

2015-2-9

偿债高峰来临 债市风险加大

联合资信评估有限公司 评级总监 刘小平



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

偿债高峰来临 债市风险加大

联合资信评估有限公司 评级总监 刘小平

联合资信评估有限公司（“联合资信”）/北京：联合资信发表评论称，继2014年非金融企业信用债迎接第一个偿债高峰后，2015年到期量再创新高，其中周期性行业债券到期规模占比较高，城投债及低评级的中小企业债开始进入偿付高峰期。在经济新常态背景下，经济结构性调整将持续，产能过剩行业景气度难以迅速提升，城投企业政府性债务界定尚未公布且外部融资环境有所收紧，部分企业经营压力及再融资压力加大。随着债市市场化程度提升，刚性兑付有望逐步打破，由此引发的个券违约风险不容小觑。

据联合资信统计显示，2010年~2014年，非金融企业信用债到期量分别为0.49万亿、0.99万亿、1.45万亿、1.86万亿和2.74万亿，2014年到期量创5年内高峰。继2014年成为首个到期高峰后，2015年再创新高，到期规模达到3.08万亿，若考虑中长期债券中0.38万亿含权债券中可回售金额，2015年非金融企业信用债到期规模将更高。从2015年到期债券不同月份偿还分布来看，2015年3~5月，月均到期量超过3000亿元，尤其3月份，月度到期量4206.35亿元，为年度内到期量峰值。由于2015年春节较往年偏后，临近2015年信用债到期规模最大的3月份，因此对于非金融企业而言，当月再融资压力大。

短期融资券（含超短）一直是到期债券的主要品种，2015年短期融资券(CP和SCP)到期量合计1.85万亿，高于2014年1.71万亿的到期量，占到期债券比重达60.23%；受2012年发行的3年期定向工具及附第三年提前偿付的城投债于2015年进入偿付期影响，中长期债券在到期债券总额中占比有所提高，2015年中长期债券到期量合计1.23万亿，高于2014年1.03万亿的到期量，占比39.77%，占比较2014年提高2.18个百分点。从中长期债券内部结构看，定向工具、中期票据和企业债到期量分别占比38.38%、37.88%和16.43%。在到期债券品种中，中小企业债

（包括中小企业集合企业债券、中小企业集合中票、中小企业私募债）2015 年到期量合计 271.44 亿元，较 2014 年 81 亿元的到期规模大幅增长。

2015 年到期债券涉及偿债主体共计 1695 家，从行业分布看，电力电网行业 2015 年债券到期量最大，合计 5550.65 亿元，占当年全部债券到期规模的 18.03%；其次为城投企业，2015 年到期规模合计 4450.07 亿元，占 2014 年 3.2 万亿存量城投债的 13.90%，占当年全部债券到期规模的 14.45%，若考虑存量城投债 2015 年的付息情况，估计城投企业 2015 年还本付息总额超过 6500 亿元，创历史新高；其他到期规模超过 1000 亿元的行业分别为煤炭、钢铁、高速公路、有色金属、建筑施工、贸易，除高速公路行业外，其他 4 个行业均为强周期行业。从所有制性质看，国有企业到期债券规模占比高，达到 89.57%；民营企业占比为 10.43%。民营企业发行债券以短券为主，2014 年民营企业发债规模有所萎缩，导致民营企业 2015 年到期债券规模及占比同比略有下降。

产业债方面，偿债额度占比较高的钢铁、煤炭、有色金属、化工化纤、工程机械等为代表的生产及贸易企业，受行业周期性影响，盈利能力和经营性现金流状况持续下滑，债务负担趋重，长短期偿债能力弱化，偿债压力加大；其次，以建筑施工和房地产等为代表的民营企业，易因实际控制人受政治事件牵连而形成流动性风险。受上述因素影响，2014 年以来，产业债信用风险事件频现，信用风险问题也逐步实现三个蔓延，即从私募债蔓延至公募债、从中小企业蔓延至大中型企业、从民营企业蔓延至国有企业。经济新常态带来信用风险的一定暴露属客观事实，2015 年产业债信用风险事件或将更频繁。

对于 2015 年将要到期的产业债，除了要关注行业风险导致的企业信用基本面变化的因素外，更需要关注个体企业经营和财务基本面恶化带来的流动性风险甚至违约风险。根据联合资信的分析，在煤炭、钢铁、有色金属、化工化纤、建筑施工等领域仍存在经营持续大幅亏损、债务负担远高于行业平均水平（资产负债率超过 80%、有息债务资本化比率超过 75%）、债务结构不尽合理导致短期支付压力大（短期债务/营业收入或者短期债务/经营现金流入量超过 1）、现金类资产保障倍数低（2013 年和 2014 年 9 月底现金类资产平均值/2015 年到期债券规模远小

于 1) 等财务风险特征的个体企业；同时在反腐大潮中牵出的信用风险事件将逐步暴露，而民营房产、建筑企业是高危区，民营企业因此类事件导致的风险属于突发事件，具有不可预测性，但对企业流动性冲击很大，须持续关注。

城投债方面，对于纳入政府债务的 2015 年到期债券，偿债资金纳入当地政府预算，城投债享受地方政府信用，但不同地方政府信用风险有所分化。特别是在宏观经济及房地产投资增速放缓和部分行业产能严重过剩的背景下，地方政府税收收入及基金收入增速下滑甚至出现总量下降的现象。从公布的财力数据来看，2014 年，以煤炭、有色金属、钢铁等为主要产业的黑吉辽、云南、内蒙古、河北、山西等省份及下属主要地级市财力增长率远低于全国平均水平或者出现负增长，对于这些省份及所属地市级/区县的投融资平台，即使 2015 年到期的城投债纳入政府性债务，也不排除该类城投债存在一定的流动性风险。

对于未纳入政府债务的 2015 年到期债券，城投债去政府信用背书，市场化运作，偿债资金主要源于自身资源（盈利积累的货币资金、可变现资产）以及外部融资，信用风险较纳入政府债务的城投债风险有所加大。自身偿债资源方面，主要为可变现的土地资产，受房地产市场行情影响，二、三线城市土地市场仍将延续 2014 年低成交状况，因此，中西部地区城投企业、低行政级别的区县城投企业、以及部分土地供过于求的省市所属的城投企业，通过土地资产变现偿还债务的能力偏弱；外部融资方面，2014 年 10~12 月银行突击向城投企业放款，同时城投企业在债券市场的发行量在 10~11 月份井喷，为部分城投企业缓解了 2015 年到期债券兑付的流动性压力。但自 2015 年以来，针对城投企业的信贷及发债政策已明显收紧，在城投企业过渡期的其他融资方式和融资政策尚未明朗的背景下，城投企业外部融资压力加大。因此对于未纳入政府债务的城投债，比纳入政府性债务的城投债面临更大的流动性压力，且不排除个别城投债出现违约的可能。

中小企业债券方面，对于 2015 年将到期的中小企业集合票据，均有第三方担保，担保方主要为中债增或实力较强的省属担保公司进行担保，该部分到期债券即使主体有信用风险事件暴露，但债项违约的可能性低；对于 2015 年将到期的唯一一支中小企业集合债券，由大连港担保，债项违约可能性低；对于 2015 年将到

到期的中小企业私募债，纯信用发行涉及 65 家企业合计金额 60.15 亿元，采用第三方担保涉及 116 家企业合计金额 126.77 亿元，其中担保方主要为母公司、区县城投企业、民营担保公司等，整体担保实力不强，因此不排除中小企业私募债在信用风险持续暴露的背景下，实质违约的概率和频率较 2014 年可能将进一步加大。

当然，通过分析也不难发现，2015 年将要到期的非金融企业信用债中，周期性较弱的高速公路、港口、机场、铁路、交通运输等行业，以及行业景气度高、盈利能力持续增强的电力电网行业，债券到期量占比约 30%，到期债券偿付风险低；周期性行业中大部分企业也表现除了较好的抗风险能力，同时城投企业凭借其投资项目属性的特殊性，即使在 2015 年业务逐步转型后更趋市场化，但大部分城投企业偿债资源的协调能力仍较强。随着 2015 年非金融企业信用债到期规模的加大，在经济新常态背景下债市个案风险暴露或将更为频繁，但系统性、区域性风险暴露的可能性仍很低。