

日期：2020 年 11 月 18 日

2020 年信用违约变化：特征、原因和影响



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyue Xiao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《后疫情时代的国际金融秩序大变局》

(2020 年 6 月 29 日)

《中国货币变革现状和调控变化》

(2020 年 6 月 4 日)

《大宗商品价格决定当前汇率走势》

(2020 年 3 月 24 日)

《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》

(2020 年 3 月 15 日)

《期限结构波动中缓降趋势明了》

(2020 年 1 月 13 日)

■ 主要观点

信用市场违约“涟漪”平稳化

2020 年信用违约整体上并无显著增加，仅是在违约主体结构上发生改变：违约主体民企减少，国企增加。信用违约结构的改变，更加突出了中国信用违约的“散点”性特征，同时信用估值曲线平稳，信用利差的独立走势，均表明信用违约的市场影响已大为弱化。信用违约整体平稳中分散性和多元化的结构性变化，将促进中国高收益市场的成熟；信用违约的增加，并不会改变货币环境“宽信用”发展趋势，信用违约平稳化的前景也不会改变。

2020 年信用违约变化的特征

信用违约整体延续平稳。2020 年 10 月末以来，中国信用市场的违约情况引发了市场的担忧——并非违约规模的突然快速上升，而是违约主体的变化，即高评级国企接连发生违约。2020 年的信用违约主体，则从民企转向了国企，民企的信用违约大幅下降，违约领域也向上游资源行业、基础设施行业延伸，分布更趋多元化（这客观上加剧了市场的风险深化担忧）。行业分布的更趋多元化和企业性质由民企转向国企，实际上更进一步反映了中国信用违约的“散点式”特征。

信用违约变化的原因分析

2020 年信用违约比重转向国企，实际上是货币结构性政策和监管改善的结果，是政策鼓励金融资源向实体、向民营、向中小企业倾斜下，部分企业应变不及的反应。从中国信用市场的违约现象看，中国经济结构转型的影响，超过了经济周期的影响。由于不同行业进入成熟期的时间有先后，因而融资环境变化后违约的上升概率也大不一样。信用违约主体结构转向国企后，违约规模虽上升但只数下降，因而信用违约“散点式”特征更加明显。市场信用利差平稳，意味着近期信用违约事件基本上属个体性事件，属个体经营失败行为，并非宏观环境恶化！

信用违约变化的市场影响

信用违约增加促进高收益债市发展，信用违约的增多，意味着高风险债券市场规模的扩大。信用违约的增加，并不会改变中国“宽信用”发展的态势。即使未来政府债券增长放缓，企业债券的增长也会保持稳定。中国经济转型时期，“散点式”违约将成常态，但随着越来越多产业进入成熟期后期，以及经济运行逐渐走出底部，信用市场违约现象将减少。

目 录

一、2020 年信用违约变化的特征	3
1. 信用违约整体延续平稳	3
2. 信用违约主体由民企转向国企	6
3. 信用违约的“散点式”特征更趋明显	7
二、信用违约主体变化的原因	9
1. 政策环境压缩了资金虚转空间	9
2. 产业周期演变阶段的不同步性	10
3. 企业经营失败的个体因素	10
三、信用违约变化的市场影响	13
1. 信用违约增加促进高收益债市发展	13
2. 信用违约增加并不改宽信用发展态势	14
3. 信用违约的平稳化前景	15

图

图 1 中国信用违约发展态势（月度，亿元）	5
图 2 中国信用违约发展态势（年度，亿元）	6
图 3 信用违约企业类别的变化（年度，只数）	6
图 4 信用违约企业类别的变化（年度，规模/亿元）	7
图 5 经济周期和系统性违约	8
图 6 产业周期和信用违约	8
图 7 政策环境变化增加后续融资难度	9
图 8 产业周期依次演化带来信用违约变化	10
图 9 银行间市场信用利差变化（5 年期，AA-）	11
图 10 银行间市场信用利差变化（3 年期，AAA）	11
图 11 交易所信用利差变化（5 年期，AA-）	12
图 12 银行间市场 2020H2 收益率稳定	12
图 13 交易所市场 2020H2 收益率稳定	13
图 14 中国宽信用的发展态势（累计同比，%）	14
图 15 除银行信贷外的社会融资增长情况（亿元）	15

表

表 1 2020 年中国信用违约情况	3
--------------------------	---

一、2020 年信用违约变化的特征

1. 信用违约整体延续平稳

2020 年 10 月末以来，中国信用市场的违约情况引发了市场的担忧——并非违约规模的突然快速上升，而是违约主体的变化，即高评级国企接连发生违约。2020 年 2 月，北大方正集团违约；11 月，永城煤电违约；两家机构违约金额分别超过了人民币 300 亿和 200 亿。尤其是 11 月份永城煤电控股集团有限公司的违约，不仅违约金额大，实质违约和触发交叉违约规模合计达 207.1 亿元，而且违约前主体评级为 3A，债项评级大部分也为 3A(除无评级外，短融 CP 为 A-1)。央企(北大方正为中央国有企业)、地方国企的巨额债券先后违约，国企+高评级的“避险”标签失效，震惊了市场，也打破了市场对国企和高评级债券的信仰！

表 1 2020 年中国信用违约情况

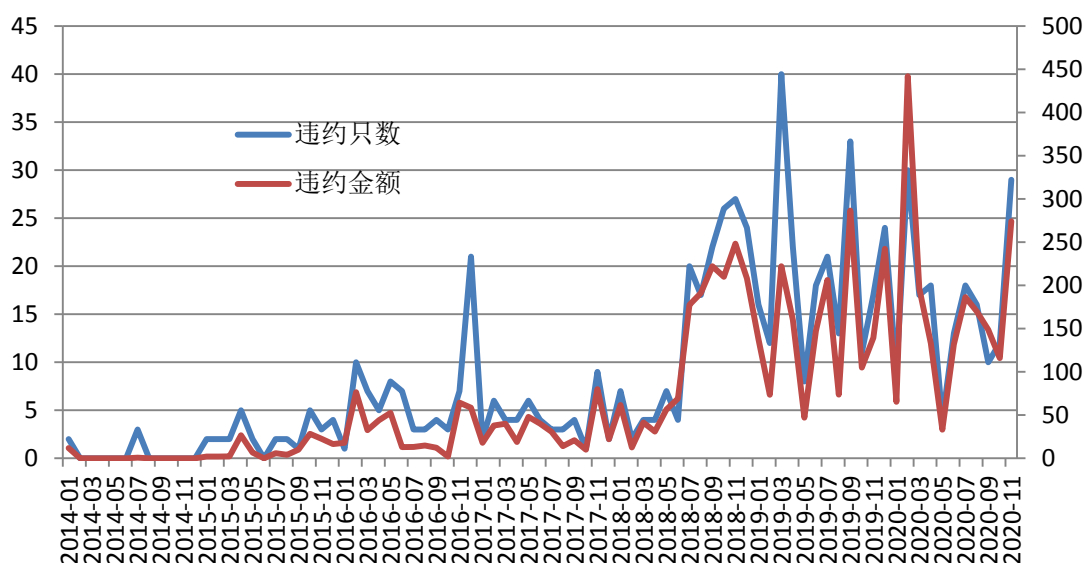
首次违约日期	发行人	违约规模(亿元)	违约前主体评级
2020-11-13	成龙建设集团有限公司	2	BB
2020-11-10	永城煤电控股集团有限公司	207.1	AAA
2020-11-09	甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	5	AAA
2020-11-08	华闻传媒投资集团股份有限公司	16.1	AA-
2020-10-27	深圳市索菱实业股份有限公司	5	C
2020-10-23	沈阳盛京能源发展集团有限公司	5	AA
2020-10-23	华晨汽车集团控股有限公司	10	C
2020-10-19	上海巴安水务股份有限公司	4	C
2020-09-24	沈阳机床(集团)有限责任公司	10	AA
2020-09-22	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	6.64	B-
2020-09-09	海口美兰国际机场有限责任公司	10	AAA
2020-09-08	天津房地产集团有限公司	27	
2020-09-08	渤海租赁股份有限公司	5	C
2020-08-26	天津航空有限责任公司	10	AA+
2020-08-24	铁牛集团有限公司	19.4	A
2020-08-24	天津市房地产信托集团有限公司	2	AA-
2020-08-05	北京华业资本控股股份有限公司	13.45761	AA
2020-08-03	洛娃科技实业集团有限公司	3	C
2020-07-16	北讯集团股份有限公司	5.375	AAA
2020-07-14	山东胜通集团股份有限公司	10	AA
2020-07-06	泰禾集团股份有限公司	129.16	AA-
2020-07-02	华讯方舟科技有限公司	16.55	C
2020-06-24	康美实业投资控股有限公司	70	B
2020-06-11	青海盐湖工业股份有限公司	35	AA+
2020-06-08	重庆爱普地产(集团)有限公司	8	A

2020-06-01	北京信威通信技术股份有限公司	21.8	AA
2020-05-19	东旭光电科技股份有限公司	9.560427	BBB
2020-05-18	中国吉林森林工业集团有限责任公司	10	BB+
2020-05-06	宜华企业(集团)有限公司	20	A
2020-04-29	海航资本集团有限公司	16	AA+
2020-04-27	延安必康制药股份有限公司	7	AA+
2020-04-27	郴州市金贵银业股份有限公司	1.1	AA
2020-04-17	海南航空控股股份有限公司	17.5	AAA
2020-04-15	海航集团有限公司	7.81	AAA
2020-04-14	华泰汽车集团有限公司	21.5266	AA-
2020-04-13	南京建工产业集团有限公司	35	AA
2020-04-13	河南盛润控股集团有限公司	12.73	AA-
2020-04-07	永泰能源股份有限公司	5	C
2020-04-05	金洲慈航集团股份有限公司	5.2	C
2020-03-25	海航酒店控股集团有限公司	6	AA
2020-03-20	三亚凤凰国际机场有限责任公司	15	AA+
2020-03-17	山东如意科技集团有限公司	20	C
2020-03-16	力帆实业(集团)股份有限公司	5.30325	C
2020-03-10	印纪娱乐传媒股份有限公司	4	C
2020-03-09	中信国安集团有限公司	100	C
2020-03-06	新华联控股有限公司	52.2	AA+
2020-03-06	北京北大科技园建设开发有限公司	16.57	C
2020-03-05	天广中茂股份有限公司	24	C
2020-03-02	中融新大集团有限公司	36.492	AA+
2020-03-02	中国城市建设控股集团有限公司	32	C
2020-02-27	宁夏远高实业集团有限公司	2.5	BB
2020-02-21	北京桑德环境工程有限公司	11	AA
2020-02-19	北大方正集团有限公司	416.9	A
2020-02-17	康得新复合材料集团股份有限公司	20	C
2020-02-12	上海华信国际集团有限公司	100	AA
2020-02-03	康美药业股份有限公司	44	BBB
2020-01-20	东旭集团有限公司	96.75	BBB
2020-01-20	大连天神娱乐股份有限公司	10	C
2020-01-16	安徽省华安外经建设(集团)有限公司	14.94	A
2020-01-15	重庆力帆控股有限公司	5	AA-
2020-01-03	西王集团有限公司	30	C

数据来源: wind, 上海证券研究所

债券的“刚兑”信仰实际上自 2014 年就已动摇，2018 年后已彻底打破。2014 年虽然是中国债市“大年”，但也被市场认为是“中国信用元年”。2014 年共发生 5 只债券违约，违约金额 12.6 亿；虽然违约债券只数和规模虽然较少，但当年的超日债违约事件影响深远，使得信用风险观念开始深入人心，“刚兑”概念被打破。2015-2016 年间，中国债券市场上的违约只数和规模继续提升，但市场反应平稳；2017 年，债市违约只数和规模的双下降局面，使得市场认为中国信用风险增长已到拐点，风险暴露情况已趋稳定。

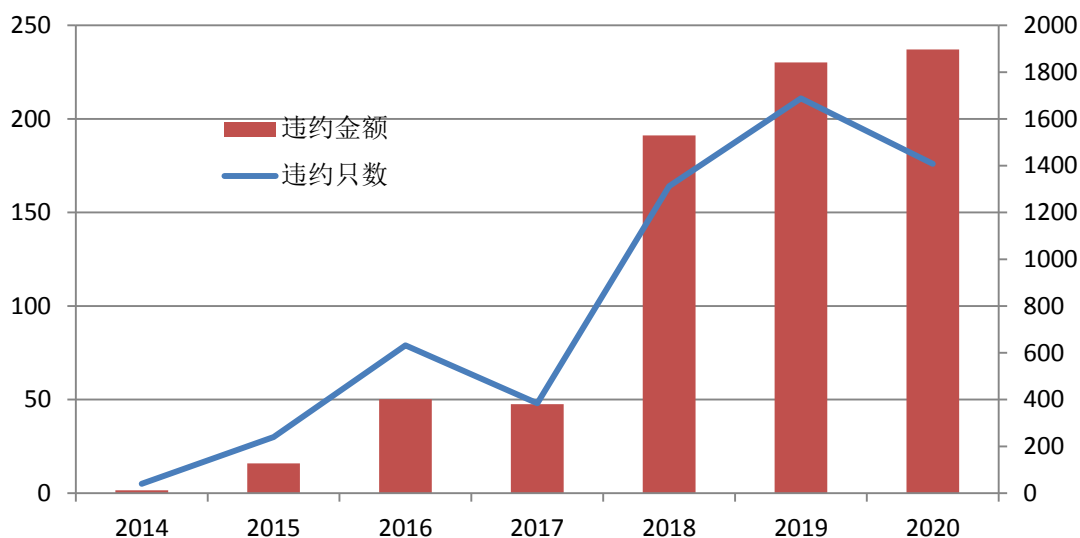
图 1 中国信用违约发展态势（月度，亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

然而，受国内外经济、金融形势变化，尤其是国内监管环境变化的影响，如抑制资金空转的“脱实向虚”行为，资管新规对金融市场行为的规范化等，热衷于高杠杆搞资本运作套利的企业高风险行为受到限制，客观上亦使得违约再度暴增。2018-2019 年间，中国债市的信用违约事件再度暴增：2017 年，中国债券违约只数为 48，2018 年、2019 年分别为 164 只和 211 只；2017 年中国债市违约规模为 380.5 亿元，2018 年、2019 年分别为 1529.3 亿和 1841.4 亿元，均分别增长了 4 倍左右。中国信用市场的“刚兑”早已不负存在。。

图 2 中国信用违约发展态势（年度，亿元）

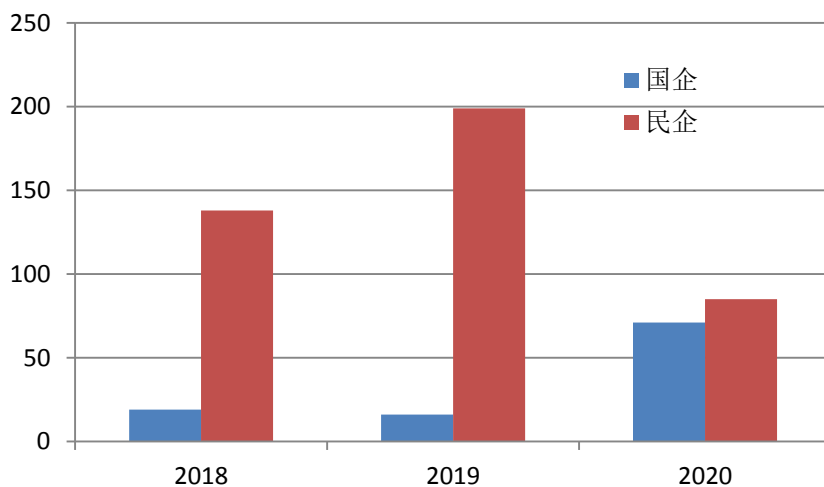


数据来源：Wind，上海证券研究所

2. 信用违约主体由民企转向国企

截止 2019 年，信用违约的主体大部分为民企，国企相对较少。2018-2020（截止 11 月 15 日）年间，国企违约只数为 19、16、71，民企违约只数则为 138、199、85；从金额上看，同时间段国企违约规模为人民币 157 亿、187.29 亿、824.4 亿，民企违约规模则为 1328.9 亿、1443.7 亿和 867.7 亿。可见，2018-2019 年间，信用违约以民企为主，主要集中在制造业领域；2020 年的信用违约主体，则从民企转向了国企，民企的信用违约大幅下降，违约领域也向上游资源行业、基础设施行业延伸，分布更趋多元化（这客观上加剧了市场的风险深化担忧）。

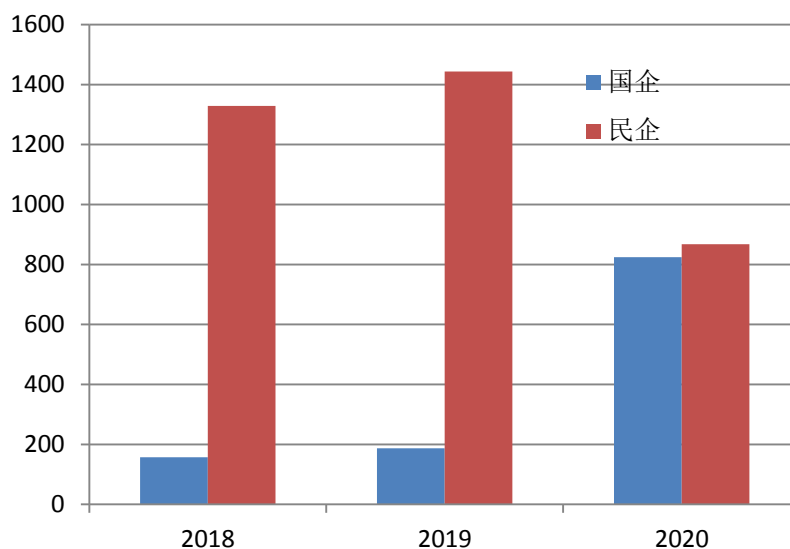
图 3 信用违约企业类别的变化（年度，只数）



数据来源：Wind，上海证券研究所

由于不同行业在国民经济中的地位和作用不同，中国对上游行业、基础设施领域一直有着较高的集中度和控制，因而也多国有企业；对普通制造业等中下游行业，则较为市场化和开放，因而民营企业集中度较高。国企违约增多，市场认为是信用风险蔓延开来，这种忧虑也不无一定道理。

图 4 信用违约企业类别的变化（年度，规模/亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

2020 年前，尽管中国债券市场已打破了刚兑，但发生违约的主要是民营企业，对国有企业的“刚兑”信仰，仍然是存在的。结合一段时间内曾发生过的“国进民退”担忧，甚至有市场人士认为，信用市场上民企是受到歧视性对待的，因而也承担了中国经济调整的风险。可以说，2020 年之前，尽管债市“刚兑”信仰已打破，但国企“刚兑”信仰仍然留存。2020 年后中国信用违约状况，则彻底清除了市场的“刚兑”信仰；由于国企能公开发债的企业规模都很庞大，债务规模高，因而发生违约的事件也是“巨震”式的，从而导致了

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1343

