

中资境外债违约风险加速暴露，永煤违约反映国企信用风险分析回归个体基本面

作者

刘启杰 852-28607124
jacky_lau@ccxap.com

唐永盛 852-28607125
vincent_tong@ccxap.com

其他联系人

胡辰雯 852-28607120
elle_hu@ccxap.com

报告发布日期

2021年1月18日

■ 违约概况

- 2020年受疫情影响，宏观环境面临较大的不确定性，叠加中资发行人自身信用风险持续暴露，中资境外债违约规模创新高。截至2020年末，中资境外债券市场累计有56家中资发行人共104只债券违约，违约金额约282亿美元。
- 中资境外债违约主要集中在周期性行业，占总违约金额约68%。近年来违约风险从传统行业向新兴行业蔓延，2020年科技行业的违约金额大幅增加至57亿美元，占当年违约金额约59%。
- 中资境外债违约主体以民营企业为主，占总违约金额超七成。但大型国有企业违约现象明显增多，2020年有6家国有企业涉及境外债违约，违约金额大幅上升至63亿美元，占当年违约金额约64%。
- 投资者需要关注主体级别被多次下调或被撤销的发行人信用风险。
- 中资境外债违约处置有一定的不确定性，投资者需要注重债券信用主体的信用质量、债券条款等细节。

■ 原因分析

- 整体来看，中资境外债市场违约的主要原因除了因为发行人的自身造血能力较差而未能获取资金以偿还债务外，还会受到以下因素影响导致其信用风险攀升，其中包括（1）信用环境收紧；（2）行业景气度下滑；（3）公司经营不善，财务政策激进；（4）公司治理问题频发。
- 近年来境内外违约趋势相近，境内外债券市场风险联动，境内市场风险事件或对境外市场造成冲击。虽然中资发行人选择在境外发债，但实际业务经营地及偿债资金来源主要是在境内，因此其信用风险会受到境内的行业政策、运营环境及市场流动性等因素影响，所以境内外市场的风险特征及违约情况呈现一定的相关性。另一方面，境内外风险联动不单影响个券，超预期违约事件的发生也可能对境外市场造成一定冲击。

■ 信用展望

- 考虑到新冠疫情尚未完全得到控制，2021年全球经济复苏的速度仍存在不确定性，加上2021及2022年是中资境外债到期高峰，预计未来中资境外债市场违约风险将持续释放，违约规模或将维持高位。
- 在信用风险持续释放的背景下，预计尾部低资质主体违约风险的暴露仍难以避免。具体来看，需要重点关注以下三个方面的信用风险：（1）受疫情冲击严重的行业；（2）公司治理较弱的企业；（3）基本面较弱企业的信用风险。
- 近期国有企业的违约风险持续释放，其中青海省投、北大方正及紫光集团的违约对市场造成了一定的冲击，加上永城煤电的超预期违约亦突显出在分析国有企业的信用资质时需要回归个体基本面的重要性。

引言

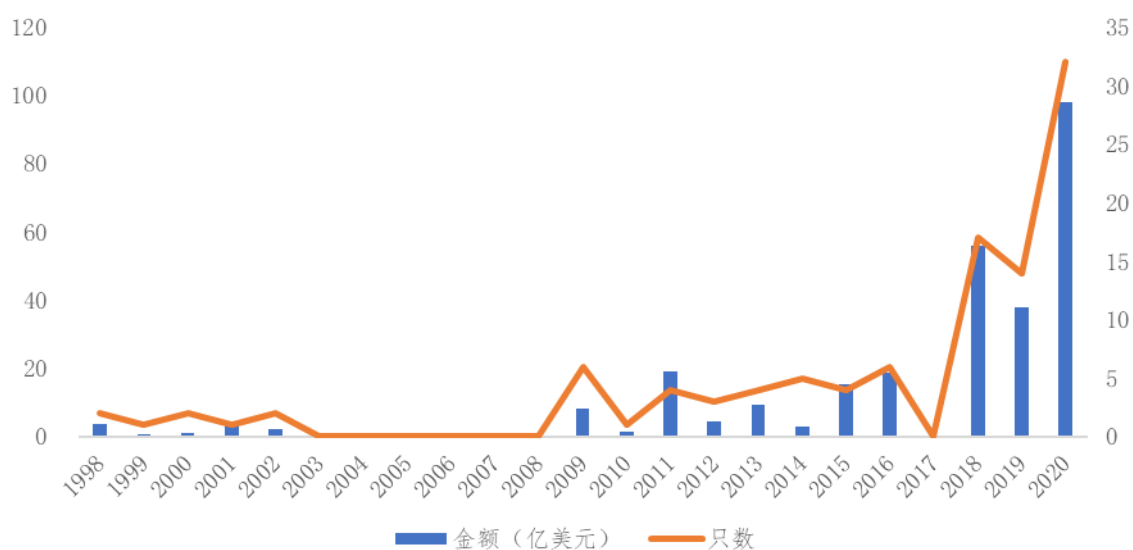
随着中国债券市场快速扩容，信用风险逐步累积并加速释放，中资境外债违约事件也开始显现，2020年在新冠疫情的背景下，中资境外债违约规模创新高。截至2020年末，中资境外债券市场累计有56家中资发行人共104只债券违约，违约金额约282亿美元。其中，2020年违约的信用主体有16家，涉及32只债券，违约金额达98亿美元。中资境外债违约主要集中在周期性行业及民营企业，但近期大型国有企业的信用风险持续释放。另一方面，由于境内外市场的信用风险特征呈现一定的相关性，境内债券市场发生的信用事件亦对境外市场造成冲击。在违约风险持续释放的背景下，投资者需要关注发行人的行业前景及相关政策、公司自身经营理念和财务政策是否激进、以及公司治理的健全性和稳定性。

违约概况

2020年受疫情影响，宏观环境面临较大的不确定性，叠加发行人自身信用风险持续暴露，中资境外债违约规模创新高。1998年广东国际信托投资公司是第一家境外债券违约的中资发行人，其后1999年到2017年间，中资境外债市场偶有零星的违约事件发生，但因为当时中资境外债市场并不活跃，因此违约规模相对较小，均在20亿美元以下。2018年，中国经济面临较大下行压力，企业整体盈利增长放缓，自身造血能力下降；同时，“防风险”的监管方向使得政策层面加大金融去杠杆的力度，市场融资环境整体收紧，导致中资信用风险明显抬升，境外债券市场迎来违约高峰，全年共有17只债券违约，违约金额约56亿美元。2019年，随着中资境外债市场一级发行回暖，违约规模有所回落，全年合计14只债券违约，违约金额约38亿美元。2020年，在国内受疫情冲击的背景下，中国经济面临下行压力，经营环境恶化导致部分企业生现能力遭严重削弱；另一方面全球疫情下美元流动性紧张、境外市场波动加剧，弱资质企业融资难度加大，部分再融资需求较大的企业的违约风险大增。2020年出现多家大型企业的大规模违约，例如北大方正集团有限公司（“北大方正”）、泰禾集团股份有限公司（“泰禾集团”）及紫光集团有限公司（“紫光集团”）等企业的境外债券出现连环违约，致使2020年的违约规模再创新高，全年共有32只中资境外债券违约，违约金额约98亿美元。从当期违约率¹来看，随着违约规模的攀升，中资境外债市场的违约率由2014年的0.1%升至2020年的1.1%。

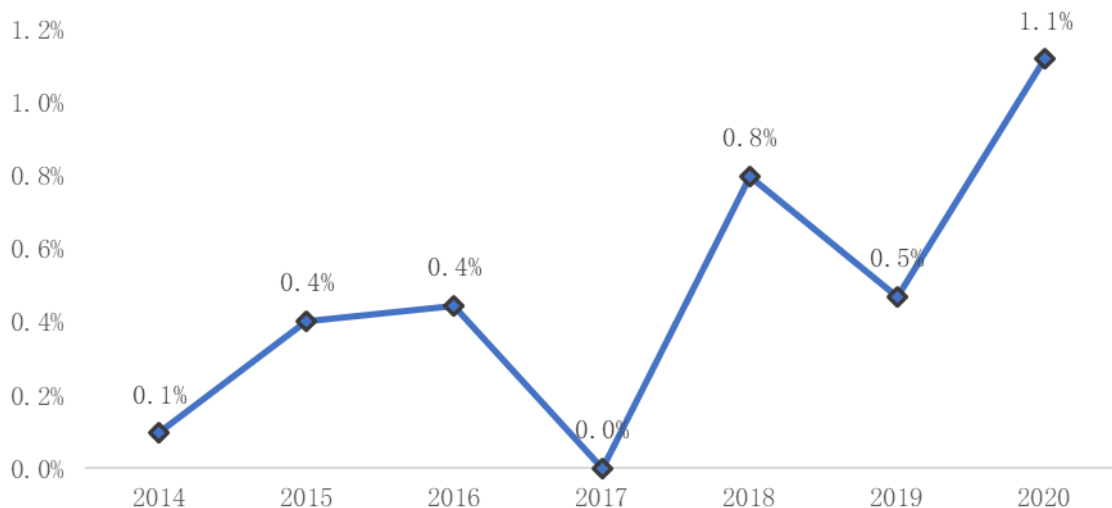
¹ 当期违约金额/年末存量金额

图 1：1998~2020 年中资境外债违约情况



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

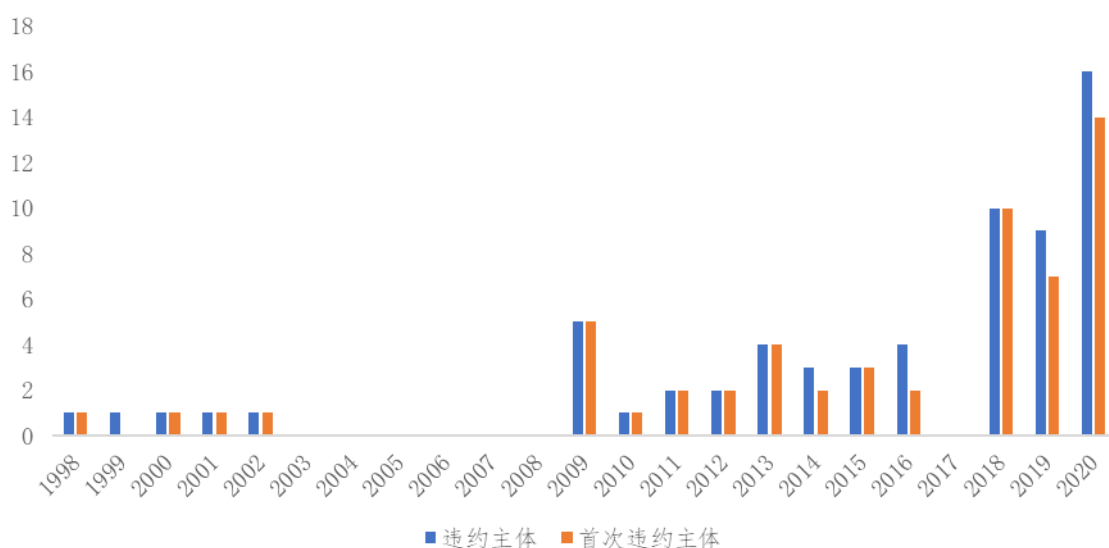
图 2：2014~2020 年中资境外债当期违约率



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

以信用主体来看，截至2020年末，有56家中资发行人发生违约，其中，2018年至2020年，新增违约主体分别有10家、7家及14家，处于历史高位。一方面反映中资境外债市场信用风险持续暴露；另一方面是因为中资境外债市场持续扩容，更多信用资质较弱的发行人通过境外债市场进行融资。

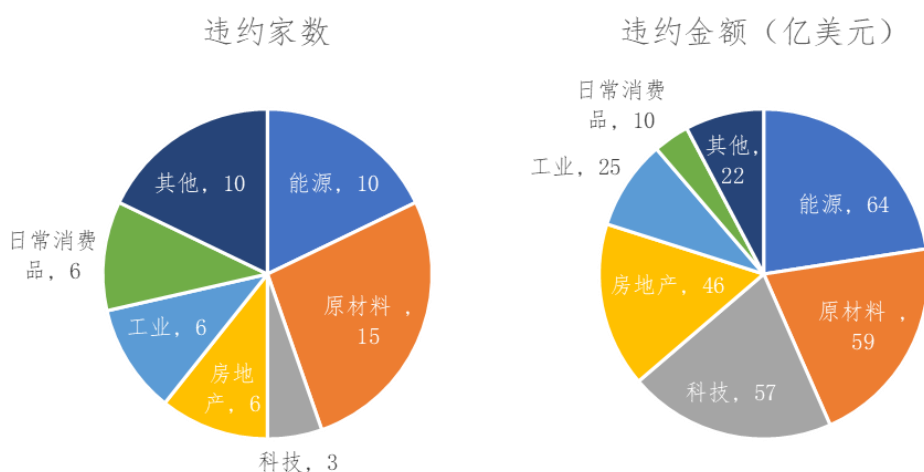
图 3：1998~2020 年中资境外债违约主体情况



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

中资境外债违约主要集中在周期性行业，但近年来违约风险从传统行业向新兴行业蔓延。从行业分布来看，历年违约主体主要集中在能源（10家）、原材料（15家）、房地产（6家）及工业（6家）等周期性行业，违约金额分别为64亿美元、59亿美元、46亿美元及25亿美元，合计占总违约金额约68%，反映相较其他行业，周期性行业的抗风险能力较低，面临较高的违约风险。

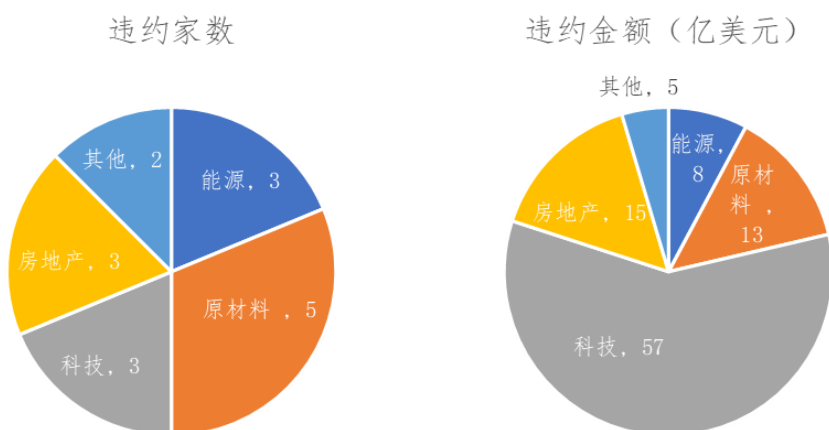
图 4：1998~2020 年中资境外债违约情况按行业分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

2020年以来，宏观经济下行叠加疫情影响，周期性行业经营环境明显承压，自身造血能力不足的企业信用风险持续暴露，房地产、原材料和能源行业的违约金额分别为15亿美元、13亿美元和8亿美元。另一方面，由于北大方正及紫光集团两家科技企业的连环违约，导致科技行业的违约金额大幅增加至57亿美元，占全年违约金额约59%。

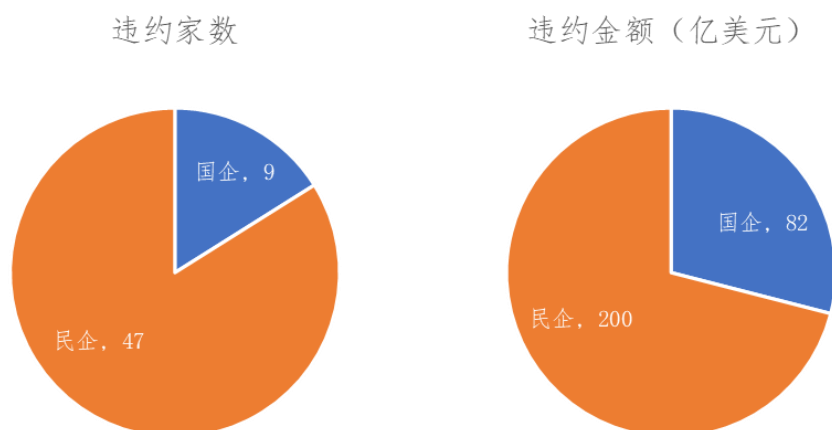
图 5：2020 年中资境外债违约情况按行业分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

中资境外债违约主体以民营企业为主，近期大型国有企业违约现象明显增多。截至 2020 年末，有 47 家民营企业涉及中资境外债券违约，金额约 200 亿美元，占总违约金额超七成，这主要是因为流动性分层向实体经济的传导加剧了部分民营企业的资金链紧张，导致民营企业违约风险持续暴露。

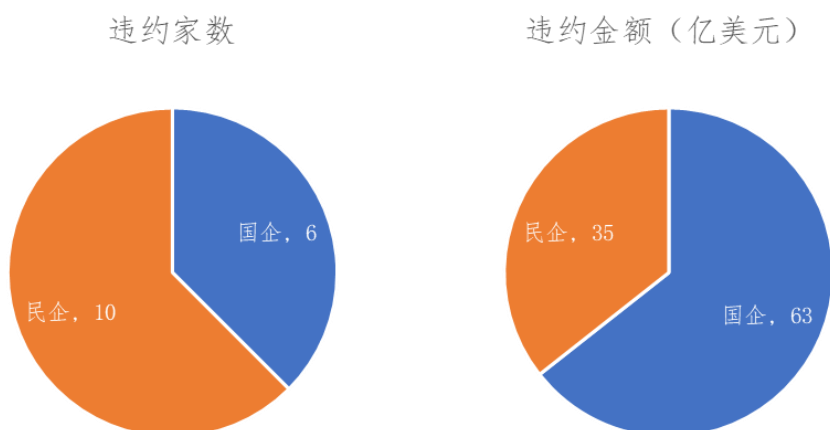
图 6：1998~2020 年中资境外债违约情况按主体性质分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

2020 年以来，有 6 家国有企业涉及境外债违约，其中包括青海省投资集团有限公司（“青海省投”）、北大方正及紫光集团等国有企业，违约金额大幅上升至 63 亿美元，占当年违约金额约 64%，明显高于历史平均，反映违约风险逐渐向弱资质国有企业蔓延。截至 2020 年末，涉及境外债违约的国有企业累计有 9 家，违约金额约 82 亿美元。

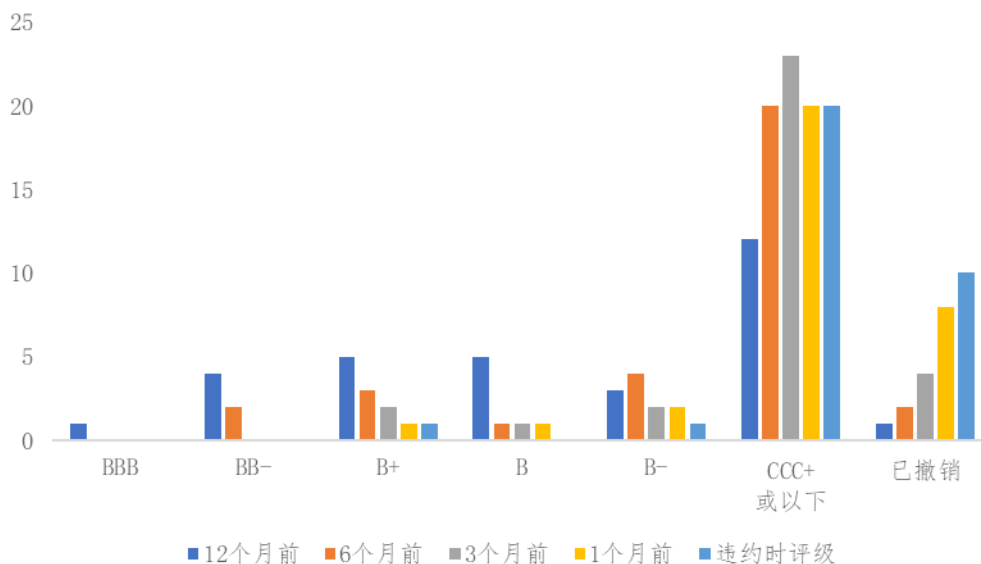
图 7：2020 年中资境外债违约情况按主体性质分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

投资者需要关注主体信用评级被多次下调或被撤销的发行人的信用风险。从违约主体的信用评级来看²，在发行人境外债券违约前12个月内，评级机构曾多次下调其信用级别，反映发行人的债务偿付能力有所下滑，信用风险加速上升。因此在境外债券违约时，发行人的主体级别大多处于CCC+或以下的级别，占当期有评级主体约九成。另一方面，部分发行人在评级机构下调其信用级别时，也伴随撤销评级。有10家发行人在境外债券违约前的信用评级已撤销，占取得信用评级的违约主体约三分之一。

图 8：1998~2020 年中资境外债违约主体违约前评级分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

² 数据使用国际三大信用评级机构的信用级别，如三大的信用级别有差异，按级别较低的统计

中资境外债违约处置有一定的不确定性，投资者需要注重债券信用主体的信用质量、债券条款等细节。现时境外市场主要的违约处置方式包括破产（如北大方正）、债券置换（如佳兆业）、折价回购（如青海省投）和展期（如中民投）等方式，随着违约风险的持续暴露，发行人在与债券持有人商讨处置时可能引申出额外的争议问题。例如青海省投在2020年2月5日拟通过非关联第三方折价回购其境外债券，但因为债券持有人对债券收购发起人的身份存疑、债券回售价格过低及没有债务置换的选择等因素影响，导致青海省投的违约处置引发了一轮风波，而青海省投在2020年6月因无力偿付债务而进入破产程序。

另外，中资境外债法院管辖的问题存在一定的不确定性。一般情况下，境外债违约后产生的问题应在境外解决。在2020年，北京市高院二审终审裁定交通银行信托有限公司起诉中国国储能源化工集团股份公司（“国储能源”）累计4亿美元债券违约案中，国储能源提出的管辖权异议不成立，并指令北京市第四中级人民法院审理国储能源违约案件。此案例确定了境外债券违约在境内提出诉讼的可行性，这一方面可以为投资者提供一定的保障，但另一方面有可能加速违约风险的传递。

中资境外债的发行方式主要可分为三类，分别为直接发行、担保发行及维好发行。因为维好发行的法律效力存在争论，因此在违约债券处置时通过维好发行的债券持有人的利益或将遭遇严重损害。在北大方正案例中，北大方正在2020年9月4日的公告中称，北大方正管理人向纽约梅隆银行伦敦分行发出《债权确认通知》，对由北大方正提供维好及股权回购的5只共17亿美元的离岸债券全额不予确认。根据彭博消息，清华控股有限公司（“清华控股”）管理层人士在2020年12月28日的债券持有人会议上表示，尽管清华控股对紫光集团的4.5亿美元债提供维好协议，但清华控股不承担该债券的偿付责任。同时在另一案件中，上海金融法院在2020年11月初作出裁判，认可上海华信国际集团提供维好协议的欧元债，反映在违约处置时维好协议或具有一定法律效力。但是，相较直接和担保发行，维好协议具有明显的局限性，因此投资者在选择维好协议的债券时，需要更注重债券信用主体的信用质量、债券条款等细节。

原因分析

中资境外债市场违约的主要原因除了因为发行人的自身造血能力较差而未能获取资金偿还债务以外，还会受到以下因素影响导致其信用风险攀升，其中包括（1）信用环境收紧；（2）行业景气度下滑；（3）公司经营不善，财务政策激进；（4）公司治理问题频发。

信用环境收紧

在信用环境收紧的情况下，市场流动性整体偏弱，发行人的融资成本上升。虽说信用环境收紧并不会直接导致债务违约，但对于信用资质较弱的发行人的再融资会造成较大的负面影响，间接加速其债务违约。2018年，在宏观经济增速放缓、去杠杆持续推进及信用债集中到期压力增加的背景下，境内外市场的债券违约规模双双录得新高。据中诚信统计，2018年境内债券违约规模约975亿人民币，约2014年到2017年合计违约规模的1.4倍；而境外债券的违约规模亦急增至56亿美元，而此前每年违约金额均在20亿美元以下。

行业景气度下滑

中资境外债违约主要集中在原材料、能源等周期性行业，这些行业的景气度容易受宏观环境及政策变化所影响，发行人的偿债能力在逆周期时大幅削弱，最终引发债务违约。以青海省投为例，青海省投的主要收入来源为电解铝，但由于青海省投没有涉足上游行业，因此其生产成本及盈利能力容易受到原材料成本波动的影响。随着国内环保政策的收紧和供给侧改革的推进，其生产电解铝的原材料成本持续上升，同时下游需求减少及经济面临下行压力，青海省投的产能利用情况一般，这些因素叠加导致青海省投的盈利能力下滑并录得亏损，从而削弱青海省投的偿债能力。

另外，2020年新冠疫情的爆发令全球经济陷入衰退，为周期性行业的经营环境带来严重冲击。以海隆控股有限公司（“海隆控股”）为例，海隆控股主要从事油田装备制造与服务，在疫情期间原油需求低迷、国际油价跳水，油田开采活动需求减少，海隆控股的销售下滑及资金周转速度放缓，同时现金储备不足加上当期市场流动性偏紧，导致其再融资压力上升，最终造成违约。

公司经营不善，财务政策激进

公司的经营不善会使其运营效率下降，存货、应收款周转放缓，盈利能力下滑，经营活动净现金流持续流出，导致公司没有充足的现金偿还其债务。另一方面，公司通过增加杠杆以加速业务发展的步伐，在市场流动性充裕或行业环境向好的情况下，激进的财务策略或有助加快扩张，但是当市场流动性紧缩或行业环境低迷，激进的扩张策略或会造成资金链断裂，最终引发违约。同时，部分企业将业务扩展至其主营业务以外的领域，但是在缺少运营经验的情况下，通过增加杠杆进入新行业或会为公司带来更大的业务风险，而前期大量的投入亦会加剧其资金压力。

其中一个典型的例子便是泰禾集团。泰禾集团近年来业务扩张较快，积累了大量债务。随房地产调控趋紧，泰禾集团营业收入不断下滑，其高端住宅和商业地产的开发模式导致销售进度和回款速度较慢，形成去化压力。同时，泰禾集团非银融资占比增加，担保余额上升，外部融资能力逐步恶化。经营下滑和融资不畅严重影响公司现金流，而资产变现空间有限，自有资金难以为债务偿付提供有力支持，计划引入战略投资尚未落地，最终导致公司资金链断裂，无力按期兑付债券回售本金及利息而发生违约。

公司治理问题频发

公司治理风险主要包括公司管理层及实际控制人风险、股权质押或资产冻结风险、信息披露违规风险、担保方及关联方风险等。公司治理的不规范、高管的频繁变动会削弱业务稳定性，亦会影响合作客户的信心，对公司的盈利和获现能力造成负面影响。另一方面，境外债券的条款中大多会有公司实际控制人变更的相关条款，当公司的股权或实际控制人出现变化时会造成债券的提前到期，在公司流动性相对紧张的情况下或会引致违约。

具体来看，北大方正股东内斗严重，尤其是在校企改革后股东争夺股权斗争加剧，并涉及股权纷争及多项重大诉讼，对生产经营及外部融资造成不良影响，使得公司自身现金流波动较大，成为其违约的直接诱因。

另一个较为典型的违约案例便是山东山水水泥集团有限公司（“山水水泥”）。2015年以来，水泥行业整体表现低迷已导致公司的经营和财务状况有一定程度的弱化，后续股权变动、股东各方博弈以及股东诉讼使得相关业务合作客户对于公司未来前景的不确定性增加，公司的盈利和获现能力急剧下降，外部融资环境也受到不利影响。另外，股权变动触发境外美元票据到期，提前偿付大量现金，最终构成违约。

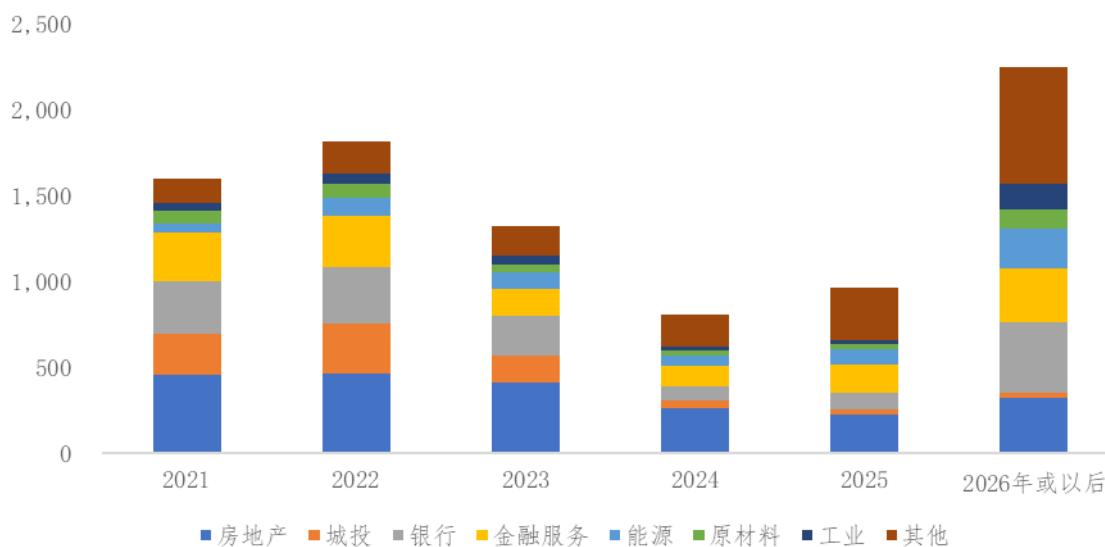
近年来境内外违约趋势相近，境内外债券市场风险联动，境内市场风险事件或对境外市场造成冲击。虽然中资发行人选择在境外发债，但实际业务经营地及偿债资金来源主要是在境内，因此其信用风险会受到境内的行业政策、运营环境及市场流动性等因素影响，所以境内外市场的风险特征及违约情况呈现一定的相关性，具体包括（1）2018年以来债券违约风险持续释放；（2）违约企业以周期性/产业类行业为主；（3）民营企业依旧是主要违约主体，但国有企业违约现象有所增多。另一方面，境内信用风险亦会传递至境外市场，如秦禾集团、北大方正等中资发行人的境外债券违约前，其境内主体早已发生信用事件或出现违约，造成其境外债券的价格大幅下滑，境外融资活动亦受到明显影响。

境内外风险联动不单影响个券，超预期违约事件的发生也可能对境外市场造成一定冲击。以近期永城煤电为例，境内高等级国企债券超预期违约引发的信用债恐慌情绪短期内快速蔓延，同时投资者亦重新审视国有企业的信用质量，导致债券一级市场新发行受阻，二级市场收益率也出现显著抬升。根据Wind统计，永城煤电事件之后，在2020年11月11日至12月31日期间，境内推迟或发行失败的债券超人民币3,500亿元；境外债一级市场新发行有所放缓，部分发行人推迟其债券发行计划。同时，永城煤电的违约亦对个别区域或行业的债券带来负面影响，未来融资渠道或将面临压力。从区域来看，河南省受到的冲击最为明显，自2020年11月11日至12月31日，河南省只有一家非国有企业成功发行境外债券。从行业来看，以煤炭行业为首的产能过剩行业的相关债券收益率明显上升，能源类企业多支债券的二级市场价格出现下跌，如重庆市能源投资集团的美元债一度跌至2020年5月以来的新低。2020年12月30日，永城煤电母公司河南能源化工集团有限公司（“河南能化”）公告称其2020年12月28日兑付本息的6,250万美元私募债进行展期。整体来看，永煤事件在短期内引起了境外市场波动，在一定程度上和范围上影响市场，虽然目前已出现恢复迹象，但超预期国企境内违约事件需要引起重视，境内外违约的后续传导效应亦要高度关注。

信用展望

2020年以来，得益于境内融资环境的改善以及境外美元流动性的恢复，部分企业的再融资压力有所缓和。但在疫情冲击下国内经济增速下滑，企业基本面弱化，加上多家企业连环违约，2020年中资境外债违约规模再创历史新高。考虑到2021年全球经济复苏的速度仍存在不确定性，中资境外债在经历快速发展阶段后信用风险有所累积，加上2021年及2022年是中资境外债的到期高峰，预计未来中资境外债市场违约风险将持续释放，违约规模或将维持高位。

图 9：截至 2020 年 12 月 31 日存量中资境外债到期分布（亿美元）



数据来源：彭博，中诚信亚大整理

在信用风险持续释放的背景下，预计尾部低资质主体违约风险的暴露仍难以避免。具体来看，需要重点关注以下三个方面的信用风险：（1）**受疫情冲击严重的行业**：虽然国内经济逐步恢复，但全球经济仍存在一定的不确定性，加上各行业受到的冲击幅度不同，从而使得各行业的恢复速度出现一定差异，需要关注盈利能力恢复较慢及未来到期压力较大的行业；（2）**公司治理较弱的企业**：近年来违约的企业中，在违约前暴露公司治理如股东占用公司资金、母公司对子公司管控不足、公司内控制度不健全等问题的逐年增多，公司治理风险暴露了公司在经营管理、内部控制等方面中存在的不足，一方面可能对自身正常经营存在负面影响，另一方面若被市场披露可能导致金融机构抽贷等行为，加速信用风险的暴露；（3）**基本面较弱企业的信用风险**：在经济复苏不确定性尤存的情况下，预期企业的信用基本面修复速度或有所分化，部分处于行业尾部的企业将面临较大的竞争和出清压力，部分债务压力较大及盈利能力较弱的企业偿债压力加剧，违约风险或将上升。预计2021年中国央行将维持稳健的货币政策，融资环境会呈现前紧后松的态势，可能导致部分债务结构不合理的企业面临较大的信用风险。

另一方面，虽然部分企业通过债券置换或展期等方式避免其境外债券实质性违约或破产，但如果企业的偿债能力在短期内未有实质改善，持有人在债券到期日能否回收投资金额仍面临较大的不确定性，因此后续仍需持续关注这些企业的信用基本面例如盈利能力和现金流等方面的恢复情况。

近期国有企业的违约风险持续释放，青海省投、北大方正及紫光集团等国企违约事件对市场造成了一定冲击，加上永城煤电的超预期违约亦突显出在分析国有企业的信用资质时需要回归个体基本面的重要性。中诚信认为，在分析国有企业的信用质量时除了企业自身基本面外，还需要重点关注存在母公司层面盈利能力弱、债务规模高企、债务结构不合理、存在资金占用等情形为企业带来的信用风险，并谨慎考量外部支持所能带来的偿债能力提升。

虽然城投公司属于地方国有企业，但中诚信认为城投企业与产业类的国有企业在信用风险上有较大的差异，因此在分析企业的信用资质时需要准确判断国有企业的类别。从业务特性来看，中诚信认为城投公司应具备一定的公益性或准公益性，或从事全部或部分非经营性业务，或大部分投资项目能带来较强的社会效应；财务方面，因为城投公司业务特殊性，他们对于政府支持、补助的依赖性亦会较强。整体来看，地方政府对城投企业具有较强的支持意愿，但近年来城投企业在非标市场发生的信用事件，说明不同城投公司信用风险有所分化。中诚信认为，在各地区的经济基础发展不一致的背景下，地区间的经济修复的程度将产生差异，进而影响不同区域城投间的分化。另一方面，在国家明确重点支持“两新一重”领域建设的背景下，参与支持项目建设的城投企业将进一步拉大与其他城投企业的信用实力差距；同时，新型城镇化建设或将加剧低行政层级城投企业的分化程度，需关注财力较弱、政策支持较少、项目准备不足、自身资质较差的区县级城投的信用风险演变。后续仍要关注区域经济下行压力大、存量债务化解压力大的区域内城投企业的信用风险，以及企业偿债能力持续承压情况下信用风险延迟爆发的可能。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司(以下简称“中诚信亚太”)对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信亚太事先书面许可,任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售,或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息,应事先获得中诚信亚太书面许可,并在使用时注明来源,确切表达原始信息的真实含义。中诚信亚太对于任何侵犯本文件著作权的行为,都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信亚太及其业务的图形,都是中诚信亚太商标,受到中国及中国香港商标法的保护。未经中诚信亚太事先书面允许,任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或以其他方式使用。中诚信亚太对于任何侵犯中诚信亚太商标权的行为,都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信亚太从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响,上述信息以提供时状态为准。中诚信亚太对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下, a)中诚信亚太不对任何人或任何实体就中诚信亚太或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任,或 b)即使中诚信亚太事先被通知前述行为可能会造成该等损失,对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失,中诚信亚太也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察,并不能解释为中诚信亚太实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为,也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信亚太不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址: 香港中环康乐广场1号
怡和大厦19楼1904-1909室

电话: (852)2860 7111

传真: (852)2868 0656

网址: <http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong

Tel: (852)2860 7111

Fax: (852)2868 0656

Website: <http://www.ccxap.com>