

2016 年 03 月 10 日

债转股，一个好的信号——兼评熔盛重工发股还债

■ 债转股，一个好的信号——兼评熔盛重工发股还债

在 2014 年底的一篇随笔（并非正式报告）中，我们总结了朱镕基政府在 1996-1999 年解决中国当时债务问题时所运用的三步走路径，即权益化、违约化、货币化。2014 年中至 2015 年中一轮波澜壮阔的牛市与 1996 年权益化的路径如出一辙；2015 年股市泡沫破裂之后，我们开始在报告中期待债务违约化的到来，但非常遗憾的是，至今我们尚未看到太多实质性的动作，信用利差也仍旧大体与 10 年国债收益率走势趋同。熔盛重工发股还债至少是一个好的信号，神秘的银行坏账似乎有暴露的苗头，一旦政府伴随违约化厘清了与市场的边界，那么就目前中国政府的财政状况来看，尚有一定货币化的空间。不过，非常遗憾的是，如果盈利一直不振，最终或仍无法避免资产负债表衰退的现实。

■ 市场观察：股票市场尾盘跳水，债券市场利率继续下行

周四股票市场尾盘跳水，货币市场利率涨跌不一，债券收益率继续大幅下行。国债期货反弹，可转债多数下跌，美元兑人民币继续上行。

■ 备忘录

- 1、3 月 9 日，加拿大央行利率决策 0.5%，预期 0.5%，前值 0.5%。
- 2、3 月 9 日，据行业人士透露，相关监管部门不会对“首付贷”采取一刀切式叫停的措施，而是将采取规范和叫停相结合的灵活措施，对合法合规且对市场冲击不大的“首付贷”进一步规范，对违法违规尤其是不具有相关业务资格，却行资金融通之实的业务，将严格叫停。
- 3、3 月 10 日，新西兰联储意外降息。新西兰联储官方现金利率 2.25%，预期 2.5%，前值 2.5%。
- 4、3 月 10 日，韩国央行 7 天回购利率 1.5%，预期 1.5%，前值 1.5%。
- 5、3 月 10 日，上海多部门密集调研楼市，或现史上最严调控。上海发改委 8 日举行研讨会，与会人员包括上海发改委国民经济处、上海银监局、央行上海总部、上海住建委等多部门核心领导。此次上海楼市新政定调收紧是大概率事件：①将要收窄“3·30 新政”的执行力度。②多部门建议加强资金杠杆监管，涉及 P2P、首付贷、中介等。③上海银监局方面还建议收紧非普通住房的房贷政策。④限购资格应该提前认证，看是否具备购房资格再买。二套房实行差别化的政策，未来建议收紧。
- 6、3 月 10 日，外媒援引消息人士称，中国央行允许商业银行将企业的不良贷款置换为股权，意在帮助银行抑制正在上升的不良资产率。此外，中国拟出台的全新的债转股方案文件将由国务院特批以突破商业银行法限制。

■ 风险提示：有重要因素未列入分析框架。

固定收益定期报告

证券研究报告

罗云峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060002

luoyf@essence.com.cn

010-66581773

徐阳

报告联系人

xuyang@essence.com.cn

相关报告

何为泡沫——几个关键问题的思考之二 2016-03-09

有趣的类滞胀——几个关键问题的思考之一 2016-03-08

细思极恐——2016 年经济目标的几个数据推算 2016-03-07

期限利差走扩之后，长端吸引力有所增加——安信固收周观点 2016-03-05

1 月基础货币余额同比上升，银行超储率下降 2016-03-03

1. 债转股，一个好的信号——兼评熔盛重工发股还债

在 2014 年底的一篇随笔（并非正式报告）中，我们总结了朱镕基政府在 1996-1999 年解决中国当时债务问题时所运用的三步走路径，即权益化、违约化、货币化。2014 年中至 2015 年中一轮波澜壮阔的牛市与 1996 年权益化的路径如出一辙；2015 年股市泡沫破裂之后，我们开始在报告中期待债务违约化的到来，但非常遗憾的是，至今我们尚未看到太多实质性的动作，信用利差也仍旧大体与 10 年国债收益率走势趋同。熔盛重工发股还债至少是一个好的信号，神秘的银行坏账似乎有暴露的苗头，一旦政府伴随违约化厘清了与市场的边界，那么就目前中国政府的财政状况来看，尚有一定货币化的空间。不过，非常遗憾的是，如果盈利一直不振，最终或仍无法避免资产负债表衰退的现实。

（1）解决债务问题的三步走路径：权益化、违约化、货币化。

我们总结了朱镕基政府在 1996-1999 年解决中国当时债务问题时所运用的三步走路径，即权益化、违约化、货币化。

所谓权益化是指 1996 年中国政府推动股市飙升并配合 IPO，改善企业部门的资产负债表。1992 年以来股市的数据显示，7 轮较大行情中（1992 年、1996 年、1997 年上半年、1999 年 519、2006-2007 年、2008 年底 4 万亿、2014 年中至 2015 年中），没有实际经济增速支撑的只有 1996 年和 2014 年中至 2015 年中的行情。2014 年中至 2015 年中一轮波澜壮阔的牛市与 1996 年权益化的路径如出一辙。

所谓违约化是指 1998 年银行坏账率充分暴露，最终许多无法单纯通过权益化解决的债务问题只能违约。在 1993 年《金融企业会计制度》发布以后，1994 年首次公布的贷款不良率便已达到 20%，此后这一比例不断攀升，有消息称，四大国有银行在 1998 年不良贷款率曾高达 50%。

所谓货币化是指最后政府兜底，并通过宽财政宽货币刺激经济。1998 年财政部发行 2700 亿元特别国债用于补充国有商业银行资本金，1999 年成立的四大资产管理公司共计收购不良资产 2.8 万亿。2003 年末，中央汇金公司成立之初，便对中行和建行实施了 450 亿美元的巨额注资。此后，汇金又先后对诸多国有商业银行、股份制商业银行和农村金融机构实施了注资和财务重组。1998 年底中国国债规模同比大增 84%，降息周期一直持续至 2002 年 2 月。

（2）债转股，一个好的信号。

3 月 8 日，中国最大民营造船厂熔盛重工（现更名为华荣能源）宣布，拟向债权人发行最多 171 亿股股票（向 22 家债权银行发行 141 亿股，向 1000 家供应商债权人发行 30 亿股），以抵消 171 亿元债务。其中，中国银行是其最大债权方，债务总额为 63.1 亿元，熔盛重工将向中国银行发行 27.5 亿股股票以抵消 27.5 亿元债务。在此次债转股完成后，熔盛重工最大的债权人中国银行将变成其最大股东。

3 月 10 日，路透社援引两位消息人士报道称，中国央行有关司局已在起草相关银行债转股文件，允许商业银行处置一些不良债权时，将银行与企业间的债权债务关系转变为持股关系，意在帮助银行抑制正在上升的不良资产率；拟出台的文件将明确对债转股的允许期限和处置手段。

我们在此前多篇报告中反复强调，目前中国的政策空间被大大压缩、政策效果正在逐步减弱，经济改善只剩下市场化改革一条出路，这就需要厘清政府与市场的边界，实现风险的市场化定价。熔盛重工发股还债至少是一个好的信号，神秘的银行坏账似乎有暴露的苗头，一旦政府伴随违约化厘清了与市场的边界，那么就目前中国政府的财政状况来看，尚有一定货币化的空间。我们估算的数据显示，2015 年底，中国政府总债务与 GDP 之比为 49%，而在 2014 年底美欧（元区）英日的政府债务与 GDP 之比分别为 105%、94%、246%、90%。

（3）若盈利不振，最终或还将陷入资产负债表衰退。

长期来看，无论是微观层面的企业个人，还是宏观层面的政府，加杠杆进行资产负债表扩张的基础都是实体领域盈利的改善。政府也不能无中生有，长期来看，也要欠债还钱，因此，如果盈利一直不振，最终或仍无法避免资产负债表衰退的现实。

非常遗憾的是，2010 年以来，中国人口红利迅速衰竭，而这一变化通常与全要素生产率、潜在经济增速以及整体盈利下行的拐点相伴。中国人口抚养比于 2010 年触底，达到 34.2%；此后有明显的上升，2015 年已经达到 39.1%。中国的适龄劳动力（15-64 岁）人口的绝对规模于 2013 年达到了 10.06 亿人的顶部，此后开始快速下降，2015 年已经降至 9.88 亿人。

而外部环境也并非利好，全球人口抚养比于 2012 年触底，达到 52.2%，2014 年小幅上升至 52.3%。

2. 市场观察

2.1. 货币市场利率涨跌不一。

周四货币市场利率涨跌不一。银行间同业拆借 1 天期品种报 1.9604%，涨 0.01 个基点，7 天期报 2.2901%，跌 6.15 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 1.9409%，跌 0.03 个基点，7 天期报 2.2792%，涨 1.92 个基点。

2.2. 债券市场利率大幅下行。

今日利率债继续整体下行，国债收益率曲线整体下行 2-3BP。国债 1 年期稳定在 2.19%；5 年期下行 2BP 至 2.60%；7 年期下行 2BP 至 2.87%；10 年期下行 3BP 至 2.87%。国开债曲线整体下行，1 年期上行 1BP 至 2.31%；9 年期下行 3BP 至 3.31%；10 年期下行 3BP 至 3.19%。地方政府债 AAA 曲线 3 年期下行至 2.76%，地方政府债 AAA-曲线 9 年期稳定在 3.3%。

今日中短期票据曲线收益率整体下行。(AAA)6 个月期限下行 4BP 至 2.62%。(超 AAA)3 年期下行 2BP 至 2.98%。铁道债收益率曲线 4 年期下行 2BP 至 3.20%。城投债收益率曲线 (AA+) 3、4 年期下行 2BP 至 3.16%和 3.36%的水平。中债城投债收益率曲线 (AA2) 2、5 年期下行 4-6BP 至 3.38%和 4.12%的水平。

2.3. 国债期货继续上涨。

今日 10 年期国债期货主力合约 T1606 收盘报 99.420 元，较前日结算价上涨 0.295，成交 28185 手，持仓 35388 手。

2.4. 股票市场尾盘跳水，可转债多数下跌。

周四股票市场尾盘跳水。截至 A 股收盘，上证综指跌 2.02%报 2804.73 点；深证成指跌 1.39%报 9390.35 点。两市全天成交金额为 3546 亿元，上日为 4261 亿元。中小板指跌 1.34%；创业板指跌 1.72%。Wind 概念指数多数走低，页岩气、长江经济带、丝绸之路、传感器、粤港澳自贸区、移动转售、二胎政策跌幅居前。

可转债多数下跌。仅 15 国资 E 上涨 0.05%。14 宝钢 E、格力转债和九州转债下跌 1.74%、1.19%和 0.94%。

2.5. 美元兑人民币继续上行。

今日美元兑人民币汇率中间价 6.5127，较前一日上行 21BP。截止 21:00，美元兑人民币汇率 6.5250，上行 100BP。美元兑离岸人民币 6.5220，NDF1 月远期 6.5330。

3. 备忘录

1、3 月 9 日，加拿大央行利率决策 0.5%，预期 0.5%，前值 0.5%。

2、3 月 9 日，据行业人士透露，相关监管部门不会对“首付贷”采取一刀切式叫停的措施，而是将采取规范和叫停相结合的灵活措施，对合法合规且对市场冲击不大的“首付贷”进一步规范，对违法违规尤其是不具有相关业务资格，却行资金融通之实的业务，将严格叫停。

3、3 月 10 日，新西兰联储意外降息。新西兰联储官方现金利率 2.25%，预期 2.5%，前值 2.5%。

4、3月10日，韩国央行7天回购利率1.5%，预期1.5%，前值1.5%。

5、3月10日，上海多部门密集调研楼市，或现史上最严调控。上海发改委8日举行研讨会，与会人员包括上海发改委国民经济处、上海银监局、央行上海总部、上海住建委等多部门核心领导。此次上海楼市新政定调收紧是大概率事件：①将要收窄“3·30新政”的执行力度。②多部门建议加强资金杠杆监管，涉及P2P、首付贷、中介等。③上海银监局方面还建议收紧非普通住房的房贷政策。④限购资格应该提前认证，看是否具备购房资格再买。二套房实行差别化的政策，未来建议收紧。

6、3月10日，外媒援引消息人士称，中国央行允许商业银行将企业的不良贷款置换为股权，意在帮助银行抑制正在上升的不良资产率。此外，中国拟出台的全新的债转股方案文件将由国务院特批以突破商业银行法限制。

7、3月10日，熔盛重工发股还债，中行将成最大股东。中国最大民营造船厂熔盛重工（现更名为华荣能源）8日宣布，拟向债权人发行最多171亿股股票（向22家债权银行发行141亿股，向1000家供应商债权人发行30亿股），以抵消171亿元债务。在此次债转股完成后，熔盛重工最大的债权人中国银行将变成其最大股东。

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034