



债市违约或边际改善， 但信用压力仍存

——2021年债券市场违约总结与2022年展望

Clearing Risks and Addressing Credit Pressure in the Bond Market

— Summary of Bond Market Defaults in 2021 and the Outlook for 2022

钟咏盈 詹家睿 刘艳

2021年，宏观经济增速冲高回落，社融结构性收紧，虽然债券市场实质违约规模微降，但同样反映企业流动性压力的债券展期规模却大幅增长60%，债券市场整体信用风险水平同比升高。违约企业中房地产行业特征明显，一方面源于经营面弱化、融资环境收紧等宏观和行业因素，另一方面仍需要归因于企业自身的信用资质漏洞，前期资本扩张过快、债务杠杆高企、存在内部治理问题的企业率先暴露流动性风险，而资产处置难度大使得企业偿债保护垫丧失。

2021年实质违约缓和，但展期规模增长

新增违约主体表现出明显行业特征^①

2021年，受益于前期低资质主体的逐步出清及债券展期的风险缓释，债券市场违约情况有所缓和，全年新增公募债券违约主体24家，较2020年减少4家，公募债券违约金额为1705.59亿元，较2020年微降。从时间分布看，全年债券违约规模呈现先高后低趋势，受海航系企业破产重整影响，一季度违约规模为全年最高，违约规模是全年违约规模的一半以上；从债券

作者单位：中债资信评估有限责任公司。本文系作者个人观点，与所在机构无关。

① 本段关于违约及违约率的统计数据提取于2021年末，直接数据来自中债资信违约数据库，该库是中债资信结合自身技术标准、依据公开资料（Wind）进行维护的自有数据库。

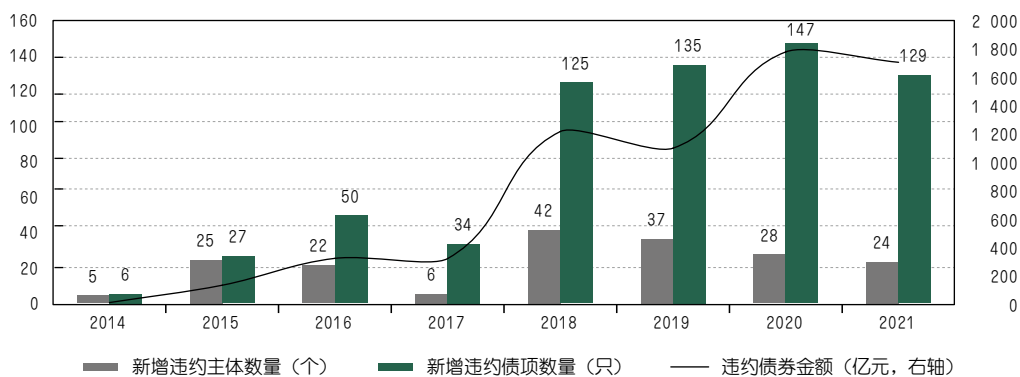


品类看，2021年违约债券仍以公司债、私募债居多，两者合计占比约62%，其次为中期票据，占比约24%；从违约主体企业性质看，均是民营企业；从违约主体行业分布看，2021年违约主体的行业分布特征显著，主要集中于航空及房地产行业。

从违约率角度看，以公募债券为样本^①，计算2015年至2021年的1年期滚动边际违约率（TTM违约率），包括主体口径^②和规模口径^③。通过TTM违约率走势图可以看到，违约率曾在2016年年中和2019年上半年两次达到阶段性高点，2021年呈现一个小高峰，目前违约率呈现明显下降趋势。

地产风险引发中资美元债市场波动

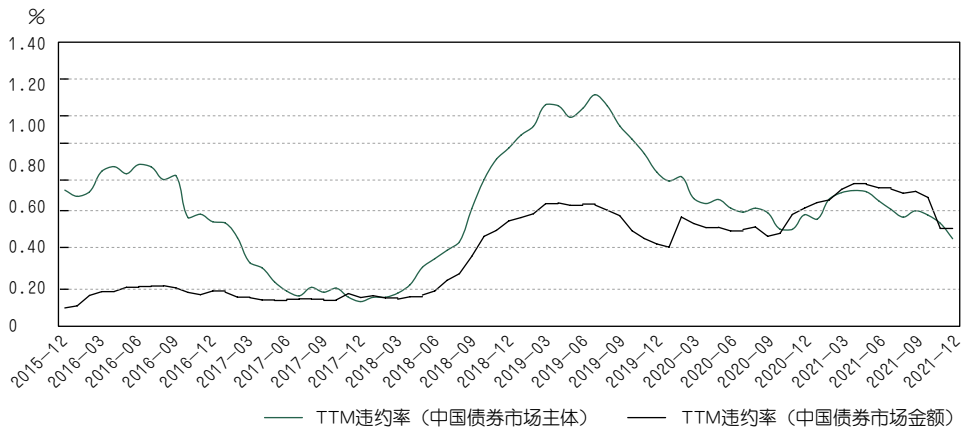
2021年，受销售降速、融资趋紧等因素影响，部分房地产企业流动性压力加大，作为中资美元债市场重要的发债主体（地产企业存量中资美元债占比超过20%），地产行业的信用风险也在中资美元债市场爆发，并引发市场剧烈波动。一方面，花样年美元债的超预期违约，引发美元债市场快速反应，地产美元债遭遇抛售，估值大面积下跌，该流动性冲击甚至波及高收益板块及整个中资美元债市场；另一方面，违约事件引发连锁反应，估值下跌叠加国际评级机构下调企业评级，地产美元债一级发行严重受阻，企业债券偿



资料来源：中债资信整理。

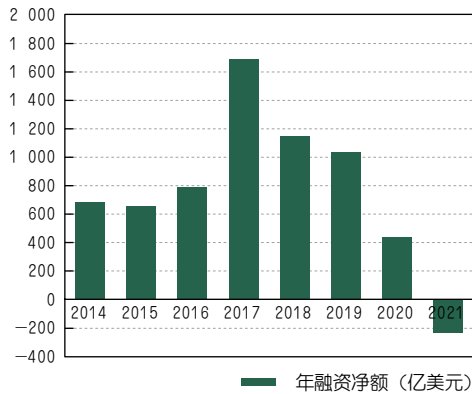
图 1 2014—2021 年债券市场违约统计

- ① 公募债券指债券类型为一般公司债、企业债、中期票据、短期融资券的债券，不包括私募债和定向工具。
- ② 1年期边际违约率（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。
- ③ 1年期边际违约率（规模口径）=过去12个月新增违约债项规模/当月存续债项规模。



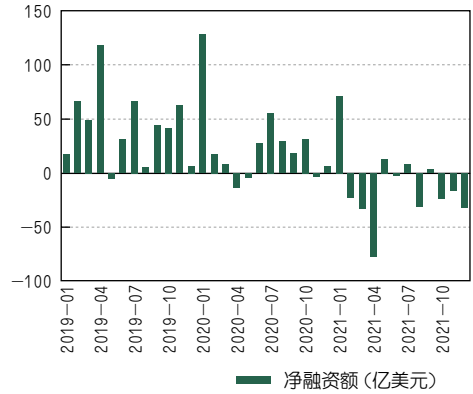
资料来源：中债资信整理。

图2 2015—2021年 TTM 违约率走势



数据来源：Wind，中债资信整理。

图3 近年来中资美元债市场净融资额走势



数据来源：Wind，中债资信整理。

图4 近年来地产中资美元债净融资额走势

还压力进一步加大，引发一系列展期及违约事件，2021年10月以来，包括花样年、新力控股、当代置业等在内的多家地产企业发生债务展期或违约。此外，此次美元债市场的风险也进一步传导至国内债券市

场，10月以来地产境内债估值剧烈波动，境内地产债高收益成交显著提升，中资美元债市场与国内市场的联动增强，因此未来信用风险的监测也应内外债券市场结合起来看。



高收益债中地产规模攀升明显

2021年上半年，随着永煤事件后市场情绪恢复，我国高收益债券规模有所下降，但2021年10月以来，受房地产行业信用风险上升影响，地产高收益债规模持续扩大。从截至2021年末的高收益债券存量规模看，中债估值收益率超过8%的信用债债券数量为794只^①，债券余额6 272.60亿元。从债券类型看，公司债规模居首，占比接近61%，其次为中期票据及企业债，占比分别约为18%、15%。从涉及企业看，城投债券241只，债券余额1 554.33亿元，地区以天津、江苏、贵州规模较高；产业债中房地产数量最多，涉及高收益债券146只，债券余额1 680.67亿元，此外，建筑装饰、综合、商业贸易、采掘等行业的高收益债券金额相对较高，地区以贵州、广东、云南、山东、北京等地规模较高。

涉及展期的债券规模明显增多

近年来，债券市场违约形式不断多样化，2020年更是出现了包括展期、置换在内的多种形式的到期处置方式，2021年该类债券规模呈现明显攀升趋势。根据Wind统计数据^②，2021年涉及展期的债券本金余额合计达636.33亿元，同比2020年增长

约60%。从涉及的发债主体看，2021年共有29家不同的发债主体出现债券展期的情况，其中有11家主体此前已经发生债券展期或实质违约，剩余18家企业为本年度新增债券展期主体，新增展期主体中，豫能化、花样年集团、泛海控股集团等展期规模相对较大，债券展期主体主要集中于房地产、非银金融、综合等行业。

从展期债券的后续结果看，截至2021年末，剔除尚未到期的债券外，展期债券本金余额合计1 003.13亿元，其中约11%实现兑付，28%实质违约，剩余61%仍处于展期状态。可以看出，近几年债券市场的债券展期操作更多是企业的流动性压力所迫，而后续发生实质违约的债券不在少数，相关信用风险不容小觑。

企业违约是内外部因素共同作用的结果

企业发生违约往往是多种因素互相交织、共同作用而导致的。回顾2021年，国民经济呈现结构差异，地产、消费等表现承压，外部融资环境边际收紧，尤其是地产、民企等结构性融资收紧明显，使得本年度违约呈现一定的行业或民企特征，虽然违约呈现一定共性特征，但企业自身

① 数据提取于2021年末，样本原始数据取自Wind数据库，具体挑选了债券类型为公司债、企业债、中期票据、定向融资工具的债券中债券期限一年以上的债券。

② 数据提取于2021年末，原始数据来自Wind数据库-债券违约及展期大全-类型为展期的债券。



资质的差异仍是企业违约的重要因素，资本的无序扩张、经营基本面弱化、内部治理问题等对企业信用品质造成不利影响，而资产处置难度大使得企业偿债保护垫丧失。

外部环境结构性问题突出^①

宏观经济方面，回顾2021年，工业、出口表现良好，但消费受疫情等因素影响持续疲软，全年经济冲高回落，四季度GDP同比增速持续下滑至4%。从结构性表现差异看，工业、出口对GDP贡献有所增加，2021年规模以上工业增加值同比增加9.60%，较去年上升6.8个百分点，工业企业利润总额累计增长34.30%，反映了生产部门整体延续较好的恢复态势。而受消费低迷影响，餐饮、运输等服务业依然表现低迷，受融资紧张、需求低迷影响，地产、建筑等投资贡献下降明显。

融资环境方面，2021年我国货币政策更加稳健，M2增速保持低位运行，社融存量同比增速有所回落，然而，降准、市场操作等货币政策更加多样，整体保持流动性合理充裕，截至2021年12月末，M2同比增长9.00%，社融存量同比增长10.30%，与我国经济发展需要基本匹配。与此同时，货币政策更加精准，制造业和普惠金融等领域的信贷支持增强，企业融资成本

继续下降。

新增信贷增速放缓，但信贷结构与成本优化

银行贷款方面，在“灵活精准、合理适度”的稳健货币政策下，企业获得的新增信贷增速放缓，但信贷结构与融资成本有所优化，对企业融资形成支撑。从信贷规模来看，2021年1月社融新增人民币贷款3.82万亿元，为近两年的最高值。新增信贷规模除一季度超预期增长外，其余季度同比均有所收缩。截至2021年12月末，新增信贷规模累计值同比小幅减少0.09万亿元，金融机构对企事业单位新增人民币贷款累计值较上一年减少0.15万亿元。从信贷结构来看，金融机构对企事业单位的新增中长期贷款规模略增，信贷结构持续优化。从信贷成本来看，2021年金融机构一般贷款加权平均利率处于下行区间，利率水平亦处于历史地位水平，体现企业融资环境有所改善。

债券市场净融资规模同比明显收缩

2021年信用债发行合计达12.54万亿元，较2020年增加0.72万亿元，信用债净融资额2万亿元，较2020年减少1.02万亿元，信用债发行回暖而净融资规模收缩。按季度来看，2021年一季度由于到期债券规模同比显著抬升，信用债发行总量超出

^① 该部分宏观经济及社会融资数据提取于2021年末，原始数据均来自Wind，其中信用债的统计口径是债券类型为公司债、企业债、中期票据、短期融资券、定向工具的债券。



过去三年同期水平，但供给仍略显不足，信用债净融资同比有所下降。三季度为年内发行高峰，其中7月和8月发行总量均超万亿。然而受公司债净融资额大幅下降影响，2021年信用债净融资额同比下滑。

分企业性质看，国有企业信用债发行量11.86万亿元，净融资额2.47万亿元，分别占2021年信用债发行总额的94.55%、信用债净融资额的123.42%，发行量同比有所上升而净融资额下降。民营企业信用债净融资额-0.34万亿元，仍然呈收缩状态，收缩规模同比增加0.19万亿元。总体看，民营企业债券市场融资环境进一步收紧。

股权融资小幅增长，非标融资持续收缩

2021年，国内股权融资总额达1.24万亿元，较2020年同期增长0.35万亿元。其中，IPO企业数量达524家，较2020年增加87家，合计融资5437.73亿元，融资金额同比增长13.16%，IPO企业数量在过去十年间仅次于2017年，融资金额则为过去十年内最高值；再融资也有较好表现，进行增发的企业数量为517家，较2020年增加140家，共融资8993.80亿元。

2021年以委托贷款、信托贷款为代表的社融非标融资仍处于持续收缩状态，其中受各地银保监局“两压一降”政策的影响，信托贷款的降幅有扩大趋势。

总体来看，2021年，随着疫情防控逐步正常化，我国经济整体呈现复苏态势，然而消费疲软、供给失衡及地产下行等因素致使经济发展面临压力，不同领域表现出现分化，工业企业恢复较好，而地产业下行压力较大。从外部融资环境来看，货币政策更加稳健，流动性边际略微收紧，企业融资渠道总体上保持了较为通畅的状态。但是融资的结构化问题突出，一是行业及企业层面的分化突出，融资收紧主要体现在房地产行业及民营企业层面，而信贷政策向小微企业和绿色企业倾斜；二是融资渠道层面出现分化，股票融资向好，而信贷增速略降，债券市场、非标融资收缩较为明显。总体看，2021年包括展期在内的信用风险事件所涉及的债券规模总量有所增加，实质违约企业中地产企业明显增多，工业企业占比有所下降。

企业自身的信用漏洞仍是引发违约的重要因素^①

由于本年度违约企业中，房地产企业的信用风险表现更为突出，因此本部分将主要从房地产企业着手，分析本轮房企信用风险事件的主要原因。在此之余，补充分析其他违约企业的原因分析。深入分析本轮房地产企业信用风险事件，可以看出，我国房地产行业的发展开始进入换挡

① 本部分关于发债企业的经营财务表现数据均来自公开渠道，经中债资信加工整理使用。



降速阶段。作为资金密集型行业，房地产企业的经营与周转高度依赖于项目的去化回款以及外部融资的补给，然而，疫情的发生使得本就处于降速换挡阶段的房地产销售进一步弱化。2021年下半年，随着楼市调控、部分房企流动性风险爆发、购房者观望情绪加重等因素影响下，行业销售更是急转直下，企业自身经营现金流快速弱化。与此同时，企业外部融资也呈现明显收紧，内外部双重的流动性压缩致使房地产企业流动性压力骤增，而资产变现难度大使得房企丧失最后的一层流动性保护垫，最终引发信用风险事件。

面临行业换挡降速，部分房企依然保持激进作风

2016下半年开始，为配合经济政策“稳增长”和“防风险”统筹并重的发展目标，房地产市场调控政策正式定调“住房不炒”。在国家“降杠杆”“防范金融风险”等一系列指导意见下，各区域配套措施逐步落地，“三道红线”政策出台对地产企业债务结构调整提出更高要求，部分“高杠杆”企业债务滚动难以为继。为保持和扩大自身竞争力，部分房地产企业热衷于快速周转、激进扩张，然而部分企业前期步子迈得过大，甚至在行业进入下行通道时仍不及时调整战略。

蓝光发展投资激进主要聚焦地产主业，公司逆势扩张拿地，产生大规模资金需求。公司2017年以来275个拿地项目

中，75个项目的拿地溢价率超过30%，47个项目的拿地溢价率超过50%，项目盈利空间较窄，拿地风格在量价上均较为激进。泛海控股激进投资方向则迈向了同样需要长期资金投入且资本回收周期较长的金融领域。2014年，公司以收购民生证券为节点正式开始多元化业务进程，并在此后四年间相继收购、增资亚太财险、民生信托、Genworth金融集团等国内外金融公司，公司内部流动性压力持续积聚；华夏幸福激进投资主要源于投资回报慢的产业新城，并采用PPP开发项目模式。公司以与地方政府合作开发产业新城为核心业务，2016—2018年，公司承接PPP模式项目数量高达54个，在该业务模式初期投入高、回款周期长的特点下，公司投资规模持续增长并对内部资金形成大量占用。

激进投资是企业信用风险主要的诱发因素，2021年度违约企业中，海航集团及山东岚桥也存在典型的激进投资问题。海航集团主要在于业务庞杂，板块间协同效应较差，收益不达预期。公司高度依赖对外筹资以支撑高额的投资需求，较长的管理链条带来的管理费用对利润总额形成较大侵蚀。山东岚桥于近年通过一系列海外收购扩张石油炼化和港口物流业务，叠加境内对石油化工板块和岚桥港的投资，公司投资支出居高不下。虽然投资激进路径各有不同，但大规模资金投入导致的债务负担过载与集中到期，却让各家企业殊途



同归。具体而言，蓝光发展有息债务规模在2018年首次大规模攀升75.52%至530.12亿元，并于2020年末二次攀升至708.44亿元，其中大部分债务自2019年末开始陆续到期，公司债务集中偿付压力于2021年上半年达到高潮；泛海控股有息债务规模自2013年的259.93亿元一路攀升至2018年的1 216.44亿元，同时公司债务结构自2016年开始逐年短期化，短期债务占比截至2020年末已从12.26%上升至62.51%，偿付压力持续加剧；华夏幸福有息债务规模截至2020年末已达2 072.01亿元；2018年，海航控股因逾期还款事项导致519.17亿元长期负债列示为一年内到期的非流动负债，导致短期债务大幅增长，短期债务规模激增至1 000亿元，占全部债务比重接近100%，债务结构严重不合理。

新冠肺炎疫情加速行业经营弱化

2020年新冠肺炎疫情暴发，阶段性影响了房地产行业的生产经营，使得行业增速放缓，部分企业经营压力增加。从销售端来看，疫情使得居民购房需求受到一定抑制，销售回款受阻导致房地产企业资金周转压力持续加大。从投资端来看，疫情背景下房企拿地及项目开、复工均受到不同程度冲击，项目周转不畅进一步加剧房企内部流动性压力。此外，前期“因城施策”，“限购、限贷、限价、限售”等政策调控使得部分业务布局不合理的房企风险逐渐显现，部分产品定位过于高端及业

务分布较为集中的企业基本面逐渐弱化。

疫情对经济的影响较为广泛深远。2020年初，海航集团航空运输业务，作为海航集团重要的收入及现金流贡献业务，受疫情负面影响较大，2020年上半年海航控股旅客运输量同比下降69.17%，货邮运输量同比下降50.72%，净利润大幅亏损125.41亿元，进一步加重海航系企业的流动性压力。2020年，受疫情影响国际石油价格波动较大，山东岚桥石油炼制业务2—5月基本处于停产状态。石油化工业务板块是公司的核心板块，对主营业务收入贡献大，2020年该板块实现收入228.26亿元，同比下降26.63%。

2020年下半年以来，随着疫情逐步常态化，房地产行业有所回暖，然而2021年下半年，受楼市调控政策加码、个别房企流动性风险爆发、购房者观望情绪加重等因素影响，房地产行业销售急转直下，经营现金流回款大幅下滑成为行业较为普遍的现象，部分房企经营基本面恶化直至瘫痪。

公司治理问题依然突出

近年来违约企业公司治理瑕疵主要集中于关联方交易、占款等股东异常行为问题，以及公司财务信息造假或披露不及时体现出的企业治理机制问题。例如，“海航系”资金采用集团财务公司集中管理的方式，集团内部关联交易频繁，互保现象严重，存在大量非经营性资金占用、关联方资金拆借情形，单一企业流动性问题的



出现可能波及整个集团企业，导致市场不信任情绪进一步放大。华泰汽车信息披露质量存疑。一方面，公司以往年度披露的销量数据与汽车工业协会披露数据差距很大，存在销量数据造假嫌疑；另一方面，2018年公司对收购曙光股份形成的商誉全额计提减值，致使公司当年大幅亏损，但审计师因无法就上述计提商誉减值金额获取充分、适当的审计证据而出具了保留意见，公司上述商誉计提的公允性有待商榷。关联方占款、财务造假等负面事件均凸显企业内控管理体系存重大缺陷。

而2021年度部分违约房企表现出了新的公司治理风险侧重点。一方面，股东与管理层之间委托代理冲突导致公司内部决策机制混乱，成为企业风险暴露的导火线。在流动性几近枯竭的情况下，协信远创管理层原拟通过资产处置改善公司经营困境，然而，由于公司内部治理结构及审批程序存在瑕疵，相关项目转让计划在控股股东与管理层发生分歧后迟迟未能实施，公司内部决策延迟导致公司流动性危机持续蔓延直至违约；另一方面，负面舆情等偶发性公司治理事件可能通过降低市场信任度，逐渐掐断公司外部融资渠道。泛海控股2020年公司本部及子公司涉及多起诉讼纠纷，子公司出现借款逾期后两次因非标融资未能清偿被申请执行名下资产，持续爆发的负面舆情对公司市场声誉造成巨大冲击，成为公司外部融资渠道断

裂的直接原因。宜华生活控股股东宜华控股、关联公司宜华健康均于2019年收到监管机构问询函，内容涉及存贷双高等多项财务质量问题。2020年4月，公司自身年报被出具无法表示意见的审计报告。负面舆情向市场投递出宜华生活类似治理风险的提示信号。

资产变现难度加大、最后的流动性保护垫丧失

以往主流观点认为房企底层资产为土地、房地产项目，相较于以专用固定资产为主的制造业或其他轻资产行业的资产更为优质，因此从房企开始处置资产自救到暴雷之间仍可通过变卖资产以挽救企业流动性危机。华夏幸福的产业新城业务采用PPP模式，应收账款高企且回收时间较长，回收进度与园区为地方政府带来的增量财政收入挂钩，受制于区域经济发展状况。蓝光发展从处置有效资产到债券违约历时仅约半年，资产处置自救的效果相较协信远创、“泛海系”大打折扣，其中缘由仍为行业整体流动性持续收紧，其他房企大规模现金接盘的可能性下降及近年在地价上涨、售价管控背景下项目盈利空间收窄、项目被收购价值下降等。2017年末，国家发改委发布《企业境外投资管理办法》，对中国企业海外投资提出监管要求，海航集团开始处置海外资产，随后出售非航空资产，清理非主业业务，但大规模抛售使得资产变现价值不及预期。因



此，分析企业偿债资源，不仅需要分析企业资产的质量及流动性，更需要预判资产的变现难度及变现价值，需要警惕核心资产处置难度较大的异常情况。

2022年债券展期仍将是风险缓释的出口，实质违约规模或下降

2022年信用债刚性兑付压力不减，更多企业将选择债券展期缓释风险

展望2022年，宏观经济方面，外部环境更趋严峻和复杂，疫情带来的不确定性仍将持续，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，然而，经济工作稳字当头、稳中求进，稳增长的责任将被层层落实，政策发力适当靠前，适度超前开展基础设施投资。因此，预计2022年国内宏观增长将整体保持稳定。融资环境方面，稳健的货币政策灵活适度，保持流动性合理充裕，考虑地产融资触底企稳，预计2022年社融规模相较2021年将边际好转，社融增速企稳微升。

债券市场信用风险方面，截至2021年末，在不考虑短融的情况下，2022年信用债整体偿还规模^①为7.2万亿元，其中债券到期规模4.19万亿元，较2021年下降约1 000亿元，含提前兑付条款及回售行权条

款的债券规模分别为0.76万亿元和2.26万亿元，分别相较2021年下降约1 000亿元和增加4 000亿元。整体看2022年信用债刚性兑付压力相较2021年接近。从时序角度，2022年各季度信用债到期规模，以及回售、提前偿还规模有增加趋势，因此下半年偿债压力高于上半年，其中3、4月及11、12月是信用债偿还高峰期。从债券类型角度，与2021年相比不同类型中长期信用债到期规模占比基本保持稳定，中期票据和公司债二者规模差距不大，合计占中长期信用债到期规模的八成左右，定向工具和企业债到期规模占比较低。但在到期之外，需要额外关注公司债的回售情况以及企业债的提前兑付情况。

综合来看，2022年信用债刚性兑付压力不减，尽管社会流动性存在边际好转的预期，但政策向小微企业、科技创新、绿色发展倾斜的方向不变，严控新增基调下城投企业融资环境难言放松，信贷的结构差异依然存在。同时，市场投资人的风险偏好仍将保持谨慎，债券市场信用分层将加剧，优质国有企业、头部企业及政策利好型企业将更加容易获得融资青睐，而经营资质弱、融资渠道较窄、债务到期压力较大的尾部企业的融资压力仍较大，弱资

① 此处信用债指企业债、公司债、中期票据、定向工具。原始数据提取于2021年末，数据来源自Wind数据库。偿还规模包括到期、回售及本金提前兑付三种情况，其中回售为年内对应回售条款的信用债总额，提前兑付为年内对应提前兑付条款的信用债总额，二者金额会高于实际偿还额，依据2021年数据，实际提前兑付比例为28%，实际回售比例为26%。



质城投企业流动性压力将继续增大，特定领域的信用风险仍将释放。

城投分化进一步加剧，房地产等行业仍面临一定出清风险

不同行业的中长期信用债到期规模有较大差异。2022年，受债券回售规模大幅增长影响，城投行业^①债券偿还总规模3.46万亿元，较去年同期的3.03万亿元有较大幅度增长，城投行业整体仍处于偿债高峰，虽然2022年财政政策将适度发力，但“严控新增隐性债务、妥善化解存量隐性债务、并且不出现系统性风险”的主基调不变，城投行业融资环境难言放松。同时，地方政府经济、财政实力分化进一步加剧，区域债务负担差异显著。因此，预计行业的区域分化将更加明显，建议重点关注经济财力增长乏力，尤其土地出让金收入下降明显、债务负担很重或增长快速而短期偿债压力较大的区域内城投企业的偿债压力，可以结合政府综合财力对区域内城投企业债务保障倍数的指标进行判断。此外，未来随着监管政策、融资渠道的变化，城投企业内部的业务分化情况需要更被关注，没有实质经营业务或经营过于激进、公司治理不规范的城投企业爆发信用风险的可能性会进一步增加。

市场普遍关注的房地产行业，受债券发行受阻、融资被动收缩影响，2022年债券

到期规模2 068亿元，较2021年的3 696亿元大幅下降，且回售规模也有收缩，但这并不意味着地产企业风险暴露的程度将降低，一方面，房地产行业在2022年将继续迎来美元债的到期高峰，整体债务偿付压力依然较大；另一方面，地产行业内中债估值收益率在8%以上的中长期信用债比例达到37%，显示债券市场投资人对地产企业信心不足，企业融资仍面临较大难度；同时，虽然房企政策已触底企稳，但在“房住不炒”“因城施策”的大原则保持不变、居民购房预期降低等预期下，房地产行业下行趋势难以实质扭转。对于项目质量不佳、去化能力弱、过去战略激进导致债务负担重且融资渠道狭窄的尾部房企，将继续面临风险挑战，行业风险仍将出清。

建筑装饰行业内中债估值收益率超过8%的债券比例同样超过30%，意味着行业风险同样被市场普遍关注。受房地产投资继续弱化的预期影响，预计2022年建筑需求增速将呈现回落，行业收现质量或继续弱化，与高杠杆高周转民营房企深度绑定、应收账款质量差的民营建筑企业信用风险将明显提升。近两年，煤炭、钢铁等强周期性行业持续景气高位运行，行业盈利提升，偿债表现持续改善，尽管2022年预计需求有所弱化，但行业景气仍将处于中等偏上水平，行业信用风险压力可控。

① 城投企业的认定以Wind口径为准。

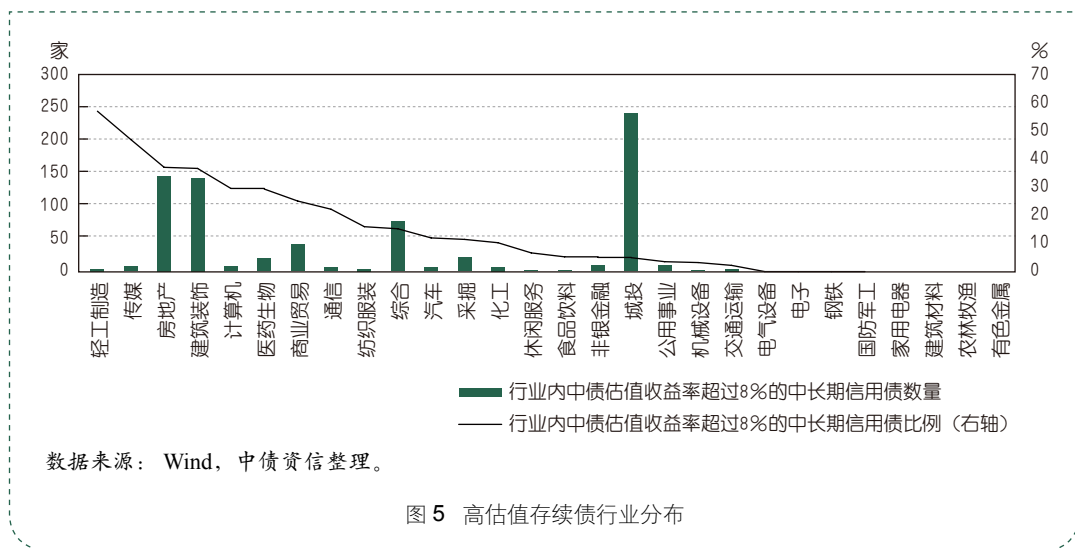


图 5 高估值存续债行业分布

中长期信用债到期规模比较大的重点行业还包括综合、公用事业、非银金融、贸易等。其中，公用事业整体信用风险可控，但需关注过度投资沉淀资金的企业的流动性压力，而贸易、综合、非银金融的高估值企业数量占比相对较高，医药生物虽然到期规模尚可，同样面临高估值企业占比比较高的问题，上述行业需要关注相关企业的债券滚动压力。

总体来看，呈现如下特征的个体企业信用风险暴露的可能性更大。首先，企业自身的经营竞争力与造血能力是企业偿债能力的基本来源，自身经营资质弱、造血能力弱化往往是企业发生违约的根本原因。因此重点关注企业自身经营表现及内生偿债能力，缺乏核心竞争力、近年来盈利不断走弱而无好转迹象的发债企业所面

临的压力将持续增大。其次，警惕前期风险暴露的低资质企业，以及在财务或公司治理层面存在重大瑕疵的企业。如果企业迫于流动性压力做了信用债展期、永续债续期或利息延期支付，以及非标融资发生了违约等，一方面证明企业的流动性趋于恶化，另一方面市场会关注到此类风险并进而影响到企业再融资，负反馈循环会加速此类企业的风险暴露。最后，信用债市场经过多年发展，各种“信仰”陆续被打破，如果还抱着“信仰”对企业做一刀切式的风险判断并抱团特定的发债主体未必会真的降低风险。为此，需要仔细甄别“信仰企业”中缺乏核心竞争力、盈利持续走弱、债务负担重的僵尸企业和弱信用资质企业等。^[N]

学术编辑：卢超群