



缓和与分化： 一季度债市风险观察

Easing and Divergence: A Look at Bond Market Risks in the First Quarter

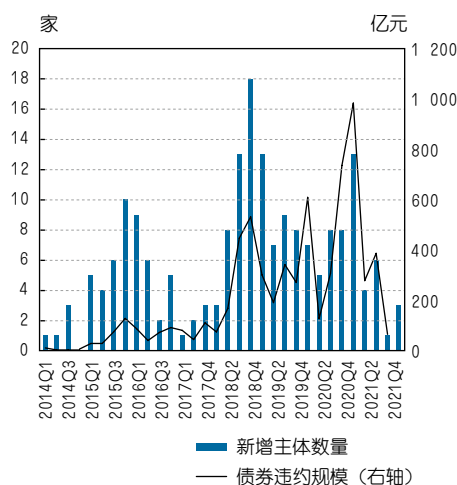
刘 艳

债市信用风险暴露放缓

2022年一季度，债券市场违约规模环比略增，同比明显下降。具体来看，一季度我国债券市场新增违约主体3家，债券违约总规模为96.52亿元，违约规模环比略有上升，但同比下降明显（2021年同期主要受海航系破产影响）。2022年一季度，债券市场主体及金额TTM违约率继续下降。

2022年一季度，进行债券展期的企业有11家，涉及债券规模合计达131.7亿元，展期规模同比及环比均明显下降。其中，深圳市龙光控股有限公司、恒大地产集团有限公司首次出现展期，展期整体仍是迫于阶段性流动性压力的选择。综合违约和展期的情况来看，一季度债券市场信用风

险暴露有所放缓。



资料来源：中债资信，数据统计截至2022年3月底。

图1 中国债券市场季度违约主体数量和规模

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。



2022年一季度，债券市场贡献融资增量，房地产融资环境尚未明显好转^①

2022年1—2月，宏观经济数据表现好于预期，但剔除名义价格、统计方法等扰动因素后，经济运行真实表现可能并不乐观。融资环境方面，截至2022年2月末，社融存量同比增速为10.2%，结束了2021年10月以来的持续回升；1—2月新增社融7.37万亿元，同比增加4 551亿元，主要增量在企业债券融资方面。银行信贷端，2022年1—2月社融新增人民币贷款5.11万亿元，同比稳中微降，其中短期贷款规模明显提升，1月新增短期贷款1.28万亿元，为近几年高位水平，银行贷款资金主要流向企事业单位，居民部门贷款出现负增长。

债券市场角度，信用债在2022年一季度融资规模大幅改善，成为社会融资增量的主要贡献方。一季度，信用债发行总量3.20万亿元，净融资额为1.07万亿元，净融资规模环比增加约0.61万亿元，同比增加约0.46万亿元。从企业结构来看，2021年三季度债券市场融资仍以国有企业占据绝对主导，民营企业信用债净融资额为-225.92亿元，净融资规模持续为负，但环比明显改善；从分省份净融资规模来看，江苏、北京、广东等东部地区持续净流入，而东

北三省、内蒙、甘肃等省份净融资规模多为负值，区域分化依然显著；从行业结构来看，城投、综合、公用、交运等行业净融资规模靠前，而汽车、家电等行业净融资规模为负，房地产行业信用债净融资约70亿元，其中万科、首开、华润等企业债券发行规模较大，而世茂股份、融创、宝龙、龙光、华侨城等债券偿还规模均超过25亿元；此外房地产美元债市场净融资额依然为负，净流出约140亿元。

股票融资端，2022年1—2月，股票融资规模环比下降约1 300亿元。其中，非金融企业IPO融资金额为1 101.01亿元，环比微增，而非金融企业股票增发规模542.15亿元，环比下降明显。非标融资无论同比还是环比负增长的趋势放缓。其中，2022年1—2月房地产信托发行总规模282.09亿元，环比下降约230亿元。

整体看，社会流动性整体呈现“宽货币、紧信用”特征，债券市场融资贡献一定增量，其中民营企业债券融资环比有所改善，但分行业及区域融资仍呈现显著分化，从债券及非标渠道看房地产融资环境尚未有明显好转迹象。

2022年一季度，地产行业经营仍承压

根据中债资信监测，2022年一季度

^① 本部分分析数据来自Wind，数据统计截至2022年3月30日。

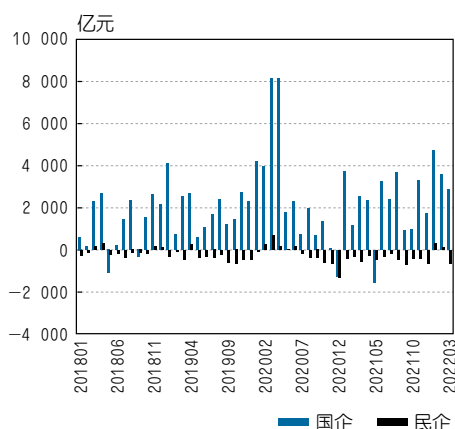


度共有三家房企发生违约。尽管一季度违约企业数量不多，但部分重点行业的潜在信用风险暴露依然受到市场重点关注，例如两家房企发生美元债违约，部分企业出现信用债展期的情况。为了提升市场信心，部分房企进行了少量美元债回购。本文将对市场所重点关注行业的信用风险情况进行总结。

长期以来，房地产行业是国民经济的支柱性产业，在对国民经济的贡献、地方财政的收入来源、金融资产的构成等方面占有举足轻重的地位。但在房地产行业快速发展过程中，也积累大量风险，房产金融化属性不断加强，房价快速增长与居民杠杆率快速提升互为加强，地产企业为了快速扩张，也采取了高杠杆的激进经营策略。自2016年中央经济工作会议明确“房

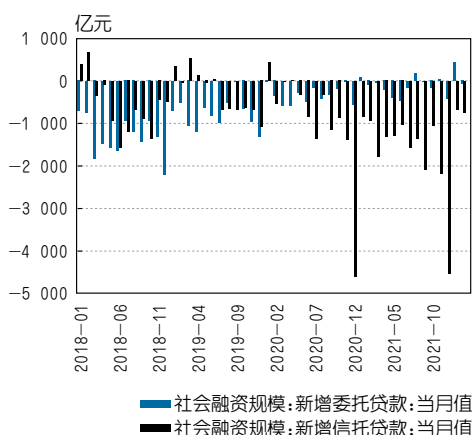
住不炒”的方向后，具体政策根据市场情况持续进行调整，旨在实现“稳地价、稳房价、稳预期”的三稳目标。

2020年疫情发生以来，为实现经济稳健复苏而采取了相对宽松的财政货币政策，受益于此房地产行业较快从疫情中恢复，虽然行业盈利收缩但营收尚可。从2020年下半年开始，地产调控逐渐发力，其中核心的是从房企的融资端进行规范。如2020年发布的“三道红线”政策，及银行业金融机构房地产贷款集中度管理政策等，对房企的有息债务规模及融资进行了差异化的规范和约束。此外，围绕地产开发、销售的各环节，各方也有不同的调控政策，包括部分重点城市执行住宅用地“集中供地”政策（集中发布出让公告、集中组织出让活动），房企购地资金穿透



资料来源：Wind，中债资信整理。

图2 国有企业和民营企业信用债净融资额



资料来源：Wind，中债资信整理。

图3 委托贷款和信托贷款规模



式监管，各地限购、限贷、限售、限价政策的调整，部分城市颁布住房指导价、学区房政策的调整，房地产税的预期等。

自2018年开始陆续出现地产企业违约的情况，早期违约地产企业多为行业内经营偏弱的企业。外部环境的收紧使得行业经营受到一定限制，房企融资现金流趋紧，部分弱资质房企的信用压力进一步加大。特别在恒大事件发酵后，“保交楼”成为各地政府的基本处置原则之一，为此预售资金监管更加严格，确保预售资金用于项目建设，一定程度上更加重了房企短期偿债资金压力。可以看到，2020年后地产企业违约的频率明显增加，且其中不乏行业内规模排名靠前的地产企业。

2022年一季度，某家地产企业及其母公司发生违约，该企业为母公司的主要经营实体。实际上，该企业及其母公司自2021年10月起即出现流动性危机，穆迪下调了其发行的境外美元债评级，而为了应对流动性压力，该企业尽力寻求其发行的美元债展期及豁免交叉违约，并获得通过。但在2022年2月，该企业依然由于发行的美元债未能按时支付利息而发生实质性违约，在寻求豁免交叉违约失败后，由此触发境内债券市场7只债券加速清偿。

回顾上述房企及其他违约房企走向违约的过程，可以看到地产调控政策的冲击、激进扩张导致的高债务负担及债务到期集中，弱行业景气度下企业经营压力大

等因素是地产企业违约的主要诱因。该房企长期以来采取“高杠杆、高周转”的经营模式，经营风格激进。一方面，激进的拿地策略导致该房企拿地溢价率和土储成本较高，进而销售利润率长期低于其他头部房企。另一方面，该房企经营扩张的杠杆驱动特征明显，从而导致债务整体规模大幅攀升，并且债务中非标、美元债占比较高，导致融资成本较高。在成本端的压力下，为了提高资金的使用效率和投资回报率，该房企相应采取了高周转的经营模式。不过，这虽然能够一定程度上应对企业在经营及财务方面的压力，但也降低了企业流动性的安全边际，一旦高周转难以为继，例如疫情的发生打乱了房地产企业开工、销售等环节的运转，风险将很快暴露。

2020年该房企虽然通过控制结转节奏等方式维持了营业收入的增长，当房地产销售额同比增速呈现断崖式下滑，同时存货去化率也转入下降通道，说明公司原有的高风险经营模式已难以为继。根据该房企近期披露的2021年业绩预告，预计公司2021年归属股东净亏损45亿—58亿元，公司给出的原因一是基于谨慎性原则计提存货跌价准备，二是房地产业务结算规模下降。在经营业绩大幅下滑，成本及负债端没有明显改善的情况下，公司最终发生了违约。实际上在发生违约事件前，阳光城也已经出现过多项风险征兆，例如负债中



短期负债占比大，账面货币资金不足以覆盖短期债务且受限比例很高，短期偿债压力大；对外担保规模大，被担保对象多为省内从事贸易的公司；大股东集团高比例质押了该房企（上市公司）的股票等等。

以上也是2021年以来很多房地产企业所共同面临的问题。2021年，伴随着房地产行业政策调控升级，市场需求迅速下滑，销售回款大幅受限；境内外评级机构接连下调各家房企以及美元债券评级，美元债违约事件频发；个别大型房企的违约在引发市场剧烈震动的同时，也更加剧了投资者的担忧，房企再融资受阻，流动性承压明显。在以上背景下，房企信用风险暴露持续蔓延，市场尚未见到反转拐点。2022年一季度，地产行业依然处于“寒冬”中，根据国家统计局数据，1—2月房地产销售、投资、土地购置等多项数据持续走弱：商品房销售额同比下降19.3%，销售面积同比下降9.6%；土地购置面积同比下降42.3%，降幅为近25年来最大，土地成交价款同比下降26.7%；房地产开发企业到位资金同比下降17.7%，在房企各项资金来源中，定金及预收款降幅则将近三成，反映了购房者意愿不足。而人民银行发布的2022年2月金融统计数据报告也显示，居民中长期贷款自15年来首次出现负增长。

随着个别大型房企风险暴露，市场反应激烈，金融机构风险偏好过度收缩，

也让市场陷入负反馈循环中。在市场下行到一定程度后，政策端也在坚持“房住不炒”大方向、“压实企业自救主体责任”原则的同时适度微调。2021年9月下旬以来，监管层面密集发声，保障房地产信贷平稳有序投放、满足房企合理的资金需求；2022年后，福州、哈尔滨、郑州等城市也在首付比例、限购限贷、限售限价等方面开始陆续放松相关限制政策。后续，根据市场具体情况的变化，因城施策的“三稳”的政策有继续调整的可能性，以支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展。

相比之下，某租赁公司的违约受到市场关注少很多，部分原因可能是其属于“海航系”企业，市场已对相关企业风险有充分预期。2018年以前，该公司强势扩张，在集团支持下通过多种融资渠道开展收购兼并活动，自有、管理及订单飞机超过900架，并主要聚焦于海外业务。在海航集团整体陷入流动性危机后，海航系内部企业普遍面临融资渠道收紧困境，此外由于该租赁公司主营航空领域租赁业务，在新冠疫情影响下，航空运输业受到较大的冲击，其下游承租人逾期、违约的情况增多，使现金收入减少、长期应收款和固定资产计提大额减值，资金链难以为继后最终发生违约。

从行业风险角度来看，目前各租赁



企业业务模式普遍较为单一，导致行业内同质化竞争激烈，只有少部分头部金融租赁公司在专业化细分领域形成差异化竞争优势。此外，租赁企业的业务分布较为集中，主要为交通运输、基础设施建设、热力燃气及制造业等重资产、资金密集型行业。随着宏观经济景气度下行、疫情冲击以及国家严格控制城投平台违规融资等负面影响的显现，租赁公司资金投向领域的行业风险明显加大。业务行业集中度高或区域集中度高的租赁企业抗风险能力相对较弱，例如一季度违约的上述租赁公司主要经营飞机租赁业务，在疫情冲击下，单一的业务结构使企业基本面明显弱化，为企业后续信用风险的暴露埋下了伏笔。

信用债到期压力可控，但部分行业仍存在尾部出清可能

2022年3月16日，金融委会议强调，“一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济”，宏观政策层面稳增长的方向不变。货币政策端，金融委提出，“货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长”，央行一季度货币政策委员会提出货币政策要灵活适度、保持流动性合理充裕，进一步疏通货币政策传导机制。整体看，货币政策总基调未改，政策导向鼓励由宽货币向宽信用传导。

从债券到期规模来看^①，2022年二季度信用债到期规模2.09万亿元，回售规模0.52万亿元，总偿还量合计约2.62万亿元，处于年内相对高位（三季度为年内最高峰）。从到期债券的企业性质分布看，国有企业到期规模仍占据绝对主导，而民营企业到期规模4 255.58亿元，考虑监管部门已陆续出台系列政策支持民营企业债券融资，预计后续民营企业债券市场融资环境将有所改善，但资源或将向头部民企倾斜，仍需警惕高风险行业尾部、基本面羸弱、短期债务负担较重的民企信用风险。整体而言，二季度债券市场到期压力相对可控。

从分行业来看，分行业债券到期规模依然以城投、公用事业、综合、交运等行业居首，而建筑装饰、非银金融、房地产等行业排名也较靠前。其中，城投债到期规模达6 659.04亿元，为年内相对低位水平。城投行业的重点依然是区域分化问题，需要重点关注债券到期规模较大且政府债务率很高的天津、贵州等地，以及政府债务保障能力较弱的重庆、湖南等地的城投债券滚动情况。整体看，稳增长总基调下，城投仍将在基建投资领域发挥重要作用，预计城投融资政策将有保有压，叠加政府对防范地方债务风险高度重视，短期内行业偿

① 本部分分析数据来自Wind，数据统计截至2022年3月31日。



债风险可控，但弱区域企业、尾部城投企业的偿债压力依旧，不排除非标逾期等情况继续发生，需要关注个别风险事件对弱区域或弱资质城投企业融资环境及估值的扰动。但是对于一些泛城投行业，政府支持存在不确定性较强，需要关注内生经营承压、现金流压力较大企业的信用风险暴露情况。

房地产行业二季度到期507.09亿元，也是处于年内低位水平（三季度到期1026.19亿元，为最高峰），然而二季度地产美元债到期规模171.06亿美元，为年内高峰，整体看地产行业面临较大到期压力。从2022年1—2月宏观与行业数据可以看出，虽然房地产行业迎来融资政策放松及销售刺激等系列政策，但行业修复需要一个过程，销售刺激的效果也有待进一步发挥，目前房地产行业经营尚未有明确好转，行业融资环境也未有明显改善，非标规模仍继续压降，因此短期内房地产行业企业仍将面临经营与融资压力，行业尾部出清或仍将持续。受地产行业影响，预计建筑行业产业链资金面将继续保持紧张状态，行业内部竞争加剧，行业出清或将进一步加快，需要重点关注与高杠杆高周转一类民营房企深度绑定或下游集中于中小房企的房建企业信用品质继续弱化，关注应收账款质量差的建筑企业面临坏账损失风险。

从个体信用资质来看，自身经营与造血能力是关乎企业生存的关键因素，在宏观经济发展面临三重压力的背景下，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经营压力将持续增大；此外，公司治理问题依然是企业信用品质弱化的显著信号，在市场情绪偏向谨慎的大背景下，负面舆情等偶发性事件可能在短期内快速斩断公司外部融资渠道，造成流动性危机的爆发。[\[N\]](#)

学术编辑：卢超群

