

融资狂欢遗祸 债券违约潮起

规模接近300亿元 民企债成重灾区

编者的话

中国国家统计局日前发布了2018年上半年主要经济数据，其中，上半年经济增速保持在6.8%。这表明，面对复杂严峻的国内外环境，上半年中国经济延续着总体平稳、稳中向好的发展态势。但是也应该看到，一些结构性问题依然存在甚至更为严峻。比如近几月来在国内去杠杆叠加外部贸易战冲击下，债市违约频发，地方融资平台屡爆兑付危机，部分地方财政捉襟见肘，令中国的债务问题再成焦点。香港文汇报特此推出“中国年中债务风险透视”专题报道，透过民企老板的借贷经历、经济学家的深入分析，透视中国融资现状，前瞻经济走向。

中国年中债务风险透视 上篇

2018年以来，债券市场上信用债违约事件集中爆发，违约金额同比增加近五成；信托计划、券商资管等“非标”领域，也频爆“兑付危机”。民营上市公司企业、地方融资平台成为债务违约主角，它们大多依赖高杠杆大举扩张，潮水退后现金流紧张、经营困境毕现。专家表示，当下的违约潮是过去融资狂欢时代的后遗症，随着今年下半年经济下行压力增大，中美贸易紧张局势升级，企业债务和金融体系违约可能继续大幅增加。

■ 香港文汇报记者 海岩 北京报道

截至7月18日，今年中国债券市场已累计有28只债券违约，涉及规模292亿元(人民币，下同)，涉及企业有16间，其中有11间是民营企业，占比高达69%。违约民营企业中，发行时主体评级在AA+级以上有3家，涉及债券规模116亿元，占比达40%。

金融机构不良率连续攀升，到5月末商业银行不良贷款率升至1.9%，较3月末提高0.15个百分点。信托等非标领域兑付风险增大，至少12只信托产品发生延迟兑付或无法兑付。此外，股市中也频繁出现由于股票质押比例过大引发的闪崩。

增长动力不足 蔓延新兴产业

招商证券宏观首席分析师谢亚轩向香港文汇报指出，目前债券违约主要集中于民营企业层面，这些企业拥有一个共同特征，即经济模式过于依赖外生负债推动，内生增长动力相对不足，企业资产负债率偏高，对再融资的依赖程度较高。在目前强监管和紧信用的环境下，再融资环境收紧，叠加前期投资盲目、收益不佳，企业现金流紧张问题逐步显现。

从行业看，债务违约从钢铁、煤炭等产能过剩领域蔓延到生态环保、智能安保等战略新兴产业，这些战略新兴产业往往需要高投入，但短期盈利难，一旦“借新还旧”的再融资渠道受阻，资金链就面临断裂，波及上下游众多企业。另外，7成是上市公司，这些公司不仅债务违约或到期难以兑付，大股东还对持有的上市公司股

票高比例质押，引发债市和股市波动共振。

中国社科院金融所研究员曾刚认为，当下的违约潮是过去三四年的负债狂欢时代的后遗症。2014年下半年开始，人行接连降准降息，中国进入松货币、宽信用周期，信贷连续出现高峰，影子银行体系扩张，金融同业业务爆发，债市迎来繁荣。一些企业通过向银行贷款或融资举债，进行跨行业、跨地域投资并购，或进行高风险经营活动。

“在负债狂欢时代，负债率高、短债长投的问题，可以通过不断借新债来掩盖，而一旦再融资受阻，无法借新还旧，就会面临资金链断裂。”

曾刚表示，2016年下半年开始的金融去杠杆及金融强监管，令融资环境趋紧，首当其冲的民企很难借钱，再融资受限，引爆资金链断裂。

即将集中到期 考验生死存亡

“目前贷款平均利率在6%左右，社会融资平均成本在7%以上，而真实货币增速已经不到7%，这意味着很多企业今年不仅还不起债务本金，可能连还利息的钱都没有。”海通证券首席分析师姜超表示，

“下半年是债务到期高峰，届时到期的信托、企业债本息规模各自都在3万亿以上，但现在信托贷款的发行量每个月都是负的，对于那些过去过于激进的中小金融机构、融资平台或实体企业，流动性压力或许是决定生死存亡的考验。”

去杠杆背景下，货币环境收紧，企业融资多条通道受阻：债市股市再融资门槛提高，民间借贷资金成本上升至20%以上，不少企业面临无钱可借、发债无门的境地。

“去年11月中，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》征求意见稿出台之后，我就没从银行拿到一分钱，原来的贷款说好可以续贷，但至今没到位。”一间在A股上市的民企实际控制人接受香港文汇报访问时说，去年初公司收购了一块核心资产进行重组，在经历了竞争对手举报和财务核查等，终于在今年初审批通过，还有3个多亿(人民币，下同)的现金对价7月底要付完。另外，上市公司去年还

进行了定向增发，并购了北美一块油田资产，但定向增发的条件是大股东兜底8%收益，现在中美贸易战开打，股价连续阴跌，兜底定向增发的利息支付迫在眉睫。

这位上市公司实际控制人说，其公司年净利润10亿元左右，大举扩张有苦衷。“我们如果不把规模做大，金融机构根本不认可，政府也不会给支持。前几年央行放水时，各路机构都找上门来让我们融资并购扩张，快马加杠杆，跨行业经营；但现在流动性一收紧，金融机构跑得比谁都快。借不到钱，即使在民间借到融资成本也超过20%，所以只能硬撑，在企业内部腾挪资金，实在不行再卖资产。”

以改革换发展空间



今年中国境内出现违约集中爆发态势，其中7成违约发生在上市公司，换言之，像上市公司这样定期摸底的“好学生”，也出现了考试成绩不及格，由此映射出当前中国经济运行在总体平稳态势中亦存在不小的隐忧。

仅仅从债务角度看，中国经济像在负重前行。从2012年开始，每年中国经济6%-7%的GDP增量，尚不足以支付当年企业债务利息。经济运行中存在大量无效率债务，每年接近20

万亿元人民币的新增社会融资中，超过一半都去支付政府和企业的存量债务利息了，靠剩余部分支持经济增长自然捉襟见肘，这也是央行放了那么多水，市场还在喊缺钱的原因之一。

“负债狂欢”后留下的“一地鸡毛”，令中国经济面临空前的下行压力，涉及经济领域的一些深层次改革没有实质性推进，也使得中国经济宏观表面看风平浪静，但稍有风吹草动，积累的矛盾就会爆发，而今唯有忍耐一时痛苦，清除风险点，以全面深化改革换取新的发展空间。

■香港文汇报记者 海岩



中国信用债违约事件集中爆发，引发债市和股市波动共振。图为四川成都某证券交易大厅内的股民。 资料图片