

融資狂歡遺禍 債券違約潮起

規模接近300億元 民企債成重災區

編者的一話

國家統計局日前發佈了2018年上半年主要經濟數據，其中，上半年經濟增速保持在6.8%。這表明，面對複雜嚴峻的國內外環境，上半年中國經濟延續着總體平穩、穩中向好的發展態勢。但是也應該看到，一些結構性問題依然存在甚至更為嚴峻。比如近幾月來在國內去槓桿疊加外部貿易戰衝擊下，債市違約頻發，地方融資平台屢爆兌付危機，部分地方財政捉襟見肘，令中國的債務問題再成焦點。香港文匯報特此推出「內地年中債務風險透視」專題報道，透過民企老闆的借貸經歷、經濟學者的深入分析，透視內地融資現狀，前瞻經濟走向。

債務違約大增原因

- 企業短期債務佔比上升，再融資壓力大
- 廣義流動性收縮，使企業整體融資環境惡化
- 嚴監管政策導致表外融資渠道萎縮，上市公司股權融資收緊
- 市場風險偏好降低，債券低評級企業的融資難度上升

內地年中債務風險透視 上篇

2018年以來，債券市場上信用債違約事件集中爆發，違約金額同比增加近五成；信託計劃、券商資管等「非標」領域，也頻爆「兌付危機」。民營上市公司企業、地方融資平台成為債務違約主角，它們大多依賴高槓桿大舉擴張，潮水退後現金流緊張、經營困境畢現。專家表示，當下的違約潮是過去融資狂歡時代的後遺症，隨着今年下半年經濟下行壓力增大，中美貿易緊張局勢升級，企業債務和金融體系違約可能繼續大幅增加。

■ 香港文匯報記者 海巖 北京報道

截至7月18日，今年中國債券市場已累計有28隻債券違約，涉及規模292億元，涉及企業有16間，其中有11間是民營企業，佔比高達69%。違約民營企業中，發行時主體評級在AA+級以上有3家，涉及債券規模116億元，佔比達40%。

金融機構不良率連續攀升，到5月末商業銀行不良貸款率升至1.9%，較3月末提高0.15個百分點。信託等非標領域兌付風險增大，至少12隻信託產品發生延遲兌付或無法兌付。此外，股市中也頻繁出現由於股票質押比例過大引發的閃崩。

增長動力不足 蔓延新興產業

招商證券宏觀首席分析師謝亞軒向香港文匯報指出，目前債券違約主要集中於民營企業層面，這些企業擁有一個共同特徵，即經濟模式過於依賴外生負債推動，內生增長動力相對不足，企業資產負債率偏高，對再融資的依賴程度較高。在目前強監管和緊信用的環境下，再融資環境收緊，疊加前期投資盲目、收益不佳，企業現金流緊張問題逐步顯現。

從行業看，債務違約從鋼鐵、煤炭等產能過剩領域蔓延到生態環保、智能安保等戰略新興產業，這些戰略新興行業往往需要高投入，但短期盈利難，一旦「借新還舊」的再融資渠道受阻，資金鏈就面臨斷裂，波及上下游眾多企業。另外，7成是上市公司，這些公司不僅債務違約或到期難以兌付，大股東還對持有的上市公司股票高比例質押，引發債市和股市波動共振。

強監管去槓桿 無法借新還舊

中國社科院金融所研究員曾剛認為，當下的違約潮是過去三四年的負債狂歡時代的後遺症。2014年下半年開始，人行接連降準降息，中國進入鬆貨幣、寬信用周期，信貸連續出現高峰，影子銀行體系擴張，金融同業業務爆發，債市迎來繁榮。一些

近期債務違約民企

企業	違約原因
神霧環保	股票質押比例較高引發控制權喪失
富貴鳥	資產質量下降，大額違規對外擔保及對外資金拆借
凱迪生態	經營現金流不佳，疊加激進擴張
中安消	盈利惡化，現金流緊張，再融資渠道全部喪失
億陽集團	主業盈利差，對外股權投資較多，賬面優勢資產均已質押或凍結，內部流動性枯竭

企業通過向銀行貸款或融資舉債，進行跨行業、跨地域投資併購，或進行高風險經營活動。

「在負債狂歡時代，負債率高、短債長投的問題，可以通過不斷借新債來掩蓋，而一旦再融資受阻，無法借新還舊，就會面臨資金鏈斷裂。」曾剛表示，2016年下半年開始的金融去槓桿及金融強監管，令融資環境趨緊，首當其衝的民企很難借錢，再融資受阻，引爆資金鏈斷裂。

即將集中到期 考驗生死存亡

「目前貸款平均利率在6%左右，社會融資平均成本在7%以上，而真實貨幣增速已經不到7%，這意味着很多企業今年不僅還不起債務本金，可能連還利息的錢都沒有。」海通證券首席分析師姜超表示，「下半年是債務到期高峰，屆時到期的信託、企業債本息規模各自都在3萬億以上，但現在信託貸款的發行量每個月都是負的，對於那些過去過於激進的中小金融機構、融資平台或實體企業，流動性壓力或許是決定生死存亡的考驗。」

借貸路路不通 民企老闆硬撐

去槓桿背景下，貨幣環境收緊，企業融資多條通道受阻：債市股市再融資門檻提高，民間借貸資金成本上升至20%以上，不少企業面臨無錢可借、發債無門的境地。

內部騰挪資金 不行再賣資產

「去年11月中，《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》徵求意見稿出台之後，我就沒從銀行拿到一分錢，原來的貸款說好可以再續，但至今沒到位。」一間在A股上市的民企實際控制人接受香港文匯報訪問時說，去年初公司收購了一塊核心資產進行重組，在經歷了競爭對手舉報和財務核查等，終於在今年初審批通過，還有3個多億的現金對價7月底要付完。另外，上市公司去年還進行了定向增發，併購了北美一塊油田資產，但定向增發的條件是大股東兜底8%收益，現在中美貿易戰開打，股價連續跌跌，兜底定向增發的利息支付迫在眉睫。

這位上市公司實際控制人說，其公司年淨利

潤10億元左右，大舉擴張有苦衷。「我們如果不把規模做大，金融機構根本不認可，政府也不會給支持。前幾年央行放水時，各路機構都找上門來讓我們融資併購擴張，快馬加槓桿，跨行業經營；但現在流動性一收緊，金融機構跑得比誰都快。借不到錢，即使在民間借到融資成本也超過20%，所以只能硬撐，在企業內部騰挪資金，實在不行再賣資產。」

境外違約激增 融資渠道收窄

此外，隨着境外債務違約激增，海外融資渠道也被封堵。建行金融市場部數據顯示，截至5月末，已有4間中資企業13隻海外債券出現違約，涉及債券規模53.5億美元，創歷史新高。一位開發商表示，地產調控收緊後，近兩年主要通過境外發債融資，成本比國內還低，但二季度以來發債越來越難，原因是國內債市頻頻違約，引發海外買家擔心，故暫時只能靠銷售回款支撐現金流，下一步再看形勢。

信用風險總體可控

去槓桿推進中引發債務違約潮，中國債務風險問題引發各界關注。交通銀行首席經濟學家連平認為，當前有實質還款困難的企業佔比相對較小，行業分佈也較為分散，風險事件集中爆發的可能性不大，對經濟的整體影響也相對可控。

連平還指出，債市違約本身對資產質量的影響也處於可控範圍，信用債違約率仍處在相對的低位，銀行間市場信用債違約率約為0.76%，上交所信用債違約率約為0.22%。截至5月末，公司信用類債券違約後尚未兌付的金額663億元，佔餘額比重為0.39%。另一方面，銀行對信用債的投資佔比較低，表內投資佔總資

產比例約為3%-5%，資管業務對信用債的投資比例也控制在20%左右。

若有更多違約 政府不會容忍

連平認為，中國政府不會容忍更多違約出現，因為這是建立一個更健康的債券市場和更好的信用風險定價機制所必須的。

招商證券宏觀首席分析師謝亞軒則指出，此次債務違約潮，主要對經濟舊動能造成衝擊，不足以改變穩中向好的大格局。當前中國經濟結構已發生明顯變化，由融資驅動的投資需求對經濟增速的貢獻大幅下降，僅為30%左右。

以改革換發展空間

記者手記

今年中國境內出現違約集中爆發態勢，其中7成違約發生在上市公司，換言之，像上市公司這樣定期摸底的「好學生」，也出現了考試成績不及格，由此映出當前中國經濟運行在總體平穩態勢中亦存在不小的隱憂。

僅僅從債務角度看，中國經濟像在負重前行。從2012年開始，每年中國經濟6%-7%的GDP增量，尚不足以支付當年企業債務利息。經濟運行中存在大量無效率債務，每年接

近20萬億元的新增社會融資中，超過一半都去支付政府和企業的存量債務利息了，靠剩餘部分支持經濟增長自然捉襟見肘，這也是央行放了那麼多水，市場還在喊缺錢的原因之一。

「負債狂歡」後留下的「一地雞毛」，令中國經濟面臨空前的下行壓力，涉及經濟領域的一些深層次改革沒有實質性推進，也使得中國宏觀經濟表面看風平浪靜，但稍有風吹草動，積累的矛盾就會爆發，而今唯有忍耐一時痛苦，清除風險點，以全面深化改革換取新的發展空間。■香港文匯報記者 海巖

宏觀政策面臨兩難

近期債務違約事件頻發，專家分析，貨幣政策和監管政策如何與去槓桿的宏觀訴求實現平衡和兼顧，是宏觀調控面臨的考驗。央行正試着對部分領域收緊貨幣，而對部分領域放鬆，效果或不理想，但暫無其他選擇。

交通銀行首席經濟學家連平指出，融資收縮過快對實體經濟造成的壓力不容忽視，有必要及時適度調整政策。他建議，貨幣政策在保持穩健中性基調的同時向偏鬆調整，年內再實施1至2次降準，以降低銀行負債成本，並適當增加銀行信貸投放額度，提高信貸增速，對那些真正能滿足實體經濟融資需求、規範合理的信託貸款、委託貸款等予以鼓勵和支持，加大力度開展資產證券化等。

滴灌「放水」無效 民企更盼減稅

建設銀行金融市場部專家張濤認為，目前貨幣金

融環境確實「中性略緊」，不過緊張程度未達到2013年錢荒的程度，僅就目前違約潮的程度而言，還很難據此預期貨幣當局會輕易調整融資環境。他認為，央行須兼顧經濟平穩運行和防範金融風險，同時維持幣值穩定和金融穩定，貨幣政策不得不倚重結構性的滴灌模式，比如定向降準等。

有專家指出，央行所謂定向滴灌措施可能未必有效，更重要是通過進一步深化經濟體制改革，把更多資源轉向民營部門，為中小企業減輕營運成本，如社保公積金減半，實實在在減稅等，令企業真正受益。

■ 內地信用債違約事件集中爆發，引發債市和股市波動共振。圖為四川成都某證券交易所內，股民在交易廳內。 資料圖片