

2018 年债券市场违约风险分析及展望

研发部 武博夫

摘要：

违约事件概况：2018 年债券市场违约事件数量与涉及的债券规模远超往年，单个违约发行人涉及债券规模高，同时高级别违约增加，首次出现 AAA 级发行人违约。城投企业方面，2018 年城投企业未发生债券实质性违约，但非标产品信用风险频发。

违约发行人的特征：2018 年违约事件中，违约发行人集中于大型民营企业，同时上市公司违约数量较多，股权质押比例过高问题突出。2018 年发行人未呈现明显的行业集中趋势，区域分布也总体保持离散态势。

违约事件的影响因素：从外部因素来看，2018 年违约事件高发的主要原因是结构性去杠杆持续推进的过程中融资环境整体收紧、企业融资难度上升，信用环境紧缩加剧了资金传导过程中的结构性问题；同时债券市场投资者风险偏好下降，进一步加大了信用质量偏低的发行人的融资难度。从行业环境的角度来看，不同行业之间行业因素对违约事件的影响差异较大。从发行人内部因素来看，公司战略、股权结构及实际控制人风险、关联关系风险等是发行人违约的主要原因。同时，2018 年多起违约事件中也存在增信措施失效、外部支持有效性较弱的情况。

违约后处置与挽回情况：发行人破产重整是违约后处置的主要方式之一。2018 年不同违约案例中挽回情况差异较大。

2019 年违约风险展望：从宏观经济政策来看，随着“宽货币”向“宽信用”的稳步推进，实体经济融资难问题有所缓解，但仍需关注结构性信用风险。民营企业纾困政策有利于中高信用资质发行人，对低信用资质企业的作用有待观察。从影响因素来看，预计违约事件的主要影响因素将由再融资问题向经营风险转变，因再融资困难导致的违约事件或将有所减少，而因经营效益下降和经营风险上升而导致的违约事件或将增多。在城投企业方面，“稳增长”政策预期有利于城投企业融资环境改善，但仍需关注中西部、政府债务风险较高地区的非核心级别城投企业信用状况。

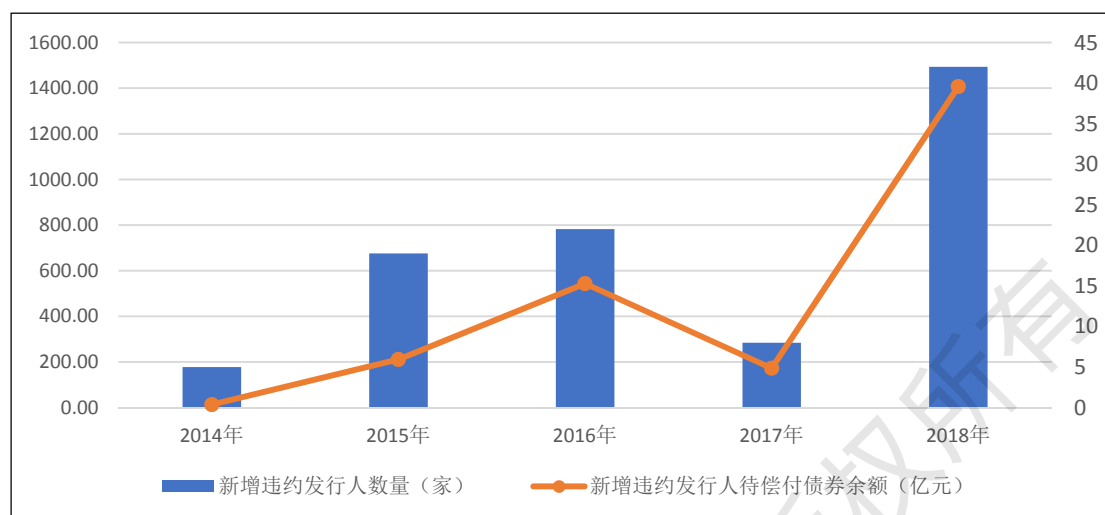
一、违约事件的概况

2018 年债券市场违约事件数量与涉及的债券规模远超往年，单个违约发行人涉及债券规模高，同时高级别发行人违约增加，首次出现 AAA 级发行人违约。在城投企业方面，2018 年城投企业未发生债券实质性违约，但非标产品信用风险频发。

（一）违约数量与规模远超往年水平

2018 年中国债券市场违约高发，新增违约发行人数量与所涉及的债券金额均远超往年水平。2018 年债券市场共新增违约发行人 43 家，远高于往年任何一年的数量；首次违约的发行人涉及的待偿付债券余额共 1412.68 亿元，超过 2014~2017 年总和。

图表 1. 2014~2018 年债券市场新增违约发行人数量与待偿付债券余额（家、亿元）



注：数据来源于 Wind，其中待偿付债券余额仅限本金金额，包括已违约的债券，不含利息、罚息与手续费；不含境外债券；不含资产支持证券

（二）单个违约发行人涉及债券规模高

除了违约事件数量大幅增加之外，2018 年单个违约发行人所涉及的债券规模也创新高。从待偿付债券余额来看，新增违约发行人中上海华信、永泰能源在首次违约时待偿付的债券余额均超过 200 亿元，新光控股超过 100 亿元，而在 2018 年之前的违约发行人中，仅中城建的待偿付债券规模超过 100 亿元。

图表 2. 2014 年以来违约规模最大的发行人（前 10 名）

序号	发行人	首次违约年份	首次违约时待偿付债券余额（亿元）
1	上海华信	2018 年	296.00
2	永泰能源	2018 年	221.20
3	中城建	2016 年	161.50
4	新光控股	2018 年	127.52
5	华阳经贸	2018 年	94.33
6	丹东港集团	2017 年	79.50
7	东北特钢	2016 年	71.70
8	山水水泥	2015 年	68.00
9	云峰集团	2016 年	66.00
10	川煤集团	2016 年	59.00

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（三）高级别违约增加，首次出现 AAA 级发行人违约

从违约发行人的级别分布来看，2018 年违约事件中首次出现 AAA 级违约发行人，AA+级发行人违约数量也大幅增加。同时，违约事件突发性较强，短时间内级别下调幅度大，如新光控股等个别案例中评级机构在发行人违约前较短时间之内甚至曾上调其主体信用级别，评级前瞻性有待加强。

图表 3. 曾获得 AA+级及以上级别的 2018 年违约发行人

序号	发行人	最高级别	最后一次给予最高级别的评级日期	违约日期
1	上海华信	AAA（中诚信国际） AAA（中诚信证评） AAA（联合资信） AAA（联合信用）	2017-08-18 2016-10-21 2017-07-12 2018-02-09	2018-05-21
2	永泰能源	AA+（联合资信） AA+（联合信用）	2018-06-08 2018-06-22	2018-07-05
3	永泰集团	AA+（联合信用） AA+（中诚信国际）	2017-06-12 2017-06-20	2018-07-05
4	新光控股	AA+（大公） AA+（联合信用） AA（鹏元）	2018-07-11 2018-06-27 2018-06-26	2018-09-25
5	华阳经贸	AA+（大公） AA（联合资信） AA（联合信用）	2018-06-25 2018-07-09 2018-06-27	2018-09-30
6	中科建设	AA+（中诚信国际）	2017-11-03	2018-11-19

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（四）城投企业的非标产品信用风险频发

截至 2018 年末债券市场尚未出现城投企业债券违约。2018 年发生违约的地方国有企业中，云南省房集团、兵团六师皆不属于一般意义上的城投企业：前者主要经营房地产业务，违约事件系子公司债务违约间接触发；后者为地方产业投资平台，经营业务较为广泛，其中城市基础设施建设业务为 2017 年新划入的业务板块。

2018 年城投企业在非标债务方面信用风险频发，城投企业作为借款人或担保方出现多起信托计划、资管计划等非标产品违约事件。由于私募发行的非标产品信息披露较为滞后，发行人亦倾向于与投资者单独沟通协商解决债务偿付问题，因此很难获得较为精确的风险事件分布情况统计。

总体来看，2018 年城投企业的信用质量在不同区域之间分化加剧，延续了近年来的总体趋势：东部沿海地区普遍优于中西部地区，而行政级别较高的省会、地级市明显优于区县级。融资渠道方面，部分经济发达地区城投企业积极拓展海外融资渠道，多家城投企业在 2018 年首次境外发行债券，并且获得了国际评级机构投资级的信用评级，而中西部、低行政级别地区信用质量偏低的城投企业融资渠道收紧，面临较大的债务还本付息压力。

图表 4. 2018 年非标产品违约的地方国有企业

序号	披露日期	涉及的企业	内容
1	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
2	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
3	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
4	6 月 12 日	营口港务集团	营口港务集团保险债权投资计划
5	6 月 16 日	武穴世联工业园开发有限公司，武穴市城市建设投资开发有限公司提供担保	嘉泰 301 黄冈武穴火车站工业园工程资产管理计划
6	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	6 月 23 日	安徽蓝德集团股份有限公司，天长市城市建设投资有限公司提供担保	中江国际·金海马 6 号安徽蓝德集团贷款集合资金信托计划
8	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
9	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
10	12 月 5 日	三都水族自治县城镇建设投资有限公司，贵州省三都水族自治县国有资本运营有限责任公司提供担保	三度城投 2016 年直接债务融资产品、正略诚信-三都城投应收债券投资私募投资基金

序号	披露日期	涉及的企业	内容
11	12月4日	韩城市城市投资（集团）有限公司	方兴东亚-方兴 309 号韩城城投集合资金信托计划

资料来源：企业预警通，新世纪评级整理

二、违约发行人的特征

2018 年违约事件中，违约发行人集中于大型民营企业，上市公司违约数量较多，股权质押比例过高问题突出。同时，违约发行人未呈现明显的行业集中趋势，区域分布也总体仍保持离散态势。

（一）公司属性：集中于大型民营企业

2018 年债券市场违约事件集中于民营企业，与往年类似。根据 Wind 数据显示，2018 年违约发行人中民营企业占 32 家，公众企业、外资企业与中外合资企业（主要为 VIE 结构，实际控制人可追溯至境内）共 4 家，国有企业仅 6 家。而在发生违约的国有企业中，城六局、华阳经贸与中科建设的国资属性与政府支持力度均存在较大的疑问。

图表 5. 2018 年债券市场违约发行人公司属性分布（家）

公司属性	2018 年违约发行人家数
民营企业	33
地方国有企业	3
中央国有企业	3
中外合资企业	2
外资企业	1
公众企业	1
合计	43

资料来源：Wind，新世纪评级整理

虽然自 2014 年债券市场首次出现实质性违约以来，民营企业在违约发行人中一直保持较高的比例，但 2017 年之前大多数发生违约的民营企业为中小企业私募债发行人，业务规模较小、竞争能力较弱，缺乏风险抵御能力，发行人普遍信用评级较低甚至未披露信用评级；而 2018 年违约事件中不乏大型民营集团企业，部分违约发行人多次位列民营企业 500 强榜单，不乏 AAA 级、AA+ 级的中高级别发行人。从资产规模来看，以最新一期经审计的财务报表为准，包括上海华信（AAA 级，曾获得的最高评级，下同）与永泰能源（AA+ 级）资产规模超过千亿元，新光控股（AA+ 级）、银亿股份（AA 级）、凯迪生态（AA 级）等企业资产规模也在 300 亿元以上。

（二）上市公司违约数量较多，股权质押比例过高问题突出

2018 年违约事件中涉及的上市公司数量明显增加。在信用收缩的过程中，上市公司由于股票质押比例过高，在股价下跌时面临股票质押爆仓风险，削弱了公司的融资能力，加大了流动性压力，债券违约风险暴露过程加速。2018 年新增违约发行人中，26 家为上市公司或其关联方，上市公司股票交易场所包括上交所主板、深交所主板、创业板、中小板与香港联交所等。

图表 6. 2018 年新增违约发行人与涉及的上市公司

序号	违约发行人	与上市公司关系	涉及的上市公司	股票代码
1	神雾环保	—	神雾环保	300156.SZ
2	神雾集团	母公司		
3	富贵鸟	—	富贵鸟	1819.HK
4	中安科	—	ST 中安	600654.SH
5	凯迪生态	—	*ST 凯迪	000939.SZ
6	阳光凯迪	母公司		
7	上海华信	母公司	*ST 华信	002018.SZ
8	永泰能源	—	永泰能源	600157.SH
9	永泰集团	母公司		
10	乐视网	—	乐视网	300104.SZ
11	无锡五洲	核心子公司	五洲国际	1369.HK
12	金鸿控股	—	金鸿控股	000669.SZ
13	新光控股	母公司	ST 新光	002147.SZ
14	印纪传媒	—	印纪传媒	002143.SZ
15	利源精制	—	利源精制	002501.SZ
16	飞马投资	母公司	飞马国际	002210.SZ
17	盛运环保	—	盛运环保	300090.SZ
18	华业资本	—	华业资本	600240.SH
19	宁夏上陵	母公司	上陵牧业	430505.OC
20	中弘股份	—	中弘退（退市）	000979.SZ
21	雏鹰农牧	—	雏鹰农牧	002477.SZ
22	宏图高科	—	宏图高科	600122.SH
23	深圳一体集团	第二大股东	中珠医疗	600568.SH
24	中基投资	母公司	欧浦智网	002711.SZ
25	龙跃实业	母公司	北讯集团	002359.SZ
26	银亿股份	—	银亿股份	000981.SZ

资料来源：Wind，新世纪评级整理

值得注意的是，可交换债作为同时涵盖债权与股权属性的特殊券种，在 2018 年首次出现违约，共涉及发行人 5 家。标的股票价格下跌导致可交换债的回售风险，造成发行人流动性状况进一步恶化。

图表 7. 2018 年发生违约的可交换债发行人

序号	违约发行人	证券简称	标的上市公司	股票代码	备注
1	神雾科技集团股份有限公司	16 神雾 E1	神雾环保	300156.SZ	上市公司债券违约
2	飞马投资控股有限公司	16 飞投 01 16 飞投 02 16 飞投 03 16 飞投 04	飞马国际	002210.SZ	上市公司主体信用等级已下调至 BBB 级
3	深圳市一体投资控股集团有限公司	16 体 EB01	中珠医疗	600568.SH	发行人为上市公司第二大股东
4	佛山市中基投资有限公司	16 中基 E1 16 中基 E2	欧浦智网	002711.SZ	—
5	龙跃实业集团有限公司	17 龙跃 E1 17 龙跃 E2	北讯集团	002359.SZ	上市公司已出现多笔债务逾期，级别下调至 BB 级

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（三）行业分布：未呈现明显的行业集中趋势

从行业分布来看，2018 年违约事件较多，行业类别分布较广。按照证监会门类行业，2018 年违约发行人中制造业数量最多（共 15 家），但考虑制造业发行人在全部债券发行人中占比较高，总体来看并未体现出明显的行业集中趋势。除制造业之外，科技、文娱、大众消费等领域的违约事件数量增加。对于煤炭、钢铁、有色金属、化工等传统产能过剩行业，2018 年违约事件主要发生于金特钢铁、洪业化工等往年已出现业绩下滑、资产质量下降等问题的发行人，其中煤炭行业中仅永泰能源和永泰集团的违约造成了较大的市场影响，但其违约受到的行业因素影响较小。

图表 8. 2018 年债券市场违约发行人行业分布（申万一级行业）

申万一级行业	2018 年违约发行人家数
综合	7
房地产	4
公用事业	4
商业贸易	3
化工	3
采掘	2
传媒	2
有色金属	2
制造业	1
食品饮料	2
批发和零售	1

申万一级行业	2018 年违约发行人家数
农林牧渔	1
交通运输、仓储和邮政业	1
建筑业	1
非银金融	1
电子	1
纺织服装	1
钢铁	1
机械设备	1
计算机	1
建筑装饰	1
无信息	1
合计	43

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（四）区域分布：总体仍保持离散态势

从区域分布来看，2018 年违约事件并未呈现出明显的区域集中爆发趋势。虽然部分违约事件中，信用风险存在伴随产业链上下游以及在区域互保关系之间蔓延的隐忧，但就截至 2018 年末的发展情况来看，尚未形成连锁反应。2018 年违约发行人中，注册地在北京的共 9 家，主要为业务范围面向全国的上市公司。

2018 年民营企业互保问题在违约事件中进一步凸显，特别是同意地区内的互保现象极易引发信用风险在产业聚集区域内的蔓延。2018 年违约事件中，金茂纺织、大海集团、东辰控股等山东省东营市民营企业之间长期存在互保关系，从而导致发行人信用风险存在通过担保链向外部传导。

图表 9. 2018 年债券市场违约发行人的区域分布（家）

区域	2018 年违约发行人家数
北京	9
广东省	4
山东省	3
安徽省	3
上海	3
江苏省	2
辽宁省	2
山西省	2
浙江省	2
河南省	2
湖北省	2
吉林省	2
新疆维吾尔自治区	2

区域	2018 年违约发行人家数
甘肃省	1
宁夏回族自治区	1
福建省	1
四川省	1
云南省	1
合计	43

资料来源：Wind，新世纪评级整理

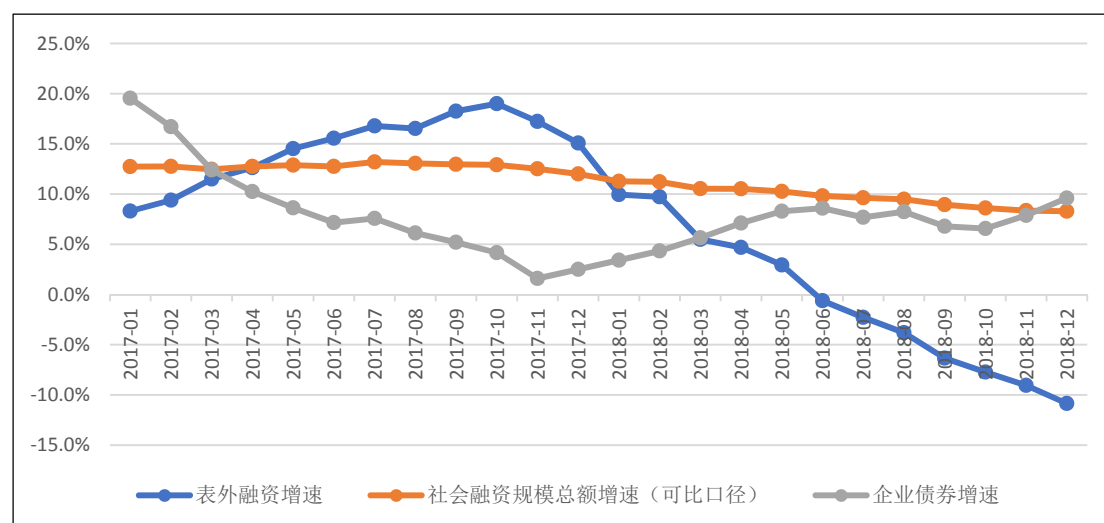
三、违约事件的影响因素

2018 年违约事件高发的主要原因是结构性去杠杆持续推进的过程中，融资环境整体收紧，企业融资难度上升，信用环境紧缩加剧了资金传导过程中的结构性问题，同时债券市场投资者风险偏好下降，进一步加大了信用质量偏低的发行人的融资难度。从行业环境的角度来看，不同行业之间行业因素对违约事件的影响差异较大。从发行人内部因素来看，公司战略、股权结构及实际控制人风险、关联关系问题是发行人违约的主要原因。此外，2018 年多起违约事件中也存在增信措施失效、外部支持有效性较弱的情况。

（一）宏观因素：信用环境紧缩凸显资金传导过程中的结构性问题

从社会融资总体情况来看，资管新规出台后表外融资清理整顿加速，而表内贷款的增长情况并未能弥补表外融资规模下降造成的资金缺口，从而加大了企业的流动性风险。具体来看，2017 年 10 月以来，信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外融资同比增速持续放缓，自 2018 年 6 月起开始进入负增长。截至 2018 年末，社会融资规模存量中表外融资规模较 2017 年末同比减少 10.86%，表外融资在社会融资规模总额（可比口径，已剔除地方政府专项债、存款类金融机构资产支持证券和贷款核销）中的比例已由 2017 年末的 15.42% 下降至 12.69%。在非标转标过程中，银行体系对实体经济的信贷投放积极性受到较大影响，同时由于货币市场资金向实体经济传导中存在结构性障碍，流动性压力主要集中于民营企业、中小企业。

图表 10. 增速比较: 社会融资规模总额、表外融资与企业债券(可比口径, %)

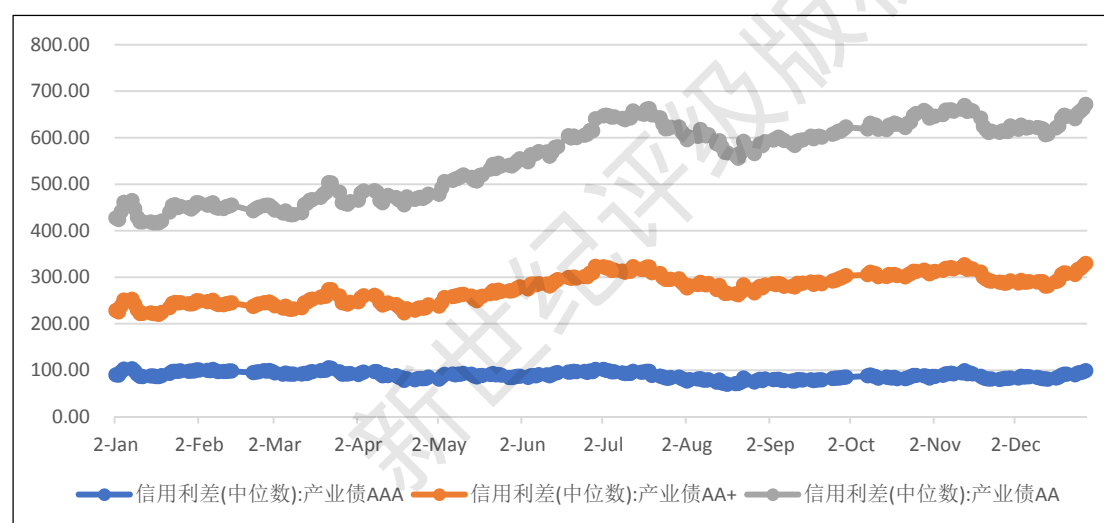


注: 数据来源 Wind, 新世纪评级整理, 其中表外融资为信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票之和; 社会融资规模总量为可比口径, 已剔除地方政府专项债、存款类金融机构资产支持证券和贷款核销

(二) 市场因素: 违约频发导致债券市场投资者风险偏好下降

虽然 2018 年债券市场资金面流动性呈现宽松状态, 但由于信贷环境整体受到非标转标压力的影响, 债券市场风险偏好存在趋同态势; 同时, 自 5 月份以来违约事件集中爆发, 对市场风险偏好预期形成较大冲击, 从而导致投资者风险偏好下降, 最终导致不同信用资质的发行人之间融资能力分化加剧。从信用利差走势来看, 根据 Wind 数据显示, AAA 级产业债信用利差总体上全年处于低位徘徊, 而 AA 级、AA+级产业债信用利差受违约事件影响较为明显, 除 7 月下旬至 9 月上旬因政策效应短期内出现了显著的回落后, AA 级和 AA+级产业债的信用利差整体上从 4 月中旬起呈现走阔态势。

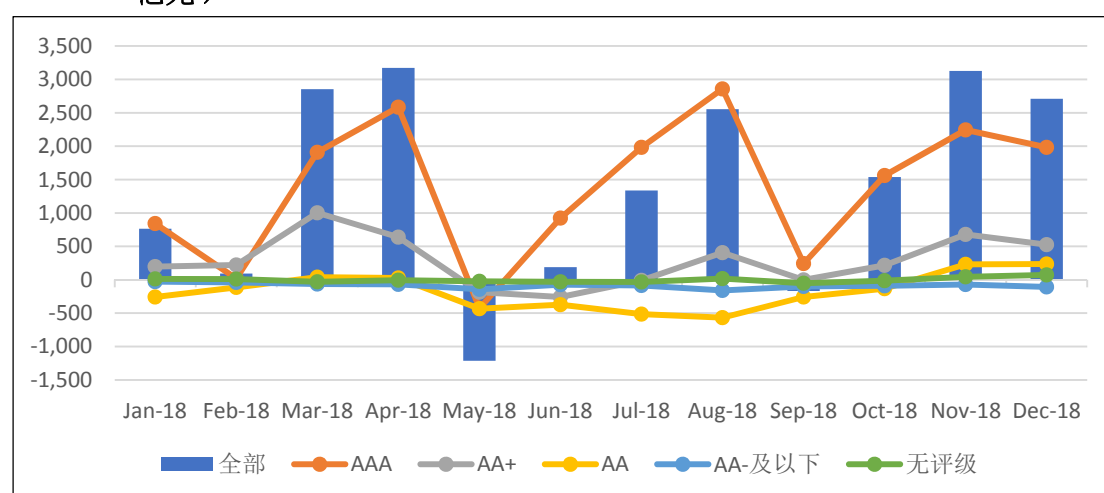
图表 11. 2018 年不同信用评级产业债信用利差走势 (中位数, BP)



数据来源: Wind

从发行情况来看，债券市场净融资规模随着不同级别发行人信用利差走势分化而出现较大差别。2018 年债券市场非金融类债券净融资规模主要集中于 AAA 级发行人，同时 AA 级发行人的净融资规模却呈现收缩下降趋势，不同信用资质的发行人融资能力加剧分化。

图表 12. 2018 年不同主体信用级别的非金融债券发行人净融资规模（分月，亿元）



数据来源：Wind，不含资产支持证券

（三）行业因素：各行业的违约影响因素差异较大

从行业环境的角度来看，由于 2018 年债券市场违约事件并未表现出明显的行业集中趋势，因此不同行业之间违约事件的影响因素存在较大的差异。

1. 上游产能过剩行业：大多数违约事件已充分预期

对于煤炭、钢铁、有色金属等主要传统上产能过剩问题较为突出的上游行业而言，2018 年上述行业总体的盈利状况与现金流状况保持了 2017 年的向好趋势，违约事件主要集中于市场出清过程中被淘汰的落后产能。2018 年违约事件中金特钢铁、洪业化工案例等可以认为是供给侧改革的余波，发行人盈利状况持续下滑导致信用状况持续恶化，最终发生违约。产能过剩行业违约事件中仅永泰能源一起产生了较大的超预期冲击，这主要是由于永泰能源在违约前信用资质较好而且体量较大，存续债券较多，但就违约原因来看永泰能源主要是受到融资环境与发行人自身因素的影响，而非受到煤炭行业整体趋势的影响。

2. 服务业、电子信息制造业：行业竞争淘汰尾部企业

2018 年违约事件中电子信息制造业与文化旅游、零售等第三产业违约数量明显增加。上述行业共同特点是市场竞争激烈、主要市场份额集中于少数头部企业，在细分领域内无法取得龙头地位的发行人信用状况持续承压。包括富贵鸟、

乐视网、金立通信等企业在违约前均曾出现较大幅度的业绩下滑，或者如宏图高科、众品食品等虽然仍保持盈利，但业绩增速不及预期，从而导致应收账款周转天数拉长，进一步加大了发行人的流动性压力。

3. 公用事业与工程建设行业：主要体现在应收账款周转压力

自 2017 年弘昌燃汽与丹东港集团发生违约之后，公用事业行业信用风险开始逐渐暴露。由于公用事业具有天然的区域垄断性质，因此一般而言公用事业行业的发行人信用状况普遍较为稳定。但另一方面，公用事业行业普遍具有投资规模大、回报周期长的特点，因此在融资环境收紧的情况下发行人存在较大的再融资压力。与公用事业类似，工程建设行业也具有垫资规模大、项目回收周期长的特点，发行人应收账款周转情况会极大地影响企业的现金流状况。

4. 房地产行业：中小房企转型艰难

2018 年房地产行业集中度进一步加强，与此相伴的是，2018 年房地产行业违约事件与信用风险事件主要集中于行业内中小型企业。一方面，中小型房地产企业在土地储备、区域经营布局和融资能力等方面与行业内龙头的差距加大，面临较大的竞争压力和整合风险；另一方面，近年来房地产企业积极推进业务转型，但中小型房地产发行人由于存在资本实力有限、战略转型规划过于激进等问题，暴露出较大的业务转型风险。

（四）发行人内部因素：公司治理问题严重引发违约事件

1. 公司战略

激进战略扩张是导致 2018 年债券市场上违约事件发生的重要原因之一。对于上市公司而言，通过外延式并购拓展经营范围和业务规模是增加利润、提升公司市值的常用手段。以华业资本、银亿股份等房地产企业为代表的发行人近年来主营业务转型幅度较大，业务转型主要依靠收购兼并。除定向增发之外，对外举债是企业在扩张过程中最主要的并购资金来源，从而导致发行人的杠杆水平攀升。

对于成熟稳定的多领域经营企业而言，业务范围分散于不同行业可以起到分散经营风险的作用；但是如果企业新晋业务板块仍处于市场开拓或投入阶段，大幅扩张不能带来相应的经营性现金流入以缓解高度紧张的流动性压力，企业的违约风险将大幅上升。就 2018 年的情况而言，市场环境整体的去杠杆趋势加大了杠杆收购企业的再融资压力与流动性风险。而对于上市公司，2017 年初“定增新规”出台以来，上市公司通过定增扩股募集资金的途径受到较大限制，同时恰逢公司债市场扩容、非标融资迅速发展，因此杠杆收购成为外延式并购的重要手段。

随着 2018 年资管新规落地，前期依靠大规模举债维持资金平衡的发行人，其资金链断裂风险急剧上升，从而导致违约事件的发生。

一般而言，存在杠杆收购的违约企业普遍存在以下几个特点：（1）债务期限结构趋于短期化，短债长投问题较为严重；（2）营业收入增长主要依赖应收账款的增加，实际经营性现金流入情况不佳；（3）并购带来大额商誉，存在资产减值风险。当剔除商誉等科目之后，发行人实际资产负债率将大幅攀升。

2. 股权结构与实际控制人风险

股权结构是公司治理领域的核心问题，企业实际控制权不清晰、管理制度混乱会对公司治理能力产生较大的负面影响。由于股权结构引发信用风险、进而导致违约事件的案例主要集中于上市公司或与其有股权关系的关联方。2018 年违约案例中，凯迪生态由于历史沿革问题，公司长期无实际控制人，控股股东对公司的控制能力较弱，从而引发内部人侵占的风险，公司原董事总裁已因涉嫌职务侵占罪被武汉市公安局刑事拘留。

自南京雨润、亚邦集团违约以来，由于实际控制人个人因素导致发行人融资渠道收窄，最终发生违约的案例曾多次发生。实际控制人风险较高的发行人普遍具有股权结构复杂、公司治理信息披露情况较差等问题，发生负面事件会导致发行人信用状况加速恶化。2018 年违约事件中，上海华信虽然公告称其主要高级管理人员、“董事局主席”叶简明对公司并无直接持股关系，但其接受调查却直接导致公司融资能力和信用状况急剧下降，上海华信也成为我国债券市场第一家曾获得 AAA 级评级的违约发行人。

3. 关联关系对违约事件的影响

关联关系在违约事件中的影响主要表现为几个方面：（1）合并口径母公司与子公司之间信用风险的传导；（2）关联交易，关联方一般为实际控制人或其一致行为人控股企业；（3）上市公司违规关联担保与代偿。关联关系的影响主要体现在表外事项上，发行人信用状况受到关联方经营与财务状况的影响，而这些影响在发行人财务报表与其他公开披露信息中并未得到充分反应。关联方风险暴露对发行人的流动性造成较大的负面冲击，从而导致违约事件发生。

图表 13. 2018 涉及到关联关系问题的违约案例

关联关系类型	发行人	内容
合并口径连环违约	神雾环保与神雾集团	合并口径
	凯迪生态与阳光凯迪	合并口径
	无锡五洲与五洲国际	合并口径

关联关系类型	发行人	内容
违规关联担保	富贵鸟	违规关联担保
关联交易	凯迪生态	关联欠款
	盛运环保	关联方资金占用
	中弘股份	关联方资金占用
	神雾环保	关联方并购
	乐视网	关联交易
其他情况	金鸿控股	关联方违约导致融资渠道受限
	大连金玛	关联企业代偿
	华业资本	少数股东涉嫌套取资金

资料来源：新世纪评级整理

合并口径连环违约：2018 年之前的违约事件中（如亚邦集团与亚邦股份、亿阳集团与亿阳信通），母公司违约对上市子公司的信用状况影响相对较小，但 2018 年母子公司连环违约事件大幅增加，典型案例包括神雾环保与神雾集团、凯迪生态与阳光凯迪、无锡五洲与五洲国际等。具体来看，合并口径下的连环违约可分为“母弱子强”和“母强子弱”两种情况：在“母弱子强”的情况下，发行人核心资产集中于子公司，同时子公司是经营性现金流与利润的主要来源，但主要负债集中于母公司层面。当母公司对子公司控制权丧失时，违约债务的挽回难度将进一步加大；在“母强子弱”的情况下，发行人作为集团企业内的并表子公司，但经营业务在集团层面不处于核心位置，在面临债务偿付危机时可以获得股东支持力度较弱。

关联交易：关联交易在 2018 年违约事件中主要有两种方式：一种是上市公司通过非正常的关联交易提升业绩，维持高增长率，从而实现拉高股价、提升公司股票估值目的，但从偿债能力的角度并不能带来真实的、可直接提高公司偿债能力的现金流；另一种是上市公司股东通过关联交易套取公司资产，抽干了上市公司的流动性。具体来看，前一种方式典型案例为乐视网，发行人向关联方销售货物、提供服务等经营性业务及代垫费用等资金往来方式形成了大量关联应收和预付款项，进而加大了流动性风险；后一种方式以华业资本最为典型，公司第二大股东、自然人李仕林所实际控制的企业重庆恒韵医药有限公司作为华业资本医疗金融业务主要对手方，所受让的应收账款债权涉嫌虚构无法收回，存在欺诈嫌疑。

违规关联担保：关联方担保问题是多起违约事件发生的直接原因。发行人对关联方提供大额担保代偿加剧了自身的流动性压力，本质上是公司治理不完善导致的资金占用。2018 年违约事件中，富贵鸟由于存在大额违规关联担保，被福建

省证监局出具警示函，同时大额或有负债风险暴露似的公司陷入流动性危机，从而引发违约事件。

（五）其他影响因素：增信措施失效与外部支持有效性

1. 增信措施失效

与往年相同，增信措施失效现象在违约事件中频繁出现。在 2018 年违约事件中，6 家违约发行人的 14 支债券由发行人母公司提供不可撤销连带责任担保，但均未履行担保责任；2 家发行人的 2 支债券（“12 宁夏上陵债”与“13 金立债”）设有抵押担保条款，抵押物为房产或土地使用权，但在发行人信用状况恶化的情况下上述长期资产短期内难以及时变现，同时 2 支债券的发行人均已处于破产阶段，抵押物的债权债务关系处理较为困难；4 家发行人的 5 支债券设有质押担保条款，其中除“18 盛运环保 SCP001”为应收账款质押担保外，其余 3 支皆为可交换债发行人，质押物为发行人所持有的上市公司股权。

图表 14. 2018 年违约事件中增信措施失效的债券

发行人	违约债券	担保方式	担保内容/担保人
宁夏上陵	12 宁夏上陵债	抵押担保	房产
金立通信	16 金立债	抵押担保	土地使用权，实际控制人个人资产
盛运环保	18 盛运环保 SCP001	质押担保	应收账款
深圳一体集团	16 体 EB01	质押担保	发行人所持有上市公司股权
中基投资	16 中基 E1	质押担保	发行人所持有上市公司股权
龙跃实业	17 龙跃 E1 17 龙跃 E2	质押担保	发行人所持有上市公司股权
神雾环保	16 环保债	不可撤销连带责任担保	神雾集团（母公司）
凯迪生态	11 凯迪债	不可撤销连带责任担保	阳光凯迪（母公司）
无锡五洲	16 锡洲 01 16 锡洲 02 17 锡洲 01	不可撤销连带责任担保	五洲国际（母公司）
永泰能源	15 永泰能源 MTN001 15 永泰能源 MTN002 17 永泰能源 PPN001 17 永泰能源 PPN003 18 永泰能源 CP001 18 永泰能源 MTN001 18 永泰能源 PPN001	不可撤销连带责任担保	永泰集团（母公司）
云南省房集团	17 省房债	不可撤销连带责任担保	云南省建投（母公司）
中弘股份	16 弘债 02	不可撤销连带责任担保	中弘卓业（母公司）

资料来源：新世纪评级整理

2. 外部支持的有效性

外部支持主要包括股东支持、政府支持与其他外部支持，而从实际效果来看政府支持在信用事件中起到的效果更为显著，股东支持则效果一般。就政府支持而言，违约事件中的政府支持一般以间接方式为主。对于地方大型地方国有企业以及部分规模较大、对当地经济稳定与金融稳定影响较深的大型民营企业，地方政府主导召开债务委员会，对债权人进行协调，以缓解发行人的债务偿付压力。由于发行人主要问题在于短期内的流动性压力，自身仍具有较为优质的资产和经营能力，通过协调债务展期的方式缓解偿债压力具有较强的可行性。

但从最终效果来看，地方政府对发行人的债务协调能否顺利进行，关键仍取决于发行人自身财务管理能力与融资渠道的畅通情况。以三胞集团和盾安集团为例，虽然各地地方政府均就上述 2 家发行人召开债务委员会，但三胞集团下属子公司宏图高科仍发生了实质性违约，2018 年 11 月“15 宏图 MTN001”违约时发行人曾单方面宣布“与债券持有人达成延期兑付协议”，反而造成自身融资状况和市场声誉的进一步恶化；相比之下，盾安集团在浙江省政府的组织协调下顺利完成了债券的到期偿付。

在股东支持方面，2018 年违约事件中合并口径连环违约情况较多，发行人控股股东受制于股权质押风险等因素导致的流动性压力，对子公司的支持能力较弱，甚至自身也面临较大的违约风险；在其他外部支持方面，包括盛运环保、凯迪生态、金立通信等多起违约事件中，发行人曾计划引入战略投资者，通过让渡公司股权、出售资产等方式取得外部流动性支持，但实际效果并不理想。

四、违约后处置与挽回情况

（一）破产重整

随着违约事件频发，破产重整是违约后处置的主要方式之一。2018 年债券市场共有 8 家违约发行人进行或拟进行破产重整，其中 4 家发行人所发行债券在公司进入破产重整时触发提前偿还条款，从而导致违约。由于发行人破产重整时面临的债权债务关系较为复杂，不同债务在清偿过程中可能体现出一定的次级属性，债券投资者所能获得的保护力度仍较为有限。

图表 15. 2018 年涉及破产重整与清算的违约发行人

发行人	首次债券违约时间	说明
富贵鸟	2018-04-23	12 月 4 日，披露发布重整草案，尚未达成重组方案
盛运环保	2018-10-09	2019 年 1 月 18 日，债权人向法院提出破产重整申请

发行人	首次债券违约时间	说明
宁夏上陵	2018-10-15	10月24日递交破产重整申请，11月19日法院受理
金立通信	2018-10-28	12月10日，破产清算申请被法院受理
金特钢铁	2018-05-15	破产重整触发提前偿还
洪业化工	2018-07-25	破产重整触发提前偿还
大东南集团	2018-10-16	破产重整触发提前偿还
大海集团	2018-11-26	破产重整触发提前偿还

资料来源：新世纪评级整理，其中金特钢铁、洪业化工、大东南集团与大海集团的首次债券违约时间以破产重整申请被法院受理时间为准

（二）挽回情况

从挽回情况来看，2018 年债券市场违约债券的挽回情况整体较低，这主要是由于 2018 年新增违约事件突发性较强，发行人外部支持力度较弱。2018 年挽回情况较好的债券仅“10 川煤债”、“17 兵团六师 SCP002”两支，违约债券在违约之后完成全额偿付，“13 金特债”向债券持有人按照六折比例偿付。值得注意的是，以上几支债券的发行人均为国有企业。此外，博源控股“13 博源 MTN001”在 2018 年 7 月由中国信达资产管理股份有限公司内蒙古自治区分公司全部收购，成为首起资产管理公司收购处置违约债券的案例，对未来违约债券的违约后处置工作具有较大的示范意义。

五、2019 年违约风险展望

2019 年债券市场仍面临较为复杂的信用风险环境，“宽信用”政策与民营企业纾困政策的实施效果有待时间的检验，同时面临经济增长压力，企业的盈利状况承压，仍面临较大的偿债压力。对此，我们主要关注以下几个方面：

（一）实体经济融资难问题有所缓解，但仍需关注结构性信用风险

从宏观政策层面来看，虽然监管层去杠杆的决心从未动摇，对影子银行体系的清理整顿仍将持续，非标压缩状态将延续，但在实体融资困难、经济增长压力加大的情况下，表外融资清理整顿将平稳有序地进行，节奏和力度会根据实体融资情况适时适度调整。随着“宽货币”向“宽信用”的稳步推进，预计 2019 年债券发行具有较好的货币环境，非金融企业的债券发行有望保持增长势头。与此同时，发行人之间结构性的信用质量差异仍需得到较大的关注。

（二）有利于中高信用资质发行人，对低信用资质企业的作用有待观察

面临集中爆发的违约事件，2018 年 10 月下旬以来高层就支持民营企业发展密集发声，同时各地方政府也积极设立专项基金，缓释上市公司股权质押风险。2018 年 10 月 22 日，人民银行发文，将通过运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具（CRM）、担保增信等多种方式，重点支持“暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力”的民营企业债券融资。但从已落地项目的级别分布来看，目前所创设的 CRM 主要集中于主体级别 AAA 级和 AA+ 级的发行人，短期来看 CRM 对低信用资质民营企业债券融资的促进作用有待观察。

（三）违约事件的主要影响因素或将由再融资问题向经营风险转变

伴随多项宽信用政策与民营企业纾困政策的推出，发行人再融资问题将得到一定的缓解。从宏观经济走势来看，2018 年中国宏观经济运行总体平稳，但由于受到内外因素在短期内集中发酵影响，经济景气度持续回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大，宏观经济波动向微观传导的过程中部分发行人盈利状况可能面临较大压力。从违约事件的影响因素来看，预计 2019 年因再融资困难导致的违约事件将有所减少，而因经营效益下降和经营风险上升而导致的违约事件或将增多。

（四）“稳增长”政策预期有利于城投企业融资环境改善，但仍需关注中西部、政府债务风险较高地区的非核心级别城投企业信用状况

在“稳增长”的政策预期下，2018 年下半年随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。随着地方政府融资机制不断规范，地方政府债务风险总体可控，政府相关企业的违约可能性较小。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。预计 2019 年发达地区核心城投企业的信用状况仍将保持相对稳定，而中西部、政府债务风险较高地区的非核心级别城投企业信用状况承压，但短期内出现城投债实质性违约的可能性较低。

附录：2018 年债券市场新增违约发行人明细

序号	发行人	首次违约日期	首次违约时待偿付债券支数与余额(亿元)	省份	Wind 四级行业	公司属性	涉及的评级机构	备注
1	神雾环保技术股份有限公司	2018-03-14	1 支, 4.5 亿元	北京	工业机械	民营企业	联合信用	
2	富贵鸟股份有限公司	2018-04-23	2 支, 21 亿元	福建	鞋类	民营企业	东方金诚、新世纪	
3	神雾科技集团股份有限公司	2018-04-28	2 支, 22.49 亿元	北京	环境与设施服务	中外合资企业	联合信用	
4	中安科股份有限公司	2018-04-28	2 支, 11.91 亿元	上海	信息科技咨询与其它服务	民营企业	联合信用	
5	凯迪生态环境科技股份有限公司	2018-05-07	5 支, 34.37 亿元	湖北	新能源发电业者	公众企业	鹏元、中诚信国际、中诚信证评	
6	新疆金特钢铁股份有限公司	2018-05-15	1 支, 5.5 亿元	新疆	钢铁	中央国有企业	鹏元	破产重整触发提前偿还
7	上海华信国际集团有限公司	2018-05-21	13 支, 296 亿元	上海	石油与天然气的炼制和销售	民营企业	联合资信、联合信用、中诚信国际	
8	阳光凯迪新能源集团有限公司	2018-06-02	2 支, 28 亿元	湖北	建筑与工程	中外合资企业	大公、鹏元	
9	云南省房地产开发经营(集团)有限公司	2018-06-07	2 支, 10 亿元	云南	房地产开发	地方国有企业	—	子公司信托计划违约触发交叉违约条款
10	中融双创(北京)科技集团有限公司	2018-06-13	2 支, 11.97 亿元	北京	铝	民营企业	大公	
11	永泰集团有限公司	2018-07-05	1 支, 10 亿元	北京	煤炭与消费用燃料	民营企业	中诚信国际	子公司永泰能源违约触发交叉违约条款
12	永泰能源股份有限公司	2018-07-05	21 支, 221.2 亿元	山西	煤炭与消费用燃料	民营企业	联合资信、联合信用	
13	洪业化工集团股份有限公司	2018-07-25	2 支, 15 亿元	山东	基础化工	民营企业	中诚信证评	破产重整触发提前偿还
14	乐视网信息技术(北京)股份有限公司	2018-08-03	1 支, 0.73 亿元	北京	互联网软件与服务	民营企业	联合信用	
15	新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	2018-08-13	5 支, 25 亿元	新疆	综合类行业	地方国有企业	新世纪	
16	中城投集团第六工程局有限公司	2018-08-13	2 支, 13.5 亿元	安徽	综合类行业	中央国有企业	联合信用	
17	无锡五洲国际装饰城有限公司	2018-08-19	3 支, 30 亿元	江苏	建筑产品	民营企业	联合信用、鹏元	
18	金鸿控股集团股份有限公司	2018-08-27	2 支, 16 亿元	吉林	燃气	民营企业	联合资信、联合信用	
19	印纪娱乐传媒股份有限公司	2018-09-10	2 支, 8 亿元	四川	广告	民营企业	新世纪	
20	刚泰集团有限公司	2018-09-25	4 支, 20 亿元	上海	黄金	民营企业	大公	

序号	发行人	首次违约日期	首次违约时待偿付债券支数与余额(亿元)	省份	Wind 四级行业	公司属性	涉及的评级机构	备注
21	吉林利源精制股份有限公司	2018-09-25	1 支, 10 亿元	吉林	铝	民营企业	联合信用	
22	新光控股集团有限公司	2018-09-25	12 支, 127.52 亿元	浙江	多领域控股	民营企业	大公、联合信用、鹏元	
23	河南众品食品有限公司	2018-09-25	2 支, 6.5 亿元	河南	食品加工与肉类	民营企业	东方金诚	
24	飞马投资控股有限公司	2018-09-28	4 支, 20 亿元	广东	多领域控股	民营企业	—	
25	中国华阳经贸集团有限公司	2018-09-30	11 支, 94.33 亿元	北京	售货目录零售	中央国有企业	联合资信、联合信用、大公	
26	安徽盛运环保(集团)股份有限公司	2018-10-09	4 支, 11.55 亿元	安徽	环境与设施服务	民营企业	中诚信国际、联合信用	
27	大连金玛商城企业集团有限公司	2018-10-12	6 支, 20 亿元	辽宁	综合货品商店	民营企业	中诚信证评	
28	北京华业资本控股股份有限公司	2018-10-15	4 支, 25.16 亿元	北京	房地产开发	外资企业	联合信用、东方金诚	
29	宁夏上陵实业(集团)有限公司	2018-10-15	1 支, 5 亿元	宁夏	综合类行业	民营企业	鹏元	
30	浙江大东南集团有限公司	2018-10-16	1 支, 2.99 亿元	浙江	基础化工	民营企业	大公	破产重整触发提前偿还
31	中弘控股股份有限公司	2018-10-18	4 支, 24.9 亿元	安徽	房地产开发	民营企业	大公	
32	同益实业集团有限公司	2018-10-19	3 支, 17.5 亿元	辽宁	石油与天然气的炼制和销售	民营企业	大公	
33	深圳市金立通信设备有限公司	2018-10-28	1 支, 10 亿元	广东	通信设备	民营企业	联合信用	
34	雏鹰农牧集团股份有限公司	2018-11-05	5 支, 35.38 亿元	河南	食品加工与肉类	民营企业	联合资信、联合信用	
35	中科建设开发总公司	2018-11-19	5 支, 50 亿元	北京	建筑与工程	地方国有企业	中诚信国际	
36	山东金茂纺织化工集团有限公司	2018-11-26	3 支, 16.25 亿元	山东	基础化工	民营企业	大公、新世纪	
37	山东大海集团有限公司	2018-11-26	1 支, 5 亿元	山东	多领域控股	民营企业	大公	破产重整触发提前偿还
38	江苏宏图高科技股份有限公司	2018-11-26	4 支, 20.5 亿元	江苏	电脑与电子产品零售	民营企业	中诚信国际	
39	深圳市一体投资控股集团有限公司	2018-11-27	2 支, 10 亿元	广东	多领域控股	民营企业	鹏元	
40	佛山市中基投资有限公司	2018-11-28	2 支, 10 亿元	广东	多元资本市场	民营企业	—	
41	龙跃实业集团有限公司	2018-12-06	2 支, 15 亿元	山西	调查和咨询服务	民营企业	联合信用	
42	洛娃科技实业集团有限公司	2018-12-06	7 支, 47.5 亿元	北京	食品加工与肉类	民营企业	中诚信国际、联合资信、联合信用	
43	银亿股份有限公司	2018-12-24	4 支, 18 亿元	甘肃	机动车零配件与设备	民营企业	中诚信证评	

注：数据来源于 Wind，其中待偿付债券余额指发行人在首次出现债券实质性违约时的存续债券本金余额，包括已违约债券的本金，不含利息、罚息与手续费；不含境外债券；不含资产支持证券

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。