

2019年01月01日—03月31日

二季度债市喜忧参半，警惕收益率波动加大

——2019年一季度信用债市场回顾与二季度展望

主要观点

作者

中诚信研究院 评级与债券部

李诗 010-6642-8877-347
shli@ccxi.com.cn

余璐 010-6642-8877-262
lyu@ccxi.com.cn

谭畅 010-6642-8877-264
chtan@ccxi.com.cn

卢菱歌 010-6642-8877-385
lglu@ccxi.com.cn

姚姝冰 010-6642-8877-253
shbyao@ccxi.com.cn

翟帅 010-6642-8877-266
shzhai@ccxi.com.cn

李想 010-6642-8877-196
xli@ccxi.com.cn

本报告发布日期

2019年4月26日

- **市场环境：**一季度我国经济呈现缓中回稳的特征，GDP增速为6.4%，与去年四季度持平。流动性基调保持“松紧适度”，尽管公开市场回笼资金量较去年同期增加，但央行通过扩大普惠金融覆盖范围、降准等操作稳定了市场流动性预期，维持资金面松紧适度。资金价格在1月、2月总体平稳，3月份由于央行公开市场操作减少并受季节性因素影响，资金价格有小幅回升。截至2019年3月末，各期限质押式回购利率相比2018年末涨跌互现，但与去年同期相比大幅下行，资金价格总体处于较低水平。
- **信用风险：**一季度负面评级行动同比增多，债券违约风险仍频繁暴露。一季度全市场共发生主体评级下调30次，主体下调次数占比较去年同期增加8.78个百分点至66.67%；一季度债券违约规模共计279.73亿元，创历年同期新高，民营企业依旧是主要违约主体。业务扩张激进、债务压力过大、涉及诉讼或股权质押加剧现金流紧张、相关行业政策收紧是主要违约原因。违约主体均为产业债主体，所处行业仍较分散；平台公司未发生债券违约，但非标债务兑付危机事件时有发生，信用风险值得警惕。
- **市场表现：**一季度信用债行情明显改善，一二级市场量价齐升。信用债发行规模较去年同期大幅增长，新发债券等级重心进一步上移，债券发行利率波动下行；信用债成交量同比增加，收益率较去年底下行4bp-59bp；信用利差方面，中短期信用利差收窄，更长期限利差则明显扩张。
- **后市展望：**发行有望升温，收益率波动或加大，信用风险仍将持续释放
一级市场方面，预计二季度债券发行或将升温。在融资支持力度加大、发行利率维持低位的情况下，企业发债意愿有望抬升；同时企业再融资需求和外资配置需求的增加，将进一步推动债券发行。此外，为完成专项债发行目标，二、三季度专项债发行速度将提升。
二级市场方面，长期来看基本面和资金环境均有利于债市的发展。一方面我国经济处于下行周期，今年经济或弱于去年；另一方面我国货币政策定调为松紧适度，美联储加息进程的放缓给我国货币政策更大操作空间，因此市场对货币政策仍存在一定的结构性宽松预期。但同时，二级市场收益率还面临经济数据短期回稳、通胀预期升温、债券供给压力加大、股市资金分流等扰动因素，在诸多利空因素的干扰下，二季度收益率波动或加大。
信用风险方面，预计二季度债券违约风险不会明显弱化，仍将持续释放。二季度需重点关注的产业类行业包括农林食品加工、影视娱乐、化工和房地产行业。另外，平台公司非标债务违约风险暴露的可能性或将提升，且需警惕非标债务风险向债券市场传导的风险。

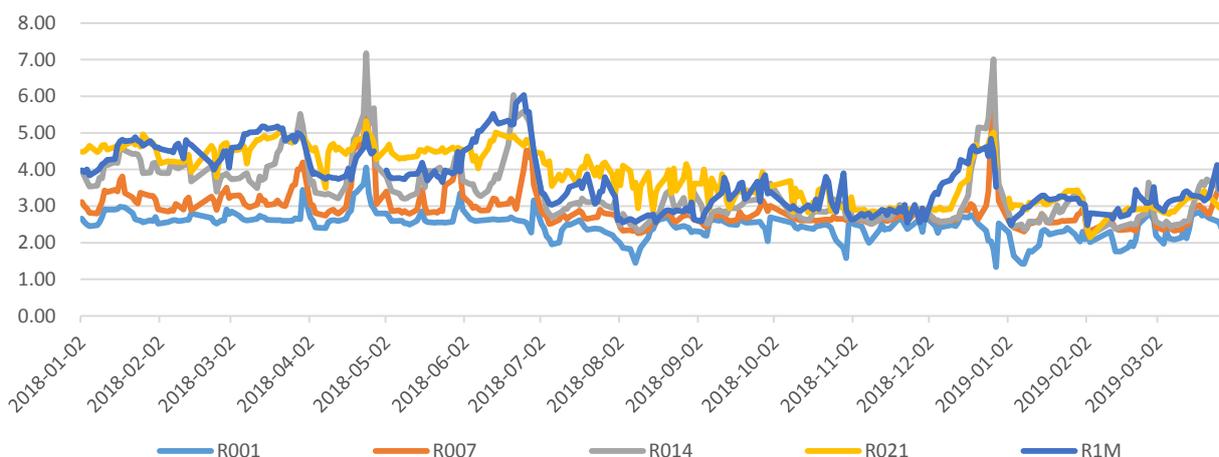
一、市场环境：宏观经济呈现阶段性回稳态势，货币政策注重“松紧适度”

2019年一季度，我国经济呈现短期缓中回稳的特征，GDP增速为6.4%，与2018年四季度持平。先行指标方面，官方制造业PMI在1月、2月呈现下降趋势，但3月份回升至荣枯线以上，达到50.5%。从物价指数来看，PPI同比增速水平较低，CPI同比增速在2月份降至1.5%，达到2018年2月份以来最低，虽然3月份出现一定幅度回升，但总体来看通胀压力仍相对可控。外部环境方面，中美贸易摩擦形势较2018年四季度有所缓和，但仍然存在一定不确定性。总体而言，考虑到需求依然较为疲弱，2019年经济增长预期仍然低于2018年，全年预计呈现前低后稳态势。

2019年，央行维持稳健货币政策，流动性基调注重“松紧适度”。从具体操作来看，2019年1月2日，央行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”，扩大了普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面。另外，央行分别于2019年1月2日和1月4日两次共调低了1.0%的存款准备金利率，合计释放了约1.5万亿流动性。从货币投放情况来看，2019年一季度，央行通过逆回购、中期借贷便利和国库现金定存共向公开市场净回笼资金18890亿元，而2018年同期央行货币回笼量为5145亿元，相比去年同期大幅增加。但综合考虑央行一季度通过降准释放的1.5万亿元流动性及通过扩大普惠金融优惠政策覆盖范围释放的流动性，货币市场资金回笼总量与去年同期基本持平。从货币政策利率来看，部分操作工具的利率有所下调。1月24日，央行将1月期国库现金定存的利率下调了72bp；同时，央行创设了定向中期借贷便利(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)，操作期限虽为一年，但由于到期可根据金融机构需求续做两次，其实际使用期限可达到三年，而利率相较1年期MLF降低了15bp。总体而言，一季度的货币政策仍延续了2018年稳健中性的货币政策基调，央行通过定向降准、下调部分货币政策工具利率等操作灵活调整，保持了流动性的松紧适度。

从货币市场利率来看，2019年1月、2月，尽管央行公开市场操作大量净回笼资金，但通过定向降准及扩大普惠金融政策覆盖面等操作稳定了市场流动性预期，资金价格总体较为平稳；3月份中下旬受公开市场操作频率较低以及季节性因素影响，资金价格有所上行，但整体上行幅度不大。截至2019年3月末，14天、21天期质押式回购利率相比于2018年末分别大幅下行27bp和104bp，隔夜、7天及28天期质押式回购利率较2018年末小幅上行7bp-36bp。与去年同期相比，月内期限资金价格下行大幅下行73bp-185bp，一季度资金价格总体处于较低水平。

图 1：2019 年一季度质押式回购利率变化情况



数据来源：中诚信国际整理

2019年一季度我国经济呈现短期缓中回稳的特征，GDP增速为6.4%，与2018年四季度持平。货币政策依然维持稳健中性，央行也通过定向降准、下调部分货币政策工具利率等操作灵活调整，保持了流动性的“松紧适度”。一季度央行通过公开市场操作回笼量为18890亿元，相比去年同期净回笼规模大幅增加，但综合考虑一季度降准等操作释放的流动性，资金面总体平稳。从货币市场利率走势来看，1月、2月份货币市场利率低位波动，3月份在常规季节性因素以及公开市场操作频率降低的影响下，资金价格出现上行但幅度不大。截至2019年3月末，各期限质押式回购利率相比2018年末涨跌互现，但与去年同期相比，月内各期限资金价格下行大幅下行73bp-185bp，当前资金价格总体处于较低水平。

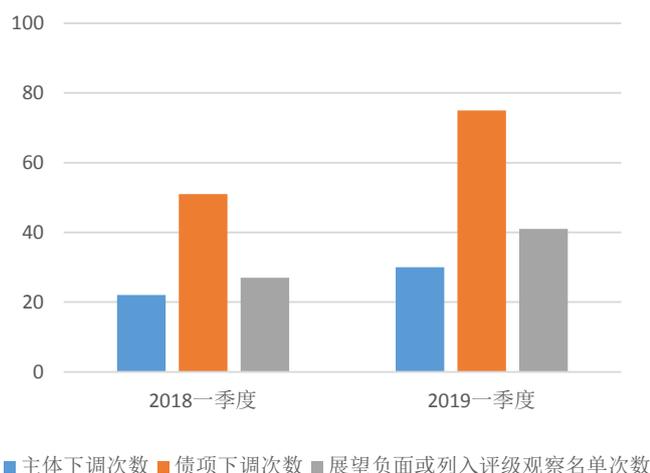
二、信用风险：负面评级行动增多，违约规模创历史同期新高

1. 评级调整：主体、债项下调次数及占比同比增加，民营企业下调占比较大

2019年一季度负面评级行动同比增多，具体来看，2019年一季度主体评级下调30次，债项级别下调75次，分别较去年同期下调次数增多8次和24次。此外，主体、债项下调次数占比均较去年同期有所上升，其中主体下调占比为66.67%，同比增加8.78个百分点，债项下调次数占比为72.12%，同比略增加2.26个百分点。

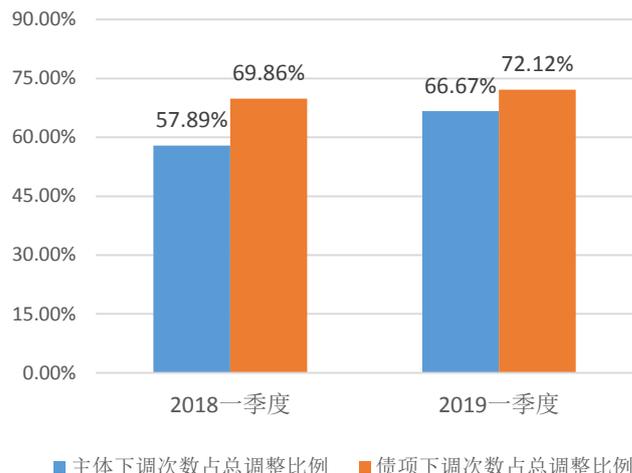
从最新展望来看，2019年一季度评级展望为负面或列入评级观察名单的为41次，是去年同期的1.52倍。2019年一季度主体级别下调行动共涉及17家发行人，较去年同期增加4家，其中东方金钰、康得新、众品食品、国购投资、宝塔石化为一季度出现多次下调的发行人，且均发生违约。

图 2: 负面评级调整行动次数同比增多



数据来源: 中诚信国际整理

图 3: 主体和债项下调占比同比上升



数据来源: 中诚信国际整理

从企业性质来看, 2019年一季度民营企业下调占比较大, 较去年同期大幅增加。具体来看, 2019年一季度民营企业下调次数为24次, 下调占比为80%, 较去年同期增加20.91个百分点。

从调整原因来看, 平台公司均为上调, 涉及4家发行主体, 上调原因多为区域经济快速增长、资本实力大幅提升、政府支持力度加大等。产业债主体下调次数为29次, 高于主体上调次数20次。产业债下调原因中较为突出的是2018年公司业绩预计亏损, 此外还包括偿债能力下降、控股股东质押比例较高、涉嫌信息披露违规等; 上调原因多为盈利能力增强、股东支持力度加大、资本实力或偿债能力提升等。金融机构方面, 涉及1家农商行下调, 原因为拨备覆盖率严重低于监管要求、资产质量大幅下滑、净利润明显下滑。

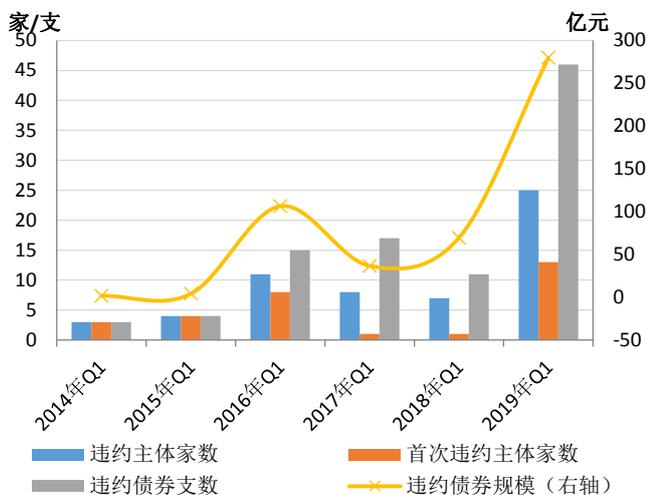
2. 违约风险: 一季度违约债券规模共计279.73亿元, 民营企业违约风险尚未解除

2019年一季度债券市场违约风险爆发速度较2018年四季度有所放缓, 但违约企业家数、违约规模及债券支数均创历年同期新高。据中诚信国际统计, 一季度共有46只债券发生违约, 规模共计279.73亿元, 虽然较2018年四季度大幅缩减36.5%, 但却是去年同期违约规模的三倍。从违约券种来看, 交易所公司债违约只数在总数中占比达到63%, 其兑付风险仍然较高。从违约发行人来看, 一季度所涉及违约主体共计25家, 首次违约发行人数量过半, 其中民营企业占比达到90%, 依旧是主要违约主体。4月份以来¹又有6家主体的7只债券发生违约, 违约规模共计80.58亿元, 发行人均为民营企业, 其中2家为新增违约主体。总体来看, 2019年以来民营企业违约风险尚未解除,

¹ 截至4月25日日终。

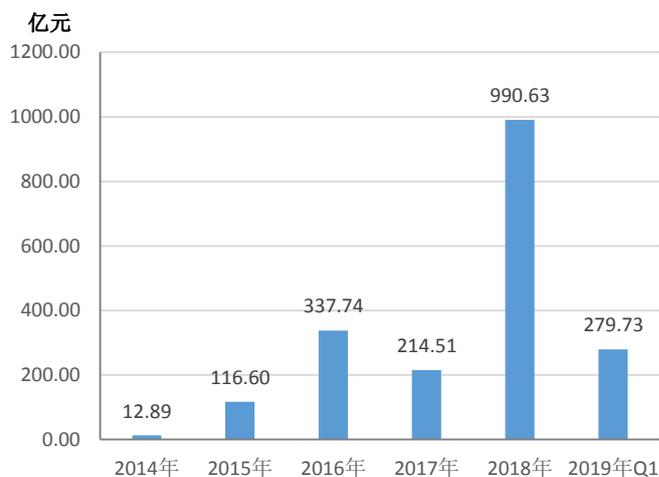
连环违约风险仍在发酵。

图 4：一季度债市违约情况



数据来源：中诚信国际整理

图 5：历年违约债券规模



数据来源：中诚信国际整理

从违约原因来看,2019年一季度新增违约主体涉及的违约原因主要包括以下五个方面：一是前期业务规模快速扩张，资金需求过度依赖债务融资，导致企业债务规模大幅增加，在内部流动性较差的情况下，外部融资不畅引发资金链断裂。庞大集团为维持重资产的运营方式，负债不断增加，尽管在资金严重不足时，公司曾通过股权质押贷款、出售资产、裁员等方式自救，但也未能缓解资金压力避免违约。康得新业务扩张过度依赖外部融资，并且应收预付款项占用资金规模较大，货币资金严重不足，在负面新闻曝光后公司融资渠道受阻使得资金链断裂从而违约。二是公司自身流动性紧张，且已发生债务逾期事件或涉及诉讼，企业自身或控股子公司股权处于高质押和冻结状态，使得现金流加速恶化，在债券到期时不能按期兑付。秋林集团因涉及多起诉讼事件，外加公司高层失联，导致其名下的货币资金和全部股份被冻结，资金断裂。而宝塔石化、东方金钰和三胞集团均在首次违约前，涉及债务逾期或资管计划违约等风险事件，股权被冻结叠加过重的债务负担，促使企业债务风险暴露加速。三是行业因素影响经营状况，企业造血能力减弱，加大流动性压力。河南众品食品受行业“猪周期”影响，盈利能力大幅减弱，同时下游客户汇款较慢，资金被占用，严重影响公司自身流动性；天翔环境则通过并购海外环境企业，进军环保领域，但由于环保政策持续高压的影响，企业盈利能力弱化，导致现金流难以覆盖公司债务，进而发生违约；受房地产行业市场波动及信贷环境的变化影响，国购投资经营业绩明显下滑，项目销售和业务回款不佳，且外部融资渠道也不顺畅，进一步加剧了公司流动性压力。四是因破产重整申请被受理，全部存续债券提前到期。山东胜通因无法偿还多笔到期债务且资产不足以清偿全部债务，向法院提交破产重整申请，在申请受理时公司的9只存续债券全部提前到期而发生违约。五是因技术性失误导致债券未能按期兑付，相关事

件主体分别是东方园林、海航集团和青投集团。除此之外，一季度仍有多家已违约企业因存续债券陆续到期，再度发生违约，连环违约事件仍在发酵。其中所涉及的主体有新光控股、同益实业、华阳经贸、永泰能源、上海华信、洛娃科技、佛山中基、中城建、印纪娱乐等。

从违约主体所处的行业来看，一季度的违约主体均为产业债发行人，涉及行业较为分散，包括房地产、化工、农林食品加工、环保、批发和零售贸易、能源、建筑、运输等11个行业。平台公司在一季度未发生债券违约，但非标债务风险事件时有发生，相关风险不容忽视。据不完全统计，2019年一季度平台公司发生4起非标债务兑付风险事件，涉及4家融资主体。从涉及的产品类型来看，该4笔均为信托计划。从基础资产类型来看，有2笔为应收账款投资集合资金信托计划，另外2笔为项目贷款集合资金信托计划。从区域分布来看，依旧是集中发生在经济相对滞后、负债率偏高的西部区域。由于前期非标债务资金中很大一部分流入平台公司的基建和房地产项目，随着债务的到期，平台公司可能面临一定的再融资压力，需关注个别区域经济环境较弱、行政级次较低的平台公司债务风险，并警惕非标债务风险向债券市场的传导。

违约后续处置方面，2019年一季度公募市场共有3家违约主体的全部或部分债券已有实质性的兑付进展。具体来看，东方园林在违约后一日，完成了“18东方园林CP002”的利息兑付。三胞集团完成“12三胞债”个人投资者本金及利息的兑付工作，而对于机构投资者将进行进一步协商。金鸿控股完成“16中油金鸿MTN001”剩余部分利息的兑付。此外据媒体信息报告，另有两只私募债券，“16海航01”和“18青投PPN001”在违约后的1-2日内完成兑付。截至2019年3月末，债券市场累计有303只债券违约，违约规模合计为1957.60亿元，涉及126家发行人。其中公募债市场违约的172只债券中，有37只已完成后续处置，完成全额兑付的有29只，总体来看，违约处置进展仍然较慢。

2019年一季度负面评级行动同比增多，债券违约风险仍频繁暴露。从数据来看，2019年一季度主体评级下调30次，较去年同期增多8次，主体下调次数占比均较去年同期增加8.78个百分点至66.67%；从违约情况来看，一季度共有46只债券发生违约，规模共计279.73亿元，涉及主体25家，均创历年同期新高。一季度违约发行人中首次违约发行人数量过半，其中民营企业占比达到90%，依旧是主要违约主体。业务扩张激进、债务压力过大、涉及诉讼或股权质押加速现金流恶化、相关行业政策收紧是今年一季度违约的主要原因，也有个别主体因破产重整、技术性原因导致债券违约。从行业来看，一季度违约主体均为产业债发行人，所处行业仍较分散，平台公司未发生债券违约，但非标债务兑付危机事件时有发生，信用风险值得警惕。

三、监管观察：多措并举支持中小企业发展，对外开放更进一步

1. 监管持续发力改善中小企业发展和融资环境

2019年一季度中央仍高度重视提高金融服务实体经济质效，特别是支持中小微企业融资问题，一季度多部门发文推动资金向民营及中小微企业流动，缓解中小微企业融资难融资问题为监管重点发力方向。1月9日召开的国务院国常会决定对小微企业推出一批新的普惠性减税措施，包括大幅放宽可享受企业所得税优惠的小型微利企业标准、加大所得税优惠力度等，预计每年可再为小微企业减负约2000亿元²；1月14日，银保监会发布关于农村商业银行发展的指导意见，其中涉及要求农商行增加“三农”和小微企业金融供给的内容，加大对其信贷投放力度；2月份国务院办公厅6号文除引导政府性融资担保、再担保机构规范化发展外，同时特别强调担保机构要聚焦支小支农主业；当月银保监会印发《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》，细化了落实金融服务民营企业的相关措施，包括建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制、加大监管督查力度等方面内容，此外还提出尽快建立民企贷款尽职免责和容错纠错机制；在两会记者会上，易纲行长提出将进一步加强对小微企业和民营企业支持，降低其融资成本；3月13日，银保监会再度发文设定了小微企业贷款增速目标，要求银行将小微企业贷款保持在合理水平，并放宽了小微贷款不良率容忍度，引导商业银行进一步加强对小微企业信用支持。

一季度宽信用的政策思路也在延续。1月23日，央行决定创设央行票据互换工具（CBS），并将主体评级不低于AA级的银行永续债纳入MLF、TMLF、SLF和再担保的合格担保品范围，意在提高银行永续债的市场认可度和流动性，支持银行发行永续债补充资本；同时银保监会发文允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券，扩大银行资本工具的投资者范围。3月底央行将中债信用增进投资股份有限公司纳入公开市场一级交易商名单，拓宽了其获得资金的途径，具有积极的信号意义。除此之外，沪深交易所还进一步完善了信用保护工具的相关管理办法，推进信用保护工具的规范化发展，更好地发挥在债券融资方面的信用支持作用。

总的来说，今年以来监管持续发力纾解中小企业融资困难，多个高级别机构接连表态支持中小企业发展，显示中央对这一问题的高度重视，其提出的措施也非常多样。首先，监管部门多措并举促进金融资源向中小企业倾斜，不仅向金融机构施加一定监管压力，设立中小企业贷款增速目标，加大对中小企业的贷款支持；还支持商业银行补充资本，扩大信贷空间，同时稍放宽了风险约束方面的要求，着力修复商业银行风险偏好，从多方面入手引导商业银行加强对中小企业信用支持。其次，监管部门积极为中小企业融资开拓空间，除信贷投放外，还通过鼓励发展民营企业债券融资工具等为相关企业提供融资支持，并引导降低企业融资成本。除此之外，还完善财税支持政

² 数据来自国常会官方新闻稿 http://www.gov.cn/premier/2019-01/09/content_5356305.htm

策，扩大税收优惠的覆盖范围，减轻相关企业税费负担。一系列政策体现了中央支持中小企业和民营企业发展的决心，对于改善相关企业融资环境无疑有着积极作用。

从政策效果来看，一季度民营企业融资政策的利好尚未在债券市场上体现。一季度民营企业债券共发行152支，发行规模为1112.96亿元，发行规模同比、环比均有所下降，而到期规模为1632.11亿元，民企净融资额持续为负，且缺口有所扩大；发债民企主体级别大多在AA+级以上，显示较低级别民营企业融资仍面临一些困难。一季度创设的CRMW共33支，其数量较2018年四季度减少34%，CRMW标的主体级别仍以AA+级为主，债券类型多为短期融资券，或受到综合收益率不高、CRMW创设规模远低于债券发行规模、标的主体多样性不足等因素影响，机构对CRMW的配置需求下降，CRMW的发行也有所降温。一季度民营企业债券融资情况表现稍弱，相关融资支持政策的效果显现或需要一段时间。同时，考虑到金融机构对中小企业和民营企业融资支持的意愿和动力可能不具有持续性，其融资环境的改善可能需要监管在宽信用及修复金融机构风险偏好方面给予更多支持，企业风险溢价较高问题也有待通过利率市场化改革和金融供给侧改革等进行缓解。此外值得注意的是，目前经济环境下部分中小微企业仍面临较大经营风险，在支持其发展的同时，也需要注意防范风险，把握好稳增长与防风险之间平衡。

2. 对外开放或将加速

一季度我国债券市场的对外开放有序推进。2月初交易商协会发布《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》，规范了信息披露、募集资金使用等方面要求，推动解决境内外规则惯例接轨问题，推进熊猫债市场制度体系建设，提升银行间市场开放水平。另外具有里程碑意义的是，自4月起人民币计价的364支国债和政策性银行债正式纳入彭博巴克莱指数，完全纳入后占比将达到6.03%，将成为第四大计价货币债券。纳入该指数后中国债券可进入更多投资者视野，有望吸引追踪该指数的境外投资者配置中国债券，为境内债市带来一定增量资金，债券市场对外开放更进一步。同时另两大债券指数摩根大通新兴市场政府债券指数和富时罗素全球债券指数亦表态今年将商讨是否将中国债券纳入其指数。今年两会记者会上央行副行长潘功胜明确2019年债券市场的重点工作之一为扩大开放，此外，3月底李克强总理表示中国将继续扩大金融业的开放，且开放措施将在今年大力落实，预计随着金融基础设施的逐步完善，债券市场的对外开放或将加速。从中债登和上清所的托管量来看，截至2019年3月份境外机构持有的国内债券总规模为1.76万亿元，同比大幅增加35.21%，较2018年底也有小幅增加；3月份境外机构持有债券占比为2.28%，较去年同期有所增加，不过仍处于较低水平，随着对外开放的推进，境外机构的持仓规模仍有一定提升的空间。与此同时需要注意的是，金融市场的开放可能会带来新的金融风险，这无疑也给监管

带来一定挑战。

今年以来监管持续发力纾解中小企业融资困难，多个机构接连表态支持中小企业发展，显示中央对这一问题的高度重视，其提出的措施也非常多样，从多措并举引导金融机构加强对中小企业信用支持、为企业融资开拓空间、减轻税收负担等多角度出发，助力改善中小企业发展及融资环境。从一季度融资情况来看，民营企业债券融资情况表现稍弱，相关融资支持政策的效果显现或需要一段时间。相信在监管导向下，未来中小企业及民营企业融资环境有望改善，不过可能需要监管在宽信用及修复金融机构风险偏好方面给予更多支持，并注意把握稳增长与防风险之间平衡。一季度我国债券市场对外开放更进一步，预计随着金融基础设施的逐步完善，债券市场的对外开放或将加速。

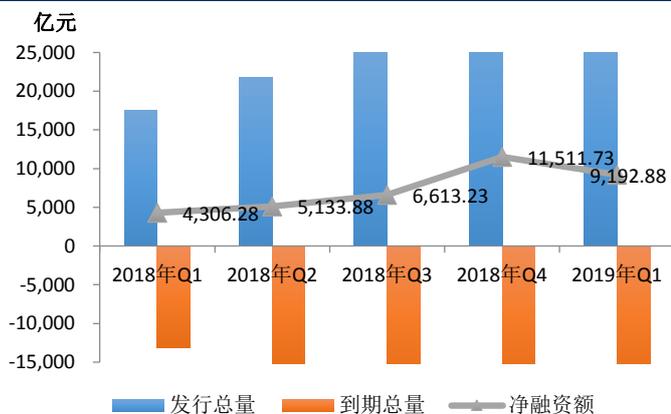
四、市场表现：信用债行情改善，一、二级市场利率双双下行

1. 一级市场：信用债发行量和净融资额同比大幅增加，短券发行利率震荡下行

信用债发行量同比大幅增长，净融资额同比增加

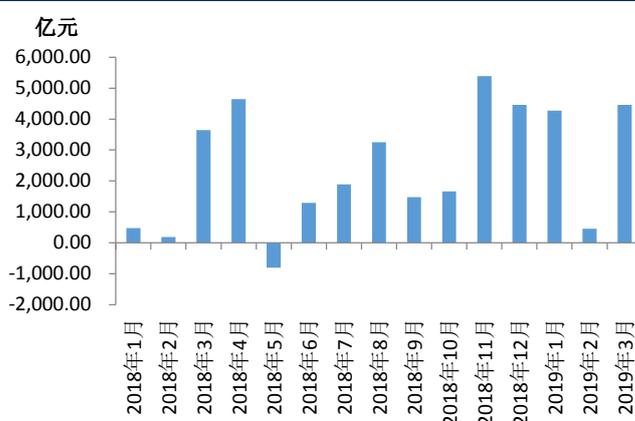
2019年一季度信用债发行总量较去年同期大幅增长，一季度发行总规模为27372.83亿元，较去年同期增加9876.75亿元，同比增幅超过56%，但较去年四季度发行量出现环比下降，发行规模减少2479.28亿元。与此同时，一季度信用债到期规模为18180.0亿元，较去年同期增加4990.15亿元。但由于发行量增幅较大，2019年一季度信用债市场净融资额共计9192.88亿元，同比增加4,886.6亿元，但较去年四季度有所缩减。单月债券净融资规模方面，除2月份因春节因素净融资额度较小、与去年同期相比增幅较小外，1月、3月净融资额较去年同期均出现较大增长。

图 6：信用债发行总规模和净融资额同比大幅增加



数据来源：中诚信国际整理

图 7：1月净融资额较去年同期大幅增长

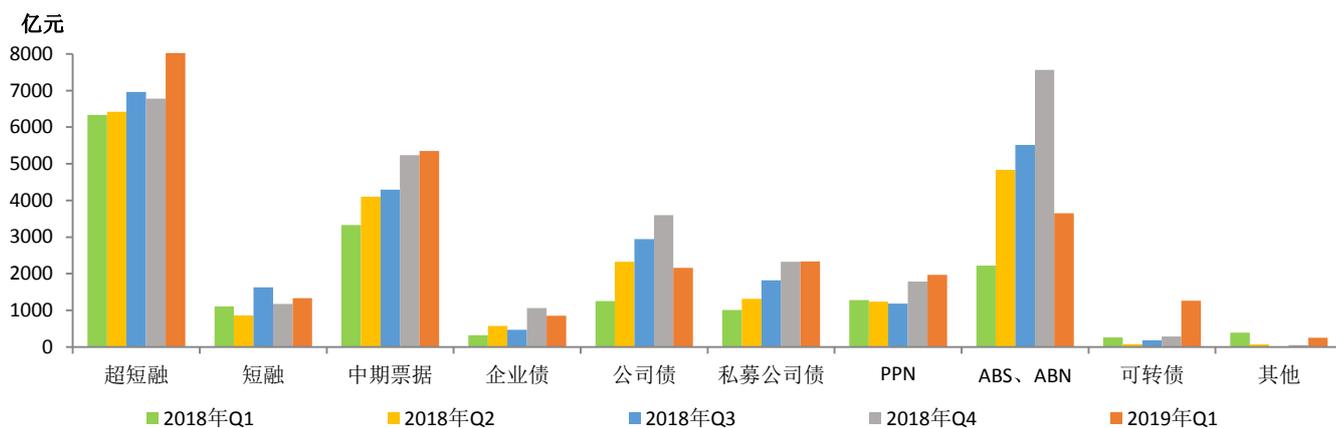


数据来源：中诚信国际整理

各信用债发行量均出现同比增加，超短融仍为主要发行品种

各券种发行规模方面，2019年一季度各信用债品种发行量均同比增加。其中，企业债、非公开发行人公司债和可转债发行规模均出现较大幅度的增长，其同比增幅分别达到了164.47%、131.58%和362.71%。从环比来看，企业债、公开发行人公司债和资产证券化产品发行规模较2018年四季度均有所减少，其他品种信用债发行规模均有增加。发行结构方面，一季度信用债中发行规模最大的品种，依旧为超短期融资券，共发行8,227.90亿元，在发行总规模中占比达30.06%；中期票据和资产支持证券发行规模占比位居其后，分别为19.54%和13.33%。

图 8：主要信用品种发行规模同比增加，短融依旧为发行规模最大的券种

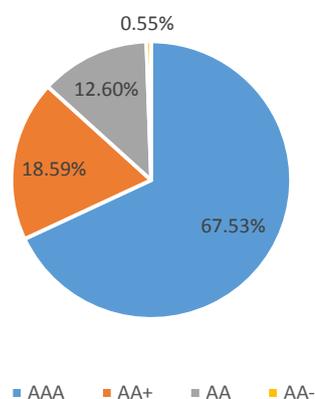


数据来源：中诚信国际整理

新发债等级分布向AAA级集中，债券发行利率波动下行

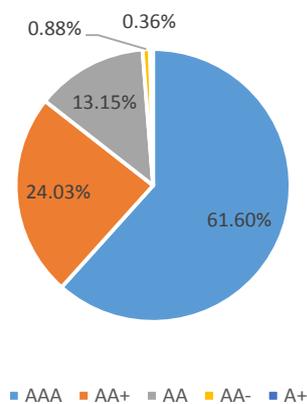
2019年一季度AAA级债券发行支数在全部发行数量中占为67.53%，较2018年全年情况占比上升约6个百分点。AA+级债券发行支数占比为18.59%，较去年减少5个百分点。AA及以下等级债券支数占比约13.15%，与去年相比变化不大。总体看来，新发债券等级仍集中在AA及以上级别，且债券发行等级进一步向高等级集中。

图 9：2019 年一季度新发债等级分布



数据来源：中诚信国际整理

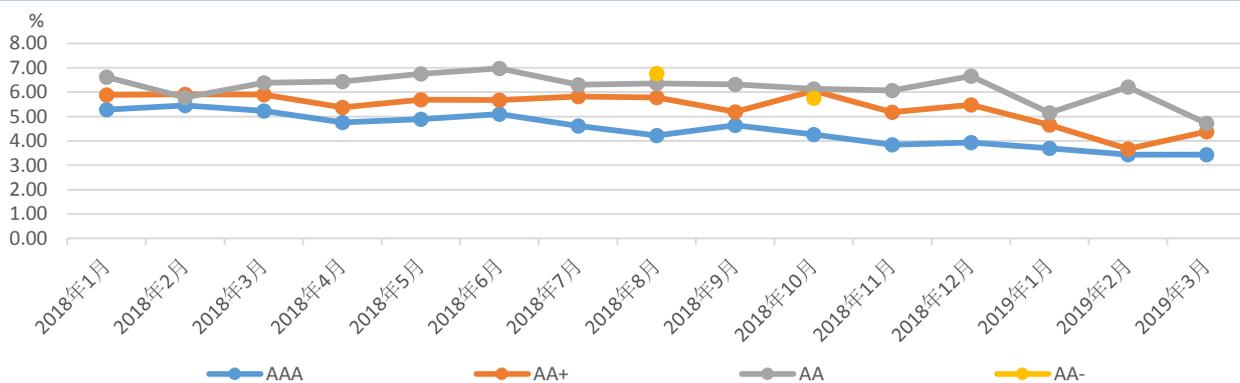
图 10：2018 年新发债等级分布



数据来源：中诚信国际整理

从发行利率的走势来看，以1年期短期融资券为例，一季度发行成本总体呈现波动下行趋势。2019年1月，央行宣布扩大普惠金融定向降准的覆盖范围，并两次降准，还创设了相比MLF年限更长、利率更低的TMLF工具，总体保持流动性松紧适度，市场对资金面存在结构性宽松的预期。在这样的环境下，债券发行成本整体波动下行，截至2019年一季度末，AAA级短融平均发行利率较去年末下行50bp，AA+和AA级发行利率下行幅度均超过了100bp。截至3月末，AAA、AA+和AA级平均发行利率分别为3.44%、4.28%和5.36%。

图 11： 1 年期短融发行利率波动下行



数据来源：中诚信国际整理

总体来看，2019年一季度信用债市场发行总规模达到了2.74万亿元，主要信用债品种发行规模均同比增加。从等级分布来看，新发债券等级重心进一步上移，AAA级债券占比较2018年全年上升了6个百分点。债券发行利率波动下行，截至一季度末，1年期短融发行利率相比2018年末下行50bp-194bp。

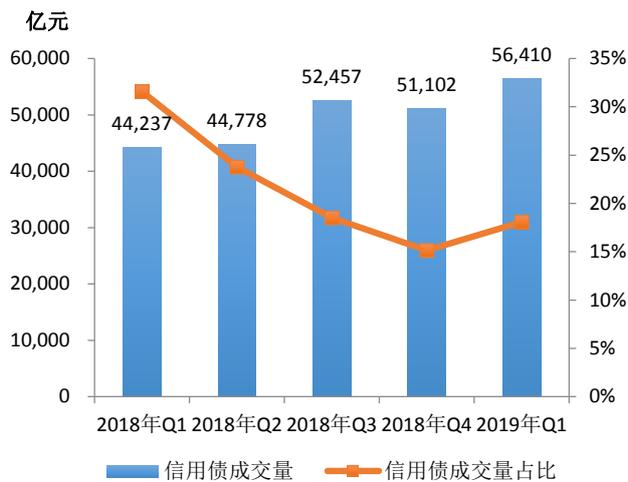
2. 二级市场：信用债行情向好，债券收益率明显下行，信用利差有所收窄

信用债成交量增加，短融交易最为活跃

2019年一季度信用债现券成交规模为5.64万亿元，成交量同比、环比均有所增加，信用债成交量占债券市场总交易规模的比例为18.08%，虽较前一季度有所回升，但大幅低于去年同期。从各券种的成交情况来看，一季度交易最活跃的信用债品种为短期融资券³，其次是中期票据，二者交易规模差距不大，企业债和公司债交易量相对较少。与去年同期相比，短期融资券和中期票据成交量有所增加，而企业债和公司债交易规模则同比减少。

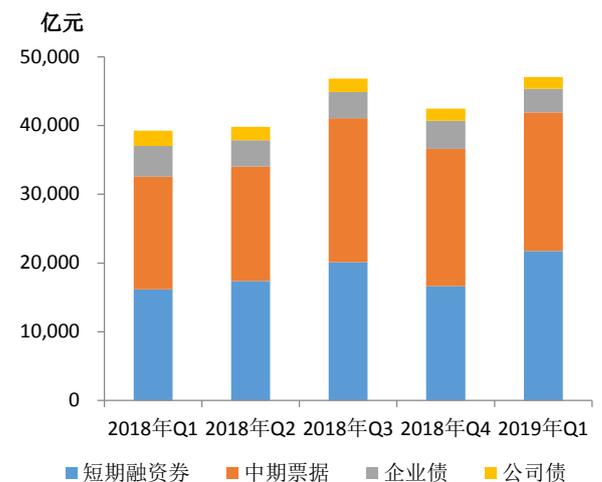
³ 本部分短期融资券包括超短期融资券、企业短融和证券公司短融。

图 12: 信用债成交量同比、环比均增加



数据来源: 中诚信国际整理

图 13: 中短期票据交易仍相对活跃



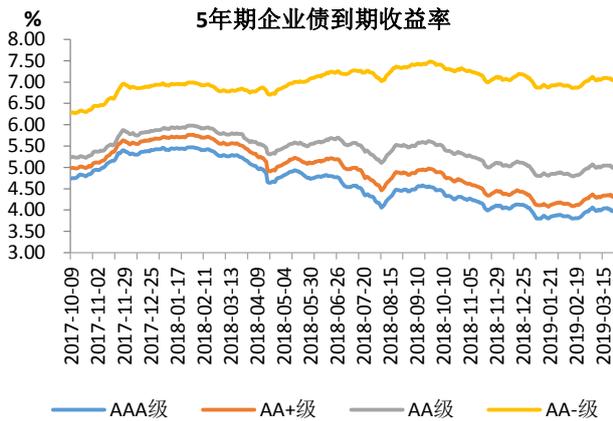
数据来源: 中诚信国际整理

债券收益率有所下行，不同期限信用利差走势分化

2019年一季度国债收益率先波动下降后有所抬升，整体来看各期限收益率仍较2018年底有不同程度的回落，下行幅度从1bp到16bp不等。其中截至3月底，10年期国债收益率为3.07%，较2018年底下行16bp。而进入4月后，经济企稳预期升温、市场担忧货币政策会有所收紧、国债一级市场招标不及预期等因素对债市情绪形成压制，国债收益率出现明显抬升。

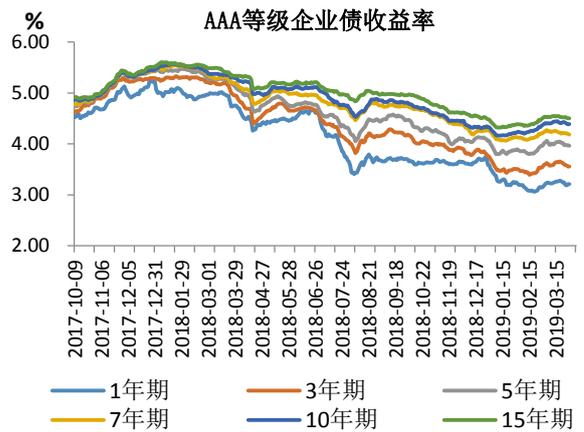
受益于流动性环境改善和一级市场良好行情对投资者情绪形成提振，2019年伊始信用债收益率大幅下行；虽然市场环境在大方向上支持债市发展，但随着前期利好因素逐步被市场消化，再加上地方债提前发行挤占部分信用债投资需求、资金面短期承压等干扰因素，自1月中旬开始市场进入多空博弈阶段，除1年期利率波动下行外，更长期限信用债收益率呈区间内小幅波动态势；进入2月下旬后，伴随着A股的上涨，股债出现“跷跷板”行情，信用债收益率明显抬升；在一段时间的上行之后信用债收益率又重回区间内窄幅波动态势。整体来看，信用债收益率仍较2018年底有所回落，1-7年期各等级企业债收益率下行4bp-57bp，1-5年期中短期票据收益率下行8bp-59bp，中短期限、低等级收益率降幅相对更大。而进入4月后，利率债收益率调整的同时，信用债收益率也普遍有所上行。

图 14: 5 年期企业债收益率下行



数据来源: 中诚信国际整理

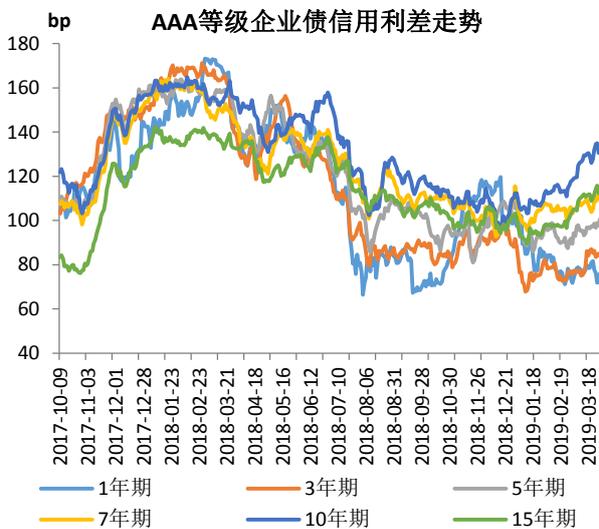
图 15: 各期限 AAA 级企业债收益率下行



数据来源: 中诚信国际整理

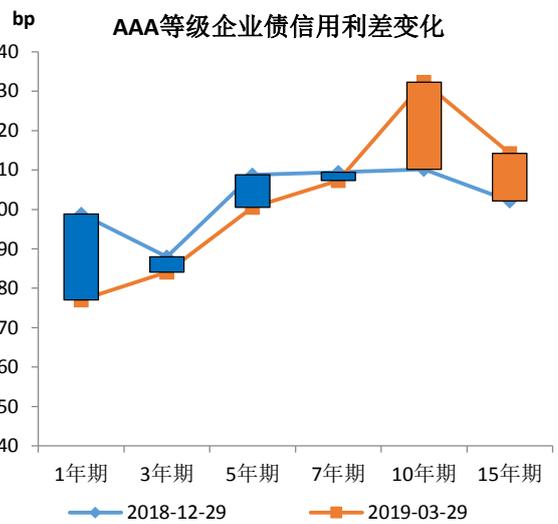
从信用利差走势上看, 以AAA等级企业债为例, 一季度不同期限信用利差走势分化。其中, 1年期信用利差波动收窄, 3年-15年前期信用利差先收窄后扩张, 且期限越长扩张趋势越为明显, 10年期和15年期风险溢价较2018年底明显抬升。截至3月底, 1-7年期信用利差较去年底有所收窄, 收窄幅度从2bp到22bp不等, 更长期限信用利差则有所扩张, 长短期限间信用利差差距明显拉大。

图 16: 1 年期信用利差持续收窄, 其余期限信用利差先降后升



数据来源: 中诚信国际整理

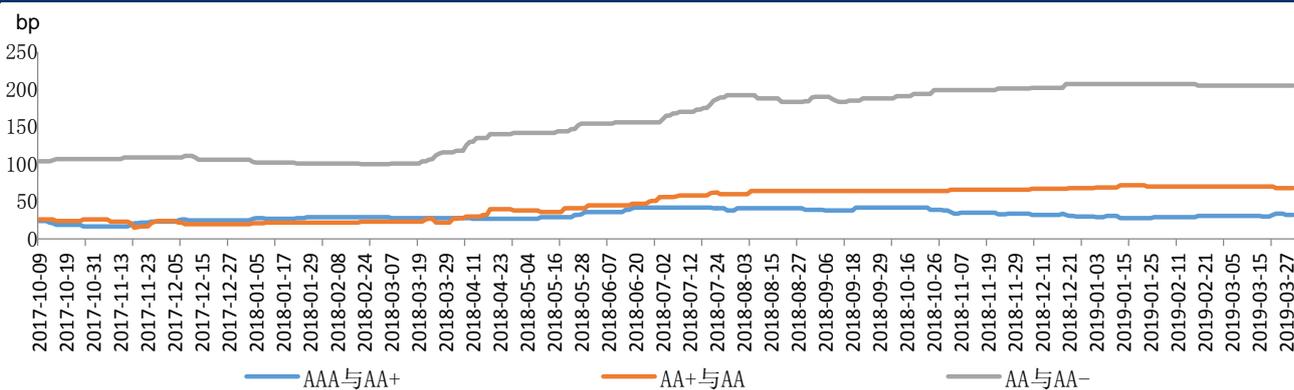
图 17: 1-7 年期信用利差较去年底收窄, 10 年和 15 年期扩张



数据来源: 中诚信国际整理

从评级利差来看, 以5年期各等级企业债为例, 一季度AAA与AA+级之间利差有所扩张但幅度不大; AA+与AA级之间评级利差在68bp-72bp之间, 较为平稳; AA与AA-级之间利差变动幅度未超过2bp, 等级间利差变化不大。从利差水平来看, AA与AA-等级间利差明显高于其余相邻级别间利差, 显示投资者对于AA-级债券仍要求较高风险补偿。

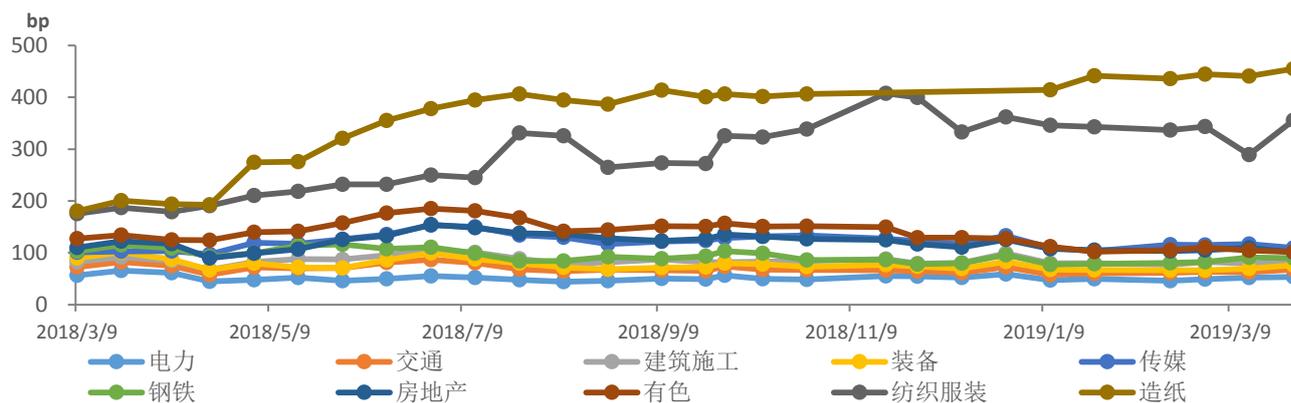
图 18: AAA 与 AA+级等级间利差小幅扩张, AA 与 AA-等级间利差仍较大



数据来源: 中诚信国际整理

从主要行业利差来看, 电力、交通、装备等行业利差一直处于较低水平, 有色、房地产、传媒等行业风险溢价稍高, 而纺织服装和造纸行业利差大幅高于其它行业, 各行业利差高低序列变动不大。变动趋势方面, 除造纸和纺织服装行业利差显著扩张外, 其余行业利差中位数变动幅度相对较小。

图 19: 主要行业利差走势



数据来源: 中诚信国际整理

2019年一季度信用债成交量同比、环比均有所增加, 不过信用债成交量占比低于去年同期。其中交易较为活跃的品种为短期融资券和中期票据。从债券收益率走势上看, 一季度信用债收益率较去年底有所回落, 下行幅度在4bp-59bp之间。信用利差方面, 不同期限AAA级信用利差走势分化, 1-7年期信用利差有所收窄, 更长期限利差则较去年底明显扩张, 长短期信用利差差距明显拉大。从评级利差来看, 各相邻级别等级间利差变动都不大。

展望: 二季度债市喜忧参半, 发行有望继续升温, 收益率波动或加大, 违约风险仍将继续释放

展望二季度, 债券市场喜忧参半。一方面, 货币政策结构性宽松, 民企融资支持

力度较大，债券发行大概率回暖。同时，资金环境也仍将是对债市走势形成一定的支撑，叠加我国债券已纳入巴克莱指数，境内债市有望迎来增量资金。但另一方面，债券还面临经济数据短期回稳、通胀预期升温、债券供给压力加大、股市资金分流等扰动因素，收益率波动或加大。此外，考虑到二季度信用债到期规模加大，企业债务滚动压力将持续，部分信用资质较差的民营企业仍面临较高的违约风险，预计二季度个券违约事件仍将频发，需重点关注农林食品加工、影视娱乐、化工和房地产行业的风险表现。

1. 一级市场：债券发行有望升温

在监管层加大融资政策支持、稳健的货币政策维持松紧适度的状态下，预计二季度债券发行或将进一步升温。一方面，在政策层面加大民营企业债券融资支持的情况下，融资环境有望改善，债券发行利率持续低位震荡，企业发债意愿有望抬升。另一方面，二季度作为传统的供给高峰，债券再融资压力普遍较大；同时，2019年4月，中国债市纳入彭博巴克莱指数，外资配置中债的途径进一步扩大。无论是企业的再融资需求还是资本的配置需求，均有进一步提升，从而推动债券的发行。此外，地方债发行方面，尽管今年一季度地方政府债的发行节奏较往年明显加快，但新增专项债限额的剩余空间仍然较大，考虑到国常委要求今年9月底前专项债基本发行完毕的计划，同时在人行强调加快地方政府债发行的影响下，二、三季度专项债的发行速度将有所提升，整体地方债的发行规模或将高于一季度，这也成为了二季度债券一级市场升温的影响因素之一。

2. 二级市场：收益率波动或加大

二级市场方面，2019年政府工作报告显示中央对于经济下行容忍度提高，虽然财政支出力度加大，但这或只是在一定程度上延缓经济增速下滑，我国经济下行的趋势难以发生变化，今年经济或弱于去年；现阶段我国地方政府和民营企业仍面临一定再融资压力，融资成本的上升或将给化解地方债务风险和中小微企业融资难问题带来困难，不符合政策导向，从而市场对货币政策仍存在一定的结构性宽松预期；外部环境方面，一季度美联储议息会议态度偏向鸽派，且考虑到期间美债收益率曾出现倒挂，加剧市场对于美国经济放缓的担忧，同时美联储加息进程的放缓可能给我国货币政策更大的操作空间；另外，在全球经济面临一定下行压力、英国脱欧协议迟迟不能达成、中美贸易摩擦尚未完全解决的情况下，部分投资者可能进入债市避险，目前我国债券已纳入彭博巴克莱指数，这或吸引更多境外资金流入债市。长期来看基本面和资金环境均有利于债市的发展。

不过需要注意的是，二级市场收益率下行同样面临一些阻力。一是随着宽信用效果的逐步显现，3月份经济金融数据的转暖给市场带来一定冲击，同时也使得市场对二季度经济企稳预期有所升温；二是目前通胀处于较低水平，二季度可能出现回升，

若通胀压力加大则会对利率下行形成制约；三是二季度债券发行量通常较大，且考虑到地方政府债发行加速，供给压力的增大将考验债市需求力量；此外，若A股行情较好，可能会出现股债“跷跷板”效应，同时科创板的不断推进也或将分流部分债市资金。综合来看，面临诸多利空因素的干扰，二季度债券市场收益率波动或加大。

3. 信用风险：二季度债券违约风险将持续释放

信用风险方面，预计二季度债券违约风险不会明显弱化，仍将持续释放。2019年未来三个季度信用债到期（含回售）规模或将超过5万亿元，较2018年同期有所增加，且AA+及以下的级别占比提高，考虑到低等级债券通常投资人要求回售比例也较大，企业面临较大的再融资压力。民营企业方面，随着民营企业支持政策持续推进和政策效果的显现，民企债券融资环境有望改善，投资者对信用资质相对优良的民营企业的信用偏好将提升，而处于行业尾部、低信用资质民营企业的信用风险仍将持续暴露。二季度需重点关注的产业类行业包括农林食品加工、影视娱乐、化工和房地产行业。具体来看，

1) 农林食品加工行业企业，尤其是与生猪肉相关食品生产企业，受非洲猪瘟持续扩散影响，生猪养殖市场加速出清以及生猪存栏量进一步下降，导致猪肉的供给出现较大程度的收缩，猪肉价格逐步上涨，相关企业经营和利润将受不利影响。

2) 影视娱乐企业以民营企业居多，盈利波动较大，且部分公司存在商誉减值、股权质押的问题。在行业监管较严格的影响下，融资环境依旧不太乐观，需警惕此类企业的现金流风险。

3) 化工行业，受环保政策趋严、环境整治工作不断推进的影响，部分中小化工企业被迫限产停产整顿，导致经营状况极度恶化，违约风险较为突出。另外，部分企业安全管理存在隐患，从去年至今化工企业安全事故频发，加重化工行业负面影响，未来行业内部风险水平将进一步分化。

4) 房地产行业由于前期融资需求偏高，随着融资政策的放宽，2019年开年多数房企选择“借新还旧”，整体行业偿债压力较大。在今年2月末，银保监会和央行先后提出，要防范房地产金融风险与加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制，这表示后续房地产信贷宽松的可能性并不大，需关注房地产行业再融资风险。

另外，平台公司方面，目前仍有大部分省份债务规模较大，面对未来的到期压力，平台公司非标债务违约风险暴露的可能性或将提升，且需警惕非标债务风险向债券市场的传导风险。

本文版权归中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察（如有）应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街

南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼

邮编：100020

电话：(8610) 66428877

传真：(8610) 66426100

网址：<http://www.ccx.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD

ADD: Building 6, Galaxy SOHO,

No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,

Dongcheng district, Beijing, 100020

TEL: (8610) 66428877

FAX: (8610) 66426100

SITE: <http://www.ccx.com.cn>