

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

近期中国信用债违约形势变化浅析

摘要

本文以2014年1月至2021年11月作为考察期，分析了近年以来我国信用债市场违约形势若干变化。

从违约企业属性来看，民营企业稳居第一大违约主体地位，但本文重点关注国企违约现象自2020年以来有所加剧，尤其部分违约案例引发广泛关注，国企刚兑信仰受到冲击。国企违约背后原因有宏观经济、疫情影响、企业高负债等诸多因素。值得注意的是，从行业来看，计算机、汽车等行业国企违约规模虽大，但主要原因受企业个案因素影响。

从信用评级角度来看，AAA级信用债自2018年以来违约现象加剧，尤其2020年以来违约现象梯级提升，与新冠肺炎疫情影响下宏观经济增速放缓有关，也与投资者避险情绪增长有关，以及债券发行市场评级往AAA集中的态势有关。在信用评级行业健康、规范发展重要政策指引下，国内信用债市场的信用评级质量有望不断改善、评级区分度有望加强，AAA高等级信用债违约现象或将呈现减少态势。

从各行业债券违约总体来看，违约债券违约时余额合计值较大的行业依次包括：综合、商业贸易、房地产、建筑装饰、交通运输、计算机、汽车等，违约规模较少的行业则包括：建筑材料、休闲服务、非银金融、国防军工、传媒、轻工制造、农林牧渔等。本文关注到了商贸、计算机、房地产等行业违约高峰期现象，也点明了2019年以来钢铁、建筑材料、休闲服务、电气设备等顺周期行业债券整体未受疫情和GDP增速波动而发生违约。

此外，本文还分析了违约常态化、规模化等背景下，我国违约债券处置制度建设及其实践情况，整体而言，我国违约债券兑付比例依然偏低，违约债券转让等处置业务还有待大力发展。

相关研究报告：

- 1.《新增债券违约率上升，继续关注房企违约风险--2021年第三季度信用债违约分析》，2021.10.14
- 2.《首次违约主体数量下降，关注民营企业违约风险加大--2021年第二季度信用债违约分析》，2021.07.14
- 3.《新增债券违约率继续扩大，“海航系”企业接连违约--2021年第一季度信用债违约分析》，2021.04.12
- 4.《违约主体行业分散，国企违约超出预期--2020年第四季度信用债违约分析》，2021.02.02

我国债券市场自2014年以来，违约事件持续发生。尤其2018年下半年以来，受到宏观经济增速放缓和经济结构性调整优化、国际局势复杂变化以及新冠肺炎疫情等影响，信用债违约形势明显呈现常态化、规模化、违约成因复杂多元化等特点，参见图1。近年信用债违约形势及其变化，不仅牵涉到投资者和发行人利益，也关系到整个债券市场体系运行的稳定。加强信用债违约形势研究，不仅有助于投资者更加全面、深入了解国内债券市场运行情况，也有利于监管部门为加强债券市场违约风险防控、优化债券风险监管方式提供参考素材。本文以2014年1月至2021年11月作为考察期，在对Wind资讯提供的数据进行调查统计的基础上，分析了近年以来我国信用债市场违约形势若干变化，以供有关各界参考。

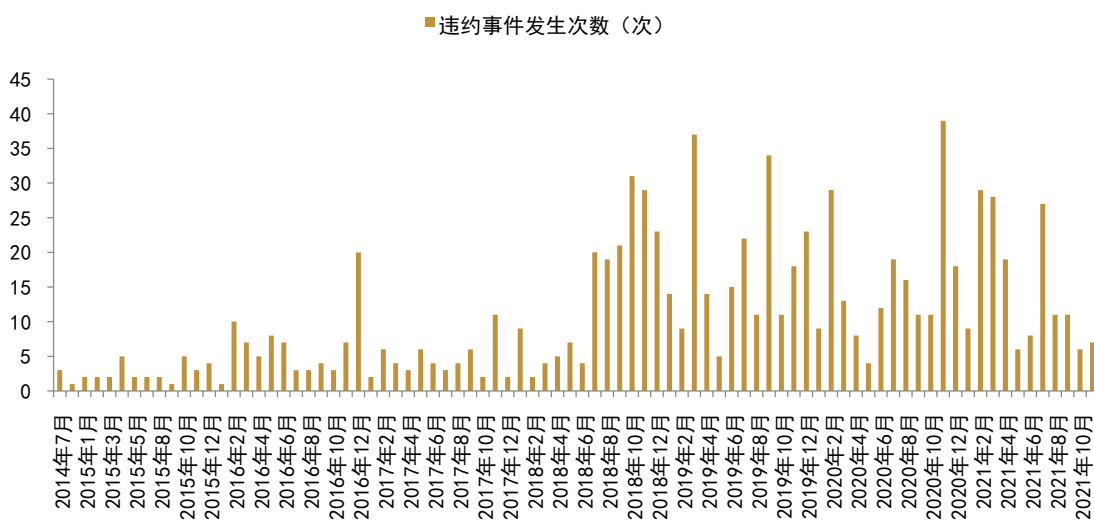


图1：近年以来各月信用债违约事件发生次数变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一、国企违约现象有所加剧，部分违约案例引发广泛关注

历年我国违约债券从发行主体结构来看，均以民营企业为第一大违约主体。从累计情况来看，考察期内，Wind 资讯统计显示，202 家违约债券发行人（集合企业债发行人按 1 家算）中，有民营企业 136 家，占 67.33%；国有企业 44 家，占 21.78%；外资企业 10 家，占 4.95%；公众企业 6 家，占 2.97%。此外，另有 6 家发行人未统计公司属性，其中部分企业的债券在广西北部湾股权交易所等场外发行，或以集合企业债发行。国有企业是我国债券市场发行主力，但图 2 所示历年国企债券违约次数明显小于民企，与总体上国企拥有相对较强的外部支持等有一定的关系。

从国有企业违约态势变化来看，图 2 显示，2015 年到 2019 年，国企违约态势变化较为平缓，但自 2020 年开始违约形势加剧，2020 年国企债券累计违约 68 次，同比（23 次）增长 195.65%，2021 年前 11 月国企债券累计违约 51 次，同比（65 次）下降 21.54%，但较 2019 年同期（19 次）增长 168.42%。本文对 2020 年首次发生债券违约的 15 家国有企业的截至 2019 年（末）财务状况梳理发现，这些违约企业普遍债务杠杆偏高（13 家企业资产负债率为 73% 以上）、流动性欠佳（13 家企业速动比率低于 0.8），与此同时 EBITDA 普遍不足覆盖带息债务。

尽管不少国企在债券违约后积极推动兑付，但近期国企债券违约增长势头引发市场密切关注，尤其AAA级国企债券违约一定程度上导致投资者对国企债券的信心受挫。例如2020年以来，北大方正、永煤集团、华晨汽车等违约事件成为金融界和传媒界关注热点。永煤事件发生以来，我国政府加大打击逃废债行为力度。2021年2月，国务院国资委发布《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，将债务风险突出的企业纳入重点管控范围，重点防控债券违约，严禁恶意逃废债行为。2021年4月，受永煤事件等对投资者投资煤炭行业债券信心下挫等影响，山西省组织召开“山西信评大会”以稳定债券投资者情绪，提振市场信心。

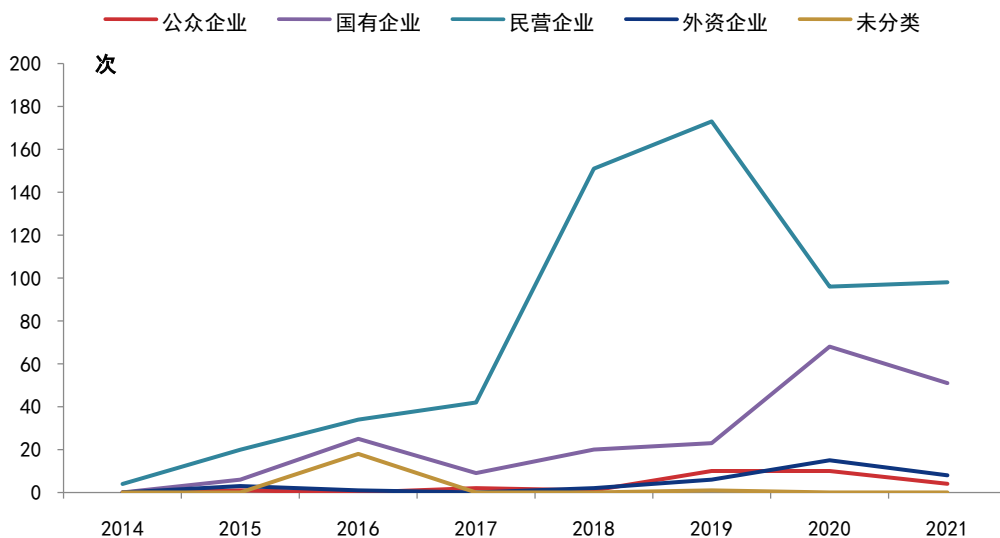


图2：历年各类企业所属债券违约次数变化

注：2021年统计截至11月底，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图3显示，考察期内，包括计算机、电子、化工、采掘、有色、通信、传媒等18类申万行业在考察期内发生债券违约，从各行业的违约债券违约时余额（重复违约的取最近1次违约）合计值统计角度而言，计算机、交通运输、汽车、商贸等行业违约规模较大。其中，计算机行业国企债券违约均系北大方正债券违约。交通运输行业国企债券违约以海南省国企违约为主，包括海南航空控股股份、海航集团、海口美兰国际机场、三亚凤凰国际机场等；此外，天津航空、云南祥鹏航空、河北省物流产业集团等也发生违约。汽车行业国企债券违约均系华晨汽车违约。

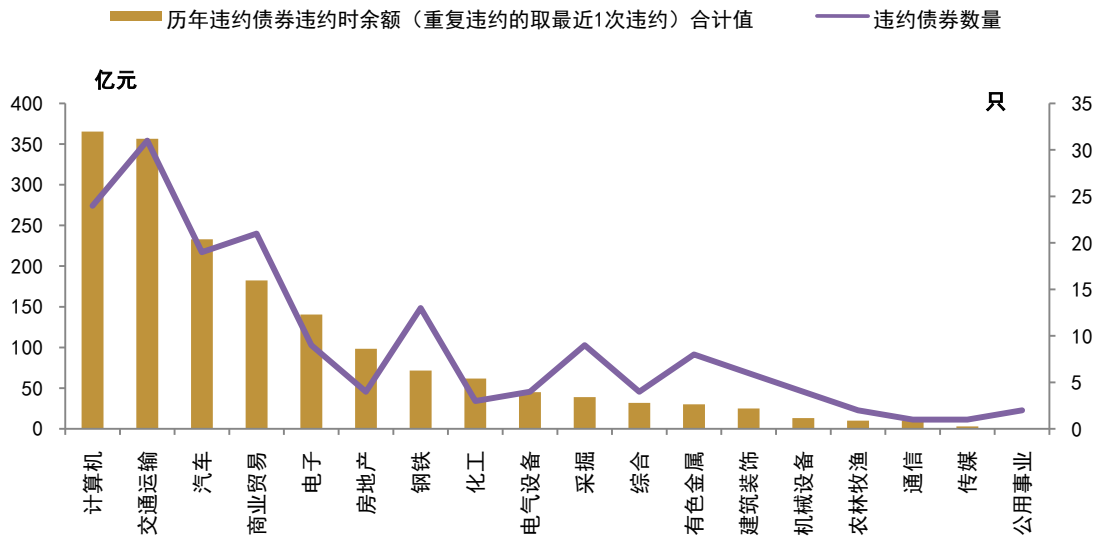


图3：考察期各行业国有企业违约债券规模

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、AAA 债券违约现象明显增加

图4显示，从发行时债券评级的角度统计，近年来我国有评级的信用债违约债券分布于A-1、AAA、AA、AA+、AA-共计5类信用等级，严格按照《中国人民银行信用评级管理指导意见》（银发〔2006〕95号）关于“信用评级要素、标识及含义”来看，这些债券发行时的信用等级均具有很低（高于较低）乃至极低信用风险。

图4显示，AAA级信用债自2018年出现违约且大致持续增加，尤其2020年AAA级债券发生违约次数达到44次，同比（12次）激增266.67%；2021年前11月AAA级债券发生违约42次，同比略减4.55%。2020年以来AAA级信用债违约次数梯级提升，与新冠肺炎疫情影响下宏观经济增速放缓有关，也与2018年以来整个债券市场违约持续常态化局面下投资者避险情绪增长有关，还与近年债券发行市场评级不断往AAA集中的态势有关。Wind资讯统计显示，2018、2019、2020年，我国有首次评级统计的信用债发行时评级中的AAA债券数量分别为55.53%、56.86%、57.05%，明显逐步提升。

考察期内，首次评级为AAA级的信用债平均每只距离起息日期2.12年后发生首次违约，尤其近20%的AAA级信用债不到1年发生违约可能表明，我国债券信用评级质量有待进一步提升，但仍不可避免受到疫情等不可预见、不确定因素的影响。展望未来，在信用评级行业健康、规范发展政策指引下，国内信用债市场的信用评级质量有望不断改善、评级区分度有望加强，AAA高等级信用债违约现象或将呈现减少态势。

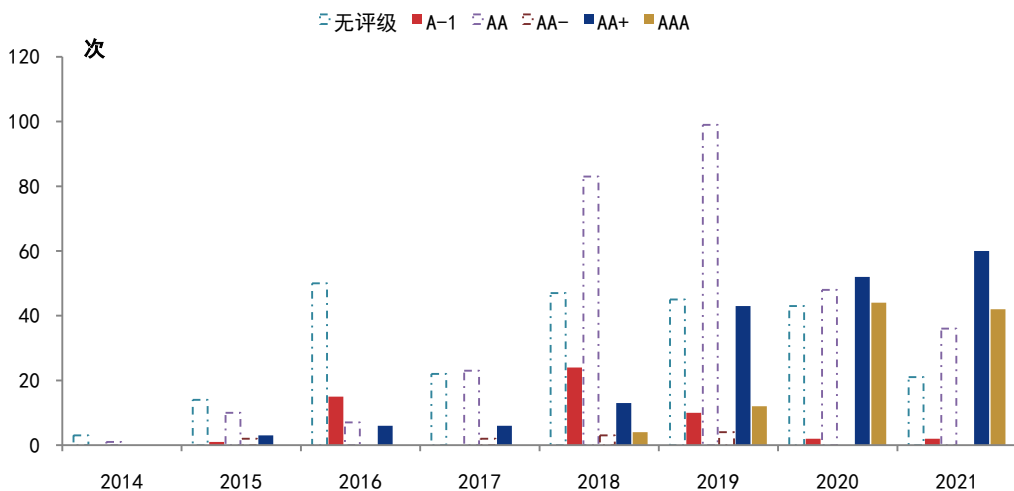


图4：历年各等级债券违约次数变化

注：按发行时债项评级统计。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、各行业违约分布不均，部分行业近期违约倾向加剧

从各行业债券违约总体来看，图5显示，考察期内，从违约债券余额角度来看，违约债券规模较大的行业依次包括：综合、商业贸易、房地产、建筑装饰、交通运输、计算机、汽车等，违约规模较少的行业则包括：建筑材料、休闲服务、非银金融、国防军工、传媒、轻工制造、农林牧渔等。

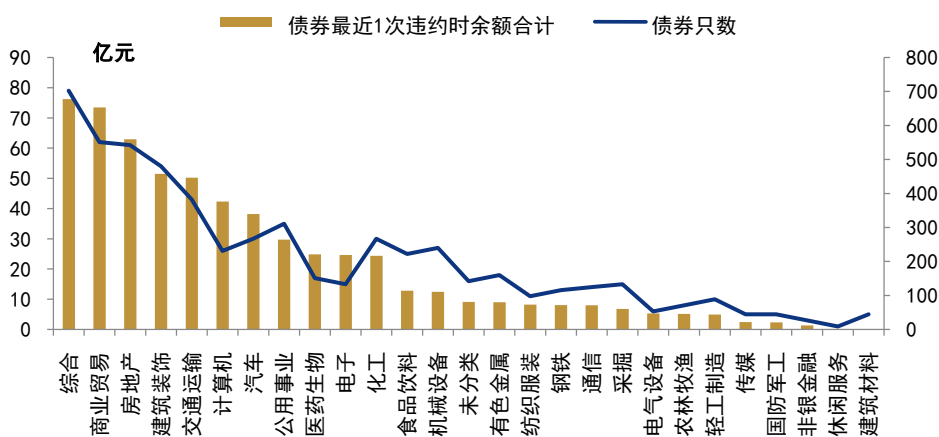


图5：考察期各行业发生违约的债券数量及最近1次违约时余额累计情况

注：违约债券金额取最近1次违约时的余额。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

各行业债券违约趋势变化有以下看点：主要受北大方正违约影响，计算机行业债券2020年进入违约高峰（计

算机行业除了北大方正债券违约，还有中安科股份有限公司于2018、2019年内发生债券违约)。受中美贸易摩擦等影响，商贸行业债券2018、2019年进入违约高峰，2020年虽受疫情因素影响，但该行业债券违约次数(9次)同比(28次)锐减67.86%。受部分房企负债高企、房企“三道红线”等政策收紧(目前房地产融资政策有所缓和)等影响，房地产行业债券于2021年进入违约高峰，前11月违约次数(40次)同比(15次)增长166.67%。休闲服务业仅2015年发生1家餐饮企业——北京湘鄂情股份有限公司(现已更名为“中科云网科技集团股份有限公司”，据该公司官网信息，该公司形成了“餐饮团膳+互联网游戏推广及运营”双主业协同发展的格局)债务违约，之后休闲服务业存量债券未发生违约，这表明2020年以来新冠肺炎疫情未对该行业信用质量造成严重冲击。Wind资讯显示，2019年以来，钢铁、建筑材料、休闲服务、电气设备等具有顺周期性质的行业债券均未现违约。

四、违约形势加速违约债券处置制度建设进程

2018年下半年以来，我国债券违约形势趋于常态化、规模化、违约成因复杂多元化，我国违约债券处置制度建设加快，客观上对于提高我国违约债券处置效率，保护投资者合法权益发挥积极作用。现将我国有关违约债券处置制度建设情况和牵涉违约债券处置制度建设的重要会议内容等梳理如下。

2018年5月，《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则(试行)》等文件发布，该《实施细则》包括总则、交易前准备、拍卖申报、报价与交易、监测与违规违约处理等内容，对于违约债券处置业务发展发挥指导、规范作用。在市场开展违约债券转让实践基础上，2019年12月，为健全债券违约处置机制，保护投资人合法权益，人民银行正式发布关于开展到期违约债券转让业务有关事宜公告，明确了到期违约债券，应当通过银行间债券市场的交易平台和债券托管结算机构予以转让，并采用券款对付结算方式办理债券结算和资金结算等规则。

2020年7月，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，提出了“关于案件审理的基本原则”等七个方面的内容，这是我国债券市场审理债券纠纷案件的首个系统性司法文件。其中，“关于案件审理的基本原则”明确了坚持保障国家金融安全、坚持“卖者尽责、买者自负”等原则，“关于诉讼主体资格的认定”明确了债券受托管理人的诉讼主体资格，以及关于债券持有人自行或者共同提起诉讼等规定。“关于债券持有人权利保护的特别规定”强调了要充分发挥债券持有人会议的议事平台作用。同月，人民银行、发改委、证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，围绕构建统一的债券违约制度框架，对债券违约处置应遵循的基本原则，受托管理人制度和债券持有人会议的功能作用，发行人、债券持有人及各类中介机构的职责义务和权利进行规范，同时针对发行人恶意逃废债、债券募集文件薄弱、市场化违约处置机制不健全等若干问题统一解决方向，推动债券市场违约处置向市场化、法治化迈进。

进入2021年，违约债券处置制度建设继续推进：(1)1月，人民银行召开工作会议强调，健全多渠道债券违约处置机制。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查处力度。(2)8月，中央财经委员会第十次会议对防范化解重大金融风险、做好金融稳定发展工作等问题进行了研究。会议强调，要坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作，其中提出，要加

强金融法治和基础设施建设，深化信用体系建设，发挥信用在金融风险识别、监测、管理、处置等环节的基础作用。

(3) 8月，人民银行等六部委联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》指出，健全市场化、法治化违约债券处置的基本标准和流程，保障处置过程平等自愿、公平受偿、公开透明。健全仲裁调解等非诉讼债券纠纷解决机制，探索集体诉讼和当事各方和解制度。健全违约债券转让等市场化出清机制。持续健全债券持有人会议等投资者保护制度，以《中华人民共和国证券法》为上位法依据，按照“依法合规、商业自愿、能力匹配、风险隔离”原则，完善受托管理人制度。

五、违约债券兑付、转让等状况依然有待改善

从违约债券兑付来看，考察期内，Wind资讯显示共计582只债券发生本金违约，违约债券本金（反复发生本息违约的债券，按最近1次本息违约时统计）合计5067.8亿元。考察期内，91只债券兑付本金累计为444.54亿元，仅相当于违约债券本金的8.77%，表明绝大部分债券未实现本金兑付。

从违约债券转让来看，顺应近期中国信用债违约常态化以及违约债券流通受阻等现实背景，2018年下半年以来，全国银行间同业拆借中心、北京金融资产交易所、沪深证券交易所相继推出债券回购违约匿名拍卖、违约债券动态报价转让、特定债券转让结算、债券回购违约转让等业务，但总体上违约债券转让案例相对于整个违约债券市场而言依然较为稀少。其中，中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心网站显示，全国银行间同业拆借中心自2019年10月至2021年4月共计组织回购违约匿名拍卖约10批次，涉及债券20余只。展望未来，我国违约债券转让市场还有较大发展潜力。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，远东资信研究与发展部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、中国证监会和国家发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国的评级行业培养了大量的专业人才。

远东资信拥有中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门认定的信用评级和企业征信业务资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层

电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话：021-65100651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。