

2022 年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

联合资信 研究中心

摘要

2022 年上半年，在国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，经济下行压力加大的背景下，我国债券市场违约形势有所缓和，但展期规模创新高。具体来看，2022 年上半年，我国债券市场新增 7 家违约发行人，共涉及到期违约债券 32 期，到期违约金额合计约 192.78 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额同比均明显减少，但较 2021 年下半年均有所增加；此外，10 家发行人首次发生展期，涉及展期债券 22 期，展期规模 204.68 亿元，较上年同期均大幅提升。2022 年上半年等级调降数量（75 家）仍显著高于等级调升数量（7 家）；违约主体以民营房企为主，国有企业违约情况有所缓和；违约企业行业集中于房地产行业，在销售下行、融资分化加剧等压力下，民营房企信用风险持续暴露；城投企业融资延续有保有压的严监管态势，信用风险事件持续发生。

从全市场债务到期规模来看，考虑超短融的发行与到期，年内信用债回售行权等因素，2022 年下半年主要信用债偿债规模将在 6.5 万亿元左右。从偿债节奏看，7 月、11 月单月的偿债量在 6 千亿以上，偿债压力相对较大。2022 年下半年城投企业总偿债量约为 1.01 万亿元，较上半年（1.10 万亿元）有所下降，较上年同期（1.50 万亿）下降 32.67%，其中 8 月份和 11 月份偿债规模在 1800 亿元以上，单月偿债压力较大。

展望 2022 年下半年，债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控，违约率或较上半年有所下降。民营企业信用风险仍然较大，民企债信心有待修复；城投企业经营环境整体保持稳定，关注弱地区尾部城投企业信用风险；适当关注房地产产业链相关和受疫情冲击严重行业企业的信用风险，关注东三省、江浙等区域的信用风险。

一、2022 年上半年我国债券市场违约情况回顾

（一）债券市场违约形势有所缓和，展期规模创新高

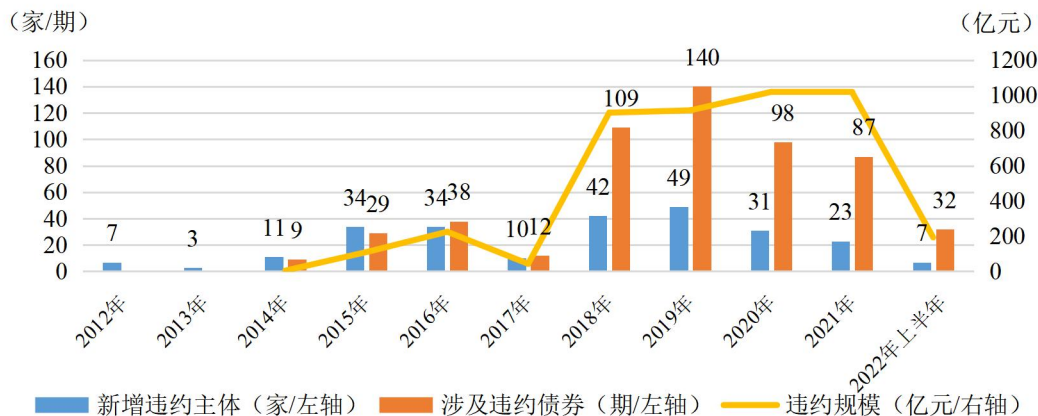
2022 年上半年，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，经济下行压力逐季加大。经初步核算，上半年国内生产总值 56.26 万亿元，不变价同比增长 2.50%。二季度经济增长承压，GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落，环比下降 2.60%，这是继 2020 年二季度以来，我国 GDP 首次出现环比负增长。工业经济方面，2022 年上半年，在一系列工业经济增长政策措施持续作用下，全国规模以上工业增加值同比增长 3.40%，4 月受全国疫情多点散发影响，工业经济运行有所震荡，但整体呈企稳恢复态势。融资环境方面，2022 年上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，推动社融总量显著扩张。同时，多项逆周期调节政策与金融稳定政策持续推进，维护企业的正常融资需求，融资环境有所改善。但受疫情影响与房地产行业风险未完全出清影响，实体经济融资需求仍然偏弱，信用债内部分化仍较为明显。

在此背景下，2022 年上半年，我国债券市场新增 7 家违约发行人¹，共涉及到期违约债券 32 期，到期违约金额合计约 192.78 亿元，受 2021 年同期海航系破产重整²高基数影响，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额同比（18 家，60 期，785.08 亿元）均明显减少，但较 2021 年下半年（5 家，21 期，161.15 亿元）均有所增加。2022 年上半年，我国债券市场重复违约³发行人 7 家，涉及到期违约债券 12 期，到期违约规模合计约 63.39 亿元，重复违约发行人家数较 2021 年上半年（22 家，56 期，531.74 亿元）和 2021 年下半年（20 家，37 期，343.89 亿元）进一步减少。截至 2022 年上半年末，我国债券市场累计有 251 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 724 期，到期违约金额合计约 6503.48 亿元。

¹ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1~2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

² 2021 年上半年，海航系多家下属企业被法院裁定受理破产重整，涉及新增违约主体 11 家，涉及到期违约债券 41 期，违约金额合计 519.57 亿元。

³ 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。



资料来源：联合资信

图 1.1 2012—2022 年上半年我国债券市场新增违约主体及涉及到期违约债券情况

从展期情况来看，2022 年上半年新增展期发行人 10 家，涉及展期债券 22 期，展期规模 204.68 亿元；展期家数、期数及规模较上年同期（5 家、14 期和 96.67 亿元）均大幅提升；展期家数较 2021 年下半年（13 家）有所下降，展期期数 2021 年下半年持平，展期规模则较 2021 年下半年（116.87 亿元）明显提升。其中民营企业和房地产管理和开发行业展期频繁，多家头部房企展期超出市场预期，房地产行业隐性风险较高，后续债务偿还仍然存在较大不确定性。

表 1.1 2021—2022 年上半年我国债券市场展期情况

时间	家数	期数	规模（亿元）
2021 年上半年	5	14	96.67
2021 年下半年	13	22	116.87
2022 年上半年	10	22	204.68

注：表中仅统计首次展期的企业，且不包含已实质性违约的企业

资料来源：Wind，联合资信整理

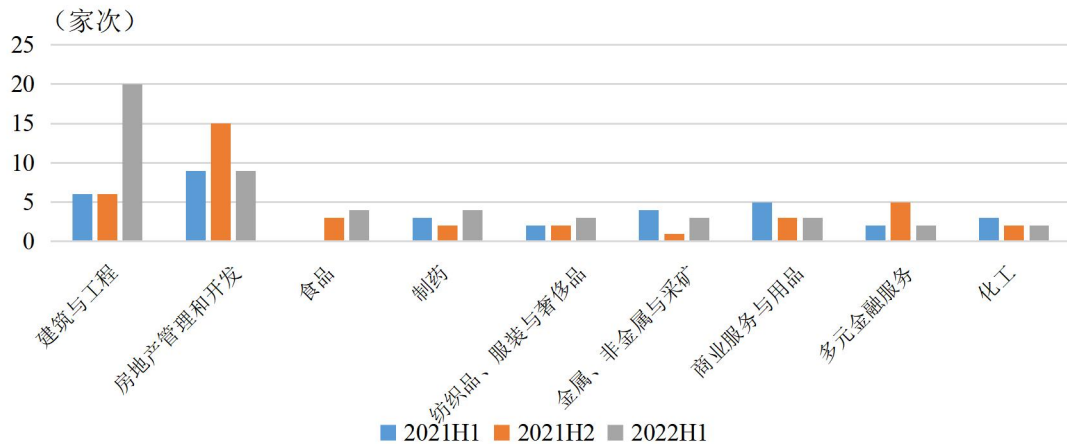
（二）高等级违约情况明显改善，等级调降数量仍远超等级调升

2022 年上半年，我国信用债市场高等级违约情况有所改善，新增违约发行人中期初级别为 AA+及以上的有阳光城集团股份有限公司和武汉当代科技产业集团股份有限公司，占比 28.57%，同比大幅改善。

等级调整方面，自 2021 年信用等级调降发行人数量（138 家）首次超过调升发行人数量（17 家）以来，2022 年上半年等级调降数量（75 家）仍显著高于等级调升数量（7 家）。

2022 年上半年等级调降发行人主要分布于建筑与工程行业（19 家，含城投企业及工程施工企业）、房地产管理和开发行业（6 家），建筑与工程行业受房地产行业景气度影响，应收类账款对资金形成占用、盈利能力下滑；企业性质方面，

民营企业发行人调降 45 家，占比达到 60%；地区方面，发行人主要分布在广东、北京、贵州和湖北等地。



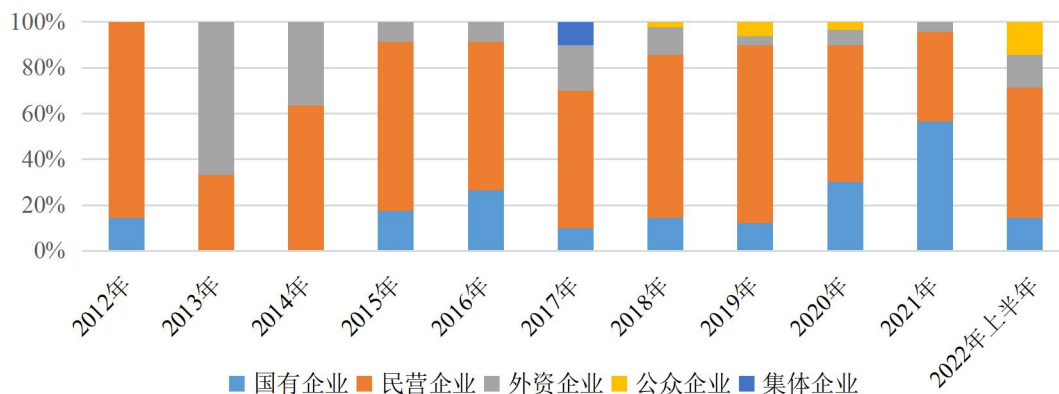
资料来源：联合资信

图 1.2 2021 年—2022 年上半年我国债券市场主要行业评级调降情况

（三）违约主体以民营房企为主，国有企业违约情况有所缓和

2022 年上半年，新增违约发行人以民营企业为主，新增违约主体中民营企业有 4 家，占新增违约主体家数的 57.14%，涉及到期违约金额 181.67 亿元，占比 94.24%。具体来看，**民营企业违约主体主要集中于房地产企业**，北京鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“鸿坤地产”）、阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”）及其母公司福建阳光集团有限公司（以下简称“福建阳光”）3 家房企自身杠杆高企，受地产调控政策冲击、债务集中到期、弱行业景气度下销售疲弱影响，信用风险加速暴露，最终引发违约。另有 1 家为**武汉当代科技产业集团股份有限公司**（以下简称“当代科技”），公司业务板块众多，由于前期多元化扩张积累下高额债务，受疫情影响主要业务板块景气度持续低迷，盈利能力下滑，短期内大量债务到期且偿债资金过度依赖外部再融资；同时，当代科技主要收入和利润来自其核心上市子公司人福医药集团股份公司，但母公司口径的短期债务规模较大，“子强母弱”加剧流动性恶化，在融资环境收紧下最终违约。

国有企业方面，2022 年上半年国有企业违约家数与违约债券期数较 2020 年和 2021 年同期均大幅下降，主要由于在防范化解金融风险的政策导向下，地方政府对国企债务风险的处置和防范效果显著，**国有企业信用风险有所改善**。具体来看，2022 年上半年新增违约发行人中国有企业仅有 1 家，为武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司，原为当代科技的子公司，2021 年 6 月当代科技将所持股权之表决权全部委托给武汉国创资本投资有限公司，由此公司控股股东发生变更，实际控制人变更为武汉市国资委。



资料来源：联合资信 COS 系统

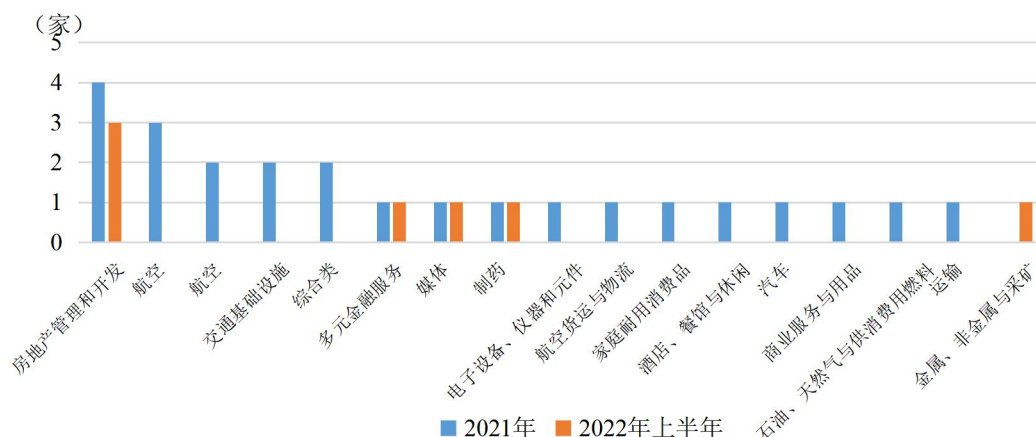
图 1.3 2012—2022 年上半年我国债券市场新增违约主体企业性质分布

此外，2022 年上半年新增违约主体中有 1 家公众企业渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”）以及 1 家中外合资企业阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“阳谷祥光”）。渤海租赁为海航集团旗下租赁子公司，主营飞机等租赁业务，疫情下航空业遭受重创，渤海租赁大量计提减值致使财务巨亏，加之海航集团违约影响融资受阻，流动性陷入枯竭，最终违约。阳谷祥光核心业务为铜制品加工，受疫情、铜价暴涨影响公司盈利空间被大幅压缩，同时阳谷祥光自身债务结构严重短期化，融资渠道不畅通，多项银行债务逾期最终触发交叉违约条款，构成实质性违约。

（四）违约企业行业集中度较高，房地产行业风险持续释放

1. 房地产管理和开发仍是违约高发行业

2022 年上半年，我国新增违约主体涉及行业 5 个，违约行业较往年无新增。从违约家数来看，房地产管理和开发仍是违约高发行业（3 家），占比 42.86%，其余行业违约企业均为 1 家，为多元金融、媒体、制药及金属、非金属与采矿行业，违约企业行业集中度较高。



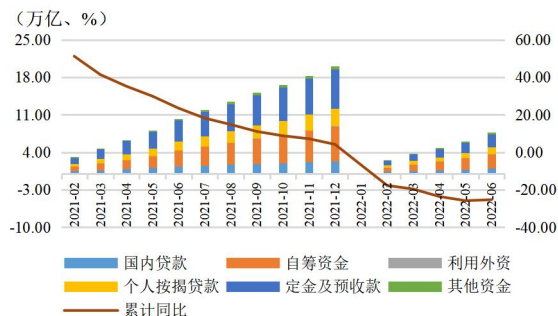
注：按 Wind 三级行业划分

资料来源：联合资信 COS 系统

图 1.4 2021—2022 年上半年我国债券市场新增违约主体行业分布

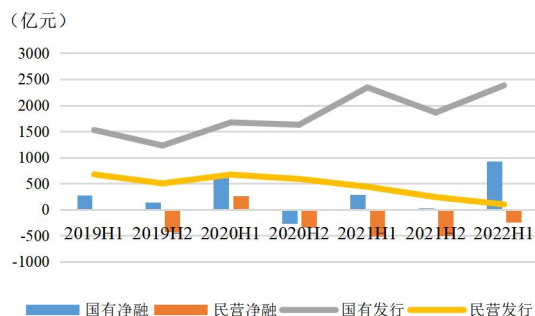
2.在销售下行、融资分化加剧的双重压力下，民营房企信用风险持续暴露

2022 年上半年，中央持续加码稳地产，同时全国多地持续优化调整楼市相关政策，维护地产行业平稳健康发展，但行业风险仍在发酵。究其原因，一方面，受上半年国内疫情多发散发、经济下行压力加大等因素的影响，市场重塑信心乏力，房企融资规模收缩，销售回款承压，企业面临较大资金平衡风险。具体来看，2022 上半年，房地产企业到位资金累计 7.68 万亿元，同比下降 25.32%，到位资金位居低位。分项来看，上半年企业融资（国内贷款+利用外资+自筹资金）继续缩水，同比下降 15.06%；同时销售下行使得房企回款明显承压，销售回款（定金及预收款+个人按揭贷款）同比下降 34.34%；从各资金来源的占比情况来看，房企到位资金主要依赖于自筹资金（占比 35.43%）和定金及预收款（占比 32.01%），且在销售和融资的双重压力下，自筹资金占比逐步增加，已成为房地产第一大资金来源，房企资金链的脆弱性有所提升。另一方面，房企融资分化严重，央国企和头部民企等少数优质房企融资渠道相对畅通，但其余大部分房企融资环境依然严峻。虽然上半年房地产融资方面利好频出，但受房企违约事件频发的影响，市场担忧情绪仍存，房企融资表现出两极分化，资金更多地向优质房企归集。具体来看，发行方面，上半年境内发债房企以央国企为主，民营房企占比仅为 3.71%，为近三年最低点；净融方面，上半年国有房企的债券净融同比大幅提升 226.87%，而民营房企净融依然为负。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 我国房地产开发到位资金情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.6 我国信用债市场发行及净融情况

从违约房企自身情况来看，阳光城及其股东福建阳光长期以来通过高杠杆、快周转的方式快速扩张，导致公司债务不断攀升。2020年以来行业调控升级，在“三道红线”的监管压力之下，阳光城不得不降低对外部融资的依赖程度，公司快周转模式受到挑战；另一方面，在新冠疫情的影响下，市场需求下滑，公司销售承压，叠加行业信用事件频发，外部融资收紧，公司现金流出现危机，虽然阳光城试图通过公司资产处置、债务展期等方式进行自救，但最终仍未能按时偿还到期债务，引发实质性违约。鸿坤地产的市场业务布局主要以京津冀地区为主，近年来受环京地区房地产市场调控政策及疫情防控等外部因素的影响，公司新开工和销售回款规模持续下降，盈利能力下滑；同时，鸿坤地产早期高杠杆拿地流转使其存在较大的集中偿债压力，其可动用货币资金规模十分有限，财务弹性欠佳，最终在房地产行业政策监管趋严、融资环境大幅收紧的情况下，公司偿债能力恶化，最终陷入流动性危机。

3.房企债券展期加速累积，纾解流动性困境的同时仍存较大的隐性风险

在市场销售持续低迷，融资环境依然不畅的背景下，为避免债券违约，房企积极采取展期进行债务管理，试图以时间换取空间，暂时纾解流动性困境。2022年上半年债券市场共有7家房企发行人首次展期，涉及展期债券18期，展期规模197.32亿元，已远超去年全年的展期量（5家、8期、25.22亿元），且展期主体中包含恒大、融创等多家头部百强房企。

从展期期限及节奏情况来看，房企展期期限多介于6~18个月，其中一年及以下的展期债券期数占比超60%；展期节奏包括展期期末一次性兑付或在展期期间内分次偿付（详见表1.2）。整体来看，2022年上半年债券展期加速累积，虽然展期方式使得部分房企暂时避免了违约，但展期期限整体较短，且部分企业需分期逐步偿还债务本金或利息，短期内仍存在一定的偿付压力，如果后续企业的销售及外部融资情况无法得到改善，其面临的偿债风险将无法获得根本性解决，展期债券的兑付风险仍然较大。

表 1.2 2022 年上半年我国房地产企业境内债券展期情况

发行人名称	债券简称	展期规模 (亿元)	展期期限及节奏
广州富力地产股份有限公司	16 富力 04	19.50	1 年内分期偿还
	19 富力 02	3.69	--
	16 富力 06	9.95	1 年内分期偿还
恒大地产集团有限公司	20 恒大 01	3.14	展期 6 个月一次性偿还
	21 恒大 01	5.74	展期 18 个月一次性偿还
	19 恒大 01	9.41	展期 6 个月一次性偿还
	19 恒大 02	3.40	展期 6 个月一次性偿还
	20 恒大 02	2.36	展期 6 个月一次性偿还
	20 恒大 03	1.40	展期 18 个月一次性偿还
金科地产集团股份有限公司	20 金科 03	12.50	1 年内分期偿还
	21 金科地产 SCP003	10.00	展期 270 天一次性偿还
融创房地产集团有限公司	20 融创 01	40.00	18 个月内分期偿还
融侨集团股份有限公司	19 融侨 F1	3.13	展期 1 年一次性偿还
	19 融侨 01	20.00	展期 1 年一次性偿还
上海世茂股份有限公司	19 世茂 G3	4.75	展期 1 年一次性偿还
深圳市龙光控股有限公司	19 龙控 01	15.1	15 个月内分期偿还
	18 龙控 02	18.26	先行兑付 10%，剩余金额在 6 个月后的 9 个月内分期偿还
	PR 龙债 02	15.00	15 个月内分期偿还
总计	--	197.32	--

注：“—”表示未能获取相关展期方式信息

资料来源：Wind，联合资信整理

4.境外房企美元债迎来历史违约高峰，境内外联动风险加剧

在境内房企信用风险不断释放的同时，中资美元债房企也迎来历史违约高峰，境内外联动风险加剧。2022 年上半年，共有 26 家企业中资美元债发生违约，违约期数高达 55 期，涉及违约规模 197.62 亿元，其中房地产企业有 25 家，涉及中资美元债 54 期，违约金额达 195.62 亿美元，行业集中度很高，房企中资美元债违约量已超去年全年（11 家、16 期、62.93 亿美元）。违约房企中除阳光（开曼）投资有限公司、花样年控股集团有限公司、佳兆业集团控股有限公司以及新力控股（集团）有限公司外，其余均为今年上半年新增违约企业。

表 1.3 2022 年上半年我国房地产企业中资美元债违约情况

发行人名称	违约期数	违约规模（亿美元）
大发房地产集团有限公司	2	3.99
大唐集团空格股份有限公司	1	0.16
阳光（开曼）投资有限公司	2	4.10
国瑞健康产业有限公司	1	0.05
海门中南投资发展（国际）有限公司	2	0.58

花样年控股集团有限公司	1	2.97
佳源国际控股有限公司	1	1.03
佳兆业集团控股有限公司	1	22.47
景瑞控股有限公司	5	9.20
和骏顺泽投资有限公司	1	3.00
领先控股集团有限公司	1	1.50
融创中国控股有限公司	4	27.27
世茂集团控股有限公司	1	4.00
香港理想投资有限公司	1	1.93
祥生控股（集团）有限公司	3	6.75
新力控股（集团）有限公司	1	2.42
阳光 100 中国	1	2.20
阳光城嘉世国际有限公司	2	6.57
易居（中国）企业控股有限公司	1	3.00
禹州集团控股有限公司	9	31.53
正荣地产集团有限公司	7	17.01
中国奥园集团股份有限公司	3	8.88
中国恒大集团	2	34.75
中梁控股集团有限公司	1	0.28
总计	54	195.62

注：数据导出日为 2022 年 7 月 13 日，统计中含以前年度已发生违约的主体

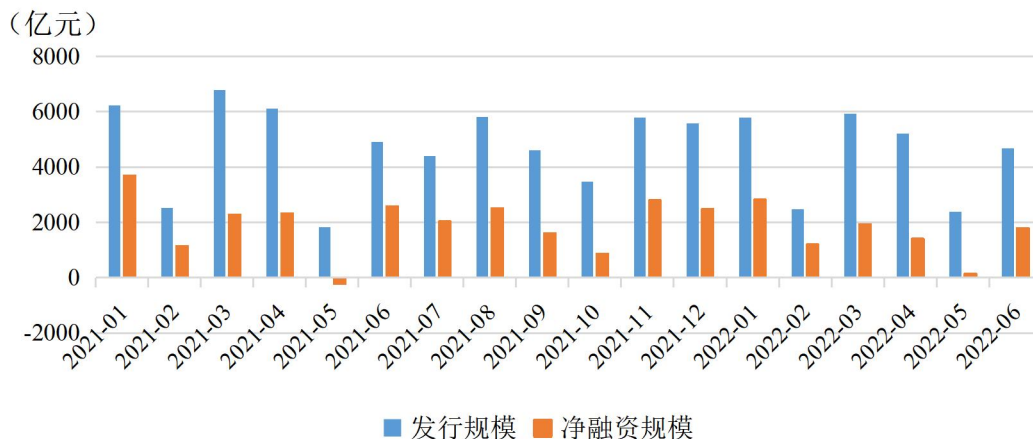
资料来源：Bloomberg

（五）城投债整体延续有保有压的严监管态势，信用风险事件持续发生

2022 年上半年，城投债整体仍然延续有保有压的严监管态势，严格控制增量的同时逐步化解存量。分月度来看，城投的融资环境大致可以分为两个阶段，1—4 月上旬，沪深交易所持续对城投企业公司债进行分档审核，对于高负债、高风险区域适当限制资金用途和发债额度，城投债融资环境整体偏紧。4 月 18 日，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（以下简称《通知》），《通知》从加大对重点项目资金支持力度、合理购买地方政府债券等多方面要求金融机构加大对有效投资的支持力度，支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求。此后，在“控增量，稳存量”的大方向下，城投政策边际转松。

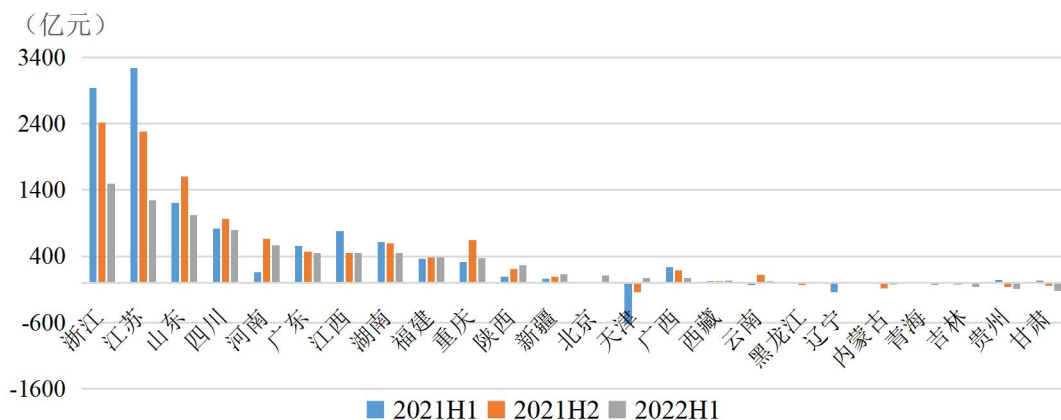
在此背景下，2022 年上半年城投债发行规模及净融均有所收缩，其中发行规模为 2.64 万亿元，同比、环比分别下降 6.81%、10.75%；净融资额 0.93 万亿元，同比、环比分别下降 21.04%、24.30%。**区域方面来看**，2022 年上半年大部分地区城投债净融规模均出现不同程度的收缩，但经济相对发达、财政实力较强的区域城投债发行规模和净融资规模仍明显领先于其他地区，区域之间的城投分化趋势仍在持续。具体来看，2022 年上半年，浙江和江苏两地净融资规模在严

监管下有所收缩，但仍位列前两位；河南、天津两地的融资环境有所修复，净融资规模同比均明显提升，天津地区的净融资规模由负转正；而黑龙江、辽宁、内蒙古、青海、吉林和甘肃等区域的城投债发行规模无法覆盖到期偿还规模，仍延续2021年的净流出状态。信用等级方面，高等级城投债发行规模占比进一步上升，AA⁺级及以上发行人城投债发行规模占比超75%，占比同比、环比分别提升约三个百分点和一个百分点。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.7 2021—2022 年上半年城投债发行规模和净融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.8 2021—2022 年上半年主要省份城投债净融资情况

2022 年上半年，城投风险事件持续发生，以商票逾期、非标违约为主。根据公开资料整理，发生风险事件的城投主体多分布在江苏省、贵州省、山东省、辽宁省和新疆的区县级平台，以 AA 级及以下的弱资质平台为主。2022 年上半年共有 27 家城投企业评级被下调（含展望调整为负面），其中贵州省有 18 家，且多分布在遵义、安顺、毕节等地级市和区平台，城投企业评级下调的原因主要为存在债务逾期或失信被执行记录，另外也有资产注销或子公司股权无偿划出，导致公司净资产规模大幅下降或业务受到冲击。整体来看，城投企业虽然没有在

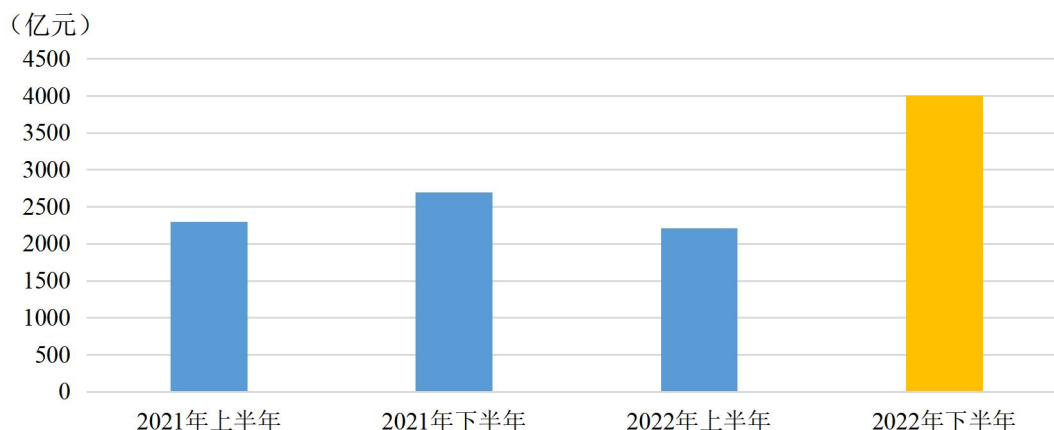
债券市场出现实质违约，但信用风险事件持续发生。

二、2022 年下半年我国债券市场信用风险展望

（一）2022 年下半年全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看，2022 年下半年我国债券市场主要信用债⁴到期规模⁵约为 5.81 万亿元，考虑到将于 2022 年下半年发行且 2022 年年内到期的超短融，按 2021 年同期估算，2022 年下半年主要信用债到期规模可能达到 6.08 万亿元，较 2022 年上半年（5.43 万亿元）上升 7%左右，较 2021 年下半年（6.75 万亿元）下降 10%左右。

此外，2022 年下半年将有约 1.30 万亿元信用债进入回售期，按 30%的实际回售率估算，2022 年下半年回售债券中约有 4000 亿元被行权，较 2022 年上半年（2210.94 亿元）和 2021 年下半年（2696.26 亿元）进一步增加。合计来看，2022 年下半年主要信用债偿债规模将在 6.5 万亿元左右。



注：2021 年上半年—2022 年上半年为实际回售规模，2022 年下半年为预估回售规模

资料来源：Wind，联合资信整理

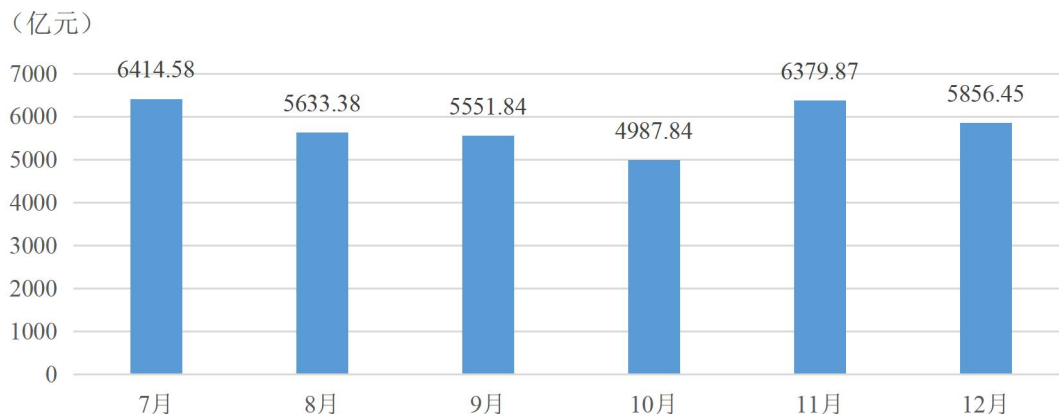
图 2.1 2021 年—2022 年我国信用债市场主要信用债回售情况

由于 2022 年下半年发行且于 2022 年年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性，以下分析仅以 2022 年下半年我国债券市场到期的 5.81 万亿元主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看，7 月、11 月单月的偿债量在 6 千亿元以上，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变。

⁴ 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、标准化票据、可转债和可交换债。

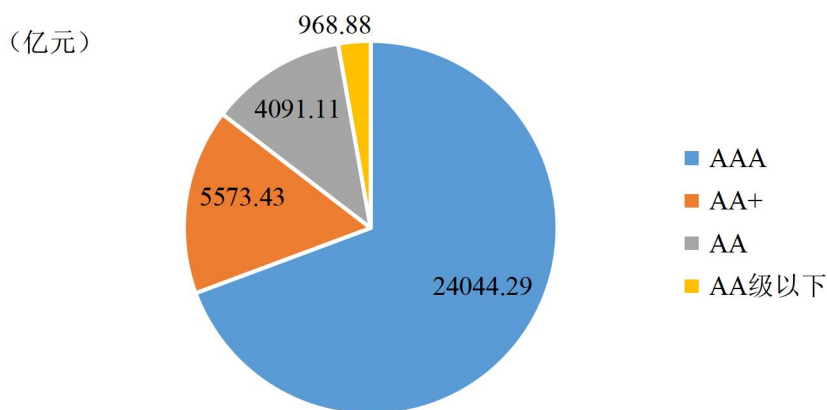
⁵ 包含到期和本金提前兑付。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 2022 年下半年我国债券市场主要信用到期情况

从级别分布看，AAA 级主体所发债券到期规模约为 2.40 万亿元，占比（69.05%），较上半年⁶（65.48%）有所上升，较上年同期（69.86%）有所下降；AA+主体所发债券到期规模约为 0.55 万亿元，占比（16.00%）较上半年（18.89%）和上年同期（17.71%）均有所下降；AA 级及以下主体所发债券到期规模约为 0.52 万亿元，占比（14.95%）较上半年（12.70%）和上年同期（12.43%）有所上升，各级别主体偿债压力相对稳定。



资料来源：Wind，联合资信整理

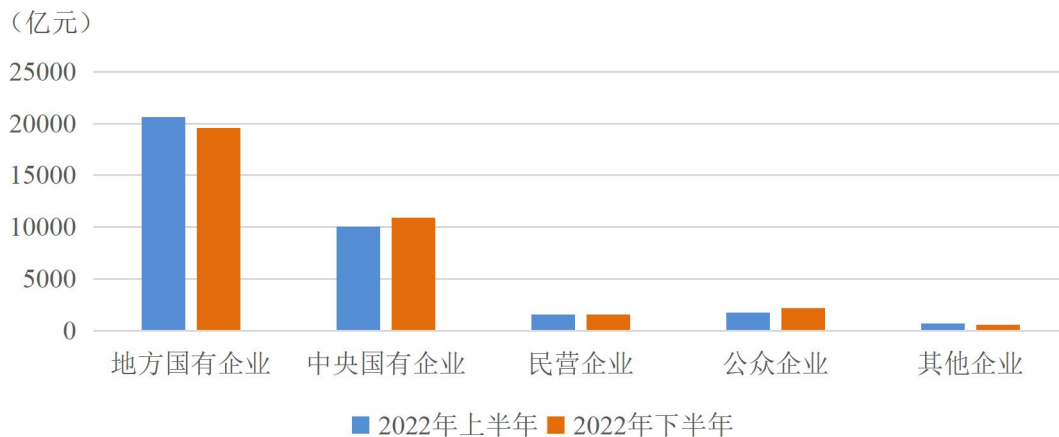
图 2.3 2022 年下半年我国信用债市场主要信用债到期级别分布

从企业性质看，2022 年下半年地方国有企业债务到期规模约为 1.96 万亿元，较上半年（2.06 万亿元）有所下降，与上年同期（1.96 万亿元）持平；中央国有企业债务到期规模约为 1.09 万亿元，较上半年（1.00 万亿元）和上年同期（0.96 万亿元）均有所上升；民营企业债务到期规模约为 0.16 万亿元，与上半年（0.16 万亿元）持平，较上年同期（0.25 万亿元）有所下降；公众企业债务到期规模约

⁶ 为保持可比，剔除超短期融资券样本，以下同。

为 0.22 亿元，较上半年（0.17 亿元）有所上升，较上年同期（0.38 亿元）大幅下降；其他类型企业债务到期规模约为 0.06 万亿元，较上半年（0.07 万亿元）有所下降，显著低于上年同期（0.12 万亿元）。

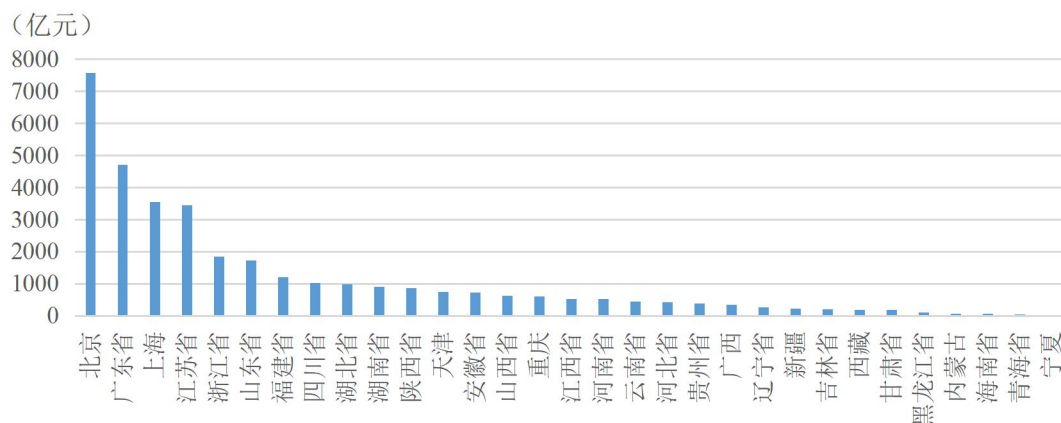
地方国有企业中，债务到期规模排名前十位企业合计占比达到 9.54%，在 7 月和 8 月集中兑付压力较大。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 2022 年我国信用债市场主要信用债到期企业性质分布

从地区分布看，2022 年下半年，北京（0.76 万亿元）、广东（0.47 万亿元）、上海（0.36 万亿元）、江苏（0.35 万亿元）、浙江（0.18 万亿元）和山东（0.17 万亿元）的债券到期规模排名靠前，区域偿债压力相对较大。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 2022 年下半年我国信用债市场主要信用债到期地区分布

从行业分布看，2022 年下半年，资本市场（0.64 亿元）、建筑与工程（0.59 万亿元）、综合类（0.50 万亿元）、商业银行（0.27 万亿元）、电力（0.22 万亿元）、房地产管理和开发（0.17 万亿元）、石油天然气与供消费用材料（0.16 万亿元）、

交通基础设施行业（0.12 万亿元）债券到期规模排名靠前，行业偿债压力相对较大。其中，建筑与工程（3.20%）、电力（52.15%）和房地产管理和开发（3.24%）行业的债务到期规模增幅相对较大，偿债压力明显上升。此外，专业服务（380.00%）、电气设备（138.81%）、多元化零售（129.06%）、贸易公司与工业品经销商（105.23%）等行业债务到期规模增幅相对较大，上述行业偿债压力明显增大。

资料来源：Wind，联合资信整理

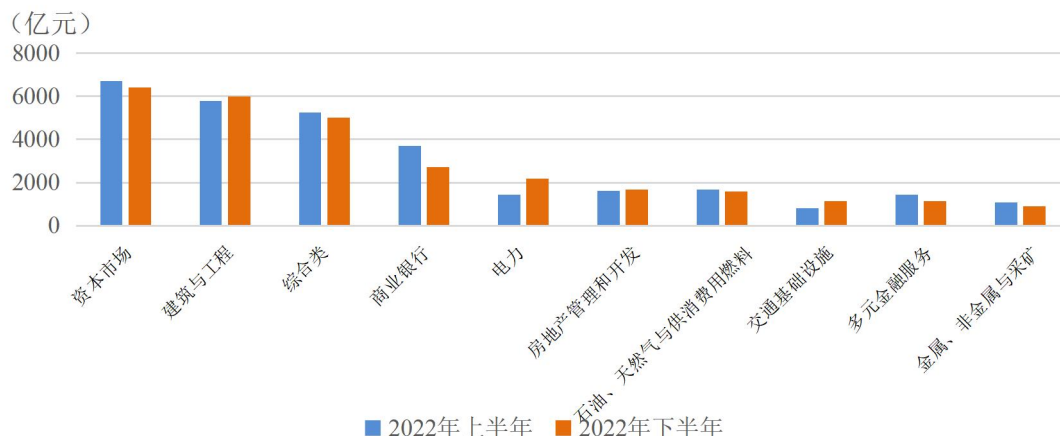


图 2.6 2022 年我国信用债市场主要信用债到期行业分布

从城投企业债券到期规模看，2022 年下半年城投企业总偿债量约为 1.01 万亿元，较上半年（1.10 万亿元）有所下降，较上年同期（1.50 万亿元）下降 32.67%。其中 8 月份和 11 月份偿债规模在 1800 亿元以上，单月偿债压力较大。

从地区分布看，江苏、浙江、湖南、山东和四川省的城投企业债务到期规模较大，其中江苏到期规模接近 2500 亿元，其他三省市债务到期规模均在 600 亿元至 1100 亿元之间，区域城投企业偿债压力相对较大。

从区域低级别（AA 级及以下）城投企业偿债压力看，江苏、湖南、浙江、四川和重庆等省份的低级别城投企业债务到期规模相对较大，其中江苏省低级别城投主体债务到期规模在 900 亿元以上，偿债压力相对较大。

此外，2022 年下半年进入回售期的城投企业债券规模约为 0.90 万亿元，按 30% 的实际回售率估算，将有 0.27 万亿元债券行权，较 2022 年上半年实际回售规模（0.21 万亿元）有所增长。

（二）2022 年下半年信用风险展望

1. 债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控，违约率或较上半年有所下降

地产行业信用风险频繁爆发及疫情冲击下债券市场信用风险仍将持续暴露。

一是 2022 年上半年房地产行业信用风险频发，虽然发生实质性违约房企仅有 3 家，但涉险房企数量明显增多，正荣集团海外债展期、龙光控股债券展期和融创、世贸海外债实质性违约等信用风险事件对债券市场信用环境造成严重冲击，在此背景下，下半年高杠杆、弱资质房企的信用风险或将持续暴露，房地产产业链上下游企业的信用风险仍值得关注。二是后疫情时期，点状新冠肺炎疫情仍将持续，旅游、餐饮、零售、航空等消费行业将继续受到冲击，行业内短期偿债压力大、受疫情冲击严重的企业信用风险将持续暴露。三是受海外流动性收紧影响，大宗商品价格从 6 月开始出现回落迹象，如能源、钢铁、矿产等大宗商品 6 月份价格跌幅均超过 10%，行业景气度下滑，行业内企业的信用风险有所增加。四是今年是国企改革三年行动方案的最后一年，国企改革进入深水区，同时 2022 年 4 月 29 日，中共中央政治局会议指出“加快构建新发展格局，坚定不移深化供给侧结构性改革”，受此影响，产能过剩行业企业将加速出清，信用风险将加速暴露。

宽信用、稳增长背景下债市信用风险整体可控，违约率或进一步下降。一是 2022 年 7 月 28 日召开的政治局会议指出，财政货币政策要有效弥补社会需求不足，货币政策要保持流动性合理充裕，在此会议精神的指引下，债券市场流动性有望保持宽松。二是 2022 年 5 月 23 日，国务院发布《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，指出推动实际贷款利率稳中有降，提高资本市场融资效率，有助于为发债企业营造良好的融资环境；通知同时指出加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度，有助于加大对城投企业的资金支持。三是近年来，多地地方政府相继成立信用保障基金，用于改善区域信用环境，2022 年 4 月 4 日，《金融稳定法》正是对外征求意见，覆盖各区域、各类行业的金融稳定保障基金有望尽快设立，有助于防范化解系统性金融风险，为各区域、各行业企业提供良好的信用环境。四是 2022 年上半年，以房地产企业为代表的展期等花式违约事件明显增多，下半年这一特点或将延续，统计违约率或较上半年有所下降。

2. 民营企业信用风险仍然较大，民企债信心有待修复

一是我国民营企业融资能力仍然较弱。上半年，我国民营企业信用债净融资额为-0.06 万亿元，虽然缺口较上年（-0.16 万亿）有所收窄，但仍呈现净流出态势，民营企业整体融资能力依然较弱。二是民营房企现金流仍将持续承压。虽然上半年监管和地方政府相继出台政策为房企纾困，但现阶段房地产行业销售进入下行周期，近期多地业主集体停贷事件更是进一步打击了购房者的消费信心，房地产企业销售回款短期内难以改善，房企尤其是民营房企现金流将持续承压。三是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限。虽然 2022 年上半年，监管部门积极出台了一系列政策支持民营企业债券融资，但受投资者风险偏好制约，资金主

要流向中高信用等级民营企业，中低信用等级民营企业筹资难度依然较大，信用分化较为严重。整体来看，建议重点关注民营房企和前期扩张比较激进、短期内偿债压力较大、杠杆水平较高、公司治理存在明显缺陷的民营企业信用风险。

3.城投企业经营环境整体保持稳定，关注弱地区尾部城投企业信用风险

稳增长背景下城投企业经营环境整体保持稳定。一是在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力和疫情反复的困境下，我国把稳投资作为稳定经济增长的重要之举。2022年4月26日，中央财经委员会第十一次会议提出全面加强基础设施建设，巩固了年初以来基建投资提速的势头，对冲经济下行压力。此外，今年下半年党的二十大将在京召开，为保持平稳健康的经济环境，政策将着力稳增长。上述背景下，作为基础设施建设的重要参与主体和稳增长的重要抓手，城投企业的经营环境将保持稳定。二是2022年4月18日，央行、外管局联合出台23条举措，助力疫情防控和经济发展，其中指出“在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施”，对城投融资政策的表述有边际放松，有利于保障城投企业合理融资需求。三是2022年6月13日，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发〔2022〕20号），指出地方政府财权事权适度上移，强化省级财政事权，同时增强省级政府统筹调控能力，提升省域内财力均衡度，财政实力较强省份的弱区县城投融资环境或将得到改善。

城投企业信用水平分化加剧，关注尾部城投企业信用风险。一是2022年6月，国办20号文指出“坚决遏制地方政府隐性债务增量，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险”，城投企业“控增化存”的政策导向并未发生转变。二是2022年上半年地方政府土地出让金收入大幅下降，尤其是三四线城市土地出让金下滑压力更大，对于政府基金性收入依赖较为严重的省份和地区，地方政府偿债协调能力有所下降。三是城投公司商票逾期、非标违约等信用事件频发。2022年上半年，共有7只城投企业出现商票违约，5只城投非标产品出现信用风险事件，主要涉及江苏、山东、贵州等省份，对区域城投企业的再融资环境带来较大的负面冲击。四是城投债短期化趋势明显，城投企业对债券市场的依赖度提高，流动性风险进一步增加。五是贵州前期基建投资规模较大，地方政府债务负担较重，但区域财政收入增长疲软，财政实力较弱，难以支撑前期大规模基建留下的政府债务。同时，区域城投企业的银行贷款和非标债务到期压力较大，非标违约事件频发，应警惕城投企业银行贷款违约和非标违约向债券市场传导的风险。**整体来看**，城投企业信用水平区域分化将持续加剧，2022年下半年，集中偿债压力大、非标违约高发、非标占比偏高的弱区域和强区域区县级主体的信用风险值得关注。

4.关注房地产产业链相关和受疫情冲击严重行业企业的信用风险

房地产行业方面，一是虽然近期监管和各地方政府相继对房地产行业出台了纾困政策，但房地产销售数据仍未得到实质性好转。2022年1—6月，我国商品房住宅销售面积同比下降22.2%，销售额同比下降28.9%，房地产企业流动性短期内仍将承压；二是近期集体停贷事件后，一方面会打击购房者的购房信心，尤其是对期房的购房信心，另一方面，监管将进一步加强对商品房预售资金的监管，防止预售资金被房企滥用，房地产现金流可能进一步承压。三是当前房地产行业信用风险持续发酵，部分投资者对房地产企业风险偏好降低，房地产企业的再融资环境仍有待改善。四是下半年房企中资美元债信用风险仍将持续暴露，一方面对其在境内再融资形成较大的压力，另一方面，或将触发其境内债券的交叉违约条款，造成其境内债券发生实质性违约。整体来看，在“房住不炒”的政策基调下，房地产行业信用分化或将进一步加剧，集中偿债压力大、周转去化偏慢、非标风险及负面舆情频发的民营房企信用风险将持续暴露。

建筑行业方面，一方面，2022年上半年，全国建筑业总体维持中低速增长，延续下行趋势。建筑行业营业收入和利润总额均呈负增长态势，短期内流动性趋紧。另一方面，虽然近期房地产调控政策边际放松，但房地产行业现金流仍较为紧张，短期内，房地产投资增速或将持续低位运行，与高杠杆房企深度捆绑的发债主体信用风险仍值得关注。

服务业方面，下半年，点状新冠肺炎疫情仍将持续爆发，各地或继续采取封措施，对餐饮、零售、旅游、民航、交通运输等接触性服务业将形成冲击，上述行业经营环境仍将持续承压，行业尾部企业信用风险值得关注。

贸易行业方面，一方面，俄乌冲突和美联储加息背景下，大宗商品价格走势不确定性增强，增加了中小型贸易企业在风险控制等方面的压力。另一方面，由于我国进口结构中主要以大宗原材料为主，当前国内地产行业流动性紧张，房地产投资增速放缓，对建材等大宗商品的需求减弱，贸易行业经营环境或有所恶化，需警惕风险控制能力较弱主体的信用风险。

5.适当关注东三省、江浙等区域的信用风险

一是区域融资能力分化加剧。2022年一季度，辽宁、西藏、吉林社融同比回落幅度均超多50%，区域融资能力有所下滑。此外，甘肃、黑龙江、内蒙古、海南、宁夏、青海等地近3年平均新增社融规模始终在3000亿元以下，区域融资能力较弱。二是区域产业债利差分化加剧。截至2022年6月30日，青海、云南、天津、宁夏、广西、甘肃、新疆地区产业债信用利差与其他区域相比相对较高，其中青海、云南和天津地区产业债信用利差较年初大幅增长，区域内尾部产业类企业信用风险值得关注。三是江浙地区民营企业信用风险或有所加大。江浙

地区民营企业较多，且以贸易、制造业和出口加工型为主，行业本身信用风险较高。此外，下半年江浙地区企业债务到期压力(5307.10 亿元)和回售压力(3180.07 亿元)仍然相对较大，区域信用风险值得关注。

附表

附表 1 2022 年上半年我国债券市场新增违约发行人

发行人名称	企业性质	行业	区域
北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	民营企业	房地产管理和开发	北京
渤海租赁股份有限公司	公众企业	多元金融服务	新疆
福建阳光集团有限公司	民营企业	房地产管理和开发	福建省
阳光城集团股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	福建省
武汉当代科技产业集团股份有限公司	民营企业	制药	湖北省
武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司	地方国有企业	媒体	湖北省
阳谷祥光铜业有限公司	中外合资企业	金属、非金属与采矿	山东省

注：发行人行业按 Wind 三级行业划分；企业性质按 Wind 分类

资料来源：Wind，联合资信整理

附表 2 2022 年上半年我国债券市场新增展期发行人

发行人名称	企业性质	行业	区域
广州富力地产股份有限公司	外资企业	房地产管理和开发	广东省
恒大地产集团有限公司	民营企业	房地产管理和开发	广东省
江苏南通三建集团股份有限公司	民营企业	建筑与工程III	江苏省
金科地产集团股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	重庆
融创房地产集团有限公司	民营企业	房地产管理和开发	天津
融侨集团股份有限公司	中外合资企业	房地产管理和开发	福建省
上海世茂股份有限公司	外资企业	房地产管理和开发	上海
深圳市龙光控股有限公司	外商独资企业	房地产管理和开发	广东省
武汉当代科技投资有限公司	民营企业	医疗保健技术III	湖北省
武汉天盈投资集团有限公司	民营企业	多元金融服务	湖北省

注：发行人行业按 Wind 三级行业划分；企业性质按 Wind 分类

资料来源：Wind，联合资信整理