

2020 年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

——宽信用背景下违约状况边际改善，下半年债券市场信用风险整体可控

2020 年 8 月 20 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2020 年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 债券市场研究部

一、2020 年上半年我国债券市场违约情况回顾

（一）债券市场违约事件持续发生，违约数量和违约率均有所下降

2020 年上半年，我国债券市场新增 14¹家违约发行人，共涉及到期违约债券 45 期，到期违约金额合计约 554.96 亿元，新增违约发行人家数及涉及到期违约债券期数较 2019 年上半年（25 家，58 期）和 2019 年下半年（21 家，50 期）均有所下降，到期违约金额较 2019 年上半年（269.74 亿元）和 2019 年下半年（426.23 亿元）均有所上升。2020 年上半年，我国债券市场重复违约²发行人 13 家，涉及到期违约债券 27 期，到期违约规模合计约 163.75 亿元，重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较 2019 年上半年（21 家，43 期，241.56 亿元）和 2019 年下半年（26 家，55 期，338.36 亿元）均大幅下降。从违约率来看，2020 年上半年我国公募债券市场违约率³（0.69%）较 2019 年（0.82%）有所下降。

截至 2020 年上半年末，我国债券市场累计有 202 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 481 期，到期违约金额合计约 3710.30 亿元。



注：不含技术性违约

数据来源：WIND、联合资信 COS 系统、联合资信整理

图 1 2012 年—2020 年上半年我国债券市场新增违约主体及涉及违约债券情况

¹ 2020 年上半年，“18 北大科技 ABN001 优先级”发生违约，其原始权益人“北京北大科技园建设开发有限公司”不计入新增违约主体，仅将违约债券计入新增到期违约债券，其到期违约规模计入总到期违约规模中，以下统计同。

² 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

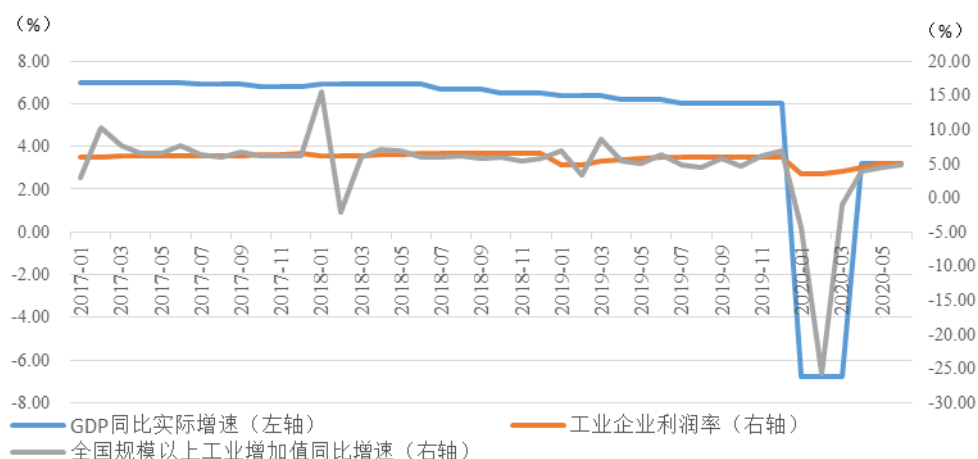
³ 2020 年上半年违约率计算的统计区间为 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日

2020 年上半年债券市场违约事件持续发生主要受新冠疫情冲击影响，企业盈利能力下降，流动性压力加大，企业信用风险有所上升，但 2020 年上半年债券市场整体处于宽信用环境，违约数量边际减少。

1. 受新冠疫情冲击影响，全球经济增长持续放缓，企业盈利能力下降

2020 年以来，突发的新冠疫情给全球经济带来了沉重打击，国际方面，新冠疫情重灾区从亚太地区向欧美地区蔓延，又从欧美地区向印度、巴西等新兴市场蔓延，在此背景下，国际货币基金组织下调 2020 年全球经济增长至-4.9%。国内方面，我国经历了一季度疫情最严重时期的经济停滞，到二季度经济缓慢复苏重启，目前国内上游生产供给已经能够保证正常的生产运行，但是下游需求仍未能恢复至疫情前的水平。一季度国内 GDP 同比实际增速（-6.8%）跌落负值，较上年同期（6.4%）大幅下跌，二季度国内 GDP 同比实际增速（3.2%）触底回升，上半年国内 GDP 累计同比实际增速（-1.6%）较上年同期（6.3%）明显下降。同时，2020 年上半年全国规模以上工业增加值累计同比增速（-1.3%）较上年同期（6.0%）亦大幅下跌，为近年来最低值。

在全球经济增长整体跌入负值的背景下，国内上半年供给不畅、需求减少以及全部工业品价格指数（PPI）暴跌对企业的盈利产生不利影响。2020 年上半年，全国规模以上工业企业实现利润总额约 2.51 万亿元，同比下降 12.8%⁴，降幅虽然较 1—3 月（-36.7%）有所收窄，呈现企稳态势，但较上年同期（-2.4%）仍大幅回落；工业企业营业利润率为 5.0%，虽较 1—3 月（3.9%）有所上涨，但仍低于上年同期（5.7%）。

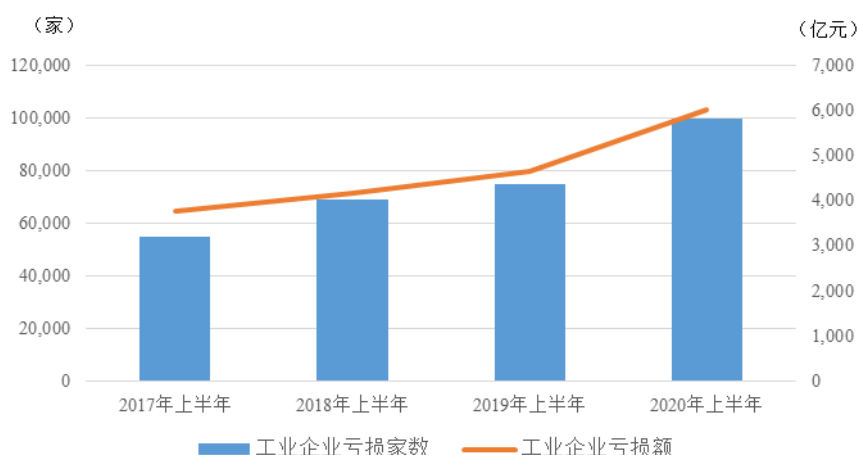


数据来源：WIND、联合资信整理

图 2 近年我国部分宏观经济指标变化情况

截至 2020 年 6 月末，我国工业企业亏损家数（100030 家）较上年同期（74749 家）增加了 33.83%，亏损额（6016.9 亿元）较上年同期（4667.7 亿元）增加了 28.91%，企业盈利能力下降导致整体信用风险继续加大。

⁴ 按可比口径计算。



数据来源：WIND、联合资信整理

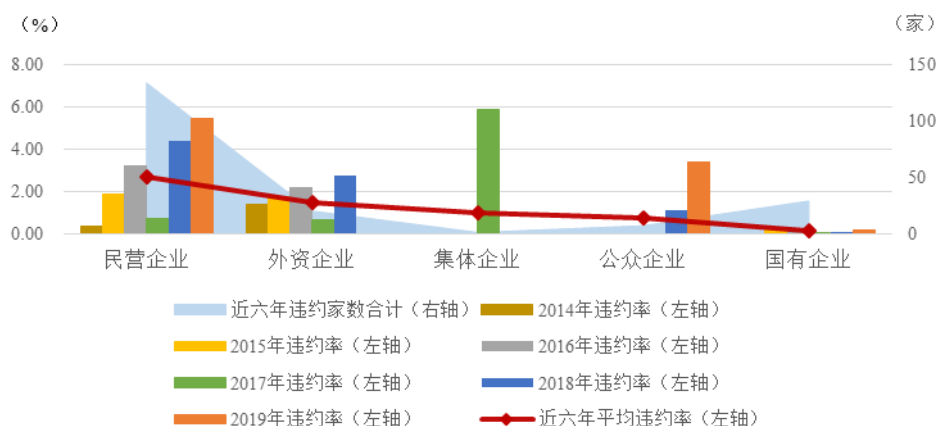
图 3 2020 年上半年我国工业企业亏损家数及亏损额度变化情况

2. 疫情背景下的“宽信用”推动违约情况边际改善

2020 年上半年，为应对新冠疫情对实体经济的冲击，缓解众多中小微企业经营困难的局面，监管层加大宏观政策逆周期调节力度，宽信用政策频出。货币政策方面，央行连续运用传统货币工具及创新货币工具，通过降准、降息、新增再贷款再贴现额度及贷款支持工具和贷款延期支持工具等方式支持实体经济信用修复及扩张；财政政策方面，财政部发行特别国债、提前下达地方政府专项债加大等对实体经济的刺激作用；金融政策方面，沪深交易所及银行间交易商协会针对受疫情影响严重地区的企业建立债务发行“绿色通道”，鼓励中小金融机构多渠道补充资本金，引导金融切实服务实体经济。在此背景下，2020 年上半年国内广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年同期，国内信用环境有所修复，整体融资环境较 2019 年有所改善，新增和重复违约主体及涉及违约债券期数均有所减少。但部分企业因行业景气度下行、自身经营问题严重、对外担保规模较大、子公司涉及司法诉讼资产遭冻结等因素导致信用风险增加，再融资能力受到限制，无法应对短期债务到期偿还的压力。

（二）违约主体仍以民营企业为主，但国有企业信用风险有所暴露

2020 年上半年，新增违约发行人仍主要集中于民营企业，但国有企业信用风险有所暴露。具体来看，新增违约民营企业 9 家，占比 64.29%，较上年同期（24 家，85.72%）大幅下降；新增违约国有企业 3 家，占比 21.43%，而上年同期无新增违约国有企业。从违约金额来看，2020 年上半年新增违约民营企业涉及到期违约金额约 92.45 亿元，占新增违约主体总到期违约金额的 16.66%，较 2019 年上半年（255.36 亿元，94.33%）和 2019 年下半年（302.13 亿元，89.30%）均明显下降；新增违约国有企业涉及到期违约金额 446.12 亿元，占新增违约主体总违约金额的 80.39%，较 2019 年下半年（111.73 亿元，26.22%）大幅上升。从近六年不同类型企业平均违约率来看，民营企业一直是我国债券市场的违约“高发地”。



注：按近六年平均违约率由高到低进行排序

数据来源：WIND、联合资信 COS 系统、联合资信整理

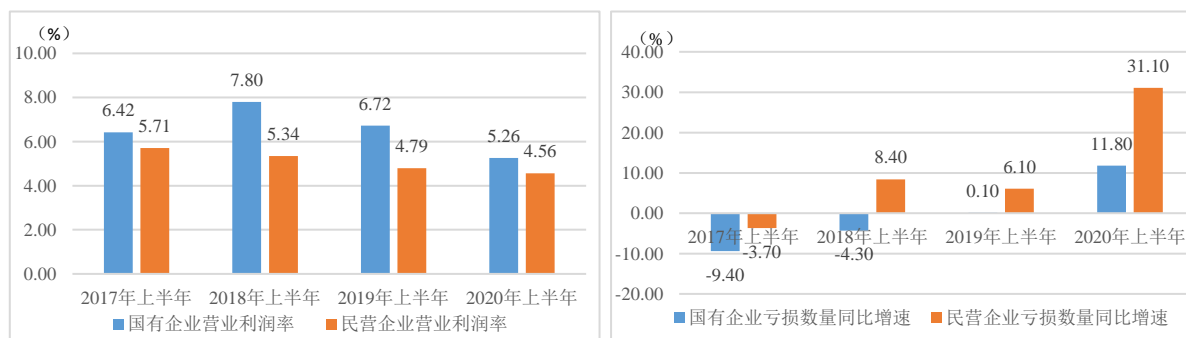
图 4 2014—2019 年我国公募债券市场分企业类型违约主体家数及违约率统计

从等级调整来看，2020 年上半年我国公募债券市场民营企业发行人信用等级被调降数量最多，为 18 家共 23 次，地方国有企业发行人被调降 8 家共 8 次，中央国有企业发行人被调降 2 家共 3 次；2020 年上半年我国公募债券市场民企调降率为 3.96%，较 2019 年上半年（5.68%）有所下降；2020 年上半年公募债券市场国有企业（包含中央国有企业和地方国有企业）调降率为 0.25%，较 2019 年上半年（0.20%）小幅上升。

2020 年上半年，民企违约事件频发与国企信用风险有所暴露主要包括以下原因：

1. 国有企业和民营企业受新冠疫情冲击影响均较大，盈利能力大幅下滑

2020 年上半年，受新冠疫情影响国内经济经历了停滞-缓慢复苏-正常运转的过程，民营企业和国有企业均受到较大影响，盈利能力大幅下降。民营企业方面，2020 年上半年工业企业中民营企业营业利润率为 4.58%，同比小幅下降 0.21 个百分点，民营企业亏损数量同比增速 31.10%，较上年同期（6.10%）显著上升；国有企业方面，2020 年上半年工业企业中国有企业营业利润率为 5.26%，同比下降 1.46 个百分点，降幅高于民营企业，国有企业亏损数量同比增速 11.80%，较上年大幅上升。由于民营企业在产业链大多处于市场化程度较高的行业，竞争的白热化使其营业利润率仍然低于国有企业，企业亏损数量增速仍然显著高于国有企业。



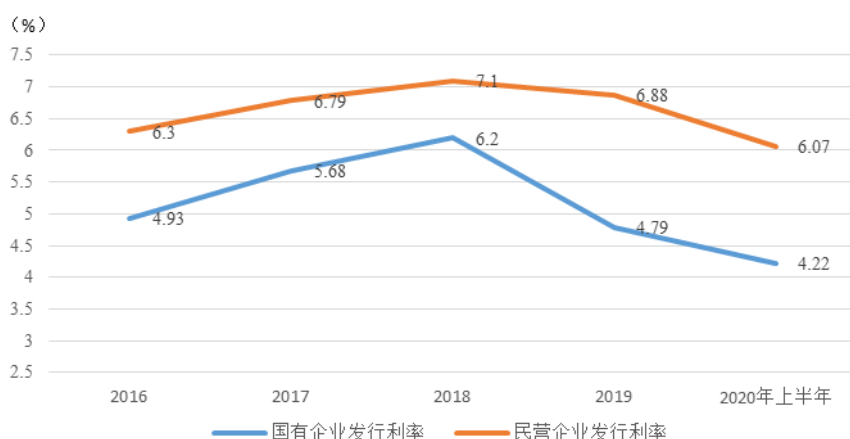
数据来源：WIND、联合资信整理

图 5 我国工业企业中民营企业与国有企业经营情况对比

2. 民营企业融资能力仍弱于国有企业

2020 年上半年，我国加大宏观政策调节力度，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，财政部和央行分别通过提前下达新增地方政府专项债和运用多种货币政策工具的方式支持实体企业复工复产，融资环境整体有所改善，但受民营企业自身经营困境、盈利和偿债能力较弱以及违约事件持续发生等因素影响，民营企业融资环境相较国有企业仍然较为紧张。

从净融资规模来看，2020 年上半年，我国主要信用债⁵市场中民营企业净融资额 720.22 亿元由负转正，较 2019 年上半年（-955.21 亿元）和 2019 年下半年（-2179.05 亿元）净融资额均大幅改善，国有企业净融资额 2.97 万亿元，已超 2019 年全年净融资额 2.68 万亿元。从债券发行利率来看，2018 年以来民营企业及国有企业平均发行成本均开启下行趋势，但民营企业融资成本仍维持高位。2020 年上半年，国内货币信用政策整体宽松，同时民营违约主体有所出清，国有企业信用风险呈逐渐暴露的趋势，民营企业与国有企业平均发行利差略有收敛，以发行样本较多的 AA+级民营企业及国有企业 3 年期公司债发行成本为例，2020 年上半年民营企业平均发行利率下行幅度略大于国有企业下行幅度。



数据来源：WIND、联合资信整理

图 6 2016—2020 年上半年 AA+级民营企业及国有企业 3 年期公司债平均发行利率

3. 民营企业经营治理缺陷仍然凸显，部分资质较差的国有企业风险显著暴露

2020 年上半年，在宏观经济下行和新冠疫情冲击的背景下，采取激进投资策略、存在实际控制人风险、财务造假、信息披露质量不佳等问题的民营企业经营和财务状况进一步恶化，无法应对外部不利因素的冲击，信用风险加速暴露。此外，部分国有企业长期经营不善，主营业务状况不佳，推高企业信用风险，最终无法偿还到期债务。

民营企业经营治理缺陷主要体现在两个方面，第一，民营企业前期大规模举债进行激进扩张，在投资盈利不达预期和自身盈利弱化的背景下，企业后续面临较大的经营和资金压力，例如中融新大集团有限公司近年来进行大量对外投资活动，包括耗资 55 亿元收购多家相关

⁵主要包含非政策性金融债、短期融资券（含超短期融资券）、中期票据、企业债、公司债（含私募债）、定向工具，以下同。

公司股份，以控制位于秘鲁的 39 个矿权所有权，但截至 2019 年末收购的矿井仍未开发利用，后续存在较大的投资压力及不确定性，投资资金需求严重依赖于债务融资，不断推高债务负担，加大了短期流动性压力。其次，激进的大规模并购使企业形成大量的资金占用、股权质押比例高企导致再融资能力恶化，也导致商誉规模大幅攀升，带来商誉减值风险。如新华联控股有限公司，近年来公司在其经营主业之外的金融板块和文旅板块投入大量资金，投资项目频繁踩雷，公司受限资产较高，股权质押比例高企，再融资能力严重受限，疫情影响下公司文旅、零售、餐饮、石油贸易等业务收入明显下降，资金链持续紧张；宜华企业（集团）有限公司通过并购实现在医疗健康领域的扩张，其从事的医疗后勤和工程建设业务自 2018 年以来面临开工率不足、经营效率下降和业绩大幅下滑的问题，合作医疗业务 2019 年因受政策调整影响而无法持续，2019 年计提高额商誉减值导致公司大幅亏损。

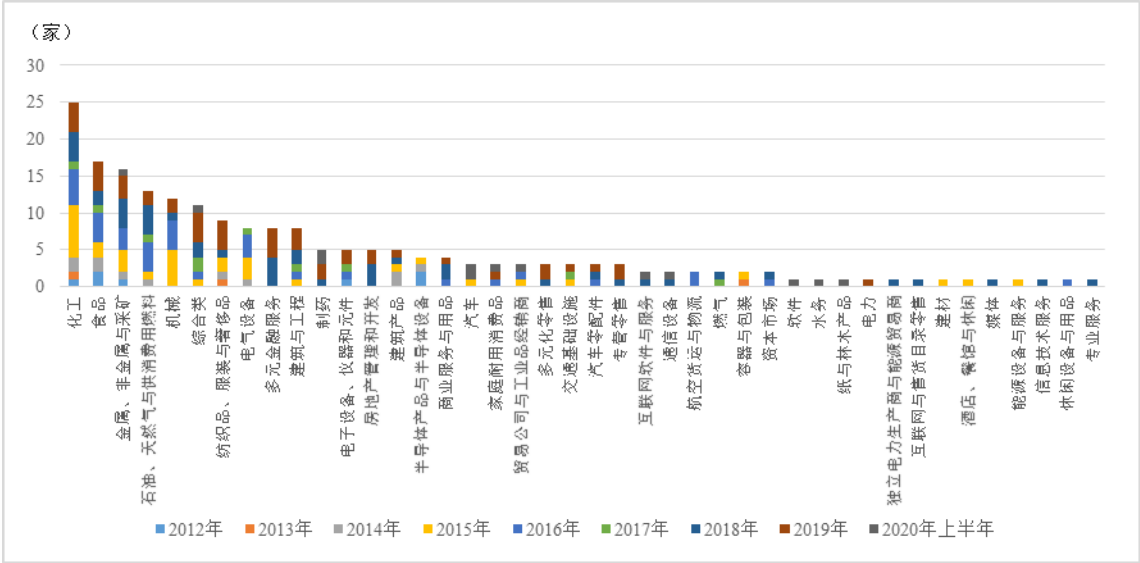
第二，实际控制人风险、财务造假、信息披露质量不佳等导致企业信用质量下降，引发外部再融资能力恶化，最终使民企陷入债务困境。宜华企业（集团）有限公司自 2018 年以来实际控制人多次被媒体曝出负面消息，2019 年因信息披露违规被证监会立案调查，负面舆情频发，公司再融资能力明显恶化；康美药业股份有限公司此前因“存贷双高”、“控股股东质押比例高”、“虚增收入”等问题被市场质疑，公司因信息披露违规问题被证监会立案调查，后又被爆出控股股东转移公司资金至关联账户炒作公司股票、实际控制人马国田卷入多起官员受贿案等事件，内部治理恶化推高公司信用风险；北京信威通信技术股份有限公司早在 2016 年因股东减持、实际控制人履历等事项被市场质疑，2017 年和 2018 年公司均被出具非标准保留意见的审计报告，表明公司对外信息披露质量较差，导致公司再融资能力和流动性进一步恶化。

国有企业方面，部分企业主营业务经营能力恶化，公司盈利和现金流表现不佳导致自身造血能力不足，无法支撑企业经营扩张，债务负担较大，企业信用风险加速暴露。北方方正集团有限公司长期经营不善，近年来信息技术这一主营业务处于亏损状态，房地产和金融作为公司主要利润来源也面临较大经营压力，但公司多元化经营导致债务负担较重，融资弹性较差的同时缺乏有效的外部支持，最终无法偿还到期债务；中国吉林森林工业集团有限责任公司受主营业务行业环保政策趋严且行业竞争激烈的影响，经营性业务持续亏损，短期流动性压力持续加大，加之公司流动性严重不足，再融资能力受限，公司面临较大的偿债压力；青海省投资集团有限公司主营业务中电解铝业务近年来整体盈利较低，且经营高度依赖央企托管，公司铝材加工业务和电力销售业务 2018 年以来均亏损严重，在此基础上，公司有息债务逾期规模较大，因美元债券违约产生诉讼较多，子公司股权基本被司法冻结，最终引发流动性危机。

（三）违约主体行业覆盖面有所扩大

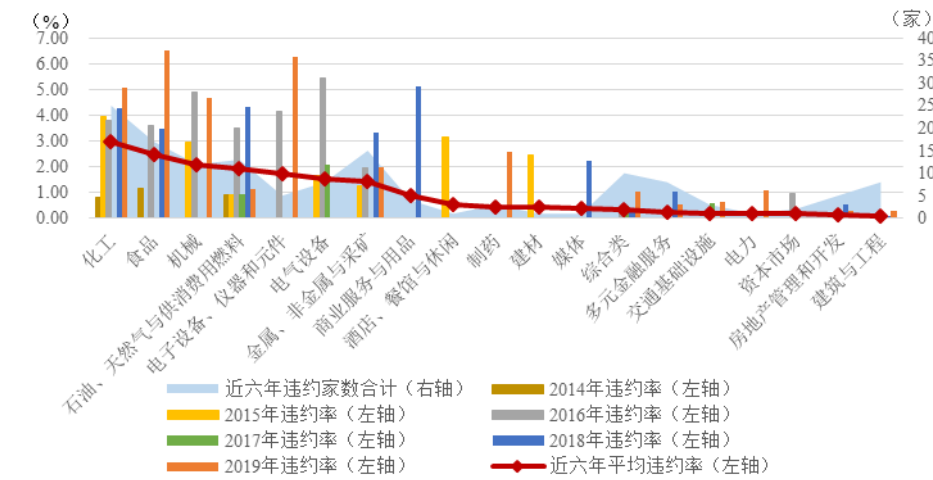
2020 年上半年，我国新增违约主体涉及行业 11 个，与往年相比，新增水务，纸与林木产品和软件行业发生违约，违约行业覆盖面进一步扩大；行业分布较为分散，制药、汽车和综合类行业企业违约家数均为 2 家，其余行业违约家数均为 1 家。2020 年上半年，受宏观经济增速放缓与新冠肺炎疫情冲击影响，部分行业内资质较差企业盈利能力恶化，流动性紧张，违约风险加大，整体来看各行业违约主体较为分散，未呈现明显的行业特征。从近六年公募债券市场不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在化工，食品，机械，石油、天

然气与供消费用燃料，电子设备、仪器和原件，电气设备，金属、非金属与采矿等行业。



注：按 WIND 三级行业划分
数据来源：WIND、联合资信 COS 系统、联合资信整理

图 7 2012—2020 年上半年我国债券市场新增违约主体行业分布



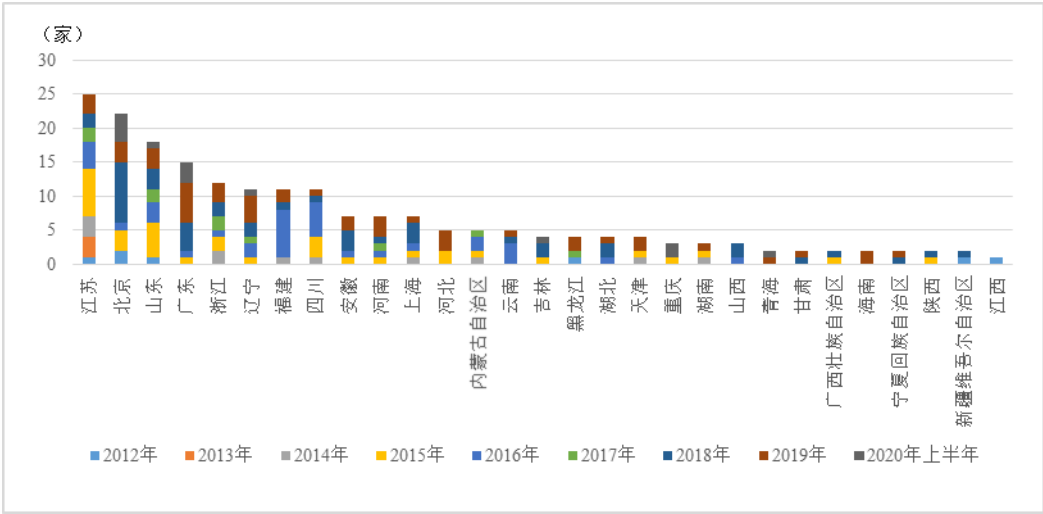
注：1. 仅列出 2019 年样本数多于 30 家的行业；2. 按近六年平均违约率由高到低进行排序
数据来源：WIND、联合资信 COS 系统、联合资信整理

图 8 2014—2019 年我国公募债券市场分行业违约主体家数及违约率统计

从等级调整来看，2020 年上半年，我国公募债券市场综合类和房地产管理和开发行业发行人调降家数（4 家）最多，金属、非金属与采矿行业发行人调降家数为 3 家，电气设备，机械，家庭耐用消费品，汽车，石油、天然气与供消费用燃料行业发行人调降家数均为 2 家，其余行业均为 1 家。调降率方面，2020 年上半年我国公募债券市场互联网软件与服务、家庭耐用消费品、信息技术服务、软件、汽车、纸与林木产品行业发行人调降率较高，均在 10% 以上；其次为电气设备和纺织品、服装与奢侈品行业，发行人调降率均在 5% 以上。

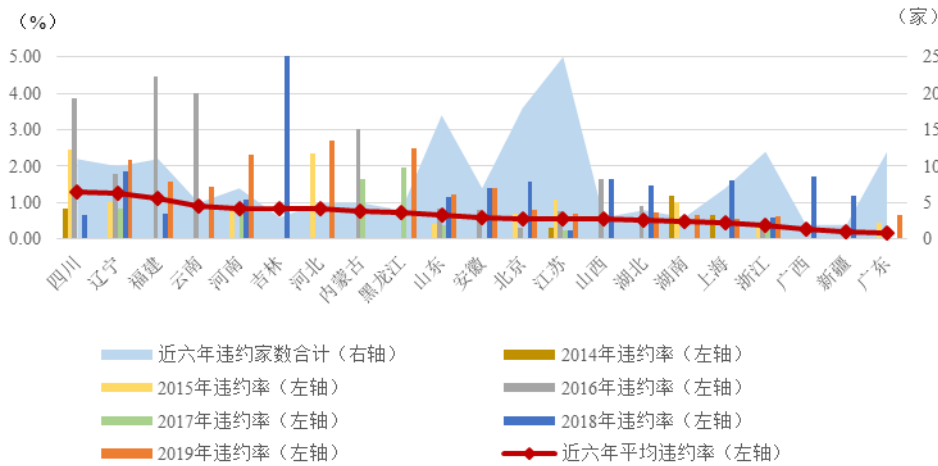
（四）违约发行人主要分布在民营企业较多的地区

2020 年上半年，我国债券市场新增违约主体主要分布在北京（4 家），广东和重庆次之（分别为 3 家和 2 家），其余省份违约较少（均为 1 家）。其中，广东和北京新增违约主体家数连续三年均在 3 家以上。从新增违约主体债券到期违约规模来看，北京（468.77 亿元）和广东（37.06 亿元）地区违约规模占全部新增违约主体到期违约规模的比例逾 90%。从地区来看，2020 年上半年违约发行人集中于民营企业较多的地区。从近六年公募债券市场不同地区企业平均违约率来看，四川、辽宁、福建、云南等经济较不发达地区平均违约率较高。



数据来源：WIND、联合资信 COS 系统、联合资信整理

图 9 2012—2020 年上半年我国债券市场新增违约主体地区分布



注：1. 仅列出 2019 年样本数多于 30 家的地区； 2. 接近六年平均违约率由高到低进行排序
数据来源：WIND、联合资信 COS 系统、联合资信整理

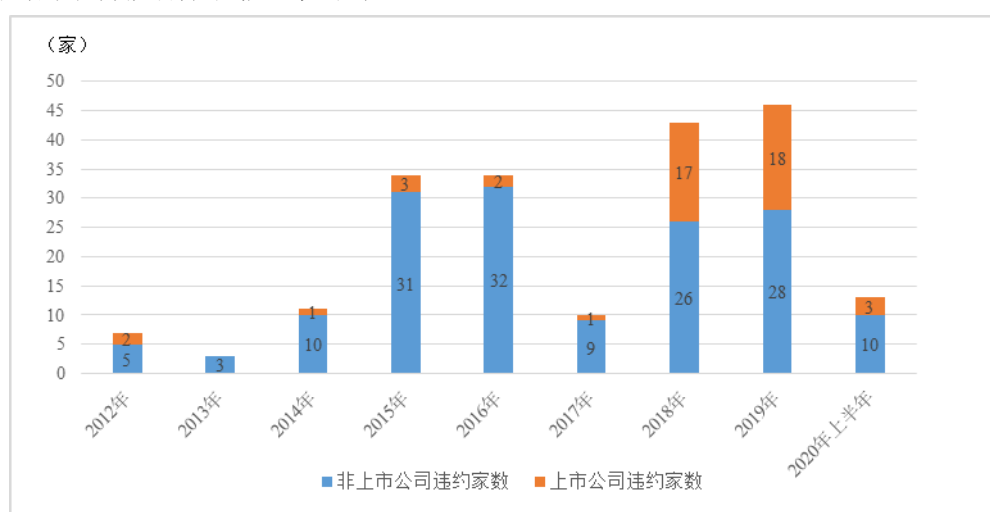
图 10 2014—2019 年我国公募债券市场分地区违约主体家数及违约率统计

从等级调整来看，2020 年上半年，我国公募债券市场中北京（7 家）和广东（6 家）地区企业调降家数较多，山东次之（5 家），吉林、辽宁和重庆地区调降家数均为 2 家，其余省份调降家数较少（均为 1 家）。调降率方面，2020 年上半年我国公募债券市场中，西藏、

青海、海南和吉林调降率相对较高，其余省份调降率较低。其中，西藏、青海和海南地区主要受样本量偏少影响；吉林地区民营企业和国有企业均出现多家企业违约，加之其经济增长低迷，市场对其债券认可度较低导致信用风险较高。

（五）新增违约主体中上市公司占比有所下降

2020 年上半年新增违约主体中上市公司有 3 家，占比达到 21.43%，较上年（18 家，39.13%）有所下降。整体来看，2020 年上半年新增违约主体中上市公司占比有所下降，可能由于在新冠肺炎疫情对宏观经济造成较大冲击的背景下，上市公司较非上市公司的抗风险能力强，上半年政策支持较大情况下，上市公司融资环境恢复良好，导致新冠肺炎疫情对上市公司的不利影响低于非上市公司。



数据来源：WIND、联合资信 COS 系统、联合资信整理

图 11 2012—2020 年上半年我国债券市场新增违约主体上市情况统计

（六）疫情下更多企业采用信用风险缓释措施以平稳市场出现较大的波动

2019 年以来，在我国债市市场化转型和监管制度博弈背景下，债券市场信用风险“花式”暴露，2020 年监管部门提出将积极引导投资者对疫情防控期间到期的公司债券，通过与发行人达成展期安排、调整还本付息周期等方式，帮助发行人度过困难期。2020 年上半年，在延续此前出现的展期、场外兑付和永续债不赎回/利息递延方式的基础上，债券市场新增债务置换方式进行信用风险缓释。

2020 年上半年，北京桑德环境工程有限公司发行置换票据“20 桑德工程 EN001”，专项用于以非现金方式部分置换“17 桑德工程 MTN001”，是银行间首单债券置换业务，但随后原债券与新置换票据仍相继发生实质性违约。此后“17 华昌 01”与“20 瓦房 02”也相继采用债券置换方式缓解偿债压力。2020 年上半年部分发行人同时涉及多种信用风险暴露方式，如中融新大集团有限公司同时采用债券展期和场外兑付方式、北京桑德环境工程有限公司同时采用债券展期和债务置换方式延缓部分债务风险。同时，债券市场采用展期方式的发行人较上年有所增加，且部分发行人在债券展期后仍有其他债券发生违约情况，如北京桑德环境工程有限公司、中融新大集团有限公司、新华联控股有限公司。此外，永续债续期延息现象

也持续受到市场关注，其中不少发行人也因流动性紧张而发生信用风险事件，如新华联控股有限公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司。

整体来看，发行人多样化的信用风险缓释方式虽然在短期上缓解了发行人的偿债压力，但并没有从根本上解决发行人偿债能力较低的问题，信用风险仍然较大。

表 1 2020 年上半年我国债券市场信用风险缓释措施

信用风险暴露形式	涉及发行人
债券置换	北京桑德环境工程有限公司、华昌达智能装备集团股份有限公司、瓦房店沿海项目开发有限公司
债券展期	北京桑德环境工程有限公司、中融新大集团有限公司、新华联控股有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、山东如意科技集团有限公司、三亚凤凰机场有限责任公司、海南航空控股股份有限公司、海航资本集团有限公司、重庆爱普地产（集团）有限公司
场外兑付	中融新大集团有限公司
永续债不赎回/利息展期	三亚凤凰国际机场有限责任公司、海航集团有限公司、天津航空有限责任公司、新华联控股有限公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司

资料来源：公司公告及公开新闻媒体报道，联合资信搜集整理

二、2020 年下半年我国债券市场信用风险展望

（一）2020 年下半年全市场集中到期债券情况

从全市场债务到期规模来看，2020 年下半年我国债券市场主要信用债总偿还量约为 5.49 万亿元⁶，较上半年（约为 4.41 万亿元）继续增长，其中 7 月、8 月和 9 月单月的偿债量均在 1 万亿左右，单月偿债压力较大。

从企业性质看，2020 年下半年国有企业到期规模约为 4.43 万亿元，较上半年增长 22.28%；民营企业债务到期规模约为 3557.70 亿元，较上半年增长 58.64%，增幅较大；公众企业债务到期规模约为 5752.18 亿元，较上半年增长 19.93%；其他类型企业债务到期规模约为 1300 亿元，较上半年增长 47.31%。

从城投企业债券到期规模看，2020 年下半年，城投企业总偿债量约为 1.43 万亿元，较上半年（1.09 万亿）有所上升。其中 8、9 月份偿债规模均在 2600 亿左右，单月偿债压力较大，从地区分布看，江苏、浙江省、天津、北京和重庆的城投企业债务到期规模较大，其中江苏省到期规模超 3000 亿元，其他四省市债务到期规模均在 700 亿元至 1000 亿元之间，下半年需加强对这些地区城投企业流动性状况的关注。

从行业分布看，2020 年下半年综合类（6918.68 亿元）、建筑与工程（6269.78 亿元）、资本市场（6164.77 亿元）、电力（4252.05 亿元）、石油、天然气与供消费用燃料（3883.83 亿元）、商业银行（3325.74 亿元）、房地产管理和开发（3165.11 亿元）、金属、非金属与采矿（2975.96 亿元）、交通基础设施（2723.05 亿元）和多元金融服务（2162.73 亿元）行业的债券到期规模较大，其中房地产管理与开发（62.36%）、金属、非金属与采矿（53.75%）和建筑与工程（48.41%）行业的债务到期规模环比增幅均在 50%左右，偿债压力明显上升。

从地区分布看，2020 年下半年北京（1.41 万亿元）、上海（6372.59 亿元）、广东（6042.15

⁶ 总偿还量含到期还款、回售以及将于 2020 年发行且于年内到期超短融的情况。其中，回售比例按 30% 进行估计，并假定超短融发行与到期与 2019 年情况大致相当。

亿元)、江苏(5124.04 亿元)和山东省(2289.52 亿元)的债券到期规模较大,河北、重庆和河南三省信用债到期规模增速最快,环比增幅均超过 50%,同比增幅均超过 20%,下半年偿债压力相对较大。

(二) 2020 年下半年信用风险展望

1. 债券市场违约风险仍将持续暴露,但信用风险整体可控

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是新冠肺炎疫情防控对我国经济造成的不利影响仍将持续,南方洪灾也可能对经济产生阶段性扰动,部分相关企业面临的生产经营压力将持续加大。二是上半年为应对疫情冲击,央行采取宽松的货币政策,支持实体经济恢复发展,近期随着复产复工的持续推进,经济稳步回升,货币政策开始出现边际收紧,向常态化回归,市场利率水平有所提升。此外,根据国常会目标“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”,今年上半年非金融企业信用类债券净融资额已较去年全年增加近 0.8 万亿,预计下半年监管支持力度可能会边际减弱,信用债发行规模或有所下降。在此背景下,一些受疫情影响严重行业企业、信用资质较差的企业信用风险将会持续暴露。

信用风险整体可控。一是在经济下行压力加大的背景下,央行仍将采取稳健的货币政策,强化逆周期调节,维持市场流动性合理充裕,有利于债券发行。此外,海外疫情扩散蔓延,主要发达国家采取宽松的货币政策刺激经济,我国货币政策的操作空间有所加大。二是新《证券法》正式实施后,公司债公开发行以及企业债发行开始实行注册制,新《证券法》放宽了债券发行条件,简化了发行注册流程,有利于降低企业融资难度,提高企业融资效率。三是上半年央行相继出台政策鼓励短期公司债、银行资本补充债券、证券公司次级债、可转债、县域专项企业债和绿色等领域债券的发行,有助于推动相关债务主体融资。在上述背景下,我国债券市场信用风险总体可控。

2. 民营企业信用风险仍然较大,需警惕受疫情影响较重、信用资质较弱、短期集中兑付压力较大的民企信用风险

民营企业信用风险仍然较大。一是民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大,近年来投资者对民企的风险偏好有所下降,民企融资环境持续恶化,加剧民企流动性风险。二是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限。尽管政府通过创设信用风险缓释工具等方式支持民企融资,一定程度上有助于促进民企债券发行,但存在市场化不足,发行体量相对较小等问题,对缓解低资质民企融资困境帮助有限。三是个体信用资质较弱的民营企业信用风险将持续暴露。疫情防控常态化和经济下行压力较大将持续对企业经营与现金流产生重要影响,在民营企业融资成本相对较高的背景下,个体信用资质较弱的民营企业信用风险将显著升高,从已有案例违约特征看,建议重点关注前期投资激进且债务结构失衡、公司治理问题导致负面舆情频发,财务造假等信用质量不佳的民营企业。

3. 城投企业整体信用风险不大,关注非标信用风险的持续暴露

城投企业整体信用风险不大。一是今年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年,经济发展仍要“稳”字当头,在此背景下宽信用政策将得以延续,城投企业再融资环境相对宽松。二是积极财政政策将持续发力,今年 4 月国务院联防联控机制新闻发布会提出今年专项

债的资金应继续重点用于国务院常务会议确定的重大基础设施项目建设,对今年新增专项债券,适当提高用于符合条件的重大项目资本金的比例,城投企业作为基础设施建设的主要力量,新基建加码有利于改善企业业务经营能力,且用于基建的政府专项债资金和财政配套资金等的流入,也将改善城投企业的现金流情况。三是今年 6 月,发改委发布《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引(征求意见稿)》,拟推出县城新型城镇化建设专项企业债券,有助于推动县级城投平台发行债券融资。四是监管层将继续加强地方政府债务管理,高度重视防范债务风险工作,积极推动隐性债务化解,以债务置换等方式为城投企业缓解债务压力,城投企业整体信用风险不大。

城投企业信用状况将进一步分化,关注非标债务信用风险。一是疫情之下,城投企业信用风险的分化将进一步加剧,财政实力本身较弱、各类园区、疫情重灾区的城投企业的信用风险需甄别关注。二是 2019 年以来城投企业非标信用风险事件显著增加,涉及城投企业主要分布在贵州、云南、内蒙古、河南、湖南、青海、陕西、四川等地,其中贵州省涉及城投企业最多,是非标违约的重灾区,从行政级别看,非标违约主要集中在区县级城投企业,下半年,再融资环境恶化的地区非标信用风险将持续暴露。

4. 适当关注房地产行业信用风险,关注消费类、交通运输和贸易等行业内低资质企业信用风险。

适当关注房地产行业信用风险。一是疫情期间房地产行业经营、回款及开发速度受到不利影响。二是近期以深圳为代表的部分热点城市房价明显上涨,引发了中央对于房价问题和房地产占用金融资源过多问题的担忧,7 月初以来,各地已经陆续出台政策收紧购房资格,从需求端对房地产市场进行调控。三是下半年地产行业偿债整体较大,偿债规模较上半年大幅上升,在“房住不炒”的政策基调下,房地产行业融资政策难以松动,若融资政策进一步收紧,下半年房企现金流将更为紧张。需进一步关注销售回款较差、高杠杆、激进扩张、业务布局区域景气度较低的房企信用风险。

消费类行业和交通运输行业受新冠肺炎疫情影响较大,在新冠肺炎疫情常态化防控的背景下,将持续导致酒店、餐馆与休闲、媒体、多元化零售、消费品经销商等行业受到冲击;导致旅客出行和出游需求大幅减少,全国铁路、道路、水路、民航发送旅客人次均较历年大幅下滑,消费类、交通运输行业内企业经营难以快速改善,部分低资质信用主体或会遭遇短期的流动性困难,信用风险值得关注。**贸易行业方面**,疫情仍在全球蔓延,世界经济严重衰退,国际贸易和投资大幅萎缩,叠加中美经贸摩擦的影响,相关贸易行业企业经营环境继续恶化,由于贸易行业自身毛利率偏低,经营环境恶化对企业盈利冲击较大,需警惕行业尾部主体的信用风险。

5. 适当关注东北、江浙等区域的信用风险

一是东北地区由于重工业企业较多,产业转型压力大,区域经济活力不足等问题导致部分企业面临较大的经营压力,此外,上半年疫情对东北地区冲击持续时间较长,且近期疫情又出现反复,区域内企业经营持续受到冲击,信用风险较大。二是江浙地区经济发展水平较高,但民营企业居多且以贸易、制造业和出口加工型为主,新冠肺炎疫情下,世界各国经济严重衰退,国际贸易大幅萎缩,对江浙地区出口类企业的不利影响仍将持续,且下半年江浙地区企业偿债压力相对较大,区域信用风险值得关注。