

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点

单击此处输入文字。

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（联系人）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

● **企业债券违约个数不减，花式违约方式增加。**2019年以来，虽然整体信用环境有所改善，企业债券违约的节奏有所放缓，但是与2018年同期相比，违约个数依然不减。花式违约债券数量增加，其中包括技术性违约、提前到期未兑付、本息展期、担保违约、未按时兑付回售款和利息、触发交叉违约、场外兑付、要求持有人撤销回售申请等。违约主体中民企占比较高；从区域性违约风险来看，东北和山西等地由于经济持续下滑，钢铁、煤炭等行业面临着重大的产业结构调整 and 能源革命，企业违约现象较为集中，但是北京、上海、江苏、浙江等经济发达地区债券违约迅速增加，因此未来债券违约将会降低地域或区域的依赖程度；从违约的行业分布来看，制造业、批发零售和综合类违约数量和规模最高。

● **股权质押风云再起，整体风险可控。**近期随着资本市场的波动加剧，股票质押市值在5月中旬触底反弹，目前上升为4.76万亿元。大股东股权质押触及平仓市值较高。大股东质押股数呈现逐步上升的趋势；同时2019年2季度是股权质押集中到期高峰期，届时叠加市场调整，将会重现大股东股权质押触及平仓线。2019年二、三、四季度是股权质押到期集中期，风险较高，从行业分布来看，股权质押到期的行业主要集中于房地产行业、化工、医药、有色、传媒、电子、计算机等行业，这些行业到期规模较大，风险较高。个股股权质押比例较高的风险较高。根据wind筛选出的股权质押风险比较高的前20家上市公司，股权质押比例超过50%以上的为106家上市公司，比2018年底下降了33家。但是靠前的个股股权质押比例依然比较高。

● **宏观杠杆率回升制约了货币政策空间。**根据调整后社融/GDP，我国一季度宏观杠杆率回升了5个百分点，其中，企业杠杆率回升了3.1个百分点；其次居民杠杆率回升1.1个百分点；第三，在地方政府大力投入基建，发行地方债放量推动下，政府杠杆率回升0.7个百分点。在央行表态要保持社融增速和广义货币增速与GDP名义增速相匹配，以实现适度货币增长支持高质量发展。央行更多可能通过定向降准以及TMLF加量续作等结构性货币政策，成为货币政策主趋势。

● **同业存单市场发行萎缩，发行利率提高。**包商监管并不完全等同于美国利率市场化进程中储贷危机和日本中小银行倒闭潮。未来中小银行流动性以及银行打破刚兑后金融供给侧结构性改革依然是重点。首先，中小银行流动性并不会受到比较大的冲击。6月央行将会通过多种方式加大流动性投放，保持银行体系流动性合理充裕，类似2013年钱荒并不会再次发生。其次，商业银行打破刚兑，有助于利率市场化改革推进。根据央行通报5000万元以上同一大额债权人本息预计平均保障比例在90%左右，这样将降低了货币基金估值的调整，缓解了货币基金赎回压力，也有助于缓解市场恐慌产生的挤兑风险。第三，金融供给侧结构性改革依然是重点。未来央行将会加大中小银行治理问题的关注，避免中小银行因内部人控制等导致信息披露不完善，大股东通过挪用、违规占用以及其他形式加大了中小银行经营风险。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 债券违约个数不减，花式违约方式增加.....	3
2、 股权质押风云再起，整体风险可控.....	5
3、 宏观杠杆率回升制约了货币政策空间.....	7
4、 同业存单市场发行萎缩，发行利率提高.....	9
5、 大类资产观察（2019.5.27-2019.6.2）	11
5.1、 股票市场	11
5.2、 债券市场	11
5.3、 外汇市场	11
5.4、 大宗商品市场	12

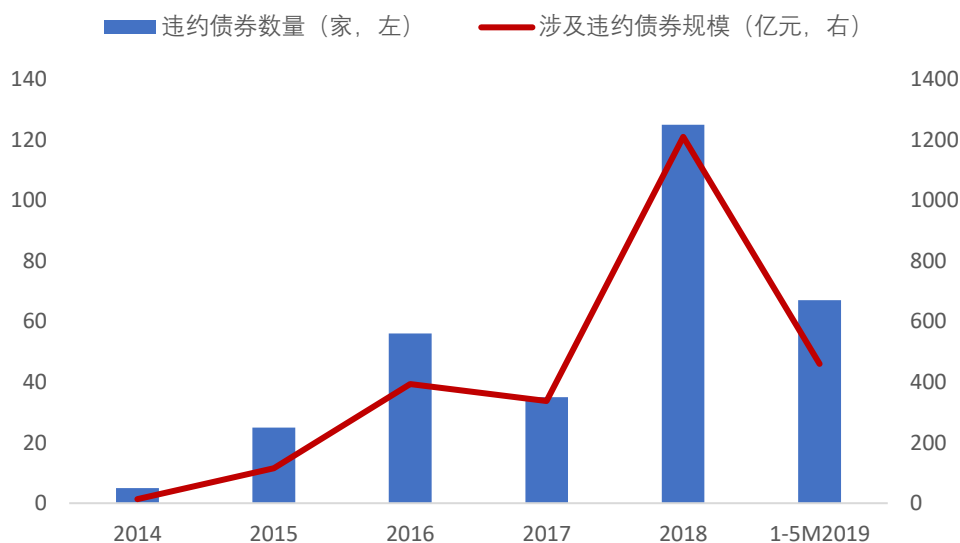
图表目录

图 1： 2014 年以来债券违约数量和规模.....	3
图 2： 违约债地域分布.....	4
图 3： 违约债券行业分布（亿元）	5
图 4： 股权质押规模.....	6
图 5： 大股东股权质押数.....	6
图 6： 股权质押到期规模.....	6
图 7： 股权质押到期行业分布.....	6
图 8： 中国宏观杠杆率.....	8
图 9： 中国非金融企业部门杠杆率	8
图 10： 中国居民部门杠杆率.....	9
图 11： 中国政府部门杠杆率.....	9
图 12： AAA 级同业存单到期收益率	10
图 13： AA+ 同业存单到期收益率	10
图 14： 发达经济体主要资本市场表现.....	11
图 15： 新兴经济体主要资本市场表现.....	11
图 16： 中债国债到期收益率曲线.....	11
图 17： 美国国债到期收益率曲线.....	11
图 18： 美元指数与人民币汇率.....	12
图 19： 日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	12
图 20： 原油期货价格指数.....	12
图 21： 黄金价格指数.....	12
图 22： 南华商品指数.....	13
图 23： 南华农产品指数.....	13
图 24： 南华能化指数.....	13
图 25： 南华工业指数.....	13
图 26： 南华金属指数.....	13
图 27： 南华贵金属指数.....	13
表 1： 2019 年至今新增民营企业违约名单.....	3
表 2： 累计股权质押比例较高的个股.....	7

1、债券违约个数不减，花式违约方式增加

2019 年以来，虽然整体而言信用环境有所改善，企业债券违约的节奏有所放缓，但是与 2018 年同期相比，违约个数依然不减。根据 wind 统计，2019 年前五个月我国债券市场整体违约债券增加 67 只，违约金额达到 459.67 亿元。其中上市公司债务违约数量达到 39 只，占比约为 58%。同时 2019 年企业违约的重要特点，违约方式不断增加，花式违约债券数量增加，其中包括技术性违约、提前到期未兑付、本息展期、担保违约、未按时兑付回售款和利息、触发交叉违约、场外兑付、要求持有人撤销回售申请等。其中，18 民生投资 SCP005 属于技术性违约，16 永泰 02 本息展期、16 亿阳 04 未按时兑付回售款和利息，16 国购债触发交叉违约等。

图1：2014 年以来债券违约数量和规模



资料来源：Wind，新时代证券研究所

违约的主体中民企占比较高。从违约企业所有制角度来看，2019 年企业首次违约中民企居多。2019 年以来除了华阳经贸和中信国安外，其余违约的企业基本都是民营企业。从行业来看，违约的企业涉及 14 个行业，其中综合类、煤炭开采、基础化工、房地产开发、百货类民企违约规模较高。另外，从违约民营企业所处地域来看，安徽、北京、黑龙江、江苏、山东等省份民企违约率较高。相对于央企、国企而言，虽然 2019 年将重点解决民企融资难、融资贵问题，但是由于民企融资能力相对较差，且不具备足额抵押物和隐性担保，在整体宽货币向宽信用传导受阻背景下，民企再融资难度依然较高，同信用等级的民企信用风险显著高于央企和国企。

表1：2019 年至今新增民营企业违约名单

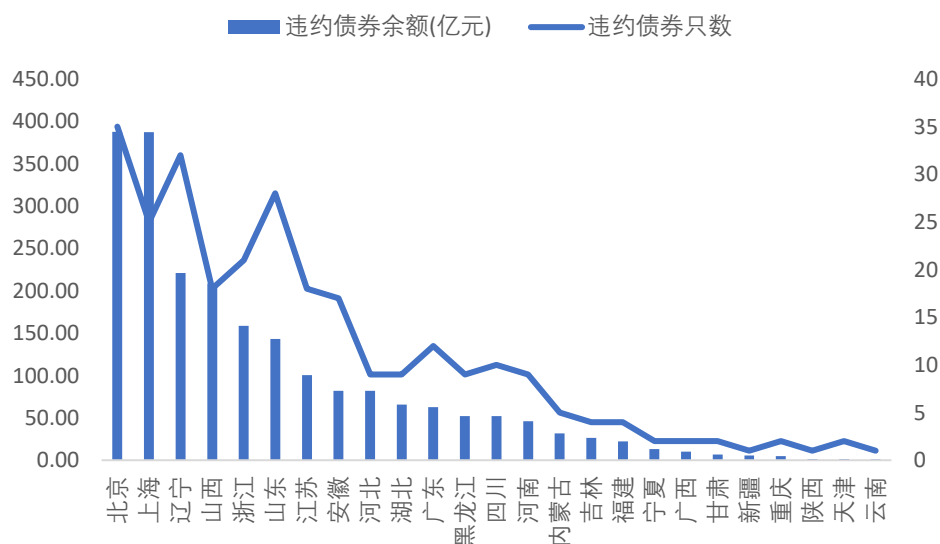
发行人	企业性质	违约债券简称	首次违约时债券余额(亿元)	省份	所属行业
金洲慈航集团股份有限公司	民营企业	17 金洲 01	5.20	黑龙江省	服装、服饰与奢侈品
大连天宝绿色食品股份有限公司	民营企业	17 天宝 01	5.00	辽宁省	食品加工与肉类
中国民生投资股份有限公司	民营企业	16 民生投资 PPN002	8.50	上海	综合类行业

成都天翔环境股份有限公司	民营企业	16 天翔 01	2.00	四川省	环境与设施服务
庞大汽贸集团股份有限公司	民营企业	16 庞大 03	9.85	河北省	汽车零售
三胞集团有限公司	民营企业	12 三胞债	5.50	江苏省	电脑与电子产品零售
山东胜通集团股份有限公司	民营企业	16 胜通 MTN001	4.50	山东省	多元化工
东方金钰股份有限公司	民营企业	17 金钰债	7.50	湖北省	服装、服饰与奢侈品
东辰控股集团有限公司	民营企业	16 东辰 01	6.77	山东省	基础化工
哈尔滨秋林集团股份有限公司	民营企业	16 秋林 01	3.68	黑龙江省	百货商店
国购投资有限公司	民营企业	16 国购 01	5.00	安徽省	房地产开发
宝塔石化集团有限公司	民营企业	14 宁宝塔 MTN001	8.00	宁夏回族自治区	石油与天然气的炼制和销售
河南众品食品有限公司	民营企业	17 众品 MTN001	5.00	河南省	食品加工与肉类
康得新复合材料集团股份有限公司	民营企业	18 康得新 SCP001	10.00	江苏省	基础化工
河南众品食品股份有限公司	民营企业	16 众品 02	5.00	河南省	食品加工与肉类

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从违约的地域来看，经济发达地区企业违约风险并不低。2019 年以来，除了辽宁、山西等地企业发生违约，北京、上海、浙江、山东、江苏等地企业发生债券违约的规模和数量迅速增加。新增的安徽、宁夏等地企业债券发生违约，说明债券违约已经开始从发达地区和东部沿海向中西部地区蔓延。从区域性违约风险来看，东北和山西等地由于经济持续下滑，钢铁、煤炭等行业面临着重大的产业结构调整 and 能源革命，企业违约现象较为集中，但是北京、上海、江苏、浙江等经济发达地区债券违约迅速增加，因此未来债券违约将会降低地域或区域的依赖程度。

图2：违约债地域分布



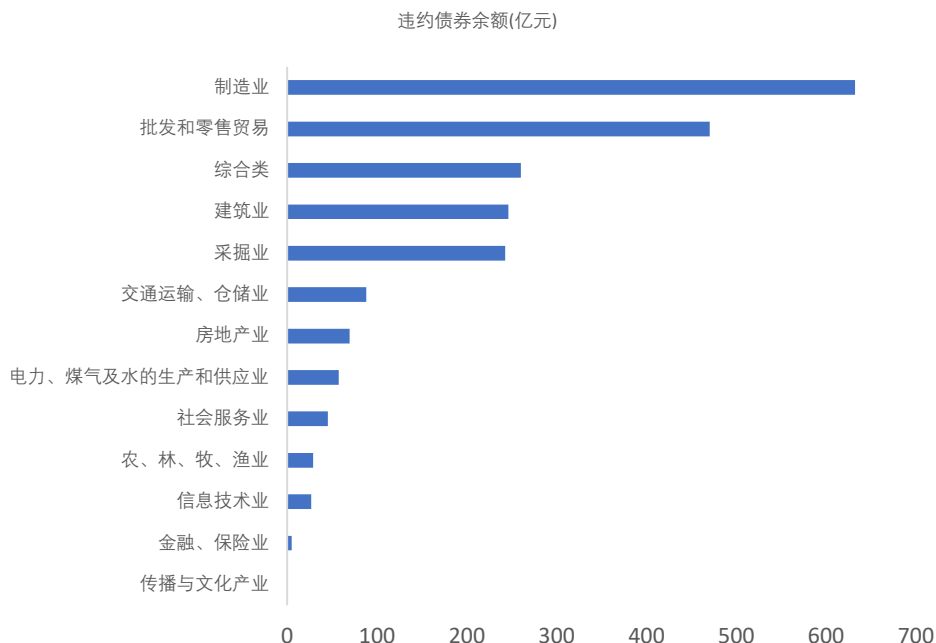
资料来源：Wind，新时代证券研究所

从违约的行业分布来看，制造业、批发零售和综合类违约数量和规模最高。从2014年起日太阳债违约开始，2014-2018年，电气设备、休闲服务、轻工制造、电子、公共事业等行业均有主体发生违约。但是进入2019年，新增违约企业中，制造业、批发零售和综合类明显违约主体和违约数量较高，其中制造业违约

规模达到 632.26 亿元，违约债券数量达到 117 只；批发零售企业违约规模为 470.37 亿元，违约债券数量达到 38 只；综合类企业违约规模达到 260.27 亿元，违约债券数量达到 31 只。可见，随着中美贸易摩擦的影响，企业违约的行业分布将会从煤炭、钢铁等产能过剩行业向制造业、批发零售等行业波及，未来中美贸易摩擦影响下，企业利润下滑较快的企业违约概率将会显著增加。

为了缓解债券违约对民企融资带来的冲击，CRMW 重出江湖，但整体进展缓慢。2018 年 10 月央行为了缓解企业债券融资萎缩，引导设立民营企业债券融资支持工具，民企信用债风险缓释工具发行提速，截止 2019 年 5 月底，总计发行 CRMW 产品达到 105 只，从发行主体来看，银行依然是参与的主力，但是从 CRMW 产品设计上，主要用于风险对冲，参与主体的风险偏好并未显著提升。从 CRMW 发行的行业分布来看，依然主要集中于综合、建材、商贸、化工等民企为主的行业，同时标的也主要集中于浙江、北京等经济发达地区。CRMW 覆盖率较低，对于买方而言，“CRMW+标的债券”难以实现完全风险对冲，投资热情不高。作为央行支持民企改善融资的“第二支箭”，未来 CRMW 需要加快进度，创设效果才会进一步显现。

图3：违约债券行业分布（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

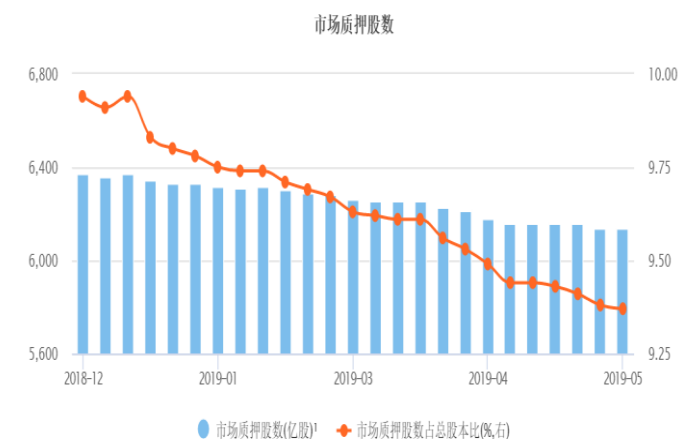
2、股权质押风云再起，整体风险可控

2019 年以来随着资本市场回暖，股票质押股数占总股本比自 2018 年底的 9.94% 之后开始迅速下降至 9.37%，5 个月来大幅下调 0.6 个百分点；股票质押规模也从 6371.88 亿股下降至 6141.19 亿股，不到半年时间下降了 230 亿股；但是近期随着资本市场的波动加剧，股票质押市值在 5 月中旬触底反弹，目前上升为 4.76 万亿元。

大股东股权质押触及平仓市值较高。根据 wind 数据统计，截至 2019 年 5 月底，A 股共有 3562 家上市公司进行股权质押，占全部上市公司的比重为 98%；市

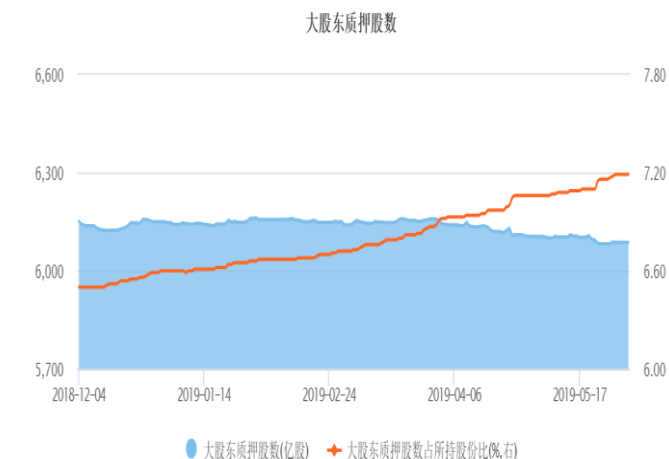
市场质押股数为 6157.44 亿股，整个市场质押股数占总股本 9.43%，质押股数占总股本比自 2018 年底出现大幅下调，质押规模也呈现下降趋势；但是随着进入 5 月市场调整，市场质押市值触底反弹；大股东质押股数 6087.35 亿股，大股东质押股数占所持股份比 7.19%，呈现逐步上升的趋势，大股东疑似触及平仓市值 2.52 万亿元；同时 2019 年 2 季度是股权质押集中到期高峰期，届时叠加市场调整，将会重现大股东股权质押触及平仓线。

图4：股权质押规模



资料来源：Wind，新时代证券研究所

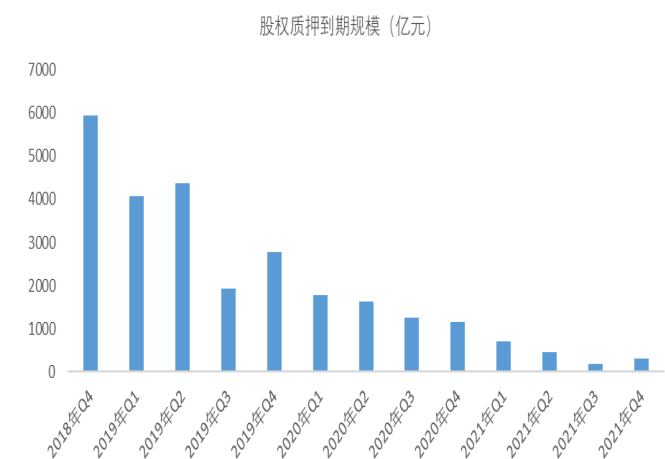
图5：大股东股权质押数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

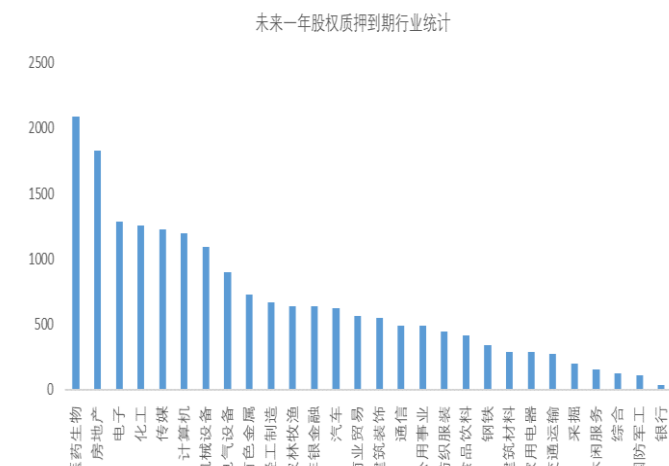
2019 年股权质押到期规模较高，行业分布较为集中。从股权质押到期规模来看，2019 年随着质押股票数量不断上升，到期规模迎来高峰，2019 年二季度和四季度是股权质押到期集中期，风险较高，从行业分布来看，股权质押到期的行业主要集中于房地产行业、化工、医药、有色、传媒、电子、计算机等行业，这些行业到期规模较大，风险较高。

图6：股权质押到期规模



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：股权质押到期行业分布（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

个股股权质押比例较高的风险较高。根据 wind 筛选出的股权质押风险比较高的前 20 家上市公司，股权质押比例超过 50% 以上的为 106 家上市公司，比 2018 年底下降了 33 家。但是靠前的个股股权质押比例依然比较高，例如藏格控股的累计股权质押比例最高，达到 79.19%，计算机板块的三六零质押市值最高，达到

1091.54 亿元。

上市公司股权质押风险总体可控。根据证券业协会最新数据显示，各地政府和券商、保险、商业银行成立纾困基金，其中地方政府和国资委成立的纾困基金合计规模约 3500 亿元左右；券商资管成立的纾困基金合计规模约 2000 亿元；保险资管成立的纾困产品规模约 1000 亿元左右；沪深交易所合计发行了 18 亿元纾困专项债，总计规模达到 7000 亿元左右，基本可以有效化解之前存在的股权质押风险。但是近期随着市场调整，假如股价进一步下跌，将会再次造成不少上市公司股权质押出现预警情况，除了补充质押物、追加保证金、提前回购部分股票收益权等措施化解质押风险，鼓励更多规模和数量的纾困基金成立才是化解股权质押风险的关键，当然通过引入国资等战略投资者方式化解风险也是股权质押的重要出路，因此股权质押风险整体可控，要避免股权质押风险对市场的负反馈效应。

表2：累计股权质押比例较高的个股

证券代码	证券简称	累计质押数(亿股)	累计质押总市值(亿元)	累计质押比(%)
000408.SZ	藏格控股	15.79	116.67	79.19
603555.SH	贵人鸟	4.85	26.43	77.14
002143.SZ	*ST 印纪	13.59	19.98	76.81
601360.SH	三六零	51.34	1,091.54	75.90
000567.SZ	海德股份	3.32	38.32	75.09
000723.SZ	美锦能源	30.69	384.86	75.01
600180.SH	瑞茂通	7.43	58.42	73.12
000981.SZ	ST 银亿	29.38	54.65	72.94
000564.SZ	供销大集	43.48	116.95	72.37
603818.SH	曲美家居	3.53	25.68	71.80
600053.SH	九鼎投资	3.11	80.55	71.73
000662.SZ	天夏智慧	7.81	44.74	71.42
002625.SZ	光启技术	15.30	139.40	71.02
002252.SZ	上海莱士	35.00	248.18	70.37
000046.SZ	泛海控股	36.48	234.56	70.20
300317.SZ	珈伟新能	5.84	32.32	69.60
002699.SZ	美盛文化	6.32	41.87	69.43
002356.SZ	*ST 赫美	3.59	12.21	68.06
300459.SZ	金科文化	13.40	79.22	68.00
002147.SZ	ST 新光	12.41	29.53	67.88

资料来源：Wind，新时代证券研究所

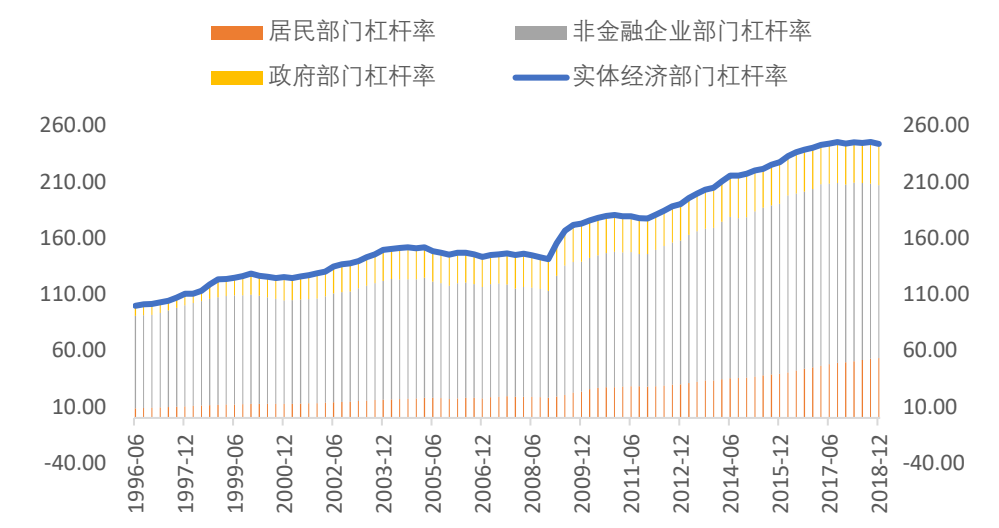
3、宏观杠杆率回升制约了货币政策空间

根据央行一季度货币政策执行报告显示，2018 年我国宏观杠杆率整体保持稳定，较 2017 年末下降 1.5 个百分点。但是随着 2019 年一季度天量社融投放，宏观杠杆率出现了小幅反弹，根据调整后社融/GDP，显示我国一季度宏观杠杆率回升了 5 个百分点，其中，非金融企业杠杆率回升了 3.1 个百分点，上升速度最

快，是宏观杠杆率回升的主要贡献者；其次居民杠杆率回升了 1.1 个百分点，引发市场关于居民加杠杆的担忧和地方政府房地产调控政策密集出台；第三，在地方政府大力投入基建，发行地方债放量推动下，政府杠杆率回升了 0.7 个百分点。

因此央行再次表态要保持社融增速和广义货币 M2 增速与 GDP 名义增速相匹配，以实现适度货币增长支持高质量发展。随着 4 月全面降准落空，4 月份社融增速在三月创出新高后回落了 0.3 个百分点，M2 增速回落了 0.1 个百分点，这样宏观杠杆水平随着货币政策微调继续保持了稳定，但在经济复苏预期强烈和不会出现断崖式下跌的背景下，央行货币可能会同时考虑猪瘟、鲜果价格上涨带来的通胀压力和逆周期货币政策下杠杆率回升的压力，未来尽管流动性缺口较大，其中 6 月 OMO 到期 6100 亿元，MLF 到期 6630 亿元、7 月 MLF 到期 6905 亿元，叠加季节性缴税和年中 MPA 考核，央行可能更多地通过定向降准以及 TMLF 加量续作等结构性货币政策，维持流动性稳定，这将成为货币政策的主趋势。

图8：中国宏观杠杆率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：中国非金融企业部门杠杆率

——非金融企业部门杠杆率((调整后社融存量-住户贷款余额-国债存量-地方债存量)/GDP)

非金融企业部门杠杆率(调整后社融存量-住户贷款余额-国债存量-地方债存量)/GDP

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12206

