

陆兴元 CFA

执业证书编号 S0120518020001

8621-68761616

lu_xy@tebon.com.cn

债务违约潮涌现，预计政策将保持定力

本周观点

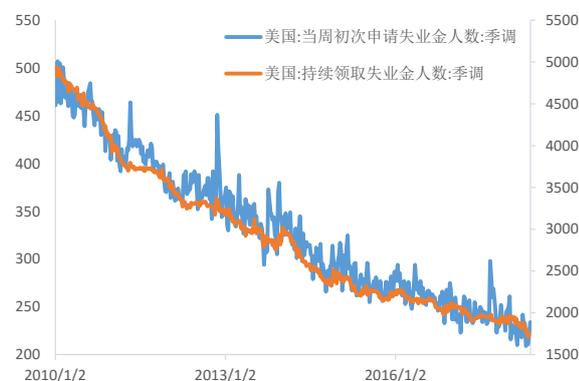
今年以来，债券市场集中出现违约风险，值得关注的是，本轮违约风险的主要集中在民营上市公司。民营上市公司出现违约情况的主要原因在于：民营企业有过度扩张倾向，而过去宽松的金融环境，也促进了金融机构以及企业经营者的风险偏好。近期外部融资环境转为严峻，导致部门民营企业资金链断裂。虽然债务违约事件在近期不断涌现，但是我们预计政策将保持定力，因为当前中国经济增长稳固，失业率也保持平稳，目前不存在改变政策方向的基础。债券违约风险对绩差股会产生压力，主要由于债务违约推升风险溢价，打压个股估值水平，并且提升市场避险情绪。

上周国内的消息面，扩大开放是主要政策基调，高层在多个场合都强调要坚持扩大开放的政策立场。此外，中国宣布下调汽车关税，有利于国外汽车厂商进入中国市场，同时推动供给侧结构性改革，促进中国汽车产业结构调整 and 转型升级。

海外消息方面，美国经济数据总体正面，美联储会议纪要略偏鸽派，但新兴市场风险加剧。土耳其央行宣布升息 300 个基点，以阻止土耳其里拉汇率的急速下滑。

我们建议对 A 股持谨慎看法。今年以来债券市场的违约风险，终将向权益市场传递，部分绩差股需要注意规避风险。同时，中美贸易谈判还在持续当中，本周末美国商务部长将来华访问，谈判的变数仍然较大。此外，近期外围市场不稳，新兴经济面临资金流出压力。

美国就业市场持续收紧



一、专题：债务违约潮涌现，预计政策将保持定力

1、近期债券违约集中爆发

今年以来，债券市场集中出现违约风险。更为值得关注的是，本轮违约风险的发展主要集中在民营上市公司，尤其是知名的上市企业，令投资者感到担忧。

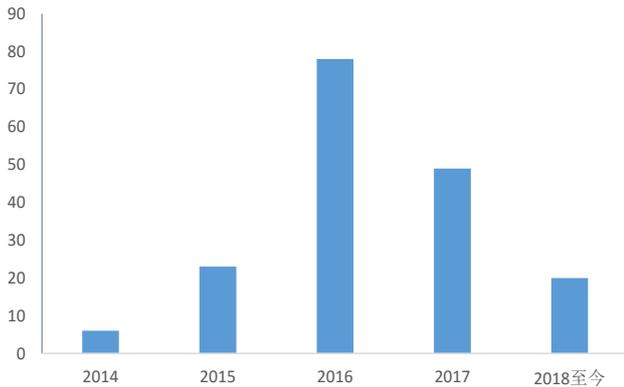
据 WIND 统计，2018 年至今，债券市场共有 20 只债券出现违约，累计违约金额超过 176 亿元。违约债券共涉及 11 家发行人，分别是中国华信、川煤集团、大连机床、丹东港、亿阳集团、中城建、神雾环保、富贵鸟、春和集团、中安消和凯迪生态。

发生日期	发行人	债券余额 (亿元)	票面利率 (%)	公司属性
2018-05-21	上海华信国际集团有限公司	20.00	6.00	民营企业
2018-05-21	四川省煤炭产业集团有限责任公司	5.00	5.94	地方国有企业
2018-05-09	富贵鸟股份有限公司	13.00	6.50	民营企业
2018-05-07	凯迪生态环境科技股份有限公司	12.00	6.27	公众企业
2018-05-07	中安消股份有限公司	5.00	7.00	民营企业
2018-04-24	春和集团有限公司	5.40	7.78	民营企业
2018-04-24	春和集团有限公司	5.40	7.78	民营企业
2018-04-23	富贵鸟股份有限公司	8.00	6.30	民营企业
2018-04-17	亿阳集团股份有限公司	12.10	7.10	民营企业
2018-03-14	神雾环保技术股份有限公司	4.50	9.00	民营企业
2018-03-13	丹东港集团有限公司	9.00	5.67	中外合资企业
2018-03-12	丹东港集团有限公司	10.00	6.00	中外合资企业
2018-03-01	中国城市建设控股集团有限公司	18.00	3.97	民营企业
2018-02-28	亿阳集团股份有限公司	7.55	7.10	民营企业
2018-02-07	大连机床集团有限责任公司	5.00	7.80	民营企业
2018-01-29	丹东港集团有限公司	20.00	5.50	中外合资企业
2018-01-27	亿阳集团股份有限公司	2.09	7.10	民营企业
2018-01-15	丹东港集团有限公司	5.00	7.60	中外合资企业
2018-01-15	大连机床集团有限责任公司	4.00	7.00	民营企业
2018-01-09	四川省煤炭产业集团有限责任公司	5.00	7.70	地方国有企业

数据来源：wind

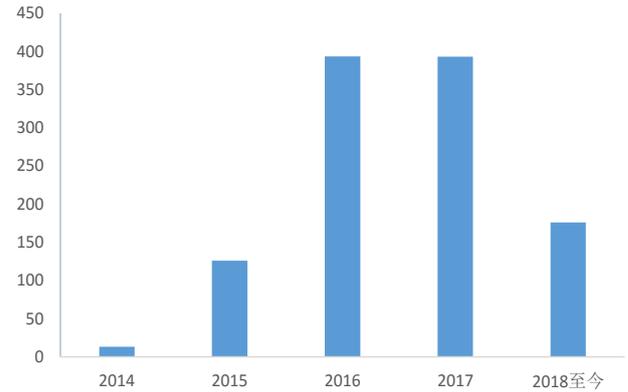
从违约个体数和违约金额来看，本轮违约的严重程度似乎并不严重。2018 年至今，债券违约个数为 20 只，2016 年有 78 只；债券违约金额为 176 亿元，2016 年全年为 393 亿元。然而，比较吸引市场注意力的是，神雾环保、富贵鸟、中安消和凯迪生态均为民营上市公司，并且是 2018 年新増违约主体，预示上市公司的融资环境正在收紧。以下我们将对其中原因展开我们的分析。

图 1：2018 年至今有 20 只债券出现违约



数据来源：wind

图 2：2018 年至今累计违约金额超过 176 亿



数据来源：wind

2、债券违约的原因

(1) 民营企业的过度扩张倾向

中国企业向来有“做大”的情结，比较热衷于追求经济总量的扩张，求大是所有企业共有的心态。企业的管理者，尤其是民营企业管理者可以从规模过度扩张中得到更多更大的权威感、稳定感和经济利益，但企业规模的过度扩张，往往会使企业丧失初创时期的竞争优势，导致企业经营风险增加。

企业的扩张方式，主要有同业的并购，或者向原企业上下游产业链延伸。更为激进的扩张方式是跨产业，尤其是在当前新兴产业不断出现的背景下，企业为了尽快做强做大，大举投资新兴产业，经营风险的隐患也就此埋下。

(2) 过去宽松的金融环境促进了风险偏好

在过去几年，金融环境相对宽松，金融机构的风险偏好较高，一些资质较差的企业也能够获得贷款、发行债券。同时，通过资管产品融资的情况盛行，企业非标融资驱动畅通，从而变相鼓励了企业从事高风险经营活动。

宽松的融资环境进而加剧了企业的自满情绪。由于短期资金成本更低，部分企业为了追求利润，短贷长投，导致投融资期限错配。

(3) 外部融资环境转为严峻

从近期高层对于政策的表述来看，整体调控力度仅有小幅微调，政策“去杠杆”、“防风险”的意图没有变化。这也就意味着一些公司的再融资渠道受阻，部分高风险经营的民营企业资金链断裂，导致债务违约。

日期	事件
4月2日	习近平主持召开中央财经委员会第一次会议，研究打好三大攻坚战的路径和举措。习近平在会上发表重要讲话强调，防范化解金融风险，事关国家安全、发展全局、人民财产安全，是实现高质量发展必须跨越的重大关口。
4月23日	中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议指出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
5月11日	央行发布《2018年第一季度中国货币政策执行报告》。《报告》指出，下一阶段，要打好防范化解重大金融风险攻坚战。
5月25日	国务院总理李克强主持召开国务院全体会议。要求把握好宏观调控的时机、方式和力度，注重区间调控，在转方式、调结构上下功夫。

从融资渠道的角度分析，在金融资源紧张的情况下，民营上市企业融资困难。银行信贷资源将优先向国有企业倾斜，民营企业难以获得信贷支持；债券融资也将倾向于高评级企业，低评级企业发债困难，难以获得足够认购；股权质押刚刚发布新规，对股票质押比例过高的发债主体进行限制；在《资管新规》下，非标融资受到挤压。

因此，一些风险管理失控的民营企业，财务风险开始逐步暴露，反映到市场上就是违约个案逐步增加。

3、预计政策将保持定力，警惕债券违约风险传导至绩差股

(1) 预计政策将保持定力

虽然债务违约事件在近期不断涌现，但是我们预计政策方向应该还不会发生大的变化。国家高层确立了打好三大攻坚战的路径和举措，未来肯定会得到贯彻和实施。而且一季度中国经济增长稳固，失业率也保持平稳，目前不存在改变政策方向的基础。

5月25日，《上海证券报》报道，债券市场一线监管部门有关负责人接受采访时表示，目前发生的民营企业信用债违约现象，应该说是在整体流动性紧平衡的大环境下，导致个别企业的风险暴露，并不存在系统性风险。据统计，目前上交所上市信用债违约率约为2.2%；银行间市场信用债违约率约为7.6%；商业银行贷款不良率约为1.74%；美国市场信用债违约率约为2%。

从以上表述来看，监管层也认为目前债务违约率在合理范围内，仅是个别公司出现债务违约现象。

(2) 债券违约风险对绩差股会产生压力

债券违约风险有很大机会将传导至权益市场，而且绩差股将面临更大的回调压力，其主要传导

机制如下：

首先，债务违约推升风险溢价，打压个股估值水平。从债券市场来看，目前个券已经出现分化，一些低评级的债券乏人问津，债券到期收益率有所上升，市场的成交集中于高评级债券。由于投资者可以在债券和股票之间配置资金，如果债券到期收益率上升到有足够吸引力的程度，那么投资者将抛售股票，转为买入债券，导致资金从股市流出，令个股估值水平降低。

其次，提升市场避险情绪。5月21日，东方园林公告拟发行的10亿元公司债，票面利率7%，最终只募集到5000万元，引发机构投资者对该公司流动性的担忧。消息公布后，公司股价急剧下跌。该事件表明，上市公司的流动性风险终将会传导至权益市场。

为了能更直观地表现投资者对流动性风险的担忧程度，我们将资产负债率最高的前100家上市公司编制为指数，考察高风险投资组合相对于沪深300指数的表现。结果显示，高流动性风险的上市公司组合今年以来下跌10.4%，沪深300指数下跌4.7%，高风险组合跑输沪深300指数5.3个百分点。

图3：2018年以来，高风险组合跑输沪深300指数5.3个百分点



数据来源：wind

二、中国：扩大开放是主要政策基调，汽车关税下掉

1、习近平会晤默克尔：在未来产业领域开展更多合作，共同开拓第三方市场

国家主席习近平5月24日与德国总理默克尔举行会晤。

习近平强调，双方要保持高层密切交往，加强对双边关系的顶层设计，鼓励两国各领域交流合作，用好机制性对话，我们欢迎德国抓住中国新一轮开放机遇；要以科技创新为引领，共同做大蛋糕、做大产业、做大市场，双方可以在未来产业领域开展更多合作，共同开拓第三方市场；要以人文合作为抓手，夯实两国友好的民意基础；要展现中德两国的责任和担当，共同应对各种全球性挑战，我们愿继续同德方在多边框架内一道推进全球治理和多边主义，在推动解决热

点难点问题方面加强沟通合作。中方赞赏德方支持“一带一路”倡议，欢迎德国企业积极参与。

2、李克强：以更高水平对外开放带动改革

5月21日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强就进一步扩大对外开放到商务部、海关总署考察并主持召开座谈会。

李克强指出，要在坚持扩大内需的同时，积极推动外贸转型，实现“优进优出”。进一步扩大关键技术、适应消费升级需要的优质产品和服务进口，倒逼国内产业加快升级。鼓励企业积极参与国际市场竞争，大力推动创新，提高出口产品档次和品牌影响力，培育外贸发展新动能，着力开拓多元化市场，增大回旋余地。

3、国务院常务会议：重点在电信、旅游、金融等领域推出一批开放举措

国务院总理李克强5月23日主持召开国务院常务会议，确定加大困难地区和薄弱环节教育投入，推进多渠道增加托幼和学前教育资源供给；采取措施加快推进奶业振兴、保障乳品质量安全；决定深化服务贸易创新发展试点，以开放推动经济结构优化升级。

4、国务院全体会议：确保经济运行在合理区间

国务院总理李克强5月25日主持召开国务院全体会议并发表重要讲话。

李克强指出，当前，世界政治经济格局深刻变动重塑，不确定性增加，国内发展仍处在爬坡过坎期，我们既有需要紧紧抓住的机遇，更要应对许多难以预料的新挑战。我国仍然是世界上最大的发展中国家，发展是解决中国一切问题的关键和基础。要坚持发展第一要务，坚持稳中求进，把握好宏观调控的时机、方式和力度，注重区间调控，在转方式、调结构上下功夫，保持经济平稳运行。要确保经济运行在合理区间，不断提高增长的质量和效益，努力在保持中高速增长中推动高质量发展，在推动高质量发展中保持中高速增长。

5、财政部：降低汽车整车及零部件进口关税

财政部网站消息，5月22日，国务院关税税则委员会发布公告，自2018年7月1日起，将相当幅度降低汽车进口关税：将汽车整车税率为25%的135个税号和税率为20%的4个税号的税率降至15%，将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。

财政部称，相当幅度降低汽车进口关税，将有利于推动供给侧结构性改革，促进汽车产业结构调整 and 转型升级，引导汽车产品提质增效，丰富国内市场供给，满足人民群众多样化需求，给国内消费者带来更丰富更实惠的消费体验。

6、国家发改委严控三类扰乱煤炭市场行为

5月23日，国家发改委和国家市场监管总局发布了《关于煤炭市场违法违规行为举报方式的通知》。

通知称，为进一步规范煤炭市场秩序，保障煤炭上下游企业合法权益，避免违法违规行为破坏正常的供求平衡关系，有关部门将加强煤炭市场监管，严厉打击违法违规炒作煤价、囤积居奇等行为。

三、中美贸易谈判：关注美国商务部长访华

1、商务部发言人答记者问：不打贸易战是中美共识

针对关于中美贸易谈判的提问，商务部发言人高峰表示，双方同意通过对话与合作来妥善解决当前的中美贸易争端，不打贸易战。双方一致同意，通过合作共同做大双边贸易的蛋糕，特别是根据中国市场的需求，积极扩大美国产品对中国的出口。中方欢迎美方近期派高级别代表团访华。

2、刘鹤应约与美商务部长通话，美方将于6月2日至4日率团访华

5月25日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国商务部长罗斯通电话。双方确认，罗斯部长将于6月2日至4日率团访华，双方团队将继续就中美经贸问题进行磋商。

3、美国总统特朗普暗示：美中贸易磋商将向一个新方向发展

特朗普在5月23日早间发出的推文中称，“我们与中国的贸易磋商正在顺利推进，但最终我们可能不得不采用一种不同的结构，因为目前的结构太困难，无法进行下去，且在完成后也无法对结果进行核实。”

4、特朗普称要求中兴改组管理层和董事会

美国总统特朗普5月26日发布推特称，将解除对中兴的禁令，不过要求中兴改组管理层和董事会，必须购买美国零部件以及缴纳13亿美元罚款，其称这是要维持中兴在“高度安全水准”的一种保障。

四、海外：美联储会议纪要略显鸽派，新兴市场风险加剧

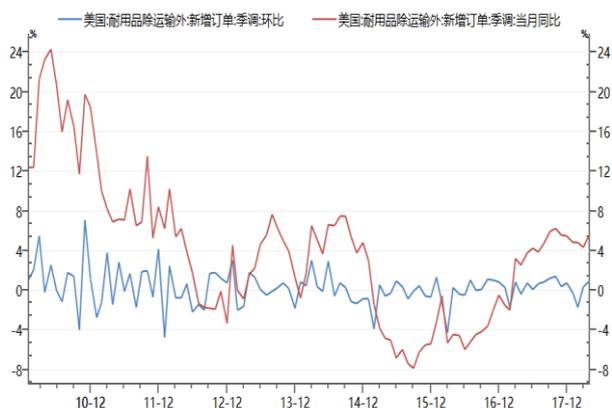
1、美国经济数据总体正面

4月美国核心耐用品订单录得高于预期。美国商务部5月25日发布的数据显示，不含飞机的非军用资本品订单环比增长1%；3月份数据从下降0.4%修正为下降0.9%。4月美国核心耐用品订单录得高于预期，运输业回升，这表明商业对设备的支出正在增长。

美国4月成屋销售急挫。美国4月成屋销售总数年化546万户，低于前值560万户。美国4月成屋销售户数降幅大于预期，此前已连续两个月录得增长。住房供应短缺、房价和按揭利率走高阻碍楼市进一步升温。4月房屋库存同比下滑6.3%，为连续第35个月下滑。

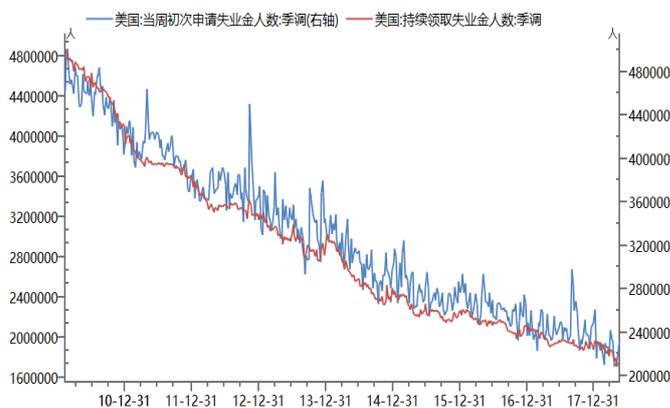
上周初请失业金人数微增。美国劳工部表示，截至5月19日当周，初请失业金人数增加1.1万人，经季节调整后为23.4万人。初请失业金人数连续168个星期低于30万大关，这是自1969年以来最长的一次，表明就业市场依旧强劲。

图4：4月美国核心耐用品订单高于预期



数据来源：wind

图5：美国上周初请失业金人数微增



数据来源：wind

2、美联储会议纪要略偏鸽派

美联储5月24日发布的最近一次政策会议记录显示，多数决策者认为，如果美国经济前景保持完整，可能有必要“很快”再加息。会议纪要暗示对适度超出2%的通胀目标表示欢迎，不急于更积极地收紧货币政策。

3、欧洲央行会议纪要：经济增长或进一步放缓

5月24日，欧洲央行发布了4月货币政策会议纪要。会议纪要显示，欧元区经济前景不确定性已经上升，经济增长可能进一步放缓，但政策制定者仍相信经济增长面临的风险大体平衡，增长依旧稳固且广泛。

4、韩国总统文在寅：朝鲜-美国峰会必须成功举行

韩国总统文在寅周日表示，朝鲜领导人金正恩重申了他对朝鲜半岛“完全”无核化以及与美国

总统特朗普按计划举行峰会的承诺。文在寅在首尔的记者会上表示，他与金正恩在周六意外举行的第二次会晤中达成一致，认为原计划6月12日在新加坡举行的朝鲜-美国峰会必须成功举行。

5、土耳其央行加息 300 个基点

土耳其央行5月23日采取紧急行动，宣布升息300个基点，以阻止里拉汇率的急速下滑，并安抚紧张的投资。土耳其里拉大幅反弹，收复部分跌幅，今年以来里拉已累计下跌约20%，连创纪录低点。

五、本周重大财经事件

日期	国家/地区	指标名称
2018-05-31	中国	5月官方制造业 PMI
2018-05-30	德国	4月失业率:季调(%)
2018-06-01	德国	5月制造业 PMI
2018-06-01	法国	5月制造业 PMI
2018-05-31	欧盟	4月欧元区:失业率:季调(%)
2018-06-01	欧盟	5月欧元区:制造业 PMI
2018-06-01	英国	5月制造业 PMI
2018-05-30	美国	5月ADP就业人数:环比:季调(%)
2018-05-30	美国	第一季度GDP(预估):环比折年率(%)
2018-05-31	美国	5月25日API库存周报:原油(千桶)
2018-05-31	美国	4月个人消费支出:季调(十亿美元)
2018-05-31	美国	4月核心PCE物价指数:同比(%)
2018-05-31	美国	4月人均可支配收入:折年数:季调(美元)
2018-05-31	美国	5月26日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2018-05-31	美国	5月25日EIA库存周报:商业原油(千桶)
2018-06-01	美国	5月失业率:季调(%)
2018-06-01	美国	5月新增非农就业人数:季调(千人)
2018-06-01	美国	5月制造业 PMI
6/2~6/4	中国/美国	美国商务部部长罗斯率团访华

六、风险提示

中美贸易关系恶化。全球主要央行更快收紧货币政策。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。