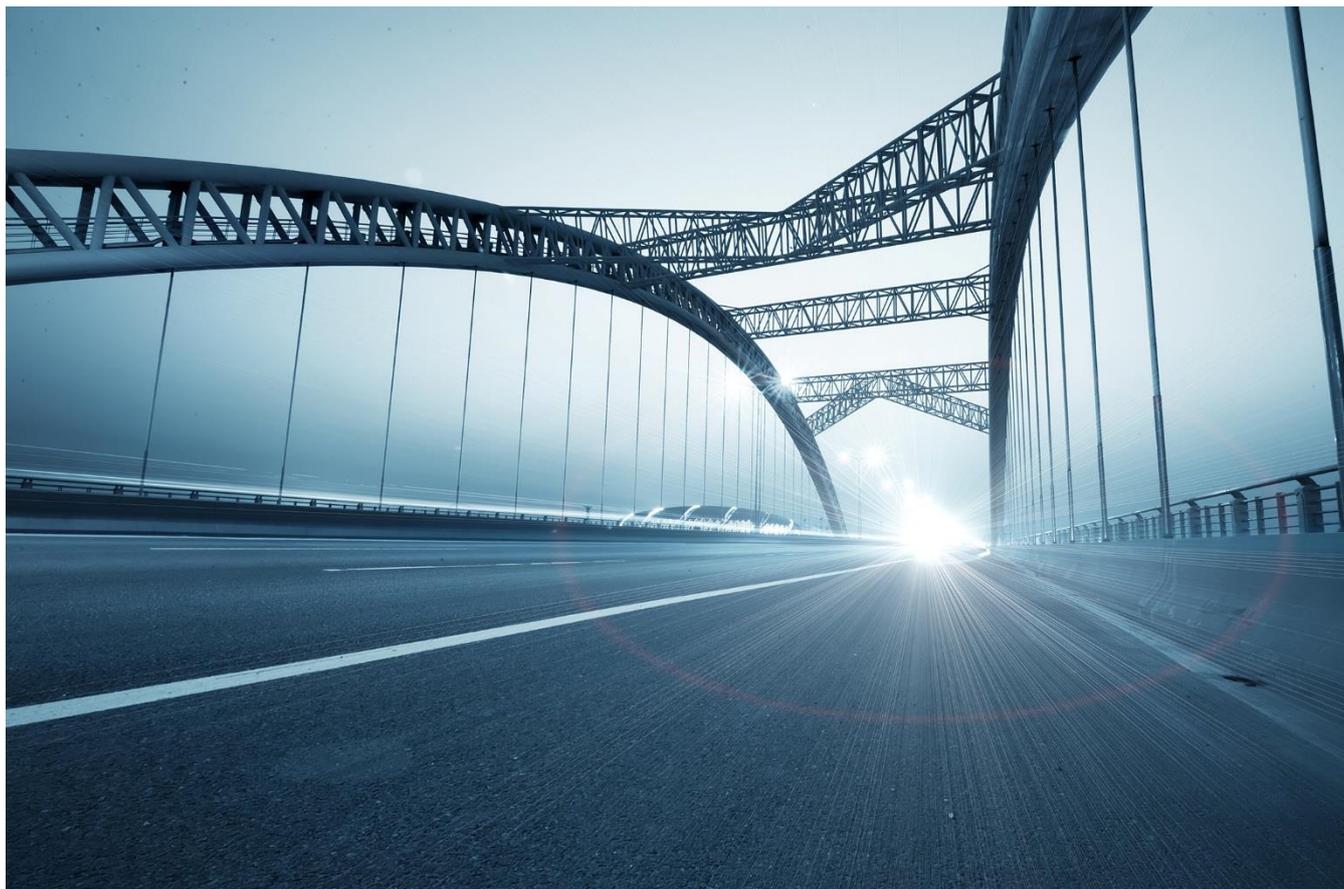


# “双支柱调控”下 2018 年中国债券市场信用风险展望

2018 年 2 月 6 日



---

**联合资信评估有限公司**

电话：010-85679696

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

---

**联合信用评级有限公司**

电话：010-85172818

网址：[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

邮箱：[lh@unitedratings.com.cn](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

---

## “双支柱调控”下 2018 年中国债券市场信用风险展望

作者：李振宇 夏妍妍 刘艳 王自迪

2017 年，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化和新旧动能的转换，全年 GDP 增长 6.9%，经济运行稳中向好。在此背景下，监管层进一步推动债券市场针对性扩容，进一步拓宽实体经济融资渠道；同时继续完善债券市场相关机制，提高债市运行效率；积极妥善化解地方政府性债务风险，进一步规范 PPP 模式发展；继续出台政策推动债市对外开放，“债券通”（北向通）正式开通；完善绿色债券相关机制，推动绿债市场规范化发展。我国债券市场持续发展，债市直接融资功能得到了更好发挥，促进了实体经济的发展。

与此同时，在债券违约呈常态化发展趋势的背景下，监管层针对债市风险管控陆续出台了多项政策：发改委要求省级发展改革部门提前介入出现偿付风险的企业债券，充分运用市场化、法治化手段指导制定偿债方案；中证登通过收窄质押融资债券品种完善质押式回购业务风险管理；上交所、深交所等要求债券发行人和受托管理人加强公司债风险管理并制定了违约处置指引，并对债券市场合格投资者标准和个人投资者投资范围进行了调整<sup>1</sup>，进一步保护投资者合法权益，维护债券市场稳定发展。总体来看，在宏观经济稳中向好、债市风险管控继续加强的背景下，2017 年我国债券市场整体保持平稳健康发展，违约事件有所减少。

从未来发展趋势来看，十九大报告明确要求健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，防范系统性金融风险被放到更加重要的位置。2018 年，在“双支柱调控”下，预计我国宏观经济仍将保持稳定增长，出现系统性风险的可能性不大；主要信用债发行量将受到债市针对性扩容、对外开放、融资成本较高、金融强监管等正反方面多因素的影响；违约事件仍将持续发生，但违约率或不会明显提高；城投企业的信用风险或将有所加大，民营企业仍是信用风险的主要爆发点；煤炭、房地产、化工、贸易等行业内信用状况分化将进一步加剧；违约日趋常态化下债市风险管控将继续加强，违约后处置机制将逐步完善。

---

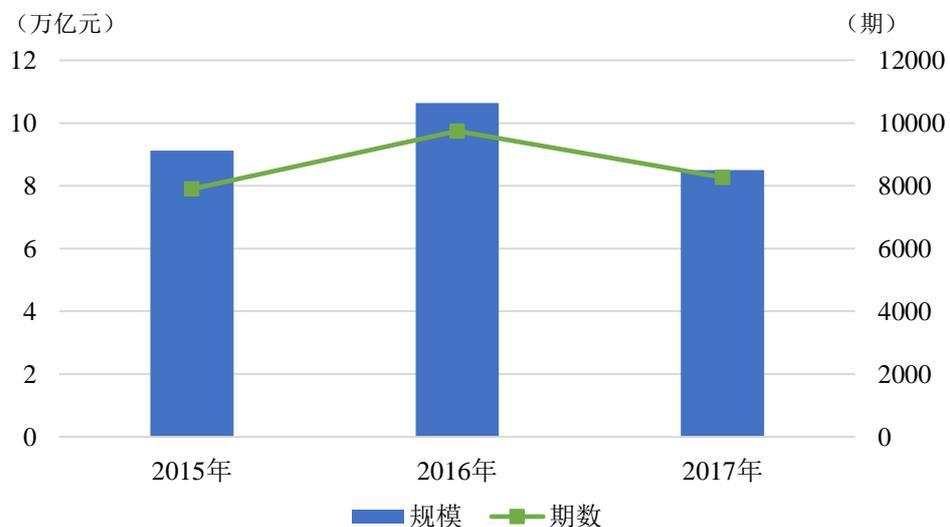
<sup>1</sup> 规定合格个人投资者的投资范围仅限大公募公司债券及/或债项评级 AAA 的小公募公司债券，当债项评级下调至低于 AAA、发行人最近一个会计年度出现亏损、发生债务违约等情形时，仅允许合格投资者中的机构投资者买入债券。

## 一、2017 年我国债券市场信用风险概况

### （一）资金面中性偏紧等因素作用下主要信用债发行量有所减少，存量继续增长

2017 年，我国债券市场共发行主要信用债 8139 期<sup>2</sup>，发行规模达到 8.50 万亿元，发行期数和发行规模均较上年同期减少 15% 以上。主要信用债发行量下降主要是在经济去杠杆、金融强监管以及美联储缩表、美元加息的影响下，2017 年市场资金面整体中性偏紧导致融资成本明显上升，以及房地产和过剩产能行业融资渠道继续受限等诸多因素所致。具体来看，公司债（含私募债）降幅最为明显，发行期数和发行规模均较上年同期减少 50% 左右；短融<sup>3</sup>、超短融、企业债的发行期数和发行规模均较上年同期减少 30% 左右；中票的发行期数和发行规模同比变化不大；在供给侧结构性改革不断深化的背景下，作为盘活存量资产、有效降低企业杠杆的工具，资产支持证券受到越来越多的欢迎，本年度发行期数较上年变化不大、发行规模增加了 80% 以上；非政策性金融债的发行期数和发行规模同比增加了 25% 以上，主要由于商业银行金融债和证券公司债发行量明显增长。

图 1 2015-2017 年我国债券市场主要信用债发行情况

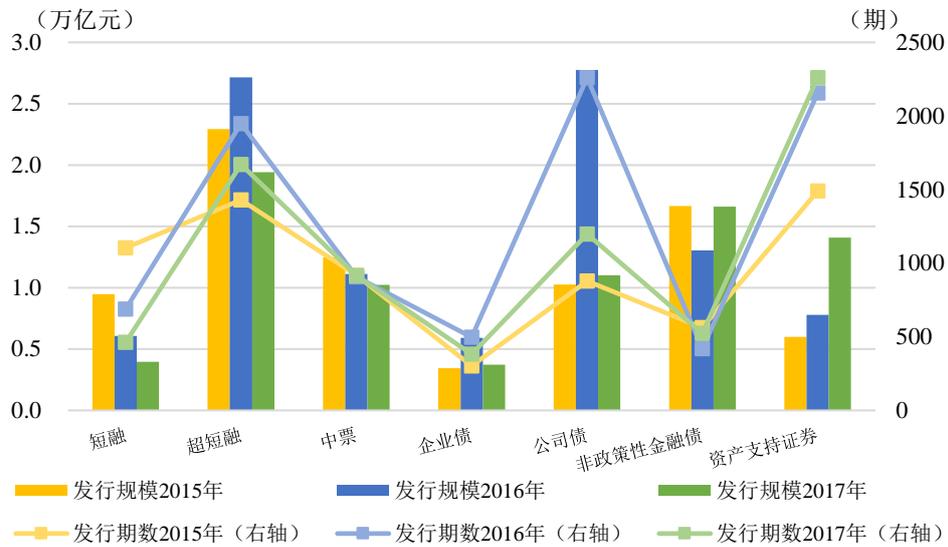


资料来源：联合资信 COS 系统

<sup>2</sup> 主要信用债包括：短期融资券（含超短期融资债券）、中期票据、企业债、公司债（含私募债）、定向工具、金融债（不含政策性银行债）以及资产支持证券（包括银行间市场资产支持证券以及交易所市场资产支持证券），以下无特殊说明均与此相同。

<sup>3</sup> 不加说明均不包含超短融。

图 2 2015-2017 年我国债券市场主要券种发行情况



资料来源：联合资信 COS 系统

截至 2017 年末,我国债券市场主要信用债存量期数和规模分别为 20562 期、23.31 万亿元,较上年同期增加了 10%左右,继续保持上升趋势。

### (二) 债券发行利率波动上行,利差水平有所上升

2017 年,央行实施稳健中性的货币政策,灵活运用逆回购、常备借贷便利(SLF)、中长期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)等多种货币政策工具“削峰填谷”,在经济去杠杆、金融强监管以及美元加息等诸多因素影响下,市场资金面整体处于紧平衡状态。在此背景下,2017 年银行间固定利率国债一年期、交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率均值分别为 3.30%、3.39%、3.48%和 3.58%,较上年(2.27%、2.51%、2.65%和 2.85%)均有明显上升。一年期短融、三年期公司债<sup>4</sup>、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率分别为 5.35%、5.50%、5.75%以及 6.38%,均较上年(3.78%、4.59%、4.02%和 4.60%)明显上升。

<sup>4</sup> 不加说明均不包含私募债。

图 3 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

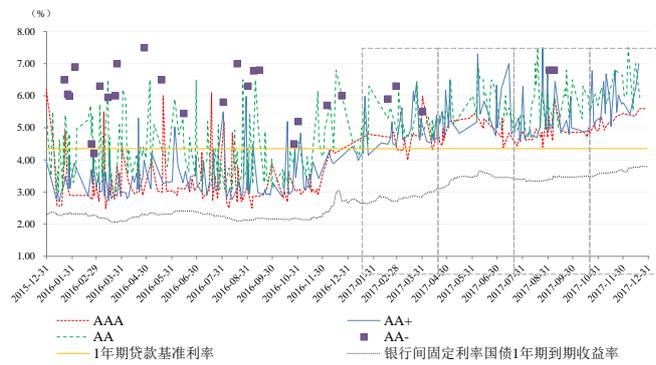


图 4 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

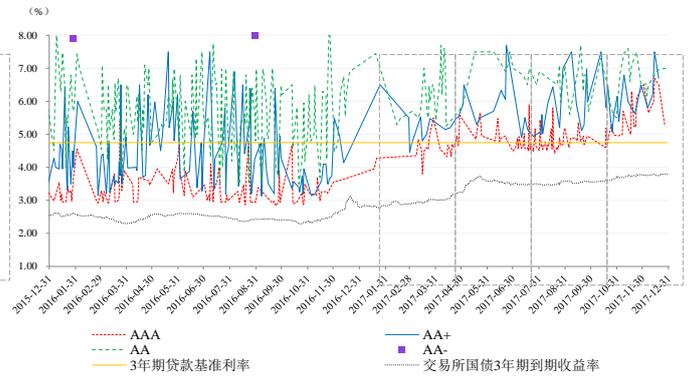


图 5 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

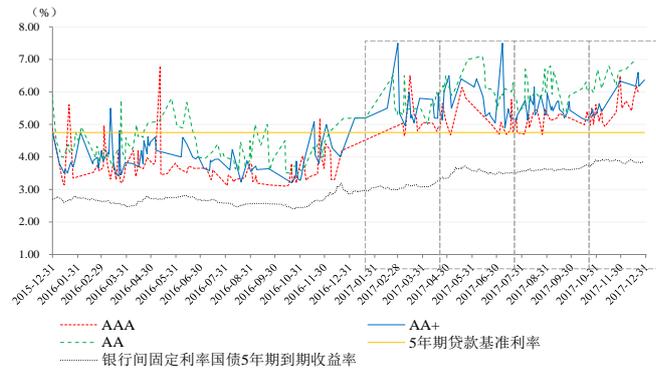
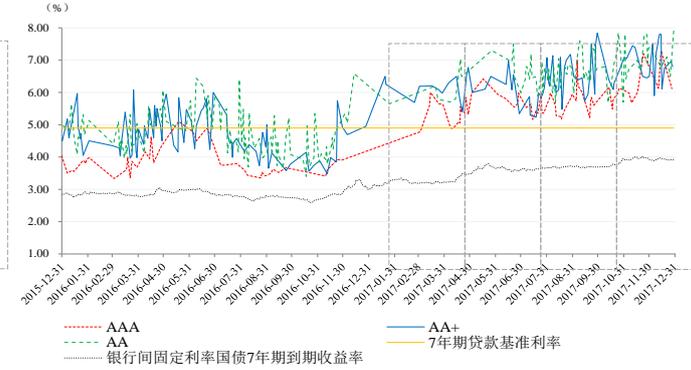


图 6 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势



注：1. 统计期以起息日为准；

2. 对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；

3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券。

资料来源：联合资信 COS 系统

在利率整体呈波动上行走势的背景下，2017 年主要信用债发行利差水平较上年有所上升，表明在市场资金面中性偏紧且违约常态化预期的背景下，债券的风险溢价水平较上年同期有所提高。此外，主要信用债发行利差的变异系数较上年均有明显下降，表明利差稳定性有所提升。从评级质量检验来看，各券种信用等级基本都对利差体现出较好的区分度，级别越高，利差越低。

表 1 2016-2017 年各券种分级别利差情况

| 债券类型 | 期限(年) | 债项信用等级 | 2016 年     |        |         | 2017 年     |        |         |
|------|-------|--------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|
|      |       |        | 发行利差均值(BP) | 级差(BP) | 变异系数(%) | 发行利差均值(BP) | 级差(BP) | 变异系数(%) |
| 中期票据 | 5     | AAA    | 103.58     | -      | 55.03   | 163.88     | -      | 29.90   |
|      |       | AA+    | 128.12     | 24.54  | 31.22   | 208.14     | 44.26  | 26.42   |
|      |       | AA     | 169.20     | 41.08  | 33.69   | 256.21     | 48.07  | 16.78   |
| 企业债  | 7     | AAA    | 105.25     | -      | 38.95   | 208.99     | -      | 19.14   |
|      |       | AA+    | 184.67     | 79.42  | 36.28   | 277.91     | 68.92  | 21.59   |
|      |       | AA     | 192.92     | 8.25   | 34.21   | 300.50     | 22.59  | 18.30   |
| 公司债  | 3     | AAA    | 72.92      | -      | 58.97   | 145.60     | -      | 32.28   |
|      |       | AA+    | 189.04     | 116.12 | 60.83   | 230.38     | 84.78  | 30.38   |
|      |       | AA     | 307.26     | 118.22 | 39.05   | 318.22     | 87.84  | 22.63   |
|      |       | AA-    | 542.50     | 235.24 | 3.87    | -          | -      | -       |

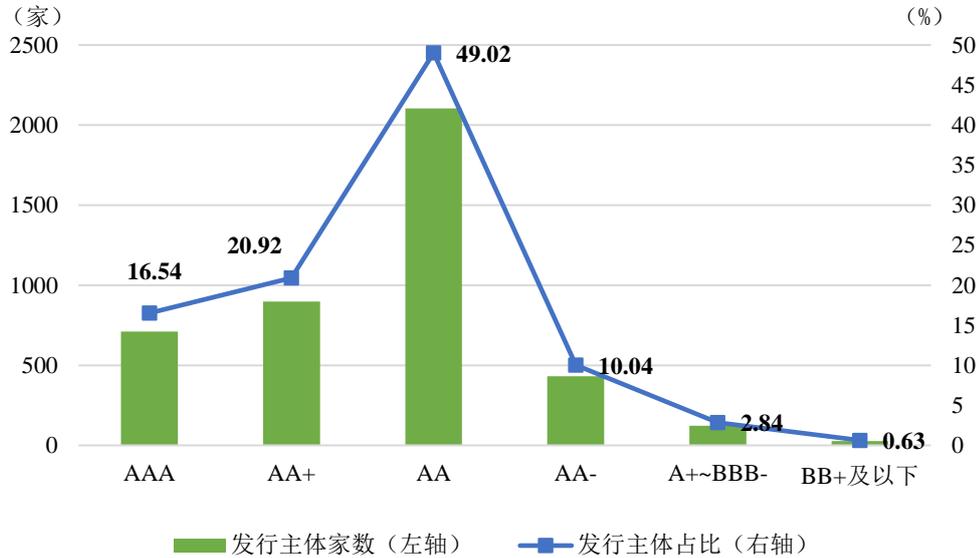
资料来源：联合资信 COS 系统

### (三) 信用债总体风险较小，发行主体及债项级别主要分布在较高等级

截至 2017 年末，我国债券市场存量信用债发行主体信用等级分布主要集中在投资级（BBB-级及以上），占比高达 99.36%。其中 AA 级主体占比近 50%，其次是 AA+（20.92%）及 AAA 级（16.54%）。

截至 2017 年末的存量信用债中，从期数来看，债项信用等级主要集中在 AAA 级至 AA 级，AA 级及以上债券期数占存量期数的 97.26%；从规模来看，高级别分布更为明显，AAA 级债券比例超过 50%。主要信用债发行主体以及存量债券主要分布在较高等级一定程度上反映了我国债券市场现阶段整体信用风险不大。

图 7 2017 年末我国公募债券市场主要存量信用债发行主体级别分布



注：包括短融、超短融、中票、企业债、公司债（不含私募债）以及金融债（不含政策性银行债）

资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2017 年末我国公募债券市场主要存量信用债级别分布



注：包括中票、企业债、公司债（不含私募债）以及金融债（不包含政策性银行债以及证券公司短期融资券）

资料来源：联合资信 COS 系统

#### （四）债券市场发行主体信用等级呈调升趋势

2017 年以来，在全球经济持续复苏、国内经济运行稳中向好的背景下，我国债券市场发行主体信用等级呈现调升趋势。2017 年，我国公募债券市场共有 447 家发行人主体信用等级发生调整，调整率为 8.57%，其中信用等级被调升的

有 382 家，调升率为 7.32%，较 2016 年提高 1.71 个百分点，等级调升企业主要集中在建筑与工程、商业银行等需求稳定或服务性行业；信用等级被调降的有 65 家，调降率为 1.25%，较 2016 年下降 1.46 个百分点。在评级调降的发行人中，有 18 家发行人主体发生大跨度评级调整（信用等级调整超过 3 个（含）子级），较 2016 年（38 家）有所减少，其中大多数发行人属于化工、钢铁、煤炭等产能过剩的行业，在经济供给侧结构性改革的背景下，落后产能加速淘汰，生产经营状况不佳的企业信用状况继续恶化。2017 年，债券市场展望调整率（2.11%）较上年有所下降，其中展望调升率（1.40%）较上年（0.84%）有所提升，展望调降率（0.71%）较上年（1.83%）有所下降。

整体来看，2017 年以来我国债券市场发行人主体信用等级调降趋势明显减缓，调升家数有所增加，表明在经济运行稳中向好背景下部分企业生产经营及盈利状况有所改善，债券市场整体信用风险状况有所缓和。

表 2 2017 年我国公募债券市场主体信用等级迁移情况

|          | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 等级调整率（%） | 10.04  | 8.34   | 8.57   |
| 调升率（%）   | 7.62   | 5.63   | 7.32   |
| 调降率（%）   | 2.42   | 2.71   | 1.25   |
| 展望调整率（%） | 3.08   | 2.67   | 2.11   |
| 调升率（%）   | 1.24   | 0.84   | 1.40   |
| 调降率（%）   | 1.84   | 1.83   | 0.71   |

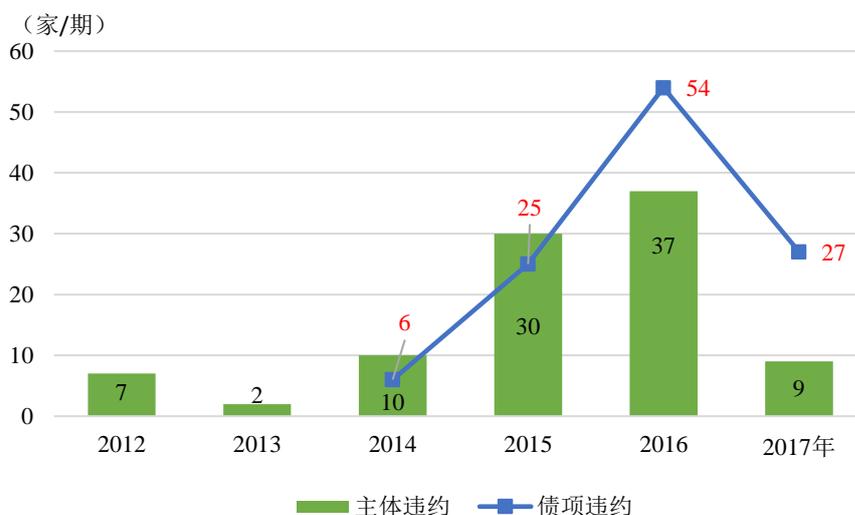
数据来源：联合资信 COS 系统

#### （五）债券市场违约事件有所减少，违约率有所下降

截至 2017 年末，我国债券市场共有 95 家企业发生主体违约<sup>5</sup>，112 只债券发生债项违约。2017 年，基于我国宏观经济运行稳中向好使得一些企业盈利有所改善，再加上监管层不断加强风险管控，违约债券期数、发生主体违约的企业家数均有所下降。2017 年，我国债券市场新增违约债券期数和主体违约家数分别为 27 期和 9 家，较上年明显减少。

<sup>5</sup> 发行人出现下述一个或多个事件时，即可判定主体发生违约：债务人未能按照合同约定支付债券本金和/或利息；债务人（被）申请破产或进入破产清算程序；被接管；被停业或关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图（例如和解或重整中的债务重组），债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；债券未能如期兑付且在宽限期内（通常 1-2 个工作日）未及时调整的情况视为债券违约，债券违约未包括技术性违约。

图 9 2012 年-2017 年我国债券市场违约事件统计



注：1. 违约涉及主体及债券包含银行间市场和交易所的公募债券和私募债券，但不包含地方股  
权交易中心债券；

2. 违约涉及主体家数及债券期数均为新增，即不包含此前已经发生过违约的主体及债券。

数据来源：联合资信 COS 系统

通过对主体违约进行统计，2017 年我国公募债券发行人主体违约率为 0.19%，较 2016 年（0.76%）明显下降。其中，AA 级违约率为 0.10%，BBB 级、BB 级违约率分别为 8.70%、14.81%，各级别违约率基本呈现随级别降低而递增的趋势。

表 3 2015 年-2017 年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表

| 发行人<br>主体级别 | 2015 年     |                 |            | 2016 年     |                 |            | 2017 年     |                 |            |
|-------------|------------|-----------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|-----------------|------------|
|             | 样本数<br>(家) | 违约<br>数量<br>(家) | 违约率<br>(%) | 样本数<br>(家) | 违约<br>数量<br>(家) | 违约率<br>(%) | 样本数<br>(家) | 违约<br>数量<br>(家) | 违约率<br>(%) |
| AAA         | 366.5      | 0               | 0.00       | 472.5      | 0               | 0.00       | 568        | 0               | 0.00       |
| AA          | 2493.5     | 4               | 0.16       | 2764       | 10              | 0.36       | 3047.5     | 3               | 0.10       |
| A           | 87         | 1               | 1.15       | 70         | 4               | 5.71       | 79.5       | 0               | 0.00       |
| BBB         | 95         | 6               | 6.32       | 40.5       | 3               | 7.41       | 23         | 2               | 8.70       |
| BB          | 30         | 1               | 3.33       | 29         | 5               | 17.24      | 13.5       | 2               | 14.81      |
| B           | 4.5        | 1               | 22.22      | 4.5        | 2               | 44.44      | 2          | 0               | 0.00       |
| CCC         | 1          | 0               | 0.00       | 2.5        | 0               | 0.00       | 1          | 0               | 0.00       |
| CC          | 2          | 1               | 50.00      | 1          | 0               | 0.00       | 1          | 0               | 0.00       |
| C           | 0          | 0               | 0.00       | 2          | 2               | 100.00     | 0.5        | 0               | 0.00       |
| 合计          | 3145       | 14              | 0.45       | 3440       | 26              | 0.76       | 3779       | 7               | 0.19       |

注：1. 发行人统计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；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；发行人具有不同双评级或多评级，则按各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 = 当期发生违约的发行人家数 / 期初发行人家数。
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。
4. 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

## 二、我国债券市场信用风险主要特点及原因

### （一）经济结构转型背景下违约事件的发生日趋常态化

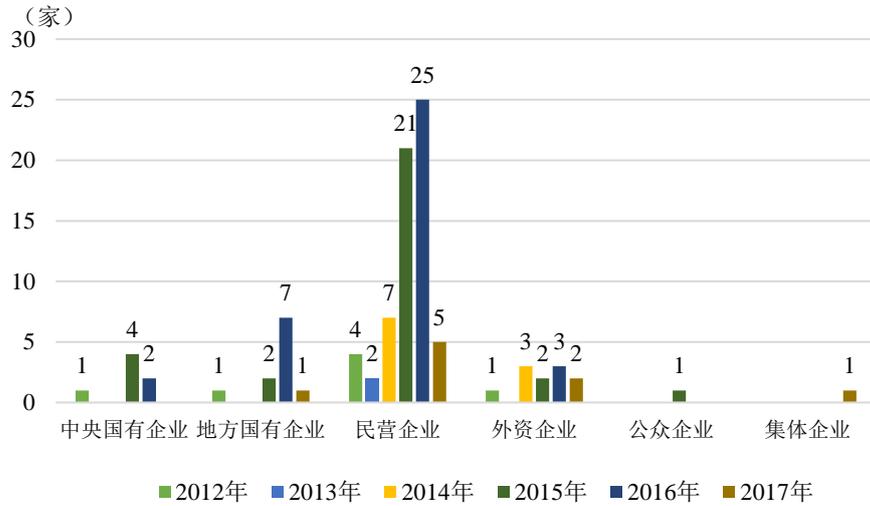
当前，我国经济处于增长速度换挡、结构调整阵痛和前期刺激政策消化的“三期叠加”阶段，经济增速放缓背景下总需求减少以及价格下降对一些企业的生产经营及财务状况产生不利影响，信用风险加大；另一方面，中性偏紧的货币政策导致企业融资成本上升，同时信贷政策的收紧提高了企业融资难度，导致部分企业资金链紧张，发生违约的可能性加大。在我国债市市场化进程不断推进的背景下，债券市场违约日趋常态化已成为市场共识，打破刚性兑付是纠正信用风险定价扭曲、促进债市健康发展的必经之路。

### （二）不同企业性质主体中民营企业违约最多

近年来，我国债券市场违约主体的企业性质日益多元化，截至 2017 年末，已经覆盖全部企业所有制类型。2012 年至今发生主体违约的 95 家企业中，民营企业家数（62 家）占比（65.26%）远超其它企业类型，其次是外资企业和地方国有企业，分别为 14 家和 11 家。从近三年平均违约率来看，民营企业违约率也在所有企业类型中居首，其次是外资企业和集体企业，央企和地方国有企业违约率较低。

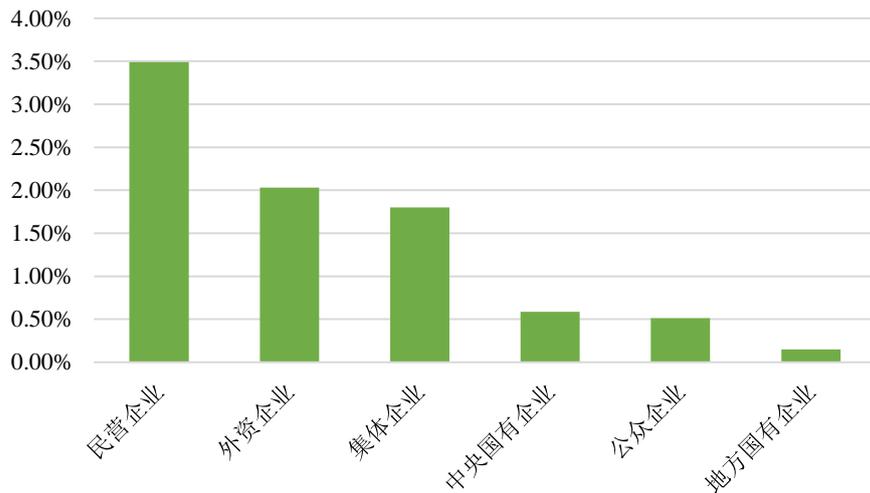
从等级调整来看，2017 年我国公募债券市场中，地方国有企业发行人信用等级被调降数量最多为 33 家，央企信用等级调降 6 家，调降率分别为 0.91%、1.16%；民营企业等级调降 21 家，调降率（2.86%）虽较 2016 年（4.63%）有所下降，但仍是调降率最高的企业类型，表明民营企业信用风险依旧较大。

图 10 2012-2017 年我国债券市场主体违约企业性质统计



数据来源：联合资信 COS 系统

图 11 2015-2017 年我国债券市场分企业性质三年平均违约率



数据来源：联合资信 COS 系统

对民营企业来说，公司治理与业务经营不善是导致公司盈利能力大幅下降、最终发生违约的重要原因。第一，由于我国民营企业普遍存在企业管理方式不完善、个人掌握企业控制权情况下决策机制不健全等缺陷，导致部分民营企业所处行业发展虽然相对稳健，但由于自身管理混乱、经营不善，发生战略转型失误、对外投资激进、股权纠纷等问题，导致盈利能力大幅下滑甚至亏损，出现偿付危机并最终发生违约。例如春和集团有限公司因多元化经营战略受阻，严重影响公司融资及偿债能力，未能按期足额偿付债券本息，构成实质性违约（“15 春和 CP001”、“12 春和债”）；江苏保千里集团原董事长庄敏主导公司进行多领域大额投资，且主要采用短期债务支撑长期股权投资的方式，同时涉嫌侵占公司利益，随着庄敏被证监会立案

调查，公司发生流动性危机，导致最终无力偿债（“16 千里 01”）。

第二，企业治理不完善的情况下实际控制人接受调查或失联也会导致民营企业的经营迅速恶化或生产陷入停滞，继而引发银行收贷、压贷，加剧短期流动性风险，对企业偿债能力造成巨大冲击。如扬州赛尔达尼龙制造有限公司因董事长涉嫌刑事案件并接受调查，对公司生产经营和融资能力造成重大不利影响，导致企业发生违约，亚邦集团（“15 亚邦 CP001”、“15 亚邦 CP004”）等公司的违约同样与此类风险事件有关。

对国企（包括中央和地方国有企业）来说，政府等外部支持减弱是国企信用等级调降甚至违约的重要原因。过去一些国有企业在自身丧失偿债能力时，往往依靠政府以及银行等外部支持来化解信用风险。随着违约的日趋常态化以及地方政府债务风险管控的进一步加强，政府等相关利益方的支持能力和意愿均有所减弱，银行收贷、压贷的可能性增大，再融资难度加大，外部支持减弱使得企业在遭遇流动性危机后发生实质性违约的概率显著提高。例如，广西有色作为省属国企，在资金融通等方面一直依赖外部支持，但公司连年亏损、负债沉重，由于融资成本持续走高，在协调难度越来越大的情况下，当地政府最终放弃救助，多期债券发生违约（“14 桂有色 PPN003”、“13 桂有色 PPN001”、“13 桂有色 PPN002”），进入破产重整程序。

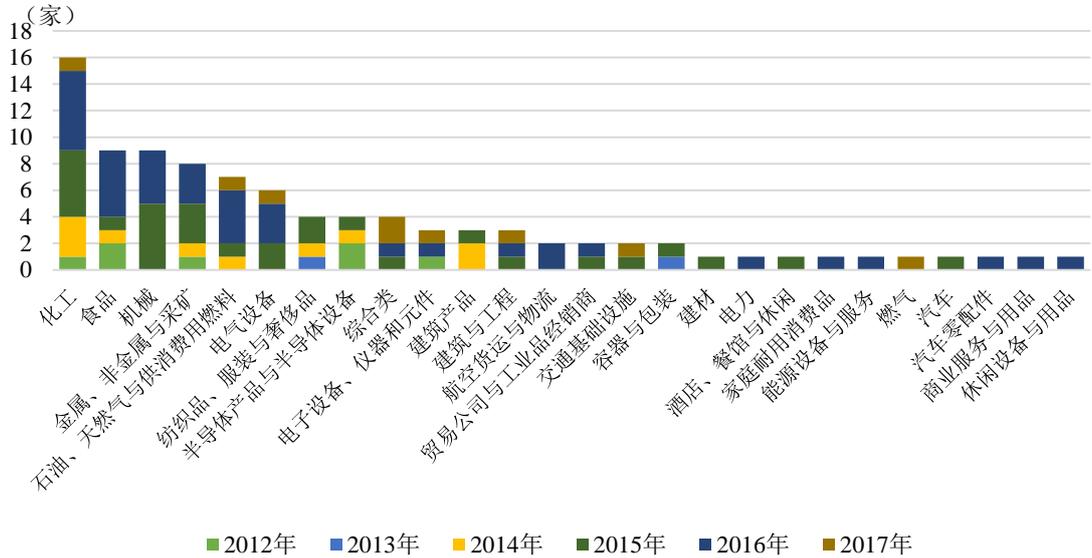
### （三）化工、食品和机械行业是违约的高发行业

近年来，宏观经济稳中趋缓，加上供给侧结构性改革的不断推进，周期性行业和产能过剩行业受到较大冲击，因此违约主要集中在景气度低迷、产能过剩现象严重的行业。整体来看，自 2012 年至今发生主体违约的 95 家企业中，化工（16 家），食品（9 家），机械（9 家），金属、非金属与采矿（8 家），石油、天然气与供消费用燃料（7 家）行业占比较高，其中化工、食品违约家数较多与多期中小企业集合债及中小企业集合票据最终因发行人无法偿付而由担保人代偿有关。2017 年，燃气行业的企业首次出现违约，主体违约所涉及的行业覆盖面更趋广泛。从近三年平均违约率来看，剔除总样本家数不足 50 家的行业外，违约率排名前三位的行业同样是化工行业、食品行业以及机械行业，其次是石油、天然气与供消费用燃料行业，金属、非金属与采矿行业。

从等级调整来看，在 2017 年等级调降的发行主体中，从调降家数来看，化工行业（9 家）、房地产管理与开发行业（6 家）的主体级别调降数量位居前两位，其次是金属、非金属与采矿行业（5 家），石油天然气与供消费用燃料（5 家），机械行业（5 家）；从调降率来看，剔除总样本家数不足 50 家的行业外，调降率排名前三的

行业分别是化工行业（7.03%）、机械行业（6.94%）以及建材行业（3.92%）。

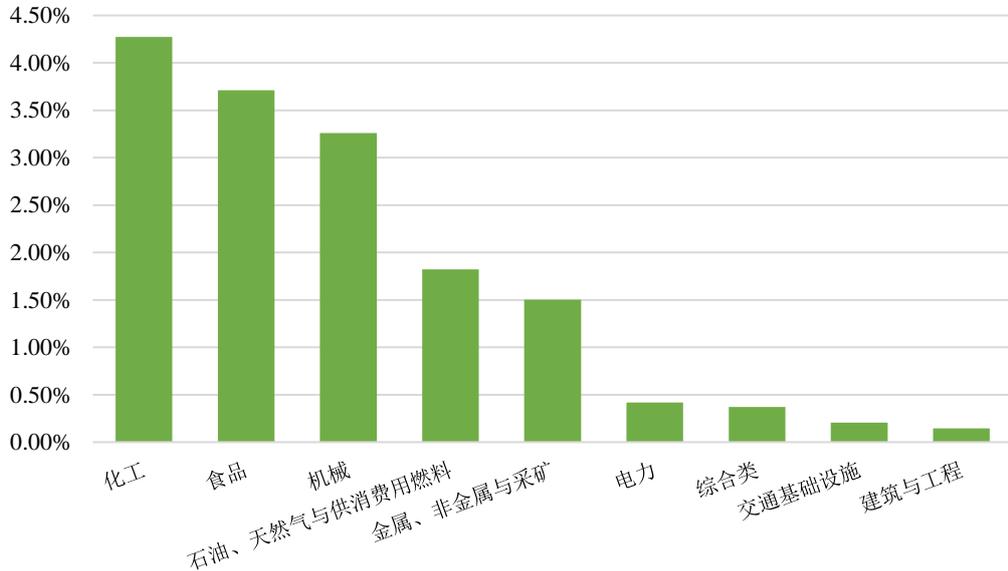
图 12 2012-2017 年我国债券市场主体违约企业行业分布



注：根据 WIND 三级行业进行划分。

资料来源：联合资信 COS 系统

图 13 我国债券市场 2015-2017 年分行业三年平均违约率情况



注：1. 根据 WIND 三级行业进行划分。

2. 图中只包括 2017 年总样本量超过 50 的行业。

资料来源：联合资信 COS 系统

目前我国债券市场违约事件集中发生于部分产能过剩及强周期性行业，主要是基于以下原因，一方面，近年来经济减速换挡背景下，下游市场需求有所

减少，部分处于中上游强周期行业的企业出现产能过剩，产品销量及价格持续下滑，导致盈利能力下降；另一方面，随着供给侧结构性改革的持续深化，“去产能、去库存、去杠杆”使得产能过剩行业内一些抗风险能力较差的中小企业的生产经营进一步恶化，流动性风险不断增大。随着这些企业的债务负担逐步加重，在过度依赖银行融资的情况下银行对其采取差异化的信贷政策，资金链紧张甚至断裂导致这些行业成为违约高发地。例如，四川省煤炭产业集团因煤炭行业产能过剩，生产经营出现恶化，公司于 2012-2015 年间发行的多期债券均未能按期足额偿还本息，构成实质性违约（“15 川煤炭 CP001”、“13 川煤炭 PPN001”、“12 川煤炭 MTN1”、“14 川煤炭 PPN001”、“14 川煤炭 PPN002”）；东北特钢集团因钢铁行业产能过剩、钢材市场价格下滑，企业盈利与现金流状况恶化，偿债能力严重不足，多期债券陆续发生违约（“15 东特钢 CP001”、“15 东特钢 SCP001”、“13 东特钢 MTN2”、“13 东特钢 MTN1”等 10 期债券）。

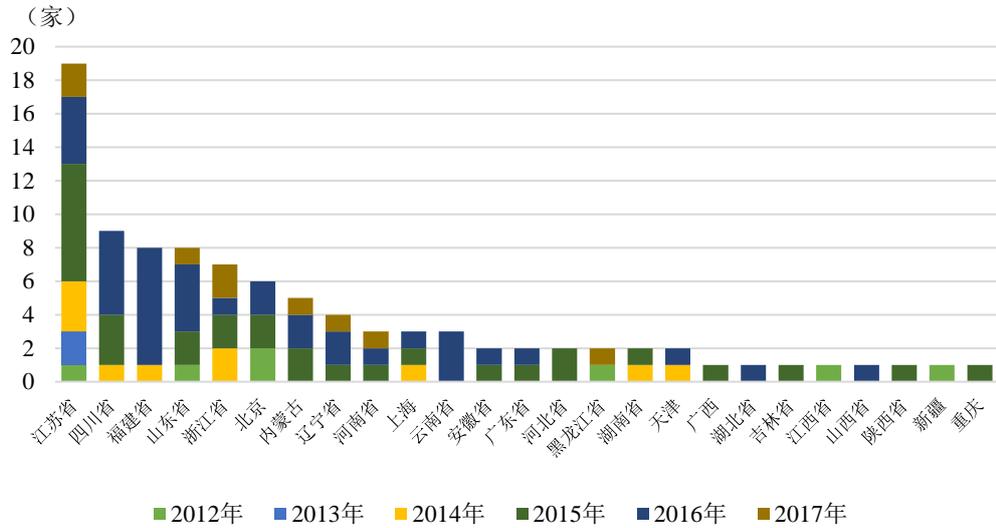
对一些行业来说，重大风险事件如生产安全事故的发生也是触发违约的因素之一，风险事件的发生可能会导致企业停产、融资环境恶化，资金链紧张进而无法按期还本付息。如内蒙古奈伦集团，公司煤化工项目投产运营初期即遭遇尿素价格持续走低，其后更因安全事故停产，致使公司现金流紧张、陷入经营困境，最终发生债券违约（“11 蒙奈伦债”）。

#### （四）违约集中在江苏、四川、福建以及山东等地

从地区来看，自 2012 年至今发生主体违约的 95 家企业中，江苏地区发生主体违约的企业家数（19 家）占比近 20%，其次分别是四川（9 家）、福建（8 家）、山东（8 家）、浙江（7 家）、北京（6 家）以及内蒙古（5 家），其余省份主体违约较少。2017 年，发生主体违约的企业分别来自浙江（2 家）、江苏（2 家）、山东（1 家）、河南（1 家）、辽宁（1 家）、内蒙古（1 家）、黑龙江（1 家）。今年以来没有新增省份的企业发生违约。从近三年平均违约率来看，内蒙古、四川违约率最高，其次是福建、云南、吉林、辽宁、江苏和山东。

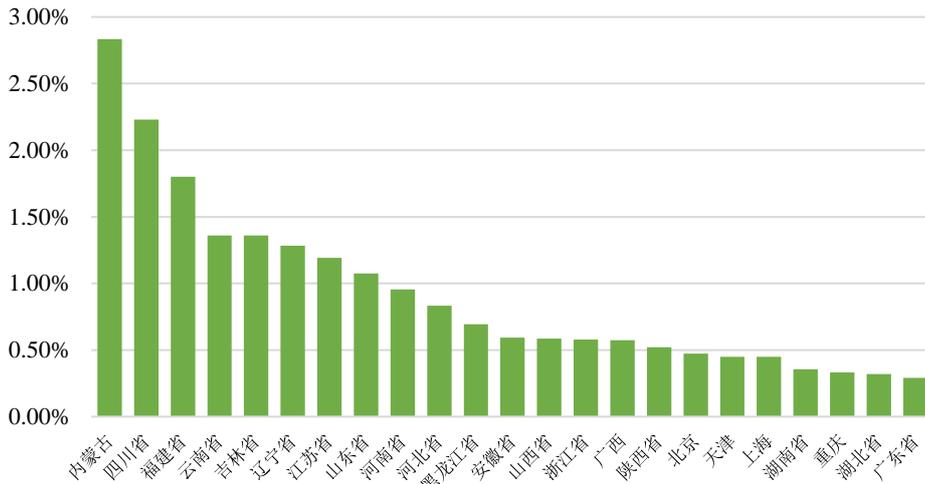
在 2017 年等级调降的发行主体中，从调降家数来看，辽宁（13 家）、湖北（5 家）位居前两位，其次是山东（4 家）、内蒙古（4 家）、河南（4 家）以及新疆（4 家）；从调降率来看，辽宁（9.29%）、内蒙古（5.19%）以及山西（3.85%）主体调降率较高。表明在供给侧结构性转型的背景下，部分存在转型压力或者产能过剩行业集中的省份信用风险仍然较大。

图 14 2012-2017 年我国债券市场新增违约主体地区分布



数据来源：联合资信 COS 系统

图 15 我国分地区 2015 年-2017 年三年平均违约率情况



数据来源：联合资信 COS 系统

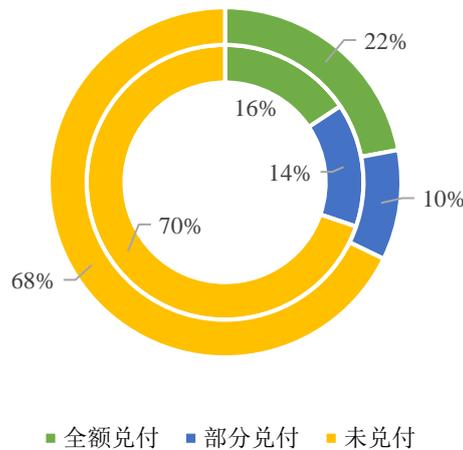
从违约企业地区分布来看，发行人更多集中在东南沿海、华北和东北等地。主要是因为东南沿海地区民营经济发达、发债企业较多，当地的中小企业在经济增速放缓影响下出现流动资金紧张和兑付困难状况的概率加大；华北地区是产能严重过剩行业大型国企的集中区域，而产能过剩行业是违约的集中高发领域；东北地区多是老牌重工业企业，行业整体低迷导致部分企业面临较大的经营压力，因而该地区违约风险较大。

#### (五) 债券违约后处置与回收进程较慢

从违约后回收情况来看，截至 2017 年末，我国公募债券市场违约发行人未

按时足额偿付的债券中，从期数来看，完成全额兑付的债券约占 22% 左右，已进行部分兑付的债券约占 10% 左右，尚未进行兑付的债券约占 68% 左右；从规模来看，完成全额兑付的债券约占 16% 左右，已进行部分兑付的债券约占 14% 左右，尚未进行兑付的债券约占 70% 左右。目前公募债券市场整体回收率<sup>6</sup>约为 19% 左右。总体来看，我国债券市场违约回收进程较慢，且缺乏完善的违约后处置制度体系。

图 16 我国公募债券市场违约后回收情况



注：内圈为规模占比，外圈为期数占比。

### 三、我国债券市场展望

#### （一）“双支柱调控”下宏观经济将保持稳定增长，出现系统性风险的可能性不大

2017 年以来，全球经济持续复苏，主要经济体表现良好，为我国经济增长提供了良好的外部环境。随着供给侧结构性改革成效的日益显现以及经济发展新旧动能转换的加快，我国经济运行延续了 2016 年下半年以来稳中有进、稳中向好的态势，2017 年 GDP 实际增长 6.9%，为 2010 年以来的首次回升。2018 年，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，继续深化创新驱动发展，以供给侧结构性改革为主线，促进我国经济进入高质量发展阶段，增强经济内生动力。受房地产投资增速温和放缓、人民币汇率上升及基数提高下出口增速或将回落等因素影响，2018 年 GDP 增速或出现小幅回落，但仍将保持平稳增长。

<sup>6</sup> 公募债券市场整体回收率为回收金额与未按时偿付资金规模的比值。

2017 年以来，我国金融监管力度明显加强，防范化解重大风险成为经济工作的重点内容。十九大报告明确要求要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，在货币政策调控之外强调宏观审慎政策目的在于弥补传统调控框架的弱点和不足，减缓由金融顺周期行为和风险传染对宏观经济和金融稳定造成的冲击，加强系统性金融风险防范。总体来看，在“双支柱调控”下未来宏观调控手段和工具将更加注重协调联动，推动实体经济稳中求进，并着力防控系统性金融风险。在此背景下，金融杠杆率和流动性风险、银行不良贷款风险、影子银行风险、地方政府隐性债务风险、房地产泡沫化风险、互联网金融风险等将得到进一步重视及妥善化解，“僵尸企业”有可能积极处置，过剩产能进一步化解，出现系统性风险的可能性不大。

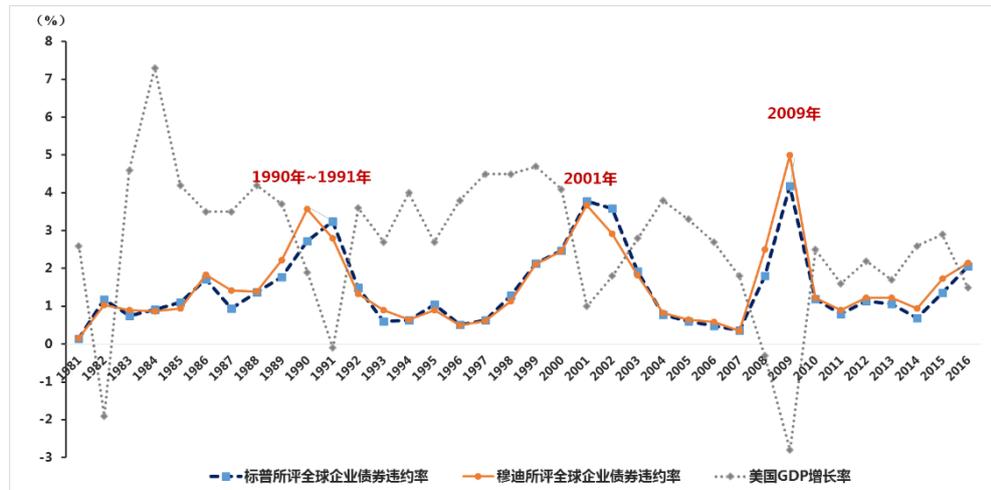
### （二）债券市场发行量将受到正反方面多因素的影响

2018 年，债券市场发行量将受到以下因素影响：第一，供给侧结构性改革背景下债券市场服务实体经济、拓宽实体经济融资渠道的趋势将进一步延续，加上债市相关机制的进一步完善以及对外开放的加速发展，我国债券市场直接融资功能将更加凸显，从而推动债券市场发行量的增长。第二，在经济去杠杆、防控金融风险以及美联储缩表、加息的背景下，未来我国货币政策大概率中性偏紧，市场利率或将维持在相对高位，在阶段性流动性趋紧时还有可能小幅上行，融资成本较高一定程度上将抑制债券市场发行量的增长。第三，宏观审慎政策背景下出台的债券交易新规、银行委托贷款新规等强监管政策在规范市场交易业务的同时短期或一定程度上减少债券市场需求；资产管理新规在严控非标的同时将提高标准信用债尤其是流动性较好、信用风险较低的高信用等级债券的吸引力，同时可能推动规范的资产证券化产品发行的增加。

### （三）违约事件仍将持续发生，2018 年违约率或不会明显提高

一方面，经济周期对信用风险有基础性的影响，企业违约率与经济增长率呈现出较为明显的负相关关系。以美国债券市场为例，其公司债券三次大规模的违约均与美国历史上三次经济衰退周期有着密切关系。20 世纪 80 年代以来，美国共经历了三次大的经济衰退周期，第一次是 1980 年~1994 年由银行业危机引起的经济衰退，第二次是 2000 年~2001 年互联网泡沫破裂引发的经济下行，第三次则由 2007 年~2009 年次贷危机造成。

图 17 1981-2016 年标普和穆迪所评全球公司债券违约率情况



数据来源：标普《2016 年度全球公司违约研究和评级转换》( DEFAULT, TRANSITION, AND RECOVERY: 2016 ANNUAL GLOBAL CORPORATE DEFAULT STUDY AND RATING TRANSITIONS ); 穆迪《年度违约研究：公司违约与回报率，1920~2016》( MOODY'S INVESTORS SERVICE, ANNUAL DEFAULT STUDY: CORPORATE DEFAULT AND RECOVERY RATES, 1920~2016 )

另一方面，从主要信用债总偿还量<sup>7</sup>来看，2018 年主要信用债总偿还量（5.58 万亿元）较 2017 年的 5.35 万亿元有所增加，加上 2018 年发行且于年内到期的超短期融资券<sup>8</sup>后总偿还量约为 6.50 亿，偿债压力有所上升。值得一提的是，由于 2015 年公司债大幅扩容，大量发行期限为 3 年的公司债（含私募债）将于 2018 年集中到期，2018 年公司债（含私募债）到期偿还量（4232 亿元）为 2017 年到期偿还量的近 2 倍。在监管加强风险管控的背景下，从当前宏观经济稳中向好走势以及信用债到期量来看，2018 年违约事件或有所增加，但违约率或不会出现明显提高。

#### （四）城投企业的信用风险或将有所加大，民营企业仍是信用风险的主要爆发点

随着违约日趋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将进一步弱化，信用风险整体将有所上升，未来经济发展稳定、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、短期流动性不强、或有债务风险大的城投企业的信用风险较大。2017 年，我国国企改革取得显著成效，国有企业收入、利润持续快速增长，创历史最好水平，在国企改革深入推进的背景下，未来国有企业整体信用风险或有所下降，但受去产能、僵尸企业出清的

<sup>7</sup> 包括到期、提前偿还以及回售，不包括赎回。

<sup>8</sup> 以 2017 年超短融的发行及到期情况进行预测。

影响，部分行业发展低迷、生产经营不善的国企仍面临较大的信用风险。未来民企仍将是信用风险的主要爆发点，因为在经济去杠杆和金融严监管的背景下，民企的融资环境较国企而言将更差，融资难、融资成本提高将进一步加大民企的信用风险，一些财务状况较差的民营企业容易发生资金链紧张甚至断裂的情况，最终引发违约。

总体来看，违约率、级别调整与宏观经济、行业走势以及企业自身财务实力的联系将日益紧密。在此背景下，企业需要进一步加强自身流动性管理、债务管理、投融资管理，提高财务管理水平，提高资金宽裕度，同时做好压力测试和危机应对预案。

#### （五）煤炭、房地产、化工、贸易等行业内信用状况分化将进一步加剧

煤炭行业方面，随着供给侧结构性改革的持续深入，煤炭行业落后产能将逐步退出，行业集中度将进一步提高，先进产能有望持续释放，在需求端较为稳定的增长下，煤炭价格未来将在合理的价格空间波动，整体行业违约风险及流动性风险或有所降低，但是行业内部企业将继续分化，资源储备好、煤种煤质优良、煤炭开采成本低、具备较多先进产能矿区、区域地理位置突出、煤炭产业延伸完善、再融资渠道稳定的煤炭企业竞争优势将进一步强化，抗风险能力将进一步加强。开采条件差、生产成本低、落后产能多、地理位置较差、外部支持力度弱、融资渠道有限的煤炭企业可能将面临一定的经营压力和流动性压力，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

房地产行业方面，2016年下半年以来，监管层通过提高房地产行业债券发行门槛、限制募集资金用途等方式加强房地产行业信用风险管控，在“双支柱调控”背景下房地产市场的宏观审慎管理将继续加强，长期来看虽然有利于化解房地产行业整体风险，但短期内在国家对房地产行业持续进行宏观调控、房企融资渠道受限且融资成本较高、未来房企所发债券大规模集中到期的情况下，房地产行业的流动性压力可能将有所加大，同时发债企业的信用资质分化程度将进一步加剧，龙头企业凭借较强的资源获取能力、雄厚的资金实力、高效的项目运作能力竞争优势将更加明显，中小房企抗风险能力较弱，在未来房地产市场温和降温、房企盈利空间整体压缩的情况下中小房企尤其是债务率高企、收入利润不稳或虚高的房地产企业将面临较大的经营风险和违约风险。

此外，化工、贸易等行业内不同企业也因生产经营、市场竞争力以及财务状况不同导致信用分化有所加剧。

#### （六）债市风险管控将继续加强，违约后处置机制有望逐步完善

“双支柱调控”下主动防范化解系统性金融风险被放到了更加重要的位置，同时防控金融风险也是 2018 年经济工作的重点内容，预计未来监管层将继续加强债市风险管控，出台更多监管政策，通过加强信息披露、强化行业监管、完善违约后续处置机制等方式进一步完善相关体制机制，促进债券市场平稳健康发展。违约后处置方面，2016 年广西有色成为银行间债券市场首家破产清算企业；2017 年 8 月，东北特钢债权人会议表决通过了公司破产重整计划草案，2017 年末，重整先后通过商务部、国防科工局及证监会等主管部门的审批，这是我国公募债券市场通过市场化、法治化方式处置债券违约的典型案列。随着我国债券市场的不断发展，债券违约后处置机制有望进一步完善。