

那些债务违约，教会我们的事

换个视角看债务违约，不只是债券投资的事；违约背后的驱动逻辑，也会对权益投资产生影响。本文梳理过往违约风险特征、驱动逻辑和市场影响，可供参考。

■ 债务违约呈现 3 年左右的周期，风险逐步向重资产领域、高评级主体等扩散

债务违约呈现 3 年左右的周期特征，风险逐步向重资产的地方城投平台和地产等领域扩散。2010 年以来，一共出现 4 轮信用利差明显走阔、违约风险发酵的阶段，分别为 2011 下半年至 2012 年、2015 年前后、2018 年及 2020 年底以来；违约风险从一开始的点状“暴露”，到过剩产能行业主体、民企违约增多，再到近年来城投“信仰”的动摇和地产大规模违约，涉及到的行业、债务存量越来越大。

出现实质性违约的主体多为弱资质民企，但近年来国企、高评级主体也明显增多。过往违约信用债中，民企违约债券规模占比超 60%，第 3 轮违约阶段的 2018 年尤为集中、当年违约 90% 以上为民企。近年来，国企违约开始逐渐增多，违约债券占比较 2020 年前大幅抬升 23 个百分点至 39% 左右；高评级主体债券违约也明显增多，AAA 违约债券占比由原来 15% 以下升至当前 30% 以上。

■ 债务出清背后是经济出清，从被动到主动，出清周期拉长、“资产荒”凸显

债务违约风险多伴随经济出清过程出现，从经济下行驱动到政策主动释放。过往 4 轮违约风险集中发酵的阶段，均出现在经济下行阶段，前面 2 轮主要缘于钢铁、煤炭等行业景气大幅下滑；最近 2 轮主要缘于政策推动“去杠杆”带来的风险加速释放，2018 年“结构性去杠杆”背景下，高负债民企“首当其冲”，2020 年下半年以来，房企融资相关监管加强等，加速前期债务扩张过快的房企风险暴露。

驱动逻辑变化下，债务出清周期明显拉长，出清过程中“资产荒”现象持续存在。债务出清过程多伴随“资产荒”，货币流动性宽松、“安全”资产减少、资金风险偏好下降等，使得资金与资产不匹配现象较为突出。2018 年债务风险转向主动释放后，融资修复过程由 1 年左右拉长至 2 年以上，“安全”资产持续收缩、资金对“确定性”的理解变化等，导致“资产荒”持续时间长于前 2 轮债务出清阶段。

■ 本轮债务出清节奏，决定了“资产荒”现象延续，使得“确定性”资产享受溢价

政策调控定力、债务压力凸显下，本轮债务出清过程或尚未结束。地产政策微调，重在避免地产出清带来民生等领域“次生风险”；对于前期扩张较快的房企债务，坚持企业自救责任和市场化的处置原则。违约风险发酵下，银行放贷谨慎、机构认购债券意愿下降等，加大房企债务“螺旋式”收缩压力。地产出清过程中，前期累积的地方债务压力更加凸显，尤其是对土地财政依赖度较高的地区。

传统重资产领域的债务持续出清等，决定了“资产荒”或仍是影响资本市场的重要逻辑。对债券市场而言，地产和城投等违约风险的频现，改变资金对“确定性”的理解和定价，不同地区、不同主体债券分化加大，优质主体或享受相对更低成本定价。对于股市而言，确定性较强、收益相对较高的资产减少，将推动资金向权益类资产要收益，“固收+”和权益类产品增长，有利于股票市场的结构深化。

风险提示：债务风险加速暴露，政策调控变化。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、债务违约周期性变化，风险向重资产领域、高评级主体等扩散.....	3
二、债务出清从被动到主动、周期拉长，出清过程中“资产荒”凸显	4
三、本轮债务出清过程或尚未结束，决定了“资产荒”现象延续	7
风险提示:	9

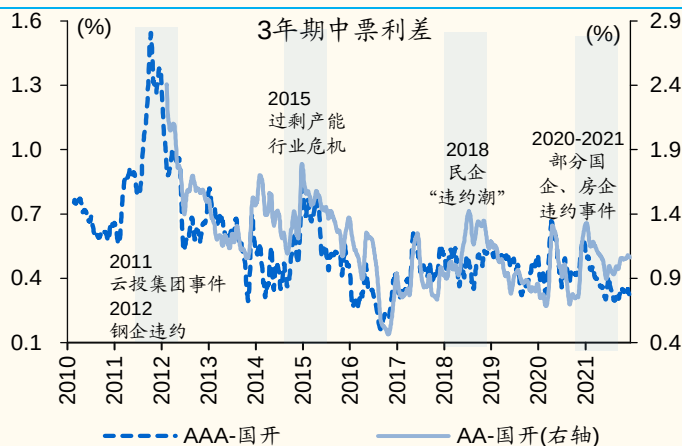
图表目录

图表 1: 债务违约风险呈现 3 年左右的周期变化	3
图表 2: 2018 年开始违约主体显著增多	3
图表 3: 违约行业呈现轮动，多为周期行业	3
图表 4: 近年来，国企违约现象明显增多	4
图表 5: 近年来，高评级债券违约明显增多	4
图表 6: 违约潮多出现在经济下行压力较大阶段	4
图表 7: 2012、2015 年违约潮多为经济波动结果	4
图表 8: 2020H2 后，地产、地方债务相关政策收紧	5
图表 9: “三条红线”下，房企带息债务加速回落	5
图表 10: 违约频率变高、节奏拉长	5
图表 11: 违约后，融资环境修复时间变长	5
图表 12: “违约潮”后，流动性环境转向宽松	6
图表 13: 相应地，风险偏好下降,高评级信用利差收窄	6
图表 14: “违约潮”后，机构资产和负债明显背离	6
图表 15: 对应阶段，SHIBOR 与理财收益率利差拉大	6
图表 16: 地产债、开发贷等融资持续收缩	7
图表 17: 四季度以来，地产债发行几乎都是国企	7
图表 18: 2022 年上半年，离岸地产债到期较为集中	7
图表 19: 部分地区土地财政收入明显下滑	7
图表 20: 货币流动性维持低位低波动	8
图表 21: 基金规模持续扩张	8
图表 22: 城投债已出现明显分化	8
图表 23: 股票市场结构明显分化	8

一、债务违约周期性变化，风险向重资产领域、高评级主体等扩散

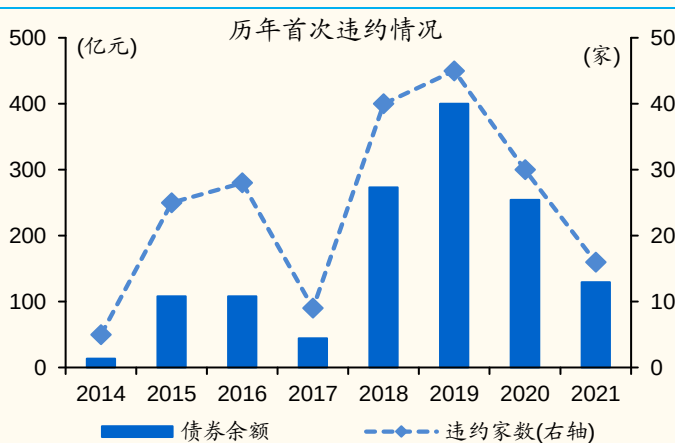
2011年以来，债务违约风险呈现3年左右的周期变化，当前正在经历第4轮。2010年以来，一共出现4轮信用利差明显走阔、违约风险发酵的阶段，分别为2011年下半年至2012年、2015年前后、2018年及2020年底以来；分别对应2011年“云投集团”事件、2012年钢企破产，2015年过剩产能危机，2018年民企“违约潮”，及2020年底以来部分地方国企和房企债务违约等。

图表1：债务违约风险呈现3年左右的周期变化



来源：Wind、国金证券研究所

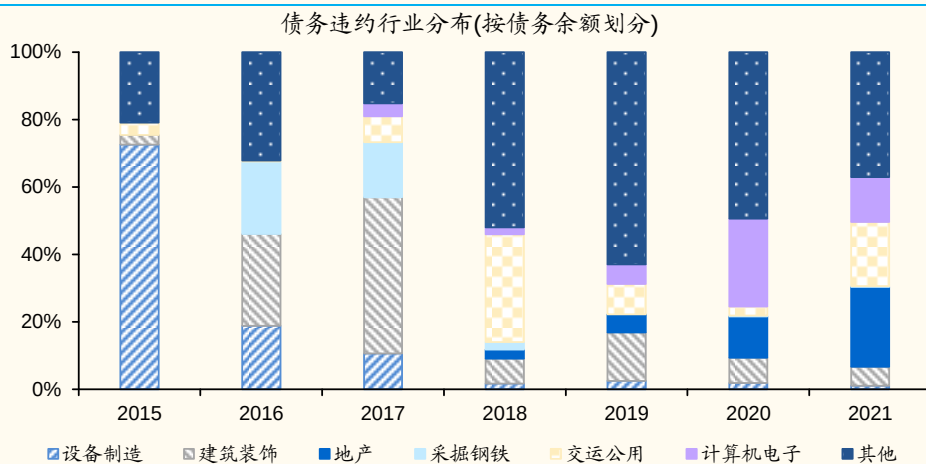
图表2：2018年开始违约主体显著增多



来源：Wind、国金证券研究所

违约风险，从一开始点状“暴露”到过剩产能行业主体等，逐步向重资产的地方城投平台和地产等领域扩散。第1轮债务违约风险发酵，并没有打破债券刚兑，但市场“信仰”已明显动摇。2015年至2021年的债券违约事件多出现在周期性行业中¹，其中，2015年违约多出现在设备制造行业；2016、2017年，采掘钢铁行业违约较多；2018年以来，违约多集中在基建链和地产行业，尤其是地产债违约频现、2021年违约规模创历史新高。

图表3：违约行业呈现轮动，多为周期行业

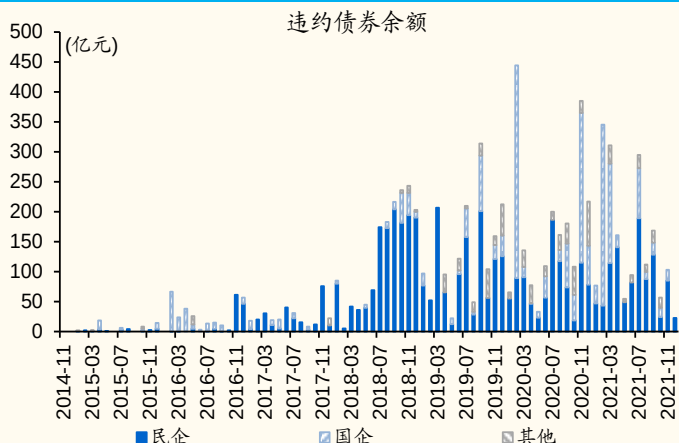


来源：Wind、国金证券研究所

¹ 公开违约数据自2014年后开始公布。

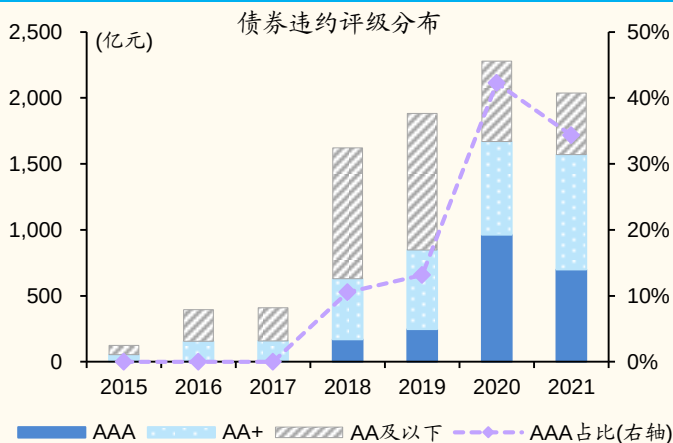
出现实质性违约的主体多为弱资质民企，但近年来国企、高评级主体也明显增多。过往违约信用债中，民企违约债券规模占比超 60%，第 3 轮违约阶段的 2018 年尤为集中、当年违约 90%以上为民企。近年来，国企违约开始逐渐增多，违约债券占比较 2020 年前大幅抬升 23 个百分点至 39%左右；高评级主体债券违约明显增多，AAA 违约债券占比由原来 15%以下升至当前 30%以上。

图表 4：近年来，国企违约现象明显增多



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：近年来，高评级债券违约明显增多

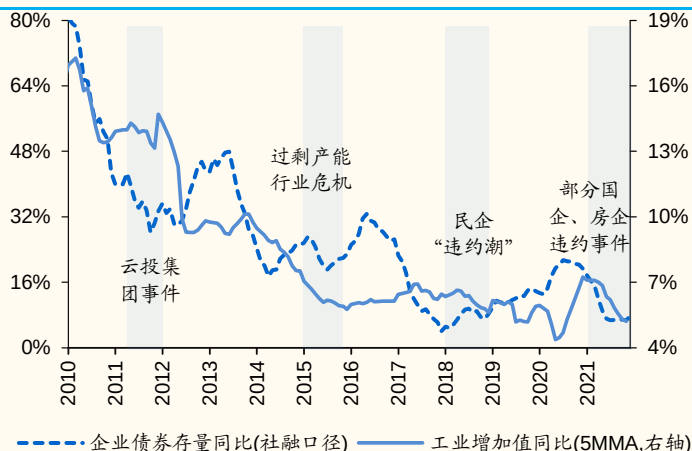


来源：Wind、国金证券研究所

二、债务出清从被动到主动、周期拉长，出清过程中“资产荒”凸显

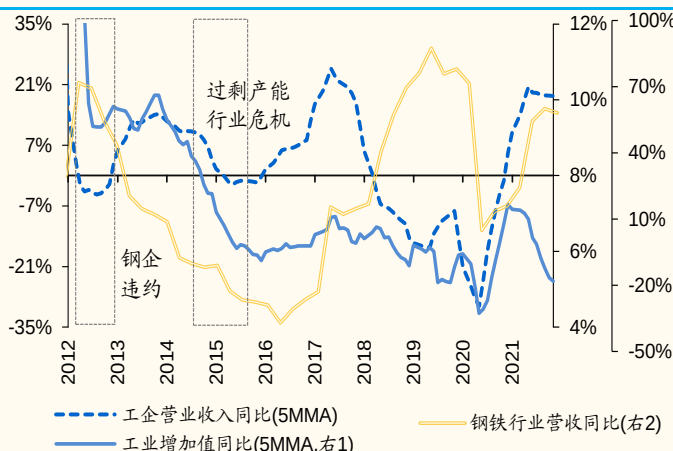
债务违约风险多伴随经济出清过程出现，从经济下行驱动到政策主动释放。过往 4 轮违约风险集中发酵的阶段，均出现在经济下行阶段，前面 2 轮主要缘于钢铁、煤炭等行业景气大幅下滑；最近 2 轮主要缘于政策推动“去杠杆”带来的风险加速释放，2018 年“结构性去杠杆”背景下，高负债民企“首当其冲”，2020 年下半年以来，房企融资相关监管加强等，加速前期债务扩张过快的房企风险暴露（详情参见《债务视角看地产，黎明前的黑暗？》）。

图表 6：违约潮多出现在经济下行压力较大阶段



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：2012、2015 年违约潮多为经济波动结果



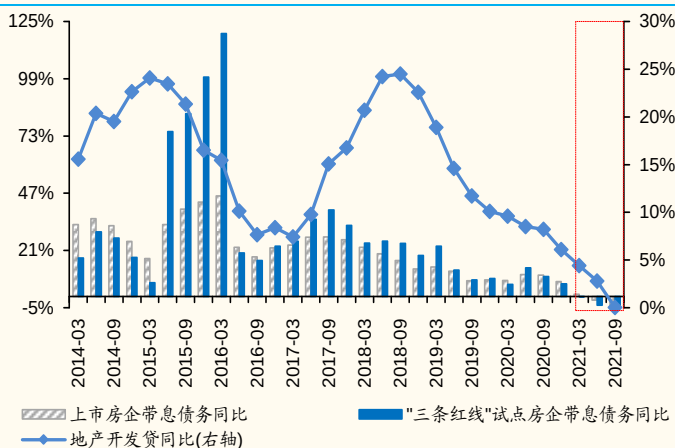
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：2020H2 后，地产、地方债务相关政策收紧

分类	时间	文件/会议	主要内容
地产	2020年8月	“三道红线”	开启“三道红线”管理，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，控制房地产企业有息债务的增长。
	2020年12月	房地产贷款集中度管理制度	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。
	2021年3月	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	总量上要“稳字当头”，保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏...坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，落实好房地产金融审慎管理制度...
	2021年9月	房地产金融工作座谈会	围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制...
	2021年12月	中央经济工作会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式...加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
地方债务	2020年12月	中央经济工作会议	抓实化解地方政府隐性债务风险工作...打击各种逃废债行为...处理好恢复经济和防范风险关系。
	2021年1月	全国财政工作会议	加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
	2021年3月	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	加强国有企业债务风险管控工作，有效防范化解企业重大债务风险，坚决守住不引发区域性、系统性金融风险的底线...防范化解重大债务风险，维护金融市场稳定。
	2021/4/13	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	合理制定偿债计划，鼓励地方结合项目偿债收入情况，建立政府偿债准备金制度...实施项目全生命周期管理，未纳入预算项目的项目一律不得安排预算...

来源：中国人民银行、政府网站、国金证券研究所

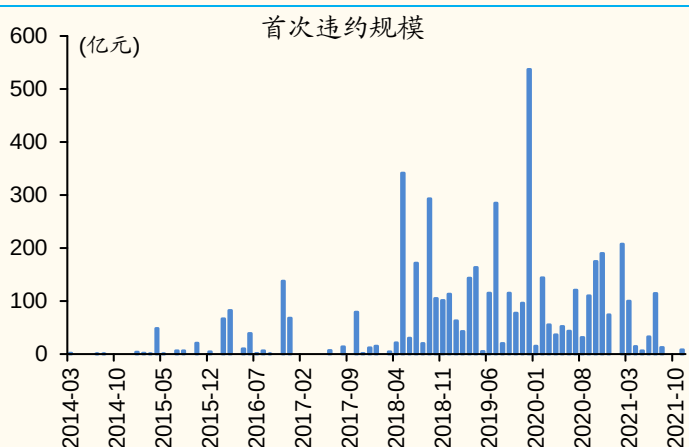
图表 9：“三条红线”下，房企带息债务加速回落



来源：Wind、国金证券研究所

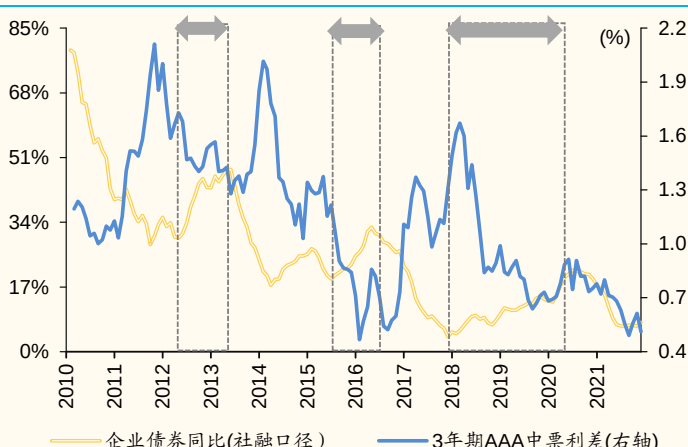
驱动逻辑变化下，近年来债务出清周期明显拉长。前 2 轮债务违约风险的暴露，频率性相对较低、出清周期相对较短，例如，2015 年左右的“过剩产能危机”，部分钢铁采掘类企业集中违约，伴随供给侧改革推进、行业利润改善等，违约阶段性“清零”。近年来，债务出清节奏明显拉长，从信用环境修复时长也可侧面印证，以企业债券融资同比的底部到阶段性顶部作为一个修复周期来看，2012 年、2015 年后的信用修复时长大约 1 年左右，而 2018 年“民企违约潮”后，企业债券修复周期长达 2 年以上。

图表 10：违约频率变高、节奏拉长



来源：Wind、国金证券研究所

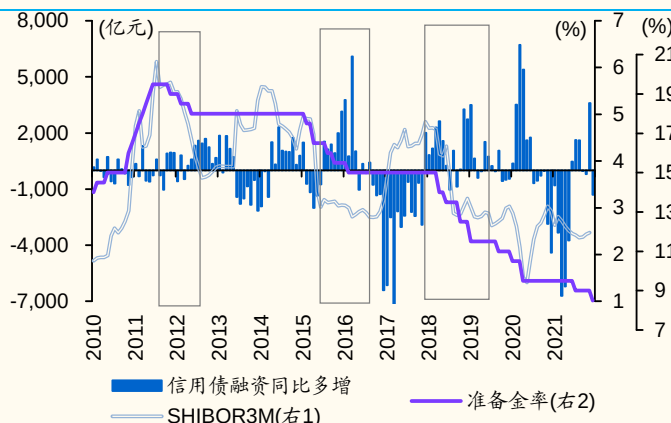
图表 11：违约后，融资环境修复时间变长



来源：Wind、国金证券研究所

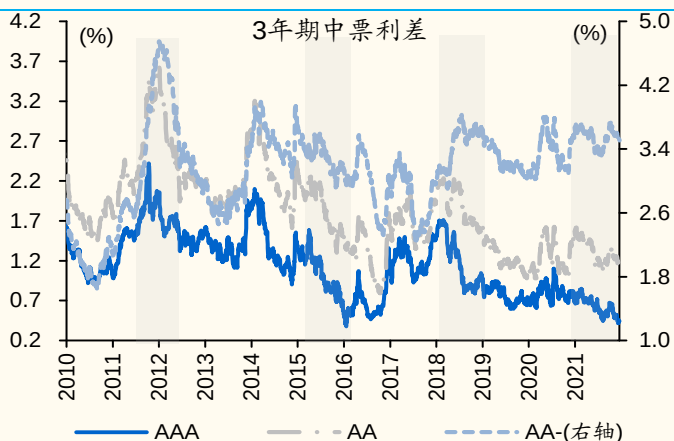
债务出清过程多伴随“资产荒”的出现，出清周期拉长使得“资产荒”持续时间较长。4轮债务违约风险集中释放的阶段，经济回落、实体融资收缩，货币流动性环境转向宽松，使得资金相对富余、而资产供给相对偏少；违约风险发酵下，资金风险偏好下降，导致机构配置需求进一步向相对“安全”资产集中，“资产荒”逐步凸显。2018年债务风险转向主动释放后，债务出清周期明显拉长，“安全”资产持续收缩、资金对“确定性”的理解变化等，导致“资产荒”现象持续时间长于前2轮债务周期。

图表 12：“违约潮”后，流动性环境转向宽松



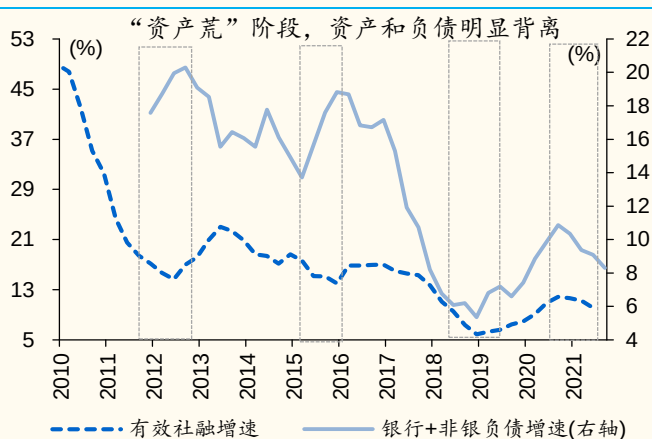
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：相应地，风险偏好下降，高评级信用利差收窄



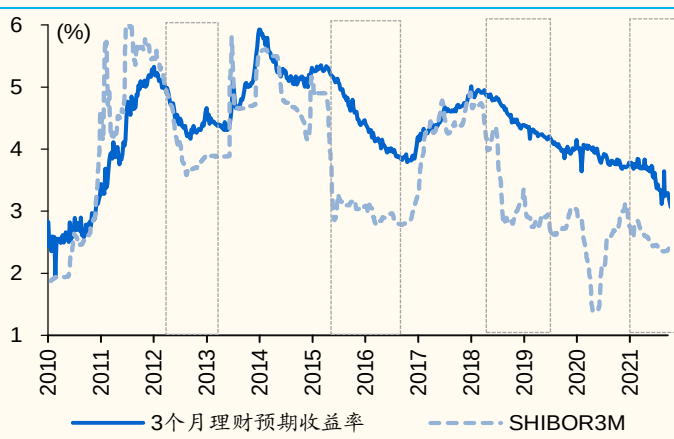
来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：“违约潮”后，机构资产和负债明显背离



来源：Wind、国金证券研究所

图表 15：对应阶段，SHIBOR 与理财收益率利差拉大

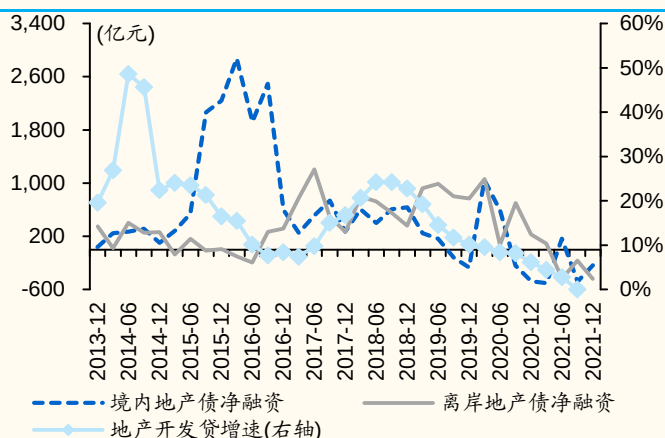


来源：Wind、国金证券研究所

三、本轮债务出清过程或尚未结束，决定了“资产荒”现象延续

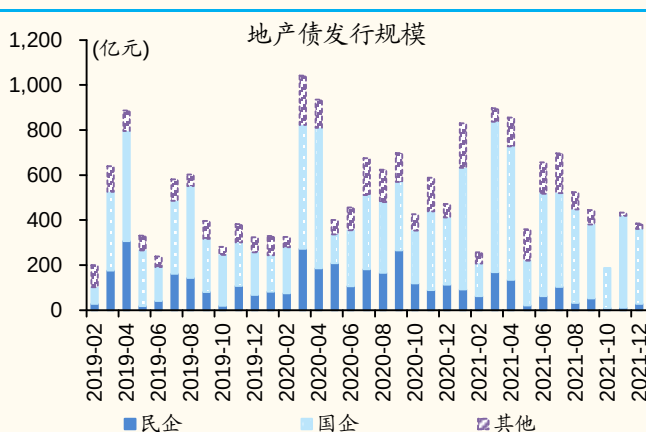
政策调控定力、债务压力凸显下，本轮债务出清过程或尚未结束。地产政策微调，重在避免地产出清带来民生等领域“次生风险”；对于前期扩张较快的房企债务，坚持实企业自救责任和市场化处置原则。违约风险发酵下，银行放贷谨慎、机构认购债券意愿下降等，加大房企债务“螺旋式”收缩压力。地产出清过程中，土地市场的降温，拖累地方土地财政，使得前期累积的地方债务压力更加凸显，尤其是对土地财政依赖度较高的地区。

图表 16：地产债、开发贷等融资持续收缩



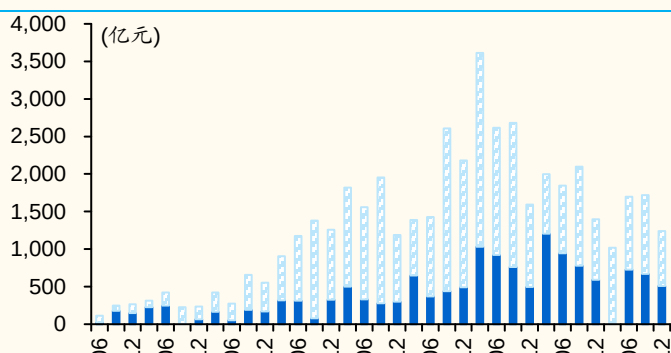
来源：Wind、国金证券研究所

图表 17：四季度以来，地产债发行几乎都是国企

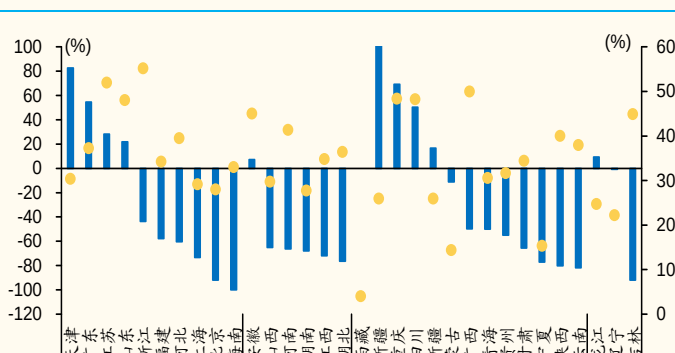


来源：Wind、国金证券研究所

图表 18：2022 年上半年，离岸地产债到期较为集中



图表 19：部分地区土地财政收入明显下滑



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_35202

