



2020 年 11 月 23 日

近日，中国债市违约风险大增？甚至有可能引发金融危机？

在过去几星期，中国债市再次成为环球金融市场的焦点之一。原因是在过去一段时间，有多间中国国有企业/附属企业出现债务违约，令市场担心中国债券市场会否出现结构性的问题、甚至引发金融市场出现动荡？

近日出现实质违约事件的国有企业，包括：

- 作为辽宁省国资委的重点国企华晨集团：在 10 月下旬出现债务违约，其发行规模达 10 亿元、票面利率为 5.3% 的「17 华汽 05」，在 10 月 23 日前仍未能按期兑付；
- 拥有清华大学背景支持的紫光集团：宣布因流动资金紧张，未能筹集到期偿付资金赎回「17 紫光 PPN005」，债券发行规模 13 亿元，票面利率为 5.60%，于 11 月 15 日到期；
- 作为河南省国资委间接持有的煤企永城煤电：其发行的 10 亿元、为期 270 天的超短债券「20

永煤 SCP003」，因为流动资金紧张，无法按期足额偿付本息，构成实质性违约。

受到市场担心违约事件会接踵而至所影响，中国债券市场在近日突然吹起寒风

- 根据市场数据所统计，上星期延迟或发行失败的债券规模达到 190 亿元，按月飙升 1.8 倍；而截至 11 月 16 日，11 月份已经取消发行的债券规模达 321 亿元；
- 除了不少新债券因市况转差而取消发行外，中国企业债整体孳息率亦因市况转差而上升至近一年半高位。

中国银行业因控制风险而大幅收水，令问题更显得突出

近日，中国银行业为了避免债市违约增加对其资本帐造成重大的负面影响，不少银行已加强对债市投资的内部监控，不少银行更把债券投资的决策权大幅收紧，把大部分、甚至全部的债券投资决策权由地方收归中央。银行业的相关举动令中国债券市场的流动性录得进一步的减少。

以上的情况若持续，将会对部分企业的财务状况造成冲击

首先，对于不少企业，它们需要在融资市场发行新债，以筹集资金去偿还旧债；所以，若债市流动性减少，将影响它们维持还债的能力。其次，债息上升，亦会加大企业的融资成本，令企业的财务状况进一步受到打击。

不过，我们认为不用因近日国有企业违约个案有所上升而过度担心

当然，我们不是说中国企业债务问题不严重、亦不是说可以完全忽视企业债务问题！但我们认为近日多间国有企业出现违约，并非中国市场突然出现甚么系统性或结构性风险、甚至出现大规模的金

融危机！

首先，即使近日有多间国有企业发生违约事件，但到目前为止，今年中国债市发生的违约事件合共所涉及的金额只是约 1,000 多亿人民币，相比起现时中国债市约 100 万亿的体积(虽然企业债只占 20 多万亿左右)，现时出现违约的金额仍是一个很低的比例。

其次，如上文所言，虽然我们很清楚中国债券市场潜在有违约/债务问题的，金额绝对比现时已知/已违约的多好几倍、甚至是好几十倍以上(因为历史的原因，现时仍有不少效率低下、缺乏赚钱能力的国企，仍然受到政府的支持才能不用倒闭、并持续运作下去)。所以，我们并不是说中国债市没有问题/潜在的危机，但近日多间国有企业出现违约，却不代表中国经济突然转差、或中国国有企业财政状况突然出现严重的恶化。因为在过去，不少国有企业都曾出现财政问题、其发行的债券有违约的风险；但过去较少、甚至没有国有企业违约，只是因为中央政府/地方政府向企业作出包底/财政拯救(如向相关企业批出更多的银行贷款、直接注资、甚至是要求其他国有企业向有问题国有企业作出收购)，问题才不致最终浮面。所以，部分中国国有企业财政不稳，不是今天才出现(当然，今年发生的疫情，确实令部分国有企业的财政受损而令财困问题进一步加大)，它们今天才出现违约，有一部分是由于中国政府改为选择放手不救所带来的结果(过去政府选择出手挽救，当然违约就不没有出现)。

自几年前开始，中国政府已决心加强推行市场改革，“刚性包底”的情况已开始逐步有所改变

因为政府选择让部分国有企业出现违约，令市场迈向更市场化，所以，我们预期违约事件在未来将会持续发生(甚至会越来越多)。

但相信情况(到目前为止)仍属于可控

因为一旦市场进一步出现异常的不稳定，政府随时可再次扮演“刚性包底”，实时把违约出现的机率大幅拉低。当然，到目前为止，中国政府不想重回“刚性包底”，因这会影响市场改革的成效、亦会令债券市场无法有效地分出质素高和质素低的企业(因为如果政府为所有国有企业作出包底，投资者根本没有诱因要去分辨企业的质素，因为无论质素好和质素差的企业，投资者都可以有信心[因为有政府包底]在到期日收回债券所有的利息和本金)。

但对于投资者

要开始习惯政府的市场化改革力度只会越来越大，即代表只会越来越容许国有企业被市场淘汰、并出现倒闭。所以，在投资相关的债券、甚至股票时(或和相关企业做生意时)，一要对相关企业的财务状况多了解，不要再抱着旧有“有政府包底”的思维和想法。不然，最终损失的只会是自己！

重要告示及豁免免责声明:

此文件为资产管理集团有限公司的财产。本文中所载之任何数据仅供参考之用，不应被视为邀请、要约或招揽任何证券买卖、建议任何证券买卖或建议采取任何投资策略。资产管理集团致力确保在本文中所提供数据的准确性和可靠性，但并不保证其完全准确和可靠，也不对由于任何不准确或遗漏所引起的任何损失或损害承担任何责任。本文中的部分资料可能包含有关对未来事件或对国家、市场或公司未来财务表现的预测或其他前瞻性陈述，而这些预测或前瞻性陈述只是作者之个人观点，最终实际事件或结果可能会和预测或前瞻性陈述出现巨大的差异。本文中包含的任何意见或估计都是基于一般原则所编写的，读者不应以此作为任何建议。资产管理集团保留随时对本文中任何表达的意见进行修改或更正的权利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未经授权的披露、使用或传播本文的全部或部分内容，亦不得将文件复制、拷贝或提供给未经授权的第三者。投资涉及风险，由于汇率或市场波动等不同的市场风险，任何投资的价值及其收入都有可能出现增加或减少，而过去所显示的表现数据亦并不代表未来的表现。本文的收件人如对本文所包含的任何资料有任何疑问，收件人应寻求专业意见。本文未经证券及期货事务监察委员会审阅或批准。

如有任何意见或查询，请电邮至 info@asset-mg.com 与我们联系。

资产管理集团有限公司

香港干诺道西一一八号四十楼零二室

电话: (852) 3970 9595 传真: (852) 3107 0932