

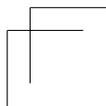
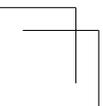
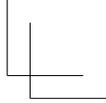
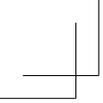


REPORT OF 2019

2019 年信用风险展望系列报告

系列 1 - 宏观与债市篇

锐意创新 极致服务 践行中国评级梦



关于我们

东方金诚国际信用评估有限公司（“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一，获得了中国人民银行、中国证监会、国家发改委、中国银保监会、交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级，为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。

东方金诚成立于 2005 年，注册资本为 1.25 亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国范围内建立了以 21 个分公司为载体的信用服务网络，还面向境外发行人与投资人建立了国际服务团队。

东方金诚秉承“锐意创新、极致服务”的新锐理念，紧跟债券市场创新步伐，响应投资人和发行人新需求，捕捉信用风险新变化，持续革新评级技术和研究服务体系，为投资人和发行人提供专业、独立的信用服务。

东方金诚以践行“中国评级梦”为己任，搭乘人民币和债券市场国际化、“一带一路”国际合作的东风，开发适用于全球发行人的评级技术体系，开展面向全球投资者的交流服务，推动“一带一路”、金砖国家和亚洲信用评级合作，提升中国评级标准体系的国际竞争力。

编委会

编委会主任委员：金永授

编委会委员：裴永刚 刚 猛 程春曙 俞春江 徐承远 郭永刚
莫琛 王青 朱林 张佳丽 高路 苏莉
张子范

主编：俞春江

撰稿：（按姓氏拼音排序）

白晓超 程贺蕊 范新悦 冯琳 谷建伟 郭哲彪 何阳 贾秋慧
蒋玉琴 康敏 李柯莹 李磊 李茜 李燕 李泽田 刘怡雯
卢洲 罗修 吕春阳 马丽雅 马骁骁 梅佳 孟斯嫒 聂秋霞
彭筱桐 郗亚美 孙浩博 王佳丽 王青 王伟 吴婷婷 熊晓梦依
余珊 张慧 张丽 张沙沙 张伟 张岳 赵迪 赵一统
周丽君 朱经纬

责任编辑：王青 冯琳 张文玲 梅佳 王征 张伊君 刘暮菡
邹李永昊 于立峰 彭思源

编辑：姜雪宁 唐晓琳

序言

为更好地服务于发行人和投资人，秉承“锐意创新、极致服务”的新锐理念，响应投资人和发行人新需求，东方金诚精选宏观、债市、行业等信用风险回顾与 2019 年展望报告，编纂成册。

报告聚焦市场关注的信用风险特征与趋势、不同行业的风险展望及违约常态化下的信用风险管理等，为发行人和投资人捕捉信用风险新变化，提供独立、专业信用服务。

报告由四个系列组成，按照研究主题，分别为：系列 1- 宏观与债市篇，系列 2- 产业债篇，系列 3- 公用事业篇，系列 4- 金融机构与资产证券化篇等四册。

扫描封底二维码，关注东方金诚官方微信，可获取各册报告电子版。

东方金诚国际信用评估有限公司

目 录

系列 1：宏观与债市篇

- 2019 年宏观经济形势展望
- 2019 年债券市场展望
- 2018 年行业利差和区域利差水平分析报告

系列 2：产业债篇

- 2019 年房地产行业信用风险展望
- 2019 年建筑行业信用风险展望
- 2019 年零售行业信用风险展望
- 2019 年汽车制造行业信用风险展望
- 2019 年钢铁行业信用风险展望
- 2019 年煤炭行业信用风险展望
- 2019 年石油化工行业信用风险展望
- 2019 年有色金属行业信用风险展望

系列 3：公用事业篇

- 2019 年高速公路行业信用风险展望
- 2019 年机场行业信用风险展望
- 2019 年港口行业信用风险展望
- 2019 年供水行业信用风险展望
- 2019 年电力行业信用风险展望
- 2019 年燃气行业信用风险展望
- 2019 年地方政府信用风险展望
- 2019 年城投公司信用风险展望

系列 4：金融机构与资产证券化篇

- 2019 年金融机构信用风险展望
- 2019 年资产证券化市场信用风险展望

系列 1：宏观与债市篇

P6 2019 年宏观经济形势展望

P18 2019 年债券市场展望

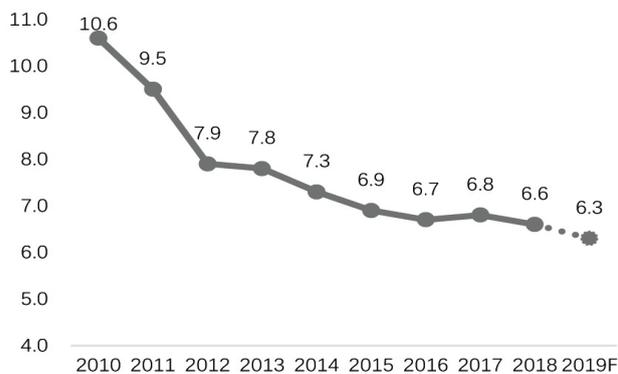
P33 2018 年行业利差和区域利差水平分析报告

2019 年宏观经济形势展望

主要宏观指标

宏观经济指标	2017	2018	2019F
实际 GDP 增速 (%)	6.8	6.6	6.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	8.0
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	9.0
出口增速 (美元计价, %)	7.9	9.9	2.5
进口增速 (美元计价, %)	16.1	15.8	10.0
CPI 同比增速 (%)	1.6	2.1	2.5
PPI 同比增速 (%)	6.3	3.5	1.0
金融指标	2017	2018	2019F
年末社会融资规模存量增速 (%)	13.4	9.8	10.0
年末 M2 增速 (%)	8.1	8.1	8.5

实际 GDP 同比增速 (%)



数据来源：WIND，F 为东方金诚预测值

主要观点：

- 2019 年全球经济景气将趋于回落，外部风险加大，国内经济增速将小幅降至 6.3% 左右。在基建“托底”支撑下，GDP 有望保持平稳较快增长态势，经济增长结构进一步转向内需拉动，通胀继续处于温和区间。

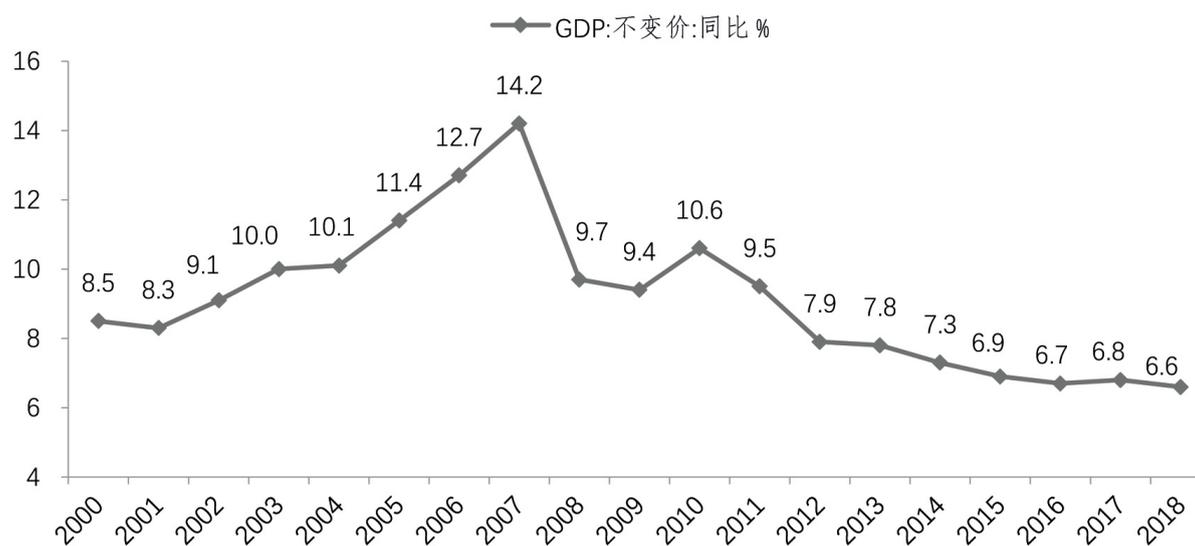
- 从三驾马车来看，2019 年出口形势较为严峻，将是国内经济的一个主要负向拉动因素；三大类固定资产投资增速将“两降一升”，基建补短板有望发挥“托底”作用，其中制造业投资增速将转入回落，房地产投资增速趋于下行，基建投资增速有望迎来“V”型反转；商品消费增速将回稳至 9.0% 左右，服务消费将继续保持较快增长。

- 2019 年贸易战风险整体可控，稳增长、促改革将是政策主轴，宏观政策定力可能出乎普遍预期，其中货币和财政政策将会更加重视逆周期相机调节，但不会出现“大水漫灌”，各项对内对外开放等结构性改革步伐会加快，人民币汇率将继续运行于合理均衡水平区间。

一、2019年GDP增速将小幅降至6.3%，基建反弹可对冲外需下行压力，宏观经济有望保持平稳较快增长，通胀继续处于温和区间

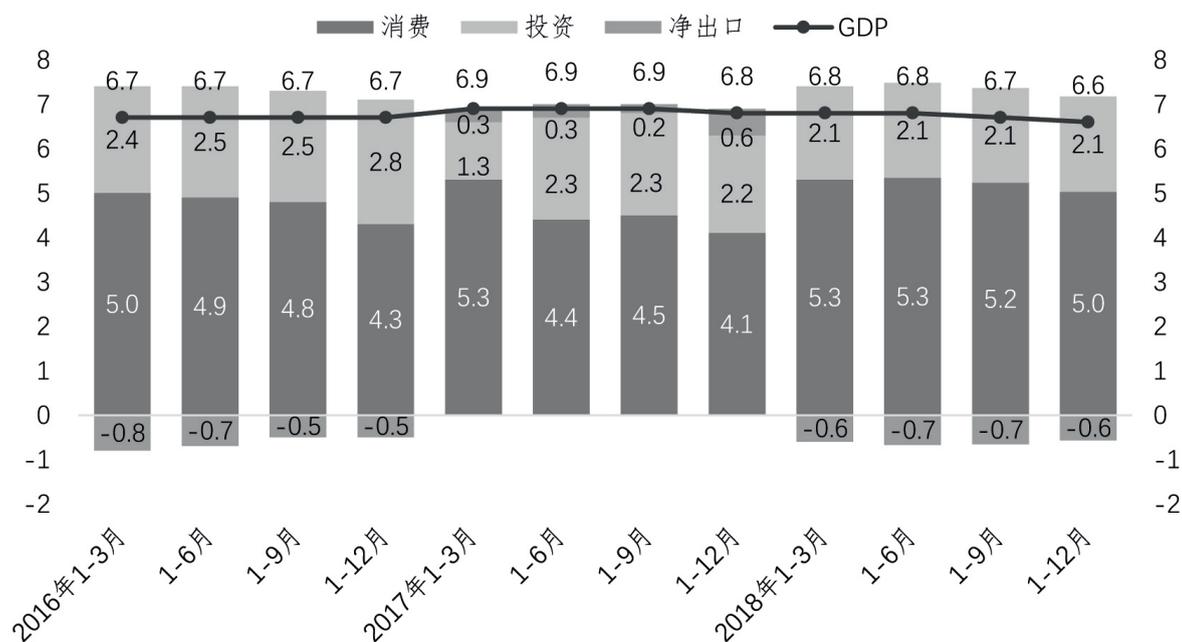
2018年我国宏观经济增速小幅回落，正在转入景气周期的下行阶段，与全球经济运行态势基本一致。据初步核算，2018年全年国内生产总值累计90.0万亿元，名义GDP同比增长9.7%，增速较上年回落0.7个百分点；实际GDP同比增长6.6%，增速较上年下滑0.1个百分点。其中，四季度当季GDP同比实际增速降至6.4%，持平于2009年一季度，为有数据记录（1992年）以来最低。需要说明的是，2018年经济增速虽逐季下滑，但仍处平稳较快增长区间，并未给就业带来明显压力，也未脱离年初制定的“6.5%左右”的目标范围。

图1 2018年GDP增速转入小幅下行



数据来源：WIND，东方金诚

图2 2018年外需重返负向拉动，拖累GDP增速回落



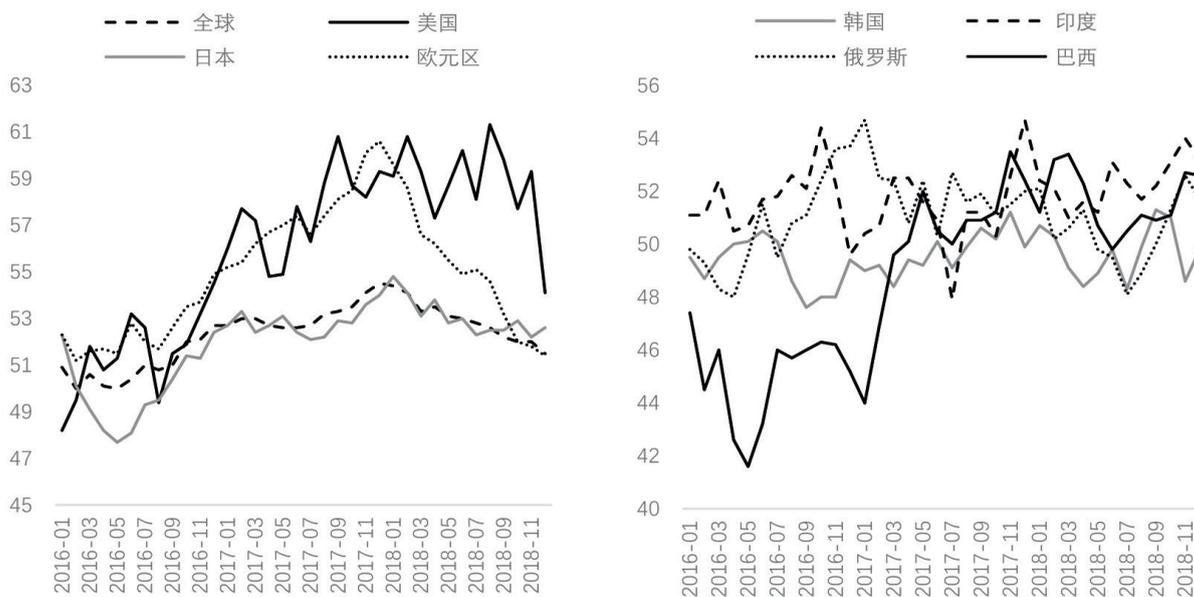
数据来源：WIND，东方金诚

2019 年信用风险展望系列报告

从图 2 可以看出，2018 年 GDP 增速放缓主因净出口重返负向拉动。全球经济在经历了 2016 年下半年至 2017 年短暂的景气上行周期后，2018 年转入景气下行态势。2018 年年初以来，除美国经济在财政刺激影响下增速加快外，欧洲、日本等发达经济体经济走势均出现周期性回调，同时新兴市场波动性加剧，经济增速普遍下滑。图 3 所示的摩根大通全球 PMI 等高频数据显示，全球经济增长动能正在边际放缓，带动我国出口额增速（以人民币计价）明显下行。需要指出的是，受“抢出口”效应及人民币贬值影响，广受关注的中美贸易摩擦在 2018 年对我国出口产生的负面冲击总体上并不明显。但随着“抢出口”红利减退，出口需求透支影响显现，中美贸易摩擦的负面效应也将逐渐释放，这在 2018 年 12 月的出口数据中已经有所体现。

在外需放缓的同时，2018 年内需对经济增长的拉动力进一步增强。尽管受严控地方政府隐性负债、金融严监管影响，固定资产投资、特别是基建投资增速出现大幅回调，但消费保持平稳较强态势，特别是占消费总额近半壁江山的消费保持较快增长，抵消了汽车销量下滑等因素给商品消费带来的不利影响，使得终端消费对经济增长的整体贡献率达到 76.2%，较上年增加 17.4 个百分点，表明经济增长结构有所改善。

图 3 PMI 指标显示，2018 年以来全球经济景气周期转入下行

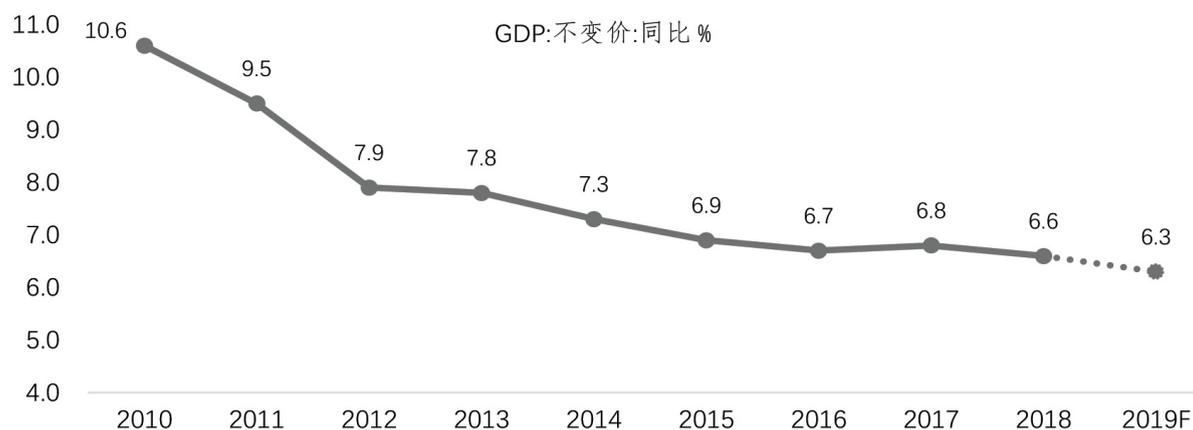


数据来源：WIND，东方金诚

2018 年通胀走势所上扬，但仍处于温和状态。主因上年低基数、“猪周期”上行等因素带动食品价格增速转正，2018 年全年 CPI 累计同比增长 2.1%，增速较上年加快 0.5 个百分点，但仍处于温和水平。PPI 同比增速则在上年高基数及 2018 年去产能力度减弱影响下明显走低，全年累计同比增长 3.5%，增速较上年下滑 2.8 个百分点。可以说，2018 年以来，通胀形势继续处于较为有利态势，为货币政策工具提供了较大的操作空间。

受中美贸易摩擦影响，2019 年我国宏观经济运行环境“稳中有变”，叠加国内劳动力人口规模下降、储蓄率高位走低，以及金融周期下行等因素影响，经济运行将延续景气回落过程，GDP 增速将进一步走低，实际 GDP 增速将降至 6.3%，较 2018 年放缓 0.3 个百分点，但仍处中高速增长区间。支撑 2019 年经济平稳较快增长的因素主要包括：城镇化进程每年新增 1000 万就业，国内消费升级带动服务业需求增长较快，高端制造业还有很大发展空间；前期供给侧结构性改革着力推进“去产能”、“去库存”和“去杠杆”，也为 2019 年实施逆周期调节腾出了一定的政策空间。总体上看，2019 年经济运行的回旋余地仍然较大。

图4 2019年GDP增速将延续小幅下滑，但无失速之虞



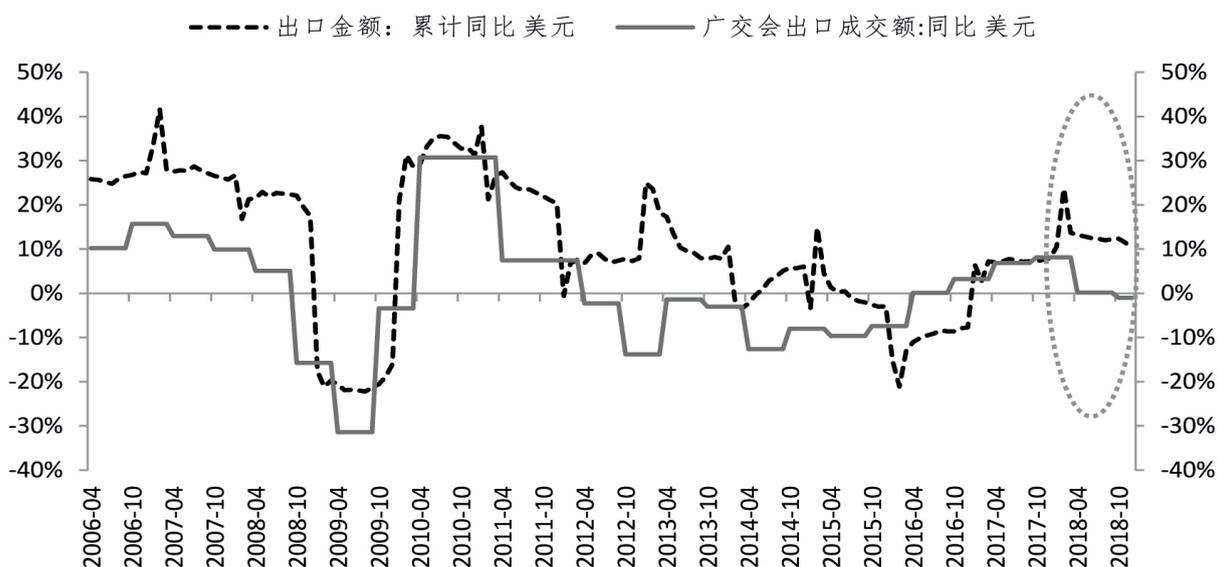
数据来源：WIND；F为东方金诚预测值

由此，尽管外部风险明显加大，但2019年宏观经济运行将呈现“变中有稳”态势，内需拉动、服务业引领的经济增长动能转换将会进一步加速。具体从“三驾马车”来看：

（一）2019年出口形势较为严峻，将是国内经济的一个主要负向拉动因素

短期来看，2019年全球经济增长动能趋弱的势头还将延续，其中美、欧、日等主要发达经济体经济增速均将有不同程度下滑，新兴市场波动性上升，增长势头放缓。这主要受贸易战阴云笼罩、全球供应链被迫调整，以及发达经济体收紧货币政策等因素影响。为此，年初IMF已将2019年全球经济增长预期下调0.2个百分点至3.5%，为三年来最低，并强调全球经济增长的均衡性在下降，下行风险在增加，这意味着该机构仍有可能继续下调其对2019年全球经济增速的预测。此外，当前中美贸易摩擦关税措施已覆盖2500亿美元出口商品范围，其对我国对美出口（美国市场占我国出口份额的约20%）的滞后性影响将逐步显露¹。这已在2018年秋季广交会订单中有所体现：本届广交会对美出口订单金额同比下降30.3%，拖累总成交额下降约1.0%。

图5 具有领先指标意义的2018年秋季广交会数据显示，2019年出口增速会明显下滑



数据来源：WIND，东方金诚

¹ 基于关税传导率和出口价格弹性等相关参数假设，估计目前美国关税措施可能会使中国出口增速下降2.1个百分点；如果2019年2000亿美元关税提升到25%，对中国出口可能产生4个百分点左右的影响。

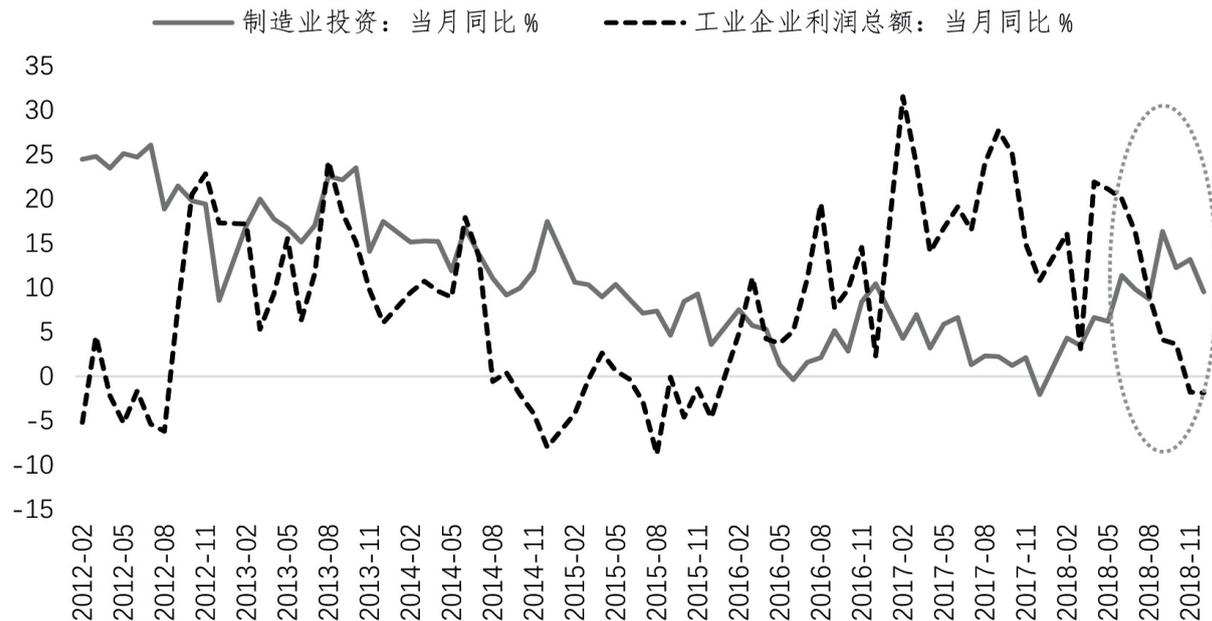
由此，即便在中美贸易摩擦不再显著升级的假设下，2019 年我国出口增速也会较 2018 年明显回落，或将降至 0-5% 的低增长区间，这也将验证 2018 年下半年以来制造业 PMI 指数中新出口订单分项指数持续处于收缩区间。考虑到国内正在着力实施扩大进口政策，2019 年净出口对经济增长的负向拉动可能达到约 1 个百分点。从中长期来看，当前中国出口占全球份额达 13% 左右，未来增长空间已极其有限；加之国内劳动力成本较快上升，未来中国消费品和投资品出口将大体保持与全球贸易增速相当的水平，中国经济正在告别出口拉动时代。

（二）2019 年三大类固定资产投资增速将“两降一升”，基建补短板有望发挥“托底”作用

在三大类固定资产投资中，2019 年制造业投资增速将转入回落，房地产投资增速趋于下行，基建投资增速有望迎来“V”型反转。具体来看：

1、受企业利润增速回落等因素影响，2019 年制造业固定资产投资增速将放缓 3 个百分点。2018 年，在 PPI 处于高位带动企业利润较快增长，去产能放缓对上游行业投资抑制作用减弱，以及高新制造业投资快速增长、新动能支撑作用增强背景下，制造业投资整体加速，全年累计同比增长 9.5%，增速比上年显著加快 4.7 个百分点。值得注意的是，2018 年下半年以来，伴随 PPI 趋势性下行，企业利润增速正在较快下滑，年末已处于同比负增状态。预计 2019 年去产能力度进一步减缓，PPI 增速将较 2018 年进一步回落，企业利润将呈现低增甚至进入负增状态。图 6 表明，企业利润增速通常领先制造业投资增速半年左右。由此，利润增速下滑将对 2019 年制造业投资增长产生抑制作用。此外，考虑到“中国制造”在出口中占比较大，中美贸易摩擦的不确定性也将给制造业投资信心带来一定影响。

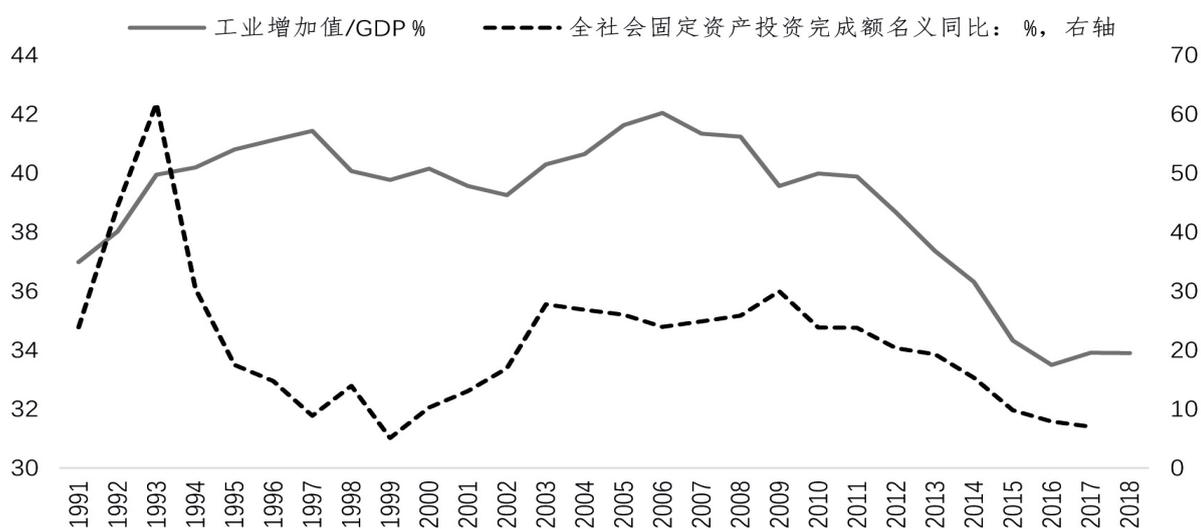
图 6 企业利润增速在 2018 年底明显下滑，预计 2019 年制造业投资将重返低增长



数据来源：WIND，东方金诚

2019 年制造业投资的支撑因素主要是：去产能放缓对钢铁等行业投资的抑制作用将进一步减弱，专用设备制造等新动能行业投资将继续保持两位数高增。民企是制造业投资的主体，近几年占比 80% 左右，2018 年下半年民企扶持政策力度持续加码，将对民间制造业投资起到一定的提振作用。综合以上，预计 2019 年制造业投资增速将为 6.0%，较 2018 年增速下滑 3 个百分点左右。最后需要指出的是，我国当前已处于工业化中后期，第二产业在国民经济中的占比进入高位回落过程，这决定了未来制造业投资增速将总体处于低增状态，类似 2018 年的短期反弹不具备可持续性。

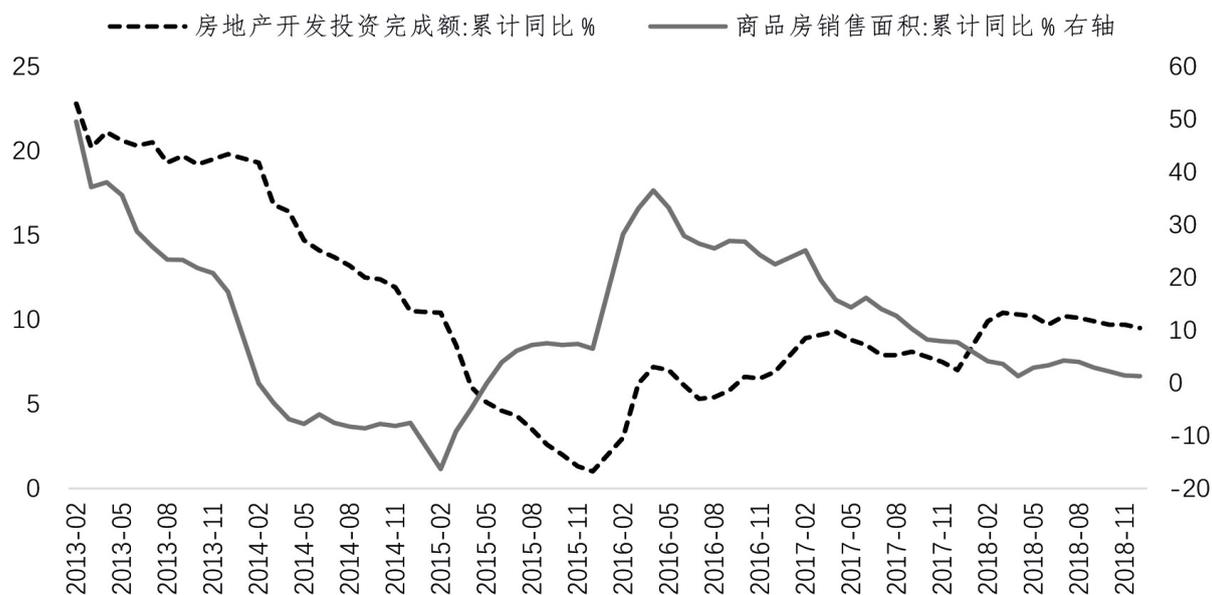
图7 我国已进入工业化中后期，投资增速在中长期将持续下行



数据来源：WIND

2、预计2019年房地产市场将进入收缩周期，房地产投资增速也将降至3.0%左右。在货币供应量持续低位增长、房地产调控压力不减作用下，2018年三季度房地产市场明显降温，“金九银十”不再，月度商品房销售面积自9月起连续3个月负增长，销售额增速也快速下降至6.0%左右的年内低位。可以看到，2018年商品房销售面积较此前周期峰值的2013年高出32%左右，新开工面积也创历史新高，综合判断政策调控力度和经济金融环境变化态势，这或标志着此轮自2015年开启的房地产市场扩张周期将在2019年进入同比收缩阶段，销售额将同比下跌6%-8%，销售面积将同比下降约2%，二手房价格温和下行，这一趋势可能持续1-2年。此外，除房地产市场情绪降温外，2019年棚改规模也将从580万套降至460万套左右，将直接下拉房地产投资2个百分点。

图8 房地产市场转冷，2019年房地产投资增速料将下行



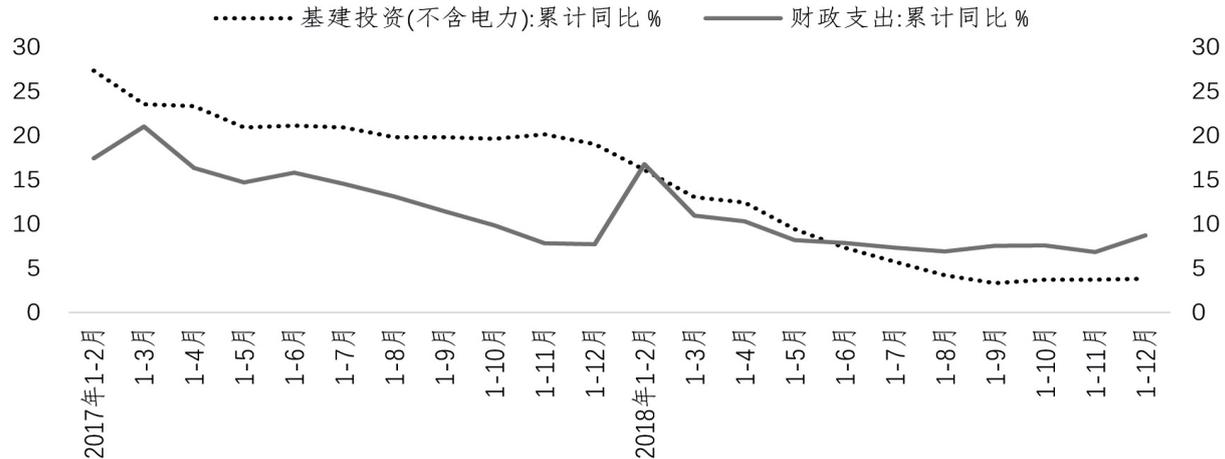
数据来源：WIND，东方金诚

由此，在房地产政策不发生大幅放宽的假设下，2019年全年房地产投资增速将降至3.0%左右，增速仅相当于2018年的1/3，进入历史偏低水平。数据显示，历史上房地产年度投资最低增速接近于零，但从未出现过负增长。

2019 年信用风险展望系列报告

3、基建投资在 2019 年有望再次发挥“托底”作用，增速将从 2018 年的 3.8% 大幅反弹至 15.0% 左右。2018 年受财政严控地方政府隐性负债、金融严监管、财政赤字率下调及 PPP 项目清理整顿等因素影响，基建投资增速剧烈下滑，三季度甚至连续出现月度同比负增长。7 月 31 日，中央政治局会议定调宏观经济运行环境稳中有变，首提包括“稳投资”在内的“六个稳”，明确要求加大基础设施领域补短板力度。10 月伴随财政支出增速反弹，地方专项债支出铺开，月度基建投资增速已恢复正增长。

图 9 基建投资与财政支出增长基本保持同步

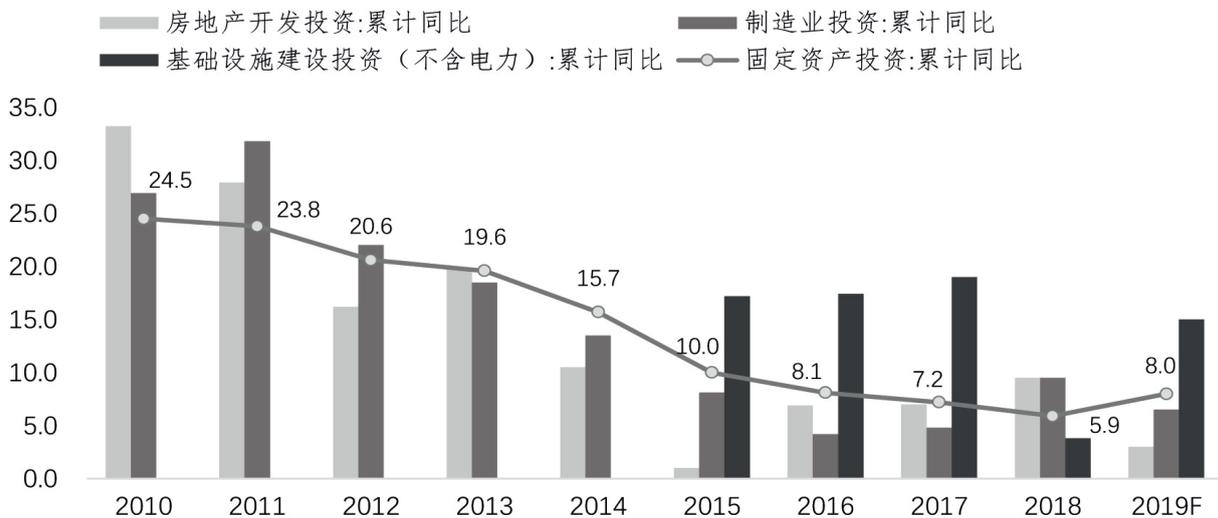


数据来源：WIND，东方金诚

2019 年经济下行压力加大，监管层已明确提出要高度重视逆周期调节。据此可以预期，2019 年财政赤字率将回升至 GDP 的 3.0%（2018 年赤字率从 3.0% 调低至 2.6%，本身就有预留政策空间的考虑），新增地方专项债规模有可能再提高 8000 亿元至 2.15 万亿元，地方政府融资平台融资限制也将有所放松，这些因素均将对基建投资形成支撑。此外，2019 年对包括 PPP 在内的地方政府隐性负债的严格管控有望小幅放宽，决策层释放更明确的稳增长信号，都将促使地方政府和银行做出反应。

我们判断，政策放松力度可能从 2019 年初开始明显加大，二季度开始政策效果将会在基建数据上有明显体现。最后需要指出的是，本轮基建反弹将主要发挥“托底”作用，而非扮演“强刺激”角色，而且严控地方债风险的政策方向不会完全转向。因此，尽管 2019 年基建投资还有根据经济压力相机调节的可能，但基建投资增速再现 2008 年及 2013 年 30% 高增长的可能性极小。

图 10 在基建补短板提速带动下，2019 年固定资产投资增速有望出现近 10 年来的首次反弹

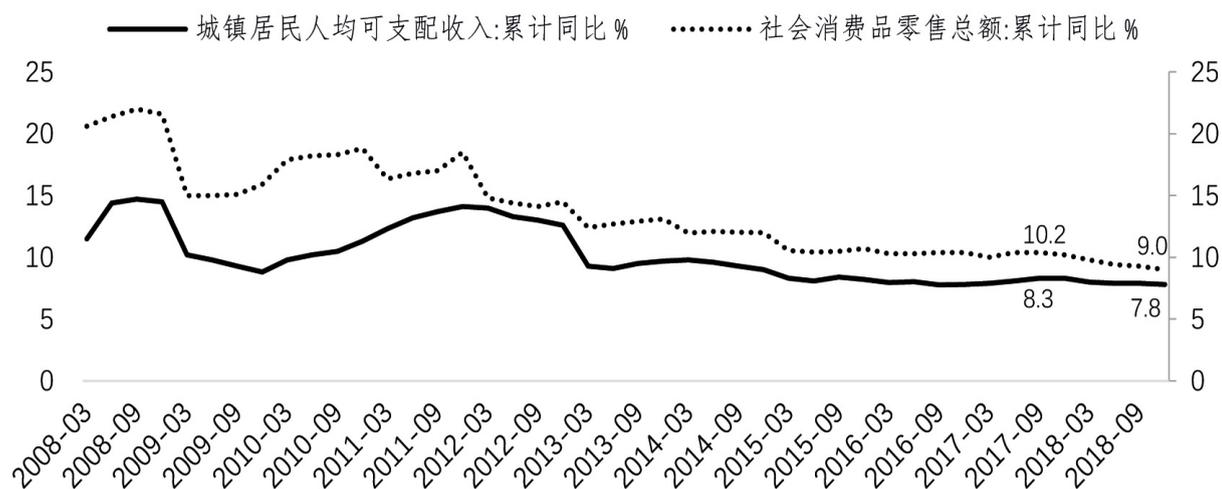


数据来源：WIND；F 为东方金诚预测值

（三）2019 年商品消费增速将回稳至 9.0% 左右，服务消费将继续保持较快增长。

近年来，伴随居民收入增速稳中趋降，家庭购房负债上升对消费形成挤压，以及商品消费转向服务消费，社会消费品零售总额（以下简称“社零”）增速呈持续放缓态势。2018 年全年，社零累计同比增长 9.0%，增速较上年下滑 1.2 个百分点。

图 11 居民收入与商品消费增速同步下行



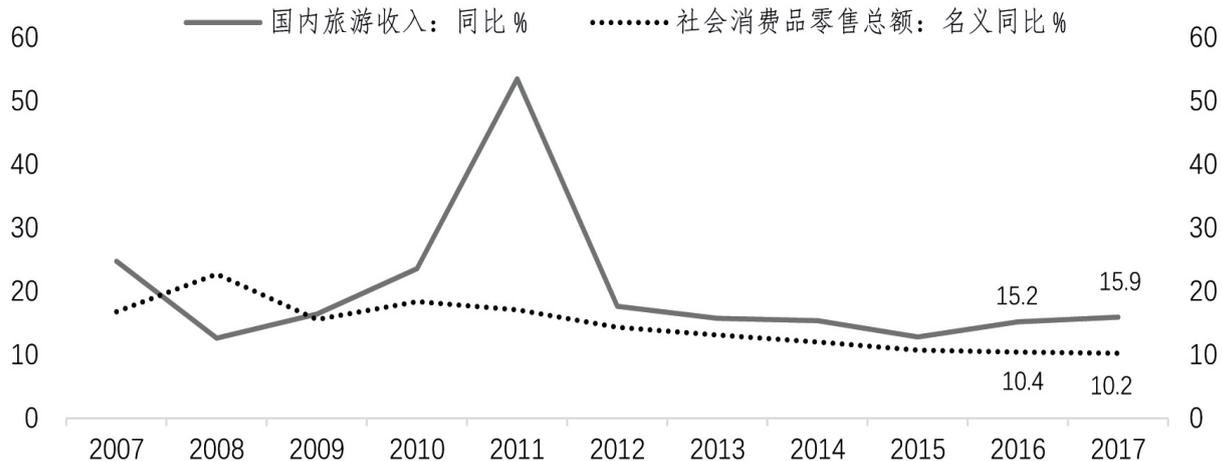
数据来源：WIND，，东方金诚

2018 年商品消费增速下行还受到汽车销售同比负增的显著影响。下半年以来，受购车优惠政策退出、中美贸易摩擦冲击市场情绪、“国六”排放标准实施在即引起消费者观望等因素影响，占限额以上商品销售近三成的汽车销售增速大幅下滑至负增长，对同期商品销售形成严重拖累。

2019 年个税减税效应显现，商品消费增速有望止跌回稳，继续保持在 9.0% 左右。2019 年商品消费的下拉因素主要包括汽车消费将继续负增长，特别是在上半年将较为明显；房地产市场收缩也将给建筑装潢、家具、家电等产业链消费带来负面影响；商品房销售虽已降温，但居民加杠杆难阻，2018 年居民短贷增长迅速，高杠杆对消费的挤压还将持续；同时，中美贸易战带来的不确定性也可能对消费者信心造成一定冲击。不过，2019 年减税因素增加居民可支配收入，有望遏制商品消费增速的下滑势头。综合考虑到新个税中起点上调、税率下调及专项扣除等因素，2019 年个税减税规模大约在 4000 亿左右。2018 年社零总额约为 40 万亿，在边际消费倾向 0.7 不变的情况下，仅减税一项就有望拉升 2019 年社零增速 0.7 个百分点。这样来看，2019 年商品消费在拉动经济增长中的“压舱石”地位不会弱化。

2019 年消费向服务转型仍将继续，服务消费有望继续保持两位数的较快增长。近年来，伴随城乡居民恩格尔系数降至 30% 的分界线以下（2017 年为 29.3%），居民消费结构正在从商品转向服务。当前服务消费已占整个终端消费的近 40%，旅游、教育、医疗和文娱等活动支出保持较快增长势头。这也是 2018 年以来，尽管商品消费增速下降，但终端消费在整个国民经济增长中的贡献率不降反升的主要原因。2019 年消费向服务转型的势头仍会延续，服务业开放力度加大将提升服务质量，旅游、医疗等服务消费将继续保持两位数增长。

图 12 旅游等服务消费增速明显超过商品消费，2019 年消费转型还将持续



数据来源：WIND，东方金诚

从中长期视角观察，2000 年之前我国实施商品经济领域的市场化改革，商品需求爆发，带动工业年均增速达到 18%；2000 年之后，房改带动了居住需求的快速增长，房地产行业进入黄金期。当前及未来一段时期，我国将进入服务消费快速增长的阶段（2017 年以来，服务业生产指数增速始终高于工业增加值及 GDP 增速 1 个百分点以上）。目前我国在养老、医疗、教育及旅游服务等领域已有巨大的现实需求，但也存在着严重的供给短板，增长潜力远未释放，未来发展空间巨大。若相关改革措施到位，满足服务需求将为我国提供新一轮经济增长动能，实现“中国制造”向“中国服务”的升级转换。

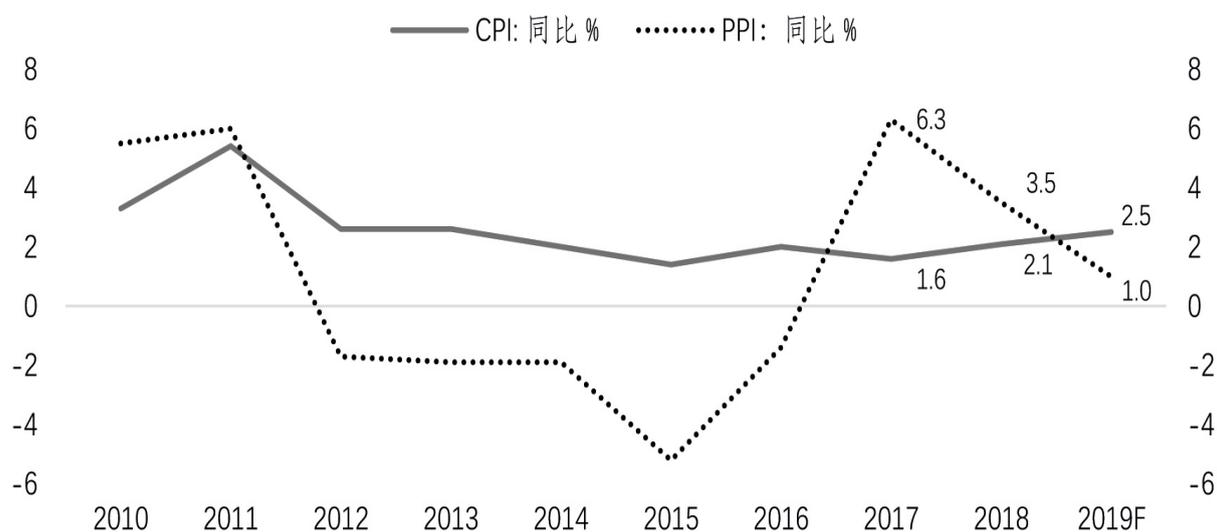
（四）2019 年物价波动中枢将略有上移，通胀预期仍将保持稳定

物价方面，2019 年 CPI 全年增速将小幅升至 2.5% 左右，不排除个别月份突破 3.0% 的可能，但整体仍处于温和状态，不会对货币政策形成明显掣肘。2019 年影响物价的两个核心因素仍然是“CPI 看猪，PPI 看油”。在猪周期回升背景下，猪瘟疫情演变态势是 2019 年影响猪肉价格、乃至整个 CPI 的主要不确定因素。据农业部判断，未来疫情仍会呈现点状散发态势，出现区域爆发流行的可能性不大。在疫情可控假设下，综合考虑贸易战对大豆等进口食品原料价格的影响，2019 年食品价格将上涨 2.0%，增速较 2018 年加快 0.5 个百分点。在非食品方面，劳动力成本上升将继续带动服务价格上涨 3.0%，其他生活消费品价格受制于 PPI 增速回落等因素，涨幅将在 0.5%-1.0% 之间。

PPI 方面，2019 年国内去产能和环保限产有望进一步减压，国内煤、钢价格上涨空间有限；国际油价在经历 2018 年四季度的快速下跌后将有所回升，但全年涨幅将较 2018 年大幅下降 10 个百分点左右，对 PPI 的推升作用明显减弱。由此，2019 年 PPI 同比增速可能降至 1.0%，较 2018 年放慢约 2.5 个百分点，对 CPI 的传导作用仍将不明显。

整体上看，2019 年物价波动中枢略有上移，通胀预期仍将保持稳定，不会对央行实施逆周期调节、货币政策边际放松构成明显掣肘。

图 13 2019 年 CPI 中枢将有所上行，通胀形势仍处温和状态



数据来源：WIND，F 为东方金诚预测值

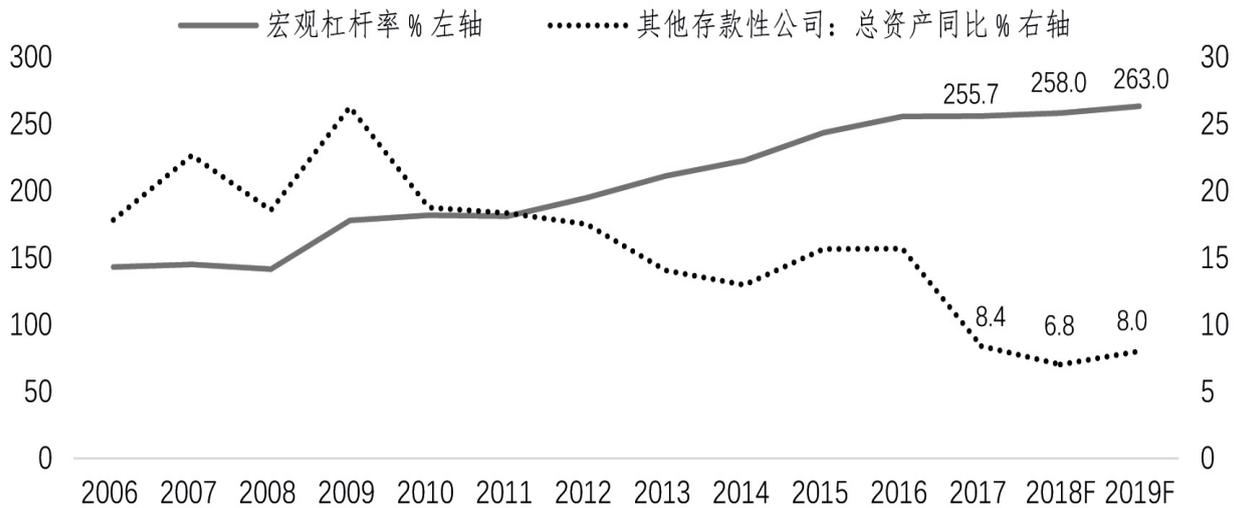
二、2019 年贸易战风险整体可控，稳增长、促改革将是政策主轴，宏观政策定力可能出乎普遍预期，其中货币和财政政策将会更加重视逆周期相机调节，但不会出现“大水漫灌”，各项对内对外开放等结构性改革步伐会加快，人民币汇率将继续运行于合理均衡水平区间

当前中美贸易战已从预期变为现实，但 2019 年贸易战风险整体可控。与年初对该风险的普遍低估相比，2018 年下半年以来各界对 2019 年贸易战的重视已达到很高程度。我们认为，未来中美贸易战烈度或还将经历一段上升期，如 2019 年美国可能将现有 2000 亿美元商品关税税率从 10% 上调至 25%，甚至不排除特朗普政府后续出台对剩余 2560 亿美元输美产品全部加征关税的可能。但考虑到伴随中美贸易规模的大幅下降，美国国内物价、就业形势将遭受严重冲击，金融市场动荡也将加剧，特朗普政府响应中方呼吁、达成妥协的动机就会增强。预计最迟在 2019 年下半年，中美贸易战风险有望得到缓解和控制。

当前中美战略关系整体转冷是不争的事实，但贸易领域仍是双方利益的最大汇合点。面临 2020 年连选连任压力的特朗普政府不大可能在此孤注一掷，两败俱伤的后果只能让美国国内民意反噬，危及其连任前景。由此，2019 年中美贸易战风险可能经历一个冲高回落的过程，整体破坏性依然可控。

国内宏观政策方面，贸易战阴云将带动宏观政策更加重视逆周期调节，这包括中性偏松的货币政策、更加积极的财政政策，以及对民营企业的定向扶持政策等。预计 2019 年货币政策将延续当前边际放松的基调，央行跟进美联储加息的空间基本封闭，并将继续实施 3-4 次“降准”。2019 年市场流动性将持续处于合理充裕状态，货币市场利率有望整体回落至 2015-16 年的较低水平。2019 年监管层将继续推进“三只箭”（债权融资支持工具、股权融资支持工具和信贷支持政策等）政策组合，实施精准滴灌，引导金融体系中较为充裕的流动性流向真正“缺水”的民营企业、小微企业，推动“宽货币”向实体经济“宽信用”传导。为此，央行可能会继续实施“定向降息”等创新性调控政策，引导信贷投放到薄弱环节，信贷增速有望保持在 13%-14% 之间，较 2018 年略有回升。

图 14 宏观杠杆率高企，金融周期仍将在底部运行

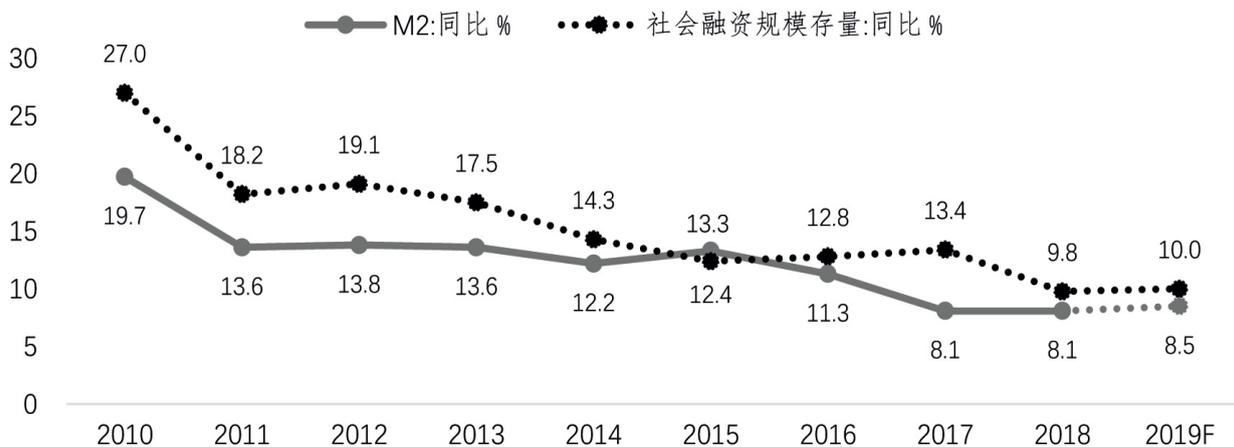


数据来源：WIND，BIS，F 为东方金诚预测值

（一）考虑到当前我国宏观杠杆率依然驻扎在高位，未来两年防范化解系统性金融风险的政策方向不会全面逆转，实施“大水漫灌”式全面降息降准的可能性很低。

这意味着以金融机构资产增速为标志的金融周期或将继续处于底部阶段，对影子银行、表外融资的清理整顿不会中止，M2 和存量社会融资规模增速大幅拐头向上的可能性很小，或将继续分别处于 9% 和 10% 左右的低增速状态，仅略高于名义 GDP 增速。这也意味着 2019 年只要经济增速不滑出底线，为稳增长而重启房地产市场的可能性很小。在信贷利率略有回调的背景下，房贷利率或将不再继续上行，但各类房地产调控政策松动的空间不大。当前市场情绪转冷，成交萎缩、房价小幅下滑的局面料将持续。

图 15 2019 年主要金融数据将小幅反弹



数据来源：WIND，F 为东方金诚预测值，存量社会融资规模采用央行 9 月公布的最新数据口径

（二）在汇率政策方面，2019 年人民币汇率弹性有望进一步扩大，美元上涨势头减弱和汇市逆周期调节措施将保障人民币继续运行于合理均衡水平区间。

回顾 2018 年，人民币汇率经历了一个“先升、后贬、再稳”的过程。当年汇率拐点出现在 4 月。在此之前，美元走弱叠加国内经济保持强势，人民币延续 2017 年初启动的升值势头，汇价最高升至 6.2519。4 月之后，人民

币走贬的主要原因有两个：美元指数转向大幅上行，同时中美经贸关系风云骤起，人民币汇率承压，最多贬值至 6.9870，年内最大振幅达到 11.8%。进入 11 月份，美元指数涨势受阻，12 月初中美经贸谈判恢复，人民币汇率随之在 6.90 一线企稳。

2018 年在美元升值约 4.8% 背景下，人民币（贬值 5.5%）表现其实与欧元（贬值 4.9%）、英镑（贬值 6.2%）等国际储备货币差别不大，走势比较稳定。相对其他发展中国家的货币，如印度、南非、土耳其、巴西等，人民币的稳定性更加突出。需要指出的是，2018 年人民币走低，但市场贬值预期并未显著聚集，跨境资金流动保持稳定。当然，以上态势与 2018 年央行重启逆周期调节，强化跨境资金管理息息相关。

2018 年 12 月中央经济工作会议未提及人民币汇率，这一方面源于四季度以来人民币汇率较为稳定，贬值压力可控，因此汇率问题并不突出。另一方面，在国内经济下行压力有所加大的背景下，我国货币政策更加强调“以我为主”。这意味着未来在“不可能三角”中，国内货币政策发挥逆周期调节作用将处于优先地位，明年汇率弹性或将有所扩大，继续固守某个特定价格的必要性下降。这样也可以更好地发挥宏观经济稳定器作用。可以确定的是，着眼于稳预期、稳金融，明年央行还将继续实施各类逆周期调节措施，遏制外汇市场“羊群效应”，而跨境资金管理作为“最后一道防线”，将会确保人民币汇率波动处于可控范围。

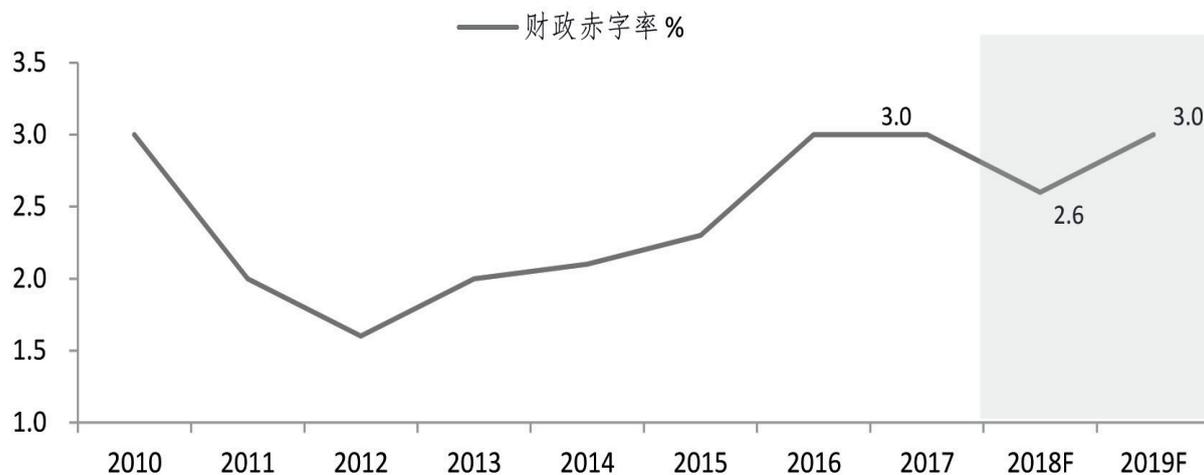
2019 年美国经济增长大概率下滑，美联储加息节奏将显著放缓，美元指数上行动能有所削弱，人民币面临的贬值压力趋于缓和。值得注意的是，2019 年中美经贸关系还将经历反复博弈、曲折演进过程，这一重大风险事件在特定时点还可能引发人民币汇率的剧烈波动。

综合各类影响因素，我们判断 2019 年 3 月本轮中美谈判周期结束之前，美元兑人民币双边汇率将围绕 6.90 一线小幅双向波动。此后，人民币波幅可能明显放大，全年汇价中枢或在 6.85 左右，波动区间将在上下 4000 个基点之间。预计年末人民币一篮子货币汇率指数 CFETS 将小幅行至 90 左右，从而大体符合监管层“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”的目标。

（三）在财政政策方面，财政赤字率目标会调回 3.0%，减税规模有望进一步提升，对基建补短板的支持力度将有所加大。

2019 年积极财政政策有望向减税方向倾斜，扩支则主要为基建补短板提供部分资金支持，财政赤字率将比上年扩大 0.4 个百分点。这意味着供给侧结构性改革中的“降成本、补短板”将成为 2019 年的政策重点，财政将承担起更大的责任。近期财政部表示，正在抓紧研究“更大规模的减税、更加明显的降费”措施。预计 2019 年增值税、企业所得税均有下调空间。2019 年起社保交由税务部门统一征收，社保费率也有可能下调，其中单位缴费比率为 20% 的基本养老保险或将成为未来“降费”的主要目标。

图 16 2019 年积极财政政策力度将有所加大，赤字率将会温和扩张



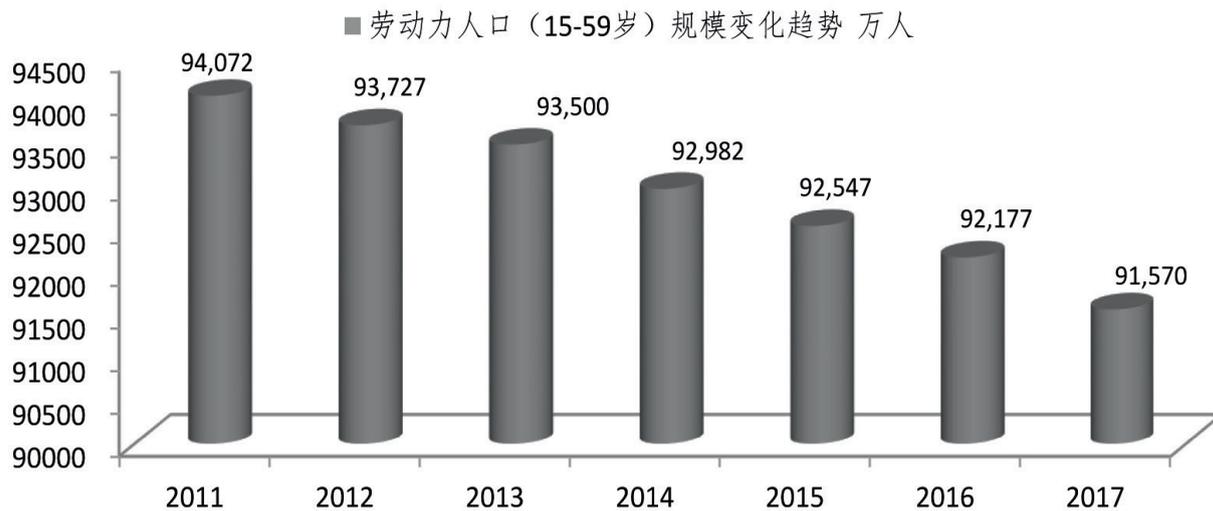
数据来源：WIND，F 为东方金诚预测值

2019 年信用风险展望系列报告

在基建补短板方面，除加大财政资金支出力度外，对地方政府融资平台、PPP 项目的管控有可能适度放宽，引入民间资金进入基建领域将成为防范地方政府隐性负债失控的关键。需要指出的是，2019 年控制地方政府债务风险仍是重要的监管目标，基建项目遍地开花的景象难以出现。

当前社会心理预期处于敏感阶段，明确的政策信号是稳预期的关键。预计 2019 年监管层将更加重视相机抉择，进一步加强宏观政策的预调微调。但在稳增长和防风险的平衡中，政策重心全面倒向前者的可能性很低，政策定力或出乎社会普遍预期。其根源在于，伴随我国劳动力人口每年下降 400 至 500 万，GDP 增速一定幅度的下调已不会再对就业形成巨大压力，而听任宏观杠杆率继续大幅攀升、资产泡沫继续膨胀却有可能危及整体经济安全。这种权衡将会抑制“强刺激”的政策冲动。

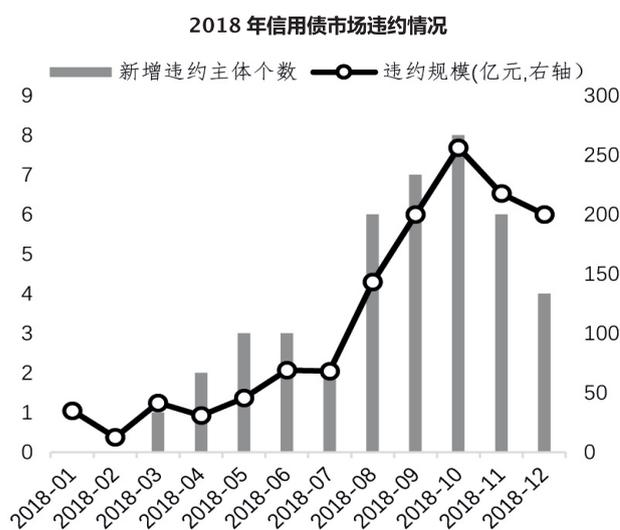
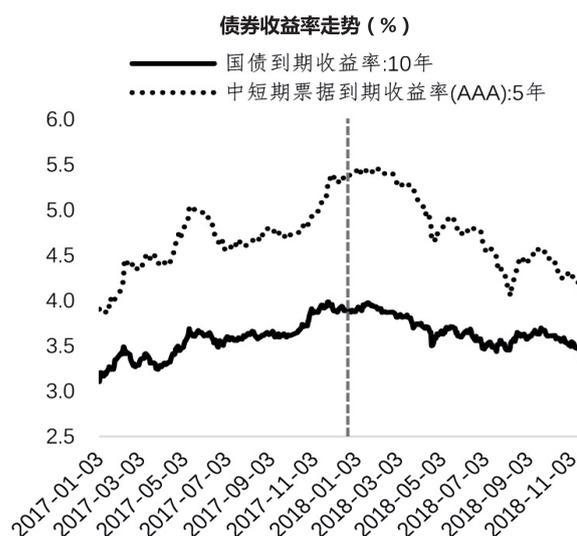
图 17 劳动年龄人口数量呈趋势性下降，就业压力减缓



数据来源：WIND，国家统计局

在结构性政策方面，民营经济将获得更多的政策倾斜，对外开放步伐将会加快，结构性改革有望借势推进。考虑到民营企业在我国对美出口占比中接近 50%，2019 年贸易战对民营企业的冲击可能加剧。由此，稳就业、稳投资、稳信心政策也将进一步向民营企业倾斜。为此，旨在缓解民营企业融资难、融资贵问题的“三只箭”政策组合，有望向消除民营企业隐形壁垒，扩大市场准入方向拓展。其中，民营企业将能更多进入电力、石油、天然气、铁路、航空、通信、军工等重要领域，提振相关领域投资增速。此外，在加强民营经济产权保护和司法保护，为民营经济发展营造安全稳定环境方面也可能出台制度性举措。这些措施不仅能够缓解民营企业当前面临的冲击，更重要的是能够推进深层次结构性改革迈进一步。在对外开放方面，除了继续放宽金融领域外资限制外，制造业和服务业对外开放的步伐也会加快，这包括汽车、船舶制造以及电信、教育、医疗服务和文化领域的开放。事实已反复证明，更加开放能够保障国内经济更好的发展。

2019 年债券市场展望



数据来源：Wind，东方金诚

主要观点：

- 在政策面、资金面、基本面利好共振下，2018 年债市实现“熊转牛”的反转。展望 2019 年，货币政策将继续向宽松方向微调，流动性整体充裕可期，支撑 2018 年“债牛”的基本逻辑有望延续。但 2019 年资金面进一步大幅宽松的难度较大，债市涨势将弱于 2018 年；未来长端利率下行有望引导“牛陡”走向“牛平”，市场波动将会加剧。

- 因金融去杠杆制约信用扩张，2018 年债券违约频发，市场演绎分化行情。2019 年，政策面给城投债和民企债带来明确利好，债市违约风险将有所缓解。但市场风险偏好全面提升仍面临桎梏，民企纾困也非“大水漫灌”，叠加债券到期压力不减，违约将呈现常态化趋势。

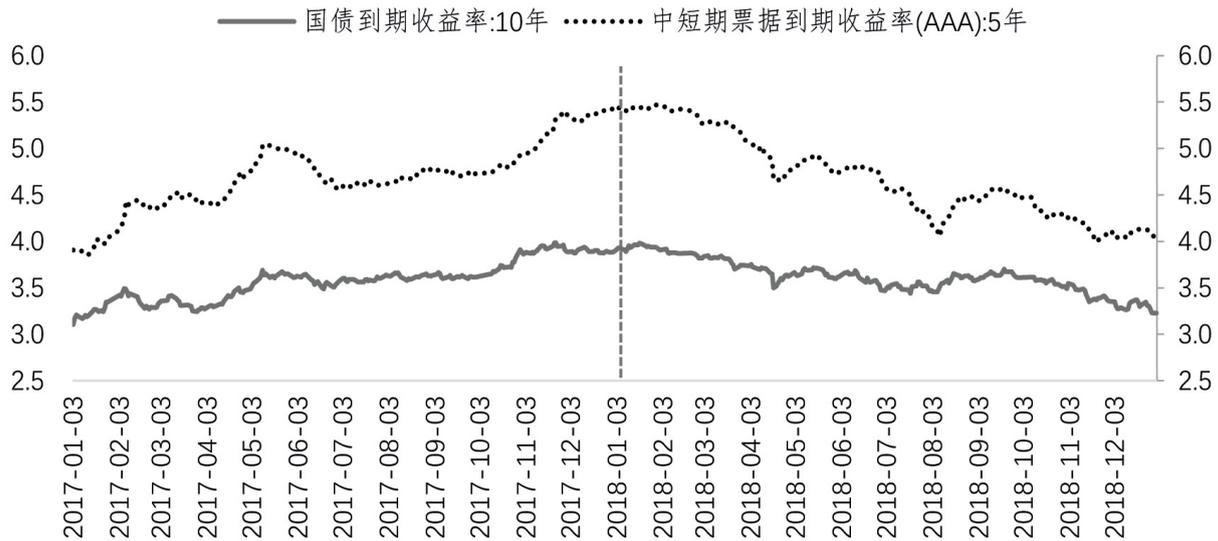
- 随着经济周期走低，行业景气多数下行，2019 年企业自身经营压力加大、内部现金流恶化或将成为更多主体违约的诱因，信用债违约风险特征在政策面和基本面博弈下将有所变化。

一、2018 年债券市场回溯

2018 年债市呈现“结构性牛市”特征。一方面，在多重利好共振下，市场实现“熊转牛”的反转，发行整体回暖，各券种收益率自年初以来震荡下行；另一方面，债市分化加剧，市场偏好“嫌贫爱富”、“弃长就短”，利率债和高等级信用债表现优于中低等级信用债，各券种短端表现优于长端，债市呈现“牛陡”行情。此外，2018 年债市的另一大特征是违约多发，且违约高度集中于弱资质民营企业，与债市的分化加深相互作用。

(一) 政策面、资金面、基本面利好共振是支撑 2018 年“债牛”的基本逻辑。

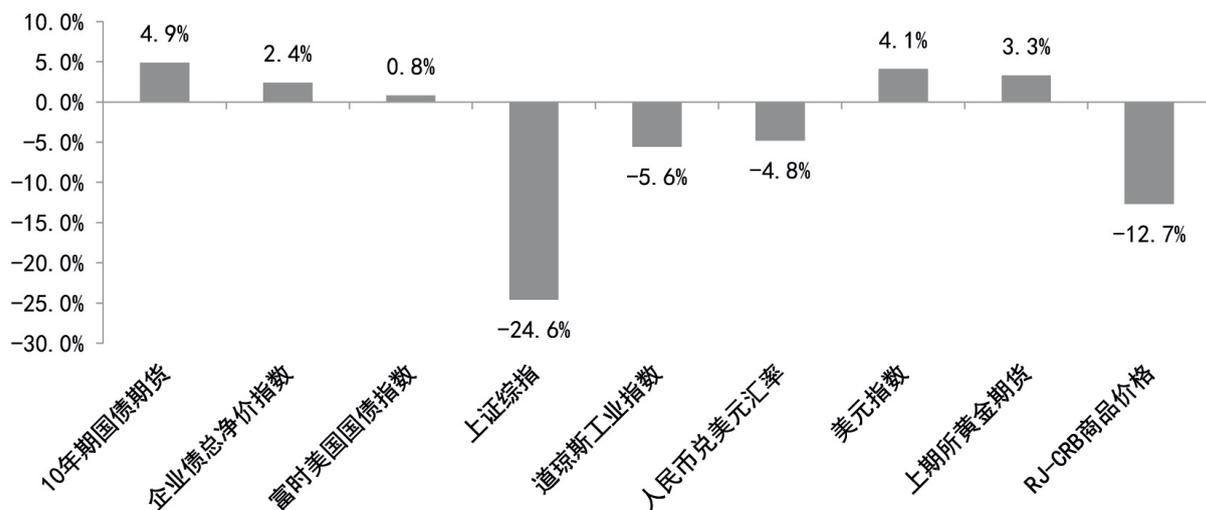
图 1 2018 年债券市场实现“熊转牛”的反转



数据来源：WIND

2018 年利率债市场整体走牛，10 年期国债收益率从年初的 3.91% 降至年末的 3.23%，已低于过去十年平均收益率 3.55%。利率债牛市也为信用债市场上涨打开空间，银行间 5 年期 AAA 级中票收益率从年初的 5.44% 降至年末的 4.06%，已低于过去十年均值 4.58%。而从大类资产收益视角来看，相对于股票和大宗商品，2018 年债券配置价值得到凸显。

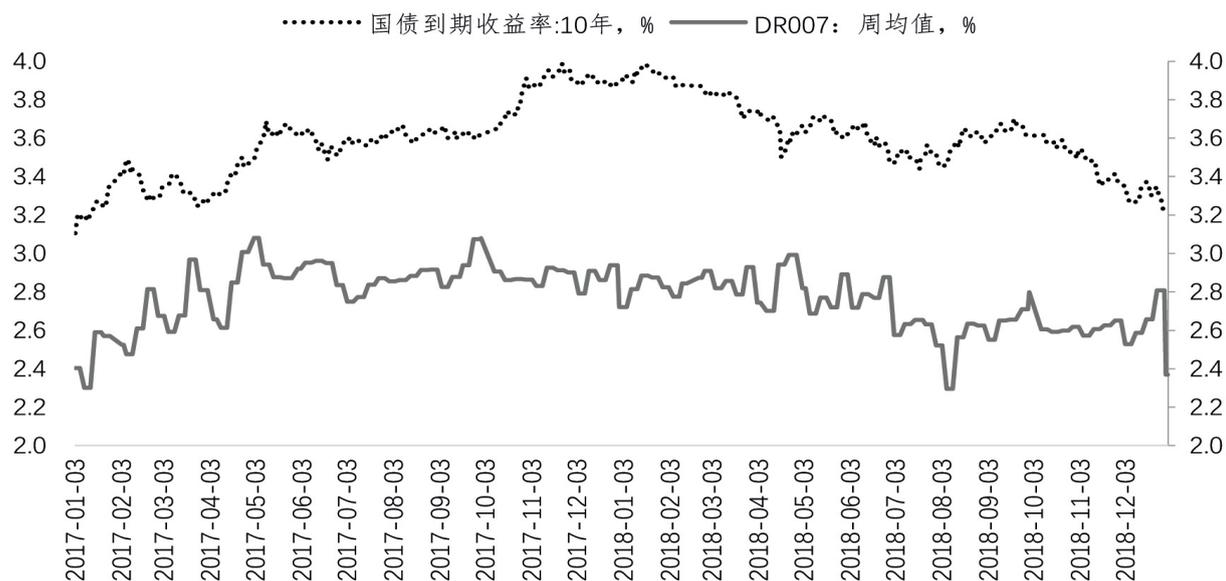
图 2 2018 年大类资产表现横向比较



数据来源：WIND，东方金诚

货币政策的边际放松以及由此带来的资金面宽松和市场情绪调整，是2018年债市走牛的核心驱动因素。进入2018年，在金融周期下行、名义GDP增速见顶回落的背景下，“严监管+去杠杆+紧货币”政策组合中的“紧货币”率先退出，货币政策在坚持稳健中性主基调的同时，开始向偏松方向微调，流动性管理目标从“合理稳定”转为“合理充裕”。年内央行通过四次普惠、定向和置换式降准，向市场释放增量资金约2.3万亿，增加再贷款及再贴现额度约4000亿，MLF净投放约6100亿。这些措施都在不断向市场释放流动性，带动货币市场利率持续下行，进而驱动债市走牛。

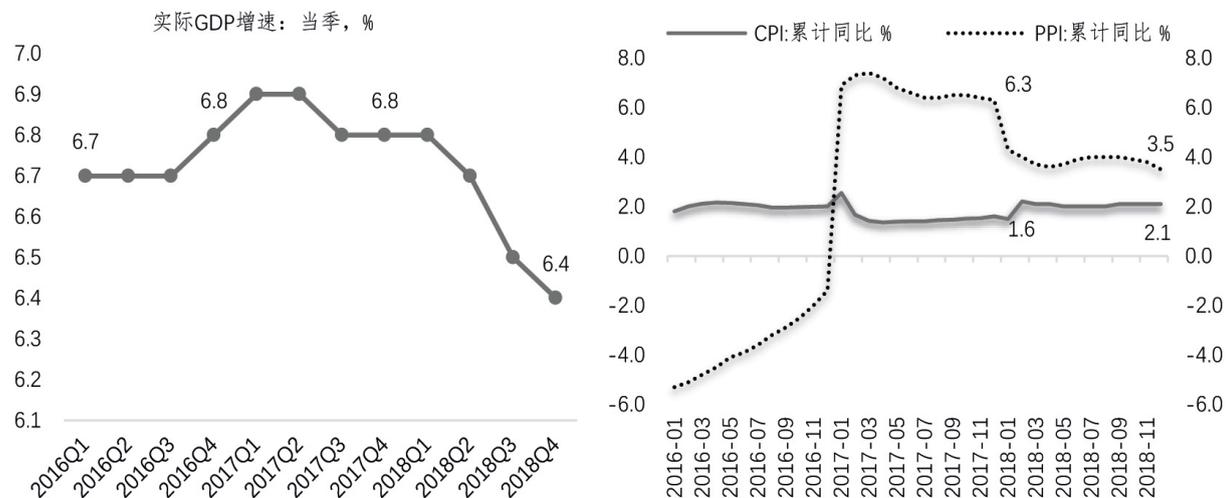
图3 国债收益率与货币市场利率之间的正相关性明显



数据来源：WIND

2018年经济基本面对债市亦构成有力支撑。2018年一季度我国经济景气稳定在较高水平，但货币政策已经开始转向边际宽松，其目的在于对冲金融去杠杆带来的流动性压力。自二季度起，经济下行压力逐季显现，GDP增速开始下滑，四季度GDP同比增速已降至6.4%，持平于2009年一季度，为有数据记录（1992年）以来最低。由此，市场预计政策面将对经济周期和金融周期的共振下行做出回应，货币宽松预期不断强化，对债市产生提振。通胀方面，2018年通胀走势有所上扬，但仍处于温和状态。全年CPI累计同比增长2.1%，增速较上年加快0.5个百分点；PPI累计同比增长3.5%，增速较上年下滑2.8个百分点。可以说，通胀形势继续处于较为有利态势，为货币政策工具提供了较大的操作空间。此外，2018年中美贸易摩擦对市场情绪产生较大影响，带动避险情绪升温，同样成为2018年债市上涨的驱动因素之一。

图4 2018年宏观经济环境利好债市上涨



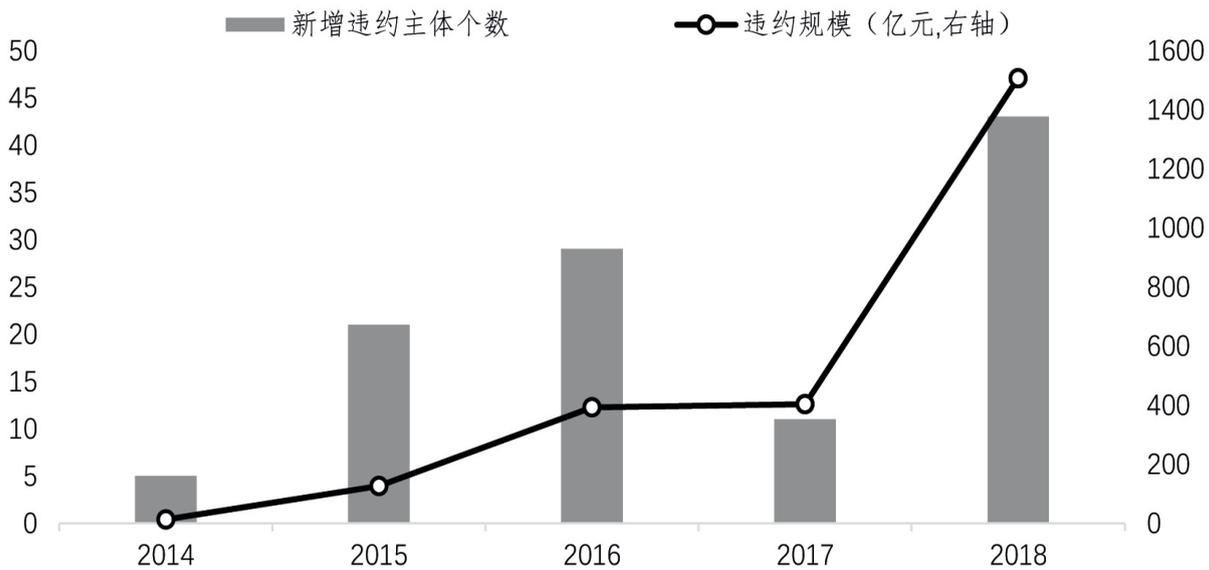
数据来源：WIND

(二) 金融去杠杆制约信用扩张，2018 年债券违约频发，市场演绎分化行情。

2018 年信用债新增违约主体个数和违约规模均创历史新高(见图 5)，成为继 2016 年之后的又一个“违约潮”。但 2018 年违约事件的触发因素与 2016 年明显不同，诱发企业违约的根源从 2016 年的“行业景气度和产能过剩问题”转为“金融严监管、去杠杆引发的企业再融资难度加大”。

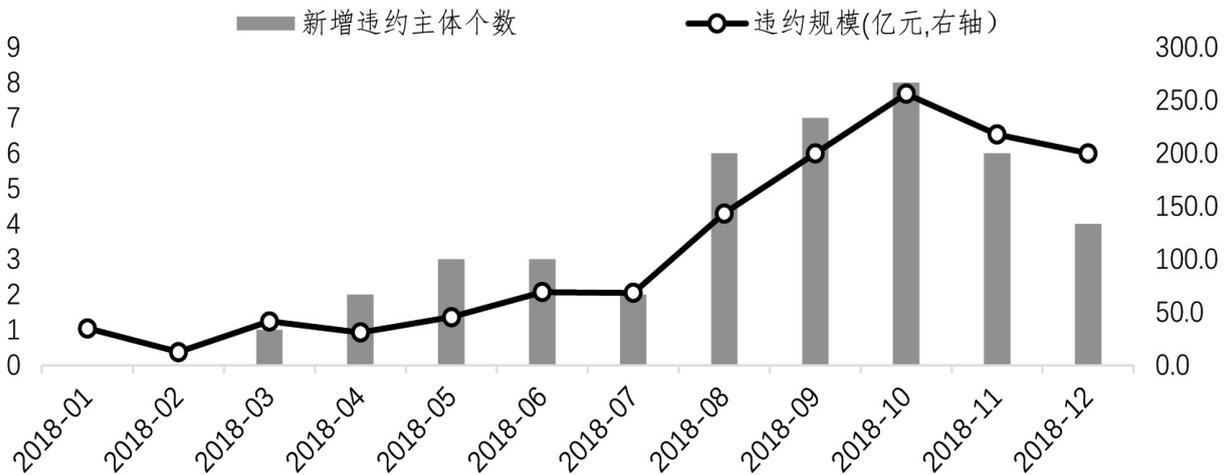
2018 年监管层在健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架过程中，持续推进金融严监管和去杠杆，上半年资管新规、金控新规及银行流动性新规等各类监管措施相继落地。尤其是资管新规出台后，表外融资大幅收缩，而银行表内信贷承接意愿和能力有限，造成信用供给收缩，存量社融和 M2 增速迭创历史新低。4 月以来，信用债违约事件频发(见图 6)，利率债与信用债市场行情出现短暂背离，各类利差走阔，即是信用环境收紧带来的直接影响，“打破刚兑”开始出现在实体经济去杠杆过程中。

图 5 2018 年信用债违约规模创历史新高



数据来源：WIND，东方金诚

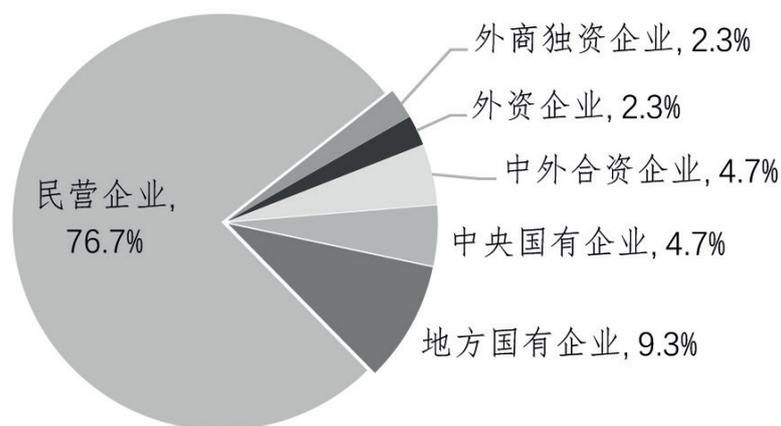
图 6 2018 年债券市场违约风险自 4 月起加速释放



数据来源：WIND，东方金诚

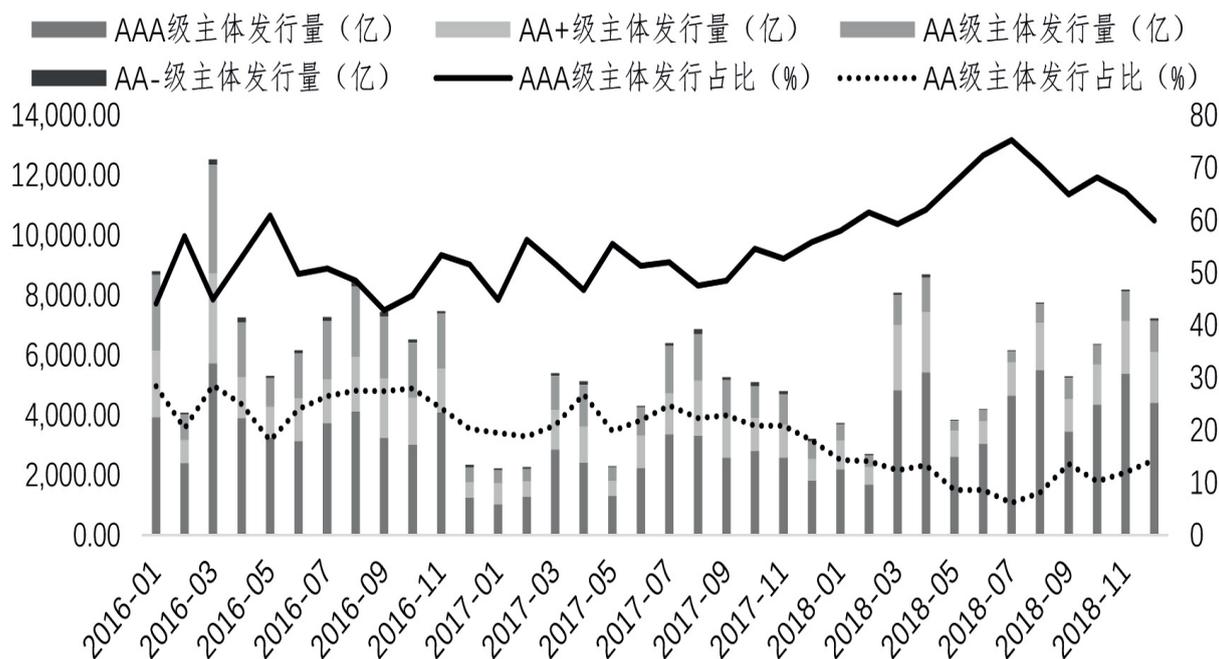
从债券市场的信用传导及演变顺序来看，当信用供给收缩时，距离政府信用最远的民营企业往往首当其冲。2018年的情况亦是如此，违约风险高度集中于低等级民企债——全年新增违约主体中，民企占比76.7%（见图7），发行时评级为AA级及以下的主体占比77%。而违约频发又造成投资者对低等级债券更为谨慎（见图8），商业银行风险偏好的下行同样体现于信贷投放，这进一步加剧了民企再融资难度（见图9），令违约风险持续积累。

图7 2018年信用债新增违约主体主要为民营企业



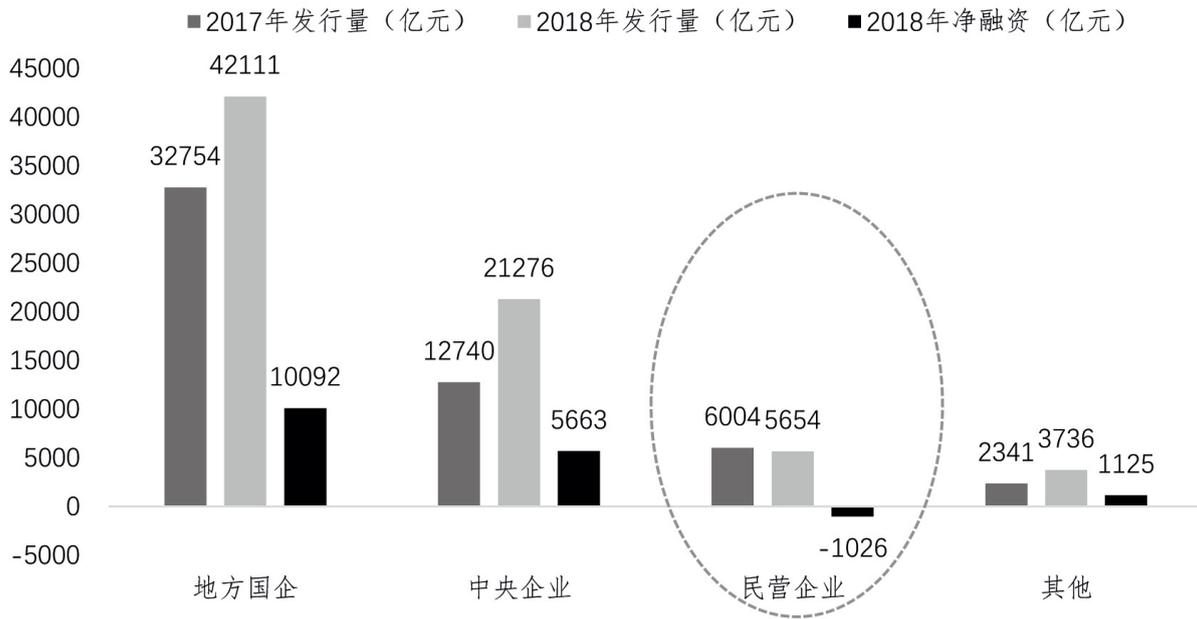
数据来源：WIND，东方金诚

图8 2018年信用债发行回暖集中于高等级，低等级主体发行难度很大



数据来源：WIND，东方金诚

图 9 2018 年民企债券发行量不升反降，净融资为负

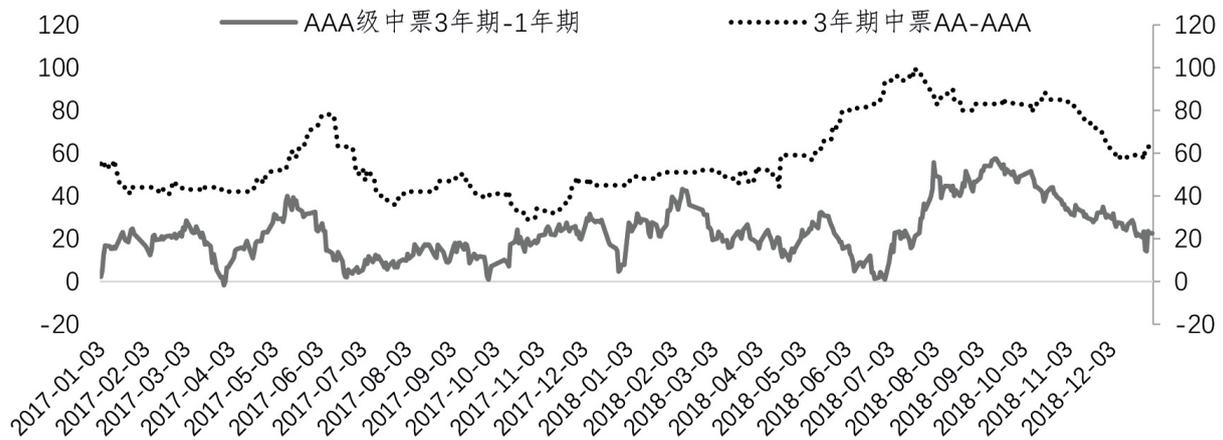


数据来源：WIND，东方金诚

(三) 下半年政策重心向“宽信用”倾斜，债市分化有所缓解，但政策效果依然有限。

为对冲“紧信用”压力和经济下行风险，2018 年下半年以来，货币政策继续向中性偏松方向预测、微调，同时政策重心开始向“宽信用”倾斜。监管层陆续出台多项措施，包括扩大 MLF 抵押品范围、窗口指导银行增配低等级信用债、资管新规配套细则放松过渡期内对非标的监管要求、设立民营企业债券融资支持工具等，意在打通货币政策传导机制，防范信用风险扩散。“宽信用”政策不断加码，强化了市场对政策托底的信心，此前向下的风险偏好得到修复，对信用债市场构成明显利好，等级利差和期限利差呈现压缩行情。

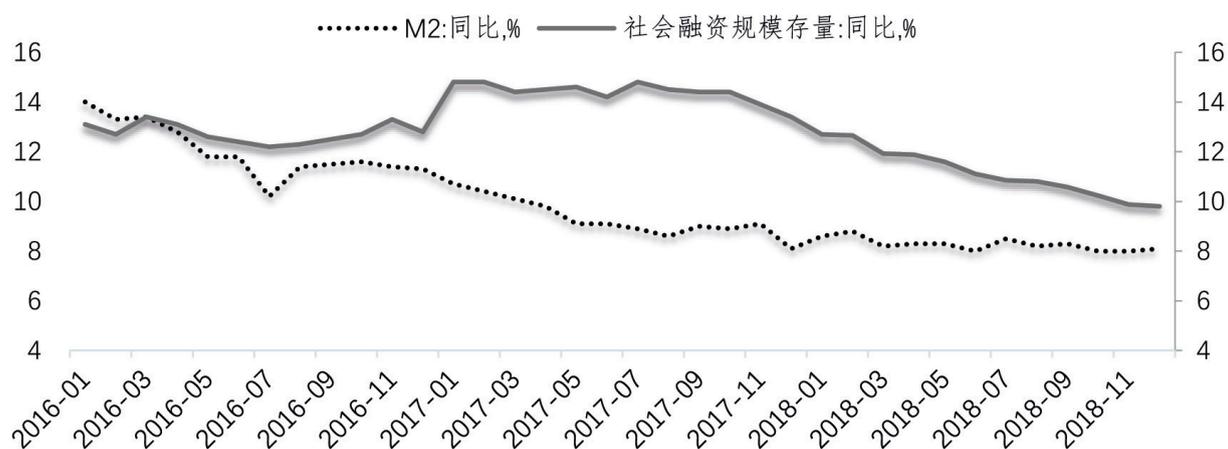
图 10 2018 年下半年“宽信用”政策带动信用债等级利差和期限利差收窄



数据来源：WIND，东方金诚

不过，年内“宽货币”到“宽信用”的传导仍受约束，表现在：一是资金淤积在银行间市场，带来狭义流动性的异常宽松，DR007 一度跌破 7 天期逆回购利率，并出现少见的 R007 和 DR007 利差倒挂；二是金融数据不振，M2 和存量社融增速迭创历史新低；三是“宽信用”政策主要利好城投平台和龙头民企，弱资质民企受益依然有限，市场风险偏好仍处较低水平；四是信用基本面仍未得到实质性改善，信用债违约风险持续暴露。

图 11 “宽货币”向“宽信用”传导不畅，M2 和存量社融增速持续走低



数据来源：WIND，东方金诚

二、2019 年债券市场展望——利率债篇

展望 2019 年，经济增长下行压力进一步加大，监管层已明确提出要高度重视逆周期调节，货币政策将继续向宽松方向调整，流动性整体充裕可期。支撑 2018 年“债牛”的基本逻辑有望延续，但受兼顾内外部平衡等因素制约，2019 年资金面进一步大幅宽松的难度较大，财政发力推升地方债供给压力，中美利差寻底，债市涨势或将弱于 2018 年。在长端利率趋于走低引导下，2019 年利率债收益率下行可能以压缩期限利差的方式进行，债市行情将从“牛陡”走向“牛平”。同时，尽管基本面和政策面大趋势不太可能发生逆转，但因当前预期已被透支，预期差将会引发债市调整，加剧债市波动。

（一）基本面走弱将是 2019 年“债牛”行情延续的基础。

展望 2019 年，经济增长面临的外部压力将进一步加大，经济增速大概率延续下滑趋势，预计全年 GDP 增速将降至 6.3%，基本面对债市依然有利。

图 12 2019 年 GDP 增速将延续小幅下滑，但无失速之虞

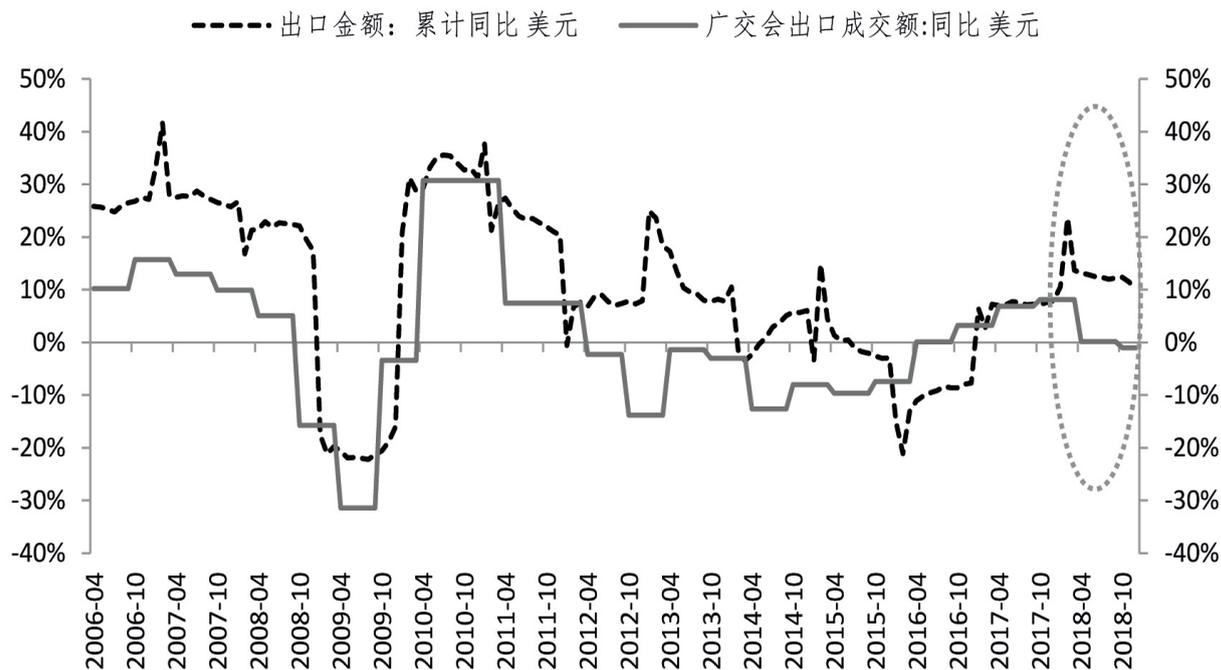


数据来源：WIND；F 为东方金诚预测值

2019 年信用风险展望系列报告

2019 年中国经济增长的增量压力主要来自于外部。2018 年起，全球经济景气下行，主要经济体制制造业 PMI 虽保持在扩张区间，但整体走低，显示经济增长动能边际放缓，仅美国经济在“减税”政策刺激下表现强劲。考虑到贸易战乌云笼罩、全球供应链被迫调整，发达经济体收紧货币政策，以及积极财政政策对美国经济的短期刺激减退，2019 年全球经济增长的下行风险已经上升。同时，中美贸易摩擦的滞后性影响将在 2019 年显露，这已在 2018 年秋季广交会上有所体现。我们预计，即便在中美贸易摩擦不再显著升级的假设下，2019 年我国出口增速也会较 2018 年明显回落，或将降至 0%-5% 的低增长区间。由此，2019 年外需对经济增长的拉动将进一步减弱，净出口对 GDP 增速的拖累可能会达到约 1 个百分点。

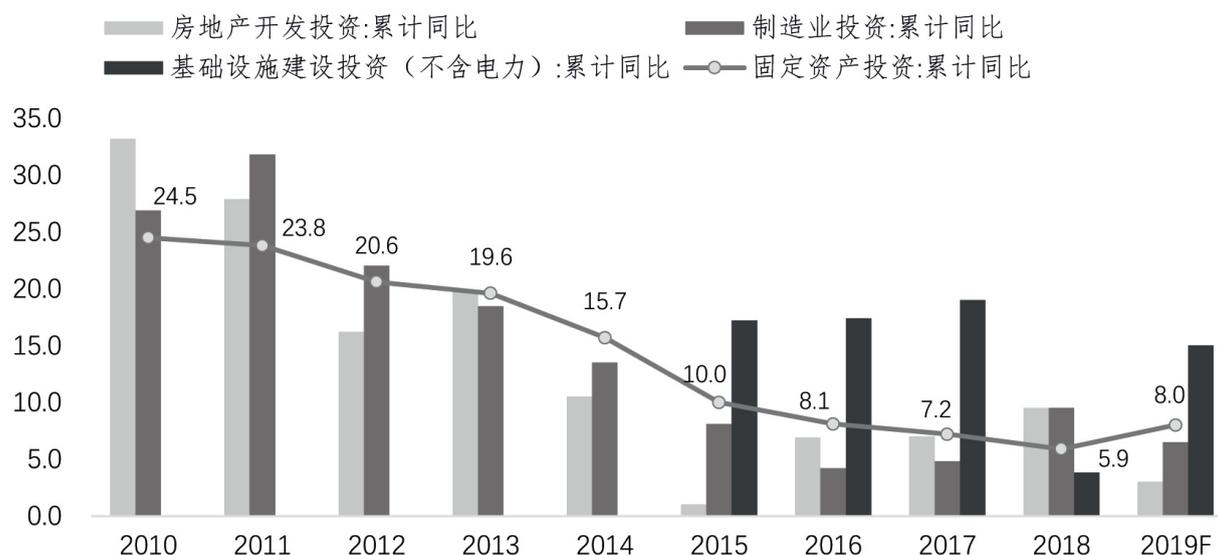
图 13 具有领先指标意义的 2018 年秋季广交会数据显示，2019 年出口增速会明显下滑



数据来源：WIND，东方金诚

在外部压力加大的背景下，当前社会心理预期处于敏感阶段，明确的政策信号是稳预期的关键。预计 2019 年监管层将更加重视相机抉择，进一步加强宏观政策预调微调。但在稳增长和防风险的平衡中，政策重心全面倒向前者的可能性很低，政策定力或出乎社会普遍预期。基于此，我们判断，2019 年基建投资增速将出现较为明显的回升，并带动固定资产投资增速反弹。相关政策放松力度可能从 2019 年初开始明显加大，二季度开始政策效果将会在基建数据上有所体现。但因本轮基建反弹将主要发挥托底作用，且严控地方政府债务风险的政策方向不会完全转向，基建投资再现 2008 年和 2013 年 30% 高速增长的可能性极小。此外，在政策调整不搞强刺激的情况下，只要经济增速不滑出底线，为稳增长而重启房地产市场的可能性很小。我们预计，2019 年房地产调控政策可能会出现结构性放宽或局部放宽，但应不会全面放松，房地产投资增速料有明显滑坡，并拖累固定资产投资反弹力度。

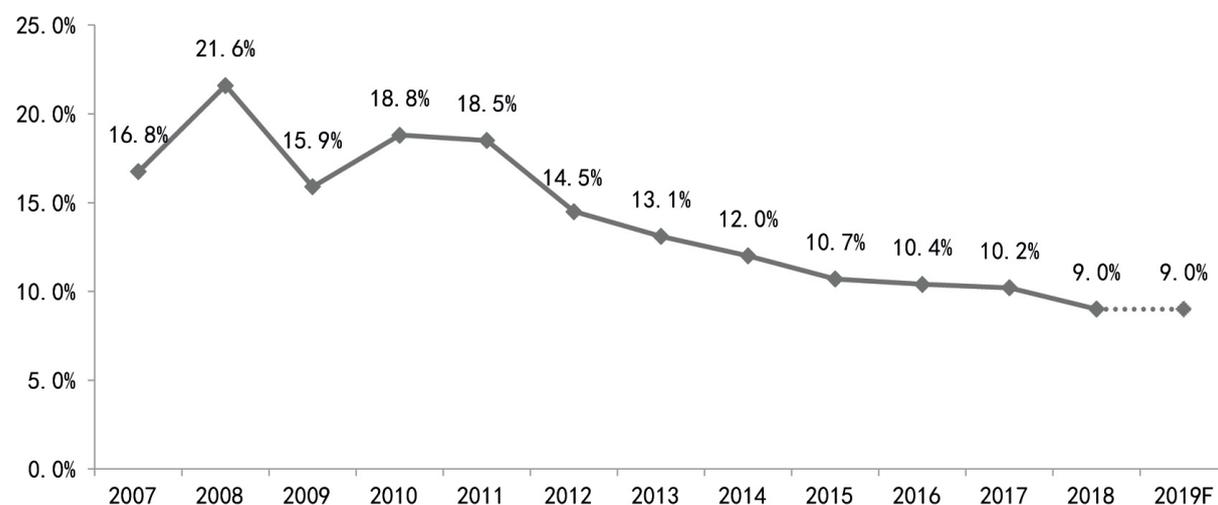
图 14 在基建补短板提速带动下，2019 年固定资产投资增速有望出现近 10 年来的首次反弹



数据来源：WIND；F 为东方金诚预测值

消费方面，2018 年国内商品消费增长放缓，社零增速屡创新低，以汽车为代表的可选消费品销售增速下滑是重要原因。展望 2019 年，个人所得税下调有助于激发消费活力，但因居民收入增速放缓、家庭杠杆率高企、居民消费观念趋向理性、消费结构由商品转向服务而国内优质服务存在供给缺口，以及经济下行预期对消费者信心造成一定冲击，消费增速显著加快的可能性不大，预计社零增速将企稳在 9.0% 左右。

图 15 2019 年社会消费品零售总额同比增速有望止跌企稳在 9.0% 左右



数据来源：WIND；F 为东方金诚预测值

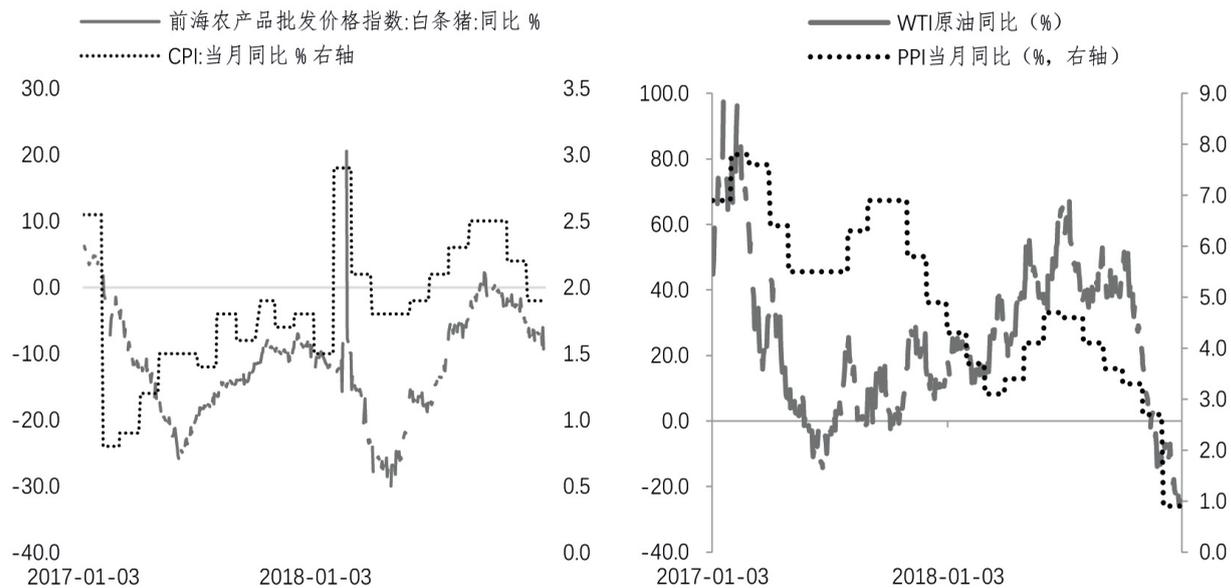
（二）通胀压力可控，预期差或将延缓“债牛”行情

由于通胀压力会制约货币政策操作空间，其对债市情绪和利率走势也会产生较大影响。从 2018 年的情况来看，尽管三季度通胀预期升温令债市有所回调，但全年通胀水平保持温和，对债市影响中性偏利好。展望 2019 年，目前市场普遍预计物价将呈现“CPI 上行、PPI 下行”的特征，整体通胀压力较为有限，这实际上与 2018 年的通胀走势一致。其背后的关键逻辑是在总需求走弱预期下，实际经济增速将进一步放缓，产出缺口不支持通胀明显升温。我们预计，2019 年 CPI 全年增速将小幅升至 2.5% 左右，不排除个别月份突破 3.0% 的可能，但整体仍处于温和状态；

同时，因国内去产能和环保限产有望进一步减压，国际油价涨幅将明显收窄，PPI 增速可能降至 2.0%。

2019 年影响物价的两个核心因素仍然是“CPI 看猪，PPI 看油”。猪瘟疫情演变态势是 2019 年影响猪肉价格、乃至整个 CPI 的主要不确定因素。就目前来看，其对猪肉价格产生下拉作用，体现在两个方面：一是生猪“限调令”导致北方猪肉供给过剩；二是对疫情的担忧、成本上涨以及需求旺季来临，令养殖户争抢出栏。但如果疫情得不到有效缓解，跨省调运持续受限，将会抑制养殖户补栏需求，影响未来供给，推升猪肉价格。由于目前主产区生猪存量较为充足，还可消化一段时间，预计 2019 年夏季或下半年可能会出现猪肉价格的大幅上涨。油价方面，综合考虑限产政策及原油需求预期，预计国际油价在经历 2018 年四季度的快速下跌后将有所回升，但全年涨幅将较 2018 年大幅下降 10 个百分点左右，对 PPI 的推升作用明显减弱。不过，由于美国原油供给难以预测，油价走势不确定性依然存在。

图 16 猪肉和原油价格是影响通胀走势的关键变量



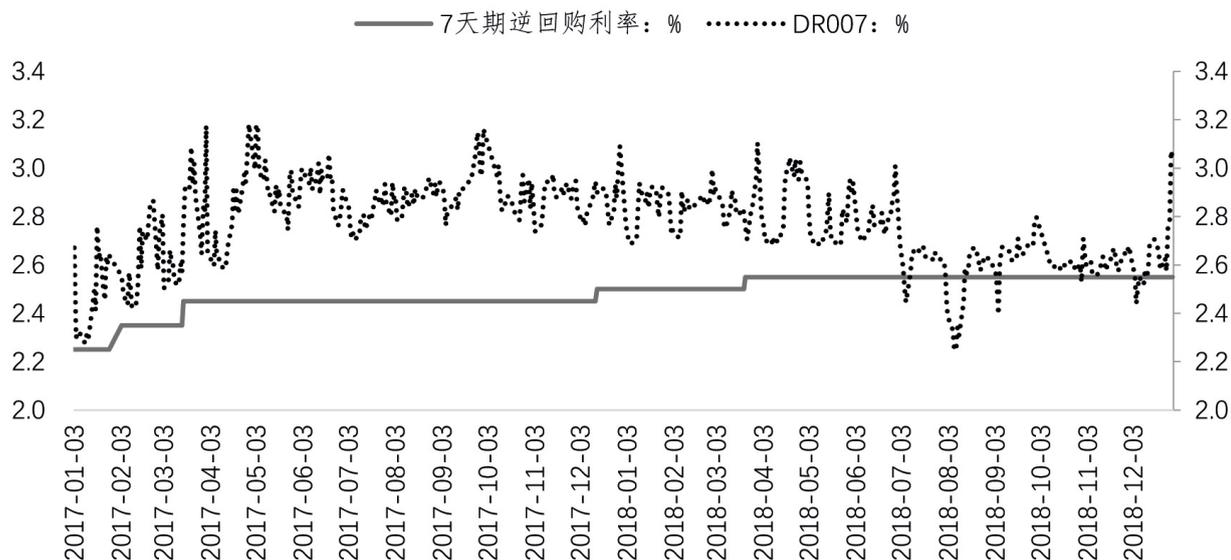
数据来源：WIND

整体上看，2019 年物价波动中枢略有上移，通胀预期仍将保持稳定，不会对货币政策边际放松构成明显掣肘。但作为核心变量的猪肉和原油价格走势仍存在不确定性，不排除超预期上涨的可能，尽管不会逆转整体牛市，但在市场对 2019 年通胀担忧明显缓解，甚至出现通缩预期的情况下，预期差会引发债市回调，延缓债牛行情。

(三) 货币政策将边际放松，短端利率下行有底，长端利率趋于走低，债市将趋向牛平

在国内经济下行压力加大、通胀风险可控的背景下，2019 年货币政策将延续中性偏松基调，央行将继续通过降准、逆回购操作以及 MLF 投放等手段释放流动性，保持资金面合理充裕。我们预计，2019 年央行或将再实施 3-4 次降准，在实体经济“紧信用”局面有效缓解前，货币市场利率拐头向上的可能性很小。但与此同时，由于狭义流动性已经非常宽松，代表性的 DR007 持续接近 7 天期逆回购利率，在央行兼顾内外平衡考虑下，货币市场利率将难现 2018 年出现的大幅下行局面，这也将制约债券收益率，尤其是短端利率的下行空间。

图 17 DR007 已持续接近 7 天期逆回购利率



数据来源：WIND，F 为预测值

至于降息，目前市场的降息预期正在升温，但我们判断其在央行政策选项中仍处于相对靠后位置。这一方面源于当前约束货币政策传导机制的关键不在资金成本，监管层更倾向于通过“三只箭”政策组合等直接方式，引导金融机构加大对实体经济支持力度。另一方面，在全球金融环境收紧的大背景下，央行也需要兼顾利率、汇率和跨境资金流动之间的平衡。由此，除非 2019 年宏观经济增速面临滑出底线风险，否则央行实施全面降息的可能性很低。不过，央行可能会继续实施“定向降息”等创新性调控政策，引导信贷投放到薄弱环节。2018 年 7 月央行推出了“定向 MLF”，即给予商业银行额外 MLF，以支持其发放普通贷款和投资中低评级信用债。12 月央行推出“定向 MLF”的升级版，即根据金融机构对民营企业、小微企业贷款增长情况，以低于 MLF 利率 15 个基点的成本向金融机构提供 3 年期定向 MLF 资金，由此，通过差异化利率支持特定实体经济领域，实现“定向降息”效果，这显示央行有意引导长端利率适度下行。

综合来看，在资金面进一步宽松难度上升、全面降息可能性不大制约短端下行空间的同时，当前债券期限利差正处于近三年多以来的高位，这意味着长端利率下行的想象空间更大。而从基本面来看，经济下行压力加大，通胀上行风险有限，货币供应及社融增速持续低位徘徊，以及“资产荒”下，投资者拉长久期的操作，将压低长端利率。因此，后续利率债收益率下行可能以压缩期限利差的方式进行，债市行情将从“牛陡”走向“牛平”。

图 18 国债期限利差处于近 3 年多来高位



数据来源：WIND，东方金诚

(四) 供给压力加大、中美利差收窄及通胀预期变化或造成 2019 年债市波动性上升

从货币政策与财政政策的协调配合来看，2018 年积极财政政策主要体现在收入端“减税降费”，支出端受制于赤字约束、收入下滑及地方政府隐性债务监管，发力并不明显，也是“宽货币”向“宽信用”传导不畅的原因之一。展望 2019 年，积极财政政策将继续向减税方向倾斜，扩支则主要为基建补短板提供部分资金支持，财政赤字率将比上年扩大 0.4 个百分点。这意味着供给侧结构性改革中的“降成本、补短板”将成为 2019 年的政策重点，财政将承担起更大的责任。为支持财政发力，2019 年政府杠杆率可能会适度提高，地方专项债发行将大幅提升，预计新增专项债额度将达到 2.5-3.0 万亿，全年地方债发行量将达到 4.5-5.0 万亿，同时不排除发行特别国债的可能。这也意味着，2019 年利率债供给压力较大，可能会对债市走势形成一定制约。

从利率的外部约束来看，中美利差寻底会令债市阶段性调整。2018 年以来，中美两国债市行情分化，短端利差出现倒挂，长端利差也持续收窄，10 年期国债利差从年初的 144BP 降至 12 月 17 日的 51BP，持续偏离 60-80BP 的舒适区间，其背后是两国经济走势和货币政策方向的背离——美联储延续加息进程，而中国货币政策边际放宽。由于中美利差大幅缩窄会给人民币汇率和跨境资金流动带来压力，可能会对货币政策的持续宽松产生一定约束，因此债市情绪对中美利差的变化通常会有所反应。

展望 2019 年，央行行长易纲此前表示“中国的货币政策还是应该坚持以我为主，保持货币政策的有效性，同时兼顾国际经济协调，争取有利的外部环境”。基于这一表述，在经济下行压力加大背景下，中美利差对国内利率的约束正在减弱，央行将继续坚持中性偏松货币政策。由此，2019 年中美长端利差存在倒挂可能，或引发债市阶段性调整，但中美利差并非主导债市行情的核心因素，从根本上还要看基本面和政策面的共振情况。从下图可以看到，中美利差寻底后，国债收益率通常会有一定调整，但并不必然伴随逆转性行情。

图 19 中美利差寻底后，债市收益率通常会有一定调整，但并不必然伴随逆转性行情



数据来源：WIND，东方金诚

此外，2019 年债市波动性上升还源于当前市场对债市走强已形成一致性预期，在这种局面下，市场出现宽幅震荡的可能性加大。

三、2019 年债券市场展望——信用债篇

展望 2019 年，“宽信用”政策对冲力度将持续加码，给信用债带来明确利好，但市场风险偏好提升仍面临桎梏，加之基建发力意在托底、民企纾困也非大水漫灌，政策效果难言“鸡犬升天”。叠加考虑债券到期压力不减，2019 年债市违约风险将有所缓解，但违约将呈常态化趋势。而随着经济景气下行，企业自身经营压力加大、内部现金流恶化或将成为更多主体违约的诱因，违约风险特征在政策面和基本面博弈下将有所变化。

（一）政策面利好信用下沉，风险偏好持续提升面临桎梏。

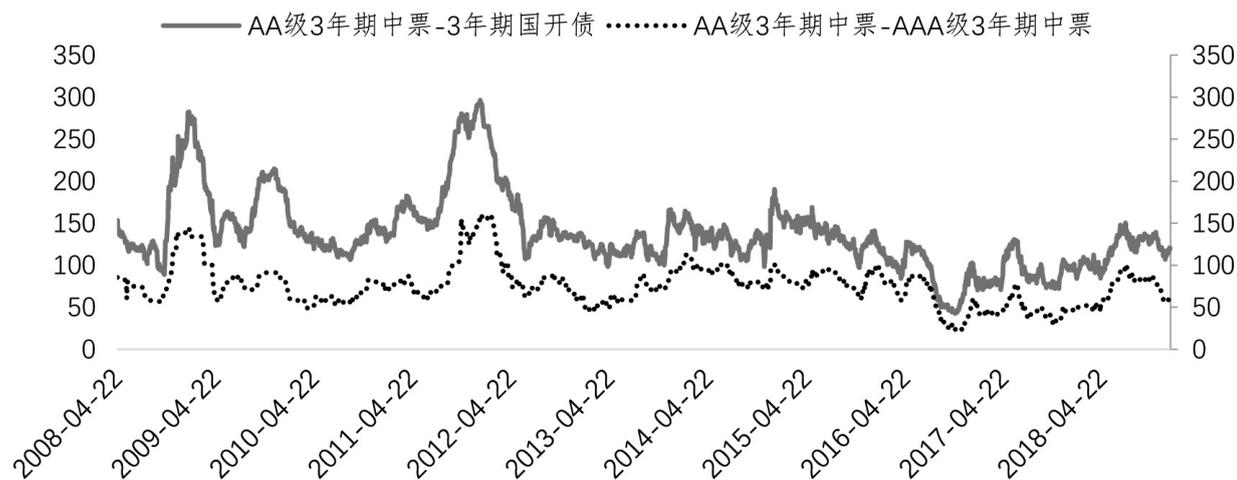
从基本面来看，2019年外部贸易摩擦叠加内部经济下行压力将压制风险偏好，无风险资产将更加有利，但“宽信用”政策对冲力度将持续加码，给信用债带来明确利好。2019年央行在坚持中性偏松货币政策、保持资金面合理充裕的同时，政策重心将继续向打通货币政策传导路径、缓解紧信用局面倾斜。一方面，央行将采取直接手段缓解特定领域融资难问题。此前央行已出台多种措施，加强“精准滴灌”，引导金融机构加大对薄弱环节的支持力度，下一步政策将继续从信贷额度、贷款利率、担保措施、再贷款、再贴现等方面，直接引导资金流向民营企业和小微企业。另一方面，在金融严监管方向不变的前提下，监管层将适当调整监管节奏及相关政策，前期理财新规落地已反映出监管边际放松的态度。

2019年信用债一级市场发行将继续回暖，预计总发行量将超过8万亿元，内部分化也将有所改善，表现为发行主体资质将较2018年整体下沉，民企债券融资将有所恢复。2019年信用债发行期限短期化的趋势或将延续，但驱动因素将从债券需求端转向供给端，或言从资金的供给端转向需求端，即市场流动性偏好修复叠加高收益资产荒将带动投资者拉长久期，但企业在经济下行压力加大、经营困难加剧背景下，长期投融资需求将有所减弱。

从二级市场来看，2019年基本面走弱、货币政策宽松将驱动“债牛”进入下半场，信用债收益率也将跟随利率债收益率整体下行。不过，因当前预期已被透支，预期差可能会引发债市调整，加剧债市波动。2018年四季度以来，政策底支撑下市场过低的风险偏好已经有所修复，但仍处于较低水平。表现为“宽信用”政策更多地影响市场情绪和预期，即在二级市场体现的比较明显，反映于各类利差的收窄，但在改善民企融资方面的实际效果仍有待释放，体现在债券一级市场发行资质下沉有限，新增银行信贷继续向居民贷款和短期贷款倾斜。

短期来看，政策加码背景下，风险偏好还将有所改善，但持续回升面临桎梏，主要源于外部环境的不确定性较大，内部经济增长下行态势较为明确，投资者对企业经营压力加大、内部现金流恶化存在一定担忧，违约后续处置机制、投资者保护等制度建设不完善，非标通道监管放松不改非标萎缩趋势，以及低等级债券信用利差对其实际风险覆盖不充分，利差保护不足等因素。后续“宽信用”政策加码力度能否有效对冲基本面压力，并切实打通信用传导渠道，是市场风险偏好能否实质性回升的关键。

图 20 截至 2018 年末，低等级信用利差及等级利差均已降至历史 30% 分位数左右



数据来源：Wind，东方金诚

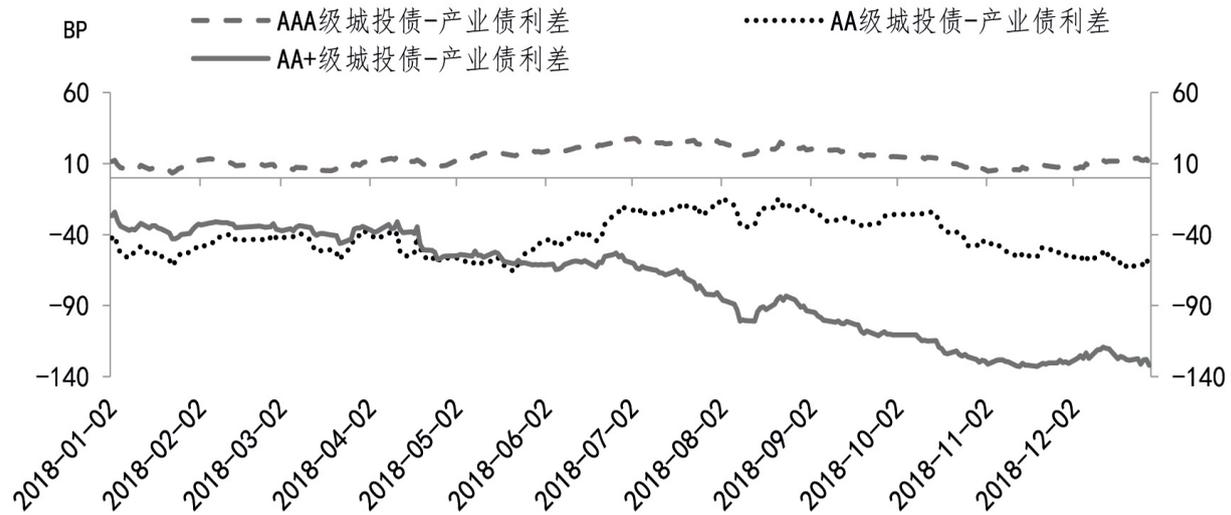
（二）城投债和民企债政策利好较为明确，但难言“鸡犬升天”。

城投债方面，2018年城投信仰经历了一个从减弱到修复的过程，前期强监管令城投融资渠道收窄，城投非标违约及“兵团六师”技术性违约等风险事件对城投信仰造成冲击，但下半年以来，稳定基建投资和满足平台合理

2019 年信用风险展望系列报告

融资需求的相关政策信号令城投信仰得到修复。2018 年 10 月，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求“加大基础设施补短板力度，合理保障融资平台公司正常融资需求”，同时指出“在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转”，城投再融资风险得到明显缓释。目前，相对于产业债，市场对城投债的认可度比较高，尤其是中低等级城投债的表现要明显好于中低等级产业债。

图 21 市场中低等级品种上对城投债的偏好趋于强化



数据来源：兴业研究，东方金诚

短期来看，在明确的政策利好支撑下，城投信仰有望维持，市场乐观行情仍将延续，低等级城投债相对于低等级产业债的优势依然稳固。但大幅上涨后所伴随的风险也应警惕。当前的城投行情主要基于市场对基建补短板提速和“宽信用”政策有效性存疑的预期，预期差将给市场造成明显波动。2019 年城投平台再融资压力较大，加之此轮基建发力意在托底而非刺激，政策利好或难以带来“鸡犬升天”的效果，对城投行情也不宜过度乐观，跟风“盲买”低等级城投债还需谨慎。

民企债方面，民企纾困政策频出令民企再融资能力趋于改善，民企和国企之间的利差逐步向均值回归。但投资者对于民企长期信用的改善仍较谨慎，“嫌贫爱富”导致的内部分化现象难以明显缓解，主体资质下沉面临较大阻力。从政策面来看，对民营企业的扶持也非“大水漫灌”，而是针对“暂时遇到经营困难，但产品有市场、项目有发展前景、技术有市场竞争力的民营企业”，这将主要利好细分行业的龙头或二线龙头，短期内非龙头企业受益有限。

图 22 “三支箭”政策组合引导资金流向民营企业

第一支箭：增加民营企业信贷，特别是小微企业信贷。2018年央行增加了4000亿元人民币的再贷款、再贴现额度，基本上都是针对小微企业和民营企业。

第二支箭：支持民营企业发债，推出民营企业债券融资支持工具

第三支箭：研究设立民营企业股权融资支持工具

以 CRMW 为例，2018 年 10 月，国务院常务会议宣布设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式缓解企业融资困难，截至 2018 年末，在民营企业债券融资支持工具下，共创设 50 只以民企为标的的 CRMW，标的主体共 36 家。相比此前 CRMW 多以国企为标的¹，其为民企提供信用增进服务的作用已开始发挥。从信用等级来看，标的主体中有 3 家 AAA 级主体、27 家 AA+ 级主体和 6 家 AA 级主体，中高等级民企占比达到 83.3%，显示龙头民企受益较大；从标的期限来看，除 1 只期限为 2 年外，已创设的 CRMW 集中在 1 年或 1 年以内，企业获得长期资金的能力未明显受益。这与市场在民企债中，对中高等级、短久期券种的偏好相一致。

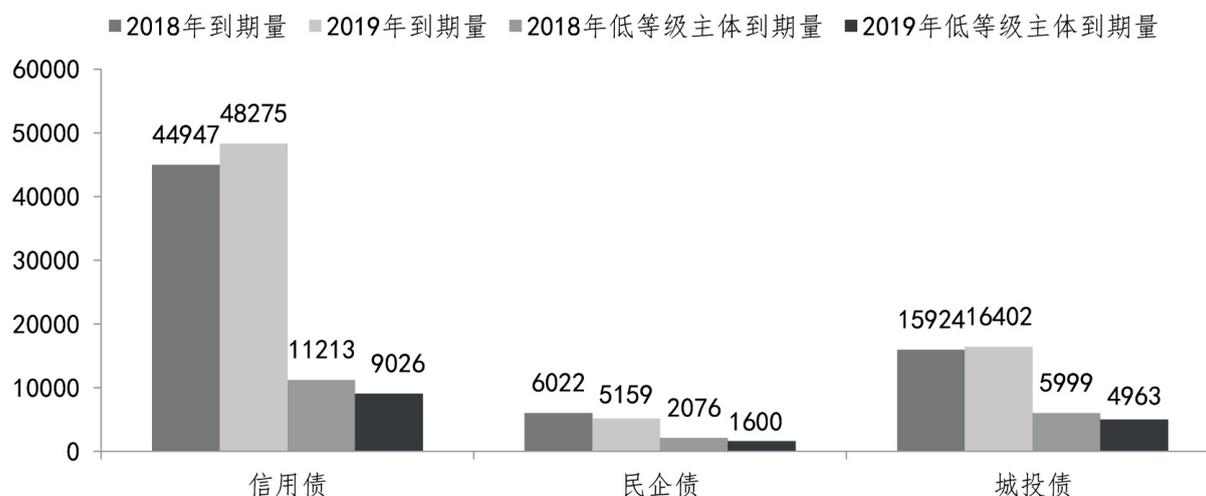
此外，当前民企债利差的修复主要是市场对政策利好的反馈，源于投资者对广义流动性趋于宽松的预期，并非受到经济和信用基本面的驱动。事实上，在经济增速下滑、民企违约风险持续暴露背景下，基本面走势与利差修复的趋势相悖。往前看，政策面和基本面的博弈还将加剧。在民企维稳政策持续出台带动整体风险情绪缓解的同时，经济下行压力加大、中美贸易摩擦影响逐步显现，将导致民企债内部不同行业之间分化加剧。同时，经济下行周期往往伴随新一轮行业集中度的提升，将推动资源进一步向龙头倾斜。

（三）2019 年违约风险边际缓解，违约将呈常态化，违约风险特征将有所变化。

由于民企再融资环境趋于改善，2019 年整体风险情绪将会缓解，预计新增违约主体数量及新增违约金额均将高位回落，主要源于两个原因：一方面，监管层通过“三支箭”、“几家抬”方式定向支持民营企业，民企经营环境、融资环境改善将会对经济下行压力形成对冲，偿债能力整体趋于改善。另一方面，尽管 2019 年信用债整体自然到期量高于 2018 年，但民企及低等级主体到期量略有下降。

我们计算得到，2019 年信用债偿还量²为 4.83 万亿元，比上年增加 0.33 万亿元，其中，发行时评级为 AA 级及以下主体偿还量 0.90 万亿元，比上年减少约 2,000 亿元。2019 年城投债³偿还量约为 1.64 万亿元，比上年增加约 500 亿元，其中，发行时评级为 AA 级及以下主体偿还量约为 0.50 万亿元，比上年下降约 1,000 亿元。民企债方面，我们选取 Wind 口径民营企业信用债偿还量，从中剔除同业存单、ABS 和金融债，大致估算民营非金融企业债券偿还量，2019 年约为 0.52 万亿元，比上年下降约 900 亿元，其中，发行时评级为 AA 级及以下民企债券到期量为 0.16 万亿元，比上年下降约 500 亿元。

图 23 2019 年信用债到期量上升，但民企债到期量下降⁴



数据来源：Wind，东方金诚

¹ 交易商协会于 2010 年 10 月推出信用风险缓释工具（CRM），包括信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）。2018 年 10 月之前，共创设了 13 只 CRMW，其标的的主要为国企。

² 信用债包括中票、短融、企业债、公司债和定向工具；偿还量剔除当年发行当年到期部分的自然偿还量，包括到期还款、提前还款、赎回和回售的情况，下同。

³ Wind 口径城投债。

⁴ 低等级主体指发行时评级为 AA 级及以下级别主体。

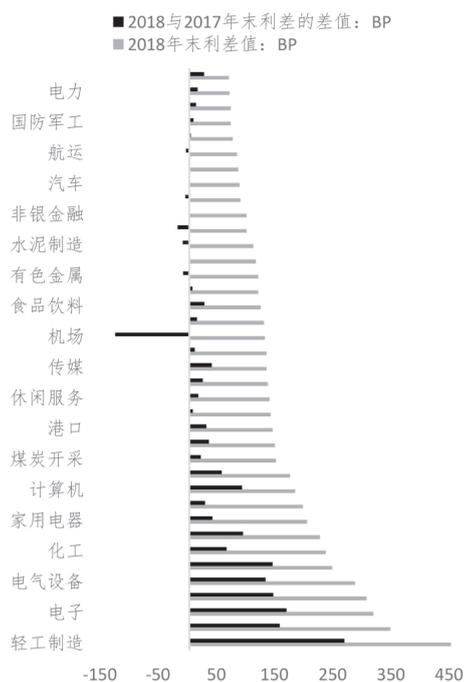
2019 年信用风险展望系列报告

2019 年信用债违约风险将有所缓释，但违约多发局面或难以逆转，违约将呈现常态特征。近期监管层再度明确表态，中国债券市场整体违约率比较低，有一定的违约率对中国债市长期的健康发展是好事。2019 年信用债违约集中于弱资质民企债的趋势不会发生变化，而在城投债方面，基建补短板提速，加之政策“允许融资平台在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转”，将带动城投平台融资环境改善。此外，平台腾挪各类债务空间优先偿还公募债券的意愿较强，公募城投债券违约风险相对较小，但存在非标和私募债违约的可能性。

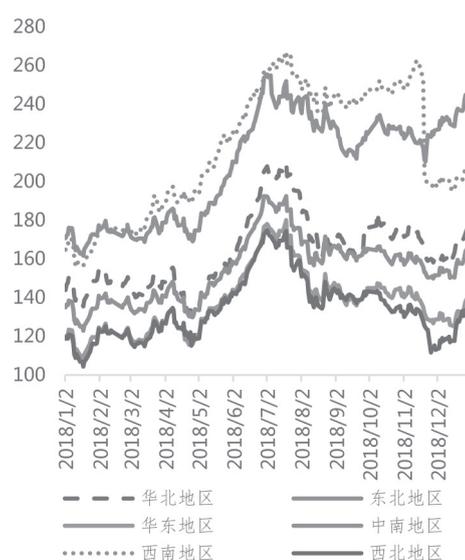
2018 年违约的诱因主要来自于信用环境收缩导致的外部流动性紧张，2019 年这一影响将会有所缓解，尽管短期来看低等级主体再融资难度依然较大。而伴随经济周期走低，行业景气多数下行，企业自身经营压力加大、内部现金流恶化或将成为部分主体违约的诱因，违约风险特征在政策面和基本面博弈下将有所变化。尤其是行业景气度偏弱、竞争环境激烈、受益于政策利好程度预期较低、本身经营存在问题的企业，在经济下行环境下，因经营恶化、资不抵债而最终违约的风险相对较大。这就要求投资者对信用债的配置势必要以对政策、行业及企业财务数据的研究、跟踪能力为基础，择优而取之。

2018 年行业利差和区域利差水平分析报告

2018 年行业利差变化情况



2018 年不同区域城投债利差走势 (BP)



数据来源：Wind，东方金诚

主要观点：

- 2018 年行业利差大范围上行，行业间分化加剧。轻工制造、纺织服装等行业利差居于高位；钢铁、煤炭、水泥等曾经的过剩产能行业随着产能去化的成效明显，利差已冲高回落；电子等行业的整体风险不高，但头部效应导致信用利差冲高；房地产行业虽受政策面冲击，但发债的房企相对排序靠前，信用利差水平并不高；国防军工、公用事业、高速公路、电力等非周期性行业利差水平一直处于低位。

- 2018 年不同行业利差分化受关联性弱的违约事件冲击并不明显，但与行业内信用等级的分布特征呈现出明显的对应关系。其中石油、国防军工、煤炭、钢铁、公用事业、非银金融、交通运输、汽车等行业信用债发行主体的信用等级以 AAA 级为主，而广电传媒、电气设备、纺织服装、农林牧渔、休闲服务、轻工制造等行业信用债发行主体多为 AA 级企业。

- 2018 年区域城投债利差整体大幅走高，不同区域间分化加剧。东北、西南地区城投债利差显著高于中南、华北、西北、华东地区。从由高到低的信用利差来看，东北地区为第一梯队，西南地区为第二梯队，中南、华北、西北地区为第三梯队；华东地区为第四梯队。

- 2019 年贸易摩擦叠加内部经济下行压力将压制风险偏好，利差仍有上行动力。但受政策面支撑，信用利差延续 2018 年大幅上行局面的可能性不大，信用利差剧烈分化的格局也有望得到改善，等级间的信用利差分化有望趋于缓和。下沉到中观层面，信用风险溢价有望得到缓解。区域利差、行业利差的边际变化将趋缓。不过，个体性强的违约事件造成的短时冲击仍需警惕。

一、概述

信用债利差是指信用债收益率与无风险利率之间的差值，以表征整个信用债市场、不同区域、不同行业、不同发行人的信用风险大小。从宏观、中观、微观三个角度来看：（一）宏观层面，是不同等级、不同券种的债券收益率与无风险利率之差，对宏观利差的综合分析可以反映整个债券市场的信用风险；（二）中观层面，是通过区域、行业不同维度对个券利差进行处理，得到区域利差、行业利差，表征区域、行业的信用风险水平；（三）微观层面，是不同发行人所发行债券的收益率与无风险收益率之差，即个券利差。

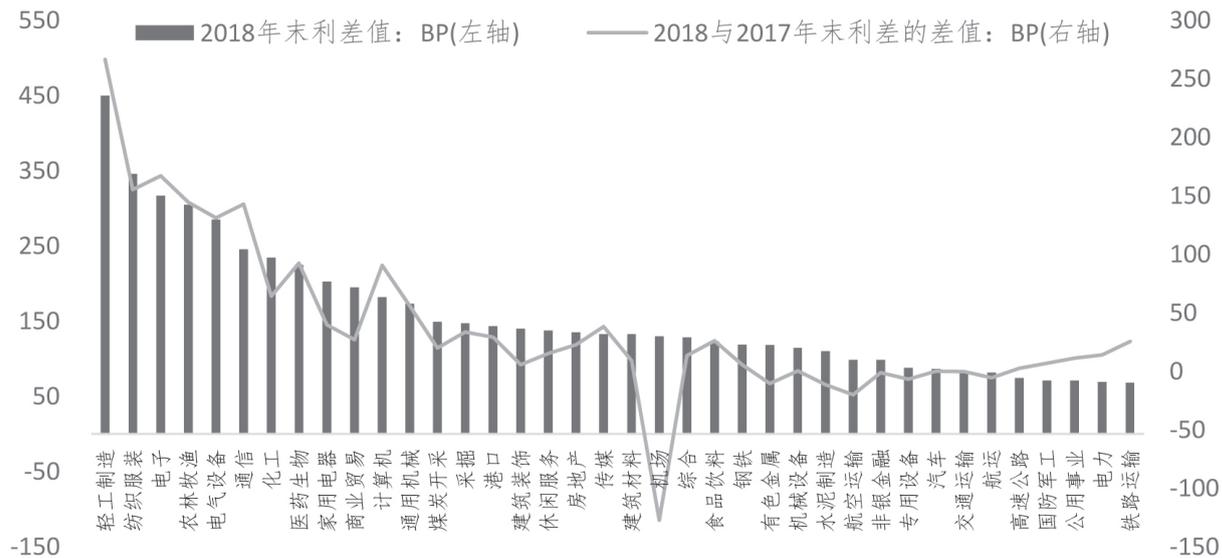
其中，中观层面的产业债行业利差、城投债区域利差是从行业、区域视角对信用利差的深入描述，是对宏观信用利差的补充和细化。行业利差直接反映了投资人对不同行业产业债的配置偏好，考虑到按等级高低进行配置的投资策略相对比较粗糙，同等级的不同行业间利差差别甚至大于高低等级之间的差，故而对信用债的行业配置至关重要。区域利差直接反映了投资者对不同区域城投债的配置偏好，考虑到区域经济实力、地方财政状况等因素影响，有时同等级不同区域间的利差差别很大，因此，在配置城投债时需要考虑区域基本面的影响。

二、行业利差

行业利差大范围上行，行业间分化加剧。

2018 年行业¹利差大范围上行，行业间信用分化有所加剧。与 2017 年末相比，2018 年末各行业信用利差上行幅度介于 -127BP~266BP 之间，其中利差上行的行业占有所有行业的 78.9% (30/38)，表明行业信用风险普遍走高。2018 年末，各行业信用利差介于 68BP~450BP 之间，区间范围明显大于 2017 年末的 43BP~257BP，显示行业间信用分化明显拉大。

图 1 近一年行业利差变化情况 (2017/12/28-2018/12/28)



数据来源：WIND，东方金诚整理

从近一年²的利差最大值来看，利差排名前五的行业分别为轻工制造、纺织服装、机场、电子、农林牧渔，行业利差分别为 466BP、419BP、417BP、343BP、305BP；排名后五的行业分别为国防军工、高速公路、公用事业、电力、铁路运输，行业利差分别为 86BP、84BP、79BP、69BP、68BP。从近一年的利差最小值来看，利差排名

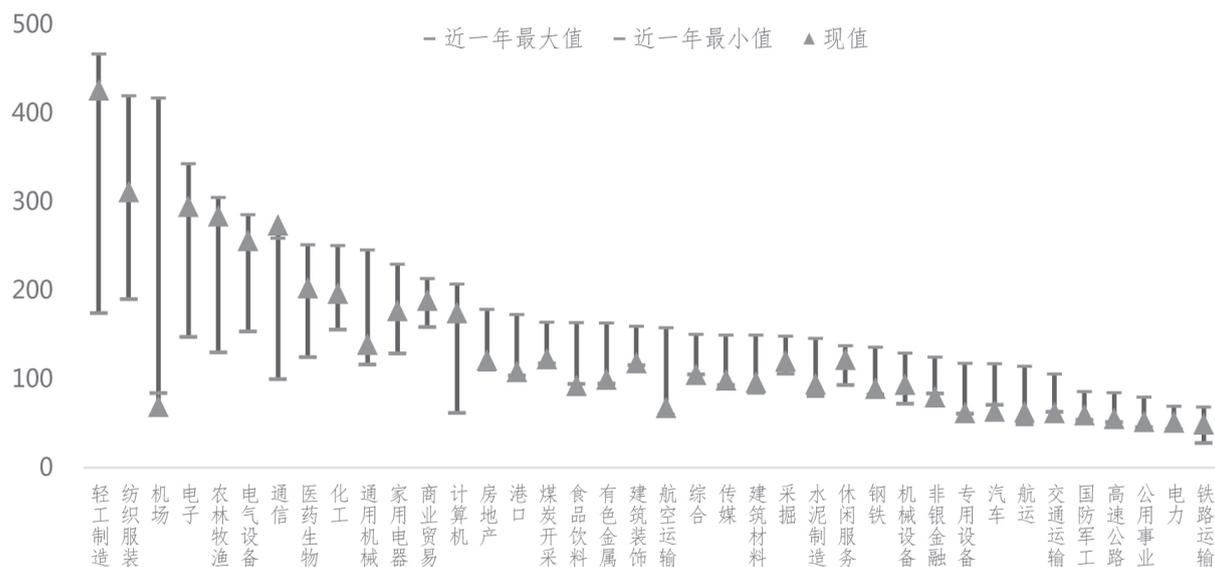
¹ 行业分类与兴业信用利差数据中行业分类一致。

² 近一年指的是 2017 年末至 2018 年末，下同。

前五的行业分别为纺织服装、轻工制造、商业贸易、化工、电气设备，行业利差分别为 190BP、174BP、158BP、156BP、153BP；排名后五的行业分别为高速公路、航运、公用事业、电力、铁路运输，行业利差分别为 51BP、49BP、45BP、43BP、28BP。从近一年的利差中位数来看，利差排名前五的行业为轻工制造、纺织服装、机场、电子、电气设备，利差分别为 380BP、289BP、237BP、233BP、216BP；排名后五的行业分别为国防军工、高速公路、公用事业、电力、铁路运输，利差分别为 69BP、65BP、60BP、56BP、49BP。

从统计数据可知，2018 年行业利差的演绎呈现出以下特征：一是行业利差处于高位的行业，年内利差变动的幅度也较大，印证行业间信用分化加剧；二是行业利差居于高位的轻工制造、纺织服装等均属于景气度低迷的竞争性领域，行业内多为级别不高的民营或小微企业；三是钢铁、煤炭、水泥等曾经的过剩产能行业随着产能去化的成效明显，利差已冲高回落；四是电子等行业的整体风险不高，但头部效应明显，导致尾部企业违约多发，信用利差因此冲高；五是虽然受政策面冲击房地产整体风险较大，但发债的房企相对排序靠前，不论是财务指标表现还是实际的抗风险能力均较强，这使得信用利差水平并不高；五是国防军工、公用事业、高速公路、电力等非周期性行业的利差水平一直处于低位。

图 2 近一年行业利差变化情况 (2017/12/28-2018/12/28)



注：高点代表 2018 年该行业利差最大值，低点代表 2018 年该行业利差最小值，现值代表作图时点（2019 年 1 月 23 日）该行业利差的当前值。
数据来源：WIND，东方金诚整理

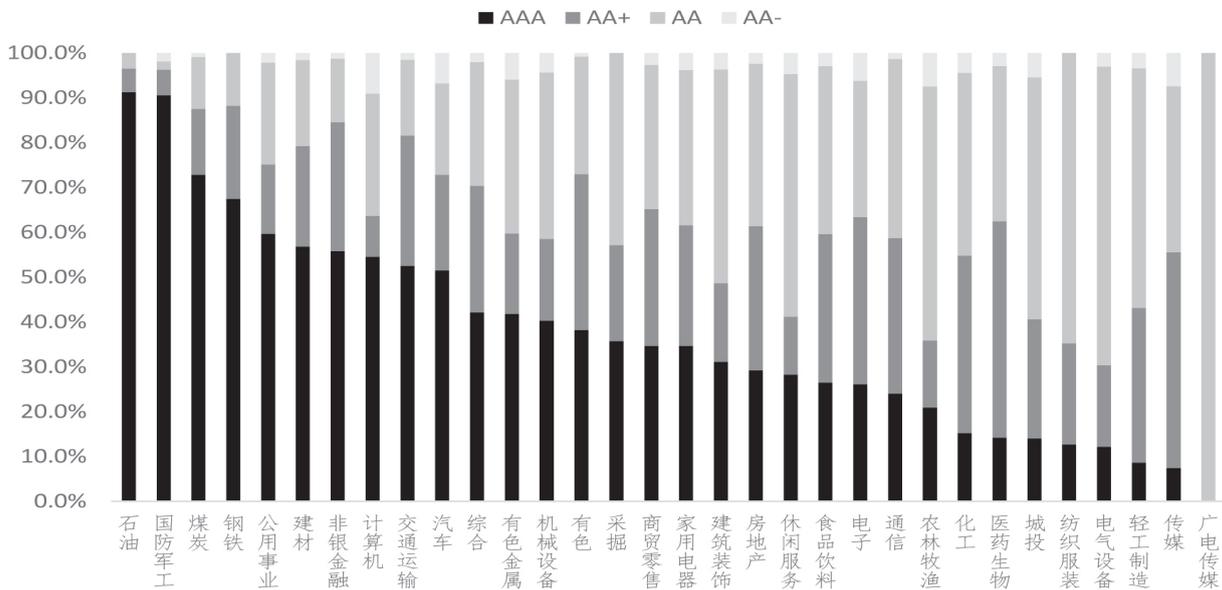
不同行业信用债发行主体信用等级分布各异，与行业利差分化明显相对应。

我们选取银行间市场和交易所市场的一般中期票据、短期融资券、一般公司债、一般企业债、定向工具、私募债六类债券品种，主体评级介于 AA- 级至 AAA 级之间，统计不同行业存续债只数在不同主体级别的占比情况。

考虑到主体信用等级是经过自上而下全面分析得出的综合性考量指标，是信用利差的最主要影响因素，我们从 2018 年末同行业不同主体等级³分布来看，石油、国防军工、煤炭、钢铁、公用事业、建材、非银金融、交通运输、汽车等行业信用债发行主体的信用等级以 AAA 级为主，而广电传媒、电气设备、纺织服装、农林牧渔、休闲服务、轻工制造等行业信用债发行主体多为 AA 级企业。不同行业间主体信用等级差异必然导致风险溢价不同，是行业利差分化的重要原因。

³ 因 AA- 级以下主体级别占比非常小，我们此处仅考虑 AAA 级、AA+ 级、AA 级和 AA- 级四个主体级别。

图 3 2018 年末各行业主体信用等级分布情况



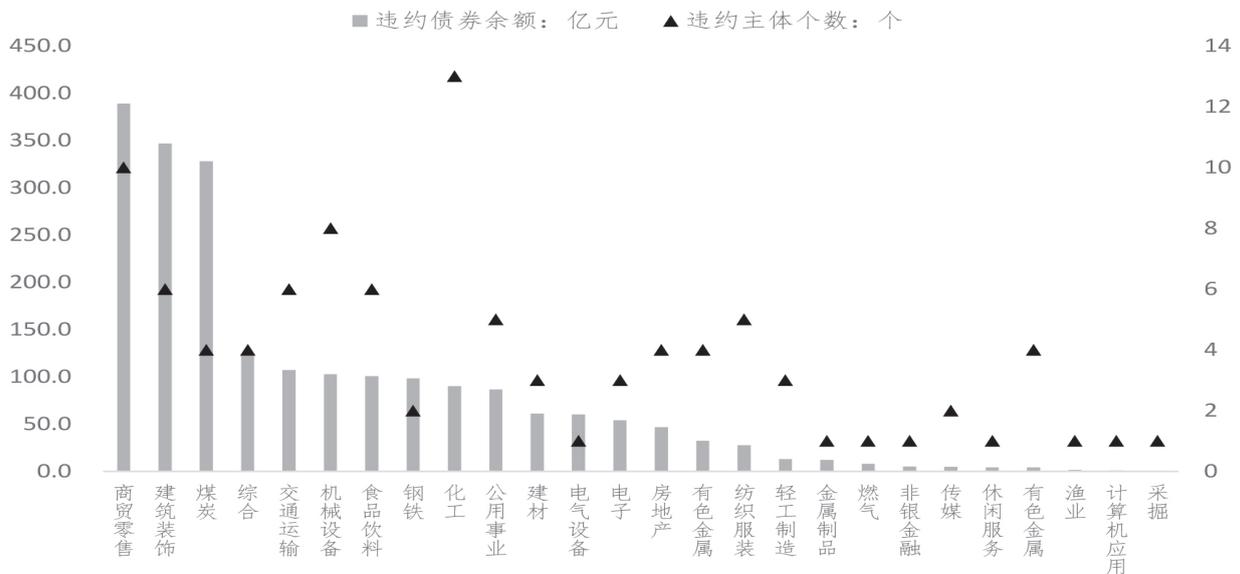
数据来源：WIND，东方金诚整理

不同行业信用风险溢价不同，关联性弱的违约事件对行业利差冲击不明显。

从已发生违约企业的行业分布情况来看，违约规模较大的行业为商贸零售、建筑装饰、煤炭、综合、机械设备、食品饮料、钢铁等，这些行业的行业利差目前居于中游水平。违约规模处于中等水平的纺织服装、轻工制造等行业的行业利差目前处于最高位。暂未出现违约的国防军工、高速公路、公用事业的利差水平位于下游水平。

数据显示，迄今为止的违约事件虽然频繁发生，却并未对行业利差造成显著冲击，主要是由于违约事件间的关联度较弱，呈点状分布，不足以对整个行业造成系统性影响。从 2018 年的情况来看，行业利差始终处于高位且波动较大的纺织服装、轻工制造等行业，行业内企业多是信用资质较弱的民营或小微企业，所处行业竞争环境激烈，受宏观经济下行叠加金融去杠杆影响，这类行业在内生现金流不足和外部融资环境趋紧的双重作用下违约频发，可见外部环境对行业利差的冲击更大。

图 4 截至 2018 年违约主体数量及规模在各行业间的分布情况



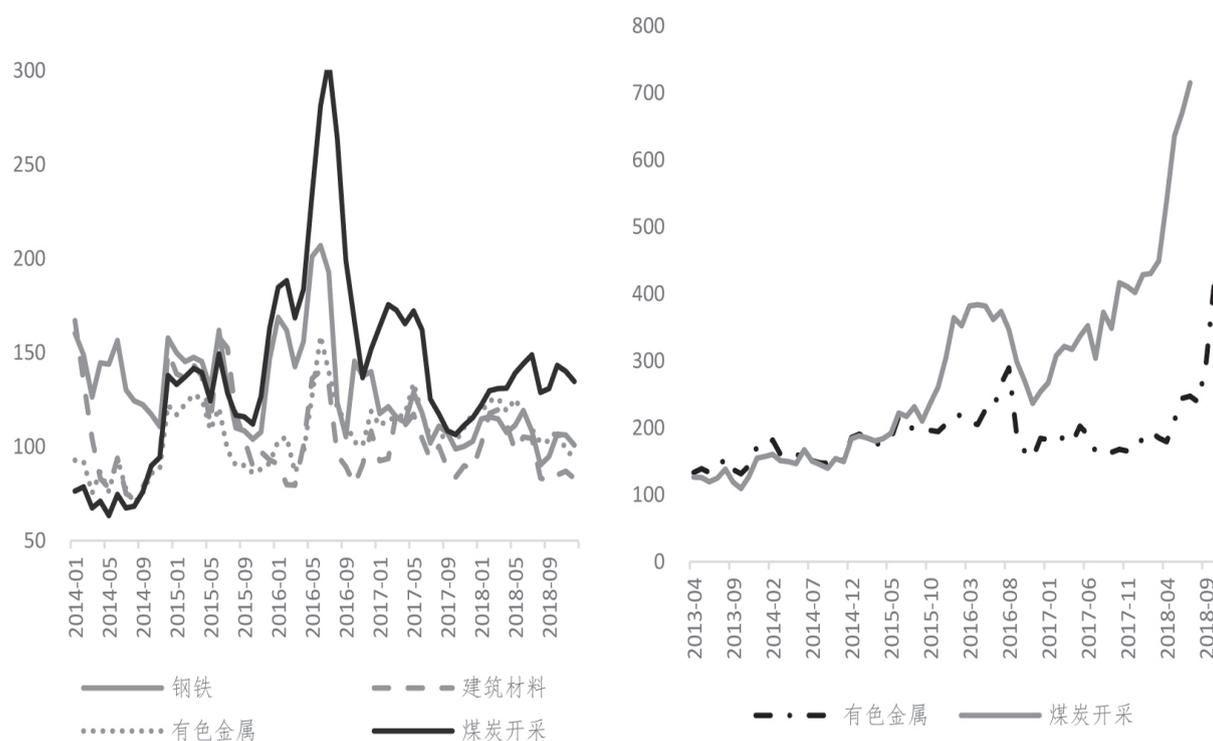
注：债券类型统计范围为一般中期票据、短期融资券、一般公司债、一般企业债、定向工具、私募债六类债券品种。发行市场包括上海证券交易所、深圳证券交易所、银行间债券市场。

数据来源：WIND，东方金诚整理

上游周期性行业：金融去杠杆导致外部融资环境趋紧，上游周期性行业 AAA 级行业利差低位震荡，AA 级行业利差持续走高。

自 2014 年打破刚兑以来，产能过剩行业的行业利差开始分化，虽然整体仍处低位但开始小幅走高。2015 年 10 月中钢股份发生违约，钢铁行业首发违约事件促使钢铁行业利差大幅走扩。水泥、有色金属、建筑材料行业也受到山水水泥、广西有色等违约事件的冲击，行业利差开始走高。自 2016 年下半年起，伴随供给侧结构性改革稳步推进，在去产能、价格上涨、补库存等因素助力下，产能过剩行业景气度明显回暖，行业利差冲高回落。此后，随着外部环境的变化及金融去杠杆的推进，产能过剩行业 AAA 级行业利差一直在低位震荡，而 AA 级行业利差持续走高。

图 5 上游周期行业 AAA 级（左）AA 级（右）利差走势情况（单位：BP）

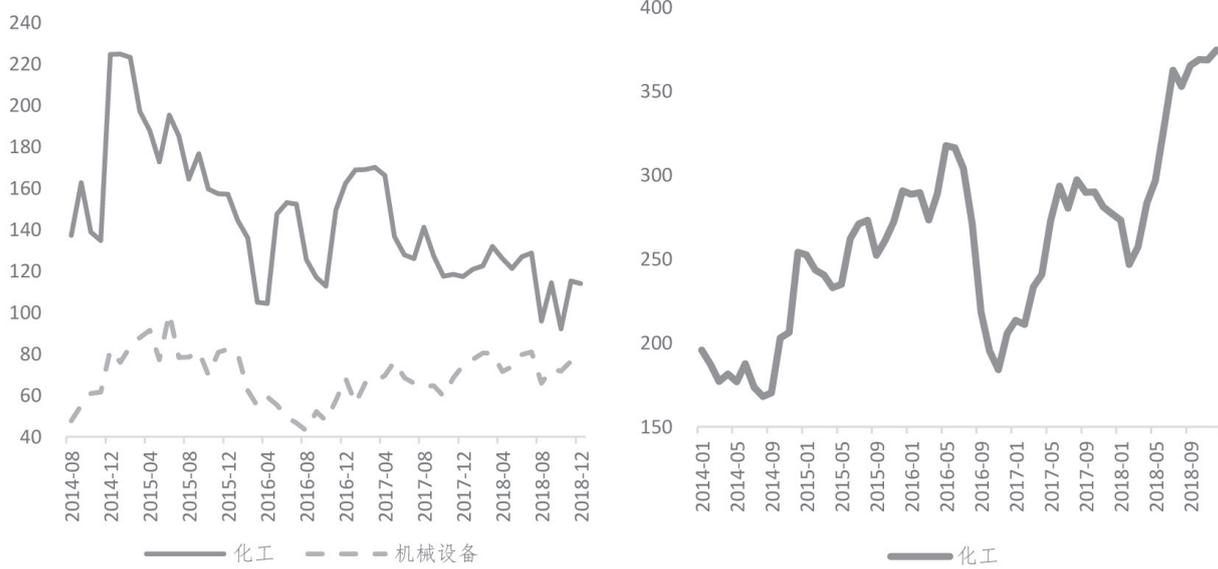


注：AA 级利差（右图）走势图中，钢铁、建筑材料行业数据缺失较为严重，故仅保留有色金属和煤炭开采行业
数据来源：WIND，东方金诚整理

中游制造行业：多数发行人资质一般，受外部环境冲击较大，行业利差中枢上移。

本文以化工行业和机械设备行业为代表分析中游制造行业利差走势。其中，化工行业 AAA 级发行人数目较少，AAA 级利差受单一发行人影响较大。该行业 AAA 级利差在 2014 年末冲高回落，主要源于中国化工拟巨资收购国际转基因寡头先正达事件，自此化工行业 AAA 级行业利差中枢在波动中不断下行。化工行业 AA 级利差反应了行业信用状况的整体变化，2018 年持续上扬。机械设备行业也以 AA 级低信用资质发行人为主，违约事件频发，尤其是受到大连机床事件持续发酵影响，叠加外部融资环境不佳，行业利差中枢明显抬升。

图 6 中游制造业 AAA 级（左）和 AA 级（右）利差走势情况（单位：BP）



注：AA 级利差（右图）走势图中，机械设备数据在许多年间缺失，故仅保留化工行业
数据来源：WIND，东方金诚整理

下游商业与消费行业：外部环境冲击叠加违约事件频发，级别间利差分化加剧，低信用级别利差大幅走高，高级别利差上行幅度较小

房地产行业的行业利差自 2015 年 4 月后便开始大幅回落，但自 2016 年末，利差中枢开始小幅抬升，2018 年四季度，行业利差有所下行。房地产行业，超半数发行人的主体信用等级为 AA 级。从 2018 年情况来看，在面对外部融资环境冲击时，AAA 级主体的融资能力和融资渠道优势更容易凸显，利差走高幅度并不大；但 AA 级主体在融资方面处于劣势，叠加云南房地产、中弘控股等违约事件的冲击，AA 级行业利差大幅走高。

图 7 下游消费行业 AAA 级（左）和 AA 级（右）利差走势情况（单位：BP）



数据来源：WIND，东方金诚整理

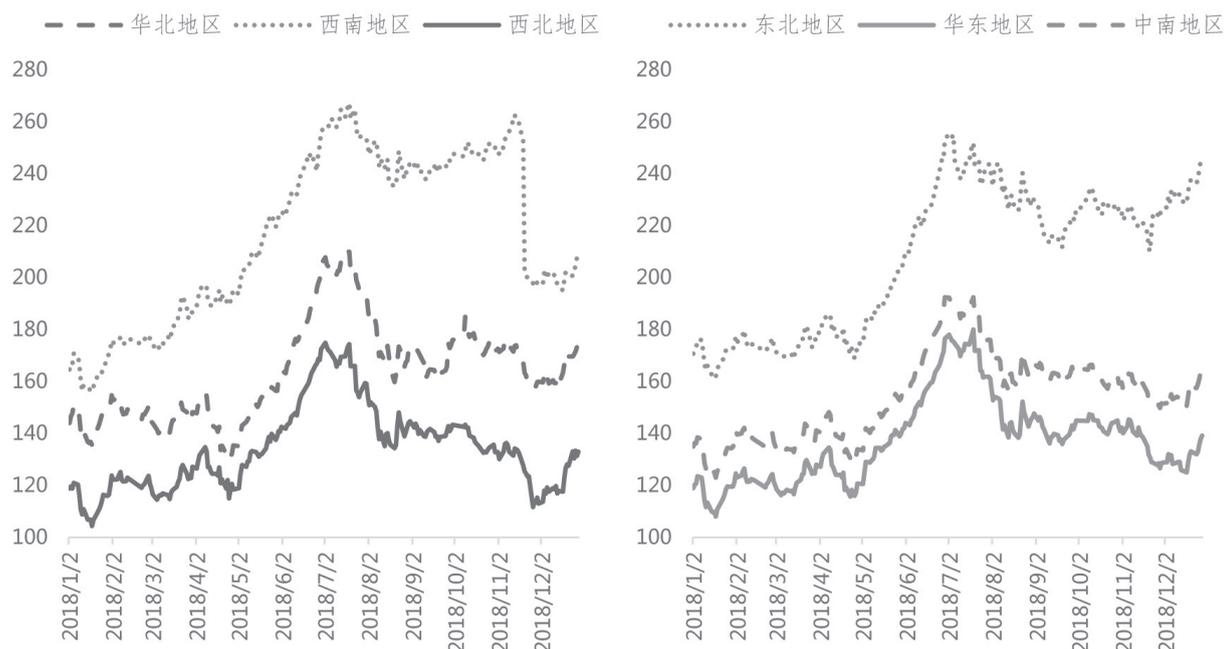
三、区域利差

区域城投债利差整体大幅走高，不同区域间分化加剧。

分片区来看，2018年末华北地区、东北地区、华东地区、中南地区、西南地区、西北地区城投债信用利差分别为175BP、244BP、139BP、165BP、209BP、133BP，较2017年末分别抬升33BP、75BP、22BP、32BP、50BP、15BP。可见，东北地区城投债信用利差走阔幅度最大，其次是西南地区，其他四个片区信用利差抬升幅度比较接近，其中西北地区走阔幅度最小。

分省份来看，与2017年末相比，2018年末城投债信用利差上行幅度前五位的省份分别为辽宁(+116BP)、湖南(+92BP)、贵州(+92BP)、河北(+68BP)、吉林(+60BP)，后五位的省份分别为广东(+8BP)、北京(+8BP)、上海(+2BP)、河南(-4BP)、宁夏(-17BP)，两级分化严重。

图8 2018年不同区域城投债利差走势(单位:BP)



数据来源: WIND, 东方金诚整理

东北、西南地区城投债利差显著高于中南、华北、西北、华东地区。

区域利差的高低反映了市场对于各省发债主体债务违约风险的判断以及对区域经济财政实力的预期，2018年，区域利差在整体走高的同时，呈现出分化加剧的特征，明显分化成了四个梯队（按照利差水平由高到低分为一至四梯队），这种分化可以与利差水平、利差增量变化以及区域财政收支状况相互印证，具体来看：

第一梯队为东北地区，包含辽宁、吉林和黑龙江。2018年末，三个省份城投债信用利差水平均在200BP以上，辽宁省更是达到278BP，位列全国第二。这个地区的信用溢价波动受辽宁省GDP“挤水”、部分人大代表取消资格、产能过剩支柱产业的违约事件、以东特钢为代表的连环爆雷、违约事件后续处置搁浅等因素影响，同时，黑龙江和吉林两省的财政赤字率也偏高，分别为233%和162%。因此，东北地区整体债券流动性溢价、违约风险溢价一直处于全国信用利差水平的高位。此外，由于东北地区的信用环境遭到破坏，债券市场这条融资通道受阻，债市利好政策的传输过程也不是很顺畅，这从四季度东北地区信用利差仍抬升了20BP（全国平均利差水平下降6BP）中可以得到验证。

第二梯队是西南地区，包括重庆、四川、贵州、云南、西藏5个省、市、自治区，2018年末，相应省市（除

2019 年信用风险展望系列报告

西藏外)城投债信用利差分别为 179BP、162BP、283BP、212BP,其中,贵州利差最高,且位居全国第一位。对高利差水平相对应,2018 年 1-6 月,上述省市财政赤字率分别为 79%、131%、188%、212%、589%,均高于全国平均水平。该区域城投债信用利差居于高位的主要原因是云南、贵州、西藏等地经济欠发达,区域经济体量较小,债务负担相对较重,财政状况不佳,信用风险偏高。

第三梯队包含三个片区,中南地区、华北地区、西北地区。从该梯队开始,城投债信用利差的中枢位置与前两个梯队大幅度拉开距离,但与第四梯队信用利差相差不大,均处于较低的水平。这三个片区信用利差水平虽然相差不大,但呈现这一特征的原因却相差甚远,且三个片区内省份间的分化程度也存在很大差异。具体来看,2018 年末,中南地区各省份利差分布区间为 108BP~260BP,华北地区各省份利差分布区间为 91BP~225BP,西北地区各省份利差分布区间为 103BP~186BP。

第四梯队为华东地区,包含上海、江苏、浙江、福建等 10 个省、市,主要分布在沿海地区。2018 年末,该地区城投债利差最低的省市为上海(82BP),其利差水平也是全国最低,约为全国最高利差水平的四分之一。区域内利差最高的江苏省(182BP),也仅居于全国中游水平。相比来说,华东地区属于经济发达的地区,区域经济增长位列全国前茅,财政收入增长稳健,基本面动能整体较强。虽有违约事件的持续发生,但相对区域债券市场体量而言,规模不大且关联度较低,难以形成区域性的、牵连众多的系统性风险,流动性溢价和违约风险溢价均偏低,整体信用风险很小,区域利差也基本维持在较低位置。

表 1 各省份城投债利差及财政赤字率情况(利差单位:BP,财政赤字率单位:%)

省份	2018/12/28 区域利差	2017/12/31 区域利差	增量	财政赤字率 2018 年上半年	财政赤字率 2017 年上半年	变化
贵州	282.93	191.13	169.14	188%	189%	-1%
辽宁	278.48	162.96	206.62	77%	83%	-6%
湖南	259.86	167.67	130.72	176%	143%	33%
黑龙江	251.47	200.35	105.11	233%	248%	-14%
山西	224.55	206.00	71.31	51%	76%	-25%
内蒙古	223.94	196.63	60.61	118%	113%	6%
云南	211.58	161.34	88.87	212%	216%	-4%
吉林	202.56	142.73	70.13	162%	162%	0%
广西	193.14	152.25	103.86	194%	177%	17%
河北	191.02	123.33	99.26	82%	83%	-1%
新疆	185.73	144.35	92.54	221%	202%	18%
江苏	182.42	139.46	77.42	31%	29%	2%
重庆	178.95	143.08	66.2	79%	79%	0%
江西	171.08	126.39	66.37	125%	111%	14%
四川	161.78	138.05	84.24	131%	138%	-7%
山东	151.17	125.57	55.28	47%	45%	1%
湖北	149.43	128.64	52.87	104%	98%	6%
陕西	148.18	134.73	39.16	135%	136%	-1%
天津	144.07	102.45	48.25	32%	35%	-3%
安徽	138.40	122.81	65.23	125%	126%	-1%

浙江	136.90	124.57	52.37	12%	12%	0%
青海	124.01	97.28	27.25	418%	508%	-90%
广东	113.48	105.30	17.54	22%	30%	-8%
福建	112.52	101.18	31.72	49%	49%	0%
河南	108.45	112.64	8.43	169%	165%	4%
甘肃	104.26	94.21	71.18	314%	320%	-6%
宁夏	102.56	120.30	14.92	207%	190%	17%
北京	91.24	83.42	12.27	13%	10%	3%
上海	81.76	79.43	5.77	-6%	-6%	-1%

数据来源：WIND，东方金诚整理

四、短期利差走势预判

从基本面来看，2019年外部贸易摩擦叠加内部经济下行压力将压制风险偏好，利差仍有上行动力。但“宽信用”政策对冲力度将持续加码——央行在坚持中性偏松货币政策、保持资金面合理充裕的同时，政策重心将继续向打通货币政策传导路径、缓解紧信用局面倾斜。综合判断，受政策面支撑，2019年信用债流动性溢价、信用风险溢价有望受到压制，信用利差延续2018年大幅上行局面的可能性不大，信用利差剧烈分化的格局也有望得到改善。等级间的信用利差分化有望趋于缓和。下沉到中观层面，市场广义流动性预期改善，有助于缓解外部融资压力，整体流动性溢价有望下行；加之国家大力支持民营经济发展，对于受到压制的低等级民营企业债券将有一定提振效用，信用风险溢价有望得到缓解。由此，区域利差、行业利差的边际变化将趋缓。

不过，个体性强的违约事件造成的短时冲击仍需警惕。例如，区域利差本身偏高的东北地区由于前期连环爆雷，信用机制受损，利好政策传输阻力偏大，加之违约事件追偿机制不完善，违约事件处置缓慢，一旦违约事件发生传染，信用风险将再度上升。经济体量较小债务规模却不小的西南地区，在经济下行压力的催化下，地区经济和财政状况如果进一步弱化，将削弱区域内主体债务偿付能力，也将推升区域整体信用风险。而对于行业景气度偏弱、竞争环境激烈、本身经营存在问题的企业，也有可能在经济下行压力较大的环境下因经营恶化、资不抵债而最终违约，对利差的信用风险溢价部分造成一定扰动。

声 明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。

本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。



东方金诚国际信用评估有限公司

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层

邮编：100600

电话：86-10-62299800

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

网址：www.dfratings.com



关注了解更多