

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

综合行业债券违约现象及外部成因探讨

摘要

我国综合行业债券自2015年打开违约，18年以来随同全行业违约形势加剧而加剧，该行业违约债券市场现已成为我国违约信用债市场的重要组成部分，其截至20年10月底，累计违约券规模以630.86亿元高居各行业榜首，但从截至10月底反映的综合行业存量违约债券占行业存量债券规模比率而言，居于各行业偏低水平。

综合行业违约券以公司债、一般中票居多，涵盖一般企业债/定向工具/可交债/短融等，与各类债券存量差异有关。其中，交易商协会ABN违约率相对较高。此外，多数债券发行2年之内违约，尤其12只债券发行1年内违约，明显暴露评级虚高和风险预警不强问题。

18年以来，综合行业债券违约规模呈现阶梯式抬升，鉴于发行人从事细分行业包括房地产、商贸、住宿餐饮、建材、建筑、通信、煤炭、水泥、食品饮料、饰品等领域，以周期性行业较为普遍，同时基于综合企业主要属于民营企业，因此从外部环境原因来看，其违约形势变化主要受以下影响。

一是宏观经济，18年以来，宏观经济经济增速显著滑坡。尤其20年初以来呈现由负转正。**二是金融环境**。17年以来，在宏观降杠杆、信用收缩局面下，民营企业债券和信贷融资困难。19年以来宽信用环境下，民营企业净融资状况仍待改善。**三是行业经济状况**。近年房地产、食品、有色、建材、化工、酒精饮料等诸行业盈利状况存在下滑迹象。在此环境之下，从事这些领域的综合行业企业，尤其非相关性多元化经营的、缺乏核心技术竞争力的综合企业改善盈利状况面临压力。

相关研究报告：

- 1.《债券主体违约率触底反弹，房企违约潮来临？——2020年第三季度信用债违约分析》，2020.10.15
- 2.《新增主体违约率创新低，民企激进投资风险再显现——2020年第二季度信用债违约分析》，2020.07.07
- 3.《季度主体违约率持续下行，行业倾向性不明显——2020年第一季度信用债违约分析》，2020.04.17
- 4.《中国高收益债系列研究（三）：综合行业高收益债风险解构、交易实况及启示》，2019.07.29

根据申万 2014 年行业分类标准，当多个行业的收入和利润均较为接近且没有明显的发展规划和控股公司的背景时，归入综合类。近年以来，综合行业债券违约市场发展成为我国主要行业债券违约市场，本文对我国综合行业债券市场违约现象及其外部成因做了简要分析。

一、综合行业债券违约现象概览

（一）15 年开启违约，18 年以来违约形势加剧

自 2015 年 4 月“14 波鸿 CP001”打响申万综合行业债券违约“头炮”开始截至 2020 年 10 月，综合行业累计有 20 家企业的 76 只债券违约，违约债券金额（按违约时余额计算，2015 年 4 月至 2020 年 10 月同 1 只债券重复违约的，按最近 1 次违约时余额计算）累计 630.86 亿元，综合行业整体违约规模大致随同全行业违约状况而变化，但违约规模占比呈现显著提升趋势，从 2015 年的 0.04% 猛增至 2019 年的 20.52%，2020 年 1 至 10 月略降至 18.95%，表明综合行业违约规模变化相对其他行业严峻。图 1、图 2 显示，综合行业债券违约状况主要自 2018 年以来趋于严峻，与全行业债券违约状况变化一致。

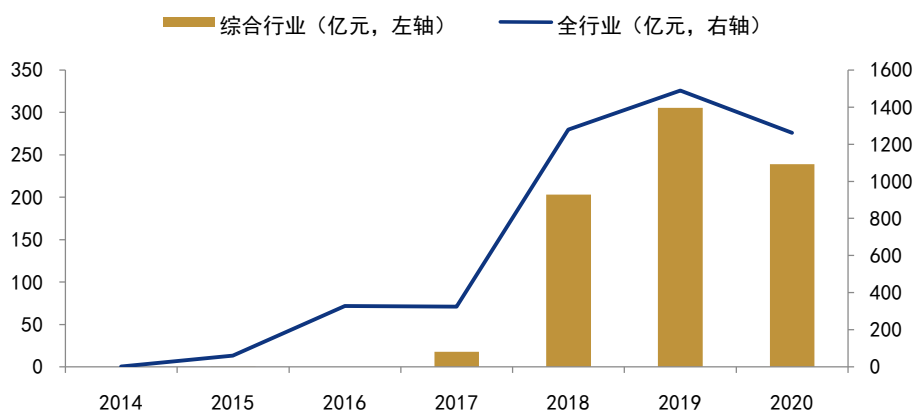


图 1：综合行业债券违约变化轨迹

注：1.同 1 只债券在当年反复违约的，统计最近 1 次违约时的余额；同 1 只债券跨年重复违约的，可在不同年份计算违约金额；2.2020 年统计截至 10 月份，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

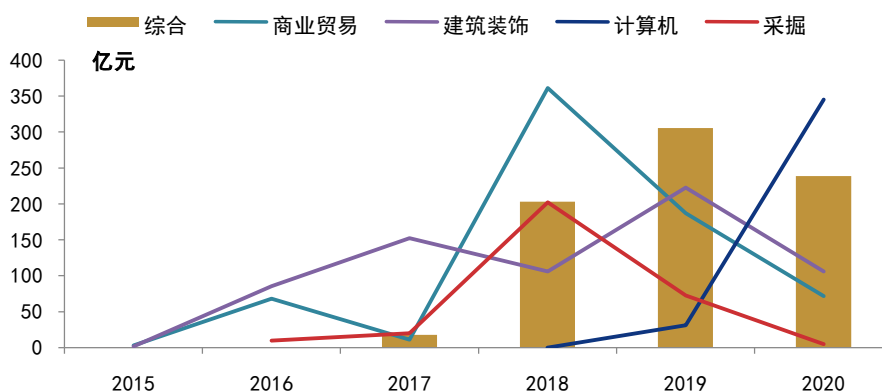


图2：主要行业债券违约变化轨迹比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2018年以来，综合行业债券违约规模显著加大，与行业债券到期规模持续增长有一定关系。图3显示，综合行业债券到期金额呈现持续增长。但2018年到期金额并未呈现跳跃式增长，明显低于2018年违约债券增速，表明综合行业存量债券到期增长只是引发债券违约的原因之一，更为重要原因则需要结合宏观经济与金融环境、综合企业所涉细分行业经济变化以及综合类企业经营特征和企业财务状况变化等予以分析。

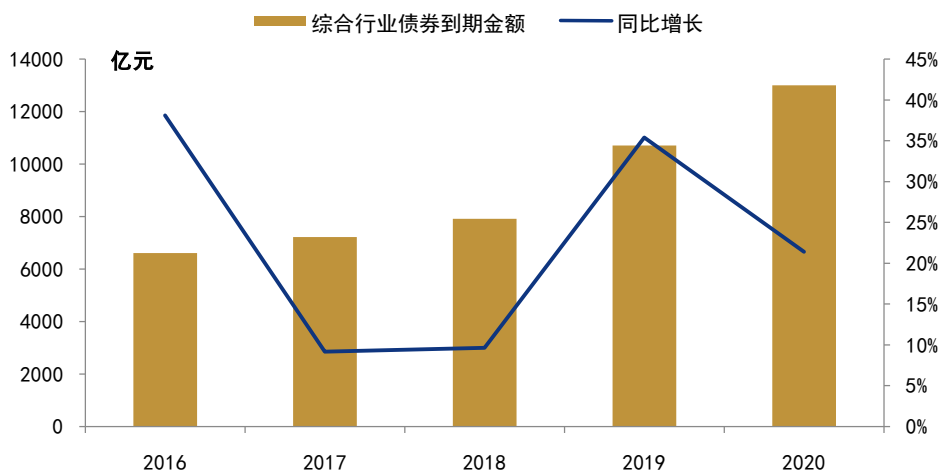


图3：综合行业主要信用债券到期情况统计

注：因债券提前还本和回售现象偏少，对本图得出的结论影响有限，统计未考虑债券还本还和回售情形。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）累计违约规模高居各行业榜首，但违约比率在各行业居于偏低

如按各行业违约规模绝对数来看，自我国债市违约元年2014年至2020年10月，综合行业累计违约债券金额（630.86亿元）在各行业中居于首位（见图4），其次包括商业贸易、建筑装饰、计算机、房地产等行业。从历年

违约情况来看，综合行业自2018年开始，违约规模地位在各行业中逐步显现（见图5），2019年跃居各行业首位，2020年前10月违约额以238.92亿元居于第二位，高于排名第三的房地产业（136.26亿元）。计算机业主要受北大方正集团违约影响，2020年前10月违约金额从2019年的31亿元飙升至345.4亿元，超过综合行业成为违约规模最大行业。如从考察日存量债券来看，综合行业违约存量债券22只，违约时余额合计211.62亿元，分别居于各行业首位、二位。

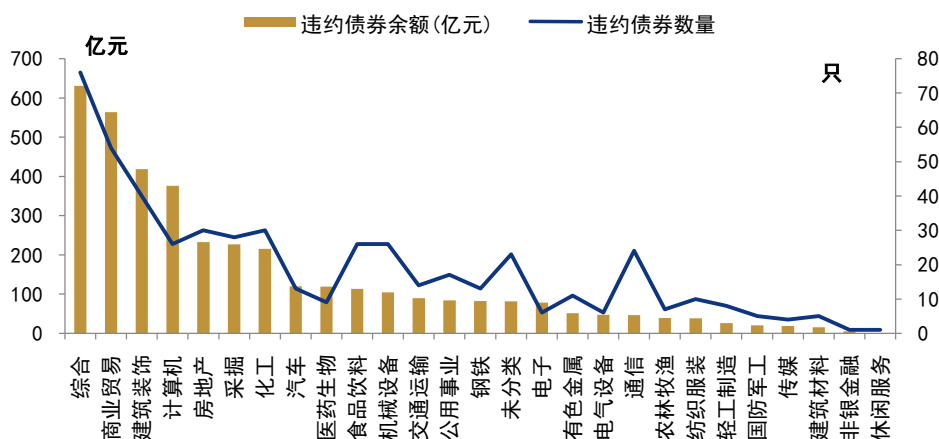


图4：综合行业违约债券规模居于各行业首位

注：数据统计自2014年1月至2020年10月；债券金额取违约时余额，期间同1只债券反复违约的，统计最近一次违约时余额。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

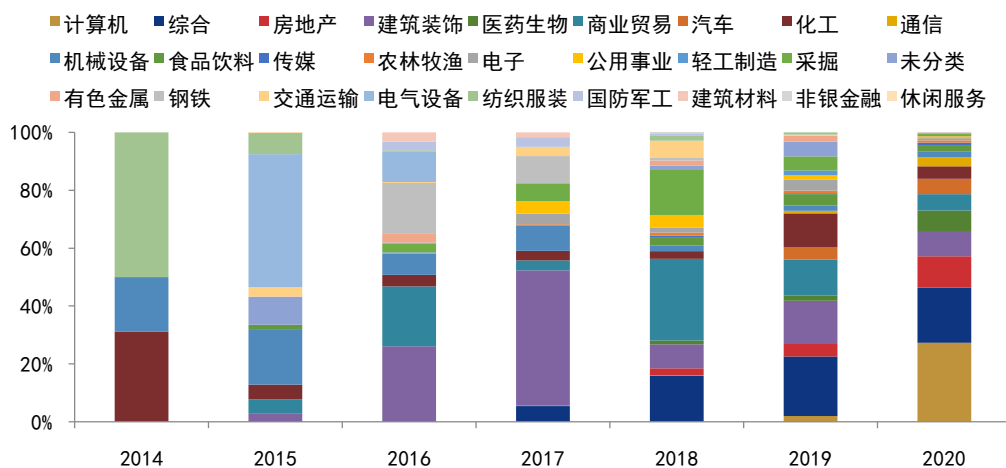


图5：历年各行业违约债券金额占比情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

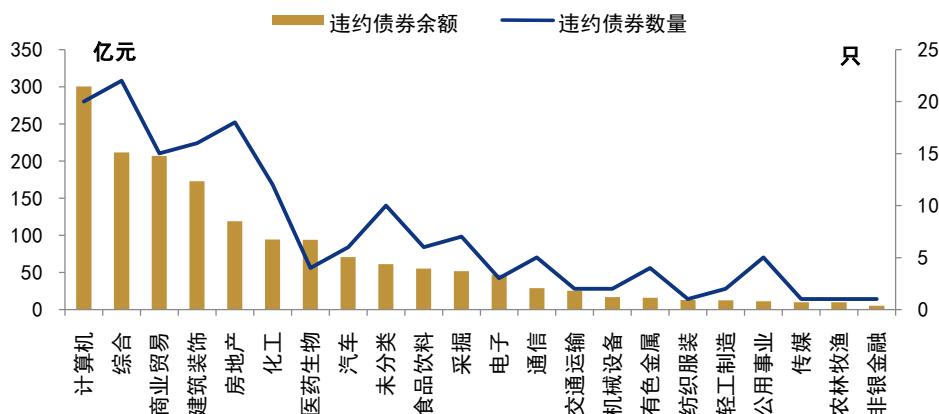


图6：综合行业期末存量违约券居于各行业前列

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

而从违约比率来看，图7所示，截至20年10月底，综合行业存量违约券占存量债券余额比重约0.43%，在各行业中居于偏低水平，显著低于计算机（22.05%）、医药生物（4.24%）、电子（4.18%）、食品饮料（3.34%）、汽车（3.21%）等行业债券违约比率水平。

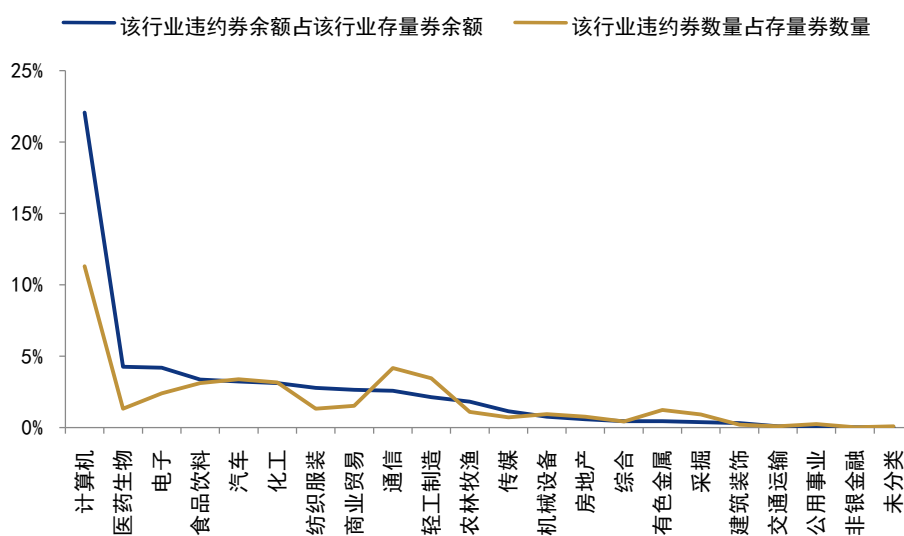


图7：综合行业债券违约比率水平居于各行业较低（统计截至2020年10月底）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）违约券种以公司债、一般中票居多，涵盖一般企业债/定向工具/可交债/短融等类型

根据2015年以来的综合行业违约券累计，一般公司债、一般中票、私募债违约金额分别为173.45亿元、170亿元、103.25亿元，合占违约券总额的70.81%，系主要违约券种。此外，一般企业债、定向工具、可交债、短融等其他券种也出现违约。但如果从图9所示综合行业各类违约券的违约比率（按综合行业此类存量债券违约时余额

/综合行业此类存量债券余额)反映的信用风险集中度来看,交易商协会ABN违约券占比明显偏高,其次包括定向工具、一般公司债等。其中,一般中期票据、一般公司债违约金额较高,与存量债券余额较高有关。除图9以外,2020年10月底(下称考察日)存量综合行业债券中,短融券、企业债、可交债等其他类型存量债券没有违约。

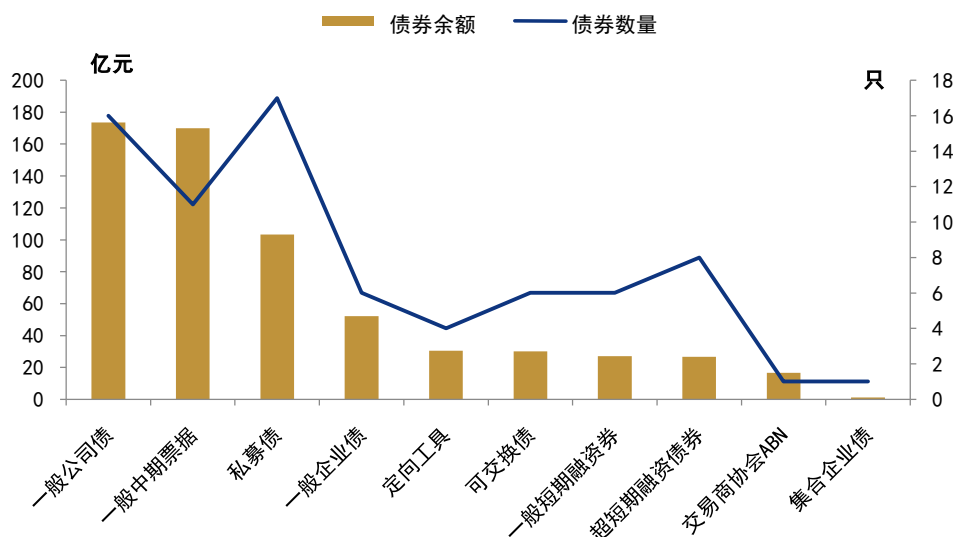


图8：全体综合行业企业违约债券的券种分布

注：统计2015年至2020年10月综合行业全部76只违约券。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

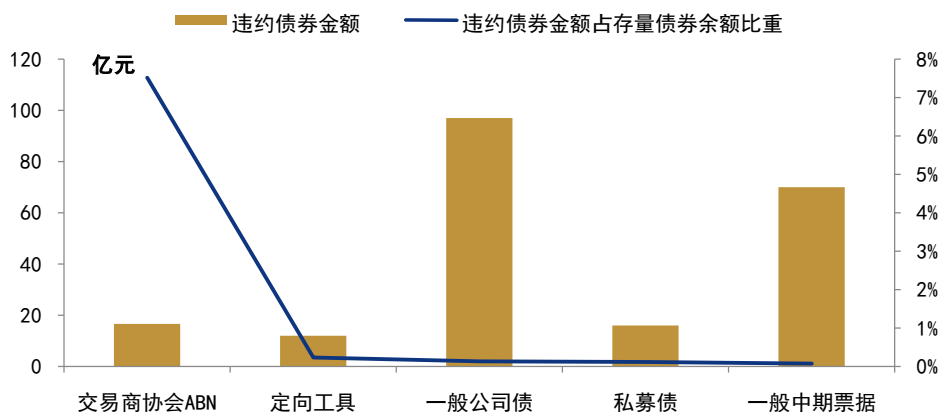


图9：考察日存量综合行业债券违约情况（按券种划分）

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

（四）多数债券发行2年之内即发生违约，反映评级虚高和风险预警不强问题

76只综合行业债券按首次违约发生时间来看,均在发行后7年内发生违约,平均起息后2.63年发生违约。其中,37只债券在起息后2年内发生违约,表明综合行业违约券中,近乎一半债券在2年以内的较短时间内即发生首次

违约，反映了这些企业短期内信用状况变化明显。尤其，12只债券（短融占9只）发行时主体评级分布在AA至AAA，发行1年之内即发生违约，表明了综合行业部分债券明显存在评级虚高和评级预警功能不强的问题。具体来看，发行后2年内发生违约的37只综合行业债券，发行人的区域分布以浙江省居多（16只债券的发行人包括精功集团、三鼎控股、新光控股等浙企）。

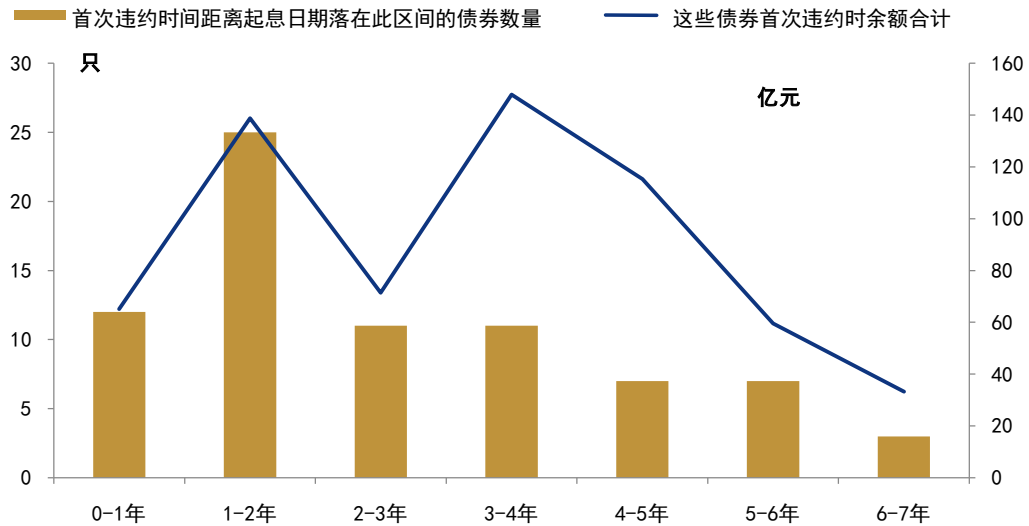


图 10: 76 只综合行业债券自发行后发生首次违约的耗时分布

注：时间区间值含尾不含首，区间值系指 2015 年 1 月至 2020 年 10 月考察期内违约的综合行业违约债券，首次违约时点距离起息日时点的差值。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

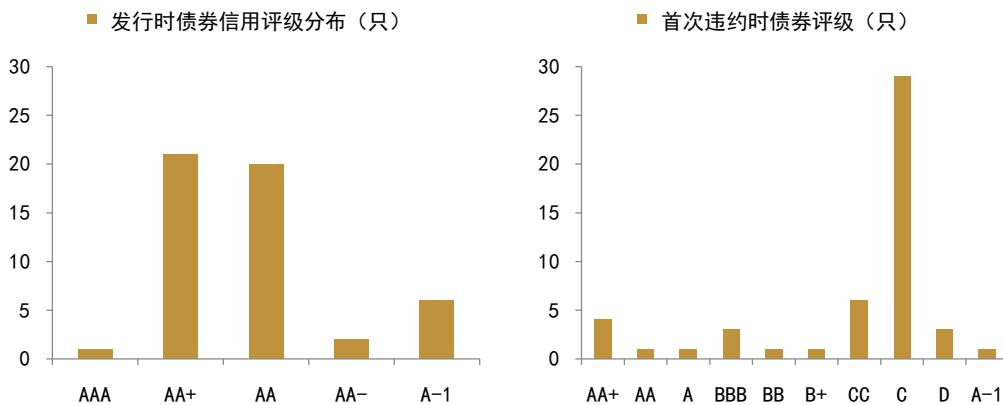


图 11: 50 只综合行业债券发行时与首次违约时评级分布比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，图 11 显示，根据 50 只综合行业债券发行时的债项评级来看，短融券均获得最高 A-1 级，非短融券信用等级最低 AA，最高 AAA。首次违约时的信用评级则绝大部分降至 C 级，但也有部分债券违约时仍然达到 AA 及以上级别，明显反映出综合行业债券市场部分存在的评级虚高与级别调降滞后现象。

二、综合行业债券违约环境探讨——从中宏观角度

综合以上图文分析来看，2018 年以来，综合行业债券违约规模呈现阶梯式抬升及企稳迹象，从宏观与中观角度来看，其违约现象受到了多方面环境因素影响。

（一）宏观经济状况变化

综合行业违约券的发行企业细分行业涵盖房地产、商贸、住宿餐饮、建材、建筑、通信、煤炭、水泥、食品饮料、饰品等领域，以周期性行业较为普遍，而周期性行业受宏观经济波动影响明显。2018 年尤其下半年以来，受“百年未有之大变局”等异常复杂形势影响，我国宏观经济经济增速呈现显著滑坡。尤其进入 2020 年以来，复杂经贸形势叠加新冠肺炎疫情对宏观经济增速造成明显扰动，目前仍处于经济增速修复阶段。受此影响，2018 年以来，综合行业债券违约规模梯级提升并企稳。2020 年前 10 月，综合行业违约债券金额累计 238.92 亿元，超过上年同期的 234.49 亿元，保持 2018 年以来的违约状况加剧态势。

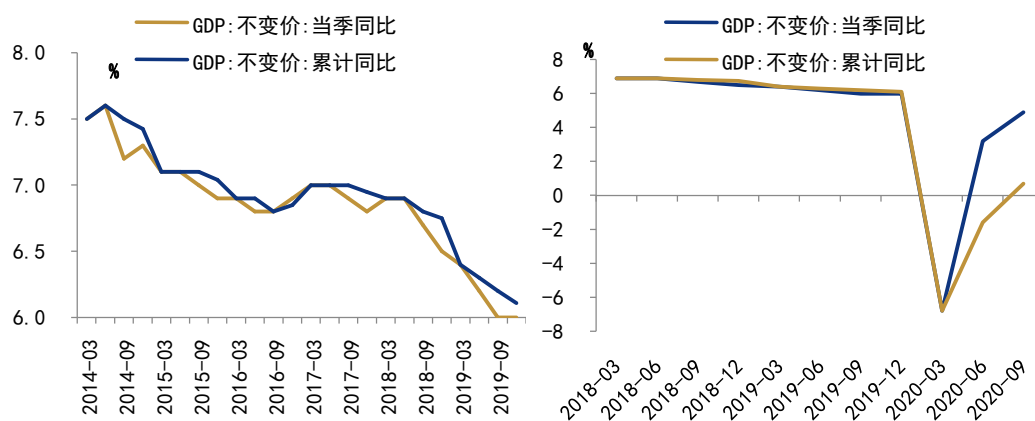


图 12: 中国 GDP 增速变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

（二）金融市场环境变化

2017 年以来，在宏观降杠杆、信用收缩局面下，民营企业债券和信贷融资困难。而综合行业全体违约企业（20 家）绝大部分（15 家）属于民营企业，融资渠道受限使得企业债务到期寻求流动性改善受阻。2019 年以来，逆周期政策使得民企面临宽信用等政策利好，然而相对于国企而言，民营企业净融资状况依然有待改善。

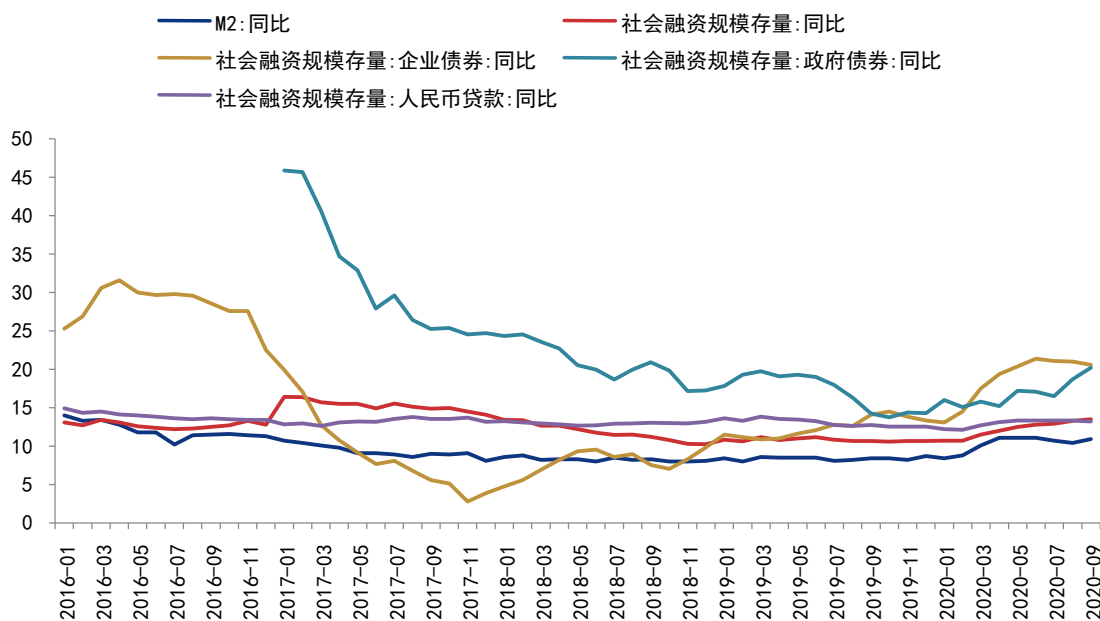


图 13: 2017 年以来金融市场信用呈现“由紧至松”的边际变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(三) 行业经济变化

前文已述, 综合行业违约企业的细分行业涵盖商贸、房地产、化工、食品饮料、建筑、建材等诸多领域, 这些违约企业的多元化经营现象较为普遍, 与此同时, 所涉足细分行业普遍属于顺周期行业。在此局面下, 一方面, 不少违约综合企业存在盲目多元化(投资激进)行为, 以致于引发企业流动性危机乃至触发违约(这属于微观和内部原因, 并非本文研究重点); 一方面, 近年综合企业从事的细分行业经济状况的不利变化, 一定程度上对发债企业信用状况产生影响, 例如近年不少细分行业盈利状况呈现下行。

从长期变化来看, 受宏观经济经济、行业政策环境、产业结构调整等多方面影响, 图 14、图 15 所显示的房地产、食品、有色、建材、化工、酒精饮料等诸行业盈利状况存在下滑迹象, 对于综合行业企业尤其非相关性多元化经营和缺乏核心技术竞争力, 同时融资渠道受限和流动性欠佳的民营综合企业而言, 想要谋取高于行业平均水平的销售利润率以改善盈利能力和补充流动性更是难上加难。

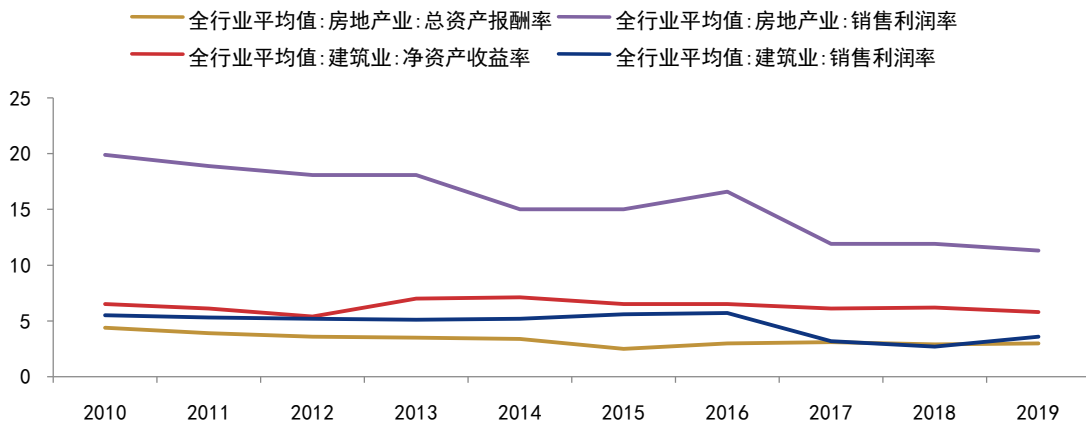


图 14: 建筑业与房地产业若干指标平均值年度变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

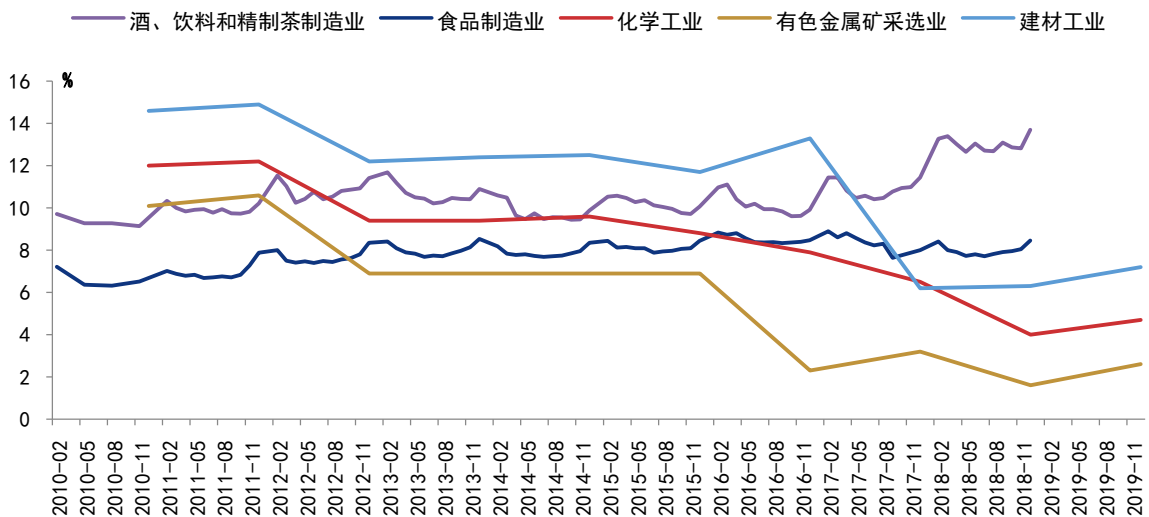


图 15: 一组行业销售利润率平均值变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。