

### 经济修复趋缓尾部风险持续暴露，到期压力不减信用风险或边际抬升

香港时间 2021 年 11 月 1 日，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院（以下简称“中诚信国际”）近日发布题为《经济修复趋缓尾部风险持续暴露，到期压力不减信用风险或边际抬升——2021 年三季度债市信用风险回顾与下阶段展望》的报告，对 2021 年前三季度债券市场信用风险表现进行回顾，并结合当前宏观经济趋势、融资情况及到期压力对未来信用风险趋势进行展望。报告认为，在宏观经济增速放缓、微观主体面临市场需求与成本双重压力的背景下，未来部分发行人盈利及获现能力恢复存在一定不确定性。与此同时，货币政策坚持稳字当头、更注重精准投放，后续宽松的可能性不大，叠加防止“高杠杆”企业过度融资等政策限制，部分发行人再融资压力或进一步提升。在年内仍有较大规模的到期债务压力下，信用风险仍存在边际抬升的可能。我们维持全年公募债券市场违约率或在 0.70%-0.80% 的判断。

报告认为，从 2021 年前三季度债券市场信用风险的表现来看，总体呈现三大特点。第一，债券市场违约风险持续释放，违约债券规模及支数同比增加，但新增违约发行人数量逐季递减。据中诚信国际统计，年内共有 142 支债券发生违约，规模合计 1687.80 亿元，同比增长 95%，已超过 2019 年全年违约规模；违约发行人共涉及 43 家，其中首次违约发行人 19 家，同比减少 3 家。从公募市场月度滚动违约率表现来看，总体呈先升后波动式下降的趋势，1 月滚动违约率延续 2020 年末趋势继续下行，在 2 月和 3 月受集团企业违约爆发影响滚动违约率回升至 0.76% 左右，4 月以来滚动违约率整体呈现波动下行趋势，9 月下降至 0.68%。第二，民营企业信用风险进一步凸显，尤其是房企债务风险加速暴露。年内新增违约发行人仍以民营企业为主，占比将近 80%；行业分布方面，今年以来在房地产行业在调控趋严叠加融资环境的收缩背景下，房地产行业违约企业数量位居行业排名第二。第三点，年内发行人与持有人达成债券展期协议事件明显增加，且期限兑付延期债券的展期期限逐渐变长。据中诚信国际不完全统计，1-9 月共有 15 家发行人对 30 支债券兑付进行了展期，已确认展期本金及利息规模合计 214.05 亿元，同比增加 88%。其中三季度发生债券展期事件较为集中，单季度展期债券共计 16 支，规模合计 109.64 亿元，同、环比增幅均超过 90%。从展期期限方面来看，展期期限超过 1 年及以上的债券数量明显增加，根据中诚信国际统计，2019 年和 2020 年年度平均展期期限分别为 0.55 年和 0.93 年，2021 年前三季度展期债券平均展期期限为 1.65 年，未来需关注相关发行人信用风险延迟暴露的可能。

此外，违约后续处置进展方面，2021 年前三季度公募市场上有 16 家违约主体发生实质性处置进展。截至 9 月末，债券市场累计违约规模为 6011.04 亿元，涉及发行人 207 家，根据公开信息，已偿付的违约金额共计 475.57 亿元，占比不到 8%，违约债券后续处置进展较为缓慢。不过已完成兑付债券的本金平均回收率为 90.54%，回收水平相对较高。

展望未来，在经济恢复仍不稳固、产需修复减弱的背景下，微观主体面临市场需求与成本的双重压力，自身修复表现较弱，部分行业企业盈利及获现能力改善程度走弱，内生资金能力的恢复存在一定不确定性。从货币政策方面来看，后续政策坚持稳字当头，更注重精准导向，并加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，四季度货币政策全面宽松的基础较弱。预计未来部分发行人外部融资环境仍将受限，特别是对于高杠杆企业再融资压力或将进一步提升。同时，考虑到四季度信用债到期规模依旧较大，需警惕尾部发行人以及高杠杆企业的信用风险暴露的可能。总体来看，四季度债市信用风险释放仍存在一定压力，我们仍维持全年公募债券市场违约率或较去年小幅提升至 0.70%-0.80% 左右的判断。

**报告还指出，未来需要重点关注以下三个方面的信用风险：一是关注尾部发行人以及高杠杆企业的信用风险，尤其煤炭、房地产、航空运输行业尾部发行人未来到期债务偿付情况；二是城投行业信用分化或进一步加剧，关注地产行业融资收紧向城投企业的负面传导；三是关注兑付展期发行人信用风险延迟暴露及连环违约风险。**

*如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。*

## 版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司**、**中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

## 重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。



### 中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼  
邮编：100020  
电话：(8610) 6642 8877  
传真：(8610) 6642 6100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

### China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610) 6642 8877  
Fax: (8610) 6642 6100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场1号  
怡和大厦19楼1904-1909室  
电话：(852) 2860 7111  
传真：(852) 2868 0656  
网址：<http://www.ccxap.com>

### China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House, 1 Connaught Place,  
Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>