

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》
- 《人民币国际化观察》

作者：陈卫东 李佩珈 汪惠青
中国银行研究院
电话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

全面辩证看待债券市场违约问题*

2020 年 12 月 23 日，中国铁路物资集团有限公司（简称“中国铁物”）非公开发行公司债券（第一期）成功发行。时隔 4 年，曾一度引发债券市场波澜的“中国铁物”重返债券市场，为国有企业通过改革、改制、重组实现债务可持续发展提供了成功范例，不仅得到了资本市场的认可，也给当前受“违约风暴”影响的债市注入信心。

债券违约是在债券市场逐步成熟的过程中难以避免的现象，打破国企“刚性兑付”也是供给侧结构性改革的应有之义。但由于国企的负债规模普遍极大，有的甚至在千亿以上，哪怕仅有违约风险而没有发生实质性违约，都会引发市场巨震。受经济周期和市场信心等影响，短期内债券违约现象依然可能出现，但我国债券市场长期行稳至远的改革与发展更值得关注。未来，需要做到长短搭配、标本兼治，在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置、债券可持续方式创新等深层次领域的改革。

全面辩证看待我国债券市场违约问题

2020 年 12 月 23 日，中国铁路物资集团有限公司（简称“中国铁物”）非公开发行公司债券（第一期）成功发行。时隔 4 年，曾一度引发债券市场波澜的“中国铁物”重返债券市场，为国有企业通过改革、改制、重组实现债务可持续发展提供了成功范例，不仅得到了资本市场的认可，也给当前受“违约风暴”影响的债市注入信心。

债券违约是在债券市场逐步成熟的过程中难以避免的现象，打破国企“刚性兑付”也是供给侧结构性改革的应有之义。但由于国企的负债规模普遍极大，有的甚至在千亿以上，哪怕仅有违约风险而没有发生实质性违约，都会引发市场巨震。受经济周期和市场信心等影响，短期内债券违约现象依然可能出现，但我国债券市场长期行稳至远的改革与发展更值得关注。未来，需要做到长短搭配、标本兼治，在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置、债券可持续方式创新等深层次领域的改革。

一、2020 年我国债券违约的新变化

自 2014 年“11 超日债”成为我国首例违约债券以来，债券市场违约现象频现，“刚性兑付”的预期不断被打破，债券违约日益增多。特别是 2020 年以来，受新冠疫情冲击下经济下行、企业经营困难增多等多重因素影响，债券市场的违约也出现了新的变化。

第一，债券违约数量增多，违约金额增大。从违约数量来看，2014 年，共有 6 只债券出现违约，随后违约数量快速攀升。2018 年受金融去杠杆政策影响，债券违约数量激增至 125 只。截至 12 月 10 日，2020 年当年新增违约债券 134 只。从违约金额来看，2014 年债券违约债券金额为 13.4 亿元，到 2019 年达 1496.04 亿元。单只债券违约的平均金额由 2014 年的 2.23 亿元上升至 2020 年的 11.2 亿元。

第二，民营企业是违约主体，2020 年高评级债券违约数量骤增。从发行主体的企业性质来看，债券违约主要集中在民营企业。2014 年初至 2020 年 12 月 10 日，出现

违约的 757 只债券中，71.2%由民营企业发行，7.40%和 11.89%分别由中央和地方国有企业发行（图 1）。就违约债券余额而言，民营企业占比达 66.3%，中央和地方国有企业分别为 12.67%和 13.59%。但是 2020 年以来，中央和地方国有企业债券违约数量骤增。与之相比，2020 年民营企业的违约数量仅为 2019 年的 1/2。民营企业和国有企业在违约金额上的差距也由 2019 年的 7.7 倍缩小至 2020 年的 1.1 倍（图 2）。

第三，债券违约与区域经济环境存在相关性。经济发达地区的企业较多，发行债券数量较多，债券违约余额也较高，但违约比例较低。据统计，截至 2020 年 12 月 10 日，华东与华北地区虽然存在违约债券数量较多（分别达 183 和 149 只），涉及金额也较大（分别为 1454.26 亿元和 1588.83 亿元），但余额违约率和发行人违约比例都较低（表 1）。东北地区债券违约情况较严重，违约债券余额、余额违约率和发行人违约比例在全国范围内都属高值。违约事件频发对当地政府和企业的信誉和形象造成负面影响，使东北地区长期面临“投资不过山海关”的发展窘境进一步强化。此外，受海航集团债的持续负面影响，海南省余额违约率达 11.88%，发行人违约比例达 36.36%，在全国均属最高。

图 1：债券违约发生数量、金额和主体

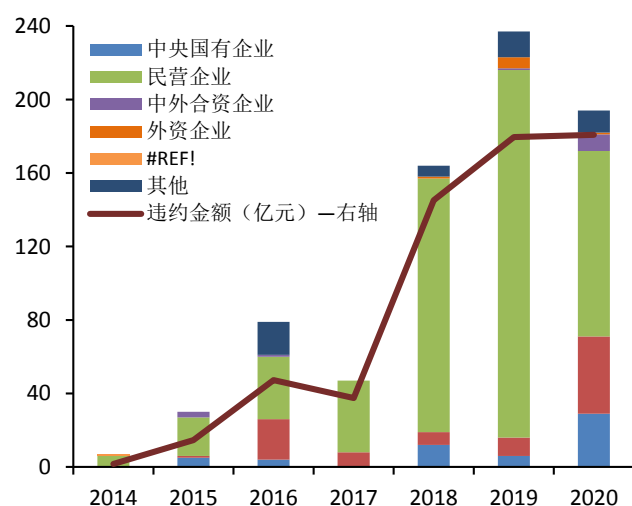
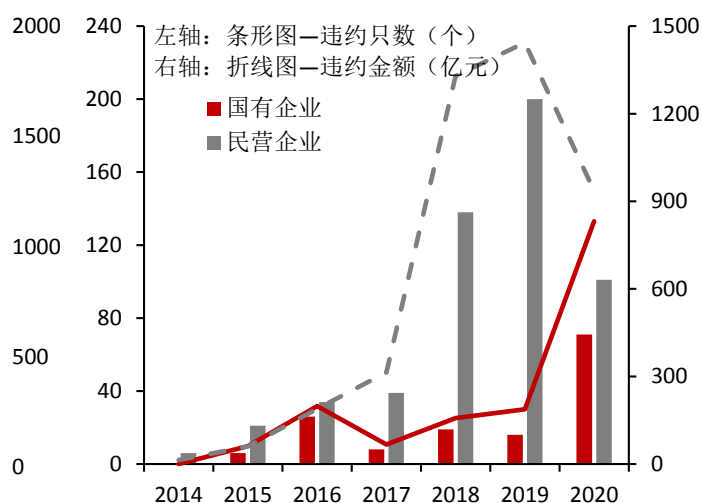


图 2：国有企业和民营企业债券违约情况



资料来源:Wind, 中国银行研究院

表 1：违约债券地域分布情况

		违约只数	违约债券余额 (亿元)	余额违约率	违约发行人	发行人违约
				(%)	(个)	比例 (%)
华北地区	北京	87	1012.29	0.83	21	3.94
	天津	9	65.85	0.61	8	5.3
	河北	21	240.04	4.77	5	4.9
	山西	19	226.9	3.52	2	2.3
	内蒙古	7	43.75	3.92	5	9.62
东北地区	辽宁	47	380.85	10.56	9	9.09
	吉林	5	29.4	1.54	4	7.84
	黑龙江	10	57.24	6.03	3	9.09
华东地区	上海	31	434.74	1.29	10	2.97
	江苏	36	216.49	0.69	12	1.52
	浙江	39	260.53	1.22	10	1.62
	安徽	25	164.19	2.49	6	2.78
	福建	14	144.77	1.18	7	3.57
	山东	41	233.54	1.42	14	3.46
华中地区	河南	16	86.4	1.42	9	5.73
	湖北	9	65.87	0.82	4	1.73
	湖南	3	9.95	0.12	1	0.43
华南地区	广东	32	247.16	0.63	15	2.86
	广西	2	10	0.29	1	1.03
	海南	12	111.13	11.88	8	36.36
西南地区	重庆	5	23.3	0.25	4	2.12
	四川	11	50.1	0.57	5	1.67
	云南	1	1.15	0.03	1	0.93
西北地区	陕西	2	8.5	0.14	2	1.6
	甘肃	6	26.6	1.76	2	5.26
	青海	3	61.75	9.02	1	5
	宁夏	4	24	7.43	3	15
	新疆	2	10.5	0.42	2	2.13

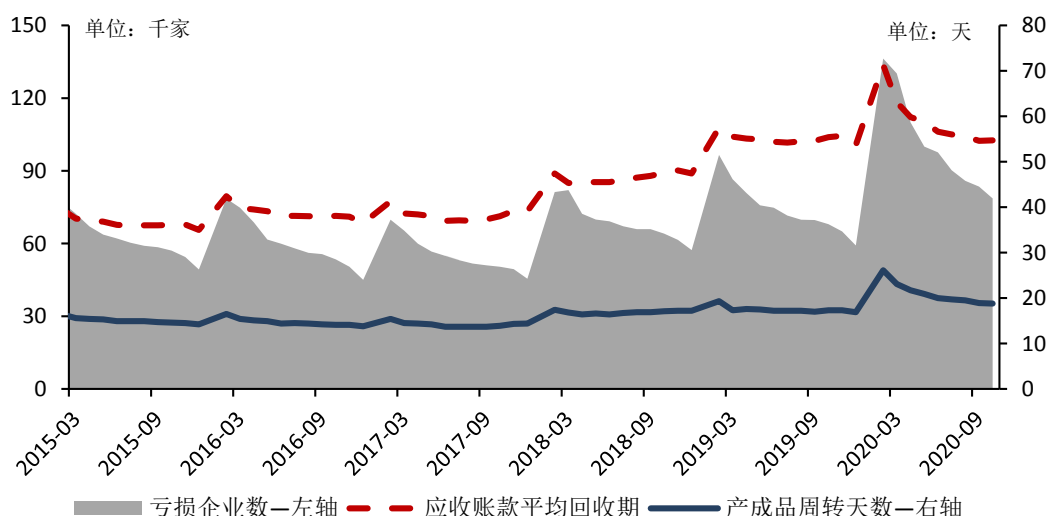
资料来源:Wind, 中国银行研究院

二、近期高评级债券违约增多的原因

与 2018、2019 年主要以民企集中爆雷现象不同的是，今年国有企业债券违约明显增多，且其中多数是信用评级为 AAA 级的债务人，如紫光集团、盐湖工业、华晨集团、永城煤电控股集团等。这些国企的负债规模普遍较大，有的甚至在千亿以上。引起高评级国有企业债券违约增多的原因主要有：

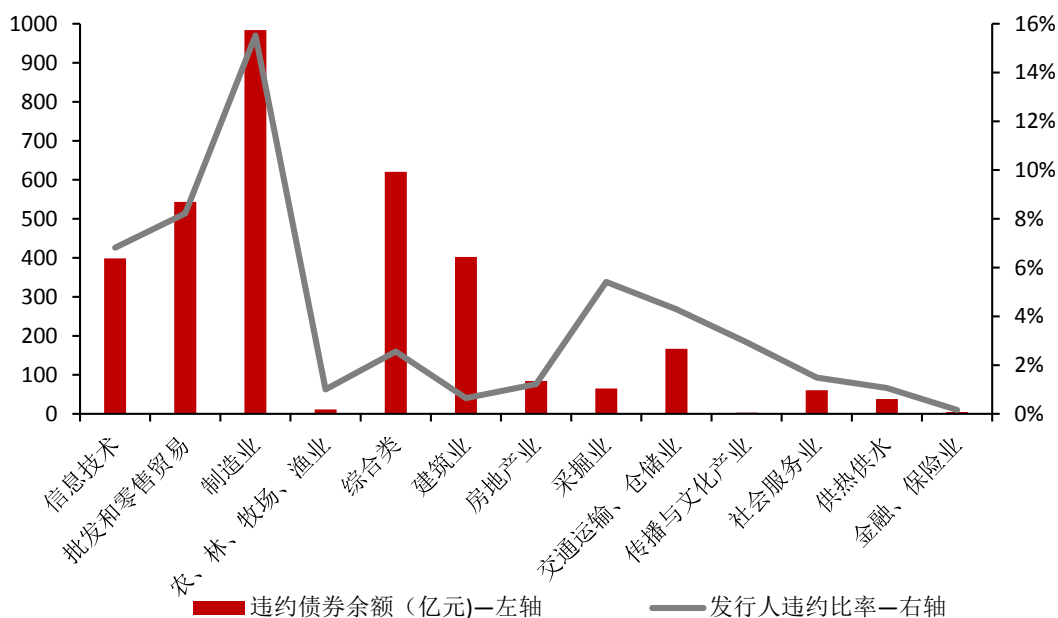
第一，经济下行叠加疫情冲击，企业经营能力下降，应收账款周期拉长，还款压力加大。疫情影响下，不少企业经营依然困难，企业盈利能力较弱。据统计，2020 年亏损企业数量创近五年来新高。截至 10 月末，工业企业累计亏损达 78573 家，同比增加 15.56%；工业应收账款平均回收期为 54.7 天，相比今年年初 71.3 天的回收期虽然明显下降，但仍是近年来的相对高点（图 3）。此外，疫情对不同行业的经营产生差异化影响，家用电器、电气设备等顺周期行业基本面较好，而能源、制造业、采掘业等传统或产能过剩行业的行业性亏损加剧，违约风险不断增加。据统计，截至 2020 年 12 月 10 日，制造业的违约债券余额和违约比率均属行业最高，分别是 983.92 亿元和 15.52%（图 4）。在此背景下，部分属于能源、制造业等传统领域且长期高杠杆运行的地方国企，经营性现金流明显不足，更容易出现违约情况。

图 3：工业企业经济效益指标变化



资料来源:Wind, 中国银行研究院

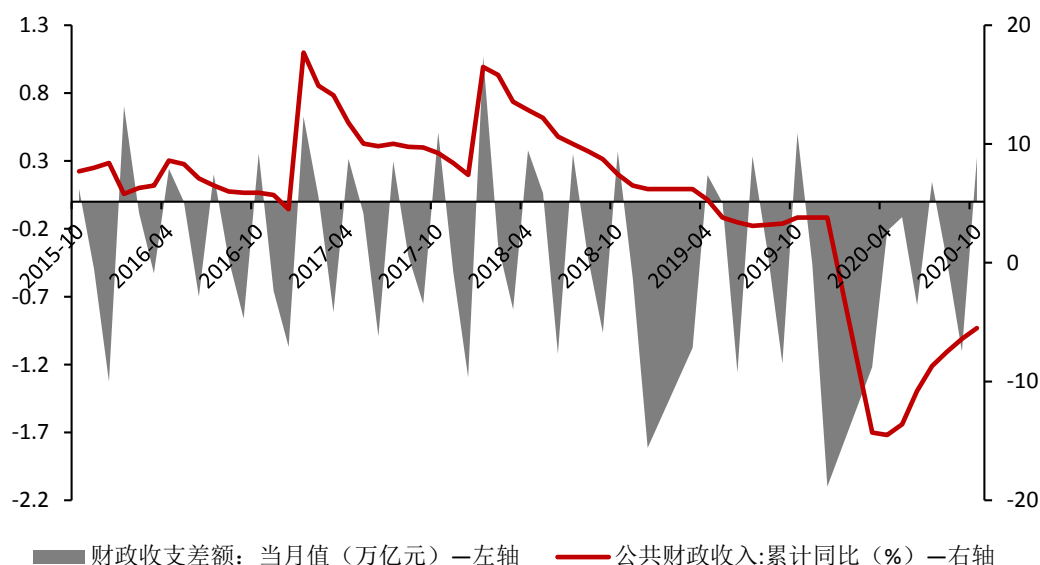
图 4：违约债行业分布情况



资料来源:Wind, 中国银行研究院

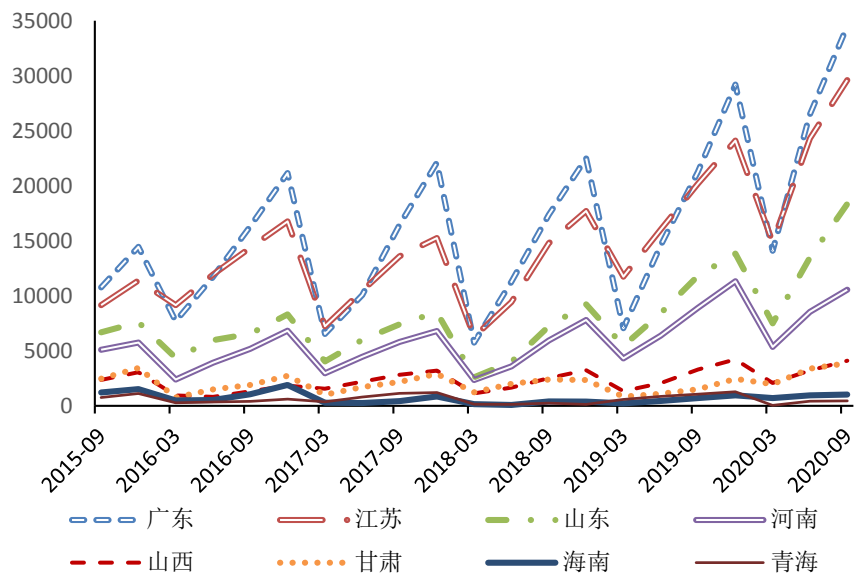
第二，地方政府财政收支压力明显增加，企业融资渠道收紧。一是疫情冲击导致财政收入减少，可用于支持地方国企的财政资金腾挪空间有限，部分地方国企失去政府的兜底。据统计，2020 年财政赤字规模 3.76 万亿，赤字率升至 3.6%。财政收入同比降幅为近 5 年来最高水平。虽然自 5 月以来出现好转，但恢复速度有放缓趋势（图 5）。二是金融去杠杆、影子银行整顿等引发金融市场风险偏好下降，影响了部分经济相对落后省份的社会融资，使相关企业融资难度增大（图 6）。据统计，2020 年三季度，广东省、江苏省和山东省的社会融资规模排前三，分别达 34492.34 亿元、29592.18 亿元和 18342.55 亿元，且持续保持较高的增长速度。而经济相对落后的青海（449.34 亿元）、甘肃（3875.67 亿元）等省份的社会融资规模和增速都比较低。

图 5：国家财政收支状况变化趋势



资料来源:Wind, 中国银行研究院

图 6：部分省份社会融资规模变化情况



资料来源:Wind, 中国银行研究院

第三，部分企业有恶意“逃废债”的倾向。今年二季度以来，我国经济复苏步伐明显加快，大多数企业的经营状况都在持续好转，此时突然出现大面积围绕与经济复苏的走势出现背离，让人质疑其违约背后的真实原因。先后有多家自媒体爆料，部分

违约企业事先都存在转移优质资产的迹象。例如，华晨集团在违约前夕的 9 月底，注册成立了辽宁鑫瑞汽车产业发展公司，将其持有的港股上市公司 15.35 亿股股份转让给鑫瑞汽车，这种转让核心资产的做法，遭到了市场的普遍质疑，认为其存在“逃废债”的嫌疑。永煤集团同样被质疑存在资金占用、转移资产、不诚信发债等问题。11 月 10 日，永煤集团发布公告称，其 10 亿元的“20 永煤 SCP003”债券到期无法偿付本息，构成实质性违约。但是 2020 年三季度末，永煤集团发行人账面总资产达 1726.50 亿元，货币资金高达 480 亿元，永煤的资金余额应足够偿付此次 10 亿短融。

四是部分企业的信用评级虚高，不能起到风险预警作用。通常来说，AAA 级公司债评级只会授予财务实力最强、违约风险最小的债券发行人，过去很少发生 AAA 级债券直接违约的现象。而国内评级机构迫于业绩压力，存在过度迎合客户评级要求的现象，使得 AAA 信用评级占比虚高。据统计，2019 年中国约有 32.48% 的债券发行人被评为 AAA 级，占全部债券发行额的 60%。今年在疫情之下仍有大量债券发行人被评为 AAA 级，其发行额占全部债券发行额的比重为 62.56%。反观美国，2019 年 AAA 级债券余额占全部债务发行额的比例仅为 0.9%。

三、理性看待当前债券市场的违约风险

债券违约是在债券市场逐步成熟的过程中难以避免的现象，打破国企“刚性兑付”也是供给侧结构性改革的应有之义。受经济周期和市场信心等影响，短期内债券违约现象依然可能出现，但我国债券市场长期行稳至远的改革与发展更值得关注。因此，对当前的债市违约风险频发的问题，要理性看待。一方面，既要高度关注债券违约引

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_621

