

2019 年信用债市场发展回顾与展望

东方金诚国际信用评估有限公司

2020 年 1 月

摘要

受益于宽松货币政策以及宽信用效果的渐进释放，2019 年信用环境边际改善，信用债一、二级市场延续回暖。一级市场发行量和净融资额较快增长，发行利率波动下行，且发行结构有所改善，体现在发行主体资质出现下沉迹象，平均发行期限拉长；二级市场收益率波动下行，整体表现好于利率债，驱动信用利差收窄，同时，市场风险偏好有所回升，投资者开始主动下沉资质，中低等级信用债利差修复，等级利差趋于收敛。

另一方面，信用债市场不同性质主体间分化压力未消，尤其体现在城投债表现亮眼，而民企债寒冬依旧。2019 年城投债发行高增，特别是低等级城投债发行放量，带动低等级信用债发行占比回升，净融资转正，而民企债发行占比持续走低，净融资缺口进一步扩大。与此相呼应，低等级信用债利差也存在结构性分化，国债、城投债利差下行带动整体利差收窄，而低等级民企债利差居高不下。此外，信用债违约仍处高发状态，新增公募债违约主体数量与上年基本持平；违约仍集中于弱资质民企，但出现向中高等级蔓延的趋势。除实质性违约外，本息展期、场外兑付、要求撤销回售等情形增多，民企财务造假、实控人风险等也引发市场广泛关注。

展望未来，货币政策易松难紧，政策性降息周期启动将带动资金利率中枢趋于下行，预示 2020 年仍将是信用债发行“大年”，发行量和净融资规模将延续涨势，发行成本进一步下行。这也意味着，对于发行人来说，2020 年仍将是相对低息的发债窗口期。从二级市场来看，2020 年信用债市场将跟随利率债延续牛市行情，加之债券违约对市场情绪的冲击边际减弱，利差持续大幅上行的风险可控；但当前各类利差普遍处于较低水平，进一步压缩的空间有限，这将倒逼投资者策略趋向精细化，实现高收益和高风险的平衡。

从违约风险来看，2020 年政策环境继续利好融资条件改善，民企融资端也有望逐渐看

到政策效果的释放。同时，经过近两年时间的频繁暴雷，信用债市场上风险较高、有瑕疵的主体减少，低等级信用债、尤其是弱资质民企债到期压力也有所下降。由此，预计 2020 年债券违约风险整体趋缓，违约率较 2019 年将有所下降。但需警惕违约向部分中高等级主体和国企蔓延的趋势，私募及公募城投债偶发违约的可能性，以及商业银行尾部风险的持续暴露对风险偏好的压制。

目录

一、2019 年信用债市场发展环境.....	1
1.1 宏观经济运行.....	1
1.2 政策环境.....	2
1.3 流动性环境.....	4
1.4 利率债市场行情.....	5
二、2019 年信用债市场发展回顾.....	6
2.1 2019 年信用债市场发展趋势.....	6
2.2 2019 年信用债市场运行情况.....	10
2.2.1 一级市场：发行延续放量，结构分化依旧.....	10
2.2.2 二级市场：现券成交有所回暖，收益率震荡下行，利差整体收窄.....	18
2.3 2019 年信用债违约及级别调整情况.....	26
2.3.1 信用债违约情况.....	26
2.3.2 信用债级别调整情况.....	31
三、2020 年信用债市场展望.....	31
3.1 2020 年信用债市场运行环境展望.....	31
3.2 2020 年信用债市场运行展望.....	36
3.2.1 信用债发行情况展望.....	36
3.2.2 信用债收益率和利差走势.....	38

3.3 2020 年信用债市场违约风险展望..... 39

图表目录

图 1	2019 年 GDP 增速“先降后稳”（当季实际 GDP 增速，%）.....	1
图 2	2019 年结构性通胀特征明显，食品通胀并未扩散至非食品（累计同比增速，%）.....	2
图 3	2019 年主要金融数据止跌企稳，但仍处磨底阶段.....	3
图 4	银行间/存款类机构质押式回购加权利率（单位：%）.....	4
图 5	包商银行事件引发银行间市场流动性分层.....	5
图 6	国债到期收益率和期限利差走势.....	6
图 7	外资在国内债市持仓逐年增加，但仍集中于利率债和同业存单（单位：亿元）.....	10
图 8	2019 年信用债发行延续回暖（单位：亿元）.....	11
图 9	信用债各券种发行情况（亿元）.....	11
图 10	2019 年不同级别城投债发行均明显放量.....	14
图 11	2019 年信用债发行主体资质开始下沉.....	14
图 12	2019 年低等级债券发行回暖主要依靠地方国企.....	15
图 13	2019 年民企债发行占比仍处持续下滑过程.....	16
图 14	2019 年不同等级民企债发行亦呈现分化特征.....	16
图 15	信用债加权平均发行期限（单位：年）.....	17
图 16	信用债各券种加权平均发行利率（%）.....	18
图 17	信用债主要券种现券成交额（亿元）.....	19
图 18	各期限、各等级中短期票据到期收益率走势（%）.....	19
图 19	各等级 3 年期中短期票据利差走势（BP）.....	21
图 20	2019 年等级利差延续 2018 年下半年以来的收敛趋势（单位：BP）.....	22
图 21	各等级中短期票据期限利差走势（BP）.....	23
图 22	不同等级产业债利差走势（BP）.....	23
图 23	不同性质产业债利差走势（BP）.....	24
图 24	各等级城投债利差-产业债利差（BP）.....	25
图 25	2019 年信用债违约仍处高发状态.....	26
图 26	2019 年中高等级主体违约渐多，符合我们对信用风险释放顺序的判断.....	28
图 27	2019 年各省份公募债违约数量及规模分布情况.....	29
图 28	实际 GDP 增速及预测（%）.....	32
图 29	CPI 和 PPI 同比增速及预测.....	33
图 30	在经历 2019 年的低位徘徊后，2020 年主要金融数据增速有望加快回升.....	34
图 31	降息周期为债市打开上涨空间.....	35
图 32	货币政策与流动性环境是决定信用债一级市场景气度的关键因素.....	36
图 33	利率债市场走牛，利差通常趋降，二者背离由重大风险事件或政策变动触发.....	38
图 34	2020 年各月待偿还收益率在 8%以上（含）或 AA-级及以下债券规模分布图.....	39
图 35	2020 年各月待偿还净价 95 元以下（含）债券规模分布图（亿元）.....	39
图 36	2020 年低等级信用债和低等级民企债到期压力下降（亿元）.....	40
图 37	房地产样本企业近年新发债券、债券偿付规模情况（亿元）.....	43
表 1	2019 年央行降准、降息情况一览.....	3
表 2	2019 年监管层措施频出，持续引导债市健康、有序发展.....	7

表 3	主要债券创新品种发行情况.....	9
表 4	分行业信用债发行情况（单位：亿元）.....	12
表 5	分地区信用债发行情况（单位：亿元）.....	13
表 6	各期限信用债发行量占比（单位：%）.....	17
表 7	不同性质主体信用债加权平均发行利率.....	18
表 8	各等级、各期限中短期票据信用利差水平（BP）.....	20
表 9	产业债各细分行业利差及变动幅度（BP）.....	24
表 10	化债方式及主要举措汇总.....	25
表 11	2019 年新增公募债券违约主体列表.....	27
表 12	2019 年各行业公募债券违约数量及规模分布情况.....	30
表 13	发债信用债主体级别调整统计.....	31
表 14	2020 年货币政策逆周期调节力度将有所加大.....	34
表 15	各地方财力对待偿还城投债的覆盖情况.....	41

一、2019 年信用债市场发展环境¹

1.1 宏观经济运行

2019 年我国宏观经济增速延续放缓。全年 GDP 累计同比增长 6.1%，增速较上年下滑 0.5 个百分点。其中，一季度 GDP 同比增长 6.4%，二季度降至 6.2%，三季度进一步下降至 6.0%，反映 5 月之后中美贸易摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”都在不同程度的承受压力。不过，四季度以来，伴随逆周期调节力度加大，中美贸易摩擦趋缓，经济增长动能有所修复，加之上年同期基数走低，进出口、商品消费、制造业投资、工业生产等核心经济指标同比增速均现不同程度反弹。由此，四季度 GDP 同比增速结束此前两个季度的连续下滑，持平于 6.0%。整体上看，全年经济运行呈“先降后稳”格局，与年内中美贸易摩擦走势基本类似。

图 1 2019 年 GDP 增速“先降后稳”（当季实际 GDP 增速，%）



数据来源：WIND，东方金诚

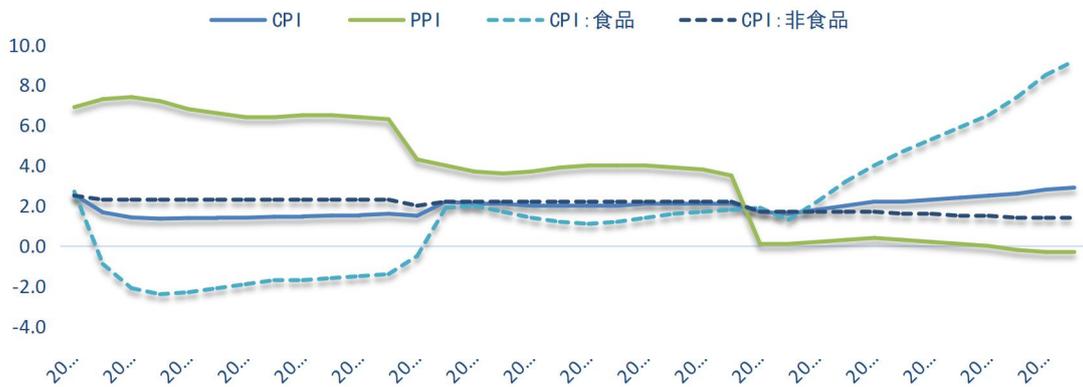
通胀方面，2019 年猪肉等农产品价格上涨驱动食品价格涨幅加快，但非食品价格上涨乏力，PPI 进入通缩状态，结构性通胀特征明显。2019 年 CPI 同比上涨 2.8%，涨幅较上年扩大 0.8 个百分点，其中，9 月起当月同比增速重返“3 时代”，随后持续冲高，11、12 月涨幅达到 4.5%。2019 年 CPI 加速上涨的主要原因是猪瘟疫情导致猪肉供给不足，价格持

¹ 本报告所指信用债为非金融企业信用债券，含企业债、公司债、中期票据、（超）短期融资券和定向工具。

续大幅上涨，并带动牛肉等替代品需求走高、价格上扬，以及鲜果价格在上年减产导致库存不足影响下涨势加快，故全年食品价格同比涨幅达到 9.2%，较上年加快 7.4 个百分点。

在食品价格大幅上涨的同时，因经济下行压力加大、需求偏弱、货币供应量增速仍然较低，食品以外的其他商品和服务价格缺乏上涨动力。2019 年非食品价格涨势稳中趋缓，全年同比涨幅为 1.4%，较上年下滑 0.8 个百分点。同时，PPI 涨势也处低迷状态，同比下跌 0.3%，较上年下滑 3.8 个百分点。

图 2 2019 年结构性通胀特征明显，食品通胀并未扩散至非食品（累计同比增速，%）



数据来源：WIND，东方金诚

1.2 政策环境

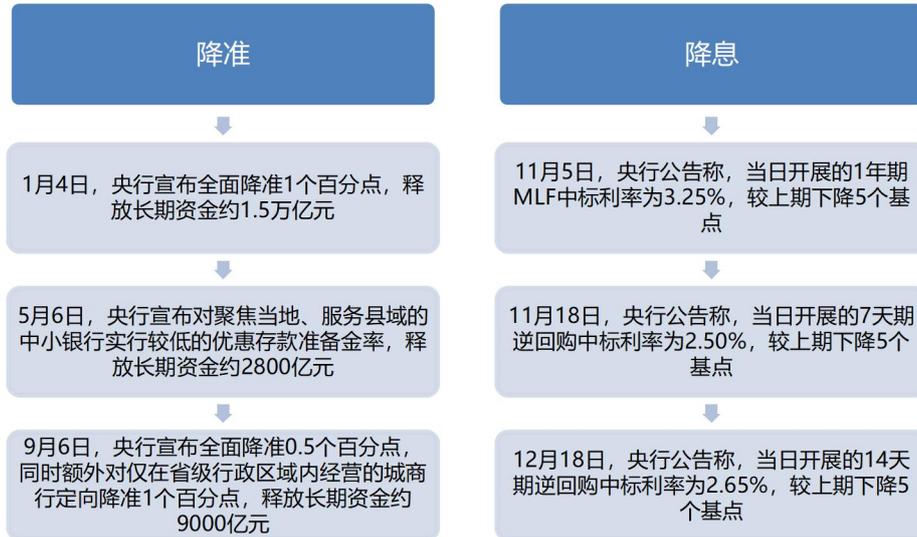
（一）货币政策定力超出普遍预期，年底降息释放宽松信号

与 2018 年相比，2019 年货币政策在维持宽松基调的同时，相机抉择、预调微调特征更加明显，整体定力超出普遍预期，这也是债券二级市场呈现区间震荡格局的核心原因。主要体现于 2019 年央行通过三次降准释放长期资金约 2.7 万亿（见表 1），MLF 操作净回笼资金 1.26 万亿，加上 TMLF 操作所投放资金，全年央行通过降准和 MLF 提供的中长期流动性不足 2.3 万亿，明显低于 2018 年约 4.1 万亿的水平。

不过，2019 年 11 月 5 日，央行下调 MLF 利率 5 个基点，标志着新一轮政策性降息进程开启，也意味着央行货币政策操作由仅采用降准和公开市场操作等数量型工具转变为“量

价并举”。这有利于降低实体经济融资成本，同时释放了 2020 年货币政策逆周期调节力度将有所加大的信号，有助于稳定市场预期和宏观经济运行。

表 1 2019 年央行降准、降息情况一览



资料来源：东方金诚整理

注：央行下调 7 天期和 14 天期逆回购利率可视作下调 MLF 利率的后续，目的是保持政策利率曲线平稳，不应视为新的降息行动

(二) “宽信用”政策效果有所显现，社融和 M2 增速止跌企稳

2019 年“宽信用”政策持续加码。主要体现在三个方面：(1) 继续运用普惠金融定向降准，基本确立“三档两优”的存款准备金率新框架；(2) 央行三次开展 TMLF 操作，利率比 MLF 利率低 15 个基点，合计投放资金 8,226 亿；(3) 一季度 MPA 考核中增设制造业中长期贷款和信用贷款指标，随后，为配合 5 月 15 日起实施的定向降准，二季度 MPA 考核中调整了小微和民营企业贷款指标，引导金融机构将降准资金用于小微和民营企业贷款。伴随政策累积效果渐显，2019 年信用环境有所改善，反映于上年持续下滑的 M2 和社会融资规模（简称社融）存量增速止跌企稳。

图 3 2019 年主要金融数据止跌企稳，但仍处磨底阶段



数据来源: WIND, 东方金诚

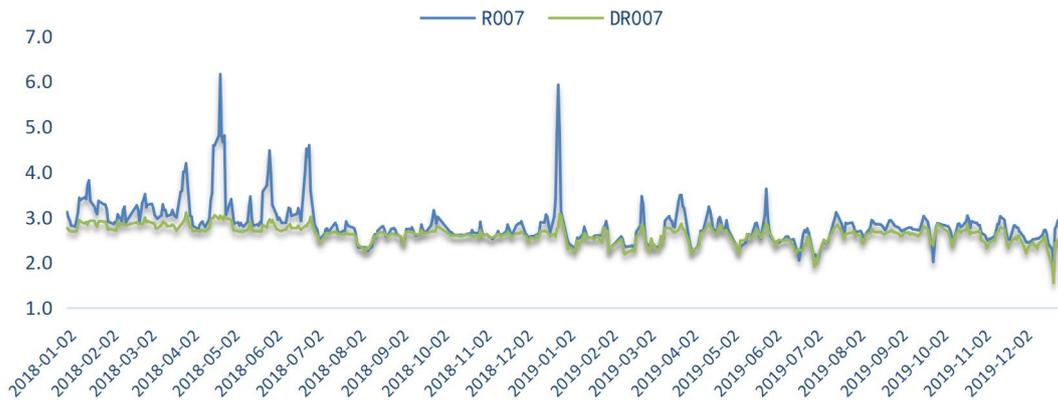
不过, 2019 年社融和 M2 增速的反弹趋势并不明显, 处于磨底阶段, 贷款余额增速则仍处下滑过程。我们注意到, 在经过 8-9 月的小幅反弹后, 10 月社融和信贷余额增速再度回落, 这或是 11 月 MLF 利率下调的一个直接原因。而在央行降息带动“宽货币”势头再现的情况下, 年底社融和贷款余额增速并未抬升。

我们认为, 主要原因在于当前政策在稳增长和防风险之间寻求平衡——区别于此前的全面宽松、大水漫灌, 本轮“宽货币”为结构性宽松, 意在向制造业、民营和小微企业精准滴灌。在此背景下, 以非标为代表的部分信用创造渠道被封堵, 房地产和传统基建两大资金“蓄水池”吸纳作用减弱; 同时, 尽管政策着力引导资金流向实体经济, 但在经济下行时期, 企业融资需求不足, 存在主动控杠杆甚至去杠杆的倾向。需要说明的是, 债券和非标融资间存在一定替代性。严监管带来“非标转标”压力, 而表内银行贷款承接能力有限, 因此, 部分融资需求转向债券市场, 这也是 2018 年以来信用债发行持续放量的原因之一。

1.3 流动性环境

2019 年货币市场流动性整体充裕, 资金利率波动中枢进一步下移, 利好实体经济融资成本下行。年末 DR007 较上年末下行 38.8BP, R007 下行 6.3BP; 全年 DR007 均值较上年均值下降 17.7BP, R007 均值下降 34.9BP。

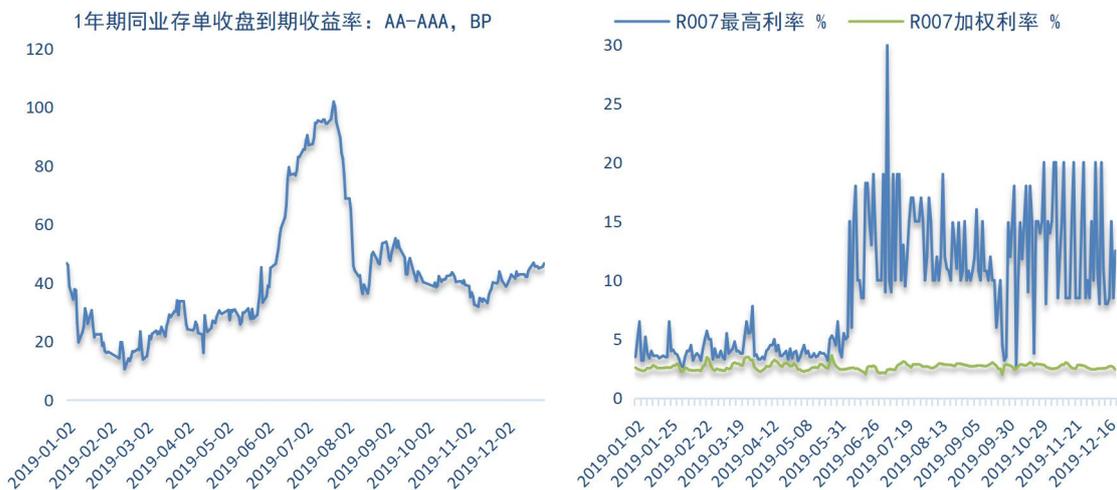
图 4 银行间/存款类机构质押式回购加权利率 (单位: %)



数据来源：WIND，东方金诚

不过，5 月底包商银行事件造成流动性分层加剧。该事件冲击中小银行流动性，并通过资金传导链条扩散至非银机构。为缓解这一局面，央行接连采取加大公开市场操作力度、为同业存单发行提供增信、窗口指导等措施，流动性在总量上很快恢复宽松，7 月初一度出现 DR007 跌破 2% 的极度充裕状态。但银行与非银、大行与中小行之间的流动性分层问题仍未消除，部分中小机构依然面临较大的流动性压力。可以观察到，年末同业存单评级间利差仍高于事件发生前水平，R007 最高利率也仍大幅高于 R007 加权利率。

图 5 包商银行事件引发银行间市场流动性分层



数据来源：WIND，东方金诚

1.4 利率债市场行情

回顾 2019 年债市运行环境，首先是中美经贸摩擦风险起伏不定，其烈度在“缓和—升级—缓和”的过程中螺旋式上升；其次，经济增长在一季度短暂稳定后连续两个季度较快

下行，至四季度再度企稳，同时，月度经济数据波动较大，表现出明显的“季末冲量”特征；物价方面则呈现“剪刀差”特征：CPI 通胀压力前低后高，而与“猪通胀”并存的是非食品价格的增长低迷和 PPI 的连续通缩，市场在“滞胀”和“通缩”之间摇摆不定；社融和 M2 等核心金融数据触底企稳，但仍处底部徘徊局面。更为重要的是，经济基本面和外部风险因素变化对债市的扰动又因政策面随其边际调整而进一步强化，货币政策相机抉择特征更加明显，整体定力超出普遍预期。

在此背景下，2019 年利率债市场趋势性减弱，利率走势呈现“上有顶、下有底”的区间震荡格局。年内 10 年期国债到期收益率在 3.0%-3.4% 区间波动，中枢为 3.18%，年末报 3.14%，较上年末下行 9.0BP，同期 1 年期国债收益率下行 23.7BP。由此，年末国债 10Y-1Y 期限利差较上年末扩大 14.7BP 至 77.3BP。而从大类资产收益视角来看，2019 年利率债市场表现不及信用债，债市表现不及权益（包括转债）和大宗商品。

图 6 国债到期收益率和期限利差走势



数据来源：WIND，东方金诚

二、2019 年信用债市场发展回顾

2.1 2019 年信用债市场发展趋势

2019 年监管层从多角度继续完善债券市场体制机制，规范债市运行和监管，在推动债市扩容及产品创新、推进市场统一监管、加速债市开放、防范化解重大风险、提升衍生品市场功能、督促中介机构规范尽职、保护投资者利益等方面出台了一系列措施，持续引导债市

健康有序发展，促使债市服务实体经济的功能得到更好发挥。

表 2 2019 年监管层措施频出，持续引导债市健康、有序发展

日期	措施	目的
1 月	沪深交易所修订并发布《债券交易实施细则》，将债券质押式回购交易时间及接受债券质押、解除质押申报时间延长至每个交易日的 15:30	为市场参与者提供更多的资金融通撮合机会，提升投资者参与积极性，稳定市场资金供给
1 月	沪深交易所联合中国结算发布《信用保护工具业务管理试点办法》，业务试点初期仅推出信用保护合约，信用保护凭证试点另行通知	健全信用风险分担机制，为企业债券融资提供较为完善的保护机制，切实提高交易所债券市场服务实体经济特别是民营企业的能力
1 月	央行创设央行票据互换工具（CBS）	增加持有银行永续债的金融机构的优质抵押品，提高银行永续债的市场流动性，增强市场认购银行永续债的意愿
4 月	财政部、央行推出储蓄国债“随到随买”试点，将储蓄国债发行时间由原来的 10 天延长至全月	提高个人投资者购买储蓄国债便利性
5 月	央行、证监会拟推出以跨市场债券品种为投资标的，可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金	推动债市互联互通，更好满足投资者投资债券指数型产品的需求
5 月	证监会指导沪深交易所联合中国结算发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》，对违约债券等特定债券的转让、结算、投资者适当性、信息披露等事项作出安排	形成有效疏导风险的机制安排，帮助投资者通过二级市场转让化解债券违约风险，形成有效的风险定价机制
5 月	发改委宣布对存在企业债券违约或违约后处置协调工作不到位的省、区、市，实行企业债券“直通车”评选一票否决	加强企业债券领域信用体系建设和信用管理
8 月	证监会、央行、银保监会联合发布通知，扩大在交易所债券市场参与现券交易的银行范围	扩大银行投资债券范围，拓宽实体经济融资渠道，提升债券市场服务实体经济的能力
8 月	上交所、全国股转公司、中国结算共同发布《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》，将非公开发行可转债发行主体范围由创新创业公司扩展至非上市公司	扩大可转债发行主体及适用范围，拓宽企业融资渠道，降低企业融资成本
10 月	发改委印发《企业债券簿记建档发行业务指引》及《企业债券招标发行业务指引》，增加了弹性配售选择权和当期追加选择权等定价方式，并增加了债券发行前公告日期的弹性	给予发债企业一定自主选择权，提升企业债券的发行效率，降低发行利率
10 月	交易商协会组织市场成员制定《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务利益冲突管理规则》，规则对隔离设置做出特别规定，并对利益冲突管理等方面予以规定	保障信用评级的独立性、客观性及公正性
10 月	央行、外管局制定《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，允许同一境外主体 QFII/RQFII 和直接进入市渠道下的债券进行非交易过户，资金账户之间可以直接划转，同时同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次	推进银行间债券市场有序开放
10 月	央行上海总部发布《中国人民银行上海总部公告》（2019）第 1 号，对银行间债券市场备案管理涉及债券投资人员的有关事项进行调整，取消了备案环节中关于合格机构投资者提交债券投资人员的银行间债券市场培训证书的规定	进一步简化备案管理，便利合格机构投资者进入银行间债券市场
10 月	中证协发布《证券公司公司债券业务执业能力评价办法（试行）》，能力评价适用于具有证券承销业务资格的证券公司	督促承销机构归位尽责
12 月	央行、外管局起草《境外机构投资者境内证券投资资金管理规定（征	进一步便利境外投资者开展境内证券投资

	求意见稿)》，落实取消投资额度限制后，对 QFII/RQFII 境内证券投资，进行资金管理和风险防范的相关要求	
12 月	沪深交易所发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》，指出发行人不得在发行环节直接或间接认购自己发行的债券	规范公司债券发行业务，维护债券市场秩序，保护投资者合法权益
12 月	央行、发改委、证监会印发《公司信用类债券信息披露管理办法(征求意见稿)》，统一了存续期重大事项认定及披露要求，规定企业进入破产程序的，除企业自行管理财产或营业事务的，企业信息披露义务由破产管理人承担	推动公司信用类债券信息披露规则统一，完善公司信用类债券信息披露制度
12 月	中证协对《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》进行修订，其中明确非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围	防范非公开发行公司债券业务风险
12 月	央行、发改委、证监会起草《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知(征求意见稿)》，明确要进一步建立健全跨部门联合惩戒机制	建立健全违约债券处置机制，妥善化解信用风险
12 月	交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》，指出发生违约及风险时，发行人应及时建立工作组，制定、完善违约及风险处置应急预案，并开展相关工作	保护债务融资工具持有人合法权益，指导市场参与主体债务融资工具违约及风险处置行为
12 月	央行明确银行间债券市场到期违约债券转让有关事宜，要求到期违约债券的主承销商或相关机构应当尽职履责，及时召开债券持有人会议，督促发行人按时合规履行信息披露义务	健全债券违约处置机制，保护投资人合法权益

资料来源：东方金诚根据公开资料整理

我们认为，2019 年债市发展趋势有以下几点值得关注：

(一) 加强投资者保护力度。2019 年监管机构加大了对结构化发行、逃废债等市场“乱象”的整顿力度。违约处置方面，交易商协会规定银行间债市非金融企业债务融资工具发生违约及风险时，发行人应及时建立工作组，制定、完善违约及风险处置应急预案；央行明确银行间债市到期违约债券的主承销商或相关机构应尽职履责，及时召开债券持有人会议；交易所则联合中国结算对违约债券的转让等事项作出安排，帮助投资者通过二级市场转让化解债券违约风险。信息披露方面，明确企业未按照规定履行信息披露义务，或所披露信息存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，致使债券投资者遭受损失的，应当承担赔偿责任。

(二) 督促中介机构规范尽职。为保障信用评级的独立性、客观性及公正性，交易商协会发文加强信用评级业务自律管理及利益冲突管理约束机制。同时，中证协发布《证券公司公司债券业务执业能力评价办法(试行)》，以督促承销机构归位尽责；其后，27 家证券公

司联合签署《公司债券承销机构关于构建良好生态强化职业道德的自律公约》。

(三) 债券品种创新持续推进。2019 年商业银行永续债开闸，成为银行补充资本的重要渠道，央行为此创设央行票据互换工具，以提高银行永续债流动性。数据显示，2019 年银行面临的资本金压力带动了永续债和二级资本债发行的扩容；同时，受益于政策扶持和绿色产业发展，加之到期滚续压力加大，绿色债券发行也有所放量。但在中美利差走阔、房地产企业融资监管不断收紧等因素影响下，熊猫债发行规模较上年明显收缩。

表 3 主要债券创新品种发行情况

类型	年份	发行只数	发行量 (亿元)	净融资额 (亿元)
绿色债券	2019 年	321	3153	1973
	2018 年	213	2250	1914
永续债	2019 年	479	12391	10699
	2018 年	433	5814	4796
二级资本工具	2019 年	74	6305	6305
	2018 年	74	5112	5112
熊猫债	2019 年	40	598	-50
	2018 年	57	949	648
项目收益类债券	2019 年	22	182	87
	2018 年	25	129	110
发改委专项债券	2019 年	83	524	274
	2018 年	70	543	527
创新创业公司债券	2019 年	19	54	45
	2018 年	24	87	87
扶贫专项债	2019 年	56	396	62
	2018 年	55	729	700
纾困专项债	2019 年	41	491	491
	2018 年	6	60	60
一带一路债	2019 年	8	92	85
	2018 年	14	460	460

数据来源：WIND，东方金诚

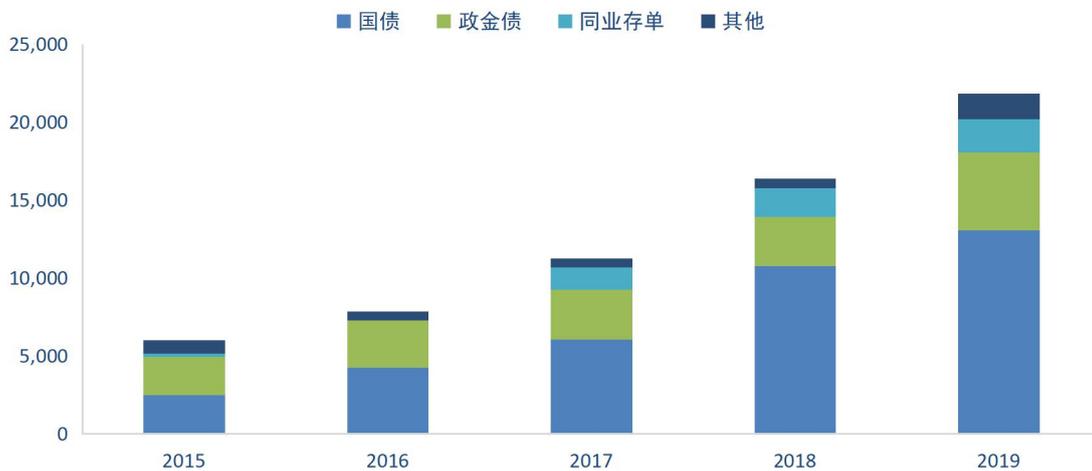
(四) 债市开放程度不断提高，外资配置力量增强。以 2017 年债券通开启为节点，我国债市开放进程逐渐加快。2019 年 9 月，外管局决定取消 QFII/RQFII 投资额度限制；12 月央行、外管局起草《境外机构投资者境内证券投资资金管理规定（征求意见稿）》，落实取消投资额度限制后，对 QFII/RQFII 境内证券投资进行资金管理和风险防范的相关要求，进

一步便利境外投资者开展境内证券投资。

与此同时，2019 年多个国际指数将我国债券纳入。2019 年 4 月，人民币计价国债及政策性银行债券开始纳入巴克莱综合指数，纳入过程将在 20 个月内分步完成，全部纳入后中国债券在该指数总市值中的占比将达到 6.03%；9 月摩根大通宣布，以人民币计价的高流动性中国政府债券将于 2020 年 2 月 28 日起被纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数系列，纳入工作将在 10 个月内分步完成。

上述背景为境外机构逐步进入中国债券市场提供了客观条件，境外机构配置力量持续增强。根据中债登及上清所发布的托管数据，截至 2019 年末，境外机构持有国内债券 2.19 万亿元，比上年末增加约 0.46 万亿元。其中，国债、政金债和同业存单占比达到约 92%（见图 7）。目前来看，境外机构风险偏好相对较低，对信用债的持仓规模还非常小，2019 年末仅为约 808 亿元。

图 7 外资在国内债市持仓逐年增加，但仍集中于利率债和同业存单（单位：亿元）



数据来源：中债登，上清所，东方金诚

2.2 2019 年信用债市场运行情况

2.2.1 一级市场：发行延续放量，结构分化依旧

（一）信用债发行整体延续回暖

2019 年货币政策维持宽松基调，信用环境边际改善，加之债券发行利率波动下行，从发行成本角度，其较之贷款和非标融资的性价比相对体现，故信用债发行延续放量。全年共发行信用债 8,910 只，发行总量 91,862 亿元，同比增长 26.3%；总偿还量 69,773 亿元，同比增长 22.4%；净融资额 22,089 亿元，同比增长 40.6%。

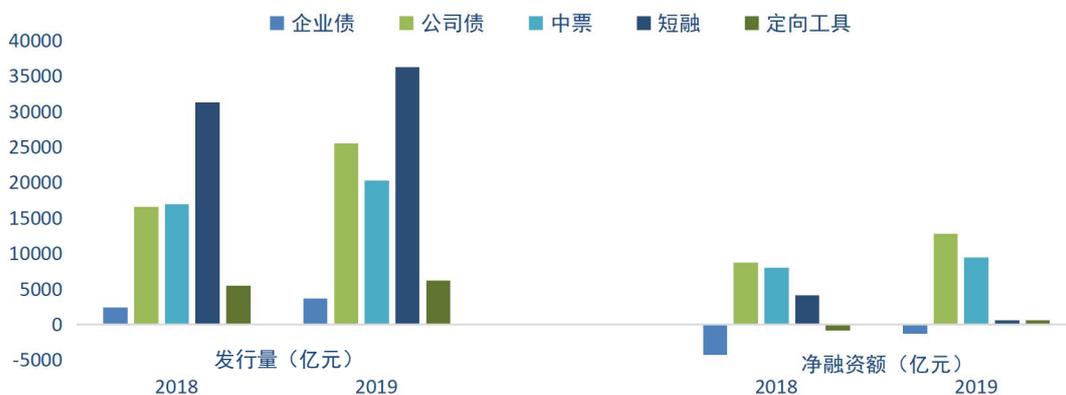
图 8 2019 年信用债发行延续回暖（单位：亿元）



数据来源：WIND，东方金诚

分券种看，2019 年信用债各券种发行量同比均有所提升。其中，公司债对增量贡献最大，除因货币政策环境宽松、基建相关企业发债需求上升、交易所发行制度不断完善外，还因公司债进入集中兑付高峰，为顺应发行人债务滚动需求，交易所对公司债审核标准有所放松。从净融资规模看，2019 年公司债、中票净融资额同比增长，定向工具净融资额实现转正，企业债净融资额依然为负，但同比明显少减，短融净融资额则大幅下降。

图 9 信用债各券种发行情况（亿元）



数据来源：WIND，东方金诚

分行业看，2019 年多数行业信用债发行量增加。各大类行业中，仅房地产、医疗保健和信息技术等行业信用债发行量与上年相比小幅下降，同时，这三个行业与日常消费行业债券发行存在净融资缺口。

表 4 分行业信用债发行情况（单位：亿元）

一级行业	二级行业	2019 年发行量	较 2018 年变动值	2019 年净融资额
工业	资本货物	34162	9659	12613
	运输	9766	2720	1892
	商业和专业服务	819	241	263
公用事业	公用事业 II	11846	2686	2858
金融	多元金融	8589	1552	3593
材料	材料 II	7698	888	644
能源	能源 II	6357	914	738
房地产	房地产 II	5243	-165	-216
可选消费	汽车与汽车零部件	1086	354	327
	零售业	871	44	-114
	消费者服务	727	219	189
	耐用消费品与服装	306	-66	-57
	媒体	275	8	16
日常消费	食品、饮料与烟草	813	17	-129
	食品与主要用品零售	262	38	-3
	家庭与个人用品	22	-9	-38
电信服务	电信服务 II	975	352	92
医疗保健	医疗保健设备与服务	512	-35	-86
	制药、生物科技与生命科学	386	-204	-226
信息技术	技术硬件与设备	565	-172	-370
	软件与服务	226	-113	-76
	半导体与半导体生产设备	100	36	-38

数据来源：WIND，东方金诚

注：行业分类采用 Wind 行业分类标准

分地区看，除山西、宁夏和香港以外，2019 年多数省份（含直辖市和特别行政区，下同）信用债发行较上年有所放量，同时，仅辽宁、海南、宁夏等个别省份净融资额为负（见表 5）。此外，2019 年信用债发行总量排名前十的省份与上年大致相同——北京、江苏、广东、上海、山东连续位居前五，四川进入前十，位列第七位，而上年排名第十的天津跌至第十一位。从增量来看，2019 年北京市信用债发行量与上年相比增量最大，在全国的占比

也由上年的 25.2%进一步提高至 25.6%。

表 5 分地区信用债发行情况（单位：亿元）

	2019 年发行量	较 2018 年变动值	2019 年净融资额
北京	23476	5236	4069
江苏	9573	2129	2423
广东	7879	1217	1806
上海	6009	948	1019
山东	5260	657	1532
浙江	5240	1302	2030
四川	2886	1102	1328
福建	2767	647	689
山西	2609	-194	574
陕西	2373	278	616
天津	2193	222	411
湖南	2105	744	843
湖北	2040	537	864
云南	1946	631	425
河南	1918	425	440
江西	1915	780	991
河北	1908	234	496
重庆	1726	528	350
安徽	1564	138	411
广西	1076	300	190
贵州	936	583	292
新疆	914	145	261
辽宁	876	87	-371
内蒙古	573	260	66
吉林	535	90	145
甘肃	455	219	170
黑龙江	300	66	79
海南	210	111	-156
青海	116	51	22
宁夏	72	-13	-53
西藏	53	53	38
中国香港	53	-417	3

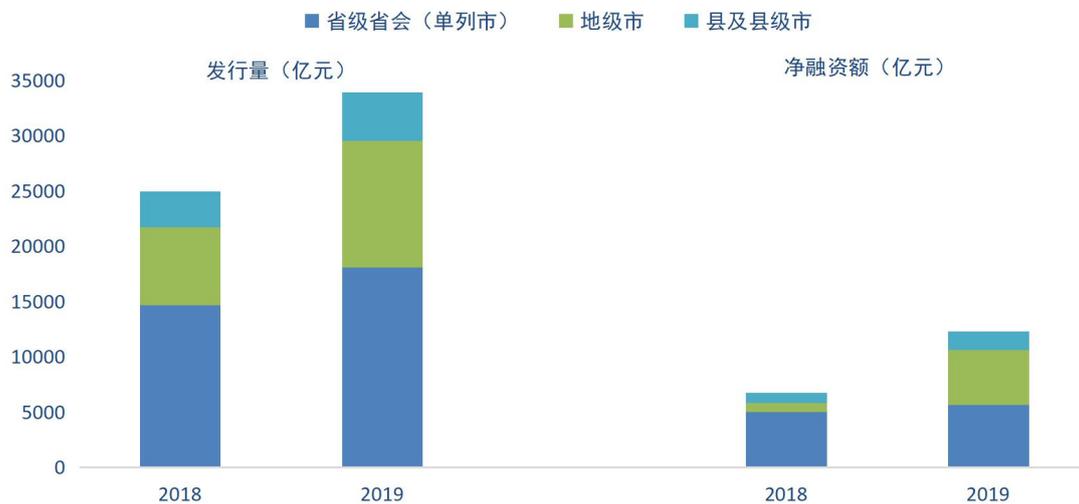
数据来源：WIND，东方金诚

2019 年信用债市场上表现最为亮眼的是城投债。Wind 口径城投债全年发行量约 3.4 万亿元，同比增长 36.0%，净融资额为 1.2 万亿元，是上年的 1.8 倍。比较而言，2019 年产业债发行量为 5.8 万亿元，同比增长 21.3%，增幅明显不及城投债，且净融资额仅较上年

增加 637 亿元至 1.0 万亿元。

究其原因，一方面，基建稳增长发力背景下，不少基建项目仍需借助城投公司承建，城投融资需求相应提升；另一方面，2018 年下半年以来，稳定基建投资和满足平台合理融资需求的相关政策信号令城投信仰得到修复，2019 年多地针对地方政府隐性债务化解出台系列措施，进一步缓解城投再融资压力，带动市场对城投债的利好情绪升温。由此，城投债券发行需求和投资者认购热情共同提升，推动城投债发行显著回温，特别是地级市、县及县级市城投融资有较大幅度改善。

图 10 2019 年不同级别城投债发行均明显放量



数据来源：WIND，东方金诚

(二) 发行主体资质下沉主要依靠低等级城投债，民企债发行未见起色

由于利率债和高等级信用债收益率已降至较低水平，2019 年投资者开始采取“信用下沉”策略，传导至一级发行市场，信用债发行主体资质亦有所下沉。全年 AA 级主体信用债发行量为 1.2 万亿元，同比增长 66.8%，占同期信用债发行量的比重为 13.1%，较上年高出 3.2 个百分点，但仍大幅低于此前 20%-30% 的占比水平。同时，AA 级主体信用债净融资规模为 2,497 亿元，较上年增加 4,674 亿元。

图 11 2019 年信用债发行主体资质开始下沉



数据来源：WIND，东方金诚

不过，由于投资者风险偏好依然较低，信用下沉谨慎，故低等级信用债发行回暖主要依靠低等级城投债。2019 年包含城投在内的地方国企信用债发行明显提速——全年 AA 级地方国企发行量占同期所有 AA 级主体发行量的比重为 93.7%；净融资额达到 4,114 亿元，这也意味着其他性质 AA 级主体债券净融资额整体依然为负。

图 12 2019 年低等级债券发行回暖主要依靠地方国企



数据来源：WIND，东方金诚

2019 年民企债发行仍未见起色。全年民企信用债发行量同比下降 29.2%，占同期信用债发行量的比重从上年的 7.7% 降至 4.3%；净融资额缺口从上年的 1,074 亿元扩大至 2,860 亿元。这主要源于民企债券违约依然多发且财务造假等负面事件频发，导致投资者对民企债存在规避情绪。当然，在政策引导下，银行体系加大对民企信贷支持力度²，对债券融资产

² 在监管层出台多项政策引导信贷资金流向小微企业和民营企业的背景下，2019 年以来银行体系加大对民

生一定替代作用，叠加经济下行时期部分民企主动控杠杆，也在一定程度上解释了民企债发行的缩量。

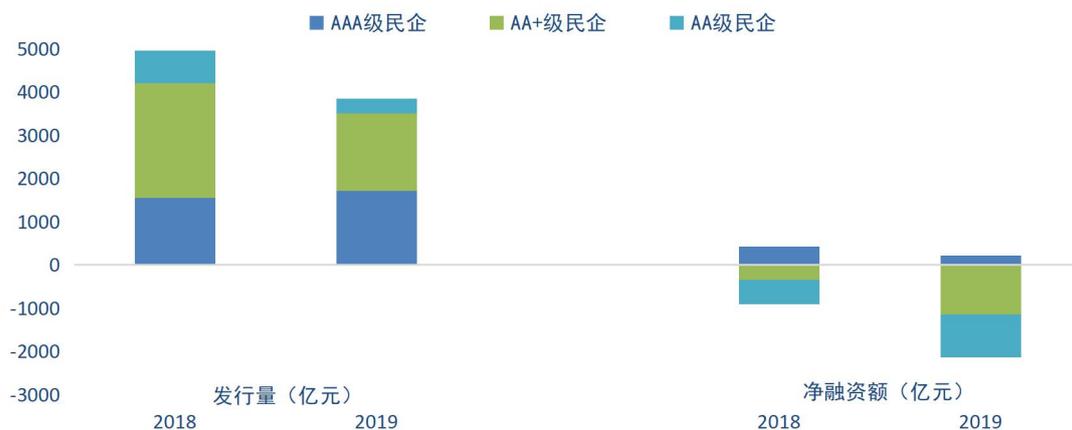
图 13 2019 年民企债发行占比仍处持续下滑过程



数据来源：WIND，东方金诚

另一方面，民企债内部同样存在分化。2019 年 AAA 级民企债券发行量高于上年，且净融资额为正，显示高等级龙头民企债券融资相对顺畅，但 AA+ 级及以下级别民企债券发行继续缩量，净融资额持续为负。除因违约集中于低等级民企，市场风险偏好较低外，也反映出前期民企纾困政策效果主要集中在行业龙头等经营良好但出现暂时资金紧张的企业，弱资质主体难以直接受益。

图 14 2019 年不同等级民企债发行亦呈现分化特征



数据来源：WIND，东方金诚

营企业信贷支持力度。从五大行半年报来看，2019 年 6 月末，工商银行民营企业贷款余额较上年末增加 1,340 亿元，超过 2018 年全年增量 1,137 亿元；农业银行民营企业贷款余额较上年末增加 1,562 亿元；建设银行民营企业贷款余额较上年末增加 2,025 亿元；中国银行普惠型小微企业贷款余额比上年末增长 27.07%，高于全行贷款增速；交通银行民营企业贷款余额增长 5.95%，高于全行贷款平均增速。

(三) 发行期限有所拉长

从信用债发行期限结构来看，2019 年 3 年以内的中短期债券发行占比低于上年，而 5 年期债券发行占比有所上升。反映到平均发行期限上，2019 年信用债加权平均发行期限在 2.8 年左右波动，与 2018 年相比有所拉长，一定程度上反映了风险情绪的改善。但需说明的是，2019 年信用债发行期限仍然集中在 3 年以内，5 年期以上的长期债券发行占比合计仅为 4.7%，一方面与资管新规净值转型限制了市场对于长期债券的配置需求有关，另一方面也反映了市场对长期信用基本面的预期依然谨慎。

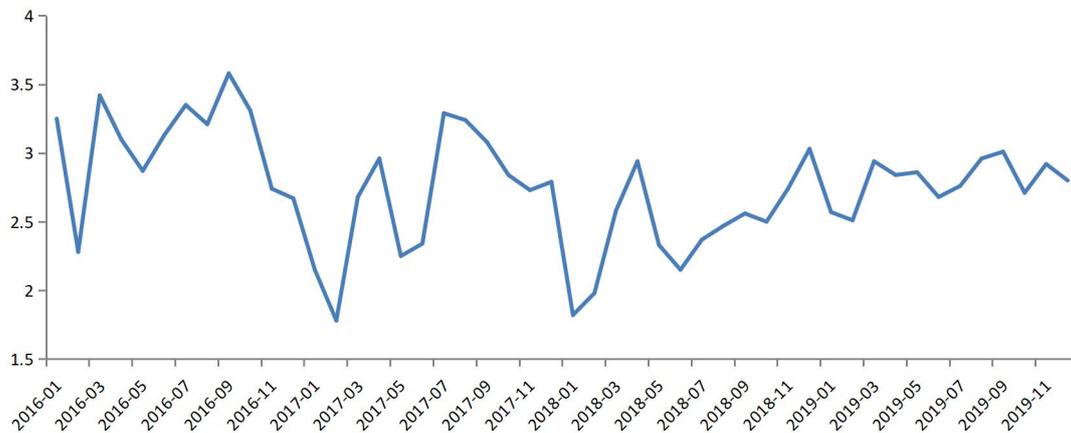
表 6 各期限信用债发行量占比（单位：%）

	2019 年	2018 年
≤1 年	40.10	43.92
(1 年, 3 年]	27.91	31.44
(3 年, 5 年]	27.30	20.21
>5 年	4.68	4.46

数据来源：WIND，东方金诚

注：按最长期限统计，如“3+2”债券期限记为 5 年期

图 15 信用债加权平均发行期限（单位：年）

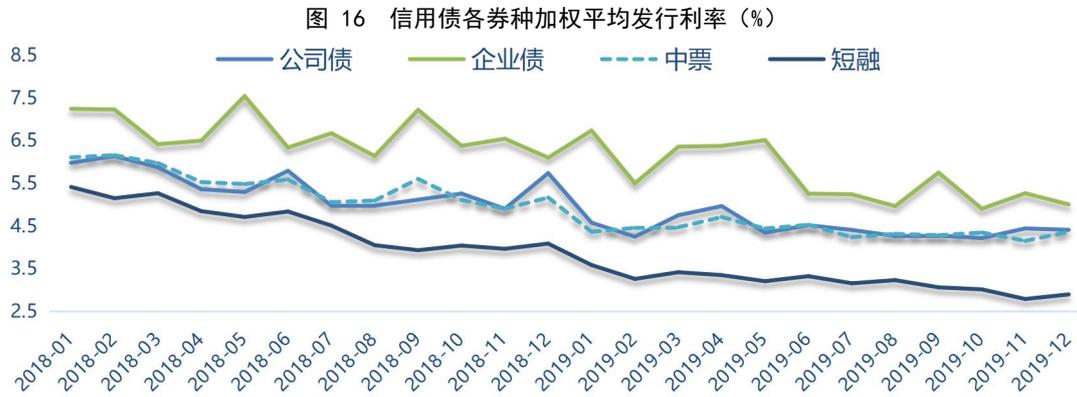


数据来源：WIND，东方金诚

(四) 发行利率整体呈现下行走势

2019 年资金利率波动中枢进一步下移，带动信用债一级发行利率震荡走低。根据我们计算，全年企业债、公司债、中票、短融加权平均发行利率分别为 5.61%、5.24%、4.39% 和 3.20%，较上年均值分别下行 85.8BP、64.5BP、101.7BP 和 134.7BP；其中，与上年

12 月相比，12 月企业债、公司债、中票、短融加权平均发行利率下行 109.6BP、133.0BP、78.8BP 和 118.5BP。尤其考虑到 2019 年信用债发行主体资质下沉且期限有所拉长，加权平均发行利率的下行更加体现了发行成本的下降。



数据来源：WIND，东方金诚

从不同性质企业来看，2019 年各等级国企和民企信用债加权平均发行利率与上年相比均有较大幅度下行。其中，央企和地方国企发行利率随等级下降而逐步提升，且等级越高发行利率与上年相比下行幅度越大，表明等级间发行成本分化有所加大。另一方面，民企发行利率明显高于国企，且等级间区分度进一步抹平。我们统计了 2019 年不同等级民企债券发行的加权平均期限，AAA 级民企为 2.8 年，AA+ 级为 2.2 年，AA 级为 2.9 年，表明期限不是造成发行成本在等级间无差别的原因。我们认为可能的原因是，近两年中低等级民企发债难度不断加大，不少弱资质民企退出债券市场造成的幸存者偏差效应。

表 7 不同性质主体信用债加权平均发行利率

	AAA		AA+		AA	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
央企	4.26%	3.24%	5.53%	4.36%	5.74%	5.07%
地方国企	4.91%	3.83%	5.87%	4.91%	6.89%	6.25%
民营企业	6.70%	6.05%	6.78%	6.03%	6.74%	6.02%

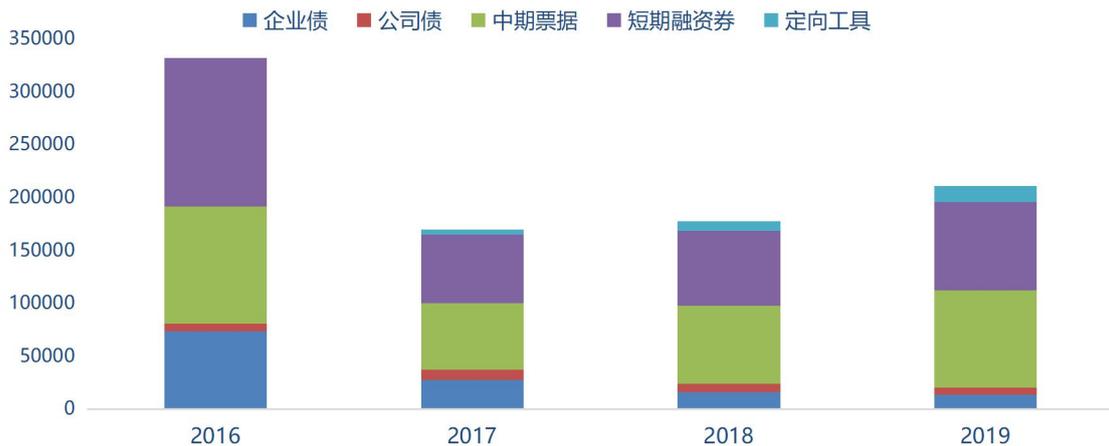
数据来源：WIND，东方金诚

2.2.2 二级市场：现券成交回暖，收益率震荡下行，利差整体收窄

(一) 二级市场现券成交回暖

2019 年债券成交活跃度提升，二级市场同样呈现回暖态势。全年信用债现券成交额 21.1 万亿元，较上年增加 3.3 万亿元。从信用债各券种来看，2019 年成交情况有所分化。全年企业债和公司债现券成交额较上年分别减少 2,217 亿元和 1,485 亿元，而银行间债券市场的中票、短融和定向工具现券成交额分别增加 1.8 万亿元、1.3 万亿元和 5,839 亿元。

图 17 信用债主要券种现券成交额（亿元）

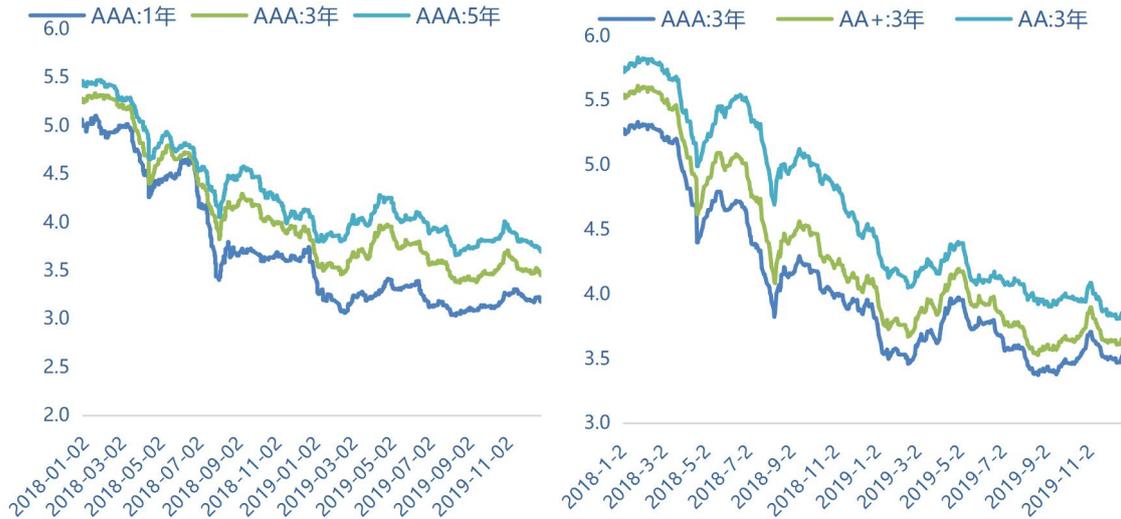


数据来源：WIND，东方金诚

（二）到期收益率震荡下行

2019 年信用债收益率跟随利率债震荡走低，并且牛市行情更为明确。以中短期票据为例，从不同期限来看，年末 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 级中短期票据到期收益率较上年末分别下行 41.2BP、38.2BP 和 34.3BP，短端下行幅度更大。而从不同信用等级来看，年末 AAA 级、AA+级、AA 级 3 年期中短期票据到期收益率较上年末分别下行 38.2BP、50.2BP 和 65.2BP，低等级收益率下行幅度大于高等级，印证市场风险偏好的边际修复。

图 18 各期限、各等级中短期票据到期收益率走势（%）



数据来源：WIND，东方金诚

(三) 信用利差整体收窄

受益于“宽信用”措施和风险偏好的边际回升，以及资产荒背景下，投资者对高收益安全资产的需求推动市场对城投债的偏好升温，2019 年信用债市场表现好于利率债，利差整体收窄——年末 AAA 级、AA+ 级和 AA 级 3 年期中短期票据利差与上年末相比分别下行 5.5BP、17.5BP 和 32.5BP。需要说明的是，民企违约多发是 2018 年信用利差大幅走阔的重要原因，2019 年民企违约虽仍不断，但市场对违约事件的反应已经钝化，一般的违约已不会对整个市场的利差走势产生明显冲击。

表 8 各等级、各期限中短期票据信用利差水平（BP）

AAA	1Y	3Y	5Y	AA+	1Y	3Y	5Y	AA	1Y	3Y	5Y
最低值	3.9	11.7	12.6	最低值	31.9	34.4	33.6	最低值	55.9	42.7	50.6
1/4 分位	46.5	43.2	43.9	1/4 数	71.3	70.1	79.4	1/4 数	93.9	106.0	128.0
中位数	58.7	53.4	56.3	中位数	84.3	87.8	102.0	中位数	111.6	128.2	151.3
3/4 分位	72.7	71.5	84.3	3/4 数	102.4	108.3	129.2	3/4 数	133.0	148.2	170.2
最高值	178.5	168.6	165.5	最高值	244.5	258.3	241.7	最高值	296.2	296.1	299.0
当前值	67.9	51.6	34.0	当前值	77.9	63.6	64.0	当前值	88.9	87.6	105.0
当前分位	67.4%	45.3%	9.4%	当前分位	37.1%	15.3%	9.4%	当前分位	20.9%	12.0%	13.3%

数据来源：WIND，东方金诚；注：当前值为 2019 年末值

从全年利差走势来看，前 5 个月信用债利差整体改善，且低等级债券利差下行幅度更大，等级间信用分化缓和；但 5 月底包商银行事件发生后，市场风险偏好下降，利差走势

反转。随后，中高等级品种利差较快回落，6月中旬以来即有明显收窄，而低等级利差修复较慢，7月底才开始恢复下行。9月后，利率债市场经历一波回调，高等级信用债收益率随之上行，利差有所扩大，但低等级利差仍处震荡下行过程。11月以来，“宽货币”势头再现提振债市情绪，信用债收益率随利率债走低，但幅度不及利率债，各等级信用利差被动走阔。

图 19 各等级 3 年期中短期票据利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

(四) 等级利差明显修复

2019 年信用债等级利差明显修复——年末 1 年期、3 年期、5 年期 AA 与 AAA 级中短期票据利差较上年末分别下行 33BP、27BP 和 27BP，与低等级债券利差下行幅度更大相印证。但低等级债券利差也存在结构性分化，国债、城投债利差下行带动整体利差收窄，而民企债等级利差分化依然明显。此外，如图 20 所示，主要受投资者风险情绪变化以及对信用债投资策略切换等因素影响，年内等级利差走势可划分为三个阶段。

第一阶段：1-5 月宽信用政策效果释放，违约风险边际缓和，市场风险偏好回升，投资者下沉资质，等级利差收窄趋势明显。其中，短久期品种等级利差收窄幅度较大，长久期品种收窄幅度较小，反映市场对低等级主体信用风险的长期观点依然谨慎。

第二阶段：包商银行事件发生后，市场风险偏好下降，6 月以来信用利差整体走阔，等

级利差大幅上行，且中短久期品种分化更为明显，长端受影响不大。可以观察到，1 年期品种等级利差的上行过程持续至 7 月中上旬，3 年期品种等级利差则上行至 8 月中上旬。

第三阶段：7 月中下旬以来，市场情绪在政策呵护下有所好转，加之高等级信用债收益率较低，投资者通过下沉资质来增厚收益，因此，信用债等级利差在前期大幅上行基础上开始回落。8 月下旬以来，高等级信用债受利率债市场下跌影响较大，同时隐性债务化解的推进提升城投债安全边际，提振市场对低等级城投债利好情绪，信用债等级利差大幅收窄。



数据来源：WIND，东方金诚

（五）期限利差走出“M”型走势，全年来看有所走阔

2019 年信用债期限利差走势一波三折，反映了投资者对信用债投资策略切换以及无风险债券收益率曲线形变的影响。具体来看，年初至 4 月中旬，在控制久期的前提下适当下沉资质成为主流投资策略，信用债期限利差走阔；4 月下旬起，避险情绪和宽松预期升温带动长端利率向下调整，同时市场投资策略转向“高等级+长久期”，信用债期限利差大幅收窄；8 至 10 月，无风险收益率曲线现熊陡形变，加之投资者再度转向“低等级+短久期”策略，信用债期限利差相应走阔；进入 11 月，长端利率上行压力缓解，收益率曲线平坦化下行，期限利差收窄；11 月下旬以来，信用债期限利差呈现窄幅震荡走势。

整体来看，在信用风险事件仍然频发的情况下，投资者对更高流动性的要求使其更加倾

向短久期债券，加之资管新规净值转型限制了市场对长期限债券的配置需求，2019 年信用债期限利差略有走阔。年末 AAA 级、AA+级和 AA 级中短期票据 3Y-1Y 利差较上年末上行 3.0BP、4.0BP 和 9.0BP；5Y-1Y 利差较上年末上行 6.9BP、19.9BP 和 12.9BP。

图 21 各等级中短期票据期限利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

(六) 城投债和产业债利差均有所收窄，在中低等级上，市场对城投债偏好明显

2019 年产业债利差整体收敛，且等级利差有所改善。年末 AAA 级、AA+级和 AA 级产业债利差较上年末分别下行 19.9BP、12.3BP 和 25.2BP。由此，AA 级和 AAA 级等级利差收窄 5.4BP，但仍处在 240BP 左右的高位，等级分化压力依然明显。

图 22 不同等级产业债利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

从产业债各细分行业来看，除农林牧渔、家电和计算机等个别行业外，2019 年各细分行业利差多数收窄。年末利差最高的 5 个行业分别是轻工制造、纺织服装、农林牧渔、家用电器和电气设备，多为民营小微企业占比较高的竞争性行业；年内利差下降幅度较大的行业包括机场、航空运输、电子、商业贸易、化工、医药生物和港口等。

表 9 产业债各细分行业利差及变动幅度（BP）

行业	2019 年末	较上年末变动	行业	2019 年末	较上年末变动
轻工制造	477.3	13.4	有色金属	95.1	-45.8
纺织服装	362.9	-21.5	综合	94.2	-29.5
农林牧渔	297.8	61.7	食品饮料	88.9	-24.0
家用电器	243.4	63.9	机械设备	88.8	-20.6
电气设备	211.6	4.4	采掘	86.7	-28.0
通用机械	196.5	-7.4	专用设备	84.1	-16.2
计算机	179.6	-13.7	建筑材料	83.4	-38.7
化工	164.7	-66.3	水泥制造	82.0	-33.5
电子	162.8	-132.4	港口	78.8	-59.5
医药生物	158.5	-63.4	汽车	73.2	-28.3
商业贸易	153.6	-72.8	高速公路	70.9	-5.8
房地产	152.9	-3.9	交通运输	68.0	-11.9
通信	123.5	-38.7	航空运输	67.8	-136.8
煤炭开采	114.8	-27.9	公用事业	66.3	-9.7
建筑装饰	104.3	-26.4	电力	65.9	-9.3
传媒	101.1	-18.7	非银金融	61.4	-23.8
休闲服务	96.3	-19.1	机场	57.5	-259.0
钢铁	95.7	-28.2	国防军工	54.7	-28.8
航运	95.1	10.9	铁路运输	42.8	-13.8

数据来源：WIND，东方金

2019 年产业债中，国企与地方国企、央企之间的分化进一步加大。年末民企和地方国企之间的利差为 192.1BP，较上年末扩大 27.3BP；民企和央企之间的利差为 234.2BP，扩大 8.2BP。可以看出，违约多发背景下，政策支持力度加大未能重塑市场对民企信心，这也与一级市场民企债发行占比持续下滑、净融资缺口进一步扩大相印证。

图 23 不同性质产业债利差走势（BP）



数据来源：WIND，东方金诚

城投债方面，2019 年基建稳增长需求进一步上升，专项债政策开始发力。同时，各地陆续出台隐性债务化解方案，通过隐性债务化解“以时间换空间”，平滑风险暴露，有利于在短期内改善城投再融资能力。此外，尽管城投非标违约多发，且出现城投私募债技术性违约事件，但城投公募债刚兑“金身”仍未打破。在此背景下，城投债信用利差继续收窄，年末 AAA 级、AA+ 级、AA 级利差较上年末分别下行 13.8BP、21.9BP 和 20.3BP，AA 级与 AAA 级等级利差则较上年末收窄 6.5BP。

表 10 化债方式及主要举措汇总

化债方式	主要举措
财政预算	依靠土地出让收入、盘活存量资金、压缩财政支出等
债务重组	债务置换、债务展期、债转股等
资产变现	拍卖资产，以拍卖所得偿还债务；直接利用闲置资产抵债；国企混改等
项目运营	利用项目收益偿还债务
转企业债务	将具备现金流的收益性项目划转至平台，同时剥离政府性债务，使平台转型为企业
破产清算	-

资料来源：根据网络资料整理

从城投债相对产业债的利差来看，2019 年末 AAA 级城投债利差比 AAA 级产业债高出 17.0BP，比上年末扩大 6.0BP。但 AA+ 级和 AA 级城投债利差比相同等级产业债利差分别低 141.6BP 和 57.0BP，上年末为低 132.0BP 和 62.0BP，显示在中低信用等级上，相较产业债，市场对城投债的偏好稳固。

图 24 各等级城投债利差-产业债利差 (BP)



数据来源：Wind，东方金诚

2.3 2019 年信用债违约及级别调整情况

2.3.1 信用债违约情况

(一) 违约仍处高发状态，且违约形式多样化

2019 年融资条件的分化特征仍然明显，处于融资链条末端的民营企业融资环境改善有限，加之经济下行压力加大，企业经营难度提升，盈利情况恶化，部分企业资金链仍紧，导致债券违约继续多发。2019 年共有 136 只公募债发生实质性违约，比上年增加 2 只；违约债券余额 1,186 亿元，同比下降 9.8%；新增违约主体 26 家³，比上年减少 5 家。与 2018 年债券违约集中于下半年不同，2019 年债券违约分布较为均匀，违约相对高发的 3 月和 9 月均为年内信用债到期高峰。

图 25 2019 年信用债违约仍处高发状态



数据来源：Wind，东方金诚；注：不含私募债和定向工具；不含技术性违约

³ 含 13 云中小债（集合企业债）发行人，此处记为 1 家。

需要说明的是，上述统计数据并不包含技术性违约、本息展期、场外兑付、要求撤销回售等不构成实质性违约，但会引发市场对发行人担忧情绪的情形，2019 年以来这种情形正在增多——据统计，2019 年共有 33 只债券发生本息展期，发生场外兑付或要求持有人撤销回售的企业有 13 家，且多家主体同时涉及场外兑付和撤销回售，如天房集团（“16 天房 02”）、海南航空（“16 海空 01”）、金洲慈航（“17 金洲 01”）、河南盛润（“16 盛润债”）以及天广中茂（“16 天广 01”）等。这些情形会影响相关发行人的后续再融资，并有可能最终演变为实质性违约。

（二）违约仍高度集中于弱资质民企，但地方国企和中高等级主体违约数量增多

2019 年新增公募债违约主体中，民企⁴占比 69.0%，低于上年的 83.9%。据东方金诚测算，2019 年非公有制企业边际违约率为 3.05%，低于上年的 3.29%，但仍处历史高位，且远高于国企边际违约率（0.13%）。除企业盈利下滑、外部融资不畅、债务管理能力弱、股权质押风险等因素导致违约外，违约民企多存在公司治理不当、经营风格激进等问题，同时财务造假、实控人风险事件等也引起广泛关注。国企方面，2019 年新增 1 家公募债违约央企，比上年少 1 家；但新增 3 家地方国企，比上年多 2 家。整体上，国企占比 15.4%，高于上年的 9.7%。此外，新增公募债违约主体中，有 10 家上市公司，比上年少 1 家，占比则由上年的 35.5%提高至 38.5%。

表 11 2019 年新增公募债券违约主体列表

企业名称	发行时主体评级	企业性质	是否上市公司	省份	所属 Wind 行业
河南众品食品股份有限公司	AA	民营企业	否	河南	食品加工与肉类
康得新复合材料集团股份有限公司	AA+	民营企业	是	江苏	基础化工
河南众品食品有限公司	AA	民营企业	否	河南	食品加工与肉类
宝塔石化集团有限公司	AA	民营企业	否	宁夏	油气的炼制和销售
国购投资有限公司	AA	民营企业	否	安徽	房地产开发
东辰控股集团有限公司	AA	民营企业	否	山东	基础化工
东方金钰股份有限公司	AA	民营企业	是	湖北	服装、服饰与奢侈品

⁴ 含 13 云中小债发行人，记为 1 家。

三胞集团有限公司	AA	民营企业	否	江苏	电脑与电子产品零售
山东胜通集团股份有限公司	AA+	民营企业	否	山东	多元化工
云南中小企业	A	民营企业	否	云南	-
中信国安集团有限公司	AA+	公众企业	否	北京	综合类行业
金洲慈航集团股份有限公司	AA	民营企业	是	黑龙江	服装、服饰与奢侈品
腾邦集团有限公司	AA	民营企业	否	广东	多领域控股
安徽配天投资集团有限公司	AA-	民营企业	否	广东	多领域控股
安徽省外经建设(集团)有限公司	AA+	民营企业	否	安徽	建筑与工程
精功集团有限公司	AA+	民营企业	否	浙江	综合类行业
沈阳机床(集团)有限责任公司	AA	地方国企	否	辽宁	工业机械
沈阳机床股份有限公司	AA	地方国企	是	辽宁	工业机械
青海盐湖工业股份有限公司	AAA	地方国企	是	青海	化肥与农用化工
广东东方锆业科技股份有限公司	AA	公众企业	是	广东	金属非金属
西王集团有限公司	AA+	民营企业	否	山东	食品加工与肉类
天广中茂股份有限公司	AA	公众企业	是	福建	建筑与工程
东旭光电科技股份有限公司	AA+	民营企业	是	河北	电子元件
甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	AA	民营企业	是	甘肃	服装、服饰与奢侈品
郴州市金贵银业股份有限公司	AA	民营企业	是	湖南	白银
北大方正集团有限公司	AAA	央企	否	北京	互联网软件与服务

资料来源：Wind，东方金诚

从违约主体级别看，违约风险正逐步向中高等级主体蔓延。2019 年新增公募债违约主体中，发行时评级为 AA 及以下级别的 17 家，占比 65.4%，低于上年的 83.9%；同时，中高等级违约主体占比从上年的 9.7%大幅提高至 34.6%，其中，AA+级违约企业有 7 家，多于上年的 2 家，AAA 级企业有北大方正和青海盐湖 2 家，而上年仅为 1 家。

图 26 2019 年中高等级主体违约渐多，符合我们对信用风险释放顺序的判断

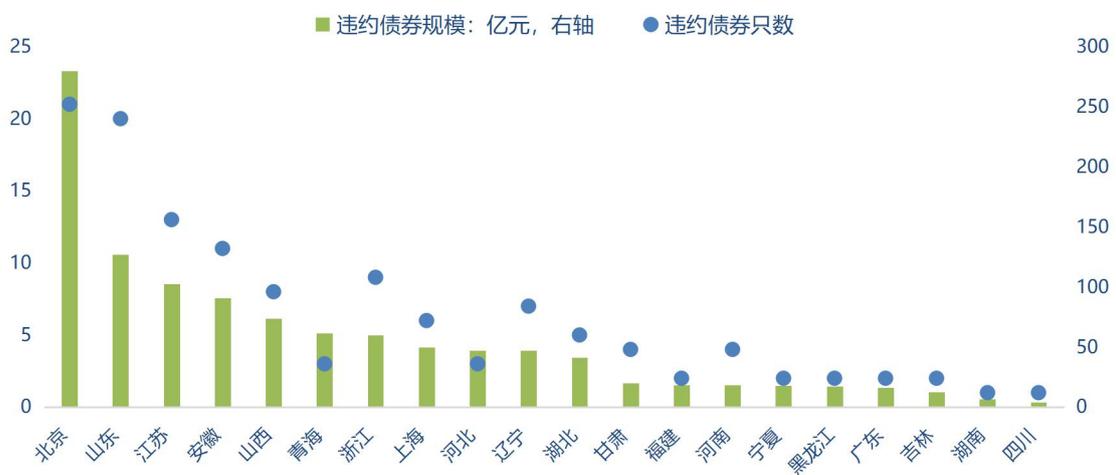


资料来源：东方金诚

(三) 违约仍处于点状分布状态，并未集中在某一地区爆发

2019 年公募债违约事件分布于 21 个省份，另有天津市仅涉及私募债违约。从违约规模看，公募债违约金额超过 100 亿的省份为北京（279.7 亿元）、山东（126.8 亿元）和江苏（102.8 亿元），均为发债大省，涉及违约主体数量分别为 7 家、5 家和 4 家，同时，根据 Wind 公开信息，江苏省还有较大规模私募债违约（违约金额为 88.6 亿元）。从违约债券只数看，过 10 只的省份为北京（21 只）、山东（20 只）、江苏（13 只）、安徽（11 只）。其中，安徽省有 11 只公募债违约，违约金额达到 90.7 亿元，但涉及违约主体仅 2 家。

图 27 2019 年各省份公募债违约数量及规模分布情况



数据来源：WIND，东方金诚

2019 年新增公募债违约主体分布于 17 个省份，除山东省有 3 家外，其余省份均为 1 家或 2 家。因此，从区域来看，信用债违约仍处于点状分布状态，并未集中在某一地区爆发。不过，我们注意到，山东省 3 家违约主体均为大型民企，该省民企较多，且企业间的互连互保现象时有发生，需警惕该类事件诱发的违约风险。

(四) 违约多分布于竞争性领域，行业间关联度不大

从公募债违约规模来看，2019 年排名前五位的行业⁵分别为综合、建筑与工程、石油与天然气的炼制和销售、食品加工与肉类、煤炭与消费用燃料。从违约只数来看，排名前五位的行业依次为综合（22 只）、食品加工与肉类（13 只）、建筑与工程（10 只）、多元化工（9

⁵ 行业分类采用 Wind 行业分类标准。

只)、煤炭与消费用燃料和基础化工 (均为 8 只)。

2019 年发生公募债违约的行业中, 有四成为此前违约企业的存续债违约, 无新增违约主体, 其他行业多数有 1 家或 2 家新增违约主体, 仅食品加工与肉类及服装、服饰与奢侈品两个行业有 3 家新增违约主体。整体上看, 2019 年信用债违约多分布于竞争性领域, 行业间关联度不大, 不存在突出的系统性行业风险。

表 12 2019 年各行业公募债券违约数量及规模分布情况

行业	违约债券只数	违约债券余额 (亿元)	新增违约主体个数
综合类行业	22	199.1	2
建筑与工程	10	154.8	2
石油与天然气的炼制和销售	5	78.0	1
食品加工与肉类	13	74.6	3
煤炭与消费用燃料	8	74.0	0
化肥与农用化工	3	61.7	1
多元化工	9	59.0	1
基础化工	8	56.8	2
电子元件	3	47.0	1
机动车零配件与设备	5	45.0	0
售货目录零售	5	44.2	0
电脑与电子产品零售	7	37.8	1
多领域控股	4	32.6	2
房地产开发	7	31.9	1
工业机械	4	29.0	2
服装、服饰与奢侈品	4	24.2	3
环境与设施服务	2	22.5	0
互联网软件与服务	1	20.0	1
新能源发电业者	3	16.0	0
调查和咨询服务	2	15.0	0
多元资本市场	2	12.2	0
综合货品商店	2	8.0	0
铝	1	7.4	0
白银	1	6.9	1
燃气	1	5.2	0
广告	1	4.0	0
金属非金属	1	1.0	1

数据来源: WIND, 东方金诚

2.3.2 信用债级别调整情况

2019 年我国发债主体级别下调 83 次，上调 149 次，由此，全年下调/上调次数比为 55.7%，为历史新高。该比率在 2014 年之前的多数年份皆为个位数，2014 年后提高至两位数，且呈现波动上升特征。特别是在 2016 年突破 40%，2019 年再创新高，与同期债券违约多发态势相一致，这符合违约率与下调/上调比率正相关的国际经验规律。

表 13 发债信用债主体级别调整统计

年份	下调次数	上调次数	下调/上调
2008	4	75	5.3%
2009	2	143	1.4%
2010	1	183	0.5%
2011	3	163	1.8%
2012	15	201	7.5%
2013	51	217	23.5%
2014	54	200	27.0%
2015	99	324	30.6%
2016	149	311	47.9%
2017	106	543	19.5%
2018	127	334	38.0%
2019	83	149	55.7%

数据来源：WIND，东方金诚

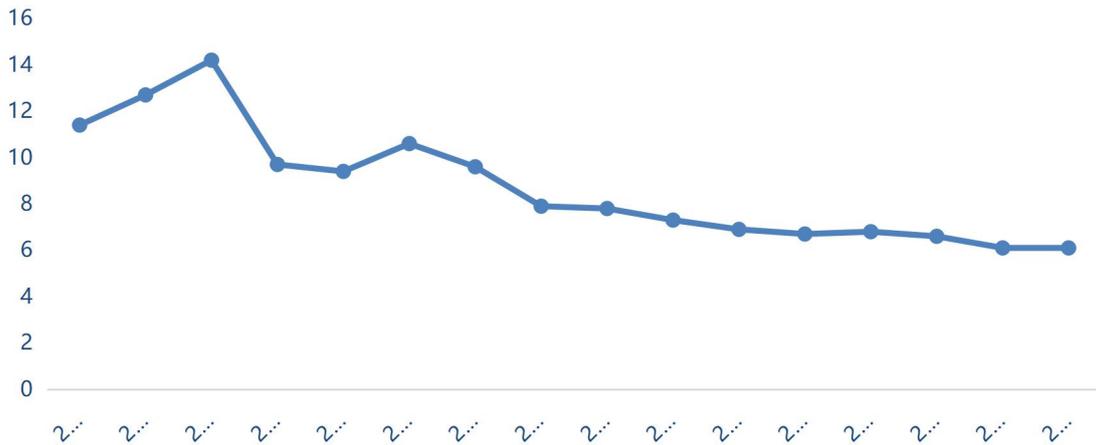
三、2020 年信用债市场展望

3.1 2020 年信用债市场运行环境展望

(一) 预计 2020 年 GDP 增速将为 6.0%至 6.1%

在“十年 GDP 翻一番”目标下，2020 年逆周期调节力度有望加强，以对冲中美经贸摩擦等外部逆风可能带来的下行风险，同时，在经历 2019 年经济增速的较快下滑后，低基数效应也将对 2020 年同比经济增长提供一定支撑。其中，作为稳增长主要发力点的基建投资增速有望回升，但本轮基建发力意在托底而非刺激，经济增长缺少向上动能，预计 2020 年 GDP 增速将为 6.0%-6.1%，与 2019 年基本持平，这也意味着利率不存在持续、大幅上行的风险。

图 28 实际 GDP 增速及预测 (%)



数据来源：WIND，东方金诚；注：F 为东方金诚预测值

从“三驾马车”来看，2020 年消费对经济增长的拉动力将保持稳定，而在我国商品海外需求难现明显增长，且国内逆周期调节发力有望带动进口降幅趋缓的预期下，净出口对经济增长的贡献率将从 2019 年全年的 0.7% 降至 0.2% 左右，由此产生的 0.5 个百分点的缺口将主要由投资拉动率上升弥补。

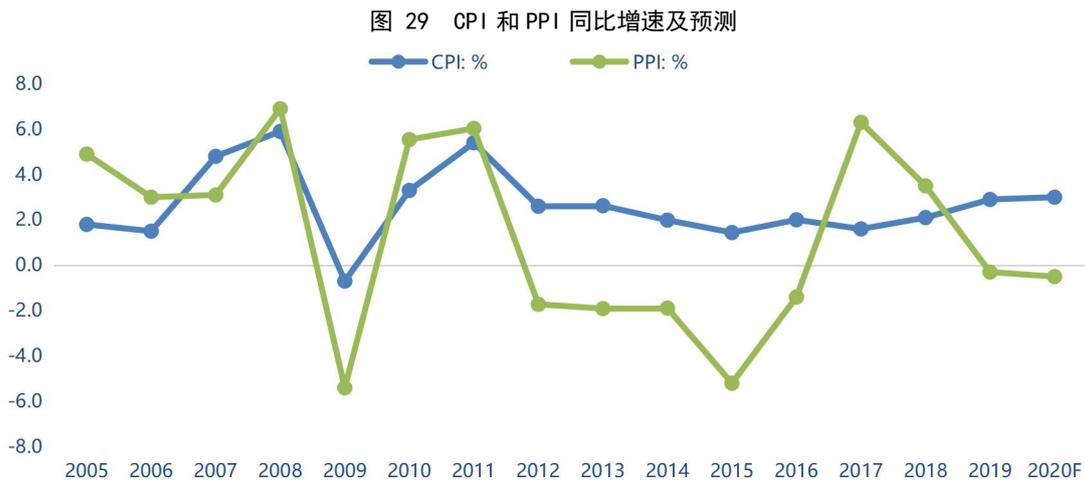
具体到三大类投资，随着专项债额度提前下发，专项债和基建项目资本金新规等政策效果逐步释放，2020 年基建投资将明显加速；制造业投资将呈现弱企稳状态，但考虑到本轮去库存周期接近尾声，以及上年基数分布，2020 年制造业投资增速有可能“前低后高”。房地产投资方面，2020 年房企融资环境难以显著放松，但在“房住不炒”原则下，房地产调控将进一步突出“一城一策”、双向调控特征，力度加码的可能性不大；同时，降息周期已经启动，主要针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价也开始跟随政策利率下调，这将对房地产销售和增长起到支撑作用。由此，预计 2020 年房地产投资仍将保持较强韧性。

(二) 宏观经济不存在明显的通胀和通缩风险

2019 年 CPI 走高主要源于猪肉供应的短期约束，不同于因货币超发或宏观经济整体供不应求带来的 CPI 趋势性走高，持续时间很可能不会超过 1 年。当前猪瘟疫情已进入稳定期，2019 年 10 月能繁母猪存栏环比增加了 0.6%，为 4 月以来首次出现增长，意味着全国

生猪产能下滑已基本见底。我们判断，“两节”前后猪肉价格还有冲高潜力，本轮 CPI 高点或将在 2020 年 1 月；二季度之后，伴随猪肉供应恢复，物价基数抬高，CPI 同比将明显回落。由此，预计 2020 年 CPI 走势“前高后低”，全年同比涨幅仍有望控制在 3.0% 左右。

值得一提的是，目前市场对于猪肉价格上涨引发的 CPI 通胀预期已充分消化，后期通胀可能给债市造成的冲击将主要集中于 PPI 的超预期上行。我们判断，考虑到总需求及国际大宗商品价格走势，2020 年 PPI 大幅走强的动力不足，而在低基数以及政策对冲加码背景下，PPI 持续、明显通缩的概率也不大，走势则将与 CPI 相反，呈“前低后高”状态。整体上看，尽管 2020 年上半年之前 CPI 上行压力较大，但并不表明未来一段时间经济会面临明显的通胀风险，对央行货币政策宽松的掣肘作用也不必过分高估。



数据来源：WIND，东方金诚；注：F 为东方金诚预测值

（三）宏观政策逆周期调节力度将会加大，宽信用政策将持续加力

2019 年 11 月 5 日央行下调 MLF 操作利率 5 个基点，标志着本轮政策性降息过程正式启动，也意味着未来结构性通胀对央行货币政策宽松的掣肘作用不必过分高估。回顾政策利率调整历史，鲜见 1 次下调后即止步的情况，往往表现为一个连续多次的调整过程。我们预计，2020 年 MLF 操作利率有望下调 4 次、共 40 个基点左右。这将带动 1 年期 LPR 走出更大幅度下行轨迹，从而切实降低实体经济融资成本，为基建和制造业投资提供支撑。在

主要针对居民房贷的 5 年期以上 LPR 方面，预计其也将保持下行态势，但下行幅度或逊于 1 年期 LPR，从而体现“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

表 14 2020 年货币政策逆周期调节力度将有所加大

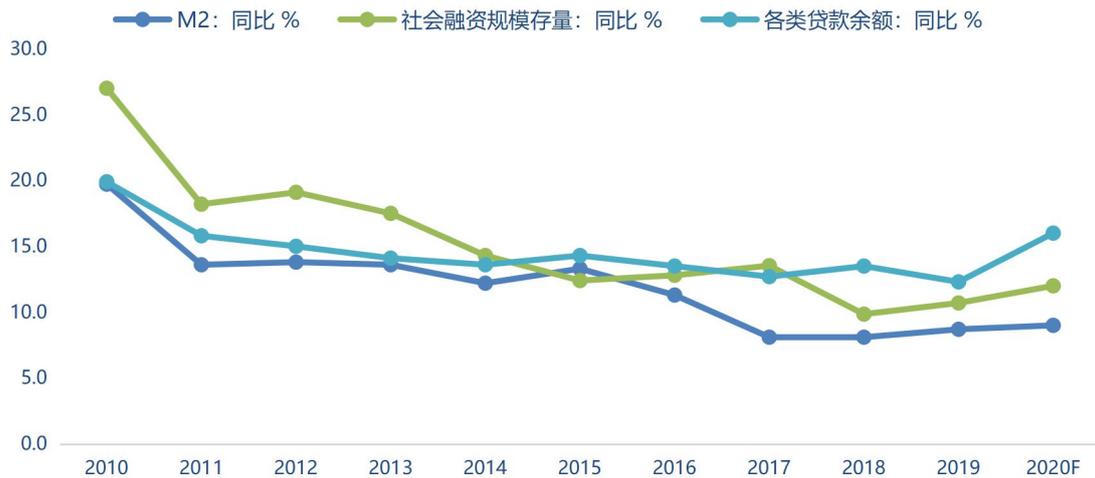
	2020 年	2019 年
下调政策利率 (MLF 利率、OMO 利率)	4 次，40 个基点	1 次，5 个基点
普遍降准	2-3 次，1.5 至 2.0 个百分点	2 次，1.5 个百分点

数据来源：WIND，东方金诚

不过，考虑到 2020 年上半年“猪通胀”还将带动 CPI 处于高位，加之稳定房价、稳定宏观杠杆率以及防控系统性金融风险等在货币政策目标中占有重要位置，2020 年货币政策边际宽松、政策利率调整将“小步慢行”，类似美联储三个月内连续降息三次，每次下调政策利率 25 个基点的情况不大可能出现。这将有助于保留货币政策空间，维护我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家地位，避免出现“大水漫灌”现象。

为激励商业银行同步下调 LPR 报价，提升其放贷能力，央行除了将加大公开市场操作力度外，2020 年还可能实施 2-3 次、共计 1.5 至 2.0 个百分点左右的普遍降准。此外，为支持制造业、基建领域以及民营、小微企业，定向降准、再贷款再贴现等结构性货币政策工具有望持续发力。预计在强调金融支持实体经济，以及金融严监管带来的局部信用紧缩效应进一步减弱背景下，2020 年 M2、社融及信贷增速将会出现趋势性上行，从而有别于 2019 年底徘徊的局面。

图 30 在经历 2019 年的低位徘徊后，2020 年主要金融数据增速有望加快回升

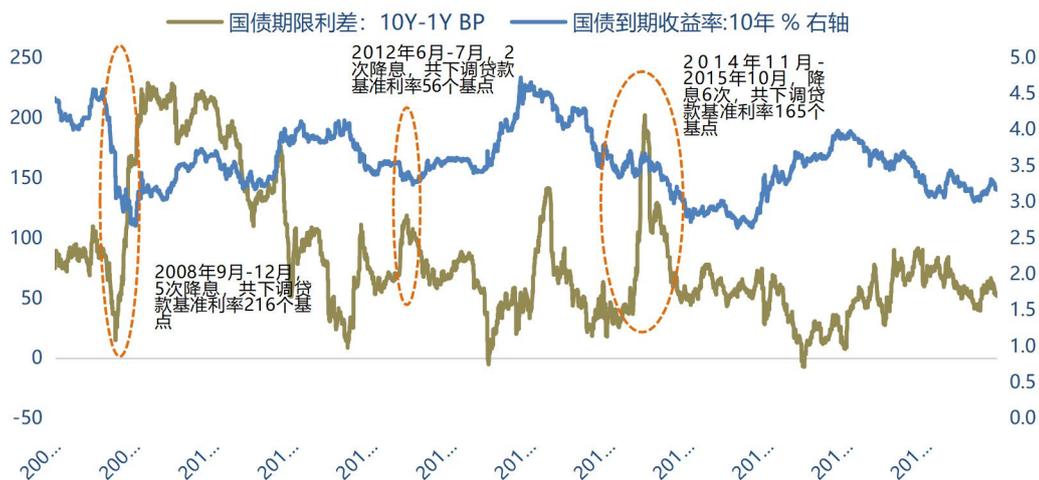


数据来源：WIND，东方金诚；注：F 为东方金诚预测值

(四) 债牛基础有望夯实，利率债市场料将震荡走强

2020 年我国经济运行面临的外部环境依旧错综复杂，净出口对经济增长的拉动率或将显著下降，基本面偏弱对债市仍有支撑。更为重要的是，在十年 GDP 翻一番目标下，国内稳增长刚性将增强，宏观政策逆周期调节力度有望进一步加大，其中，货币政策中的降息进程已经开启。回顾 2008 年以来的历次降息周期，每次都为债市打开上涨空间，且收益率曲线通常陡峭化下行。

图 31 降息周期为债市打开上涨空间



数据来源：WIND，东方金诚

伴随政策性降息周期开启，2020 年债市短端利率料将跟随资金利率中枢下移，并为长端下行打开空间，但长端博弈气氛仍然较浓：第一，逆周期调节加力背景下，基建投资增速

或将实现较大幅度反弹；第二，上半年 CPI 涨幅还将处于高位，货币政策宽松节奏会受到一定制约，市场预期也将起伏不定；第三，在强调金融支持实体经济以及局部信用紧缩缓解的背景下，实体经济融资将较前期好转；第四，宽财政导向下利率债供给压力上升；最后，美国大选会给中美经贸谈判注入新的不确定因素，这将放大债市波动。

预计 2020 年 10 年期国债收益率将在 2.8%-3.3% 之间波动，中枢将较 2019 年小幅下移至 3.0%-3.1%，从而打破“牛一年、平一年、熊一年”的历史经验规律。我们判断，一季度是市场对政策力度的观察期，加之通胀压力扰动，利率走势可能较为纠结；从二季度起，降息窗口期有望重启，利率下行趋势相对明确；但随着社融持续回升趋势确认，基本面企稳，货币政策加码力度边际减弱，四季度利率走势可能面临较大上行风险。

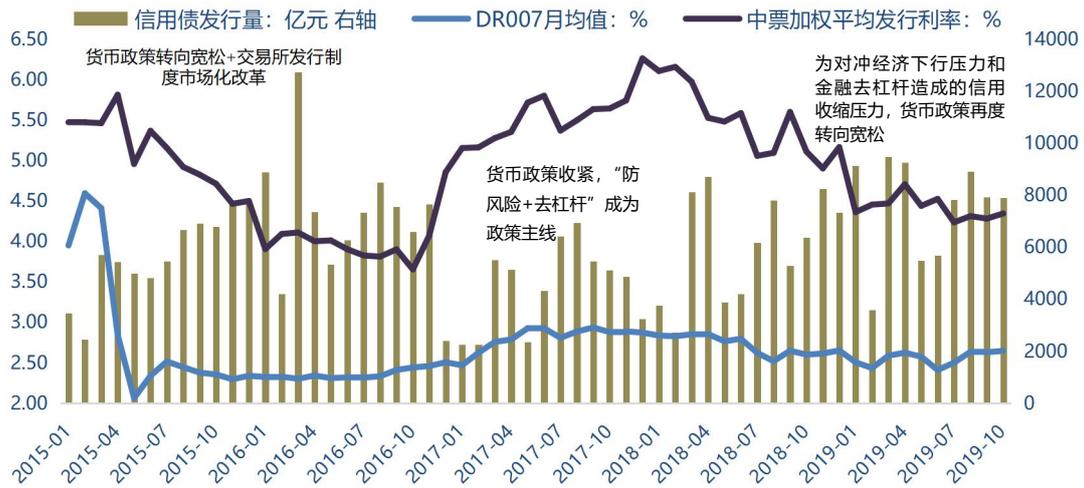
3.2 2020 年信用债市场运行展望

3.2.1 信用债发行情况展望

回顾近年信用债发行情况，在市场发展到一定规模和深度，发行监管制度难以出现大的变革的情况下，货币政策与流动性环境成为影响一级市场景气度的决定性因素。当货币政策转向宽松，流动性边际放松，债券发行量会有所增加，主要有两方面原因：一是相对于贷款利率，货币市场利率向债券发行利率的传导较为通畅，随着流动性宽松带动货币市场利率走低，债券融资成本也会下降；二是货币宽松将会提振市场情绪，二级市场利好将传导至一级市场，同时，流动性充裕也会带动债券需求走高。

展望 2020 年，货币政策易松难紧，降息周期启动将带动资金利率中枢趋于下行，预示 2020 年仍将是信用债发行“大年”，发行量和净融资额延续涨势，发行成本进一步下行。这也意味着，对于发行人来说，2020 年仍将是相对低息的发债窗口期。

图 32 货币政策与流动性环境是决定信用债一级市场景气度的关键因素



数据来源：WIND，东方金诚

主要券种中，作为 2019 年信用债市场表现最为亮眼的品种，2020 年城投债还将延续发行量较快增长局面，其背景是为稳定宏观经济运行，基建投资将进一步提速。同时，预计 2020 年新增专项债发行量将再增加 1 万亿左右，根据专项债新规，这将直接带动城投债等配套融资较快增长。

地产债方面，2020 年“偿债高峰”及“非标转标”有望继续推升房地产信用债市场需求，且因下半年到期量较大，融资政策有边际松动的可能，全年发行规模料将前低后高。但房地产监管政策难以大幅放松，房企融资仍旧承压，加之中小房企风险事件频发，行业内部分化压力难以消减。从投资者偏好来看，融资和资金回笼能力强、经营风格稳健、杠杆低的头部房企，以及土储充裕的资源型房企抗风险能力较强，债券发行将相对顺畅。

产业债方面，2020 年产业债发行将延续分化特征。在经济下行、逆周期调节力度加大时期，国企占比高的中上游行业安全边际相对较高，债券发行将有所增长。例如，钢铁、煤炭等产能过剩行业受益于前期“去产能、降杠杆、结构调整”取得明显成效，资产负债率降低，集中度提升，信用风险相对较低；交通运输、电力、港口、建筑等行业在基建稳增长发力背景下容易得到更多支持。而难以直接受益于政策利好、民企占比高、行业格局不稳定的中下游行业信用风险相对较高，债券发行难度较大。

民企债方面，2020 年民企一方面将继续面临经营环境的挑战，另一方面政策扶持力度也会继续加大。我们判断，龙头民企将明显受益于政策红利，而弱资质民企融资难现象能否实质缓解还有待进一步观察。

3.2.2 信用债收益率和利差走势

2020 年债市将呈现牛市下半场的典型特征。一方面，经济下行压力犹存，货币政策将维持宽松基调；另一方面，在强调金融支持实体经济以及金融严监管带来的局部信用紧缩效应进一步减弱的背景下，实体经济融资情况将较前期好转。在此背景下，信用债市场表现将继续好于利率债，除非发生重大信用风险事件，信用利差大幅走阔的风险可控。

图 33 利率债市场走牛时期，利差通常趋降，二者的背离由重大风险事件或政策变动触发



数据来源：WIND，东方金诚

不过，当前各类利差已普遍处于较低水平，进一步压降的空间有限。高等级债券收益率的绝对水平已处低位，利差也被大幅压平，且长久期债券利差的历史分位水平明显低于短久期；低等级债券中，AA 级债券利差也已压至很低水平，这主要受益于市场积极挖掘城投债的信用下沉机会，同时，尽管 AA-级债券利差的历史分位数较高，但风险也比较高，而目前投资者风险偏好依然较低，资质下沉仍然遵循适度、适当的原则。

值得一提的是，12 月银保监会下发《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通

知（征求意见稿）》（以下简称“通知”），规定未来银行现金管理类理财产品在投资范围、组合久期、投资集中度、流动性和杠杆管控等方面的管理比照货币基金。《通知》规定每只现金管理类理财产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天，且不得投资信用等级在 AA+ 以下的债券、资产支持证券。这将加剧长周期、低等级债券发行难度，带来期限利差和等级利差走阔。但《通知》为征求意见稿，且试行新老产品划断，设置了一年的过渡期，资产集中抛售的风险较小，综合影响将取决于实际落地情况。

3.3 2020 年信用债市场违约风险展望

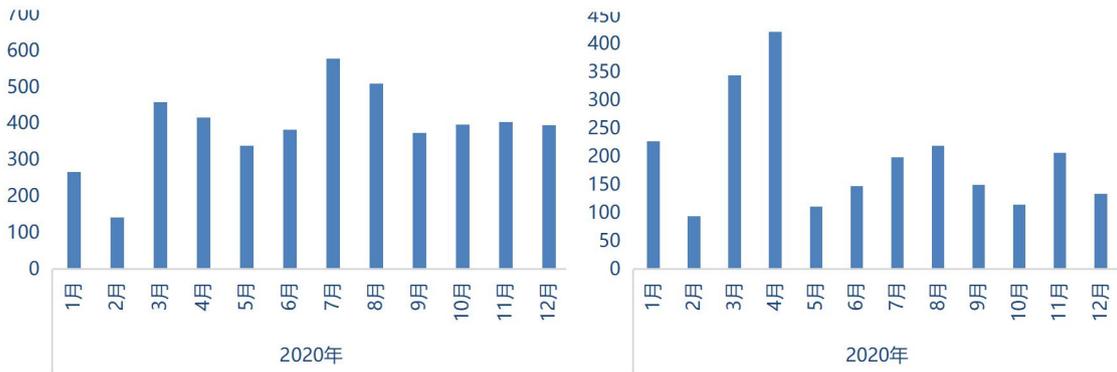
（一）2020 年低资质债券到期压力缓解

从收益率和净价两个维度，我们统计出市场上的存续高风险债券，并分析其在 2020 年的偿还压力。可以看到，2020 年两种维度统计出的高风险债券待偿还规模均有所下降，这会在一定程度上缓解债券违约风险，但仍需警惕偿付规模偏高的月份。

首先，我们统计出非金融企业信用债中收益率在 8% 以上（含）或中债隐含评级 AA- 级及以下的高风险部分（图 34），这部分在 2020 年的待偿还规模为 7211.7 亿元，较 2019 年下降 37.7%，剔除定向工具和私募债后，待偿还规模为 4665.4 亿元，同比下降 32.4%。其次，我们统计出非金融企业信用债中净价在 95 元以下（含）的高风险部分（图 35），这部分在 2020 年待偿还规模为 2553.9 亿元，较 2019 年下降了 16.3%，从中剔除定向工具和私募债后，2020 年待偿还规模为 2370.9 亿元，较 2019 年下降 20.8%。

图 34 2020 年各月待偿还收益率在 8% 以上（含）或 AA- 级及以下债券规模分布图（亿元）

图 35 2020 年各月待偿还净价 95 元以下（含）债券规模分布图（亿元）

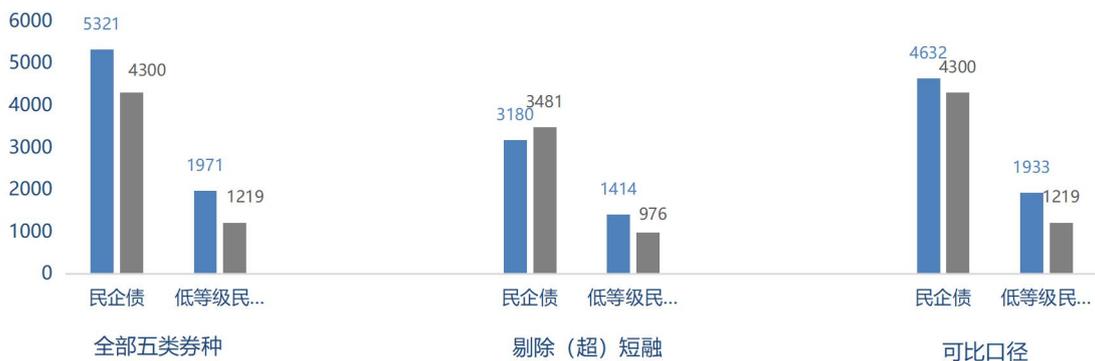


数据来源: Wind, 东方金诚; 注: 债券类型为 wind 二级分类标准下非金融企业信用债券, 并剔除定向工具及私募债

(二) 民营企业违约风险展望

2020 年“宽信用”政策将进一步加码, 定向降准、再贷款再贴现等结构性货币政策料将持续发力, 类似民营企业股权融资支持工具等新的创新工具也有望陆续面世; 同时, 在影子银行、地方政府隐性债务、互联网金融风险逐步得以遏制后, 严监管效应有望在 2020 年有所减弱。整体上看, 政策环境继续利好融资条件改善, 民企融资端也有望逐渐看到政策效果的释放。同时, 经过近两年的频繁暴雷, 信用债市场上风险较高、有瑕疵的主体减少, 低等级信用债、尤其是弱资质民企债到期压力也有所下降。预计 2020 年民企债违约风险整体趋缓, 违约率较 2019 年将有所下降。

图 36 2020 年低等级信用债和低等级民企债到期压力下降 (亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚; 注: 截至 2019 年 12 月 5 日统计; 仅统计到期偿还量, 未包含回售和提前兑付量; 低等级债券级别为 AA 级及以下, 不含无评级债券; 可比口径指剔除 2018 年 12 月 6 日至 2019 年末发行且在 2019 年到期的部分后 2019 年的到期规模。

不过, 从市场风险偏好来看, 投资者对民企信心的修复仍然需要时间, 主要原因是在经济转型和经济增速下行的背景下, 民企需求和盈利继续承压, 信用基本面难以明显好转, 且

有进一步恶化的可能。同时，民企在融资方面天然处于劣势，银行信贷资源显著倾斜背靠政府信用的国有企业，而信用债市场投资者又受违约高度集中于弱资质民企，以及民企在内部治理、关联交易、财务管控等多方面透明度偏低影响，对民企债存在规避态度，这种谨慎情绪在短期内难以得到明显缓解，民企违约风险还将持续暴露。另外，需要注意的是，相较于 2018 年，2019 年中高等级主体违约事件有所增多，同时考虑到国企和银行也在陆续暴露尾部风险，如国企债券违约、城投永续债展期、城投私募债技术性违约、银行不行使二级资本债赎回选择权等事件发生，也将压制投资者风险偏好的回升。

（三）城投债违约风险展望

2019 年城投债刚兑“金身”仍未打破，但城投非标违约多发，并出现私募债技术性违约事件⁶。展望 2020 年，在稳增长刚性增强背景下，宏观政策逆周期调节力度加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策将重点向提振基建投资方向倾斜，预计城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。同时，多数省份经济增速将保持平稳、财政运行有所改善；城投公司仍将获得较强的外部支持。这意味着，城投行业信用风险总体仍将处于较低水平，但城投公司有息债务规模较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投信仰迎来更大挑战。

表 15 各地方财力对待偿还城投债的覆盖情况

发行人地域	待偿还城投债规模：亿元		地方财力保障倍数	
	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
西藏		5.00	-	63.90
上海	499.78	193.80	18.41	47.49
海南	0.47	28.67	2414.17	39.57
广东	725.91	576.23	24.78	31.22
河北	140.15	223.65	45.76	28.67
山西	73.05	129.83	42.96	24.17
内蒙古	39.93	104.93	60.73	23.11

⁶ 2019 年 12 月，呼和浩特经济技术开发区投资开发集团有限责任公司发行的私募债券“16 呼和经开 PPN001”出现回售违约。在偿还了部分违约资金后，融资主体与投资人就剩余未兑付的签署了展期协议，故未构成实质性违约。

山东	674.72	547.06	18.51	22.82
黑龙江	82.55	75.96	19.86	21.58
河南	387.29	375.48	19.60	20.22
辽宁	306.48	212.71	11.58	16.69
四川	593.46	466.10	13.03	16.59
甘肃	136.14	79.90	9.33	15.89
湖北	486.64	473.21	14.06	14.46
北京	1072.74	574.90	7.27	13.56
浙江	1298.74	1136.51	11.81	13.49
安徽	555.80	568.70	10.94	10.69
贵州	384.47	300.65	7.74	9.90
青海	49.61	60.00	10.84	8.97
江西	416.14	464.29	9.93	8.90
宁夏	50.30	66.70	11.25	8.48
福建	751.12	679.35	7.45	8.24
新疆	244.50	267.64	8.78	8.02
陕西	564.01	495.93	6.57	7.48
广西	447.47	422.83	6.97	7.37
湖南	685.00	724.07	7.43	7.03
云南	705.94	480.41	4.65	6.83
吉林	196.20	288.10	9.17	6.24
重庆	807.63	810.57	5.67	5.65
江苏	4749.36	3702.83	3.55	4.55
天津	1113.29	1188.04	2.93	2.75

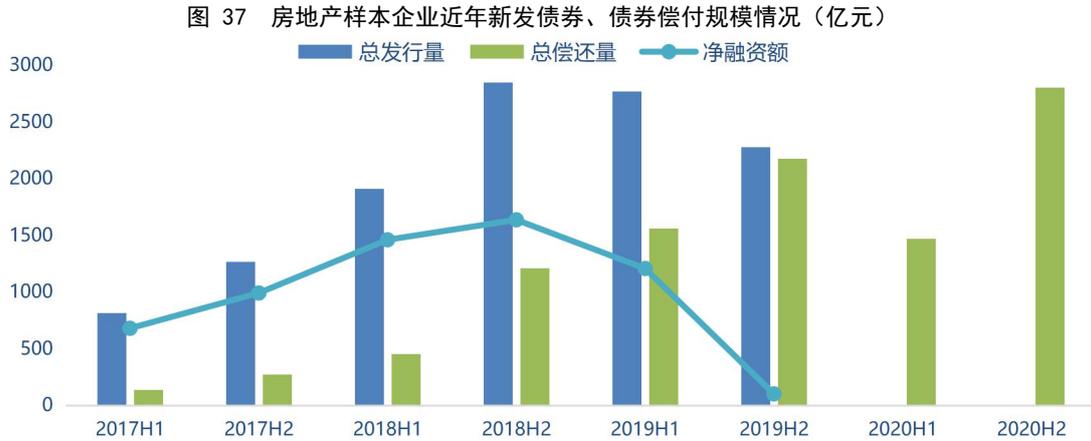
数据来源：Wind，东方金诚；注：地方财力保障倍数=（一般预算收入+政府性基金收入）/待偿还城投债规模

预计 2020 年区域及城投公司间的信用分化仍将持续，重点关注两类城投企业偶发性违约的风险：一是部分基础设施建设及公用事业业务占比较低，主营业务竞争力较弱企业，如部分工业、旅游及金融产业投资公司；二是部分财政实力较弱、债务负担很重、区域内存在多家同类公司的区县及开发区级城投。

(四) 地产债违约风险展望

2020 年房地产企业信用债到期压力不减，且到期量前低后高。信用表现方面，预计 2020 年回款力度加大、扩张节奏放缓、业绩正当释放下，房企信用风险仍将保持整体稳定。但部分产业及人口支撑较弱的三四线城市，前期市场购买力透支叠加棚改货币化力度减弱，销售增速及房价下行压力较大。同时，降杠杆大但回款慢的房企，尤其土储质量不佳房企，信用

风险将有所上升。



数据来源：WIND，东方金诚

根据我们统计，2019 年共有 5 家房企违约，除均为民营企业外，还存在以下共性特征：区域小型房企布局集中且单个项目占比较大；融资政策收紧下，旅游、豪宅、商业地产占比高的房企回款慢；无序并购风险高等。预计 2020 年同类型房企在当前融资及销售环境下仍存在违约风险。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。