

2018 年债券市场违约率统计年报

研发部/周美玲

摘要：2018 年，受融资环境收紧、发行主体短期流动性困难影响，我国债券市场违约风险明显上升，市场总样本的边际违约率由上年的 0.17% 大幅上升至 0.85%。各期限分等级的平均累积违约率均保持了随信用等级的下降而上升的特征，表明国内信用评级机构出具的主体信用等级依然具有较好的风险区分能力。

2018 年债券发行主体在违约当年年初的主体信用等级仍主要集中在 AA 级，并出现了首个 AAA 级违约主体。违约前信用等级集中与债券市场信用等级分布结构密切相关，一方面发行主体信用等级主要集中在 AA 级，另一方面 A 级及以下级别主体主要由集合票据和集合企业债发行主体组成，数量少且存量呈逐年下降趋势。

与标普相比，国内市场全样本的平均累积违约率低于标普全球的平均累积违约率，表明国内债券市场整体信用风险要低于国际市场。

一、 违约率统计说明

(一) 统计对象

基于国内债券市场信息披露机制，为充分获取统计信息，我们违约率统计的对象为国内公开发行信用债的发行主体，具体为短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转债、集合票据和集合企业债等债券的发行主体。地方政府债、非公开定向债务融资工具、资产支持证券以及私募债等的发行主体，因主体评级信息未披露或无主体评级，故不参与统计。集合票据和集合企业债的发行主体由多家组成，每个发行主体均纳入统计。我国债券场首例公募债违约发生在 2014 年，故本统计从 2014 年开始计算，所有基础数据来源于 Wind 资讯。

(二) 违约的界定

在信用评级中，违约是指债务人未能按照债务合同的约定偿还债务本息的状态。本文违约的界定参考各评级机构的信用评级以及主体违约定义，同时，对由担保代偿或处置抵质押物得以按时足额兑付的发行主体，亦将其界定为主体违约并纳入统计。

(三) 统计方法

目前，在国际信用评级行业，静态池理论和动态群组理论被广泛应用于违约

市场表现报告

率的统计。例如，标普使用静态池方法统计信用等级迁移并计算违约率，穆迪和惠誉则采用的是动态群组分析方法。本统计中，我们沿用《新世纪评级方法总论（2012）》中关于违约率统计方法的静态池法。

二、统计结果

（一）总样本违约率

2018 年国内债券市场违约事件大规模爆发，信用风险上升明显，2018 年静态池当年的边际违约率达到 0.85%，超过历年所有静态池建立当年的边际违约率，2014~2018 年债券市场发行主体在静态池建立当年的边际违约率分别为 0.08%、0.50%、0.74%、0.17%和 0.85%。

2014~2018 年债券市场发行主体总体 1~5 年期的平均累积违约率分别为 0.48%、1.09%、1.65%、1.97%和 2.42%，即总样本累积违约率随着时间的拉长而上升，表明观察期越长，发行主体违约的可能性越大。

图表 1. 2014-2018 年总样本累积违约率统计表（%）¹

年份	初始样本数	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
2014 年	2649	0.08	0.60	1.51	1.62	2.08
2015 年	2990	0.50	1.37	1.57	2.07	-
2016 年	3243	0.74	0.93	1.54	-	-
2017 年	3545	0.17	0.99	-	-	-
2018 年	3656	0.85	-	-	-	-
描述统计：						
平均边际违约率		0.48	0.61	0.57	0.32	0.46
平均累积违约率		0.48	1.09	1.65	1.97	2.42
标准差		0.30	0.27	0.03	0.23	-
中值		0.50	0.96	1.54	1.85	2.08
最小值		0.08	0.60	1.51	1.62	2.08
最大值		0.85	1.37	1.57	2.07	2.08

注：Y_n 表示静态池建立后的第 n 个跟踪期；数据来源 Wind，新世纪评级整理计算。

（二）投资级违约率

从样本数量来看，市场发债主体主要集中在投资级，投资级主体违约率特征与市场总体基本保持一致。2014~2018 年投资级主体在静态池建立当年的边际违约率分别为 0.04%、0.41%、0.53%、0.14%和 0.80%，略小于同期总样本的边际违约率。

从平均累积违约率看，投资级主体 1~5 年期的平均累积违约率分别为 0.40%、

¹ 本期报告静态池初始样本数量与上年度报告存在一定差异，主要因 Wind 资讯集合票据和集合企业债的公告信息更新，本次统计亦同步更新集合票据和集合企业债的主体信息。

市场表现报告

0.94%、1.46%、1.79%和 2.25%，同样随时间的拉长而上升，但均低于总样本的累积违约率。整体来看，投资级主体的违约率要低于总样本的违约率。

图表 2. 2014-2018 年投资级主体累积违约率统计表 (%)

年份	初始样本数	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
2014 年	2602	0.04	0.54	1.31	1.42	1.88
2015 年	2945	0.41	1.02	1.22	1.73	-
2016 年	3200	0.53	0.72	1.34	-	-
2017 年	3524	0.14	0.96	-	-	-
2018 年	3640	0.80	-	-	-	-
描述统计:						
平均边际违约率		0.40	0.54	0.53	0.33	0.47
平均累积违约率		0.40	0.94	1.46	1.79	2.25
标准差		0.27	0.19	0.05	0.15	-
中值		0.41	0.84	1.31	1.58	1.88
最小值		0.04	0.54	1.22	1.42	1.88
最大值		0.80	1.02	1.34	1.73	1.88

注：资料来源 Wind，新世纪评级整理计算。

(三) 投机级违约率

投机级 1~5 年期的平均累积违约率分别为 8.14%、13.88%、16.88%、16.88% 和 16.88%，同样随时间的拉长而上升，但均明显高于投资级和总样本的平均累积违约率。整体来看，投机级样本的违约风险明显高于投资级样本和总样本。囿于债券市场发行主体信用的结构特征，投机级发行主体数量较少，违约率统计结果的趋势性相对较差，结果供参考。

图表 3. 2014-2018 年投机级主体累积违约率统计表 (%)

年份	初始样本数	Y1	Y2	Y3	Y4	Y4
2014 年	47	2.13	4.26	12.77	12.77	12.77
2015 年	45	6.67	24.44	24.44	24.44	-
2016 年	43	16.28	16.28	16.28	-	-
2017 年	21	4.76	4.76	-	-	-
2018 年	16	12.50	-	-	-	-
描述统计:						
平均边际违约率		8.14	6.25	3.48	0.00	0.00
平均累积违约率		8.14	13.88	16.88	16.88	16.88
标准差		5.19	8.44	4.89	5.84	-
中值		6.67	10.52	16.28	18.61	12.77
最小值		2.13	4.26	12.77	12.77	12.77
最大值		16.28	24.44	24.44	24.44	12.77

资料来源：Wind，新世纪评级整理

(四) 分信用等级违约率

从细分等级来看,各期限下的平均累积违约率均呈现出随信用等级下降而上升的特征,表明我国信用评级机构出具的主体信用等级具有较好的信用风险区分能力。

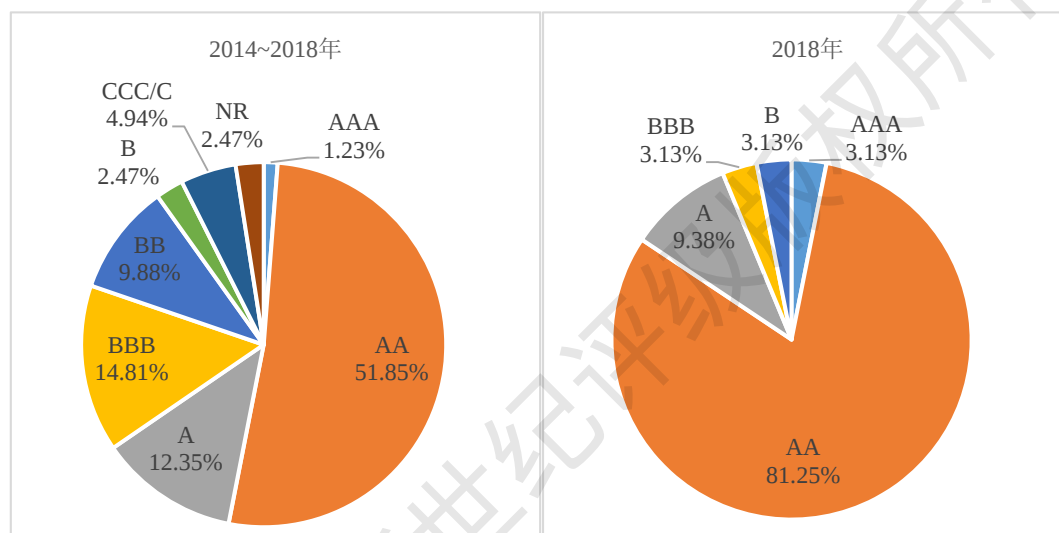
图表 4. 2014-2018 分信用等级平均累积违约率统计表 (%) ²

主体等级	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
AAA	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
AA	0.32	0.85	1.33	1.74	2.34
A	2.04	3.10	4.37	4.37	4.37
BBB	3.06	5.23	7.28	7.28	7.28
BB	5.11	9.03	12.63	12.63	12.63
B	15.00	33.21	33.21	33.21	33.21
CCC/C	26.67	34.81	34.81	34.81	34.81
总样本	0.48	1.09	1.65	1.97	2.42

注: 资料来源 Wind, 新世纪评级整理计算。

从入池主体违约当年年初信用等级占比来看,2014~2018 年我国债券市场主体违约当年年初信用等级主要集中在 AA 级, 占有违约主体的 51.58%, 占比最大, 其次是 BBB 级违约主体, 二者违约主体之和占违约主体总量的 65% 以上; 这很大程度要归因于我国债券发行主体的信用等级以 AA 级为主。总体来看, 我国债券市场主体信用等级分布过于集中, 主体发生信用状况恶化时级别调整滞后是导致违约事件较多发生于 AA 级主体, 而不是投机级主体的主要原因。

图表 5. 主体违约当年年初信用等级占比



注: 资料来源 Wind, 新世纪评级整理计算

² 当期平均累积违约率等于上期平均累积违约率, 表示当期无新增违约主体。例如, AAA 级 1 年期和 2 年期平均累积违约率均为 0.05%, 表示第 2 期无 AAA 级新增违约主体。

三、 违约率的国际比较

国际三大评级机构均会在每年发布违约率统计报告，但使用的方法不尽相同，为避免统计方法不同带来的统计差异，我们选取同样使用静态池法统计违约率的标普进行比较。目前，标普发布的最新违约率统计报告为 2017 年年报，统计期间为 1981~2017 年。

从总样本统计结果看，标普 1~5 年期的全球平均累积违约率分别为 1.50%、2.95%、4.22%、5.29%和 6.18%，均高于本统计中的 0.48%、1.09%、1.65%、1.97%和 2.42%。可见，与国际市场相比，国内债券市场整体违约率偏低，违约风险整体相对较小。

四、 结论

2018 年我国债券市场违约事件明显增多，债券发行主体边际违约率在 2017 年短暂下降后再次大幅上升，达到历史最高水平。分投资级和投机级来看，投资级样本的违约率低于总样本的违约率，投机级样本的违约率明显高于投资级和总样本的违约率，即投资级主体违约风险相对较低，投机级主体违约风险相对较高。

从分等级的累积违约率来看，各跟踪期的平均累积违约率均随着信用等级下降而上升，未出现信用等级与违约率倒挂的现象，体现了信用评级对违约风险具有较好的区分能力。

与标普违约率统计相比，国内市场的全样本 1~5 年期平均累积违约率均低于标普的统计结果，说明国内债券市场整体风险相对较小。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。