

信用债市场

2019年07月01日—09月30日

中诚信国际

债券市场研究

融资回暖，债牛延续，违约率边际下降可期

——2019年三季度信用债市场回顾与四季度展望

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

卢菱歌 010-6642-8877-385

lglu@ccxi.com.cn

翟帅 010-6642-8877-266

shzhai@ccxi.com.cn

➤ **市场环境:** 在经济下行压力持续加大背景下，央行继续保持对货币市场的资金净投放。与此同时，本季度央行宣布改革完善贷款市场报价利率形成机制，提高贷款定价的市场化水平，进一步疏通利率传导机制。在央行致力于保持流动性平稳的政策基调下，三季度资金价格窄幅波动，但由于整体资金投放量低于二季度，利率中枢略高于上半年。

➤ **信用风险:** 负面评级行动及占比进一步提升，评级调整原因显示企业间及企业与金融机构间的风险传导增强，与此同时违约风险仍保持较高水平，不过新增违约主体减少及月度滚动违约率回落表明违约扩大趋势有一定遏制。违约债券的处置正朝向更加市场化的方向发展，违约主体与债券持有人进入实质博弈阶段，未来应进一步完善违约债券后续处置机制，加快违约处置，推动市场平稳出清。

➤ **市场表现:** 三季度在发行市场整体回暖背景下，低资质及民营企业融资仍较困难，但流动性稳定环境下，高等级及信用资质良好的民企发债成本回落。从二级市场来看，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继续下降。从债券收益率来看，9月末各期限、等级信用债收益率均较6月末有所回落，以3年期中期票据为例，AAA、AA+及AA等级收益率分别降至3.47%、3.65%和3.98%，回落幅度分别为21bp、20bp和15bp。不同期限信用利差走势呈U形分化，1年期及15年期信用利差保持不变，中间期间利差有所收窄。

展望:

◇ 预计四季度经济表现会略好于三季度，但由于国内经济仍面临内外部风险的挑战，经济改善能否稳固还有待观察。在稳增长与结构性通胀双重制约下，货币政策难以大收大放。

◇ 四季度信用债发行量仍将保持高位，预计四季度信用债发行规模约为2.9万亿元，发债成本则维持低位波动。

◇ 四季度债券收益率或延续下行，但下行空间可能有限，预计1年期AAA级信用债收益率将再度降至3.10%以下。

◇ 信用风险方面，从发债主体的财报数据来看，多数发行人短期偿债能力弱化显示债券市场整体偿债压力仍较高。相对宽松的融资环境或有利于缓解部分主体的偿债压力，但仍不排除个别财务恶化较为严重的企业暴露风险。其中信用资质相对较差的民营企业仍是需要关注的重点。预计2019年全年债券违约规模将在1100亿元左右，但新增违约将继续减少，违约率边际下降可期。

本报告发布日期

2019年10月18日

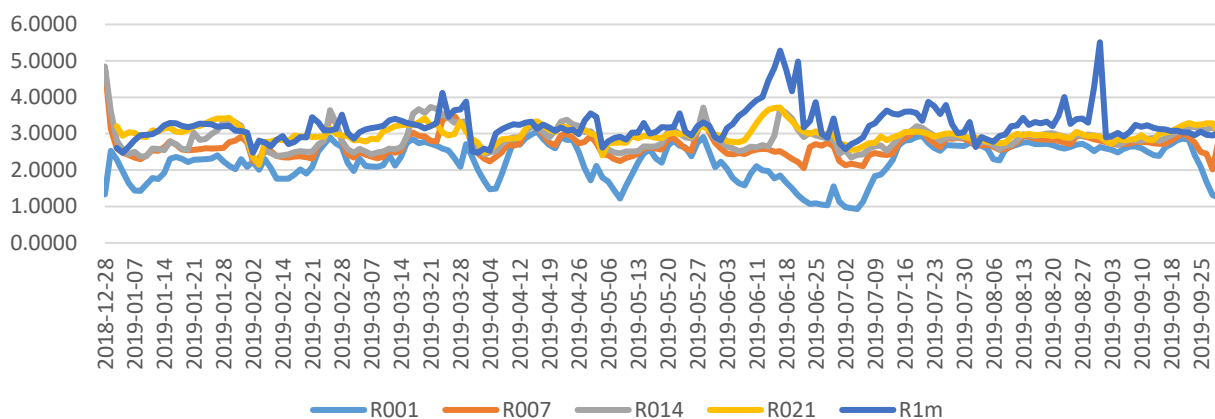
一、市场环境：宏观经济持续走弱、结构性通胀压力显现，货币政策延续稳健基调

2019年前三季度，我国GDP同比增速为6.2%。其中，一季度GDP增速为6.4%，与去年四季度持平，但二季度以来，经济走弱压力显现，二季度GDP增速为6.2%，较一季度有所放缓，三季度GDP继续降低至6.0%。具体来看，先行指标方面，官方制造业PMI仅在3月、4月保持在荣枯线以上，5月起重回收缩区间，三季度持续在荣枯线以下。从供给端来看，工业生产增长同比增速继续放缓，1-9月工业增加值累计同比增长5.6%，累计增速较上半年回落0.4个百分点；从需求端来看，三季度投资与消费需求持续疲弱，出口增速也出现回落。从物价指数来看，PPI与CPI分化加剧，高基数效应下PPI维持负区间运行，而CPI在三季度由于猪肉供需失衡持续较高位运行，存在一定结构性通胀风险。

在经济下行压力持续加大的宏观环境下，三季度央行继续保持流动性松紧适度，以支持实体经济融资。从具体操作来看，本季度央行在公开市场操作由二季度的净投放转向净回笼，但央行在9月实施了年内第三次降准，全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)，综合考虑本次降准释放的约8000亿元流动性，2019年三季度货币市场上的资金方向仍表现为净投放，但总体投放量较二季度有所回落。此外，央行于8月17日宣布改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制，改革后央行不再宣布贷款基准利率，LPR成为银行贷款定价的基准利率。新LPR由MLF利率加点形成，加点幅度则取决于各报价行自身资金成本、市场供求、风险溢价等。改革后在央行未调整MLF利率的情况下，8月1年期LPR和5年期LPR分别为4.25%和4.85%，较1年期及5年期贷款基准利率下行10bp和5bp，9月1年期LPR进一步回落至4.20%，而5年期LPR则保持4.85%不变。在结构性通胀隐忧下，预计年内央行下调MLF操作利率的可能性较低，但考虑到银行间市场交易商协会定价估值显示1年期超AAA与AAA等级债券发行利率分别为3.60%和3.75%，与作为银行最优客户贷款利率的LPR仍有约60-75bp的差距，不排除后续报价银行继续压缩加点，推动1年期LPR下行。5年期LPR为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考，在“房住不炒”的政策基调下，预计后续仍难下行。

从货币市场利率来看，2019年7月初，资金面在前期投放的流动性和财政支出等支撑下相对宽松，资金价格出现下行，后因央行连续暂停公开市场操作，资金价格持续上升；8月资金价格窄幅波动，直至月末由于央行连续回笼资金叠加月末因素，资金价格出现明显上行；9月上旬资金价格较为平稳，中旬由于降准资金落地，资金价格开始出现下行，但月末由于税期高峰、季末金融监管考核及节前因素干扰，资金价格出现一定回升。总体来看，2019年第三季度资金价格波动幅度进一步收窄，整体利率中枢略高于上半年，截至2019年9月末，月内各期限资金价格较二季度末普遍未普遍上行，但较2018年末仍普遍下行。

图 1：2019 年三季度质押式回购利率中枢较上半年略有提升



数据来源：中诚信国际整理

三季度在经济下行压力持续加大背景下，央行继续保持对货币市场的资金净投放，以支持实体经济融资。与此同时，本季度央行宣布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，提高贷款定价的市场化水平，进一步疏通利率传导机制。在央行致力于保持流动性平稳的政策基调下，三季度资金价格窄幅波动，但在货币投放量整体低于二季度的情况下，资金价格中枢略高于上半年。截至2019年9月末，月内各期限资金价格较二季度末普遍上行，但较2018年末仍总体下行。当前CPI与PPI走势持续分化，结构性通胀风险提升，对货币政策进一步放宽形成制约，预计年内央行下调MLF操作利率可能性不大，但报价行可能压缩加点推动LPR继续下行。

二、信用风险：风险传导效应增强，违约边际放缓，处置市场化程度提升

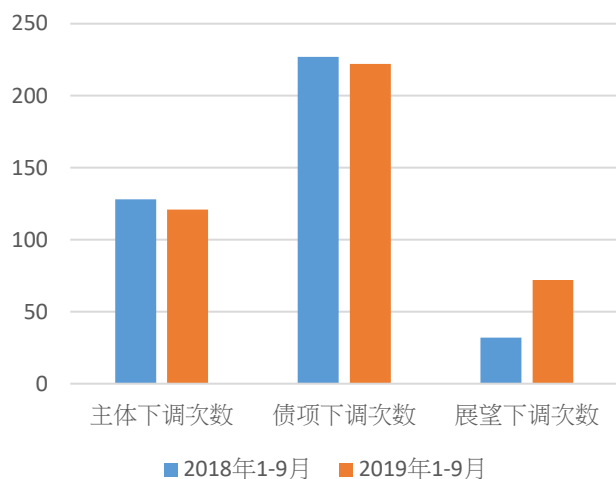
1. 评级调整：负面增多，正面减少，发债主体间风险传染效应增强

前三季度共发生主体评级下调121次，占总调整次数的比例为37.69%，较2018年同期进一步提升7.36个百分点，债项下调222次，占总调整次数的43.5%，较2018年同期上升。从展望变动来看，前三季度共有88次评级行动仅涉及展望变动，其中72次为展望下调行动，占展望调整比例超过80%。遭遇负面评级行动的主体已有26家发生违约。除违约主体外，另有91家主体级别或展望被下调。从这些负面评级行动的原因来看，随着宏观经济走弱，企业盈利能力持续放缓，部分企业甚至出现了较大幅度的亏损，这是今年前三季度负面评级行动的主要原因。遭遇负面评级行动的主体大多还存在严重的公司治理与管理缺陷，表现为信息披露不合规、财务报告被出具非标准化意见等，个别企业还因此受到监管问询或处罚，导致其外部融资渠道进一步受到限制。除此之外，应收账款回款风险增加、股东或关联方遭遇信用危机等也是评级下调的诱因，显示企业间信用风险传导效应进一步凸显。与此同时，企业信用风险向金融机构领域蔓延迹象更加明显，前三季度有12家农商行、1家租赁公司因不良贷款率快速上

升而导致级别或展望下调。

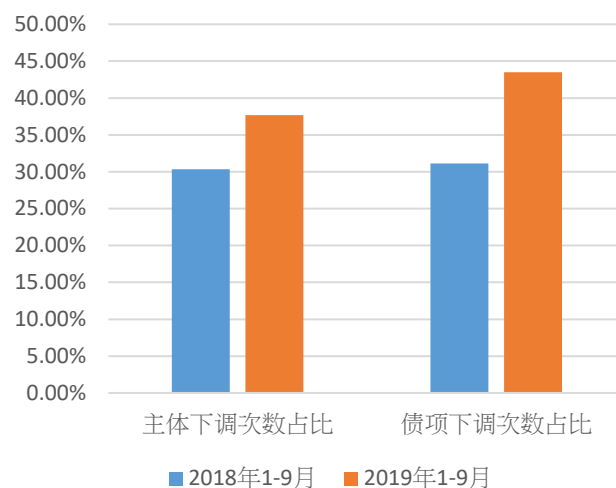
从正面评级行动来看,前三季度主体评级上调200次,较去年同期大幅回落94次,另有4家主体最新展望为正面,正面评级行动共涉及183家主体。在“基建托底”政策背景下,前三季度正面评级调整行动主要集中在基础设施建设主体及建筑、建材、交通、钢铁、房地产、电力等与基建领域密切相关的行业。

图 2: 负面评级行动次数仍维持高位



数据来源: 中诚信国际整理

图 3: 主体及债项下调占比较去年同期增加



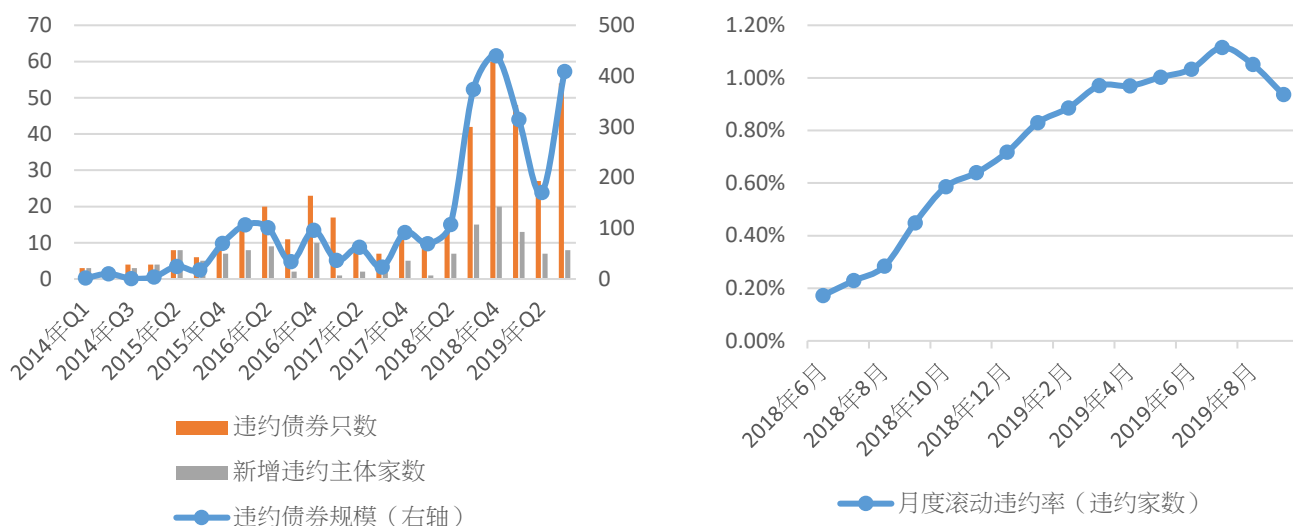
数据来源: 中诚信国际整理

2. 违约风险: 新增违约减少, 破产重整与债务重组增多, 处置市场化程度提高

2019年以来由于宏观经济仍存在较大下行压力,企业盈利增速持续放缓,债券市场整体信用风险维持在较高水平。前三季度,债券市场累计有131只债券发生违约,超过去年全年违约债券只数(126只);违约总规模达到896.28亿元,超过去年全年违约规模的90%,涉及52家主体,已与去年全年52家违约主体数量持平。从趋势上看,随着企业融资环境逐步改善,债券市场违约风险较2018年下半年有所缓解。2019年前三季度平均单各度债券违约规模低于去年下半年。此外,2019年以来新增违约主体数量明显减少,前三季度累计新增违约主体29家,而去年仅三、四两个季度新增违约主体数量就达到35家。月度滚动违约率¹也显示违约扩大趋势有一定缓解,违约率在7月达到高点后,8月、9月有所回落。

图 4: 债券市场违约扩大趋势有一定遏制

¹月度滚动违约率是以统计时点向前倒推12个月的月初存续的公募债券发行人为样本(不含此前已违约的发行人),统计该样本在最近连续12个月内合计新增的违约发行人数量占比。



数据来源：中诚信国际整理

就三季度违约情况而言，本季度新增违约主体8家，较二季度增加1家，低于一季度及去年三、四季度水平，由于已违约主体连环违约持续发酵，同时新增违约主体或债券集中到期或回售，或因破产重整导致大规模存续债提前到期，使得本季度债市违约规模远高于二季度水平，并超过一季度违约规模。三季度新增违约仍主要发生在规模较大的民营企业集团，此外本季度有3家地方国企因进入破产重整程序而发生违约。从违约原因来看，部分企业业务扩张过于激进，导致债务快速积累，而随着宏观经济下行风险抬升，企业经营全面恶化，叠加负面新闻缠身，外部融资渠道受阻，导致资金链全面断裂，例如华泰汽车、精工集团等，后者已经进入破产程序；安徽外经则因为债务集中到期，而公司货币资金不足，难以覆盖集中偿付的债券而发生违约。同样面临此困境的还有正源地产，公司在延迟一天兑付“16正源01”回售本息6.45亿元、按期兑付“16正源02”回售本息5.81亿元后，还需要兑付规模为20亿元的“16正源03”，而公司披露的2018年年报显示其非受限的货币资金仅2.34亿元，本期债券兑付最终依赖公司的债务重组工作。而进入破产重整的国企沈机集团及其旗下上市公司沈机股份早在2015、2016年就面临财务和财务困境，为缓解集团债务困境、避免上市公司退市，2017年以来沈阳国资委不断协调推进集团的重组改革，包括市场化债转股、资产及业务重组、实施混合所有制改革等，但随着机床行业景气度的下滑，最终集团积重难返，仍未能避免破产程序。另一家国企盐湖股份也是在连续两年经营大幅亏损后被受理破产重整。盐湖股份与沈机股份均为地方国资控股的重要上市公司，本应受到地方国资的积极支持，但在地方财力及金融协调能力有限而企业债务负担过重的情况下，地方政府对重要国企的救助手段可能会从直接提供信用支持转变为通过债务重组或司法重整来消化历史债务负担。对于债务负担重、经营持续未能改善而地方国资资源有限的国企而言，仍需警惕其违约乃至破产风险。

从违约后续处置来看,截至2019年三季度末,公募市场累计有220只债券发生违约,其中完成处置的仅43只,占比不到20%,从违约主体来看,公募市场共83家主体发生违约,其中仅18家主体完成对违约债券的处置,同时在债券市场亦无其他存续债;另有5家主体已到期的债券均已经延期兑付,但仍有一定规模的存续债,其余主体则均未完成对违约债券的处置,整体处置进展仍较为缓慢。值得关注的是,近两年申请破产重整的企业明显增多,2018年以来公募市场新增违约主体中有19家申请或被申请进入破产程序,占新增违约主体的比例超过40%,其中12家由违约主体主动提出。越来越多的违约主体进入破产程序,一方面意味着部分企业信用恶化较为严重,单纯依靠处置资产或从其他渠道筹集资金可能难以完成对自身信用的修复,另一方面发债主体主动选择司法重整表明其在应对债务危机方面更加积极,如果能通过重整,消化部分历史“负担”,改善企业经营,则反而有助于增强企业信用。不过,对投资者而言,进入破产程序后,债券回收进度及清偿比例的不确定性较高,从此前违约主体的破产案例来看,部分违约主体进入破产程序后,能很快找到重组方并形成一致的重组方案,违约债券也能够全额偿付,例如上海超日;另有违约主体破产重整后的清偿比例则相对较低,例如东北特钢;而天威集团则在2015年进入破产程序后,迟迟未能形成满意的重整方案,违约债券处置遥遥无期。除进入司法程序外,也有一些债券的发行人与投资者选择商讨债务重组方案,此前违约主体中包括山东山水、华盛江泉、内蒙古霍林河煤业等均已经与投资者达成债务重组协议,并根据协议履行分批偿还义务中。另有部分发行人则制定了债务清偿方案,并已经按清偿方案偿还了部分违约债务,如金鸿投控。

从违约初期投资者大多被动等待发债主体出售资产、经营好转或从其他渠道筹集资金完成对违约债券的全额清偿及延期期间的利息兑付,到近两年越来越多的违约主体及债权人选择司法重整或达成一致的债务重组协议来完成对违约债券的处置,可以看出违约债券的处置正朝向更市场化的方向发展,违约主体与债券持有人进入实质博弈阶段,未来应进一步完善违约债券后续处置机制,特别是要加强对违约主体的约束及对投资者的保护,避免部分发行人通过债务重组或重整“逃废债务”,侵害投资者利益。如此才能加快速违约处置,推动市场平稳出清。

2019年以来负面评级行动及占比进一步提升,评级调整原因显示企业间及企业与金融机构间的风险传导增强,与此同时违约风险仍保持较高水平,前三季度违约规模已经超过去年全年的90%。不过新增违约主体减少及月度滚动违约率回落表明违约扩大趋势有一定遏制。从后续处置来看,近两年越来越多的违约主体及债权人选择司法重整或达成一致的债务重组协议来完成对违约债券的处置,违约债券的处置正朝向更市场化的方向发展,违约主体与债券持有人进入实质博弈阶段,未来应进一步完善违约债券后续处置机制,加快速违约处置,推动市场平稳出清。

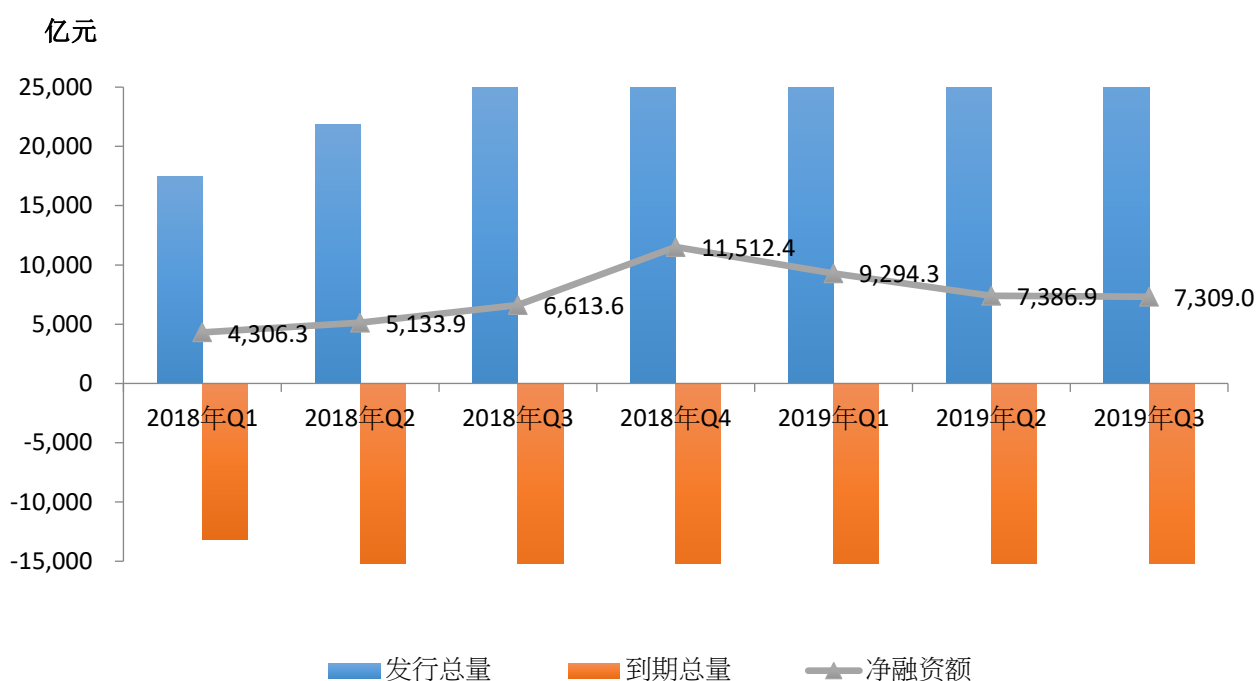
三、市场表现：一级市场融资回暖与分化并存，二级市场量价齐升

1. 一级市场：信用债²发行量和净融资额同比大幅增加，短券发行利率走势分化

信用债发行量同比大幅增长，净融资额同比增加

2019年第三季度信用债发行总规模达到29808.90亿元，环比增加11.08%，同比增幅达到19.21%。从净融资额来看，2019年第三季度信用债市场净融资额与二季度基本持平，比2018年同期明显增长，净融资额度为7309.00亿元，同比增幅达到10.51%。单月债券净融资规模方面，除8月份净融资规模与去年同期相比小幅下降外，其他月份净融资额较去年同期均出现较大幅度增长。

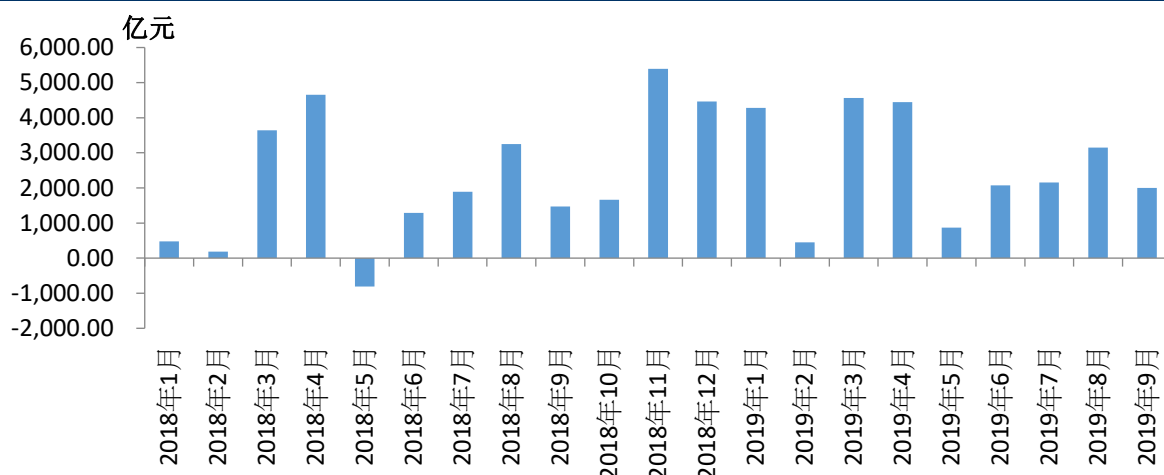
图 5：信用债发行总规模和净融资额同比大幅增加



数据来源：中诚信国际整理

² 信用债包括超短期融资债券、短期融资券、中期票据、企业债、公开发行公司债、私募公司债、非公开定向债务融资工具、资产支持证券等品种

图 6：除 8 月份外，2019 年三季度各月份净融资额较去年同期均出现增长

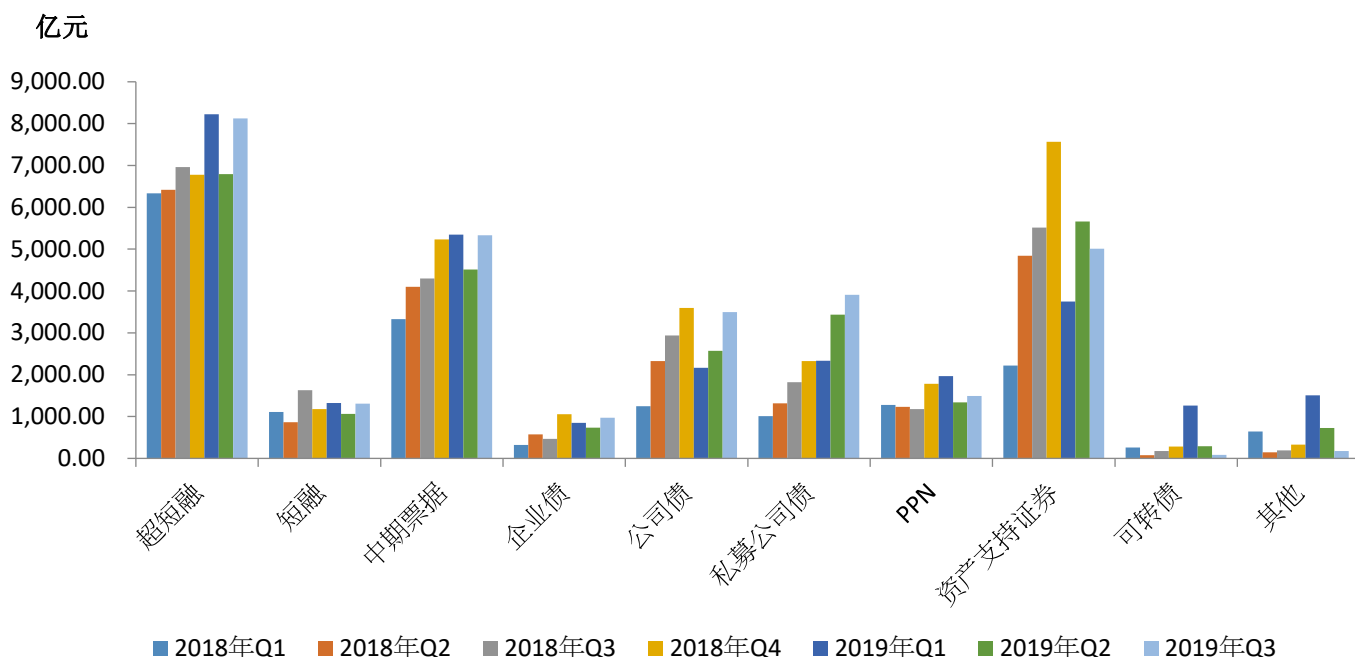


数据来源：中诚信国际整理

私募公司债与企业债发行继续大幅增长，超短融仍为主要发行品种

各券种发行规模方面，2019年三季度除短融、资产支持证券和可转债发行规模出现同比下降外，其他各信用债品种发行规模均出现增长。其中，私募公司债和企业债延续了前两季度大幅增长的态势，其同比增幅分别达到了108.15%和114.93%。发行结构方面，2019年三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8122.60亿元，在信用债发行总规模中占比达27.17%，中期票据和资产支持证券发行规模占比位居其后，分别为17.83%和16.77%，整体发行结构与去年同期较为相似，相比去年同期资产支持证券、公开发行公司债占比出现下降，中期票据、私募公司债占比提升，其他品种占比变化较小。

图 7：主要信用品种发行规模普遍同比增加，超短融依旧为发行规模最大的券种

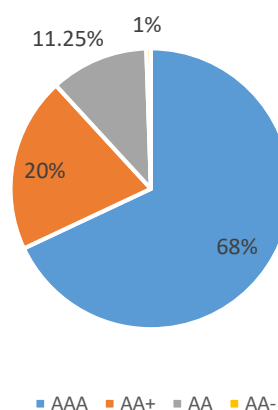


数据来源：中诚信国际整理

新发债等级分布向AAA级集中，债券发行利率走势分化

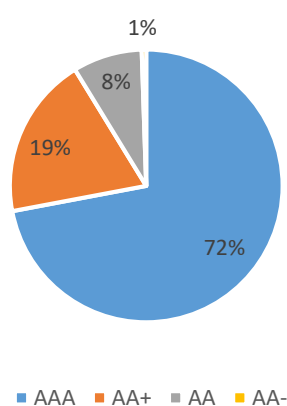
2019年三季度AAA级债券发行支数在全部发行数量中占为72.03%，较2019年上半年占比上升约5个百分点。AA+级债券发行支数占比为19.22%，较上半年减少1个百分点。AA及以下等级债券支数占比约8.75%，与去年相比减少约3个百分点。总体看来，新发债券等级仍集中在AA及以上级别，且债券发行等级进一步向AAA等级集中。

图 8：2019 年上半年新发债等级分布



数据来源：中诚信国际整理

图 9：2019 年三季度新发债等级分布

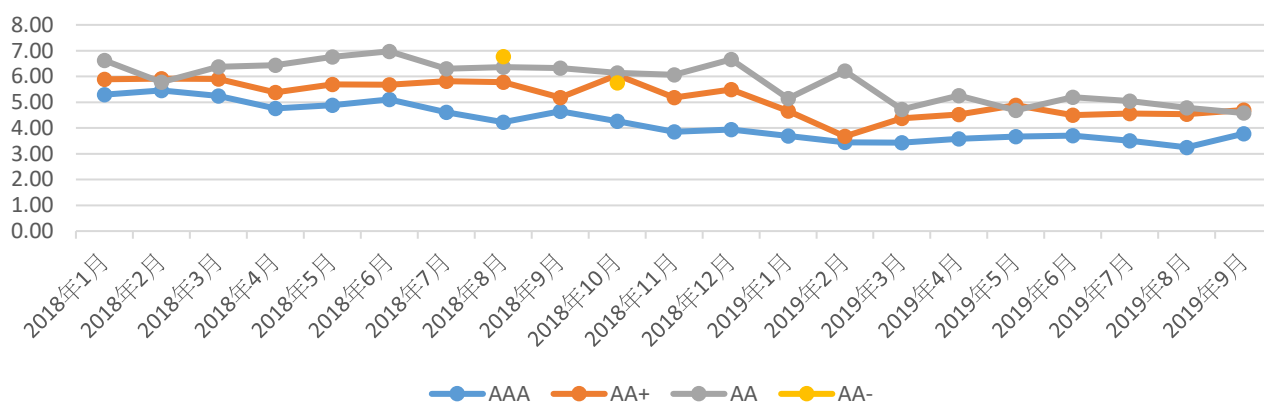


数据来源：中诚信国际整理

从发行利率的走势来看，以1年期短期融资券为例，2019年第三季度发行成本走势分化。2019年第三季度，央行延续了稳健中性的货币政策，同时年内第三次降准，但货币投放量相比前一季度有所减少。在这样的环境下，三季度债券发行成本走势分

化，截至2019年9月末，AAA级、AA+级短融平均发行利率较二季度末分别小幅上行6bp和20bp，AA级短融由于发行数量较少，平均发行利率较二季度末降低62bp，这可能是由于在企业信用风险持续暴露的背景下，信用资质较差的主体发债难度提升，低等级短融发行数量较少、出现特殊值影响所致。截至9月末，AAA、AA+和AA级平均发行利率分别为3.77%、4.70%和4.58%，AA+和AA等级短融的发行成本出现倒挂。

图 10：1 年期短融发行利率走势分化



数据来源：中诚信国际整理

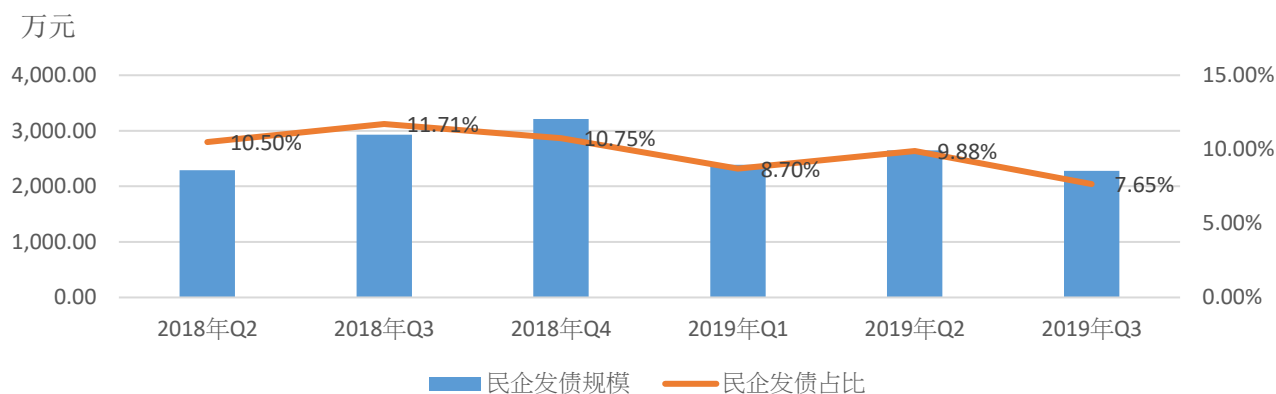
民营企业债券融资收缩但发债民企发行成本降低

去年下半年为支持民营企业融资，多部门出台了相关政策，包括加大对民营企业贷款力度、发展民营企业债务融资支持工具、设立民营企业纾困基金等等。从实施效果来看，前三季度对民营企业的贷款累计新增3.1万亿元，同比多增5516亿元，新增的民营企业贷款占全部的国有及民营企业贷款的增量占比是40.1%，比上年同期高4.5个百分点。可以看出民营企业信贷融资有明显改善。但在债券市场上民企融资则不如意，去年四季度发行火热的与民企债券挂钩的CRMW今年以来明显减少，三季度有21支CRMW产品上市流通，实际发行金额合计29.19亿元，规模与二季度相比降低8.84亿元。同时民企发债规模仍在收缩。三季度民营企业发债规模为2281.58亿元，环比降低13.92%，同比降幅达到9.47%；民企发债规模占总信用债发行量的7.65%，相比二季度降低了2个百分点。从净融资来看，本季度民营企业净融资再次转负。一方面在银保监会加大民企贷款支持力度政策下，部分民企通过信贷融资分流了债券融资需求，另一方面在民营企业违约风险持续暴露下，低资质民企可能也很难获得债券市场融资，此外，上半年包商事件引发流动性分层，部分中小银行资金紧张也限制了民营企业融资。

不过从民营企业发债成本来看，由于进入债券市场融资的民营企业集中在信用资质相对较好、投资者认可度相对较高的主体上，在资金面保持平稳宽松的市场环境，发债民企的融资成本有所降低，三季度民营企业发行的1年期短期融资券平均发行利

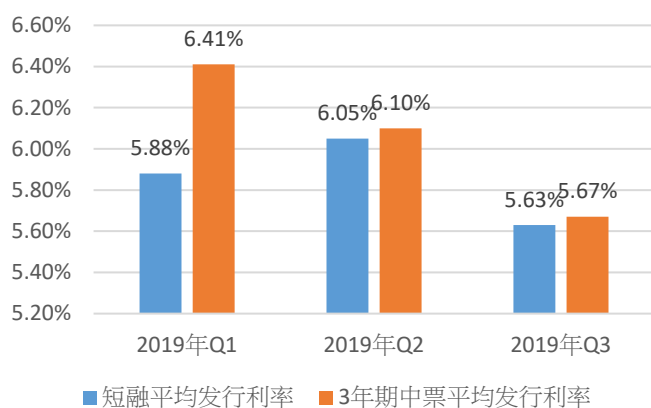
率为5.63%，同比降幅达114bp，相比第二季度降低42bp；民营企业发行的3年期中期票据平均发行利率为5.67%，同比下降112bp，较二季度降低43bp。

图 11： 2019 年三季度民企发债规模及发债占比



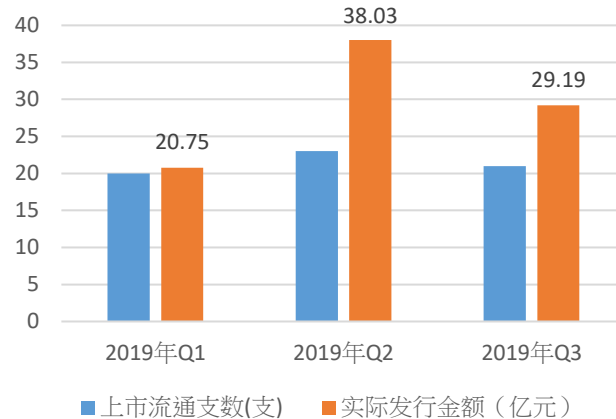
数据来源：中诚信国际整理

图 12： 2019 年三季度民企债券发行成本较二季度降低



数据来源：中诚信国际整理

图 13： 2019 年三季度 CRMW 发行情况



数据来源：中诚信国际整理

2019年三季度信用债市场发行总规模达到了2.98万亿元，较去年同期明显增加，主要信用债品种发行规模普遍同比增加。从等级分布来看，新发债券等级重心进一步上移，AAA级债券占比增加至72.03%。债券发行利率走势分化，2019年9月，AAA级、AA+级短融发行利率较二季度末分别小幅上行6bp和20bp，AA级短融降低62bp。民营企业发债规模、CRMW发行规模均较二季度有所下降，而债券发行成本在三季度有所降低。整体而言，在发行市场整体回暖背景下，低资质及民营企业融资仍较困难，但流动性稳定环境下，高等级及信用资质良好的民企发债成本回落。

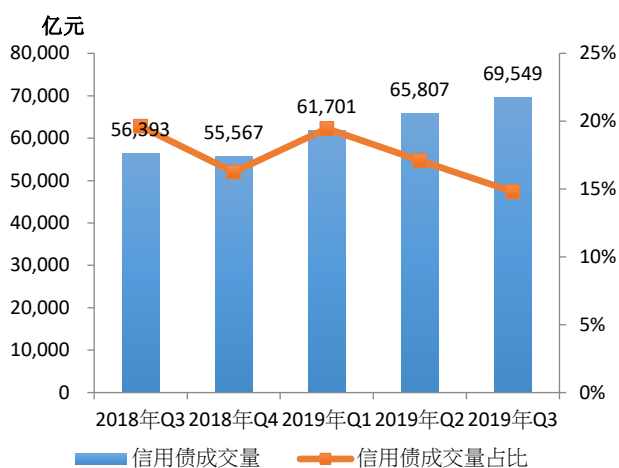
2. 二级市场：信用债成交增加，债券收益率全面回落

信用债成交量同比、环比增加，中票交易最为活跃

2019年三季度信用债现券成交规模为6.95万亿元，成交量同比、环比均有所增加。在低风险偏好下，商业银行等机构更为青睐利率债，同时随着债市加速对外开放，境

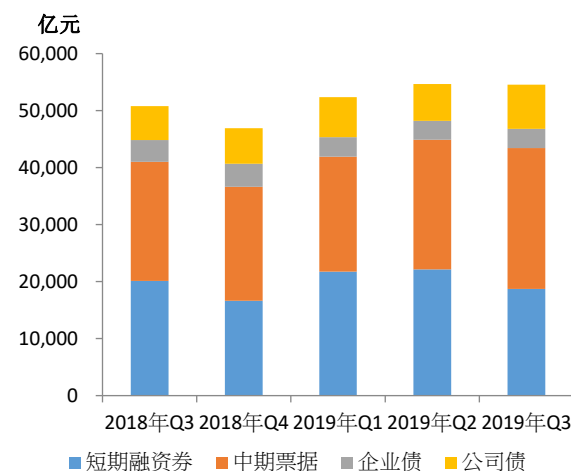
外机构也明显加大对利率债品种的配置，信用债成交量增幅不及利率债，三季度信用债成交量占债券市场总交易规模的比例进一步下降至14.8%。从各券种的成交情况来看，三季度交易最活跃的信用债品种为中期票据，短期融资券³次之，企业债和公司债交易量相对较少。与去年同期相比，中期票据和公司债交易规模同比增加，而短期融资券和企业债成交量有所下降。

图 14：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 15：短融和中票交易仍相对活跃



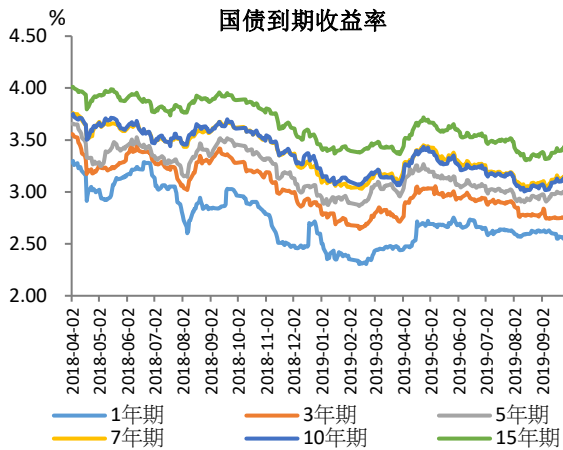
数据来源：中诚信国际整理

信用债收益率均有所回落，不同期限信用利差走势分化

受益于流动性宽松，三季度初国债收益率有所下行；之后一方面市场对经济普遍存在悲观预期，不过资金面稍显紧张等因素也对债市形成一定干扰，喜忧参半下市场观望情绪较浓，国债收益率呈区间内波动态势；进入8月后，受政治局会议确认经济下行压力加大、贸易纷争加剧、人民币兑美元汇率破“7”等因素影响，市场避险情绪明显升温，推动国债收益率下行，10年期国债收益率曾一度降至3%以下，市场对于收益率突破3%这一关口或存在一定谨慎情绪，同时伴随着利好因素逐步被消化，国债收益率在到达低位后出现回调；9月初国常会释放出降准信号对债市形成利好，国债收益率再度下行，自9月中上旬开始，国债收益率长短期出现分化，受益于短期流动性相对充裕，短期国债收益率继续回落，而5年及以上期限国债收益率转为上行，这可能是受到中美贸易摩擦边际缓和、市场通胀预期升温等因素的影响。综合来看，9月末国债收益率均较6月末有所下行，下行幅度从4bp到15bp不等。

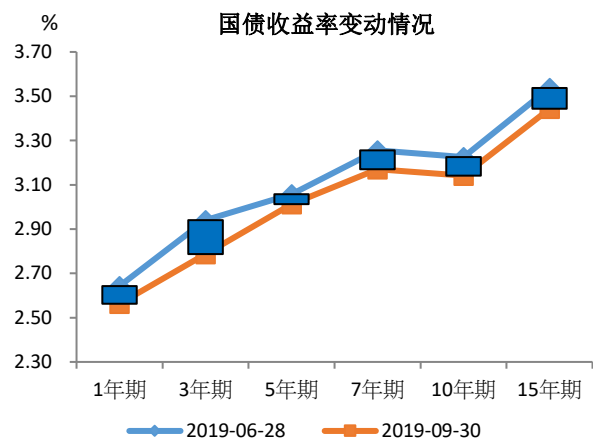
³ 本部分短期融资券包括超短期融资券、企业短融和证券公司短融。

图 16: 国债收益率先波动下行, 后长短期分化



数据来源: 中诚信国际整理

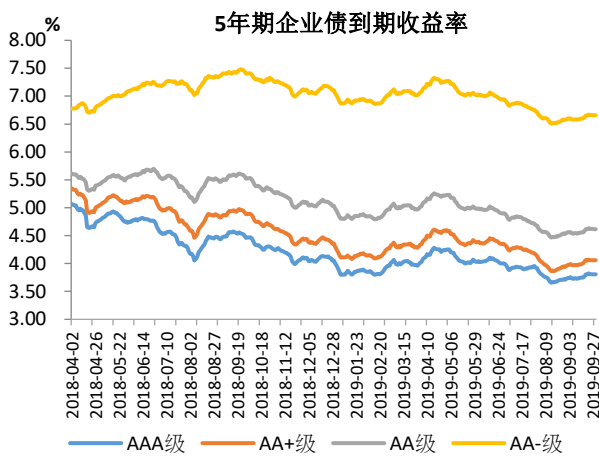
图 17: 国债收益率较二季度末全面回落



数据来源: 中诚信国际整理

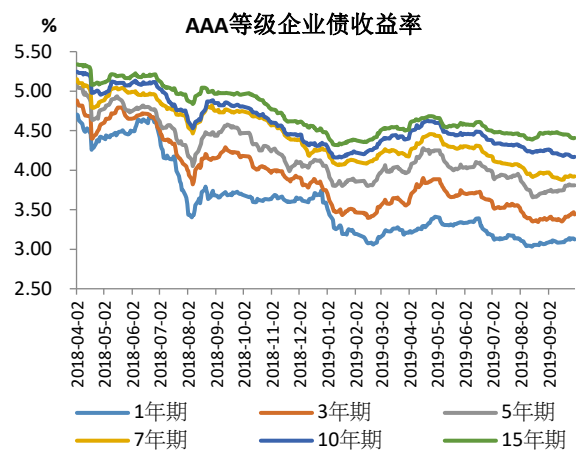
三季度企业债收益率走势大致呈 V 字型, 5 年期各等级企业债收益率先波动下行, 其表现要好于国债, 企业债收益率在 8 月中旬降至年内低点, 之后随着利率债变化而出现调整, 不过收益率升幅不及前期降幅。与 6 月末相比, 9 月末各期限、等级企业债收益率均有所回落, 下行幅度从 7bp 到 30bp 不等, 其中 5 年期、7 年期债券收益率降幅相对较大。中期票据收益率变动情况和企业债接近。

图 18: 5 年期企业债收益率先降后升



数据来源: 中诚信国际整理

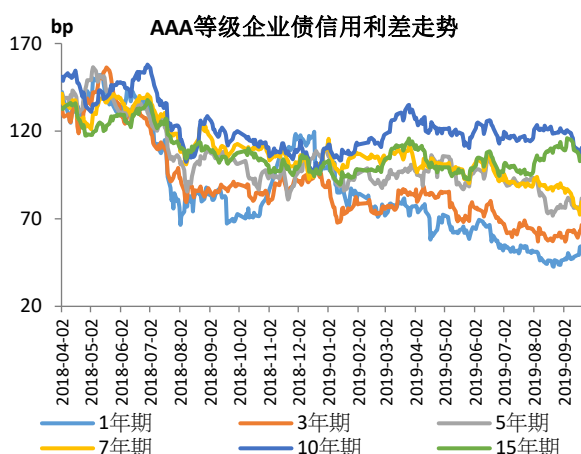
图 19: 各期限 AAA 级企业债较二季度末有所下行



数据来源: 中诚信国际整理

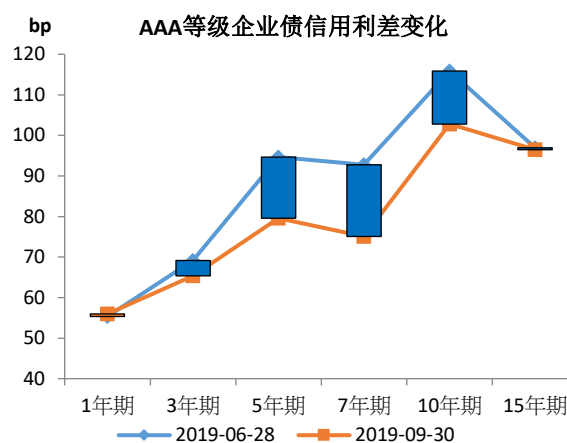
从信用利差走势上看, 以 AAA 等级企业债为例, 三季度不同期限信用利差走势分化。其中 1-5 年期信用利差先波动收窄, 自 8 月中旬开始又有所回调; 7 年期和 10 年期信用利差先呈窄幅波动态势, 后持续收窄; 7 月份 15 年期信用利差波动收窄, 后呈先升后降态势。与 6 月末相比, 9 月末 1 年期和 15 年期信用利差变动不大, 其余期限信用利差则有所收窄, 收窄幅度在 4-18bp 之间。

图 20：不同期限信用利差走势分化



数据来源：中诚信国际整理

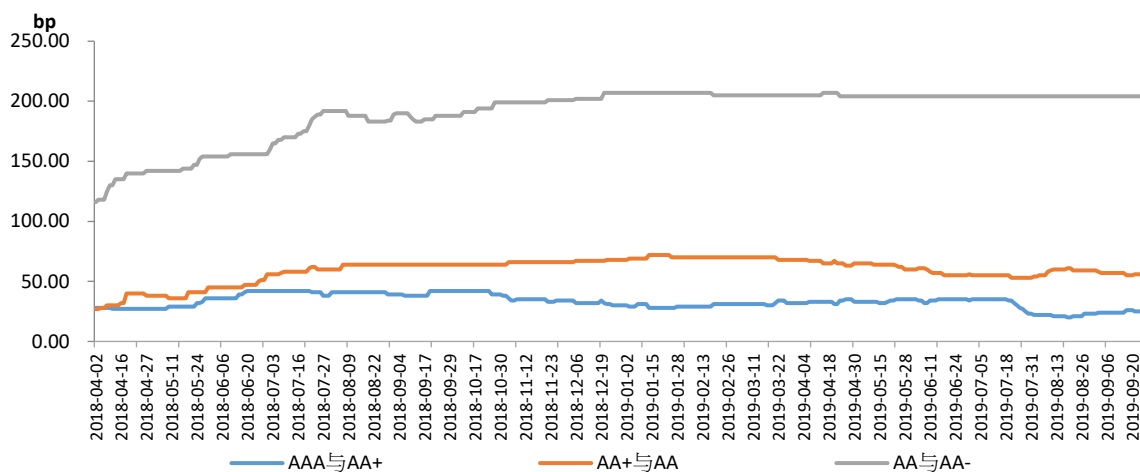
图 21：3-10 年期信用利差均有所收窄



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，三季度AAA与AA+级间利差在7月下旬出现明显收窄，随后利差缓慢小幅回调，截至9月末AAA与AA+级间利差较6月末收窄10bp；AA+与AA级间评级利差呈区间内波动态势；AA与AA-级间利差变动不大。总的来看，AA+及更低级别债券信用利差收窄幅度均大于AAA级，这一方面可能受制于AAA级信用利差已处于较低水平，为覆盖资金成本金融机构可能下探信用评级以获得更高收益，同时随着时间推移，包商事件所带来的冲击或弱化，市场对中低等级债券的避险情绪可能有所改善。

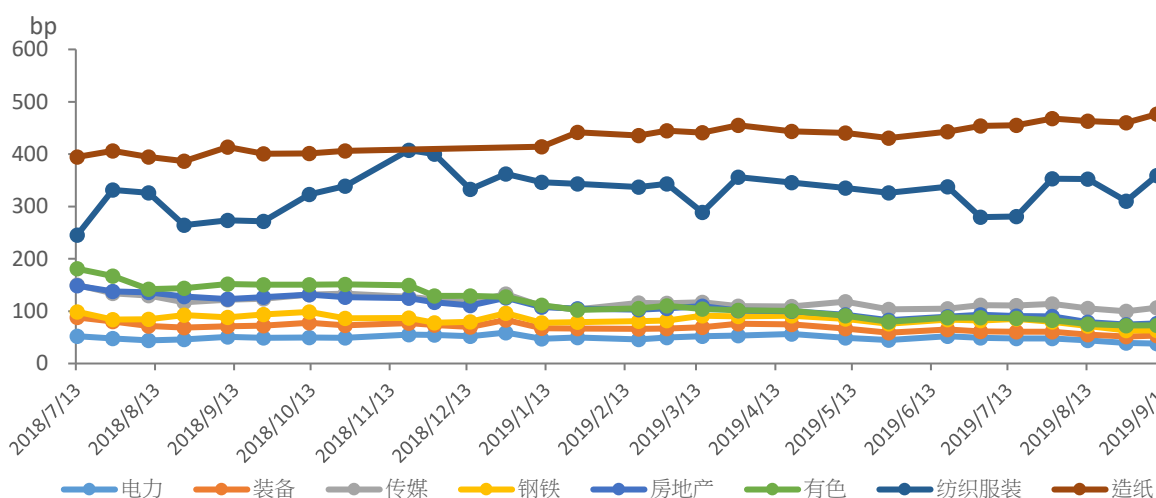
图 22：AAA 与 AA+级间利差有所收窄，AA+与 AA 级间利差窄幅波动，AA 与 AA-级间利差变动不大



数据来源：中诚信国际整理

从行业利差来看，三季度主要行业利差高低排序变动不大，其中电力、装备等行业利差仍处于较低水平，房地产、传媒、有色等行业风险溢价稍高，而纺织服装和造纸行业利差显著高于其余行业。变动趋势方面，截至9月末除纺织服装和造纸行业利差同比扩张外，其余行业利差均较去年同期收窄，其中有色、房地产等行业利差收窄趋势较为明显。

图 23： 主要行业利差走势



数据来源：中诚信国际整理

三季度信用债成交量同比、环比保持增加，不过信用债成交量占比继续下降，信用债中交易最为活跃的品种为中期票据。从债券收益率来看，9月末各期限、等级信用债收益率均较6月末有所回落，下行幅度从7bp到30bp不等，其中5年期、7年期债券收益率降幅相对较大。信用利差方面，不同期限走势呈U形分化，其中1年期和15年期信用利差变动不大，其余期限信用利差则有所收窄，收窄幅度在4-18bp之间。从评级利差来看，AAA与AA+级间利差有所收窄，其余相邻等级间利差变动不大。此外三季度主要行业中，纺织服装和造纸等行业利差同比扩张，而电力、有色、房地产等行业利差同比均收窄。

展望：AAA等级短期信用债收益率或降至3.1%，全年违约规模或约1100亿元

随着前期稳增长、稳融资政策发力，9月表内融资大幅回升，同时表外融资收缩趋势进一步缓解，企业信贷结构也有一定改善。考虑到去年基数较低且有基建托底，预计四季度经济表现会略好于三季度，但经济企稳能否稳固还有待观察。一方面外部中美贸易问题仍在磋商之中，存在一定变数；另一方面内部受融资渠道收紧和调控趋严影响，房地产投资对经济的支撑力度或减弱，固定资产投资和制造业投资恐难发力。从货币政策来看，当前经济环境不支持货币政策收紧，但在结构性通胀掣肘下，货币进一步放松也受限。

在这样的宏观背景下，预计四季度信用债发行量仍将维持高位。具体来说，四季度信用债到期量合计约2.1万亿元，再融资需求仍较高。在相对宽松的融资环境下，净融资额大概率保持正值。按前三季度平均净融资额测算，预计四季度信用债发行规模约为2.9万亿元。发行成本方面，在流动性保持平稳状态下，预计四季度企业发债成本或低位波动。从债券收益率来看，四季度整体宏观经济环境与三季度变化不大，

基本面与资金面均不会对债券收益率下行造成明显制约，此外英国脱欧、中东地缘政治等国际风险事件仍值得关注，避险情绪可能助推美债收益率继续下行，或对我国债市形成引导。但考虑到当前收益率水平已经处于相对较低的位置，而货币政策年内很难有更大幅度的放松，收益率下行空间可能有限，预计1年期AAA级信用债收益率将再度降至3.10%以下。

信用风险方面，从发债主体的财务表现来看，2019年以来债券市场发行人盈利总额增速持续放缓，债务期限结构的短期化趋势仍较明显，与此同时，发行人货币资金总额增速则持续放缓，货币资金对短期债务的覆盖能力下降的发行人超过半数。多数发行人短期偿债能力弱化显示债券市场整体偿债压力仍较高。相对宽松的融资环境或有利于缓解部分主体的偿债压力，但仍不排除个别财务恶化较为严重的企业暴露风险。其中信用资质相对较差的民营企业仍是需要关注的重点，此类主体并非政策帮扶对象，在金融机构信用风险偏好持续下降的背景下再融资能力较差，特别是那些前期已经有较多负面新闻缠身的主体，基本已经丧失外部融资能力，存续债违约风险较高。除此之外，四季度已违约主体有近200亿债券将要到期或进入回售期，综合考虑下，预计2019年全年债券违约规模将达到1100亿元左右，高于2018年违约规模。

不过对于信用市场也不必过于悲观，经历了过去两年违约风险的集中释放，前期债务扩张或经营恶化的民营企业多有暴露，存续主体中资质较差的主体占比已经较低，预计未来新增违约还将继续减少，违约率边际下降可期。与此同时，随着违约增多，近两年越来越多专业垃圾债投资者已经对收购违约债券表现出较大兴趣。与此同时，银行间市场和交易所市场均已推出违约债券转让服务以提高违约债券的流动性。目前已有部分违约债券通过相关交易平台进行交易，未来随着违约债券交易制度及后续处置机制的进一步完善，高收益债市场发展仍具有较大潜力。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。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，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

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。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、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陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、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造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

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.ccxi.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.ccxi.com.cn>