

2019 年中国债券市场违约回顾与展望

——债券市场信用风险持续暴露，新冠肺炎疫情背景下债市信用风险可控

2020 年 3 月 6 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2019 年中国债券市场违约回顾与展望

——债券市场信用风险持续暴露，新冠肺炎疫情背景下债市信用风险可控

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡颖 吴旻 夏妍妍 刘艳

摘要

2019 年，我国债券市场信用风险继续暴露，新增 46 家违约发行人，共涉及到期违约债券 136 期，到期违约规模合计约 838.23 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2018 年继续增加，但到期违约规模较 2018 年有所下降。重复违约发行人 28 家，涉及到期违约债券 66 期，到期违约规模合计约 364.73 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规模较 2018 年均大幅上升。2019 年，我国公募债券市场违约率为 0.82%，较 2018 年继续提高。

不同于上一轮（2014 年至 2017 年）信用风险暴露主要受行业周期性影响，2018 年以来违约的发生主要与金融强监管叠加政府债务严监管有关，2019 年虽然市场资金面相对宽松，但监管政策的延续导致市场风险偏好下降，企业再融资受限、资金链断裂导致违约发生。具体来看，2019 年债券市场违约主要呈现以下特点：

1. 近两年，我国公募债券市场较高信用等级发行人（AA⁺及以上级别）主体违约率持续上升。
2. 民企仍是违约高发地，融资环境仍相对较差、融资成本攀升导致其内在偿债能力继续削弱。
3. 2019 年新增违约主体行业分布仍较为分散，电力行业企业首次发生违约，违约行业覆盖面进一步扩大。
4. 违约率较高的省份多为经济较为落后地区。广东、辽宁新增违约主体较多，河北、黑龙江、河南和辽宁地区发行人违约率较高，均在 2.00% 以上。
5. 上市公司违约率仍维持在较高水平，前期激进扩张加重企业债务负担，违规行为增加以及股东高比例质押股票背景下企业再融资渠道受限是上市公司违约的主要原因。
6. 2019 年我国债券市场还出现了债券展期、场外兑付、发行人要求回售撤回、永续债通过利率调升进行展期或利息递延等情况，信用风险暴露形式更加多样化。

展望 2020 年，我国债市违约事件仍将持续发生，但在政策呵护背景下风险仍在可控范围；民营企业信用风险继续处于较高水平，需警惕受疫情影响较大、信用资质较弱、短期集中兑付以及发生负面事件的民企信用风险；城投企业整体信用风险不大，但非标产品违约的概率或继续加大；关注消费类、交通运输、建筑、房地产等行业内低资质企业信用风险，以及某些经济欠发达地区、山东以及民营企业较多、受疫情影响较大地区发行人的信用风险。

一、2019 年我国债券市场违约情况回顾

（一）债券市场信用风险持续暴露

2014 至 2017 年我国债券市场信用风险暴露主要受行业周期性影响，煤炭、钢铁、有色等过剩产能行业景气度持续低迷，导致相关行业企业的信用风险集中暴露。2018 年以来，我国债券市场违约的发生主要与金融强监管叠加政府债务严监管导致市场资金面偏紧、债券大额集中兑付、流动性收紧等有关。2019 年，虽然市场资金面相对宽松，但全球经济增长放缓、下行压力加大，中美贸易摩擦持续，主要信用债总偿还量¹（约为 9.28 万亿元）仍处于较高水平，同时严监管政策延续，资管新规导致企业非标融资渠道受限，违约常态化发生背景下市场参与方风险偏好有所下降等诸多不利因素导致我国债券市场信用风险持续暴露。

2019 年，我国债券市场新增 46 家违约发行人²，共涉及到期违约债券 136 期，到期违约金额合计约 838.23 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2018 年（43 家，110 期）继续增加，但到期违约金额较 2018 年（908.29 亿元）有所下降。2019 年，我国债券市场重复违约³发行人 28 家，涉及到期违约债券 66 期，到期违约规模合计约 364.73 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 2018 年（9 家，20 期，126.15 亿元）大幅上升。从违约率来看，2019 年我国公募债券市场违约率（0.82%）较 2018 年（0.75%）进一步提高，债券市场信用风险持续暴露。

截至 2019 年，我国债券市场累计有 188 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 419 期，到期违约金额合计约 2919.44 亿元。

¹ 主要信用债包含非政策性金融债、短期融资券（含超短期融资券）、中期票据、企业债、公司债（含私募债）、定向工具、资产支持证券。总偿还量含到期还款、赎回和回售的规模。

² 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。

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。

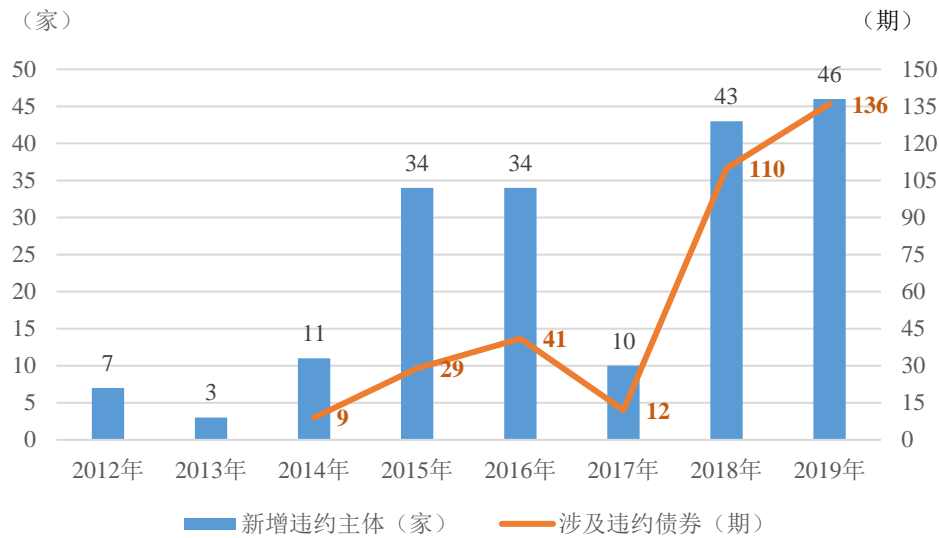


图1 2012 年—2019 年我国债券市场新增违约主体及涉及到期违约债券情况

表 1 2017 年—2019 年我国公募债券市场债券发行人主体违约率统计

发行人主体级别	2017 年			2018 年			2019 年		
	样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)	样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)	样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)
AAA	592	0	0.00	705	1	0.14	815	2	0.25
AA ⁺	808	0	0.00	882	1	0.11	971	9	0.93
AA	2020	3	0.15	1970	20	1.02	1790	4	0.22
AA ⁻	401	0	0.00	385	3	0.78	295	5	1.69
A ⁺	57	0	0.00	75	1	1.33	70	4	5.71
A	21	0	0.00	17	2	11.76	22	3	13.64
A ⁻	9	0	0.00	8	0	0.00	8	0	0.00
BBB ⁺	10	1	10.00	5	0	0.00	4	1	25.00
BBB	13	0	0.00	5	0	0.00	6	2	33.33
BBB ⁻	6	1	16.67	2	1	50.00	1	1	100.00
BB ⁺	6	0	0.00	5	0	0.00	2	0	0.00
BB	7	2	28.57	3	0	0.00	2	2	100.00
BB ⁻	3	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
B ⁺	0	0	0.00	0	0	0.00	1	0	0.00
B	1	0	0.00	2	1	50.00	0	0	0.00
B ⁻	2	0	0.00	2	1	50.00	0	0	0.00
CCC	1	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
CC	1	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
C	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
合计	3861	7	0.18	3990	30	0.75	3907	32	0.82

注：1. 发行人样本为当年年初存续的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体，并剔除此前已发生

违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形；2. 发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；3. 对发行人而言，若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；4. 部分债券发行人期初不具有有效信用等级，例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等，均计入无评级样本中；5. 合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数；6. 发行人主体违约率 = 当年新增违约的发行人家数 / 发行人样本家数；7. 2018 年公募债券发行人中新增 31 家违约主体，其中永泰集团有限公司期初无公募债券存续，未计入违约样本，山东金茂纺织化工集团有限公司期初具有不同级别双评级；2019 年公募债券发行人中新增 32 家违约主体，其中三胞集团有限公司期初具有不同级别双评级

资料来源：联合资信 COS 系统

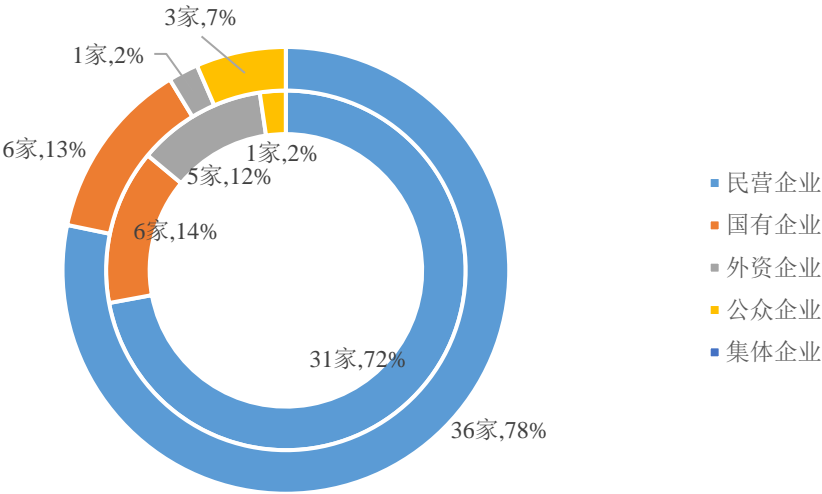
（二）较高信用等级主体违约率持续上升

2018 年以前，我国公募债券市场高信用等级发行人（AA⁺及以上级别）未出现违约事件。近两年，公募债券市场各信用等级（尤其是较高信用等级）发行人主体违约率持续上升。2019 年，AAA 级发行人主体违约率为 0.25%，较上年（0.14%）有所上升，AA⁺级发行人主体违约率为 0.93%，较上年（0.11%）显著上升。与国际三大评级机构相比，近两年我国公募债券市场高信用等级发行人主体违约率也明显偏高，主要由于我国公募债券市场高信用等级发行人占比较高，在经济下行、金融强监管背景下高信用等级发行人信用状况有所分化。

（三）民营企业仍是违约高发地

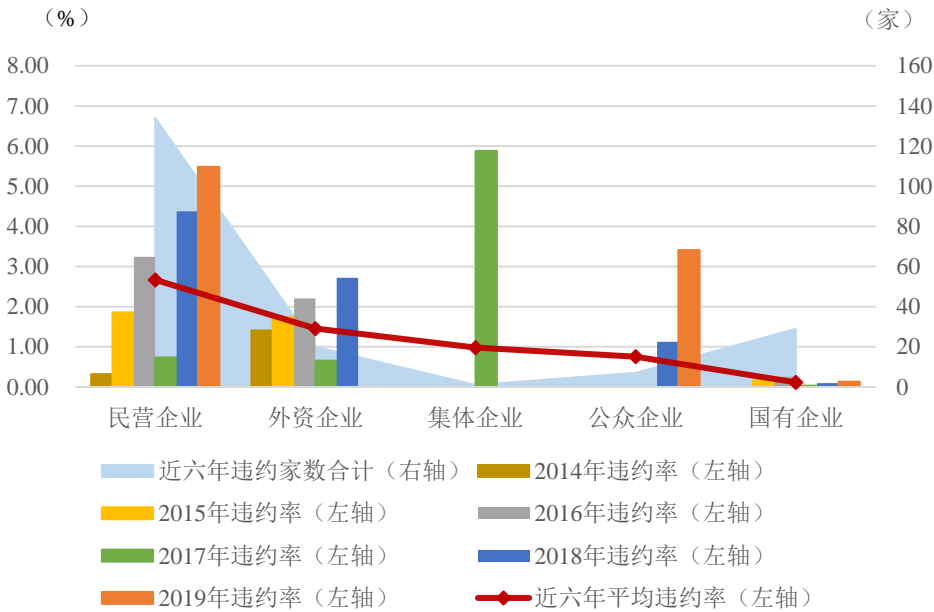
2019 年，新增违约发行人仍主要为民营企业（36 家），占比为 78.36%，较上年（31 家，72.09%）继续上升，国有企业（6 家）、公众企业（3 家）和外商独资企业（1 家）仍然较少；此外，2019 年民营企业重复违约发行人为 19 家，涉及到期违约规模合计约 267.41 亿元。从违约金额来看，2019 年新增违约民企涉及到期违约金额约 662.54 亿元，占新增违约主体总到期违约金额近 80%，但较上年（777.67 亿元，85.62%）均略有下降，其他类型企业违约规模均较少。从违约率来看，2019 年我国公募债券市场民企违约率最高，为 5.48%，较上年（4.37%）继续上升。

从近六年公募债券市场平均违约率来看，民营企业均明显高于其它企业类型，是我国债券市场的违约“高发地”。



注：外圈为 2019 年违约主体分布，内圈为 2018 年违约主体分布

图2 2018—2019 我国债券市场新增违约主体企业性质分布



注：接近六年平均违约率由高到低进行排序

图3 2014—2019 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

从等级调整来看，2019 年我国公募债券市场民营企业发行人信用等级被调降数量⁴最多，为 37 家，较上年（41 家）略有减少，调降率为 7.69%，较上年

⁴ 本文信用等级调整不含展望，且调整家数、调整率均按发行人主体进行统计，即当同一发行人发生多次信用等级调整或存在双评级等情况时按一家发行人样本进行统计，不重复统计。

(7.50%) 略有上升；国有企业发行人信用等级被调降的有 27 家，与上年（28 家）相当，调降率为 0.89%，与上年相同；公众企业发行人信用等级被调降 4 家，调降率同比提高 2.30 个百分点；外资企业发行人信用等级被调降 3 家，调降率同比下降 1.74 个百分点；集体企业发行人无信用等级被调降。2019 年，我国公募债券市场民营企业仍为调降率最高的企业类型。

与 2018 年类似，2019 年民企违约仍主要受宏观经济下行、融资环境恶化以及自身经营治理不完善的影响，具体分析如下：

1. 民企偿债能力继续削弱

近年来，在我国宏观经济增速放缓和经济去杠杆的背景下，民营企业盈利能力持续承压。2019 年，规模以上工业企业中民营企业营业利润率下降至 5.25%，低于国有企业（5.67%），且民营企业亏损数量同比增速（14.50%）显著高于国有企业（-1.60%）。

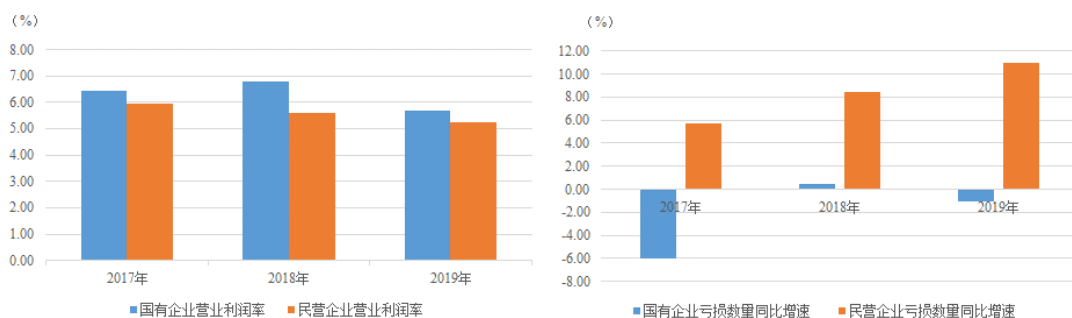


图4 我国工业企业中民营企业与国有企业经营情况对比

经济下行背景下市场需求继续疲软以及信用分化下财务费用抬升是导致民营企业内在偿债能力进一步削弱的主要原因。2019 年前三季度，产业债民营企业财务费用中位数⁵约为 1.81 亿元，较上年同期增长 28.53%，增幅显著高于国有企业⁶（12.53%）。其中，民营房地产行业发行人财务费用中位数同比大幅增长 93.39%，民营其他行业发行人财务费用中位数同比增长 14.89%。

从现金回笼情况看，2019 年前三季度，产业债民企发行人中房地产行业发行人销售商品、提供劳务收到的现金和现金比率中位数较上年同期有所增加，而其他行业民企发行人上述指标整体较上年同期略有下降。整体来看，2019 年

⁵ 本文选取了发布 2018 年和 2019 年三季度财务报告的 2395 家主要信用债（不含非政策性金融债、资产支持证券）发行人作为样本进行统计，数据来源于 Wind。

⁶ 不含城投企业。

前三季度，房地产行业民企发行人加快了现金回笼速度，但其他行业民企发行人现金回笼情况不及上年同期。

2. 2018 年以来的民企“融资难、融资贵”问题并未能得到实质性解决

由于上年违约事件频发且多为民营企业，导致市场对民企承压能力普遍的不认可，加之融资政策趋严叠加投资者避险情绪，信用分层趋势明显，民营企业融资环境更为恶劣，再融资能力持续下降、融资成本上升。尽管央行灵活运用多种货币政策工具维持流动性合理充裕，降低存款准备金率、改革 LPR 形成机制等措施加强金融服务实体经济，通过民营企业债务融资支持工具等支持相关企业融资，但民营企业“融资难、融资贵”问题难以得到实质性解决。

从净融资规模来看，2018 年以来，民营企业再融资压力有所增大，民营企业净融资额由正转负，仅 2019 年，民营企业净偿还规模就在 510 亿元上下，偿债压力较大。

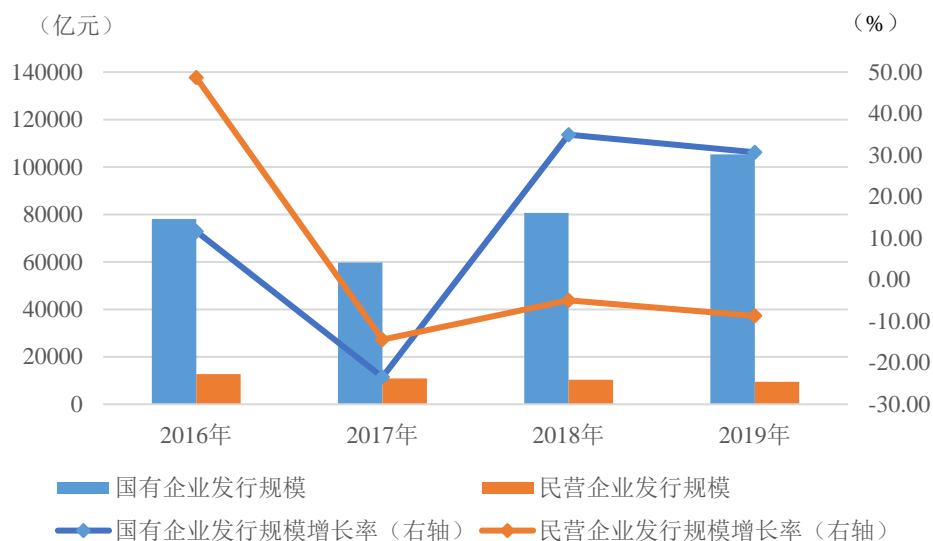


图5 2016—2019 年民营企业及国有企业主要信用债发行规模及增速

从债券发行利率来看，尽管 2019 年市场资金面较为充足及相关支持政策使得民营企业融资成本有所下降，但降幅仍显著低于国有企业，发行成本仍较高，民营企业与国有企业发行成本分化明显。以发行样本较多的 AA⁺级民营企业及国有企业所发 3 年期公司债为例，2019 年民营企业的平均发行利率（6.88%）较上年（7.10%）略有下降，但仍处于相对高位，而国有企业（4.79%）较上年（6.20%）显著下降。

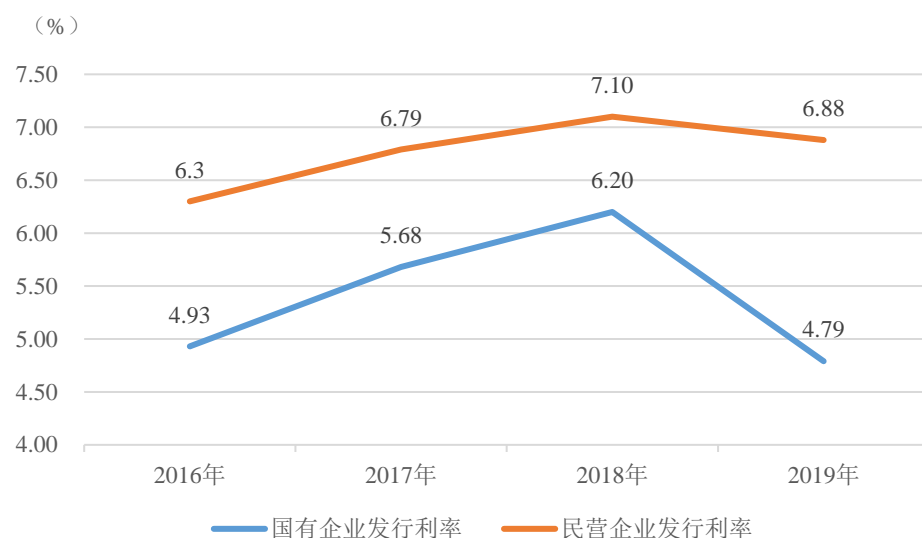


图6 2016—2019 年 AA⁺级民营企业及国有企业 3 年期公司债平均发行利率

3. 民企经营治理缺陷凸显

与 2018 年相比，2019 年企业违约仍主要受宏观经济下行、融资环境恶化的影响，同时企业战略决策失误、关联方及上下游资金占用严重、实际控制人风险及内控风险、区域互保联动风险等因素导致一些企业经营和财务状况进一步恶化，无法应对外部不利因素的冲击，是不少企业发生违约的重要原因。

第一，激进扩张和业务转型战略下形成较大的资金占用和持续大规模的资本性支出，导致企业对债务融资依赖性提高，陷入“借新还旧”债务模式，其偿债能力严重依赖再融资，而由于短期内盈利能力无法兑现，不足以支撑资产规模的快速扩大。随着刚性债务规模持续增长，公司流动性持续承压，最终资金链断裂、丧失偿债能力。

首先，激进的大规模并购一般伴随股东的高比例质押，市场信心下降、投资人的风险偏好降低、股权质押引起控制权变更、市值下跌等因素导致公司和股东融资风险的相互传导与叠加。同时激进的大规模并购也导致商誉规模大幅攀升，带来商誉减值风险。例如东旭光电近年来资本运作频繁，经营领域涉猎广泛，投资性现金流长期呈现大幅度净流出，股权高比例质押，在企业长期经营获现能力不足、债务集中到期时，发生多类型债务逾期、股权被悉数冻结，失去偿债能力。金贵银业、三胞集团、庞大汽贸、秋林集团以及天翔环境等主体违约也大多与大规模投资并购有关。

其次，部分违约主体还存在多元化布局、业务战略转型失败情况。例如，贵人鸟在体育产业相关领域多元化发展，在经纪、游戏保险领域和健身等领域也

积极布局，但多元化并购扩张导致其现金流不足、业务管理等环节缺乏经验，各领域业务未达预期目标；金洲慈航经营范围为黄金珠宝加工等业务，2015 年通过收购丰汇租赁将主营业务转为对资金需求较高的融资租赁、委托贷款等金融业务，导致公司过度举债，但由于公司风控能力不足，项目资金无法回收，最终无法偿债。大连天宝、宝塔石化及国购投资等企业也存在类似问题。

此外，激进扩张战略进一步导致关联方及上下游资金占用严重，企业应收款项高企，资产质量较差，最终内部流动性枯竭。如大连天宝、宝塔石化、天翔环境、南京建工及北讯集团，应收款项占流动资产比例均在 50% 以上，资产实际变现能力较弱，内部流动性严重不足。

第二，实际控制人风险、内控风险及信息披露风险给企业经营发展带来较大影响，引起再融资环境急剧恶化，同时存在大股东资金占用，导致企业实际流动性不足，最终发生违约。民营企业的经营易受实际控制人影响，实际控制人可能利用职权便利违规挪用占用公司资金，公司也更易出现财务信息造假、信息披露不尽责等问题。例如辅仁药业、康得新货币资金被控股股东大规模侵占挪用；金贵银业和刚泰控股出现实际控制人违规担保、占用公司资产并引发多起诉讼案件，内部控制流程存在重大缺陷；山东胜通存在虚构客户、虚增收入、固定资产和存货的行为；秋林集团违规使用募集资金，董事长与副董事长失联；宝塔石化票据业务涉嫌违法犯罪，实际控制人及多名高管被刑事调查。

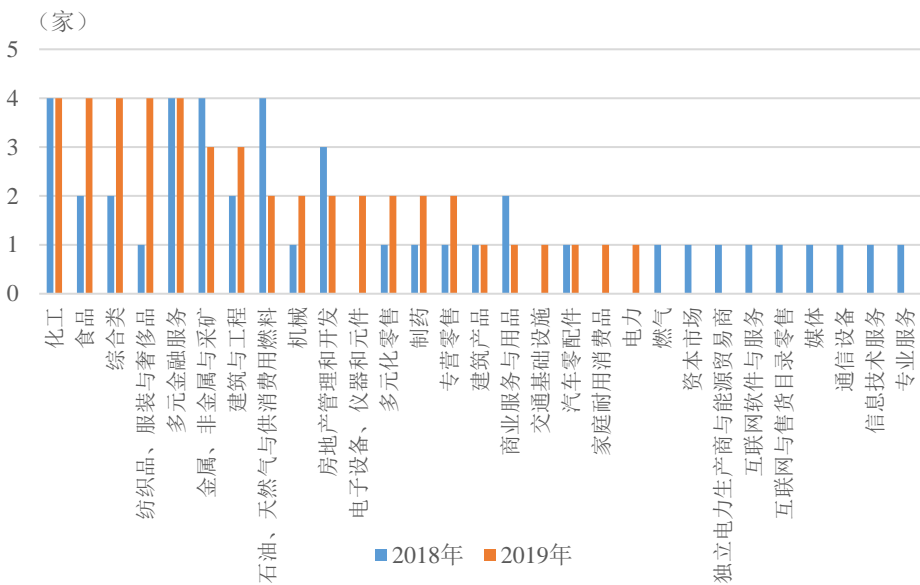
第三，区域内互保现象严重，企业个体风险与区域风险联动，引发互保联动风险。东辰控股与山东胜通等违约企业存在互保现象，互保对象中山东大海、金茂纺织、金信新材料等已破产重整，引发互保联动风险，互保公司间发生多起担保代偿纠纷，导致相关公司偿债能力严重恶化。

（四）违约主体行业分布仍较为分散

2019 年，我国新增违约主体涉及行业 20 个，与往年相比，新增电力行业的企业发生违约，违约行业覆盖面进一步扩大；化工，食品，综合类，纺织品、服装与奢侈品以及多元金融服务行业企业违约家数较多（均为 4 家），其次为金属、非金属与采矿和建筑与工程行业（均为 3 家），行业分布较为分散。从 2019 年公募债券市场违约率来看，食品，电子设备、仪器和元件，化工行业企业违约率较高，均在 5% 以上，其次为机械和制药行业企业，均在 2% 以上。总体来看，化工行业企业违约家数和违约率连续两年均较高，主要是受到经济增速放缓、供给侧结构性改革的影响；食品行业和纺织品行业企业违约家数和违约率同比均有所上升，食品行业主要受需求萎缩、原材料价格波动等不利因素影响，纺

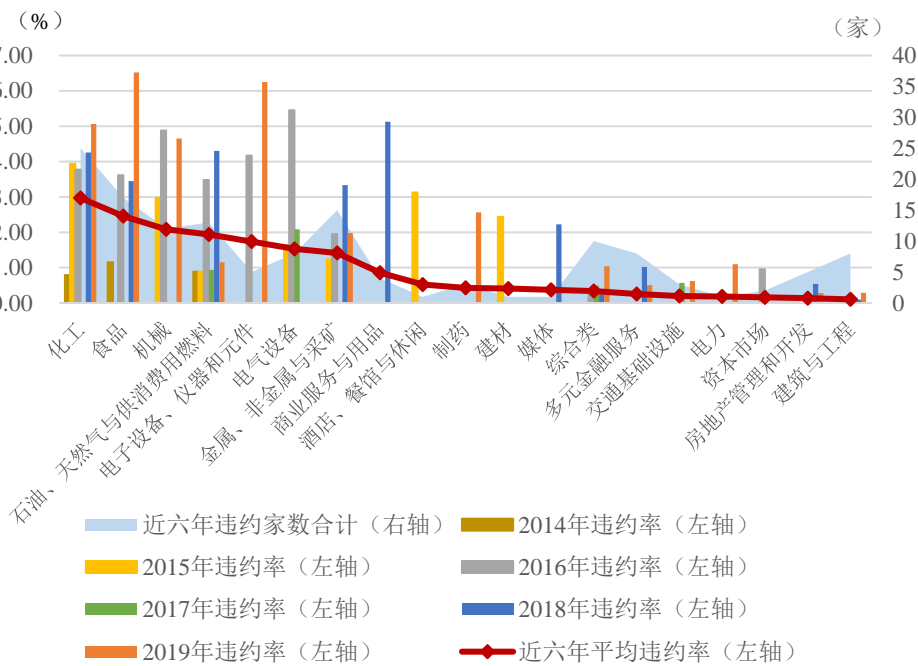
织品行业受到汇率波动及全球贸易摩擦影响，且行业抗风险能力较差。

从近六年公募债券市场不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在化工，食品，机械，石油、天然气与供消费用燃料，电子设备、仪器和原件，电气设备，金属、非金属与采矿等行业。



注：按 Wind 三级行业划分

图7 2018—2019 年我国债券市场新增违约主体行业分布



注：1. 仅列出 2019 年样本数多于 30 家的行业；2. 按近六年平均违约率由高到低进行排序

图8 2014—2019 年我国公募债券市场分行业违约主体家数及违约率统计

从等级调整来看，2019 年，我国公募债券市场建筑与工程行业 and 商业银行发行人调降家数（均为 6 家）最多，机械行业发行人调降家数（5 家）次之，纺织品、服装与奢侈品，化工，金属、非金属与采矿，汽车和食品行业发行人调降家数均为 4 家，房地产管理和开发、家庭耐用消费品行业发行人调降家数均为 3 家。调降率方面，2019 年我国公募债券市场汽车和互联网软件与服务行业发行人调降率较高，均在 20%以上，汽车行业企业调降率较高主要是由于上游钢材价格高位震荡、下游需求下降、购置税优惠等扶持政策退出等因素导致企业盈利能力有所下降，互联网软件与服务行业企业调降率较高主要受该行业企业样本量偏少影响（仅为 3 家）；其次为家庭耐用消费品，纺织品、服装与奢侈品和机械行业，发行人调降率均在 10%以上。

（五）违约率较高的省份多为经济较为落后地区

2019 年，我国债券市场新增违约主体主要分布在广东（6 家）和辽宁（4 家），江苏、北京、山东、浙江、河南和河北次之（均为 3 家），其余省份违约较少。其中，广东、北京和山东地区新增违约主体家数连续两年均在 3 家以上，这些地区民营企业均较多，山东地区低等级发行人（AA-及以下）占比偏高，且互保圈风险持续暴露；辽宁新增违约家数较多，是由于辽宁低等级发行人占比偏高，整体信用质量不佳，地区经济发展较为落后。从新增违约主体债券到期违约规模来看，山东（106.92 亿元）、安徽（105.92 亿元）、江苏（103.03 亿元）、北京（101.36 亿元）、浙江（96.07 亿元）、河北（66.52 亿元）和青海（63.02 亿元）地区违约金额占全部新增违约主体到期违约规模的近 80%。

从公募债券市场违约率来看，2019 年，河北、黑龙江、河南和辽宁地区发行人违约率均在 2.00%以上，且河北和黑龙江地区发行人违约率高于 2.50%。与上年相比，河北、黑龙江、云南和河南地区发行人违约率上升幅度较大。从地区来看，违约发行人更多位于民营企业较多及经济较为落后的地区。

从近六年公募债券市场不同地区企业平均违约率来看，四川、辽宁、福建、云南等经济较不发达地区平均违约率较高。

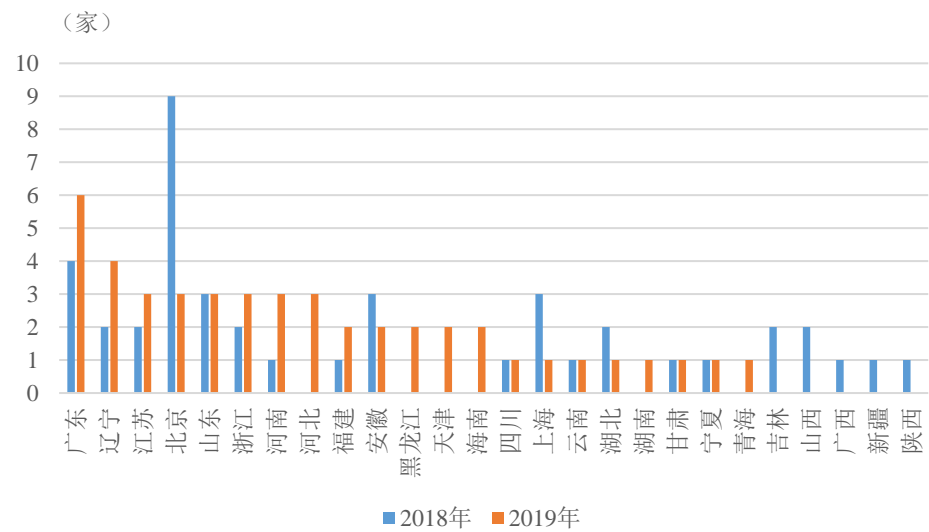
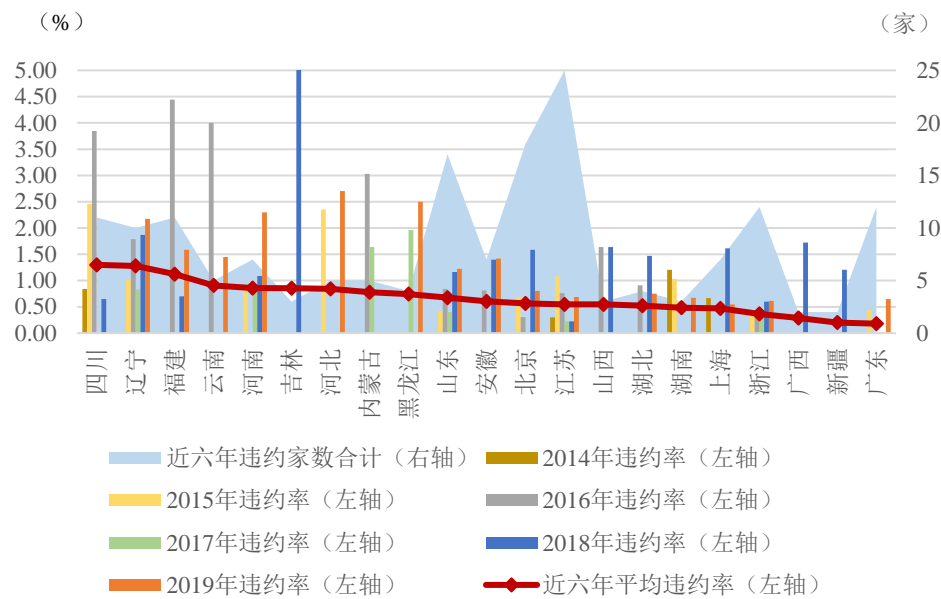


图9 2018—2019 年我国债券市场新增违约主体地区分布



注：1. 仅列出 2019 年样本数多于 30 家的地区； 2. 接近六年平均违约率由高到低进行排序

图10 2014—2019 年我国公募债券市场分地区违约主体家数及违约率统计

从等级调整来看，2019 年，我国公募债券市场中北京（8 家）和山东（7 家）地区企业调降家数较多，广东和江苏次之（均为 5 家），吉林、辽宁和浙江地区调降家数均为 4 家，其余省份调降家数较少。调降率方面，2019 年我国公募债券市场中，青海、海南、宁夏和吉林调降率相对较高，其余省份调降率较低。其中，青海、海南、宁夏地区主要受样本量偏少影响；吉林地区民营企业 and 国有企业均出现多家企业违约，加之其经济增长低迷，市场对其债券认可度较低以及

地方政府对发行人的外部支持能力不足导致信用风险较高。

（六）上市公司违约率维持高位

2018 年以来，上市公司违约事件频发，2019 年新增违约主体中上市公司有 18 家，占比达到 39.13%，较上年（17 家，39.53%）均变化不大。从公募债券市场违约率来看，2019 年上市公司违约率为 1.53%，较上年（1.84%）略有下降，而 2018 年以前上市公司违约率维持在 0.50% 以下，上市公司违约率仍维持在较高水平。

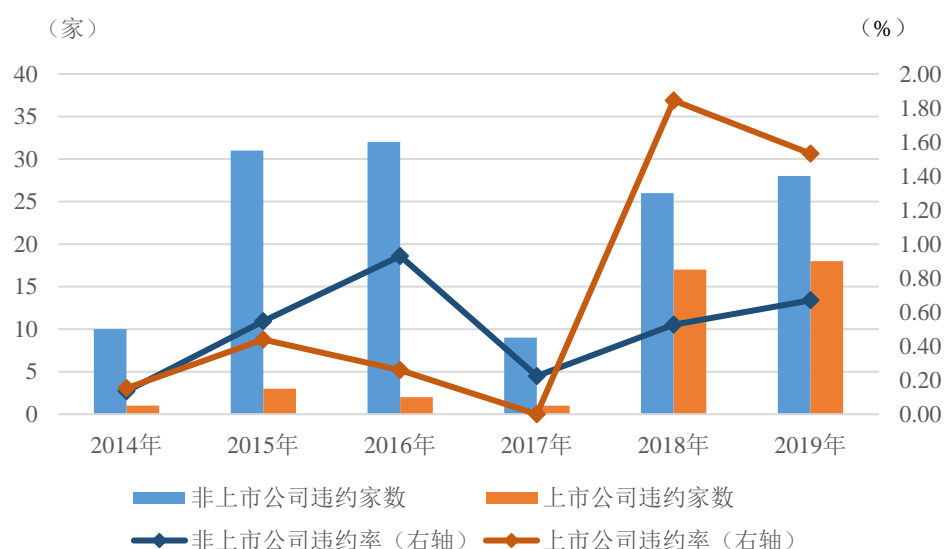


图11 2014—2019 年我国公募债券市场上市公司主体违约家数及违约率统计

整体来看，与上年相似，2019 年上市公司违约水平维持高位，主要受到以下因素影响：一是前几年并购重组案例较多，激进扩张使得企业债务负担较重，但商誉规模的快速增长在一定程度上可能会低估企业的债务负担，当企业未来的获利能力不能实现，那么将会导致商誉减值，净资产缩水，对企业的信用水平和再融资产生不良影响，如三胞集团、国购投资等。二是部分上市公司违规行为增加，在信息披露、财务信息真实性等方面受到监管机构问询函、警示函的频次明显上升，上市公司内控制度不完善导致声誉受损，再融资渠道进一步受限。三是上市公司股东高比例质押股票，导致融资弹性下降，同时股价大幅下跌导致的强制平仓风险可能引发资金链进一步收紧，导致违约的发生，如康得新、宝塔石化、庞大汽贸等。

（七）信用风险暴露形式更加多样化

2019 年我国债券市场还出现了债券展期、场外兑付、发行人要求回售撤回、永续债通过利率调升进行展期或利息递延等情况，虽然受债券设置宽限期等条款、场外兑付信息不透明等因素影响，有些行为无法将其认定为违约，但上述行为无疑是在我国债市市场化转型和监管制度博弈下的信用风险暴露形式。如美兰机场、刚泰控股发生债券展期后发生违约的情况；金洲慈航、三胞集团等进行场外兑付，最终偿付信息缺乏透明度；金洲慈航、天广中茂等出现大规模撤销回售情况；中信国安虽然通过永续债利息递延方式“临时缓解”偿债压力，但偿债能力并未得到改善，之后出现多只债券陆续违约。

表 2 2019 年我国债券市场“花式”信用风险暴露形式

信用风险暴露形式	涉及发行人
债券展期	美兰机场、刚泰控股、庞大汽贸、奥马电器、大连天宝、北讯集团、金洲慈航、南京建工
场外兑付	宜华集团、天广中茂、天房集团、金贵银业、海航航空
回售撤回	金洲慈航、天广中茂
永续债不赎回/利息递延	中信国安、中城建、海航航空、森工集团、湖北宜化

资料来源：公司公告及公开新闻媒体报道，联合资信搜集整理

二、2020 年我国债券市场违约情况展望

（一）债券市场违约事件将持续发生，但总体风险仍可控

在我国宏观经济增速持续下行的背景下，2019 年末爆发的新冠肺炎疫情又对中国经济产生较大不利影响，导致 2020 年中国经济下行压力继续增大。但在“全面建设小康社会、两个翻一番”⁷的目标引领下，2020 年财政政策将更加积极，货币政策将保持稳健，基于经济发展的韧性以及各项稳增长措施，当前中国经济增长不存在失速风险。具体来看，地方债发行提前放行、阶段性减免企业社保缴费和企业缓缴住房公积金等多项稳增长政策相继出台；春节假期后央行超预期释放流动性并且下调 MLF 中标利率，保持市场流动性合理充裕；监管部门相继通过设立绿色通道、支持借新还旧和协商展期或续贷、减免金融中介费用等措施缓解受疫情影响较重企业的短期流动性问题；中美第一阶段经贸协议也将陆续落地。上述政策为促进中国经济增长和企业生产经营创造了积极的

⁷ 针对 2020 年全面建成小康社会的宏伟目标，十八大报告中首次提出“实现国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”的新指标。

环境，年内更多减税降费 and 市场化降息、降准政策仍然可期，有助于推动债券融资成本的下降和发行量的增加。

从偿债规模来看，2020 年我国债券市场主要信用债到期总规模或超过 10 万亿元⁸，较 2019 年（约为 9.28 万亿元）继续增加，偿债压力仍然较大。到期信用债的企业主体评级主要集中在 AA 级（含）以上，但涉及到期债券期数和规模的占比（53.90%，80.52%）较上年分别回落约 10 个和 5 个百分点。整体来看，债市违约事件仍将持续发生，但在经济增长相对平稳和政策呵护背景下总体风险仍可控。

（二）民营企业信用风险继续处于较高水平，需警惕受疫情影响较大、信用资质较弱、短期集中兑付以及发生负面事件的民企信用风险

民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大，2019 年下半年以来，违约有向中高信用等级民企蔓延渗透的趋势。而违约常态化叠加违约向上渗透，使得投资者对民企的风险偏好进一步下降，民企融资环境更加恶化，从而导致恶性循环。尽管政府通过推出民营企业债务融资支持工具、建立纾困基金等方式支持民企融资，一定程度上促进了民企发债情况的改善，但在实操层面这些措施对缓解低资质民企融资困境帮助有限。2019 年中小银行信用风险事件爆发、同业刚兑信仰被打破导致信用分层现象明显，尽管后续在监管预期管理和定向宽松等措施后有所改善，但弱资质主体面临的信用风险依旧较大。此外，新冠肺炎疫情也使得民营、中小企业流动性风险面临更严峻挑战。目前疫情对部分企业采购、生产、销售、现金流回款造成冲击，企业的正常偿债资金筹集活动也将受到影响，尤其是民营、中小企业可能会遭遇短期流动性困难，信用风险有所上升。但春节过后央行通过公开市场操作保持市场流动性合理充裕⁹，未来市场利率水平大概率下行，有利于债券发行，同时中央等监管部门相继出台文件提出对疫情防控期间到期公司债券支持发新还旧等措施一定程度上将对民营企业信用风险起到缓释作用。从到期情况来看，2020 年民企所发主要信用债占主要信用债到期期数和规模的比例（26.45%和 14.16%）较上年均变化不大。

⁸ 在估算 2020 年到期信用债的总规模时，由于尚没有 2020 年超短融和回售债券数据，为了与 2019 年可比，2020 年超短融按照 2019 年的数据计算，回售规模按照附回售条款的存续债券规模的 30% 计算。在统计具体信用债到期规模时，只计算正常到期的债券，不含回售和赎回等情况，为保持同期可比性，剔除了 2019 年到期的超短融，在统计具体行业、地区和企业性质的信用债到期规模时，均采用该方法。

⁹ 2020 年 2 月 3 日，央行以利率招标方式开展 1.2 万亿元逆回购操作，其中 7 天期和 14 天期逆回购中标利率分别为 2.40% 和 2.55%，较上次下调 10BP。

（三）城投企业整体信用风险不大，但非标产品违约的概率或继续加大

一方面，当前中国经济仍面临一定的下行压力，在稳增长、稳投资的背景下宽信用政策仍将延续，城投企业整体再融资环境仍将保持相对宽松；2019 年监管发布政策允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，进一步拓宽基建项目资金来源，同时积极鼓励银行、保险公司等金融机构提供配套融资支持，这对参与重大项目建设的城投企业有利；监管层加强地方政府债务风险防范、积极推动隐性债务化解，2019 年监管部门已允许融资平台公司债权人将到期债务转让给金融资产公司（AMC），AMC 将继承原债务合同中的还款承诺、还款来源和还款方式等权益，这有利于融资平台债务化解。此外，各地开展了多种地方政府债务化解路径探索和实践，如“镇江模式”“陕西模式”“湖南模式”等，进行存量债务重组、推进融资平台转型等。从到期量来看，2020 年，城投债到期规模约为 4947.39 亿元，较上年有所下降。在加强风险防范、积极推进债务化解的背景下，城投企业整体信用风险不大。

另一方面，城投企业信用状况将进一步分化，刚兑信仰或被逐步打破。2019 年城投企业非标产品违约事件较上年显著增长，违约产品多为信托计划，违约主体集中在贵州、云南、内蒙古等中西部地区，随着地方政府债务风险管控力度的加强，城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱，非标产品违约的概率或继续加大。在城投企业信用状况分化加剧的背景下，经济发展稳定、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑，区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、债务集中到期、非标债务及或有债务规模大的城投企业的信用风险较高。

（四）关注消费类、交通运输、建筑、房地产等行业内低资质企业信用风险

消费类行业方面，新冠肺炎疫情将导致酒店、餐馆与休闲、媒体、多元化零售、消费品经销商等行业短期内受到巨大冲击。疫情持续期间居民自我隔离、严禁人员聚集，上述行业企业经营受到重大影响，行业内部分企业或遭遇短期的流动性困难，信用风险变化值得关注，但 2020 年上述行业企业信用债到期规模不大，风险总体可控。

交通运输方面，“春运”期间原本是行业的盈利高峰期，但疫情蔓延使得旅客出行需求大幅减少，部分城市因应对疫情而采取封城封路等措施，节后出行人次同比减少 70%左右，全国铁路、道路、水路、民航发送旅客人次均出现大幅下滑，相关企业信用风险值得关注。2020 年，公路与铁路运输、海运、航空、航空货运和交通基础设施行业企业主要信用债到期规模约为 3233.73 亿元，行

业企业偿债压力有所增加。

建筑与工程作为强周期行业，近两年在国内房地产宏观调控政策持续加码以及基础设施投资增速放缓影响下，发展速度不断承压，行业将进入低速增长阶段，行业企业整体业绩增长及资金周转压力加大。2020 年建筑与工程行业企业主要信用债到期规模逾 5000 亿元，行业企业偿债压力仍然较大，需关注因“垫资拼业务”导致自身偿债风险和流动性风险持续加大的迹象，尤其对于行业地位相对较低的民营企业，受制于融资能力、成本波动转嫁能力等较弱，资金周转风险表现得更为突出。

房地产行业方面，2020 年房地产管理和开发行业企业主要信用债到期规模逾 4000 亿元，较上年继续增加，房企融资压力依然较大，在“房住不炒”的政策基调下，需关注现金流较差、负债率较高、业务重点布局下沉城市房企的信用风险。

此外，2020 年，资本市场、多元金融服务、商业银行、综合类行业主要信用债到期量均超过 5000 亿元，上述行业偿债压力相对较大。

（五）关注某些经济欠发达地区、山东以及民营企业较多、受疫情影响较大地区发行人的信用风险

从违约主体地区分布来看，2020 年违约发行人将更多集中在某些经济欠发达、民营企业较多以及受疫情影响较大的地区等。东北地区 and 山东等省份由于重工业、周期性企业占比较多，产能过剩叠加下游需求低迷仍将是 2020 年面临的主要矛盾，某些经济欠发达地区 GDP 增速仍处于下行区间，区域信用风险仍较大。2020 年，北京市、广东省、上海市、江苏省、重庆市、天津市和浙江省等省份和直辖市的信用债到期规模较大，均在 2000 亿元以上，偿债压力相对较大。除海南、湖北、甘肃、安徽、福建、吉林和内蒙古等少数地区信用债到期规模同比下降外，大部分地区信用债到期规模同比均有所上升，山西省、西藏自治区、上海市、香港特别行政区和河北省同比增幅较大。