

# 2020 年信用债违约回顾与 2021 年展望

东方金诚国际信用评估有限公司

2021 年 1 月

## 摘要

2020 年违约风险边际下行，但单体规模在扩大。统计显示，2020 年共计 110 支信用债发生违约，涉及债券本金金额为 1433.01 亿元，新增违约主体有 30 家。平均违约本金金额为 13.03 亿元/支，较 2019 年大幅增长 49.78%，违约率为 0.67%，较 2019 年下降 0.38 个百分点。

新增违约主体呈现出以下特征：（1）各信用等级违约率出现不同程度的下行；（2）各行业违约率水平表现分化，其中违约率排名前三的行业为通信、汽车和纺织服装；（3）各省份违约率水平表现分化，其中排名前三的省份分别为青海、宁夏和辽宁；（4）地方国有企业和中央国有企业违约率水平边际走高；（5）违约债券回收比例继续下降，平均回收期进一步拉长。

违约原因方面，2020 年以来出现两点新增变化，一是偿债能力方面，新冠疫情冲击带来的行业下行和企业经营承压，二是偿债意愿方面，市场担忧部分违约企业存在“逃废债”嫌疑。梳理 2020 年新增违约主体，违约原因可以主要归结为如下几点：（1）企业经营层面：新冠疫情冲击或政策收紧导致行业景气度下行及企业经营能力下降，如天房、中融新大、宁夏高远、山东如意等；（2）偿债意愿方面：华晨、永煤等超预期违约事件，引发市场及债权人对发行人的债券偿付意愿的担心，对其中是否存在“逃废债”嫌疑提出质疑；（3）公司治理风险：公司财务造假，高管及董事会成员频繁变动，如延安必康、康美实业、福建福晟等；（4）投资和多元化扩张激进：公司投资战略激进，业务过度多元化扩张，致使企业偿付压力较大，现金流无法覆盖大额到期债务，如泰禾、紫光集团等。可见，违约企业呈现出影响因素的多元化，后续实践中需更全面多角度的分析。

预计 2021 年信用环境边际收紧，债券偿还压力加大。通过估算，预计 2021 年信用债总待偿规模（含超短融）为 90369.71 亿元，较 2020 年上升 6.96%。若剔除年内发行并到期的超短融，仅对比 2019-2021 年包含到期和本金提前兑付在内的待偿还情况，可以发现 2021 年待偿还信用债规模同比上行 23.01%，国企债尤其是低评级国企债的待偿还量同比提升，在信用风险向地方国有企业迁移的背景下，这部分主体在 2021 年的违约率可能进一步上升。不过考虑到 2021 年不会出现“政策悬崖”，致使信用环境过分紧张，我们认为 2021 年违约率大概率介于 0.67%至 1.05%之间，显著高于 2020 年违约率水平的概率较低。

## 目录

摘要.....	2
2020 年信用债违约特征.....	4
2020 年信用债违约原因.....	8
2021 年债券偿付及违约压力.....	11
<a href="#">图表 1、2014-2020 年违约情况统计.....</a>	<a href="#">4</a>
<a href="#">图表 2、2019-2020 年外评主体级别违约率统计.....</a>	<a href="#">4</a>
<a href="#">图表 3、2019-2020 年各行业的违约率分布情况（单位：%）.....</a>	<a href="#">6</a>
<a href="#">图表 4、2019-2020 年各省份的违约率分布情况（单位：%）.....</a>	<a href="#">6</a>
<a href="#">图表 5、2019-2020 年各企业属性的违约率分布情况（单位：%）.....</a>	<a href="#">7</a>
<a href="#">图表 6、2020 年违约债券的回收情况统计.....</a>	<a href="#">7</a>
<a href="#">图表 7、2020 年新增违约主体违约原因统计.....</a>	<a href="#">8</a>
<a href="#">图表 8、不同类别信用债的待偿还情况（单位：亿元）.....</a>	<a href="#">12</a>
<a href="#">图表 9、2014-2020 统计期内边际违约率、平均边际违约率以及平均累计违约率统计.....</a>	<a href="#">12</a>

## 一、2020 年信用债违约特征

### (一) 2020 年信用债违约率为 0.67%，同比下降 0.39 个百分点，但平均违约规模在扩大

2020 年，共计 110 支信用债发生违约，涉及债券本金金额为 1433.01 亿元，新增违约主体有 30 家。平均违约本金金额为 13.03 亿元/支，较 2019 年大幅增长 49.78%，违约率为 0.67%，较 2019 年下降 0.38 个百分点。呈现出整体违约风险下降，但单体规模在扩大的特征。从平均发债规模与发债主体资质相关关系角度来看，2005-2020 年发行债券平均规模与主体评级呈现出发行债券平均规模越大，主体评级越高的特征，信用风险在向更高资质的主体迁移。分季度来看，2020 年一至四季度违约率分别为 0.13%、0.16%、0.13%和 0.24%，受永煤等超预期负面事件影响，四季度违约率显著走高。



图表 1、2014-2020 年违约情况统计

注：1、各年的违约率根据年初建立的静态池计算得到，年违约率等于在年初建立的群组中某类债券发行人中发生违约的个数，除以该群组中此类发行人的总数；

2、静态池由在每年年初建立的某类对应的全体债券发行人组成，而不考虑债券的发行时间。所有债券发行人同时属于一个或几个静态池。当一个债券发行人违约，其违约将被记录到其过去所有曾属于的静态池。对于已经出现违约的债券发行人，将被从后续的静态池中剔除；

3、下文涉及到的违约率测算皆同上

4、平均违约金额=违约债券发行金融/违约债券支数

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### (二) 各信用等级违约率出现不同程度的下行

从信用评级来看，2020 年主要信用等级（AAA 至 AA-级）的违约率皆出现了不同程度的下行。从统计结果来看，AAA 至 AA-级的违约率分别为 0.33%、0.71%、0.43%、1.21%，较 2019 年分别下降 0.06、0.21、0.09、1.10 个百分点。值得注意的是，主要信用等级与相应的违约率水平不满足信用评级越低、违约率越高的规律，其中 AA+与 AA 级出现倒挂，主因是样本分布集中度过高且很不均匀，对信用风险的识别和预警功能有待提高。

图表 2、2019-2020 年外评主体级别违约率统计

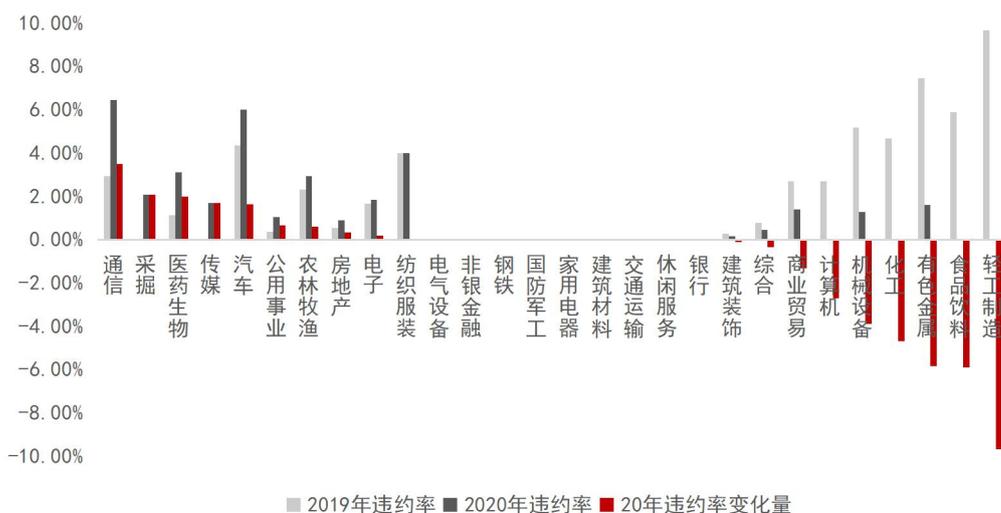
期初主体级别	19 年期初主体个数	2019 年违约率	20 年期初主体个数	2020 年违约率	20 年违约率降幅
AAA	752	0.40%	896	0.33%	-0.06%
AA+	974	0.92%	1128	0.71%	-0.21%

AA	2110	0.52%	2070	0.43%	-0.09%
AA-	346	2.31%	330	1.21%	-1.10%
A+	30	13.33%	49	0.00%	-13.33%
A	13	7.69%	10	0.00%	-7.69%
A-	5	20.00%	4	0.00%	-20.00%
BBB+	6	33.33%	4	0.00%	-33.33%
BBB	5	20.00%	7	28.57%	8.57%
BBB-	1	0.00%	2	0.00%	0.00%
BB+	2	0.00%	1	100.00%	100.00%
BB	3	66.67%	3	33.33%	-33.33%
BB-	0	-	0	-	-
B+	1	0.00%	0	-	-
B	3	33.33%	5	0.00%	-33.33%
B-	0	-	0	-	-
CCC	0	-	0	-	-
CC	1	0.00%	0	0.00%	0.00%
C	1	100.00%	2	0.00%	-100.00%

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### （三）各行业违约率水平表现分化，其中违约率排名前三的行业为通信、汽车和纺织服装

从行业分布来看，2020 年 28 个行业的违约率水平表现分化。其中出现违约的行业有 15 个，按其违约率由高到低依次为，通信（6.45%）、汽车（6.00%）、纺织服装（4.00%）、医药生物（3.13%）、农林牧渔（2.94%）、采掘（2.08%）、电子（1.85%）、传媒（1.69%）、有色金属（1.61%）、商业贸易（1.40%）、机械设备（1.30%）、公用事业（1.03%）、房地产（0.90%）、综合（0.46%）、建筑装饰（0.18%）。从同比变动幅度来看，2020 年违约率水平出现不同程度上行的行业有 9 个（9/28），分别是通信、采掘、医药生物、传媒、汽车、公用事业、农林牧渔、房地产和电子，出现不同程度下行的行业有 9 个（9/28），分别为建筑装饰、综合、商业贸易、计算机、机械设备、化工、有色金属、食品饮料和轻工制造，其余行业违约率水平未发生变化。



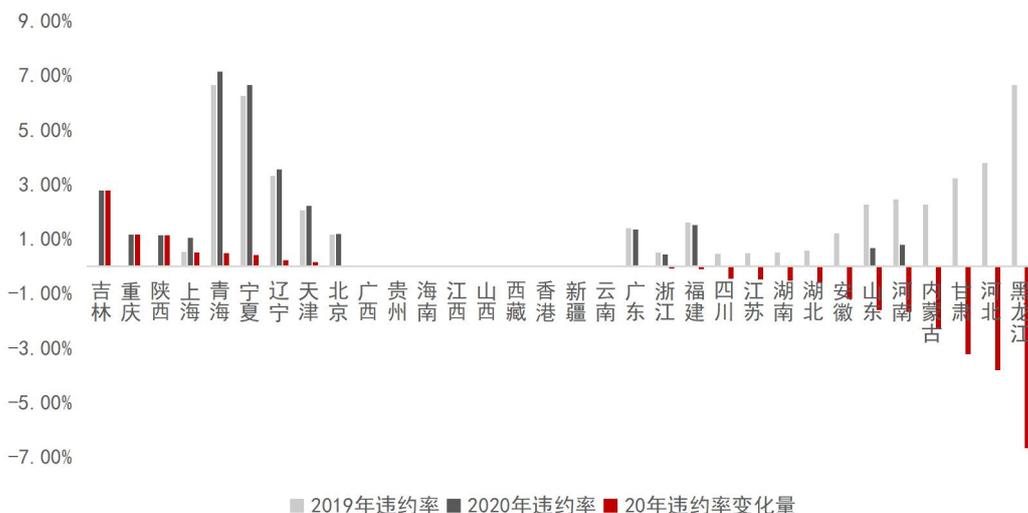
图表 3、2019-2020 年各行业的违约率分布情况（单位：%）

注：行业分类采用申万一级行业分类标准

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

#### （四）各省份违约率水平表现分化，其中排名前三的省份分别为青海、宁夏和辽宁

从省份分布来看，2020 年 32 个省份的违约率水平表现分化。2020 年共 14 个省份出现信用债违约，违约率水平由高到低依次为，青海 (7.14%)、宁夏 (6.67%)、辽宁 (3.57%)、吉林 (2.78%)、天津 (2.22%)、福建 (1.52%)、广东 (1.37%)、北京 (1.20%)、重庆 (1.18%)、陕西 (1.14%)、上海 (1.05%)、河南 (0.78%)、山东 (0.68%)、浙江 (0.45%)。从同比变动幅度来看，2020 年违约率水平出现上行的省份有 9 个，按幅度由高到低依次为吉林、重庆、陕西、上海、青海、宁夏、辽宁、天津、北京，违约率水平出现下行的省份有 14 个，按幅度由高到低依次为黑龙江、河北、甘肃、内蒙古、河南、山东、安徽、湖北、湖南、江苏、四川、福建、浙江、广东，其余省份违约率水平未发生变动。

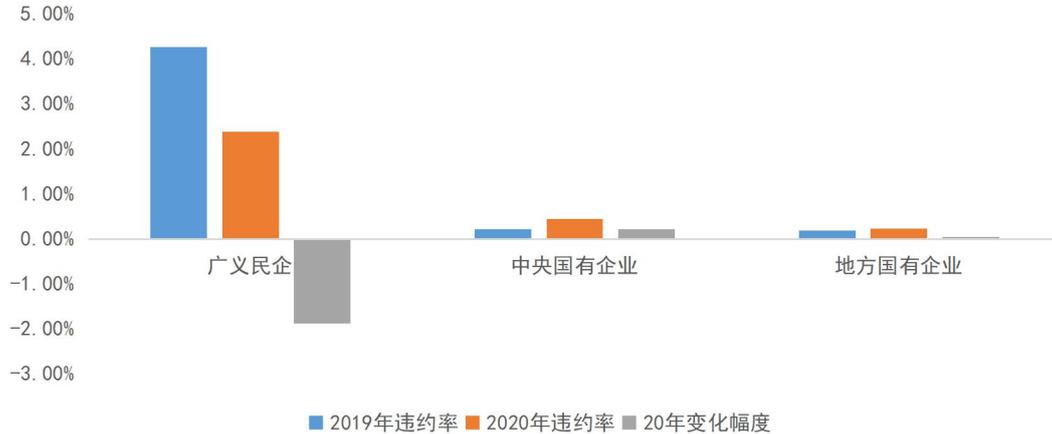


图表 4、2019-2020 年各省份的违约率分布情况（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### （五）地方国有企业和中央国有企业违约率水平边际走高

分企业属性来看，2020 年广义民企的违约率为 2.38%，较 2019 年下行 1.88 个百分点，中央国有企业和地方国有企业的违约率分别为 0.44%，0.23%，较 2019 年分别上行 0.22、0.04 个百分点，信用风险向国有企业迁移，其中中央国有企业的违约率上升幅度最大。



图表 5、2019-2020 年各企业属性的违约率分布情况（单位：%）

注：企业属性以 Wind 分类为基准，划分为三类，中央国有企业、地方国有企业和广义民企，其中中央国有企业、地方国有企业沿用 Wind 分类，广义民企包括集体企业、民营企业、中外合资企业、外商独资企业、公众企业、外资企业及其他企业等

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### （六）违约债券回收比例继续下降、平均回收期进一步拉长

2020 年兑付取得进展的违约债券有 16 支，其中完成本息全额兑付的债券有 5 支，涉及发行人 4 家，分别是沈阳盛京能源发展集团有限公司、山东山水水泥集团有限公司、沈阳机床股份有限公司、宁夏远高实业集团有限公司，其中有 2 家为 2020 年新增违约主体。相对 2020 年新增违约主体而言，兑付比例为 6.67%，新增兑付金额为 25.89 亿元，相对 2020 年新增违约金额，兑付比例仅为 1.81%，违约债券的回收比例继续下降。2020 年平均回收期为 387 天/支，较 2014-2019 年历史兑付周期显著拉长三倍有余。

图表 6、2020 年违约债券的回收情况统计

名称	发行人	首次违约日	兑付日	违约后处置措施	回收比率
17 巴安债	上海巴安水务股份有限公司	2020/10/19	2020/12/14	自偿	12.50%
H17 华汽 5	华晨汽车集团控股有限公司	2020/10/23	2020/11/5	自偿	5.03%
17 沈公用 PPN001	沈阳盛京能源发展集团有限公司	2020/10/23	2020/10/28	担保人代偿	100.00%
18 沈公用 PPN001	沈阳盛京能源发展集团有限公司	2020/10/23	2020/10/28	担保人代偿	100.00%
16 中油金鸿 MTN001	金鸿控股集团股份有限公司	2019/1/15	2020/10/15	自偿	58.64%
17 桑德工程 MTN001	北京桑德环境工程有限公司	2020/4/1	2020/9/10	自偿	2.08%
17 康美 MTN002	康美药业股份有限公司	2020/8/17	2020/8/18	自偿	5.02%
16 隆地 02	重庆爱普地产(集团)有限公司	2020/6/8	2020/8/6	自偿	0.62%
15 山水 SCP001	山东山水水泥集团有限公司	2015/11/12	2020/6/12	协商解决/自筹资金/股东支持	100.00%

15 沈机床股 MTN001	沈阳机床股份有限公司	2019/8/16	2020/4/9	自偿	100.00%
14 富贵鸟	富贵鸟股份有限公司	2018/4/23	2020/4/2	自偿	1.84%
15 山水 SCP002	山东山水水泥集团有限公司	2016/2/14	2020/3/31	协商解决/自筹资金/股东支持	63.00%
14 山水 MTN002	山东山水水泥集团有限公司	2017/5/12	2020/3/31	协商解决/自筹资金/股东支持	83.09%
13 山水 MTN1	山东山水水泥集团有限公司	2016/1/21	2020/3/31	协商解决/自筹资金/股东支持	54.31%
14 山水 MTN001	山东山水水泥集团有限公司	2017/2/27	2020/3/31	协商解决/自筹资金/股东支持	47.29%
19 远高实业 CP001	宁夏远高实业集团有限公司	2020/3/10	2020/2/27	自偿	100.00%

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

总体来看，2020 年违约风险同比下行，但信用风险在向以地方国有企业为代表的中高资质主体迁移。这意味着不同于 2018-2019 年的民企违约潮，“大而不倒信仰”、“国企信仰”受到冲击。新增违约风险的波及面及影响在加深。统计数据显示，2005-2020 年全部 AAA 级主体的平均发行金额为 20.86 亿元/支，AA+级为 9.43 亿元/支，而 2020 年新增违约的平均发行金额为 13.03 亿元/支，已明显高于 AA+级的平均发行规模。此外，2020 年违约回收情况不容乐观，但随着立法机制、配套基础设施的加速完善，以及“五洋债”一审判决落地，未来违约债券回收情况有望得到一定程度的改善。

## 二、2020 年信用债违约影响及原因分析

2020 年新增违约主体依然集中在产业类。违约原因方面，2020 年以来出现两点新增变化，一是偿债能力方面，新冠疫情冲击带来的行业下行和企业经营承压，二是偿债意愿方面，市场担忧部分违约企业存在“逃废债”嫌疑。梳理 2020 年新增违约主体，违约原因可以归结为如下几点：

(1) 企业经营层面：新冠疫情冲击或政策收紧导致行业景气度下行及企业经营能力下降，如天房、中融新大、宁夏高远、山东如意等；

(2) 偿债意愿方面：华晨、永煤等超预期违约事件，引发市场及债权人对发行人的债券偿付意愿的担心，对其中是否存在“逃废债”嫌疑提出质疑；

(3) 公司治理风险：公司财务造假，高管及董事会成员频繁变动，如延安必康、康美实业、福建福晟等；

(4) 投资和多元化扩张激进：公司投资战略激进，业务过度多元化扩张，致使企业偿付压力较大，现金流无法覆盖大额到期债务，如泰禾、紫光集团等。

可见，违约企业呈现出影响因素的多元化，后续实践中需更全面多角度的分析。

图表 7、2020 年新增违约主体违约原因统计

发行人	首次债券违约日期	债券简称	违约原因概述
延安必康制药股份有限公司	2020/12/31	18 必康 01	财务造假，违规占用上市公司资金等
鸿达兴业集团有限公司	2020/12/14	20 鸿达兴业 SCP001	公司近年来受限于所持上市公司股票价格低迷且股权质押问题持续难以得到妥善解决，导致资金压力增大且债务滚续高度依赖于金融机构支持以及债券到期后续发行，流动性持续承压，后未能及时融入资金造成

			资金断裂而违约
山东如意科技集团有限公司	2020/12/14	17 如意科技 MTN001	如意科技面临的法律风险和财务风险上升, 短期偿债压力很大, 且再融资能力受限。加之新冠疫情, 公司经营活动受到严重影响, 致使债券违约
宁夏远高实业集团有限公司	2020/11/23	18 远高 01	公司经营利润下降, 成本管控压力加大, 短期债务负担有所加重, 公司未分配利润规模较大, 所有者权益构成稳定性一般
福建福晟集团有限公司	2020/11/19	18 福晟 02	公司控股股东持股比例变动多次, 高管及董事会人员变动较大, 主营业务房地产无新增拿地, 建筑施工业务新签合同额同比下降, 短期偿债能力明显下降
紫光集团有限公司	2020/11/16	17 紫光 PPN005	公司多元化业务扩张带来较大偿债压力, 同时主营业务造血无力, 现金流无法覆盖大额债务, 过于依赖政府补贴而深陷偿债危机
成龙建设集团有限公司	2020/11/13	17 成龙 03	公司货币资金显著下降, 短期集中偿债压力加大。公司涉及延期支付工程款与材料款等民事诉讼, 同时多次被纳入被执行人名单, 公司盈利能力承压, 偿债资金来源面临压力, 公司对外担保风险高
永城煤电控股集团有限公司	2020/11/10	20 永煤 SCP003	永煤属于“子强母弱”, 母公司的非煤炭板块业务利润持续走低, 同时资产流动性较弱, 债务负担过重。在违约前, 永煤无偿划出部分优质资产-中原银行的股份, 引发“逃废债”问题的质疑
沈阳盛京能源发展集团有限公司	2020/10/23	18 沈公用 PPN001	公司自 2017 年月中旬起不再公开披露其财报信息及信用评级报告, 2020 年 10 月 23 日公司受到法院的破产裁定, 相关债券直接到期。目前公司已足额偿付债券本息, 由瀚华担保有限公司代偿完成兑付
华晨汽车集团控股有限公司	2020/10/23	17 华汽 05	公司自主品牌盈利弱, 盈利严重依赖华晨宝马, 华晨宝马股权调整对公司再融资能力产生较大冲击。加之, 2020 年以来, 华晨集团陆续发生多起未能按期清偿到期债务事项, 发生多起重大诉讼及有关资产被司法冻结等系列与流动性风险相关的重大负面事件。此外, 华晨集团因信披违规受到监管警示
上海巴安水务股份有限公司	2020/10/19	17 巴安债	2020 年以来公司外部融资环境无明显改善、营运资金回款情况差, 资金面持续恶化, 流动性非常紧张, 公司因可用货币资金有限而导致违约
上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	2020/9/22	16 三盛 04	自 2018 年以来公司不再公开披露财务报表, 自 2019 年 9 月起公司出现多起未决诉讼与股权冻结事项, 且公司目前正在进行债务重组, 资金紧张进而违约
天津房地产集团有限公司	2020/9/8	16 天房 04	受到房地产调控政策收紧、建材批发零售收入规模下滑影响, 公司主营业务收入下滑, 资产规模下降, 预付款项及其他应收款对公司营运资金形成较大占用; 同时母公司混改进程不明, 信息披露不及时; 公司流动负债比重过大, 短期债务额度大, 自身经营还款压力大; 公司有息负债不断推升, 融资成本较高; 拿地策略激进, 流动性严重不足
铁牛集团有限公司	2020/8/24	16 铁牛 01	公司整车业务营业收入大幅下降并发生巨亏, 净资产大幅降低; 公司及众泰汽车已出现债务逾期, 公司已被列入失信被执行人名单; 公司及众泰汽车 2019 年财务报表被审计机构出具无法表示意见的审计报告; 公司债务负担很重, 且短期集中偿付压力很大; 公司所持众泰汽车、铜峰电子股份被冻结; 公司涉诉和对外担保金额很大, 存在很大或有负债风险; 7 月 22 日公司破产重整申请已裁定受理。
天津市房地产信托	2020/8/24	16 房信 01	同天房集团

集团有限公司			
泰禾集团股份有限公司	2020/7/6	17 泰禾 MTN001	泰禾集团合同销售金额和销售面积均有所下降, 盈利能力大幅减弱; 公司房地产项目中去化难度较大的高端住宅和商业项目占比高, 未来仍面临较大去化压力; 公司在建和拟建项目未来投资规模较大, 面临较大资金筹措压力; 公司控股股东持有公司股权被质押比例极高且被完全冻结, 目前正在筹划引入战投, 存在实控人变更风险; 以关联方往来款为主的其他应收有所增加且规模较大, 对资金形成占压, 资产受限比例高, 对资产流动性及再融资形成不利影响; 公司全部债务规模仍较大且短期债务占比提升, 债务偿付能力弱, 流动性极为紧张
华讯方舟科技有限公司	2020/7/2	H8 华讯 02	公司 2019 年起未公开披露年报信息, 公司及子公司华讯股份存在多笔贷款逾期, 流动性紧张, 公司融资能力下降
康美实业投资控股有限公司	2020/6/24	17 康 01EB	公司财务造假, 并于 2020 年 5 月收到罚款 60 万、实控人终身市场禁入的处罚决定书, 公司董事长马兴田曾卷入多起官员受贿案中, 公司诚信受质疑, 股价大幅下跌
青海省投资集团有限公司	2020/6/22	10 青投 CP01	青投集团美元债券出现实质性违约, 且现存有息债务逾期规模较大, 因债务违约而产生的诉讼较多, 子公司股权基本被司法冻结, 公司于 2020 年 6 月 22 日进入破产重整程序
北京桑德环境工程有限公司	2020/6/8	20 桑德工程 EN001	受疫情影响, 公司多项目暂缓开工, 外部融资无法按期推进, 造成公司流动性紧张
北京信威通信技术股份有限公司	2020/6/1	15 信威通信 PPN003	公司为海外项目提供担保陆续发生担保履约, 且公司正在进行的重大资产重组程序复杂, 公司融资能力受限, 公司整体资金压力大。
中国吉林森林工业集团有限责任公司	2020/5/18	15 森工集 MTN001	公司业务规模快速下滑, 经营持续性值得关注; 所持股份受司法划转, 股份质押冻结占比较高; 逾期债务规模较高、受限资产规模大, 流动性压力很大; 2020 年 5 月公司进入破产重整阶段
宜华企业(集团)有限公司	2020/5/6	17 宜华企业 MTN001	公司自 2019 年以来核心主业经营业绩承压, 再融资难度较大, 新冠肺炎疫情爆发影响公司正常复工, 公司经营性现金回笼停滞, 公司的流动性较为紧张。
中融新大集团有限公司	2020/4/20	18 中融新大 MTN002	受疫情冲击, 公司能源化工板块和物流清洁能源板块的生产经营活动在产供销等多方面受到严重影响, 应收账款周期被迫拉长, 经营性现金流遭到阶段性重创, 流行性紧张
力帆实业(集团)股份有限公司	2020/3/16	16 力帆 02	汽车行业景气度下降, 公司主营业务盈利能力较弱, 债务结构有待优化, 外部融资压力较大, 控股股东质押比例过高, 同时公司流动性较为短缺。2020 年 8 月 12 日力帆集团关于控股股东司法重整申请被法院裁定受理
新华联控股有限公司	2020/3/6	15 新华联控 MTN001	受疫情影响, 公司所属文化旅游、酒店餐饮等业务遭受重创, 资金较为紧张, 且债务兑付及回售压力较大, 具有较大的流动性压力
北京北大科技园建设开发有限公司	2020/3/6	18 北大科技 ABN001 优先级	公司未能足额支付回售资金, 差额补足义务人北大方正及北大资源集团未履行差额补足义务
康美药业股份有限公司	2020/2/3	15 康美债	同康美实业
大连天神娱乐股份有限公司	2020/1/20	17 天神 01	公司违约债务规模很大, 偿债能力不足, 持续经营能力存在重大不确定性; 公司持续亏损, 面临退市风险, 部分子公司股权、银行账户等被冻结, 资产流动性差, 并涉及多起诉讼(仲裁)案件
重庆力帆控股有限	2020/1/15	18 力控 01	同力帆控股

公司

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### 三、2021 年债券偿付压力及违约风险展望

2021 年，信用环境将从此前的“紧货币+宽信用”切换至“稳货币+紧信用”，受此影响各行业各等级信用债发行主体表现将继续分化，其中城投、优质房企和产业龙头依然可以释放融资能力及融资渠道优势，但低资质发债主体将会承压。

#### （一）预计 21 年信用债总待偿规模（含超短融）为 90369.71 亿元，较 2020 年上升 6.96%

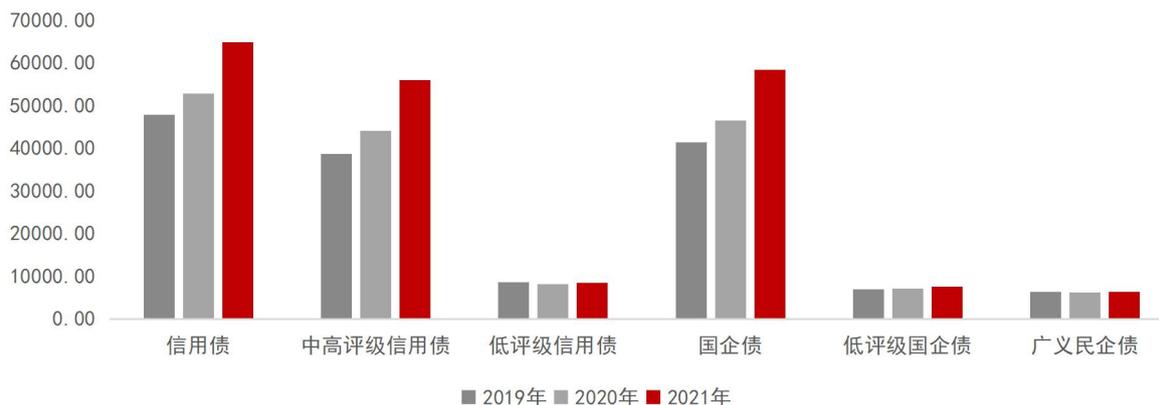
2021 年的兑付规模及违约压力到底有多大？回答这个问题需要对 2021 年信用债的兑付情况进行估算。债券的偿还类型有四种：到期、本金提前兑付、回售和赎回。在实际测算中需考虑三点，一是测算到期和本金提前兑付金额时，需补充 2021 年年内发行并到期的超短融金额；二是由于赎回量很小，实际估算时忽略不计；三是回售方面，需在考虑 2021 年进入回售期规模的基础上，乘以实际回售率，进而对 2021 年债券回售规模进行估算。以上数据的估算皆采用历史数据法。

首先，2021 年进入到期和本金提前兑付金额为 64911.22 亿元（剔除 2020 年及以前已经发生实质性违约主体的存续债券）；其次，估算 2021 年年内发行并到期的超短融规模约为 20000 亿元。据统计，2019 年和 2020 年年内发行并到期的超短融金额分别为 15792.17 亿元和 28252.1 亿元，均值为 22022.14 亿元，考虑到 2021 年“宽信用”切换至“紧信用”，但并不会紧过 2019 年，我们估计 2020 年年内发行并到期的超短融金额为 20000 亿，略低于 2019-2020 年均值；第三，估算 2021 年年内回售量约为 5458 亿元。我们主要采用“年内进入回售期规模\*实际回售比例”进行估算。据统计，2019 年和 2020 年的回售比例分别是 0.3 和 0.28，以二者平均值 0.29 作为 2021 年的实际回售比例，2021 年进入回售期规模为 18570.5 亿元，则 2021 年年内回售量为 5458.49 亿元。最后，上述测算结果相加可得，预计 2021 年待偿还规模为 90369.71 亿元，较 2020 年上升 6.96%。

#### （二）2021 年实际待偿还信用债规模同比上行 23.01%，其中国企债尤其是低资质国企债规模在提升

当紧信用叠加更高的待偿还压力，低资质群体很可能会成为风险最集中的群体。考虑到信用环境变化可能造成发行人当年发行并到期的超短融规模大幅波动且无 21 年实际超短融数据，我们剔除当年发行并到期的超短融数据，仅对比 19-21 年含到期和本金提前兑付在内的实际待偿还情况。

据统计，2021 年待偿还信用债规模为 64911.22 亿元，较 2020 年上行 23.01%。分等级来看，中高评级信用债待偿还规模为 56054.58 亿元，低评级信用债为 8495.11 亿元，同比分别上行 27.07%、3.51%；分企业属性来看，国有企业的待偿还规模为 58471.14 亿元，低评级国企债为 7529.73 亿元，同比分别上行 25.74%、6.34%，广义民企待偿还规模为 6320.15 亿元，同比小幅上行 2.54%。整体来看，2021 年偿债压力上行，其中国企债尤其是低评级的国企债待偿还量提升较为明显，在信用风险向地方国有企业迁移的环境下，这部分主体 2021 年违约率或将进一步上升。



图表 8、不同类别信用债的待偿还情况 (单位: 亿元)

注: 1、本图统计范围皆为非金融企业信用债, 且剔除已经出现实质性违约但尚未到期的债券

2、中高级指主体级别为 AA+级或 AAA 级的债券, 低评级指 AA 级及以下的债券 (不含无评级的债项)

数据来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

### (三) 2021 年违约率大概率介于 0.67%至 1.05%间, 显著高于 2020 年违约率水平的概率较低

违约率方面, 以 2014-2020 年为统计期, 按年划分观察期, 统计可得 t1-t7 的平均累积违约率分别为 0.63%、1.27%、1.81%、2.27%、2.76%、3.24%、3.59%, 违约常态化下违约率持续走高。边际违约率方面, 2019、2020 年分别为 1.05%、0.67%, 基于 2021 年信用环境边际趋紧且不会出现“政策悬崖”的判断, 我们认为 2021 年的违约率水平大概率会介于 0.67%至 1.05%之间, 显著高于 2020 年违约率水平的概率较低。

图表 9、2014-2020 统计期内边际违约率、平均边际违约率以及平均累积违约率统计

y 时点/边际违约率	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7
2014	0.18%	0.82%	0.50%	0.14%	0.50%	0.61%	0.36%
2015	0.74%	0.60%	0.20%	0.51%	0.60%	0.40%	
2016	0.55%	0.18%	0.60%	0.65%	0.43%	-	
2017	0.20%	0.77%	0.75%	0.48%	-	-	
2018	0.85%	0.87%	0.58%	-	-	-	
2019	1.05%	0.63%	-	-	-	-	
2020	0.67%						
平均边际违约率	0.63%	0.65%	0.54%	0.47%	0.51%	0.49%	0.36%
平均累积违约率	0.63%	1.27%	1.81%	2.27%	2.76%	3.24%	3.59%

注: t1-t7 分别表示 y 时点构建静态池的观察期

数据来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

综上所述, 2021 年信用环境边际收紧, 债券偿还压力加大, 国企尤其是低评级国企的违约率水平可能进一步上升。不过考虑到 2021 年不会出现“政策悬崖”, 致使信用环境过分紧张, 我们认为 2021 年的违约率水平大概率会介于 0.67%至 1.05%之间, 显著高于 2020 年违约率水平的概率较低。