

2021中国企业债券违约： 冲击虽大，仍敢放手

2021年6月

张积豪

大中华区企业信用研究首席分析师，企业评级

李畅

中国企业信用研究分析师，企业评级

高博杨

信用分析师，企业评级



S&P Global
Ratings

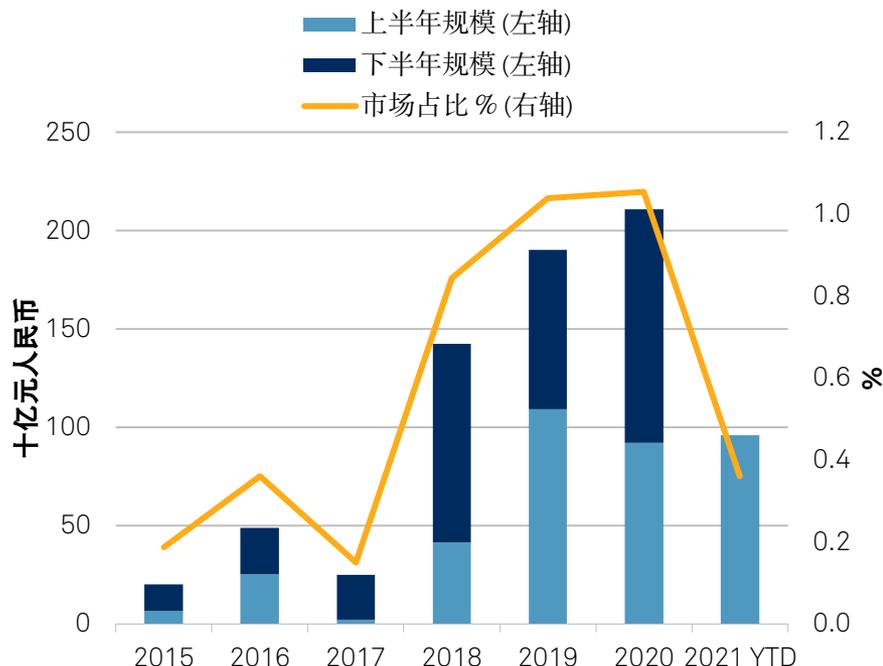
有何变化

S&P Global
Ratings

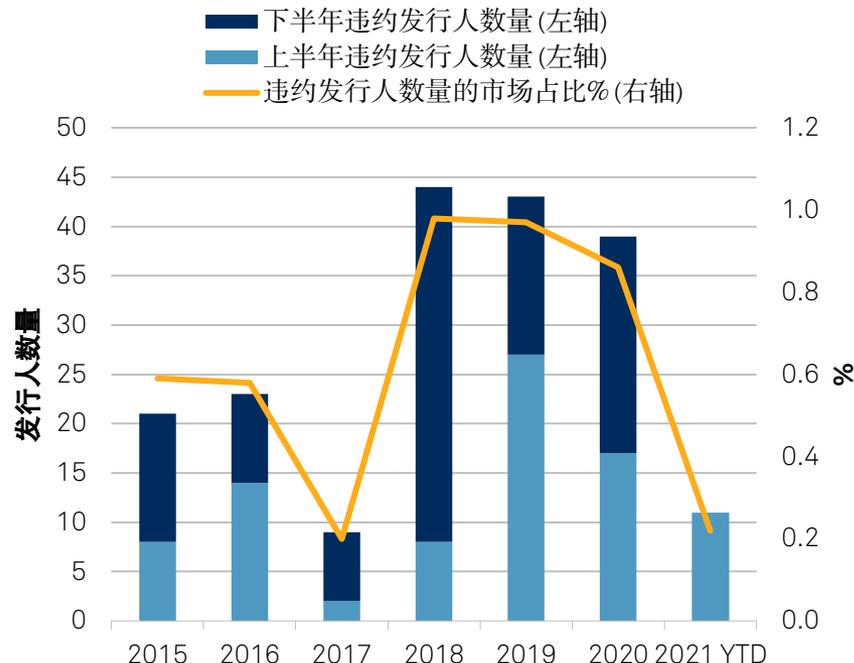
违约案例减少，为何热度反而上升？

- 2021年上半年，11家企业发生债券违约，其总债券存量为950亿元人民币，去年同期为17家和920亿元。
- 违约案例数量较去年有所减少，但违约话题热度却在上升，原因何在？

违约规模仍然较高…



…违约发行人的数量却在下降



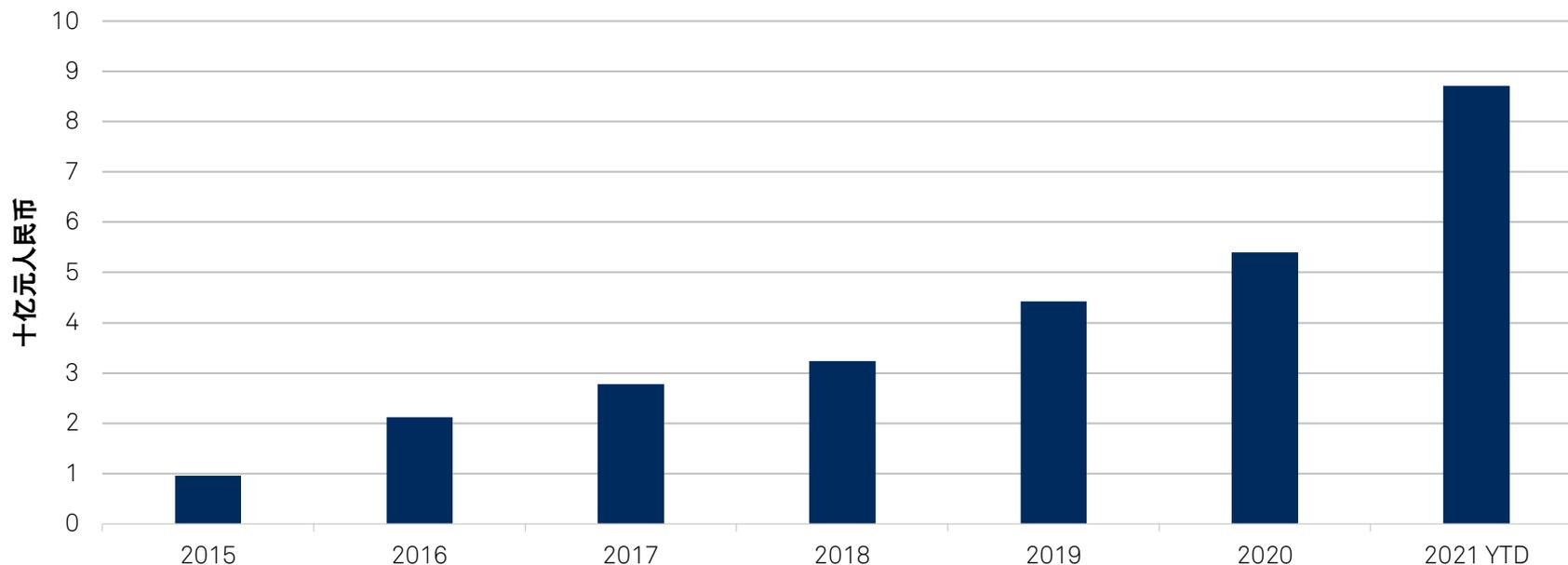
数据截至2021年6月21日，包括中国内地债券市场所有非金融企业。违约指未能按时足额偿还债券利息或本金，包括展期和其他折价重组。违约规模指的是违约企业在首次违约时的存续债券规模。违约企业数量指的是首次发生违约的发行人数量。市场指市场中全部存量债券或发行人数量。资料来源：Wind，标普全球评级。

…因为违约规模在扩大…

- 2021年，违约企业在违约时的境内债券平均存量规模为87亿元人民币。
- 为上年的1.6倍，2017年的3倍，2015年（首次出现国企债券违约的年份）的9倍。
- 越来越多的违约人是高知名度企业，对市场和投资者的打击更大。

中国境内债券违约规模在扩大

违约企业的境内债券平均存量规模



数据截至2021年6月21日，包括中国内地债券市场所有非金融企业。YTD-年初至今。平均存量规模指首次违约企业在首次违约时的存续债券总额。违约指未能按时足额偿还债券利息或本金，包括展期和其他折价重组。资料来源: Wind, 标普全球评级。

…且事件冲击力更强

2021年上半年发生较大规模违约，并接连发生影响力较大的国企、民企和金融机构信用事件。

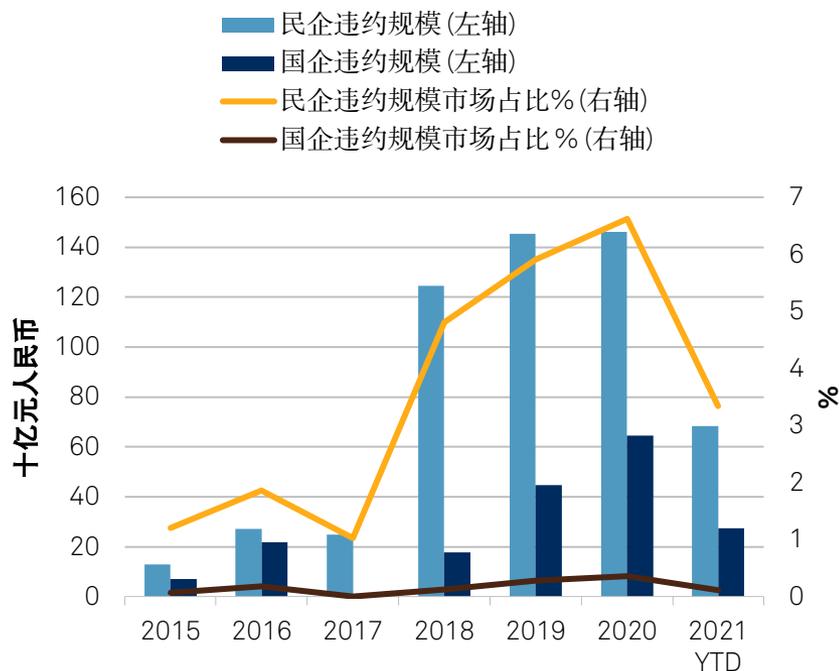
发行人	事件日期	境内/境外债券 (人民币/美元, 十亿)	省/ 政府	事件描述, 影响力
华晨汽车集团控股有限公司	2020年10月23日	17.2 / 0.0	辽宁	中国著名汽车品牌, 未能偿还10亿元人民币私募债券, 动摇了对地方政府支持战略重要性国企的信心
紫光集团有限公司	2020年11月16日	17.7 / 2.45	中央政府所有	13亿元人民币债券违约, 动摇了对中央政府支持高校国企的信心
永城煤电控股集团有限公司	2020年11月10日	17.9 / 0.0	河南	河南省最大的国企之一, 10亿元人民币债券出乎意料地发生违约, 动摇了对河南省政府支持国企的信心
河南能源化工集团有限公司	2020年12月31日	22.3 / 0.0	河南	作为永城煤电控股集团有限公司的母公司, 未能偿还6250万美元私募债券中的一半, 动摇了对河南省政府和地方政府支持信心
华夏幸福基业股份有限公司	2021年2月28日	20.6 / 4.56	河北	历史上规模最大的中国房地产企业债券违约, 在希望平安集团或河北省政府的救助落空后, 发生5.3亿美元债券违约
冀中能源集团	2021年3月7日	13.2 / 0.0	河北	河北省最大的上市国企之一, 在回售权行权日和债券到期日两天后偿还了两笔总额为15亿元人民币的私募债券
重庆协信控股(集团)有限公司	2021年3月9日	1.9 / 0.0	重庆	4.82亿元人民币债券发生违约, 加深了人们对于房地产开发商违约的担忧
重庆市能源投资集团优先公司	2021年3月10日	0.5 / 0.5	重庆	生产重庆市大部分煤炭, 提供全市三分之一的煤炭需求, 发生9.15亿元人民币信用证和银行汇票违约, 动摇对于地方政府救助战略重要性国企的信心

表中所有违约人民币计价债券均为境内债券。数据截至2021年6月2日。资料来源: Wind, Bloomberg, 标普全球评级。

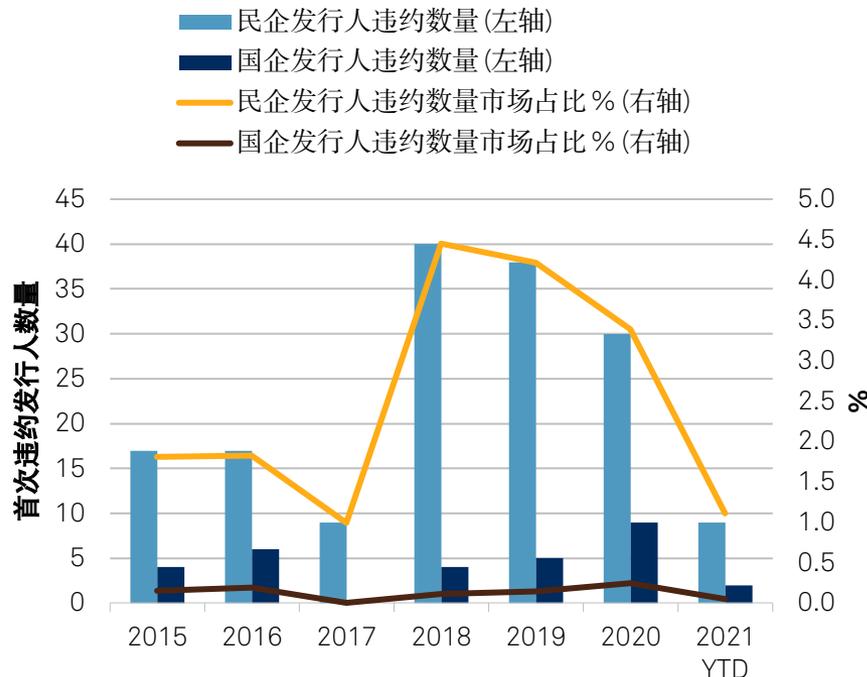
更多国企发生违约...

- 2018年民企违约规模增至上年的5倍，违约发行人数量增至17年的4倍，但随后增长放缓或数量下降。
- 国企与民企相反—仅在三年时间内，国企违约规模增至此前的3.6倍，违约发行人数量增至此前的2.3倍。
- 华融事件引发市场担忧，推动投资人重新评估国企债这一资产板块。

国企违约规模加速增长，民企放缓



国企发行人违约数量增加，民企减少



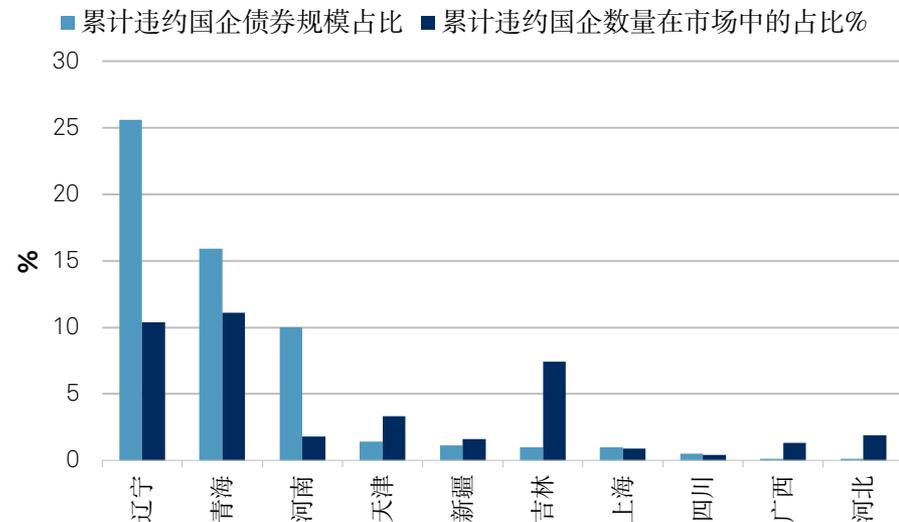
数据截至2021年6月21日，包括中国内地债券市场所有非金融企业。违约指未能按时足额偿还债券利息或本金，包括展期和其他折价重组。违约规模指的是违约企业在首次违约时的存续债券规模。违约企业数量指的是首次发生违约的发行人数量。市场指市场中全部存量债券或发行人数量。资料来源: Wind, 标普全球评级。

...其市场占比更大，更可能造成损失

- 自2014年以来，国企违约债券规模累计已达到辽宁省未到期国企债券总规模的1/4、青海省的1/6、河南省的1/10；且造成投资者损失的可能性更大。
- 其他受违约重创（违约债券规模占市场总规模的10%-20%）的省份包括：海南，辽宁，黑龙江，内蒙古，青海，宁夏。

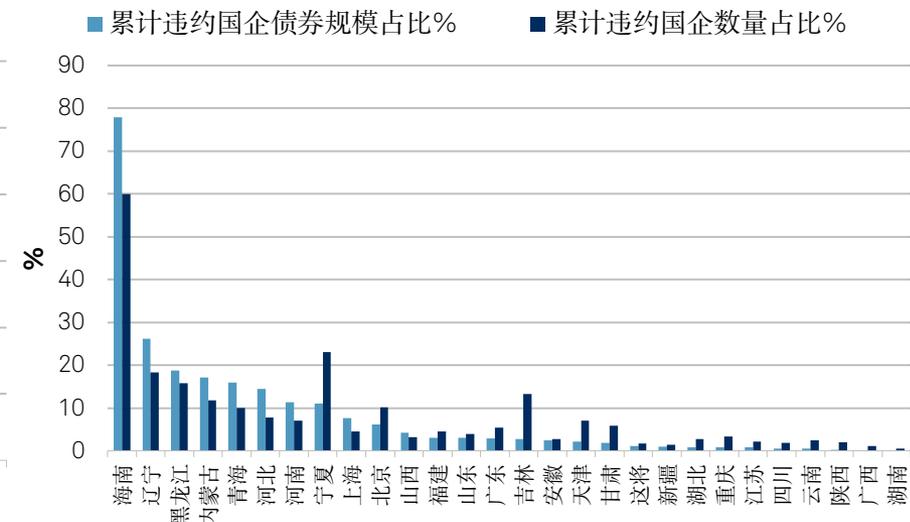
在一些市场*中，国企违约占大头...

自2014年以来累计数据



...而且在许多受违约重创的市场中的占比也较大

自2014年以来累计数据



数据截至2021年6月21日，包括中国内地债券市场所有非金融企业。违约指未能按时足额偿还债券利息或本金，包括展期和其他折价重组。累计值为2014年以来的总额。违约规模指的是违约企业在首次违约时的存续债券规模。违约企业数量指的是首次发生违约的发行人数量。*市场指市场中所有存续债券总额或发行人总数。

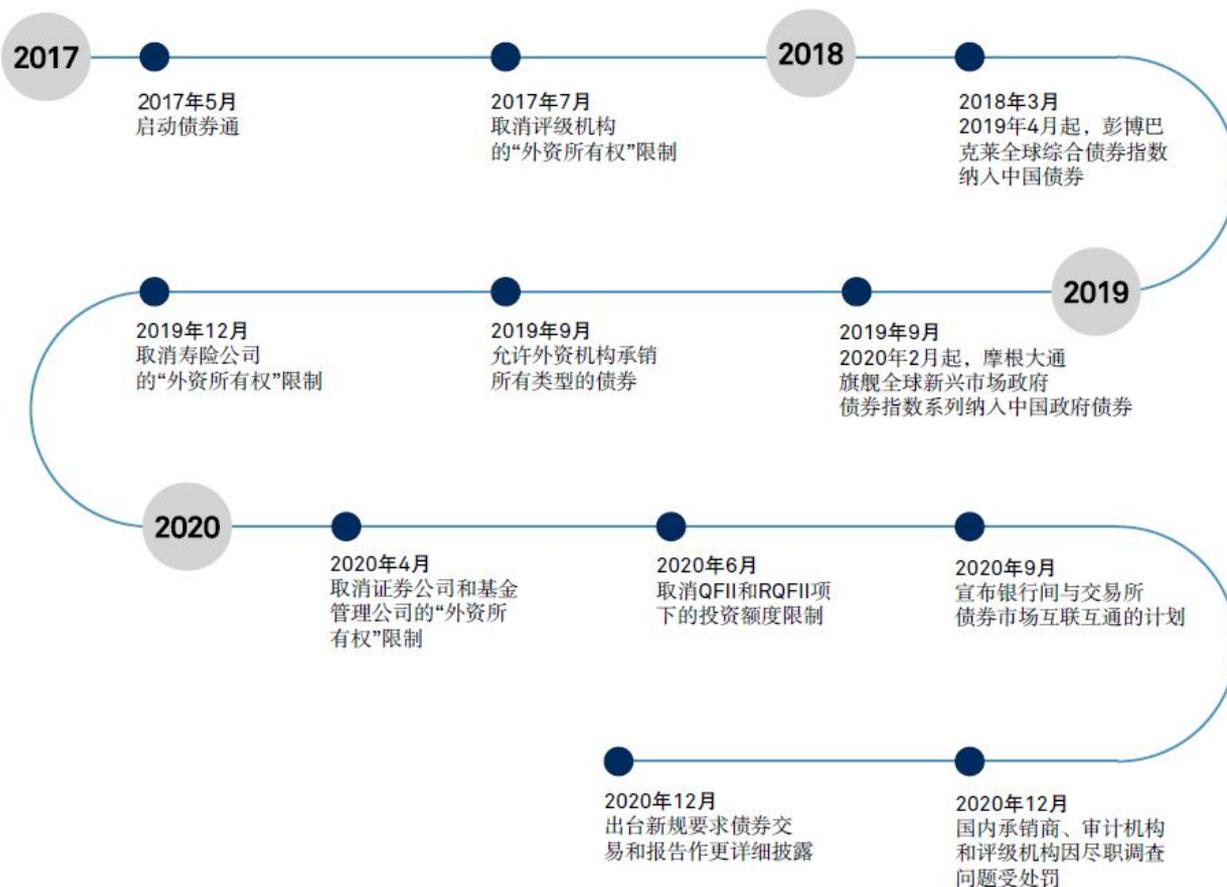
资料来源: Wind, 标普全球评级。

为何如此

S&P Global
Ratings

中国正在推进效率和市场规范化

2017年以来实施的改革和市场开放措施



- 中国转变增长模式，愈发注重效率。
- 这推高了允许市场更加有效分配资金的需求。
- 政府注意到这一需求，正在推进市场开放和规范化。
- 这意味着对低效企业（包括国企）违约的容忍度提高。

注：参见2021年5月24日发布的《中国境内债券市场：治理水平高低关乎外资参与深浅》。QFII—合格境外机构投资者。RQFII人民币合格境外机构投资者。

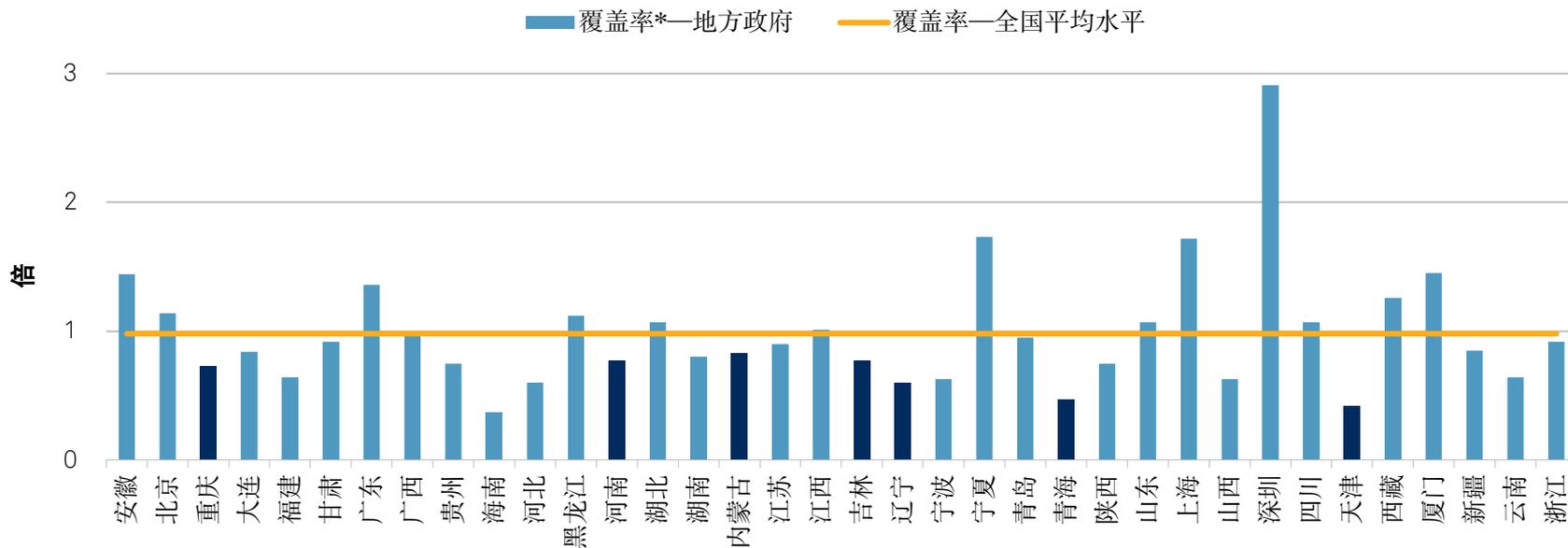
资料来源：中国银行间市场交易商协会，中华人民共和国国务院，中国人民银行，亚洲开发银行，亚洲证券与金融市场协会，国际资本市场协会，美国全国经济研究所，标普全球评级。

部分地方政府提供支持的能力较弱

- 新冠疫情造成地方政府财政紧缩；我们预计赤字扩大的情况会延续到2023年。
- 许多地方政府的预算内救助能力减弱，可用于救助国企的预算外可控资源也在减少。
- 因此，对国企的支持更具选择性，对违约的容忍度也在提高。

国企违约多发生在政府的可控预算外资源较少的地区

深蓝色为发生过国企违约的地区

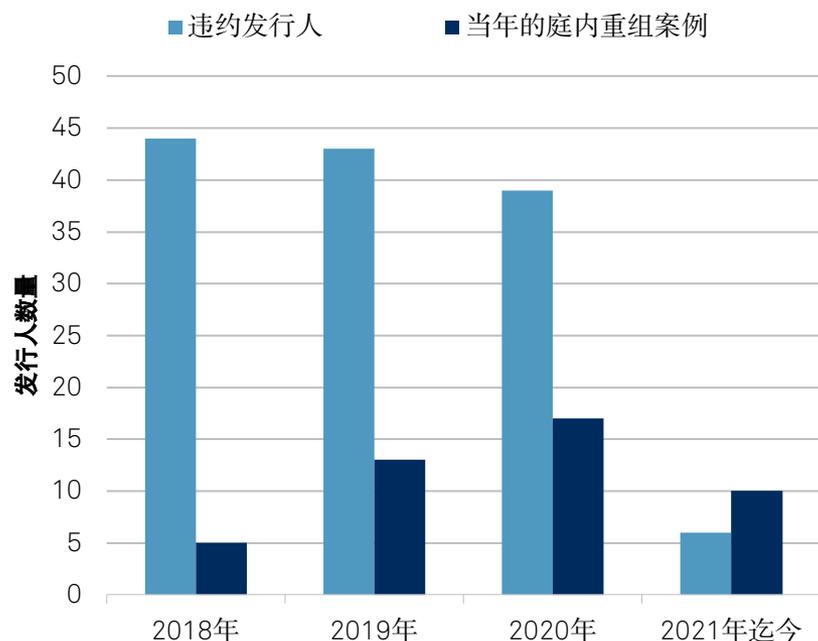


注：参见2021年6月8日发布的《国企承压，中国地方政府陷两难》。* 覆盖率为地方政府控股的非金融机构的现金和短期证券除以短期债务，为2020年底的汇总数据。深蓝色代表2019年1月1日至2021年6月1日之间发生过国企违约的地区，基于公开信息。资料来源：Wind，标普全球评级。

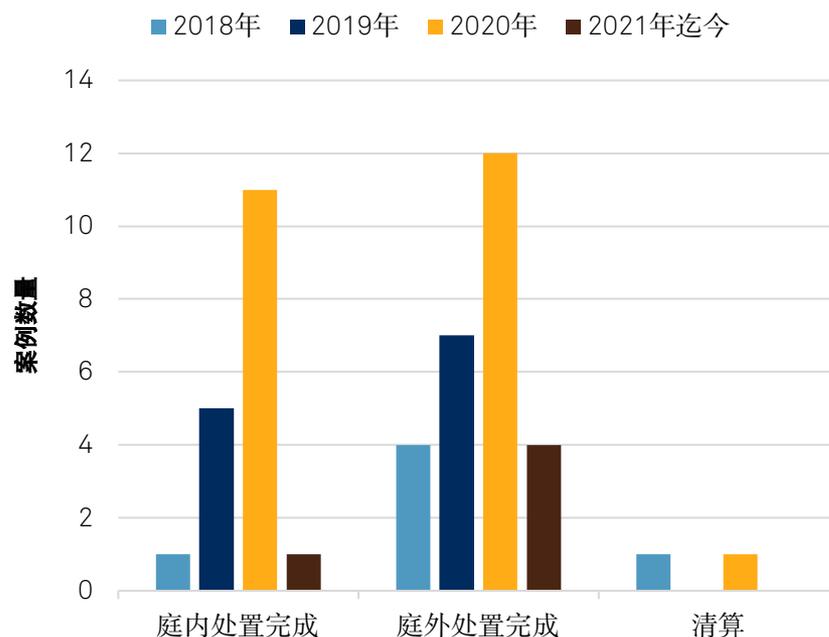
违约之后的路径更加清晰

- 更多违约案以庭内重组的方法处置；庭外处置案例也在提升。
- 债权人对违约后的选项、程序和结果更加熟悉。
- 这使得违约事件不再如多年前那样存在不确定性且不可想象。

更多违约案庭内重组…



…为违约案的处置提供更多途径



注：仅包括公开发行债券的违约后处置。计入庭内重组案例的时间为法庭接受重组申请为准。计入完成庭内处置案例的时间为法庭接受重组计划为准。庭外处置案例包括延期，并算作获得投资者批准的重组或延期计划。资料来源：Wind，标普全球评级。

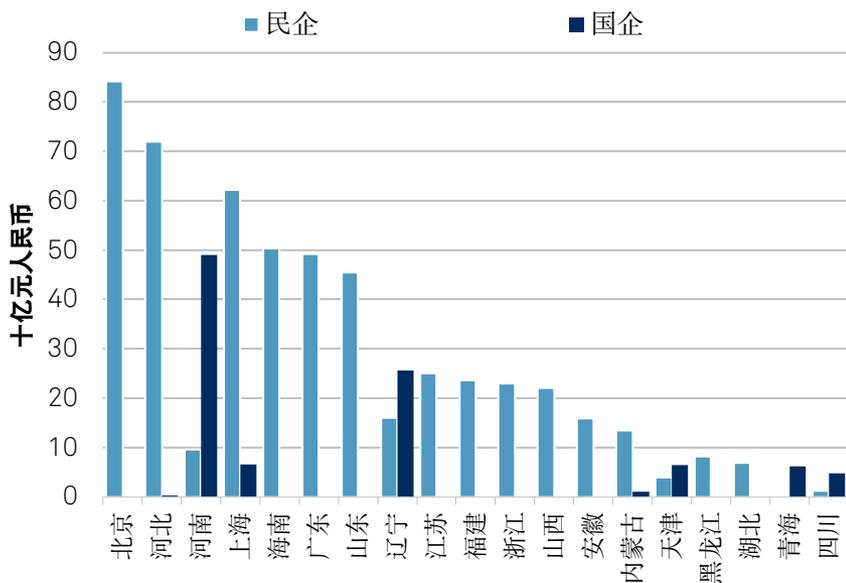
接下来如何

S&P Global
Ratings

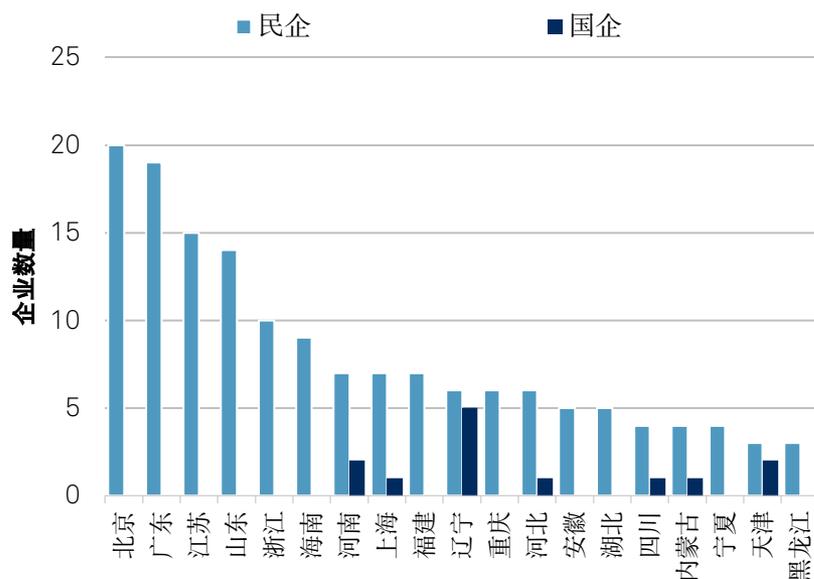
国企违约记录预示区域风险

- 各省都出现了民营企业违约，较大省份出现的更多。
- 仅有少数地区出现国企违约（上海、河南、辽宁、天津、青海、四川）。
- 过去的国企违约案反映相关地方政府未能帮助其避免违约发生，可能意味着未来存在违约风险。

2014年以来的累计违约情况（按规模）



累计违约情况（按违约企业数量）



注：数据截至2021年6月21日，包括中国内地债券市场所有非金融企业。违约指未能按时足额偿还债券利息或本金，包括展期和其他折价重组。累计值为2014年以来的总额。违约规模指的是违约企业在首次违约时的存续债券规模，违约企业数量指的是首次发生违约的发行人数量。

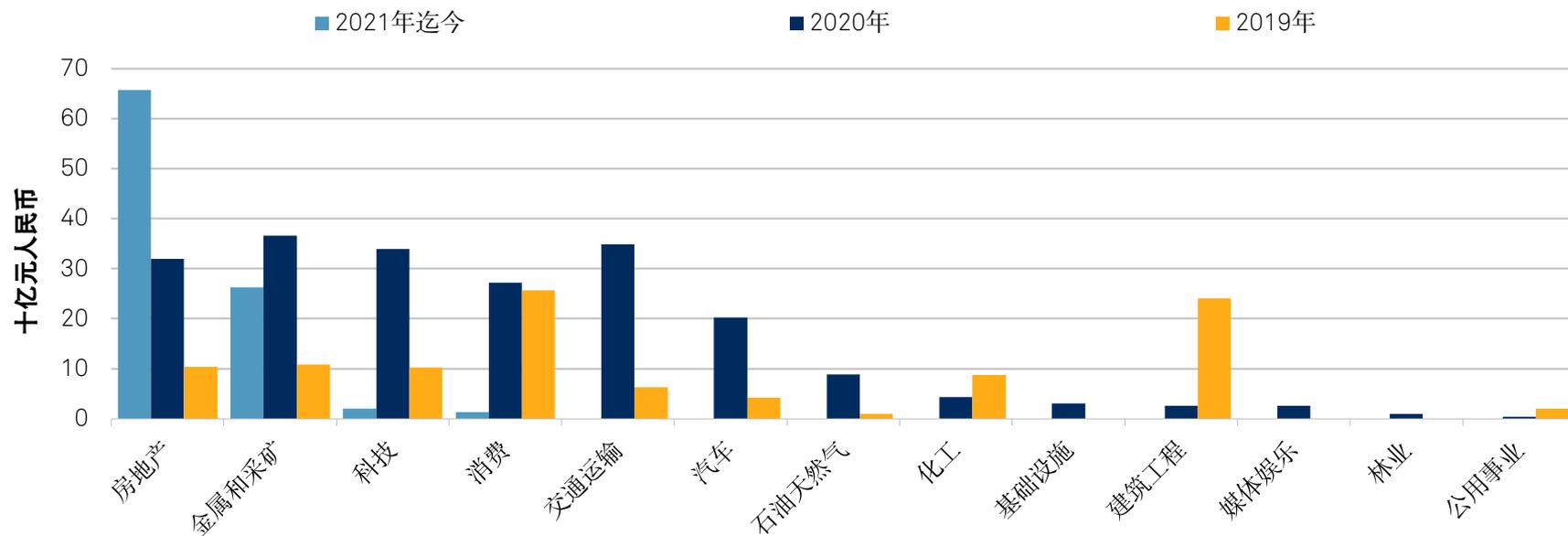
资料来源: Wind, 标普全球评级。

政策调整将驱动疫情后的违约前景

- 2020年，新冠疫情导致多个行业出现违约，包括房地产、金属和采矿、科技、消费、交通运输和汽车。
- 2021年，政府收紧政策控制杠杆令房地产行业承压，同时，ESG的推行造成投资者对金属和采矿业的青睐度下降，加剧了过去债务累积带来的流动性风险。

2020年新冠疫情令多个行业承压，2021年政策调整给少数行业带来压力

中国境内债券违约情况（按行业违约规模计）



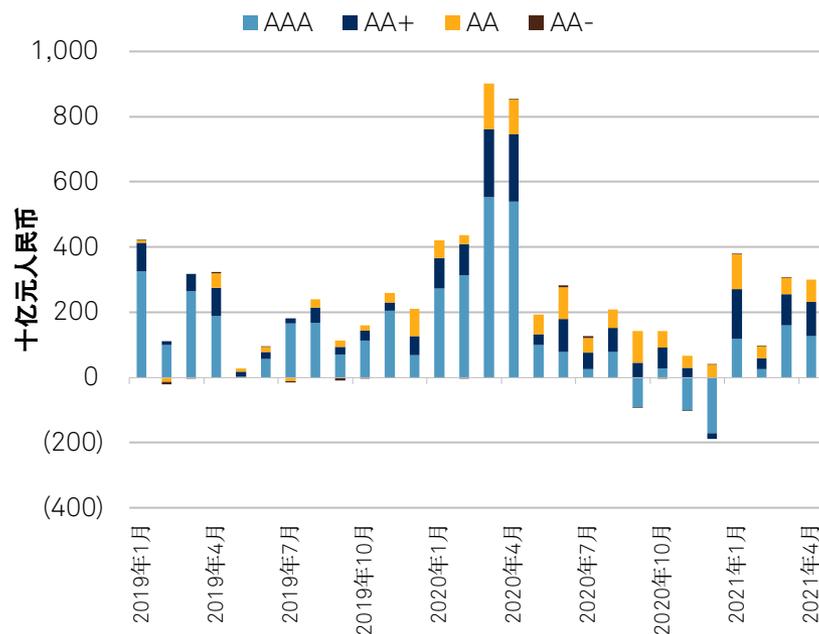
注：数据截至2021年6月21日，包括中国内地债券市场所有非金融企业。违约指未能按时足额偿还债券利息或本金，包括展期和其他折价重组。

资料来源: Wind, 标普全球评级。

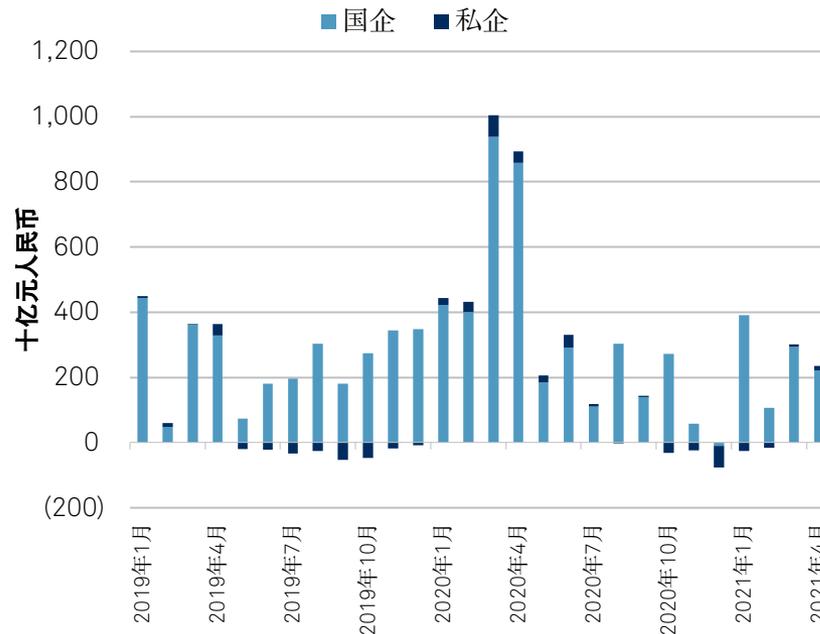
信用质量在下降，融资渠道也在收窄

- 2021年国企融资净额呈下降趋势；同时，非“AAA”级债券的规模不断增长。
- 在融资环境收紧的背景下，投资者对弱势国企的敞口增加，导致潜在风险不断累积。
- 市场化程度高、所属地方政府财力弱的地方政府融资平台的违约风险持续上升。鉴于融资平台债占非金融企业债券市场规模的48%，因此值得持续关注。

非AA级境内债券规模持续增长…



…国企净融资额下降，风险上升

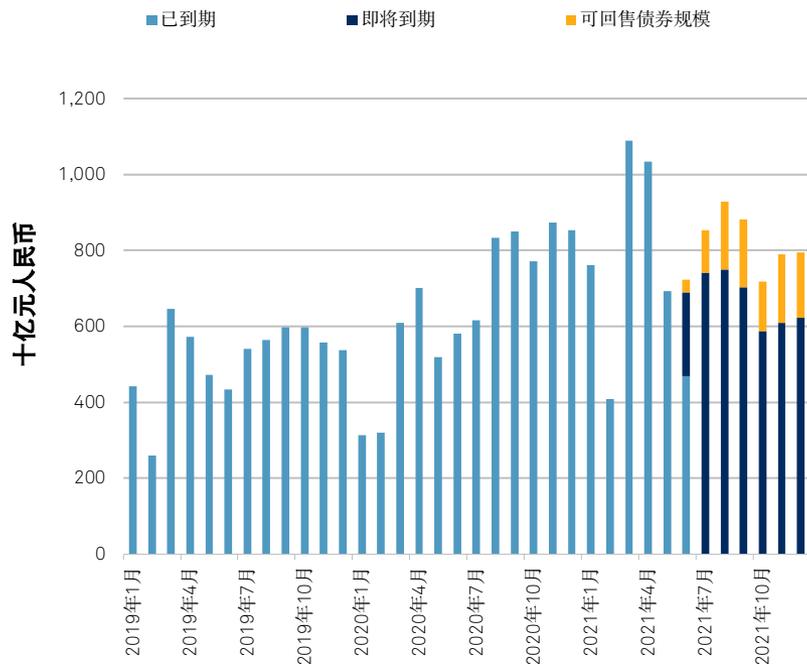


左图仅包括由境内评级机构授予评级的AAA、AA+、AA和AA-债券；右图包括全部国企和私企发行人。债券融资净额=发债额度-回购额度。国企通常占发行规模的90%。
资料来源：Wind，标普全球评级。

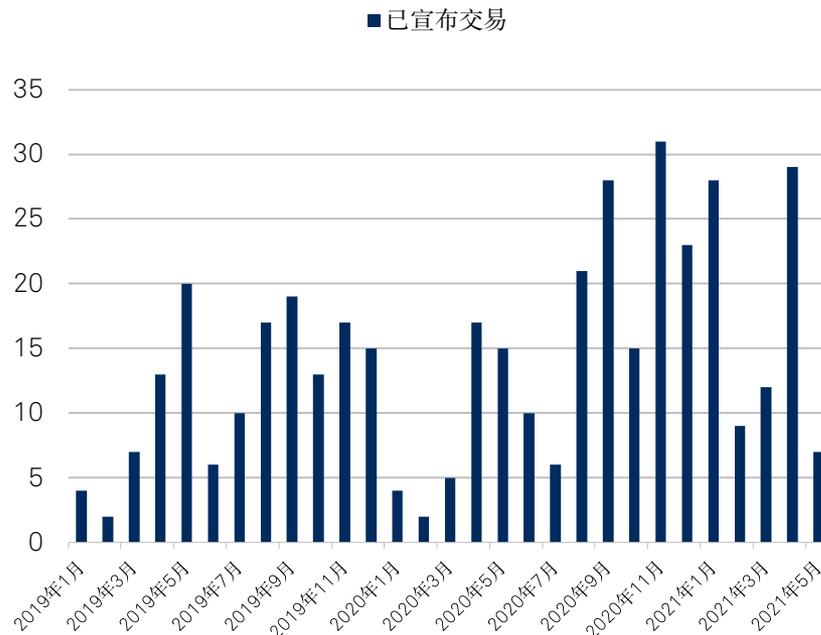
庞大的到期债券和可回售债券规模仍带来压力

- 相比去年同期，到期和可回售的债券规模依然庞大。
- 自去年以来，随着可回售债券规模不断增加，我们观察到回售债券转售的例子不断增加。
- 但趋势缺乏连续性，因此发行人可能无法总依赖转售为自己解围。

2021年面临到期和回售的债务规模依然庞大...



...但债券转售可能并非上策

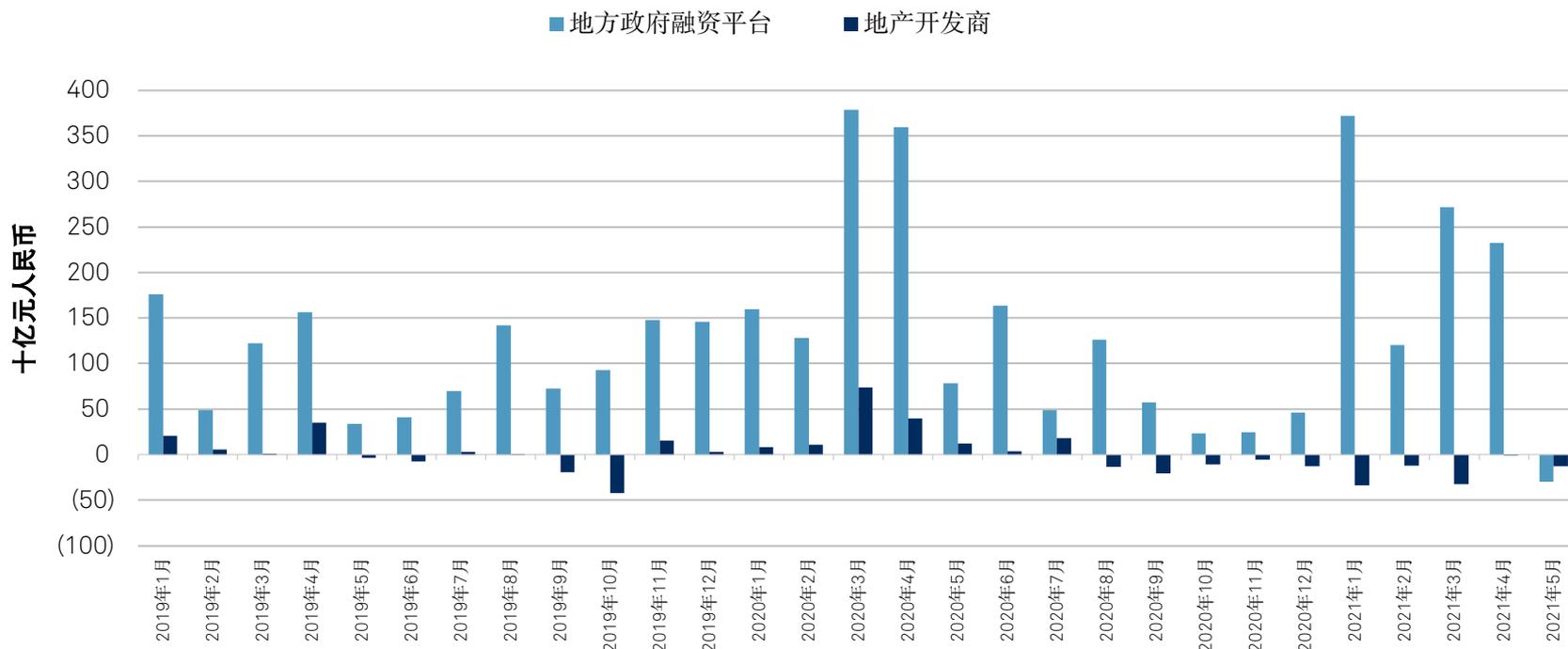


数据截至2021年6月21日。债券转售意为发行人为回售债券寻找新的投资者。资料来源：Wind，标普全球评级。

重点行业的突发性风险增加

- 地方政府融资平台和开发商发行人的融资净额转负，增加了风险突发的可能性。
- 对于债券规模占公司债市场近一半的地方政府融资平台而言，融资净额为负的情况比较罕见。
- 政府加强监管和出台政策限制杠杆水平是房地产企业风险上升的原因。

地方政府融资平台和地产行业发行境内债券融资净额

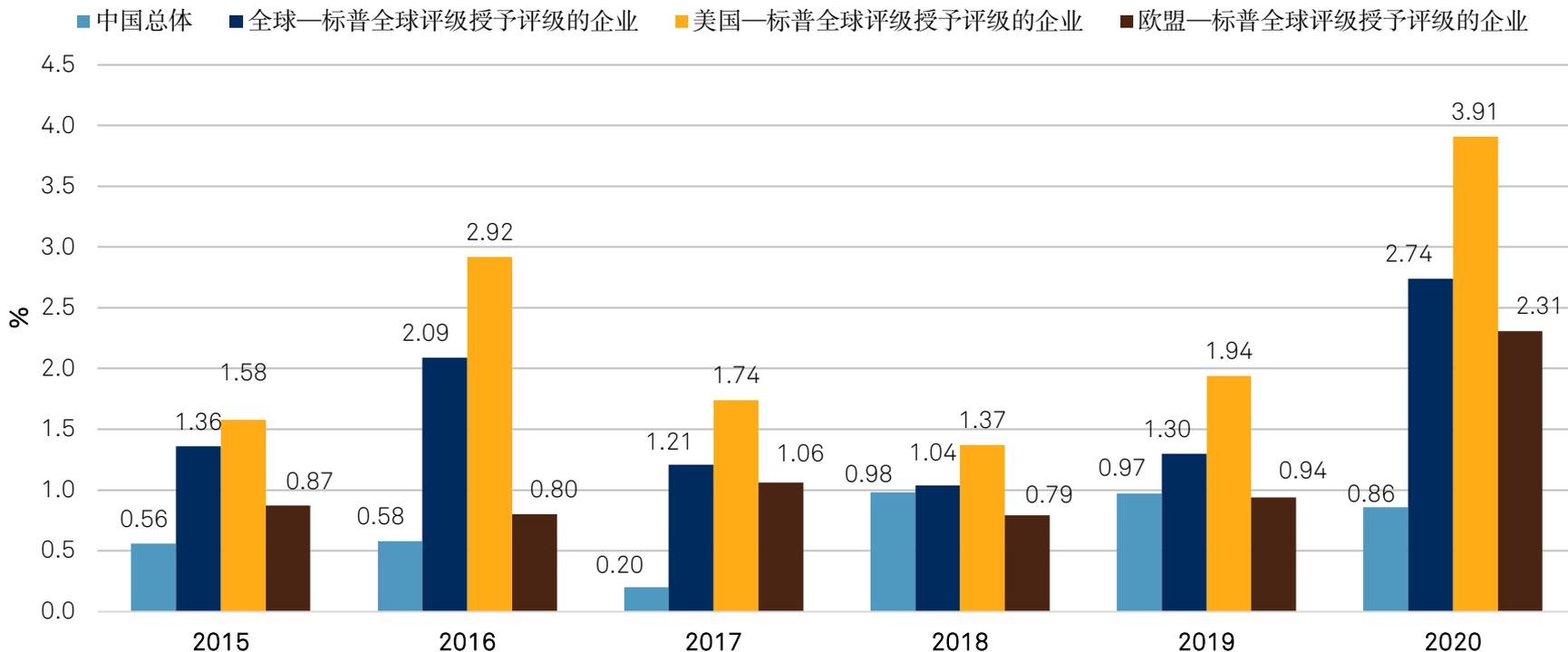


注：债券融资净额=发债额度-回购额度。资料来源：Wind，标普全球评级。

随着违约率趋于正常化，违约事件将增加

- 中国非金融企业债券违约率不断上升，却仍低于全球市场平均水平。
- 我们预计随着政府持续推进市场规范化，长期内非金融企业债券违约率将上升至更正常的水平。

伴随市场发展完善，中国的非金融企业债券违约率将上升至正常水平



注：违约率=首次违约的信用债（未评级）的发行人数量÷年初发行人数量。标普全球评级未对中国境内债券进行评级。资料来源：Wind，标普全球评级。

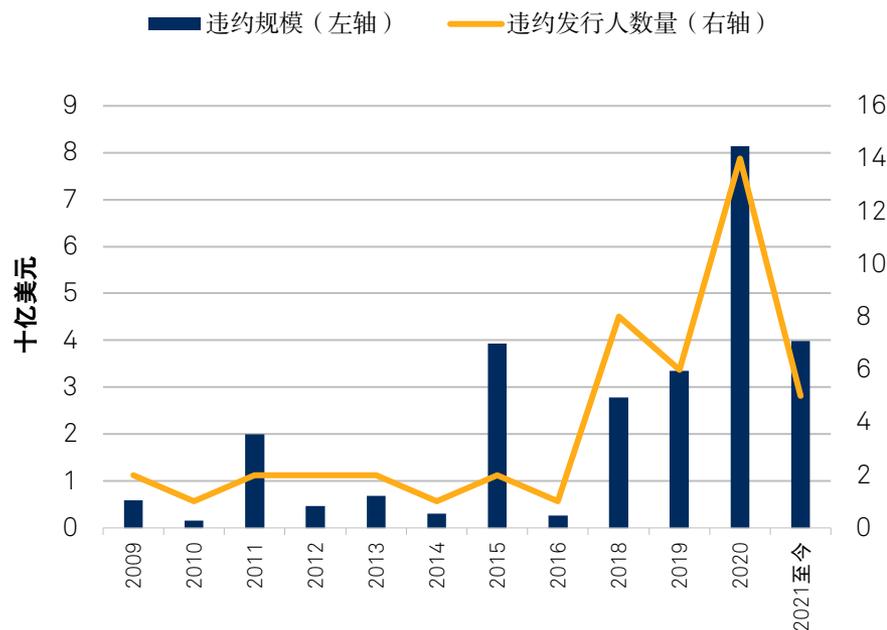
附录

S&P Global
Ratings

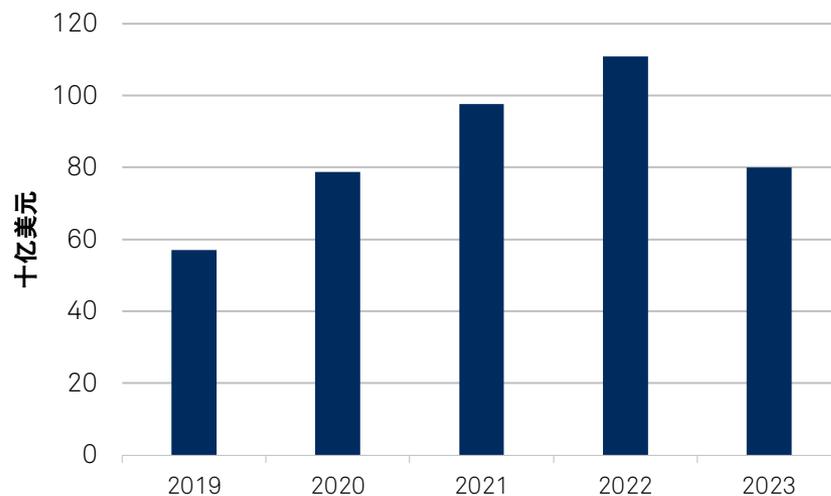
庞大的到期规模或预示境外债券违约规模增加

- 受青海省投资集团有限公司、北大方正集团有限公司和泰禾集团股份有限公司违约影响，2020年境外债券违约规模达到历史新高。
- 2021年前5个月，境外债券违约规模已超过疫情前2019年全年水平。
- 2021年-2022年到期的境外债券规模高达2080亿美元，2020年到期规模为800亿美元。

境外债券违约规模依然庞大



2022年将迎来到期高峰

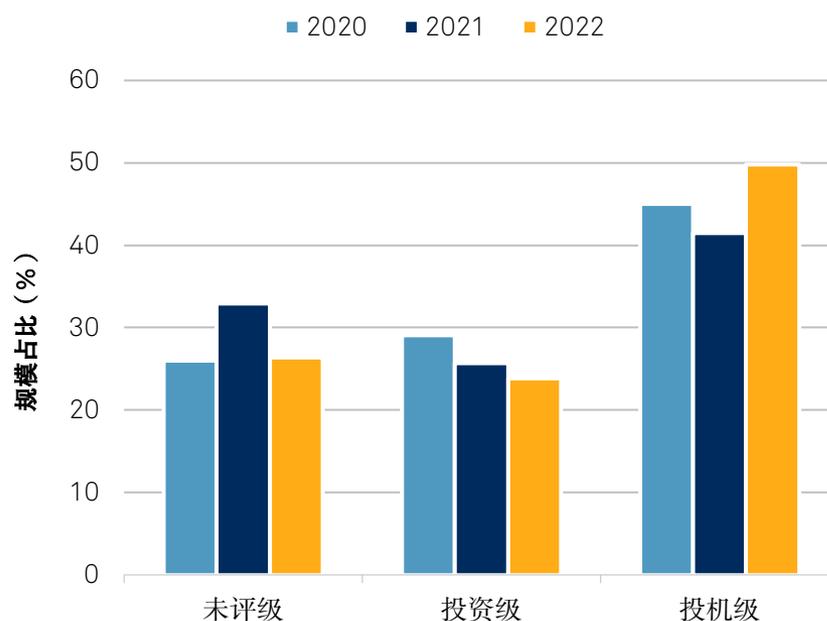
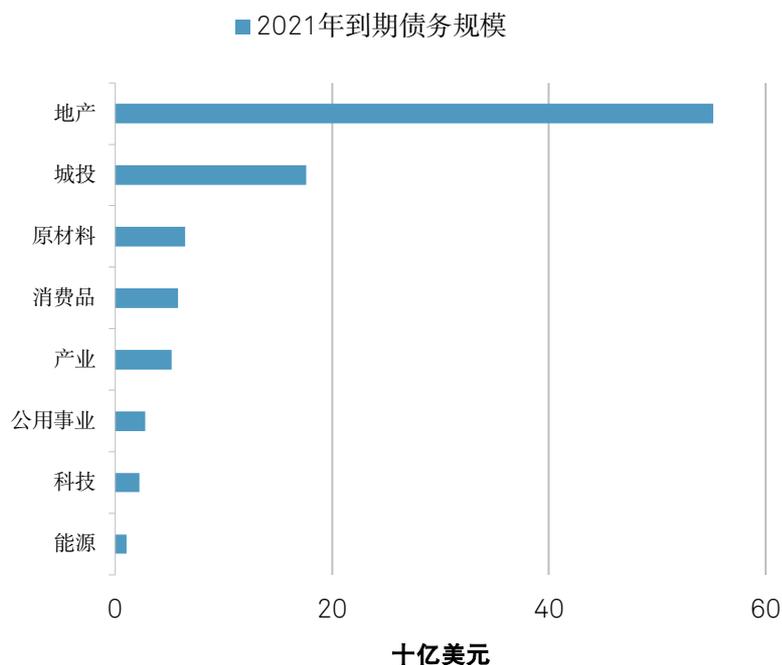


数据截至2021年6月21日。境外债券违约规模仅包括违约的债券，不包括发行人其他的违约债务。到期规模包括附带认沽期权的债券。资料来源：彭博，标普全球评级。

低评级发行人或将推高境外债券的违约率

- 2021年房地产行业将有550亿美元境外债券到期，规模是其他行业的数倍。
- 大部分即将到期的债务来自投机级和未评级发行人。
- 低评级发行人往往财务披露水平较低、透明度不高，他们或将推升境外债券的违约风险。

地产开发商和地方政府融资平台的到期债务规模最大... ...大部分即将到期的债务来自投机级和未评级发行人



数据截至2021年6月21日。资料来源：彭博，标普全球评级。

分析师

张积豪

香港

charles.chang@spglobal.com

+ 852-2912-3028

李畅

北京

chang.li@spglobal.com

+ 86-10-6569-2705

高博杨

北京

boyang.gao@spglobal.com

+ 86-10-6569-2725

Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED, OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.spcapitaliq.com (subscription) and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Australia: S&P Global Ratings Australia Pty Ltd holds Australian financial services license number 337565 under the Corporations Act 2001. S&P Global Ratings' credit ratings and related research are not intended for and must not be distributed to any person in Australia other than a wholesale client (as defined in Chapter 7 of the Corporations Act).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

spglobal.com/ratings