



2020 年 11 月 23 日

近日，中國債市違約風險大增？甚至有可能引發金融危機？

在過去幾星期，中國債市再次成為環球金融市場的焦點之一。原因是在過去一段時間，有多間中國國有企業/附屬企業出現債務違約，令市場擔心中國債券市場會否出現結構性的問題、甚至引發金融市場出現動盪？

近日出現實質違約事件的國有企業，包括：

- 作為遼寧省國資委的重點國企華晨集團：在 10 月下旬出現債務違約，其發行規模達 10 億元、票面利率為 5.3% 的「17 華汽 05」，在 10 月 23 日前仍未能按期兌付；
- 擁有清華大學背景支持的紫光集團：宣佈因流動資金緊張，未能籌集到期償付資金贖回「17 紫光 PPN005」，債券發行規模 13 億元，票面利率為 5.60%，於 11 月 15 日到期；
- 作為河南省國資委間接持有的煤企永城煤電：其發行的 10 億元、為期 270 天的超短債券「20

永煤 SCP003」，因為流動資金緊張，無法按期足額償付本息，構成實質性違約。

受到市場擔心違約事件會接踵而至所影響，中國債券市場在近日突然吹起寒風

- 根據市場數據所統計，上星期延遲或發行失敗的債券規模達到 190 億元，按月飆升 1.8 倍；而截至 11 月 16 日，11 月份已經取消發行的債券規模達 321 億元；
- 除了不少新債券因市況轉差而取消發行外，中國企業債整體孳息率亦因市況轉差而上升至近一年半高位。

中國銀行業因控制風險而大幅收水，令問題更顯得突出

近日，中國銀行業為了避免債市違約增加對其資本帳造成重大的負面影響，不少銀行已加強對債市投資的內部監控，不少銀行更把債券投資的決策權大幅收緊，把大部分、甚至全部的債券投資決策權由地方收歸中央。銀行業的相關舉動令中國債券市場的流動性錄得進一步的減少。

以上的情況若持續，將會對部分企業的財務狀況造成衝擊

首先，對於不少企業，它們需要在融資市場發行新債，以籌集資金去償還舊債；所以，若債市流動性減少，將影響它們維持還債的能力。其次，債息上升，亦會加大企業的融資成本，令企業的財務狀況進一步受到打擊。

不過，我們認為不用因近日國有企業違約個案有所上升而過度擔心

當然，我們不是說中國企業債務問題不嚴重、亦不是說可以完全忽視企業債務問題！但我們認為近日多間國有企業出現違約，並非中國市場突然出現甚麼系統性或結構性風險、甚至出現大規模的金

融危機！

首先，即使近日有多間國有企業發生違約事件，但到目前為止，今年中國債市發生的違約事件合共所涉及的金額只是約 1,000 多億人民幣，相比起現時中國債市約 100 萬億的體積(雖然企業債只佔 20 多萬億左右)，現時出現違約的金額仍是一個很低的比例。

其次，如上文所言，雖然我們很清楚中國債券市場潛在有違約/債務問題的，金額絕對比現時已知/已違約的多好幾倍、甚至是好幾十倍以上(因為歷史的原因，現時仍有不少效率低下、缺乏賺錢能力的國企，仍然受到政府的支持才能不用倒閉、並持續運作下去)。所以，我們並不是說中國債市沒有問題/潛在的危機，但近日多間國有企業出現違約，卻不代表中國經濟突然轉差、或中國國有企業財政狀況突然出現嚴重的惡化。因為在過去，不少國有企業都曾出現財政問題、其發行的債券有違約的風險；但過去較少、甚至沒有國有企業違約，只是因為中央政府/地方政府向企業作出包底/財政拯救(如向相關企業批出更多的銀行貸款、直接注資、甚至是要求其他國有企業向有問題國有企業作出收購)，問題才不致最終浮面。所以，部分中國國有企業財政不穩，不是今天才出現(當然，今年發生的疫情，確實令部分國有企業的財政受損而令財困問題進一步加大)，它們今天才出現違約，有一部分是由於中國政府改為選擇放手不救所帶來的結果(過去政府選擇出手挽救，當然違約就不沒有出現)。

自幾年前開始，中國政府已決心加強推行市場改革，“剛性包底”的情況已開始逐步有所改變

因為政府選擇讓部分國有企業出現違約，令市場邁向更市場化，所以，我們預期違約事件在未來將會持續發生(甚至會越來越多)。

但相信情況(到目前為止)仍屬於可控

因為一旦市場進一步出現異常的不穩定，政府隨時可再次扮演“剛性包底”，即時把違約出現的機率大幅拉低。當然，到目前為止，中國政府不想重回“剛性包底”，因這會影響市場改革的成效，亦會令債券市場無法有效地分出質素高和質素低的企業(因為如果政府為所有國有企業作出包底，投資者根本沒有誘因要去分辨企業的質素，因為無論質素好和質素差的企業，投資者都可以有信心[因為有政府包底]在到期日收回債券所有的利息和本金)。

但對於投資者

要開始習慣政府的市場化改革力度只會越來越大，即代表只會越來越容許國有企業被市場淘汰、並出現倒閉。所以，在投資相關的債券、甚至股票時(或和相關企業做生意時)，一要對相關企業的財務狀況多瞭解，不要再抱著舊有“有政府包底”的思維和想法。不然，最終損失的只會是自己！

重要告示及豁免責任聲明:

此文件為資產管理集團有限公司的財產。本文中所載之任何資料僅供參考之用，不應被視為邀請、要約或招攬任何證券買賣、建議任何證券買賣或建議採取任何投資策略。資產管理集團致力確保在本文中所提供資料的準確性和可靠性，但並不保證其完全準確和可靠，也不對由於任何不準確或遺漏所引起的任何損失或損害承擔任何責任。本文中的部分資料可能包含有關對未來事件或對國家、市場或公司未來財務表現的預測或其他前瞻性陳述，而這些預測或前瞻性陳述只是作者之個人觀點，最終實際事件或結果可能會和預測或前瞻性陳述出現巨大的差異。本文中包含的任何意見或估計都是基於一般原則所編寫的，讀者不應以此作為任何建議。資產管理集團保留隨時對本文中任何表達的意見進行修改或更正的權利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未經授權的披露、使用或傳播本文的全部或部分內容，亦不得將文件複製、拷貝或提供給未經授權的第三者。投資涉及風險，由於匯率或市場波動等不同的市場風險，任何投資的價值及其收入都有可能出現增加或減少，而過去所顯示的表現數據亦並不代表未來的表現。本文的收件人如對本文所包含的任何資料有任何疑問，收件人應尋求專業意見。本文未經證券及期貨事務監察委員會審閱或批准。

如有任何意見或查詢，請電郵至 info@asset-mg.com 與我們聯絡。

資產管理集團有限公司

香港干諾道西一一八號四十樓零二室

電話: (852) 3970 9595 傳真: (852) 3107 0932