



2022 年中国债券市场违约回顾与展望

联合资信 研究中心 | 林 青 | 郝 帅 | 董欣焱 | 刘晓光 | 薛逸竹



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



摘要

2022 年，在宏观经济承压、融资环境宽松但需求减弱的背景下，我国债券市场信用风险暴露形式从实质性违约向展期转变。具体来看，债券市场新增 8 家违约发行人，共涉及到期违约债券 45 期，到期违约金额合计约 232.62 亿元，同比均大幅减少；与此同时，展期成为延缓违约的常态化形式，新增展期数量远超违约数量。具体来看，首次展期发行人 28 家，涉及展期债券 95 期，展期规模 843.77 亿元，较 2021 年均大幅增加。2022 年，我国信用债市场高等级违约情况明显改善，级别倒挂问题有所缓和，但高等级主体展期频发；评级稳定性有所上升，信用等级和展望调降数量仍远超调升数量；违约和展期主体以民营房企为主，国有企业违约水平处于历史低位；违约企业行业集中度明显提升，房地产行业风险加速释放；监管延续严控新增隐性债务基调，城投企业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，信用债回售行权等因素，2023 年主要信用债偿债规模将在 12.60 万亿元左右。从偿债节奏看，3 月、4 月单月的偿债量在 1.20 万亿元以上，偿债压力相对较大。

从全市场信用债发行人信用状况来看，2022 年全市场信用债发行人信用资质有所下降，信用风险呈上升趋势。贵州省、山东省等省份城投企业以及建筑与工程、房地产管理和开发等行业产业债发行人信用风险上升家数较多。

展望 2023 年，债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控，在中央经济工作会议提出的稳健货币政策精准有力、支持房地产企业合理融资政策和支持民企融资政策不断发力的情况下，信用风险水平或有所下降。城投企业经营环境整体保持稳定，关注弱区域和区县级城投企业信用风险；关注房地产产业链相关行业企业的信用风险；适当关注西南、西北和江浙等区域的信用风险。

一、2022 年我国债券市场违约情况回顾

（一）信用风险暴露形式从实质性违约向展期转变

2022 年，国内外环境变化更加复杂严峻。从国际看，地缘政治冲突加剧，乌克兰危机爆发，极端天气频发，能源危机和粮食危机再现，全球通胀压力持续加大，美、欧等发达经济体引领全球“加息潮”，国际金融市场动荡加剧，全球经济增长动能明显减弱，下行压力增大。从国内看，疫情对我国经济造成较大冲击，经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，房地产市场持续下行、夏季高温干旱天气对经济运行带来一定扰动，我国经济恢复的基础尚不牢固。经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%，低于年初设定的 5.50% 增长目标。逐季来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度受疫情冲击，GDP 同比增速大幅回落；三季度稳经济政策效果显现，GDP 当季同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月疫控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，经济增长显著回落。工业经济方面，2022 年，全国规模以上工业增加值同比增长 3.60%；规模以上工业企业实现利润总额 8.40 万亿元，同比下降 4.0%，截至 2022 年末，工业企业营业利润率（6.09%）同比（6.81%）有所下降，工业企业盈利能力整体较去年有所下滑。融资环境方面，2022 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，央行通过降准、降息和公开市场操作维持社会流动性合理充裕，同时政策鼓励民营企业融资，民企融资环境同比有所改善；但受国内疫情反复、财政支撑力度减弱以及地产销售和消费需求疲弱等因素影响，实体经济融资需求总体偏弱。整体来看，2022 年，在宏观经济承压、融资环境宽松但需求减弱的背景下，我国债券市场违约形势缓和，信用风险暴露形式从实质性违约向展期转变。

2022 年，我国债券市场新增 8 家¹违约发行人²，共涉及到期违约债券 45 期，到期违约金额合计约 232.62 亿元，受 2021 年同期海航系破产重整³高基数影响，

¹ 2022 年下半年，“阳欣 04 优”和“阳欣 04 次”发生本息违约，其原始权益人“声赫（深圳）商业保理有限公司”不计入新增违约主体，仅将违约债券计入新增到期违约债券，其到期违约规模计入总到期违约规模中，以下统计同。

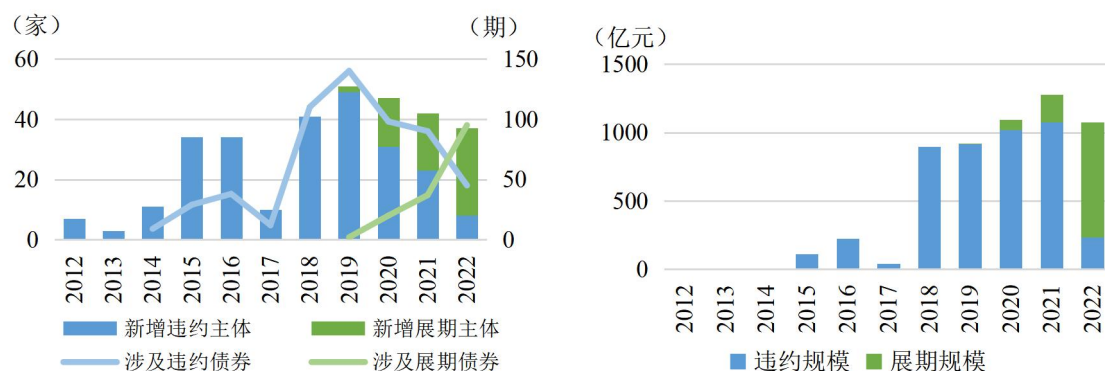
² 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保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 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。

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（23 家，87 期，1015.76 亿元）均大幅减少。2022 年，我国债券市场“重复违约”⁴发行人 9 家，涉及到期违约债券 20 期，到期违约规模合计约 130.93 亿元，重复违约较 2021 年（27 家，86 期，804.19 亿元）明显减少。截至 2022 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 743 期，到期违约金额合计约 6670.12 亿元。

与此同时，展期成为延缓违约的常态化形式，2022 年发行人积极采取信用风险缓释措施，**新增展期数量远超违约数量**。具体来看，**首次展期发行人 28 家**，涉及展期债券 95 期，展期规模 843.77 亿元，较 2021 年（19 家、37 期和 197.99 亿元）均大幅增加。其中，受宏观经济低迷和房地产行业周期调整影响，房企大面积展期，首次展期房企发行人数量占比 75.00%。此外，**16 期资产支持证券发生展期**，其穿透信用主体高度集中于出险房企，大多已发生债券展期。在目前房企支持政策持续推进的背景下，优质房企仍存在通过资产处置、抵押担保增信、引入战略投资者等方式平稳化解债务风险的希望，但是对于资产质量不佳、债务处置难度较大的展期主体而言，未来演化为实质性违约的风险依然较高。

⁴ “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。



注：展期主体不包含已发生实质性违约的企业

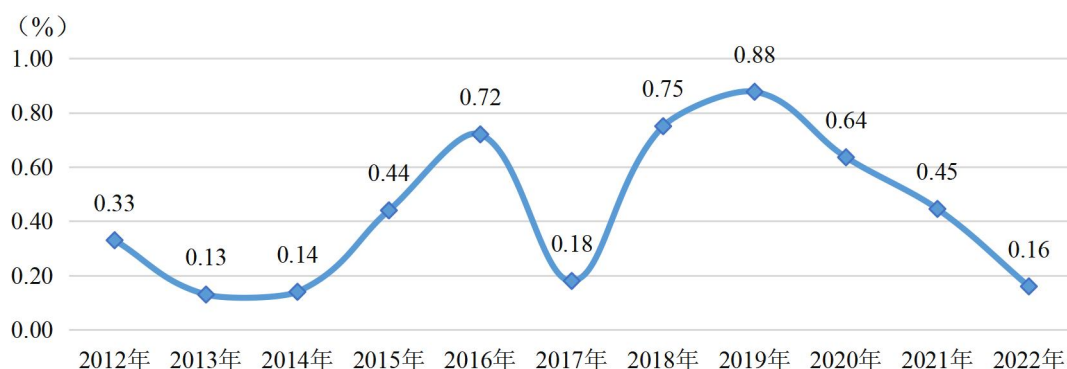
数据来源：联合资信

图 1.1 2012—2022 年我国债券市场新增违约和展期情况

（二）违约率倒挂问题有所缓和，但高等级主体展期频发

2022 年，我国信用债市场高等级违约情况明显改善，但展期频发，高等级主体信用风险仍然较高。具体来看，新增违约主体期初级别分布在 AAA 级~A- 级，其中 AA+ 级及以上的有 2 家，分别为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 25.00%，占比较上年（47.83%）大幅改善。从高等级主体展期情况来看，新增展期主体中 AA+ 级及以上的共有 14 家，占比 50.00%。

从违约率⁵来看，2022 年我国公募债券市场违约率约为 0.16%，违约率自 2019 年以来呈持续下降趋势，其中 AAA 级、AA+ 级和 AA 级主体违约率分别为 0.09%、0.17%和 0.13%，违约率倒挂问题有所改善。



注：受私募债对外信息披露较少影响，本文仅统计公募债券市场违约率

数据来源：联合资信

图 1.2 2012—2022 年我国公募债券市场违约率情况

⁵ 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。

表 1.1 2020—2022 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	2020 年			2021 年			2022 年		
	样本数	违约数量	违约率	样本数	违约数量	违约率	样本数	违约数量	违约率
AAA	951	3	0.32	1122	5	0.45	1169	1	0.09
AA ⁺	1036	6	0.58	1168	5	0.43	1203	2	0.17
AA	1765	7	0.40	1624	3	0.18	1548	2	0.13
AA ⁻	334	5	1.50	363	3	0.83	336	1	0.30
A ⁺	95	0	0.00	107	0	0.00	119	1	0.84
A	14	1	7.14	15	1	6.67	19	0	0.00
A ⁻	4	0	0.00	4	0	0.00	5	1	20.00
BBB ⁺	3	0	0.00	0	0	0.00	4	0	0.00
BBB	4	2	50.00	2	0	0.00	2	0	0.00
BBB ⁻	0	0	0.00	1	1	100.00	2	0	0.00
BB ⁺	1	1	100.00	1	1	100.00	0	0	0.00
BB	1	1	100.00	2	0	0.00	4	0	0.00
BB ⁻	0	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
B ⁺	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
B	0	0	0.00	0	0	0.00	3	0	0.00
B ⁻	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
CCC	0	0	0.00	1	1	100.00	0	0	0.00
CC	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
C	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
合计	4091	26	0.64	4266	19	0.45	4290	7	0.16

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.历史数据有追溯调整
数据来源：联合资信

（三）评级稳定性有所上升，信用等级和展望调降数量仍远超调升数量

2022 年，公募债券市场上共有 111 家发行主体信用等级发生调整，调整率为 1.90%，较 2021 年（2.57%）和 2020 年（5.68%）进一步下降，评级稳定性有所提升。

2022 年，公募债券市场信用等级和展望调降数量（111 家）仍显著高于调升数量（31 家）。调降发行人仍主要分布于建筑与工程（37 家，含城投企业及工程施工企业）和房地产管理和开发行业（12 家），调整原因普遍为上下游客户间接风险传导、公司利润出现亏损、短期偿付压力大、流动性下滑、盈利能力持续弱化、公司治理存在缺陷等。企业性质方面，民营企业发行人调降 53 家，占比接近一半；地区方面，发行人主要分布在广东、贵州、北京、和江苏等地。

表 1.2 2020—2022 年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
样本数量(家)	5768	6030	5836	5768	6030	5836	5768	6030	5836
调升数量(家)	235	17	25	5	3	6	240	20	31
调降数量(家)	93	138	86	24	50	25	117	188	111
调升率(%)	4.07	0.28	0.43	0.09	0.05	0.10	4.16	0.33	0.53
调降率(%)	1.61	2.29	1.47	0.42	0.83	0.43	2.03	3.12	1.90
调整率(%)	5.68	2.57	1.90	0.51	0.88	0.53	6.19	3.45	2.43

注：1.受私募债对外信息披露较少影响，本文仅统计公募债券市场信用等级调整情况；2.统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限视同其所发债券的有效期限；评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数；评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升，由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降；同一评级机构对同一发行人进行多次评级调整的，仅计一次

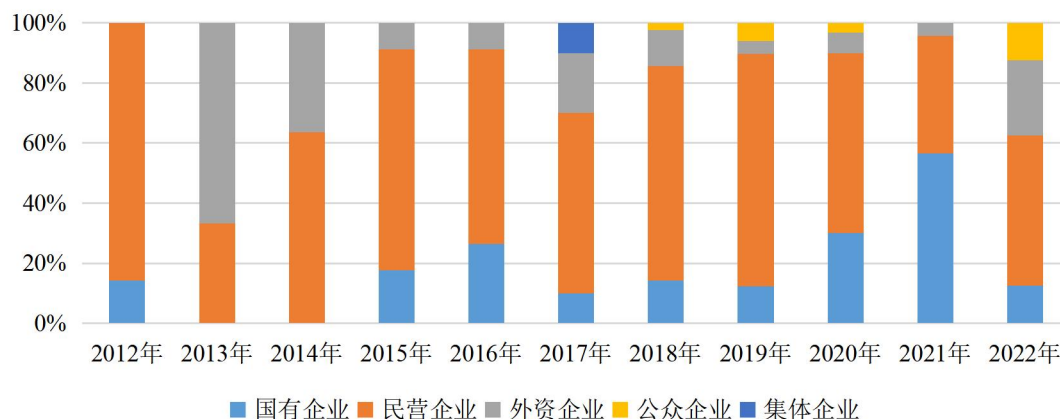
数据来源：联合资信

（四）违约和展期主体以民营房企为主，国有企业违约水平处于历史低位

2022 年，民企违约和展期频发，信用风险持续出清。具体来看，新增违约主体中民营企业有 4 家，占新增违约主体家数的一半，涉及到期违约金额 202.40 亿元，占比（91.96%）较上年（48.11%）大幅增长。从展期情况看，新增展期主体中民营企业有 17 家，展期规模 567.39 亿元，占比均超过 60%。从违约和展期的原因来看，受经济下行、疫情防控等因素影响，部分行业景气度下滑，民企抗风险能力和成本转嫁能力弱，盈利空间受到大幅压缩，内生流动性日益枯竭，叠加外部融资收紧、资产变现困难，最终引发流动性困难。其中民营房企大多自身杠杆高企，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。

国有企业方面，2022 年违约国有企业仅 1 家⁶，违约家数与违约债券期数较 2020 年和 2021 年均大幅下降，且无新增展期主体，违约水平处于历史低位，国有企业信用状况继续好转。国有企业多分布于产业链上游，受大宗商品和原材料涨价影响，财务状况有所改善，加之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。

此外，2022 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及 2 家外资企业阳谷祥光铜业有限公司和广西万通房地产有限公司。



数据来源：Wind，联合资信整理

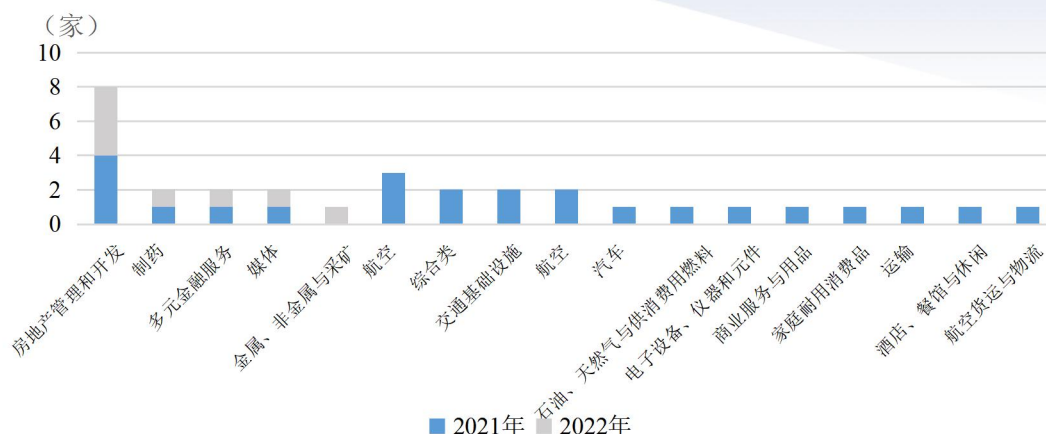
图 1.4 2012—2022 年新增违约主体企业性质分布情况

（五）违约企业行业集中度明显提升，房地产行业风险加速释放

1. 违约企业行业集中度明显提升，房地产行业进一步延续了集中违约态势

2022 年，我国新增违约主体涉及 5 个行业，较去年（16 个）明显减少。从违约家数来看，房地产管理和开发行业进一步延续了 2021 年的集中违约态势（均为 4 家），占比（50.00%）较上年（17.39%）大幅提升，违约企业行业集中度较高；其余行业违约企业均为 1 家，违约风险相对可控。此外，2022 年，我国新增展期主体涉及 6 个行业，较去年（11 个）有所减少，展期主体主要集中于房地产管理和开发行业（22 家），占比超 75.00%，较上年（26.32%）明显提升。

⁶ 武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司，原属湖北民营企业“当代系”，2021 年 6 月实际控制人变更为武汉市国资委。



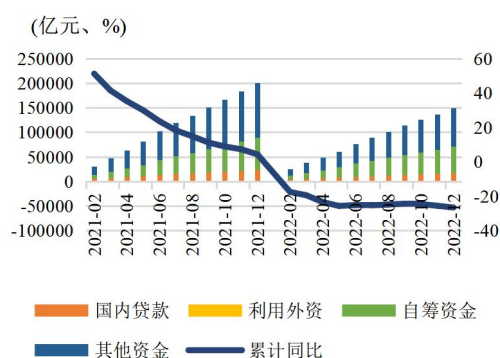
注：按 Wind 三级行业划分

数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 2021—2022 年我国债券市场新增违约主体行业分布

2.房地产行业下行与企业信用弱化形成负反馈效应，行业信用风险加速释放

2022 年房地产行业延续了去年的低迷态势，在销售端和融资端双向承压的同时，“停工断贷潮”进一步打压市场信心，行业基本面下行与房企信用弱化形成负反馈效应，行业信用风险加速释放。一方面，受国内疫情反复、经济下行压力加大及停工断贷风波等多重因素影响，房地产市场预期转弱，需求端萎靡，融资受阻，房企到位资金压力较大。2022 年，房地产开发企业到位资金累计 13.33 万亿元，同比下降 26.70%。另一方面，尽管今年以来房地产行业融资端政策持续发力，但受大中型房企违约事件频发影响，投资者偏好下行，房企融资表现出两极分化，资金更多地向优质房企归集。国有房企的债券净融同比大幅提升 320.26%，而民营房企净融依然为负，但净流出规模有所收缩。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.6 我国房地产开发到位资金情况

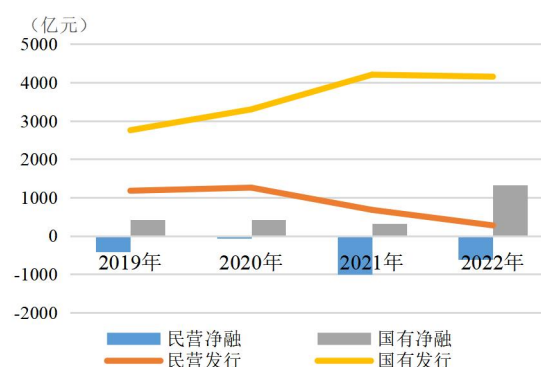


图 1.7 我国房地产行业信用债发行及净融情况

从违约房企自身情况来看，违约主体大多由于自身造血能力不足，财务杠杆过高，财务弹性欠佳，在疫情防控、行业景气度下行、外部流动性收紧等因素的冲击下，盈利和偿债能力恶化，最终引发违约。2022 年上半年，阳光城集团股

份有限公司及其股东福建阳光集团有限公司、北京鸿坤伟业房地产开发有限公司因长期通过高杠杆、快周转的方式快速扩张，在地产业调控及疫情防控等因素的冲击下，遭遇销售疲软、融资受阻等流动性困难，最终引发资金链断裂。2022年广西万通房地产有限公司（以下简称“广西万通”）发行的私募债券先后构成实质性违约。近年来，广西万通积极谋求业务转型，先后尝试涉足地产服务业和地产金融服务方向的第三产业，并尝试布局新能源电池业务，但最终结果均不理想。此外，广西万通房地产业务也从纯住宅开发过渡到以街区综合体和复合型社区开发为主，但由于其储备项目主要位于二、三线城市，在房地产行业政策以及疫情因素冲击下，盈利能力大幅下滑，叠加外部融资渠道受阻，最终引发违约。

3.房企积极展期纾解流动性危机，但后续发生实质性违约的风险仍较大

2022年，为有效缓解流动资金压力，助力企业重回良性发展轨道，房企积极寻求债券展期，展期主体数量快速抬升，对违约形成了明显的替代作用。具体来看，2022年债券市场共有22家房企发行人首次展期，涉及展期债券70期，展期规模687.43亿元，远超去年的展期量（5家、8期、25.22亿元）。此外，房企展期主体以高等级主体为主，AA+级及以上级别主体家数占比超60.00%，其中不乏恒大、融创等多家头部百强房企。

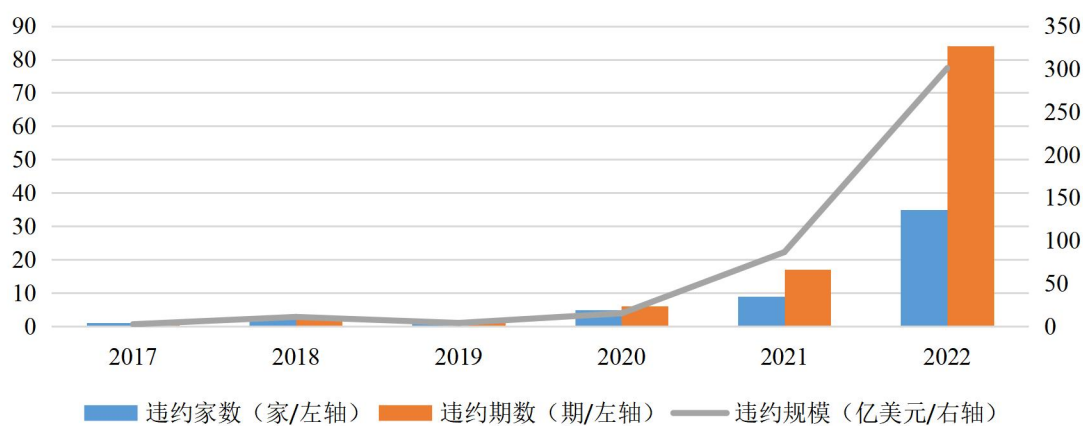
从展期期限来看，房企展期期限多介于6~24个月，个别债券设置展期期限较长，达5年，且房企展期期限呈现逐渐拉长的趋势。具体来看，2022年上半年，房企展期期限主要介于6~18个月，其中展期期限1年及以上的债券期数占比约60.00%；下半年，房企展期期限逐渐拉长，主要介于6~24个月，展期期限1年及以上的债券期数占比超80.00%，且展期期限上限由2年拉升至5年。**从兑付节奏来看**，包括期末一次性兑付和在展期期间内分次偿付两种方式，其中采取到期一次性偿付的债券期数约占60.00%。**从增信措施来看**，部分展期主体为展期债券增加额外增信条件，以提升投资人的信任程度，如金科地产以2家公司的部分股权及其对应的收益为展期债券提供质押增信；融创集团为展期债券增加多家公司部分股权及应收账款债权的质押增信、董事长无限连带责任担保等多项增信措施。**从展期债券的后续进展来看**，2022年部分展期企业因展期期限较短且自身造血功能尚未恢复，未能按时完成展期债券兑付工作，最终造成实质性违约或再次展期，如“21阳光城MTN001”、“18福建阳光MTN001”展期后发生实质性违约；“20恒大02”、“20恒大03”均出现再次展期。

整体来看，2022年展期房企加速累积，对违约形成了明显的替代作用，但考虑到部分债券展期期限较短，且可能存在分期逐步偿还债务本金或利息的情况，短期内仍面临一定的偿付压力，若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，后续再次展期或发生实质性违约的风险

仍然较大。

4.房企境外美元债风险加速释放

自 2020 年以来，在境内房企信用风险不断释放的同时，中资美元债市场风险也不断攀升。2022 年，共有 46 家中资美元债主体发生违约，涉及违约债券 99 期，违约规模 358.48 亿美元，其中房地产行业违约主体、期数及规模（35 家、84 期和 301.04 亿美元）的占比均超 75.00%，行业集中度很高。中资房企美元债违约主体家数、期数、违约规模较 2021 年（9 家、17 期、86.57 亿美元）和 2020 年（5 家、6 期、15.22 亿美元）明显增加。此外，今年中资美元债违约房企的穿透信用主体大多已于境内发生违约或展期，如阳光城、恒大、融创等。

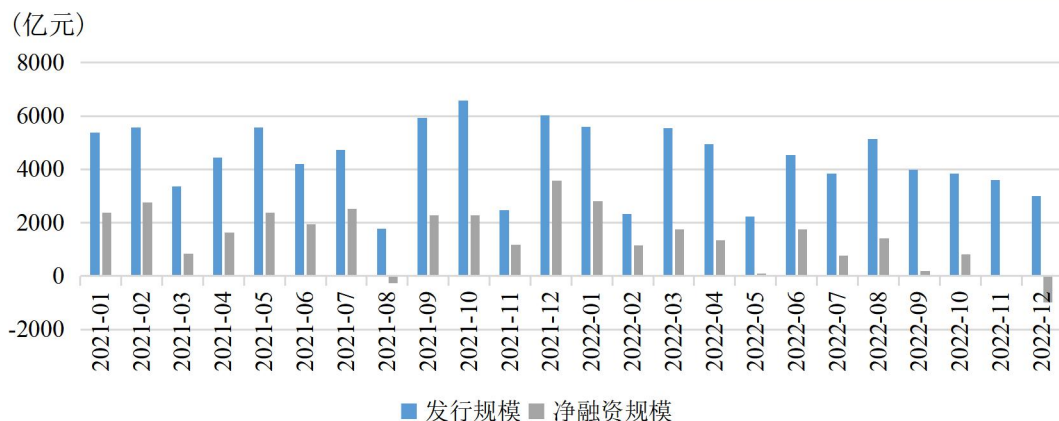


数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.8 2017 年—2022 年我国房地产行业的中资美元债违约情况

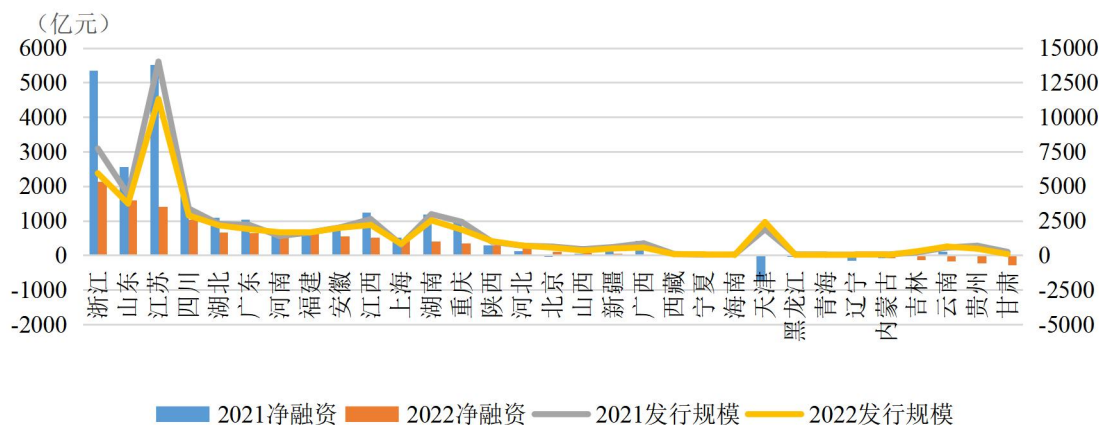
（六）监管延续严控新增隐性债务基调，城投信用风险事件持续发生

2022 年，城投债整体仍然延续严控新增隐性债务的基调，融资环境整体偏紧，城投债的发行规模和净融资规模均有所收缩。具体来看，2022 年城投债总发行规模为 4.86 万亿元，同比下滑 13.30%；同时，受前几年城投债市场的迅速发展影响，城投兑付压力持续加大，2022 年总偿还量达 3.75 万亿元，同比上升 14.93%；在发行收缩、偿还量上升的背景下，净融资规模出现明显下滑，净融资额为 1.11 万亿元，同比大幅下滑 52.57%。**区域方面来看**，城投债融资区域分化显著，经济相对发达、财政实力较强的区域仍为融资主力，2022 年浙江、山东和江苏地区的净融资规模位居前三，占全城投市场净融资规模的 46.21%，但净融资规模呈明显收缩态势；河南、河北、山西、天津等地城投债净融明显改善，其中天津净融资由上年的大规模净流出转为净流入；而贵州、甘肃等地的融资难度较大，净融资缺口持续扩大。**信用等级方面**，城投债发行主体仍以高等级主体为主，AA+级及以上发行人城投债发行规模占比由 72.95%攀升至 74.86%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.9 2021—2022 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 1.10 2021—2022 年主要省份城投债发行和净融资情况

2022 年，在疫情反复、地方财政承压、房地产市场低迷以及房企融资困境导致土地市场持续疲软等负面影响下，城投企业的现金流吃紧。部分经济财政较弱、债务负担较高的区域出现了技术性违约、商票逾期、非标违约以及银行贷款展期等事件，凸显出风险隐患。具体来看，**非标方面**，根据公开资料整理，2022 年城投企业的非标违约共 25 只，涉及 17 家平台；其中城投企业作为融资方的有 14 只，作为担保方的有 11 只。从区域及行政层级分布来看，非标违约集中在贵州、甘肃等弱区域的区县级城投企业。从产品类型来看，以信托计划为主。**商票方面**，2022 年以来，有越来越多的城投企业涉及商票逾期，引发市场高度关注。根据上海票据交易所披露的票据逾期名单，2022 年城投商票逾期主体数量显著增加，主要集中在山东省和贵州省的区县级城投企业和 AA 级弱资质城投。兰州城投**技术性违约**、遵义道桥**银行贷款展期**等，都对区域融资产生了显著的负面影响。此外，2022 年共有 31 家城投企业**评级被下调**（含展望下调），其中贵州省有 19 家，且多分布在遵义、安顺、毕节等区县。整体来看，城投企业虽然没有

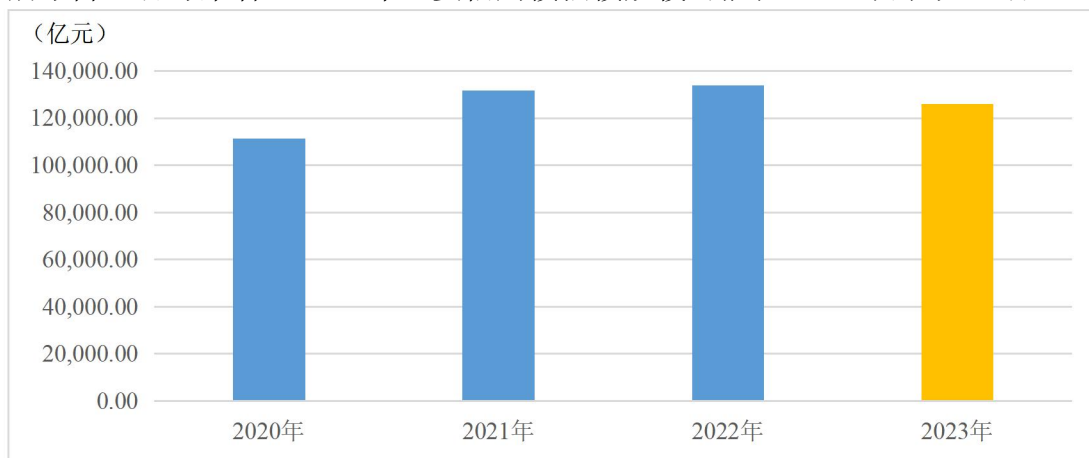
在债券市场出现实质违约，但在政策监管趋严、融资边际弱化引发市场担忧过程中，流动性压力明显增大，信用风险事件持续发生。

二、2023 年我国债券市场信用风险展望

（一）全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看，2023 年我国债券市场主要信用债⁷到期规模⁸约为 8.77 万亿元，考虑到将于 2023 年发行且 2023 年内到期的超短融，按 2022 年同期估算，2023 年主要信用债到期规模可能达到 11.71 万亿元，较 2022 年（10.58 万亿元）上升 10.68% 左右。

此外，2023 年将有约 3.00 万亿元信用债进入回售期，按 30% 的实际回售率估算，2023 年回售债券中约有 9000 亿元被行权，较 2022 年（1.24 万亿元）有所下降。合计来看，2023 年主要信用债偿债规模可能在 12.60 万亿元左右。



注：2020—2022 年为实际偿债规模，2023 年为预估偿债规模

数据来源：Wind，联合资信整理

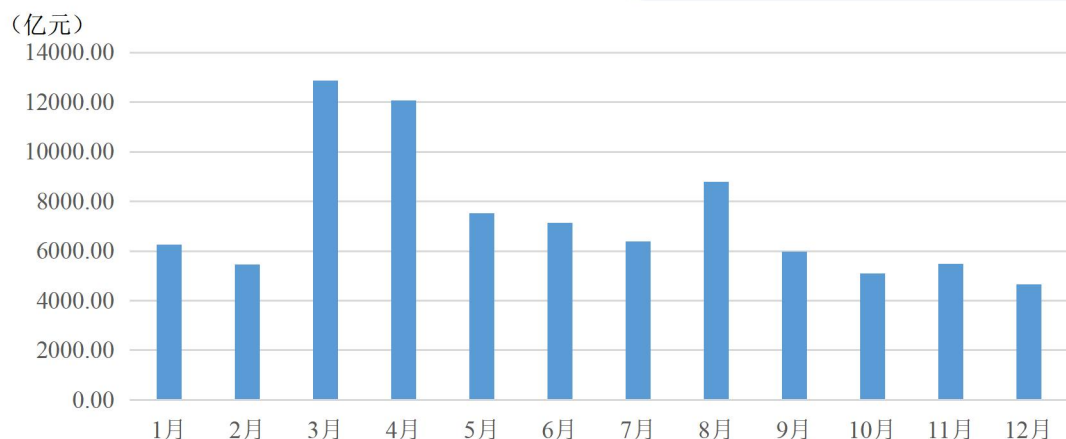
图 2.1 2020—2023 年我国信用债市场主要信用债偿债情况

由于 2023 年发行且于 2023 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 2023 年我国债券市场到期的 8.77 万亿元，主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看，3 月、4 月单月的偿债量在 1.2 万亿元以上，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变。

⁷ 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。

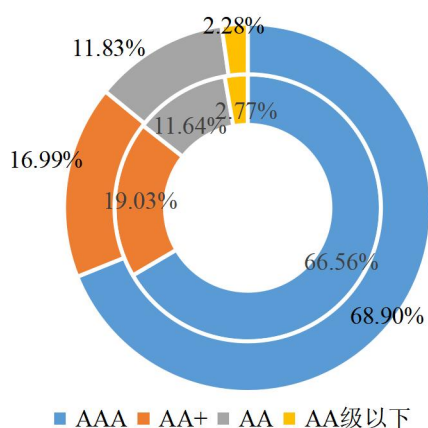
⁸ 包含到期和本金提前兑付。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 2023 年我国债券市场主要信用债到期情况

从级别分布看，AAA 级主体所发债券到期规模约为 6.04 万亿元，占比（68.90%），较上年⁹（66.56%）有所上升；AA+主体所发债券到期规模约为 1.49 万亿元，占比（16.99%）较上年（19.03%）有所下降；AA 级主体所发债券到期规模约为 1.04 万亿元，占比（11.83%）与上年同期（11.64%）基本持平，AA 级以下主体所发债券到期规模约为 2.00 万亿元，占比（2.28%）较上年（2.77%）有所下降，各级别主体偿债压力相对稳定。



注：内环为 2022 年，外环为 2023 年

数据来源：Wind，联合资信整理

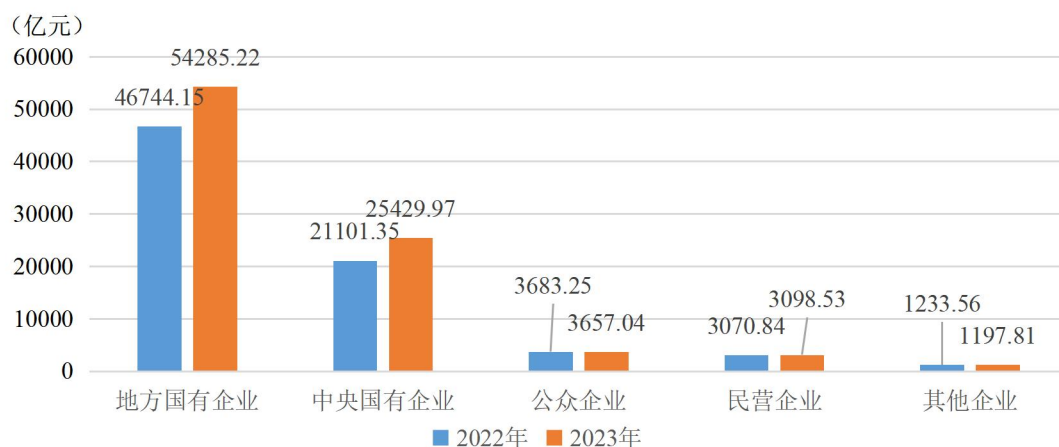
图 2.3 2022—2023 年我国信用债市场主要信用债到期级别分布

从企业性质看，2023 年地方国有企业债务到期规模约为 5.43 万亿元，较上年（4.67 万亿元）有所上升；中央国有企业债务到期规模约为 2.54 万亿元，较上年（2.11 万亿元）有所上升；公众企业债务到期规模约为 0.37 万亿元，民营企业债务到期规模约为 0.31 亿元，其他类型企业债务到期规模约为 0.12 万亿元，

⁹ 为保持可比，剔除超短期融资券样本，以下同。

均与上年同期基本持平。

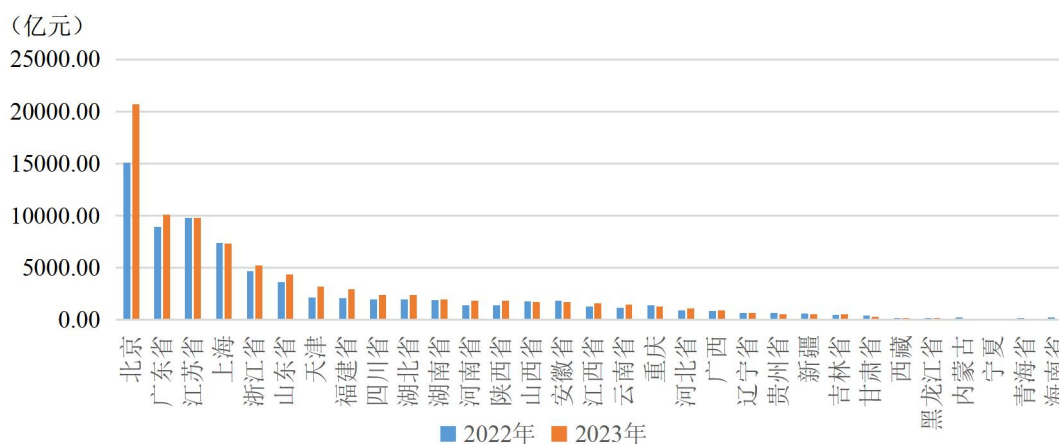
地方国有企业中，债务到期规模排名前十位企业合计占比达到 9.53%，在 4 月和 8 月集中兑付压力较大。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 2022—2023 年我国信用债市场主要信用债到期企业性质分布

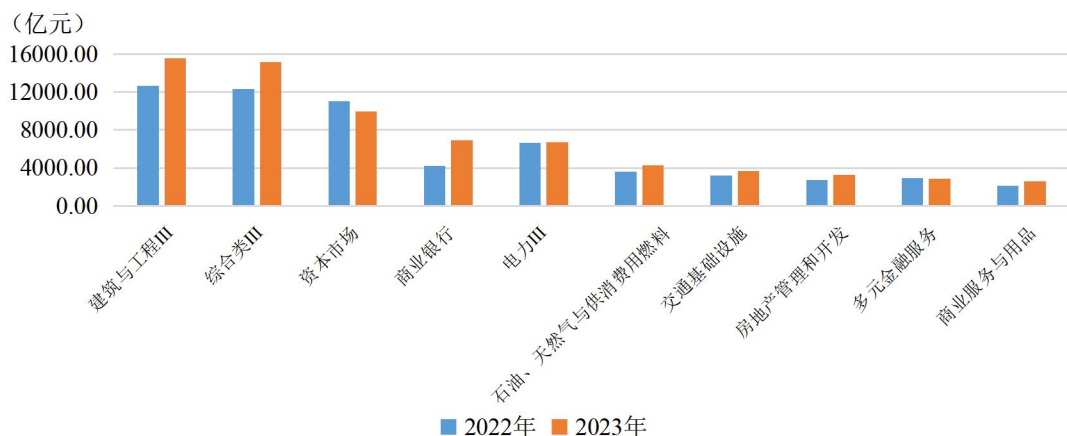
从地区分布看，2023 年，北京、广东、江苏、上海和山东省的债券到期规模排名靠前，区域偿债压力相对较大；与上年相比，2023 年北京（37%）、天津（48%）、福建（43%）、河南（30%）和陕西（30%）的债券到期规模大幅增长。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 2022—2023 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，2023 年，建筑与工程、综合类、资本市场、商业银行、电力行业企业债券到期规模排名靠前，偿债压力相对较大。其中，建筑与工程（23%）、综合类（23%）、商业银行（65%）、房地产管理和开发（19%）和商业服务与用品（23%）行业企业债务到期规模增幅较大，偿债压力明显上升。此外，互联网软件与服务（308%）、燃气（75%）、保险（193%）、建筑产品（108%）和专业服务（140%）行业债务到期规模较上年大幅增长，偿债压力明显增大。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 2022—2023 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，2023 年城投企业总偿债量约为 2.90 万亿元，较上年（2.43 万亿元）增长 19.04%。其中 3 月份和 4 月份偿债规模在 3400 亿元以上，单月偿债压力较大。

从地区分布看，江苏、浙江、山东、天津、湖南和广东省的城投企业债务到期规模较大，其中江苏到期规模超过 7000 亿元，其他三省市债务到期规模均在 1500 亿元至 3000 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、浙江、湖南、湖北、四川和山东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 2600 亿元以上，偿债压力相对较大。

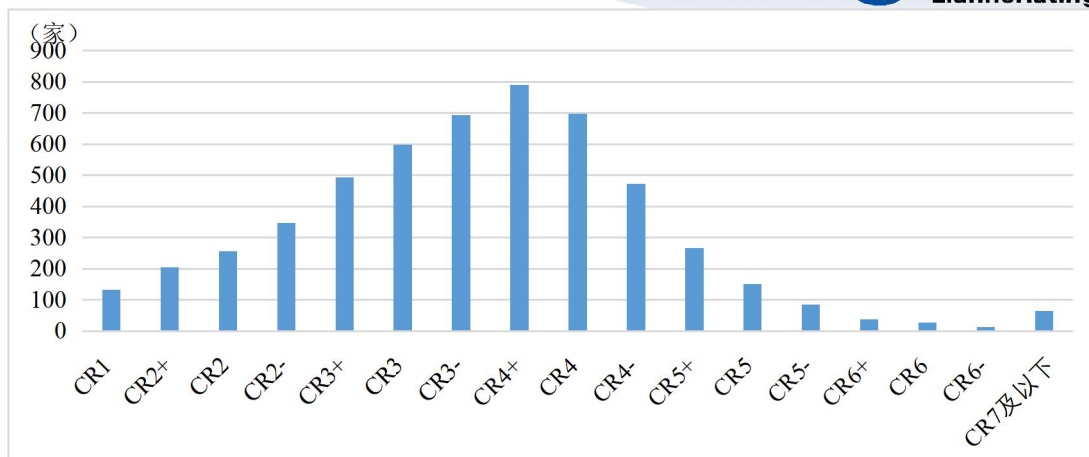
此外，2023 年进入回售期的城投企业债券规模约为 1.96 万亿元，按 30% 的实际回售率估算，将有 0.59 万亿元债券行权，较 2022 年实际回售规模（0.70 万亿元）有所下降。

（二）全市场信用债发行人信用状况

根据联合资信“3C”评级¹⁰结果统计，2022 年全市场信用债发行人信用资质¹¹有所下降，具体表现为 CR3-级及以上发行人占比有所下降，CR4+级及以下发行人占比有所上升，全市场信用债发行人整体的经营能力、财务能力和可持续发展能力均有所下降。

¹⁰ “3C”信用评级是由联合见智发起，与联合资信开展技术合作，双方共同研发的、覆盖中国债券市场全行业发行人的、高区分度的信用评级，创新性地提出了“经营能力+财务能力+可持续发展能力”的三维分析框架，更加全面准确地反映企业信用水平，为债券市场参与者提供更好的信用风险服务。

¹¹ 财务数据基于 2021 年年报。



注：CR1 至 CR10，信用风险逐步升高

图 2.7 2022 年我国信用债发行人信用状况

根据联合资信债市风险智能监控与预警系统¹²的预警结果显示，2023 年初，我国信用债市场存续信用债发行主体的信用风险等级以低风险等级为主，与 2022 年初相比，风险呈上升趋势，其中，风险未发生改变的企业 1272 家，风险上升的企业 2736 家，风险下降的企业 1422 家。

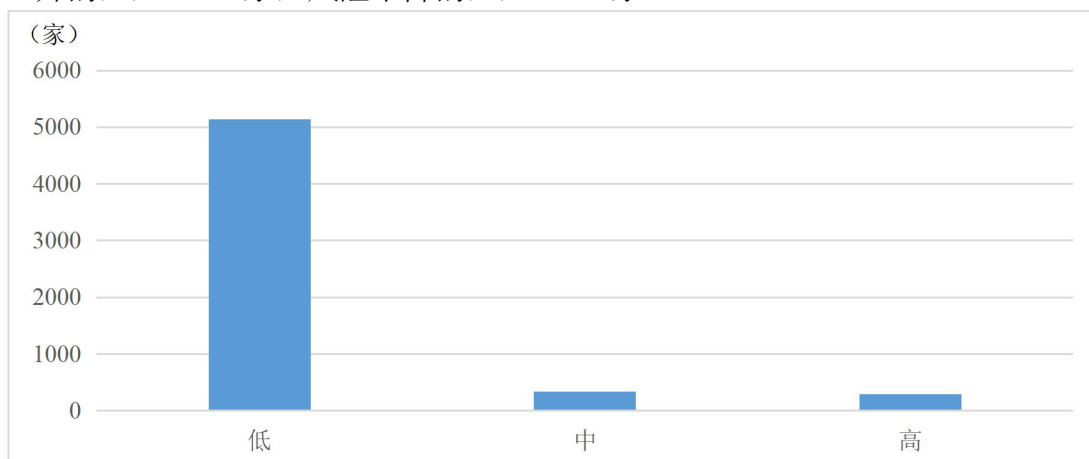


图 2.8 2023 年我国信用债发行人风险等级分布情况

¹² 联合资信债市风险智能监控与预警系统是利用大数据等先进的信息技术手段，构建的一个完备的债市风险监控体系，该系统基于对企业信用风险来源和违约机理的归因，形成重大信用事件、经营财务 ESG 等舆情、财务风险、财务弹性、市场价格和信用等级六大类风险信号，并制定相应的风险预警规则对企业进行风险得分计算，根据得分将企业划分为高、中、低三类风险，分别给予红、黄、绿警示灯进行展示，违约企业直接黑灯展示。

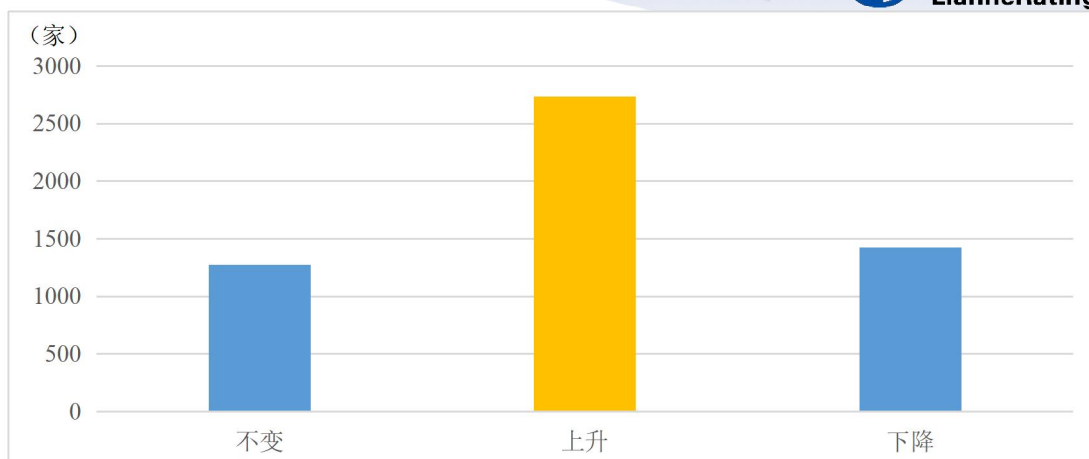


图 2.9 2022—2023 年我国信用债发行人风险变动情况

城投企业中，贵州省、山东省、湖南省、四川省、江苏省、重庆、云南省和陕西省风险档次上升的企业家数最多，其中贵州省风险档次由低升高和中升高的城投企业家数最多，共 26 家，其次为山东省，由低升高和中升高的城投企业共 13 家。

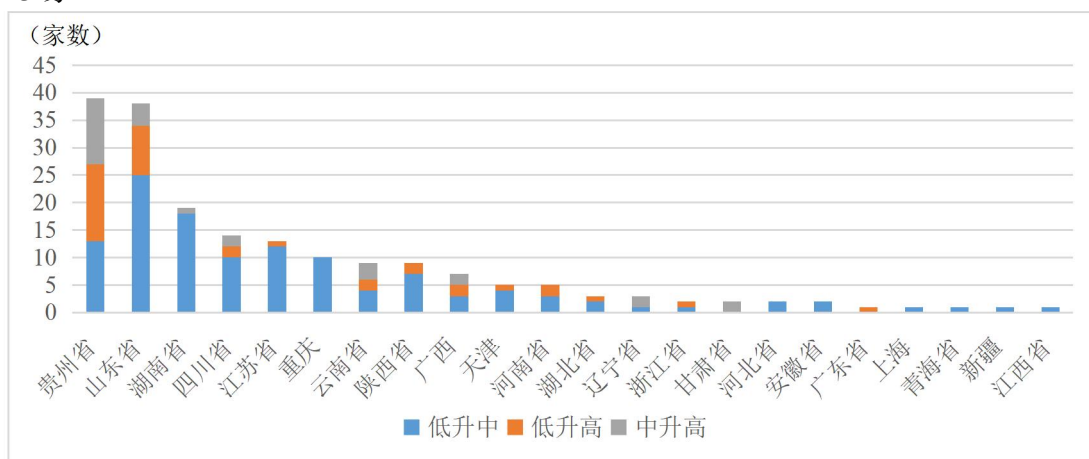


图 2.10 2022—2023 年城投企业风险上升情况

产业债发行人中，建筑与工程、房地产管理和开发、综合类、金属、非金属与采矿和商业服务与用品行业风险档次上升的企业家数最多，其中房地产管理和开发行业风险档次由低升高和中升高的企业家数最多，共 20 家，其次为建筑与工程行业，由低升高和中升高的企业共 9 家。

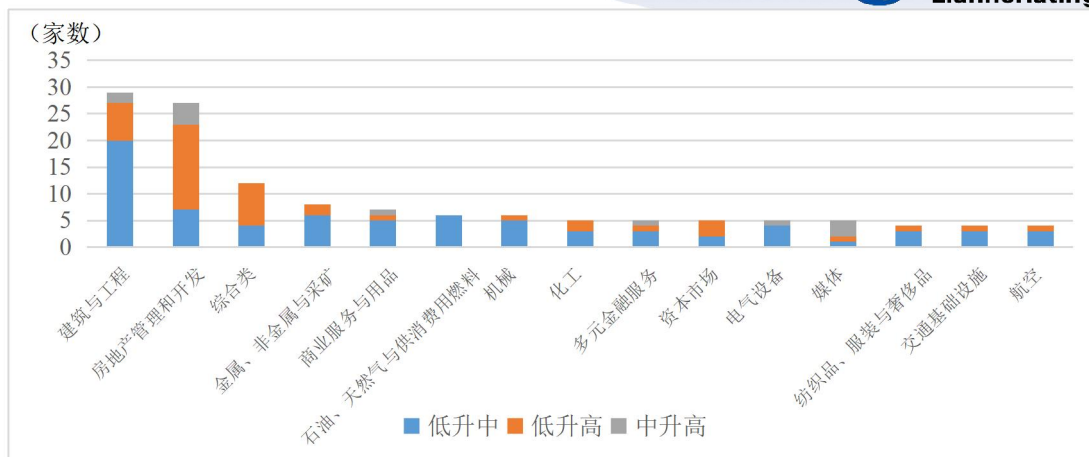


图 2.11 2022—2023 年产业债发行人风险上升情况

（三）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，信用风险水平或有所下降

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是当前我国经济恢复的基础尚不牢固，仍然面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，经济下行压力较大；二是当前疫情发展仍具有一定的不确定性，疫情大规模爆发短期内将对经济产生较大冲击，餐饮、文化等服务行业经营风险仍然较大；三是房地产行业企业偿债压力仍然较大，信用风险将持续暴露，房地产投资短期内难以企稳，地产产业链相关企业仍将持续受到冲击；四是理财净值化转型背景下，2022 年 11 月以来随着债市调整，理财陷入“净值下跌-理财赎回-抛券”的流动性负反馈，导致对长久期低评级品种需求进一步降低。在此背景下，经营能力下滑、杠杆水平较高、短期偿债压力较大的弱资质发债主体出现信用风险的概率仍然较大，债券市场信用风险仍将持续暴露。

债券市场信用风险整体可控，信用风险水平或将有所下降。一是 2022 年 12 月，中央经济工作会议指出稳健的货币政策要精准有力，保持流动性合理充裕，在此背景下，明年货币政策有望继续维持当前稳健宽松的基调；二是 2022 年 11 月以来，房地产融资放松政策不断出台，“三支箭”相继落地，市场情绪得以稳定，优质房地产企业的融资需求得以满足，行业融资企稳回升；三是 2022 年以来，监管部门相继出台系列政策支持民营企业融资，扩宽民营企业融资渠道，完善民营企业融资机制，提高对民营企业的服务质效，降低民营企业融资成本，民营企业融资环境或将有所改善。四是 2022 年 4 月，《金融稳定法》正式对外征求意见，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。

2.城投企业经营环境整体保持稳定，关注弱区域和区县级城投企业信用风险

稳增长背景下城投企业经营环境整体保持稳定。一是 2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年经济工作要坚持“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，加大宏观政策调控力度。在“稳增长”的政策目标下，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，经营环境将保持稳定。二是 2022 年 11 月以来，疫情防控措施优化，经济基本面有望逐步回暖；此外，房地产企业融资端和需求端政策持续释放利好，房地产市场下行趋势或将扭转，土地出让市场边际修复。在此背景下，地方政府财政收入有望整体好转，地方政府对城投企业的业务回款及资金支持或将有所改善。三是 2022 年 6 月 13 日，国发 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的外部支持力度有望加强。

城投企业信用水平分化加剧，关注尾部区域和区县级城投企业信用风险。

一是 2023 年中央经济工作会议中多次强调对隐性债务保持“控增化存”的长期监管思路，靠城投企业大规模融资建设刺激地方经济增长的模式不可持续，地方基础设施建设所需资金将更多通过地方政府发行专项债券予以支持，城投企业融资环境难言放松。二是 2021 年以来，部分地区土地出让金收入下滑明显，地方政府财力下滑，城投企业相关业务回款受阻，同时，为托底区域房地产市场，城投企业可能加大拿地力度或投入较多资金保障房地产项目完工交付，加大城投企业流动性压力。三是城投企业银行贷款仍将受到银保监会 15 号文的管控，流动资金贷款难以大规模增加。四是 2021 年以来区县级城投企业受城投行业融资政策收紧的影响较大，净融资规模出现明显压降，偿债压力有所加大。五是城投企业商票逾期、非标违约、银行贷款展期等信用事件频发，地方政府债务腾挪空间大幅压降，警惕上述信用风险事件向债券市场传导风险。**整体来看**，城投企业信用水平区域分化将持续加剧，2023 年，财政收入不佳、短期集中偿债压力大、非标融资违约高发、非标融资占比高、再融资压力大的弱区域和区县级主体的信用风险值得关注。

3.关注房地产产业链相关行业企业的信用风险

房地产行业方面，一是 2022 年 11 月以来，房地产融资放松政策不断出台，“地产行业三支箭”陆续落地，房地产企业融资环境得以改善；同时，2022 年 12 月中央经济工作会议指出要满足房地产行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。房地产融资政策放松力度较大，但最终实际支持仍主要集中在优质企业上。二是政策支持资金主要帮助房地产企业实现“保交付”，房企恢复正常经营仍依赖于销售端的回暖，而在居民失业率处高位、

人均可支配收入增速放缓背景下，居民贷款能力和偿还能力均有所下降，居民部门加杠杆购房能力明显下滑，短期内房地产销售改善空间有限。三是满足支持条件的房企最终能否按时足额偿还支持资金仍具有一定的不确定性，相关金融机构参与积极性并不高。四是“保交付”政策本身和建材涨价压力将对房地产企业现金流形成较大制约。**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、融资渠道狭窄、项目资质差及经营低效的民营房企和弱资质国有房企信用风险仍值得关注。

建筑行业方面，一是建筑施工行业的业务模式一般会产生较大垫资，呈高杠杆运行的特点，行业内企业普遍存在较大的资金压力，短期偿债压力较大。二是建筑施工企业的下游房地产行业信用风险仍将持续暴露，对建筑施工企业回款速度造成负面影响，房地产投资短期内难以出现实质性回暖，建筑施工企业的流动性压力进一步凸显。三是在建筑业下行周期的背景下，行业集中度进一步提升，国有企业和民营企业盈利能力分化加剧，同时，民营企业受到再融资能力弱化影响，短期偿债能力下降明显。**整体来看**，偿债指标明显弱化、资金链压力较大的弱资质民营企业信用风险值得关注。

4.适当关注西南、西北和江浙等区域的信用风险

一是区域融资能力分化加剧。2022 年前三季度，重庆、青海、吉林、内蒙古和贵州等地区新增社融大幅下滑，青海、西藏、宁夏、海南和辽宁等地区融资能力较弱，新增社融规模均不足 1500 亿元。二是区域产业债利差分化明显。2022 年 12 月以来，云南、甘肃、广西、内蒙古、吉林、新疆等地区产业债信用利差持续走阔且处于高位运行，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较多，且以贸易、制造业和出口加工型为主，2023 年，国际环境更趋严峻复杂，外需走弱背景下，我国出口仍面临下行压力，行业信用风险较高，建议对区域内相关企业的风险予以关注。

附表

附表 1 2022 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
广西万通房地产有限公司	外商独资企业	房地产管理和开发	广西

注：发行人行业按 Wind 三级行业划分；企业性质按 Wind 分类，下同

数据来源：Wind，联合资信整理

附表 2 2022 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
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
上海世茂建设有限公司	外商独资企业	房地产管理和开发	上海
融信（福建）投资集团有限公司	民营企业	房地产管理和开发	福建省
奥园集团有限公司	中外合资企业	房地产管理和开发	广东省
冠城大通股份有限公司	外资企业	房地产管理和开发	福建省
佳源创盛控股集团有限公司	民营企业	房地产管理和开发	浙江省
正荣地产控股股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	上海
上海宝龙实业发展（集团）有限公司	外商独资企业	房地产管理和开发	上海
当代节能置业股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	北京
广州市时代控股集团有限公司	民营企业	房地产管理和开发	广东省
厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	中外合资企业	房地产管理和开发	福建省
俊发集团有限公司	民营企业	房地产管理和开发	云南省
中天金融集团股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	贵州省
荣盛房地产发展股份有限公司	民营企业	房地产管理和开发	河北省
鑫苑（中国）置业有限公司	外商独资企业	房地产管理和开发	河南省
重庆市中科控股有限公司	民营企业	建筑与工程	重庆
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
中静新华资产管理有限公司	其他企业	多元金融服务	上海
北京信利投资股份有限公司	民营企业	多元金融服务	北京
红星美凯龙控股集团有限公司	民营企业	商业服务与用品	浙江省

深圳深业物流集团股份有限公司	民营企业	航空货运与物流	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	湖北省

数据来源：Wind，联合资信整理