

2018 年中国债券市场违约回顾与 2019 年展望

2019 年 2 月 2 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2018年中国债券市场违约回顾与2019年展望

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 刘艳 夏妍妍 王雯婧

一、2018年我国债券市场违约情况回顾

(一) 债券市场违约事件明显增加

观察历年违约情况，我们发现新增违约主体的数量在2016年、2018年较为突出，新增违约主体数量以及涉及违约债券期数相对较多，其中2018年更是达到了以往各年之最。2018年我国债券市场新增违约发行人40家，涉及违约债券106期，违约规模合计约864.85亿元。有8家发行人在2018年之前已经发生违约，2018年再次出现债券违约，涉及违约债券21期，违约规模合计约147.28亿元。从违约率来看，2018年我国公募债券市场违约率(0.70%)较2017年(0.19%)明显提高，略低于2016年(0.76%)。



注：不含技术性违约。

图1 2012-2018年我国债券市场新增违约主体及涉及违约债券情况

表1 2015-2018年我国公募债券市场债券发行人主体违约率统计

发行人 主体级 别	2015年			2016年			2017年			2018年		
	样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)									
AAA	366.5	0	0	472.5	0	0	568	0	0	688	1	0.15
AA	2493.5	4	0.16	2764	10	0.36	3047.5	3	0.1	3029.5	22	0.73

A	87	1	1.15	70	4	5.71	79.5	0	0	90	2	2.22
BBB	95	6	6.32	40.5	3	7.41	23	2	8.7	9.5	0	0
BB	30	1	3.33	29	5	17.24	13.5	2	14.81	6	0	0
B	4.5	1	22.22	4.5	2	44.44	2	0	0	3	2	66.67
CCC	1	0	0	2.5	0	0	1	0	0	0	0	0
CC	2	1	50	1	0	0	1	0	0	0.5	0	0
C	0	0	0	2	2	100	0.5	0	0	0	0	0
合计	3145	14	0.45	3440	26	0.76	3779	7	0.19	3862.5	27	0.70

注：1. 发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体，不包括所发债券年初存续但主体被终止信用等级的发行人；发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，对于所有债券均到期的发行人，我们认为其主体信用等级失效；年末主体信用等级有效的发行人在样本数量统计时计为 1 个样本，年末主体信用等级失效的发行人计为 0.5 个样本；表中发行人主体级别为当年年初级别；发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次。

2. 发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 经调整的发行人样本家数。

3. 当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。

资料来源：联合资信 COS 系统

2018 年债券市场违约事件明显增加主要可以归结为以下原因：

1、宏观经济增速回落，企业盈利能力下降

2018 年以来，我国经济走势虽然整体延续稳中向好趋势，但 GDP 同比增速（6.6%）较上年继续回落，为近年来最低，经济增速放缓背景下总需求减少以及价格下降对一些企业的生产经营产生不利影响。2018 年 1-11 月，我国工业企业利润总额同比增速（11.8%）较上年同期（21.9%）明显下降，截至 11 月末工业企业亏损家数（61534 家）较上年同期（49398 家）增加了 24.57%，企业盈利能力下降导致整体信用风险加大。

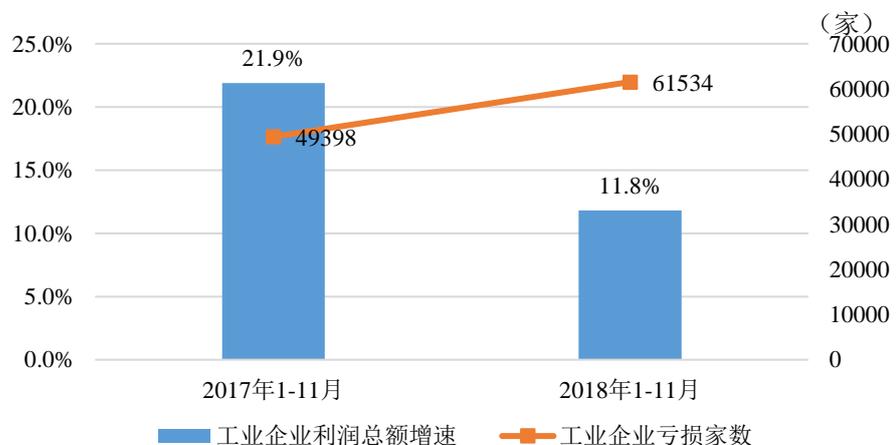


图 2 2018 年我国工业企业利润总额增速及工业企业亏损家数变化情况

2、2018 年债券到期量较大，集中违约现象较为严重

2018 年我国主要信用债¹到期规模（约 7.6 万亿元）为近年来最多，部分企业在发生违约后，由于经营能力和资金周转能力短时间内难以改善，同时外部融资环境的恶化趋势也并未有实质性缓解，导致多期债券发生违约。2018 年新增 40 家违约发行人中，发生多次债券到期违约的主体有 19 家，涉及债券 85 期，违约金额约 788.05 亿元，占全年新增违约主体违约总额的 90% 以上。

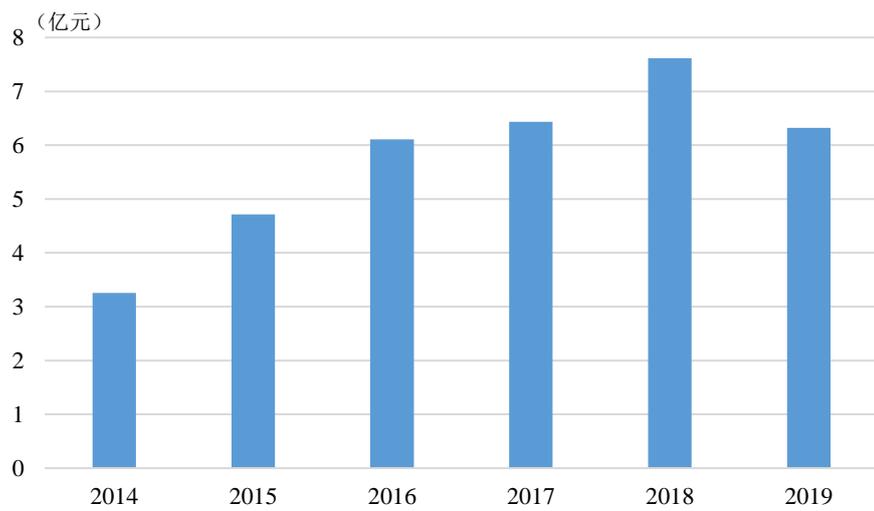


图 3 2014-2019 年我国主要信用债到期情况

3、融资环境趋紧，企业再融资受限导致资金链断裂

2018 年以来的金融严监管叠加政府债务严监管对企业的经营和融资造成了一定的影响，前期政策宽松条件下部分企业大量融资，负债扩张较为激进，然而该模式在监管趋严的背景下无法复制。债务到期时外部环境的变化使得企业资金周转困难。受市场风险偏好下降、规避风险情绪加重的影响，一些企业短期偿债压力巨大再加上无法获得外部融资最终导致资金链断裂发生违约。

4、中美贸易摩擦以及美联储缩表、加息的不利影响

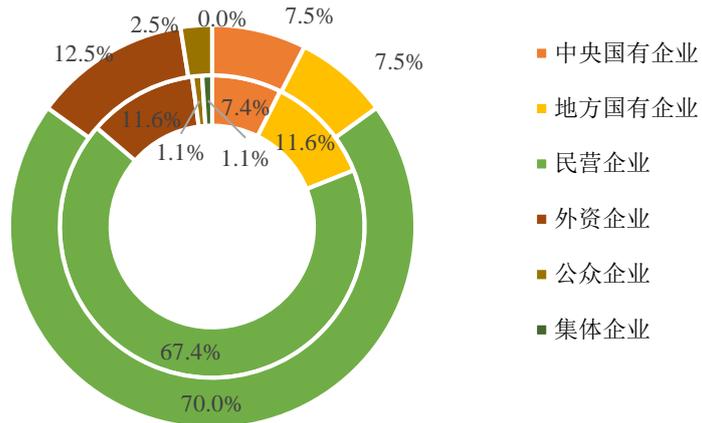
2018 年，中美贸易摩擦对我国相关行业，特别是对美市场依赖程度较高及加征关税主要集中行业（如电气设备、机械、化工等）产生不利影响，同时美联储缩表、加息带来的人民币贬值压力对我国货币政策的制定和调整产生了一定

¹ 主要包含非政策性金融债、短期融资券（含超短期融资券）、中期票据、企业债、公司债（含私募债）、定向工具、资产支持证券。

影响，进而影响到市场资金面以及企业获得外部融资的状况。

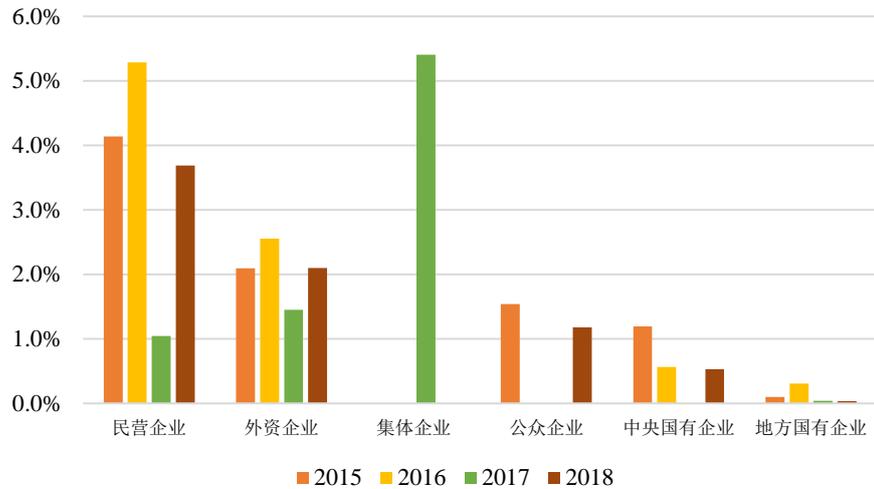
(二) 违约主体中民企占比居高不下且继续提高

近年来，我国债券市场违约主体的企业性质日益多元化，截至 2017 年末，已经覆盖全部企业所有制类型。从发生主体违约的企业性质来看，民营企业一直是占比最大的企业类型。在 2018 年新增的 40 家违约主体中，民企（28 家）占比 70.0%，较 2018 年以前有所提高。从违约金额来看，2018 年新增违约民企主体违约金额约 726.65 亿元，占新增违约主体总违约金额的 80% 以上。从违约率来看，2018 年公募债券市场民企违约率约为 3.7%，较 2017 年明显提高，但低于 2015、2016 年。值得一提的是，2018 年新增的 40 家违约主体中，共有 16 家上市公司，其中有 12 家为上市民企发生违约，违约金额约 252.05 亿元，均占民企违约的三分之一以上，表明上市公司经营不善同样会导致违约发生。



注：外圈为 2018 年违约主体分布，内圈为 2012-2018 年违约主体分布。

图 4 2018 年我国债券市场主体违约企业性质统计



注：接近四年平均违约率由高到低进行排序。

图 5 2015-2018 年我国公募债券市场分企业类型主体违约率统计

从等级调整来看，2018 年我国公募债券市场民营企业发行人信用等级被调降数量最多，为 39 家共 49 次；地方国有企业被调降 24 家共 26 次；中央国有企业被调降 3 家共 4 次；民企调降率（8.0%）较 2017 年明显增加且仍是调降率最高的企业类型。

2018 年民企违约事件频发除与宏观经济增速回落、债券到期规模较大、融资环境整体趋紧、中美贸易摩擦等不利因素有关，还包括以下原因：

1、公司治理存在缺陷，经营管理不善

虽然今年违约频发主要受宏观经济和融资环境的不利影响，但投资决策失误、实际控制人风险等企业治理方面的缺陷导致一些企业经营和财务状况进一步恶化，无法应对外部不利因素的冲击，是不少民企发生违约的重要原因。

第一，部分企业激进扩张、过度举债，短期内盈利能力无法兑现，不足以支撑资产规模的快速扩大。随着刚性债务规模持续增长，公司流动性持续承压，最终资金链断裂、丧失偿债能力。例如凯迪生态环境科技股份有限公司，公司投资支出水平远超经营获现能力，激进投资叠加经营现金流薄弱，再融资环境收紧的背景下，公司信用风险加速暴露。

第二，部分违约企业存在大额对外担保和资金拆借的情况，严重影响自身信用水平。例如富贵鸟股份有限公司违规担保规模逾 20 亿元，资金拆借规模超 40 亿元，2017 年下半年以来公司发生多起担保代偿事项，偿债能力严重恶化。

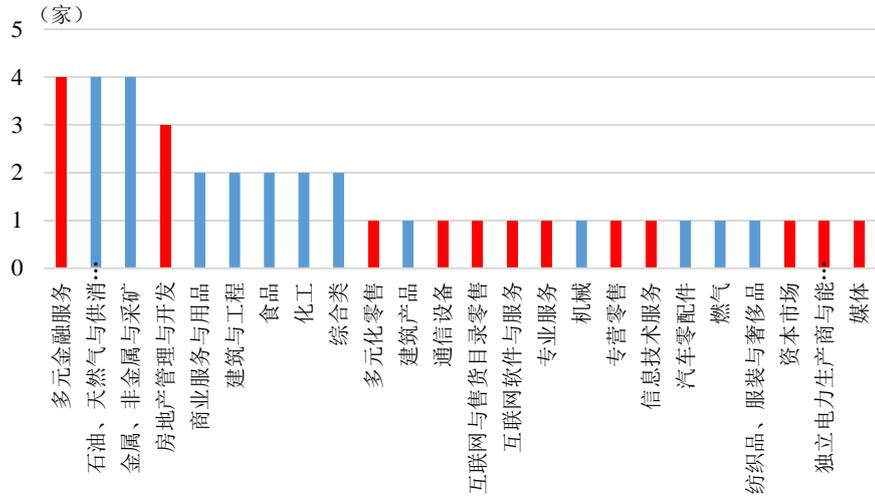
第三，公司实际控制人风险以及公司重大负面风险事件的发生，可能会对企业经营带来较大影响，同时引起外部融资环境急剧恶化，也是导致部分民企发生违约的原因之一。如中弘控股股份有限公司内部控制存在重大缺陷，治理缺陷严重影响公司正常生产经营。

2、融资渠道趋紧下民企受到的冲击最大

本轮违约高峰的一个显著特点是一些企业在经济去杠杆和金融强监管的背景下，再融资渠道受限导致企业短期资金链断裂而发生违约。今年以来信贷额度普遍偏紧，并且优先集中于大型央企和国企，民企获得足够的信贷支持较为困难，尤其对于信用资质较低的企业，银行常常扮演“锦上添花”而非“雪中送炭”的角色。股权质押方面，监管层发布办法要求今年 3 月 12 日起股票质押率上限不得超过 60%，单一证券公司、单一资管产品作为融出方接受单只 A 股股票质押比例分别不得超过 30%、15%，单只 A 股股票市场整体质押比例不得超过 50%。一旦股价出现异常下跌而大股东无法及时补仓，则很有可能出现违约风险。加上债券市场违约事件频发使得投资者风险偏好下降，进一步加剧了企业的融资难度，今年以来债券一级市场发行结构整体呈现短期化、高等级化特征。从推迟或取消发行的情况来看，大部分推迟或取消发行的债券主体评级集中在 AA+或 AA 级，部分主体评级较低的债券发行人面临较大的融资压力。由于民企特别是中小民企抵御风险能力较差，在外部融资环境急剧恶化的情况下，违约事件集中发生。

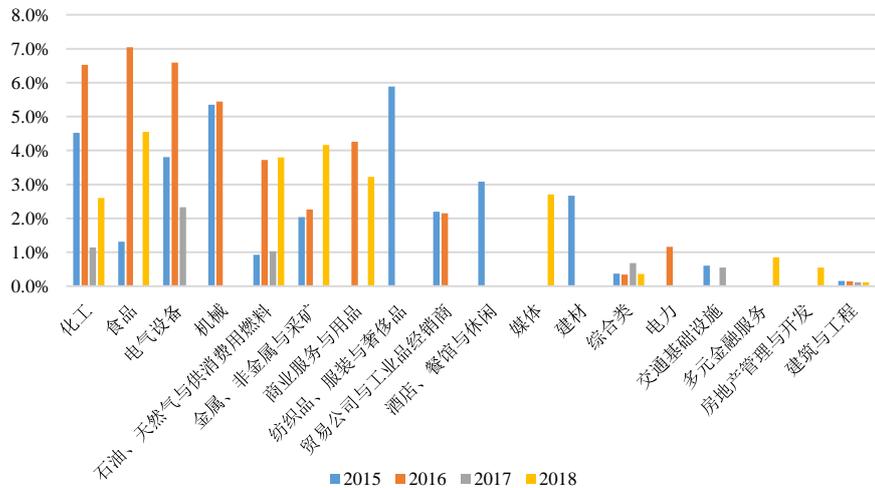
（三）违约行业覆盖面更加广泛

2018 年，我国新增债券违约主体涉及行业 24 个，与 2018 年以前违约主体行业相比，新增多元金融服务、房地产管理和开发、多元零售、资本市场、通信设备等 12 个行业发生违约。随着供给侧结构性改革的深入推进，周期性行业和产能过剩行业受到较大影响，金属、非金属与采矿，石油、天然气和供消费用燃料行业违约主体家数仍最多，与多元金融服务行业并列第一。从往年与今年行业违约率情况来看，化工，食品，电气设备，机械，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿行业仍是违约发生集中的行业。



注：1、按 WIND 三级行业划分；
2、红色为今年新增违约行业。

图 6 2018 年我国债券市场新增违约主体行业分布



注：1、仅列出 2017 或 2018 年样本数多于 30 家的行业；
2、接近四年平均违约率由高到低进行排序。

图 7 2015-2018 年我国公募债券市场分行业主体违约率统计

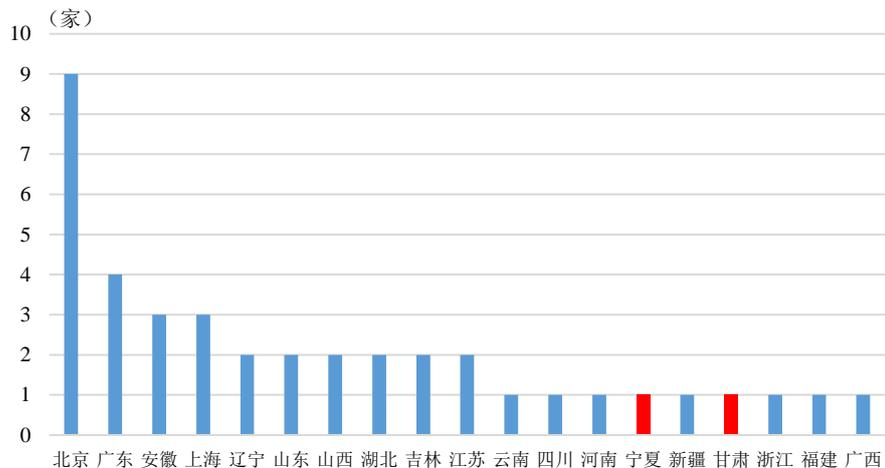
从调降家数来看，2018 年，我国公募债券市场商业银行调降家数（9 家）最多，建筑与工程行业调降家数（7 家）位居第二，其次是化工（6 家），金属、非金属与采矿业（6 家），石油、天然气和供消费用燃料行业（5 家）以及房地产管理行业（5 家）。从调降率来看，剔除总样本家数不足 30 家的行业外，调

降率排名前六的行业分别是食品(9.1%)、化工(7.8%)、商品服务与用品(6.5%)、石油天然气与供消费用燃料(6.3%)、金属非金属与采矿(6.3%)以及机械行业(5.0%)。

分析违约集中发生在特定行业的原因，主要包括以下几点：一是在经济增速放缓以及供给侧结构性改革背景下，钢铁、建材、机械等产能过剩及强周期行业量价齐跌，产业升级成本增加，投资回报率下降，同时下游需求减少、价格下跌带来资产减值准备计提增加，一些发债主体出现盈利恶化和流动性困难。二是 2018 年 4 月资管新规和商业银行大额风险暴露新规正式发布，严禁期限错配、净值化管理、严控非标的规定带来大量表外非标资产回表的压力。此前过多依赖非标等表外融资渠道的发债主体面临较大的资金续接压力，如房地产、化工、贸易等行业。三是中美贸易摩擦背景下对美市场依赖程度较高及加征关税主要集中在行业（如电气设备、机械、化工等）受到较大的不利影响。

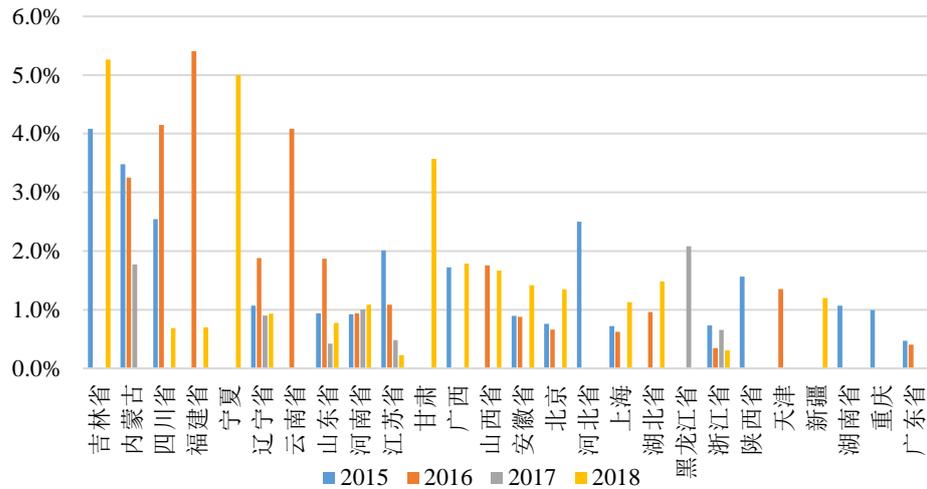
（四）违约主体涉及地区继续增加

2018 年，我国债券市场新增违约主体主要分布在北京(9 家)、广东(4 家)、安徽(3 家)、上海(3 家)，辽宁、山东、山西、湖北、吉林和江苏均有 2 家新增违约主体，其余省份违约较少。与 2018 年以前相比，今年甘肃、宁夏首次有企业发生违约。从新增违约债券金额来看，主要集中的地区为上海(258.43 亿元)、山西(147.40 亿元)、北京(134.19 亿元)、浙江(91.31 亿元)和安徽(50.85 亿元)，这 5 个省(自治区、直辖市)违约金额占比近 80%。从近四年平均违约率来看，吉林违约率最高，其次是内蒙古、四川、福建和宁夏、辽宁。



注：红色为今年新增违约省份。

图 8 2018 年我国债券市场新增违约主体地区分布



注：按近四年平均违约率由高到低进行排序。

图 9 2015–2018 年我国公募债券市场分地区主体违约率统计

从调降家数来看，2018 年我国公募债券市场山东调降家数（9 家）最多，北京调降家数（7 家）位居第二，其次是湖北（6 家），辽宁（6 家），浙江（5 家）以及河南（5 家）；从调降率看，吉林、宁夏、甘肃、辽宁以及河南调降率位居前五，分别为 10.5%、10.0%、7.1%、5.6% 以及 5.4%。

从地区来看，违约发行人更多位于产能过剩行业集中区域、东南沿海、经济较发达等地。主要是因为产能过剩行业是违约的集中高发领域；东南沿海地区民营经济发达、发债企业较多，当地的中小企业在经济增速放缓影响下信用风险有所加大。

（五）违约债券期限结构短期化

近年来随着短期债券发行规模的扩大，市场流动性风险不断积累。债务期限的缩短使得企业还本付息的频次也有所加快，这就需要企业通过改善经营、加强资金周转以及资金管理来予以配合，提高自身偿债能力。然而从目前情况来看，由于很多企业特别是一些负债率较高的企业为缓解偿债压力而发行短期债券，同时通常这类企业很难在短时间内有效改善经营、提高资金周转能力，而债务期限的短期化又导致发行债券到还本付息的周期缩短，企业兑付风险进一步积累，与此同时企业还可能“发短用长”，导致期限错配，流动性愈加脆弱，一旦资金链条中某一环节出现问题，就很容易导致违约事件的发生。

（六）部分违约主体具有高商誉或股票质押比例高的特征

近几年，随着 A 股市场并购重组案例的增多，商誉规模快速增长，但一定程度上也可能会低估企业的债务负担。如果在总资产中减去商誉，部分企业调整后的资产负债率将明显上升，如三胞集团有限公司由 69.40% 上升到调整后的 85.12%，银亿股份有限公司由 57.84% 上升至调整后的 68.76% 等¹。若企业未来的获利能力不能实现，那么将会导致商誉减值，净资产缩水，另一方面会侵蚀当期利润，即预示着并购的失败，进而对企业的信用水平产生不良影响。

此外，上市公司母公司高比例质押股票，导致其融资弹性下降，在股票市值下跌时将面临强制平仓风险，进而容易陷入流动性危机，甚至出现违约，引发公司控制权变更，对上市公司的支持能力明显减弱。如 2018 年违约的主体中，印记娱乐传媒股份有限公司、江苏宏图高科技股份有限公司的母公司股票质押比例均超过 98%²。

（七）可交换债首次发生违约

2018 年，我国债券市场首次发生可交换债违约，共有五家发行人的 10 期可交换债发生违约，违约规模约 24.30 亿元，均为私募发行，我国债券市场违约债券品种进一步扩大。

二、2019 年我国债券市场违约情况展望

（一）违约事件仍将持续发生，违约数量和规模较 2018 年不会出现明显增加

一是经济周期对信用风险有基础性的影响，企业违约率与经济增长率呈现出较为明显的负相关关系。在全球经济缓慢复苏、国内经济增速回落的背景下，部分企业将面临更大的生产经营压力，信用风险水平大概率上升。

二是重点打好防范系统性风险攻坚战背景下，经济去杠杆和金融强监管仍将持续，一系列监管政策的实施，尤其是资产新规提出打破刚兑、规范资管产品投资非标资产、规范资管产品杠杆水平等一系列措施，未来非标、资金池等业务模式难以为继，金融严监管下部分隐藏的信用风险将逐步暴露。

三是从债券到期量来看，2019 年主要信用债总偿还量约为 6.32 亿元，较 2018 年有所下降，加上未来发行且于 2019 年到期的超短融规模估计，2019 年

¹ 上述数据根据各公司 2017 年年报计算。

² 数据来自各违约主体 2018 年相关公告。

主要信用债到期量较 2018 年变化不大，偿债压力仍然较大。从级别来看，2019 年到期主要信用债仍集中在 AA 级及以上，到期期数和规模占比均在 98% 以上，但到期期数中 AAA 级占比较 2018 年下降 13.9 个百分点，AA+ 及 AA 级占比分别较 2018 年提高约 9 个和 6 个百分点，较低信用等级债券到期偿还压力有所增加。从券种来看，2019 年到期的主要信用债中，短期融资券到期规模（约 1.87 万亿元）最大，其次是中期票据（约 1.08 万亿元）、金融债（约 0.89 万亿元）、公司债（约 0.74 万亿元）、资产支持证券（约 0.71 万亿元）、定向工具（约 0.56 亿元）以及企业债（约 0.47 万亿元）。

四是在经济面临下行压力背景下，融资环境继续收紧空间有限，中央经济工作会议明确提出继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵的问题。加上近期央行创设 TMLF 等呵护市场流动性的举动，预计 2019 年市场流动性将相对宽裕，企业融资环境较今年或有所改善。

（二）民营企业仍将是信用风险的主要爆发点

从到期情况来看，2019 年民企所发主要信用债到期期数和规模（1395 期、7724.5 亿元）均约占主要信用债到期期数和到期规模的 15% 左右，较 2018 年变化不大，仍面临一定的到期兑付压力，同时由于民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大，且在经济去杠杆和金融严监管的背景下，民企的融资环境较国企而言更差，融资难、融资成本高使得民企的信用风险更高，加上民企自身存在公司治理方面的缺陷，一些财务状况较差的中低信用等级民营企业容易发生资金链紧张甚至断裂的情况，同时，叠加投资者风险偏好较低、与央企和地方国企相比政府对民企的救助意愿较低等因素，弱资质民企违约风险较大，而民企违约事件频发又使得其融资环境更加恶化，从而导致恶性循环。具体来看，2019 年需要警惕信用资质较弱、存在激进投资扩张以及发生负面事件等的民营企业信用风险。

与此同时，应当看到，2018 年三季度以来监管层陆续出台了一系列鼓励支持民企、中小企业融资的措施，如创设民企债务融资支持工具等，未来仍有继续出台相关支持政策的可能，这有利于优化部分民营企业融资环境。

（三）城投企业的信用风险将有所加大

2018 年以来，发生多例城投企业信用风险事件，违约产品包括信托计划、融资租赁、资管计划、金交所融资产品等，如云南国有资本运营有限公司延期

支付信托贷款本息、天津市市政建设开发有限公司未能及时偿还信托贷款本息、新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司延期兑付超短融等。随着违约日趋常态化及监管层对地方政府债务风险管控力度的逐步加强，城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱，城投企业资金渠道收窄，融资及转型压力进一步加大，信用风险整体将有所上升，未来城投债刚兑将被逐步打破。城投企业资质分化将加剧，经济发展稳定、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑，区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、短期流动性不强、或有债务风险大的城投企业的信用风险较大。

在此背景下，应重点关注以下几方面问题：一是城投债集中到期的回售压力，2019 年城投债集中偿付压力较 2018 年更大，整体上看各月份到期回售规模较为均衡；二是非标债务违约风险，随着非标业务整顿持续，非标融资渠道持续收紧，融资成本提高，部分资质较弱的城投企业非标债务占整体债务的比例较高，面临更高的财务成本和更大的还本付息压力，更容易出现流动性风险。值得一提的是，2018 年 12 月发改委印发通知，提出支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，现阶段重点支持符合主体信用等级达到 AAA 等条件的优质企业，从实际情况来看不少城投企业符合条件，这有利于城投企业的再融资。

（四）关注产能过剩、房地产、贸易等行业信用风险

化工，食品，电气设备，机械，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿行业仍是违约发生集中的行业。产能过剩行业方面，在宏观经济下行、产业结构调整及去产能不断推进背景下，产能过剩行业企业整体仍面临较大信用风险，尤其是部分中下游行业企业，如化工、机械制造、电力与电网行业等，信用风险或呈现上升趋势。但另一方面，在供给侧改革效果显现以及原材料产品价格上涨的影响下，部分上游行业如煤炭、有色金属企业盈利能力和现金流出现改善，信用风险或有所下降。

房地产行业方面，近年来受到房地产调控政策影响，房企销售难度加大、现金流回笼速度放慢，同时房地产行业债券发行门槛提高、限制通道业务、资管新规等措施也对房企融资产生了较大不利影响，再加上 2019 年房企面临债券大规模集中到期的情况，房地产企业流动性压力显著增加。

贸易行业方面，中美贸易摩擦的不确定性、人民币汇率波动增强叠加国内综合成本上升，或导致相关贸易行业企业经营环境恶化，企业效益下滑，信用风险加大，仍需继续关注。

（五）关注东北、江浙等地区发行人的信用风险

从违约主体数量来看，违约发行人更多集中在产能过剩行业集中区域、东南沿海、经济较发达等地。从违约率来看，东北、东部沿海地区的违约率也相对较高。东北地区近年来经济增速较低，仍面临较大的转型压力，且区域内多是老牌重工业企业，行业整体低迷导致部分企业面临较大的经营压力，违约风险较大。江浙地区经济发展水平较高，民营企业多且以贸易、制造业和出口加工型为主，易受到宏观经济环境变化的冲击，陷入经营利润下滑、流动资金紧张的困境，信用风险较高。

（六）关注永续债发行人信用风险

未来，将陆续有永续债进入行权期，对于在利率调升机制下仍然选择续期的发行主体，可能是由于其已经缺乏融资能力，流动性也较为紧张。对于该类发行人，应关注其违约风险。