

研究报告

2018 年第 52 期

2018.6.8

执笔人：刘新

邮箱：liuxin@icbc.com.cn

探析去杠杆背景下的债市违约问题

要点

- 从违约债券数量和违约金额看，本轮债市违约潮的风险整体可控；从新增违约发行人的数量看，违约频率有上升的势头；从此轮违约主体的公司属性看，违约事件集中爆发于民营企业。
- 本轮债市违约潮的成因主要包括：在稳健中性的货币政策基调下，市场流动性维持紧平衡态势；金融强监管背景下表外融资规模收缩，企业再融资渠道受阻；民营企业获得表内信贷融资的劣势依然存在；违约企业自身的经营问题亦不容小觑。
- 短期来看，债市违约潮将影响投资者信心，对债市融资产生冲击；中长期来看，信用债违约是存量潜在金融风险逐步释放的过程，有助于稳定和降低宏观杠杆率；此外，信用债违约在进一步打破刚兑信仰的基础上，有助于提高金融资源的配置效率，促进新旧动能转换。
- 展望后市，在市场宏观环境不发生改变的情况下，债券违约事件大概率持续增加；国际比较来看，我国信用债市场的违约率仍较低，债市违约潮引发系统性金融风险的可能性较小；在外部环境日趋复杂的背景下，留给我国政府解决宏观高杠杆的时间窗口有限，预计政府兜底此次债市违约的可能性较小。
- 商业银行需要真正树立风险自担的投资理念，打破刚性兑付的幻想，关注信用风险高发领域，采取多种策略管理信用风险。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2018 年以来，我国债券市场违约事件频频爆发，引发市场关于债市风险是否会进一步蔓延、甚至引致系统性金融风险的担忧。与上一轮信用债违约潮（2015-2016 年）不同，本轮信用债违约主体多是民营企业，这背后有哪些缘由？债市违约潮会对宏观经济产生什么影响？未来的发展趋势又如何？商业银行该如何应对？本文拟对上述问题进行探讨和分析。

一、本轮债市违约潮的概况

从违约债券数量和违约金额看，本轮债市违约潮的风险整体可控。根据 WIND 统计，2018 年 1-5 月，债券市场上共有 21 只信用债违约，涉及大连机床、丹东港、神雾环保等 13 家企业主体，金额合计超过 180 亿元，较 2017 年同期有一定幅度的增加，但少于 2016 年同期，且并没有出现快速蔓延的现象，整体风险仍处于可控范围内。

表 1：信用债违约数量和金额对比

	2018 年 1-5 月	2017 年 1-5 月	2016 年 1-5 月
违约债券数量（只）	21	20	30
违约债券金额（亿元）	186.79	142.96	213.57

从新增违约发行人的数量看，违约频率有上升的势头。2014 年有且仅有“超日债”一只违约，2015 年和 2016 年新增违约发行人分别为 8 个和 16 个，2017 年受企业盈利好转影响，新增违约发行人数量降低至 6 个，而 2018



年至今，新增违约发行人数量已达到 8 个，且均为民营企业。如果考虑到已经明显涉及负面新闻、虽经过努力兑付了到期债券、但还有大量存量债券面临再融资压力的盾安集团等主体，实际暴露风险的发债主体还会更多。

从此轮违约主体的公司属性看，违约事件集中爆发于民营企业。如表 2 所示，今年以来的 13 家信用债违约主体中，除川煤集团外，其余 12 家皆为民营企业或中外合资企业。而在 2015 - 2016 年的信用债违约潮中，虽然民营企业也是占据主导地位（占比近 50%），但央企、地方国企和城投债的违约也不鲜见。比如在 2016 年，违约的央企和地方国企占比近 40%，典型的有央企中煤集团、地方大型国企东北特钢、广西有色、四川煤炭等违约事件。

表 2：2018 年 1-5 月信用债违约情况汇总

发行人	公司属性	所属 wind 行业	债券名称	发生日期	违约规模 (亿元)
四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国有企业	煤炭与消费用燃料	15 川煤炭 PPN001	2018-01-09	5
			12 川煤炭 MTN1	2018-05-21	5
大连机床集团有限责任公司	民营企业	工业机械	16 大机床 MTN001	2018-01-15	4
			15 机床 PPN001	2018-02-07	5
丹东港集团有限公司	中外合资企业	海港与服务	15 丹东港 PPN001	2018-01-15	5
			16 丹港 01	2018-01-29	20
			15 丹东港 MTN001	2018-03-12	10
			13 丹东港 MTN1	2018-03-13	9
亿阳集团股份	民营企业	综合类行业	16 亿阳 01	2018-01-27	2

有限公司			16 亿阳 03	2018-02-28	7.55
			16 亿阳 04	2018-04-17	12
中国城市建设控股集团有限公司	民营企业	建筑与工程	16 中城建 MTN001	2018-03-01	18
神雾环保技术股份有限公司	民营企业	工业机械	16 环保债	2018-03-14	4.86
神雾科技集团股份有限公司	民营企业	环境与设施服务	16 神雾 E1	2018-04-28	20
富贵鸟股份有限公司	民营企业	鞋类	14 富贵鸟	2018-04-23	8
			16 富贵 01	2018-05-09	13
春和集团有限公司	民营企业	建筑机械与重型卡车	12 春和债	2018-04-24	5.4
中安科技股份有限公司	民营企业	信息科技咨询与其它服务	15 中安消	2018-05-07	0.91
凯迪生态环境科技股份有限公司	民营企业	新能源发电业者	11 凯迪 MTN1	2018-05-07	6.57
新疆金特钢铁股份有限公司	民营企业	钢铁	13 金特债	2018-05-17	5.5
上海华信国际集团有限公司	民营企业	石油与天然气的炼制和销售	17 沪华信 SCP002	2018-05-21	20

二、本轮债市违约潮的成因

第一，在稳健中性的货币政策基调下，市场流动性维持紧平衡态势。无论是政府工作报告提出的“管好货币供给总闸门”要求，还是央行一季度货币政策报告强调的“掌控好流动性尺度，助力去杠杆和防范化解金融风险”思路，都意味着今年的市场流动性总量维持紧平衡态势，具体表现在 **M2 增速持续放缓**。2018 年 1-4 月，M2 同比增速始终在 8.5% 的低位徘徊，比上年同期下降 2 个百分点左右。货币市场利率水平上升。2018 年 1-5 月，SHIBOR



隔夜、银行间同业拆借加权利率（1天）的日均利率分别为 2.62% 和 2.68%，均比上年同期上升 15BP。而民营企业由于处于资金链的末端，受到流动性趋紧的影响更加明显，受到的冲击往往更大。

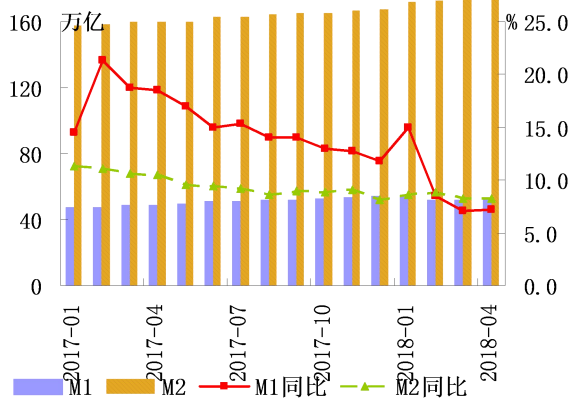


图1 M1、M2余额和同比增速
(2017.01-2018.04)

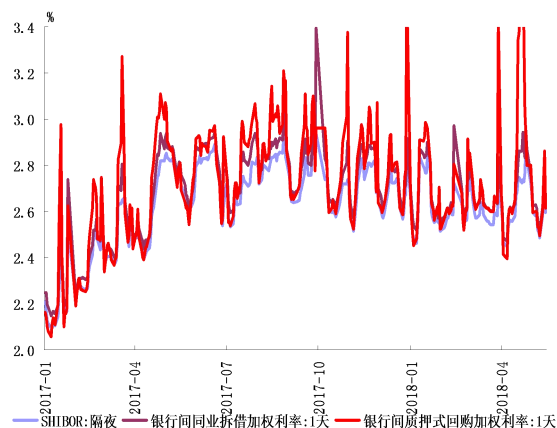


图2 货币市场利率有所上升
(2017.01-2018.05)

第二，金融强监管背景下表外融资规模收缩，企业再融资渠道受阻。2018年以来，包括资管新规在内的一系列监管新政出台之后，商业银行正在经历表外融资表内化的过程，由此带来持续的信用收缩。2018年1-4月，社会融资规模累计增长 7.15 万亿，比上年同期少增 1.15 万亿，其中表外融资收缩明显。2018年1-4月，以信托贷款、委托贷款、表外票据融资为代表的表外融资累计新增-1461 亿元，比上年同期少增 2.37 万亿元。持续的信用收缩对企业融资、尤其是民企融资产生了较大的压力。一方面，在当前资金面持续偏紧的情况下，债券一级市场整体呈现短期化、高信用等级化的发行特征，大量推迟或

取消发行的公司债，主要集中在发债主体评级为 AA+、AA、A 等评级较低的公司，其中又以民营企业为主；另一方面，在融资条件较好时，企业尚能通过表外融资等渠道借新还旧来维持流动性；而在当前表外融资渠道受阻的情况下，一部分现金流较弱的企业就容易面临较大的资金续接压力（流动性风险），进而出现债券违约事件（信用风险）。

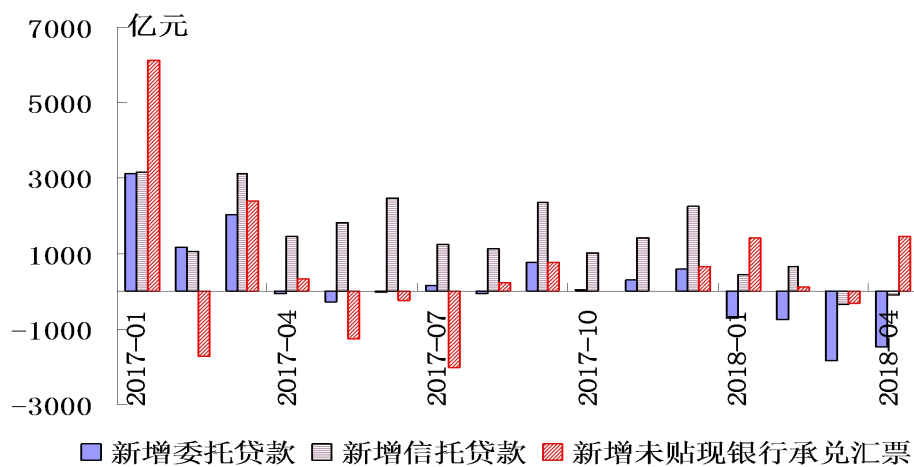


图3 表外融资规模缩减
(2017.01-2018.04)

第三，民营企业获得表内信贷融资的劣势依然存在。在社会融资整体偏紧情况下，表外转表内的大趋势使得当前信贷额度仍然偏紧，表现在量价齐升。2018年前4月，企业部门累计新增贷款3.66万亿，比上年同期增长15.6%；2018年1季度，人民币一般贷款（除去个人住房贷款和票据融资）的加权平均利率为6.01%，比上季度上涨0.21个百分点。虽然银行信贷仍保持平稳增长，但银行信贷出于风险防范等考虑，会优先满足大型企业等高信用评级主体的融资需求，信用资质较弱的民营企业则难以



获得足够的信贷支持。

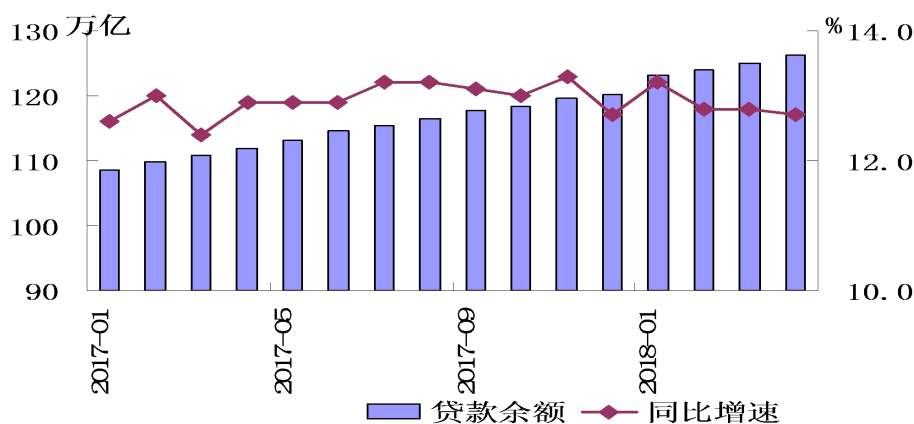


图4 人民币贷款余额及同比增速
(2017.01-2018.04)

第四，违约企业自身的经营问题亦不容小觑。2018年新增违约发行人大致可分为四类：一是产能过剩行业的低资质发行人，如拟破产、投资者同意六折本金兑付的13金特债；二是企业内控和信息披露存在问题的民营企业，如富贵鸟由于关联方资金往来占用现金流，并且账面货币资金用于关联方借款担保并被银行划转，最终导致兑付违约；三是粗放扩张和过度举债使得财务杠杆过高，且没有管理好企业的债务期限，出现了债务集中到期的现象；四是上市公司股票质押比例过高，融资弹性下降。除去金特钢铁和富贵鸟两家公司，其余新增违约主体多带有上述三、四点印记。

三、本轮债市违约潮的影响

短期来看，债市违约潮将影响投资者信心，对债市融资产生冲击。一系列违约事件的发生，影响了债券投资

者的信心，可能使得部分机构的风险偏好快速下降，甚至非理性地拒买信用债尤其是民营企业信用债，这会更加恶化民营企业面临的融资环境。数据显示，2018年以来，已有27只、共计272.3亿元规模的企业信用债取消或推迟发行；其中仅5月份，就有13家发行主体取消或推迟信用债发行，涉及金额88.5亿元。除取消或推迟发行信用债的企业外，还存在部分企业主体实际融资金额小于融资目标的情况。5月21日，PPP明星企业东方园林公告称，公司原计划发行不超过10亿元的公司债，但最终发行规模仅5000万元，且三年期AA+级的票面利率高达7%，大幅高于中债估值水平，被市场称为“史上最凉发债”。

中长期来看，信用债违约是存量潜在金融风险逐步释放的过程，有助于稳定和降低宏观杠杆率。债市违约潮本质上是企业债务风险在债券领域的体现，是结构性去杠杆的结果之一。中央政府提出从“去杠杆”到“稳杠杆”的债务风险防控思路，一个很重要的含义，是因为去杠杆用力过猛会导致总需求（GDP）受到负面冲击。根据宏观杠杆率计算公式，如果分母（GDP）收缩或增长的速度没有债务扩张的速度快，那意味着宏观杠杆率水平会被动上升。这种因为主动去杠杆而导致的宏观杠杆率被动上升的状况，是需要极力避免的。然而，当前大部分市场主体仍存在刚兑信仰，认为政府会“救市”、会“兜底”，因此抑



制不住加杠杆的冲动；让债务杠杆高、现金流较差、内部经营管理存在问题的公司违约，可以进一步打破刚兑预期，抑制市场主体加杠杆的冲动；同时，债券违约本身是一种债务减记，杠杆率的分子降低，也有助于降低宏观杠杆率。

此外，信用债违约在进一步打破刚兑信仰的基础上，还有助于提高金融资源的配置效率，促进新旧动能转换。

“旧经济”往往占用着大量的金融资源，其中的部分企业即使不盈利，也能靠着债务输血来维持生命，但这是对稀缺金融资源的极大浪费。信用债违约潮的出现，有利于金融市场更快实现出清，打破刚兑有助于重塑资金价格的信号功能，鼓励金融机构寻找更多优质的基础资产，更好服务新经济、新技术和高端制造业，解决经济增长新动能不足的问题。

四、本轮债市违约潮发展趋势展望

第一，在市场宏观环境不发生改变的情况下，未来一段时期债券违约事件大概率持续增加。一是年内信用债到期量大，企业偿付压力大。数据显示，2018年企业信用债到期量为4.47万亿，若考虑到信用债回售部分，二者合计将近5.4万亿元，其中2018年7月-9月将进入全年的偿债高峰期（信用债到期量1.2万亿）。二是表外融资转表内和资管产品净值型转型都意味着金融机构对信

用风险偏好的下降，而表内贷款又受到行业政策等制约，低资质企业再融资难度或将进一步提升，从而出现更多的债券违约。

第二，债市违约潮引发系统性金融风险的可能性较小。一是当前我国经济运行韧性较好，供给侧结构性改革成效显著，稳健中性的货币政策为经济高质量发展营造中性适度的货币金融环境，监管政策的协同性在逐步加强，这都为防范系统性金融风险提供了良好基础。二是中国信用债市场的违约率仍较低。从2014年“超日债”违约至今，中国债券市场上出现实质违约的发行主体共65家，实质确认违约的债券共132只，违约金额共836.64亿元，显著低于2014至2017年间中国银行业新增不良贷款1.1万亿元，违约率也低于国际市场平均水平。^①不过，虽说债券违约是成熟债券市场的正常现象，但考虑到中国长期存在的刚兑信仰和尚不成熟的投资者主体，监管机构有必要及时引导市场预期，防止信用债违约通过集体非理性行为最终导致大面积债务违约事件出现，给实体经济和金融稳定带来冲击。

第三，在外部环境日趋复杂的背景下，留给我国政府解决宏观高杠杆的时间窗口十分有限，因此政府兜底此次债市违约的可能性较小。当前，防范化解重大风险位列“三

^① 新世纪评级公司的一份报告显示，标普1-4年期的全球平均累积违约率分别为1.52%、2.99%、4.27%和5.35%，而我国债券样本统计的累积违约率分别为0.39%、0.89%、1.40%和1.56%。



大攻坚战”之首，而宏观杠杆率高企是引发重大金融风险的总根源，因此防范化解金融风险的重点就在于有序降低宏观杠杆率。要降低宏观杠杆率，除了严控新增债务，也需要对存量债务风险进行排雷。长期以来，我国金融市场上存在的政府背书信仰和刚性兑付信仰严重扭曲了风险定价规则，积累的债务风险已经到了不能漠视的程度。债市违约既是债券市场正常化的重要一步，也是对投资者的一次风险教育，更是化解我国存量债务风险的重要一环。只要不发生大面积信用违约、触发流动性危机甚至酿成系统性金融风险，预计政府兜底此轮债市违约潮的可能性较小。

五、商业银行的应对策略

如上分析，在我国货币紧平衡、金融强监管的宏观背景下，部分企业再融资压力将进一步增大，叠加较多的信用债到期量，未来债券违约的概率会进一步上升。

商业银行需重点关注以下几个信用风险较高的领域：一是信用评级较低的企业；二是公司治理与业务经营不善的企业；三是股票质押比例过高的企业；四是产能过剩行业中竞争力较弱的中小企业；五是前期过度举债、债务到期期限比较集中且现金流压力较大的企业；六是收入来源严重依赖地方政府的城投企业。

面对趋于常态化的债市违约，商业银行需要真正树立

风险自担的投资理念，打破刚性兑付的幻想。具体而言，**一是**重视信用风险的识别。在货币政策稳健中性、金融监管持续加强的背景下，商业银行应进一步加强对信用风险的识别和计量，密切关注不同领域、不同行业的风险水平。**二是**对发行人的信用资质和有关增信条款进行全面细致的审查，加强内控风险管理，及时跟踪信用风险的变化，完善投资人保护协议、违约后处置条款等。**三是**合理进行资产配置，不要把鸡蛋放在一个篮子里；同时积极使用担保、信用衍生工具等风险分散和转移的手段。