▲信用違約玩出了新花樣，不僅發生了「惡意逃廢債」的事實，更甚是試圖美化為市場化行，故此，監管機構嚴厲打擊「惡意逃廢債」行為之後，債券市場的信用研究可以重回常態

後疫情時代的國企債前景

簡單審視就會清楚看到，信用債違約集中爆發的三大原因分別是疫情衝擊過後，經濟低增長疊加貨幣寬鬆政策邊際收緊的周期性因素，地方政府對國企融資的「隱性擔保」、投資者的「國企剛兑信仰」、評級機構的「評級膨脹」等體制性因素，以及地方國企不顧後果的加槓桿，並在具備償還能力的情況下試圖逃避債務的行為性因素。

春風夏語
夏春
諾亞控股首席經濟學家

去年夏天，改編自同名小說的電視劇《長安十二時辰》以製作精美，劇情輾轉而爆紅，贏得了2019年豆瓣評分最高華語劇集第四名。該劇講述唐朝長安城在24小時（古代一個時辰為兩個小時）內經歷的一連串針對官府的恐怖襲擊，炸彈連環暴雷，危機最終解除的懸疑故事。之後，有經濟學家將中國2014年到2018年的資本市場一連串風險暴雷事件對齊了十二時辰圓盤上的子時到辰時，並將2019年前兩個季度的違約事件定位於巳時和午時。這樣，十二時辰圓盤的一半都排滿了出名的風險事件。

違約事件層出不窮

例如2014年剛性兑換打破有兩個代表性事件：一是中誠信託的產品未能按期兑付，拉開了信託違約的序幕；二是中小企業私募債首次出現發行人實質性違約，開啟了債券違約元年。2018年將防範化解重大風險位列三大攻堅戰之首，重點是防控金融風險，結果安邦被接管，股票質押和P2P接連暴雷，AAA級債券（上海華信）首次違約。

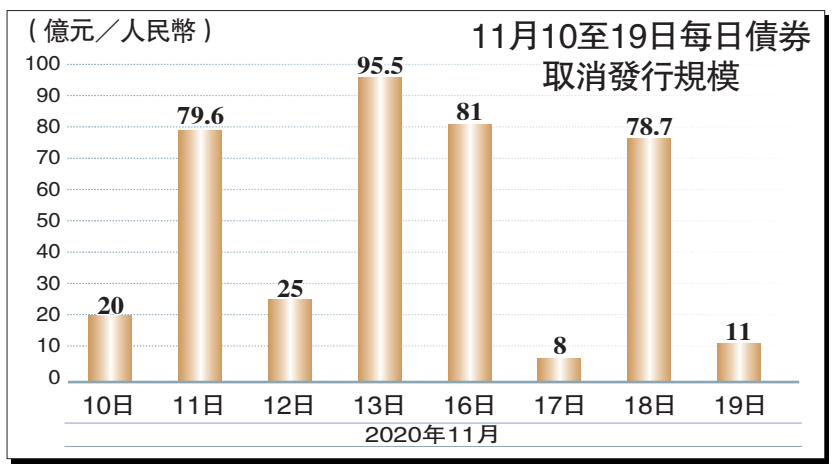
到了2019年，包商銀行因為嚴重信用風險，成為歷史上首個被央行和銀監會兩家監管機構接管的商業銀行。而青海省國資委控股的青海省投資集團境內信託違約也為2020年新一輪債務違約敲響了警鐘，而這還是發生在投資者無法預料的新冠肺炎疫情來臨之前。

如果延續這個時間排序，那麼2020年初北大方正在無力支付境內到期債券的情況下，選擇進入破產重整程式；9月房地產「三條紅線」政策出台後給恒大帶來債務壓力；10月底相繼出現的華晨、永煤等國企從信用債違約到破產重組，則對準了十二時辰圓盤上的未時。

這樣，十二時辰圓盤上就還剩下申、酉、辛、亥四個時辰，也就意味着在此輪信用或者叫債務周期真正完成去槓桿，風險消除之前，我們還可能遭遇其他形式的債務違約。

逃廢債有悖市場化

太陽底下本無新鮮事，如果說本次信用違約玩出了新花樣，就是個別企業並非沒錢還而是不想還。不僅發生了「惡意逃廢債」的事實，發行人和部分官員還試圖將之美化為市場化行為。雖然「剛兑信仰」會扭曲市場定價機制，對投資者有錯誤的指導，也有隱藏風險之嫌，而應該被打破，但這並不應該矯枉過正成為「逃廢債」。



站在投資人的角度，債券發行人的還款能力和意願構成信用分析的核心。逃廢債意味着賬面資產存在任意無償劃出的可能性，這會對還款能力的分析造成毀滅性的打擊，同時根本動搖還款意願的分析假設，發行人無還款意願下，投資者只會逆向選擇，回到「當舖時代」，無抵押信用投資消失，這是金融系統的大幅倒退。

受違約事件影響，11月10日至11月19日之間，共有52隻債券取消或推遲發行，涉及規模達398.8億元（人民幣，下同）。而在11月前9個交易日，僅有16隻債券取消或推遲發行，規模約74億元。但在一片批評聲中，我們也應該看到自2014年開啟的信用違約大幕後，市場也逐漸適應了這種常態化的違約，這些年債券高收益市場規模也逐步擴大。

永煤違約當天交易淨價在90以下的信用債在總量中的佔比只有0.4%，也就是說99.6%的信用債還是在一個正常的交易價格中，所謂信用債市場崩盤的說法過於誇張。而兩日跌幅超過1%的疑似「踩雷」的純債基金，規模合計為280億元，在總規模2.9萬億元的公募純債基金中佔比還不到1%。主要還是出現在固收產品規模偏小的平台中，固收管理規模較大的平台因其較強的信評實力鮮有出現踩雷事件。這一比例和下跌幅度與過往幾年債市出現超預期的信用違約的時期相比，並不罕見。

離岸美元債市場整體受到的影響並不大，在煤炭等行業資質較弱的高收益級別地方國企債券遭到拋售的程度較大，價格走弱；但對於高品質且主營業務具有戰略支持的領域，例如水利、公用事業、其他基礎設施等的城投企業和央企，相對影響是有限的。投資級別及高收益級別中資美元債指數單周下跌幅度均不及1%，大多數投資於中資美元債的基金在違約事件高峰期一周內僅錄得輕微跌幅。

未來離岸債券市場會有進一步的分化，受到三條紅線的融資政策收緊影響，中資美元高收益板塊中的房地產板塊仍然表現相對欠佳。

去槓桿助力防風險

從歷史上看，超預期的信用違約往往會導致信用利差整體迅速走擴，只不過監管也會及時果斷出手，阻斷了不良反應的蔓延，避免「系統性風險」。通常信用利差的走擴只是持續幾個交易日，此次也不例外。監管機構堅決打擊制止非市場化的剛兑和逃廢債行為，有利於市場重建信心，並促使債券投資者回歸理性與基本面。

長期來看，事件衝擊對信用利差的影響是暫時和有限的。通常一個月左右的時間避險情緒會基本釋放。債市作為天然的多頭，情緒宣洩之後，贖回的資金還會繼續投資，決定市場走勢的最終還是會落到基本面上，而事件性因素只是加大了市場的波動。

2021年全球將進入後疫情時代，經濟復甦下國內通脹水準可能升溫，貨幣與財政寬鬆政策相繼退出的可能性較大，去槓桿成為防控金融風險的必要手段。不同債務規模與發展機會的企業，也很可能會迎來不同的命運。

與十二時辰圓盤上「申」時對應的信用違約事件同樣會如期而至，太陽底下並沒有新鮮事。希望監管機構嚴厲打擊「惡意逃廢債」行為之後，債券市場的信用研究可以重回常態，成熟理性的信用債和債券基金投資者可以較好地規避這類自2014年啟動後反覆出現的違約事件。

我們也希望市場中的周期性、體制性和行為性因素都向良性方向發展，只有企業的整體槓桿率降到合理水準，我們才能夠真正迎來危機解除的「亥」時。

深圳數字經濟應如何創新？

數字經濟
鄭磊
國際新經濟研究院副院長

全球性爆發的新冠疫情仍在肆虐，市場依然存在諸多不確定性因素。而深圳在前三季度，經濟仍錄得明顯增長，很多經濟指標增長率超過了兩位數，這正是創新帶來的動力。作為一個國內最具代表性的創新城市，今年恰逢深圳經濟特區成立四十周年，中央對深圳過去四十年發展給出了高度評價，也對深圳未來擔當提出了新的要求。

深圳的創新，尤其是在金融領域中的創新，有哪些是值得關注的？深圳創新最核心的特點和價值是什麼？我們可以從產業層面看這個問題。深圳經過40年的發展有兩個支柱產業非常突出，就是高新技術產業和金融業。大量的高新技術企業和金融機構集聚在此，已經完全可以構建起比較完整的數字經濟產業鏈。深圳在建設「雙區」的過程中，得到中央和地方政府的大力支持。深圳本身就是國內一個重要的金融資本市場，而且毗鄰香港這個國際金融中心，具有其他國內金融城市無法比擬的優勢。

上個月，深圳市政府聯合央行開展數字人民幣紅包試點，向5萬名市民發放了數字人民幣，引發了熱議。數字人民幣是數字經濟的基礎設施，也是數字金融的重要組成部分。我們分析數字經濟，可以分為兩個階段：第一個階段是產業數字化，包括新一代信息技術支撐的創新企業，以及通過新一代信息技術賦能傳統行業的數字經濟融合。這個階段就和傳統經濟一樣，離不開金融資本市場支持。而第二個階段就是數字資產化，通過數據要素市場和數字資產市場實現數字經濟的價值轉換和賦能。

目前全國已經有20個左右的數據交易市場，但是仍存在較多問題，比如數據孤島問題，數據產品也比較粗放。深圳可以基於各地的實踐，建設更加完善的數據要素市場，尤其可以從金融數據入手，培育數據中介服務，讓金融數據能夠更好地普惠金融服務。另一個市場是數字證券市場，這和現有的資本市場不同，雖然股票、債券也是電子交易，但數字證券是指在證券發行、交易等各個環節採取區塊鏈等金融科技技術的受監管的資本市場。在這方面，歐盟、美國、新加坡和香港都有較成熟的經驗。深圳可以聯繫監管部門嘗試培育數字證券交易市場。數據要素市場和數字證券交易市場的建立是一個巨大的突破，會對深圳的數字經濟建設提供巨大的推動力。

加強金融科技監管

就在不久前，《深圳建設中國特色社會主義先行示範區綜合改革試點實施方案（2020–2025年）》發布，其中對深圳在資本市場和金融業對外開放提出了明確的改革要求。關於金融創新，不久前發生螞蟻集團暫緩上市事件引發了外界關注。作為一個敏感度高、影響面廣泛，關係重大國計民生的領域，我們應該如何看待金融創新，與安全、監管之間的關係？這種尺度和平衡的把握，怎樣才算合適？

筆者非常支持對金融科技企業進行強監管。金融科技企業實際是科技賦能金融服務，仍屬於或者具有很強的金融屬性，是需要監管的。創新和監管實際是一個硬幣的兩面。金融科技本身也非常適合作為監管技術。前期未對金融科技企業監管，是有客觀原因的，畢竟監管屬於法律授權，在各國都是如此。監管滯後於創新，這是實情，我們可以借鑒國外的成熟做法，進行沙盒監管實驗，這樣既可以鼓勵創新，又能夠將創新的風險限制在一個可控範圍。在完成沙箱監管實驗之後，再決定是否需要監管。

舉一個例子，央行法徵求意見稿曾規定只有央行能夠發行數字貨幣，其他任何機構無權發行數字代幣。但是，我們知道通證數字經濟是數字經濟的一個重要形態，如果對數字代幣做出這樣的禁令，很可能徹底扼殺了這個領域可能出現的創新。

數字代幣可能還需要一個完善法律和監管的過程，我們可以先從較易監管的數字證券入手，深圳其實可以與央行和證監會協商，用數字人民幣對數字證券進行發行和交易。由於央行數字人民幣的監管是透明可控的，證監會也可以利用現有的證券監管體系，這種雙重監管是可靠的，同時也可以在數字證券市場探索創新，這樣的做法應該成為我們解決金融創新和監管兩難問題的主要方案。

按保二按大不同（下）

樓按明鑒
曹德明
經絡按揭轉介首席副總裁

上回（**11月16日A13版**）提及「按揭保險計劃」與發展商「一按加二按」的樓價限制各有不同，以及申請按揭保險須繳付按揭保險費，今回筆者將繼續講解兩者於申請資格、息口及計算壓力測試的分別。

按保審查較二按嚴謹

申請按揭保險或二按之前，都必須先經銀行批核。按揭保險公司批核程序與銀行類近，所需文件包括身份及住址證明文件、工作及入息證明，以及其他債務紀錄等。審批時間一般約一至三星期，審批上較銀行嚴謹，另物業必須為自住用途。

相比起申請按揭保險，申請二按則「先緊後鬆」。申請人先向一按銀行申請按揭，待一按銀行批核成功之後，借貸人向發展商指定之金融機構申請二按。申請二按大多只需提交一般文件，手續及審查相對較為簡單。

壓力測試要求不一

一般來說，申請按揭保險時整筆貸款都需要通過現時的封頂息率加3厘的壓力測試，而新按保則放寬了申請人通過壓力測試的要求，若果未能符合壓力測試，但仍符合供款與入息比率要求（不超過50%）的情況下，申請人亦能承造高成數按揭，但保費亦會相應地調高。

◀二按一般設有「分段式」利率，即首兩至三年息口較低，其後息口較高

至於提供二按之財務機構雖不需要計算壓力測試，但提供一按之銀行會因風險管理而以一按及二按的息率計算壓力測試。二按一般設有「分段式」利率，即指首兩至三年息口較低（一般與銀行的按息類近），其後息口較高（一般為P+≥1厘），一按銀行會以較高息率即P+≥1厘再加3厘計算整筆貸款的壓力測試，因此有買家因預算錯誤而最終未能上會。

兩種按揭計劃各有不同，有意置業人士應衡量自身供款能力，嚴選適合自己的計劃，如有需要亦可先尋找專業人士的諮詢及協助，以了解更多詳情。