

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

信用债违约风险预警现象聚焦——从整体到结构

相关研究报告：

- 1.《违约形势边际缓和，风险预警能力还需提升——国有企业债券违约现象解析》，2022.3.31
- 2.《新增债券违约率大幅下降，关注房企展期债券后续状态——2021年第四季度信用债违约分析》，2022.1.13
- 3.《近期中国信用债违约形势变化浅析》，2021.12.09
- 4.《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

摘要

本文以2015年1月1日至2022年4月20日为考察期，梳理与分析了考察期发生首次违约的482只信用债违约前一个月时的信用等级(投机级还是投资级)所反映的信用债违约风险预警情况。

整体来看，考察期内，历年有效样本券的违约风险预警水平(违约前1个月时评级为投机级的债券数量占比)呈现波动性上升特点，反映了评级符号预警能力边际提升迹象，或与近年地方政府加强隐性债务治理下的“国企刚兑信仰”打破、评级监管制度建设加强下的评级技术努力改善等有关。2020年处于低谷，反映了新冠肺炎疫情暴发等难以提前预见因素对评级符号预警能力的干扰。

结构来看，考察期内：(1)短融券违约风险预警水平在各类债券中处于低值，反映评级区分度不强问题(发行时均为A-1级)，也表明短融券时间短，违约风险暴露可能滞后；(2)AAA、AA+、AA信用债违约风险预警水平递增，AAA垫底反映了评级大幅下调(调至BB需下调11个子级)难度更大，也反映了评级虚高问题；(3)国企债券违约风险预警水平在各类企业债券中处于低值，或与国企债券初始评级普遍较高有关，也与近年“国企刚兑信仰”逐渐被打破，股东或实际控制人给予切实支持的稳定性等因素发生变化有关；(4)各区域违约券违约风险预警水平分化，安徽/上海/甘肃/广东等地相对较高，与这些区域违约券高等级债券、国企债券相对较多等有关。

展望未来，随着信用评级行业健康发展背景下的评级技术体系建设深入推进，信息化时代背景下的评级服务数字化转型发展，注册制下的债市发行人信息披露机制建设加强，信用评级行业监管制度及其实践不断优化，以及债券市场运作的高质量发展，各方面积极因素有望推动信用债违约风险预警水平得到提升。在推动评级符号的违约风险预警功能建设过程之中，除评级行业加强技术等各方面建设之外，有关各界还需加大相应支持力度。

2018年以来，我国信用债违约现象明显趋于常态化、规模化发展，增强信用债在违约前的违约风险预警能力，不仅有助于整个债券市场的稳定有序发展，也牵涉到投资者的投资交易效率提升问题。作为衡量债券违约风险高低的标志性符号——债券信用评级符号及其变化，从理论上和事实上要为而且能为预警债市违约风险、促进债市稳定有序发展发挥积极作用。本文在分析2015年以来我国信用债违约风险预警水平整体变化的同时，从违约信用债的券种类型、发行企业属性、首次评级等多个角度展示了我国信用债违约风险预警能力的结构性特点及其成因，以供读者参考。

一、债市整体违约风险预警水平——预警能力波动提升，2020年度显著下滑

本文以2015年1月1日至2022年4月20日为考察期，重点从考察期内发生首次违约的信用类债券违约前刚好一个月时（按违约券首次违约日前30天统计）的信用等级状态角度分析其违约风险预警情况。参考《中国人民银行信用评级管理指导意见》关于银行间市场各类债券信用等级符号定义，本文将中长期债券投机级定义为BB级（偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险）及以下水平，否则为投资级；将短期债券投机级定义为B级（还本付息能力较低，有一定的违约风险）及以下水平，否则为投资级。

一般而言，债券信用评级从投资级向投机级变化，预示投资者所持有债券的信用风险可能加大，甚至面临违约风险，因此这一变化具有一定的投资风险预警含义。图1显示，Wind资讯统计的考察期发生违约的700只信用债之中，可查阅发行时评级与首次违约前一个月时评级的有效样本券有482只，其发行时评级均为投资级——445只中长期债券以AA、AA+、AAA为主，少量为AA-；37只短融券均为A-1。截至首次违约前一个月时，445只中长期债券有49.66%从投资级下调至投机级；37只短融券有16.22%从投资级下调至投机级，表明评级下调的预警作用。

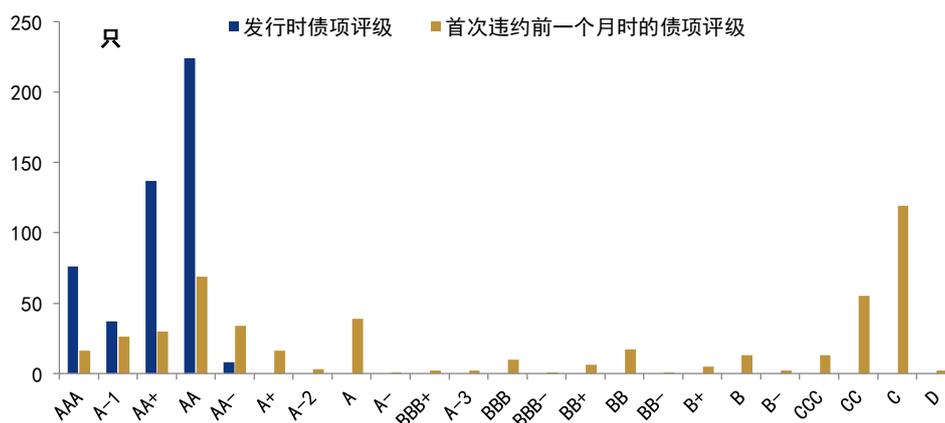


图1：482只违约券发行时、违约前一个月时的评级分布比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

鉴于评级下调行为或下调后的评级符号性质对于信用债违约风险预警的理论与现实意义，本文讨论的信用债“违约风险预警”特指从其违约前的信用评级行为角度反映的违约风险预警。为表述简便，本文将“一定期限内发

生首次违约的有效样本债券违约前30天时评级为投机级的债券只数/一定期限内发生首次违约的有效样本债券总只数”的含义，以“违约风险预警水平”或“投机级债券数量占比”代称。显而易见，投机级债券数量占比越接近100%，评级符号的违约风险预警能力越强；投机级债券数量占比越接近0，评级符号的违约风险预警能力越弱。

从图2所示样本来看，2015年以来我国信用债违约风险预警水平于波动之中呈现提升迹象。2017、2019、2021年表现较强，分别达到53.85%、55.65%、54.74%。2020年违约风险预警水平明显滑坡，从2019年的55.65%降至31.11%，受到新冠肺炎疫情暴发等难以提前预见因素影响。图2同时表明，从总体看，除因操作失误、不可提前预见因素、重大不确定性因素等引起违约的违约券之外，我国违约信用债的违约风险预警水平仍有大幅提升空间，未来信用债违约风险预警能力建设仍需努力加强。



图2：历年违约券首次违约前1个月时的信用评级分布比较

注：2022年统计截至4月20日，下同；剔除首次违约前30天没有公开评级符号的信用债。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从图3来看，我国各季度首次发生违约的信用债的违约风险预警水平震荡变化，没有明显的长期上升或下行态势，反映了从评级技术角度的信用债违约风险预警能力建设的复杂性，发债企业外部环境的超预期复杂变化、发债企业信息披露存在的滞后性/不够全面等瑕疵，以及评级技术本身有待继续改善等方面，都有可能对评级符号所标识的债券违约风险预警能力造成影响。

具体来看，图3所示投机级债券数量占比曲线出现2017Q4、2018Q3、2020Q1、2020Q4谷底现象。2020Q1谷底现象明显受到了新冠肺炎疫情暴发等不可抗力或不可预见因素干扰的影响。2020Q4谷底现象主要反映AAA级国企——华晨汽车违约等案例影响（2020年11月20日，华晨汽车有18只债券均发生违约，10月28日、11月5日等时点，这18只债券陆续从AAA下调至BB或以下，下调至投机级行为时点均滞后于本文统计的违约前1个月的范围）。

图3所示曲线还展现了2017Q1、2018Q1、2021Q2等违约风险预警水平较佳季度，即近乎或达到100%的违约券在首次违约前一个月时已下调至投机级。其中，2017Q1案例包括大连机床、华盛江泉、山水水泥、中国城建控

股集团等；2018Q1 案例包括丹东临港集团、亿阳集团；2021Q2 案例包括康美药业、泰禾集团、同济堂医药等，不少企业违约前已有财务状况下滑等负面信息披露，部分企业还有违约先例，客观有利于评级机构针对濒临违约券采取评级下调行为。图3同时显示，2018年以来，随着信用债违约常态化、规模化以及评级行业监管制度建设加强，大部分季度首次违约券的违约风险预警水平稳定在50%以上的水平。



图3：2017-2021年各季度发生首次违约的债券首次违约前1个月时的信用评级分布

注：本图剔除了季度有效样本违约券低于5只的年份，包括2014年、2015年、2016年、2022年初至今。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、债市违约风险预警水平的结构性表现

（一）不同券种——短融券违约风险预警水平相对偏弱

图4显示，考察期内发生首次违约的37只短融券，其违约风险预警水平为16.22%，剔除有效样本数量较少（仅1只）的可转债外，在各类债券中排名垫底。违约短融券的违约风险预警水平偏低，可能与短融券期限较短、违约信息暴露滞后等有关，同时也反映了针对短融券的违约风险预警水平有待提升，评级区分度有待加强，例如2021年度发行的短融券公开债项评级符号的302只都为A-1级，这37只违约短融券发行时评级也都为A-1级。

图4显示，考察期内发生违约的资产支持证券，其违约风险预警水平为71.43%，在各类违约债券中表现最佳，主要受个案因素影响。考察期内发生违约的7只资产支持证券之中，原始权益人——哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司（股票代码：600701，简称退市工新）的“17红博09”等5只ABS违约风险预警信号提前多年释放。这5只ABS均于2017年9月起息，2022年3月违约；早在2018年6月，这5只ABS评级均从发行时的AA+下调至B+，截至违约前1个月仍维持B+。退市工新财报显示，2020年公司资产总额同比减少17.53%，年末资产负债率272.95%；2021年一季度，该公司基本每股亏损0.096元/股。该公司股票于2021年4月被上交所摘牌。

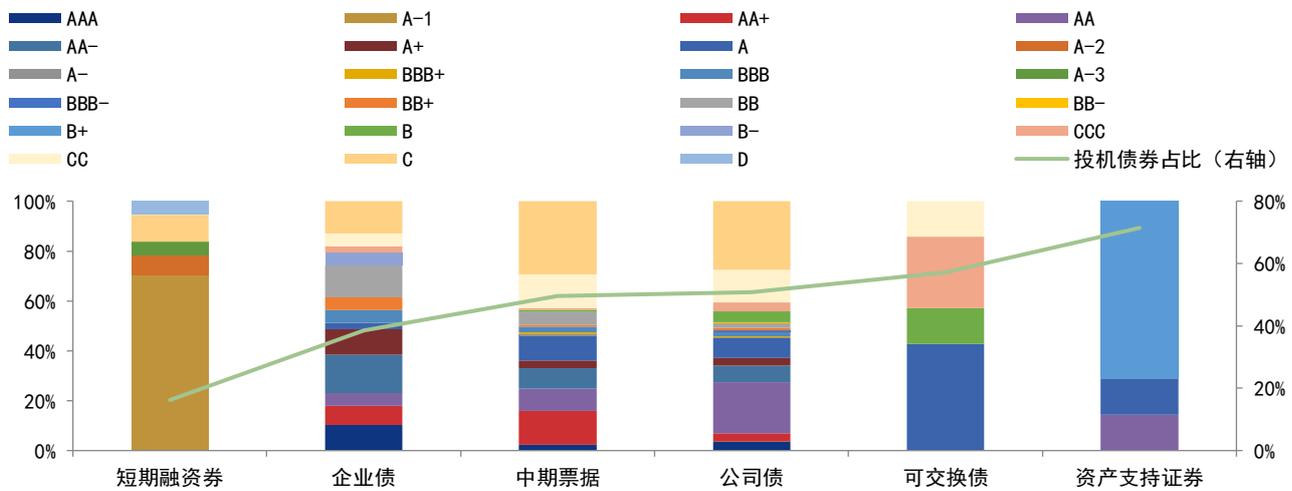


图4：考察期不同类型债券首次违约前1个月时的评级分布比较

注：已剔除违约有效样本券数量仅1只的可转债。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）中长期债券不同信用等级——AAA 债券违约风险预警水平相对较低

我国 AAA 级信用债违约（注：特指首次评级为 AAA 级的信用债存续期发生的首次违约）事件自 2018 年以来陆续发生，且违约现象明显存在上升趋势，这不仅与 AAA 级信用债存量不断增长有关，也与近年以来尤其 2020 年疫情发生以来，宏观经济稳增长面临压力的形势有关，同时反映了我国信用评级技术有待提升。尤其 2020 年受疫情等因素影响，AAA 级信用债发生首次违约的有 32 只，同比增长 255.56%。



图5：AAA 信用债首次违约现象变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

考察期内发生违约的76只AAA级信用债，平均每只自发行日至首次违约日间隔期为2.1年。截至违约前一个月，已有82.89%的AAA级信用债评级下调至AA+、AA乃至CC、C；有47.37%的AAA级信用债评级下调至A+或以下；有23.68%的评级下调至投机级（BB及以下），表明了AAA级信用债一定程度的评级下调都可能具有违约风险预警作用。

从发行时各评级的中长期信用债违约券整体违约风险预警水平来看，除发行时为AA-级的违约券外，从发行时为AAA到AA+、AA级的违约券，发行时信用评级越高，违约风险预警水平越低，参见图7。AAA级信用债违约主要发生于2020、2021年，其违约风险预警水平处于垫底位置，可能与其向投机级下调幅度较大（从AAA渐次下调至BB，需累计下调个11子级）、疫情等外部环境变化难以提前预见或超预期变化等因素有关，同时部分反映了信用债评级区分度不强的现实。

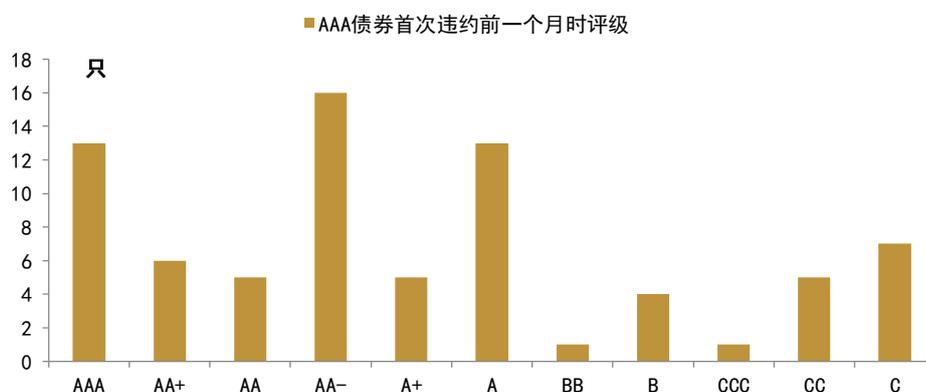


图6：考察期AAA级信用债首次违约前一个月时的等级分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

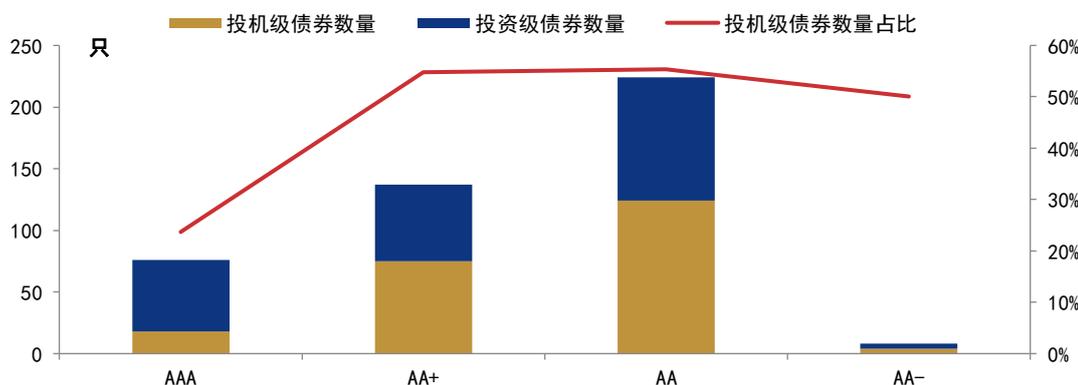


图7：考察期不同信用等级（取发行时评级）中长期信用债首次违约前1个月时的评级分布比较

注：统计不含短融券。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）不同企业类型——国企债券违约风险预警水平相对偏弱

图8显示，考察期内发生首次违约的国有企业违约债券，违约风险预警水平明显低于外资企业、民营企业、公众企业等其余各类企业违约债券。上述现象可能的原因既与国企违约债券初始评级普遍较高（从而下调至投机级难度相对更高，参见图9）有关，也与近年以来地方政府加强隐性负债治理、“国企刚兑信仰”逐渐被打破，股东或实际控制人给予切实支持的稳定性等因素发生变化有关。而公众企业债券违约风险预警水平较高，则可能与信息披露透明度相对较高有关，7家违约公众企业有6家为上市公司。

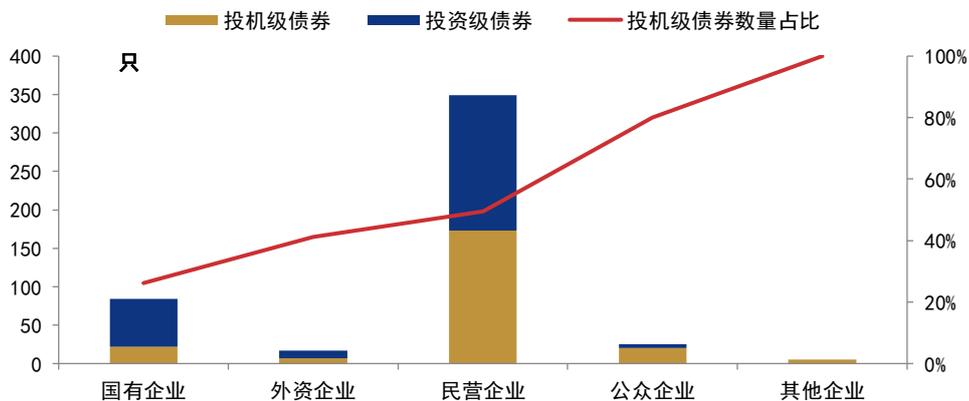


图8：考察期不同所有制企业发行的债券首次违约前1个月评级符号分布情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年我国违约债券发行企业稳定以民营企业为主，考察期内民营企业发生违约的有效样本券349只，截至违约前一个月时有49.57%的民企债券下调至投机级，发挥了信用风险预警作用，截至违约前1周则有66.48%的民企债券下调至投机级，表明违约券越接近违约时点，风险暴露越明显。

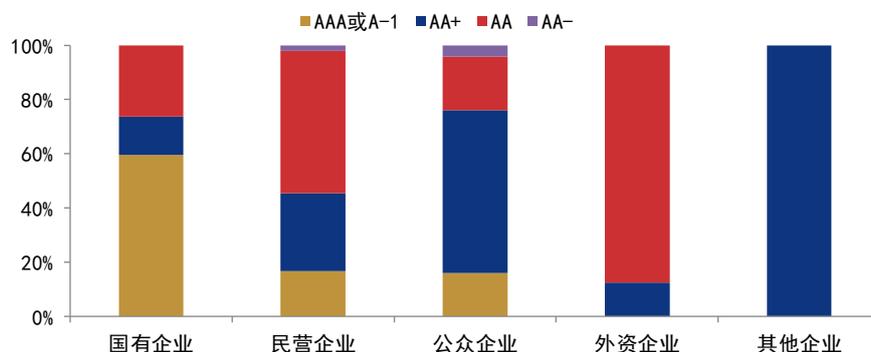


图9：考察期不同所有制企业违约券发行时评级分布特征比较（按各类级别债券只数统计占比）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）不同区域——违约风险预警水平高度分化，安徽/上海/甘肃/广东等地相对较高

从统计结果来看，考察期内，安徽、上海、甘肃等地信用债违约风险预警水平在80%或以上，广东、黑龙江、湖北、江苏等地信用债违约风险预警水平在60%以上，而山东、四川、山西、海南等地信用债违约风险预警水平不足30%，反映各地信用债违约风险预警水平悬殊。

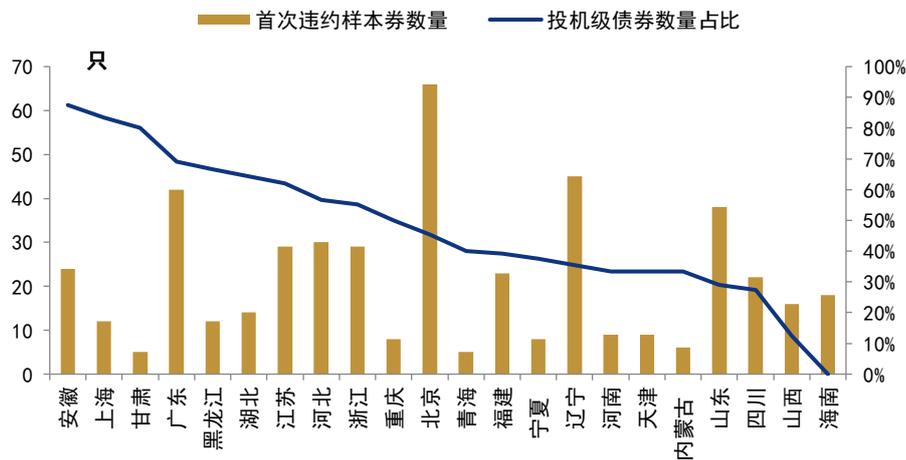


图10：考察期不同区域企业信用债券首次违约前1个月评级符号分布情况

注：违约券有效样本数量低于5只的省份不纳入统计。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从表1信用债违约风险预警水平较高、较低两组地区违约券特征差异来看，违约风险预警水平较高地区的高等级债券数量占比、国企债券数量占比均较低，但无论预警水平高低地区都没有区域高度集中性，这再次表明了国企债券、AAA与A-1债券违约风险预警难度相对较大的事实。

表1：两组地区考察期违约信用债券特征比较

区域	券种结构	AAA与A-1债券数量占比	国企债券数量占比	发行人区域分布
违约风险预警水平偏高地区（安徽、上海、甘肃、广东）	以公司债、中期票据、短融为主	12.05%	0	东部、西部、华南
违约风险预警水平偏低地区（山东、四川、山西、海南）	以公司债、中期票据为主	34.04%	9.57%	东部、西部、华北

注：违约券数量低于5只的省份不纳入统计。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、总结与展望

本文梳理与分析了2015年以来，我国信用类债券市场从信用评级符号功能角度而言的违约风险预警水平整体与结构状况。从整体来看，历年信用债违约风险预警水平于波动之中有所提升，或反映了在“国企刚兑信仰”打破、信用评级监管和评级技术建设加强背景下的评级预警技术改善迹象，同时反映了评级预警能力还有大幅提升空间。其中，2020年度疫情冲击下，违约券违约风险预警水平落入近年谷底，则表明了难以提前预见因素（超预期因素）对评级预警水平的负面影响。从多个角度来看，我国信用债违约风险预警水平呈现明显结构性，AAA信用债、国企信用债、短融券等类型的违约券违约风险预警水平相对较低，与债券及其发行人性质有关，同时反映了违约案例复杂性，如相关信息披露质量和效率等问题。

2018年以来，信用债违约常态化、规模化背景下，我国信用债密集分布于高信用等级的局面依然存在，部分违约券的违约风险预警能力不足问题显现，我国信用评级监管有所加强，以人民银行等五部门《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》出台为标志，我国信用评级行业逐步进入向健康发展过渡阶段。展望未来，随着信用评级行业健康发展背景下的信用评级技术体系建设深入推进，信息化时代背景下的评级服务数字化转型发展，注册制下的债市发行人信息披露机制建设加强，信用评级行业监管制度及其实践不断优化，以及债券市场运作的高质量发展，各方面积极因素有望推动信用债违约风险预警水平得到提升。在推动信用评级符号对信用债违约风险预警功能建设过程之中，除信用评级行业加强评级技术等各方面建设之外，有关各界还需加大相应支持力度。

【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、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和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



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去理解，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。