



2022 年信用风险高企的行业，2023 年将何去何从？

联合资信 研究中心



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



2022 年信用风险高企的行业，2023 年将何去何从？

2022 年上市企业年报进入密集发布期，截至 2023 年 3 月底，2695 家 A 股上市企业发布了业绩预警，预警为亏损的企业占比为 45%，其中亏损企业占比排名前五分别为综合、社会服务、传媒、纺织服饰以及房地产业，其业绩亏损预警占比均超过 45%，主要是由于 2022 年国内外形势总体较为复杂，各类风险因素交织。2020 年以来，新冠疫情暴发并在全球蔓延，各行各业均受到不同程度的冲击，为了更直观地测度各行业在 2019 年—2022 年的信用风险变化，本文拟利用 KMV 模型测度行业信用风险状况，采用违约距离作为行业信用风险的评价指标。

KMV 模型的基本原理是假设企业股权是买入一份欧式看涨期权，该期权以企业价值作为标的资产，以企业债务面值为执行价格。假设在企业债务到期日，若企业资产的市场价值低于企业所需偿还的债务面值时，企业将发生违约；否则，视为企业不违约。违约距离表示企业资产市场价值期望值距离违约点的远近。距离越大，企业发生违约的可能性越小；距离越小，发生违约的可能性越大。具体做法是，通过 KMV 模型计算各个上市企业违约距离，通过计算平均值得到各家公司的平均违约距离，从而得到各个公司所属行业的违约距离，可以一定程度上反应各行业的信用风险水平。

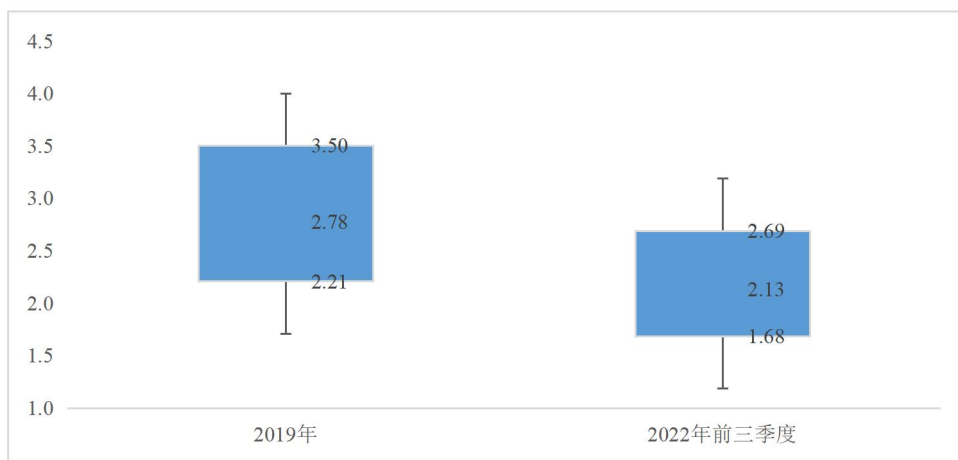
本文通过计算 2019—2022 年三季度末 A 股上市企业的违约距离，作为行业信用风险的度量，并在此基础上进行分析。本文以申万一级行业为依据对行业进行分析，共计包含房地产、钢铁、煤炭、商贸零售等在内的 29 个行业。

最终计算结果显示，与 2019 年相比，2022 年前三季度上市企业的违约距离出现明显的下行，违约风险明显上升；从违约距离绝对值看，公用事业、环保、食品饮料、石油石化以及煤炭行业上市企业的违约距离相对较大，即违约风险相对较低；房地产、钢铁、社会服务、电力设备以及汽车行业上市企业的违约距离相对较小。

一、企业整体情况

（一）行业信用风险分化程度下降，违约风险进一步集中

KMV 模型对 2019 年和 2022 年前三季度 A 股上市企业的违约距离显示，2022 年前三季度上市企业的违约距离较 2019 年显著下降，即违约风险较 2019 年明显上升，且从分布图显示，2022 年前三季度上市企业的违约距离的分布区间较 2019 年有所收窄，表明与 2019 年相比，2022 年前三季度上市企业信用风险分化程度有所下降，违约风险进一步集中，主要是由于受疫情影响，宏观经济增长压力较大的背景下，除医药行业外，其余各行业的需求均受到不同程度的负向影响。所以整体看，A 股上市企业的违约风险呈现进一步加大的趋势。

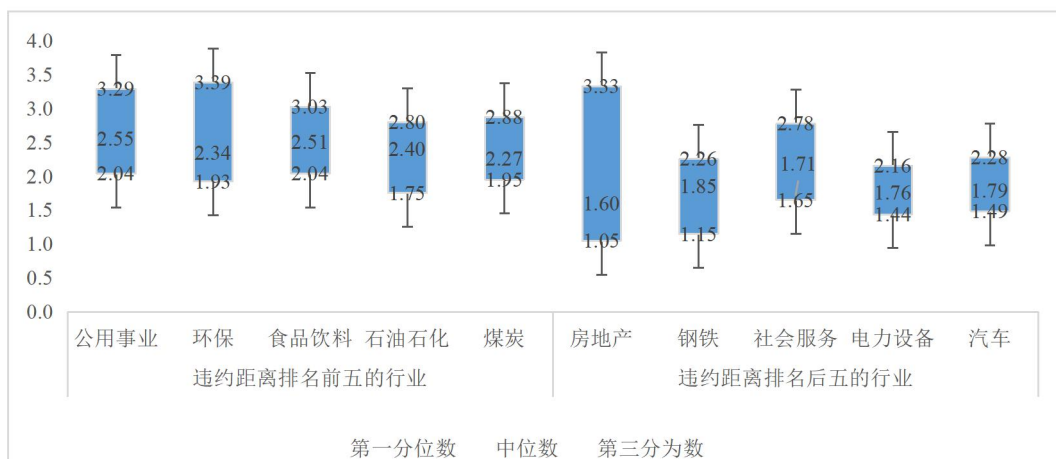


注：图中数据标签由下到上分别表示 25%分位数、中位数和 75%分位数，下同
 数据来源：Wind，联合资信整理

图 1 2019 年及 2022 年前三季度 A 股上市企业违约距离分布情况

（二）分行业看，公用事业行业上市企业的违约风险相对最小

2022 年前三季度各行业上市企业的违约距离显示，公用事业、环保、食品饮料、石油石化以及煤炭行业上市企业的违约距离相对较大，表明其违约风险相对较低；房地产、钢铁、社会服务、电力设备以及汽车行业上市企业的违约距离相对较小，即违约风险相对较大。



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 2 2022 年前三季度排名前五和后五的行业分布情况

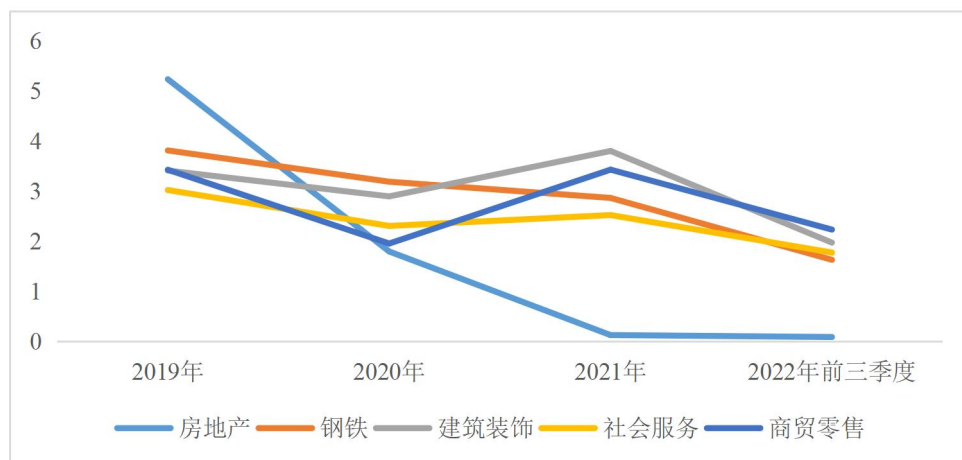
具体看，公用事业和食品饮料上市企业违约距离相对较大，主要是由于在国内各行业需求普遍下降的背景下，其需求端的需求弹性较小，需求相对较为稳定，所以其违约距离相对较大，违约风险相对较小；环保上市企业违约风险相对较小，主要是自 2021 年以来，在“碳达峰”“碳中和”政策引领下，涉及节能、降耗、减排的各类“十四五”规划等重大节能环保政策密集发布出台，环保行业充分享受政策红利，各行业

对环保设备、环境治理等需求上升，环保行业进入新一轮高景气周期；石油石化行业受国际大宗商品价格影响，价格大幅上行，且石油石化行业处于产业上游，其成本压力得到转移，在成本压力较小、产品价格上升的情况下，石油石化上市企业的盈利能力增强，其违约风险相对较小；**煤炭**行业，一方面动力煤价格一直高位运行，另一方面受益于保供政策，原煤产量稳定增长，2022 年全国原煤产量 45.6 亿吨，同比增长 10.5%，产量再创历史新高，全国规模以上煤炭企业营业收入 4.02 万亿元，同比增长 19.5%；利润总额 1.02 万亿元，同比增长 44.3%。2022 年煤炭行业量、价齐升，企业盈利能力大幅提升，煤炭行业违约风险相对较小。

违约距离较小的行业中，房地产行业整体违约风险相对最大，且行业内企业违约风险分化程度较严重。具体看，**房地产行业**违约距离最大，主要是在宏观经济下行压力、疫情反弹以及前期调控对市场传导作用的滞后作用影响下，房地产市场景气度继续下行，购房者观望心态下销售端一直不景气，进一步导致房企新开工意愿下降，叠加违约房企增加，导致房地产行业信用风险高增；同时房地产行业违约距离分布区间（1.50-3.33）最大，行业内的风险分化相对更大。**社会服务**行业违约距离也较低，主要是由于疫情背景下，隔离和社交距离限制使出行链条受限，酒店、餐饮、旅游业等需求大大下降，导致其经营大幅出现亏损。**电力设备、汽车**行业的违约距离相对也较小，且与其他三个行业相比，其违约距离分布相对较为集中，显示其违约风险相对更加集中。**钢铁**行业的违约距离也相对较小，主要是由于供给端原材料价格上升、需求端的三大主力——房地产、基建以及汽车——需求均出现大幅萎缩，受到供需两端的挤压，钢铁行业的盈利能力下降，但钢铁企业获得外部资源支持的可能性较大，所以其虽然盈利受到挤压但整体的违约风险相对较低。

二、企业信用风险变化

对比 2022 年前三季度与 2019 年各行业的违约距离看，房地产、钢铁、建筑装饰、社会服务以及商贸零售的是违约距离下降最大的五个行业。



数据来源: Wind, 联合资信

图3 2022年前三季度违约距离较2019年变化最大的前五大的行业

其中钢铁以及建筑装饰行业均属于房地产行业相关行业，主要是受房地产影响，而房地产行业的违约距离在2021年出现大幅度下降，主要是由于房地产行业在贷款集中制度以及“三条红线”政策下，融资环境紧张，叠加房地产销售端的低迷，市场对房地产行业担忧上升，2021年恒大违约更加大了市场的担忧情绪。整体看，2022年房地产行业违约距离较2019年出现显著的下滑，且行业内违约距离分布进一步集中。

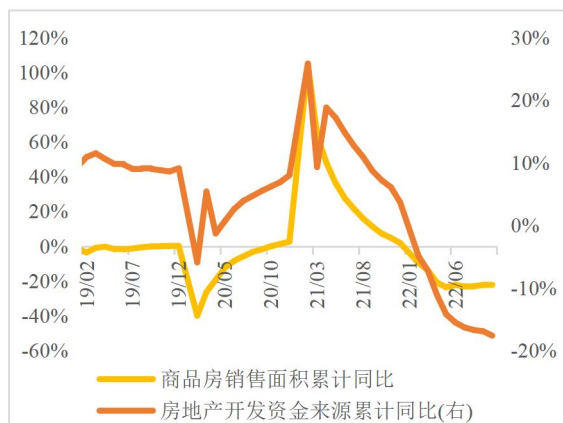


图4 2022年前三季度房地产供需两端均大幅下降

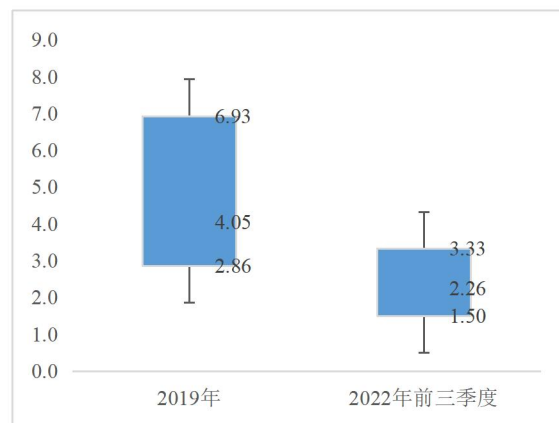


图5 2022年前三季度房地产行业违约距离分布进一步集中

社会服务和商贸零售行业违约距离较2019年出现大幅下滑，主要是受疫情的影响，一方面疫情封控下，居民出行旅游、聚餐等受到限制，对社会服务、商贸零售行业的需求端带来负向影响（2022年前三季度，社会零售品总额同比仅增长0.6%，远低于2019年的水平）；另一方面，疫情环境下，居民失业压力上行，居民的储蓄需求上升从而压制消费端（2022年前三季度，国内居民人均可支配收入人民币27650元，

同比实际增长 3.2%，相比之下，国内居民人均消费支出人民币 17878 元，同比实际增长 1.5%，消费意愿远低于存储意愿）。



图 6 2022 年消费远低于 2019 年

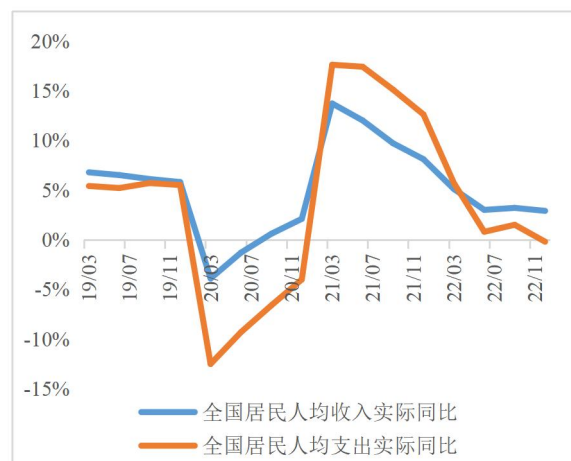
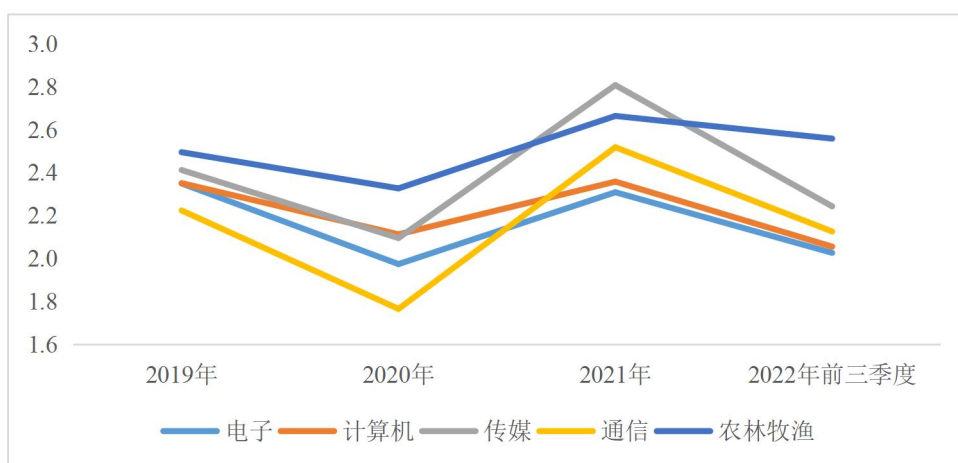


图 7 居民消费意愿低于存储意愿

与 2019 年相比，电子、计算机、传媒、通信以及农林牧渔五个行业的违约距离变化相对较小。受影响变化最小的五个行业的违约距离与受影响最大的行业的趋势相似，均在 2020 年经历了最低点，主要是 2020 年疫情突发，各行业的对突发情况预估不足，市场波动较大。2021 年经过一年的发展，叠加各项支持政策的落地，各行业的经营情况较 2020 年有所好转，违约距离有所回升。整体看，受宏观经济及需求端的影响，上述五大行业的违约距离较 2019 年出现下降，但是下降幅度相对较小。



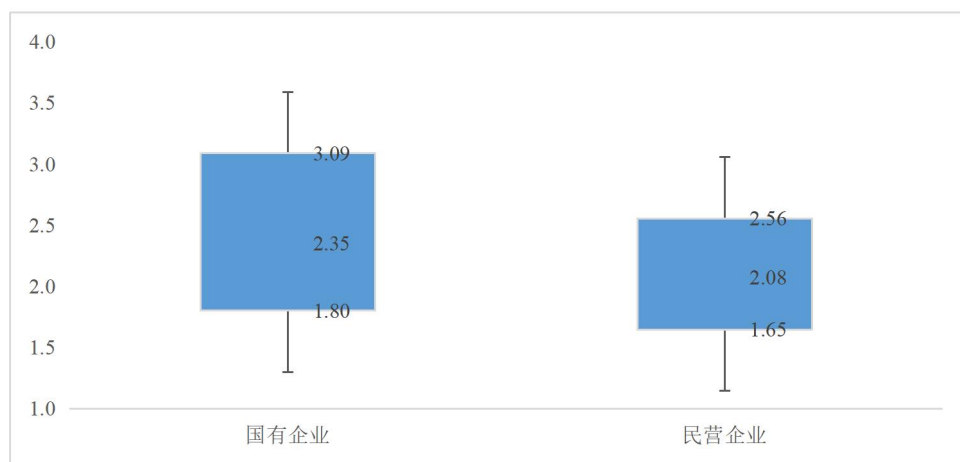
数据来源：Wind，联合资信

图 8 2022 年前三季度违约距离较 2019 年变化最小的五大行业

三、分企业性质看上市企业信用风险

（一）民营企业违约风险高于国有企业

分企业性质看，2022 年前三季度，民营企业的违约距离均值及中位数均高于国有企业，违约风险高于国有企业。与国有企业相比，融资难一直是制约我国民营企业发展的一大因素，2018 年来，金融去杠杆的环境下，民营企业融资条件进一步收紧，国家出台了很多支持民营企业发展的政策措施，但存在落实不到位的问题；同时，民营企业本身存在经营比较粗放的问题，缺乏健全的规章制度，致使在加强监管执法的背景下面临较大的压力；此外，我国经济转型高质量发展，民营企业在上述两个原因的情况下转型压力相较国有企业更大，民营企业的盈利能力有所下降。而国有企业具有资金雄厚且外部融资支持普遍较强的独特优势，故而相对来说，其违约距离均值较大，违约风险相对较低。从其违约距离分布看，国有企业的违约距离分布区间大于民营企业，表明国有企业主体违约风险分化较其他类型企业严重，可能是不同国有企业经营状况、偿债能力及其所获得的外部支持力度差异较大导致的。



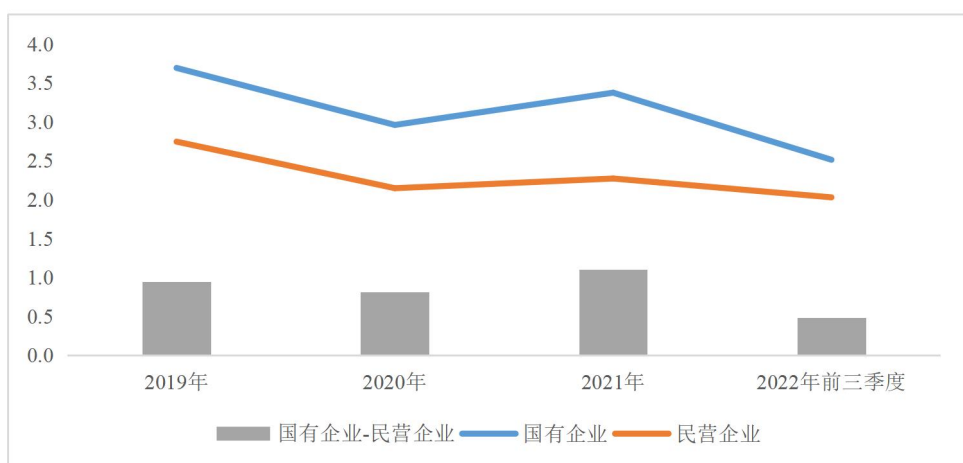
注：国有企业包含地方国有企业和中央国有企业；民营企业包含公众企业、集体企业、民营企业、外资企业以及其他企业；下同

数据来源：Wind，联合资信整理

图 9 2022 年前三季度不同企业性质的上市企业违约距离 DD 分布情况

（二）2022 年国有企业与民营经济违约距离差值有所收窄

较 2019 年相比，国有企业和民营企业的违约距离均出现不同程度的下行，违约风险较 2019 年均出现上升，2022 年前三季度国有企业和民营企业的违约距离差值较 2019 年有所收窄，可能是由于中小企业支持政策落地，政策有所见效。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 10 不同性质企业近几年违约距离 DD 分布情况

具体看，民营企业大多处于行业的中下游，疫情期间，停工停产等抗疫政策、国内经济下行压力叠加国际需求低迷等多重压力下，民营企业尤其是中小民营企业面临的经营压力加大，民营企业的盈利能力出现下滑，违约风险较 2019 年出现明显的上行，且与 2019 年相比，民营企业的违约距离分布更加集中。国有企业相对位于行业中上游，风险对抗压力较强，且外部融资环境明显好于民营企业，因此其违约距离相对强于民营企业，违约风险相对低于民营企业。

2022 年，为支持中小企业渡过难关，国家出台了一系列支持中小企业的相关政策，取得了一定的效果。银保监会数据显示，从总量上看，截至三季度末，民营企业贷款余额 59.7 万亿元，同比增长 12.4%，其中民营企业信用贷款同比增长 28.7%，远高于国有企业贷款平均增速；从成本上看，截至 2022 年三季度末，新发放民营企业贷款年化利率也同比下降 0.64 个百分点。民营企业的信贷投放总体呈现“量增、价降、质升”的良好态势。政策效果或是 2022 年国有企业和民营企业间的违约距离差值有所收窄的原因。

四、小结与展望

通过对各行业的违约距离进行分析来看，2022 年前三季度，房地产、钢铁、社会服务、电力设备以及汽车行业上市企业的违约距离相对较小，违约风险相对较大；房地产、钢铁、建筑装饰、社会服务以及商贸零售的违约距离较 2019 年出现了显著的下滑。具体看，房地产行业及钢铁、建筑装饰行业的违约距离出现大幅的下滑，主要是受房地产资金收紧、销售低迷导致，同时房企违约更是加大了市场的担忧情绪；社会服务和商贸零售的违约风险较 2019 年上升，主要是由于防疫政策导致出行链条经营困难。展望 2023 年，政府工作报告将“着力扩大国内需求”列为重点工作之一，

各项政策着力推动经济恢复性增长，同时新冠疫情实行“乙类乙管”，疫情对经济的扰动作用逐渐消退，预计疫情期间受到较大影响的上述行业的违约距离均会较 2022 年出现上行，违约风险会有所下降。

房地产、钢铁以及建筑装饰及相关行业，预计违约距离会有所上行，违约风险有所缓释。从供给端看，2023 年中央经济工作会议强调 2023 年房地产行业的工作重点仍是“保交楼，保民生，保稳定”。一方面 2023 年新冠疫情实行“乙类乙管”，出行流动不再受限，跨省农民工流动或将随之恢复，房地产新开工情况或将有所改善；另一方面，随着当前房地产政策的落地显效，房企融资环境有所好转。从需求端看，2022 年制约房地产销售最大的两大因素——收入预期和出行受限——均将逐步得到缓解，2022 年 11 月以来防疫防控政策优化调整为“乙类乙管”，居民线下看房不再受到出行限制的影响，同时随着疫情对经济的扰动逐渐消退，居民收入预期或将逐渐修复。随着房地产行业的供需两端的逐渐恢复，房地产景气度预期有所上行，同时会带动钢铁、建筑装饰及相关行业的需求增加，所以预计房地产及其相关的上下游链条行业的违约距离较 2022 年会出现明显的上行，违约风险有所下降，尤其是绩优头部房企或将持续快速发展。**分企业性质看**，国企由于直接受国家或地方政府监管，资金挪用风险相对较低，且在消费者信心恢复的初期，购房者对国企的信任感相对更强，同时国企的融资环境明显好于民企，因此，预计 2023 年国企房地产企业的违约风险仍会显著低于民营企业。

社会服务行业和商贸零售行业，预计 2023 年违约距离会逐步上行，违约风险有所下降。自 2020 年疫情突发以来，居民出行受限，餐饮、酒店和旅游行业受到较大的冲击，社会服务行业出现大面积的亏损情况。2023 年，疫情防控政策的优化使居民流动、外出聚餐等行为不再受到限制，叠加居民收入预期修复以及促消费政策的提振，预计 2023 年社会服务和商贸零售行业经营会逐步修复经营，其违约风险也会随之缓解。但在前期可能会存在结构上的差异，参考美国、日本等海外国家放松疫情防控后的经验，修复节奏是本地消费优先于异地消费，因此社会服务行业的修复节奏依次是餐饮、酒店、旅游。跨境游方面，12 月 27 日卫健委发布《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》，对中外人员往来管理进行优化，但是 2023 年初以来，跨境游恢复较为缓慢，一方面各国的入境检测要求并未完全撤销，阻碍了出境游的修复；另一方面，国外疫情的不确定性也加大了对于出境游的忧虑。3 月文化和旅游部办公厅发出通知决定自 3 月 15 日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务，本批包含 40 个国家，加上之前第一批试点恢复的 20 个国家，目前中国出境团队游目的地增加

至 60 个国家。第二批名单的恢复，一定程度上缓解了居民跨境游的观望态度，近期多国陆续放宽入境核酸检测要求，叠加清明节、五一小长假，跨境游有望迎来快速修复。

汽车行业，预计 2023 年违约风险有所缓释，但企业经营或将依旧承压。2022 年汽车行业受到供需两端的冲击：需求端受疫情影响，多地车展等促销活动暂停，线下经销商闭店情况较为明显，抑制了汽车消费需求；供给端，受到芯片缺失和原材料价格上涨等因素的冲击影响，产量出现下降。受供需两端的冲击影响，汽车行业的违约风险相对较大。2023 年以来，国内汽车销量较为低迷，而出口市场表现相对强劲，汽车行业盈利进一步收缩：1-2 月，我国汽车产销同比分别下降 14.5%和 15.2%，出口同比增长 39%，汽车行业企业利润总额同比下降 41.7%。展望后期，从需求端看，疫情防控政策放松后，线下车展促销活动逐渐恢复叠加促汽车消费的政策，汽车行业的消费将出现上行，年初以来各大厂商的降价一定程度上促进了汽车的消费，但也压缩了汽车企业的盈利空间，此外 2022 年促汽车消费的政策或已透支部分消费，2023 年的汽车消费虽有好转但依旧承压。同时，2023 年 7 月 1 日国六 B 正式实施，对于燃油车车企来说也是一个较大的压力；但新能源汽车出口或将继续延续强劲态势，同时原材料端的价格自年初以来一直处于下降趋势，缓解了车企的部分经营压力。所以整体来看，预计 2023 年汽车行业的违约风险会有所缓解，但企业经营依然会有一定的压力存在，尤其是燃油车企业。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。