

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：邱亦霖 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4369

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 李佩珈
联系人：王 静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国债券市场违约风险 研判与应对*

近年来，债券市场违约逐步呈现出常态化特征，债券违约金额逐步增加，并呈现出行业轮动的特点，尤其是房地产业已成为违约的重灾区。同时，民营企业整体违约规模较高，债券评级虚高现象也较为突出。通过归纳分析，经济下行导致企业经营压力加大，叠加绿色转型、房地产调控政策趋严、制度建设存在短板等是债券违约金额逐步扩大的主要原因。建议：维持稳健偏宽的流动性环境，满足企业合理债券发行需求；加强对重点行业的风险监测，确保必要的流动性支持；优化地区信用环境，谨防区域信用风险蔓延；完善信息披露制度和信用评级体系建设，构建良好的信用环境。

我国债券市场违约风险研判与应对

近年来，债券市场违约逐步呈现出常态化特征，债券违约金额逐步增加，并呈现出行业轮动的特点，尤其是房地产业已成为违约的重灾区。同时，民营企业整体违约规模较高，债券评级虚高现象也较为突出。通过归纳分析，经济下行导致企业经营压力加大，叠加绿色转型、房地产调控政策趋严、制度建设存在短板等是债券违约金额逐步扩大的主要原因。建议：维持稳健偏宽的流动性环境，满足企业合理债券发行需求；加强对重点行业的风险监测，确保必要的流动性支持；优化地区信用环境，谨防区域信用风险蔓延；完善信息披露制度和信用评级体系建设，构建良好的信用环境。

一、我国债券市场信用风险的变化与主要特征

（一）我国债券市场违约已进入风险缓释期，债券违约形势整体缓和，边际违约加速收窄

整体看，我国债券市场信用风险演变经历了三个阶段：

第一阶段：风险暴露期（2014-2016 年）。在债市隐性刚兑被打破后，我国债券违约金额及涉及公司数量开始逐步增多，但违约规模整体仍然较小，年度违约规模大都在 400 亿元以下，年均违约主体数也不超过 30 家（图 1、2）。以 TTM¹违约率变动观察市场的违约风险水平，2014 年后，边际违约率逐步抬升。2016 年末，TTM 违约率（主体口径）、TTM 违约率（规模口径）分别为 0.41%和 0.19%，较 2014 年分别上涨了 0.37 个百分点、0.18 个百分点（图 3）。

第二阶段：风险释放期（2017-2019 年）。这一时期，经济运行中积累的矛盾开始显现，尤其叠加去杠杆等政策的影响，企业资金链周转遇到困难，导致债券市场违约数量和规模快速增加，边际违约率加速攀升。2019 年，债券市场违约规模、违约企

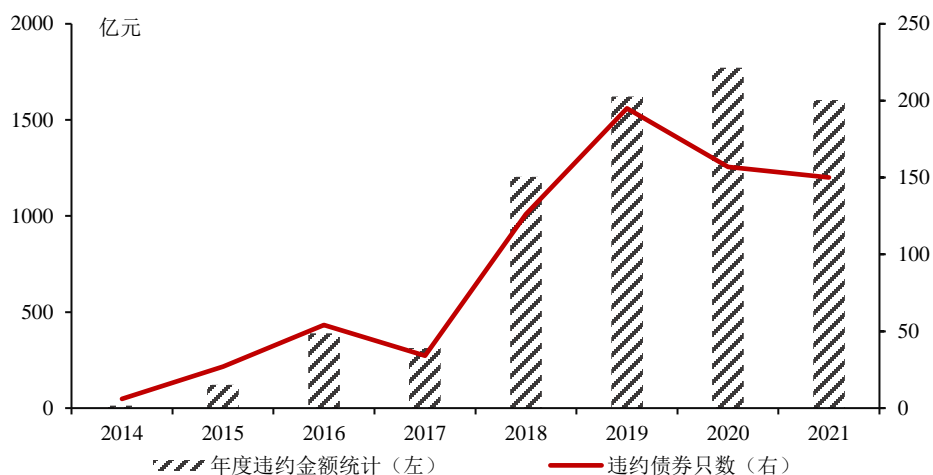
¹ 年度边际违约率指的是在一年中新发生违约的主体数量占当年年初有效主体数量的比例，通常用来衡量不同年份市场总体的违约风险水平。TTM 违约率是在年度边际违约率的基础上做了平滑处理，将监测频率增加至月度，能更精准地反映不同阶段违约风险的动态走势。一年期 TTM（主体口径）=过去 12 个月新增违约主体数量/当月存续主体数量。一年期 TTM（规模口径）=过去 12 个月新增违约债项规模/当月存续债券规模。

业家数分别达到 1770 亿元、81 家，比 2017 年增加了 1457.51 亿元、59 家（分别是 2017 年的 5.7 倍、3.7 倍）。2019 年末，TTM 违约率（主体口径）、TTM 违约率（规模口径）分别为 0.55% 和 0.33%，较 2017 年初上升了 0.46 个百分点、0.22 个百分点。

第三阶段：风险缓释期（2020-2022 年）。2020 年初新冠疫情全面暴发，实体经济运行遭遇重创，为助力经济复苏，宏观调控政策开始持续发力稳定经济增长。虽然疫情导致企业生产经营受到严重冲击，但在信贷加速投放以及延期还本付息等政策支持下，企业债券违约风险有所收敛，加之 2020 年为三大攻坚战收官之年，债券市场违约金额及企业家数出现稳步下降。

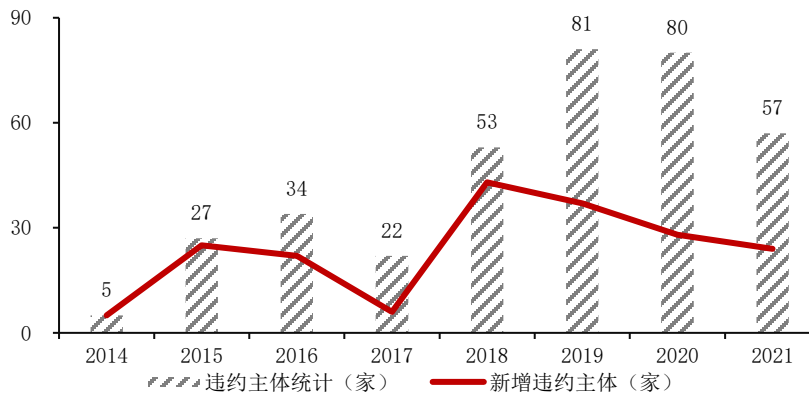
特别是 2022 年以来，债券市场违约趋势整体缓和，边际违约率大幅降低，违约风险有效收敛。截止 2022 年 8 月，债市违约金额及违约企业家数分别为 307.1 亿元、20 家，同比下降 514.9 亿元、8 家，比 2020 年下降 445.9 亿元、2 家。TTM 违约率（主体口径）、TTM 违约率（规模口径）分别为 0.20%、0.12%，较 2019 年末下降了 0.35 个百分点、0.21 个百分点。

图 1：债券市场违约规模与数量



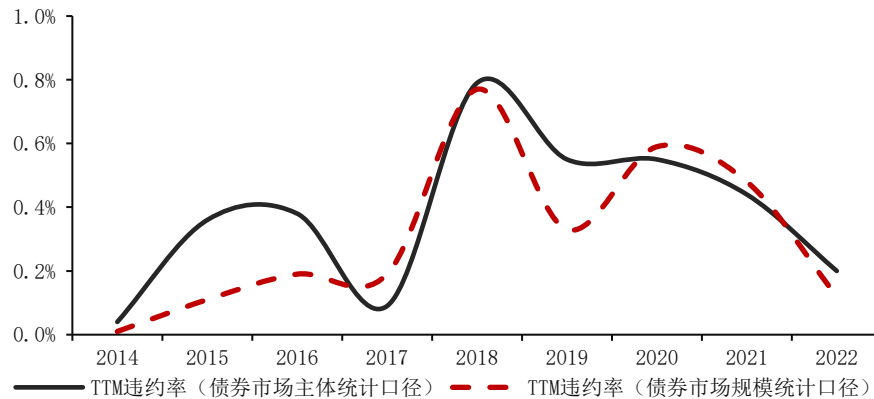
资料来源：Wind，中国银行研究院

图 2：债券市场年度违约企业数统计



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 3：债券市场 TTM 违约率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）违约债券存在周期性的行业轮动特征，房地产行业已成为债券违约重灾区

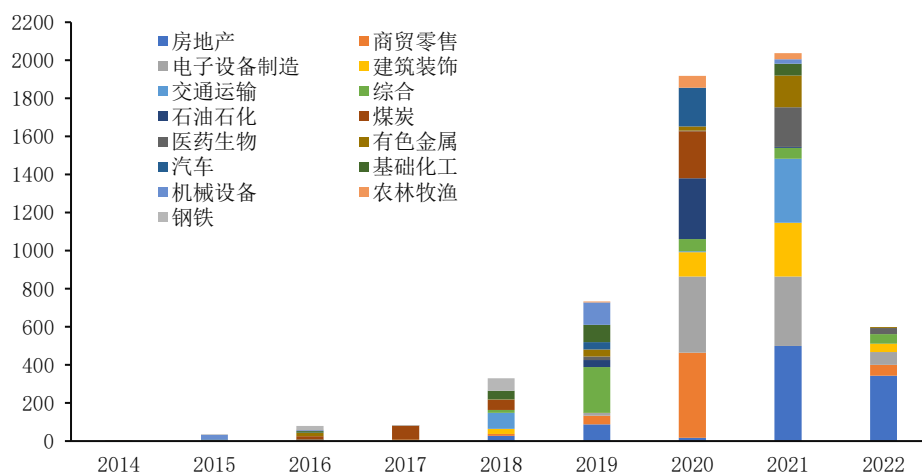
2014 年至 2015 年末，仅有少数行业出现债券违约，债券违约主要集中于机械制造、电力设备制造等行业。2015 年，机械制造行业违约金额达 23.84 亿元，占比超过 70%。

2016 年至 2019 年，伴随实体经济违约风险加速释放，出现债券违约行业快速增加，行业轮动的特征更加明显，且大多数行业呈现出违约规模逐渐攀升的特点。2016

年至 2017 年，债券违约集中于煤炭、有色金属、钢铁、建筑材料等行业。2017 年新增违约中，这四个行业违约规模超过了 140 亿元，占比超过 60%。2018 年至 2019 年，房地产、交通运输、基础化工、综合、机械设备等行业违约规模快速增长，2019 年全年以上这五个行业违约规模超过 580 亿元，占比超过了 50%。

值得注意的是，2020 年后，市场进入违约风险缓释期，出现违约的行业数量在减少，大部分行业的违约规模都在快速下降，风险加速收敛，而房地产行业违约风险仍较为集中。2018 年后，房地产行业违约金额不断攀升，累计违约金额超过了 975 亿元。2022 年 1 月至 9 月，房地产行业违约规模已经超过 350 亿元，占比超过了 90%，房地产行业违约风险不容小觑。

图 4：历年债券实质违约行业分布（亿元）



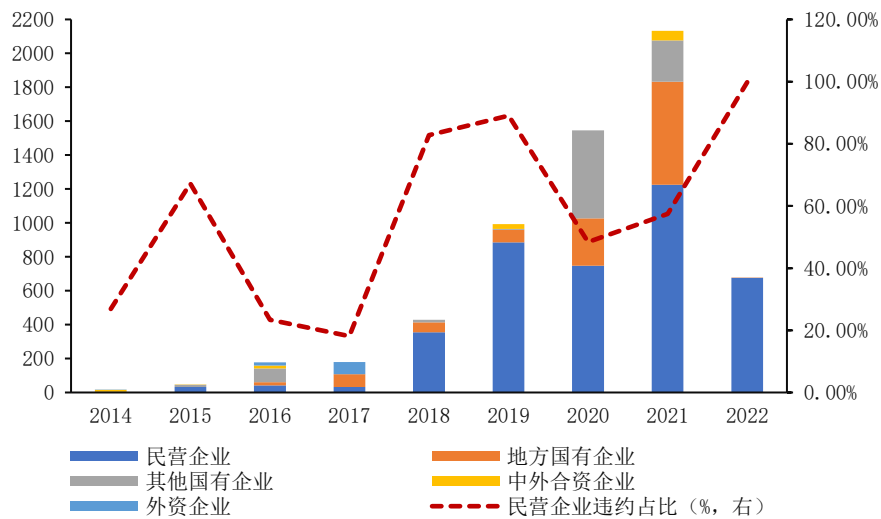
资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）违约债券主体以民营企业为主，但部分年份国有企业违约金额较大

从违约债券的企业性质看，民营企业违约主体数量和金额明显更高。2014 年至 2022 年 9 月末，发生实质违约的民营企业达 186 家，违约金额 4004.5 亿元，占违约主体及违约总金额比重高达 75.6%和 64.5%；发生实质违约的国有企业共 45 家，违约金额 1117.4 亿元，占比为 18.3%和 18%。值得注意的是，2020、2021 年，国有企业违

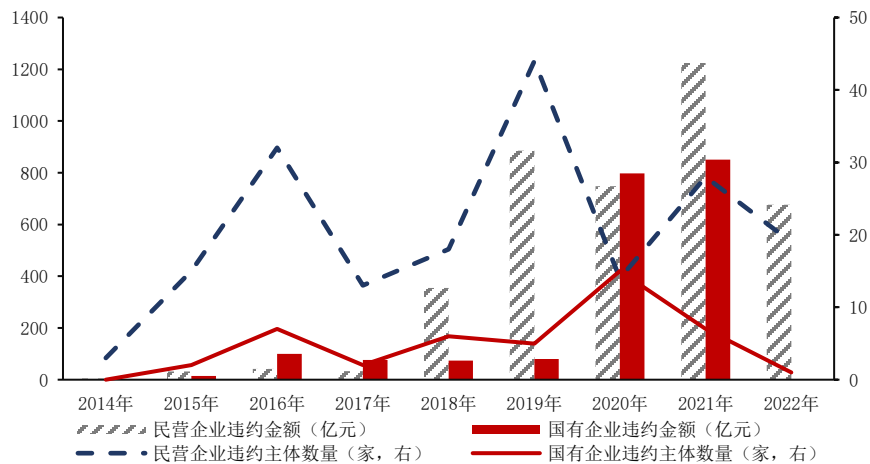
约金额出现明显增加，2020年甚至一度超过了民营企业，全年违约金额约797亿元，占当年违约金额比重在50%以上。但2022年以来，债券违约出现新变化，国有企业基本没有出现债券违约。2022年1-9月，国有企业债券总发行量达到12.31万亿元，民营企业债券发行量仅为0.69万亿元，相差近18倍，但民营企业债券违约规模超过了676亿元，占比达99.9%，债券违约风险主要集中在民营企业。

图5：违约信用债企业主体分布



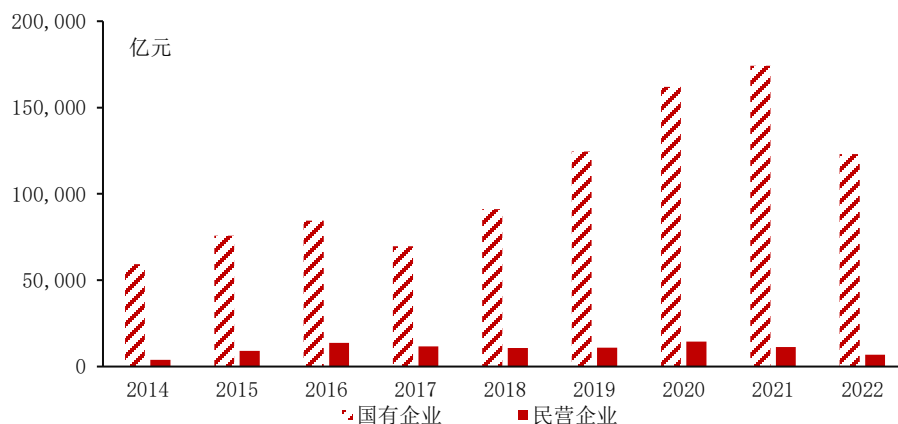
资料来源：Wind，中国银行研究院

图6：民营企业与国有企业违约情况对比



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 7：国有企业、民营企业信用债发行对比

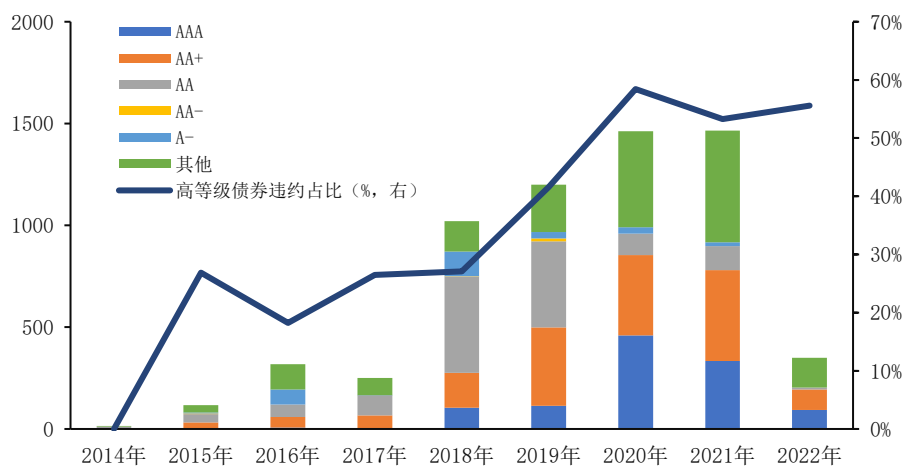


资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）高等级债券违约规模占比较高，但违约情况边际有所改善

2014年至2020年，高等级债券（AA+级及以上）违约规模逐渐增加，其占比也不断上升。截至2020年底，高等级债券违约规模达854.56亿元，占比达58.43%，比2014年分别增加了823.15亿元、58.43%。2020年后，伴随着信用评级制度的逐渐完善，高评级债券违约情况边际改善。2022年9月，高评级债券违约规模194亿元，占比55.6%，相比2020年分别下降629亿元、2.83%。

图 8：违约债券评级分布



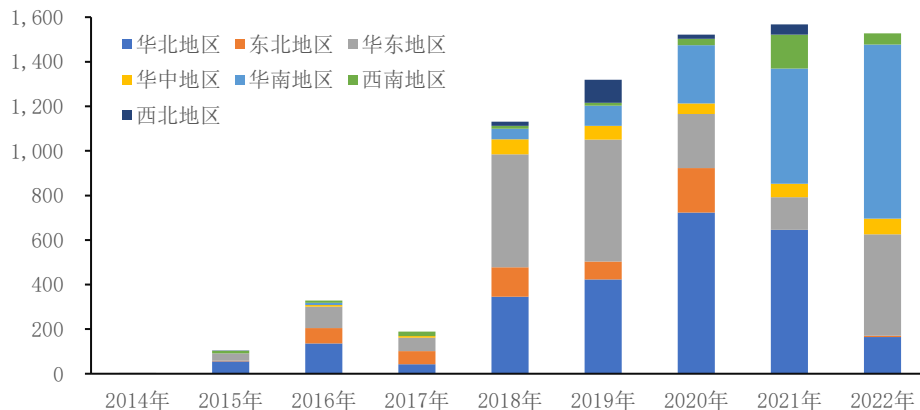
资料来源：Wind，中国银行研究院

（五）从区域分布来看，华东、华南地区债券违约占比逐步抬升

从债券违约的区域分布看，经济发达地区债券发行规模大，但违约金额也较多。2014年至今，华北（北京、山东、河北等）、东部（上海等）、沿海地区（广东、福建等）等地区债券违约余额较大，占比较高，仅北京、河北、广东以及上海四个地区的债券违约余额占比超过了50%。其他区域，例如中西部地区，债券违约金额及占比均相对较小。

从各区域新增债券违约规模的变动情况来看，2018年至2019年，华北、华东地区的债券违约余额占比较高，两地区债券违约余额占比超过90%。2020年后，华南地区的违约余额占比逐步上升，而华北地区违约余额占比逐步下降。截至2022年9月，华东、华南地区债券违约余额分别为455.4亿元、781.22亿元，占比分别为29.82%、51.15%。

图9：区域新增违约债券余额变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

表1：违约债券地域分布情况

	省(区、市)	违约债券只数	违约债券余额 (亿元)	余额违约率(%)	违约发行人个数	发行人个数违约比率(%)
华北地区	北京	116	1297.86	0.95	27	5.42
	河北	53	677.46	15.64	10	10.64
	天津	21	260.85	2.84	9	6.57

	山西	22	233.20	3.89	2	2.70
	内蒙古	7	43.75	5.88	5	17.24
东北地区	辽宁	52	454.39	20.06	10	12.82
	黑龙江	11	38.24	5.10	4	18.18
	吉林	5	29.40	1.60	4	9.52
华东地区	上海	48	542.07	1.43	14	3.88
	福建	52	487.75	3.40	13	6.60
	山东	48	305.57	1.48	16	3.62
	浙江	44	278.58	0.92	11	1.50
	江苏	40	271.48	0.68	14	1.61
	安徽	29	190.87	2.42	8	3.33
华中地区	河南	23	138.40	1.99	10	6.10
	湖北	25	136.41	1.21	10	4.05
	湖南	4	13.20	0.13	2	0.81
华南地区	广东	107	1250.97	2.70	32	5.83
	海南	29	349.83	50.26	9	42.86
	广西	2	10.00	0.23	1	0.98
西南地区	四川	27	175.44	1.30	7	2.10
	重庆	14	92.97	0.99	7	3.78
	云南	3	17.60	0.48	1	1.08
西北地区	青海	4	71.74	14.54	2	20.00
	新疆	6	43.47	1.82	1	1.20
	宁夏	10	35.11	12.38	4	23.53
	甘肃	6	26.60	2.20	2	5.56
	陕西	2	8.50	0.11	2	1.42

资料来源：Wind，中国银行研究院

二、影响债券市场信用风险的主要原因

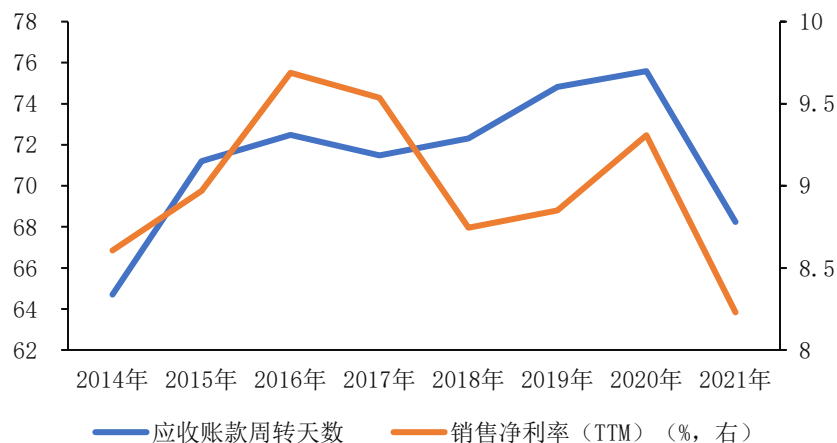
债市信用风险一方面与企业自身经营能力、资金管理及经营前景等因素有关，另一方面也会受到经济运行、行业发展等其他因素的综合影响。

第一，经济下行导致企业经营压力加大是债市违约金额上升的主要原因。当前经济恢复仍面临不确定性，企业偿债压力增加。大量研究表明，债券市场违约情况与宏观经济运行态势密切相关。在经济衰退期企业更容易发生债务违约甚至破产。在经济繁荣期企业资产价格上涨，资产负债表规模扩张，现金流充足，违约风险概率下降。

近年来，我国经济下行压力不断增大，企业经营环境有所恶化。一方面，企业盈利能力下降，流动性压力持续增加。2021年上市公司销售净利率为8.23%，较2016年大幅下降了1.44%。从资产周转率看，2020年上市企业应收账款周转天数持续上升至75.6天，较2014年增加了10.8天，流动性压力有所上升（图10）。另一方面，企业债务负担上升，偿债能力面临考验。利息偿付能力持续走弱。上市企业已获利息倍数由2017年8.65持续降至2021年的6.77。已获利息保障倍数的持续下降意味着企业盈利对企业债务的保障能力出现下滑，企业偿债能力面临挑战不断增大（图11）。

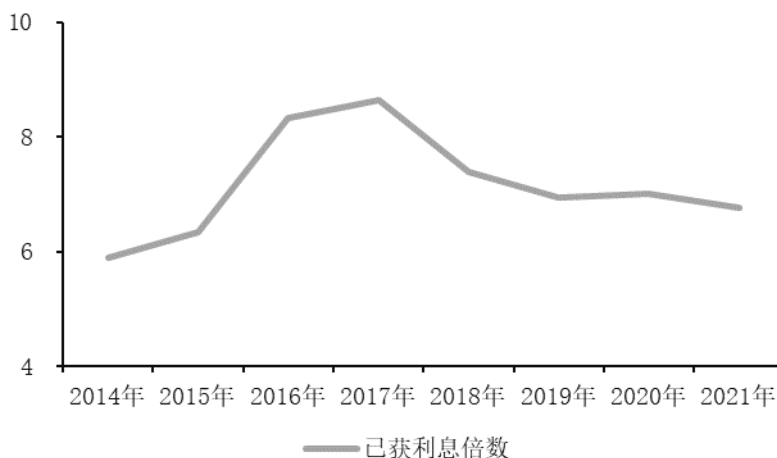
2022年以来，多重因素扰动下实体经济恢复不及预期，企业经济环境面临的不确定性进一步增大。2022年上市企业中报显示，企业盈利进一步下降。销售净利率为7.22%，同比下降2.11个百分点。应收账款周转天数为78.62天，同比增加6.73天。同时，企业偿债能力进一步下滑，上市企业已获利息保障倍数为7.76，同比下降1.88。企业经营压力增加会持续影响企业经营绩效、融资能力与偿债能力，也使得潜在的违约风险进一步增加。

图 10：上市企业应收账款周转期与净利润增长率变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 11：上市企业已获利息保障倍数变动

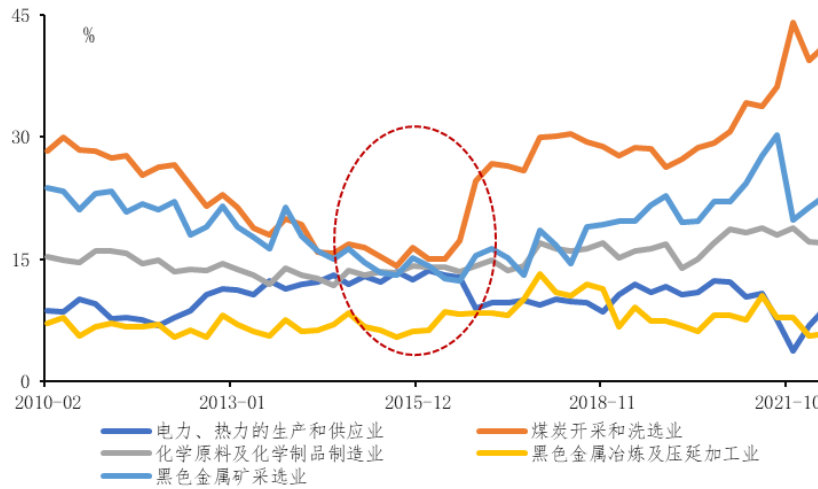


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，产业转型升级推动市场行业加速出清。近年来，在加速推动经济结构调整和产业结构升级影响下，部分产能过剩、结构落后、过度负债等行业企业的经营问题开始加速暴露，导致信用风险开始陆续释放。

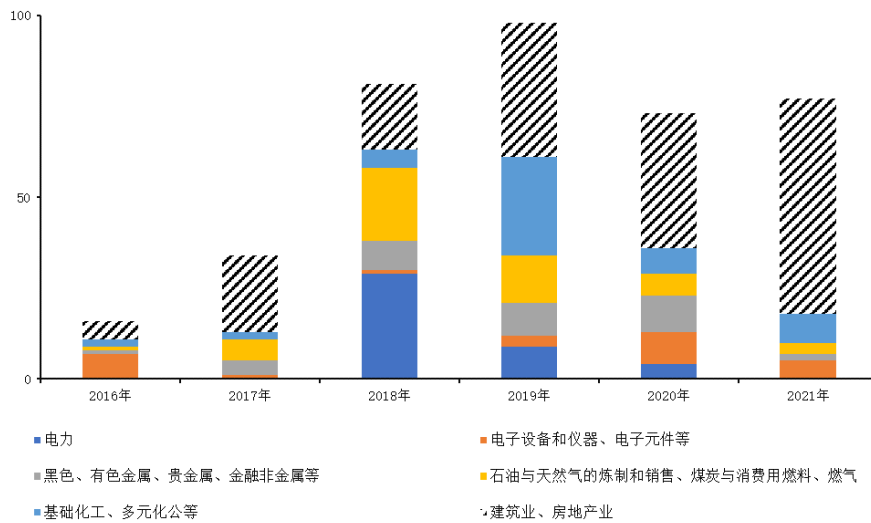
随着绿色发展重要性不断提升，环保限产等政策导致产能过剩及高能耗、高污染行业企业经营压力增大，融资难度上升。电力、能源化工、机械设备制造业等产能过剩行业企业普遍出现资金周转压力增大、盈利水平持续下滑等问题，企业之间开始通过兼并重组以及合理破产清算等方式淘汰问题企业，行业信用风险开始上升。从数据看，电力、能源、化工类等行业普遍出现了行业平均毛利率快速下降。债券违约规模在 2016 年后出现了大幅攀升（图 4、13）。2014 年至 2019 年，电力、能源、化工、机械设备等行业违约金额超过了 800 亿元。

图 12：产能过剩相关行业毛利率变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 13：行业结构调整过程中相关行业债券违约规模变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

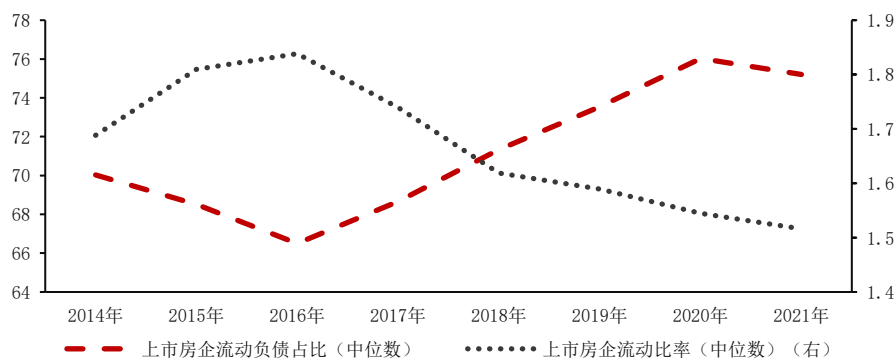
去杠杆导致非金融企业融资来源大幅缩减，加速信用风险暴露。一方面，食品饮料、纺织服饰、农业以及商贸零售等轻资产行业抵押物相对较少，受去杠杆政策影响，其债务融资规模更容易受到压缩，导致融资不确定性增加。2018年至2019年，食品饮料、纺织服饰、农业以及商贸零售四个行业违约金额超过了160亿元。

二是房地产业信用风险开始加速暴露。特别地，近年来我国房地产调控不断趋严，

“房住不炒”“三道红线”“房贷集中度”等政策在抑制房价过快上涨的同时也限制了房企融资，在行业调控加码升级的大背景下，叠加经营能力下降、偿债压力增加及债务集中到期等因素影响，2018年后房地产行业债券信用风险集中爆发，债券违约规模出现大幅攀升。截至2022年，房地产行业共有21家企业出现债券违约，违约金额超过了975亿元，占比约15.73%，成为违约金额占比最大的行业。

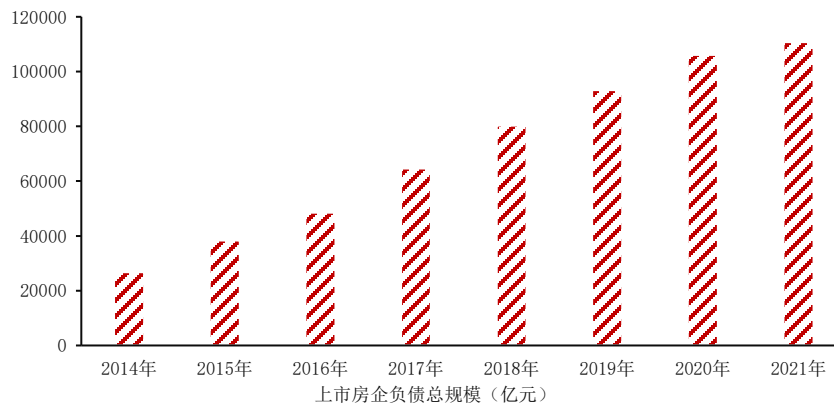
第三，不同类型主体债券违约原因不同。由于经营理念、资本结构等方面存在差异，民营企业和国有企业债券违约的原因不尽相同。民营企业违约的原因包括：一是部分行业企业存在激进扩张现象，导致债务负担过重。近年来，一些民营企业为实现多元化发展而盲目扩张，导致债务规模急剧增大，且在资产扩张阶段更多依靠短期债务融资维持投资支出，使得短期债务占比较高，流动性压力急剧上升。以债券违约风险较高的房地产行业为例，2021年上市房企负债总规模已达11.08万亿元，较2014年增加了3.15倍；短期负债占比75.21%，较2014年增加了5.19个百分点；流动比率为1.51，较2014年下降了0.17。二是公司治理机制问题突出。一些爆雷的民营企业存在公司治理机制不完善、投融资决策制度不健全以及股权关系极为复杂等问题，导致利益输送、关联交易等问题频频出现，这对企业经营发展带来不利影响，严重放大了企业的经营风险。三是民营企业信用环境相对紧张，易受政策调整的影响。例如，2018年民营企业迎来债券到期高峰，但金融监管趋严导致融资环境整体收紧，民营企业的流动性压力上升成为债券违约金额大幅增加的重要原因。

图 14：上市房企短期偿债能力变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

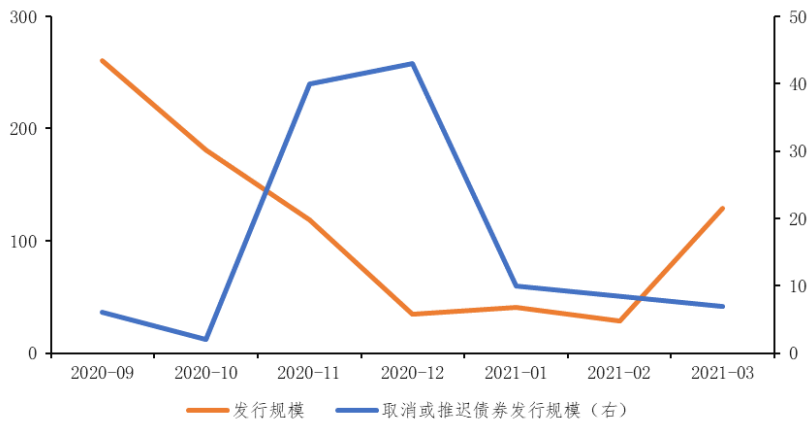
图 15：上市房企负债总规模



资料来源：Wind，中国银行研究院

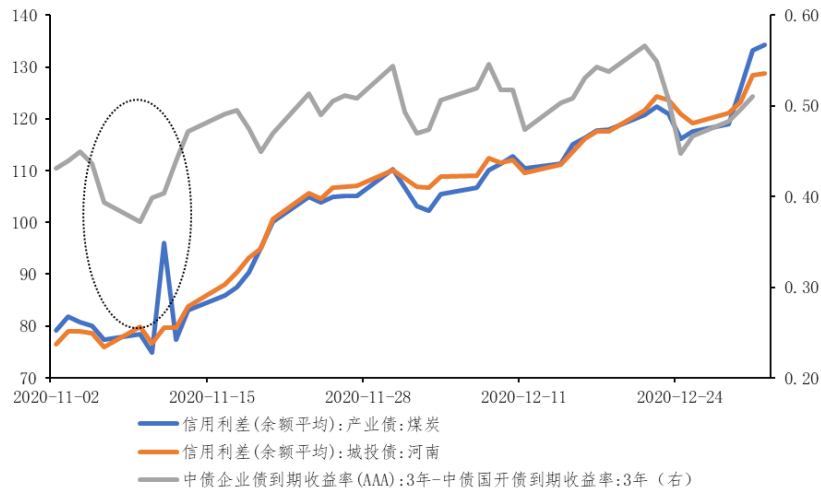
国有企业的违约原因包括：**一是**国有企业“刚性兑付”打破后，信用风险加速释放。长期以来，由于存在政府显性或者隐性担保，国有企业债券“刚性兑付”长期成为市场信仰。但随着政府与企业信用边界的进一步厘清，国有企业的信用支持更多转向依赖自身经营能力。近年来部分行业国有企业的盈利能力持续下降，市场在逐步修正其信用风险，叠加 2020 年恰逢国企产业债面临到期集中兑付，市场流动性压力骤增，部分国企出现债务违约，国企“刚性兑付”信仰正式打破。**二是**部分国企存在“逃废债”倾向。例如，根据相关报道，华晨集团、永煤集团等企业存在转让核心资产以及资金占用等行为，市场普遍质疑可能存在“逃废债”问题。**三是**负面预期的持续蔓延导致相关地域和行业企业受到影响。“永煤事件”后，河南省信用债发行受到严重影响，2020 年信用债发行规模出现大幅下降，年末取消或推迟发行债券规模超过 40 亿元。**此外**，永煤债券违约带来的风险外溢效应严重冲击了市场预期，2020 年 11 月 11 日，煤炭行业产业债信用利差（余额平均）上行幅度达 21 个 BPs，河南省城投债信用利差（余额平均）上行幅度超过了 8 个 BPs，AAA 级企业债券信用利差上涨也超过了 4 个 BPs。

图 16：“永煤事件”后河南省信用债发行规模变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 17：“永煤事件”后信用利差变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

第四，信息披露制度与信用评级建设存在不足。信息披露及信用评级是揭示风险、完善债券定价的重要手段。我国债券市场建设信息披露不足及评级机制不合理的问题长期存在，信息披露不及时、不完备以及评级虚高、警示作用相对不足等影响了投资者的风险预判，也使得债券市场的真实风险情况无法显露。2014年2022年9月末，从债券发行看，高评级债券（AA+及以上）发行占比约47.44%。从违约占比看，高评级债券违约占比达44.52%。企业债券发行评级仍存在虚高现象，评级结果的真实性和准确性不足。

三、政策建议

第一，维持稳健偏宽的流动性环境，满足企业合理债券发行需求。当前我国经济仍然存在一定下行压力，企业发展存在不少困难，需要采取措施更好满足企业资金需求。一方面，通过公开市场操作等工具创造稳健的流动性环境，支持更多符合条件的企业发行债券，满足其正常的资金需求。另一方面，继续引导货币市场基准利率、国债利率等平稳运行，降低企业发债成本，推动企业综合融资成本维持下行，降低企业财务负担。

第二，加强对重点行业的风险监测，确保必要的流动性支持。一方面，在产业结构升级及绿色发展带动下，未来或出现更多夕阳产业及高风险企业信用风险的释放与出清。这需要密切关注相关行业企业的经营情况，加强对高风险行业及企业的信用风险排查，对可能出现的债券集中违约风险做好应对预案。但**另一方面**，要同步做好对传统产业企业技术改造等方面的资金支持，加快推动行业的转型升级。同时，为符合未来产业发展方向、具备较大增大潜力的战略性新兴产业企业发债融资提供更多便利，支持经济的高质量发展。此外，疫情影响下，不少行业仍然面临暂时性的资金周转压力，要适度增大对受疫情影响较大的住宿和餐饮业、交通运输、仓储和邮政业、批发和零售业等行业的支持力度，采用再融资、债券展期等方式为暂时出现流动性困难的企业提供帮助，助力其渡过难关。

第三，优化地区信用环境，谨防区域信用风险蔓延。市场对企业债券，特别是国有企业债券违约较为敏感，且会在区域、行业层面带来不同程度的风险溢出效应，这对当地经济发展、营商环境及金融机构经营都会产生负面冲击。一是搭建协调有力的地方金融稳定调控体系，强化地方政府、地方金融监管部门的责任，实现流动性风险的早发现、早干预。二是针对具有较大影响力的国有企业债券违约，需要地方政府、监管部门及金融机构等共同努力，帮助企业调整公司资产负债结构，优化资金安排，谨防区域金融风险向外部蔓延。

第四，完善信息披露制度和信用评级体系建设，构建良好的信用环境。一方面，

要提升债券信息披露的质量，维护投资者合法权益。强化董事、监事以及管理层人员的核查与披露义务，确保企业经营管理信息及时准确披露；要求企业满足核心信息披露要求，例如企业偿债能力、企业治理、融资结构以及重大事项变动等及时准确披露；倡导企业主动披露，减少投资者信息不对称的程度。另一方面，持续优化信用评级体系的建设。不断提升信用评级的专业水平；进一步发挥信用评级的风险揭示及定价功能，提升债券评级差异化程度与公信力，真实有效反映发债企业的风险水平。

