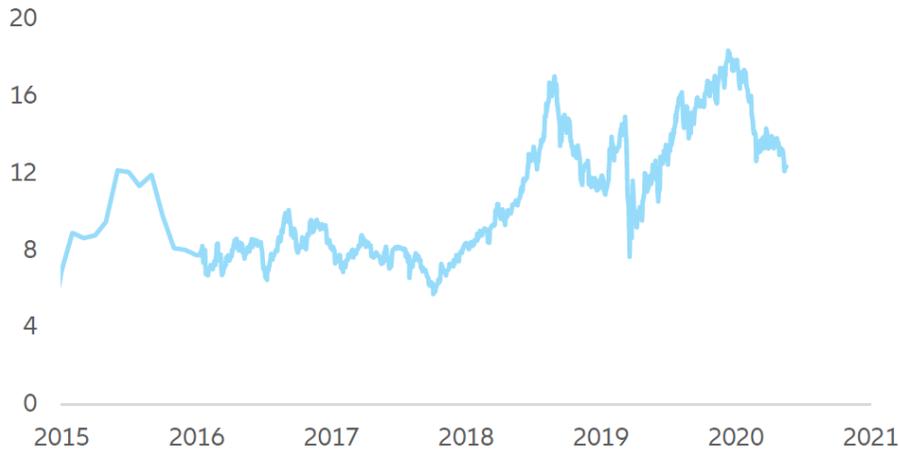


中国企业债务分析： 大浪淘沙

6月30日发布

由于目前全球约18%的未偿债务收益率为负，投资者愈发渴望在风险较高的新兴市场资产中寻找提高收益率的机会。在这种背景下，中国因其经济具有弹性、货币稳定、固定收益市场流动性相对较高的优势，展现出巨大的资本吸引力。尽管近期全球长期利率上升，负收益率债券的比例仍然不容忽视，这使得投资者越来越难以获得良好的收益率（图1）。从长远来看，根据广义固定收益总额，目前67万亿美元的市场中有12万亿美元的负收益率债券，这意味着全球约18%的未偿债务目前的收益率为负。

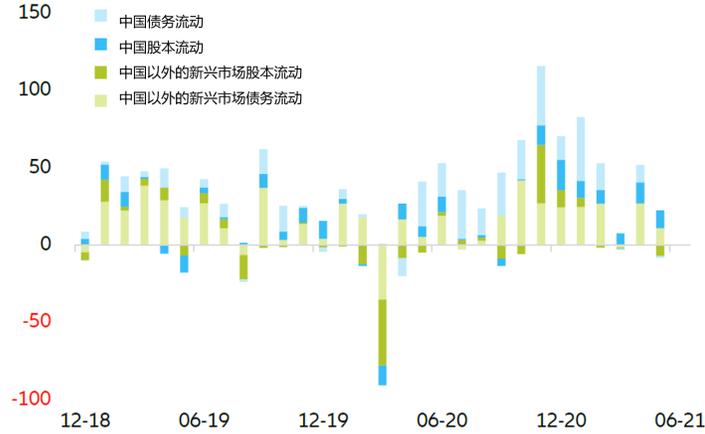
图1：全球负收益债券市场价值（以万亿美元计）



来源：彭博社、巴克莱指数、安联研究

在这种背景下，尽管在2020年3月资金外流已初露端倪，但投资者一直在将资金运往海外，目标是新兴市场（EM）资产，这些资产由于其较高的风险敞口和非核心货币计价，引发投资者兴趣以提高收益率。此时，资金继续以相对稳定的速度流入新兴市场，并逐渐趋稳（图2）。

图2：流入新兴市场的总投资组合（以十亿美元计）



来源：国家来源、彭博社、IIF、安联研究

在中国固定收益市场的不同领域，人民币政府债券市场因其稳定而富有吸引力的利率和货币构成吸引了越来越多的投资者的关注，并已被纳入多个全球指数。但迄今为止，在岸人民币信贷市场的境外投资者参与度仍较低，其吸引的只是投资者的好奇心。因为包含国有企业的数量不可忽视，在岸人民币信贷市场具有一种准政府的行为，其通常作为潜在的下行/违约风险的抑制因素，同时相对于主权债券仍然提供80-100bps的涨幅（图3）。

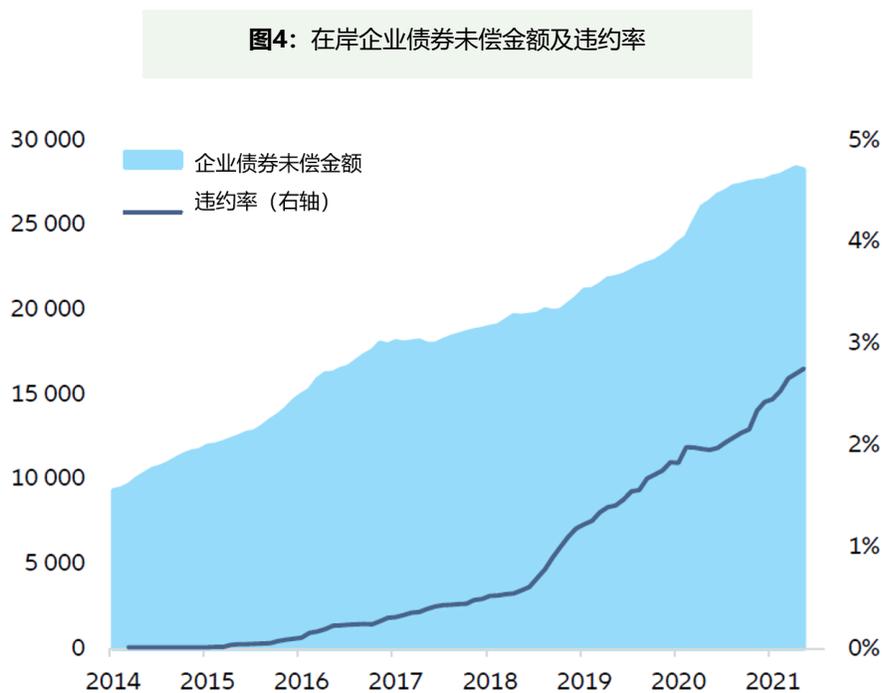
图3：中国的在岸主权和公司市场



来源：美国银行、Refinitiv、安联研究

除了日益受欢迎的在岸人民币政府债券市场和欠发达的在岸人民币信贷市场（图4），中国还通过JPM JACI（摩根大通亚洲信贷指数核心）或CEMBI（J.P.摩根CEMBI多元化核心指数）提供了一个具有代表性和基准意识的可投资美元信贷领域，以便更好地满足全球机构投资者需求。目前中国美元信贷评级为BBB+，并对美国国债有约290基点的息差，这得到了该国良好经济状况的支撑，也是相比其他地区信贷同类产品的优势，其评级质量（与新兴市场同类产品相比）和息差补偿（与发达市场同类产品相比）更高。

然而，最近一些引人注目的违约事件动摇了投资者对中国政府隐性保护的信心。以中央国有企业中国华融资产管理公司为例，该公司宣布无法达成2020财年的预定期限。发行失败后，其债券被抛售，债券价格跌至约60美分。这导致包括腾讯在内的几家成熟的中国投资级公司暂停了新债发行，而其他一些国有企业和金融债券的交易区间也被扩大。在4月的前两周，CEMBI中国的整体息差显著扩大了约65个基点。

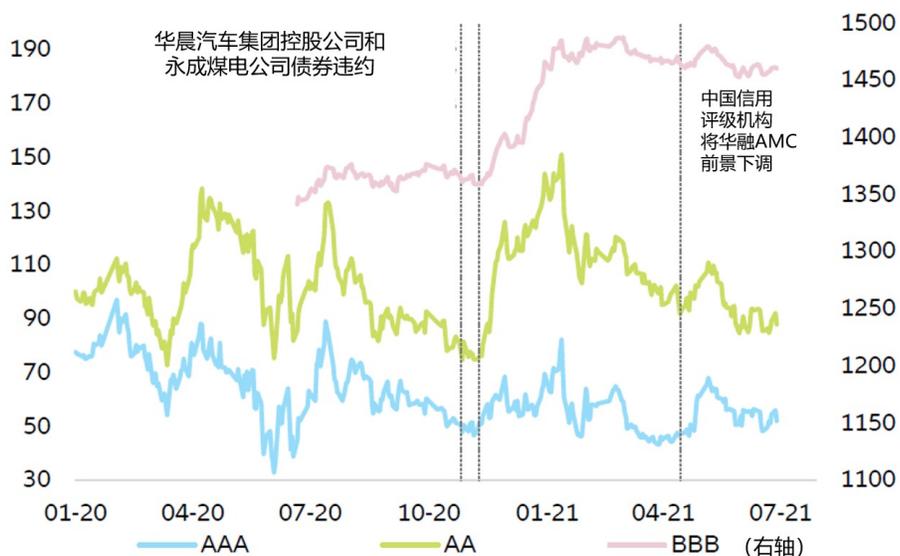


来源：Wind、中国人民银行、安联研究

为什么华融事件尤其令投资者担忧？华融是中国最大的不良债务管理公司（1.7万亿元人民币），也是仅有的四家政府指定的不良债务管理公司之一，这使得华融与许多在岸金融机构有着密切的联系。华融及其子公司总共有230亿美元的外币债务和190亿美元的本币债务。由于其债务规模较大，大量的本地和外国投资者直接或间接地投资于该公司。考虑到华融的经营性质以及悠久的历史，在中国的金融体系中也被认为是体制性的。

违约发生在2020年底的两起地方国有企业违约之后，这已经开始动摇投资者对中国国有企业的信心。这两家国有企业分别是华晨汽车集团控股有限公司和永成煤电，前者在2020年10月违约，尽管评级为零；后者是河南省的一家国企，一个月后违约。市场对这些事件的反应（图5）也反映了投资者的担忧，即国有企业可能有意跳过偿债，这是一种不愿偿债的传统情况，而并非无力偿债。

图5：1年期企业债券与政府收益率的息差（基点）（在岸人民币）

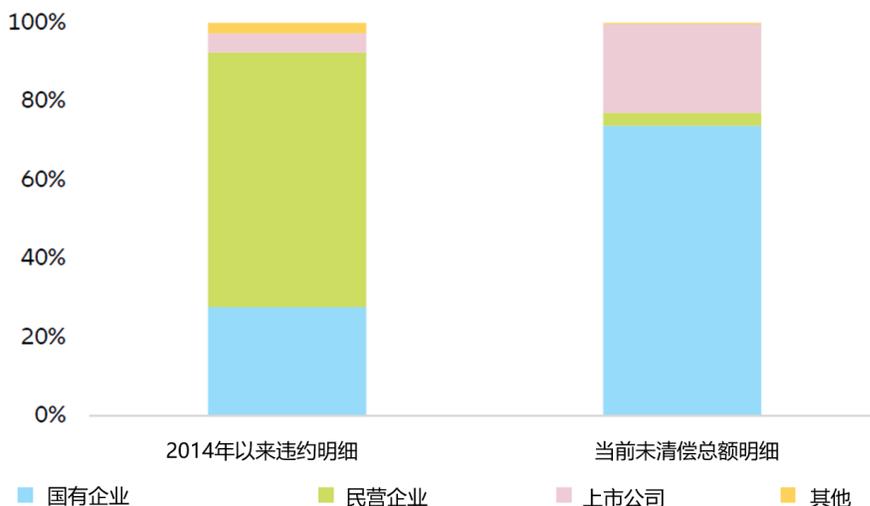


来源：Wind、安联研究

更重要的是，这些案例暗示了一种对企业破产更能接受的氛围。其结果是，债券持有人对中国境内和境外的信贷越来越担忧，也越来越谨慎规避风险。由于中国相关机构没有立即就事件或其影响进行沟通，市场参与者对中国政府对国有企业采取的下行保护措施强度和韧性产生结构性的怀疑。此前，这种保护措施毫无疑问是存在的。在过去，中国地方政府通常会进行干预以防止违约，为实力较弱的发债方提供救助以避免裁员，并确保市场稳定。这也随之导致这些发债方的总债务占GDP的比例飙升至65%以上。更具体地说，在岸企业债券领域内，国有企业的未偿债务约占总债务的75%。相比之下，民营企业和上市公司的这一比例分别只有3%和23%。离岸信贷市场有大约25%的国有企业硬通货发行，虽然比例要低得多，但绝对数量仍然相当高（图6）。

总之，尽管国有企业违约债券的数量和违约率（不到3%）在不断增加，但由于领域足够大，违约率几乎可以忽略不计。然而，向投资者发出的信号令人担忧，因为以本币和硬通货计算，中央和地方国有企业构成了中国信贷市场的大部分。

图6：按企业所有权、违约和未清偿总额分类的企业债券（在岸人民币）



来源：Wind、安联研究

违约率上升不一定是坏事。我们认为，此类违约是中国信贷市场巩固和稳定的有益且必要步骤，为中国政府进一步清理坏账和朝着更加市场导向的方式迈进留下了一些必要的空间。因此，我们预计短期内波动会加剧，但我们也预计投资者能够从中长期更健康、更高效的环境中受益。

然而，重要的是要记住，尽管中国政府有良好的意愿，但不可忽视的是，事情未必会像预期的那样发展。在这种背景下，如果政府支持力度不够，就会引发大规模的国有企业债券评级下调，导致中国金融体系出现系统性危机。然而，在我们看来，这仍然是一个小概率尾部事件。在单独的华融案例中，政府可用的工具组合是足够的，包括一些措施，如暗中指导银行向华融提供流动性，或实施进一步工具运用，如以信贷风险缓释权证（CRMW）的形式提供融资支持。

最近，中国有关部门终于透露了一些关于他们打算如何处理华融的计划，表明他们希望确保该公司的战略角色，使其能够继续不良资产管理的核心业务，并通过出售非核心资产和业务线对其进行改革。这表明中国政府决心进一步清理坏账，并保证金融稳定。从更广泛的目标来看，保持金融稳定一直是并且仍然是中国政府的首要任务，中国政府当然有强烈的愿望和必要的工具（如高水平的外汇储备和可管理的公共债务水平，主要是国内债务），以防止任何系统性风险的增加。过去几年，金融监管机构在处理不同类型的信贷失败方面积累了经验，包括接管包商银行等金融机构，这些事实甚至进一步强化了这一任务。

这方面，我们认为，中国政府可以抓住华融失败这个机会，制定出应对未来类似挑战的计划。这一点特别值得关注，因为一方面，中国政府认为，打破隐性担保、以含蓄方式迫使国有企业负责任地经营其业务，对于信贷市场的长期健康发展至关重要。另一方面，它们确实需要管理投资者的担忧，以免负面市场情绪本身引发任何结构性金融市场不稳定。因此，在债务清理和市场稳定之间找到并保持平衡，将是中国政府亟待克服的挑战，也需要投资者的监督。但正如最新的事态发展所表明的那样，我们仍然乐观地认为，他们将能够应对。

这对投资者意味着什么？ 首先，我们认为，在中长期投资范围内，中国信贷的风险回报仍然具有较大的吸引力。如前所述，中国的固定收益市场规模超过万亿美元，平均评级为BBB，无论以本币还是硬通货计算，收益率都超过3%。与其他相关新兴市场相比，这仍具有很大的吸引力，尤其是考虑到当前的低收益率环境。其次，有利的宏观经济环境、庞大而稳定的本地投资者基础、相对稳定的汇率和态度坚决的政府机构，无疑体现了中国经济吸引力背后的内在价值。

疫情危机后的快速反弹就是这种强势的明证：在2020年1月采取遏制措施一个月后，中国经济已经恢复到正常水平的约75%，这一更早的复苏使中国自新冠疫情开始以来赢得了更多的出口市场份额（2020-21年平均23%，2017-19年平均19%）。这种快速的经济反弹（2020年GDP增长了2.3%，而大多数其他主要经济体都出现萎缩）让中国政府最早在2020年第四季度就开始收紧政策组合，领先于全球趋势。所有这些都确保了人民币在2020年的强劲表现，人民币对美元升值6.5%，对一篮子货币升值3.7%（CFETSRMB指数）。

展望未来，尽管中国的复苏仍需扩大——尤其是家庭消费方面——我们仍预计中国经济将在2021年（+8.2%）和2022年（+5.4%）实现稳健增长。这意味着，在政策方面，政府可以继续专注于管理长期脆弱性（例如房地产和金融市场）而不是仅仅提供短期的经济支持。我们预计年底美元兑人民币汇率为6.3（2020年底为6.5）。

第三，中国有一个雄心勃勃的长期结构改革计划，以确保随着经济成熟，平稳过渡到低潜在增长。“双循环”战略于2020年5月首次出台，其中包括资本账户自由化和人民币国际化。

为此，中国股市和债市将继续努力，在更大程度上以市场为导向，并将继续进行改革，以放低外国投资者进入中国资本市场的门槛。允许表现不佳的国有企业违约，消除了人们对政府提供隐性担保的顾虑，后者会带来道德风险。最近的信用评级加速（到2021年4月为止，信用评级被下调约375次，而在过去三年里，每年平均下调约100次）将缓慢地为市场带来更多的透明度，并逐步但稳步地允许“真实”信用风险的重新定价，而不会吓阻投资者。

最后，中国坚定地致力于加快发展绿色和低碳的循环经济发展体系。2021年2月，中国国务院发布了指导方针，目标是到2030年达到二氧化碳排放峰值，到2060年实现碳中和。这种承诺也是朝着对所有投资者都很重要的正确方向迈出的一步。

从支持方的角度来看，这一切听起来不错。但中国的信贷市场昂贵吗？试图弄清中国信贷市场内部信贷息差变动背后的驱动因素，比其他市场更为困难。由于有大量国有企业，信贷息差目前包含隐含的投放保护，因此很难将纯粹的货币政策效应与其内在的政府投放保护分离开来。即使考虑到最新的国企违约情况，也是如此。

尽管如此，我们的专有模型显示，由于货币和政策支持逐渐消失，股市波动低迷，消费者信心稳定但不断增强，这些因素结合在一起，使投资级信贷息差稳定在80-90个基点，从历史角度来看，这是非常收紧的。然而，即使从历史的角度来看，息差仍然非常窄，我们也没有太多理由相信这种情况会在2021年发生快速变化（图7）。

图7：中国IG息差分解（年同比变化-基点）



来源：美国银行、Refinitiv、安联研究；IG：投资级

尽管已经达到了这种平衡，而且由于中国信贷市场目前正在进行重组/整合，我们仍认为，在政府支持逐步脱离的背景下，中国的信贷息差可能倾向于温和但结构性地扩大。从战术角度来看，值得考虑的是，由于离散违约事件而导致的市场波动性增加，加上评级下调导致的一些市场震荡，可能会为战术投资者提供有趣的切入点。

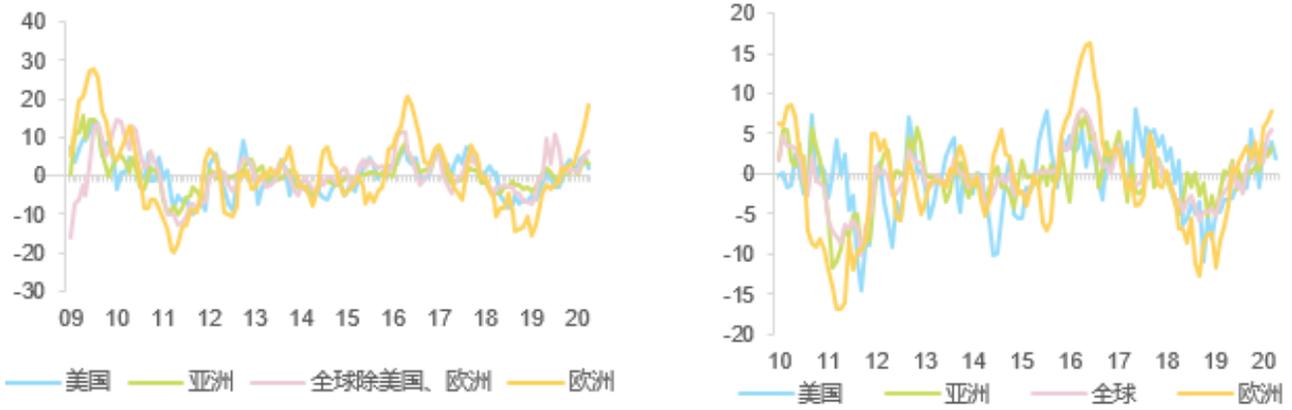
有趣的是，由于股票波动性和公司信贷息差之间的结构性联系已得到证实，值得注意的是，由我们专有的股票熵指数衡量的集中风险（行业集中风险）表明，中国资本市场已得到良好多元化，与美国或欧元区相比，中国市场提供了对不利后果的更大支持，这使其成为一个更为平衡互补的领域（图8）。

图8：沪深300指数熵指标



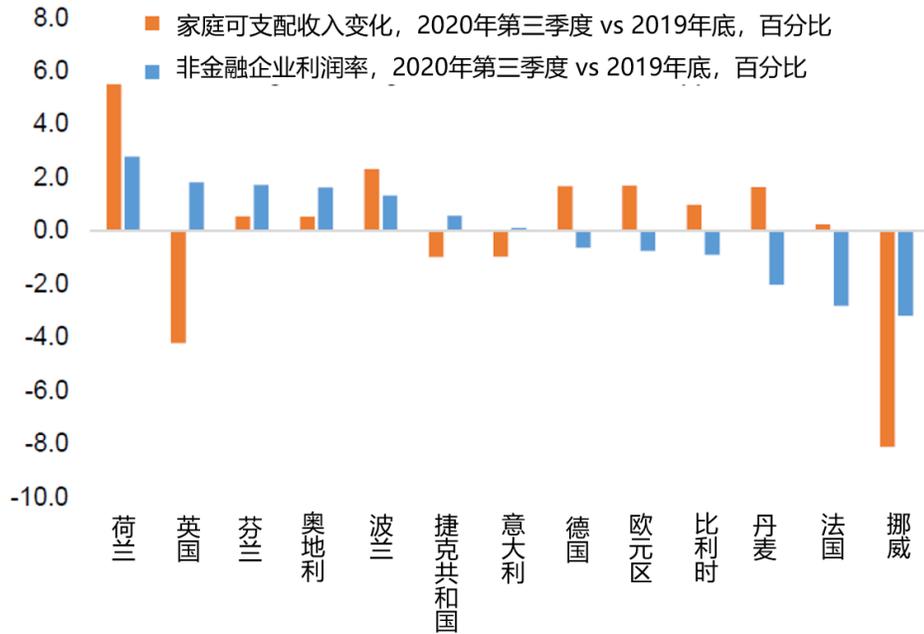
来源：Refinitiv、安联研究 熵值越高，指数越多样

图4：价格压力对消费品行业（左）和制造业（右）利润率的影响
(正值=投入价格增幅大于产出价格)



来源：马基特、安联研究

图5：家庭可支配收入vs企业利润率



来源：欧盟统计局、安联研究

咨询有关信用风险解决方案，请联系我们

Email: Marketing.china@eulerhermes.com

Tel: 021-60305900

Website: www.eulerhermes.cn.com

扫码关注裕利安怡社交账号



微信公众号/小程序：裕利安怡



领英：EulerHermesAsiaPacific

有关前瞻性陈述的注意事项：

本文陈述的内容包括对未来的预测以及其他前瞻性论述，这些预测基于管理层当前的观察角度，所用的假设中存在已知和未知的风险以及不确定性，可能会导致实际结果、表现或终局与本文明确或隐含的表述出现明显差异。导致实际结果、表现或终局可能与前瞻性陈述明显不符的情况包括，但不限于：（i）总体的经济情况，包括裕利安怡集团核心的业务和核心市场所在的经济情况，（ii）金融市场的表现，涉及市场波动性、流动性以及信贷条件，（iii）已投保损失的频率和严重性，包括自然灾害和损失的后续发展，（iv）发病率和死亡率的水平和发展趋势，（v）持续性水平，（vi）尤其是银行业信用违约的程度，（vii）利率水平，（viii）汇率，包括欧元兑美元的汇率，（ix）法律和法规的变化，包括税收法律法规（x）收购包括相关整合问题以及重组措施造成的影响，（xi）各种竞争性因素，具体个案基于当地、地区、国家和/或全球的相关因素。由于恐怖主义活动及其影响，很多相关因素出现的可能性更大，或更明显。

不承担更新义务

企业不会承担对本文所包含任何信息或前瞻性陈述进行更新的义务，或是保留任何法律要求披露信息的义务。