

# 局部性信用收缩依然存在，债券违约潮或将回落

——联合 2020 年宏观信用风险展望

联合资信 联合评级 宏观研究部

马顺福 吴玥 侯睿 王妍 王信鑫 丁继平

- 2019 年中国经济持续下行，三大需求同步放缓，宏观政策加强逆周期调节，全年 GDP 增长维持在了 6% 以上。
- 2019 年中国宏观信用缓慢扩张，但局部性信用收缩压力依然存在，民营企业信用收缩较为明显。
- 2019 年中国债券市场规模继续扩大，发行利率进一步降低，但债券违约规模进一步增加。
- 2020 年中国宏观经济面临进一步下行压力，需求难以快速提振，生产继续承压。年初大规模传播的新冠肺炎疫情或将在短期加速经济下行，拖累 2020 年 GDP 增速。
- 2020 年中国宏观政策具有进一步宽松的要求，叠加年初新冠疫情冲击压力，逆周期调节力度或将短期加大，疫情防控和经济恢复将成为短期乃至较长期的政策重心。
- 2020 年宏观信用继续弱势扩张，局部性信用收缩压力将持续显现。新冠肺炎疫情短期在一定程度上加剧信用风险。
- 债券发行规模维持高位，但结构将会出现较大调整。政府专项债扩容，但民营企业债券融资可能进一步萎缩。
- 2020 年债券市场信用风险继续维持高位，但违约潮或将有所回落。受新冠肺炎疫情冲击，部分发债主体短期偿债能力承压。

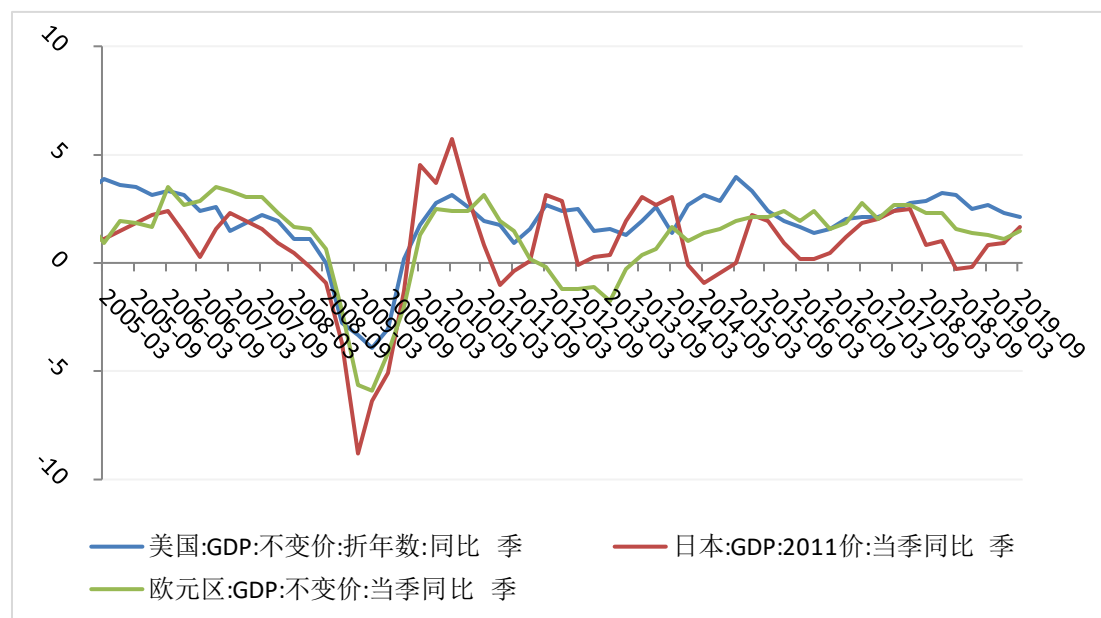
## 一、2019 年经济运行及政策回顾

### （一）全球经济增长放缓，下行压力加大

2019 年 10 月，国际货币基金组织年内第四次下调全球经济增长速度至 3.0%，比年初预测下调了 0.7 个百分点。实际情况看，2019 年以来全球经济总体延续增长态势，但未来经济增长的动力减弱，主要发达经济体美国、欧元区、日本三季度 GDP 增长分别为 1.9%、1.1%和 1.8%<sup>1</sup>，日本和欧元区增速有所回升，美国增速继续下滑；新兴市场国家经济总体呈现疲弱态势，印度、墨西哥出现不同程度下滑，巴西、俄罗斯、南非等虽有所反弹，但仍处于较低增速水平。

全球增长疲软的原因，主要是在美国等国家发动国际贸易冲突的影响下，关税的提高和持续的贸易政策不确定性，导致全球制造业活动和贸易环境恶化，损害了投资和对资本品的需求。世界贸易组织 2019 年 10 月预测，2019 年全球商品贸易增速仅为 1.2%，大幅低于 2018 年 3%的增速，比 2019 年 4 月的预测 2.6%进一步大幅调低。

图 1:2019 年前 3 季度发达经济体 GDP 增长 (%)



数据来源：wind，联合资信整理

### （二）国内经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背

<sup>1</sup>美国和日本的数据为环比折年率，欧元区数据为同比增长率。

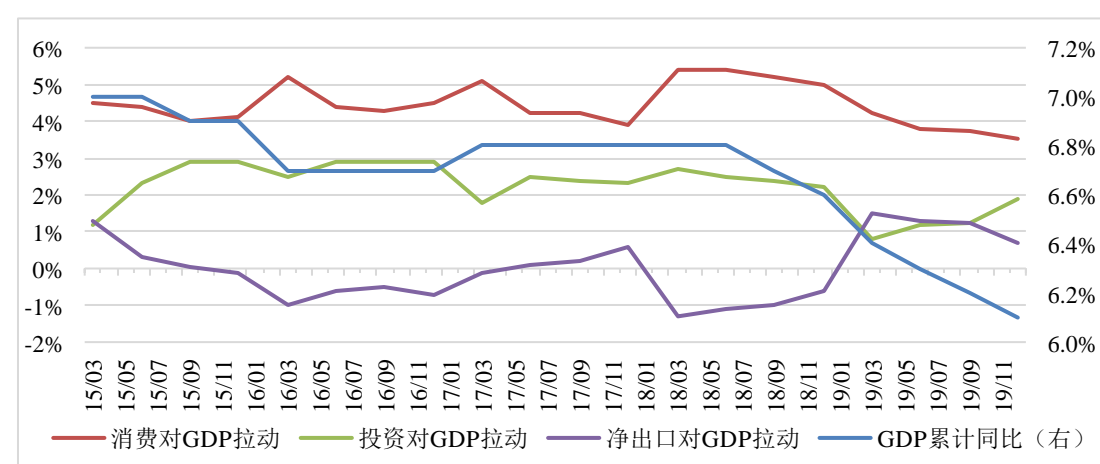
## 离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长 6.1%，为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三第四季度同比增长 6.0%，逐季下滑态势明显。2019 年下半年以来生产者出厂价格指数持续下降，而消费者价格指数在猪肉价格飙升的带动持续攀升，形成生产消费价格的显著背离，企业持续经营承压。另外，2019 年就业形势虽然较为平稳，但稳就业压力增大；财政在增长放缓和降税降费、增加政府支出等的作用下，收支缺口有所扩大。

### 1、需求端：内需总体放缓，固定资产投资增长持续处于回落状态，实物消费和服务消费增长同步放缓，货物贸易总额同比减少

**内需总体放缓。**2019 年第四季度，最终消费、资本形成和净出口三大需求对 GDP 同比增长的拉动分别为 3.47、2.66 和 -0.13 个百分点，与上季度相比，最终消费和净出口的拉动均略有下滑，最终资本形成的拉动明显上升，稳投资政策措施的效果显现；全年来看，三大需求对 GDP 同比增长的拉动分别为 3.53、1.90 和 0.67 个百分点，与上年同期（5.0%、2.2%和 -0.60%）相比，最终消费和资本形成即内需的拉动均大幅回落，净出口的拉动由负转正，回升较大。

图 2：中国 GDP 增长率（%）及三大需求拉动情况

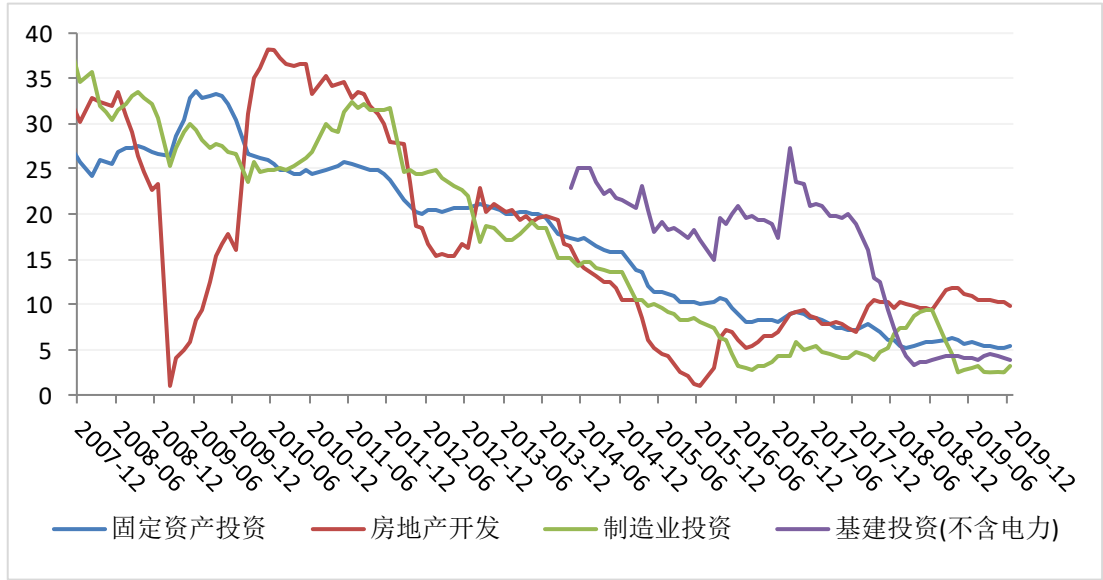


数据来源：wind，联合资信整理

**固定资产投资增长持续处于回落状态。**2019 年 1-12 月，中国全社会固定资产投资 55.15 万亿元，同比增长 5.4%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点，呈逐月波动下行态势。其中，制造业投资增速继续放缓，1-12 月制造业投资累计同比

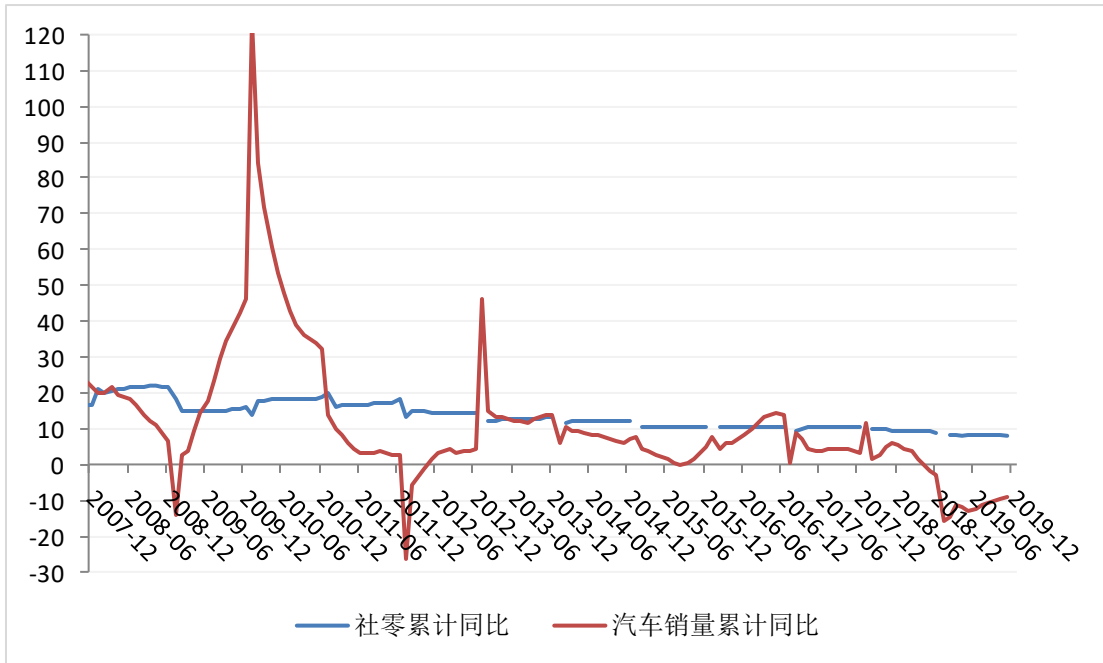
增长 3.1%，较上年同期大副下滑，是影响固定资产投资增长的最大拖累因素。基建投资 1-12 月累计增长 3.8%，呈现上半年有所回升，下半年又趋回落的特点；房地产投资增速仍在较高区间，但亦出现下行迹象。

图 3：固定资产投资增长（累计同比，%）



数据来源：wind，联合资信整理

图 4：社会消费品零售和汽车销售增长情况（%）



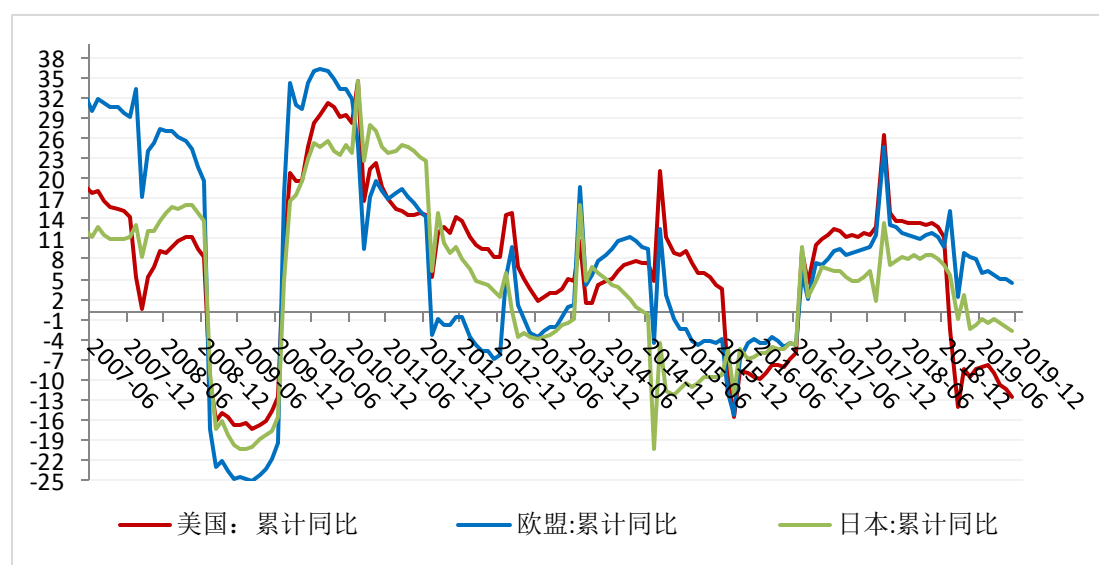
数据来源：wind，联合资信整理

国内消费方面，实物消费和服务消费增长同步放缓，汽车销售持续下降。虽然社会消费品零售总额仍然保持在 8% 的较高水平，但 2008 年以后基本呈持续

回落态势。这其中受到汽车销售滑坡的影响较大，汽车销售量 2018 年后半年步入负增长区间，2019 年初下降幅度一度高达 15% 以上，随后降幅有所收窄，12 月中汽协车销量同比下降 8.2%，仍处于快速下降轨道；当月同比下降 0.12%，降幅较上月（3.57%）大幅收窄（图 4）。

**外贸方面，对主要发达经济体的出口下降。**中国海关总署公布的数据显示，2019 年中国货物贸易进出口总值 31.5 万亿元人民币，较 2018 年同比增长 3.4%。其中，出口 17.2 万亿元，同比增长 5.0%。以美元计，2019 年中国进出口贸易总额为 4.58 万亿美元，同比减少 1.0%。其中出口 2.50 万亿美元，同比增长 0.5%。出口受全球经济增长放缓和贸易冲突的影响出现明显下降，进口受国内需求低落的影响增速下滑，净出口呈下滑态势。2019 年，我国对美、欧、日出口累计同比增速分别为-12.5%、4.9%、-2.6%，对总出口增速的拖累较大，尤其对美出口大幅下降，反映出中美贸易摩擦的负面影响。

图 5：对美欧日出口走势（%）



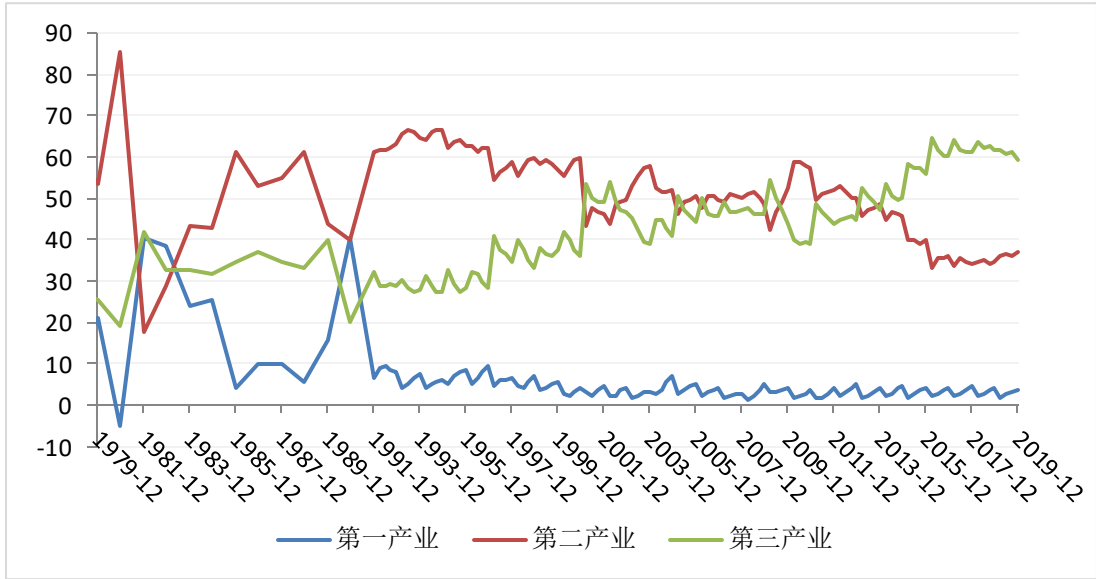
数据来源：wind，联合资信整理

**2、供给端：工业生产承压，服务业起到主要支撑作用；工业增加值增速回落，工业利润及收入利润率增长同步回落**

工业生产承压，服务业起到主要支撑作用。2019 年，三大产业同比增长 3.1%、5.7%和 6.9%，均维持下滑态势；对 GDP 累计同比增长的拉动分别为 0.23%、2.24%和 3.62%，贡献率分别为 3.8%、36.8%和 59.4%，第三产业的贡献率有所下降但

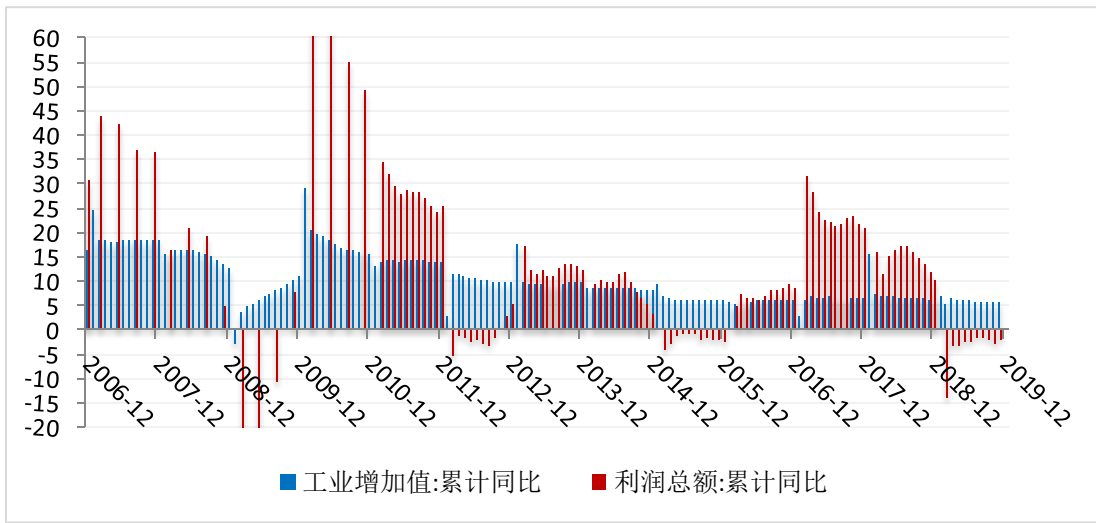
仍维持较高水平，对维持经济较高速增长起到了主要支撑作用。

图 6：三大产业对 GDP 增长的贡献率（%）



数据来源：wind，联合资信整理

图 7：工业增加值和利润总额同比增长（%）



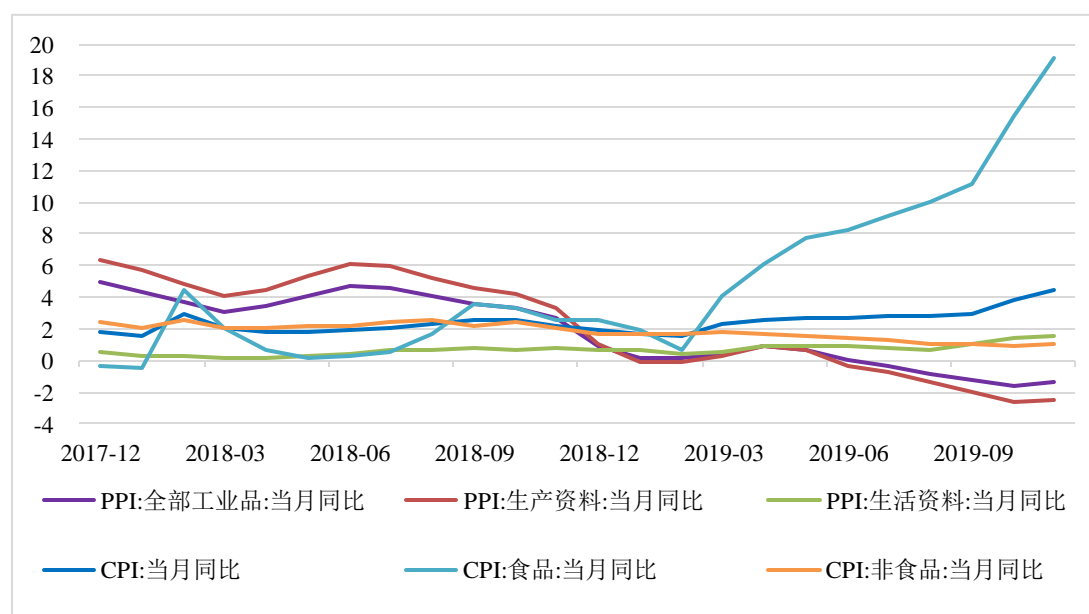
数据来源：wind，联合资信整理

工业生产较为低落，工业增加值增速回落，工业利润及收入利润率增长同步回落。2019 年，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点,运行于近 10 年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，表明工业企业经济效益较差（见图 7）。

### 3、CPI 与 PPI 走势持续背离

2019 年受猪肉价格暴涨的影响，CPI 迅速走高，带动消费品价格随之上行，但服务价格呈缓慢回落态势，一定程度上抑制了 CPI 的上升幅度。与此同时，PPI 继续处于下降之中，造成 CPI 与 PPI 的背离。CPI 快速上升引发通胀预期，对实施更加宽松的货币政策产生掣肘。

图 8：2017 年以来 CPI 和 PPI 走势



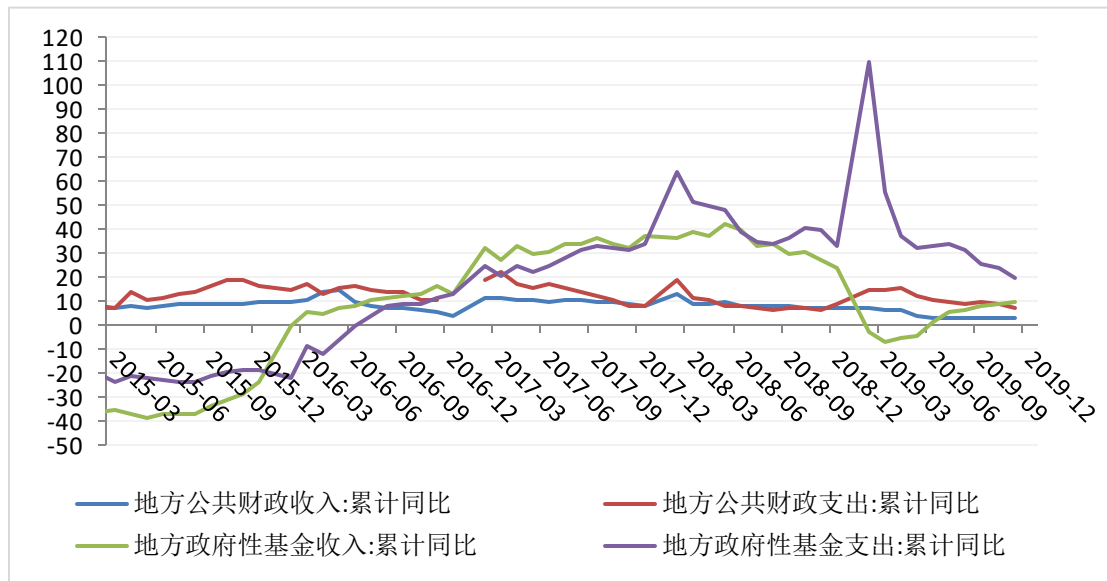
数据来源：wind，联合资信整理

#### 4、财政收支缺口扩大，财政压力较大

伴随经济增长放缓和大规模减税降费政策的实施，国家财政收入增长放缓，而财政支出大幅增长，导致财政收支差额扩大。2019 年 1-11 月国家公共财政收支差额 3.33 万亿元，较去年同期大增 1.39 万亿元。地方财政收支状况更差，2019 年 1-11 月，地方公共财政收入 7.32 万亿元，支出 13.68 万亿元，收支差额 7.36 万亿元，基本与收入持平；地方政府性基金收入 6.44 万亿元，支出 7.37 万亿元，收支差额 0.93 万亿元。从地方财政收支的增长情况来看，2019 年以来地方公共财政收支增长均趋于下滑，但支出增长远高于收入增长；政府性基金支出在 2018 年末和 2019 年初急剧增长，然后快速回落，但仍然保持高位增长，而政府性基金收入则保持了较持续的增长过程。由此可见，地方政府性基金收入的高增长对其公共财政收入增长的下滑，起到了一定的缓冲作用。财政收支缺口的放大，对中央和地方均构成较大财政压力，对政府债务扩张形成较大约束。



图 9：地方财政收支增长情况（%）

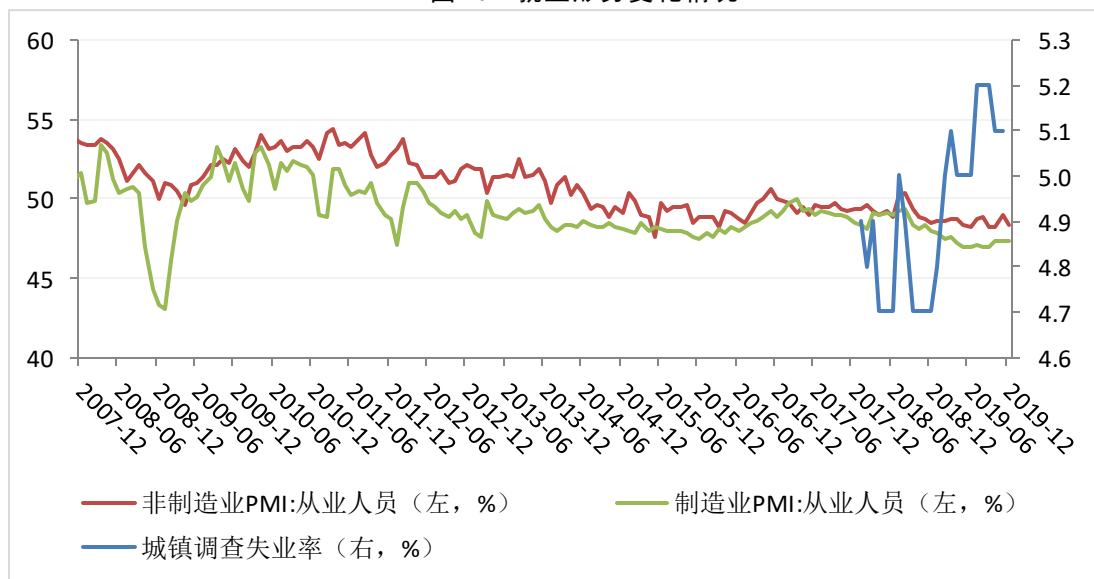


数据来源：wind，联合资信整理

## 5、就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 1-11 月，31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

图 10：就业形势变化情况



数据来源：wind，联合资信整理



### （三）2019 年主要宏观政策及效果

**2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。**财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，于 2019 年 9 月完成 2.15 万亿元发行额度，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次<sup>2</sup>，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点<sup>3</sup>，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，自贸区试点深入推进、范围扩大。同时深化国资国企、财税金融、土地、市场准入、社会管理等领域改革，强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，鼓励中小企业加快成长。

总体上看，政策效果与预期目标之间存在一定差距。财政方面，2019 年前 10 月减税降费达近 2 万亿元，全年可望达到 2.3 万亿，有利于企业盈利改善和居民消费收入水平的提高，但企业经济效益和居民消费提高并不明显。专项债扩大发行提高有效投资，助力基建投资有所回升，但基建及总体投资增速回升依然较缓；货币金融方面，降准降息保持流动性合理充裕，实体经济融资成本有所降低，但企业尤其是中小企业及民营企业融资难融资贵问题依然存在，中小银行流动性紧张依然存在。其他改革发展政策，对优化营商环境，降低制度性成本，提高市场主体的信心和活力有所提升，但从民间投资增长等表现看，仍有待进一步落实。总体上看，政策效果与预期目标之间存在一定差距。这与复杂的外部环境有关，也与国内经济结构性周期性等问题加大，以及政策的实施受到防范风险等约束条件限制有关，需要循序渐进，继续推进。

---

<sup>2</sup>央行于 2019 年 1 月 15 日、1 月 25 日、9 月 16 日全面降准三次，共降低存款类金融机构存款准备金率 1.5 个百分点；另外于 2019 年 10 月 15 日、11 月 15 日分两次额外对服务省域内的中小银行实施定向降准，降准幅度共 1 个百分点。

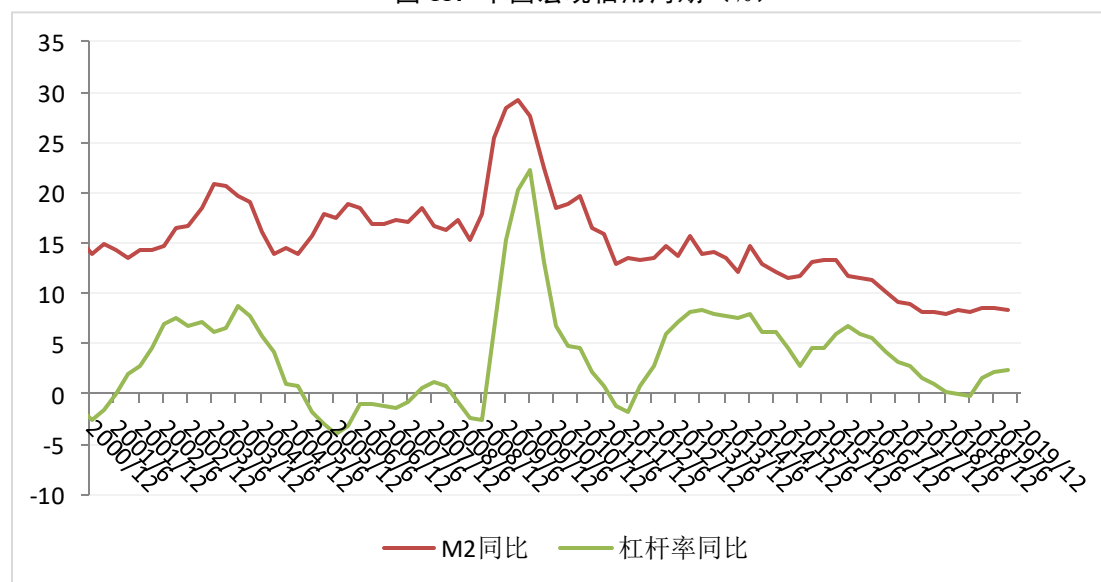
<sup>3</sup>1 年期 LPR 于 2019 年 8 月 20 日、9 月 20 日和 11 月 20 日下调三次，分别下调 0.06、0.05 和 0.05 个百分点；5 年期 LPR 仅于 11 月 20 日下调一次，下调 0.05 个百分点。

## 二、2019 年宏观信用及债券市场发展

### （一）2019 年以来宏观信用总体有所扩张<sup>4</sup>，同时局部性信用收缩压力依然存在

1、在逆周期调控政策的作用下，宏观信用总体有所扩张。一般而言，随着宏观信用的扩张或收缩，宏观杠杆率和货币供应量等宏观变量会发生同向变化，故我们可以利用宏观杠杆率或货币供应量同比增长数据的变化，来观察中国宏观信用周期的大概循环变化。总体上看，自 1998 年以来，M2 同比增速和宏观杠杆率的同比增速基本上同步同向变动，期间大致出现三个较明显的信用周期，其中 2008 年 6 月至 2011 年 6 月是波动最大的一个周期，反映了国际金融危机后中国在四万亿刺激计划推动下的宏观信用急剧扩张，及其后的快速收缩。2016 年开始实施去杠杆政策之后，宏观信用规模持续收缩，到 2018 年底基本企稳。2019 年以来，随着国家逆周期调节力度的加大，宏观杠杆率增速有所反弹，M2 增速基本趋稳，长期来看二者均处于历史低位区间。据此判断，中国宏观信用可能重启了新一轮扩张周期，但扩张速度较前两轮缓慢，全面的信用宽松尚未出现。

图 11：中国宏观信用周期（%）

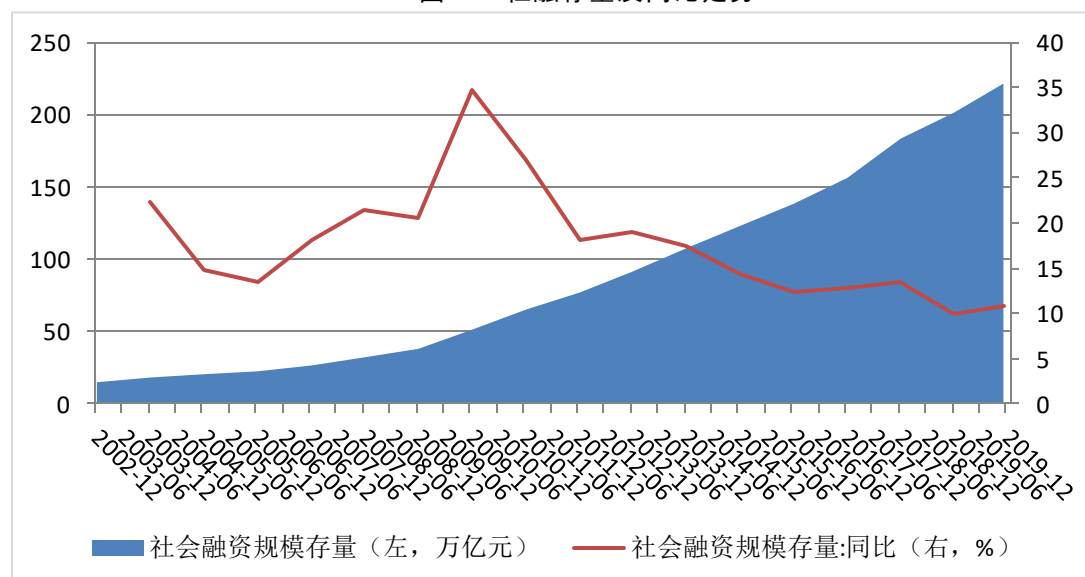


数据来源：wind，联合资信整理计算

<sup>4</sup>本文所称“宏观信用”，即央行官方所称之“社会信用”。官方之称谓，可能是与“社会融资”相对应，本无疑义。但国家近年来大力加强“社会信用体系”建设，后者与全社会各种“失信”行为相对应，两个“社会信用”非指一物，故本文专以“宏观信用”替代央行所称之“社会信用”。

社会融资规模存量的持续增长，明显的反映了长期以来宏观信用规模总体上持续扩张的走势，但扩张速度具有显著的周期性：2010-2011 年，社融存量增速急剧下滑，2014-2015 年仍快速下滑，2017-2018 年再次快速下滑，2018 年四季度以来扩张速度略有回升。

图 12：社融存量及同比走势



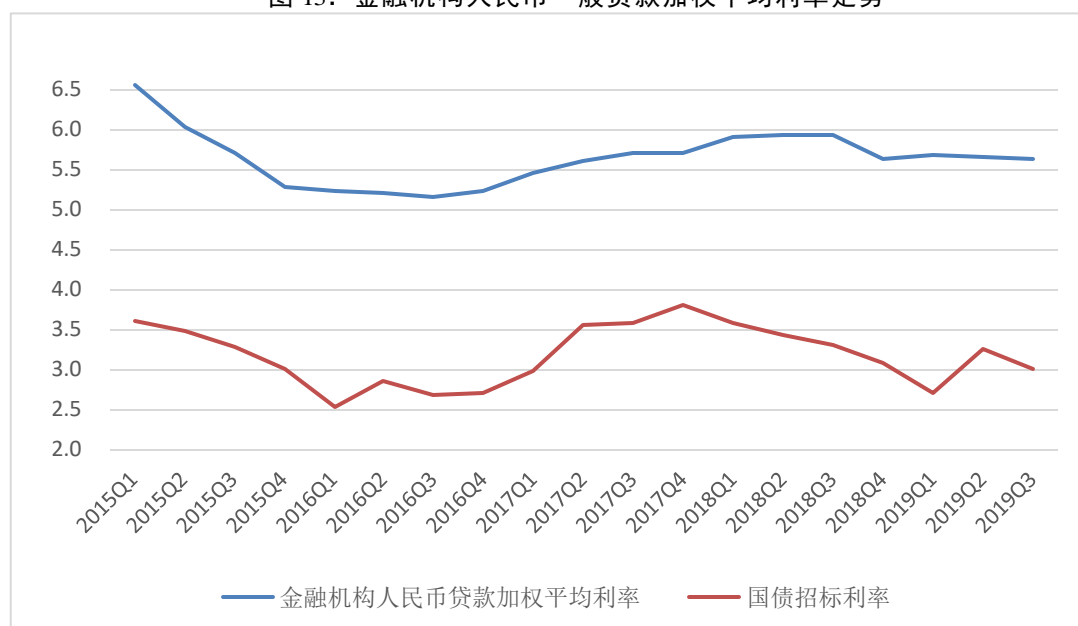
数据来源：wind，联合资信整理计算，2019 年为 11 月数据。

本轮宏观信用扩张缓慢，市场方面的原因在于流动性分层的加剧<sup>5</sup>。尽管 2018 年以来央行运用多种货币政策工具向银行系统投放货币，降低存款准备金率，保持流动性合理充裕，实现货币市场利率在 2018 年以来的较低区间平稳运行，但由于货币政策传导机制不畅，信贷市场利率仅出现微小下调，从而影响了商业银行的信用创造机能，抑制了信用的自然扩张，造成银行系统与实体部门之间的流动性分层。2018 年以后，随着货币政策的逐渐宽松，货币市场利率下行，国债招标加权利率出现快速下行走势；而信贷市场方面，2019 年 1-12 月，累计新增人民币贷款 16.88 万亿元，同比 2018 年（15.67 万亿元）增长缓慢。从银行贷款的利率走势上看，在 2018 年四季度明显下调后，2019 年一季度有所反弹，二季度稍有回落，三季度与二季度基本持平，并未随银行流动性放松而显著下行，表明信用扩张速度受到流动性分层的较大抑制。此外还可能是由于宏观杠杆率总体

<sup>5</sup>市场一般从两个方面看待流动性分层现象。一是银行系统内，大中小银行的流动性差异较大，出现分层；二是指银行部门与实体企业部门的流动性差较大。前者流动性较为充裕，后者却较差。这里讨论第二种情况，第一种情况在后文“中小银行流动性状况”部分讨论。

偏高，信用风险高发，政府坚决不搞“大水漫灌”式金融刺激等政策因素限制所致。

图 13：金融机构人民币一般贷款加权平均利率走势



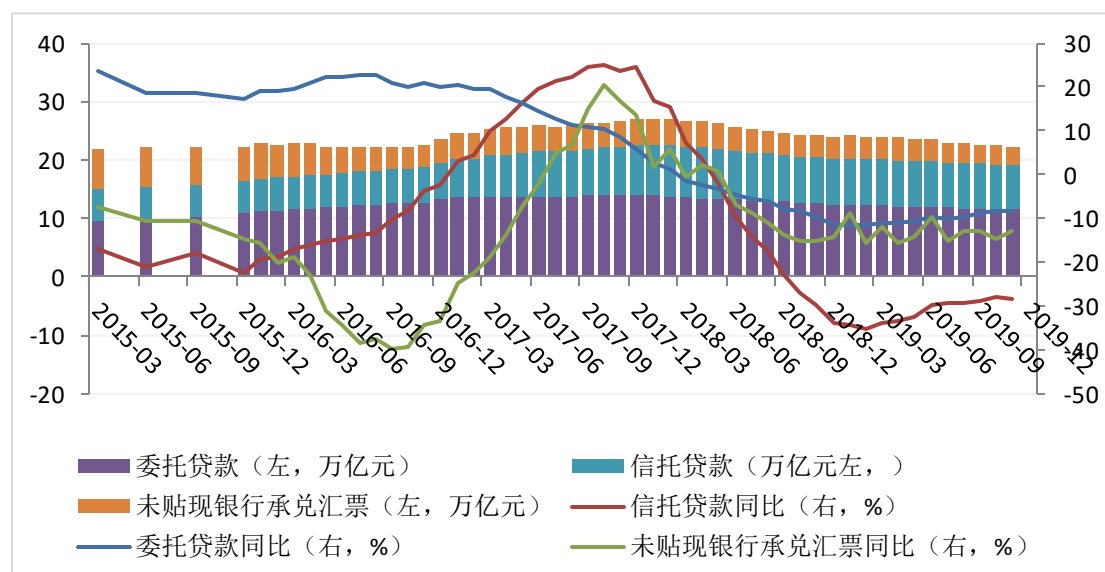
数据来源：wind，联合资信整理

**2、在宏观信用继续弱势扩张的同时，局部性信用收缩仍较为明显，民营企业仍是信用收缩的主要载体。**局部性信用收缩，主要表现是非标融资继续收缩、部分融资主体的信贷受到政策限制、部分主体债券融资难度加大等方面，具体表现是国有企业受负债率监管指标约束新增融资减少，民营企业信用融资全面下降。局部性信用收缩的原因是多方面的，既可能由宏观经济的结构性变化所产生，也可能由宏观政策的局部性调整而产生；既可能由局部性信用质量下降所引发，也可能是外部（放贷银行或投资者）风险偏好的降低所致。2019 年以来局部性信用风险主要有以下表现：

**（1）表外信用收缩持续推进，下半年收缩速度有所趋缓。**此类信用收缩主要由金融去杠杆及理财新规等金融监管政策所产生。从规模及占比来看，委托贷款为非标融资的主要形式，其次是信托贷款，未贴现银行承兑汇票占比最小。2017 年之前，委托贷款一直处于高速增长阶段且基本稳定；信托贷款从 2016 年开始快速增长，一直持续到 2017 年三季度；未贴现银行承兑汇票初期有一个较大的下降期，2016 年四季度增速快速反弹，从-30%以上的负增长迅速反弹至 2017 年 10 月的 20%，其后开始进入下降通道。总体看，非标融资最高于 2018 年 2 月达

到 27.7 万亿元，其后在去杠杆的影响下持续收缩，2019 年 11 月缩小到 22.36 万亿元的最低水平，共缩小 17.4%。由图 14 中可见，中国三大非标规模增长自 2017 年四季度开始快速下滑，2018 年底开始企稳，2019 年委托贷款和信托贷款降幅有所收窄。原因可能是 2018 年四季度开始，在经济下行压力加大，资管新规等一系列政策温和过渡，去杠杆政策边际松动，但总体上收缩的态势没有改变。

图 14：非标融资变化情况

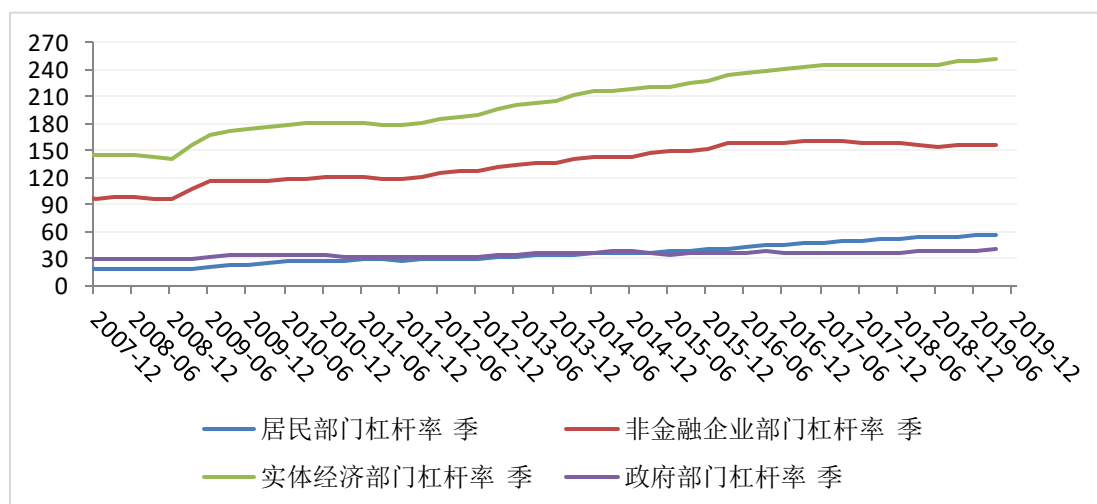


数据来源：人民银行，联合资信整理

## （2）尽管宏观杠杆率在 2019 年有所回升，但企业部门杠杆率有所下降。

中国宏观杠杆率从 2009 年开始持续上升，2017-2018 年基本平稳，2019 年小幅上升，表示宏观信用有所扩张。但这个扩张是因为政府部门和居民部门扩张所致，实体企业部门不但没有扩张，反而是收缩的，主要原因是在国资委降杠杆政策的约束下，国有企业的债务融资受到较严格限制，同时民营企业债务融资继续下滑。数据显示，2019 年前三季度，中国实体企业部门杠杆率下降 2.1 个百分点至 155.62%。而同期政府部门和居民部门的杠杆率分别上升 2.3 和 3.1 个百分点。实体企业部门杠杆率的下降，主要可能是在随着经济增长放缓，以及外贸出口的下降，内外需双双疲软的情况下，本来负债率较高的企业融资需求下降所致。政府部门和居民部门杠杆率上行。主要系 2019 年专项债发行规模和居民贷款购房保持了较高的增长速度。

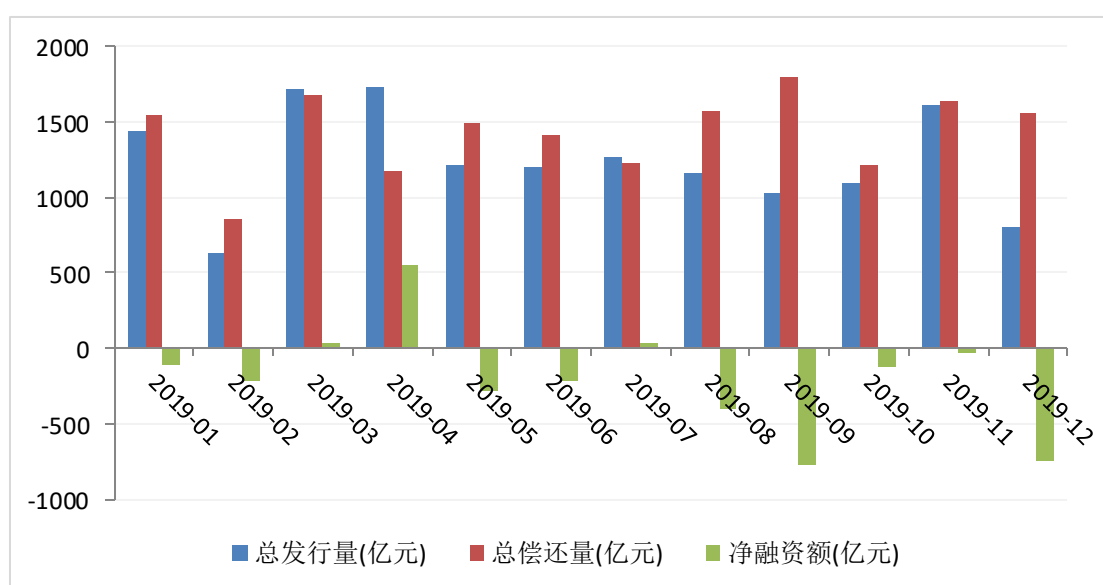
图 15：中国各部门宏观杠杆率



数据来源：人民银行，联合资信整理

(3) 民营企业是信用收缩的主要载体，全年债券净融资为负。2019 年，虽然得到政策较大支持，如监管要求大型银行对民企的贷款要达到其新增贷款的 30%，创设民企债券融资风险缓释工具（CRMA）、各地成立民营企业纾困基金等，但在经济下行压力加大、民营信用风险大量暴露的影响下，民营企业融资环境继续恶化。以债券融资为例，2019 年民营企业债券融资净额为负，信用收缩明显；民企债券违约的高发，也说明在其流动性出现困难，急需信贷融资的时候难以获得银行贷款，而银行针对民企存在一定的断贷抽贷情况，可见民营企业信贷规模也可能处于收缩之中。

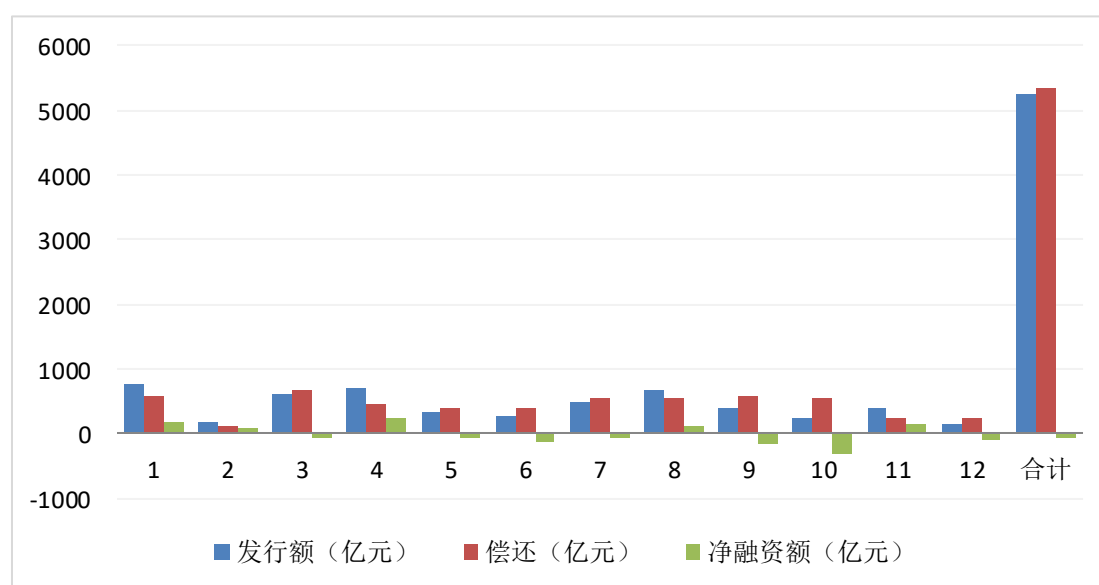
图 16：2019 年民营企业债券净融资额为负（亿元）



数据来源：wind，联合资信整理

(4) 在“房住不炒”政策的导向下，2019 年房地产企业融资受到诸多限制，尤其是 4 月份以后信用收缩明显。在“房住不炒”、不将房地产作为短期刺激经济的手段等房地产调控政策的作用下，监管部门 2019 年以来对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准，特别是严格控制带有投机性的开发和个人贷款，限制房地产开发信托融资和发商境外债券融资等政策措施，房地产行业信用规模受到抑制。据中国信托业协会发布的信托公司主要业务数据显示，截止 2019 年 9 月 31 日，信托资金投向房地产的余额为 2.78 万亿元，较上季度末减少 1481 亿元，环比下降 5.1%，此为 2015 年 4 季度以来，首次出现新增规模环比负增长。2019 年房地产开发企业债券融资持续下降，同时债券到期量巨大，导致全年行业净融资为负，信用规模出现收缩。

图 17：2019 年房地产开发企业债券净融资额为负



数据来源：wind，联合资信整理

(5) 区域信用分化，部分信用环境较差地区信用收缩较明显。从前三季度新增社会融资规模来看，2019 年全国宏观信用规模继续扩张，但西藏、甘肃、北京和重庆四省市信用规模出现较大收缩，收缩幅度达到 96.7%、37.2%、29.3% 和 9.7%。尽管收缩的地区占比较小，但也说明了宏观信用的区域性分化。根据社融规模的构成，上述地区主要是人民币贷款和企业债券融资降幅较大，信用收缩明显。进一步考察各地企业债券融资情况，2019 年前三季度辽宁、黑龙江、重庆、四川和青海企业债券融资为负增长，陕西和北京为同比负增长。其原因可能是在经济增速下滑背景下，企业效益下滑，经营困难，因而信用风险较为突出，



融资难度加大所致。

表 1：各省市社会融资规模情况

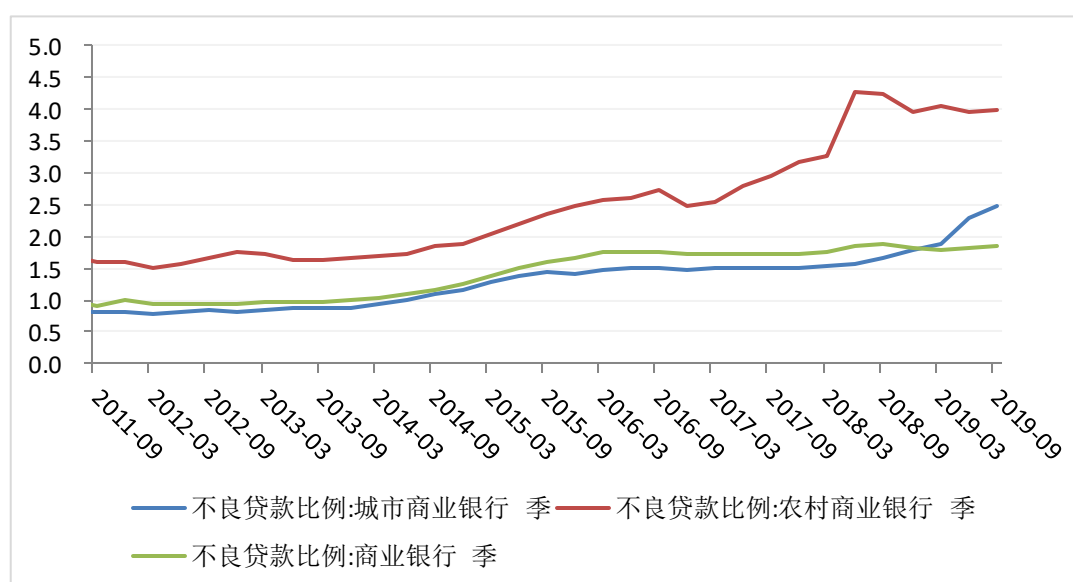
省市	社会融资规模增量（亿元）			债券融资规模（亿元）		
	2019 年前三季度	2018 年前三季度	同比增长	2019 年前三季度	2018 年前三季度	同比增长
北京	10585.70	14978.53	-29.33	5296.62	5729.85	-7.56
天津	2891.56	1732.59	66.89	706.89	368.07	92.05
河北	6431.45	4897.96	31.31	473.35	242.42	95.26
山西	3302.22	2519.06	31.09	547.31	463.13	18.18
内蒙古	1281.27	1188.56	7.80	129.93	-84.63	253.52
辽宁	2859.39	2852.47	0.24	-102.87	-498.97	79.38
吉林	2261.26	1191.54	89.78	167.21	94.42	77.08
黑龙江	2084.60	940.44	121.66	-29.12	-46.05	36.76
上海	7091.37	4116.34	72.27	2122.14	956.60	121.84
江苏	20188.50	14779.35	36.60	2378.51	1741.78	36.56
浙江	16415.00	15386.09	6.69	1735.79	1078.08	61.01
安徽	6430.54	4609.00	39.52	341.78	222.43	53.65
福建	7661.13	4372.96	75.19	813.96	516.58	57.57
江西	5715.81	4942.51	15.65	809.17	363.68	122.50
山东	11810.51	7238.95	63.15	1355.09	689.55	96.52
湖北	6917.26	5346.12	29.39	465.18	73.25	535.06
湖南	7008.31	4810.20	45.70	658.09	286.24	129.91
广东	21273.48	17364.56	22.51	764.99	47.97	1494.86
广西	3934.84	3263.11	20.59	3299.67	1735.69	90.11
海南	698.43	404.97	72.47	116.22	30.63	279.47
重庆	3879.44	4307.62	-9.94	-22.49	-83.36	73.02
四川	7908.90	6993.23	13.09	-833.25	286.54	-390.80
云南	3820.26	2338.50	63.36	1183.17	471.75	150.81
贵州	3705.48	3174.30	16.73	538.87	195.16	176.11
西藏	15.53	471.13	-96.70	225.69	-19.49	1257.90
陕西	3644.36	3552.07	2.60	22.40	41.00	-45.37
甘肃	1497.32	2385.34	-37.23	419.64	386.36	8.61
宁夏	604.17	470.92	28.30	152.02	-16.79	1005.30
青海	1056.90	246.38	328.98	-22.91	49.12	-146.63
新疆	2071.43	846.82	144.61	13.41	-51.03	126.28

数据来源：wind，联合资信整理

城投企业是区域经济的代表，也是地方信用状况的主要代表。城投企业融资渠道主要有银行贷款、非标融资和债券融资。随着非标融资的萎缩，城投行业的信用总体上也有所收缩。2018 年以来城投非标融资违约事件多次出现，反映出部分城投企业经营及再融资状况恶化，信用收缩有所强化。

(6) 流动性分层加剧，尤其是包商事件后，中小银行流动性一度趋紧，信用收缩较为明显。2019 年以来，随着经济下滑，流动性在大中小银行之间分层加剧，以城商行和农商行为代表的中小银行长期积累的风险开始暴露，流动性更趋紧张，中小银行发行的同业存单利率明显上行，同业存单发行失败的情况也时有出现，导致包商银行等风险事件发生。从银行贷款不良率看，城商行不良率从 2016 年末的 1.48% 上升至 2019 年 6 月末的 2.3%，上升了 85 个基点（BP），同期不良余额则从 1498 亿元上升到 3771 亿元，翻了一番还多；农商行不良率从 2016 年末的 2.49% 上升至 2019 年 6 月末的 3.95%，并曾在 2018 年中达到过 4.29%，同期不良余额则从 2349 亿元大幅上升至 5866 亿元。包商银行事件之后，监管层支持中小银行补充资本金，情况有所企稳，但总体造成中小银行信用的较大收缩。

图 18：商业银行不良贷款比例呈上升趋势



数据来源：wind，联合资信整理

## (二) 2019 年信用债市场发行继续扩大，债券违约规模有所增加

信用债是企业直接融资的重要渠道，虽然在社会融资规模中的占比并不高<sup>6</sup>，但也是宏观信用的重要构成部分。2019 年宏观信用的总体表现，在信用债市场也有明显反映。

### 1、2019 年债券融资规模继续增长，净融资规模逐年增加，发行利率总体波

<sup>6</sup>根据人民银行数据，2019 年 11 月累计新增规模占比为 13.5%，年初以来呈波动上升态势。存量规模占比基本稳定维持在 10% 左右，2019 年 11 月为 10.4%。

动下行，发行主体等级主要集中在 AA+及以上

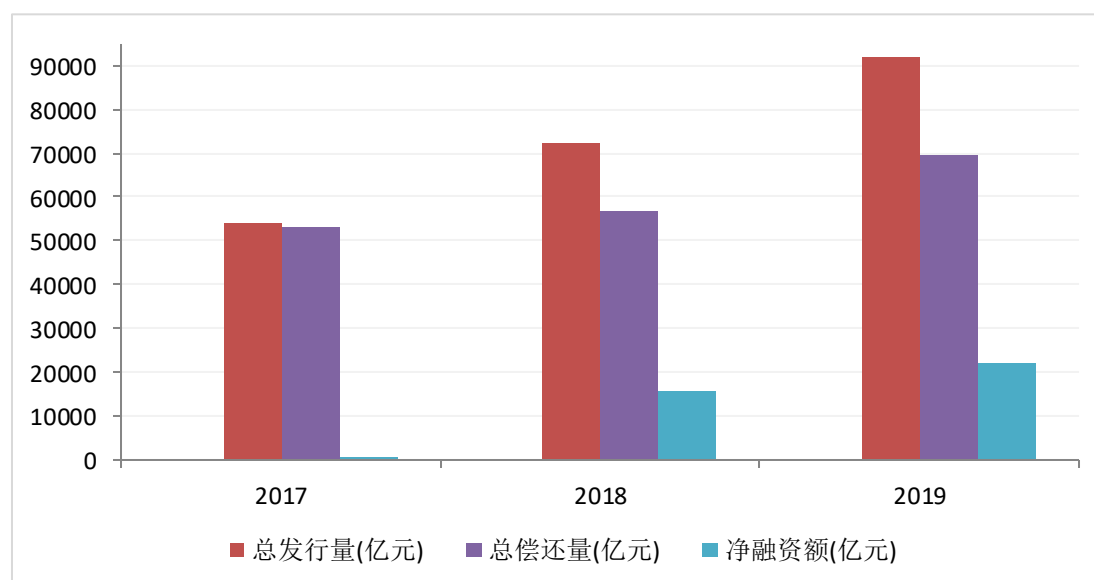
债券融资规模继续增长，发行结构基本稳定。2019 年债券市场累计发行 7135 期非金融企业债券，同比增长 21.24%；发行规模 10.3 万亿元，同比增长 22.91%，其中短期融资券发行规模同比下降。超短期融资券和中期票据仍为非金融企业的主要融资工具，规模合计占比 48.56%。企业债券和金融债券发行期数和发行规模占比均明显上升。

表 2：2019 年主要信用债发行情况

债券类型	2019 年						2018 年			
	发行期数			发行规模			发行期数		发行规模	
	期数 (期)	同比增 幅(%)	占比 (%)	规模 (亿元)	同比增 幅(%)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)
超短期融资券	3038	22.16	42.58	31313.99	18.48	30.47	2487	42.26	26430.00	31.61
短期融资券	462	7.94	6.48	4436.20	-7.16	4.32	428	7.27	4778.30	5.72
公司债券	893	12.33	12.52	10910.11	8.79	10.62	795	13.51	10028.28	12.00
中期票据	1650	17.44	23.13	18587.40	10.32	18.09	1405	23.87	16848.25	20.15
企业债券	364	42.75	5.10	3353.49	50.48	3.26	255	4.33	2228.58	2.67
金融债券	430	47.26	6.03	23176.00	77.18	22.55	292	4.96	13080.40	15.65
资产支持证券	289	30.77	4.05	10843.78	6.82	10.55	221	3.76	10151.91	12.14
国际机构债	9	350.00	0.13	135.00	147.25	0.13	2	0.03	54.60	0.07
总计	7135	21.24	100.00	102755.97	22.91	100.00	5885	100.00	83600.32	100.00

数据来源：wind，联合资信整理

图 19：2017-2019 年债券净融资额逐年增长

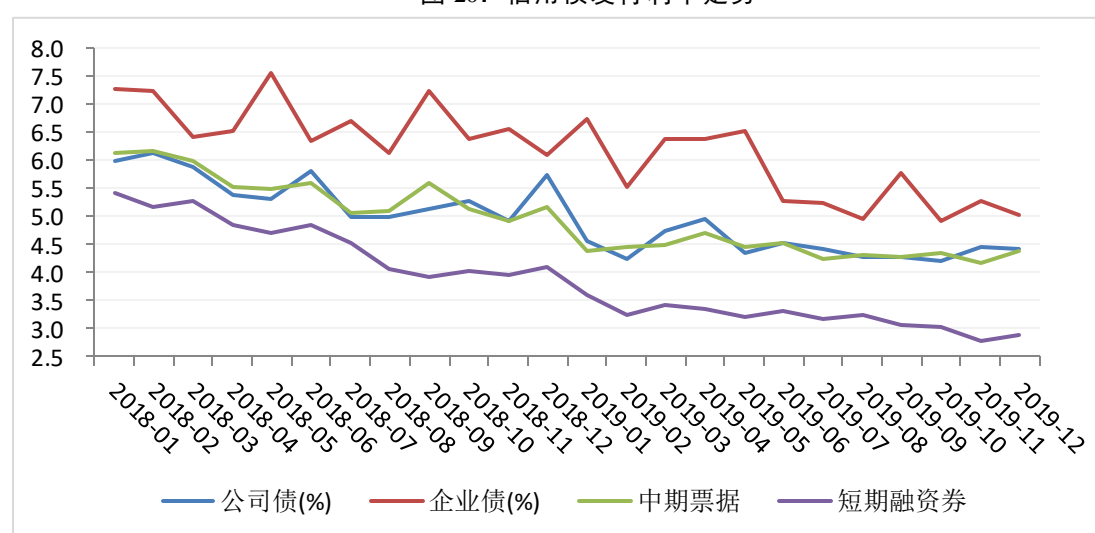


数据来源：wind，联合资信整理

**债券净融资逐年增加。**截止 2019 年 11 月底，非金融企业债券融资存量 23.1 万亿元，占社融存量总额（221.3 万亿元）的 10.4%，是除人民币贷款之外的第二大融资方式；2019 年，非金融企业在债券市场共发行信用债 9.19 万亿元，总偿还量 6.98 万亿元，净融资额 2.21 万亿元<sup>7</sup>，分别同比上年增长 7.27%、5.70% 和 1.57%，近 3 年净融资额逐年增加（见图 19）。

**2019 年信用债发行利率在 2018 年的基础上继续波动下行。**其中短期融资券（包括一般短期融资券和超短期融资券,以下同）发行利率下降幅度最大，2019 年 12 月的加权平均发行利率为 2.9011%，同比下降 29%；其次为企业债，2019 年 12 月加权平均发行利率为 5.0046%，同比下降 17.97%。中期票据和公司债的发行利率变化不大。

图 20：信用债发行利率走势

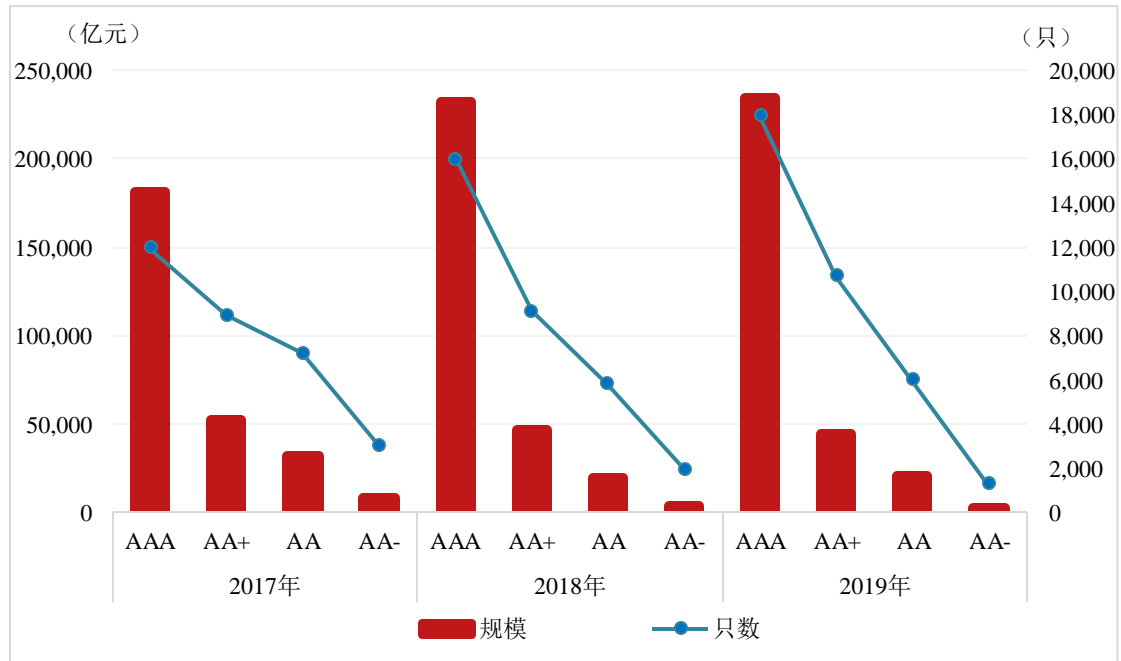


数据来源：wind，联合资信整理

**2019 年债券发行主体的等级分布仍主要集中在高等级区。**从发行规模上看，AA+及以上等级主体发行规模占比为 61.68%，较 2018 年（63.73%）略有下降，较 2017 年（57.12%）有所上升；从发行只数上看，AA+及以上等级主体发行只数占比 65.32%，较 2018 年（63.84%）和 2017 年（55.9%）均有所上升。发行主体向高等级集中的情况，反映了市场在低等级主体债券违约多发的情况下，投资者风险偏好下降的倾向。

<sup>7</sup>包括非金融企业在银行间和交易所市场发行的企业债、公司债、中期票据、短期融资券（包括超短期融资券）和定向融资工具。

图 21：债券发行主体等级分布



数据来源：wind，联合资信整理

推迟或取消发行债券期数和规模大幅减少。2019 年推迟或取消发行的债券总计 339 期，规模合计 2378.56 亿元，均较上年大幅度减少，说明 2019 年债券融资环境较上年显著改善。

表 3：2018-2019 年主要信用债推迟或取消发行情况

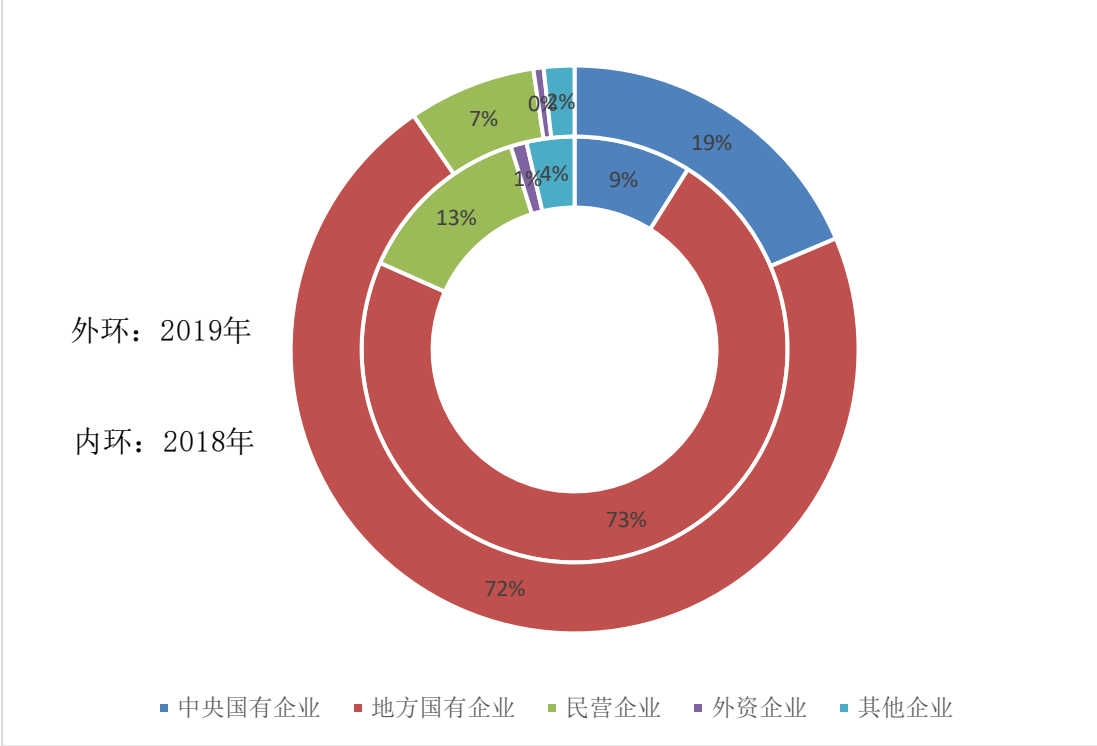
债券类型	2019 年情况		2018 年情况	
	期数（期）	规模（亿元）	期数（期）	规模（亿元）
超短期融资券	53	314.00	136	859.55
短期融资券	65	302.20	143	662.10
公司债券	27	279.84	32	215.30
中期票据	181	1295.10	304	1945.60
企业债券	18	138.00	37	256.50
金融债券	-	-	4	13.80
资产支持证券	3	119.73	6	131.51
总计	339	2378.56	662	4084.36

数据来源：wind，联合资信整理

2019 年推迟或取消发行的债券发行主要为国有企业（地方国有企业和中央国有企业），占比约 90%，较 2018 年提高 10%；民营企业占比约 7%，较 2018 年下降约 6%。反映出有条件进行债券融资的民营企业数量减少，民营企业的融资的需求更为迫切，比较能够接受较高的融资成本；相对而言，国企的融资渠道

更多，债券融资需求可能并不强烈，对融资成本更敏感，容易做出推迟甚至取消发行的选择。

图 22：2018 年和 2019 年推迟或取消发行债券的所有制机构



数据来源：wind，联合资信整理

**2、随着局部性信用收缩深化，信用债违约规模及期数增加，新增违约主体数量与上年持平，主体评级预警总数较上年略有增加**

2019 年债券市场信用风险整体维持在较高水平，共有 179 支债券发生违约，涉及发行人共 65 家，新增违约主体 40 家，违约金额合计 1444.1 亿元。2019 年公募债券市场的主体违约率为 0.73%，较 2018 年下降 0.15 个百分点。2019 年债券市场信用风险进一步释放，债券违约主体、违约期数、违约，均较 2018 年均有所增加，呈现风险加速暴露的态势。

表 4：2015 年以来债券市场违约情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
债券期数（期）	27	56	34	125	179
债券规模（亿元）	121.8	393.8	312.4	1209.6	1444.1
新增违约主体数（个）	25	29	9	40	40

数据来源：wind，联合资信整理

2019 年债券违约的主要特点有：民企仍是主力，但弱质国企违约增加，中

央和地方国企均有新增违约。违约行业以商贸、化工、食品、有色金属冶炼、建筑、综合等集中度较低行业为主。从近两年公募债违约主体行业分布看，国企集中的钢铁、煤炭、重型机械、船舶等较少，进入门槛较低、非国有控股企业集中的行业为主。地区上仍集中于东部发达地区。信用风险表现多样化，债券展期、劝退回售、场外兑付现象增多；公司治理问题凸显，主要涉及公司管理层及实际控制人风险、股权或资产冻结质押风险、信息披露违规风险、担保及关联方风险。

表 5：2019 年新增违约主体概况

违约企业	企业性质	所在省市	所属行业	违约债券期数	违约规模
安徽省外经建设(集团)有限公司	民营企业	安徽省	建筑与工程	4	58.80
中信国安集团有限公司	公众企业	北京	综合类行业	7	134.00
东旭光电科技股份有限公司	民营企业	河北省	电子元件	3	47.00
青海盐湖工业股份有限公司	地方国企	青海省	化肥与农用化工	3	61.74
腾邦集团有限公司	民营企业	广东省	多领域控股	2	17.00
华泰汽车集团有限公司	民营企业	北京	机动车零配件与设备	3	44.00
天津市浩通物产有限公司	地方国企	天津	金属非金属	1	12.10
天广中茂股份有限公司	公众企业	福建省	建筑与工程	1	12.00
西王集团有限公司	民营企业	山东省	食品加工与肉类	7	44.90
沈阳机床(集团)有限责任公司	地方国企	辽宁省	工业机械	1	10.00
精功集团有限公司	民营企业	浙江省	综合类行业	11	61.00
康得新复合材料集团股份有限公司	民营企业	江苏省	基础化工	4	35.00
庞大汽贸集团股份有限公司	民营企业	河北省	汽车零售	3	19.44
中国民生投资股份有限公司	民营企业	上海	综合类行业	1	8.50
宝塔石化集团有限公司	民营企业	宁夏回族自治区	石油与天然气的炼制和销售	2	18.00
北讯集团股份有限公司	民营企业	广东省	建筑产品	2	13.00
东方金钰股份有限公司	民营企业	湖北省	服装、服饰与奢侈品	1	7.50
郴州市金贵银业股份有限公司	民营企业	湖南省	白银	1	6.85
东辰控股集团有限公司	民营企业	山东省	基础化工	5	21.27
三胞集团有限公司	民营企业	江苏省	电脑与电子产品零售	7	29.14
金洲慈航集团股份有限公司	民营企业	黑龙江省	服装、服饰与奢侈品	1	5.20
贵人鸟股份有限公司	民营企业	福建省	服装、服饰与奢侈品	2	11.47
甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	民营企业	甘肃省	服装、服饰与奢侈品	1	5.00
沈阳机床股份有限公司	地方国企	辽宁省	工业机械	1	5.00
大连天宝绿色食品股份有限公司	民营企业	辽宁省	食品加工与肉类	1	5.00
国购投资有限公司	民营企业	安徽省	房地产开发	9	42.90
河南众品食品有限公司	民营企业	河南省	食品加工与肉类	1	5.00
河南众品食业股份有限公司	民营企业	河南省	食品加工与肉类	2	5.16
安徽配天投资集团有限公司	民营企业	广东省	多领域控股	1	4.54
山东胜通集团股份有限公司	民营企业	山东省	多元化工	9	55.50

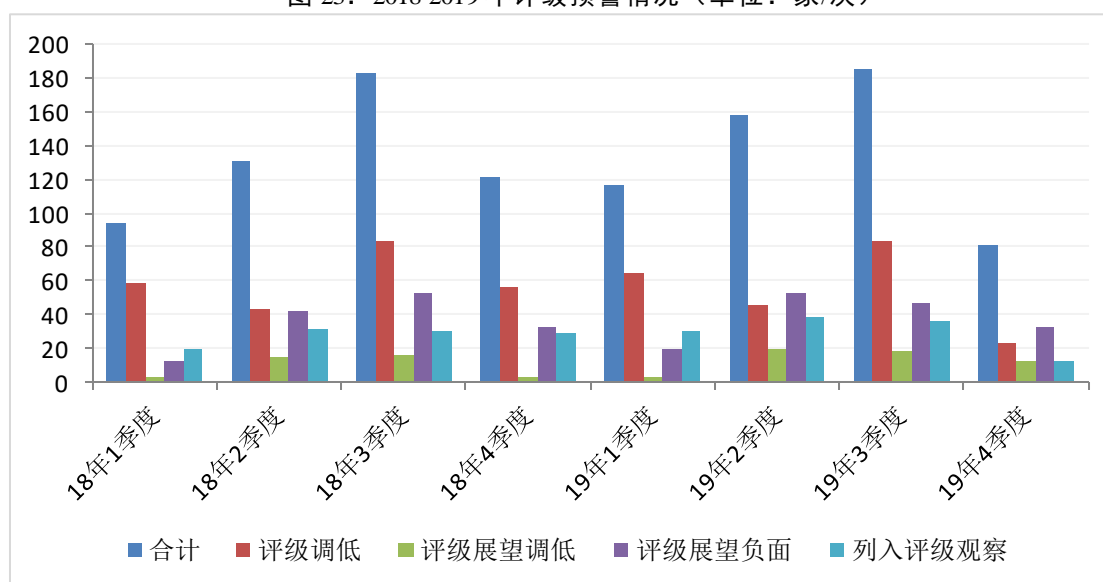


天津物产能源资源发展有限公司	地方国企	天津	煤炭与消费用燃料	1	4.25
哈尔滨秋林集团股份有限公司	民营企业	黑龙江省	百货商店	3	12.04
三鼎控股集团有限公司	民营企业	浙江省	综合类行业	4	20.00
颐和地产集团有限公司	民营企业	广东省	房地产开发	1	3.04
辅仁药业集团有限公司	民营企业	河南省	中药	1	3.00
南京建工产业集团有限公司	民营企业	江苏省	建筑与工程	11	85.00
成都天翔环境股份有限公司	民营企业	四川省	环境与设施服务	1	2.00
广东东方锆业科技股份有限公司	公众企业	广东省	金属非金属	1	1.04
东旭光电科技股份有限公司	民营企业	河北省	电子元件及设备	1	22.00
北大方正集团有限公司	中央国企	北京市	互联网软件与服务	1	20.00

数据来源：wind,联合资信

此外，2019 年主体评级预警总数较上年略有增加，四季度明显下降。2019 年主体评级预警总数 540 次/家，较上年（529）略有增加。其中评级调低 217 次，较上年（242 次）有所减少，评级展望调低 54 次，较上年（37 次）有所增加，评级展望负面 151 家，较上年（140）有所增加，列入评级观察的企业 118 家，较上年（110 家）略有增加；分季度看，第四季度预警总数明显减少，较上年同期显著降低。评级预警与违约存在一定时滞，一般违约在评级预警后半年到一年发生，2019 年较高的评级预警数量，预示 2020 年仍存在违约高发的可能。

图 23：2018-2019 年评级预警情况（单位：家/次）



数据来源：wind，联合资信整理

### 三、2020 年宏观经济及政策前瞻

#### （一）2020 年经济走势前瞻

2019 年底中国主要经济指标虽有所好转，但经济增长回升的动力仍显不足，外部环境仍存在较大不确定性，2020 年依然面临较大的下行压力。年初出现的黑天鹅事件——新冠肺炎快速在全国的蔓延，导致疫情严重地区乃至全国生产流通大面积停滞并波及国际社会，短期内将加速经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

**1、新冠肺炎疫情迅速蔓延，对经济社会短期冲击较大。**1 月突然爆发的新冠肺炎较 2003 年初的 SARS 疫情传染性更强、扩散速度更快、影响范围更广、危害程度更大，对经济社会的冲击更大，短时间内引起国内外政府与社会的强烈反应。武汉及湖北其他城市率先封城、实施交通管制、关闭生产经营场所，并迅速波及到全国各地；全国各省市政府陆续宣布启动“重大突发性公共卫生事件一级响应”，为中国历史上前所未有；国务院通知春节假期延长，各地全面延长 10 天甚至更长，实施隔离防控与人口流动限制，号召或规定民众居家防疫，企业大面积停产停工；国外政府纷纷采取停飞中国航班、阻止中国人入境、限制与中国的经贸往来等措施以防疫情传入；WHO 于 1 月 30 日将新冠肺炎列为“国际关注的重大公共卫生事件”，引起国际社会对疫情的更高警惕。可以说，此次突发新冠疫情较 SARS 引起国内国际社会更大反应，对经济社会冲击亦更大。

**2、突发的黑天鹅事件——新冠肺炎疫情对 2020 年全球经济将产生广泛影响，势必拖累全球经济增长。**本来，尽管存在贸易及地缘政治等多重不确定性影响，但随着美联储快速降息并开启扩表，全球利率水平在 2019 年大幅度下行对需求的刺激，促进工业生产的恢复及库存回补需求，从而对全球经济增长产生支撑。同时，中美贸易谈判第一阶段协议的签署及英国脱欧的尘埃落定，全球贸易有望逐渐恢复，2020 年全球经济可能保持平稳。但在受到新冠肺炎疫情影响后，中国进口商品、中国游客出国旅游大幅下降，中国之外各国之间因为防控疫情而导致人员往来及国际贸易下降，同时全球供应链也受到较大冲击。以上因素将对各国旅游业、制造业及相关产业造成较大影响，拖累各国经济增长。

**3、疫情可能使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。**2019 年 3 季度开启的各项稳增长政策措施，推动经济状况在年底出现企稳，2020 年经济下行趋势或将放缓。但在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大

需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级。外国供应商要考虑新增中国某个企业为供应商，中间需要经过初步洽谈、产品测试、验厂、打样、谈判、签约等环节。上述多个环节涉及外国采购商到华的国际旅行。目前，这类新增中国企业为供应商的协商过程，可能受到干扰、甚至面临暂停，进而影响到潜在的国际贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。对经济增长的长期拖累，将视疫情控制的持续时间而定，持续时间越长，对经济增长的拖累将越严重。

**4、受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加。**2019 年主要是以猪肉为主食品价格大幅上涨，带动 CPI 迅速攀升。理论上讲，2020 年随着食品价格的扩散效应，非食品价格或将联动上涨，其中服务价格回升压力较大（2019 年主要受通讯等价格下降拖累）。如果在基建等带动下 PPI 止跌回升，则 2020 年或将面临全面的通胀压力，从而对货币金融政策的放松产生加大约束。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复业，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

## **（二）2020 年宏观政策前瞻**

根据 2019 年以来国内外经济形势及未来走向，我们预计 2020 年宏观政策将保持稳定，继续延续 2019 年的基本宏观调控基调，继续实施逆周期调节，推进落实减税降费、降低实体经济融资成本，同时加强基建补短板、深化对外开放、推进重点行业及区域发展。考虑到年初突发的新冠肺炎疫情对经济的冲击可能远

大于 2003 年的 SARS 疫情之冲击，逆周期调节的力度将会进一步加强，疫情防控和经济恢复将成为短期乃至较长期的政策重心。

**1、中央经济工作会议定调稳字当头的政策主线，而克服疫情对经济造成的冲击并尽快恢复经济稳定发展，将成为上半年乃至全年的政策重心。**2019 年 12 月 6 日中共中央政治局会议明确 2020 年经济要“保持经济运行在合理区间”、“加强基础设施建设”、“提升科技实力和创新能力”，经济工作的目标是稳增长，而稳增长的重要抓手是稳投资和创新。12 月 12 日中央经济工作会议，对 2020 年政策做了定调，即“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。在这一总体要求下，“六稳”工作仍是主线，深化供给侧结构性改革将持续发力，“量的合理增长”和“质的稳步提升”并重，以“确保全面建成小康社会”。会议强调，“财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”。会议指出，2020 年要“保持宏观杠杆率基本稳定”，与上年“结构性去杠杆”的提法明显不同，这意味着若 2020 年经济继续下行，则适当加杠杆、扩信用的可能性较大。疫情发生后，中央政治局在 20 天内连续召开三次会议，研究部署疫情防控及经济恢复工作，指出要要加大宏观政策调节力度，要更好发挥积极的财政政策作用，保持稳健的货币政策灵活适度，针对疫情带来的影响，研究制定相应政策措施，支持企业复工复产，稳定经济发展。可以预期，若新冠肺炎疫情不能再短期内解除，则克服疫情对经济造成的冲击并尽快恢复经济稳定发展，将成为年初乃至全年的政策重心。

**2、为应对新冠肺炎疫情的冲击，逆周期调节力度或将进一步加大。**由于新冠肺炎疫情对经济的冲击可能远大于 2003 年的 SARS 疫情之冲击，至少前半年宏观政策进一步宽松的可能性更大。疫情爆发以来，相关部门已经及时出台了更加有力的政策措施，帮助企业度过难关。财税方面，2 月 5 日召开的国务院常务会议确定，自 1 月 1 日起暂时实施四项财税政策<sup>8</sup>，在进一步降低防疫用品生产企业、相关运输物流企业、医药企业等相关企业生产运营成本，推动防疫物资和

---

<sup>8</sup>一是对防控重点物资生产企业扩大产能购置设备允许税前一次性扣除，全额退还这期间增值税增量留抵税额；二是对运输防控重点物资和提供公共交通、生活服务、邮政快递收入免征增值税；三是对相关防疫药品和医疗器械免收注册费，加大对药品和疫苗研发的支持；四是免征民航企业缴纳的民航发展基金。

医药产品加大供给的同时，对产业链上下游也将具有积极的扩散效应。另外各地各部门也相继出台系列税费减征缓征等措施，大力减轻企业负担，支持企业复工复产。货币金融方面，中国人民银行、财政部、银保监会等部门于1月31日联合下发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，就保持流动性合理充裕、加大信贷支持力度等问题做出安排；中国证监会于2月2日表示，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧；2月5日国务院常务会议还确定用好专项再贷款政策，支持银行向重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业包括小微企业，提供优惠利率贷款，由财政再给予一半的贴息，确保企业贷款利率低于1.6%。同日中国银行间市场交易商协会发布交易商协会发布《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》，明确了建立债务融资工具注册发行绿色通道，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业债务融资工具注册发行等注册发行便利政策。这些政策措施的实施，无疑加大了逆周期调节的力度，对熨平疫情的负面影响及全年经济增长均将产生积极作用。

**3、受新冠疫情压力，财政政策或将转为更加积极。**根据中央经济会议对2020年的财政工作的原则安排，2019年财政将以提质增效为核心，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。2018年12月的中央政治局会议的相关内容“积极的财政政策要加力提效，是实施更大规模的减税降费，较大幅度提高地方政府专项债规模。”比较分析连续两次中央经济工作会议关于财政政策的两种表述，可以看出2020年财政政策的力度远弱于2019年，低于市场预期：立足点变为压缩支出，提质增效，只提供兜底性的保障，积极财政的底色有所淡化；没有提减税降费，也没有再提增加专项债规模等市场期待的举措。2019年12月26日召开的全国财政工作会议延承中央经济工作会议精神，没有提出任何稳增长逆周期调控的具体措施。以此可以预计，若2020年不出现更严重的经济下行，积极的财政政策可能并不会出现。反之如果经济下行压力加大，则政府可能在增值税税率并档改革、消费税改革及降低企业所得税等方面出台政策，从而为减轻企业税收负担，增强市场主体信心和活力创造更好的财税环境。目前来看，年初突发的新冠疫情可能改变上述财政政策基调，转而实施更加积极的财政政策，加大资金投入，保障好各地疫

情防控资金需要，同时研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施，缓解企业经营困难。

**4、稳健的货币政策继续支持实体经济发展，确实降低企业融资成本，支持疫情防控和经济恢复。**2019年11月5日，央行下调MLF操作利率，11月18日7天国债逆回购利率，11月20日LPR报价随之下调。降准或结构性降准的空间较大，同时通过MLF操作利率，引导LPR每月报价微幅下调，实现常规性降息，实质性降低企业信贷市场利率，提振市场主体的预期和信心。12月28日央行发布公告，决定自2020年1月1日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同，并且将存量浮动利率贷款全面转向LPR定价，有利于全面降低贷款成本，减轻企业财务负担<sup>9</sup>。另外一系列针对新冠疫情的支持性货币金融政策，如尽快降息降准，开通信贷、债券发行绿色通道便利企业融资，鼓励开展疫情防控及经济恢复等方面的金融产品创新等，也将成为货币金融政策关注的一个主要方面。

#### **5、进一步支持中小银行补充资本金，增强其资金投放能力和抗风险能力**

另外，进一步支持中小银行补充资本金，增强其信贷投放能力和抗风险能力，也是缓解流动性分层和局部性信用收缩的政策方向。创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要灵活适度，运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞“大水漫灌”，保持物价水平总体稳定。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，优化融资结构和信贷结构，加大对推动高质量发展的支持力度，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会贡献相适

---

<sup>9</sup>具体安排是自2020年3月1日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以LPR为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于2020年8月31日前完成。同时对个人商业性住房贷款利率的加点方式、重定价周期和重定价日确定、浮动利率转换为固定利率的执行标准等做出了明确规定。

应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环。进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。

## **四、2020 年宏观信用及债券市场风险展望**

### **（一）2020 年宏观信用或将继续弱势扩张，局部性信用收缩继续存在，新冠肺炎疫情短期在一定程度上加剧信用风险**

**1、宏观信用继续弱势扩张。**在需求弱化，增长放缓以及增长动力转换无法短时间内完成替代的情况下，中国经济增长仍然主要依靠债务推动，客观上需要宏观信用扩张，对经济注入流动性和低成本资金。但通胀预期制约，宏观杠杆率高企，企业债务负担较重，信用风险加大的背景下，信用扩张的幅度难以提高，“宽信用”的局面依然难以快速出现。

**2、宏观信用结构将有所调整。**2019 年 12 月 12 日中央经济会议指出，要保持宏观杠杆稳定，预示着 2020 年宏观杠杆率将继续稳定在当前 250%左右的可能性较大。当前，企业部门杠杆率 150%以上，处于高位并隐含较大信用风险；居民杠杆率 50%以上，虽然与发达国家比较不算高，但近年以来增高太快，且居民杠杆率较高已经对一般消费产生抑制，居民杠杆率进一步上升空间有限。另一方面，政策上以政府投资提振固定资产投资的要求强烈，2020 年不仅地方政府债券可能大幅增加，中央政府债券及其他负债亦将提高。这种情况导致的结果，将是政府部门加杠杆，居民部门稳杠杆降杠杆，企业部门降杠杆，从而导致宏观信用结构有所调整。这种结构的调整，相对有利于降低宏观信用风险，但也将使企业部门的信用有所收缩。

**3、企业部门局部性信用收缩或将继续。**在企业部门内部，由企业所有制性质、行业经济周期、企业经营及治理等差异所产生的信用配置不平衡问题由来已久，而在宏观信用结构调整的背景下，部分行业及企业的信用收缩或将继续。由于 2019 年的部分违约主体仍有大量债券未到期，明年到期后继续违约的可能比较大；有些经营恶化，流动性困难，再融资环境趋紧的发行人，信用风险不断积累，在金融、房地产、城投等一些信用状况较好的行业领域，有的企业信用风险



在持续积聚，如中小银行、中小房企和信用资质较差的城投平台等，本来就积累了较大的信用风险，加上 2020 年到期及回售债务规模仍然较大，局部性新增债券违约不容忽视。

**4、新冠肺炎疫情短期在一定程度上加剧信用风险。**疫情对部分企业采购、生产、销售、现金流回款造成冲击，企业的正常偿债资金筹集活动也将受到影响，不排除部分企业会遭遇短期的流动性困难，进而导致无法按期偿付债券本息。由于信用在企业产业间的广泛关联性和联动性，若无有效政策措施干预，预计将在一定程度上加剧信用风险。总体来看，疫情短期内对中小企业的偿债能力提出更为严峻的挑战，但国有大中型企业的信用能力不会受到实质性影响。

## **（二）2020 年债券发行规模将维持增长，但发行结构或有调整**

**1、债券发行规模将维持增长。**债券融资作为直接融资的主要渠道，在 2020 年继续扩大的可能性较大。一方面，在稳增长稳就业的压力下，通过债券融资增加投资，缓解企业流动性压力的需求仍然较为强烈；另一方面，存量债券到期压力下，企业续发债券的融资需求不减。而相对宽松的货币金融政策环境，以及债券融资成本随市场利率下降为企业债券融资均提供了较好条件。但由于企业自身的资信条件及政策导向的作用，债券融资的结构性调整不可避免。2019 年，债券发行主体主要集中在国有企业和上市公司，行业上看主要集中在基建等。2020 年这些行业依然肩负稳增长稳就业的重任，融资环境较为宽松。在这些主体融资需求的推动下，债券市场总体发行规模或将继续维持高位。

**2、债券发行成本将进一步降低。**2019 年下半年以来，在经济下行压力加大的背景下，我国货币政策趋于宽松，流动性合理充裕，市场利率中枢逐步下移，债券发行成本持续下降。2020 年货币政策宽松趋势难以改变，央行降准降息的空间仍然较大，货币政策向债券市场的传导机制较为畅通，可以预期信用债发行利率将进一步下行，企业债券融资成本进一步下降。

**3、地方政府专项债的发行规模进一步扩大。**2019 年第四季度，在本年度地方政府专项债额度发行完毕的情况下，财政部提前下达 2020 年专项债额度 1 万亿元，并于 2020 年初开始发行。市场普遍预期 2020 年地方专项债规模将较

上年增加，达到 3 万亿元左右。地方政府专项债的大规模发行，对企业信用债的发行或将产生一定挤出效应，从而改变债券融资结构。品种上看，短融和中票仍将是企业信用债券的主流产品，企业债占比或将在加强基建投资的政策作用下有所提高，金融债或将在对中小银行补充资本支持政策的作用下提高占比；期限上，长期化趋势将可能在地方政府专项债的引领下有所发展；主体信用等级分布上，向高等级集中的趋势仍将持续。

**4、产业债发行将延续分化特征。**钢铁、煤炭等国企占比较高的中上游行业，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，产业债发行规模将保持稳定；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政策支持，产业债发行规模亦将继续增长。比较而言，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大，债券融资规模或将继续萎缩。

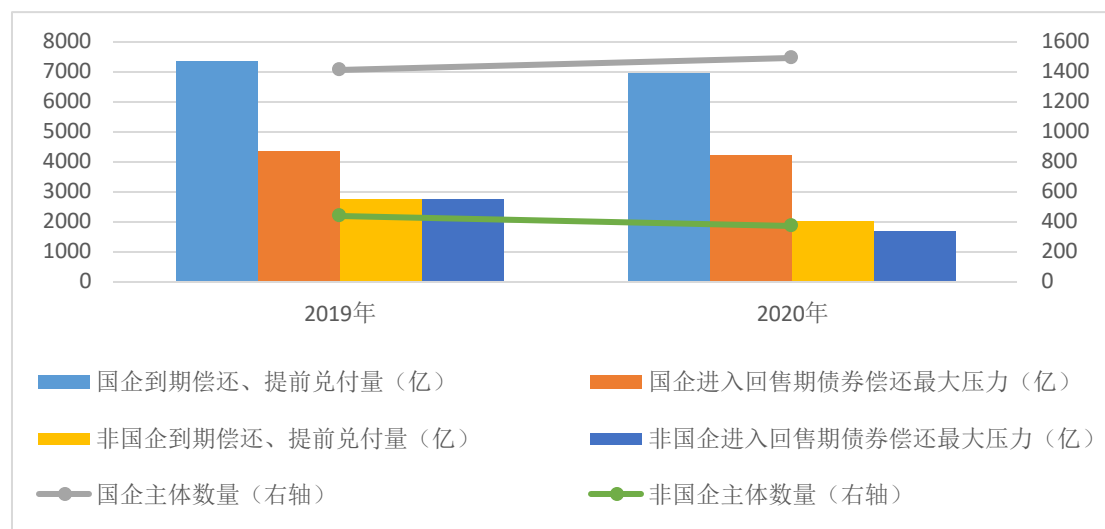
**5、民营企业债券发行可能进一步萎缩。**由于自身融资条件的恶化，信用风险高企，民营企业债券融资受到更大限制，市场对民营企业债券融资的非风险溢价要求更高，相应的融资成本依然较高。从债券融资结构看，在支持政策弱化及自身信用质量下滑的情况下，民企债券融资规模趋于缩小是大概率事件。

**6、“疫情债”等创新债券获政策支持。**为积极应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情，保障银行间债券市场平稳运行，加大对疫情防控地区的金融支持力度，交易商协会建立了债务融资工具注册发行“绿色通道”，并加快研究推出了“疫情防控债”，允许对募集资金用于疫情防控相关用途的债务融资工具名称添加“疫情防控债”标识，鼓励参与各方加大宣传力度，提升市场影响力。2 月 10 日，上海银行牵头主承销的深圳航空有限责任公司 2020 年度第 4 期超短期融资券（简称“20 深航（疫情防控债）SCP004”）成功完成簿记。本期债券发行规模 5 亿元，期限 179 天，票面利率 2%，募集资金部分用于补充深圳航空为助力疫情区抗击疫情而免费运输救援物资、医务人员，为旅客免费办理退票、改票等而支出的运营资金。预计随着疫情防控的深入及疫后经济恢复的需要，相关创新性债券融资产品将陆续推出，这有助于在更好地服务疫情防控及疫后经济恢复的同时，丰富债券产品，扩大市场规模。

### （三）2020 年非金融企业信用债违约潮或将有所回落，局部性信用风险仍需关注

1、过去两年非金融企业信用风险已有较充分释放，低等级发行主体 2020 年偿还压力有所缓解，加之新冠疫情压力下政策支持呵护力度的加大，2020 年债违约潮或将有所回落。首先，经过 2018-2019 年债券违约的集中爆发，较差资质发行人信用风险已经得到一定程度释放，同时违约潮产生的投资者风险偏好下降，使近两年新发债主体资质相对较优，维持了存量债券发行人总体上较强的经营管理、盈利能力和流动性调节能力，同时政府一系列政策的支持，也为其再融资环境的改善和化解流动性风险创造较好条件，发生违约的概率有所降低。其次，

图 25：2020 年非金融企业偿债压力将有所缓解



数据来源：wind，联合资信整理

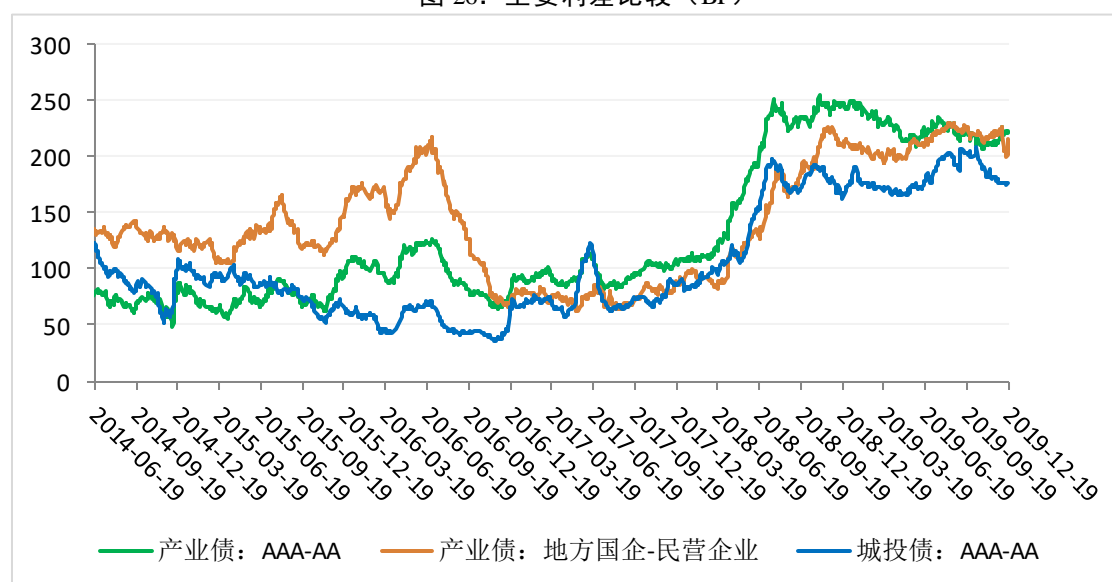
2020 年低等级发行人的偿债压力较上年有所缓解。根据我们对 AA+以下等级发行主体最大偿债压力的统计<sup>10</sup>，2019 年低等级发行主体的最大偿债压力为 1.7 万亿元，而 2020 年下降至不到 1.5 万亿元，偿债压力明显缓解。其中国企到期偿还、提前兑付和最大回售量略有下降，非国企到期偿还、提前兑付和最大回售量均明显下降；从主体数量上看，2020 年国企偿债数量较上年有所增加，而非国企的数量有所减少。非国企发行人偿债数量和最大偿债量的降低，为 2020 年违约规模下降提供了基本保证。综上所述，可以预计 2020 年债券违约潮或将有所

<sup>10</sup>本文以全部到期量、提前兑付量和回售量计算最大偿债量，其中回售量是假定投资者到期全部选择回售所有份额。

回落。再次，由于新冠肺炎疫情对经济的较大冲击，财税部门府为了帮助企业度过难关，出台系列减税降费，减轻企业负担、提高企业盈利水平的政策措施；同时金融监管部门实施融资“绿色通道”、支持“疫情债”等相关创新融资工具的推广使用等便利措施，进一步优化融资环境，降低融资成本。以上政策措施将改善企业流动性紧张状况，降低企业违约的信用风险。

**2、级别信用利差尚处高位，局部性信用风险仍需关注。**从高低级别债券信用利差来看，2019 年总体上有所收敛，但仍处于历史高位。高低级别债券之间的信用利差是资本市场度量违约预期大小的一种有效方法，2018 年以来，无论产业债还是城投债，AA 级与 AAA 级之间的级别利差快速走高，在 2018 年年底达到了历史的高位，比以往高位高达 100BP 左右。在此期间，出现了中国资本市场上未曾有过的债券违约高峰。2019 年以来，高低级别利差总体有所收敛，反应了市场对违约预期有所降低，但总体仍处于较高水平，这意味着 2020 年仍会是债券市场违约高发的一年，但总体会有所回落。民企和国企产业债的利差在 2019 年四季度下降明显，但仍处于高位水平，民企仍是债券市场违约的主要组成部分。

图 26：主要利差比较（BP）



数据来源：wind，联合资信整理

**3、民营企业受疫情冲击更大，信用风险相对较高。**2019 年，民营企业债券融资净额为负，主要是新发行规模大幅下降，同时到期及回售规模较大，显示出民营企业信用收缩十分明显。近年来民营企业债券发行发展迅速，存续债主体已

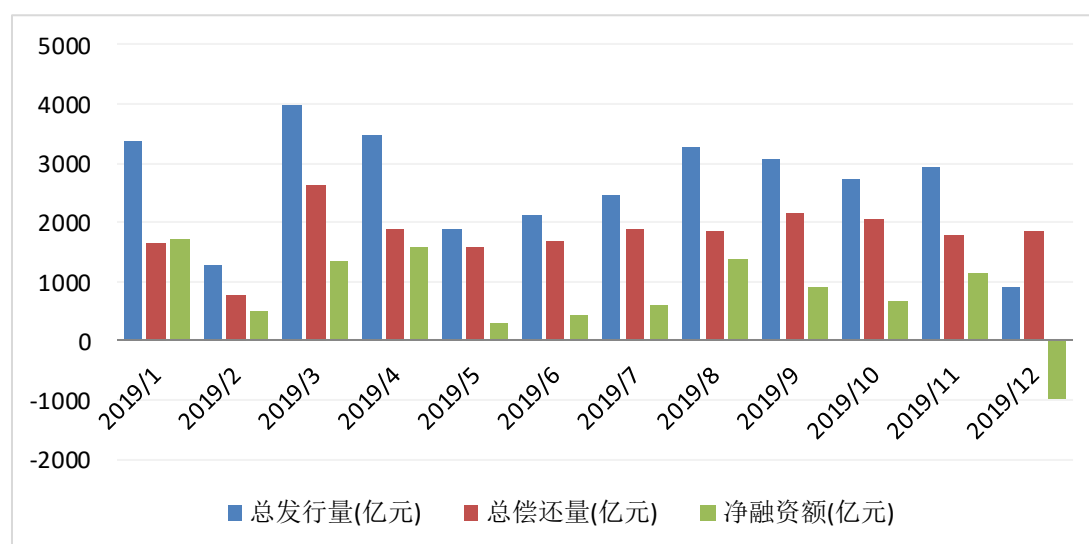
有 800 家左右。大部分民营企业主要分布于行业集中度较低的下游产业，激烈的市场竞争对其盈利水平产生了较大约束；其中部分民营企业盲目多元化发展、治理结构不完善，内控机制不健全，容易引发财务风险，信用质量相对较弱。2019 年受到信用等级下调的民营企业数量占比较大，有些已经发生违约，有些处于潜在违约状态。2020 民营企业债券到期仍较集中，信用风险仍然较大。更为值得关注的是，民营企业主要集中在受新冠疫情冲击最大的餐饮、零售、娱乐、旅游、酒店等行业，疫情以来的停业已经造成多数企业现金流紧张，短期信用风险剧增。

**4、房地产行业信用风险有所提高，新冠疫情更令其雪上加霜。**在“房住不炒”政策的导向下，2019 年房地产企业融资受到诸多限制。2020 年房地产政策继续维持“稳房价、稳地价、稳预期”的三稳政策，但在房价涨幅继续下滑，部分一二线城市房价有所下降，销售量萎缩的趋势下，2020 年房企持续盈利压力加大，自身偿债能力下降；另一方面，2020 年地产债偿还规模有所增大，达到 5890 亿元，其中有近 50% 的规模附有回售条款，在房企融资政策收紧环境下，地产债的实际偿还压力依然较大。本次疫情导致房企售楼部关闭，工地施工延期，房地产投资和销售增速大概率下行，流动性更趋紧张，部分经营惨淡的企业更是雪上加霜。从这个意义上看，2020 年房地产开发行业的信用风险或将有所提高，尾部企业债券违约的概率加大。

**5、城投平台的潜在信用风险或将继续暴露。**如果将“16 呼和经开 PPN001”的延期兑付视为续约，则 2019 年城投公司依然艰难的保持了零违约地记录。但据不完全统计，截至 2019 年底，城投企业已经发生非标融资违约事件 60 起左右。这主要是监管趋严下非标融资大幅收缩的结果，已有数家城投公司主体评级被下调、评级展望负面及列入信用观察名单；同时城投非标融资违约事件较为频发，反映出其经营及再融资的难题，具有较强的金融脆弱性。这类城投的再融资，对政府支持的依赖性较强，一旦政府放弃或无力支持，随时有暴雷之风险。2019 年 Wind 口径城投债共发行 3.15 万亿元，偿还 2.18 万亿元，净融资近 1 万亿元。即使在净融资规模为正的情况下，部分城投非标违约仍然较多，债券违约风险已经显现。2020 年在基建投资加大，地方政府对城投依赖加大的背景下，城投融资环境或将保持较为宽松，但由于到期规模较大（到期偿还额 1.81 万亿，略少于 2019 年），偿债压力同样较大；随着城投公司的融资平台功能的逐渐剥离以及

地方政府总体债务高企、财政收入增速下滑，地方政府对城投公司支持力度或将有所弱化，叠加监管趋严，非标及私募产品违约继续增多等因素的影响，部分城投公司评级下调的可能性增大，一些资质较差的城投公司（地方政府财力弱、自身经营绩效差）信用风险或将陆续暴露。

图 27：2019 年城投公司债券净融资情况



数据来源：wind，联合资信整理

**第五，受新冠肺炎疫情冲击较大的部分发债主体短期偿债能力承压。**首先是湖北及周边等疫情较重地区的企业受疫情影响可能较长时间内无法开工复产，造成企业经营现金流紧张，短期内存在较大的偿债压力。其次是全国各地普遍延长假期，推迟开工复工时间，导致大量抗风险能力较差的中小企业尤其是民营企业面临较大的持续经营风险，为其提供产品或服务的部分上游发债主体由于销售下降、回款困难而面临较大的偿债压力。第三，重点关注交通运输、旅游酒店、餐饮、文化娱乐等行业信用风险。本次新冠肺炎疫情乐观估计 3 月份平息，但其对消费者心理的影响可能会持续较长的时间，因而难以在短期内恢复正常运行，中短期信用风险较大。尤其是其中的民营企业，资金链条本来普遍处于紧绷状态，再加上生产经营基本停滞、筹资活动短期内难以正常开展、固定支出不变，疫情带来的额外人工开支、订单交付延误等困难，使其债券到期偿还及回售压力攀升，蕴含的信用风险或将加速暴露。