

---

# 2021 年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

联合资信 债券市场研究部

## 摘要

深受全球疫情重大影响以及不断增强的监管力度，从 2021 年评级跟踪情况来看，评级下调家数明显高于往年，表明发行人信用资质呈现明显分化，弱资质企业信用风险持续暴露。2021 年上半年，我国债券市场新增 18 家违约发行人，共涉及到期违约债券 59 期，到期违约金额合计约 778.97 亿元，同比、环比均有所上升。2021 年上半年我国公募债券市场整体违约率为 0.35%，较 2020 年上半年违约率（0.29%）有所上升，其中地产行业受各类调控政策影响，信用风险加速释放，上半年违约率为 1.17%，；城投企业融资环境收紧，虽无实质性债券违约事件，但信用风险事件持续发生，引发市场担忧情绪。

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，2021 年下半年，我国债券市场主要信用债到期规模可能达到 6.5 万亿元，同比和环比均有大幅增长。从偿债节奏看，7 月、8 月和 11 月单月的偿债量均在 9 千亿以上，偿债压力相对较大。2021 年下半年城投企业总偿债量约为 1.50 万亿元，与上半年（1.52 万亿元）基本持平，较上年同期（1.34 万亿）增长 12.26%。其中 8 月份偿债规模在 3000 亿元以上，单月偿债压力较大。

综合来看，债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控。我们认为下半年国有企业信用风险仍将持续暴露，尤其是地方“弱国企”信用风险，并且关注受大宗商品价格冲击较重、短期集中兑付压力较大的民企信用风险；下半年城投企业信用水平分化加剧，适当关注发达地区弱资质的城投企业信用风险；适当关注房地产、建筑、煤炭、消费类、交通运输和贸易等行业弱资质企业信用风险以及东北、天津、江浙等区域的信用风险。

---

## 一、2021 年上半年我国债券市场违约情况回顾

### （一）在经济复苏背景下，债券市场违约风险定向释放

2021 年上半年，随着全球疫情形势好转，世界经济复苏态势显著抬头，但各经济体呈现分化复苏态势。**国际方面**，发达国家延续宽松货币政策和财政刺激政策，美国经济呈现明显复苏势头，欧元区及部分亚洲经济体经济逐步得到改善，但日本及部分新兴市场和发展中经济体仍遭受新一轮疫情侵袭，如印度、菲律宾、泰国等，其经济复苏仍面临较大压力。**国内方面**，随着疫情防控逐步好转，内外需持续恢复，在积极的财政政策和稳健的货币政策作用下，2021 年上半年我国经济持续复苏，国内 GDP 同比增长 12.7%，规模以上工业增加值累计同比增速达到 15.9%，较上年同期（-1.3%）由负转正。2021 年上半年，全国规模以上工业企业实现利润总额约 4.22 万亿元，同比增长 66.9%，较上年同期（-12.8%）大幅增长；规模以上工业企业利润率达到 7.11%，较上年同期提高了 1.69 个百分点。整体来看，2021 年上半年我国经济发展呈现稳中加固、稳中向好态势，但受海航系企业破产重整影响，新增违约主体<sup>1</sup>和违约金额均有所增加。

具体来看，2021 年上半年，我国债券市场新增 18 家违约发行人<sup>2</sup>，共涉及到期违约债券 59 期，到期违约金额合计约 778.97 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较 2020 年上半年（13 家，44 期，554.21 亿元）和 2020 年下半年（17 家，48 期，432.56 亿元）均有所增加。

2021 年上半年，我国债券市场重复违约<sup>3</sup>发行人 21 家，涉及到期违约债券 51 期，到期违约规模合计约 519.52 亿元，重复违约发行人家数较 2020 年上半年（14 家）有所增加，较 2020 年下半年减少 1 家，涉及到期违约债券期数和到期

---

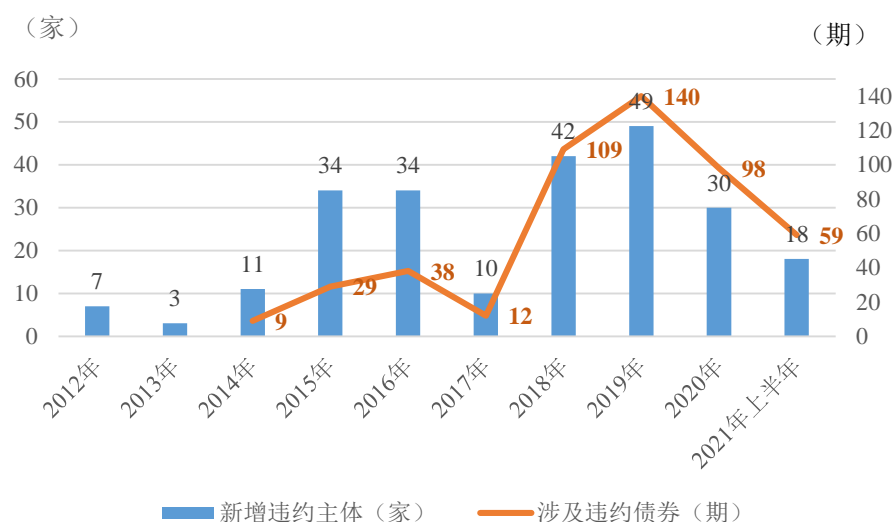
<sup>1</sup> 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：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。

<sup>2</sup> 2021 年上半年，海航系多家下属企业被人民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。

<sup>3</sup> 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。

违约金额较 2020 年上半年（35 期，213.50 亿元）和 2020 年下半年（39 期，199.96 亿元）均大幅上升。

截至 2021 年上半年，我国债券市场累计有 238 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 646 期，到期违约金额合计约 5729.69 亿元。



资料来源：联合资信 COS 系统

图1 2012 年—2021 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

## （二）高等级违约情况仍较为严重，弱资质城投企业等级调降有所增加

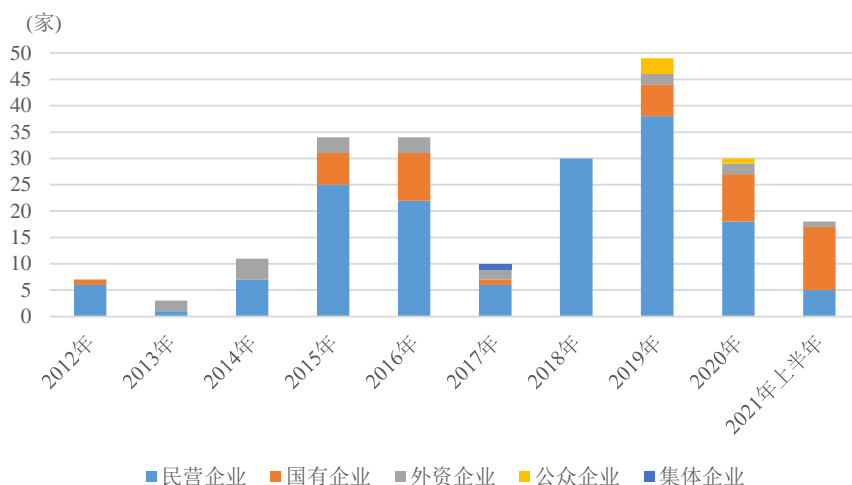
2020 年三季度以来，我国信用债市场接连发生 AAA 级发行人违约事件，对市场造成较大冲击。2021 年上半年，受到海航系企业破产重整以及华夏幸福暴雷影响，期初级别为高等级的违约情况仍较为严峻。

新冠肺炎疫情对实体经济的冲击持续显现，发行人信用资质呈现出明显分化，强者恒强、弱者愈弱，弱资质企业信用风险持续暴露。2021 年上半年等级调降的数量较上年同期大幅增长，达到了 2015 年以来同期最高水平，且高级别发行人明显增多。信用等级调降的发行人主要分布在建筑与工程行业、房地产管理和开发行业和航空行业；地区方面，发行人主要分布在广东、北京、贵州和江苏等地。特别地，弱资质城投企业等级调降大幅增加，主要集中在区县级平台，表明城投行业信用风险有所上升。

### （三）国有企业违约家数和规模达到历史最高点，公司治理问题仍是民营企业风险点

2021 年上半年，地方国有企业信用风险持续释放，新增违约主体占比首次超民营企业跃居首位，反映出在国企信仰受到冲击后，弱资质国企信用风险加速暴露。民营企业随着此前违约风险出清，新增违约债券占比呈逐步下降趋势。

国有企业方面，2021 年上半年，受海航系破产重整影响，国有企业违约家数和涉及到期违约金额达到历史高点，新增违约发行人中国有企业共 12 家，在新增违约主体总数的占比为 66.67%，较 2020 年上半年（3 家，23.08%）和 2020 年下半年（6 家，35.29%）均大幅上升；其涉及到期违约金额约为 530.20 亿元，较 2020 年上半年（446.12 亿元）和 2020 年下半年（241.47 亿元）均有所上升。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 2 2012—2021 年上半年我国债券市场新增违约主体企业性质分布

2021 年上半年，国企违约发行人为海航系发行人和北京紫光通信科技集团有限公司，分别来看，**海航系违约**主要原因为企业前期激进扩张，内控薄弱，叠加疫情影响，导致企业盈利能力大幅下滑，加速企业信用资质的恶化，最终引发信用风险暴露。**激进投资与高杠杆并购导致巨额偿债压力**。海航集团通过并购将公司业务板块由航空业拓展至电子产品、金融服务、房地产、酒店旅游、商品贸易等众多行业，但庞杂的业务板块间协同效应较差，收益不达预期，经营能力持续弱化，导致公司资金链趋紧，严重依赖外部融资。此外，公司自 2013 年开始大规模激进地收购国内外多行业领域的公司，而 2017 年政策开始限制企业在海外盲目收购项目，导致公司不得不快速抛售变卖海外资产，造成大额投资亏损和

---

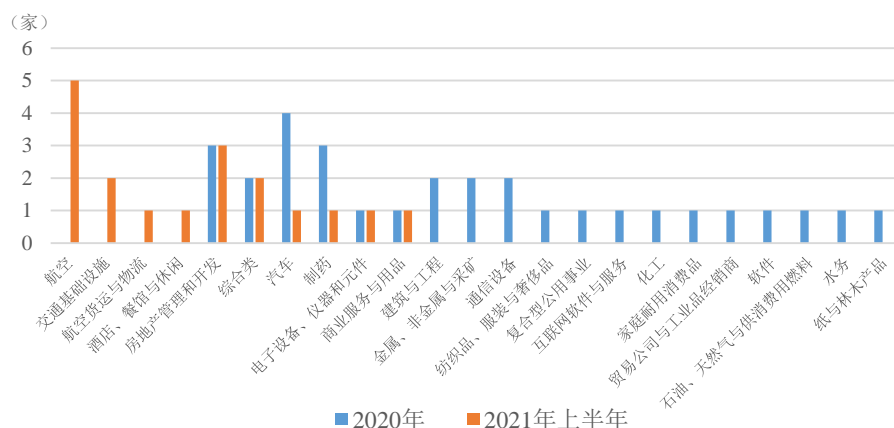
资产减值损失。在此背景下，叠加疫情冲击，企业流动性压力陡增，债务危机加剧。**公司内部治理问题严重影响公司信用风险**。海航集团自 2018 年以来负面事件频发，多次出现资产冻结，被审计机构出具非标审计报告或内控报告，极大弱化了企业的融资环境。此外，海航集团资金采用集团财务公司集中管理的方式，集团内部关联交易频繁，互保现象严重，存在大量非经营性资金占用、关联方资金拆借情形，单一企业流动性问题的出现可能波及整个集团企业，大规模的关联方占款侵蚀了公司流动性，流动性危机加大。**北京紫光通信科技集团有限公司**（以下简称紫光通信）为紫光集团有限公司（以下简称紫光集团）的全资子公司，紫光集团已于 2020 年实质性违约。近年来紫光集团激进并购扩张，为布局半导体芯片、云网设备和服务等领域，自 2013 年公司先后收购展讯通信、锐迪科微电子和新华三等企业，2017 年以来大幅举债投资，直接和间接投资公司涉及通信电子、医药、教育、电气机械、金融等多个领域。激进扩张导致公司长期高负债经营，债务规模不断增长，叠加短贷长投等不合理债务结构，公司偿债压力加剧，受母公司影响，紫光通信流动性恶化最终实质性违约。

民营企业方面，2021 年上半年新增违约发行人中民营企业 5 家，占比为 27.78%，较 2020 年上半年（8 家，61.54%）和下半年（10 家，58.82%）均有所下降；其涉及到期违约金额约为 243.59 亿元，较 2020 年上半年（91.71 亿元）和 2020 年下半年（179.59 亿元）均显著上升。

民营企业违约发行人包括同济堂医药有限公司（以下简称“同济堂医药”）、隆鑫控股有限公司（以下简称“隆鑫控股”）和九通基业投资有限公司，其均在行业竞争加剧及新冠疫情影响下，经营能力持续弱化，盈利能力下滑引发流动资金紧张。同时，**各违约主体存在较为严重的公司治理与内部控制问题**，如同济堂医药关联方占款严重，截至 2020 年末面临高达 39.04 亿元的预付账款、应收账款及其他应收款，约占其总资产的 58.44%；公司涉嫌财务造假，信息质量存疑，被出具无法标识意见的审计报告，公司内控和管理体系存在巨大缺陷。**隆鑫控股**同样关联方占款严重，严重侵蚀公司流动性，同时存在违规占用上市公司资金、涉嫌财务造假等问题，负面舆情使得公司融资环境显著恶化。整体来看，公司治理问题仍为民营企业的重要风险点。

#### （四）违约企业行业覆盖面进一步扩大，房地产行业信用风险持续释放

2021 年上半年，我国新增违约主体涉及行业 10 个，与往年相比，新增航空行业企业发生违约，违约企业行业覆盖面进一步扩大。受海航系企业违约影响，上半年新增违约企业行业集中在航空、交通基础设施和航空货运与物流行业。其次，房地产管理和开发行业企业违约发行人也较多。



注：按 Wind 三级行业划分

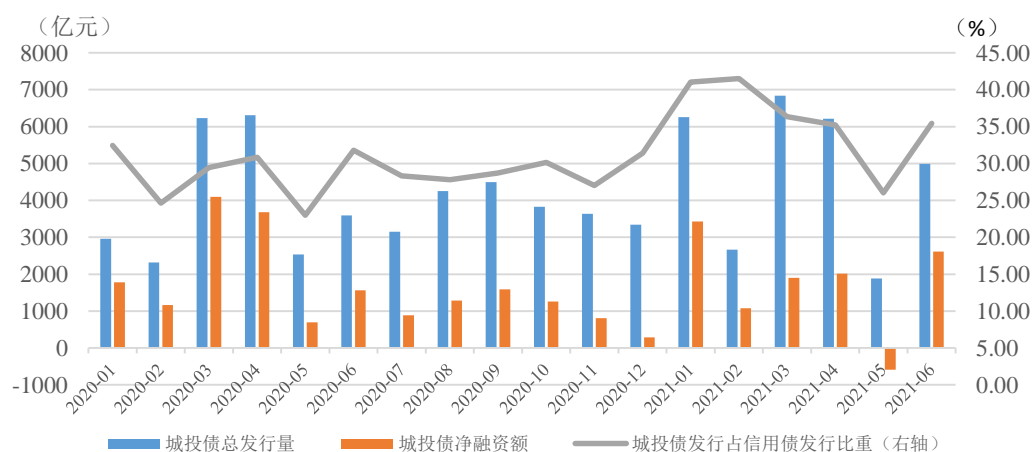
资料来源：联合资信 COS 系统

图 3 2020—2021 年上半年我国债券市场新增违约主体行业分布

自 2020 年三季度以来，“三条红线”、房贷“两条红线”和“集中供地”等各类调控政策不断出台，房地产行业融资持续收紧，信用风险加速释放。华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”）及其控股股东华夏幸福基业控股股份有限公司和重庆协信远创实业有限公司（以下简称“协信远创”）于 2021 年上半年相继违约。华夏幸福前期激进扩张，受环京限购影响，公司现金周转困难，于 2017 年开始异地扩张，债务不断攀升。2020 年受政策调控以及新冠疫情爆发影响，盈利能力大幅下滑，公司可动用货币资金规模十分有限，财务指标触及“三道红线”导致再融资困难，最终导致违约。协信远创近年来进军产业地产领域，项目储备构成中商业、办公型物业占比较高，住宅类产品占比较低，整体去化周期偏长。受地产调控及疫情冲击，多个项目竣工交付延迟，盈利能力大幅下降，然而“三道红线”全踩，再融资受到严重限制。此外，过度激进的多元化拓展以及公司治理存在分歧造成流动性紧张，加速了违约的发生。

## （五）城投风险暴露、境外债违约、债务逾期等信用风险事件持续发生，引发市场担忧情绪

2021 年上半年，城投非标违约事件频频发生，境外债违约、债务逾期等事件进一步引发了市场担忧情绪。**城投风险方面**，2021 年以来随着城投监管政策收紧，防范化解隐性债务成为首要目标，在城投企业融资环境收紧、地方政府财政“紧平衡”的背景下，5 月城投债发行出现 2020 年来首次负净增，部分弱资质城投企业发债受限、面临较大的融资压力，信用状况有所下滑。城投非标违约事件频频发生，春华水务贷款及非标逾期问题进一步引发了市场对于城投是否会打破刚兑信仰的担忧。**境外债风险方面**，泛海控股境外子公司所发境外美元债实质性违约，中国华融年报延期、股票停牌被标普列入负面信用观察名单，其美元债利差大幅下跌。**债务逾期方面**，湘潭九华经济建设投资有限公司融资租赁款及信托借款存在逾期、黔南州投信托计划发生违约以及恒大商票逾期集中爆发，对市场产生广泛影响。此外，2021 年上半年，**债券市场继续发生债券展期、场外兑付等特殊债券到期处置方式**，涉及主体包括宁夏晟晏实业集团有限公司、中国泛海控股集团有限公司和天津市房地产信托集团有限公司等，隐性信用风险仍然延续。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 4 2020—2021 年上半年城投债发行及净融资规模情况

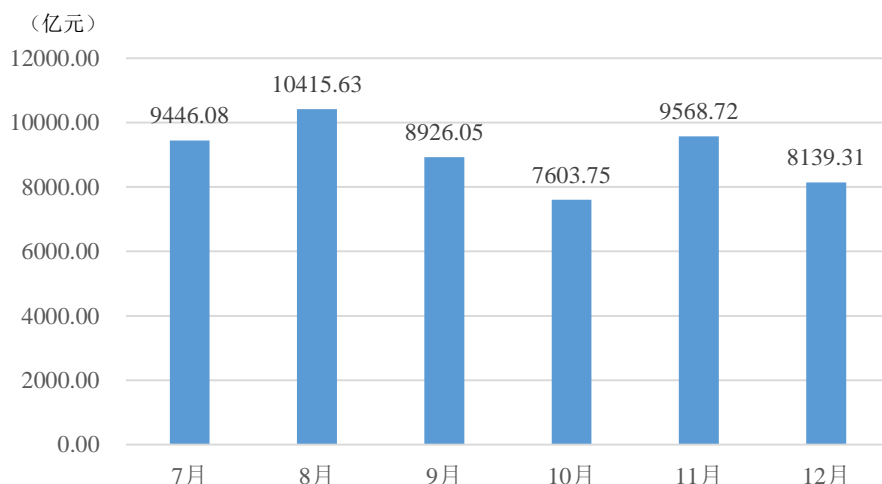
## 二、2021 年下半年我国债券市场信用风险展望

### （一）2021 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，2021 年下半年我国债券市场主要信用债到期规模<sup>4</sup>约为 5.41 万亿元，考虑到将于 2021 年下半年发行且 2021 年年内到期的超短融，按 2020 年同期估算，2021 年主要信用债到期规模可能达到 6.21 万亿元，较 2021 年上半年（5.86 万亿元）上升 6% 左右，较 2020 年下半年（6.41 万亿元）下降 3% 左右。

此外，2021 年将有约 1 万亿元信用债进入回售期，按 30% 的实际回售率估算，2021 年回售债券中约有 3000 亿被行权，较 2021 年上半年（2300 万）和 2020 年下半年（2700 亿元）进一步增加。合计来看，2021 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、8 月和 11 月单月的偿债量均在 9 千亿以上，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变。



资料来源：Wind

图 5 2021 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 3.96 万亿元，占比（73.19%）较上半年<sup>5</sup>（69.89%）和上年同期<sup>6</sup>（70.91%）均有所上升，AA+主体所发债券到期规模约为 0.86 万亿元，占比（15.96%）较上半年（17.71%）和上年同期（16.44%）均略有下降，AA 级及以下主体所发债券到期规模约为 0.71 万

<sup>4</sup> 包含到期和本金提前兑付。

<sup>5</sup> 为保持可比，剔除 2021 年上半年发行且于 2021 年上半年到期的超短融，以下同。

<sup>6</sup> 为保持可比，剔除 2020 年下半年发行且于 2020 年下半年到期的超短融，以下同。



---

亿元，占比（10.85%）较上半年（12.43%）和上年同期（12.65%）有所下降，各  
级别主体偿债压力相对稳定。

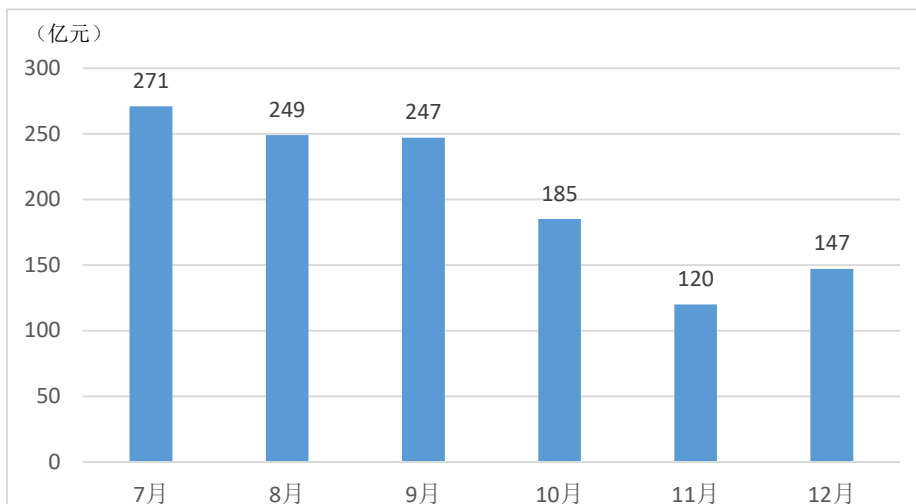
**从企业性质看**，2021 年下半年国有企业偿债压力略有上升，其到期规模约  
为 4.66 万亿元，较上半年（4.49 万亿元）略有上升，较上年同期（4.80 万亿元）  
略有下降；民营企业债务到期规模约为 0.25 万亿元，较上半年（0.34 万亿元）和  
上年同期（0.40 万亿元）均大幅下降；公众企业债务到期规模约为 0.38 亿元，较  
上半年（0.22 亿元）和上年同期（0.26 万亿元）均大幅上升；其他类型企业债务  
到期规模约为 0.12 万亿元，较上半年（0.13 万亿元）和上年同期（0.15 万亿元）  
均有所下降。

**从城投企业债券到期规模看**，2021 年下半年城投企业总偿债量约为 1.50 万  
亿元，与上半年（1.52 万亿元）基本持平，较上年同期（1.34 万亿）增长 12.26%。  
其中 8 月份偿债规模在 3000 亿元以上，单月偿债压力较大。

从地区分布看，江苏、浙江、天津、北京和四川的城投企业债务到期规模较  
大，其中江苏省到期规模接近 4000 亿元，其他四省市债务到期规模均在 750 亿  
元至 1300 亿元之间，区域城投企业偿债压力相对较大。

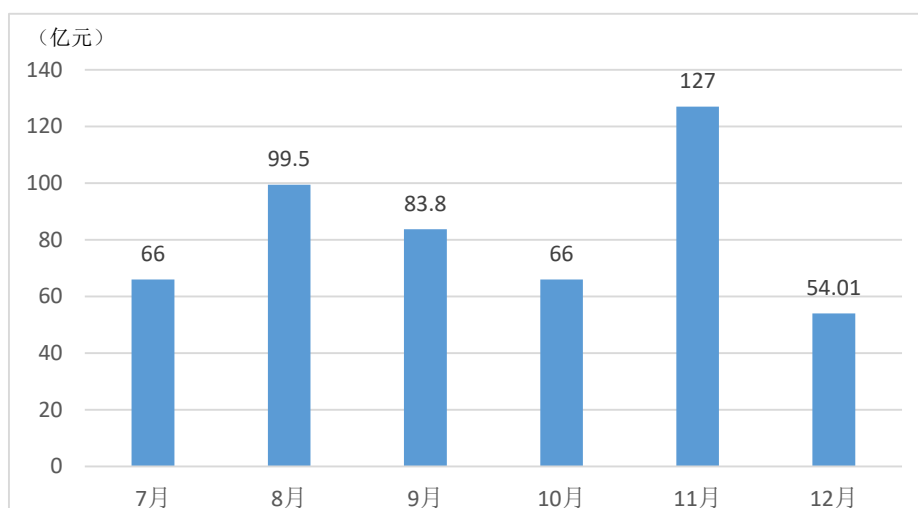
从区域低级别（AA 级及以下）城投企业偿债压力看，江苏、四川、浙江、  
重庆和安徽等省份的低级别城投企业债务到期规模相对较大，其中江苏省低级别  
城投主体债务到期规模在 1000 亿元以上，偿债压力相对较大。

**从行业分布看**，2021 年下半年，综合类（0.78 万亿元）、建筑与工程（0.72  
万亿元）、资本市场（0.60 万亿元）、商业银行（0.50 万亿元）电力（0.40 万亿元）、  
石油天然气与供消费用燃料（0.29 万亿元）、多元金融服务（0.28 万亿元）、交通  
基础设施（0.27 万亿元）、房地产管理和开发（0.26 万亿元）和金属、非金属与  
采矿（0.22 万亿元）行业债券到期规模排名靠前，行业偿债压力相对较大。其中，  
综合类行业中，债务到期规模排名前五位企业合计占比达到 15.61%，在 7 月、8  
月和 9 月集中兑付压力较大；建筑与工程行业中，债务到期规模排名前五位企业  
合计占比达到 6.87%，在 11 月集中兑付压力较大。



资料来源：Wind 数据库

图 6 综合类行业债务到期规模前五位企业到期时间分布



资料来源：Wind 数据库

图 7 建筑与工程行业债务到期规模前五位企业到期时间分布

从地区分布看，2021 年下半年，北京（1.19 万亿元）、广东（0.67 万亿元）、江苏（0.59 万亿元）上海（0.50 万亿元）和福建（0.29 万亿元）债券到期规模排名靠前，区域偿债压力相对较大。

## （二）2021 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

---

**信用风险整体可控。**一是7月9日，央行公告称为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，此次全面降准预计释放长期资金约1万亿元，在此政策基调下，下半年债券市场发行人综合融资成本有望进一步下行。二是国发5号文<sup>7</sup>再次指出健全市场化、法治化的债务违约处置机制，鼓励债务人、债权人协商处置存量债务，切实防范恶意逃废债，保护债权人合法权益，坚决防止风险累积形成系统性风险，在政策坚决打击“逃废债”的背景下，发行人偿债意愿和地方政府股东协调意愿整体较强。三是近年来多省陆续成立信用保障类基金，以化解区域国有企业流动性危机与债务风险，2021年上半年广西、河南和天津省国资委陆续成立该类基金，体现了地方政府对区域国企债务风险的重视及对偿债意愿的强化，有利于改善区域融资环境。整体来看，我国债券市场信用风险仍然可控。

**债券市场信用风险仍将持续暴露。**一是今年上半年我国大宗商品价格持续大幅度上涨，对中下游企业盈利形成明显挤压，经营压力和信用风险持续加大；二是4月沪深交易所出台公司债审核新规<sup>8</sup>，采用数量化指标对企业融资结构、杠杆水平等方面划定“红线”，对于“踩线”企业，提出审慎确定公司债券申报规模和限制资金用途的要求，短期内会增加部分弱资质主体再融资风险；三是国内疫情影响尚未完全消退，海外疫情依旧复杂严峻，一些受疫情影响严重行业企业、信用资质较差的企业信用风险将会持续暴露。

## **2. 民营企业信用风险仍然较大，警惕受大宗商品价格冲击较重、短期集中兑付压力较大的民企信用风险**

**民营企业信用风险仍然较大。**一是18年以来，我国民营企业融资能力持续恶化。今年上半年，受市场风险偏好下降影响，我国民营企业信用债净融资额仅为-985.93亿元，较去年下半年（-591.07亿元）和上年同期（1840.47亿元）大幅下滑，净融资缺口持续扩大；此外，民营企业在二级市场上的信用利差自18年以后大幅走阔，持续在高位震荡。二是政策支持民企融资效果相对有限。近年来，虽然政府通过创设纾困基金、纾困债、信用风险缓释工具等方式支持民企融资，

---

<sup>7</sup> 4月13日，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（简称为国发“5号文”）。

<sup>8</sup> 2021年4月22日，沪深交易所分别发布《公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》和《公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》。

---

但对缓解民企融资困境帮助相对有限。整体来看，建议重点关注受大宗商品价格上涨冲击盈利能力严重下滑、短期流动性紧张、杠杆水平过高、公司治理存在缺陷的民营企业信用风险。

### 3. 国有企业信用风险仍将持续暴露，关注地方“弱国企”信用风险

一是去年四季度永煤等国企违约事件强烈冲击市场国企“信仰”，虽然地方政府相继出台措施稳定投资者情绪，但随着信用监管趋严，投资者避险情绪较为高涨，强、弱资质国企信用利差持续分化，“弱国企”融资环境不断收紧。二是3月26日，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，指导地方国资委进一步加强国有企业债务风险管控工作，随后，4月8日，国资委又下发《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》，研究制定了地方国有企业债务风险和债券风险监测报表，同时划定三条红线<sup>9</sup>，严控高风险企业债务风险，两份文件在“点面结合、长短结合、防禁结合”的框架下，提出了地方国资委对地方国企债务风险事前、事中、事后的管控举措，有助于稳定市场情绪，防范国有企业债券风险，但另一方面，意见指出要严控低毛利贸易、金融衍生、PPP等高风险业务，严禁融资性贸易和“空转”“走单”等虚假贸易业务，将进一步限制相关企业融资，加速信用风险暴露。整体来看，弱资质尾部国企信用风险仍然值得关注。

### 4. 城投企业信用水平分化加剧，关注弱资质，尤其是发达地区弱资质的城投企业信用风险

一是2021年上半年城投企业净融资量区域分化进一步加剧，东南沿海经济强省城投企业净融资额持续上升，而河南、天津、河北、辽宁等省份城投企业净融资额持续下滑，云南、甘肃、吉林、黑龙江等经济较弱的省份城投企业净融资额持续为负。二是国发5号文进一步规范了地方政府和城投企业融资，其中第二十一条中提到“对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”，此次重提允许城投公司破产，进一步弱化地方政府“背书”，打破市场“刚兑”预期。三是今年年初，交易商协会和交易所收紧区域债务率较高、隐性债务负担较重的平台募

---

<sup>9</sup> “权益类永续债占净资产比例”原则上不超过40%；纳入债务风险重点管控范围的企业，原则上“债券占带息负债比例”不超过30%；纳入债务风险重点管控范围的企业，原则上“一年内到期债券占比”不超过60%。

---

集资金用途，对城投债进行分档审理，对于不同档位的发债主体，监管对其募集资金用途有不同的限制，红色/一类企业募集资金用途仅可以借新还旧，进一步加剧城投债的“信用分层”。**四是**4月交易所发布的公司债审核新规，对于私募债融资占比较高和评级低、资产规模较小的弱资质平台融资提出审慎要求，对弱资质平台债券融资具有一定的负面影响。**五是**6月财政部等四部委发布通知<sup>10</sup>将地方政府土地收入等四项非税收入统一划归税务部门征收，进一步规范地方政府土地出让业务，提高地方政府土地收支行为的透明度，抑制违规操作，将会对业务操作不规范的城投企业形成一定冲击，相应城投企业的流动性压力或有所加大。**六是**2021年上半年，城投企业花式违约持续发生，尤其是4月具有较强城投属性的春华水务债务预期，引发市场对弱资质城投企业的担忧。**七是**7月媒体报道银保监会下发15号文，要求加强融资平台公司新增融资管理，银行保险机构对承担地方政府隐性债务的客户，一是不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资，二是不得为其参与地方政府专项债券项目提供配套融资，目前部分商业银行对涉及隐性债务的城投企业采取“一刀切”的措施，暂停全部流贷，可能会为短期内流贷到期压力较大的城投企业带来较大的偿债压力。整体来看，今年上半年城投企业监管政策有所收紧，城投企业信用水平区域分化持续加剧，下半年，城投企业的信用风险会有所释放，但在中央等有关部门多次表态坚决守住不发生区域性、系统性金融风险的底线的背景下，发生区域系统性风险的概率仍然较低。建议重点关注资本实力较弱、债务负担较重、涉及隐债、对非标融资依赖度较高的弱资质城投企业信用风险，尤其是发达地区弱资质城投的信用风险。

## **5. 适当关注房地产、建筑、煤炭、消费类、交通运输和贸易等行业弱资质企业信用风险**

**房地产行业方面**，一是自2020年8月“三道红线”新规和12月房地产贷款集中度管理制度出台以来，监管部门对地产融资审查更加严格，4月，各地银保监局开始严查经营贷和消费贷被挪用于房地产市场的情况，5月多家银行上调个人房贷利率，同时地产类信托融资加速回落，地产融资环境持续收紧。**二是**今年

---

<sup>10</sup> 2021年6月4日，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行下发《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》。

---

2月，自然资源部向全国22个重点城市下发通知，要求住宅用地出让工作“两集中”<sup>11</sup>，将在一定程度上抑制土地价格的上涨，同时，集中供地将产生较大的资金需求，资金实力不足的房企拿地压力进一步加大，对高杠杆、快周转类型房企的资金管理也造成较大挑战，地产行业内部分化进一步加剧。三是4月交易所出台的公司债审核新规对房地产企业等特定类型发行人信息披露进行特别明确，对存在剔除预收款后的资产负债率较高、净负债率较高或现金短债比较低等情形的房地产企业发行人，要求其在申报发行公司债券时应细化债券偿付安排，进一步收紧对高杠杆和短期偿债能力较弱房企的审核要求。整体来看，在“房住不炒”的政策基调下，2021年下半年负债率较高、短期偿债压力较大、对非标融资依赖较重、经营管理能力较弱的房企信用风险值得关注。

**建筑行业方面**，由于建筑施工行业下游需求主要由房地产投资和基建投资构成，下半年在房地产严监管政策预期下，地产销售和融资仍将受限，地产企业资金面仍紧，同时，在城投监管政策收紧的背景下，城投企业的融资或将延续弱势，地方政府专项债发行虽预计提速但提速有限，整体来看，下半年建筑施工行业回款压力仍大。流动性紧张、再融资能力较弱、与“踩线”房企、中小房企深度绑定和与地方弱资质城投深度绑定的建筑施工行业企业信用风险值得关注。

**煤炭行业方面**，一是虽然目前来看，随着煤价高位、地方政府积极表态等，煤企债券二级市场估值逐渐恢复，但今年上半年煤炭行业企业在一级市场债券发行量仍处于历史低位，行业净融资额持续为负。二是“碳中和”背景下，对煤炭的需求量会产生一定的影响，盈利能力较弱，技术水平较差的煤炭企业会逐步被市场淘汰。整体来看，历史包袱较重、非煤业务表现较差和债务负担重的煤炭企业信用风险值得关注。

**消费类行业和交通运输行业方面**，受疫情冲击，2020年，公路与铁路运输、航空、酒店、餐馆与休闲和媒体等行业盈利亏损发行人家数较多，上述行业内资质较差、短期偿债压力较大的债务发行人信用风险值得警惕。

**贸易行业方面**，贸易行业自身毛利率偏低，经营环境恶化对企业盈利冲击较大。当前，新冠肺炎疫情仍在全球多地蔓延，疫情走势错综复杂，外贸发展面临

---

<sup>11</sup> 一是集中发布出让公告，全年不超过3次，且时间间隔和地块数量要相对均衡；二是集中组织出让活动，以挂牌方式出让，同批次土地的挂牌起止时间应相同；而拍卖方式交易的，也应连续集中完成拍卖。

---

的不确定、不稳定因素依然较多，需警惕行业尾部主体的信用风险。

#### **6. 适当关注东北、天津、江浙等区域的信用风险**

一是区域信用债融资分化进一步加剧。上半年，河北、河南、黑龙江、辽宁、内蒙、宁夏、山西、天津、云南等省份信用债净融资额持续为负，区域发债融资能力较弱。二是区域社融分化加剧。2021 年一季度，天津、黑龙江、海南和甘肃社融同比回落幅度均超多 50%，区域融资能力相对较弱。三是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，信用风险较高，此外，下半年江浙地区企业债务到期压力和回售压力仍然相对较大，区域信用风险值得关注。