

2019 年上半年中国债券市场违约回顾 与下半年展望

2019 年 9 月 23 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

2019 年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

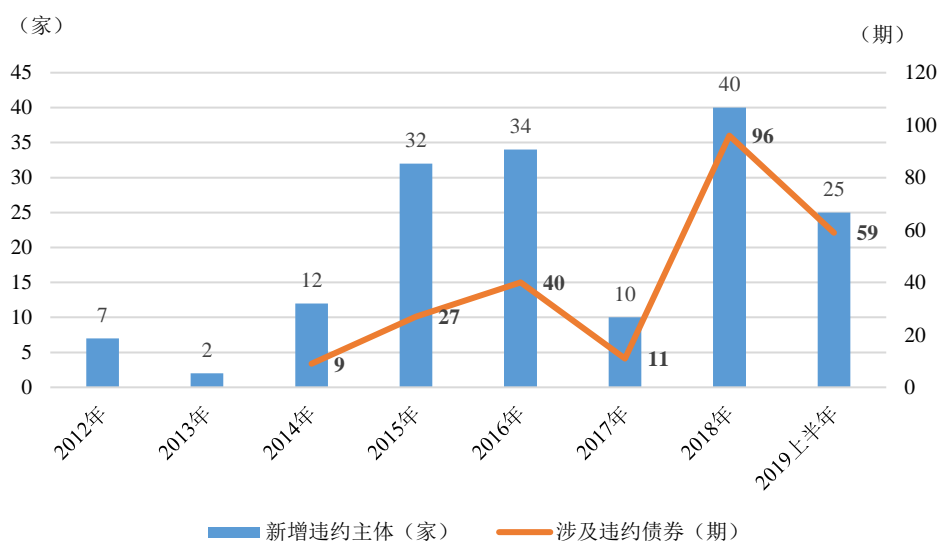
联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡颖 夏妍妍 董欣焱

一、2019 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

2019 年上半年，我国债券市场新增¹25 家违约发行人，共涉及到期违约债券 59 期，到期违约金额合计约 303.39 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数以及到期违约金额较 2018 年下半年（31 家，84 期，585.85 亿元）有所下降，较 2018 年上半年（10 家，13 期，87.56 亿元）明显上升。

截至 2019 年上半年末，我国债券市场累计有 165 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 330 期，到期违约金额合计约 2246.95 亿元。



注：不含技术性违约。

图 1 2012 年—2019 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 新增是指发行人在统计期之前未发生违约，包括公募债券和私募债券违约事件。

表 1 2016 年—2019 年上半年我国公募债券市场债券发行人主体违约率统计

发行人主体级别	2017 年			2018 年			2018 年 7 月—2019 年 6 月		
	样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)	样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)	样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)
AAA	575	0	0.00	688	1	0.15	767	1	0.13
AA ⁺	771.5	0	0.00	850	2	0.24	926	6	0.65
AA	1937.5	3	0.15	1844.5	19	1.03	1774	23	1.30
AA ⁻	369	0	0.00	336	3	0.89	311	1	0.32
A ⁺	52.5	0	0.00	69	1	1.45	71	1	1.41
A	18.5	0	0.00	14.5	2	13.79	13	1	7.69
A ⁻	8.5	0	0.00	6.5	0	0.00	6.5	0	0.00
BBB ⁺	9	1	11.11	4	0	0.00	3.5	0	0.00
BBB	10.5	0	0.00	4	0	0.00	3	2	66.67
BBB ⁻	4	1	25.00	1.5	0	0.00	2.5	1	40.00
BB ⁺	5	0	0.00	4	0	0.00	2.5	0	0.00
BB	6	2	33.33	1.5	0	0.00	1	1	100.00
BB ⁻	2.5	0	0.00	0.5	0	0.00	0	0	-
B ⁺	0	0	-	0	0	-	0	0	-
B	1	0	0.00	1.5	1	66.67	1	1	100.00
B ⁻	1.5	0	0.00	1.5	1	66.67	0.5	0	0.00
CCC	1	0	0.00	0	0	-	1	1	100.00
CC	1	0	0.00	0.5	0	0.00	0.5	0	0.00
C	0	0	-	0	0	-	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的双评级或多评级，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

资料来源：联合资信 COS 系统

2019 年上半年债券市场违约事件持续发生主要可以归结为以下原因：

1. 宏观经济增速持续放缓，企业盈利能力下降

2019 年上半年，全球经济政治形势将更加错综复杂，中美贸易摩擦持续，全球经济增长动能继续减弱，主要国家经济均呈放缓趋势。国内经济方面，我国经济运行虽保持在合理区间，但总体仍延续放缓态势，GDP 同比实际增速（6.3%）较上年同期（6.8%）继续放缓；全国规模以上工业增加值同比增速（6.0%）较上年同期（6.7%）有所回落，均为近年来最低。

在经济增速放缓背景下，总需求减少以及价格下降对企业的生产经营产生不利影响。2019 年上半年，全国规模以上工业企业实现利润总额约 3.0 万亿元，同比下降 2.4%²，降幅虽然较 1—3 月 (-3.3%) 有所收窄，呈现企稳态势，但较上年同期 (17.2%) 仍大幅回落；工业企业营业利润率为 5.7%，虽较 1—3 月 (5.3%) 有所上涨，但仍低于上年同期 (6.5%)。

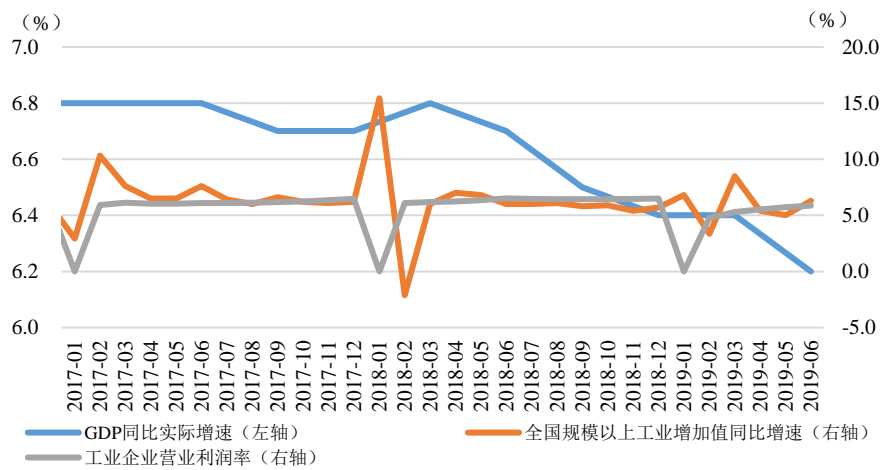


图 2 2019 年我国部分宏观经济指标变化情况

截至 2019 年 6 月末，我国工业企业亏损家数 (74749 家) 较上年同期 (69187 家) 增加了 8.0%，亏损额 (4667.7 亿元) 较上年同期 (4164.6 亿元) 增加了 12.1%，企业盈利能力下降导致整体信用风险继续加大。

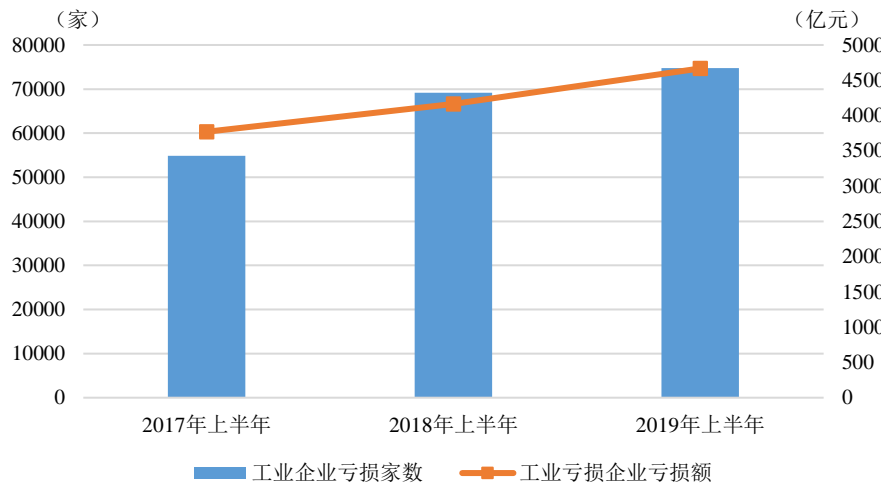


图 3 2019 年上半年我国工业企业亏损家数及亏损额度变化情况

² 按可比口径计算。

2. 债券大规模到期，偿债压力较大

2019 年上半年，我国主要信用债³总偿还量⁴为 4.23 万亿元，与 2018 年下半年大致相当，较上年同期（3.61 万亿）明显增加，2019 年下半年总偿还量约为 4.41 万亿元，仍维持较高水平。

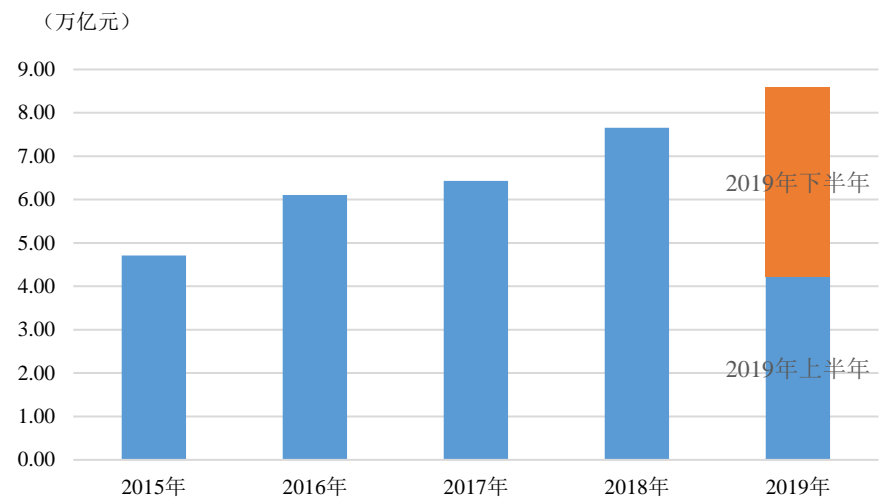


图 4 2015—2019 年我国主要信用债到期情况

3. 市场对打破刚兑意识加深，政府兜底协调能力和意愿下降

一方面，近年来，我国债券市场违约事件发生日趋常态化，2018 年债券市场的违约趋于常态化和今年以包商银行为代表的中小银行风险的暴露，使得市场参与方风险偏好有所下降。另一方面，地方政府债务及隐性债务风险防范与管控愈加严格，各类“堵后门”政策导致地方政府举债融资行为的政策边界愈加明确，加上经济增长放缓背景下政府财力有限，政府兜底协调能力和意愿有所下降。

4. 融资环境整体有所改善是违约较 2018 年下半年减少的主要原因

近年来，受宽松政策影响，部分企业大量融资、负债扩张较为激进，但在 2018 年以来的金融严监管叠加政府债务风险管控下，部分企业资金周转困难、短期偿债压力较大，在外部融资收紧的情况下，最终导致资金链断裂，2018 年成为我国债券市场违约高峰，市场避险情绪高涨。在此背景下，2019 上半年央

³ 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、资产支持证券。

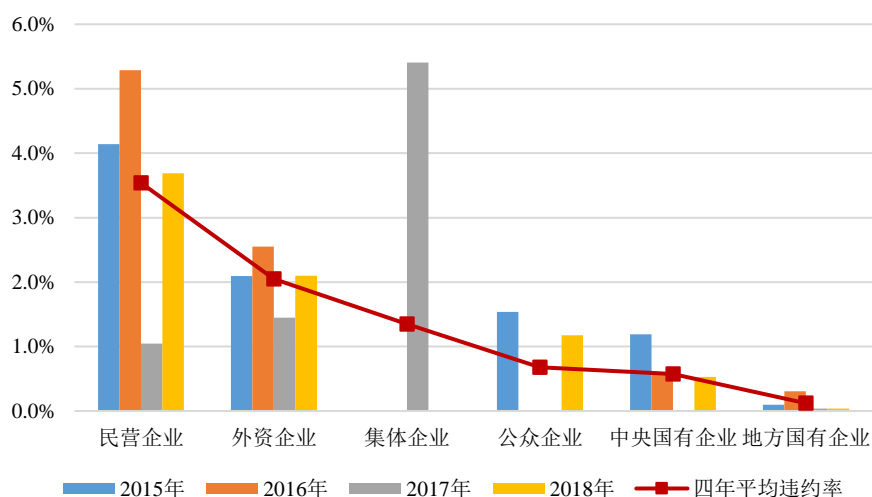
⁴ 含到期还款、提前兑付和回售，以下同。

行灵活运用定向降准、逆回购、MLF、TMLF⁵、SLF、抵押补充贷款（PSL）以及国库定存、央行票据等工具维持流动性合理充裕，并通过民营企业债务融资支持工具等支持相关企业融资，企业融资环境整体有所改善是 2019 年上半年新增违约事件较 2018 年下半年显著下降的主要原因。

但与此同时，部分企业由于经营能力和资金周转能力短时间内难以改善，加之避险情绪作用下企业外部融资环境缓解有限，导致 2019 年上半年违约率依然较高。

（二）违约主体仍以民企为主

2019 年上半年，新增违约发行人基本均为民营企业，占比较上年大幅提高。从违约金额来看，2019 年上半年新增违约民企违约金额约 289.01 亿元，占新增违约主体总违约金额的 95.26%。从近四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：接近四年平均违约率由高到低进行排序

图 5 2015—2018 年我国公募债券市场分企业类型主体违约率统计

从等级调整来看，2019 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 27 家共 30 次，地方国有企业被调降 7 家共 8 次，中央国有企业无调降发行人；2019 年上半年我国公募债券市场民企调降率为 5.68%，较 2018 年下半年（6.02%）有所下降，较 2018 年上半年（2.62%）显著上升，

⁵ 2018 年 12 月 19 日，央行决定创设 TMLF，根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源。

仍为调降率最高的企业类型。

2019 年上半年，民企违约事件频发除与宏观经济增速持续放缓、前期融资压力延续、债券大规模到期等不利因素有关，还包括以下原因：

1. 经济放缓过程中民企盈利能力有限，且融资环境较难改善

在近年来我国宏观经济增速放缓和经济去杠杆的背景下，民营企业“劣势”更为明显，2019 年上半年工业企业中民营企业的营业利润率下降至 4.79%，明显低于国有企业，同时民营企业亏损数量同比增速（6.10%）显著高于国有企业（3.80%）。

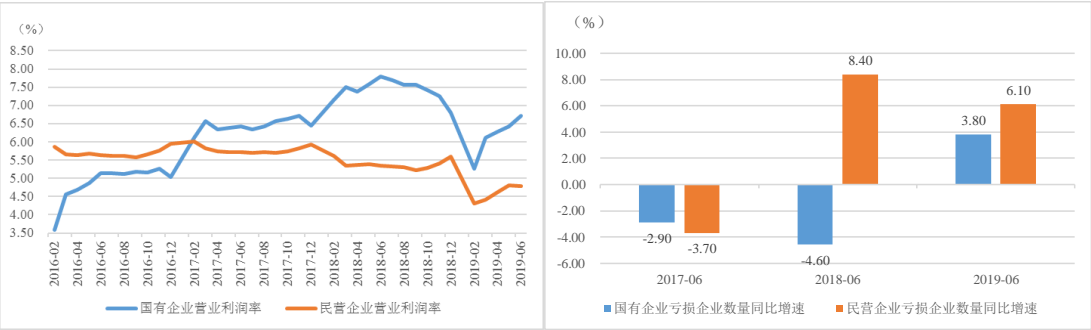


图 6 我国工业企业中民营企业与国有企业经营情况对比

与此同时，尽管 2019 年以来监管层采取多种货币政策工具维持流动性合理充裕并且通过纾困专项债、信用风险缓释工具支持民企融资，但受违约事件持续发生、监管持续加强及包商银行事件等影响，银行资产端风险偏好进一步降低，并且股权质押条件趋严，限制发行人通过协议式回购进行结构化融资，非标融资受限持续萎缩，民营企业融资环境改善并不明显，民企融资成本维持在高位。从发行利率来看，以发行样本较多的 AA⁺级民营企业及国有企业 3 年期公司债为例，民营企业的平均发行利率 2017 年、2018 年持续增长，且均显著高于国有企业，尽管 2019 年上半年发行利率在市场资金面较为充足的背景下均有所下降，但民营企业的平均发行利率降幅显著低于国有企业，发行成本仍维持在高位。

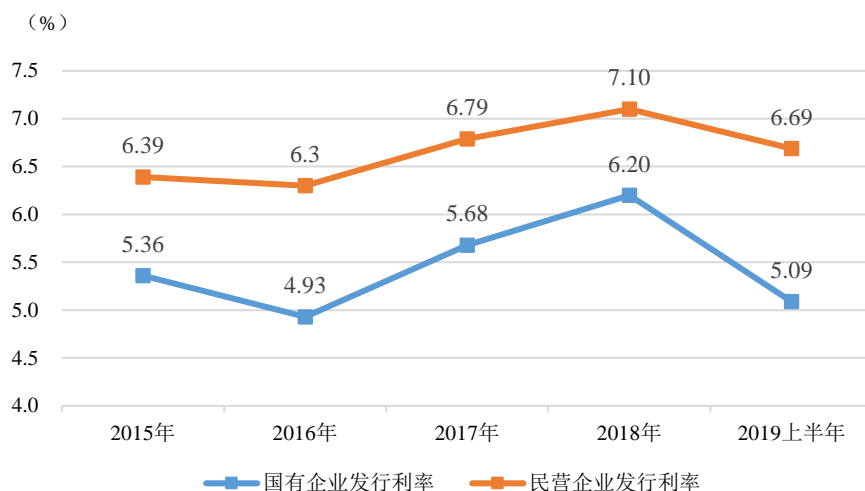


图7 2015—2019年上半年AA⁺级民营企业及国有企业3年期公司债平均发行利率

2. 公司经营治理存在缺陷，大多存在激进扩张问题

今年企业违约仍主要受宏观经济和融资环境的不利影响，同时企业战略决策失误、关联方及上下游资金占用严重、实际控制人风险及内控风险、区域互保联动风险等因素导致一些企业经营和财务状况进一步恶化，最终无法偿还到期债务。

第一，激进扩张和业务转型战略下形成较大的资金占用和持续大规模的资本性支出，导致企业对债务融资依赖性提高，过度举债叠加应付债券集中到期等因素，公司短期债务偿付能力持续承压。

首先，激进的大规模并购不仅形成大量资金占用，也导致商誉规模大幅攀升，带来商誉减值风险。例如三胞集团有限公司（以下简称“三胞集团”）近年来进行多笔大规模并购，造成投资性现金流净流出大幅增长，导致公司过度举债、持有的上市公司股权高比例质押，在企业长期经营获现能力不足、债务集中到期时，最终多类型债务逾期、股权被悉数冻结，失去偿债能力。庞大汽贸集团股份有限公司（以下简称“庞大汽贸”）、哈尔滨秋林集团股份有限公司（以下简称“秋林集团”）及成都天翔环境股份有限公司（以下简称“天翔环境”）等主体违约大多与大规模投资并购有关。

其次，部分违约主体还存在业务战略转型失败情况。如金洲慈航集团股份有限公司（以下简称“金洲慈航”）、大连天宝绿色食品股份有限公司（以下简称“大连天宝”）、宝塔石化集团有限公司（以下简称“宝塔石化”）及国购投资有限公司（以下简称“国购投资”）等。如金洲慈航经营范围为黄金珠宝加

工等业务，2015 年通过收购丰汇租赁有限公司将主营业务转为对资金需求较高的融资租赁、委托贷款等金融业务，导致公司过度举债，但公司风控能力不足，项目资金无法回收，最终公司无法偿债。

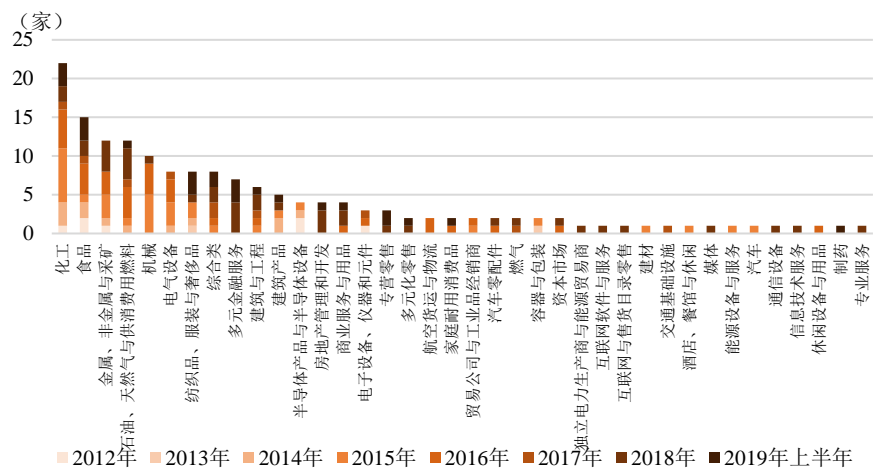
此外，激进扩张战略进一步导致关联方及上下游资金占用严重，企业应收款项（含应收账款、应收票据、其他应收款）高企，资产质量较差，内部流动性枯竭。如大连天宝、宝塔石化、天翔环境、南京建工产业集团有限公司及北讯集团股份有限公司（以下简称“北讯集团”），应收款项占流动资产比例均在 50% 以上，其中天翔环境应收款项占流动资产比例更是高达 80.89%，资产实际变现能力脆弱，内部流动性严重不足。

第二，实际控制人风险及内控风险不仅对企业经营发展带来较大影响，引起再融资环境急剧恶化，同时存在大股东资金占用，导致企业实际流动性不足，最终发生违约。民营企业的经营易受实际控制人影响，实际控制人可能利用职权便利违规挪用占用公司资金，公司也更易出现财务信息造假、信息披露不尽责等问题。例如，山东胜通集团股份有限公司（以下简称“山东胜通”）存在虚构客户、虚增收入、固定资产和存货的行为；康得新复合材料集团股份有限公司（以下简称“康得新”）货币资金被控股股东大规模侵占挪用；秋林集团违规使用募集资金，董事长与副董事长失联；宝塔石化票据业务涉嫌违法犯罪，实际控制人及多名高管被刑事调查。

第三，区域内互保现象严重，引发互保联动风险。东辰控股集团有限公司（以下简称“东辰控股”）与山东胜通等违约企业存在互保现象。东辰控股与山东胜通互保对象中，山东大海集团有限公司、山东金茂纺织化工集团有限公司、山东金信新材料有限公司等已破产重整，引发互保联动风险，互保公司间发生多起担保代偿纠纷，导致公司偿债能力严重恶化。

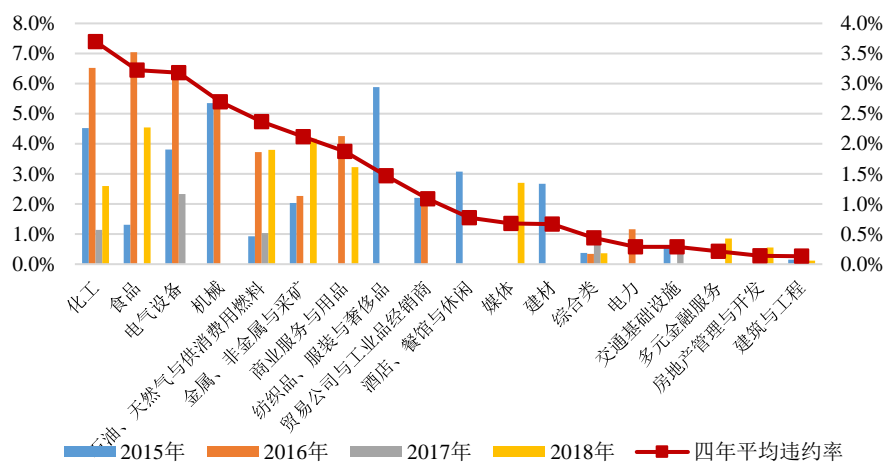
（三）违约行业覆盖面进一步扩大

2019 年上半年，我国新增债券违约主体涉及行业 14 个，与往年相比，新增家庭耐用消费品和制药行业发生违约，违约行业覆盖面进一步扩大；化工，食品，纺织品、服装与奢侈品以及多元金融服务违约家数较多。化工行业仍主要受到经济增速放缓以及供给侧结构性改革影响，部分企业盈利能力恶化，加之外部融资渠道不畅及个体存在地区内互保情况。其他行业由于违约主体较为分散，未有明显的行业特征。从近四年不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在化工、食品、电气设备、机械、石油、天然气与供消费用燃料等行业。



注：按 WIND 三级行业划分

图 8 我国债券市场新增违约主体行业分布



注：1、仅列出 2017 或 2018 年样本数多于 30 家的行业；

2、接近四年平均违约率由高到低进行排序

图 9 2015—2018 年我国公募债券市场分行业主体违约率统计

从等级调整来看，2019 年上半年，我国公募债券市场建筑与工程行业调降家数（5 家）最多，纺织品、服装与奢侈品行业和化工行业调降家数（均为 4 家）并列第二，其次是食品行业（3 家），汽车行业（3 家），电气设备行业（2 家），房地产管理和开发行业（2 家），家庭耐用消费品行业（2 家），金属、非金属与采矿行业（2 家）以及石油、天然气与供消费用燃料行业（2 家）。2019 年上半年，我国公募债券市场汽车、纺织品、服装与奢侈品和家庭耐用消费品行业发行人调降率较高，分别为 16.67%、15.38% 和 12.50%，其次为软件、汽车零配件、多元化零售、食品、航空货运与物流、专营零售和电气设备行业（均在 5% 以上），

可能存在样本量偏少影响。

(四) 违约主体主要分布在民营企业较多、轻工业较为密集的地区

2019 年上半年，我国债券市场新增违约主体主要分布在广东（4 家）、江苏（3 家），山东（2 家）、河南（2 家）以及黑龙江（2 家），其余省份违约较少。从新增违约主体债券违约规模来看，山东（79.46 亿元）、安徽（49.49 亿元）、上海（40.46 亿元）、广东（33.92 亿元）、江苏（29.94 亿元）和河北（11.56 亿元）地区违约金额占全部新增违约主体违约规模的近 85%。从地区来看，今年上半年违约发行人更多位于民营企业较多、轻工业较为密集地区。从近四年不同地区企业平均违约率来看，违约主要集中在吉林、内蒙、四川等地。

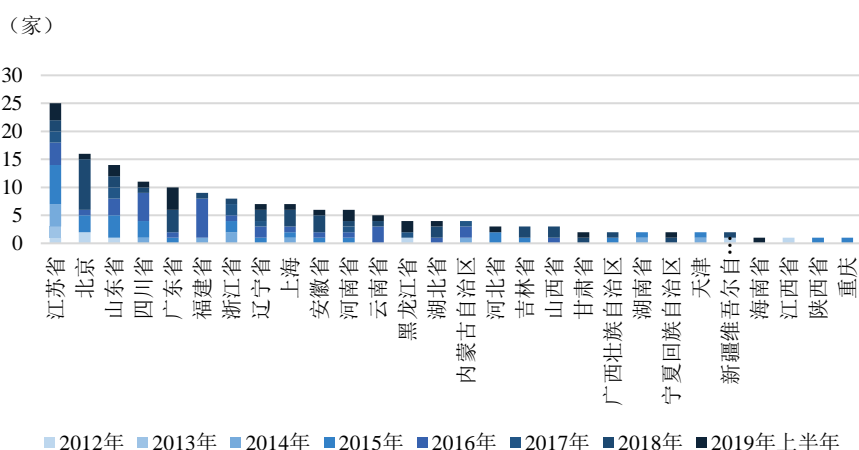
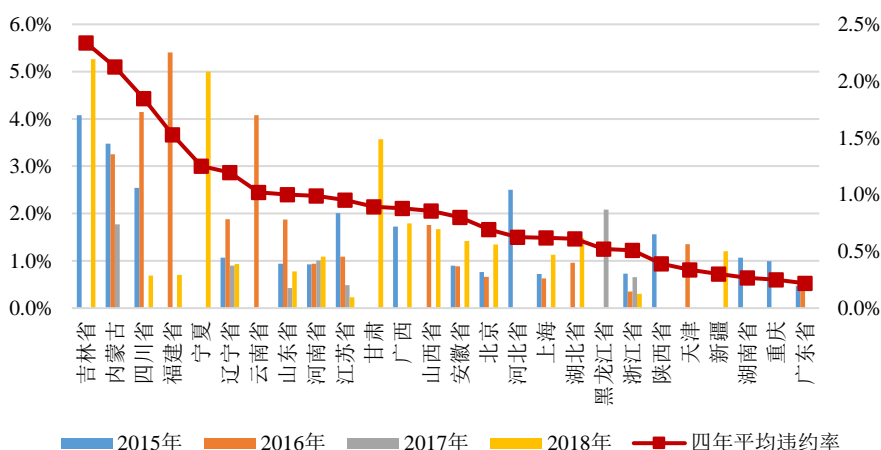


图 10 2018 年我国债券市场新增违约主体地区分布



注：接近四年平均违约率由高到低进行排序

图 11 2015—2018 年我国公募债券市场分地区主体违约率统计

从等级调整来看，2019 年上半年，我国公募债券市场北京地区调降家数（5 家）最多，江苏、广东、山东地区调降家数（均为 4 家）并列第二，浙江、安徽、重庆、福建、辽宁、河南以及青海地区调降家数均为 2 家，其余省份调降家数较少。2019 年上半年，我国公募债券市场青海、宁夏、海南、甘肃和黑龙江等地区调降率相对较高（主要受样本量偏少影响），其余省份调降率较低。

（五）新增违约主体中上市公司占比有所上升

2018 年以前，上市公司发生债券违约的情况较为少见，2018 年新增债券违约主体中上市公司占比急速攀升至 40%，2019 年上半年新增债券违约主体中上市公司占比为 36.00%，仍维持较高水平。一是上市公司股东高比例质押股票，导致融资弹性下降，同时股价大幅下跌导致的强制平仓风险，可能引发资金链进一步收紧，导致违约的发生，如康得新复合材料集团股份有限公司（以下简称“康得新集团”）、宝塔石化、庞大汽贸等。二是并购重组使得一些企业商誉规模快速增长，但一定程度上也可能会低估企业的债务负担，当企业未来的获利能力不能实现，那么将会导致商誉减值，净资产缩水，对企业的信用水平和再融资产生不良影响，如三胞集团、国购投资等。三是部分上市公司违规行为增加，在信息披露、财务信息真实性等方面受到监管机构问询函、警示函的频次明显上升，上市公司内控制度不完善导致声誉受损，再融资渠道进一步受限，如康得新集团、庞大汽贸、天翔环境等。

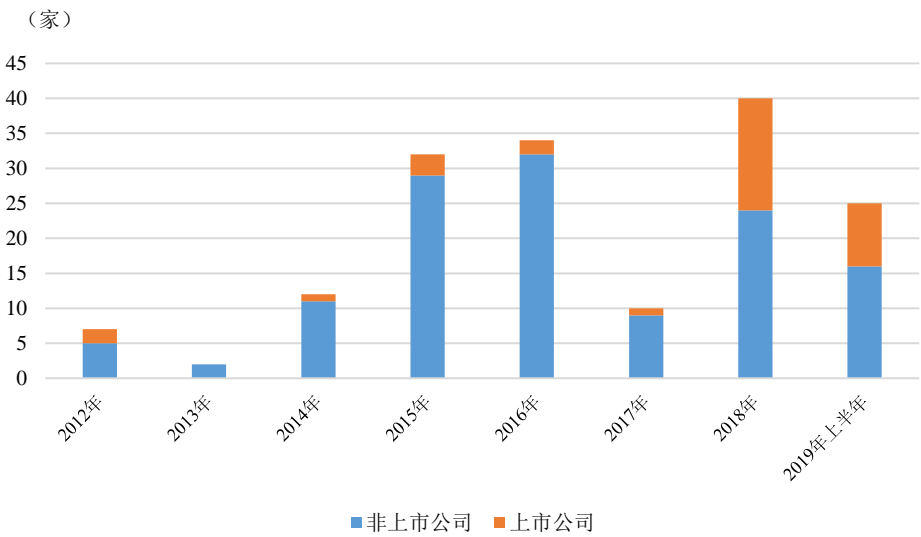


图 12 历年我国债券市场新增违约主体上市情况统计

（六）“短债长投”导致期限错配，短期偿债压力过大

在前期激进扩张下，一些企业受困于持续的资本性支出压力及上下游企业占款，长期融资需求旺盛。但是，受经济去杠杆、监管持续增强及包商银行事件等影响，银行资产端风险偏好进一步降低，信贷投放更加谨慎，贷款呈现短期化趋势，企业只能采用“短债长投”方式，不断进行期限错配。短期融资虽然能一时缓解企业流动性缺口，但对短期融资的依赖性也将降低企业资金运用的灵活性，难以实现战略上的资源优化配置，导致流动性风险蔓延至企业经营活动，一旦资金链条中某一环节出现问题，就很容易导致违约事件的发生。例如，河南众品食品有限公司、宝塔石化等违约主体均存在“短债长投”现象，短期债务的滚动压力较大，最终由于资金链条断裂而发生违约。

（七）违约债券含回售权比例明显上升

2019 年上半年，新增违约主体涉及违约债券含回售权比例为 65.79%，较 2019 年之前违约债券比例（43.27%）显著上升。含回售权债券一般附加调整票面利率选择权，即在发行人发出关于是否调整债券的票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的债券按面值全部或部分回售给发行人，因此发行人可以通过调整票面利率影响债券的存续期。但是，上调票面利率将进一步增加发行人融资成本，并且在上年信用事件频发的影响下，投资者风险偏好明显下降，对票面利率的敏感度不高，尤其是当发行人发生负面事件、盈利能力下滑影响偿债能力时，无论是提高票面利率还是追加内部增信，并不能削弱投资者的回售意愿，债券持有人往往会选择提前回售，最终导致发行人无力偿还提前回售债券而违约。例如，广东奥马电器股份有限公司、三胞集团、国购投资等违约主体均存在回售日到期但公司流动性不足以完成回售债券的兑付情况。

二、2019 年下半年我国债券市场违约情况展望

（一）违约事件仍将持续发生，但债券市场信用风险总体可控

一方面，违约事件仍将持续发生。一是全球经济复苏继续放缓、我国经济下行压力仍然较大，上半年工业企业利润负增长，部分企业面临的生产经营压力继续加大，信用违约风险不可忽视。二是在深化金融供给侧结构性改革的背景下，防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险仍是金融工作的根本性任务，近期的政策导向显示监管层控制杠杆和打破刚兑的决心不减，5 月银保监会下发的 23 号文重提巩固整治金融乱象成果、持续推动重点领域问题整治等，

包商银行被银保监会接管事件表明金融领域刚兑有望被逐步打破，市场风险偏好有所下降。在此背景下，一些信用状况较差、经营不佳的企业信用风险将会持续暴露。

另一方面，债券市场信用风险整体可控。在经济下行压力加大的背景下，稳健的货币政策仍将继续保持松紧适度，维持流动性合理充裕，保持货币、信贷及社会融资规模合理增长，利率水平将继续保持合理稳定。在全球货币政策趋向宽松的背景下我国货币政策的操作空间有所加大⁶，将进一步聚焦服务实体经济、深化金融供给侧结构性改革、防范化解重大金融风险。在此背景下，债券市场信用风险总体可控。此外，从债券到期量来看，2019 年下半年主要信用债总偿还量约为 4.4 万亿元，较上半年（4.2 万亿元）有所增加，偿债压力进一步加大。从级别来看，2019 年下半年到期主要信用债仍集中在 AA 级及以上⁷，到期期数和规模占比均在 97% 以上，且 AAA 级债券到期期数和规模占比均较上半年提高 5 个百分点左右，AA+ 和 AA 级债券到期期数和规模占比均较上半年有所下降，较低信用等级债券到期偿还压力略有降低。从券种来看，2019 年到期的主要信用债中，短期融资券到期规模（约 1.82 万亿元）最大，其次是金融债（约 0.59 万亿元）、中期票据（约 0.57 万亿元）、公司债（约 0.49 万亿元）、资产支持证券（约 0.41 万亿元）、定向工具（约 0.28 亿元）以及企业债（约 0.21 万亿元）。此外，未来将陆续有永续债进入行权期，对于在利率调升机制下仍然选择续期的发行主体，可能是由于流动性较为紧张，未来可能面临较大的付息和兑付压力，对于该类发行人应关注其违约风险。

（二）民营企业仍将是信用风险的主要爆发点，需警惕信用资质较弱、存在激进投资扩张以及发生负面事件的民企信用风险

一是民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大，在经济去杠杆和金融严监管的背景下，民企融资难、融资成本高使得信用风险较国企而言更高，加上民企自身存在公司治理方面的缺陷，一些财务状况较差的中低信用等级民营企业容易发生违约，而违约事件频发又使得投资者风险偏好下降，民企融资环境更加恶化，从而导致恶性循环。

二是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限。2018 年下半年以来监管层

⁶ 7 月 18 日，韩国、印尼、乌克兰、南非四国先后宣布降息，欧洲央行行长德拉吉在今年 6 月表示，政策利率进一步下调和净资产购买计划仍然是政策选项的一部分。此外，鲍威尔在 7 月 11 日的发言表示，将“适当”采取“适当行动以维持当前经济扩张，美联储在七月降息概率上升至 97.2%。

⁷ 不含资产支持证券。

采取了推出民企债务融资支持工具等一系列措施支持民企、小微企业债券融资，但在债券市场违约事件持续发生、投资者风险偏好有所下降的背景下成效有限，民企融资难、融资贵的问题并没有得到显著改善，整体信用缝隙那依旧较高。三是从到期情况来看，2019 年下半年，民企所发主要信用债⁸到期期数和规模（521 期、3384.1 亿元）约占主要信用债到期期数的 13.3%和到期规模的 8.6%，到期期数、规模以及各自占比均较上半年有所增加。今年 4 月，中办、国办印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，要求进一步完善债券发行机制，提出使用信用风险缓释凭证等债券融资支持工具支持民营企业债券融资等措施。5 月，发改委等部门联合发布《关于做好 2019 年降成本重点工作的通知》，要求推动债券品种创新，扩大优质企业债券发行规模，积极支持符合条件的企业扩大直接融资。未来民企融资仍将得到政策支持，但基于经济存在下行压力以及市场风险偏好下降，未来需要警惕信用资质较弱、存在激进投资扩张以及发生负面事件等的民营企业信用风险。

（三）城投企业整体信用风险不大，需关注区域经济财政实力下滑、债务集中到期、非标债务及或有债务规模大城投企业信用风险

一方面，城投企业整体信用风险不大。一是当前中国经济面临一定的下行压力，在稳增长稳投资的背景下，基建补短板力度将持续加大，同时宽信用政策仍将延续，城投企业整体再融资环境将保持相对宽松，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，进一步拓宽基建项目资金来源，同时积极鼓励银行、保险公司等金融机构提供配套融资支持，这对参与重大项目建设的城投企业有利；二是监管层加强地方政府债务风险防范、积极推动隐性债务化解，以低息贷款置换高息债务、长期债务置换短期债务，为城投企业缓解债务压力、降低融资成本、推进市场化转型等提供条件，有利于城投企业信用水平保持稳定。

另一方面，城投企业信用状况将进一步分化，刚兑信仰将被逐步打破。据不完全统计，2019 年以来城投企业非标产品违约事件较上年同期增长一倍多，违约产品多位信托计划，违约主体集中在贵州、云南、湖南、内蒙古、陕西等中西部地区，随着违约发生常态化及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，城投刚兑信仰将被逐步打破。从到期

⁸ 不包含资产支持证券。

量来看，2019 年下半年，城投债总偿还量约为 1.06 万亿元，较上半年增长约 4% 左右，下半年城投企业的到期偿债压力略有增加。未来城投企业信用状况分化将加剧，经济发展稳定、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑，区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、债务集中到期、非标债务及或有债务规模大的城投企业的信用风险较高。

（四）关注重资产强周期行业、石油天然气、房地产、贸易等行业信用风险

重资产强周期行业方面，煤炭、有色金属、机械制造、化工、电力与电网等行业资本密集程度较高，行业整体债务杠杆偏高，受到经济增速放缓以及供给侧结构性改革影响，部分企业经营不善，盈利能力恶化，侵蚀企业的现金流和资产流动性，在外部融资渠道不畅的情况下，偿债压力较大。

石油天然气行业方面，我国石油对外依存度高，炼油产能过剩较为严重，在行业供给过剩、原油价格剧烈波动、人民币对美元贬值以及环保要求趋严的背景下，石油天然气行业企业信用风险整体有所上升，信用分化将进一步加剧，缺乏外部支持、外部融资渠道有限的企业将面临较大的流动性压力，未来可能会因银行抽贷、互保及实际控制人风险等因素导致信用风险事件的发生。

房地产行业方面，2019 年年初，受益于政策环境略有改善、市场流动性合理充裕，房地产行业融资状况有所改善，但自 5 月以来，监管层出台了相关措施抑制房地产企业违规融资，《关于开展“巩固治乱象成果合规建设”工作的通知》要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资，多家信托公司收到银保监会窗口指导要求控制房地产信托业务规模，《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，房地产融资渠道有所收紧。今年下半年房地产行业债券总偿还量（约 2660.4 亿元）较上半年略有减少，较上年同期有所增加，偿债压力依旧较大。此外，近期人民币对美元汇率破“7”，人民币贬值会加重我国在境外发债房企的偿债压力，总体来看，需重点关注抗风险能力较弱的中小房企及海外发债规模较大同时也没有采取衍生品工具对冲外债风险敞口的房企信用风险。贸易行业方面，全球经济增速放缓、中美贸易摩擦的反复和不确定性、人民币汇率波动增强等因素叠加或导致相关贸易行业企业经营环境恶化，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，信用风险将会加大，未来仍需继续关注。

（五）关注东北、江浙及部分西部地区发行人的信用风险

从违约主体数量来看，违约发行人更多集中在产能过剩行业集中区域、东南沿海、经济较发达等地。东北地区由于重工业企业较多，产业转型压力大，在供给侧结构性改革的大背景下，产能过剩行业整体低迷导致部分企业面临较大的经营压力，违约风险较大。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，当前全球经济增长放缓，中美贸易摩擦不确定性较大，对江浙地区出口企业的不利影响仍将持续。部分西部地区省份如新疆、陕西和贵州经济欠发达，部分企业生产经营效益不佳，自身创造现金流的能力有待提高，在融资环境偏紧、市场信用风险偏好较低的情况下，偿债压力较大。