

2018 年上半年债券市场违约事件分析报告

研发部/武博夫

摘要:

2018 年上半年债券市场进入违约高发期，包括 7 月 5 日发生违约的永泰能源在内债券市场共有 10 家新增违约发行人，超过 2017 年全年违约发行人数量；违约发行人在违约时存续债券余额达到 665.87 亿元，超过 2016 年全年水平。同时，2018 年上半年违约事件的突发性明显增强，债券市场首次出现 AAA 级发行人违约。除债券违约事件外，2018 年上半年非标产品兑付风险事件频繁发生，主要集中于中西部地区城投企业。

从违约发行人的特征来看，2018 年上半年违约事件集中于民营企业上市公司，在行业分布上集中于资金密集型行业，在区域分布上则暴露出民营企业互保风险的隐患。从违约事件的影响因素来看，2018 年上半年违约事件主要受到金融严监管下信用供给收缩的影响，违约发行人面临再融资环境收紧，流动性管理问题集中暴露，同时发行人的合规管理问题仍具有显著影响。

7 月以来，国务院常务会议释放了货币政策进一步编辑宽松的信号、政治局会议强调坚定去杠杆、央行窗口指导银行增配低评级信用债等均对市场资金面给予了大力支持，预计 2018 年下半年，市场信用紧缩状况将有所好转，企业融资压力逐步缓解，但对于货币资金存量较小、资产受限程度较高、外部融资渠道不甚畅通的企业而言，其债务偿付风险仍需持续关注。

一、违约与信用风险事件概况

（一）债券市场违约事件集中爆发，违约发行人存续债券金额攀升

2018 年上半年债券市场进入违约高发期，截至 7 月末¹共有 10 家发行人首次发生债券违约，与 2017 年全年违约发行人数量持平，但低于 2016 年的同期数量。2018 年上半年新增违约事件集中爆发于第二季度，尤其是 5 月份与 6 月份，这一时间也是债券市场的偿付高峰期。在违约发行人中神雾环保与神雾集团、凯迪生态与阳光凯迪均为合并口径内子公司与上市母公司先后违约。

¹ 7 月仅永泰能源及其母公司永泰集团于 7 月 5 日首次发生违约（其中永泰集团为触发交叉违约），由于时间较近，一并纳入统计。

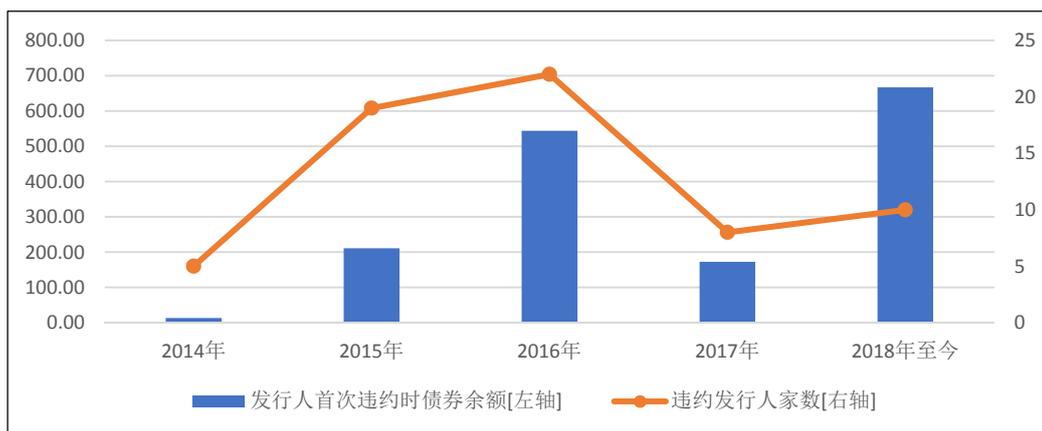
图表 1. 2018 年债券市场新增违约发行人（截至 7 月末）

发行人	首次债券违约日期	首次违约时待偿付债券支数与余额	公司属性	省份	Wind 四级行业
神雾环保	2018-03-14	1 支, 4.5 亿元	民营企业	北京	工业机械
富贵鸟	2018-04-23	2 支, 21 亿元	民营企业	福建	鞋类
神雾集团	2018-04-28	2 支, 22.49 亿元	中外合资企业	北京	环境与设施服务
凯迪生态	2018-05-07	5 支, 39.80 亿元	公众企业	湖北	新能源发电
中安消	2018-05-07	2 支, 11.91 亿元	民营企业	上海	信息技术咨询与其它服务
上海华信	2018-05-21	13 支, 296 亿元	民营企业	上海	石油与天然气的炼制和销售
阳光凯迪	2018-06-02	2 支, 28 亿元	中外合资企业	湖北	多领域控股
中融双创	2018-06-13	2 支, 11.97 亿元	民营企业	北京	铝
永泰能源	2018-07-05	21 支, 221.20 亿元	民营企业	山西	煤炭与消费用燃料
永泰集团	2018-07-05	1 支, 10 亿元	民营企业	北京	煤炭开采和洗选业

注：数据来源 Wind，其中“首次违约时待偿付债券”包括首支违约债券，不含资产支持证券

从存续债券金额的角度来看，2018 年上半年违约发行人首次违约时存续债券余额²远超过往年水平。2018 年上半年 10 家违约发行人在首次违约时的存续债券余额共 666.87 亿元，不但远超过 2017 年的 172.70 亿元，也超过了 2016 年的 543.80 亿元³。2018 年上半年违约事件涉及的存续债券规模攀升主要是由于上海华信和永泰能源两家违约发行人存续债券规模较高导致，上述 2 家发行人在违约时存续债券分别有 13 支和 21 支，存续规模分别为 296.00 亿元和 221.20 亿元。

图表 2. 历年新增违约发行人数量与首次违约时存续债券余额（亿元，家）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

² 首次违约时存续债券余额指发行人在首次违约时全部未偿付债券的本金总额，包括首支违约债券，不含资产支持证券。

³ 其中，波鸿集团（2015 年）、河北物流（2016 年）与亿利集团（2016 年）在债券违约后第二天足额偿付违约资金，违约事件系资金管理操作失误导致，评级机构未对上述发行人进行级别调整，故不计入统计。

从历年来违约发行人在违约时的存续债券余额来看，2018 年首次违约的上海华信和永泰能源分别占据了历年违约发行人中的前两位，均超过了 200 亿元；而在 2018 年之前的违约事件中，首次违约时存续债券规模超过 100 亿元的发行人仅中城建 1 家，达到 161.50 亿元，超过 50 亿元的分别为丹东港集团、东北特钢、山水水泥、云峰集团和川煤集团。

图表 3. 违约时发行人存续债券余额（前 10 名）

发行人	首次债券违约年份	首次违约时待偿付债券余额 (亿元)	违约前资产总额 (亿元)	报告期	Wind 四级行业
上海华信	2018 年	296.00	1,830.22	2017 年三季度报	石油与天然气的炼制和销售
永泰能源	2018 年	221.20	1,071.73	2017 年年报	煤炭与消费用燃料
中城建	2016 年	161.50	885.56	2015 年三季度报	建筑与工程
丹东港集团	2017 年	79.50	550.08	2016 年半年报	海港与服务
东北特钢	2016 年	71.70	512.06	2014 年三季度报	钢铁
山水水泥	2015 年	68.00	347.71	2015 年半年报	建材
云峰集团	2016 年	66.00	247.41	2015 年半年报	贸易公司与工业品经销商
川煤集团	2016 年	59.00	386.03	2015 年年报	煤炭与消费用燃料
天威集团	2015 年	45.00	129.17	2014 年年报	电气部件与设备
大连机床	2016 年	40.00	236.20	2015 年年报	工业机械

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）违约事件突发性增强，首次出现 AAA 级发行人违约

总体来看，2018 年上半年违约事件的突发性明显增强。违约发行人中仅中安消与富贵鸟在 2017 年便已发生对信用状况产生重大负面的事件，其中中安消在 2017 年 4 月被出具否定意见的审计报告，富贵鸟在 2017 年 9 月因违约担保被福建证监局出具警示函，此外神雾环保、凯迪生态、上海华信等发行人从负面事件发生到发生违约的时间均在一个月左右，而中融双创、永泰能源在违约发生前并未发生可以明确导致信用状况恶化的负面事件。从级别调整来看，部分评级机构在违约事件中存在评级预警能力不足、短时间级别调整幅度过大等问题，其中凯迪生态、中融双创与永泰能源在违约事件发生后直接由 AA 级、AA+级下调至 CCC 级~C 级⁴，客观上加大了违约事件的市场冲击。

与违约事件突发性增强伴随的是 2018 年上半年高级别违约发行人增多，其中上海华信成为首家 AAA 级违约发行人。从评级历史来看，联合资信在 2014 年 5 月首次给予公司 AA 级信用级别，2017 年提升至 AAA 级，同时中诚信国际、

⁴ 其中中融双创于 6 月 14 日下调至 BB 级，7 月 24 日下调至 CCC 级。

中诚信证评和联合信用也对公司给出 AAA 级；2018 年 3 月以来，上海华信面临负面舆论发酵，融资渠道收窄，信用状况恶化，上述评级机构连续多次对其级别下调；同时，永泰能源成为首家违约时主体评级为 AA+ 级的发行人，并且在永泰能源发生违约前两周，联合信用刚刚在跟踪评级中维持其 AA+ 级别。此前债券市场违约事件中包括天威集团、山水水泥等虽然也曾获得过 AA+ 级，但上述发行人在违约前均经历多次级别下调。

（四）城投企业非标产品兑付风险事件频繁发生

除债券违约之外，2018 年上半年多支非标产品发生兑付风险事件，包括借款人逾期偿还、担保人未能履行担保条款等。相对而言，发生非标产品违约的借款人信用资质较低，发行债券等标准化融资渠道的途径受阻，资金平衡对资金成本相对较高的非标融资依赖度较高，在金融去杠杆、控非标的政策环境背景下更容易面临资金周转压力。

值得注意的是，2018 年上半年非标产品兑付风险事件主要集中于城投企业，尤其是西部地区县市级平台企业或部分二线城市中处于边缘位置的城投企业或其关联公司。以贵州省黔东南州为代表的西南、西北地区县市经济结构较为单一，财政实力有限，当地城投企业融资能力较弱，对非标融资依赖程度较高。6 月与 7 月份，黔东南州的城投企业凯宏资产连续两支信托计划发生逾期，凸显了西南地区平台企业的债务周转压力。与此同时，对于东部地区或二线城市平台企业而言，如果公司在当地国资体系中处于边缘位置，那么可以获得的外部支持较为有限，这一情况以天津市政集团子公司信托计划逾期事件最为典型。

图表 4. 2018 年以来主要非标产品逾期事件

日期	涉及的企业	内容
1 月 11 日	云南省国有资本运营有限公司	云南资本信托贷款
5 月 9 日	绿源农产品贸易股份公司, 由西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司提供担保	中电投先融-锐源 1 号资产管理计划
5 月 16 日	天津市市政建设开发有限责任公司, 天津市政集团提供担保	天津市政集团下属子公司信托计划逾期
6 月 12 日	营口港务集团	营口港务集团保险债权投资计划
6 月 13 日	云南省房地产开发经营(集团)有限公司	云房集团子公司京鹏地产 3 亿元信托债务
7 月 6 日	黔东南州凯宏资产运营有限责任公司	首誉光控专项资产管理计划违约——凯宏资产委托贷款
7 月 19 日	铜仁市武陵山投资经营(集团)有限公司, 贵州松桃永昌投资开发有限公司提供担保	金诚铜仁城市化发展 2 号私募基金

资料来源：新世纪评级整理

二、违约发行人的主要特征

（一）公司属性：集中于民营企业上市公司

2018 年上半年债券市场新增违约发行人全部为民营企业，延续了 2017 年以来的趋势。根据往年违约事件的经验，民营企业外部支持力度弱、投资较为激进、存在实际控制人风险等特征对违约事件的发生存在较大影响。2018 年上半年，在金融去杠杆的政策背景下，民营企业更容易在发生负面事件时面临羊群效应，投资者风险偏好下降趋同，加剧了融资渠道的收窄。

另一方面，2018 年上半年违约发行人中多家为上市公司或上市公司母公司。一般而言，上市公司的融资渠道较非上市公司更为畅通，资信状况也普遍较好。但由于上市公司存在业绩预期与估值压力，公司在信用扩张阶段普遍存在抬高财务杠杆、加大资本性支出等现象。当市场环境发生变化时，如果公司投资项目未能实现稳定的经营性现金流，发行人的资金周转压力会大幅攀升。从融资渠道来看，股票质押融资是上市公司大股东相对便捷的融资方式，但也普遍存在上市公司股权质押比例过高的问题，融资方对二级市场波动较为敏感，当股价大幅下跌时融资出现触发预警线导致需要进行补质押或强制平仓的情况，如果质押比例过高且流动性紧张，融资方几乎丧失回旋余地，从而导致股票被冻结，引起系列连锁反应，最终走向违约。

（二）行业分布：集中于资金密集型行业

从行业分布来看，2018 年上半年违约事件主要发生在环保设备制造、消费品制造、发电、贸易和铝加工等行业。总体来看，上述行业具有明显的资金密集型特点，发行人前期投资较高，回款周期较长，营业收入现金率普遍处于较低水平，在外部融资渠道收窄的市场环境下资金周转和债务滚动能力压力上升。

值得注意的是，2018 年上半年环保相关概念行业中违约与信用风险事件频繁发生，包括神雾环保（及其母公司神雾集团）、凯迪生态（及其母公司阳光凯迪）等企业发生违约，此外盛运环保债务逾期，已被下调至 CC 级⁵。具体来看，虽然环保相关概念行业近年来受政策红利发展较快，但从行业竞争环境来看市场集中度有限，对下游产业链依附较深，部分企业收入与盈利状况受单个重点项目影响较大。对于神雾环保等主要从事环保设备制造业务而言，业务模式以工程总承包方式为主，更接近于建筑施工企业，经营活动垫资较多，也加剧了发行人的现金流压力。

⁵ 盛运环保银行借款发生逾期，但债券尚未发生违约，故未列入违约发行人名单。

除环保相关概念行业外，铝加工、煤炭开采等传统产能过剩行业再次出现违约事件。但与产能过剩行业集中违约的 2015~2016 年相比，上述违约事件仍属于个例范畴，违约事件主要仍是受融资环境变化与流动性压力等因素导致，如永泰能源等企业在违约前主营业务的经营情况仍大体保持稳定，并未出现收入与盈利急剧下降的情况。

（三）区域分布：互保风险暴露隐忧

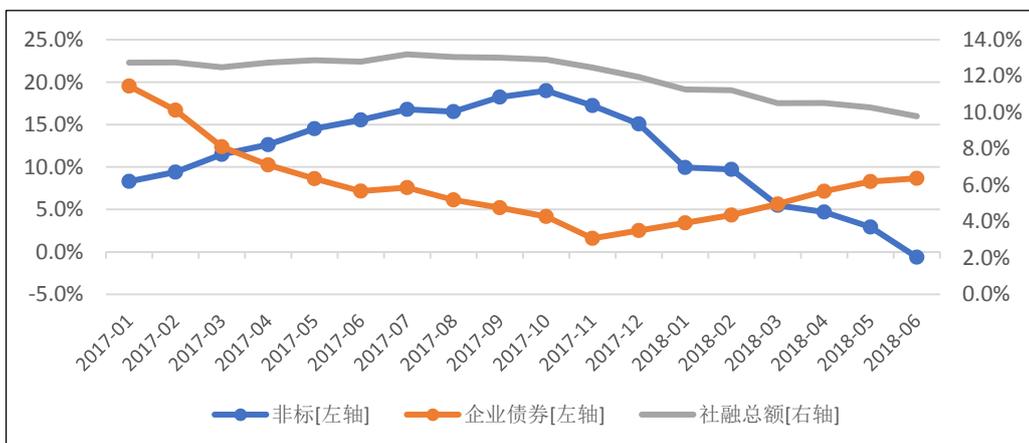
从区域分布来看，虽然违约事件并未呈现出区域集中爆发的现象，但也暴露出部分地区民营企业的互保问题。部分发行人违规担保成为违约事件发生的直接原因之一，同时个别地区企业之间的互保现象也存在信用风险暴露蔓延的隐忧。在 2018 年上半年违约事件中，富贵鸟由于对关联方提供大规模担保代偿，导致公司资金大幅流出，最终发生债券违约；中融双创所在的山东省邹平县境内多家大型企业存在互保关系，存在信用风险在企业之间蔓延的隐忧，加大了债务危机的处置难度。但从整体来看，2018 年上半年违约事件仍呈现离散发生态势，信用风险的暴露尚未形成区域性的连带效应。

三、导致违约事件的影响因素

（一）金融严监管下信用供给收缩

从政策层面来看，2017 年以来的金融去杠杆的持续推进是导致债券市场发行人融资渠道收紧的重要原因。自 2017 年 11 月资管新规征求意见稿发布以来，非标融资增速大幅下滑。从社会融资规模来看，以委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票为代表的非标融资存量规模增速自 2017 年 10 月达到最高点的 19.0% 之后持续呈现下降趋势，至 2018 年 6 月下降至 -0.6%，已呈现负值。企业债券融资增速在 2017 年 11 月达到最低点后开始逐步反弹，但社会融资规模存量总额的增速仍呈现下滑趋势。

图表 5. 社会融资规模存量中非标融资和企业债券融资增速

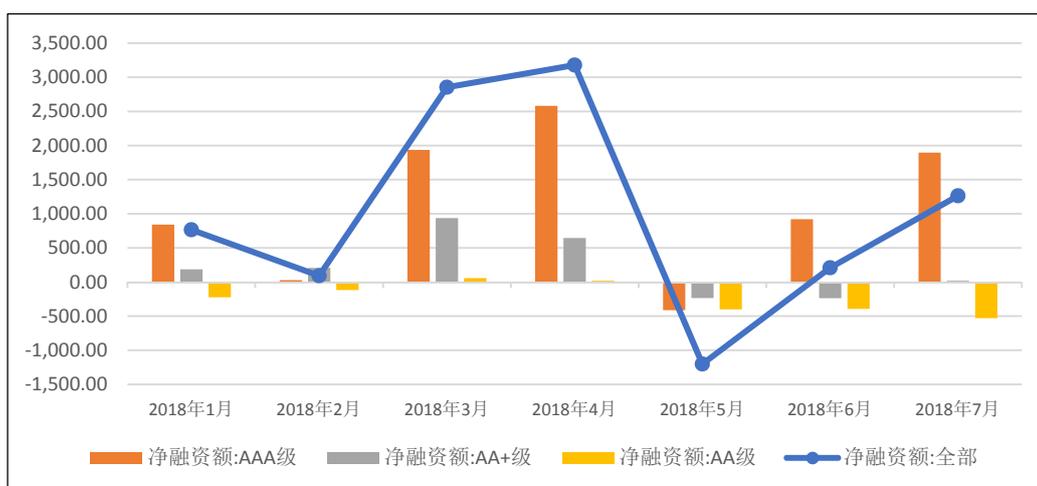


注：数据来源于 Wind，其中非标融资包括委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票

对债券市场发行人而言，非标融资增速下降的影响主要有两个方面：一方面，部分发行人融资结构中对非标融资依赖较高，尤其是房地产企业和城投企业，非标融资增速下降对上述企业的融资渠道有直接影响；另一方面，对影子银行的挤压使得货币创造过程回归银行表内，降低了货币创造能力，降低了企业所能获得的信用供给，这也解释了 2018 年以来为何在市场整体流动性宽松下企业融资渠道会呈现收紧状态。

总体来看，虽然非标融资增速的下降对债券市场呈现利好，但非标转标压力造成的信用供给收缩导致债券市场信用偏好趋同，进而加大了中低评级企业的发债难度。从社会融资规模存量增速来看，企业债券融资增速自 2017 年 11 月开始呈现止跌回升，与非标融资增速呈现剪刀差状，2018 年 3 月开始超过后者，但从结构来看，2018 年以来社会融资规模增量中企业债券融资增长主要集中于 AAA 级的高评级企业，而中低评级企业的净融资规模仍处于低位。

图表 6. 不同级别非金融类债券净融资规模



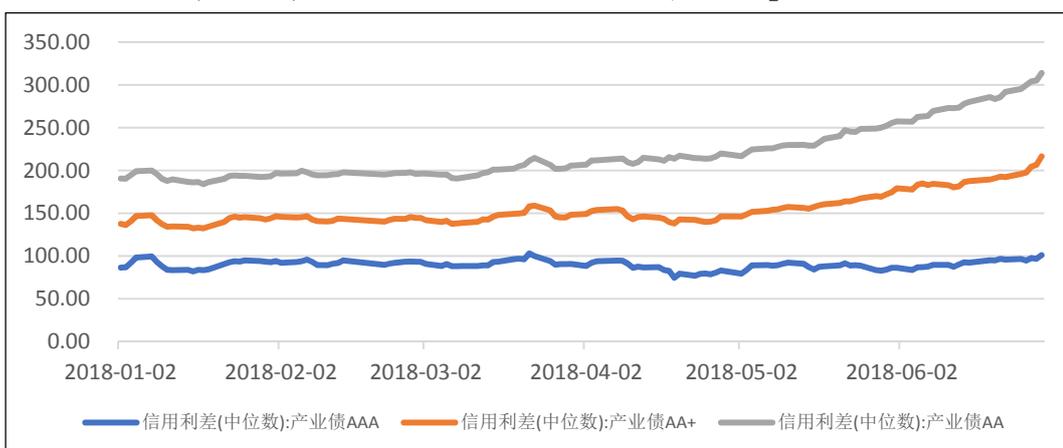
资料来源：Wind

（二）违约事件集中爆发对债券市场的影响

与往年违约事件相比，2018 年违约发行人集中于上市公司和大型集团企业，单个违约事件的市场影响明显增强，同时 2018 年第二季度违约事件的集中爆发导致金融机构风险偏好下降，进一步加剧了中低评级企业的融资困难。

从信用利差情况来看，自 5 月 7 日中安消、凯迪生态同日披露违约事件后，AA 级、AA+级产业债信用利差持续走高，而 AAA 级产业债信用利差基本保持平缓。

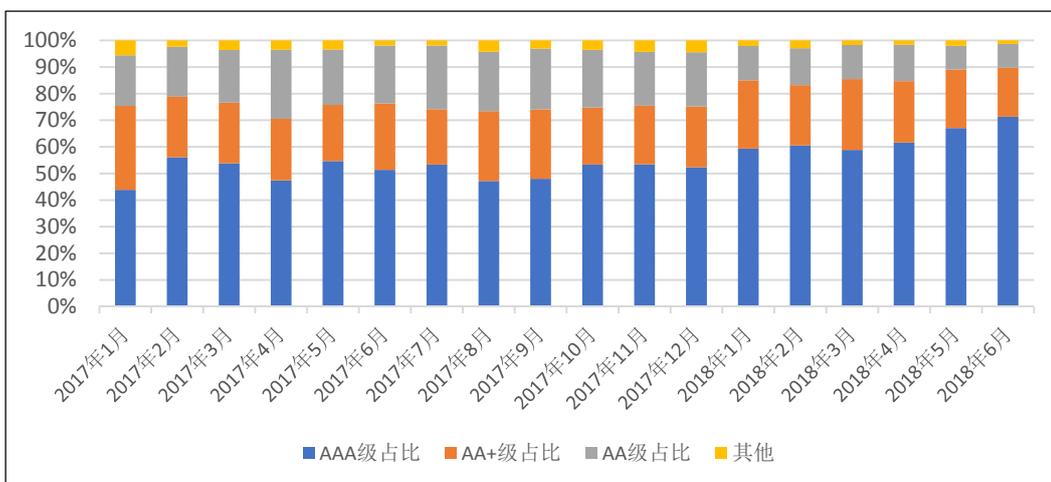
图表 7. 2018 年上半年不同级别信用利差走势 (单位: bp)



资料来源: Wind

从债券发行的级别中枢来看,2018 年上半年非金融债券中主体级别 AAA 级、AA+级和 AA 级的发行规模占比分别为 65.13%、22.65%和 11.15%,而 2017 年上述级别占比分别为 54.23%、23.22%和 20.21%,级别中枢向高等级方向移动趋势较为明显。

图表 8. 2018 年上半年不同主体级别的非金融类债券发行规模占比



资料来源: Wind

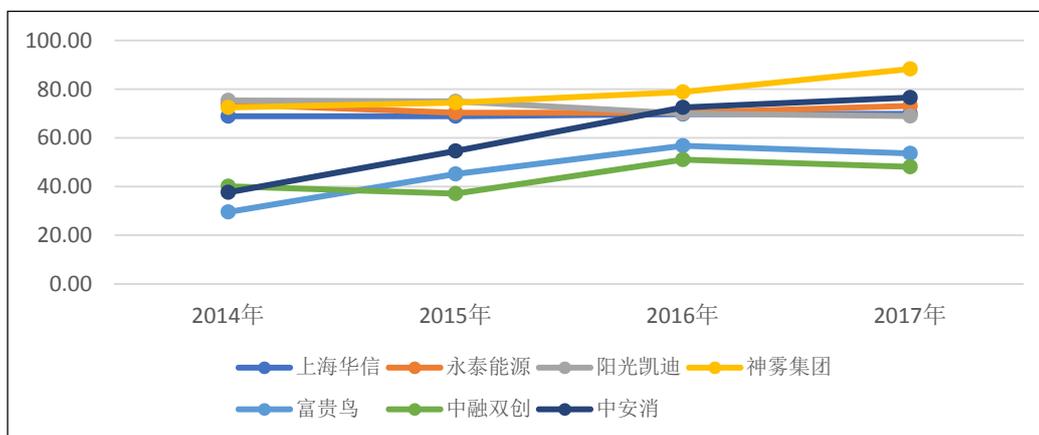
从净融资额来看,伴随债券取消发行数量增加,2018 年 5 月非金融类债券净融资额由 4 月的 3180.00 亿元环比下降至-1202.79 亿元;2018 年 6 月 AAA 级净融资额呈现恢复,但 AA 级和 AA+级非金融类债券净融资额仍处于负值(参见图表 6)。

(三) 企业的流动性管理问题

从企业层面来看,2018 年上半年违约发行人在流动性管理方面缺乏前瞻性,普遍存在财务杠杆水平过高、现金创造能力较差、债务期限结构不合理等问题。

企业信用扩张与宏观信用周期错配导致企业无法维持债务滚动周转，发行人在信用扩张时期增加资本性支出，财务杠杆水平攀升。当外部融资环境收紧时，发行人被动调低财务杠杆，最终导致违约事件的发生。

图表 9. 违约发行人 2015 年以来资产负债率 (%)



注：根据 2015~2017 年年报数据计算，其中上海华信、阳光凯迪和富贵鸟未披露 2017 年年报，以最新一期数据为准；剔除合并口径，未包含神雾环保和凯迪生态。

从现金流的角度来看，违约发行人资金平衡模式普遍较为脆弱，对筹资活动依赖过高，最终在融资环境收紧时出现流动性枯竭。一方面，违约发行人经营性现金流状况不佳，如神雾集团（神雾环保）、富贵鸟等违约发行人在违约事件发生前出现应收账款周转情况发生恶化，经营获现能力大幅下滑；另一方面，违约发行人对外投资规模较大，投资性现金流净额持续呈现大幅净流出。

图表 10. 违约发行人近三年来现金流情况 (亿元)

发行人	最新报告期	2015 年以来经营性现金流净额之和	2015 年以来投资性现金流净额之和	2015 年以来筹资性现金流净额之和	2015 年以来现金增加净额
上海华信	2017 年三季报	111.87	-324.85	347.79	134.81
永泰能源	2017 年年报	115.05	-320.18	236.27	31.14
阳光凯迪	2017 年半年报	12.81	-116.00	114.06	10.87
神雾集团	2017 年年报	0.34	-75.92	90.96	15.39
富贵鸟	2017 年半年报	-58.50	-34.25	90.96	-1.78
中融双创	2017 年年报	-1.59	-25.55	23.55	-3.59
中安消	2017 年年报	18.04	-22.98	15.19	10.25

注：根据 2015~2017 年年报数据计算，其中上海华信、阳光凯迪和富贵鸟未披露 2017 年年报，以最新一期数据为准；剔除合并口径，未包含神雾环保和凯迪生态。

(四) 合规管理问题仍具有显著影响

发行人合规管理问题是民营企业发生违约事件的重要原因。在 2018 年上半年违约事件中，包括富贵鸟、中安消、凯迪生态等发行人均曾因合规问题受到监

管部门警告或调查。具体来看，富贵鸟由于违规担保收到福建证监局警示函，公司大额对外担保代偿与资金拆借暗示公司或存在较大规模的未披露关联交易，同时也加剧了公司货币资金枯竭；中安消 2016 年年报被德勤出具无法表示意见的审计报告，随后在证监会立案调查中被揭露出存在虚增估值借壳上市的嫌疑；凯迪生态股权结构分散，公司无实际控制人，或存在内部人掏空问题。合规管理方面的重大瑕疵可能成为公司股价下跌、银行抽贷的直接原因，而且短时间内难以弥补，从而进一步削弱了发行人的再融资能力。

四、总结与展望

2018 年上半年债券市场违约事件发生频率较上年同期明显增加，违约风险敞口规模已超过历史同期最高水平。违约企业以民营上市公司为主，发生违约事件的突发性强，信用评级对违约的预测难度上升，在违约事件中预警能力不足，多数违约发行人出现短时间级别从高等级向下大幅调整的现象，同时出现了首家 AAA 级发行人违约。

从影响因素来看，在外部方面，在信用收缩的市场环境下，债券市场发行人面临较大的再融资压力，从而加剧了发行人的流动性风险，特别是信用等级较低的发行人，民营企业的集中违约使得市场投资者的风险偏好下降，使得资质较低的企业融资难度进一步加剧；在发行人自身方面，流动性管理缺乏前瞻性也是违约发生的重要因素，企业财务杠杆水平过高，依赖债务过度扩张，期限错配等问题突出。另外，企业的合规管理缺陷亦不能忽视。

展望 2018 年下半年，从政策环境来看，我国货币政策将保持稳健中性，并有望伴有一定程度的结构性宽松。7 月 23 日，国务院常务会议释放出货币政策进一步边际宽松信号；7 月 31 日，中央政治局会议强调“坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏”。预计 2018 年下半年信用供给状况将呈现一定的好转，将在一定程度上缓解企业的融资压力。

从债券市场来看，2018 年下半年非金融类债券仍处于本金偿付与回售高峰期，部分发行人仍面临较大的债务周转压力，对于货币资金存量较小、资产受限程度较高、外部融资渠道不甚畅通的企业，偿债压力仍需持续关注。另一方面，2018 年上半年城投企业非标产品兑付风险事件频繁发生，并集中在云南、贵州等西部省份。总体来看中西部欠发达地区、层级较低的城投平台发生违约的风险仍较大，兑付风险扩大到公开发行的可能性将有所上升。