

债券市场的结构性信用风险及对经济社会的影响

一、 债券市场信用风险形成背景：行业周期、财务杠杆和政府保护	2
(一) 行业周期：强周期行业下行	2
(二) 财务杠杆：高杠杆、低偿债力	3
(三) 政府保护：外部“输血”、大而不倒	4
二、 债券市场信用风险识别准则：资本结构、盈利能力和现金流管理	4
(一) 盈利标准：资本结构&盈利能力	5
(二) 现金流标准：资本结构&现金流管理	5
三、 债券市场信用风险行业特征：盈利恶化和现金流偏弱	5
(一) 盈利恶化行业：上游煤炭、有色，中游钢铁、机械	5
(二) 现金流偏弱行业：下游建筑、批零、租赁和房地产	7
四、 债券市场信用风险区域特征：中西三省、东北三省和北上广苏	10
(一) 中西三省和东北三省	10
(二) 北上广苏等经济发达地区	11
五、 债券市场信用风险危害后果：产能过剩、资源错配和“资金黑洞”	12
(一) 产能过剩：“绑架勒索式”生产	12
(二) 资源错配：“剩者为王”下“劣胜优汰”	12
(三) “资金黑洞”：债务泡沫，金融失衡	12
六、 债券市场信用风险出清测试：税收、就业和债务	12
七、 债券市场信用风险应对处置：供给侧改革破冰攻坚	13

债券市场的结构性信用风险及对经济社会的影响

研发部 王衡

2015 年 11 月中央财经领导小组会议提出“促进过剩产能有效化解”，同年 12 月中央经济工作会议提出五大任务，“积极稳妥化解过剩产能”居首位，2016 年 7 月中央政治局会议明确去产能和去杠杆的关键是深化国企和金融部门的基础性改革。

去产能、去库存等字眼常常见诸报端。实际上，过剩行业里相当一部分企业无望恢复生气，但由于获得放贷者或政府的支持而免于倒闭。该类企业的特点是“吸血”的长期性、依赖性，同时又具有“绑架勒索性”特征，如果放弃救助，社会局面可能更糟。该类企业本质上已经丧失持续经营和依靠自身现金流偿债的能力。

中国债券市场曾长期(超过 10 年)未发生过实质违约，2014 年 3 月“11 超日债”未足额兑付终结了这一“神话”。央行在今年 6 月发布的《中国金融稳定报告(2016)》显示，去年共有 18 起违约事件，涉及债券本金约 118 亿元。另据 Wind 统计，今年上半年已经发生 18 家发行主体债券违约事件，涉及债券数量 36 只，涉及本金超过 200 亿元。半年的债市违约金额约是去年全年的两倍。

“刚兑神话”未打破之前，债券收益并不反映其风险，投资人总能稳获信用利差。而随着信用风险继续暴露和蔓延，政策制定者、发债企业以及投资者都需要密切关注债市风险的演进。

一、 债券市场信用风险形成背景：行业周期、财务杠杆和政府保护

(一) 行业周期：强周期行业下行

在投资拉动式背景下，中国经济多年高速增长，周期性行业长时间未体现过下行周期（见图表 1）。



图表 1 四类行业固定资产投资完成额增速与 GDP 增速走势图（1996-2015 年）

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

制造业：从 2000 年开始的十多年里，依靠要素驱动、人口红利和投资，制造业固定资产投资完成额增速一直高于 GDP 增速。而目前，中国制造业正面临着这样的局面：“人口红利”消失带来的内部人力和运营成本持续上涨；外部经济每况愈下；东南亚经济体低成本竞争；发达国家高端制造冲击。

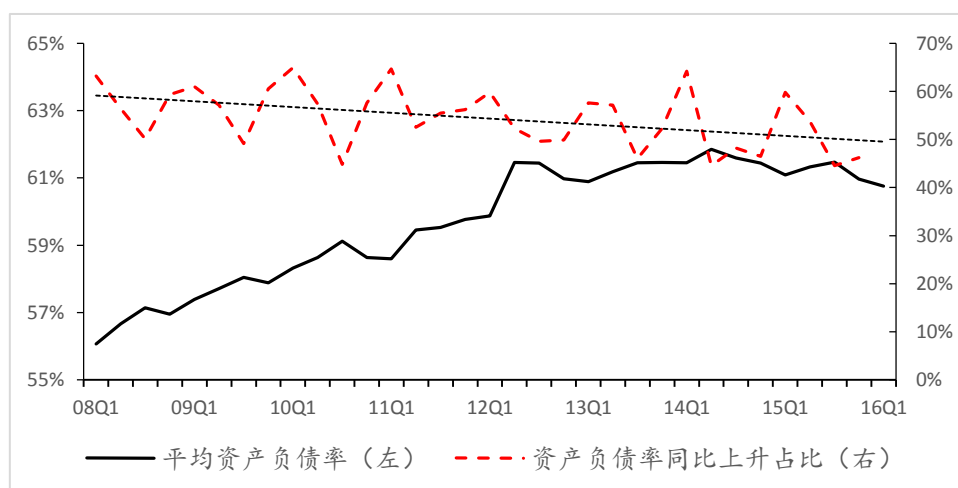
建筑业：建筑业整体体量大、增速快而波动大。2015 年中国城镇化率为 56%，向全球平均水平迈进的空间有限，建筑业再难享受到像过去城市人口快速增加和规模扩张带来的好处。再者，经济“三期叠加”（增速换挡期、结构调整期和政策消化期）背景下投资增速放缓，反映到建筑业上，项目减少、工程难接和资金紧张。

采矿业：2012 年之前的十年可以说是采矿业的“黄金十年”，在此期间矿企产量、营收和工资持续上涨。而 2012 年以后“矿业寒冬”来临，产能过剩，需求不足，矿产品价格一路下跌，2013-2015 年规模以上矿企利润增速分别为-17%、-23%和-58%。目前，矿企正面临缩减产能、兼并重组甚至破产的局面。

房地产业：1998 年住房制度改革开启了房地产黄金发展阶段，1998-2007 年虽然有调有控，但在长周期力量支撑下销量、价格和投资等持续高增长。2008 年虽然受到金融危机冲击，但是随后快速恢复并趋热。2014 年长周期拐点出现，房地产从高速增长到平稳或下降状态，并呈“总量放缓、结构分化”的特点。

（二）财务杠杆：高杠杆、低偿债力

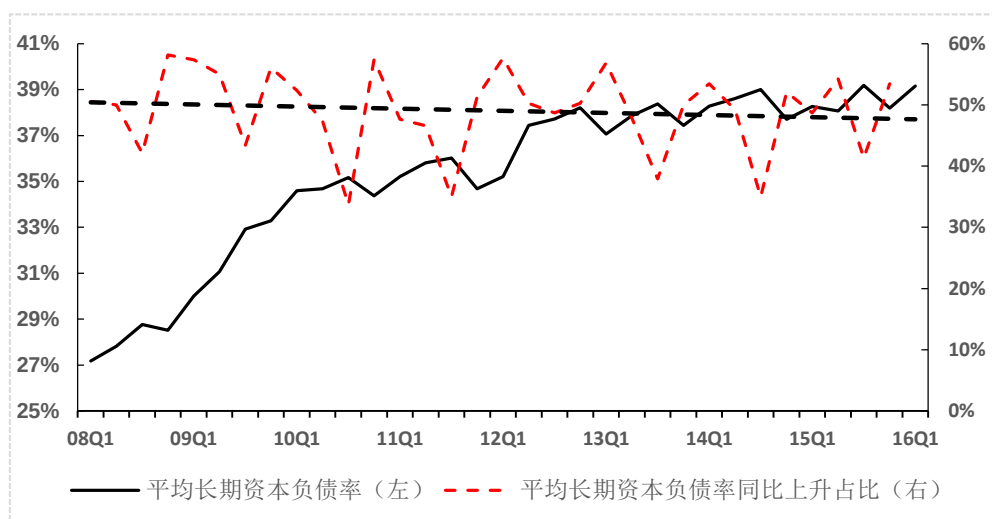
与股权融资的无偿性相比，负债融资的定期还本付息能有效地减少企业的闲置资金，抑制经理过度投资，债务融资越多，财务杠杆越高。选取 2013.1.1-2016.6.30 期间有发债经历的发行人，剔除异常不连续值，最终从 2478 家发行人样本中筛选出具有完整资产负债率的企业样本 413 家，具有完整长期资本负债率的企业 380 家，然后分别计算发行人每年的平均资产负债率和平均长期资本负债率（图表 2、图表 3）。



图表 2 债券发行人平均资产负债率近年持续提升至历史高位

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

图表 2 中，自 2008 年以来，为了快速扩大规模和受到经济刺激政策作用，企业财务杠杆不断上升，近几年一直在历史高位徘徊。资产负债率同比上升占比震荡中趋势下降，并逐渐低于 50% 的中枢值。由此，可预见未来的阶段，企业整体平稳且趋向“去杠杆”时期。



图表 3 债券发行人平均长期资本负债率近年持续提升至历史高位

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

图表 3 中，平均长期资本负债率（长期债务/（长期债务+股东权益））走势未来更趋向于走高，即“加杠杆”，长期资本越来越多的依靠长期债务，更多代表的是大股东的负债融资。可见，需要对债券发行人成为大股东融资平台和提款机的可能性加以关注。

投资是一把双刃剑，投资合理能带来更大的经营现金流入，投资不合理意味大量的资金流出，给企业现金流和利润造成负担的同时也减弱了企业的偿债能力。而债券发行人更是要借入债务来保证流动性接续，越亏损越需要加杠杆，偿债负担就越大，呈现庞氏融资式的负反馈循环。

(三) 政府保护：外部“输血”、大而不倒

从地方政府的角度，为了维护当地社会就业稳定，避免倒闭带来的上下游产业关联问题，以及地方财政纳税大户的消失，出于“维稳”的动力会补贴和救助债券发行人，该类企业具有“大而不倒”、“大而不死”特性。

从银行的角度，继续贷款给债券发行人主要有两个原因：第一，相关贷款具有政府增信或隐形担保；第二，债券发行人绑架银行。由于贷款规模普遍较大，一旦不续贷借债，企业难以生存，银行不良将快速暴露。

二、债券市场信用风险识别准则：资本结构、盈利能力和现金流管理

识别准则有三个：资本结构（资产负债率超过 80%或 85%）；盈利能力（连续亏损或扣除

非经常性损益后持续亏损)；现金流管理（现金流净流出或 EBITDA/总债务较小）。

具体识别标准，如下：

(一) 盈利标准：资本结构&盈利能力

标准 1：资产负债率超过 85%且三年连续亏损

标准 2：资产负债率超过 80%且三年连续亏损

(二) 现金流标准：资本结构&现金流管理

标准 3：资产负债率超过 85%且经营现金流持续净流出

标准 4：资产负债率超过 80%且经营现金流持续净流出

标准 5：连续三年每年的 EBITDA/当年平均债务都<5%

标准 6：13-15 年三年平均 EBITDA 除以 15 年末总债务<4%

三、 债券市场信用风险行业特征：盈利恶化和现金流偏弱

(一) 盈利恶化行业：上游煤炭、有色，中游钢铁、机械

按照标准 1（资产负债率超过 85%且三年连续亏损）对 2013-2016 年间有发债项目的 2478 家发行人筛查，最终得到僵尸发行人 9 家（图表 4）。其中煤炭企业 4 家，占比 44%，机械企业 3 家占比 33%。其中川煤集团、天威集团已经违约，北方重工资产负债率超过 100，已经资不抵债，主体评级降为 A+，煤气化集团已经接近资不抵债，主体等级降为 A。龙煤矿业控股和中铝公司亏损金额较大。

图表 4 资产负债率超过 85%且三年连续亏损的债券发行人列表

发行人全称	企业简称	省份	行业	主体 评级	企业 性质	资产负 债率%	净利润/亿		
							2013	2014	2015
阳泉煤业(集团)有限责任公司	阳煤集团	山西	煤炭	AAA	地企	86	-5.33	-2.21	-6.88
太原煤炭气化(集团)有限责任公司	煤气化集团	山西	煤炭	A	地企	99	-5.66	-12.21	-27.19
四川省煤炭产业集团有限责任公司	川煤集团	四川	煤炭	C	地企	89	-2.62	-7.13	-13.77
黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司	龙煤矿业控股	黑龙江	煤炭	AA	地企	85	-23.41	-43.74	-46.73
保定天威集团有限公司	天威集团	河北	机械	C	央企	461	-63.91	-101.5	-8.96
内蒙古北方重工业集团有限公司	北方重工	内蒙古	机械	A+	央企	101	-2.88	-0.97	-4.68
湘电集团有限公司	湘电集团	湖南	机械	AA-	地企	85	-0.61	-4	-4.13
中国铝业公司	中铝公司	北京	有色	AAA	央企	85	-78.86	-212.2	-53.49
天津市公共交通集团(控股)有限公司	天津公交集团	天津	运输	AA	地企	90	-6.21	-8.62	-17.74

注：主体评级为评级机构给出的最新评级等级，地企代表地方国有企业，央企代表中央国有企业，下同。
去年的违约事件中中国第二重型机械集团公司并未被筛查出来，原因是二重集团在 2013-2016 年未发行新债。

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

将资产负债率指标放宽，按标准 2（资产负债率超过 80%且三年连续亏损）筛查。资产负

债率处于 80%-85%的债券发行人有 14 家，其中 8 家为煤炭企业，占比达一半以上，图表 4 中阳煤和图表 5 中同煤、潞安同属山西七大煤炭集团，其余四家企业目前全部亏损。焦煤、晋煤、晋能集团和山煤在 2015 年分别亏损 4.65 亿元、9.78 亿元、6.97 亿元和 7.92 亿元，山煤在 2014 年首次亏损金额已达 22 亿元。

神火集团 2016 年第一季度净利润 3.4 亿，已经扭亏为盈。河南能源化工、攀钢集团 2015 年分别亏损 94.96 亿元、73.4 亿元，净利润亏损较大。中航三鑫因亏损和债务压力，主体等级在 2014 年 1 月由 AA-被调降至 A+，发行的唯一债项已经在 2014 年 6 月兑付。云锡控股和江钨控股属于有色行业，山钢集团和攀钢集团属于钢铁行业。

图表 5 资产负债率超过 80%-85%且三年连续亏损的债券发行人列表

发行人全称	企业简称	省份	行业	主体 评级	企业 性质	资产负 债率%	净利润/亿		
							2013	2014	2015
河南能源化工集团有限公司	河南能源化工	河南	煤炭	AAA	地企	83	-9.73	-28.2	-94.96
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	郑煤集团	河南	煤炭	AA-	地企	80	-2.17	-6.69	-11.67
河南神火集团有限公司	神火集团	河南	煤炭	AA	地企	84	-2.71	-7.64	-20.77
中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	中平神马	河南	煤炭	AA+	地企	83	-5.27	-8.84	-29.42
大同煤矿集团有限责任公司	同煤集团	山西	煤炭	AAA	地企	85	-9.75	-11.65	-10.85
山西煤炭运销集团有限公司	煤销集团	山西	煤炭	AA	地企	85	-4.9	-14.82	-21.93
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	潞安集团	山西	煤炭	AAA	地企	83	-6.34	-3.52	-8.8
淮南矿业(集团)有限责任公司	淮南矿业	安徽	煤炭	AAA	地企	83	-5.25	-57.9	-20.61
山东钢铁集团有限公司	山钢集团	山东	钢铁	AAA	地企	83	-17.64	-10.41	-5.85
攀钢集团有限公司	攀钢集团	四川	钢铁	AA	央企	88	-21.88	-102.09	-73.4
云南锡业集团(控股)有限责任公司	云锡控股	云南	有色	AA	地企	83	-18.9	-13.66	-32.48
江西稀有金属钨业控股集团有限公司	江钨控股	江西	有色	AA-	地企	81	-5.32	-10.11	-2.42
中航三鑫股份有限公司	中航三鑫	广东	建筑	A+	央企	81	-5.36	-1.32	-5.56
天津市自来水集团有限公司	天津自来水	天津	供水	AA	地企	81	-3.7	-4.26	-4.79

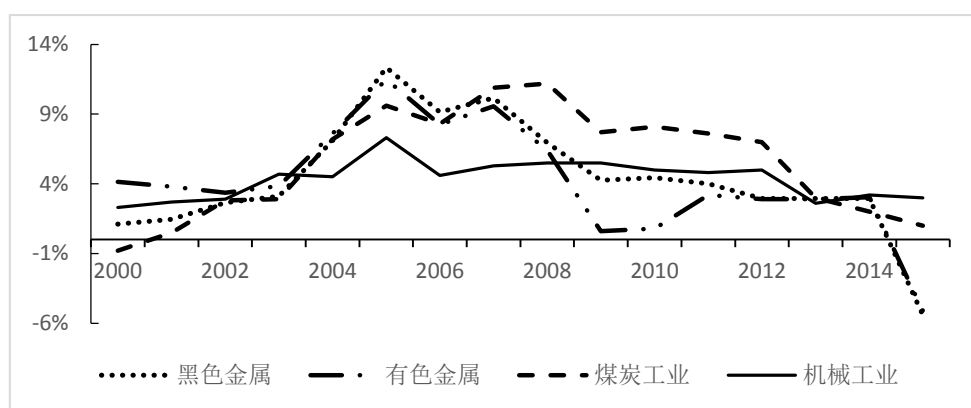
资料来源：wind 资讯，新世纪评级

图表 6 是黑金、有色、煤炭和机械工业的净资产收益率走势图，几类行业盈利恶化明显。

煤炭行业：前期煤价阶段性反弹更多是供给缩减，而非需求侧持续推动。截至去年年底，山西 7 家省属煤企负债总额已占当年全省 GDP 的 90%以上，尽管省政府为煤企路演站台，也难以改变由“黑骏马”沦为“丑小鸭”的整体局面。

钢铁行业：08 年以来钢铁行业产能过剩情况一直持续，春节后钢价虽有一定反弹，但过剩仍存，反弹难以持续。叠加东特钢违约造成的紧张融资环境，新发债券较少，后续需关注流动性较紧张的发行人。

有色行业：行业内部分化明显且民营占比高，“去产能”出清进程可能会快于煤炭钢铁，在成本、财务方面具有优势、外部支持较强的企业信用风险较小。



图表 6 黑金、有色、煤炭和机械工业的净资产收益率走势图

资料来源: wind 资讯, 新世纪评级

(二) 现金流偏弱行业: 下游建筑、批零、租赁和房地产

按照标准 3 (资产负债率超过 85%且经营现金流持续净流出) 筛查, 最终得到债券发行人 13 家。其中, 房地产和建筑工程类企业共 5 家, 钢铁、机械和租赁各 2 家。房地产、基建和租赁具有特殊的行业属性: 项目周期长, 资金需求大, 前期大量垫资, 后期逐步回款。

房地产企业绿地集团去年现金净流出高达 240 亿, 但盈利能力较强, 去年净利润 74 亿, 还款还债压力不大。江西建工一直盈利, 而中国核工业建设在 2016 年第一季度开始亏损, 需对资金链和盈利问题可能引发的信用风险加以关注。众所周知, 现金流管理欠佳是租赁行业固有属性, 平安租赁作为平安集团下属专门从事融资租赁业务的全资子公司, 盈利能力尚可。中航租赁去年净利润 6 亿元, 在去年上半年内资租赁企业注册资本排名 4/11。

图表 7 资产负债率超过 85%且经营现金流持续净流出的发行人

发行人全称	企业简称	省份	行业	主体 评级	企业 性质	资产负 债率%	经营现金流持续净流出/亿		
							2013	2014	2015
绿地控股集团有限公司	绿地集团	上海	房地产	AA+	地企	89	-351.51	-529.84	-242.39
天地源股份有限公司	天地源	上海	房地产	AA	地企	86	-13.94	-5.83	-13.99
武汉东湖高新集团股份有限公司	东湖高新	湖北	房地产	AA	地企	90	-4.21	-16.62	-6.03
中国核工业建设集团公司	中国核工业建设	北京	建筑	AAA	央企	86	-0.73	-46.41	-24.72
江西省建工集团有限责任公司	江西建工	江西	建筑	AA	地企	92	-5.16	-18.51	-0.44
西宁特殊钢集团有限责任公司	西钢集团	青海	钢铁	AA-	地企	85	-1.57	-1.31	-12.17
西宁特殊钢股份有限公司	西宁特钢	青海	钢铁	AA-	地企	94	-1.84	-1.05	-11.96
沈阳机床(集团)有限责任公司	沈阳机床集团	辽宁	机械	AA	地企	85	-18.90	-21.09	-35.78
沈阳机床股份有限公司	沈阳机床	辽宁	机械	AA	地企	91	-13.44	-16.43	-28.61
中航国际租赁有限公司	中航租赁	上海	租赁	AAA	央企	88	-39.25	-34.46	-79.64
平安国际融资租赁有限公司	平安租赁	上海	租赁	AAA	公众	85	-15.68	-24.37	-31.98
中国铁路物资股份有限公司	中国铁物	北京	贸易	AA-	央企	89	-100.18	-55.92	-16.86
太原煤气化股份有限公司	煤气化	山西	煤炭	BBB	地企	97	-3.11	-15.67	-0.69

资料来源: wind 资讯, 新世纪评级

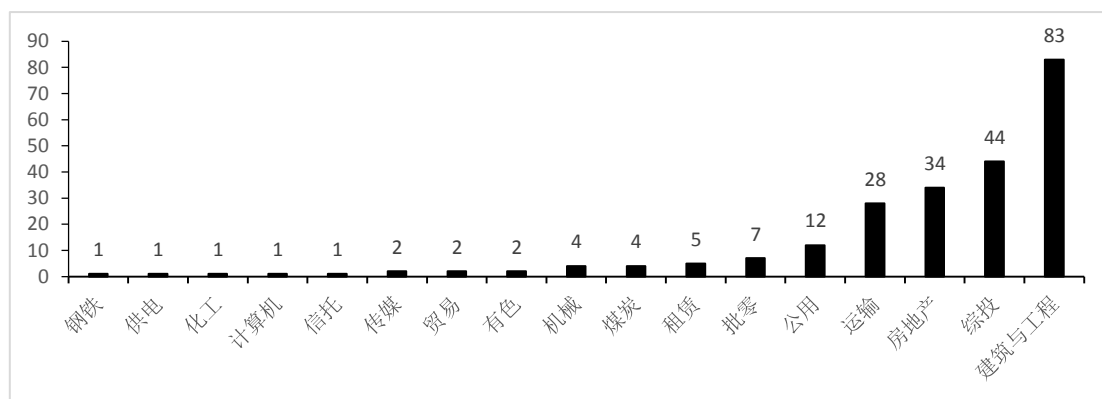
将资产负债率放宽，按标准 4（资产负债率超过 80%且经营现金流持续净流出）筛选出来的企业比标准 3 新增债券发行人 19 家（图表 8），其中房地产和建筑类企业 6 家，租赁企业和综投（或多元金融）各是 3 家，另外还有机械、批零、贸易和医药企业各 1 家。信达地产在 2016 年第一季度首次亏损，经营性现金流持续净流出，公司面临较大的融资需求。

图表 8 资产负债率 80%-85%且经营现金流持续净流出的债券发行人

发行人全称	企业简称	省份	行业	主体	企业	资产负债率%	经营现金流持续净流出/亿		
				评级	性质		2013	2014	2015
信达地产股份有限公司	信达地产	北京	房地产	AA	央企	84	-32.05	-58.32	-43.46
新华联不动产股份有限公司	新华联	北京	房地产	AA	民营	81	-35.72	-20.13	-29.00
中国电建地产集团有限公司	电建地产	北京	房地产	AA+	央企	84	-37.10	-22.01	-4.97
南国置业股份有限公司	南国置业	湖北	房地产	AA-	央企	83	-9.55	-6.82	-49.24
天津住宅建设发展集团有限公司	天津住宅集团	天津	建筑	AA	地企	83	-17.13	-38.18	-43.02
广西建工集团有限责任公司	广西建工	广西	建筑	AA+	地企	80	-8.52	-4.57	-1.26
河南省国有资产控股运营集团有限公司	河南国控	河南	综投	AA	地企	85	-7.38	-0.48	-18.40
江阴市公有资产经营有限公司	江阴公有	江苏	综投	AA	地企	82	-19.81	-0.66	-24.60
厦门海沧投资集团有限公司	海投集团	福建	综投	AA+	地企	83	-6.23	-7.25	-0.22
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	郑煤集团	河南	煤炭	AA-	地企	80	-5.05	-14.81	-0.88
中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	中平神马	河南	煤炭	AA+	地企	83	-67.10	-19.27	-5.75
中建投租赁有限责任公司	中建投租赁	北京	租赁	A+	央企	83	-22.65	-36.16	-39.46
广州越秀融资租赁有限公司	越秀融资租赁	广东	租赁	AA	地企	80	-2.28	-18.84	-5.99
远东国际租赁有限公司	远东租赁	上海	租赁	AAA	央企	85	-154.79	-132.05	-74.99
太原重工股份有限公司	太原重工	山西	机械	AA	地企	81	-8.27	-14.42	-6.02
南京市江宁区自来水总公司	江宁自来水	江苏	供水	AA-	地企	83	-2.69	-11.72	-9.49
浙江省商业集团有限公司	浙商集团	浙江	批零	AA	地企	85	-4.32	-24.30	-1.05
安徽国贸集团控股有限公司	安徽国贸	安徽	贸易	AA	地企	83	-12.10	-11.66	-10.39
重庆太极实业(集团)股份有限公司	太极集团	重庆	医药	AA-	地企	83	-1.39	-2.76	-0.60

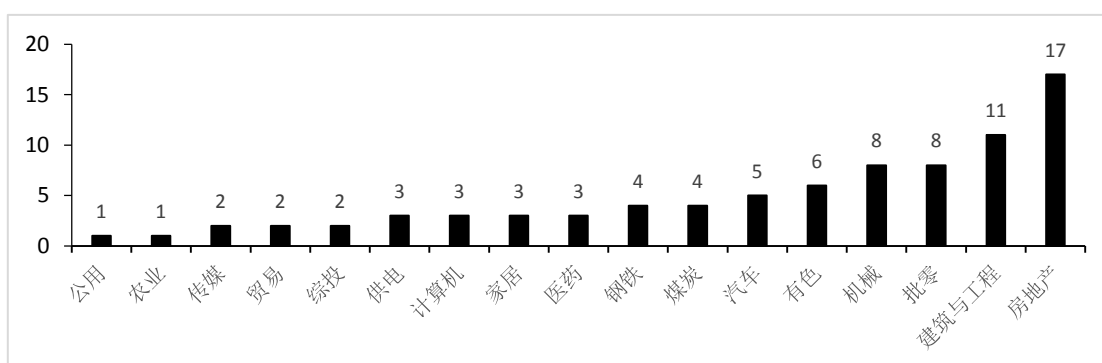
资料来源：wind 资讯，新世纪评级

在 2478 家债券发行人中，2015 年“EBITDA/总债务”指标的 1/4 分位数、中位数和 3/4 分位数分别为 1.28%、5.18%和 7.29%。另外，根据央行披露数据计算 2015 年加权平均贷款利率为 5.25%，这说明至少有 1/2 的发行人经营现金流不能覆盖当年借款利息。根据标准 5（连续三年每年的 EBITDA/当年平均债务都<5%）、标准 6（13-15 年三年平均 EBITDA 除以 15 年末总债务<4%）进行筛查，分别得到 232 家、83 家债券发行人（图表 9、图表 10）。



图表 9 连续三年 EBITDA/当年平均债务都<5%的债券发行人行业分布（共 232 家）

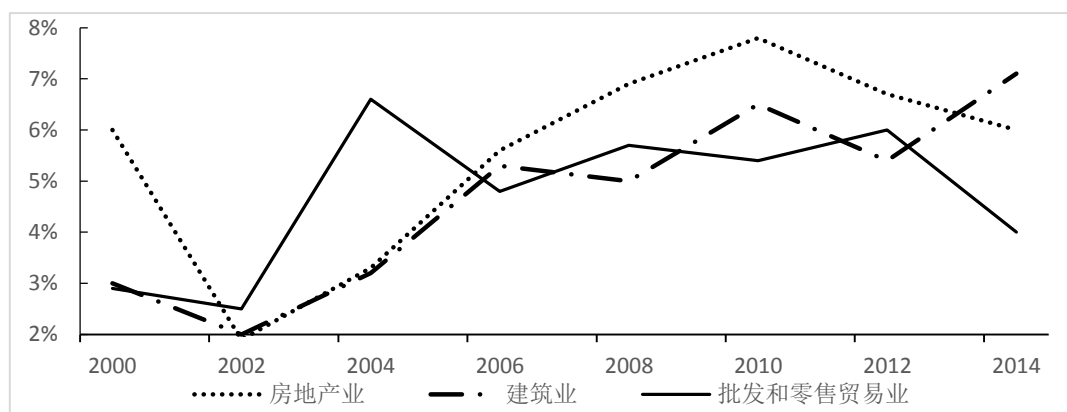
资料来源：wind 资讯，新世纪评级



图表 10 13-15 年三年平均 EBITDA/15 年末总债务<4%的发行人行业分布（共 83 家）

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

筛查出来的债券发行人主要在房地产、建筑与工程和批零贸易行业。这些行业一般盈利要好于产能过剩行业（图表 11），但短期资金周转不灵也可能引发信用风险。



图表 11 房地产业、建筑业与批零贸易业的净资产收益率走势图

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

房地产业：7 月 26 日中共中央政治局会议提出要抑制资产泡沫，预计将对一二线房价大涨城市收紧房贷政策，同时加强对国企拼地王现象的监管。对三四线继续去库存，土地市场有望降温。三四线城市去库存压力较高，关注房价下跌带来的当地房企信用风险。

建筑业：行业整体盈利向好，但由于垫资严重，经营现金流普遍不佳，需关注周转压力高且再融资渠道相对狭窄的发行人，特别是部分民营企业，更易出现信用事件。

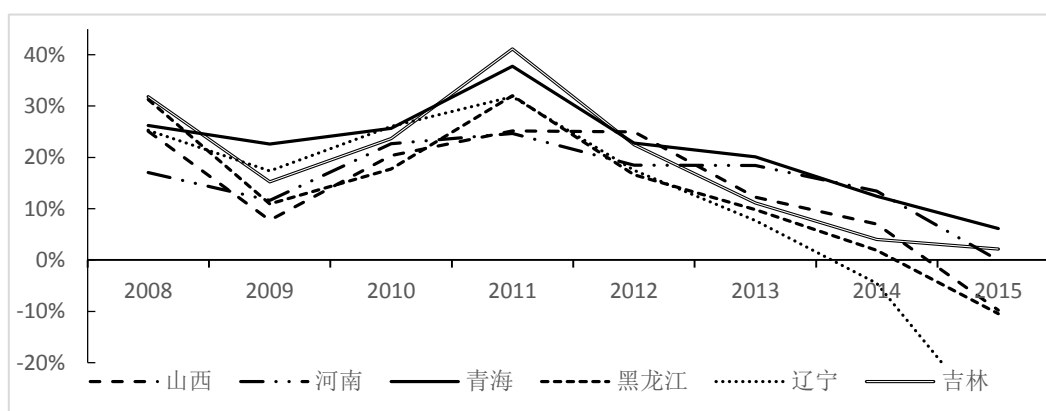
批发与零售贸易业：行业整体净资产收益率围绕收益中枢波动。行业位于产业链弱势端，利润空间薄，通过收入扩张来提升盈利规模导致现金流入流出波动较大。关注贸易品正处于需求下滑周期企业的信用风险。

四、 债券市场信用风险区域特征：中西三省、东北三省和北上广苏

债券市场信用风险行业分布主要以产能过剩行业为主，但如果兼顾考虑现金流，房地产、建筑与工程和贸易等弱流动性行业也会进入视野。

区域上可以分为两类：产能过剩行业以中西三省（山西、河南和青海）和东北三省（辽宁、黑龙江和吉林）为主，现金流管理偏弱的发行人集中在北上广苏（北京、上海、广东和江苏）等经济发达地区。

（一）中西三省和东北三省



图表 12 中西三省和东北三省的地方公共财政收入增速

资料来源：wind 资讯，新世纪评级



图表 13 北上广深地方公共财政收入增速

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

山西：煤炭大省，代表性发行人包括七大国有煤炭集团，煤炭行业景气下行使得企业盈利

和财政实力均出现明显恶化。15 年山西省一般预算收入 1642 亿元，同比下滑 9.8%，而 15 年全省基金预算收入 524 亿元，同比下降高达 45%。

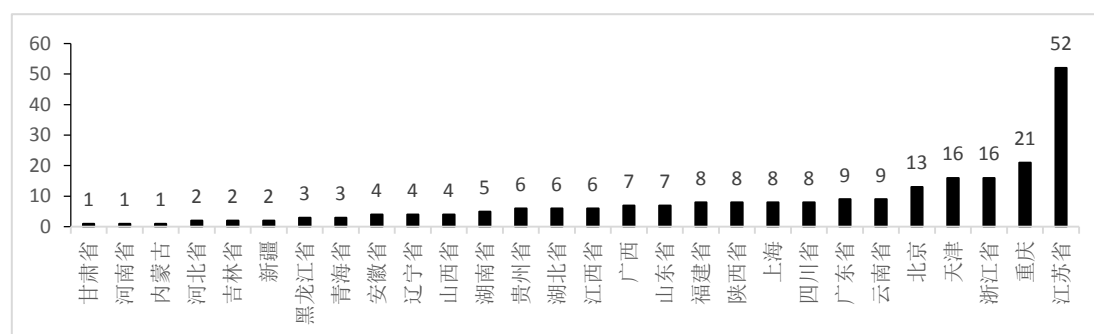
河南：能源化工行业的企业面临着盈利难题，例如河南能源化工、郑煤集团、神火集团和中平神马都已经连续三年亏损。

青海：主要以资源开发、能源生产和金属冶炼等为主，代表性发行人有西钢集团、西矿集团和青海投资集团等。2015 年一般预算收入仅 267 亿元，略高于西藏，全国排名倒数第二。

东北三省：（1）辽宁：15 年一般预算收入同比降幅达 33%，是降幅最大的省份。作为老工业基地，产业结构以产能过剩的传统行业为主，经济、财政和就业对当地资源依赖性较强，比如辽宁阜新因煤而生，鞍山、抚顺和本溪以钢铁为生。一旦资源枯竭或价格大跌，企业信用风险将会凸显。（2）黑龙江：以煤炭产业为主且已面临资源枯竭和停产的问题。在煤炭景气下行背景下，黑龙江省 15 年一般预算收入 1165 亿元，同比降幅 10.4%。政府性基金预算收入 306 亿元，降幅也达 36%。（3）吉林涉及发行人较少，不做阐述。

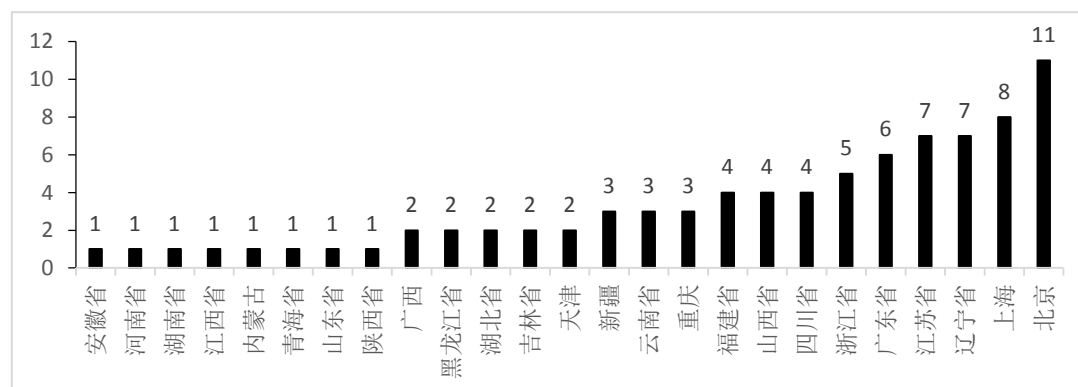
（二）北上广苏等经济发达地区

现金流偏弱行业主要分布在北上广苏等经济发达省份（图表 14、图表 15）。



图表 14 连续三年 EBITDA/当年平均债务都<5%的发行人区域分布（232 家）

资料来源：wind 资讯，新世纪评级



图表 15 13-15 年三年平均 EBITDA 除以 15 年末总债务<4%的发行人区域分布(83 家)

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

北上广苏四省市的公共财政收入增幅明显好于中西三省和东北三省(图表 13)，经过筛查，

现金流管理偏弱企业的数量江苏省占比达 22%，企业所处的行业主要是资本货物（包括建筑与工程、电气设备、贸易公司与工业品）、房地产和多元金融等。北京、上海和广东筛选的企业所处的行业基本与江苏类似。

五、 债券市场信用风险危害后果：产能过剩、资源错配和“资金黑洞”

债券市场信用风险一旦暴露，将对当地经济、金融和社会稳定形成重大威胁。

（一）产能过剩：“绑架勒索式”生产

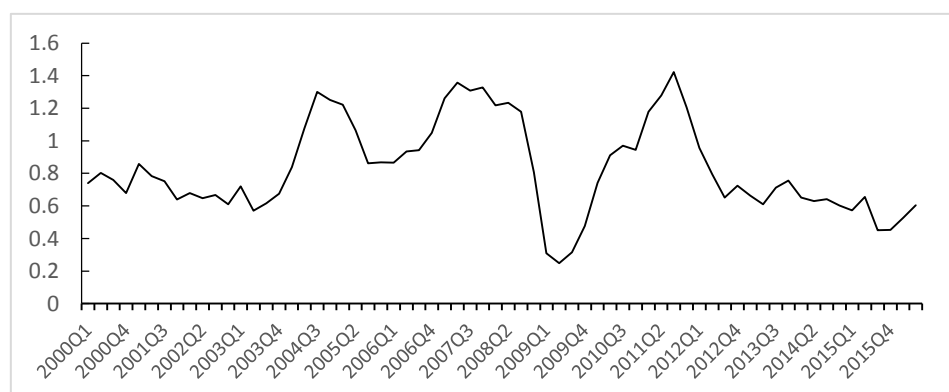
理论上来说，被淘汰的产能应该是效率低下、没有市场、落后的过剩产能，这些产能在产品需求和价格下滑的时期应该第一批出现亏损并被市场淘汰掉。但由于外部支持，“绑架勒索式”生产导致行业持续处于严重过剩情况。

（二）资源错配：“剩者为王”下“劣胜优汰”

一部分债券发行人经济效益低下，却占用了大量的土地、资金、劳动力等资源，导致资源无法向收益更高的部门和企业流动，造成了严重的资源错配。债券发行人竞争格局变成“剩者为王”，最终反而是部分效率较高的企业先被淘汰。

（三）“资金黑洞”：债务泡沫，金融失衡

房地产、产能过剩行业所代表的旧增长模式衰退后，留下两大行业资金黑洞，两大行业通过加杠杆负债循环造成社会债权的巨大悬空，流动性很大程度上被这两大行业以及政府融资行为所吸收，费雪交易方程式（ $MV=PY$ ）测算出来了货币流动速度（图表 16），货币流动速度降低代表充裕的货币并未流进实体经济创造 GDP，而是在金融体系内空转，维持债务循环。



图表 16 人民币季度流动速度趋势图（2000Q1-2016Q2）

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

债券发行人在无力偿还债务时仍然可以获得更大规模的融资，甚至到后期连利息都要靠融资来偿付。而伴随其资金链的绷紧和影响范围的扩大，相关利益主体更加不敢贸然对其停止“输血”，推动此“庞氏特性”不断自我强化，一旦泡沫无法维系再平衡，泡沫破裂，可能会形成债务危机。

六、 债券市场信用风险出清测试：税收、就业和债务

结合政策导向、行业产能和亏损情况，假设四种行业（煤炭、黑金、有色和钢铁）的极端情形：亏损企业全部关闭，运用压力测试分析债券市场信用风险对财政、就业和金融市场的影

图表 17 九大细分过剩行业一次性出清对财政、就业和金融市场的影

	行业	累计 单位 家	累计 亏损 家	亏损 比例 %	累计 税金 /亿	累计 从业 /万	财税 减少 /亿	失业 增加 /万	债务 增加 /亿
煤炭	烟煤和无烟煤	6206	2005	32.31%	1083	493.73	349.92	159.51	9495.95
	褐煤开采洗选	185	50	27.03%	66.55	17.61	17.99	4.76	562.34
黑金	黑色金属铸造	3656	379	10.37%	231.73	59.72	24.03	6.19	197.72
	铁矿采选	2921	816	27.94%	4.77	53.69	1.33	15	1530.64
有色	锰矿、铬矿	153	40	26.14%	23.61	2.55	6.17	0.67	20.38
	铜矿采选	293	96	32.76%	34.97	7.97	11.45	2.61	162.63
	铅锌矿采选	508	101	19.88%	28	12.61	5.57	2.51	98.08
钢铁	炼铁	310	119	38.39%	68.41	22.17	26.26	8.51	668.98
	炼钢	203	69	33.99%	86.03	49.83	29.24	16.94	2290.06
	总计	14435	3675	25.46%	1627.07	719.88	471.97	216.7	15026.79

注：累计税金和财税减少最后日期为 2013.06，其余变量最后日期为 2015.10。

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

财政税收：极端情形下一次性出清，财政税收减少约 472 亿元，占全国财政收入的 0.31%。若两年内出清，年均减少 236 亿，对全国财政构成不了太大压力。

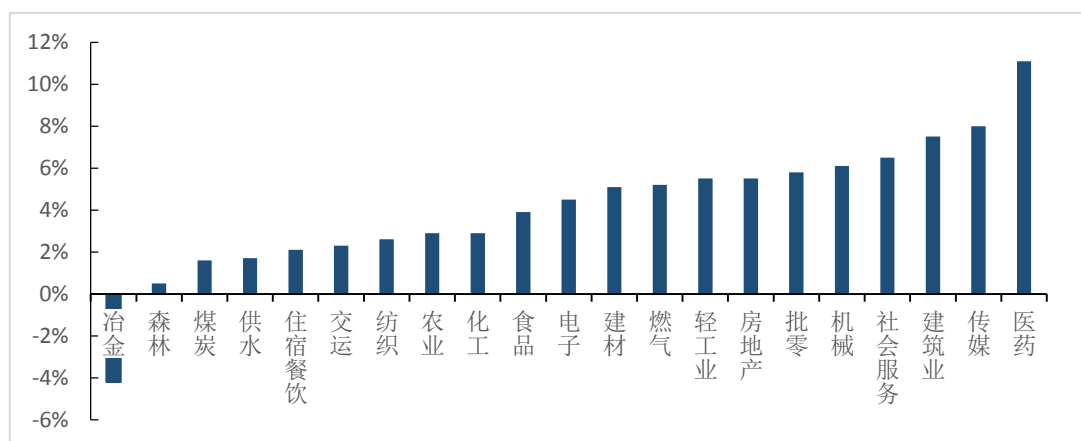
就业市场：一次性出清将新增就业人口 216.7 万人，当前第三产业每年新增就业 1500 万人，吸纳失业人员的压力并不大。财政下拨资金对过剩行业职工发放经济补偿金或预留社保费，进行就业援助、转岗培训等相关支出。

金融市场：利用负债总额与企业亏损比例，测算极端情形下影响债务规模约 15027 亿元，银行贷款占比估计为 80%，两年内出清，每年新增约 6000 亿元不良贷款，考虑到银行拨备前利润超过 2 万亿，对银行利润侵蚀较大，但不至于产生系统性风险，并且银行可以通过加大核销力度等手段进行对冲。但一次性出清可能会造成债券集中违约，引发债市动荡。

整体上，过剩行业一次性出清对就业、税收的影响相对较小，但银行不良贷款会出现大比例上升。防范及化解金融风险将是处置过剩行业的关键步骤。

七、 债券市场信用风险应对处置：供给侧改革破冰攻坚

7 月份政治局会议对供给侧改革（去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板）提出了具体要求，提出要抑制资产泡沫。供给侧改革旨在调整经济结构，最优化供给要素配置，需求侧有投资、消费、出口三驾马车，供给侧则有劳动力、土地、资本和创新四大要素。



图表 18 2015 年中国国有企业各行业资本收益率

资料来源：wind 资讯，新世纪评级

如果对比各行业的资本收益率，会发现行业间效益差别较大。根据国资委 2015 年对国有企业经营状况的统计（图表 18），包括冶金、煤炭、化工、供水和交运等在内的行业资本收益率都在 3% 以下，远低于金融机构人民币贷款加权平均利率 5.3%。

对于煤炭、钢铁等过剩行业，行业景气低迷，再加上融资成本偏高，一部分理应被市场化淘汰，但债券发行人犹存。去产能虽然会带来短期阵痛，但中期受益，企业利润长期将得以改善。具体措施：行政命令+多兼并重组+少破产清算+市场淘汰+严控金融风险。

对于房地产、建筑工程等现金流偏弱行业，抑制房地产资产泡沫，在一边去三四线城市库存一边去房企杠杆中寻求平衡。在房企融资规模和负债率大幅上涨的背景下，需关注近年来监管对融资资金用途限制带来的风险。