

## 2021 年中国债券市场违约回顾与展望

联合资信 债券市场研究部

### 摘要

2021 年，在宏观经济修复前高后低、结构性融资分化加剧背景下，我国债券市场新增违约数量有所减少，展期情况显著增多，信用风险有序暴露。2021 年，我国债券市场新增 23 家违约发行人，涉及到期违约债券 87 期，较 2020 年和 2019 年进一步减少，到期违约金额（1015.76 亿元）同比变化不大，公募债券市场整体违约率（0.45%）较 2020 年（0.64%）有所下降；17 家发行人首次发生展期，涉及展期债券 33 期，展期规模 157.31 亿元，较上年大幅增多。2021 年信用等级调降发行人数量首次超过调升，且高级别发行人等级调降明显增多；国企违约家数达到历史新高，部分存在公司治理和内控问题的民企信用风险有序释放；违约企业行业集中于房地产和航空行业，行业严监管背景下，高杠杆房企信用风险加速暴露；城投企业融资分化加剧，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，2022 年主要信用债偿债规模将在 12.45 万亿元左右。从偿债节奏看，3 月和 4 月单月的到期规模均在 1 万亿元左右，偿债压力相对较大。2022 年城投企业债券到期规模约为 2.66 万亿元，与上年（2.67 万亿元）基本持平。其中 3、4 月份到期规模均在 3000 亿元以上，单月偿债压力较大。

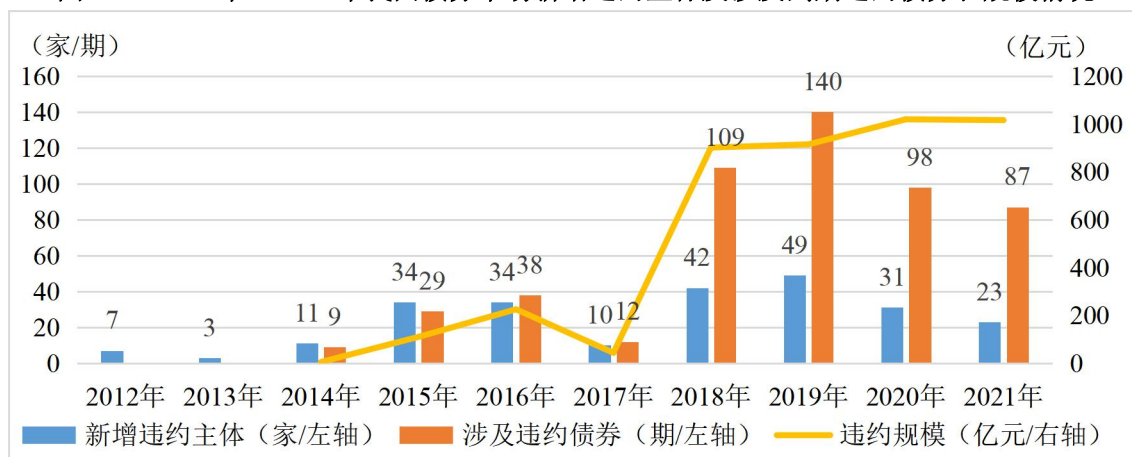
综合来看，高杠杆、弱资质主体信用风险仍将持续暴露，债券市场信用风险整体可控，实际违约率或较上年有所下降。具体来看，民营企业信用风险分化将进一步加剧，优质地产民企信用风险逐步暴露；城投企业经营环境整体将保持稳定，适当关注尾部城投企业信用风险；适当关注房地产产业链相关和受疫情冲击严重行业企业的信用风险以及东北、西北和江浙等区域的信用风险。

## 一、2021 年我国债券市场违约情况回顾

### （一）债券市场新增违约数量有所减少，展期情况显著增多，信用风险有序暴露

2021 年我国债券市场新增 23 家违约发行人<sup>1</sup>，共涉及到期违约债券 87 期，到期违约金额合计约 1015.76 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数均较 2020 年（31 家，98 期）和 2019 年（49 家，140 期）进一步减少，到期违约金额较 2020 年（1019.36 亿元）和 2019 年（914.50 亿元）变化不大。剔除海航系发行人破产重整因素后，2021 年前我国债券市场新增违约发行人家数和规模（12 家、496.17 亿元），处于历年较低水平。2021 年，我国债券市场重复违约<sup>2</sup>发行人 26 家，涉及到期违约债券 78 期，到期违约规模合计约 742.96 亿元，重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较 2020 年（19 家，63 期，367.41 亿元）均有所上升。截至 2021 年末，我国债券市场累计有 243 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 685 期，到期违约金额合计约 6184.17 亿元。

图 1.1 2012 年—2021 年我国债券市场新增违约主体及涉及到期违约债券和规模情况



数据来源：联合资信 COS 系统

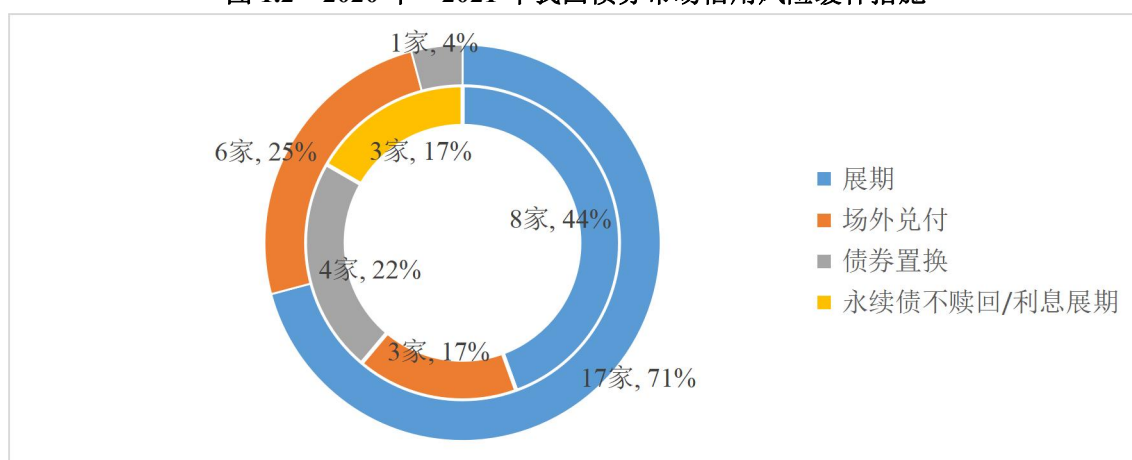
与此同时，债券市场特殊到期处置方式延续多样化趋势，2021 年发行人频繁

<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> 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。

采用展期、场外兑付和债券置换等方式避免直接违约，企业隐性信用风险加大。其中，采用展期方式的发行人最多，占比超过七成，2021 年 17 家发行人首次发生展期，涉及展期债券 33 期，较上年（8 家，8 期）明显增加，展期规模（157.31 亿元<sup>3</sup>）较上年（20.79 亿元）大幅增多，展期发行人多为民营企业和房地产管理和开发行业；其次是场外兑付和债券置换方式，2021 年恒大地产集团有限公司、花样年集团（中国）有限公司、苏宁电器集团有限公司等 6 家发行人与投资人协商场外兑付，同时苏宁电器采用债券置换方式缓解偿付压力。整体来看，债券市场信用风险缓释措施多样化，潜在信用风险仍然较大。

图 1.2 2020 年—2021 年我国债券市场信用风险缓释措施



注：外圈为 2021 年处置方式分布，内圈为 2020 年处置方式分布

数据来源：联合资信根据公开资料整理

整体来看，2021 年我国宏观经济修复放缓，企业盈利能力改善但结构性压力仍然较大，同时结构性信用收缩加剧信用风险分层，在此背景下，我国债券市场信用风险有序释放，新增违约数量有所减少，但展期等债券市场特殊到期处置方式延续多样化。

### 1. 宏观经济修复放缓，企业盈利能力改善但结构性压力仍然较大

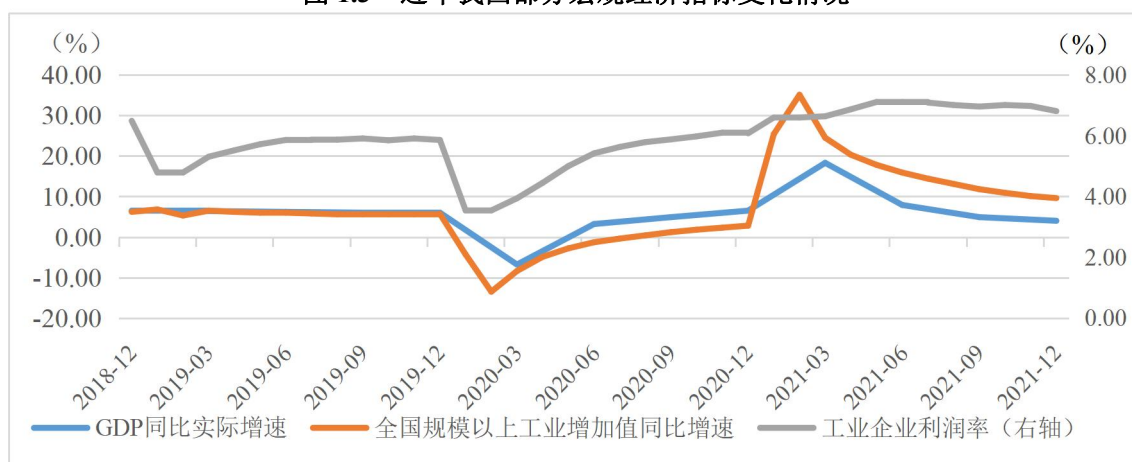
2021 年，世界经济呈现显著复苏态势，但各经济体不均衡性愈发突出。国际方面，发达经济体在去年大规模经济刺激措施的支持下，经济实现了快速复苏，但在供给瓶颈、能源价格飙升等因素影响下，下半年通胀压力走高，经济复苏进程开始放缓。新兴市场经济体和低收入国家由于经济实力较弱、疫苗接种不足，叠加强势美元冲击、能源危机等问题，与发达国家的分化进一步加剧。在通胀高企的压力下，全球经济金融正面临宽松政策退出带来的挑战，我国经济发展面临

<sup>3</sup> 其中宁夏晟晏实业集团有限公司、上海新文化传媒集团股份有限公司和西藏金融租赁有限公司展期信息来源于 Wind，展期规模不详。

的外部环境更趋复杂严峻。

国内方面，在大宗商品价格上涨、供应链紧张、我国宏观政策回归常态化等背景下，我国经济上半年持续复苏，三季度经济增长有所放缓，四季度小幅改善，企业盈利能力改善但结构性压力仍然较大。2021 年我国国内生产总值同比增长 8.10%，两年平均增长<sup>4</sup>5.11%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复；三季度 GDP 增速明显回落，主要受供给端约束和内生动能不足的共同影响；随着保供稳价和助企纾困政策有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快。2021 年全国规模以上工业增加值同比增长 9.60%，两年平均增长 6.15%，基本接近疫情前水平；规模以上工业企业实现利润总额约 8.71 万亿元，同比增速 34.3%，两年平均增速 18.24%，较疫情前大幅提升。2021 年工业企业营业利润率（6.81%）较上年（6.08%）有所提升，工业企业盈利能力整体较去年有所改善，但国有企业和民营企业盈利水平出现分化，主要由于民营企业在上游商品供给收缩后议价能力下降，利润受到挤压，下半年随着煤炭保供稳价政策推进，中下游企业成本压力边际缓和，民营企业与国企盈利分化趋势逐渐收敛。

图 1.3 近年我国部分宏观经济指标变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

## 2. 结构性信用收缩加剧信用风险分层

在良好的疫情控制措施以及政策支持下，我国经济持续改善，逆周期政策逐渐退出，货币政策回归正常化，实体经济部门杠杆率逐季下降，2021 年各季度实体经济部门杠杆率降幅分别为 2.3、2.4、0.6、1.0 个百分点<sup>5</sup>，叠加近年来高等级债券和国企违约事件，企业再融资压力上升，融资环境较 2020 年有所收紧，具体表现为社融存量增速同比持续回落，2021 年末增速由上年末的 13.3% 下降至 10.3%；

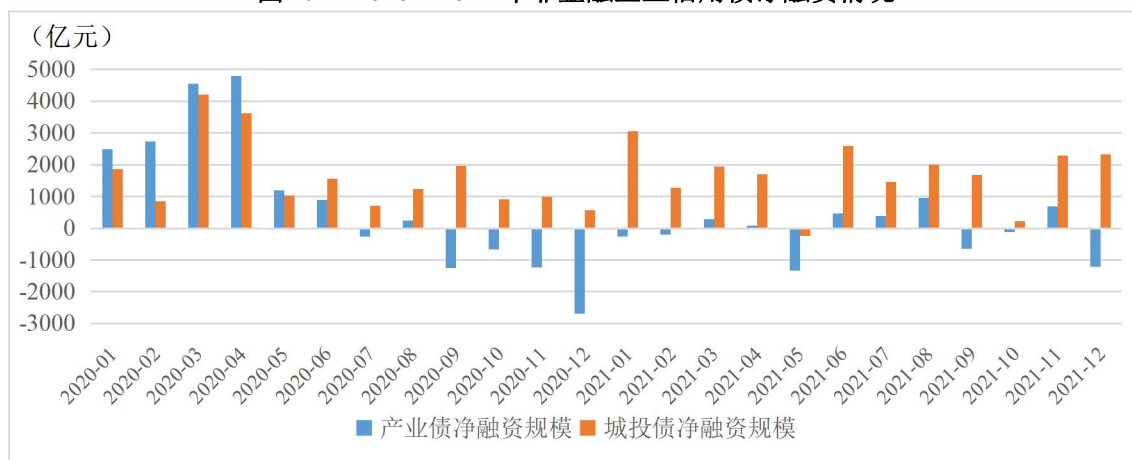
<sup>4</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

<sup>5</sup> 数据来源：中国社科院国家金融与发展实验室。

非标融资受政策影响仍持续收缩，全年累计压降 2.67 万亿元；非金融企业信用债<sup>6</sup>发行规模 12.48 万亿元，较 2020 年（11.83 万亿元）小幅增长，但不同发行人主体、信用等级、行业以及区域分化显著。

从信用债净融资情况来看，2021 年非金融企业净融资总额约为 1.94 万亿元，较上年（3.03 万亿元）大幅回落，**从结构来看**，城投债<sup>7</sup>全年净融资 2.03 万亿元，净融资规模占比持续扩张，同比增加 40.25 个百分点，而产业债<sup>8</sup>全年净融资由正转负，净融资规模仍较为低迷，债券发行人面临结构性的信用收缩；**从等级分布来看**，2021 年非金融企业信用债发行主体进一步向 AA<sup>+</sup>级及以上级别集中，AA<sup>+</sup>级及以上发行人发行规模占比为 86.54%，较 2020 年（85.64%）上升 0.9 个百分点；**从行业来看**，建筑与工程、电力和公路与铁路运输行业的净融资额保持增长态势，受疫情和政策调控压力较大的行业净融资规模下降明显，加之信用事件后市场风险规避情绪上升，尾部企业融资难度进一步加剧；**从区域来看**，非金融企业信用债融资进一步向经济实力较强区域集中，江苏、浙江、山东、广东和四川净融资规模合计占比 95.09%，而青海、黑龙江、内蒙古和辽宁等财政实力较弱地区净融资连续两年为负，区域融资分化持续加剧。

图 1.4 2020—2021 年非金融企业信用债净融资情况



数据来源：Wind，联合资信整理

## （二）高等级违约主体占比接近 50%，级别倒挂问题值得进一步关注

2020 年三季度以来，我国信用债券市场接连发生 AAA 级发行人违约事件，对市场造成较大冲击。2021 年，年初级别为 AAA 级和 AA<sup>+</sup>级的违约发行人各有 5

<sup>6</sup> 非金融企业信用债包括企业债券、非金融企业债务融资工具（短融、超短融、中期票据、定向工具）、公司债券，以下同。

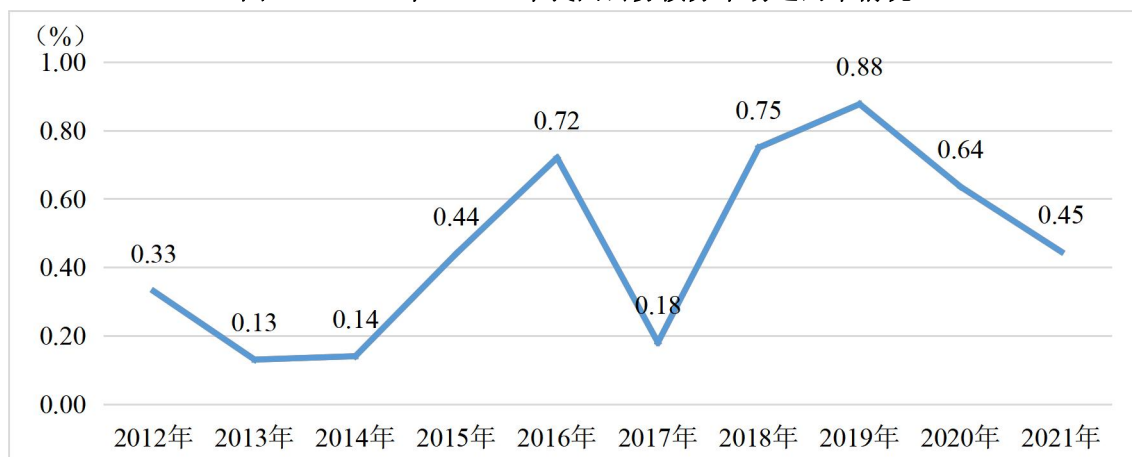
<sup>7</sup> 按 Wind 城投债口径统计，以下同。

<sup>8</sup> 按 Wind 产业债口径统计，以下同。



家，合计占比 43.48%，较 2020 年（33.33%）和 2019 年（25.00%）进一步增加，涉及违约发行人包括海航系企业、华夏幸福、四川蓝光、泛海控股等在内的 10 家企业。从违约率<sup>9</sup>来看，2021 年我国公募债券市场违约率（0.45%）较 2020 年（0.64%）和 2019 年（0.88%）均有所下降，其中 AAA 级、AA<sup>+</sup>级和 AA 级主体违约率分别为 0.45%、0.43%和 0.18%，级别倒挂问题值得关注。

图 1.5 2013 年—2021 年我国公募债券市场违约率情况



数据来源：联合资信 COS 系统

### （三）等级调降数量首次超过调升

2021 年信用等级调降发行人数量首次超过调升发行人数量，且高级别发行人等级调降明显增多。具体来看，调升发行人数量为 17 家，调降发行人 138 家，较上年（93 家）增加 48.39%，其中年初级别为 AA<sup>+</sup>级及以上的发行人有 49 家，较上年明显增多；行业方面，调降发行人主要分布在房地产管理和开发行业（24 家）、建筑与工程行业（12 家，含城投企业及工程施工企业）和商业银行（10 家）；地区方面，调降发行人主要分布在广东、北京、江苏和贵州等地，其中广东、江苏等地民营企业分布较多，区域内部分弱资质民营企业信用风险持续暴露；北京地区此前存在激进投资、盲目扩张或转型的大型集团公司信用风险加速释放，例如泛海控股、华融、紫光集团等；贵州信用等级发生调降的发行人主要为弱资质城投企业，且集中在区县级平台。

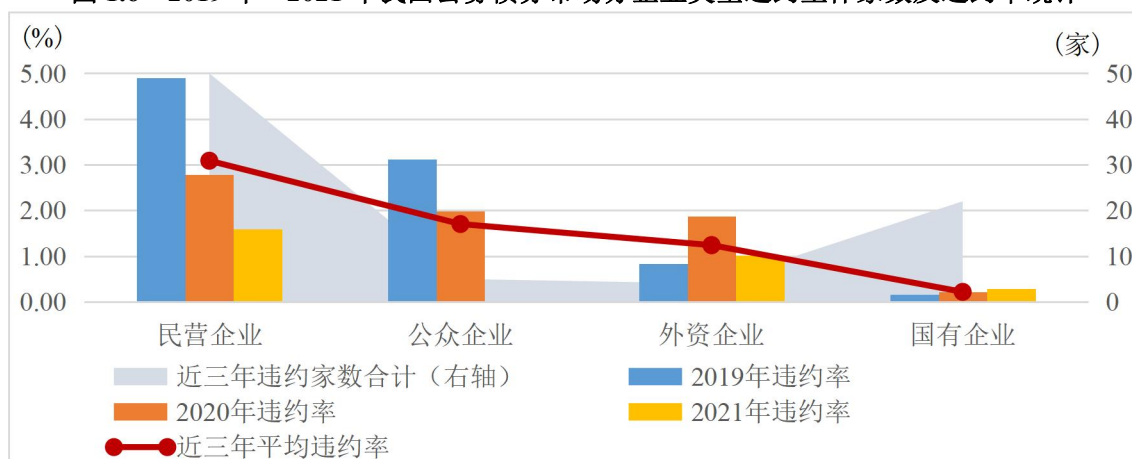
<sup>9</sup> 违约率计算采用静态池法，即样本家数为年初建立的群组中的发行人数量，不考虑年内债券到期、终止评级等导致信用等级失效的情形；发行人主体违约率=当年发生违约的发行人家数/发行人样本家数；当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。

#### （四）国企违约发行人数量达到新高，弱资质国企信用风险加速暴露

2021 年，国有企业<sup>10</sup>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。国有企业方面，2021 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新高点，新增违约发行人中国有企业共 13 家，在新增违约主体总数的占比为 56.52%，较 2020 年（9 家，29.03%）大幅上升；其涉及到期违约金额约为 533.34 亿元，较 2020 年（665.48 亿元）有所下降。违约发行人包括海航系发行人（11 家）、北京紫光通信科技集团有限公司和国广环球传媒控股有限公司，违约原因主要是前期激进投资与高杠杆并购导致偿债压力较大，受疫情影响，公司盈利能力下滑最终引发流动性紧张。

民营企业随着此前违约风险出清，新增违约发行人占比逐步下降，部分存在治理与内部控制问题的民企在行业竞争加剧及疫情影响下，流动性紧张，信用风险有序释放。2021 年新增违约发行人中民营企业有 9 家，占比为 39.13%，较 2020 年（18 家，58.06%）和 2019 年（38 家，77.55%）进一步下降；其涉及到期违约金额约为 456.39 亿元，较 2020 年（302.66 亿元）有所上升，其中房企违约金额合计占比超过 80%，主要是受行业调控趋严和融资环境收缩影响。从违约率来看，民营企业仍是信用风险聚集地。

图 1.6 2019 年—2021 年我国公募债券市场分企业类型违约主体家数及违约率统计



注：接近三年平均违约率由高到低进行排序

数据来源：联合资信 COS 系统

#### （五）违约企业行业集中度较高，房企债券违约规模显著增加

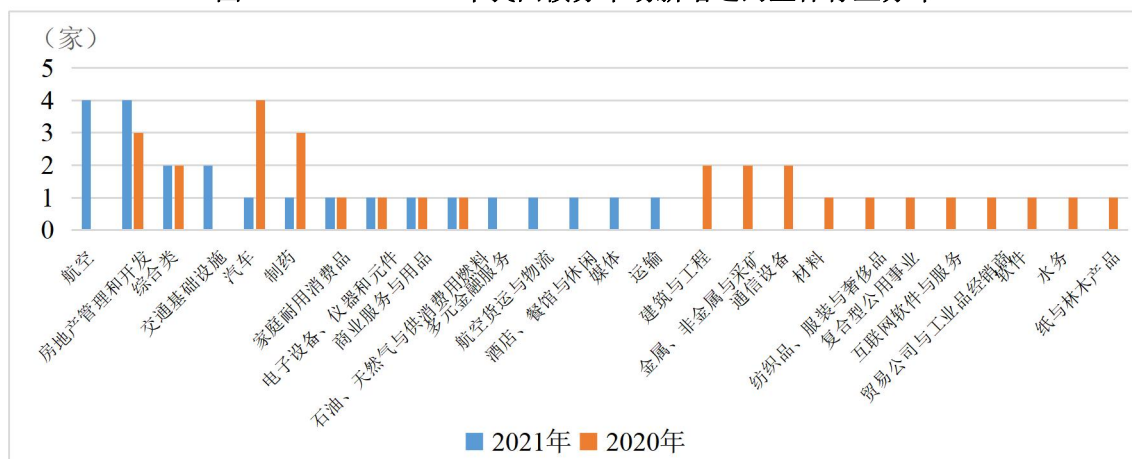
##### 1. 违约企业行业集中于房地产和航空行业，房地产行业违约率显著升高

<sup>10</sup> 违约发行人企业性质按 Wind 划分，以下同。

2021 年，我国新增违约主体涉及 15 个行业，较去年（19 个）有所减少。从违约家数来看，**房地产管理和开发、航空行业是违约的高发行业**（均为 4 家），其次为交通基础设施和综合类行业（均为 2 家），其余行业违约企业均为 1 家，违约企业行业集中度有所提高。违约主体家数较多的行业中，航空和交通基础设施行业违约主要是受海航系破产重整的影响；房地产管理与开发行业违约企业较去年有所增加，且违约主体呈现大中型体量、存量债规模较大的特点。

从公募债券市场违约率来看，2021 年，**航空、汽车、家庭耐用消费品与航空货运与物流**行业发行人违约率较高，均在 4.00% 以上。从近三年公募债券市场不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在电子设备、仪器和元件、化工、制药、食品、机械与金属、非金属与采矿等行业。

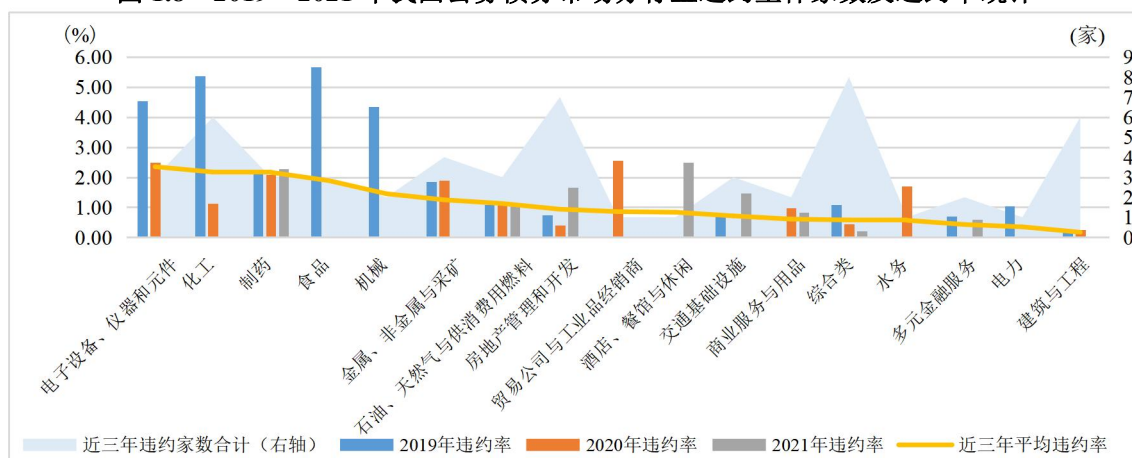
图 1.7 2020—2021 年我国债券市场新增违约主体行业分布



注：按 Wind 三级行业划分

数据来源：联合资信 COS 系统

图 1.8 2019—2021 年我国公募债券市场分行业违约主体家数及违约率统计



注：1. 仅列出 2021 年样本数多于 30 家的行业；2. 按近三年平均违约率由高到低进行排序

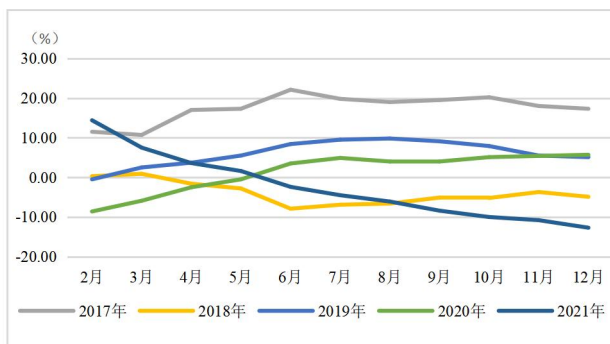
数据来源：联合资信 COS 系统



## 2.持续萎缩的流动性压力下，高杠杆房企信用风险持续暴露

2021年，房企境内债券违约频发，从外部因素来看，主要受到行业调控政策持续加强的影响，房企融资端收紧，销售端承压，房企持续出现流动性危机。具体来看，融资端方面，自2020年三季度以来，房企融资“三条红线”、银行房贷“两条红线”等各类调控政策不断出台，房地产行业融资持续收紧。2021年中央继续坚持“房住不炒”总基调不变，同时针对个别城市出现余热不降的现象，采取“因城施策”的原则，房地产行业管控呈现常态化和精准化。此外，上半年政策进一步加强了对信贷资金的管控，同时监管范围扩展至非银金融机构，限制非标资金投向房地产行业。在此背景下，房地产行业融资端持续收紧。销售端方面，2021年下半年监管严控新房按揭贷款，按揭贷款发放周期延长，置换需求被限制，同时，受部分房企违约事件以及部分城市房价下跌的影响，购房者降低了对未来楼市的预期，观望情绪提升，全年商品房销售呈持续回落态势，房地产行业销售端遇冷，行业销售回款周期拉长，流动性紧张。综合来看，2021年，房地产行业政策调控持续高压，再融资环境收紧，同时叠加销售端遇冷，加剧了房企流动性危机。

图 1.9 我国房地产开发资金：国内贷款累计同比走势



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.10 我国商品房销售面积情况图



数据来源：Wind，联合资信整理

从内部深层因素来看，房企信用风险爆发主要由于行业下行周期背景下，部分企业盲目激进扩张，杠杆水平高企，在政策监管趋严、融资环境大幅收紧的情况下，企业难以通过再融资对到期债务进行置换，公司偿债能力恶化，最终引发资金链断裂。2021年上半年，华夏幸福基业股份有限公司及其控股股东华夏幸福基业控股股份有限公司、重庆协信远创实业有限公司因错误判断市场形势，激进扩张，导致公司债务不断攀升，在地产调控及疫情冲击下，盈利能力及偿债能力恶化，最终引发违约。2021年下半年，四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”）未能按期足额偿付“19 蓝光 MTN001”本息，构成实质性违约。在 2016

年房地产调控政策开始逐渐收紧的背景下，蓝光发展选择逆势急速扩张，以成渝地区为大本营，不断向华中、华东、华北和华南等多区域城市布局，新增土储数量爆发增加，占用公司大量资金的同时积累了大量长期债务资金，2019—2021年公司面临较大的集中偿付压力。而公司异地拿地成本较高，同时房价受到管控导致盈利空间较窄，叠加异地区位优势不再，城市能级下沉，去化放缓，公司内部造血能力不足。2020年“三条红线”规则出台后，公司外部融资渠道受阻，最终导致到期债务无法偿还，引发违约。

### 3.境外美元债风险事件迭发引起境内外联动风险加剧

2020年9月份以来，在境内房企信用风险不断释放的同时，中资美元债房企负面舆情频现，迎来违约高峰，且呈现向头部房企蔓延的趋势，境内外联动风险加剧。2021年，共有16家中资美元债发生违约，违约期数达24期，涉及违约规模103.02亿元，其中房地产企业有11家，涉及中资美元债16期，违约金额达62.93亿美元，行业集中度较高。今年处于违约风波的中资美元债地产行业发行主体中华夏幸福、泛海控股在境内和境外均出现违约，新力地产集团有限公司、花样年集团（中国）有限公司以及阳光城集团股份有限公司的境内债券已出现展期。

表 1.1 2021 年我国房地产企业中资美元债违约情况

发行人名称	首次违约日期	违约期数	违约规模（亿美元）
华夏幸福开曼投资有限公司	2021/2/28	3	18.00
泛海控股国际发展 III 有限公司	2021/5/23	2	5.60
阳光 100 中国有限公司	2021/8/11	2	2.15
花样年集团（中国）有限公司	2021/10/4	1	2.08
Cheergain Group Ltd	2021/10/15	1	2.26
新力控股集团有限公司	2021/10/18	1	2.44
当代置业（中国）有限公司	2021/10/25	1	2.50
景程有限公司	2021/12/6	1	5.90
佳兆业集团	2021/12/7	3	19.00
阳光开曼投资有限公司	2021/12/10	1	3.00
总计	--	16	62.93

数据来源：Bloomberg

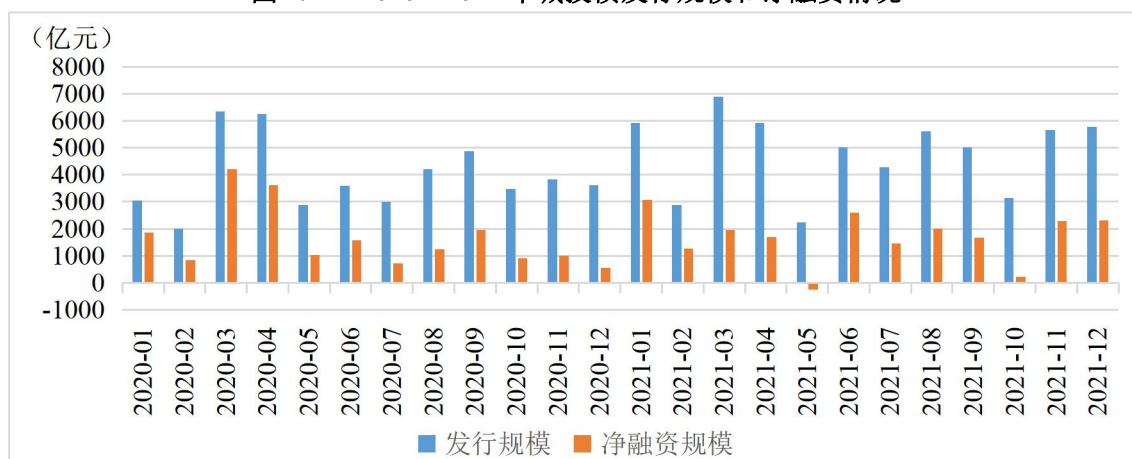
### （六）城投非标信用风险事件持续发生，信仰投资再度分化

2021年地方政府债务监管政策密集出台，防范化解地方政府债务风险工作统筹推进，城投行业融资渠道有所收紧。信贷方面，7月份银保监会15号文要求银行保险机构严格执行地方政府融资相关政策，防止新增地方政府隐性债务。非标方面，资管新规、压降融资性信托等政策导致城投企业非标存量规模持续收缩，

再融资压力较大，非标信用风险事件持续发生。**债券方面**，年初沪深交易所收紧城投企业公司债融资，4月银行间市场交易商协会要求加强存续期债券信用风险分类管理，投资者对于弱资质城投担忧加剧，城投债融资区域分化显著，信仰投资再度分化。

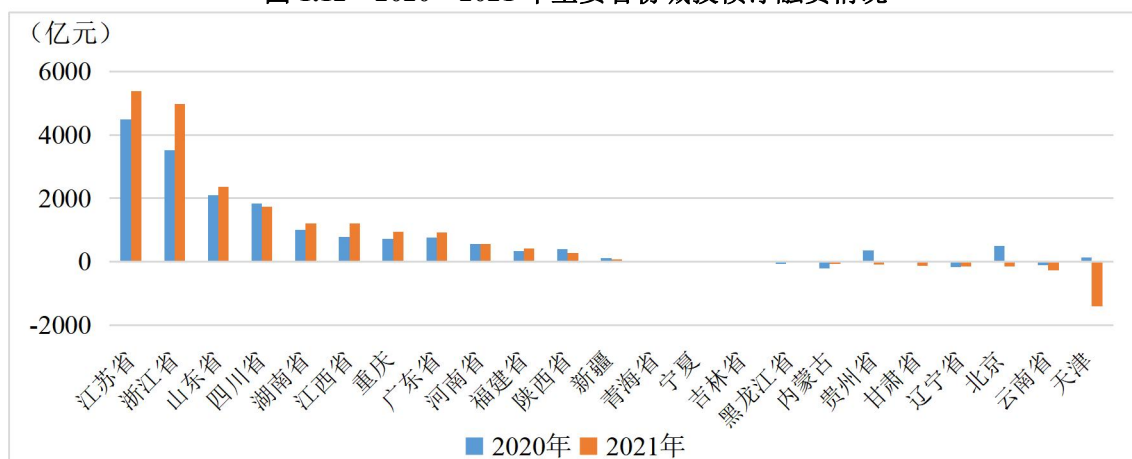
在此背景下，2021年城投债在借新还旧需求下发行规模创新高，达到5.83万亿元，同比增长23.86%，但净融资额约为2.03万亿元，增幅仅为4.05%。其中，5月城投债发行出现2020年来首次负净增，9月、10月净融资规模连续同比下降。**区域方面来看**，经济相对发达、财政实力较强的区域城投债发行规模和净融资规模持续增长，2021年江苏和浙江两地区净融资规模之和占比超过50%，而黑龙江、内蒙古、甘肃、辽宁和云南等区域城投债发行规模无法覆盖到期偿还规模，净融资规模连续两年为负，2021年天津净偿还规模超1000亿元，区域分化仍然严峻。**信用等级方面**，高等级城投债发行规模同比有所上升，AA+级及以上发行人城投债发行规模占比由73.77%攀升至75.26%。

图 1.11 2020—2021 年城投债发行规模和净融资情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.12 2020—2021 年主要省份城投债净融资情况



数据来源：Wind，联合资信整理

城投企业虽然没有在债券市场出现实质违约，但非标违约等信用风险事件多发。根据公开资料整理，城投非标违约多分布于贵州、云南、陕西等西南和中部区域，且多集中在区县级平台。2021年以来，城投融资环境趋紧，弱区域尾部城投平台再融资难度加大，信用风险持续上升。此外，土地使用权出让收入划转、楼市降温影响土地财政，一定程度上导致地方政府对城投企业支持能力下滑，综合财力较弱、对土地出让金依赖较高地区受到较大冲击，引发市场对城投企业偿债能力弱化的担忧情绪。

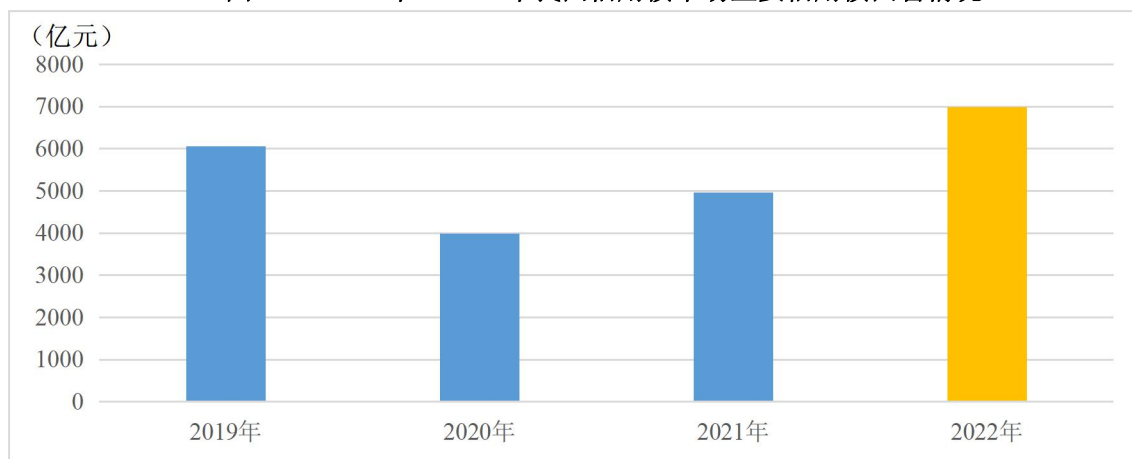
## 二、2022 年我国债券市场信用风险展望

### （一）2022 年全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看，2022 年我国债券市场主要信用债<sup>11</sup>到期规模<sup>12</sup>约为 8.44 万亿元，考虑到将于 2022 年发行且 2022 年年内到期的债券，按 2021 年情况估算，2022 年主要信用债到期规模可能达到 11.75 万亿元，较 2021 年（12.61 万亿元）下降 6.80%。

此外，2022 年将有约 2.33 万亿元信用债进入回售期，按 30%的实际回售率估算，2022 年回售债券中约有 0.70 万亿元被行权，较 2021 年实际回售规模（0.50 万亿元）增长 40.00%。合计来看，2022 年主要信用债偿债规模将在 12.45 万亿元左右。

图 2.1 2019 年—2022 年我国信用债市场主要信用债回售情况



注：2019—2021 年为实际回售规模，2022 年为预估回售规模

数据来源：Wind，联合资信整理

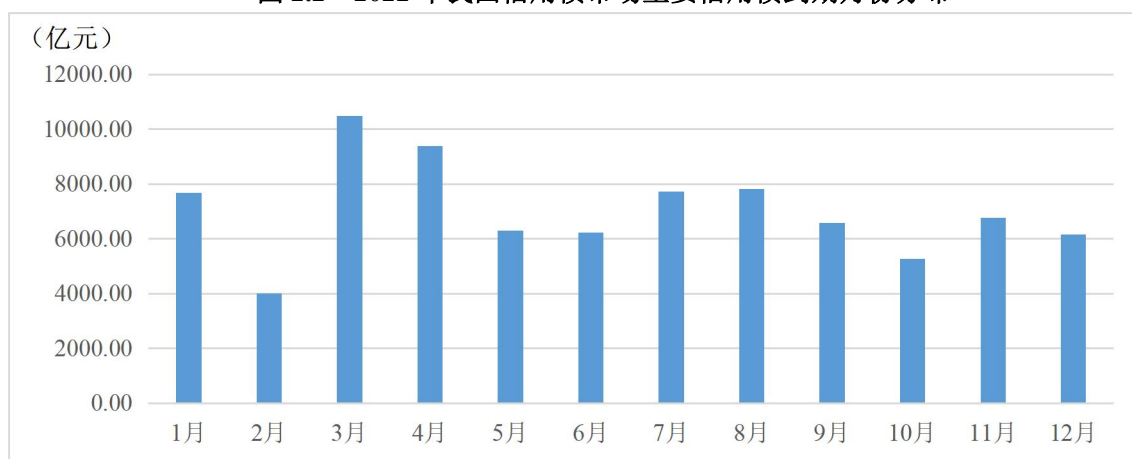
<sup>11</sup> 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、标准化票据、可转债和可交换债。

<sup>12</sup> 包含到期还款、提前还款。

由于 2022 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 年我国债券市场主要信用债到期规模 8.44 万亿元为分析样本。

从偿债节奏看，其中 3 月和 4 月单月的到期规模均在 1 万亿元左右，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变。

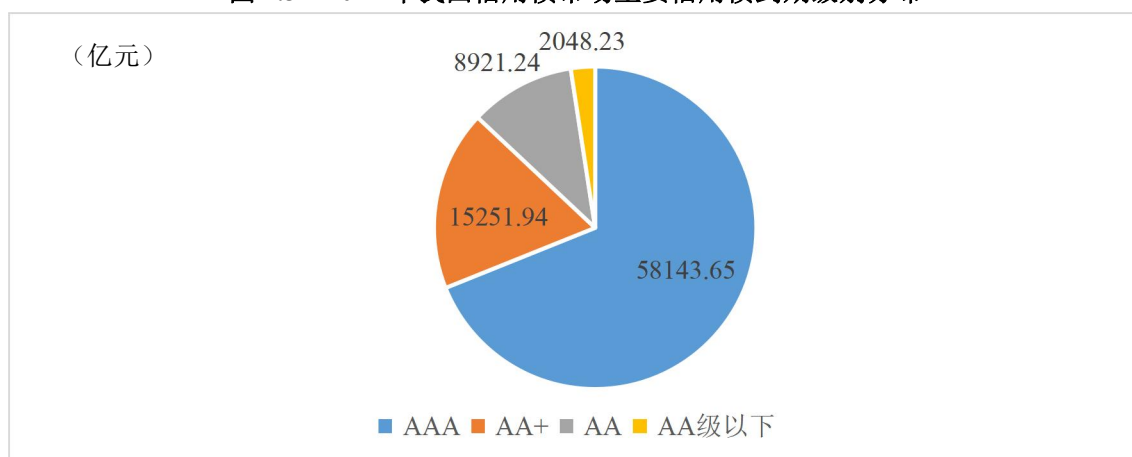
图 2.2 2022 年我国信用债市场主要信用债到期月份分布



数据来源：Wind，联合资信整理

从级别分布看，AAA 级主体所发债券到期规模约为 5.81 万亿元，占比(68.92%)较上年<sup>13</sup> (68.45%)略有下降，AA<sup>+</sup>主体所发债券到期规模约为 1.53 万亿元，占比 (18.08%)较上年 (17.81%)略有上升，AA 级及以下主体所发债券到期规模约为 1.10 万亿元，占比 (13.00%)较上年 (13.74%)略有下降，各级别主体偿债压力相对稳定。

图 2.3 2022 年我国信用债市场主要信用债到期级别分布



数据来源：Wind，联合资信整理

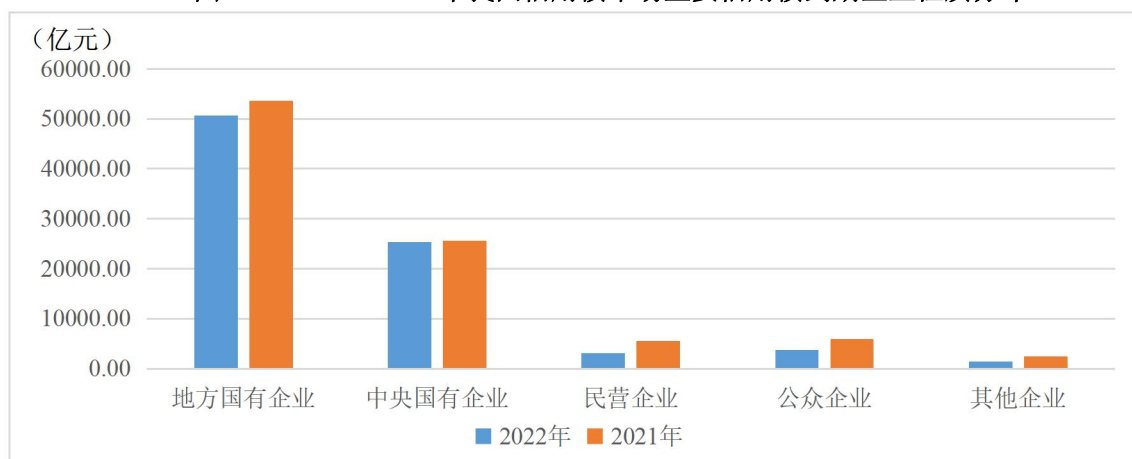
<sup>13</sup> 为保持可比，剔除 2020 年发行且于 2020 年年内到期的信用债，以下同。



从企业性质看，2022 年地方国有企业债务到期规模约为 5.07 万亿元，较上年（5.36 万亿元）下降 5.34%；中央国有企业债务到期规模约为 2.53 万亿元，较上年（2.56 万亿元）下降 1.23%；民营企业债务到期规模约为 0.31 万亿元，较上年（0.55 万亿元）下降 43.49%；公众企业债务到期规模约为 0.38 万亿元，较上年（0.59 万亿元）下降 35.82%；其他类型企业债务到期规模约为 0.14 万亿元，较上年（0.24 万亿元）下降 41.49%。

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 10.05%，在 3 月和 5 月集中兑付压力较大。

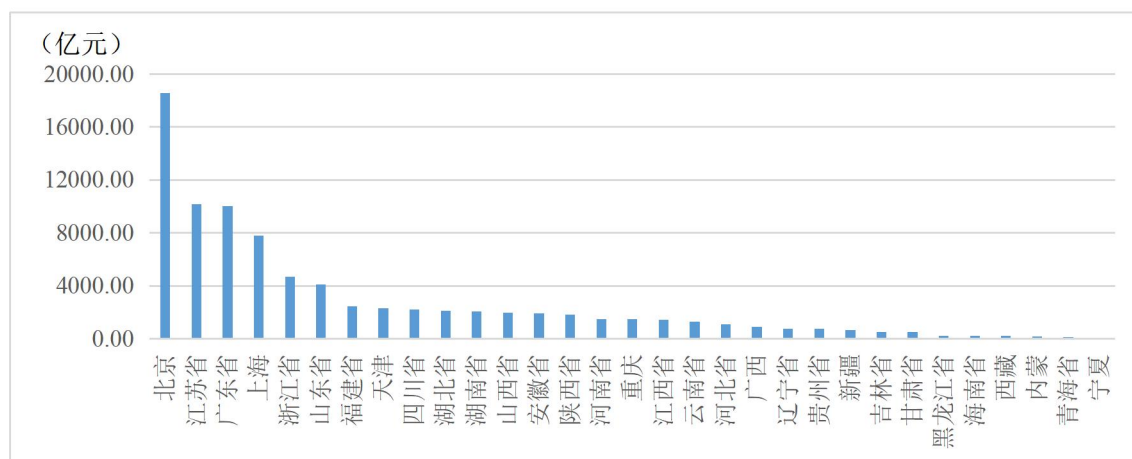
**图 2.4 2021—2022 年我国信用债市场主要信用债到期企业性质分布**



数据来源：Wind，联合资信整理

从地区分布看，2022 年北京（1.86 万亿元）、江苏（1.02 万亿元）、广东（1.00 万亿元）、上海（0.78 万亿元）和浙江（0.47 万亿元）的债券到期规模相对较大，陕西、甘肃和西藏的信用债到期规模的增幅均在 30% 以上，上述地区明年偿债压力相对较大。

**图 2.5 2022 年我国信用债市场主要信用债到期地区分布**

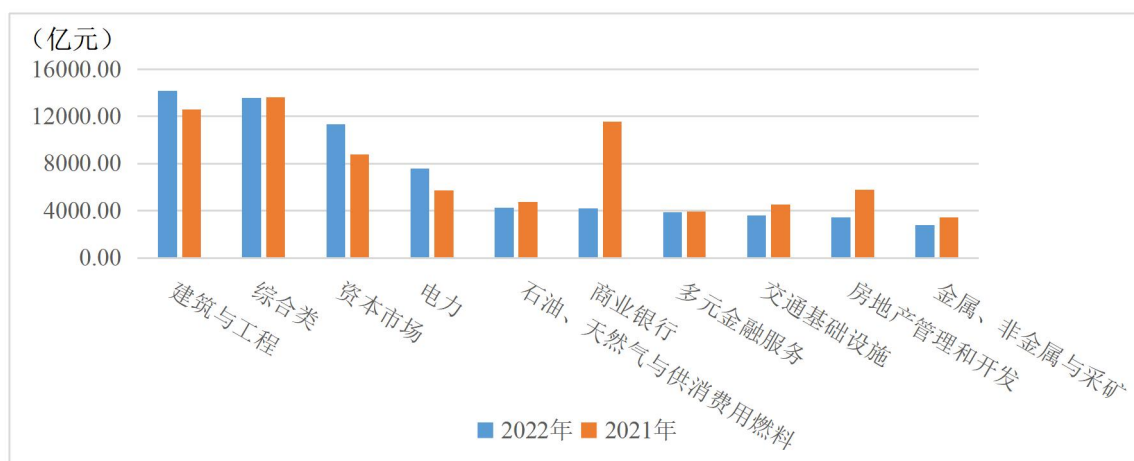


数据来源：Wind，联合资信整理

从行业分布看，2022 年建筑与工程（1.42 万亿元）、综合类（1.36 万亿元）资本市场（1.14 万亿元）、电力（0.76 万亿元）、石油、天然气与供消费用燃料（0.42 万亿元）、商业银行（0.42 万亿元）、多元金融（0.39 万亿元）、交通基础设施（0.36 万亿元）、房地产管理和开发（0.34 万亿元）和金属、非金属与采矿（0.28 万亿元）行业的债券到期规模较大，其中，**建筑与工程（12.55%）、资本市场（29.73%）和电力（32.89%）**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，机械（30.64%）、汽车（47.60%）、多元化零售（38.37%）、纺织品、服装与奢侈品（69.48%）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。

建筑与工程类行业中，债务到期规模排名前十位企业合计占比达到 10.25%，在 3 月和 5 月集中兑付压力较大；综合类行业中，债务到期规模排名前十位企业合计占比达到 20.24%，在 10 月、11 月和 12 月集中兑付压力较大。

图 2.6 2021—2022 年我国信用债市场主要信用债到期行业分布



数据来源：Wind，联合资信整理

从城投企业债务到期规模来看，2022 年城投企业债券到期规模约为 2.66 万亿元，与上年（2.67 万亿元）基本持平。其中 3、4 月份到期规模均在 3000 亿元以上，单月偿债压力较大。

从地区分布看，江苏、浙江、湖南、四川和山东省城投企业债务到期规模较大，其中，江苏省到期规模超 7000 亿元，其他四省市债务到期规模均在 1300 亿元以上。此外，河南和甘肃省城投企业债务到期规模增幅均在 30%以上，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、重庆、浙江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 2100 亿元左右，偿债压力相对较大。

此外，2022 年进入回售期的城投企业债券规模约为 1.27 万亿元，按 30% 的实际回售率估算，将有 0.38 万亿元债券行权，较 2021 年实际回售规模（0.18 万亿元）大幅增长。

## （二）2022 年信用风险展望

**1. 高杠杆、弱资质主体信用风险将持续暴露，债券市场信用风险整体可控，实际违约率或较上年有所下降**

限制高杠杆企业过度发债融资和疫情持续冲击下，债券市场信用风险仍将持续暴露。一是为防范化解系统性金融风险，2021 年初以来，城投和房地产行业融资监管持续趋严，高杠杆企业流动性压力进一步上升，在防范化解地方政府债务风险和“房住不炒”的政策基调下，短期内针对城投和房地产行业的调控难言放松，行业信用风险分化将继续加剧，高杠杆弱资质发债主体的信用风险将持续释放。二是当前 CPI 和 PPI 剪刀差处于历史高位，中下游企业生产成本上升较快，利润被持续压缩，生产经营困难，且中下游企业聚集了众多民营企业，融资能力相对较弱，弱资质发债主体信用风险将加速暴露。三是后疫情时期，点状新冠肺炎疫情持续暴发，餐饮、零售、航空等消费行业受到间歇性疫情冲击，行业内弱资质主体信用风险将持续暴露。四是碳达峰碳中和目标下，高碳行业生产经营压力增大，融资环境将持续收紧，低效企业流动性风险进一步加大。五是 2021 年底，资管新规过渡期正式结束，银行理财净值化转型将导致银行理财产品对长久期、低评级信用债的需求减弱，进而加大低资质发债主体的再融资难度，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，实际违约率或较上年有所下降。一是 2021 年 12 月 6 日，央行宣布实施年内第二次全面降准，决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 1.2 万亿元，引导降低实体经济融资成本，支持实体经济发展；2021 年 12 月 7 日，央行宣布实施定向降息，将支农、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，引导低成本资金进一步流入实体经济的薄弱环节，对缓解债券市场流动性风险具有积极的作用。二是 2021 年 12 月 6 日中央政治局会议强调明年经济工作要稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；2021 年 12 月 10 日中央经济工作会议指出明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，宏观政策稳增长意图强烈。三是政治局会议和中央经济工作会议相继指出支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展，政策表述边际回暖，市场对房地产行业的担忧情绪有所缓和。

四是近年来，多地相继成立信用保障基金，用于化解债务风险和为企业增信，对于各区域信用环境的改善起到一定的积极作用。从宏观政策层面来看，我国债券市场信用风险仍然可控。五是近期债券市场展期等花式违约事件明显增多，实际违约率或较上年有所下降。

### 2.民营企业融资能力继续下滑，优质地产民企信用风险逐步暴露

一是近年来，我国民营企业融资能力持续下降。2021年，我国民营企业信用债净融资额为-0.16万亿元，较去年由正转负，净融资缺口加大；此外，民营企业债券在二级市场上的信用利差持续在高位震荡。在民企信用风险事件频发、投资者风险偏好下降背景下，部分金融机构对民营企业融资采取“一刀切”政策，民营企业的融资环境将继续恶化。二是目前市场对民营房企信用风险担忧情绪较重，优质民营房企融资能力有所下滑。同时，房地产行业销售进入下行周期，房地产企业销售回款受阻，现金流将持续受到冲击，优质民营房企的信用风险将逐步暴露。三是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限，且资金主要流向中高等级民营企业，中低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、短期偿债压力较大、杠杆水平较高、公司治理存在明显缺陷民营企业的信用风险。

### 3.城投企业经营环境整体保持稳定，关注尾部城投企业信用风险

城投企业经营环境整体保持稳定。一是当前经济下行压力较大，中央经济工作会议指出适度超前开展基础设施投资，城投企业作为基础设施建设的重要载体，经营环境有望保持稳定。二是降准后，市场资金面趋紧态势有所缓和，有助于推动城投企业融资成本下行。三是永煤违约后，地方政府更加注重维护债券市场形象，并通过设立债务风险化解基金、信用保障基金等方式为区域内弱城投企业提供流动性支持，有助于提振投资者对区域内城投企业的信心。四是2021年以来，发行再融资债券化解隐性债务<sup>14</sup>的省份不断增多，同时纳入全国建制县隐性债务置换试点的范围有所扩大，再融资债化解隐性债务的范围和规模不断扩大，有助于降低各地区城投尾部风险。

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年城投债到期规模与上年基本持平，进入回售期债券规模较上年大幅增加，偿债压力有所加大。二是在坚决遏制新增地方政府隐性债务、妥善化解隐性债务存量的政策基调下，城投企业严监管态势短期难以改变，国发5号文、沪深交易所公司债审核指引、银保监发15号及补充通知等监管政策将持续对城投企业融资环境产生影响。三是受房地产调控政策影响，尤其是供地“两集中”政策实施以来，房企的

<sup>14</sup> 2020年12月，部分省份发行地方政府再融资债券募集资金用途首次由“偿还地方政府到期债务”调整为“偿还地方政府存量债务”，拉开了再融资债券化解区域地方政府隐性债务的序幕。



拿地能力及意愿均有下滑，8月以来，地方政府土地出让金收入大幅下滑，尤其是三四线城市土地出让压力更大，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。**四是**城投企业非标风险频繁暴露，或将导致区域再融资环境恶化，加大区域内城投企业再融资难度，加速短期债务负担较重的弱资质主体信用风险暴露。**整体来看**，城投企业信用水平区域分化将持续加剧，2022年集中偿债压力大、再融资能力弱、对地方政府基金性收入依赖较重、非标违约高发、非标占比偏高区域的城投企业信用风险值得关注。

#### 4. 关注房地产产业链相关和受疫情冲击严重行业企业信用风险

**房地产行业方面**，一是受房地产行业调控政策影响，年初以来，房地产行业各融资渠道全面收紧，行业内发债主体再融资压力较大，流动性紧张。长远来看，“房住不炒”的政策基调没有发生改变，政策将持续高压，三道红线、房地产贷款集中度管理、供地“两集中”政策还将持续对房地产行业融资形成一定的约束作用，房地产行业难以回到过去高杠杆、高增长的发展模式。**二是**受销售端调控政策持续收紧影响，2021年4月以来，商品房住宅销售面积累计同比增速逐月下降，2021年7月份以来，商品房住宅销售额单月同比进入负增长，房地产销售进入下行周期，行业销售回款周期拉长，流动性较为紧张。**三是**房地产税改革试点政策的出台，对投机性需求购房存在明显影响，也将对商品房销售形成一定的抑制作用。**四是**2021年以来，房地产行业信用风险事件明显增多，且与以往不同，出现大中型房地产企业连续暴雷，市场对高杠杆民营房企的避险情绪较重，短时间内难以修复，相关房地产主体再融资压力较大，仍面临一定的流动性风险。**五是**2022年尤其是上半年，房地产行业美元债将迎来偿债高峰，房企海外债偿债压力较大。此外，2021年国际评级机构对房地产美元债负面评级行动明显增多，房地产美元债价格出现大幅波动，进一步加剧发行美元债房企的债务续接压力。**整体来看**，在“房住不炒”的政策基调下，2022年房地产行业的分化将进一步加剧，经营稳健、债务负担较轻的国有房企流动性较为充足，信用资质较为稳健；集中偿债压力大、杠杆较高、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加速暴露。

**建筑施工行业方面**，建筑业的下游需求主要为房建和基建，2021年年初以来房地产和基建投资增速持续回落。房建方面，近期房地产调控政策边际放松，但政策效果显现与资金回笼尚需时间，房地产企业资金仍然较为紧张，房地产投资增速或将持续低位运行；基建方面，随着专项债发行提速，基建投资有望回升，但受制于冬季天气因素、地方政府债务管理和项目审批趋严等因素制约，预计改善空间有限，整体来看，建筑施工行业下行压力仍然较大。此外，行业内发债主体融资成本持续分化，低信用等级发行人融资成本相对较高，行业分化将进一步



加剧。行业内短期偿债压力较大、流动性紧张，与高杠杆民营房企和地方弱资质城投深度绑定的建筑施工行业民营发债主体信用风险值得关注。

**消费类行业和交通运输行业方面**，点状新冠肺炎疫情持续暴发，航空、机场、旅游、公交、高速等出行板块和酒店、餐馆与休闲、零售等消费板块行业企业仍将持续受到冲击。此外，受房地产销售进入下行周期影响，建筑装饰和家电等地产下游行业消费需求也将持续受到抑制。上述行业内短期偿债压力较大、盈利能力较差的债务发行人信用风险值得关注。

**农林牧渔行业方面**，农林牧渔行业利润受食品价格变动影响较大，2021年以来生猪价格持续低迷，行业现金流比较紧张，短期内猪肉价格反弹空间有限，行业盈利能力或将持续承压。行业内短期偿债压力较大、当前已出现亏损主体的信用风险值得关注。

**贸易行业方面**，贸易行业自身毛利率偏低，企业盈利受经营环境影响严重。2021年，受益于美国大规模的财政刺激以及我国在全球防疫进程中的良好表现，我国出口高增，贸易顺差创下历史新高。2022年，随着美国财政刺激逐渐退潮以及新兴市场疫情逐步得到控制，我国出口增速，尤其是纺织服装等与新兴市场竞争激烈产品的出口增速或会逐步回落。此外，我国进口结构中主要以大宗原材料为主，受现阶段我国房企拿地意愿下降影响，房地产投资增速或持续下行，房地产对大宗原材料的需求也将随之下降，大宗商品进口增速或将明显放缓。贸易行业经营环境或有所恶化，需警惕行业尾部主体的信用风险。

#### 5.适当关注东北、西北、江浙等区域的信用风险

**一是区域融资能力分化加剧。**从债券净融资情况来看，2021年，东三省信用债净融资额均为负值，融资额均较上年大幅下滑。西北地区中，2021年甘肃、青海、宁夏和新疆信用债净融资额均为负值，净融资额较上年进一步下降。中部地区中，河北和山西省受永煤事件影响，上半年区域净融大幅下滑，2021年全年信用债净融资额均较上年大幅下滑进入负值区间；天津信用债净融资额由正转负，较上年大幅下滑。西南地区，贵州、云南信用债净融资额均较上年大幅下滑，进入负值区间。东南部地区，福建信用债净融资额较上年出现大幅下滑。此外，2021年海南省和内蒙古信用债净融资额均处于负值区间，上述地区发债融资能力较弱。**从区域社融来看**，近年来，甘肃、黑龙江、内蒙古、辽宁、海南、宁夏、青海和西藏地区新增社融规模始终较低，上述区域近3年平均新增社融规模均在3000亿元以下。此外，2021年贵州、甘肃、辽宁和宁夏新增社融同比降幅均在30%以上，上述区域融资能力相对较弱。**二是区域产业债利差分化加剧。**2021年年末，宁夏、云南、新疆、天津、广西、山西、甘肃和内蒙古地区产业债信用利差与其他区域相比相对较高，其中宁夏和云南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。江浙地区民营企业数量较多，以制造业、贸易和出口加工型为主，明年我国进出口增速可能有所放缓，区域内企业经营仍将持续承压，此外，2021 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。

## 附表

附表 1 2021 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
北京紫光通信科技集团有限公司	中央国有企业	电子设备、仪器和元件	北京
泛海控股股份有限公司	民营企业	多元金融服务	北京
国广环球传媒控股有限公司	中央国有企业	媒体	北京
海航航空集团有限公司	地方国有企业	航空货运与物流	海南省
海航机场集团有限公司	地方国有企业	交通基础设施	海南省
海航基础产业集团有限公司	地方国有企业	综合类	海南省
海航集团有限公司	地方国有企业	航空	海南省
海航酒店控股集团有限公司	地方国有企业	酒店、餐馆与休闲	上海
海航资本集团有限公司	地方国有企业	商业服务与用品	海南省
海南航空控股股份有限公司	地方国有企业	航空	海南省
华夏幸福基业股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	河北省
华夏幸福基业控股股份公司	民营企业	房地产管理和开发	河北省
九通基业投资有限公司	民营企业	综合类	河北省
隆鑫控股有限公司	民营企业	汽车	重庆
三亚凤凰国际机场有限责任公司	地方国有企业	交通基础设施	海南省
山东岚桥集团有限公司	民营企业	石油、天然气与供消费用燃料	山东省
四川蓝光发展股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	四川省
天津航空有限责任公司	地方国有企业	航空	天津
同济堂医药有限公司	民营企业	制药	湖北省
西部航空有限责任公司	地方国有企业	航空	重庆
宜华生活科技股份有限公司	民营企业	家庭耐用消费品	广东省
云南祥鹏航空有限责任公司	地方国有企业	运输	云南省
重庆协信远创实业有限公司	中外合资企业	房地产管理和开发	重庆

注：发行人行业按 Wind 三级行业划分；企业性质按 Wind 分类

数据来源：Wind，联合资信整理