板塊中的房地產板塊仍然表現相對欠佳。

從歷史上看，超預期的信用違約往往會導致信用利差整體迅速走擴，只不過監管也會及時果斷出手，通過注入流動性緩和市場情緒，阻斷了不良反應的蔓延，避免「系統性風險 (Systemic Risk)」。

通常信用利差的走擴只是持續幾個交易日，此次也不例外。監管機構堅決打擊制止非市場化的剛兌和逃廢債行為，有利於市場重建信心，並促使債券投資者回歸理性與基本面。

回顧過往信用風險事件，通常 1 個月左右的時間避險情緒會基本釋放。債市作為天然的多頭，情緒宣洩之後，贖回的資金還會繼續投資，決定市場走勢的最終還是會落到基本面上，而事件性因素只是加大了市場的波動。

2021 年全球將進入後疫情時代，經濟復蘇下國內通脹水準可能升溫，貨幣與財政寬鬆政策相繼退出的可能性較大，去杠杆成為防控金融風險的必要手段。不同債務規模與發展機會的企業，也很可能會迎來不同的命運。

太陽底下並沒有新鮮事，與十二時辰圓盤上「申」時對應的信用違約事件同樣會如期而至。希望監管機構嚴厲打擊「惡意逃廢債」行為之後，債券市場的信用研究可以重回常態，成熟理性的信用債和債券基金投資者可以較好地規避這類自 2014 年啟動後反復出現的違約事件。

全球視野下的「十二時辰」

如果從更長的時間維度以及全球範圍來看待資本市場的違約和危機，97 年東亞金融危機可以視為十二時辰圓盤上的「子」時，隨之而來的是 98 年俄羅斯主權債券違約引發的全球連鎖反應。

避開這兩輪危機的美國，終究逃不掉 2000 年的科技股泡沫破滅。在美聯儲的降息引導下，美國家庭與企業不斷加杠杆，也引來南歐國家的仿效，希望 2007 年-2009 年全球金融危機對應的是十二時辰圓盤上的「午」時，這樣我們至少已經離走出其陰影只剩下一半的路程。

如果把歐洲主權債務危機定位於「未」時，那麼今年疫情全球大衝擊也許就是「申」時。

每次危機過後，各國中央政府相繼啟動貨幣與財政刺激，或者主動增發國債加杠杆，或者鼓勵家庭或者企業承擔債務，希望這樣可以刺激需求，拉動通脹，儘快恢復經濟增長。

但事與願違，10 多年過去，全球經濟仍然深陷於「低增長、低通脹和低利率」環境，在美聯儲的呵護下，美國資本市場一枝獨秀，但歐洲和中國就沒那麼幸運。中國 2014 年開啟並持續至今的信用風險事件，對應的只是這個大的「十二時辰」中嵌套的小的「十二時辰」而已。

系統風險與監管悖論

歸根到底，刺激政策的失靈來源於對危機和「三低」環境形成背後的「系統風險」理解不足（請注意與「系統性風險」的區別，後者描述的是多米諾骨牌效應）。未能對症下藥的結果就是各國的應對措施反而加大了危機的形成和「三低」的強化。

例如，經濟學家近期發現貧富差距恰恰是危機和「三低」現象可能最重要的成因，自然也是「系統風險」之一。既然刺激政策不斷放大貧富差距，危機不斷和「三低」持續就再自然不過（參見拙著《主流經濟學 vs 現代貨幣理論：誰的缺陷更多？》）。

此外，前 IMF 首席經濟學家拉詹在《斷層線》(Faulty Lines)一書指出全球政治經濟的三條「斷層線」，也就是「系統風險」的三個來源。而現在越來越多的人認識到，美聯儲和各國央行不斷救市這個行為本身，讓資本市場本該承擔責任的主體逃避責任，該懲罰的沒有被懲罰，不僅是新的一條「斷層線」，而且使得「系統風險」不斷加大（可以參見拙著《金融危機背後的第四條「斷層線」》或者《套利交易的崛起》(The Rise of Carry)一書）。

換句話說，監管機構害怕多米諾骨牌式的系統性風險，不斷救市的本身，就成為了一種「系統風險」，這是一個悖論，也是資本市場違約和危機不斷發生，不斷化解，又不同重複的本質原因。

我們希望市場中的週期性，體制性和行為性因素都向良性方向發展，可以推動企業的整體槓桿率降到合理水準，我們才能夠真正迎來危機解除的「亥」時。而要讓未來的「子」時盡可能晚或者盡可能少地出現，我們必須考慮降低政治經濟中的「系統風險」，例如降低貧富差距，該還錢的還錢，該受罰的受罰。

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。