

2020 年末全球信用市场展望

付星月

北京工商大学, 中国·北京 100011

【摘要】2020年新冠疫情在全球持续蔓延, 全球经济不断衰退, 信用市场压力陡增。各国政府纷纷出台一系列应对措施, 但从长期来看, 信用市场仍面临较为严峻的环境。国内方面, 中国率先从疫情的影响中恢复过来, 成为G20中唯一实现的GDP正增长的经济主体, 但另一方面持续爆发的信用债违约事件, 将造成国企以及城投信仰动摇, 投资者信评基本逻辑也将遭受严重挑战。

【关键词】信用; 债券; 违约

1 “信用”的定义及理解

信用是在商品交易过程中使用的交易媒介, 与货币一样, 是度量价格的工具、购买货物的媒介, 是财产的所有者与市场关于交换权的契约。信用是构筑经济基本面的重要因素, 信用有助于在货币总量之外扩大交易规模, 推动社会经济活动的发展。2019年末美国货币总量约为3.80万亿美元, 而信贷总额超过了70万亿美元; 中国货币总量约为54.80万亿元人民币, 而社会融资总额达到了208万亿元人民币。因此信用在经济中的地位举足轻重。

2 当前全球信用环境概览

当前世界在新冠疫情全球性蔓延的大背景下, 信用环境具有信用压力陡增; 信用加速扩张; 信用分层加剧的特点。

信用压力陡增主要源于疫情下的全球性经济衰退, 失业率高企, 融资环境在大衰退中由于企业信用资质恶化叠加流动性危机急剧收紧。加之全球油价下跌, 在2020年上半年导致大规模债券违约。信用加速扩张主要因为疫情爆发后全球各国政府迅速采取应对措施, 美联储、欧央行、日本央行及中国央行均开启“危机应对”模式, “决心使用所有可能的工具”, 包括扩大QE规模, 并且各主要央行均进入商业票据市场直接购买商业票据为企业提供流动性支持。在衰退的大背景下, 预计2021年第一季度末全球企业违约率将会持续攀升, 穆迪统计过去一年非投资级别企业违约率将在明年三月末达到8.40%的峰值, 远高于疫情前3.20%, 其中信用级别越低的企业抗衰退能力越弱, 偿债能力受疫情影响远高于高信用级别企业。由于大型高级别企业拥有充裕现金流并且市场融资渠道畅通, 投资人在危机中青睐更具保障的高信用资产, 使得中小弱信用企业融资环境雪上加霜, 违约可能性增长。因此信用分层持续加剧, 信用利差长期处于较高数值。

3 各主要地区受疫情影响后信用情况概览

3.1 美国方面

美国信贷总规模超过70万亿美元, 其中公司债券市场是其主要组成部分之一。美国存量债券规模已经超过10.70万亿美元, 占全球市场的44%。由于疫情影响, 2020年美联储迅速将联邦基金利率降至0.00%-0.25%的低位, 并启动了开放式的量化宽松计划, 导致了美国公司债发行量比去年同期增长73.00%, 达到1.78万亿美元。从信用债市场来看, 美国一系列救助政策确有明显的效果, 一级市场发行融资较为顺畅, 美公司债发行企业再融资压力明显缓解。二级市场在疫情初期, 受流动性影响, 信用利差快速走阔; 随着市场流动性压力缓解, 美国信用利差明显收窄, 但目前高收益级公司债利差仍然处于相对较高的水平。从

发债企业的信用资质来看, 并未出现明显恶化。对比几次金融危机, 本次金融市场动荡造成的美债主体评级下调至高收益级的比例并不大。

3.2 欧洲方面

继续扩大对欧盟各国国债购买力度。近期欧央行承诺出台货币政策刺激, 将在12月份出台更强有力的货币政策刺激方案, 并敦促欧盟各国政府“毫不拖延地”出台疫情救济措施。此外, 就算央行依照刺激计划买进数以万亿欧元计的债券而蒙受损失, 欧洲央行也在“既不会破产也不会耗尽资金”的决心下继续扩张信用。经济学家预计欧洲央行债券购买规模会扩大5000亿欧元(5920亿美元)。

3.3 日本方面

疫情初始至今日本央行大规模购买日本国债, 扩张信用。近期日本央行行长总结日本经济正在复苏, 但仍处于严峻状态。日本不会像通缩时期那样出现大范围的物价下降现象, 央行将坚定持续宽松货币政策。

3.4 中国方面

财政政策上出台了“赤字率提高至3.6%以上”、“新增地方专项债额度增加至3.75亿元”、“发行万亿特别国债”等一系列财政组合措施。货币政策上半年累计降准共释放长期资金约为1.75万亿元, 下调逆回购利率、MLF、TMLF等政策利率, 创设普惠小微企业信用贷款支持计划拓宽信用。监管方面修改《证券法》取消发债净资产40%限制, 对公司债、企业债施行注册制。

3.5 香港方面

全球宽松格局利好香港债市, 发达经济体货币政策的进一步宽松导致众多国家陷入负利率, 发达经济与香港市场间相对较高的利差水平使得香港债市的吸引力增强, 有助于吸引外资进入。另一方面, 全球利率中枢下移使得香港处在相对宽松的货币环境中, 利好香港债券市场的上涨。信用方面香港债券市场发行人企业信用风险上升。香港的发行者众多, 面临的信用风险是更具复杂化的, 疫情使信用风险整体呈现上升态势, 偿债能力分化。衰退中弱资质的企业面临的经营压力、资金链压力剧增, 低等级信用主体信用风险显著上行, 使得香港信用市场更加复杂化。

4 全球信用市场展望

疫情危机爆发后各国推出了前所未有的财政及货币政策支持, 受此支撑, 2021年全球信用环境整体有望改善。然而, 由于疫情难以控制, 最初经济的迅速反弹正由一个非全面的、更为脆弱的复苏所取代。从国家、地区和行业来看, 全球经济复苏不均衡。由于政策空间、受影响程度不同, 各地区的经济恢复将呈

现不均等的状态。例如中国是G20里唯一实现的GDP正增长的经济主体。国际主权信用主体分层将持续加剧。

未来各国央行将受到更高压的政策挑战，包括政府提供进一步财政刺激的能力、政治及地缘政治纷争，以及贸易关系紧张，都将对目前已经捉襟见肘的财政、货币政策施展空间继续施压。

未来企业和政府的债务负担将加重，偿债能力和意愿将受到挑战。例如中国持续爆发的信用债违约事件，造成国企以及城投信仰动摇，投资者信评基本逻辑也遭受挑战。美国信用债衍生品市场也遭遇数家对冲基金例如潘兴广场的比尔阿克曼，再次下注赌美国投资级债券“信仰”坍塌。中美利差持续走阔，将更大规模吸引外资进入中国债券市场。目前中国10年期国债收益率是3.29%，美国10年期国债收益率是0.84%，中美之间的利差扩大到250个基点左右，创出新记录。叠加国内出现的信用债违约事件使债券收益率上升，人民币国际化稳步推进，预计境外机构会继续增持中国债券，从利率债逐渐增持至信用债。如果明年中国国债加入富时罗素全球政府债券指数，将至少带来一万亿以上的新增需求量。

截至2020年11月末各地区国债收益率 单位：%

	1年期	2年期	5年期	10年期
中国	2.93	2.97	3.09	3.29
美国	0.11	0.16	0.37	0.84
日本	-0.14	-0.13	-0.11	0.04
欧元区	-0.73	-0.76	-0.76	-0.56

5 中国信用市场展望

未来建立在“信仰”基础上的债券信用情况会越来越差，尤其是尾部城投和弱国企。因为国企、城投偿债都取决于地方政府的腾挪能力，但是明年地方政府财政受限：1) 明年地方政府债规模没有大幅增加；2) 2020年上半年受疫情影响财政收入不好；3) 叠加土地财政收入减少；4) 资管新规过渡期导致投资者需求谨慎；5) 结构化发行严控；6) 信托融资收缩。

因此明年“信仰”债券信用情况恶化。各家机构需要重新梳理入库标准，会出现对某些行业及区域一刀切的现象；将进一步出现债基赎回——被动抛售——净值下跌——继续赎回的恶循环；信用债质押融资难度加大，对手方风险大，造成流动性收紧的现象。

参考文献：

[1] 黄艳春. 信用风险境遇下的应收账款管控探讨[J]. 今日财富(中国知识产权), 2020(04): 147-148.

[2] 李彪, 孙琪. 中国信用债市场的国际比较与发展展望[J]. 金融市场研究, 2019(11).

作者简介：

付星月(1994.10-), 女, 汉族, 籍贯: 黑龙江牡丹江人, 北京工商大学经济学院18级在读研究生, 硕士学位, 专业: 产业经济学, 研究方向: 期货方向。