

2020 年中国债券市场违约回顾与展望

——违约事件持续发生，债券市场信用风险整体可控

债券市场研究部



一、2020 年我国债券市场违约情况回顾

（一）债券市场违约事件持续发生，违约数量和违约率均有所下降

2020 年，新冠肺炎疫情给国内实体经济造成较大冲击，上半年我国 GDP 累计同比增速首次跌落负值，在政策的支持以及良好的疫情控制措施下，下半年经济逐步恢复并重启，全年 GDP 同比增速达 2.3%。全国规模以上工业增加值累计同比增速、工业企业营业利润率均经历了上半年跌至历史低点至下半年由负转正的过程。在此背景下，企业盈利能力下降，流动性压力加大，信用风险显著上升。部分企业受疫情冲击过于严重，短期现金流无法覆盖债务敞口，最终形成债券违约，债券市场违约事件持续发生。

为应对新冠疫情对实体经济的冲击，缓解众多中小微企业经营困难的局面，2020 年监管层加大宏观政策逆周期调节力度，货币与财政方面宽信用政策频出。在此背景下国内广义货币供应量和社会融资规模增速有所上升，市场流动性合理充裕，国内信用环境有所修复，整体融资环境较 2019 年有所改善，加之更多发行主体采用信用风险缓释措施以平稳市场出现较大的波动，如展期兑付、债务置换等，违约情况边际好转，新增和重复违约主体及涉及违约债券期数均有所减少。

2020 年，我国债券市场新增 30 家违约发行人¹，共涉及到期违约债券 97 期，到期违约金额合计约 1002.55 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数均较 2019 年（49 家，140 期）有所下降，但到期违约金额较 2019 年（914.50 亿元）有所上升。其中，下半年新增违约发行人数量为 17 家，较上半年（13 家）有所上升，主要受下半年国内经济修复持续向好以及边际宽松的货币政策逐渐

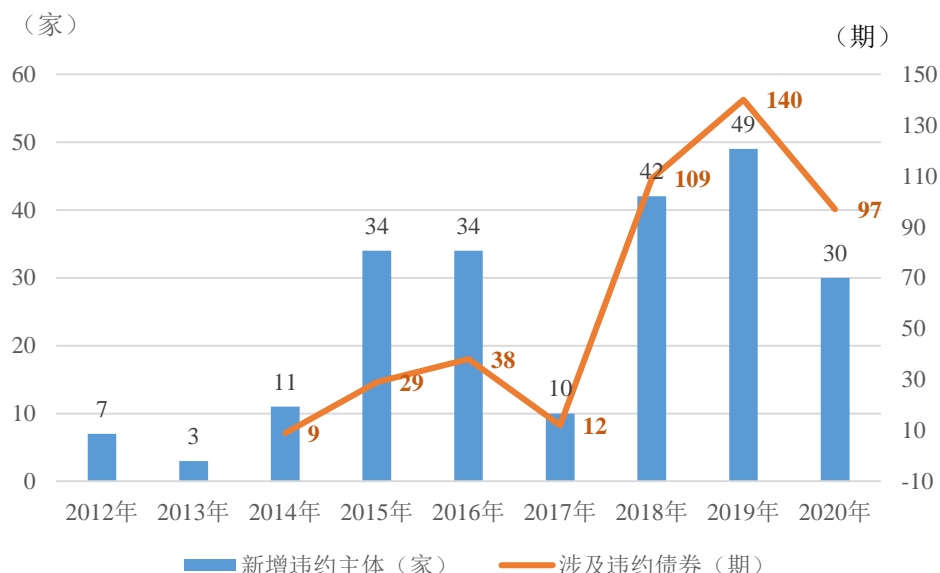
¹ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保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

恢复常态的影响，融资环境较上半年有所收紧，资质较弱的企业融资能力减弱，信用风险显著增加。

2020 年，我国债券市场重复违约²发行人 19 家，涉及到期违约债券 53 期，到期违约规模合计约 327.63 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 2019 年（28 家，67 期，416.57 亿元）均有所下降。

从违约率来看，2020 年我国公募债券市场违约率（0.61%）较 2019 年（0.88%）有所下降。

截至 2020 年末，我国债券市场累计有 220 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 544 期，到期违约金额合计约 4383.25 亿元。



资料来源：联合资信 COS 系统

图1 2012 年—2020 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）AAA 级违约主体增加，影响债市信用环境

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。但近年来，公募债券市场高信用等级发行人违约数量有所上升。尤其是 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。华晨汽车集团控股有限公司（下文简称华晨）、永城煤电控股集团有限公司（下

² 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。

文简称永煤控股)和紫光集团有限公司三家 AAA 级国有企业先后违约,对债券市场信用环境造成一定程度冲击,恐慌情绪波及煤炭行业企业以及河南、河北、云南等地区国有企业,债券取消或推迟发行情况增多,相关企业债券被低价抛售,市场悲观情绪阶段性蔓延,投资者风险偏好明显趋紧。

整体来看,2020 年,AAA 级发行人主体违约率为 0.32%,较上年(0.24%)进一步上升,AA⁺级发行人主体违约率为 0.58%,较上年(1.01%)有所下降。

表 1 2018 年至 2020 年我国公募债券市场发行主体违约率(单位:家、%)

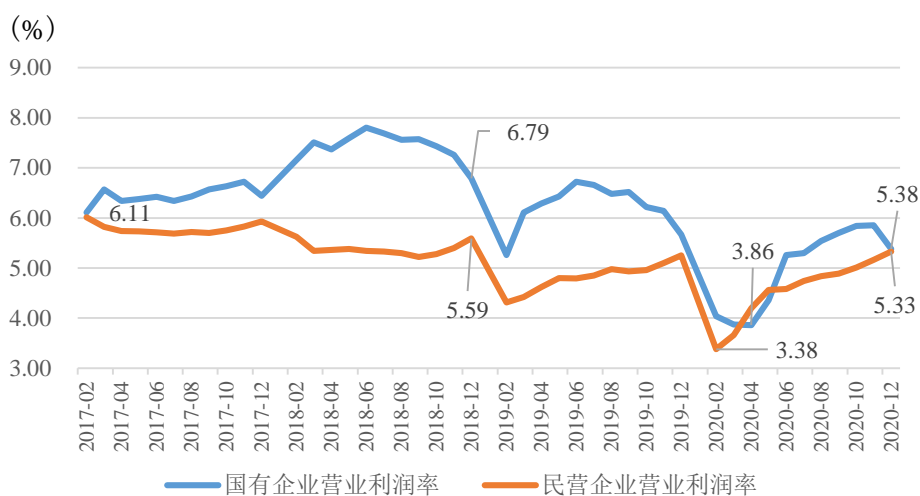
发行人主体级别	2018 年			2019 年			2020 年		
	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)
AAA	712	1	0.14	824	2	0.24	948	3	0.32
AA ⁺	894	1	0.11	993	10	1.01	1036	6	0.58
AA	1998	20	1.00	1834	6	0.33	1762	7	0.40
AA ⁻	390	3	0.77	324	5	1.54	330	4	1.21
A ⁺	78	1	1.28	77	4	5.19	93	0	0.00
A	17	2	11.76	23	3	13.04	14	1	7.14
A ⁻	8	0	0.00	8	0	0.00	4	0	0.00
BBB ⁺	5	0	0.00	4	1	25.00	3	0	0.00
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	4	2	50.00
BBB ⁻	2	1	50.00	1	1	100.00	0	0	--
BB ⁺	5	0	0.00	2	0	0.00	1	1	100.00
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	1	1	100.00
BB ⁻	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
B ⁺	0	0	--	1	0	0.00	0	0	--
B	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
B ⁻	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
CCC	0	0	--	0	0	--	0	0	--
CC	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
C	0	0	--	0	0	--	0	0	--
合计	4000	30	0.75	3975	35	0.88	4082	25	0.61

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等的发行人主体,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;2020 年公募债券发行人中新增 23 家违约主体,其中北京信威通信技术股份有限公司在违约前被终止信用评级、天津市房地产信托集团有限公司期初无有效信用等级,均按无评级统计

资料来源:联合资信 COS 系统

（三）违约主体虽仍以民营企业为主，但国有企业信用风险显著暴露

2020 年初新冠肺炎疫情对国有企业和民营企业均产生较大冲击，国有企业和民营企业营业利润率大幅下降。但在金融环境的支持和良好的疫情控制措施下，国内经济快速恢复，加之民企支持政策不断加码，民营企业营业利润率率先反弹，甚至一度超过国有企业。截至 2020 年 12 月末，国有企业营业利润率为 5.38%，相比去年同期仍下降 0.29 个百分点，民营企业营业利润率为 5.33%，较去年同期上升 0.08 个百分点。



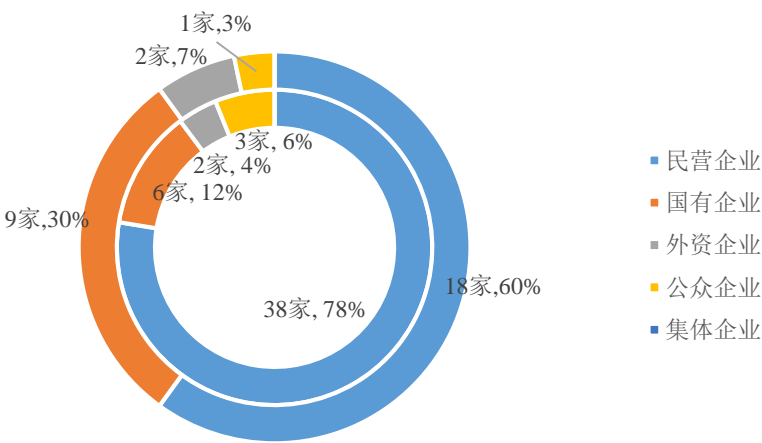
资料来源：Wind，联合资信整理

图 2 我国工业企业中民营企业与国有企业营业利润率对比

在此背景下，2020 年国有企业信用风险明显提升，民营企业信用风险有所缓解，但违约主体数量仍然最多。具体来看，2020 年新增违约发行人中国有企业共 9 家，较上年增加 3 家，在新增违约主体总数的占比为 30%，新增违约国有企业涉及到期违约金额约为 670.78 亿元，占新增违约主体总到期违约金额 66.91%，较上年（111.73 亿元，12.22%）大幅上升，国有企业违约家数和涉及到期违约金额达到历史新高点。2020 年，新增违约发行人仍主要为民营企业（18 家），占比为 60%，较上年（38 家，77.55%）有所下降。新增违约民企涉及到期违约金额约为 302.66 亿元，占新增违约主体总到期违约金额 30.19%，较上年（717.25 亿元，78.43%）大幅下降。

从违约率来看，2020 年我国公募债券市场民营企业违约率仍然最高，为

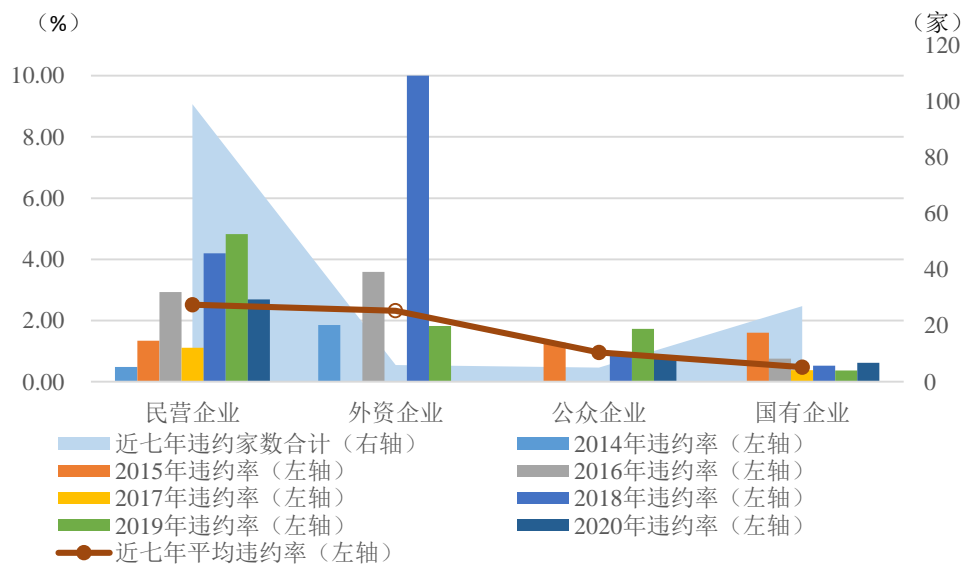
2.69%，但较上年（4.82%）大幅下降。国有企业违约率为 0.62%，较上年（0.37%）有所上升。从近七年公募债券市场平均违约率来看，民营企业一直是我国债券市场的违约“高发地”。



注：外圈为 2020 年违约主体分布，内圈为 2019 年违约主体分布

资料来源：联合资信 COS 系统

图 3 2019—2020 我国债券市场新增违约主体企业性质分布



注：接近七年平均违约率由高到低进行排序

资料来源：联合资信 COS 系统

图 4 2014—2020 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，2020 年我国公募债券市场民营企业发行人信用等级被调

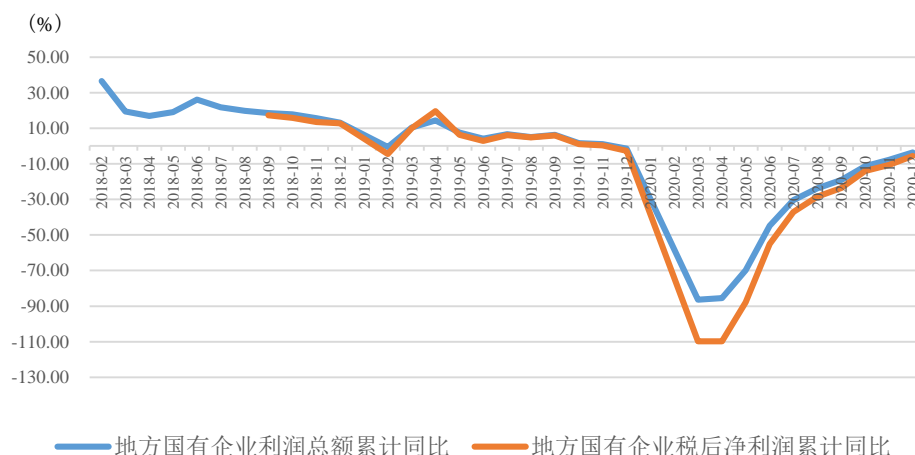
降数量³最多，为 52 家，较上年略有减少，调降率为 6.11%，较上年（7.16%）小幅下降；国有企业发行人信用等级被调降的有 30 家，调降率为 0.66%，均较上年（0.59%）略有上升；公众企业和外资企业发行人信用等级被调降数量分别为 4 家和 6 家，调降率分别为 2.35% 和 3.90%，均较上年有所下降；集体企业发行人无信用等级被调降。2020 年，我国公募债券市场民营企业仍为调降率最高的企业类型。

近年来，在宏观经济下行背景下，部分国有企业主营业务经营能力恶化，公司盈利和现金流表现不佳，无法支撑企业过度扩张，债务负担较大，信用风险不断暴露。2020 年，受地方国有企业盈利能力持续承压、地方财政对国企救助能力减弱、“子强母弱”型国有企业风险较大等因素影响，国有企业违约步伐加快，超出市场预期，对市场形成较大冲击。

（1）地方国有企业盈利能力持续承压

近年来，我国宏观经济增速放缓，2018 年以后地方国有企业利润增速趋势性回落，盈利能力持续承压。2020 年在新冠肺炎疫情冲击的影响下，地方国有企业利润总额和税后净利润增速持续处于负值区间。在此背景下，部分国有企业长期经营不善、主营业务经营能力恶化、债务负担过重的问题进一步被放大，企业信用风险显著提升，叠加有息负债集中到期，流动资产变现能力下降，最终发生债券违约。如中国吉林森林工业集团有限责任公司作为吉林省国有企业，公司主营业务林业资源经营、人造板运营业务受行业环保政策趋严影响，业务收入和利润大幅下滑，自身造血能力恶化，加之公司债务压力较大，流动性紧张，融资渠道明显受限。

³ 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。



资料来源：Wind，联合资信整理

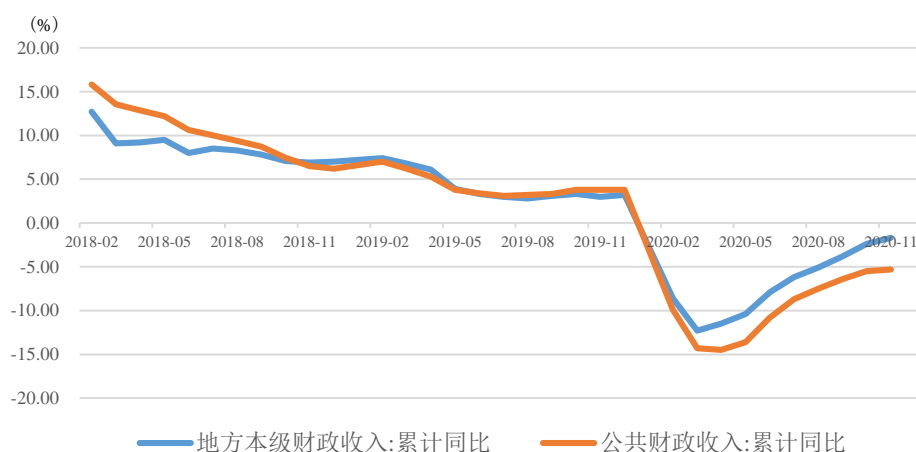
图 5 地方国有企业利润总额及税后净利润累计同比持续下滑

(2) 地方政府财政受限，对地方国企救助能力和意愿下滑，国企信仰脆弱化

近年来，受减税降费力度增大等因素影响，地方财政收入大幅减少，在刚性支出不变的情况下，地方政府债务负担大幅加重。今年以来，在新冠肺炎疫情与中美贸易摩擦加剧的冲击下，地方财政收入更是出现了显著的负增长，同时政府在社会保障和就业、卫生健康等民生方面的支出压力增大，地方政府偿债能力明显减弱，对地方国有企业的支持显著下降。如天津房地产集团有限公司，由于公司前期大规模举债，拿地策略激进，致使公司短期负债比重上升，有息负债不断推升。房地产调控政策收紧以后，公司主营业务下降，预付款项及其他应收款对公司流动资产形成较大挤占，公司流动性压力较大。而天津市国资委受区域经济增长下滑及财政情况不佳影响，无法及时对公司提供外部融资救助，导致公司最终债务违约。

此外，由于部分经营效率低下、产业结构落后的国有企业长期经营和投资回报低于融资成本，长期依赖地方政府救助，但政府救助不仅难度大而且见效慢。同时 2020 年 10 月《国企改革三年行动方案》落地，明确了国企改革的方向为开展困难和亏损企业专项治理，抓紧淘汰钢铁、煤炭等行业央企落后产能，加快重组整合和市场出清。在此过程中，地方政府救助意愿边际减退、各利益方相互摩擦博弈均导致地方国企信用风险暴露。如永煤控股违约被市场认为是

地方政府选择性的违约行为，即地方政府和地方法院为了保护当地核心资产，在处置资产可以偿债的前提下，划走核心资产从而违约，永煤控股甚至一度被市场质疑为“逃废债”行为。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 6 我国地方政府与公共财政收入对比

(3) “子强母弱”集团型企业风险暴露较大

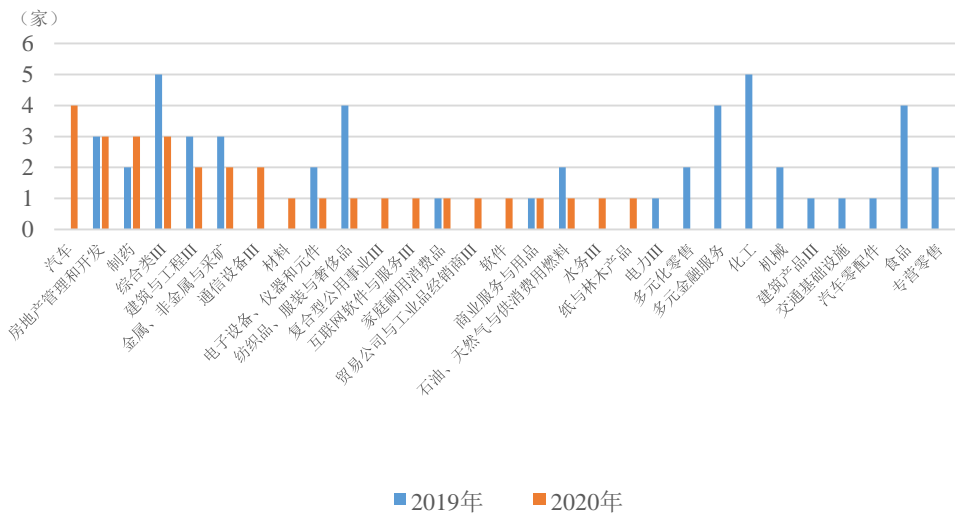
“子强母弱”集团型企业主营业务和资产多集中于子公司，子公司相对母公司贡献了更多的收入和利润，而母公司层面基本无实质业务，以其他应收款、长期应收款等不易变现的资产为主，与此同时母公司承担了过多的债务发行职责，面临较大的债务压力。如永煤控股，截至 2020 年三季度，永煤控股的货币资金仅 66.69 亿元，在合并报表范围内占比较低，表明母公司对现金的掌控程度明显偏弱；而永煤控股其他应收款为 321.90 亿元，占公司当期总资产的接近 50%，且多来自于子公司等关联公司，母公司资金被子公司占用导致公司现金流极度紧张，流动性承压。华晨集团也是典型的“子强母弱”集团企业，尽管公司拥有多个品牌，但整体盈利主要依赖子公司华晨宝马，2019 年和 2020 年上半年公司净利润分别是 67.63 亿元和 40.45 亿元，但剔除华晨宝马的利润后分别亏损约 8.63 亿元和 3.4 亿元。公司其他自主品牌销售业绩不佳，相关产品营业收入大幅下滑，加之公司将于 2022 年转让华晨宝马 25% 股权给宝马公司，优质资产即将转让加剧了市场对公司的担忧，影响了公司再融资能力，最终破产重整。

(四) 违约主体行业覆盖面进一步扩大

2020 年，我国新增违约主体涉及行业 19 个，与往年相比，新增材料、复合型公用事业、软件、水务和纸与林木产品行业企业发生违约，违约企业行业覆盖面进一步扩大。汽车行业企业违约家数较多（4 家），其次为房地产管理和开发、制药和综合类行业（均为 3 家），建筑与工程、金属、非金属与采矿和通信设备行业企业违约家数均为 2 家，其余行业违约企业均为 1 家，行业分布较为分散。违约主体家数较多的行业中，汽车行业和房地产管理和开发行业受疫情影响，经营活动严重受阻，加之行业景气度较低，资质较差企业盈利能力恶化，违约风险加大；制药行业违约企业主要为内部控制风险较大的民营企业。

从公募债券市场违约率来看，2020 年，贸易公司与工业品经销商和电子设备、仪器和原件行业发行人违约率较高，均在 2.00% 以上。主要原因为疫情下国内外需求萎缩，企业现金流受限明显、偿债压力较大，信用风险显著上升。

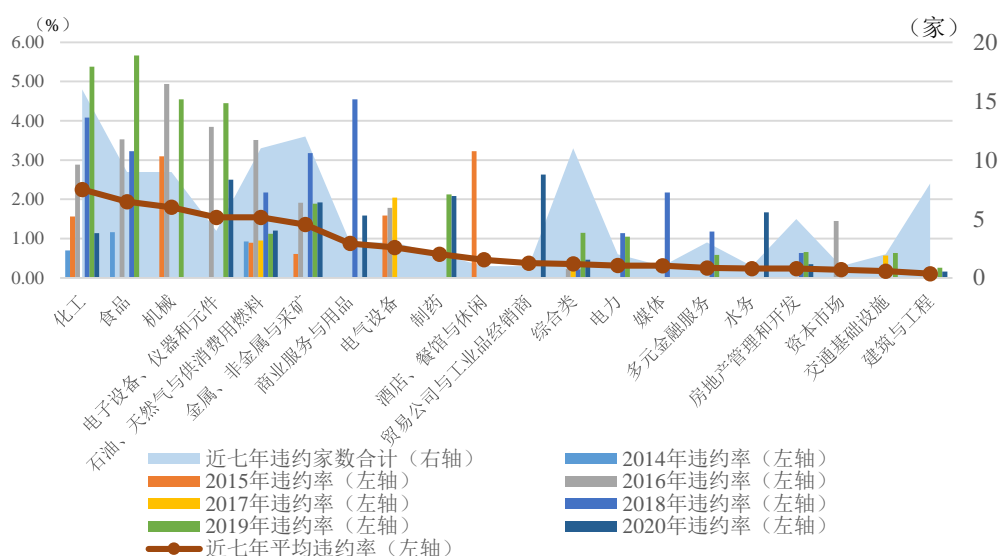
从近七年公募债券市场不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在化工，食品，机械，电子设备、仪器和元件，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿等行业。



注：按 Wind 三级行业划分

资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2019—2020 年我国债券市场新增违约主体行业分布



注：1. 仅列出 2020 年样本数多于 30 家的行业；2. 接近七年平均违约率由高到低进行排序

资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2014—2020 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，2020 年，我国公募债券市场建筑与工程行业发行人调降家数（9 家）最多，综合类行业发行人调降家数（8 家）次之，金属、非金属与采矿和房地产管理和开发行业发行人调降家数均为 6 家，石油、天然气与供消费用燃料，化工和商业银行行业发行人调降家数均为 4 家。调降率方面，2020 年我国公募债券市场金属、非金属与采矿行业的调降率最高（4.41%），其次为石油、天然气与供消费用燃料（3.08%）和化工行业（3.05%）。

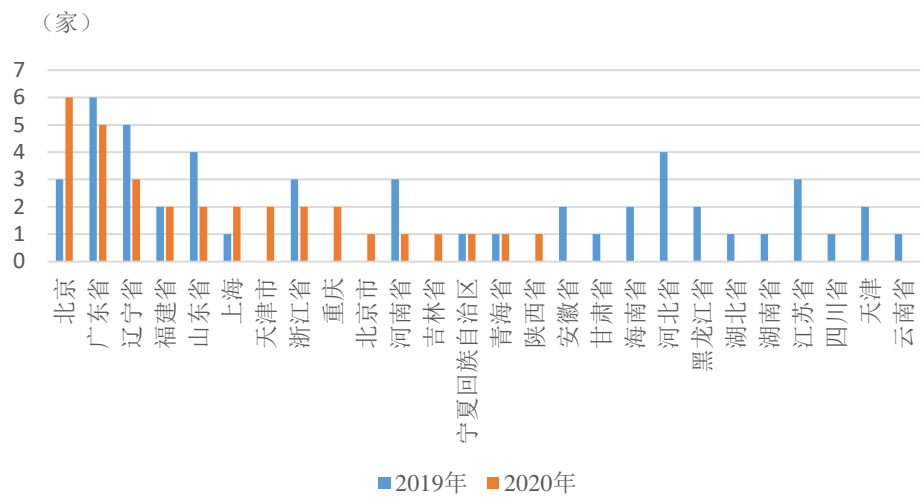
（五）违约发行人主要分布北京、广东和辽宁等地区

2020 年，我国债券市场新增违约主体主要分布在北京（6 家）和广东（5 家），辽宁省次之（3 家），且上述地区违约主体家数连续两年均在 3 家以上，其余省份违约较少。从新增违约主体债券到期违约规模来看，北京（489.38 亿元）、辽宁（186.65 亿元）、福建（116.13 亿元）和广东（88.10 亿元）地区合计违约金额占全部新增违约主体到期违约规模 85% 以上。

从公募债券市场违约率来看，2020 年，宁夏、青海、吉林和辽宁地区发行人违约率均在 2.00% 以上，且宁夏和青海地区发行人违约率高于 6.00%，宁夏和青海地区发行人违约率较高主要受该地区企业样本量偏少影响。与上年相比，

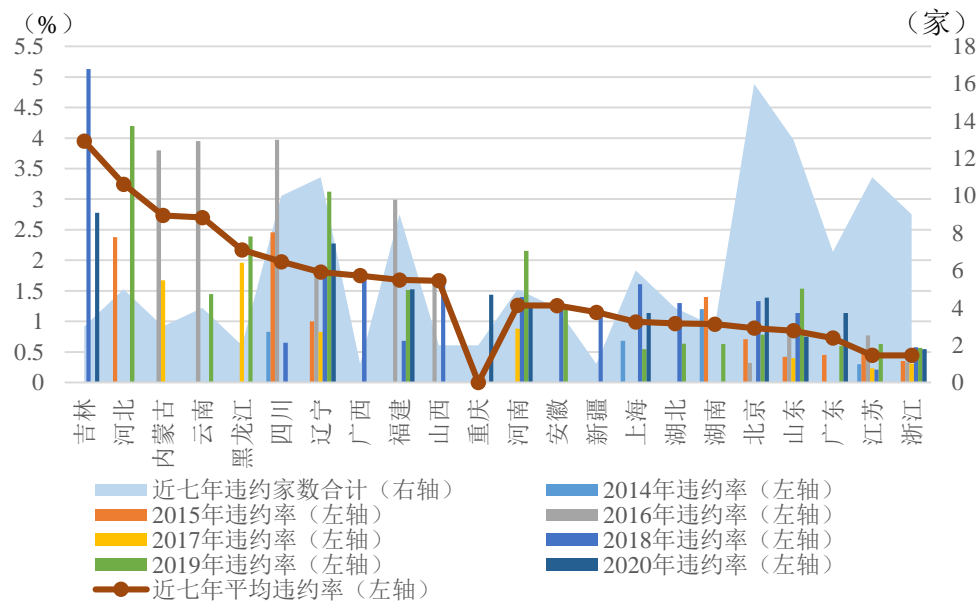
吉林、重庆、上海、广东和北京地区发行人违约率上升幅度较大。

从近七年公募债券市场不同地区企业平均违约率来看，吉林、河北、内蒙古和云南等地区平均违约率较高。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 9 2019—2020 年我国债券市场新增违约主体地区分布



注：1. 仅列出 2020 年样本数多于 30 家的地区； 2. 按近七年平均违约率由高到低进行排序

资料来源：联合资信 COS 系统

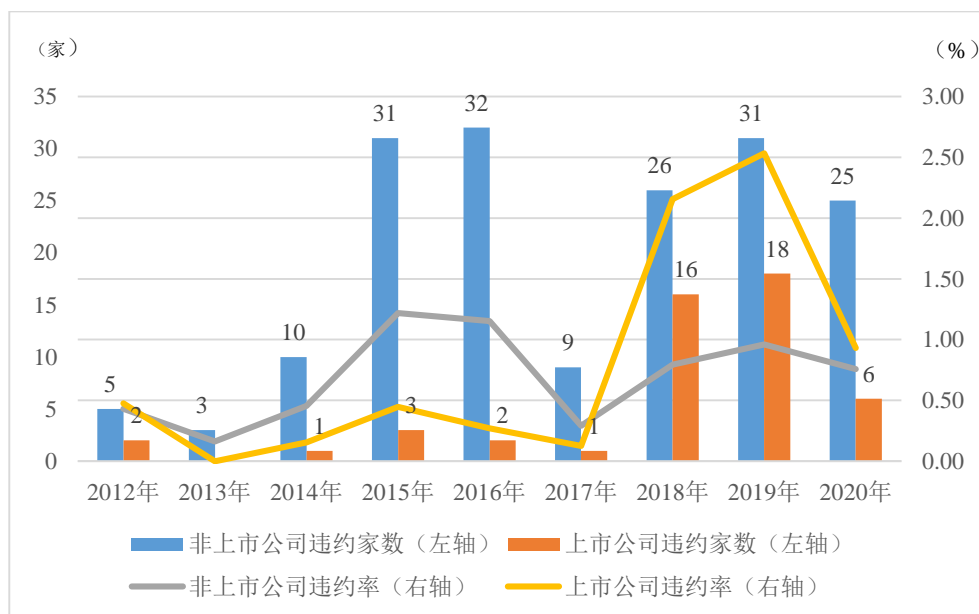
图 10 2014—2020 年我国公募债券市场分地区违约主体家数及违约率统计

从等级调整来看，2020 年，我国公募债券市场中北京（10 家）地区企业调降家数较多，广东和山东次之（均为 9 家），辽宁和重庆地区调降家数均为 5 家，

其余省份调降家数较少。调降率方面，2020 年我国公募债券市场中，海南、西藏、宁夏和吉林调降率相对较高，调降率均在 10% 以上，其余省份调降率较低。其中，海南、西藏和宁夏地区主要受样本量偏少影响；吉林地区民营企业和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）上市公司违约风险有所下降

2020 年新增违约主体中上市公司有 6 家，占比达到 19.35%，均较上年（18 家，36.73%）有所下降。从公募债券市场违约率来看，2020 年上市公司违约率为 0.93%，较上年（2.53%）和 2018 年（2.16%）均有所下降，但相较于 2018 年以前上市公司 0.50% 以下的违约率仍处于较高水平。整体来看，2020 年上市公司违约状况有所改善，主要由于 2020 年为应对新冠肺炎疫情对宏观经济造成的冲击，监管层连续释放呵护融资环境的措施，市场整体流动性较为充足，上市公司融资环境恢复相对良好。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 11 2012—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

（七）更多企业选择信用风险缓释措施以延缓债务风险

近年来，在违约常态化发生的背景下，债券市场风险持续暴露。政策方面，2020 年在疫情防控背景下，2 月，交易商协会在《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》中提出将积极引导投资者对疫情防控期间到期的公司债券，通过与发行人达成展期安排、调整还本付息周期等方式，帮助发行人度过困难期。7 月，沪深交易所发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，旨在规范公司债券置换业务、维护债券市场秩序、保护投资者合法权益。实践方面，2020 年，发行人采用的信用风险缓释措施主要包括展期兑付、场外兑付和债券置换，以及永续债到期后续期或递延支付利息等。

具体来看，2020 年采用展期方式的发行人数量与规模较大，且较上年大幅增加，涉及主体有北京桑德环境工程有限公司、中融新大集团有限公司、新华联控股有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、山东如意科技集团有限公司等多家发行人。其中，6 家发行人在债券展期后仍有其他债券发生违约情况，涉及主体为北京桑德环境工程有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、延安必康制药股份有限公司、中融新大集团有限公司、山东如意科技集团有限公司和新华联控股有限公司。

债券置换方面，上半年北京桑德环境工程有限公司发行银行间首单债券置换票据“20 桑德工程 EN001”，专项用于以非现金方式部分置换“17 桑德工程 MTN001”，但随后原债券与新置换票据相继发生实质性违约。此后，“17 华昌 01”、“20 瓦房 02”及“15 泛海 MTN001”也相继采用债券置换方式缓解偿债压力。

场外兑付方面，2020 年债市出现多起发行人与投资人协商场外兑付的案例。3 月，中融新大集团有限公司公告将“18 中融新大 MTN001”2020 年度利息的支付方式由场内支付变更为场外支付，但实际场外兑付的债项利率由原先 7.5% 的下调至 3%~4%；同月，山东如意科技集团有限公司公告称，“19 如意科技 MTN001”的利息将延迟三个月兑付，公司已与投资人达成一致，将采取场外兑付的方法；12 月，鸿达兴业股份有限公司未能按期支付“20 鸿达兴业 SCP001”本息，公司控股股东鸿达兴业集团与债券持有人达成场外兑付协议。场外兑付

具有高度的不透明性，如何公平以及公正的保障投资人的合法权益以及如何防范风险，均是投资人与监管需要关注的方面。

近年来永续债续期延息现象持续受到市场关注，由于永续债通常附带递延支付利息权，即发行人拥有可以递延其应付利息至以后期限而不构成违约的权利。因此，发行人可能因为信用情况恶化而出现利息递延的情况。2020 年永续债续期延息涉及主体有新华联控股有限公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司、三亚凤凰国际机场有限责任公司等。

整体来看，上述信用风险缓释方式多是发行人在阶段流动性压力下的被迫选择，虽然在短期内缓解了发行人的偿债压力，但并没有从根本上解决发行人偿债能力较低的问题，信用风险仍然较大。

二、2021 年我国债券市场信用风险展望

（一）2021 年全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看，2021 年我国债券市场主要信用债到期规模⁴约为 8.42 万亿元，考虑到将于 2021 年发行且 2021 年年内到期的超短融，按 2020 年情况估算，2021 年主要信用债到期规模可能达到 11.07 万亿元，较 2020 年（10.62 万亿元）增长 4% 左右。

此外，2021 年将有约 1.94 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 0.58 万亿被行权，较 2020 年（0.37 万亿元）增长 56.76%。合计来看，2021 年主要信用债偿债规模将在 11.65 万亿元左右。

从偿债节奏看，其中 3 月和 4 月单月的偿债量均在 1 万亿左右，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变。

从级别分布看，AAA 级主体所发债券到期规模约为 5.85 万亿元，占比（69.40%）较上年⁵（70.71%）略有下降，AA+主体所发债券到期规模约为 1.53 万亿元，占比（18.19%）较上年（16.30%）有所上升，AA 级及以下主体所发债券到期规模约为 1.04 万余元，占比（12.41%）较上年（12.99%）略有下降，各等级主体偿债压力相对稳定。

从企业性质看，2021 年国有企业偿债压力略有上升，其到期规模约为 6.78 万亿元，较上年（6.27 万亿元）增长 8.13%；民营企业债务到期规模约为 5090.53 亿元，与上年（5126.27 亿元）基本持平；公众企业债务到期规模约为 8938.96 亿元，较上年（9666.29 亿元）回落 7.52%；其他类型企业债务到期规模约为 2392.59 亿元，较上年（2084.24 亿元）增长 14.80%。

从城投企业债券到期规模看，2021 年城投企业总偿债量约为 2.54 万亿元，较上年（1.95 万亿）增长 30.26%。其中 3、4 月份偿债规模均在 3000 亿元以上，单月偿债压力较大。

从地区分布看，江苏、浙江省、天津、四川和北京的城投企业债务到期规模

⁴ 包含到期还款、提前还款。

⁵ 为保持可比，剔除 2020 年发行且于 2020 年年内到期的超短融，以下同。

较大，其中江苏省到期规模超 6000 亿元，其他四省市债务到期规模均在 1300 亿元至 2000 亿元之间，明年这些地区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、重庆、四川、浙江、湖南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 1770 亿元左右，偿债压力相对较大。

此外，2021 年进入回售期的城投企业债券规模约为 7929.82 亿元，按 30% 的实际回售率估算，将有 2378.95 亿元债券行权，较 2020 年（846.29 亿元）增长 181.10%。

从行业分布看，2021 年综合类（1.24 万亿元）、建筑与工程（1.21 万亿元）、资本市场（0.87 万亿元）、商业银行（0.71 万亿）电力（0.59 万亿元）、房地产管理和开发（0.54 万亿元）、交通基础设施（0.48 万亿元）、多元金融服务（0.44 万亿元）、石油天然气与供消费用燃料（0.42 万亿元）和金属、非金属与采矿（0.33 万亿元）行业的债券到期规模较大，其中多元金融服务（43.81%）、综合类（34.87%）、建筑与工程（32.45%）、电力（27.44%）和房地产管理与开发（24.61%）行业的债务到期规模增幅相对较大，偿债压力明显上升。

从地区分布看，2021 年北京（1.88 万亿元）、江苏（0.92 万亿元）、广东（0.85 万亿元）、上海（0.76 万亿元）和浙江（0.44 万亿元）的债券到期规模相对较大，西藏、海南、福建和湖北的信用债到期规模的增幅均在 50% 以上，上述地区明年偿债压力相对较大。

（二）2021 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，预计违约率不高于 2020 年

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是在国内经济持续回暖，经济内生动能逐步恢复的大背景下，针对疫情出台的各项宽松措施将有序退出，财政政策和货币政策将向常态化回归。二是在“稳杠杆”的长期政策取向，金融资源的配置需要进一步优化，部分过剩产能行业的企业，将难以像过去得到银行信贷或是非标融资的支持，信用风险将加速暴露。三是新冠肺炎疫情尚未完全得到

控制，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。

信用风险整体可控。一是中央经济工作会议提出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，货币政策不会出现“急转弯”。二是 2020 年 11 月金稳委会议召开，要求严格维护市场公平和秩序，严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益；2021 年央行工作会议也指出推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为的查处力度，在此背景下，发行人偿债意愿和地方政府股东协调意愿将有所加强。整体来看，我国债券市场信用风险仍然可控。

2. 民营企业尾部信用风险释放仍将继续，重点关注短期集中兑付压力较大的民企

一是我国民营企业较集中分布于制造业、建筑业和服务业等领域，近年来受终端需求放缓、成本上升、中美贸易摩擦影响，经营普遍承压，2020 年在疫情冲击下，民营企业营业利润增速出现断崖式下滑。短期内，疫情对民营企业的冲击还将持续，民营企业经营现金流将持续承压。二是近年来投资者对民营企业风险偏好有所下降，民企融资环境持续恶化，在货币政策向“常态化”回归的背景下，市场信用分化加剧，低资质民企再融资压力相对较大。三是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限。尽管政府通过创设信用风险缓释工具等方式支持民企融资，一定程度上有助于促进民企债券发行，但存在市场化不足，发行体量相对较小等问题，对缓解低资质民企融资困境帮助有限。整体来看，建议重点关注受疫情冲击较重、短期偿债压力较大、杠杆水平过高、财务费用高企、公司治理存在明显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，做好地方“弱国企”的风险排查

一是 2020 年 10 月《国企改革三年行动方案》正式落地，提出推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济将是未来国企改革的重点任务之一，在提高国有资本效率的目标下，加快剥离非主营业务和低效无效资产，开展困难企业和亏损企业的专项治理，加快“僵尸企业”的重组整合和市

场出清将是明确的方向。二是受疫情影响，地方国有企业盈利能力持续承压，2020 年地方国有企业利润总额和税后净利润增速持续处于负值区间。现阶段，新冠肺炎疫情影响尚未完全消退，内需尚未完全恢复，地方国有企业经营现金流或将持续承压。三是地方政府救助能力有所下降，近年来随着减税降费力度的增大，地方政府的财政收入增速持续下滑，2020 年在疫情冲击下，地方财政收入增长率始终处于负值区间，但财政支出仍大，地方政府的救助能力将有所下滑。整体来看，在宏观经济政策转向，国有企业盈利承压和地方政府支持力度减弱的背景下，地方“弱国企”信用风险将有所提升。

4. 城投企业经营环境整体保持稳定，关注层级较低城投企业信用风险

城投企业经营环境整体保持稳定。一是 2021 年是“十四五”开局之年，也是建党 100 周年，国内经济将坚持“稳中求进”，宏观政策将保持连续性、稳定性和可持续性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。二是 2020 年 12 月，中央经济工作会议指出，2021 年投资端要加大新型基础设施投资力度、实施城市更新行动、推动老旧小区改造、建设现代物流体系，要高度重视保障性租赁住房建设等，为城投企业提供一定的项目储备空间。三是 2020 年 8 月，《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》正式落地，推出县城新型城镇化建设专项企业债券，由市场化运营的公司法人主体发行，募集资金主要用于县城（含县级市城区）建设项目，重点包括县城产业平台配套设施建设项目、县城智慧化改造建设项目和县城新型城镇化其他领域建设项目，有助于推动县级城投平台发行债券融资。整体来看，城投企业经营环境将保持稳定。

城投企业信用水平分化加剧，关注层级较低的城投企业信用风险。一是 2021 年城投债到期和回售压力均有所加大。二是随着国内经济逐步企稳，2021 年货币政策将逐步向常态化回归，城投企业融资环境面临边际收紧的可能性。三是随着地方隐性债务风险化解工作的推进，地方债务规模管控要求的执行将更为严格，控制高风险区域债务规模的无序扩张，引导区域和城投平台合理举债，通过置换等方式逐步解决历史包袱是大势所趋。高债务率地区的城投平台新增融资限制将会趋严，其债券市场融资空间将更为受限。四是目前“城投刚兑”虽仍未打破，但 2020 年陆续出现了瓦房债置换、吉林铁投技术性违约、沈公用债

券担保代偿等信用风险事件，城投企业花式违约有所增多。五是城投企业的非标风险频繁暴露，仅就发债城投而言，据不完全统计，2020 年以来 56 个非标风险事件涉及 7 个省的 39 家平台。非标信用风险的持续暴露及地方国企信用债违约事件的发生，导致区域再融资环境恶化。未来，城投企业信用水平区域分化将持续加剧，再融资环境恶化地区的城投企业非标信用风险将持续暴露，债务负担重且债务到期集中、直融及非标融资占比高、对外担保规模大、再融资压力大的城投主体信用风险值得关注。

5. 适当关注房地产、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，一是中央始终坚持“房住不炒”总基调并将其列入“十四五”规划，未来各地对房地产的调控政策仍不会放松。二是自 2020 年 8 月“三道红线”新规出台以来，地产行业融资政策进一步收紧，年底出台的房地产贷款集中度管理制度，再度表明监管对于房地产融资收紧的态度，后续随着超限的中小银行对房地产贷款集中度进行调整，踩线较多、规模较小的房企授信额度可能会有所下调，资金来源愈发受限。三是 2021 年房企境内债和海外债均面临偿债高峰，部分偿债规模较大的房企各类杠杆提升空间均较为有限，再融资压力较大。整体来看，在“房住不炒”的政策基调下，2021 年偿债压力较大、负债率较高、流动性比较紧张、经营韧性较弱的民营房企信用风险值得关注。

煤炭行业方面，随着疫情得到控制，经济逐步复苏，明年煤炭总需求量或有所回升，煤炭价格有望保持稳定。但永煤违约对整个煤炭板块形成巨大冲击，投资者对历史债务包袱较重、非煤业务表现较差和偿债压力较大的煤炭企业担忧情绪较重，河南、河北等地国有煤企的再融资压力依然较重，上述煤企的信用风险值得关注。

消费类行业和交通运输行业方面，在新冠肺炎疫情的持续冲击下，航空、机场、旅游、公交、高速等出行板块企业盈利大幅恶化，零售、汽车、纺织服装、传媒和家电等可选消费行业企业盈利也因居民消费能力和消费意愿的下降而表现不佳。目前，国内疫情尚未完全得到控制，新冠疫苗的接种进度可能不及预期，上述板块难以在短时间内恢复到疫情前水平，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，疫情造成世界经济严重衰退，国际贸易和投资大幅萎缩，贸易行业企业经营持续承压。2021 年，中美关系不确定性仍然较大，疫情冲击短期内难以消退，贸易行业经营环境难言好转，需警惕行业尾部主体的信用风险。

6. 适当关注东北、西北、江浙等区域的信用风险

一是区域债券融资分化进一步加剧。东三省中，2020 年黑龙江、吉林省信用债净融资额较上年大幅下滑，辽宁省信用债净融资额依旧为负值；西部地区中，2020 年青海省信用债净融资额较上年大幅下滑，依旧为负值，甘肃信用债净融资额增速相对缓慢，宁夏和西藏信用债净融资额依然较低；中部地区中，河北和山西省信用债净融资额增速相对缓慢；此外，2020 年海南省信用债净融资额依旧较低，上述地区发债融资能力较弱。二是区域社融分化加剧。近年来，青海、西藏、宁夏、海南、内蒙古和东三省新增社融占比持续较低；2020 年，青海、辽宁和黑龙江新增社融增速均出现大幅下滑，上述区域融资能力相对较弱。三是永煤违约后，河南省债券发行规模急剧萎缩，煤炭大省河北和山西债券发行规模大幅下降且产业债信用利差大幅上行，反映出市场对上述区域担忧情绪较重，区域再融资压力较大。四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，受疫情影响，世界各国经济严重衰退，国际贸易大幅萎缩，江浙地区出口类企业经营持续承压，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。