



2018年违约潮的特点、原因和可能影响

摘要

今年违约潮的特点之一是面临违约风险的企业数量要少于过去几年。从企业数量上看，债券市场 2015 和 2016 年的违约情况是最为严重的，比眼下的违约潮更为频繁密集，而今年的违约企业相对较少，说明从面上看，企业的经营状况有所改善，现金流比过去几年要好。

今年违约潮的特点之二是违约债项数量较多、金额较大，单个企业的风险情况更为严重，平均违约金额更高。今年光是上海华信就有 9 只债券面临偿债风险，湖北宜化和西王集团均有 6 只债券面临风险，盾安、凯迪和中弘有 5 只债券面临风险，单个企业的违约风险明显要高于过去几年。

所以，尽管宏观经济有所复苏，但是很多企业的经营状况并没有改善，迄今为止，很多过去积累的违约还尚未偿付，这将持续给银行和机构的资产质量构成压力，需要通过债务重组解决。

而且，除了债券之外，很多通过通道发放的贷款也出现违约，整体情况仍不容乐观，说明了在当前环境下，银行风声鹤唳的情况。

还有一些潜在的违约可能还没浮出水面，比如地方政府债、城投债等等。所以，银行和机构的风险偏好难以在短期内好转。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

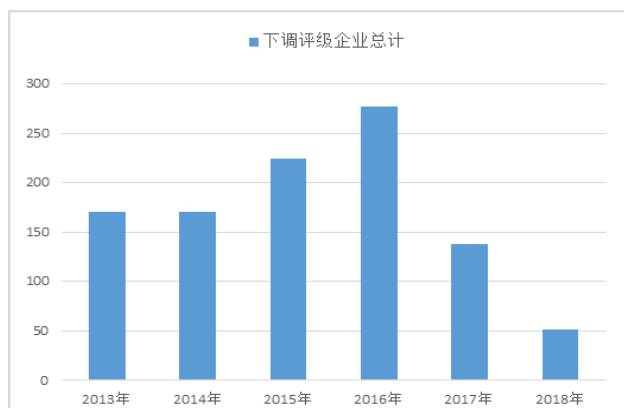
2018年违约潮的特点、原因和可能影响

一、2018年违约潮的特点

近期公司违约事件频发，成为媒体热炒焦点。从整体数据来看，2018年以来的违约不是很乐观，但也没有市场想象的严重。具体而言：

从主体评级下调的数量来看（国内评级基本都是滞后指标，不具有前瞻性，但可以反映目前为止出现的风险事件），2018年以来被下调评级的企业家数有51家，2017、2016和2015年分别有138、277和224家，今年要好于过去几年的情况；

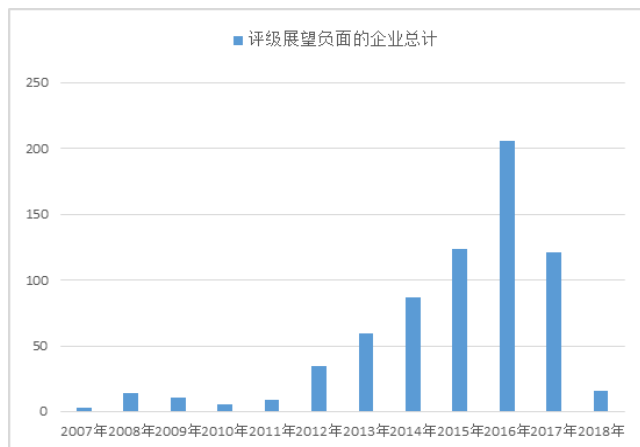
图 1、下调评级数量



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从主体评级展望调成负面的数量来看，2018年以来有16家，2017、2016年和2015年分别有121、206和124家，2018年的违约企业数量较少；

图 2、评级展望负面数量

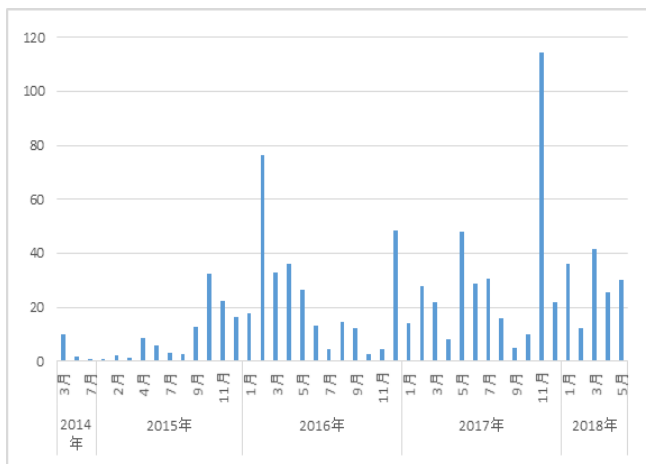


资料来源：WIND 资讯 南华研究

从债券评级调低的次数来看，2018年以来共有99次，2017、2016和2015年分别是139次、257次和142次，如果将连续调低评级的债项去重，则2018年有71只，2017、2016和2015年分别是102、185和102只。所以从债项下调个数和次数来看，2018年的情况不容乐观；

从违约金额来看，2018年至今是146亿，2017、2016和2015年分别是347、290和109亿，从2015到2017年呈现违约金额越来越庞大的特点，所以2018年的情况不太乐观。而且，去年违约的347亿里面，光是11月份就有114亿；去年11月至今的将近300亿违约里面，光是中城建就有113亿。

图3、违约金额数额



资料来源：WIND 资讯 南华研究

总体来看，今年违约潮的特点之一是面临违约风险的企业数量要少于过去几年。从企业数量上看，债券市场2015和2016年的违约情况是最为严重的，当时广为人知的山水集团宫斗事件，东北特钢，大连机床，保定天威和亚邦国际等等，比眼下的违约潮更为频繁密集，而今年的违约企业相对较少，说明从面上看，企业的经营状况有所改善，现金流比过去几年要好。

今年违约潮的特点之二是违约债项数量较多、金额较大，单个企业的风险情况更为严重，平均违约金额更高。今年光是上海华信就有9只债券面临偿债风险，湖北宜化和西王集团均有6只债券面临风险，盾安、凯迪和中弘有5只债券面临风险，单个企业的违约风险明显要高于过去几年，像宜化、中弘、亿阳、丹东港、富贵鸟、中安消、中城建、春和，这些都是老面孔了。

所以需要看到，尽管宏观经济有所复苏，但是很多企业的经营状况并没有改善，迄今为止，很多过去积累的违约还尚未偿付，这将持续给银行和机构的资产质量构成压力，需要通过债务重组解决。

而且，除了债券之外，很多通过通道发放的贷款也出现违约，整体情况仍不容乐观，像江南化工被杭州银行强行抽贷划走款项的事情，也说明了在当前环境下，银行风声鹤唳的情况。

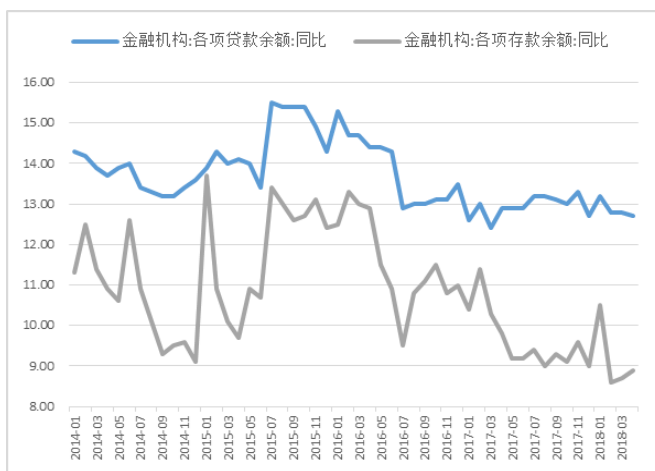
还有一些潜在的违约可能还没浮出水面，之前机构比较喜欢的城投债需要定

向爆破一批，比如最近天津市政未能如期兑付某资管产品事件。所以，银行和机构的风险偏好难以在短期内好转。

二、2018年违约潮的原因

从银行的角度来讲，监管整治促使表外业务收缩，表外的资金需要回到表内，但是回表内需要纳入监管指标，所以就出现了出去的规模大，回来的规模小的情况。而且今年以来银行存款增长大幅下滑，2月份金融机构存款余额同比增速是8.6%，下滑至历史最低水平，银行的负债荒情况较为严重，这也限制了银行的放贷意愿。

图4、存贷款余额增长对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从企业的角度来讲，是债滚债滚不动了，过去几年的社融规模大幅增长没能拉动投资，企业通过各种手段花样加杠杆，债务和利息越滚越多，那么当融资手段行不通，资金借不来的时候，资金链条就会出现问題。

此次违约潮还有一个特点，就是2015-2017年违约的企业里面，以产能过剩行业居多，但2018年违约企业的行业分布较为分散，范围更广，这某种程度上也说明监管因素导致的融资收紧是大范围的，很多行业企业的资金链都出现了问题，不仅仅是夕阳行业和效益差的企业。

有一个数据更能够说明这一问题，2017年发行的6952只债券里面（剔除政府债和金融债），资金用于偿还借款的债券有2803只，占比为40%，而2018年迄今发行的2689只债券里，用于偿债的债券就有1385只，占比超过50%。

而且违约的公司里出现了一些民营的公用事业企业，如凯迪生态、神雾环保、盛运环保、美丽生态等，这些企业共同的特点是都是民营企业，都是搞环保的，都和PPP有关。

这几年环保行业掀起了大规模投资，由于市场前景广阔和没有垄断壁垒，很多民营企业愿意参与，但技术密集型和公用事业的特点决定了前期投资大，资金回收期长，而且民营企业的资金成本较高，政府支持较少，如果金融支持不够，

就容易出现现金流枯竭问题。

此外，由于 PPP 项目还处于清理期，财政部 PPP 中心数据显示，截至 2018 年 4 月 23 日，各地累计清理退库项目 1695 个、涉及投资额 1.8 万亿元；上报整改项目 2005 个、涉及投资额 3.1 万亿元，数量和金额都很庞大，也会对相关企业产生较大影响。

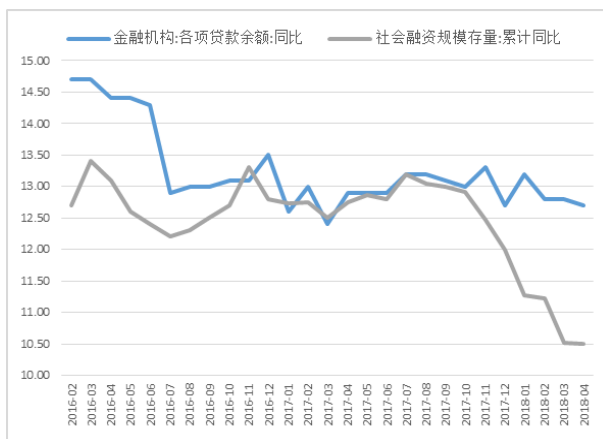
三、2018 年违约潮的可能影响

从 4 月份的金融数据来看，M1 同比增长 7.2%，环比多增 0.1 个百分点，M2 同比增长 8.3%，环比多增 0.1 个百分点；金融机构各项贷款余额同比增长 12.7%，环比少增 0.1 个百分点，社会融资存量同比增长 10.5%，环比增速与上月基本持平。

4 月份金融机构新增人民币贷款 1.18 万亿，环比多增 600 亿，同比多增 800 亿；企业贷款环比多增 73 亿，同比多增 639 亿；

4 月份社融规模为 1.56 万亿，环比多增 2277 亿，同比多增 1720 亿。其中委托和信托贷款继续收缩，银行承兑汇票增幅较大，企业债券融资保持稳定。

图 5、贷款余额和社融存量增长情况



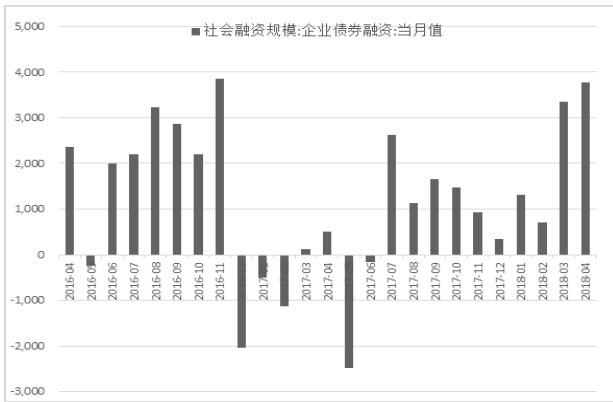
资料来源：WIND 资讯 南华研究

今年以来，企业债券融资数额要明显高于去年，说明受违约潮的影响较小，而且随着表外监管加强，企业通过正规渠道发债的数量增加，这是一个好趋势。

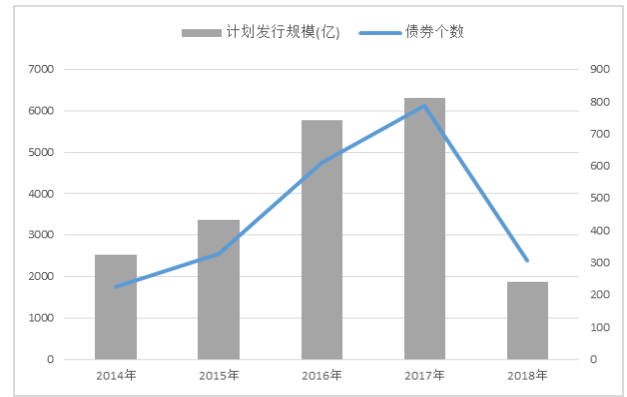
从今年推迟或发行失败的债券情况来看，截至目前，推迟或发行失败的债券有 307 只，计划发行规模为 1864.8 亿，而 2016 和 2017 年分别是 611 只和 786 只，计划发行规模分别是 5767 亿和 6307 亿。所以，从总量和规模上看，今年的债券发行情况要明显好于去年和前年同期的水平。

图 6、企业债融资规模

图 7、推迟或发行失败的债券情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

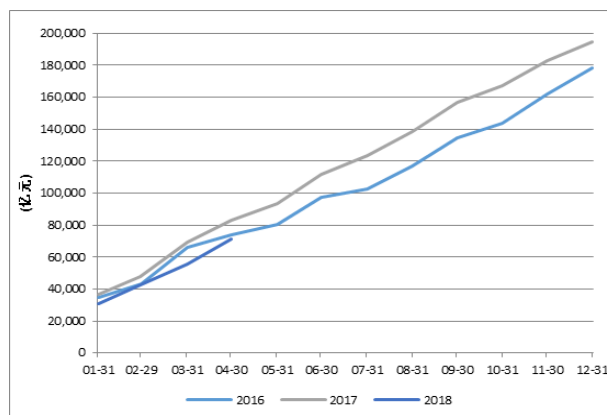


资料来源: WIND 资讯 南华研究

整体来看,4月份实体经济融资情况不算很差,但也没有太大增长,整体维持一种低水平状态,这和市场所反映出来的融资较紧张的情况是一致的。不过降准实施的效果还没有在4月份的数据当中体现,或许未来融资会有进一步的增长。如果没有明显的增长,而且违约的情况继续恶化,那么继续降准可能会成为央行的选择。

从对市场的影响来看,目前可以看到的是一个紧信用、宽货币的格局,尽管中央一直希望的是宽信用、紧货币,但从2018年以来整个社融规模的萎缩,金融市场整体利率的下行,反映的都是一种紧信用、宽货币的结果。这一变化相比于去年是很明显的,因为去年社融规模仍在增长,而今年社融累计值低于去年和前年同期水平。如果这种情况持续的话,债券市场还会继续回暖,当然,中央也会通过其他的定向和结构性手段来支持实体经济,但那是局部的,如果整个融资环境没有改善的话。

图8、社融规模累计值季节图表



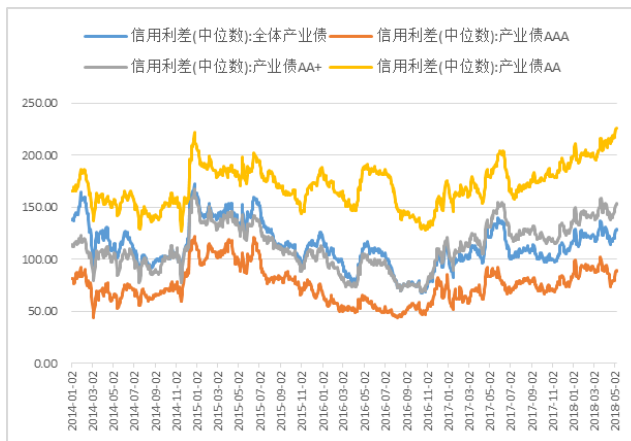
资料来源: WIND 资讯 南华研究

信用利差方面,产业债利差整体走高是从2016年底开始的,也就是从此轮债市开始走熊开始的,但是今年以来信用利差并没有随着债市回暖而收窄,相反高

收益债利差还在持续走高，这说明什么问题呢？

如果信用利差也开始出现收窄趋势的话，那说明市场的整体风险偏好已开始上升，对于股市而言，就是大盘股走到头了，小盘股要涨了；如果利率下行，但信用利差并没有收窄的话，就像今年以来的情况，那说明市场的风险偏好还没有全面回升，股市的风格转换也还没到时候。

图 9、兴业研究产业债信用利差走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

对比兴业研究的各行业 AA 级企业信用利差和中信一级行业板块股票指数走势，也是一个比较有意思的指标。之所以选择 AA 级，是因为 AA 级占比较高且更能反映风险溢价。

年初以来，信用利差上升幅度最大的行业，包括煤炭、机械、公用事业、农业、有色、通信行业等等，这些也是 A 股里面跌幅比较靠前的板块；信用利差上升幅度较小，甚至下降的板块，比如食品饮料、医药生物、纺织服装等，这些行业的股票表现也比较好。

表 1、兴业研究各行业产业债利差上升情况

兴业研究行业信用利差	今年信用利差上升幅度
煤炭开采 AA	204
采掘 AA	139
机械设备 AA	118
轻工制造 AA	102
商业贸易 AA	78
公用事业 AA	65
电子 AA	55
农林牧渔 AA	54
有色金属 AA	53
通信 AA	51
传媒 AA	49

非银金融 AA	45
交通运输 AA	34
化工 AA	30
电气设备 AA	20
建筑材料 AA	18
房地产 AA	17
休闲服务 AA	16
建筑装饰 AA	10
食品饮料 AA	9
医药生物 AA	-1
综合 AA	-6
纺织服装 AA	-48

资料来源：WIND 资讯 南华研究

表 2、中信一级行业股票指数涨幅

中信一级行业股票指数	年初至今涨跌幅
综合(中信)	-17.93%
煤炭(中信)	-10.54%
电力设备(中信)	-9.91%
通信(中信)	-9.78%
汽车(中信)	-9.70%
建筑(中信)	-9.56%
非银行金融(中信)	-9.28%
电力及公用事业(中信)	-8.68%
机械(中信)	-8.39%
农林牧渔(中信)	-8.14%
传媒(中信)	-8.12%
有色金属(中信)	-8.11%
电子元器件(中信)	-7.51%
钢铁(中信)	-7.50%
房地产(中信)	-5.80%
基础化工(中信)	-5.57%
建材(中信)	-5.20%
交通运输(中信)	-5.01%
轻工制造(中信)	-4.07%
国防军工(中信)	-4.05%
商贸零售(中信)	-3.92%
家电(中信)	-2.69%
银行(中信)	-2.37%
纺织服装(中信)	-2.08%
食品饮料(中信)	0.11%

石油石化(中信)	2.46%
计算机(中信)	9.27%
餐饮旅游(中信)	9.74%
医药(中信)	11.36%

资料来源：WIND 资讯 南华研究

这说明债券和股票市场的行业风险偏好，有很强的相关性。随着行业信用风险的上升，股票投资者也选择避开某些雷区，随着行业信用风险的下降，投资者也会配置相应行业的股票，以降低踩雷风险。

但是这些板块里面，也有一些行业是业绩不错的，比如煤炭、机械、有色等，今年以来违约的那么些企业里面，并没有煤炭的，而煤炭板块的利差和股票表现，其实是投资者近几年来对煤炭企业的一种惯性反应，但是近两年煤炭价格持续维持高位，煤炭企业经营效益大幅改善，违约风险其实已经大大降低了。

今年违约的特点，上文说过了，除了那些老面孔、违约专业户之外，主要就是高杠杆高负债大搞扩张型的，这些企业不一定是在传统的夕阳产业，也不一定效益不好，而是短期的资金周转跟不上。所以，看待信用风险需用新思路，别忽略了潜在的风险，也关注一些被错杀的企业，未来的市场有较大幅度反弹和纠偏的可能。

当然了，以上的指标并没有严格的相关性，因为两个数据本身的行业分类标准就不同，目前还没有可以用的比较便利的指标，这就导致某些行业在债券市场的表现和股票市场完全不一样。比如建筑行业，年初以来信用利差升幅并不大，但中信建筑指数的跌幅是比较靠前的，因为中信这个分类里的企业比较杂，有很多园林股、环保股和公用事业股，这里面不少都是PPP大户，都踩中了雷区，所以还是要具体分析。

商品方面，近期美元和原油同向走强，受此影响，化工板块表现强势，但有色则整体表现较弱。黑色方面，从需求的角度来看，2018年以来除了房地产之外的其他终端需求增长都在放缓，包括基建、汽车、冰箱和空调，基建受金融去杠杆的影响估计将维持低迷状态。

图 10、基建投资增长情况

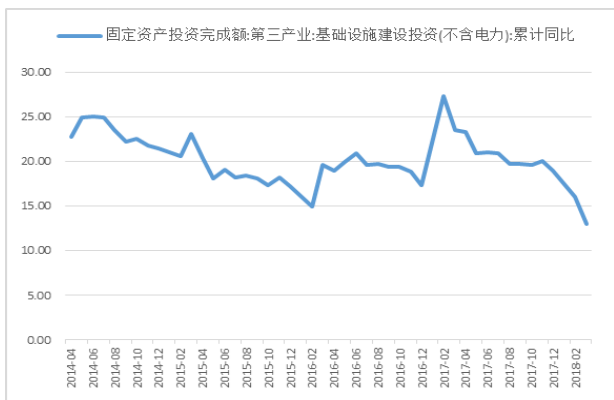
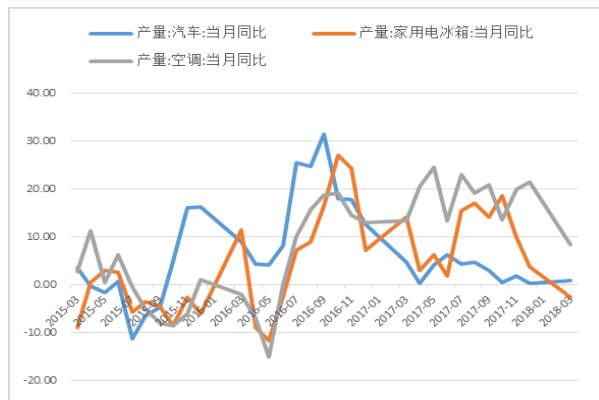


图 11、汽车、冰箱和空调产量增长情况



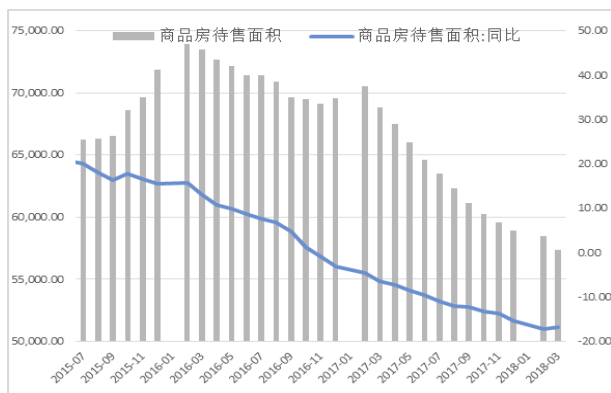
资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

但是房屋新开工增速在3月份有一个拔高，这里有一小部分是去年四季度以来北方开工被压制之后的反弹，还有一个是从2017年开始，全国各地房地产商大量囤地，近两年的土地购置和新开工增长出现分化，今年2月份待开发土地增速创历史新高，而商品房库存和房屋竣工面积则持续负增长，地产商补库存周期拉长，一方面是土地很多，另一方面是库存很低，所以房地产开工增速大幅下滑的可能性很低。

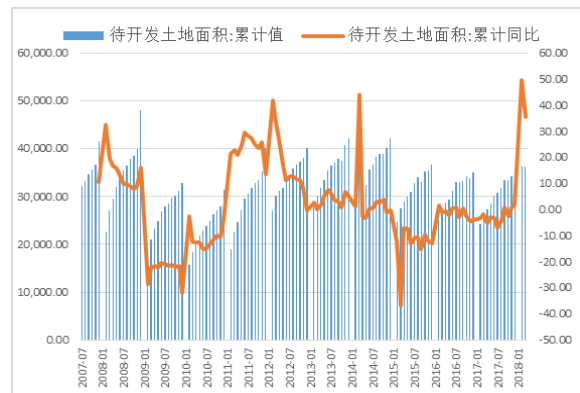
从资金的角度来看，违约风险对房地产企业影响较为有限，因为地产商现金流情况是近几年来最好水平，虽然融资受限，但金融机构其实对地产金融业务较为青睐，因此地产行业在当下反而可能是较容易融到钱的。从地产债的信用利差来看，在所有行业里面也是属于比较低的水平。主要问题可能在于贸易商，从2016年到现在虽然钢市一路向北，但贸易商节奏总是踩错，虽然钢厂稳赚不赔，但贸易商被洗的次数不少，所以从贸易商的角度来看，市场价格高企的情况恐怕难以持续，但下跌空间也不会很大。

图 12、商品房待售面积增速



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 13、待开发土地面积增速

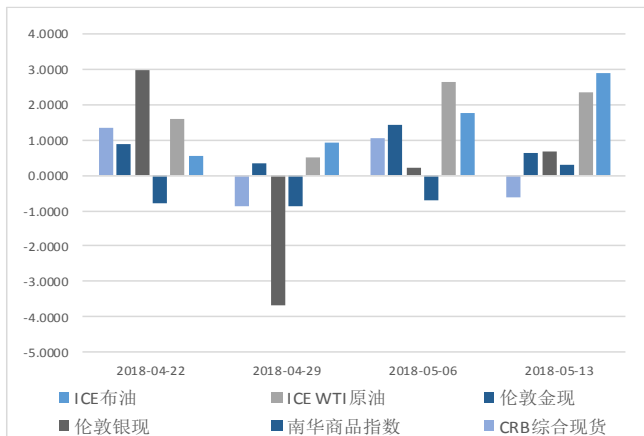


资料来源：WIND 资讯 南华研究

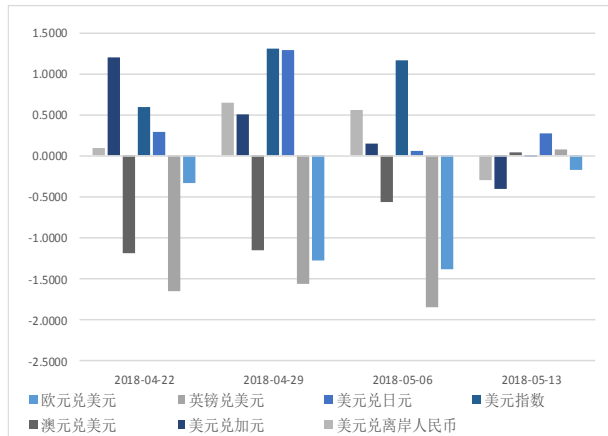
【本周全球大类资产表现】

2018年5月13日

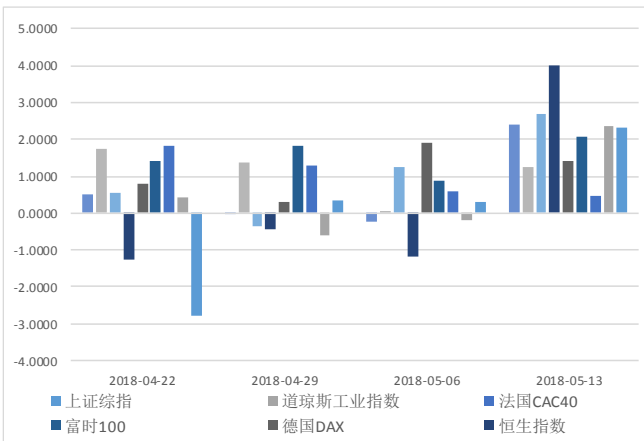
主要大宗商品涨跌幅



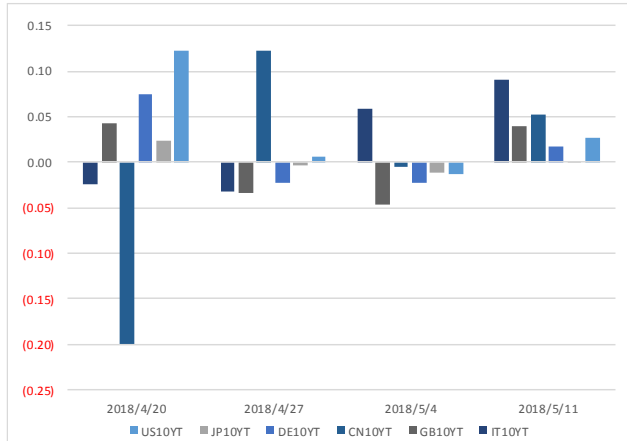
全球主要货币对涨跌幅



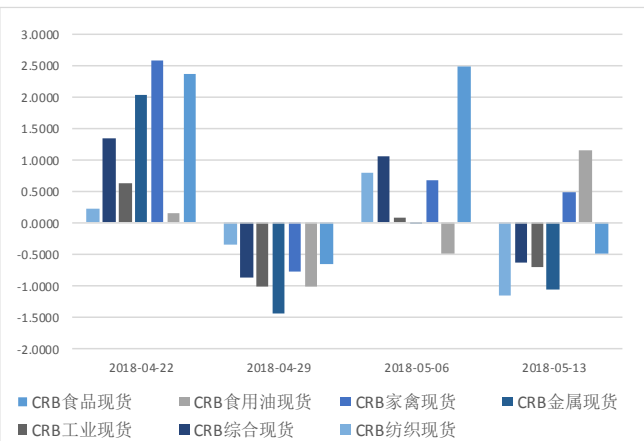
全球股指涨跌幅



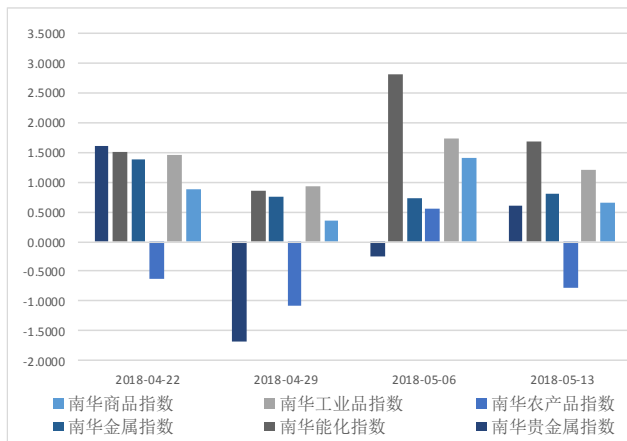
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net