

## 2018 年上半年我国债券市场信用风险状况与展望

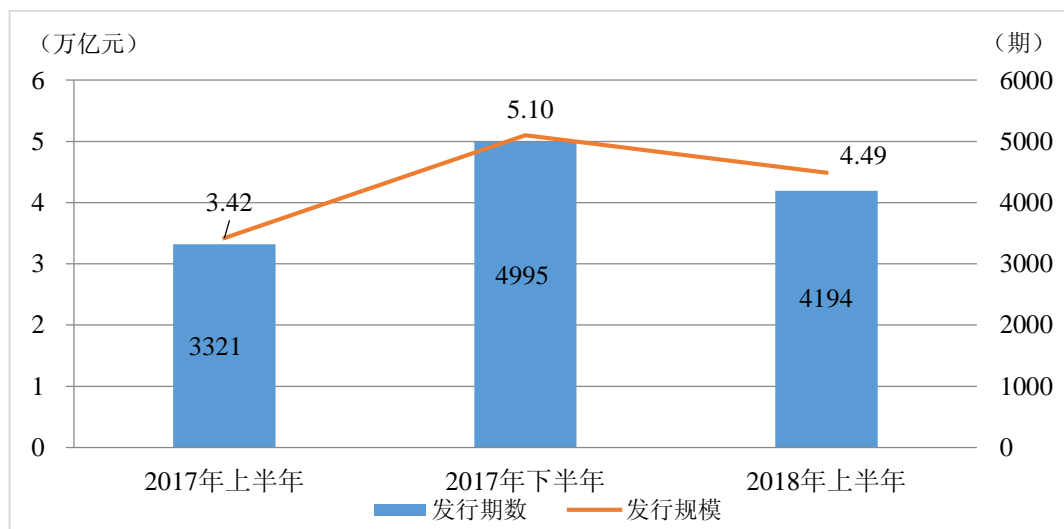
联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 研究部

### 一、2018 年上半年我国债券市场信用风险概况

#### （一）主要信用债存量持续增长，资金面中性偏紧等因素作用下发行业有所减少

2018 年上半年，我国债券市场主要信用债<sup>1</sup>存量只数和债券余额分别为 21171 只、24.21 万亿元，较上年末继续保持增长趋势。2018 年上半年总偿还量<sup>2</sup>约为 3.57 万亿元，较 2017 年同期和 2017 年下半年均有所增加。

2018 年上半年，我国债券市场共发行主要信用债 4194 只，发行规模 4.49 万亿元，发行只数和发行规模均较 2017 年下半年减少 10%以上，较 2017 年上半年增加 25%以上。具体来看，中期票据、短期融资券（含超短融）的发行期数和发行规模环比、同比均有所增加，或是由于宏观经济运行稳中向好使得部分企业的融资需求有所增加；商业银行金融债<sup>3</sup>发行期数和发行规模环比、同比均减少 50%左右，或与金融强监管下一些银行缩减同业和资金业务规模导致融资需求下降有关；私募债发行减少或受违约持续发生导致投资人风险偏好下降影响。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1 2017-2018 年上半年我国债券市场主要信用债发行情况

<sup>1</sup> 主要信用债包括：短期融资券（含超短期融资债券）、中期票据、企业债、公司债（含私募债）、定向工具、金融债（不含政策性银行债）以及资产支持证券（包括银行间市场资产支持证券以及交易所市场资产支持证券），以下无特殊说明均与此相同。

<sup>2</sup> 包含到期还款、提前还款、赎回和回售的情况。

<sup>3</sup> 含商业银行二级资本工具。

(二) 债券发行利率波动上行，利差水平有所上升

2018 年上半年，央行继续实施稳健中性的货币政策，灵活运用逆回购、常备借贷便利（SLF）、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）多种货币政策工具“削峰填谷”，同时央行 1 月实施普惠金融定向降准、4 月对部分商业银行降准 1 个百分点置换 MLF，6 月宣布下调部分银行存款准备金 0.5 个百分点<sup>4</sup>，保持了债券市场流动性的合理水平。在经济去杠杆、金融强监管以及美元加息等诸多因素影响下，市场资金面整体处于紧平衡状态。在此背景下，银行间固定利率国债一年期、交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率在 2017 年上半年呈上升趋势，下半年走势较为平稳，2018 年上半年呈现先降后升的走势，平均到期收益率水平（3.27%、3.46%、3.60%和 3.74%）较 2017 年下半年（3.52%、3.61%、3.70%和 3.78%）略有下降，较 2017 年上半年（3.07%，3.17%，3.25%，3.38%）小幅上升。一年期短融、三年期公司债<sup>5</sup>、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率分别为 5.77%、5.62%、5.83% 以及 7.04%，环比和同比均有所上升。

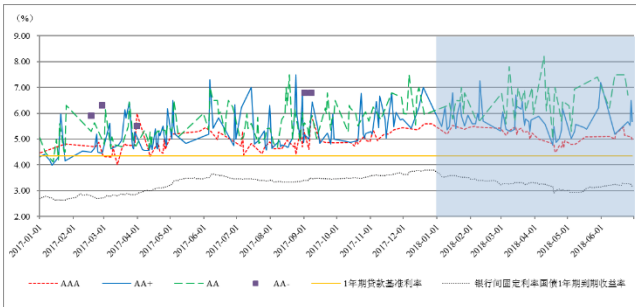


图 2 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

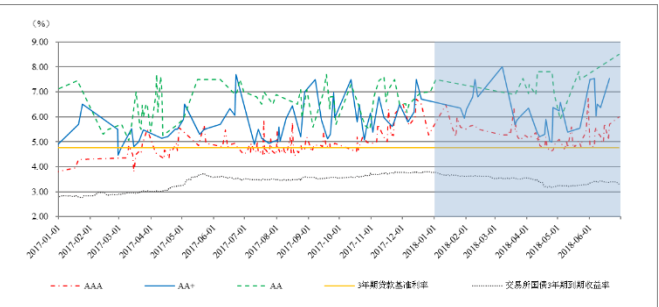


图 3 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

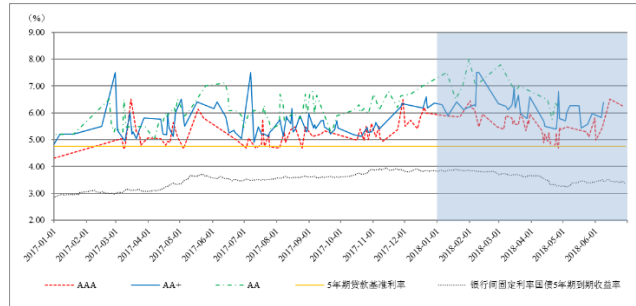


图 4 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

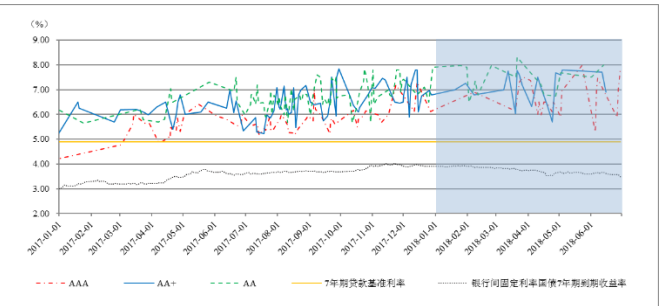


图 5 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

注：1. 统计期以起息日为准；  
2. 对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；  
3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券。  
数据来源：联合资信 COS 系统

<sup>4</sup> 2018 年 7 月 5 日起实施。  
<sup>5</sup> 不加说明均不包含私募债。

2018 年上半年，受金融强监管因素影响，企业融资环境趋紧，部分依赖融资企业信用风险持续走高，同时债券市场投资者风险偏好也有所下降，主要信用债发行利差水平较 2017 年上半年和 2017 年下半年均有所上升，表明在市场资金面中性偏紧且违约持续发生的背景下，债券的风险溢价水平有所提高。

从评级质量检验来看，各券种信用等级基本都对利差体现出较好的区分度，级别越高，利差越低。

表 1 2017-2018 年上半年各券种分级别发行利差情况（BP/%）

债券类型	期限 (年)	债项 信用 等级	2017 年上半年			2017 年下半年			2018 年上半年		
			利差 均值	级差	变异 系数	利差 均值	级差	变异 系数	利差 均值	级差	变异 系数
中期票据	5	AAA	188.91	-	25.94	154.47	-	30.43	187.04	-	22.46
		AA+	232.18	43.27	25.41	196.44	41.97	24.94	257.43	70.39	16.70
		AA	266.25	34.07	16.53	248.02	51.58	16.53	317.43	60.00	17.01
企业债	7	AAA	214.04	-	16.82	206.81	-	20.31	298.70	-	24.10
		AA+	277.40	63.36	15.86	278.25	71.44	23.00	341.04	42.34	19.65
		AA	309.00	31.60	16.83	299.89	21.64	18.67	372.55	31.51	14.49
公司债	3	AAA	154.58	-	25.88	141.78	-	34.56	180.83	-	29.31
		AA+	235.71	81.13	26.73	226.78	85.00	33.07	276.79	95.96	28.18
		AA	329.49	93.78	24.28	306.27	79.49	20.24	385.50	108.71	17.64

数据来源：联合资信 COS 系统

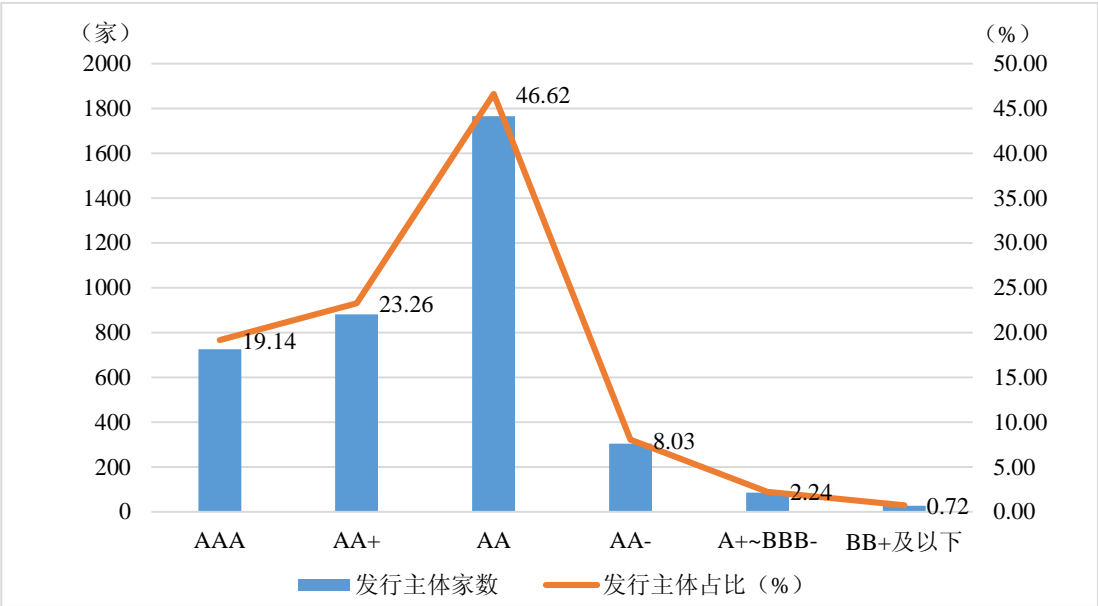
### （三）信用债总体风险较小，发行主体及债项级别主要分布在较高等级

截至 2018 年 6 月 30 日，我国公募债券市场主要存量信用债<sup>6</sup>发行主体信用等级分布主要集中在投资级（BBB-级及以上），占比高达 99.29%。其中 AA 级主体家数占比最高（46.62%），其次是 AA+级（23.26%）和 AAA 级（19.14%）。

从期数来看，截至 2018 年 6 月 30 日，主要存量信用债的债项信用等级<sup>7</sup>主要集中在 AAA 级至 AA 级，AA 级及以上级别债券期数占比为 97.51%；从规模来看，主要存量信用债高级别分布特征更为明显，AA 级及以上级别债券规模占比为 98.83%，其中 AAA 级债券比例超过 60%。总体来看，我国公募债券市场主要存量信用债发行主体信用等级和债项信用等级主要分布在较高级别，一定程度上反映出我国债券市场现阶段整体信用风险不大。

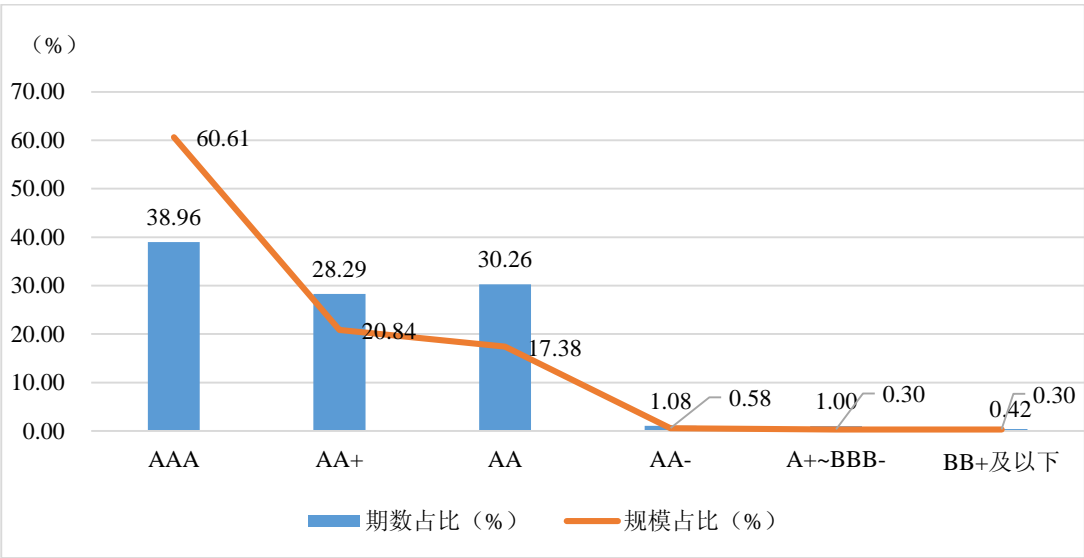
<sup>6</sup> 包括短融、超短融、中票、企业债、公司债（不含私募债）以及金融债（不含政策性银行债）。

<sup>7</sup> 此处未统计短融、超短融和证券公司短融。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 6 截至 2018 年 6 月 30 日我国公募债券市场主要存量信用债发行主体级别分布



数据来源：联合资信 COS 系统

图 7 截至 2018 年 6 月 30 日我国公募债券市场主要存量信用债级别分布

#### （四）债券市场发行主体信用等级调升趋势减弱

2018 年上半年，我国公募债券市场发行主体<sup>8</sup>信用等级调整率为 4.32%，同比有所下降，环比有所上升。其中，调升率（3.43%）同比有所下降，环比有所上升，调降率（0.89%）环比和同比均有所上升，总体来看信用等级仍呈现调升趋势，但调升趋势有所减弱。信用展望调升率（0.28%）、调降率（0.18%）环比和同比均有所下降。此外，主体信用等级被大跨度调降的发行人家数（12 家）较 2017 年上半年（7 家）有所增加，其中有 8 家发行人为民营企业。大跨度调降家数的增加表明在经济去杠杆背景下部分企业再融资受限、资金链紧张，信用风险有所加大。

表 2 2017-2018 年上半年我国公募债券市场主体信用等级迁移情况

	2017 上半年	2017 年下半年	2018 年上半年
等级调整率（%）	5.81	3.47	4.32
调升率（%）	5.00	2.84	3.43
调降率（%）	0.81	0.63	0.89
展望调整率（%）	1.50	0.86	0.46
调升率（%）	1.08	0.48	0.28
调降率（%）	0.42	0.38	0.18

注：1. 发行人样本数量为统计期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；  
 2. 发行人主体信用等级有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限；  
 3. 评级展望调升调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计；  
 4. 由超过一家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被计数多次，以下同；  
 5. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；  
 数据来源：联合资信 COS 系统

#### （五）债券市场违约事件有所增加

2018 年以来，在经济去杠杆、金融强监管、美联储缩表和加息、中美贸易战等宏观不确定性因素较大的背景下，企业融资渠道收紧，再融资压力进一步增大，我国债券市场违约事件多发，上半年新增违约发行人 9 家，涉及新增违约债券 11 期，违约规模合计 81.23 亿元。上半年债券市场新增违约主体家数及债券期数环比和同比均有所增加。此外，我国债券市场还有 6 家发行人在 2018 年之前已经发生违约，今年再次出现债券违约，涉及违约债券 11 期，违约规模

<sup>8</sup> 发行人统计样本涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体。

合计 46.84 亿元。

表 3 2015~2018 上半年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表（家/%）

发行人 主体级别	2015 年			2016 年			2017 年			2017 年 7 月 1 日~ 2018 年 6 月 30 日		
	样本 数量	违约 家数	违约率	样本 数量	违约 家数	违约率	样本 数量	违约 家数	违约率	样本 数量	违约 家数	违约率
AAA	366.5	0	0.00	472.5	0	0.00	568	0	0.00	608.5	1	0.16
AA+	<b>550</b>	<b>1</b>	<b>0.18</b>	<b>666.5</b>	<b>2</b>	<b>0.30</b>	758	0	0.00	791.5	1	0.13
AA	1465.5	0	0.00	<b>1692.5</b>	<b>5</b>	<b>0.30</b>	<b>1922.5</b>	<b>3</b>	<b>0.16</b>	<b>1782.5</b>	<b>6</b>	<b>0.34</b>
AA-	<b>478</b>	<b>3</b>	<b>0.63</b>	<b>405</b>	<b>3</b>	<b>0.74</b>	367	0	0.00	304.5	1	0.33
A+	<b>48.5</b>	<b>1</b>	<b>2.06</b>	<b>42.5</b>	<b>1</b>	<b>2.35</b>	52.5	0	0.00	57	0	0.00
A	21	0	0.00	<b>17</b>	<b>3</b>	<b>17.65</b>	18.5	0	0.00	16.5	0	0.00
A-	17.5	0	0.00	10.5	0	0.00	8.5	0	0.00	7	0	0.00
BBB+	23	0	0.00	11	0	0.00	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>11.11</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>14.29</b>
BBB	<b>45</b>	<b>4</b>	<b>8.89</b>	<b>18.5</b>	<b>1</b>	<b>5.41</b>	10.5	0	0.00	5.5	0	0.00
BBB-	<b>27</b>	<b>2</b>	<b>7.41</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>18.18</b>	<b>3.5</b>	<b>1</b>	<b>28.57</b>	<b>2.5</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>
BB+	18.5	0	0.00	<b>10.5</b>	<b>1</b>	<b>9.52</b>	5	0	0.00	4	0	0.00
BB	<b>9.5</b>	<b>1</b>	<b>10.53</b>	<b>15</b>	<b>3</b>	<b>20.00</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>33.33</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>
BB-	2	0	0.00	<b>3.5</b>	<b>1</b>	<b>28.57</b>	2.5	0	0.00	1	0	0.00
B+	3	0	0.00	0	0	-	0	0	-	0	0	-
B	0	0	-	<b>3.5</b>	<b>1</b>	<b>28.57</b>	0.5	0	0.00	1	1	100.00
B-	<b>1.5</b>	<b>1</b>	<b>66.67</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>100.00</b>	1.5	0	0.00	1	0	0.00
CCC	1	0	0.00	2.5	0	0.00	1	0	0.00	0	0	-
CC	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>50.00</b>	1	0	0.00	1	0	0.00	1.5	0	0.00
C	0	0	-	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>100.00</b>	0.5	0	0.00	0	0	-

注：1. 发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体，不包括所发债券年初存续但主体被终止信用评级的发行人；发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，对于所有债券均到期的发行人，我们认为其主体信用等级失效；年末主体信用等级有效的发行人在样本数量统计时计为 1 个样本，年末主体信用等级失效的发行人计为 0.5 个样本；表中发行人主体级别为当年年初级别；发行人具有不同信用等级双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次。

2. 发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 经调整的发行人样本家数。

3. 当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。

4. 2018 年上半年违约率的统计时间范围为 2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日。

资料来源：联合资信 COS 系统

表 4 2018 上半年我国债券市场新增违约主体事件统计表

违约发行人	违约债券	违约金额 (亿元)	企业 性质	Wind 行业	是否 上市	发行 方式
中融双创（北京）科技集团有限公司	16 长城 01	0.42	民营	铝	否	公募
阳光凯迪新能源集团有限公司	16 凯迪债	1.22	中外 合资	多领域控股	否	公募
新疆金特钢铁股份有限公司	13 金特债	2.19	国有	钢铁	否	公募

上海华信国际集团有限公司	17 沪华信 SCP002	20.89	民营	石油与天然气的炼制和销售	否	公募
	17 沪华信 SCP003	20.88				公募
	17 沪华信 MTN001	1.97				公募
富贵鸟股份有限公司	14 富贵鸟	7.02	民营	鞋类	是	公募
	16 富贵 01	13.85				私募
中安消股份有限公司	15 中安消	0.94	民营	信息科技咨询与其它服务	是	私募
凯迪生态环境科技股份有限公司	11 凯迪 MTN1	6.98	公众	新能源发电业者	是	公募
神雾环保技术股份有限公司	16 环保债	4.86	民营	工业机械	是	私募
柳州化工股份有限公司	11 柳化债	0.05	国有	化肥与农用化工	是	公募

数据来源：联合资信 COS 系统

## 二、2018 年上半年我国债券市场信用风险主要特点及原因分析

### （一）违约事件的发生日趋常态化

一方面，2018 年我国经济仍处于增长速度换挡、结构调整阵痛和前期刺激政策消化的“三期叠加”阶段，经济增速放缓背景下总需求减少对一些企业的生产经营及财务状况产生不利影响；另一方面，为了防范化解重大金融风险，监管层加强金融风险管控，央行 MPA 考核、银监会“三三四”检查、债券交易新规、资管新规等政策陆续出台，市场资金面趋紧，部分企业偿债压力较大，违约的可能性有所加大。在我国债市市场化进程不断推进的背景下，债券市场违约日趋常态化已成为市场共识，政府对于违约的态度也发生了根本性转变，打破刚性兑付是纠正信用风险定价扭曲、促进债市健康发展的必经之路。

### （二）新增违约主体中多为民营企业

2018 年上半年新增的 9 家违约发行人中，有 5 家为民营企业。民营企业违约高发的原因表现为以下方面：

第一，民营企业对宏观经济波动、行业周期性和政策不确定性的承受能力较弱。2018 年，在产业转型升级、宏观经济增长存在较大不确定性的情况下，部分民营企业经营承压。例如富贵鸟股份有限公司，在服装鞋帽行业景气度下滑、居民消费结构升级的背景下，公司近三年主营业务表现不佳，盈利水平不断恶化，偿债能力大幅下降。

第二，随着金融严监管政策持续落地，融资环境整体趋紧，融资难度加大且融资成本大幅提高。对民营企业而言，一旦经营业绩恶化，将面临严峻的再融



资压力，造成信用风险加速暴露直至触发违约。例如中安科股份有限公司（原中安消股份有限公司），公司债务周转严重依赖外部融资；2016 年，公司负面消息不断，接连发生高管离职、被证监会立案调查、被出具无法表示意见的审计报告、被实施退市风险警示等事件，银行授信受到较大限制，公司存续债券遭到投资者抛售且 2016 年之后未能发行债券融资，公司再融资渠道全面枯竭，最终触发违约。

另外，民营企业公司治理不完善也是违约原因之一，后文会具体说明。

### （三）公司治理问题是主要违约风险点

第一，部分企业激进扩张、过度举债，短期内盈利能力无法兑现，不足以支撑资产规模的快速扩大，伴随着刚性债务规模持续增长，公司流动性持续承压，最终资金链断裂、丧失偿债能力。例如凯迪生态环境科技股份有限公司，公司投资支出水平远超经营获现能力，激进投资叠加经营现金流薄弱，再融资环境收紧的背景下，公司信用风险加速暴露。

第二，部分违约企业存在大额违规对外担保和资金拆借的情况。例如富贵鸟股份有限公司，其违规担保规模逾 20 亿元，资金拆借规模超 40 亿元，2017 年下半年以来公司发生多起担保代偿事项，偿债能力严重恶化。

第三，财务信息质量不佳，公司信息披露存在问题。财务报表质量是财务分析有效性和准确性的重要保证，审计事务所的非正常更换可能是企业财务质量不佳、信用状况恶化的信号。例如富贵鸟股份有限公司，公司原审计师在审计 2016 年中报时发现了前期未披露担保事项并与公司发生较大争议，此后原审计师辞职，公司更换审计师后披露了相关债券 2016 年年报和 2017 年半年报，但随后即大面积更正，财务报表及信息披露质量均存在问题。财务制度和信息披露的混乱，客观反映出公司信用状况的恶化。

第四，企业内部管理体系不完善，公司实际控制人接受调查或失联等重大负面风险事件的发生，可能会对企业经营带来较大影响，引起银行收贷、压贷，加剧短期流动性风险，进而冲击企业偿债能力。上海华信国际集团有限公司违约事件即为典型案例，2018 年 3 月，有媒体报道公司控股股东中国华信董事局主席叶简明先生被调查，随后公司发布澄清公告。根据发行人 5 月 11 日披露的兑付风险提示公告，叶简明不能正常履职；受负面传闻影响，部分客户持观望态度，致使发行人业务大幅萎缩，应收账款发生较大规模逾期，可供经营周转的货币资金短缺，公司正常经营受到重大影响。



## （四）上市公司股权质押比例过高引发流动性风险

上市公司或其母公司高比例质押股票，融资弹性下降，引发流动性风险。公司股东大幅质押公司股票，表明其融资渠道逐步收窄，在股票市值下跌时将面临强制平仓风险，进而陷入流动性危机，甚至出现违约，引发公司控制权变更。以神雾环保技术股份有限公司（“神雾环保”）为例，母公司神雾科技集团股份有限公司在 2015 年以来，利用其所持两家上市公司股票进行质押融资，期间由于神雾集团筹划重大重组，子公司股票多次停牌导致股价跌幅较大，且几乎全部触及平仓线，出现违约；此外其担保的其他子公司融资租赁业务出现租金逾期，导致所持两家上市公司股票被申请冻结和轮候冻结，存在失去两家上市公司控制权的风险。这一事件对神雾环保的经营发展带来较大负面影响，公司最终发生流动性危机，导致债券违约。

## 三、2018 下半年我国债券市场信用风险展望与预测

### （一）防范化解重大风险背景下宏观经济将保持稳定增长，出现系统性风险的可能性不大

2018 年，全球经济缓慢复苏，我国经济结构持续转型升级，呈稳中向好态势，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，进一步通过减税降费减轻小微企业、制造业等相关企业负担。受房地产投资增速温和放缓、贸易摩擦及上年基数较高情况下出口增速或将回落等因素影响，2018 年 GDP 增速或出现小幅回落，但仍将保持平稳增长。

2018 年下半年，在强化金融监管、防控系统性金融风险的背景下，监管层或将继续出台相关政策进一步规范金融同业和理财市场、互联网金融市场等，金融杠杆率和流动性风险、银行不良贷款风险、影子银行风险、地方政府隐性债务风险、房地产泡沫化风险、互联网金融风险等将得到进一步重视及妥善化解，“僵尸企业”有可能积极处置，过剩产能进一步化解，宏观出现系统性风险的可能性不大。

### （二）违约事件仍将持续发生，公司债集中到期兑付风险增大

首先，经济周期对信用风险有基础性的影响，企业违约率与经济增长率呈现出较为明显的负相关关系。以美国债券市场为例，其公司债券三次大规模的违约均与美国历史上三次经济衰退周期有着密切关系。我国现阶段经济结构转型、增速放缓，顺周期行业企业信用违约风险不容忽视。

其次，随着央行 MPA 考核、银监会“三三四”检查、债券交易新规、资管新规等系列监管政策的陆续出台，尤其是资产新规提出打破刚兑、规范资管产品投资非标资产、规范资管产品杠杆水平、消除多层嵌套限制通道业务等一系列措施，未来非标、资金池等业务模式难以为继，金融严监管下部分隐藏的信用风险将逐步显现，企业融资环境趋紧，信用风险或将有所增加。但市场规范程度的提升，将促进市场的长期健康发展。

再次，由于 2015 年公司债大幅扩容，大量发行期限为 3 年的公司债（含私募债）将于 2018 年集中到期，2018 年公司债（含私募债）到期偿还量<sup>9</sup>（5145 亿元）为 2017 年到期偿还量的约 1.6 倍，偿债压力较大。

总体来看，在监管加强风险管控的背景下，金融去杠杆、融资渠道收缩对企业流动性产生不利影响，加上公司债到期量有所增加，2018 年下半年违约风险会继续暴露，但在宏观经济保持稳定增长的背景下债券市场信用风险总体可控。

### （三）城投企业的信用风险或将有所暴露，民营企业仍是信用风险的主要爆发点

2018 年上半年城投行业发生云南国有资本运营有限公司延期支付信托贷款本息、天津市市政建设开发有限公司未能及时偿还信托贷款本息等事件。随着违约日趋常态化及监管层对地方政府债务风险管控力度的逐步加强，城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱，城投企业资金渠道收窄，融资及转型压力进一步加大，信用风险整体将有所上升。未来城投企业将进一步分化，区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、短期流动性不强、或有债务风险大的城投企业的信用风险较大。

近年来我国国企改革取得显著成效，国有企业收入、利润持续快速增长，创历史最好水平，在国企改革深入推进的背景下，未来国有企业整体信用风险或有所下降，但受去产能、僵尸企业出清的影响，部分行业发展低迷、生产经营不善的国企仍面临较大的信用风险。

民营企业仍将是未来信用风险的主要爆发点，由于民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大，且在经济去杠杆和金融严监管的背景下，民企的融资环境较国企而言将更差，融资难、融资成本提高将进一步加大民企的信用风险，一些财务状况较差的低信用等级民营企业容易发生资金链紧张甚至断裂的情况，最终引发违约，而民企违约事件频发又使得其融资环境更加恶化，容易导致恶性循环。

---

<sup>9</sup> 包括到期还款、提前还款、赎回和回售的情况。

#### （四）煤炭、房地产、贸易、化工等行业内信用状况分化将进一步加剧

供给侧结构性改革深入推进下煤炭、钢铁等过剩产能行业集中度有所提高，但一些产能规模小、生产成本较高的企业或被加速出清，信用风险将进一步分化。今年年初《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》以及《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》先后发布，供给侧结构性改革的行业范围继续扩大，钢铁、水泥、玻璃、电解铝等行业或将迎来更加激烈的优胜劣汰，行业内企业的信用风险将有所分化，值得重点关注。

房地产行业企业融资渠道受限和到期偿付压力增大。近年来限购限售限贷等房地产调控措施使得房地产企业销售难度加大、现金流回笼速度放慢；房地产行业债券发行门槛提高、限制募集资金用途、限制通道业务以及资管新规等措施均对房企融资产生了较大的影响。2018 年房地产开发行业债券总偿还量约达 2676.65 亿元，较 2017 年（1221.24 亿元）大幅增加，在债券大规模集中到期的情况下，房企的流动性压力将显著增加。同时发债企业的信用资质分化程度将进一步加剧，中小房企尤其是债务率高企、收入利润不稳或虚高的房地产企业将面临较大的经营风险和违约风险。

贸易行业方面，2018 年以来中美贸易摩擦加剧，中国贸易行业面临复杂的外部环境，加上市场化改革下人民币汇率波动显著增强，同时中国综合成本不断上升，传统外贸竞争优势逐步减弱。在此背景下，贸易行业经营环境有所恶化，企业效益普遍下滑，行业整体信用品质一般且发债企业信用资质将进一步分化，进行多元化布局、区域竞争优势显著的贸易企业偿债能力保持良好，部分债务结构不合理的中小型贸易企业信用风险有所加大。

化工行业方面，随着行业供需结构持续改善，未来行业集中度有望进一步提升，行业内企业信用水平将继续分化，部分中小企业受停产限产整顿影响经营承压，信用风险较大，而一些优质企业在环保趋严的背景下有望提高竞争优势，巩固行业地位。

在经济去杠杆、金融强监管背景下，金融领域的违约风险也开始逐渐暴露。今年以来已有多只资管计划延期兑付，同时一些金融机构也出现违约风险，如中融民信资本管理有限公司被曝线下 1.5 亿兑付危机，两家线上网贷平台 5 亿代偿；中科金控资本管理有限公司（其母公司中科建设开发总公司为中国科学院行政管理局全资控股子公司）未能按期偿还信托贷款及利息。在打破刚兑的市场环境下未来金融领域违约或有所增多。

#### （五）我国债券市场对外开放不断加速，国际化视角的信用风险值得关注

近年来，我国债券市场发展对外开放不断加速，境外机构的投资额度和投

资范围不断扩大，中国债券市场在全球资产配置中扮演着越来越重要的角色，此外，今年 3 月评级行业对外开放政策正式落地，外资评级机构的进入将助推我国评级行业以及债券市场与国际进一步接轨。在此背景下，国际化视角的信用风险应引起关注，树立主权风险意识，正确识别国际信用风险、将我国国债、地方政府债纳入到全球信用风险评价体系中，加强对熊猫债、外国债券的信用风险评估。