

逆周期政策加持下的2020

2020年信用风险展望系列报告

>>> 宏观经济与债市篇

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 20 多家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：金永授 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
吴婷婷 张博源 谢延松

主编：俞春江

撰稿：（按姓氏拼音排序）

边 沁 曹洋洋 曹源源 常 征 楚 芸 丛晓莉 杜梅一 范新悦
冯 琳 葛新景 谷建伟 郭妍芳 郭哲彪 何 冲 何 阳 贺 畅
侯艳华 贾秋慧 蒋玉琴 金炫杰 康 敏 劳梦妃 李柯莹 李 茜
李 倩 李晓娜 李 燕 刘将云 刘伟岸 刘怡雯 龙 文 卢宏亮
鲁金飞 罗 修 马丽雅 梅 佳 任志娟 汪 晴 王佳丽 王璐璐
王 青 王 伟 王文华 谢 瑞 谢笑也 邢岳飞 熊晓梦依 杨伟彤
于丽峰 张晨曦 张 伟 张 岳 赵 迪 赵一统 赵怡畅 周丽君

责任编辑：李瑞雪 姜雪宁 崔 蕾

美编：何 星

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”的品牌理念，响应投资人和发行人新需求，东方金诚围绕“逆周期政策加持下的 2020”主题，精编 2020 年信用风险展望报告，以飨读者。

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- 地方政府与公用事业篇，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

总目录

系列 1：宏观与债市篇

- 2020 年宏观经济展望
- 2020 年债券市场展望
- 2020 年大类资产配置展望
- 2020 年信用债违约回顾与展望
- 2020 年熊猫债市场展望
- 2020 年中资企业境外融资展望及策略建议

系列 2：产业债篇

- 2020 年房地产行业信用风险回顾与展望
- 2020 年建筑行业信用风险回顾与展望
- 2020 年煤炭行业信用风险回顾与展望
- 2020 年钢铁行业信用风险展望
- 2020 年有色金属行业信用风险回顾与展望
- 2020 年汽车制造行业信用风险展望
- 2020 年工程机械行业信用风险展望
- 2020 年重型机械行业信用风险展望
- 2020 年炼油行业信用风险展望
- 2020 年化纤行业信用风险展望
- 2020 年零售行业信用风险回顾与展望
- 2020 年家用电器行业信用风险展望
- 2020 年出版行业信用风险回顾与展望

系列 3：地方政府与公用事业篇

- 2020 年我国地方政府债券信用风险回顾与展望
- 2020 年城投行业信用风险展望
- 2020 年高速公路行业信用风险回顾与展望
- 2020 年机场行业信用风险回顾与展望
- 2020 年港口行业信用风险回顾与展望
- 2020 年火电行业信用风险回顾与展望

系列 4：金融机构与资产证券化篇

- 2020 年商业银行信用风险回顾与展望
- 2020 年证券行业信用风险展望
- 2020 年人身险行业信用风险回顾与展望
- 2020 年债券担保机构信用风险展望
- 2020 年我国 RMBS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国汽车贷款 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国消费金融 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国融资租赁 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国应收账款和供应链 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国不动产 ABS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 NPLS 信用风险回顾与展望
- 2020 年我国 CLO 信用风险回顾与展望



系列 1：宏观与债市篇

2020 年宏观经济展望	007
2020 年债券市场展望	020
2020 年大类资产配置展望	037
2020 年信用债违约回顾与展望	052
2020 年熊猫债市场展望	065
2020 年中资企业境外融资展望及策略建议	075

外部逆风仍将起伏不定 逆周期政策成为稳定主力

—— 2020 年宏观经济展望

研究发展部 王青

主要观点

- 2019 年 12 月，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，朝着 2020 年年初签署协议的方向迈出关键一步。展望 2020 年，中美经贸摩擦有望出现缓和势头，但 2 月正式展开的美国大选进程将为后续谈判增加新的不确定性，“边打边谈”状态将会大概率延续。此外，2020 年全球经济有望低位企稳，下行风险不容忽视。

- 国内降息周期已经启动，预计 2020 年 MLF 利率有望下调 4 次、共计 40 个基点左右，并存在 2-3 次全面降准空间。2020 年财政政策将重点向提振基建投资方向倾斜，预算赤字率有望上调至 3.0%，预计新增专项债额度会扩大至 3.15 万亿，减税降费力度不会减弱。

- 预计 2020 年 GDP 增速将为 6.0% 至 6.1%，与上年基本持平。逆周期政策加码有望顶住经济下行压力，确保“GDP 十年翻一番”目标在收官之年得以顺利完成。

- 2020 年拉动经济增长的“三驾马车”将呈现“一升、一稳、一降”格局：基建投资提速将带动固定资产投资出现接近两位数增长；汽车销量拖累减弱，社会消费品零售总额增速有望回升，消费对经济增长的拉动率稳中趋升；净出口对经济增长的贡献率将显著下行。

- 本轮猪肉价格上涨有望持续到 2020 年年中，CPI 将“前高后低”，全年涨幅有望控制在 3.0% 左右，PPI 同比将基本持平或小幅负增长，宏观经济并不面临明显的通胀或通缩风险。

一、经济运行环境及增长目标

1. 外部逆风仍将起伏不定

2019 年前 11 个月，中美经贸谈判经历了一个“三起两落”过程，其波澜起伏状况在人民币汇率上有比较直观的体现。10 月以来，中美经贸摩擦进入缓和阶段，双方第 13 轮谈判取得积极进展，美方暂缓执行原有关税加征计划；12 月 13 日，中美宣布双方就第一阶段经贸协议文本达成一致，朝着签署第一阶段贸易协议的方向迈出关键一步。展望 2020 年，美国将正式启动大选进程，共和党现任总统特朗普志在连任，其贸易谈判立场将更多受到美国国内政治进程左右，频繁“变脸”特征可能更加突出。

图表 1：2019 年中美经贸摩擦波澜起伏，人民币汇率随之共振



数据来源：Wind，东方金诚

预计 2020 年中美经贸摩擦仍将处于“边打边谈”的状态，并在缓和与升级之间往复摆动。在 2020 年 11 月 3 日美国大选投票前，中美达成全面协议与“经贸脱钩”的概率均较低——为争取在贸易战中受损较大的农民选票，特朗普政府在达成以大额采购农产品换取削减部分已加征关税方面迫切性很高，而签署全面经贸协议则有可能给其民主党对手提供“让步过大”口实。由此，尽管不排除达成阶段性协议的可能性，但涉及深层次议题的后续谈判仍将曲折复杂，经贸争端长期化正在成为市场共识，其中主要风险在于经贸争端有可能进一步向科技、金融等领域扩散。

图表 2：2020 年美国大选进程



资料来源：根据网络资料整理

全球经济增速在经历了 2019 年的显著下滑之后——IMF 预计 2019 年全球经济增速为 3.0%，较上年下滑 0.6 个百分点，为全球金融危机以来最低，2020 年全球经济景气状态有望低位企稳或小幅回暖，主要动力来自全球货币政策已转向宽松轨道，以及在美国、日本等发达经济体增速继续放缓的同时，德国、巴西、沙特等大型经济体经济增速将在上年很低的基数基础上出现不同程度反弹。

图表 3：2019 年全球 GDP 增速创全球金融危机以来新低，2020 年有望温和反弹

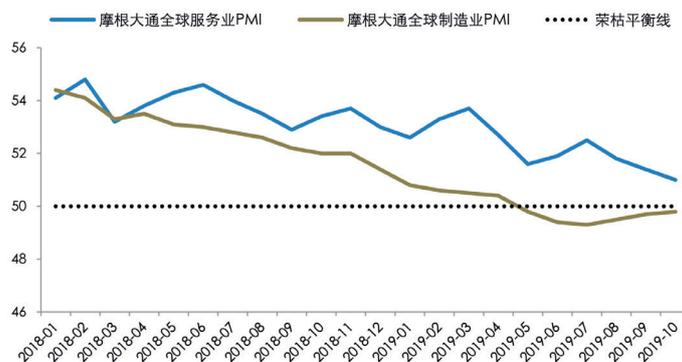


数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

不过，摩擦大通全球 PMI 等指标显示，2020 年世界经济增长仍然面临很大下行风险，诱因包括美国与中国、美国与欧洲之间的经贸摩擦存在重大不确定性（其中，中美经贸摩擦已对全球价值链造成严重扰动，2019 年下半年以来，全球制造业 PMI 连续处于收缩区间，并有向服务业传导的势头），以及以美国和伊朗紧张关系为核心的中东乱局有可能向爆发大规模战争方向演化，进而危及全球原油供应。作为世界头号贸易大国以及最大原油进口国，全球经济下行风险以及中东局势紧张将会给我国经济运行环境带来重大不确定性。

图表 4：全球 PMI 指数持续下行，预示 2020 年全球经济下行压力较大 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

2. 国内稳增长刚性显著增强

在国内经济增长目标方面，2020 年是实现“十年 GDP 翻一番”目标的收官之年。2019 年中央经济工作会议强调，“实现全面建成小康社会和‘十三五’规划目标任务是明年全党工作的重中之重”。其中，“全面建成小康社会”的一个核心指标是实现 2020 年 GDP 和人均收入比 2010 年翻一番。据我们测算，若在 2019 年年底公布的第四次全国经济普查中不对以前年度经济增速做大的调整，为完成“十年 GDP 翻一番”的目标，2020 年经济增速需要保持 6.0% 至 6.1%，与 2019 年基本持平，不能再现 0.4 到 0.5 个百分点的下滑（2019 年前三季

度 GDP 同比增长 6.2%，预计全年 GDP 增速将为 6.1% 至 6.2%，而 2018 年全年增速为 6.6%），稳增长刚性将显著高于 2019 年。

二、宏观政策

1. 稳健货币政策将灵活适度

2019 年 11 月 5 日央行下调 MLF 操作利率 5 个基点，标志着本轮政策性降息过程正式启动，也意味着未来结构性通胀对央行货币政策宽松的掣肘作用不必过分高估。回顾政策利率调整历史，鲜见 1 次下调后即止步的情况，往往表现为一个连续多次的调整过程。此外，央行在《2019 年第三季度货币政策执行报告》中强调：“当前外部环境错综复杂，经济下行压力持续加大。”这意味着未来稳增长需求上升，货币政策逆周期调节力度将显著加大，MLF 利率存在持续下调趋势。在刚刚结束的中央经济工作会议上，重申 2020 年货币政策要保持稳健基调，增加了“要灵活适度”的内容。这意味着为确保明年宏观经济稳健运行，在收官之年顺利实现“GDP 十年翻一番”的既定目标，货币政策灵活调整的空间将会有所加大，逆周期调节力度有望进一步增强。

我们预计，着眼于 2020 年宏观经济运行环境以及刚性较强的增长目标，MLF 操作利率有望下调 4 次、共 40 个基点左右。这将带动 1 年期 LPR 走出更大幅度下行轨迹，从而切实降低实体经济融资成本，为基建及制造业投资提供重要支撑。在主要针对居民房贷的 5 年期以上 LPR 方面，我们预期其也将保持下行态势，但下行幅度或逊于 1 年期 LPR，这将在稳定房地产市场运行的同时，体现“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

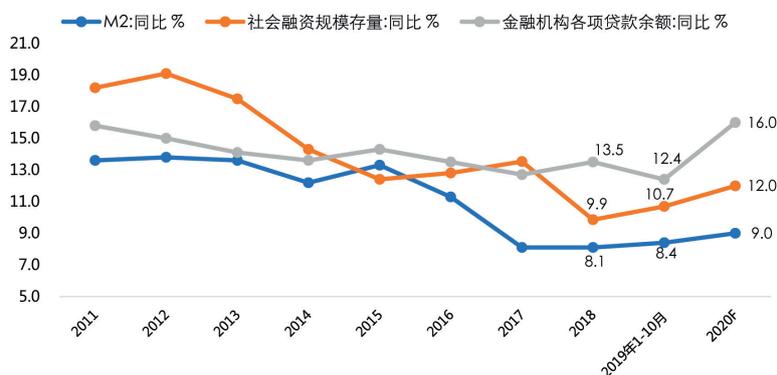
表格 1：2020 年货币政策逆周期调节力度将显著加大

	2020 年	2019 年（截至 11 月底）
下调政策利率 (MLF 利率、OMO 利率)	4 次，40 个基点	1 次，5 个基点
普遍降准	2-3 次，1.5 至 2.0 个百分点	2 次，1.5 个百分点

资料来源：Wind，东方金诚

其次，为激励商业银行同步下调 LPR 报价，提升其放贷能力，央行除了将加大公开市场操作力度，带动货币市场利率震荡下行，降低商业银行平均边际资金成本外，2020 年还可能再实施 2-3 次、共计 1.5 至 2.0 个百分点左右的普遍降准，其中，春节前可能会降准 0.5 个百分点。最后，为重点支持制造业、基建领域以及民营、小微企业，定向降准、再贷款再贴现等结构性货币政策工具有望持续发力。可以预期，在强调金融支持实体经济，以及金融严监管带来的局部信用紧缩效应进一步减弱背景下，2020 年 M2、社融及信贷增速将会出现趋势性上行，从而有别于 2019 年底徘徊的局面。

图表 5：在经历 2019 年的低位徘徊后，2020 年主要金融数据增速有望加快回升



数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

考虑到 2020 年上半年之前“猪通胀”还将带动 CPI 处于高位，加之稳定房价、稳定宏观杠杆率以及防控系统性金融风险等在货币政策目标中占有重要位置，2020 年货币政策边际宽松、政策利率调整将采取“小步慢行”节奏，类似美联储三个月内连续降息三次，每次下调政策利率 25 个基点的情况不大可能出现。这将有助于保留货币政策空间，维护我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家地位，避免出现“大水漫灌”现象。

2. 积极财政政策将提质增效

财政政策方面，2019 年下半年以来，专项债及基建项目资本金新规陆续出台，直接指向基建项目资金来源瓶颈，其背景是 2019 年基建投资增速反弹乏力，对宏观经济运行形成拖累。2020 年，为加大财政政策逆周期调节力度，基建提速和减税降费将继续成为两个重要抓手，其中前者的改善潜力更大。我们判断，2020 年财政赤字率有望从上年的 2.8% 上调至 3.0%；同时，为支持基建项目筹资，新增地方政府专项债发行规模将再扩大 1 万亿元，即增加到 3.15 万亿元。考虑到 2020 年专项债资金可作为部分重大项目的资本金，这意味着未来为相关基建项目配套融资的城投债、银行贷款以及其他金融工具资金有望出现较大规模增长；此外，在经历前期的治理整顿后，PPP 项目也有望再度发力。

图表 6：2020 年财政预算赤字率和新增地方政府专项债额度均有望上调



数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

2019 年减税降费规模明显扩大，在前三季度名义 GDP 同比增长 7.9% 的背景下，税收收入反而下降 0.4%，与此前通常高于名义 GDP 增速的情况形成鲜明对比，预计全年情况将大体类似，反映 2019 年减税内涵充分，并对改善企业盈利，增加居民可支配收入，提振消费、特别是粮油及日用品等基本消费产生了切实效果。展望 2020 年，为缓解企业经营压力，强化消费在经济增长中的“稳定器”作用，减税降费仍将保持较大力度，增值税、社保缴费等方面均存在一定政策空间，估计减税降费规模还将保持在 2 万亿左右。

考虑到基建提速、减税降费将给地方财政带来更大压力，以及房地产调控将进一步突出“一城一策”、双向调控特征，再度明显收紧的可能性不大，这意味着 2020 年地方政府国有土地出让金收入将恢复两位数增长（2019 年 1-10 月同比增速为 6.9%，全年呈明显的前低后高走势）。此外，如何在强化财政逆周期调节的同时避免地方政府隐性债务风险再度上升，将是 2020 年财政政策的一个重点所在。我们判断，2020 年对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制增量的主要方式；而在化解存量方面，预计将在以“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，探索化债新模式，地方政府隐性债务风险大规模释放的风险将进一步下降。

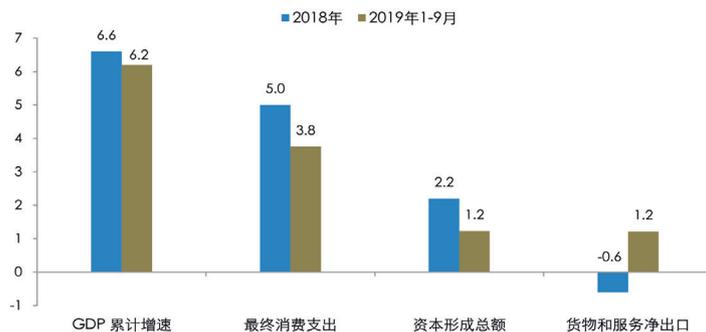
三、2020 年经济增长展望

2019 年前三季度 GDP 同比增速降至 6.2%，较上年全年下滑 0.4 个百分点，与上年前三季度相比，降幅达

到 0.5 个百分点。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，2019 年前三季度消费、投资拉动率均出现 1 至 1.2 个百分点的下滑，唯有净出口拉动率由负转正，逆势上扬至 1.2%。我们预计，四季度三类需求拉动率消长变化不会太大，经济增速有望企稳于 6.0%，由此预期 2019 年全年 GDP 增速将保持在 6.2%。

尽管净出口拉动率大幅改善，但中美经贸摩擦仍是 2019 年经济增速下滑加快的主导性原因。其背后的作用机制在于，伴随经贸摩擦的持续升级，市场信心受到较大冲击，国内消费（以汽车为代表）、投资（以制造业固定资产投资为代表）增速均受到直接影响，并拖累进口增速出现明显的负增长。同时我们也注意到，2019 年防范系统性金融风险仍在监管层的政策权衡中占有较大份量，严控地方政府隐性债务风险继续对基建资金来源形成强约束。因此，金融、财政严监管在一定程度上制约了逆周期政策调节效果。

图表 7：2019 年经济增速下滑，但净出口拉动率显著上升（%）



数据来源：Wind，东方金诚

展望 2020 年，宏观经济运行有望企稳，GDP 同比增速将保持在 6.0% 至 6.1% 左右，与 2019 年基本持平。主要原因包括：首先，在“十年 GDP 翻一番”目标下，2020 年逆周期调节政策力度有望显著加强——降息进程已经启动，基建提速效果将会显现，进而有效对冲中美经贸摩擦等外部逆风可能带来的下行风险。其次，本轮金融严监管始自 2017 年 5 月全国金融会议召开，并在 2018 年 4 月资管新规出台后达到高点。在影子银行、地方政府隐性债务、互联网金融风险逐步得到遏制后¹，严监管效应有望在 2020 年有所减弱，实体经济——包括民营企业、制造业和基建投资领域等——融资条件将趋于改善。最后，在经历 2019 年经济增速的较快下滑后，低基数效应也将对 2020 年同比经济增速提供一定支撑。

图表 8：2020 年经济增速有望企稳



数据来源：Wind，东方金诚

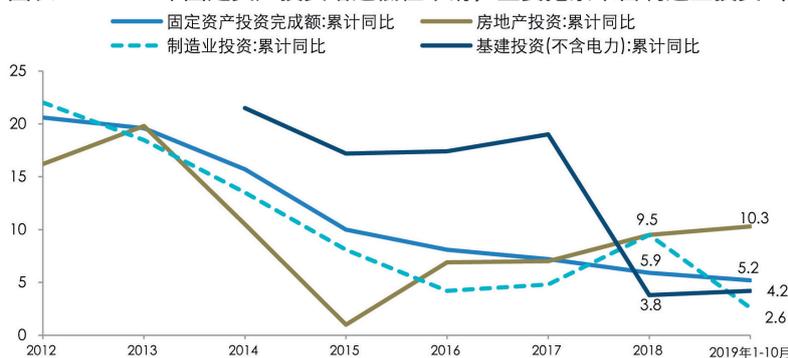
注：F 为东方金诚预测值

¹ 2019 年 11 月 25 日，央行发布《中国金融稳定报告（2019）》。报告指出：目前，在防范化解金融风险上，稳住了宏观杠杆率、平稳有序处置高风险机构、大力整顿金融秩序、应对金融市场波动风险、补齐监管制度短板等方面取得积极成效。央行有关部门负责人其后向记者表示：总体看，经过一年多的集中整治，我国金融风险由前几年的快速积累逐渐转向高位缓释，已经暴露的金融风险正得到有序处置，金融风险总体收敛。

1、投资：基建提速带动投资增速回升，在稳增长中发挥关键作用

2019年，固定资产投资增速在偏低水平基础上不升反降，成为同期宏观经济运行的重要拖累。其中基建投资增速低位徘徊，制造业投资大幅减速，房地产投资则保持较强韧性。

图表 9：2019 年固定资产投资增速低位下滑，主要拖累来自制造业投资（%）



数据来源：Wind，东方金诚

基建投资：与年初的普遍预期相反，2019年基建投资增速并未出现反弹，而是延续低位下行走势，主要原因是受严控地方政府隐性债务等因素影响，地方政府基建资金来源受限；尽管下半年之后陆续推出专项债及基建项目资本金新规等举措，但考虑到项目筹备存在时滞，政策效果在当期未有明显体现。

展望 2020 年，我们预计基建投资增速有望回升至两位数增长水平，初步预计将达到 12% 左右，有可能出现 2008 年以来的第 4 个“基建潮”，成为稳定宏观经济运行的主要发力点。

表格 2：2008 年以来，每隔 4 年会出现一次“基建潮”

时期	资源来源	累计基建投资增速变化	变化区间
2008-2009 年	中央预算内资金、铁道债等	加快 47.2 个百分点	从 2008 年 2 月的 3.6% 回升至 2009 年 6 月的 50.8%
2012-2013 年	城投债、非标融资等	加快 27.2 个百分点	从 2012 年 2 月的 -2.4% 回升至 2013 年 8 月的 24.8%
2016-2017 年	专项建设金融债、PPP 等	加快 5.6 个百分点	从 2016 年 2 月的 15.7% 回升至 2017 年 2 月的 21.3%

数据来源：Wind，东方金诚

主要原因包括：首先，财政政策将进一步向基建提速领域发力，财政赤字率上调、新增专项债规模扩大将缓解基建项目资金来源瓶颈；更为重要的是，2019 年 9 月国务院常务会议规定，11 月末提前下达的 1 万亿 2020 年新增专项债额度不得用于之前在专项债支出中占比近七成的土储和棚改项目，这部分资金将主要流向基建领域；而专项债资金作为部分基建项目资本金，且下调相关基建项目最低资本金比例要求后，专项债资金还将撬动更大规模的银行贷款、城投债及其他金融工具资金投入基建项目。由此，我们预计 2020 年基建投资增速（不含电力）有望回升至 12% 左右，较 2019 年加快近 7 个百分点。

制造业投资：2019 年制造业投资增速大幅下滑，从 2018 年全年的 9.5% 降至 2019 年 1-10 月的 2.6%，对经济增长产生较大拖累。分行业来看，“三黑一色”等供给侧改革行业投资增速大多维持上升趋势，而对出口业务依赖较大的行业投资增速普遍回落，例如，电气机械及器材制造业投资增速较 2018 年全年下滑 20.9 个百分点。整体上看，中美经贸摩擦升级对出口链条上的企业投资信心冲击较大。另一方面，2019 年 PPI 走低且在

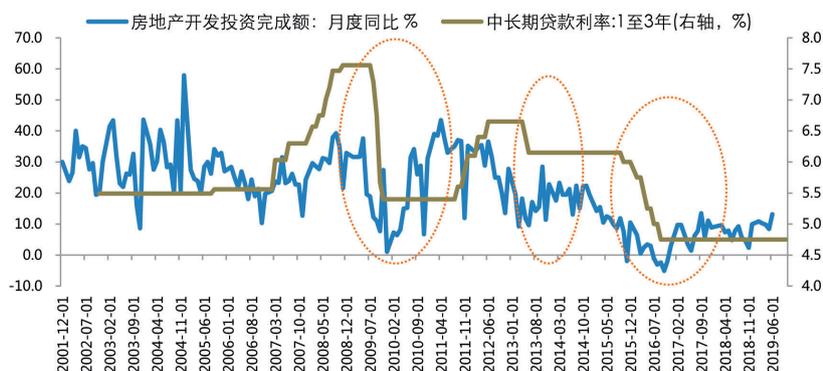
下半年进入通缩状态，拖累工业企业（其中约九成为制造业企业）盈利负增。此外，2018 年处于环保等设备投资支出高峰期，存在一定的高基数效应。需要指出的是，2019 年针对企业的减税降费力度明显加大，前三季度制造业新增减税 4,738 亿元，占新增减税总额的 31.36%，是受益最大的行业。我们认为，这会一定程度上改善企业赢利，但驱动企业投资的主要是对市场前景的判断，因此减税降费政策对制造业投资的激励作用有限。

展望 2020 年，在中美经贸摩擦前景难现明朗，PPI 增速可能继续处于低位的背景下，制造业投资信心还将经历一段低迷时期，预计投资增速将维持在 3.0% 左右，与 2019 年大体持平。考虑到本轮去库存周期接近尾声，以及上年基数分布，2020 年制造业投资增速有可能“前低后高”。具体行业方面，一些 2019 年盈利显著恶化的行业——主要包括出口敏感型行业、部分上游原材料行业以及汽车行业等——2020 年投资增速或将承压。但另一方面，高技术制造业将会受到市场需求和政策倾斜两方面加持，投资增速有望保持两位数（2019 年 1-10 月该指标为 14.5%，仅较上年同期下降 1.6 个百分点），显示未来制造业结构升级进程仍将持续。

房地产投资：2019 年房地产市场在经历一季度的“小阳春”后，调控政策从 4 月开始加码，房企融资渠道不断收紧，加之棚改大幅度退坡²，引发市场对房地产投资的普遍忧虑情绪。但 2019 年房地产投资增速不降反升，持续保持两位数的稳定增长。我们认为背后有三个原因：首先，本轮调控并未重点指向销售端，限购、限贷等措施较少，加之房贷利率整体处于稳定状态，房价及房地产销售面积数据波动较小；其次，在融资端收紧及市场向头部企业集中背景下，高周转模式盛行；最后，在经历此前持续 3 年的去库存后，当前商品房库存水平已降至 2013 年年底水平。以上因素推动 2019 年房屋施工面积增速持续回升，房地产投资增速韧性凸显。

展望 2020 年，降息周期已经启动，主要针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价也开始跟随政策利率下调。预计从 2019 年四季度开始，房贷利率就将扭转下半年以来的小幅上行局面，2020 年房贷利率有望持续走低，这将对房地产销售端起到直接推动作用，并带动投资增长。2000 年以来的历史数据显示，在我国降息周期启动一段时间后，通常会带动房地产投资增速走高，反之亦然。

图表 10：2008 年以来，每次降息周期启动后，房地产投资增速均会上扬



数据来源：Wind，东方金诚

其次，在“房住不炒”原则下，未来房地产调控将进一步突出“一城一策”、双向调控特征，调控力度进一步加码的可能性不大，不排除部分地区政策放松支撑财政托底经济的可能。最后，高周转、低库存模式将会延续，房屋新开工及施工面积有望继续保持两位数增长势头。当前市场普遍关注 2019 年土地成交价款大幅负增——1-10 月同比下降 15.2%，可能对未来房地产投资增速造成下拉效应。但我们认为，土地成交价款仅占房地产企业土地购置费支出的三至四成，而更全面反映房地产行业土地成交状况的地方政府国有土地使用权出让收入增速同期为 6.9%，且下半年以来增速持续上行。由此，我们认为当前土地成交价款负增对未来房地产投资增

² 根据住建部数据，2018 年棚改新开工 626 万套，完成投资 1.74 万亿元；2019 年计划新开工 289 万套，1-10 月已开工 300 万套，完成投资 1.03 万亿元。

速的负面影响不宜过度高估。

2、消费：社零增速有望触底反弹，消费对经济增长的拉动率料将企稳

2019年1-10月，社会消费品零售总额累计同比增长8.1%，增速较上年全年下滑0.9个百分点，预计全年累计增速将较上年下滑1个百分点左右。我们认为，中美贸易摩擦升级、经济下行压力加大背景下，消费信心受到一定影响，汽车、金银珠宝等可选消费品受到的影响较大；同时，房地产领域调控加码，也对涉房消费产生一定抑制作用。从社零主要构成来看，受住宅销售面积增速下滑拖累，建筑装潢、家具、家电等涉房消费增速下滑明显；汽车销量跌幅加深，在社零中占比最大的汽车销售额延续负增且降幅扩大；此外，国际油价下行带动石油及制品类销售额增长明显减速。不过，2019年前三季度，新增个人所得税减税规模超过4,400亿元，惠及2.5亿人群，带动居民可支配收入增速企稳反弹³，特别是中位数增速明显扩大——这意味着中低收入人群收入改善幅度更大，粮油、日用品等必需品销售增速有所加快。

展望2020年，在低基数以及破除汽车消费限制政策加码带动下，汽车销量降幅有望显著收窄，这将对社零增速回暖形成重要支撑。此外，伴随5年期LPR小幅下调，2019年下半年以来房贷利率走高势头有望扭转，2020年住宅销售面积增速将会加快，涉房消费有望改善。2019年11月，监管层决定两年内对综合所得年收入不超过12万元或年度补税金额较低的纳税人，免除汇算清缴义务，进一步减轻中低收入群体负担——这释放了针对居民的减税降费政策将在2020年继续深化的信号。由此，预计2020年居民人均可支配收入增速将会保持较快增长势头，必需品销售增速回落的可能性不大。

图表 11：2020 年汽车销量降幅有望收窄，社零增速将会反弹 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

注：F为东方金诚预测值

最后，消费升级和结构优化将会持续演进，主要原因是都市圈和大城市化积累了一定规模的高净值人群，棚改催生的三四线城市的消费品牌化和升级潜力，以及移动互联网普及带来的“消费爆点”等，都会支撑未来商品消费具有较强韧性。总体上看，主要在减税降费以及汽车销售回暖带动下，2020年社零总额增速有望回升至8.5%。

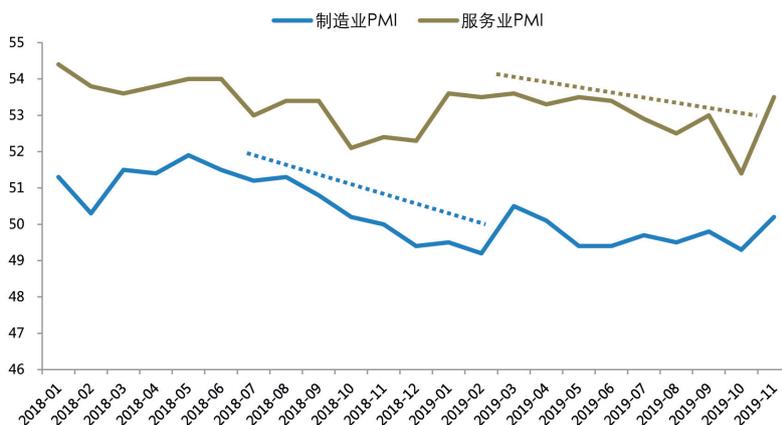
不过，值得关注的是，近年来已占居民消费半壁江山的服务消费⁴此前一直保持较高增长态势，但近期出现走弱苗头，2020年有可能对整体消费形成一定拖累。一方面，在制造业PMI自2019年5月起连续进入收缩区间后，此前一直坚挺的服务业PMI在10月大幅走低至51.4，为有历史数据以来的最低点。因此，2020年需

³ 根据国家统计局数据，2018年全国居民可支配收入为39.39万亿元，而2019年前三季度个税减税规模约为4400亿元，直接带动居民可支配收入增速提升约1.1个百分点。

⁴ 根据国家统计局数据，2018年居民服务消费支出占比49.5%，商品消费支出占比50.5%。

要警惕制造业走弱向服务业传导的可能性，服务消费增长势头也可能受到影响。

图表 12：2020 年需要关注制造业低迷向服务业传导的可能性，警惕服务消费或将减速（%）



数据来源：Wind，东方金诚

另一方面，作为居民服务消费支出的一个观察点，近期国内旅游人数及旅游收入增速正在出现下行趋势，从具有可比性的 2019、2018 年“十一黄金周数据”来看⁵：

表格 3：“十一黄金周”旅游数据显示服务消费已现减速态势

	2019 年	2018 年
旅游人数	7.81%	9.43%
旅游收入	8.47%	9.04%

数据来源：Wind，东方金诚

总体上看，我们预计 2020 年商品消费增速有望回升，服务消费增长势头有可能减弱，但类似 2019 年最终消费对经济增长拉动率大幅走低的情况不会再现⁶，消费拉动力企稳将对 2020 年稳增长发挥“压舱石”作用。值得一提的是，2020 年中美经贸摩擦走势、减税降费力度，以及各类鼓励消费政策等都将对居民消费信心形成复合影响，存在较大不确定性。

3、净出口：贸易顺差难以维持高增，净出口对经济增长的拉动率或将显著下降

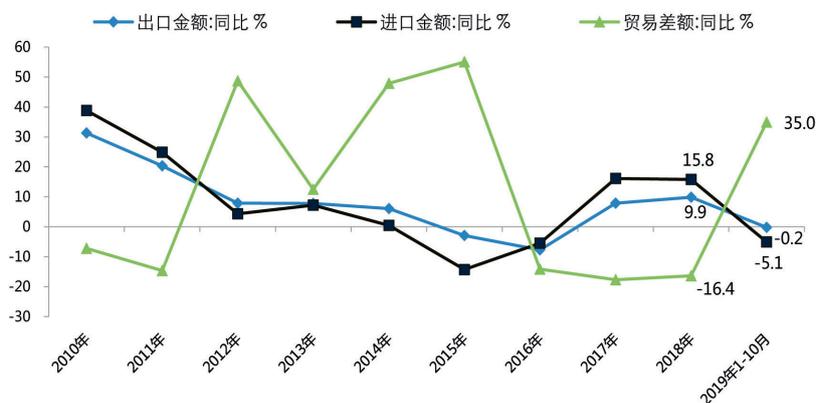
在中美贸易摩擦升级背景下，与外需将拖累经济运行的普遍预测相反，2019 年净出口对经济增长的拉动力显著增强。前三季度，我国商品贸易顺差同比增长 35.7%，商品和服务净出口同比增幅更达到 4.4 倍。这带动净出口对经济增长的拉动率在前三季度达到 1.2%，上年同期则为 -1.0%。

其背后的主要原因在于：首先，伴随 2019 年关税逐步升级，中国对美商品出口出现两位数下跌（1-9 月同比下降 10.6%），但同期进口降幅更大，达到 -26.3%，这导致同期中国对美贸易顺差同比仅小幅下降 2.0%，意味着前期贸易争端对我国对美贸易顺差的冲击较为有限。其次，2019 年国内 GDP 增速降幅达到 0.4 至 0.5 个百分点，对进口需求产生较为强烈的冲击，前三季度进口同比下降 5.0%，而同期出口降幅仅为 -0.1%，这导致整体货物贸易顺差大幅增长。最后，2019 年经济景气下行也对服务贸易平衡带来较大影响，特别是海外旅行支出出现负增长，带动前三季度服务贸易逆差同比收窄 11.4%。

⁵ 2017 年国庆假期与中秋叠加，放假 8 天，而 2018 年与 2019 年均放假 7 天。

⁶ 2018 年最终消费对 GDP 增长的拉动率为 5.0%，2019 年前三季度该指标回落至 3.75%，预计全年为 3.9%。左右，而 2020 年该指标有望保持在 4.0% 左右。

图表 13: 进口降幅较大是 2019 年贸易顺差扩张的主要原因, 这一势头在 2020 年难以持续



数据来源: Wind, 东方金诚

展望 2020 年, 净出口同比大幅增长的势头不会持续, 其对经济增长的拉动率或将显著下降。主要原因在于: 首先, 在已加征关税难以大幅削减的预期下, 2020 年中国对美出口降幅还有进一步扩大的趋势, 而进口降幅则趋于收敛, 预计 2020 年对美贸易顺差有可能出现较大幅度下降。更为重要的是, 2020 年伴随我国国内经济增速企稳, 进口降幅有望趋缓, 这意味着驱动 2019 年贸易顺差的主要因素将会削弱。考虑到 2020 年全球经济增速仅将企稳或小幅回暖, 我国商品的海外需求难现明显增长, 无法弥补对美出口下滑带来的缺口。在服务贸易方面, 我们预计海外旅行等支出项还有下行趋势, 服务贸易逆差将继续收窄, 从而对净出口形成一定支撑。综合以上, 预计 2020 年净出口对经济增长的拉动率将从 2019 年全年的 1.1% (预测值) 降至 0.2% 左右, 由此产生的 0.9 个百分点的缺口将主要由投资拉动率上升弥补。

四、2020 年物价走势展望

主要受猪瘟疫情对生猪产能带来严重冲击影响, 2019 年二季度之后猪肉及其替代品价格大幅走高, 带动食品价格自 8 月开始连续出现两位数的同比增长, 并于 9 月起推动整体 CPI 站上 3.0% 的控制目标。因此, 判断 2020 年 CPI 走势, 猪瘟疫情的变化是关键因素。

自 2005 年以来, 受各类疫情驱动供给侧收缩, 我国经历了 4 轮明显的猪价上行周期, 分别为 2007-2008 年、2010-2011 年、2015-2016 年以及 2019 年。回顾历次生猪疫情 (2006-2007 年高致病蓝耳病大规模爆发, 2010 年口蹄疫影响严重, 2015 年“高热病”爆发, 2018 年 8 月非洲猪瘟确诊) 可以发现, 在疫情爆发初期, 生猪存栏快速下降, 同时伴随猪肉价格小幅下跌; 但当疫情得到控制后, 猪肉价格会伴随生猪出栏减少而明显上涨, 而上涨周期 (从猪肉价格恢复正增长到涨幅最高点) 在此前 3 次的持续时间为 4 至 5 个季度。

图表 14: 历史上的 3 次猪瘟疫情对猪肉价格及 CPI 上涨的驱动周期平均为 4 到 5 个季度

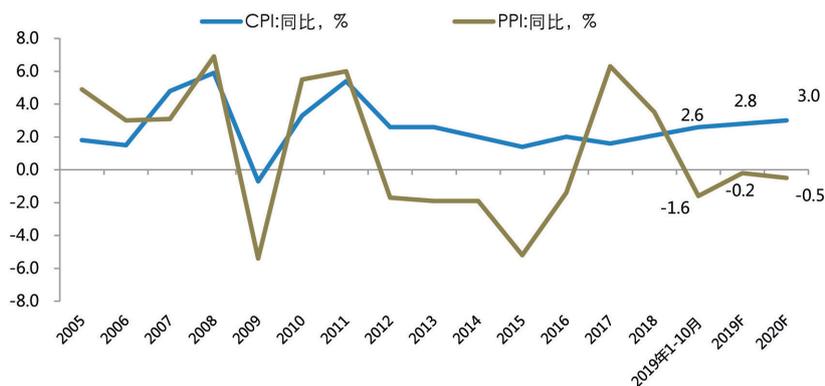


数据来源: Wind, 东方金诚

当前猪瘟疫情已进入稳定期，而本次猪肉价格同比快速上升始于 2019 年二季度，这意味着在 2020 年二季度末，猪肉价格涨幅即可能见顶回落。农业农村部表示，2019 年 8 月以来，全国共有 25 个省份出台了支持生猪复产保供政策措施。10 月能繁母猪存栏环比增加了 0.6%，这是自去年 4 月以来首次出现增长。这意味着目前（截至 2019 年 11 月）全国生猪产能下滑已经基本见底，年底前存栏有望止降回升。我们判断，2020 年“两节”前后猪肉价格还有冲高潜力，本轮 CPI 的高点或在 2020 年 1 月前后；二季度之后，伴随猪肉供应恢复，加之物价基数大幅抬高，CPI 同比将出现明显回落。

可以看到，2019 年以来，信贷、社融和 M2 等金融数据总体处于温和偏低水平，货币因素不是推升物价走高的基础因素；而扣除食品、能源之外的核心 CPI 同比则持续走低——年初该指标为 1.9%，10 月已降至 1.5%。由此可见，本轮 CPI 走高主要源于个别商品供应的短期约束，因此持续时间很可能不会超过 1 年。这完全不同于因货币超发或宏观经济整体供不应求而带来的 CPI 趋势性走高。预计 2020 年 CPI 走势将“前高后低”，全年同比涨幅仍有望控制在 3.0% 左右。由此，尽管 2020 年上半年之前 CPI 上行压力较大，但并不表明未来一段时间经济会面临明显的通胀风险。

图表 15：2020 年宏观经济既没有明显的 CPI 通胀风险，也没有 PPI 通缩风险



数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

PPI 方面，2019 年 10 月 PPI 同比下降 1.6%，已连续 4 个月处于负向区间，而且预计年底前仍将保持同比负增。但展望 2020 年，我们判断 PPI 持续进入明显通缩状态的概率不大，全年同比将大体持平或小幅负增，走势则与 CPI 相反，呈“前低后高”状态。其背后主要有三个原因：首先，2019 年下半年以来 PPI 同比进入负向区间，一个重要原因是上年同期基数很高——2018 年 PPI 全年同比涨幅为 3.5%，且在年中之后达到高点，因此上年高基数是 2019 年 PPI 同比下行的的重要原因。伴随 2019 年 PPI 整体处于零增长附近（1-10 月 PPI 累计同比为 -0.2%），这一因素无法再度推动 2020 年 PPI 同比明显走低。

其次，2019 年经济增速较上年回落幅度较大，但 2020 年经济增速有望企稳。在供给端相对稳定的背景下，经济增速下滑会直接抑制工业品需求，给 PPI 带来一定下行压力。2020 年是完成“十年 GDP 翻一番”目标的最后一年，预计 GDP 增速将保持在 6.1% 左右，与 2019 年相比差别不大，这也意味着 PPI 下行压力也会相应放缓。

第三，“PPI 看油”，国际油价往往是决定国内 PPI 走势的一个关键因素。截至 10 月底，2019 年以来 WTI 现货价格同比下降 15.6%，IMF（国际货币基金组织）预测 2019 年全年国际油价同比降幅将为 9.6%——年底两个月降幅将显著收窄，主要源于上年 10 月中旬之后国际油价出现一轮暴跌走势。而 IMF 预测，2020 年国际油价降幅将收窄至 6.2%，这也预示着 2020 年国内 PPI 同比下行压力与 2019 年相比将趋于缓和。

五、总结

总体上看，2020年宏观经济面临的内外部环境与2019年较为相似，中美经贸摩擦仍是牵动宏观经济运行的最大不确定因素，经济仍然面临一定趋势性下行压力。2020年是全面奔小康的收官之年，也是三大攻坚战的决胜之年，多重时间节点叠加表明，宏观政策需要在稳增长、促改革、调结构、防风险等多目标之间把握好综合平衡，灵活性会进一步增强。我们判断，2020年稳增长的份量将有所增加，宏观政策的逆周期调节力度趋于加大，这也意味着“增速企稳”有望成为2020年宏观经济运行的一个重要特征。

我们预期，如果2020年中美经贸谈判在后续阶段取得突破性进展，取消大部分已加征关税，市场信心将显著改善，GDP有望实现6.2%以上的超预期增长。相反，若2020年受大选等因素刺激，美方再度“变脸”，则国内货币、财政等宏观政策逆周期调节力度将更为有力，GDP增速将保持在6.0%或略低水平，宏观经济不存在失速风险。

展望未来，伴随国内经济对中美经贸摩擦等外部冲击的吸收能力逐步增强，宏观政策议程将更加“以我为主”；贯彻新发展理念，推动结构性改革，淡化经济增长数量指标，将成为十四五期间（2021-2025年）我国经济施政的主导性方略。

“债牛”基础有望夯实 违约风险整体趋缓

——2020 年债券市场展望

研究发展部 冯琳

主要观点：

1. 2019 年债券市场回顾

- 2019 年经济下行压力加大，但货币宽松力度不及预期，利率债市场波动加剧，10 年期国债收益率呈现“上有顶、下有底”的区间震荡格局。
- 信用债市场表现好于利率债，发行大幅放量，利差明显修复，但不同性质主体间分化压力未消，尤其体现在城投债表现亮眼，而民企债寒冬依旧。
- 债券违约多发，新增公募债违约主体数量与 2018 年基本持平；违约仍集中于弱资质民企，但出现向中高等级蔓延的趋势；除实质性违约外，本息展期、场外兑付、要求撤销回售等情形增多，民企财务造假、实控人风险等也引发市场广泛关注。

2. 2020 年债券市场展望

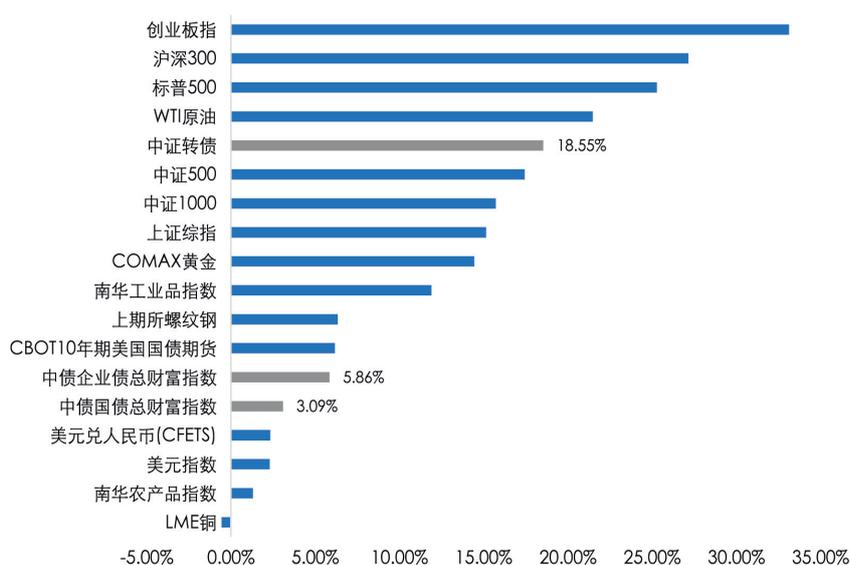
- 2020 年稳增长刚性增强，宏观政策逆周期调节力度料将显著加大，其中货币政策中的降息进程已经开启，“债牛”基础有望夯实；债市短端利率将随资金利率中枢下移，长端博弈气氛仍然较浓；2020 年美国大选会给中美经贸谈判注入新的不确定因素，贸易争端料将在缓和与升级之间往复摆动，这将放大债市波动。
- 预计 2020 年债市将呈现牛市震荡格局，收益率曲线陡峭化下行，10 年期国债收益率将在 2.8%-3.3% 之间波动，中枢较 2019 年小幅下移。
- 2020 年信用债将进入连续第三个发行“大年”；城投、优质房企和直接受益于政策利好的中上游行业国企将为发债主力，市场对民企信心的修复仍需时间。
- 2020 年信用债市场将跟随利率债延续牛市行情，加之违约对市场的整体冲击边际减弱，利差持续大幅上行的风险可控；但当前各类利差普遍处于较低水平，进一步压缩的空间有限，这将倒逼投资者策略趋向精细化，实现高收益和高风险的平衡。
- 2020 年政策环境仍然有利于融资条件改善，加之低等级债券到期压力缓解，债券违约率将较 2019 年有所下降；但需警惕违约向部分中高等级主体和国企蔓延的可能，以及商业银行尾部风险的持续暴露对风险偏好的压制。

一、2019 年债券市场回顾

(一) 2019 年经济下行压力加大，但货币宽松力度不及预期，债市波动加剧，利率走势呈现“上有顶、下有底”的区间震荡格局。

2019 年债市整体呈现区间震荡格局。前 11 个月，10 年期国债收益率在 3.0%-3.4% 区间波动，中枢为 3.18%，11 月末报 3.17%，较上年末小幅下行 6.15BP；同期 1 年期国债收益率小幅上行 4.31BP，主要反映 2019 年货币市场利率中枢仅略有下移¹，且波动加大。由此，截至 11 月末，国债 10Y-1Y 期限利差较上年末收窄 10.46BP 至 52.19BP。而从大类资产收益视角来看，2019 年利率债市场表现不及信用债，债市表现不及权益（包括转债）和大宗商品。

图表 1：2019 年各大类资产表现（截至 2019 年 11 月末）

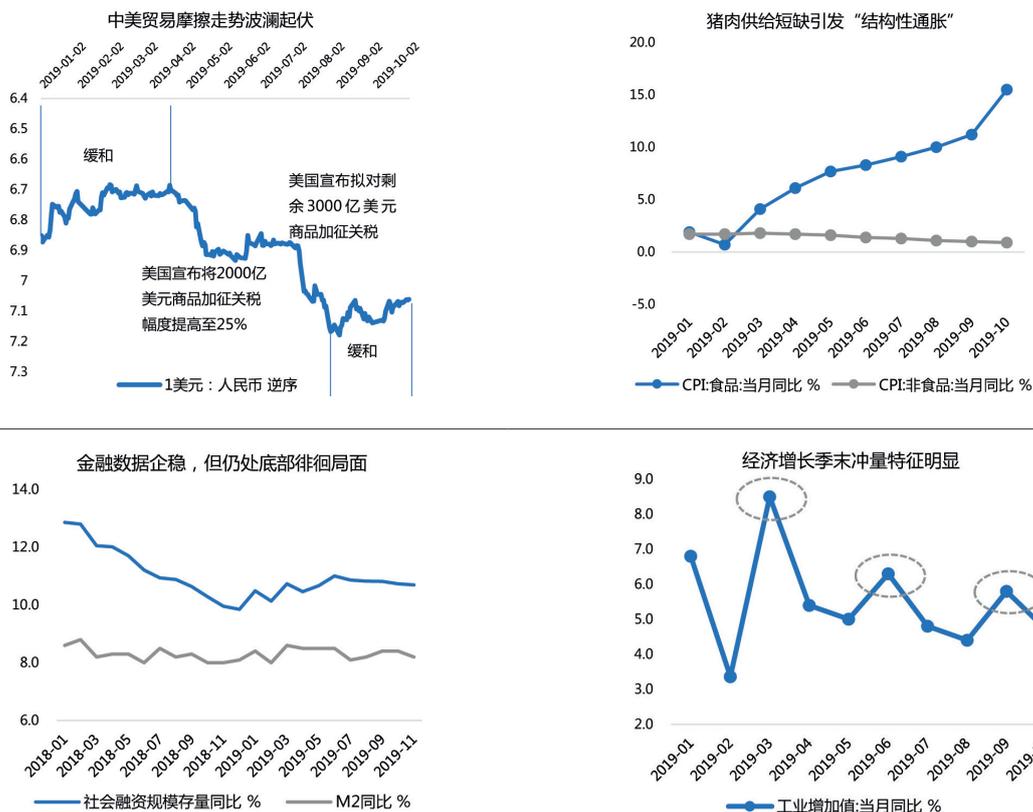


数据来源：Wind，东方金诚

经济下行压力和货币宽松基调对债市仍有支撑，但阶段性干扰因素增多。回顾 2019 年债市运行环境，中美经贸摩擦风险起伏不定，其烈度在“缓和—升级—缓和”的过程中螺旋式上升；经济增长在一季度短暂企稳后再度转入下行，但月度经济数据波动较大，表现出明显的“季末冲量”特征；通胀压力前低后高，而与“猪通胀”并存的是非食品价格的增长低迷和 PPI 的连续通缩，市场在“滞胀”和“通缩”之间摇摆不定；社融、M2 等核心金融数据触底企稳，但反弹趋势并不稳固，仍处底部徘徊局面。更为重要的是，经济基本面和外部风险因素变化对债市的扰动又因政策面随其边际调整而进一步强化，货币政策相机抉择特征更加明显，整体定力超出普遍预期。

¹2019 年 1-11 月 DR007 均值较 2018 年下半年均值小幅下行 5.35BP。

图表 2：2019 年影响债券市场走势的扰动因素增多



数据来源：Wind，东方金诚

前 11 个月债券收益率走势大致可划分为七个阶段。除年初外，基本呈现“熊陡”和“牛平”交替局面，具体表现为“年初牛陡→2月中下旬至3月上旬熊陡→3月中下旬牛平→4月熊陡→5至8月中旬牛平→8月下旬至10月底熊陡→11月牛平”。

图表 3：2019 年国债到期收益率和期限利差走势



数据来源：Wind，东方金诚

第一阶段（1月至2月中下旬）：1月央行全面降准释放约 1.5 万亿流动性，资金面宽松带动短端利率首先走低，并为长端下行打开空间；同时，2018 年 12 月末公布的 PMI 数据跌至荣枯线以下，加剧市场对 2019 年经济下行的担忧，加之美联储 1 月货币政策会议纪要释放了强烈的鸽派信号，推升国内宽松预期，带动长端收益率下行。这一阶段，10 年期国债收益率最低点触及 3.07%，期限利差在 60-75BP 之间波动，与上年末

相比有所走阔。

第二阶段（2月中下旬至3月上旬）：2月公布的1月金融数据大幅超出预期，市场预计“宽信用”政策效果将逐步显现，特朗普宣布推迟加税期限令风险偏好进一步修复，股市走牛对债市资金造成挤出效应，共同驱动利率上行。10年期国债收益率从2月14日的3.07%升至3月5日的3.21%，期间短端利率同步上行，期限利差小幅走阔。

第三阶段（3月中下旬）：因外围经济基本面偏弱，尤其是美债收益率曲线倒挂加剧市场对美国经济的悲观预期，美联储释放鸽派信号，加之国内降准预期升温，债市迎来一波上涨。3月末10年期国债收益率较3月5日下降14.66BP至3.07%，这一时期短端收益率基本走平，期限利差压缩14.12BP。

第四阶段（4月）：央行货币政策向偏紧方向微调，流动性投放注重结构性调整而非总量扩张，资金面呈现紧平衡状态，影响短端收益率上行；长端则受经济超预期企稳、金融数据持续改善、猪肉等农产品价格上涨带动通胀压力上升、市场降准预期落空等因素影响而持续走高。4月末10年期国债收益率报3.39%，较上月末提高31.86BP，期间国债收益率曲线陡峭化上行，长端在多重利空影响下上调幅度更大。

第五阶段（5月至8月中旬）：这一阶段利好债市的因素增多，包括经贸摩擦升级，存款准备金“三档两优”新框架基本形成，经济、金融数据偏弱，以及海外货币政策进一步转向宽松并强化国内宽松预期等。期间引发利率调整的扰动因素主要是包商银行事件对流动性的冲击、专项债新规令基建托底预期强化、股市上涨、通胀预期升温等。整体上看，这一阶段债市涨势明显，10年期国债收益率多次触及3.0%的关键阻力位，8月19日报3.02%，较4月末下降36.78BP，期间短端利率下行幅度较小，期限利差收窄27.45BP。

第六阶段（8月下旬至10月底）：8月20日新版LPR首次报价降幅不及预期，加之猪肉价格大涨，以及政金债纳入同业投资管理的传闻影响市场情绪，债市震荡下跌；9月沙特原油设施遇袭，引发“猪油共振”担忧，同时，央行未如期下调MLF利率，市场降息预期落空，债市继续回调；10月经济企稳与通胀预期升温，货币政策保持定力，资金面边际收紧，收益率全线上扬。10月末10年期国债收益率较8月19日上行26.89BP，期间央行全面降准，资金面维持宽松，短端利率上行幅度较小，期限利差扩大20.10BP。

第七阶段（11月）：10月末公布的PMI数据再度走低，央行小幅调降MLF利率和7天期逆回购利率，表明后期结构性通胀对货币宽松的掣肘作用不必高估，这在很大程度上缓解了前期利率上行压力。11月末10年期国债收益率较10月末下行12.30BP，同期短端利率下行幅度较小，期限利差收窄10.13BP。

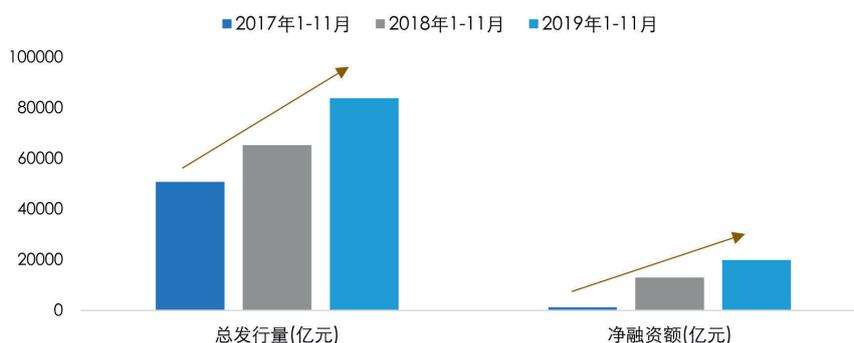
（二）2019年信用债表现好于利率债，一、二级市场同步回暖，发行大幅放量，利差明显修复，但不同性质主体间分化压力未消，尤其体现在城投债表现亮眼，民企债寒冬依旧

1. 一级市场

2019年信用债²发行延续回暖。1-11月发行量为83,692亿元，同比增长28.3%，尽管到期偿还压力亦有明显加大，但净融资额仍较上年同期增长53.3%至19,923亿元。

²本报告所指信用债为非金融企业信用债券，含企业债、公司债、（超）短期融资券、中期票据和定向工具。

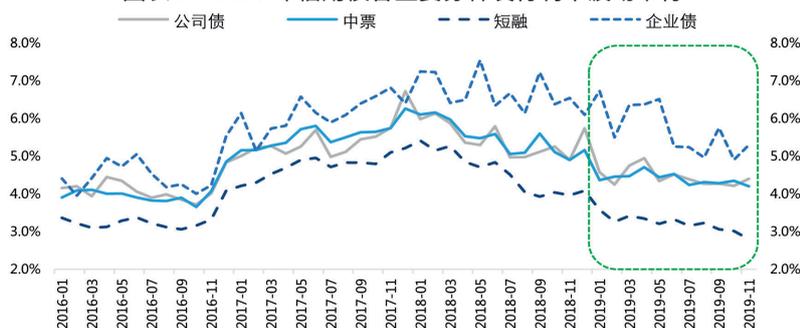
图表 4：2019 年信用债发行延续回暖趋势



数据来源：Wind，东方金诚

2019 年信用债发行利率波动下行，与上年 12 月相比，11 月各主要券种加权平均发行利率下行幅度在 83-131BP 之间；比较而言，2019 年三季度金融机构一般贷款加权平均利率较上年四季度小幅上行 5BP³，故债券融资的性价比进一步体现，企业可通过发行债券来优化其债务融资结构、降低综合融资成本。

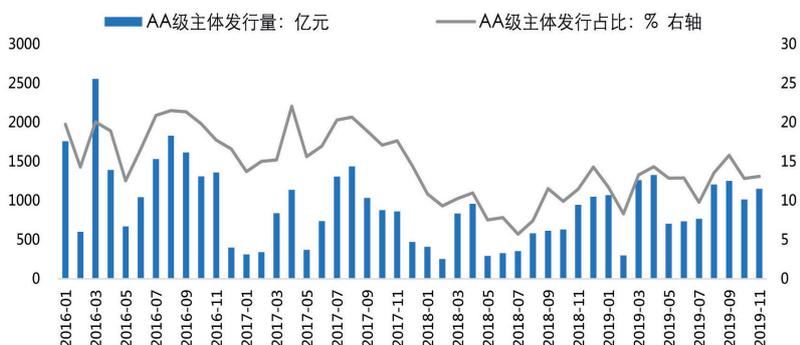
图表 5：2019 年信用债各主要券种发行利率波动下行



数据来源：Wind，东方金诚

发行主体资质有所下沉，但主要集中在城投债。2019 年以来，利率债和高等级信用债收益率已降至较低水平，投资者开始采取“信用下沉”策略，传导至一级发行市场，发行主体资质亦有所下沉。1-11 月 AA 级主体债券发行量占同期信用债总发行量的 12.8%，较上年同期高出 3.3 个百分点；净融资额转正至 1,802 亿元，同比增加 4,351 亿元。

图表 6：2019 年信用债发行主体资质开始下沉



数据来源：Wind，东方金诚

³据央行公布的数据，2019 年三季度金融机构一般贷款加权平均利率为 5.96%。

不过，因投资者风险偏好较低，信用下沉谨慎，故低等级债券发行回暖主要依靠低等级城投债。2019年以来，包含城投在内的地方国企信用债发行明显提速——1-11月AA级地方国企债券发行量占同期所有AA级主体发行量的93.4%；净融资额达到3,357亿元，这也意味着其他性质AA级主体债券净融资额整体依然为负。

图表 7：2019 年低等级债券发行回暖主要依靠地方国企



数据来源：Wind，东方金诚

2019年民企债发行仍未见起色。1-11月，民企信用债发行量同比下降26.2%，占同期信用债发行量的比重从上年同期的7.7%降至4.4%；净融资额为-2,512亿元，低于上年同期的-1,021亿元，缺口进一步扩大。这主要源于民企债券违约依然多发且财务造假等负面事件频发，导致投资者对民企债存在规避情绪。当然，在政策引导下，银行体系加大对民企信贷支持力度⁴，对债券融资产生一定替代作用，叠加经济下行时期部分民企主动控杠杆，也在一定程度上解释了民企债发行的缩量。

图表 8：民企债发行占比仍处持续下滑过程

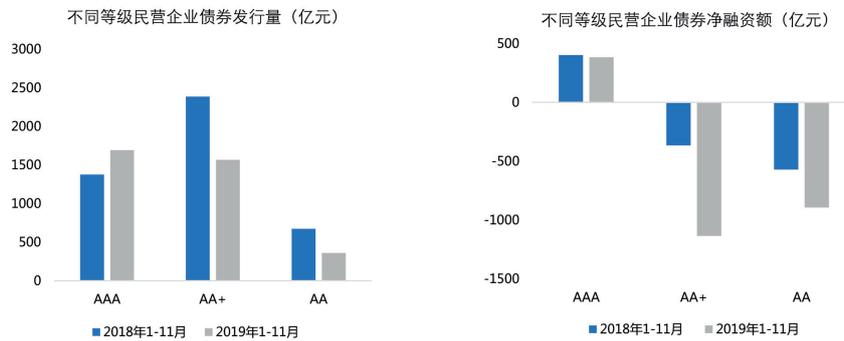


数据来源：Wind，东方金诚

另一方面，民企债内部同样存在分化。1-11月AAA级民企债发行量高于上年同期，且净融资额为正，显示高等级龙头民企债券融资相对顺畅，但AA+级及以下级别民企债发行继续缩量，净融资额持续为负。除因违约集中于低等级民企，市场风险偏好较低外，也反映出前期民企纾困政策效果主要集中在行业龙头等经营良好但出现暂时资金紧张的企业，弱资质主体难以直接受益。

⁴在监管层出台多项政策引导信贷资金流向小微企业和民营企业的背景下，2019年以来银行体系加大对民营企业信贷支持力度。从五大行半年报来看，2019年6月末，工商银行民营企业贷款余额较上年末增加1,340亿元，超过2018年全年增量1,137亿元；农业银行民营企业贷款余额较上年末增加1,562亿元；建设银行民营企业贷款余额较上年末增加2,025亿元；中国银行普惠型小微企业贷款余额比上年末增长27.07%，高于全行贷款增速；交通银行民营企业贷款余额增长5.95%，高于全行贷款平均增速。

图表 9：2019 年不同等级民企债发行亦呈现分化特征

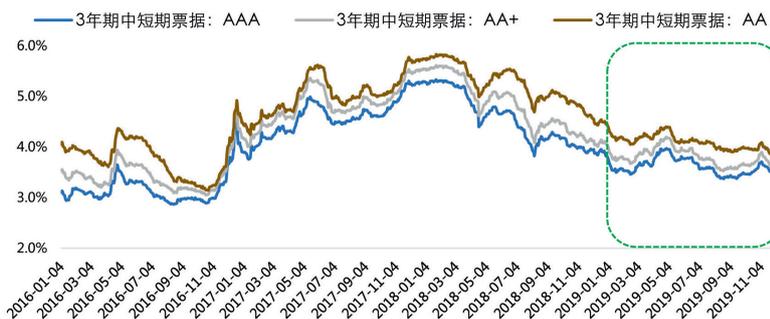


数据来源：Wind，东方金诚

2. 二级市场

2019 年信用债市场表现好于利率债。前 11 个月，利率债市场总体“不牛不熊”，信用债市场的牛市行情则较为明确。截至 11 月末，AAA 级、AA+ 级和 AA 级 3 年期中短期票据到期收益率较上年末分别下行 32.05BP、43.05BP 和 61.05BP。

图表 10：2019 年信用债市场的牛市行情较为明确



数据来源：Wind，东方金诚

2019 年信用债利差整体收窄。受益于“宽信用”措施和风险偏好的边际回升，以及结构性资产荒背景下，投资者对高收益安全资产的需求推动市场对城投债的偏好升温，2019 年信用债利差整体收窄——截至 11 月末，AAA 级、AA+ 级和 AA 级 3 年期中短期票据利差与上年末相比分别下行 11.01BP、22.01BP 和 40.01BP。需要说明的是，民企违约多发是 2018 年信用利差大幅走阔的重要原因，2019 年民企违约虽仍然不断，但市场对违约事件的反应已经钝化，一般的违约已不会对整个市场的利差走势产生明显冲击。

图表 11：2019 年信用债利差整体收窄



数据来源：Wind，东方金诚

2019年信用债等级利差明显修复。截至11月末，1年期、3年期、5年期AA级与AAA级中短期票据利差较上年末分别下行35.00BP、29.00BP和33.00BP。但低等级债券利差也存在结构性分化，国企债、城投债利差下行带动整体利差收窄，而民企债等级利差分化依然明显。此外，如图表12所示，主要受投资者风险情绪变化，以及对信用债投资策略转变等因素影响，前11个月等级利差走势大致可划分为三个阶段。

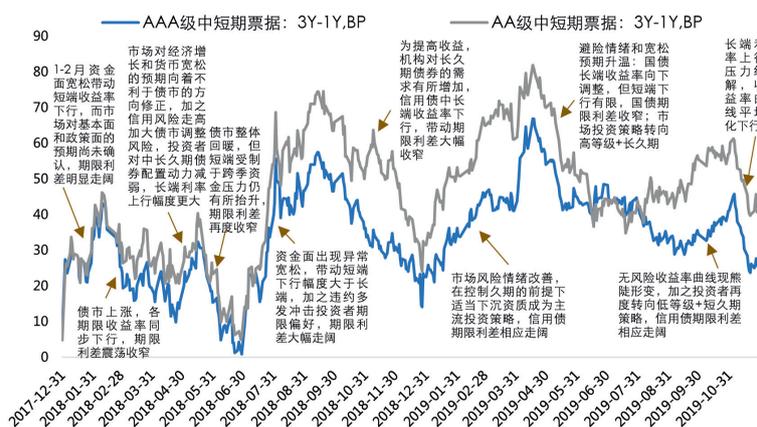
图表 12：2019 年等级利差延续 2018 年下半年以来的收敛趋势



数据来源：Wind，东方金诚

2019年信用债期限利差走出“M”型走势，反映了投资者对信用债投资策略切换以及无风险债券收益率曲线形变的影响。整体来看，前11个月信用债期限利差略有走阔。截至11月末，AAA级和AA级中短期票据3Y-1Y利差较上年末分别上行3.71BP和9.71BP。

图表 13：2019 年信用债期限利差走出“M”型走势



数据来源：Wind，东方金诚

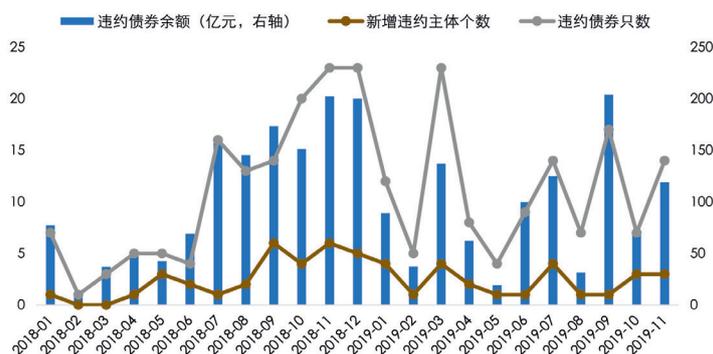
（三）债券违约处多发状态，新增违约主体仍高度集中于弱资质民企

2019年融资条件的分化特征仍然明显，处于融资链条末端的民营企业融资环境改善有限，加之经济下行压力加大，企业经营难度提升，盈利情况整体恶化，以弱资质民企为代表的部分企业资金链仍然很紧张，导致债券违约继续多发。2019年1-11月，共有120只公募债券违约（不含技术性违约），比上年同期增加9只；违约债券余额为1,014亿元，同比下降9.0%；新增违约主体25家⁵，仅比上年同期减少1家。

⁵含13只中债（集合企业债）发行人，此处记为1家。

需要说明的是，上述统计数据并不包含技术性违约、本息展期、场外兑付、要求撤销回售等不构成实质性违约，但会引发市场对发行人担忧情绪的情形，2019 年以来这种情形正在增多——据统计，1-10 月场外兑付或要求持有人撤销回售的企业有 13 家，且多家主体同时涉及场外兑付和撤销回售。这会影响到相关发行人的后续再融资，并有较大的可能会最终演变为实质性违约。

图表 14：2019 年信用债违约仍处高发状态

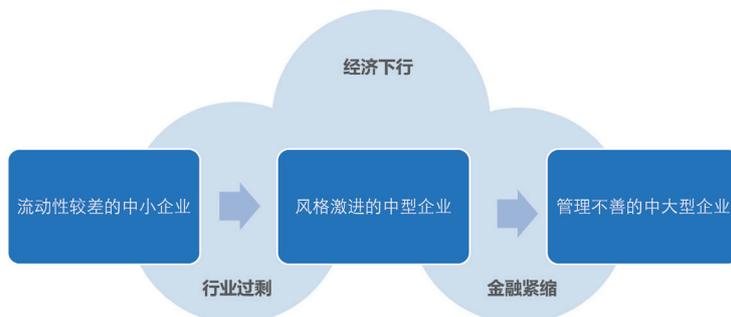


数据来源：Wind，东方金诚

注：不含私募债和定向工具；不含技术性违约

从违约主体结构看，2019 年债券违约仍高度集中于弱资质民企。1-11 月新增违约主体中，民企占比 76.0%。据我们测算，2019 年民企债简单年化⁶后的边际违约率为 4.10%，远高于国企 0.13% 的边际违约率水平，但较 2018 年的 4.70% 有所下降。除企业盈利下滑、外部融资不畅、债务管理能力弱、股权质押风险等因素导致违约外，违约民企多存在公司治理不当、经营风格激进等问题，同时，财务造假、实控人风险等事件也引起市场广泛关注。值得注意的是，2019 年违约风险正逐步向中高等级主体蔓延。1-11 月新增违约主体中，发行时主体评级为 AA+ 级的企业为 7 家，而上年同期仅为 2 家。

图表 15：2019 年中高等级主体违约渐多，符合我们对信用风险释放顺序的判断



数据来源：Wind，东方金诚

二、2020 年利率债市场展望

2020 年经济下行压力较大，国内降息周期开启，有望夯实“债牛”基础。全年债市将呈现牛市震荡格局，收益率曲线或将陡峭化下行。预计 10 年期国债收益率将在 2.8%-3.3% 之间波动，中枢较 2019 年小幅下移至

⁶根据 2019 年 1-10 月边际违约率简单年化得到，下同。

3.0%-3.1%，从而打破“牛一年、平一年、熊一年”的经验性规律。考虑到中美经贸摩擦存在不确定性，政策对冲力度还将据以相机抉择，债市面临的变数较多，年内走势预判难度较大。我们倾向于认为，一季度是市场对政策力度的观察期，加之通胀压力扰动，利率走势可能较为纠结；从二季度起，降息窗口期有望重启，利率下行趋势相对明确；但随着社融持续回升趋势确认，基本面企稳，货币宽松加码力度边际减弱，四季度利率走势可能面临较大上行风险。

（一）2020 年外部逆风仍将起伏不定，而国内稳增长刚性增强，宏观政策逆周期调节力度料将显著加大，其中货币政策中的降息进程已经开启，有望夯实“债牛”基础

2020 年我国经济运行面临的外部环境依旧错综复杂，净出口对经济增长的拉动率或将显著下降，基本面偏弱对债市仍有支撑。更为重要的是，在十年 GDP 翻一番目标下，国内稳增长刚性将明显增强，宏观政策逆周期调节力度有望显著加大，其中货币政策中的降息进程已经开启——2019 年 11 月 5 日央行将 MLF 操作利率下调 5 个基点，11 月 18 日将 7 天期逆回购利率下调 5 个基点。回顾政策利率调整历史，鲜见 1 次下调后即止步的情况，往往表现为一个连续多次的调整过程。我们预计，着眼于宏观经济运行环境以及刚性较强的增长目标，2020 年 MLF 操作利率有望下调 4 次、共 40 个基点左右。

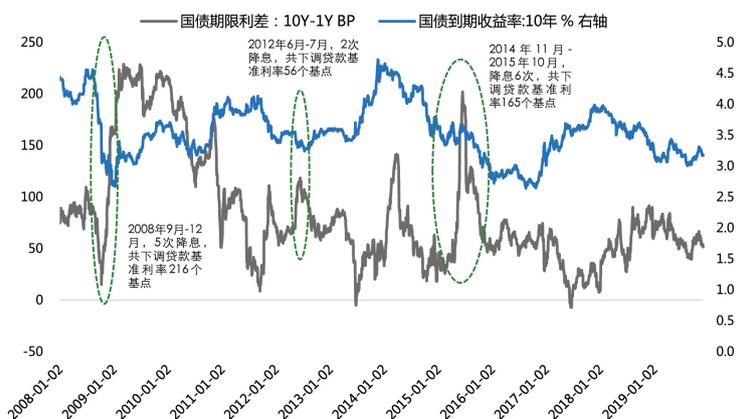
表格 1：2020 年货币政策逆周期调节力度将显著加大

	2020 年	2019 年
下调政策利率 (MLF 利率、OMO 利率)	4 次，40 个基点	1 次，5 个基点（截至 11 月底）
普遍降准	2-3 次，1.5 至 2.0 个百分点	2 次，1.5 个百分点

资料来源：Wind，东方金诚

降息周期的开启无疑给债市带来确定性利好，回顾 2008 年以来的历次降息周期，每次都为债市打开上涨空间，且收益率曲线通常陡峭化下行（见图表 16）。当然，考虑到稳定房价、稳定宏观杠杆率以及防控系统性金融风险等在货币政策目标中占有重要位置，这一轮降息过程中政策利率下调幅度将小于往次，且节奏会“小步慢行”，类似 2019 年美联储三个月内连续降息三次，每次下调政策利率 25 个基点的情况不大可能出现，这也意味着本轮降息过程对债市的利好也将小于往次，且释放节奏偏缓。

图表 16：降息周期为债市打开上涨空间



数据来源：Wind，东方金诚

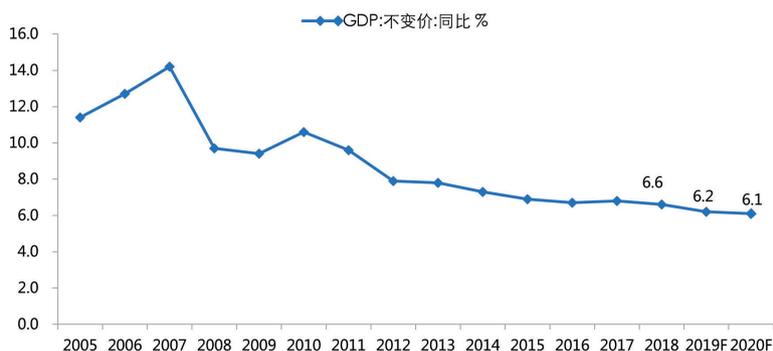
我们预计，伴随政策性降息周期开启，债市短端利率将随资金利率中枢下移，并为长端下行打开空间，但

长端博弈气氛仍然较浓：第一，逆周期调节加力背景下，基建投资增速或将实现较大幅度反弹；第二，上半年 CPI 涨幅还将处于高位，货币政策宽松节奏会受到一定制约，市场预期也将起伏不定；第三，在强调金融支持实体经济以及局部信用紧缩缓解的背景下，实体经济融资将较前期好转；第四，宽财政导向下利率债供给压力上升；最后，美国大选会给中美经贸谈判注入新的不确定因素，中美经贸争端很可能在缓和与升级之间往复摆动，这将放大债市波动。

（二）2020 年基建托底经济作用将进一步发挥，但经济增长缺少向上动能，预计 GDP 增速将为 6.0% 至 6.1%，与 2019 年基本持平

2020 年逆周期调节力度料将显著加强，其中，作为稳增长主要发力点的基建投资增速有望明显回升。但本轮基建发力意在“托底”而非刺激，经济增长缺少向上动能，不会从根本上动摇“债牛”基础。预计 2020 年 GDP 增速将为 6.0% 至 6.1%，与 2019 年基本持平。

图表 17：2020 年经济增长不会失速，但也缺少向上动能



数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

从“三驾马车”来看，2020 年消费对经济增长的拉动力将保持稳定，而在我国商品海外需求难现明显增长，且国内逆周期调节发力有望带动进口降幅趋缓的预期下，净出口对经济增长的拉动率将从 2019 年全年的 1.1%（预测值）降至 0.2% 左右，由此产生的 0.9 个百分点的缺口将主要由投资拉动率上升弥补。

具体到三大类投资，首先，随着专项债额度提前下发，专项债和基建项目资本金新规令专项债撬动社会资本的作用得到进一步发挥，2020 年基建投资将明显加速。这也意味着部分城投平台作为地方基建项目的实施主体将受益，城投平台系统性风险总体可控。

其次，2020 年稳字当头的调控主基调不会发生变化，房企融资环境难以显著放松。但在“房住不炒”原则下，未来房地产调控将进一步突出“一城一策”、双向调控特征，力度加码的可能性不大；同时，降息周期已经启动，主要针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价也开始跟随政策利率下调，这将对房地产销售和 investment 增长起到支撑作用。由此，预计 2020 年房地产投资仍将保持较强韧性，行业信用基本面总体稳定，但分化加大的局面或将延续。

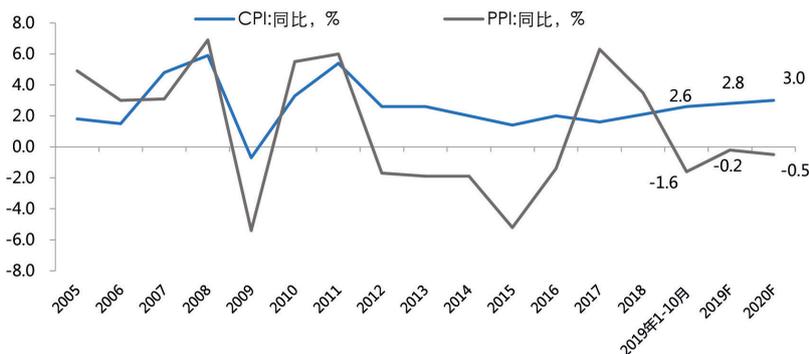
最后，制造业投资将呈现弱企稳状态，但考虑到本轮去库存周期接近尾声，以及上年基数分布，2020 年制造业投资增速有可能“前低后高”。具体行业方面，一些 2019 年盈利显著恶化的行业——主要包括出口敏感型行业、部分上游行业以及汽车行业等——2020 年投资增速或将承压。但另一方面，高技术制造业将会受到市场需求和政策倾斜两方面加持，投资增速有望保持两位数，显示未来制造业结构升级进程仍将持续。

（三）2020 年 CPI 大概率将“前高后低”，非食品价格“跟涨”效应很弱，PPI 仍将偏弱运行，宏观经济并不面临明显通胀风险，对货币宽松的掣肘作用不必过分高估

本轮 CPI 走高主要源于猪肉供应的短期约束，完全不同于因货币超发或宏观经济整体供不应求带来的 CPI 趋势性走高，持续时间很可能不会超过 1 年。当前猪瘟疫情已进入稳定期，10 月能繁母猪存栏环比增加了 0.6%，这是自 2018 年 4 月以来首次出现增长，这意味着目前（截至 2019 年 11 月）全国生猪产能下滑已基本见底，年底前存栏有望止跌回升。我们判断，2020 年“两节”前后猪肉价格还有冲高潜力，本轮 CPI 的高点或在 2020 年 1 月前后；二季度之后，伴随猪肉供应恢复，加之物价基数大幅抬高，CPI 同比将明显回落。由此，预计 2020 年 CPI 走势将“前高后低”，全年同比涨幅仍有望控制在 3.0% 左右。

值得一提的是，目前市场对于猪肉价格上涨引发的 CPI 通胀预期已充分消化，后期通胀可能给债市造成的冲击将主要集中于 PPI 的超预期上行。我们判断，考虑到总需求及国际大宗商品价格走势，2020 年 PPI 大幅走强的动力不足，而在低基数以及政策对冲加码背景下，PPI 持续、明显通缩的概率也不大，预计全年同比将大体持平或小幅负增，走势则与 CPI 相反，呈“前低后高”状态。整体上看，尽管 2020 年上半年之前 CPI 上行压力较大，但并不表明未来一段时间经济会面临明显的通胀风险，对央行货币政策宽松的掣肘作用也不必过分高估。

图表 18：2020 年宏观经济既没有明显的 CPI 通胀风险，也没有 PPI 通缩风险



数据来源：Wind，东方金诚

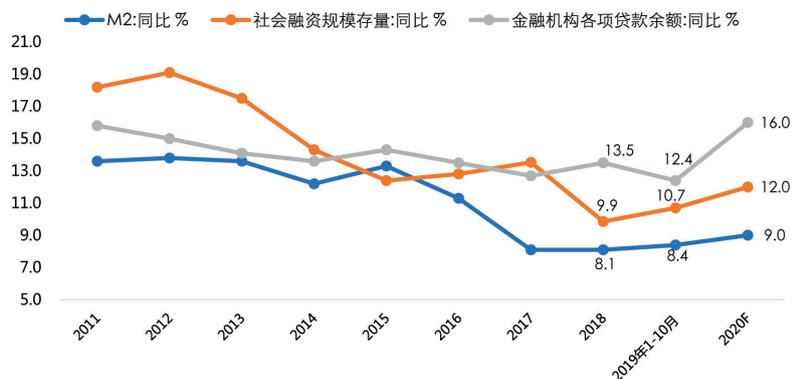
注：F 为东方金诚预测值

（四）信用扩张的积极因素正在积累，2020 年 M2、社融及信贷增速有望出现趋势性上行

2019 年以来，信用紧缩局面有所缓解，主要表现为此前持续下滑的 M2 和社融存量增速止跌企稳，但宽货币向宽信用的传导难言畅通，金融数据仍处磨底阶段。主要原因在于，当前政策在稳增长和防风险之间寻求平衡，区别于此前的全面宽松、“大水漫灌”，本轮宽货币为结构性宽松，意在向制造业、民营和小微企业“精准滴灌”。在此背景下，以非标为代表的部分信用创造渠道被封堵，房地产和传统基建两大资金“蓄水池”吸纳作用减弱，同时，尽管政策着力引导资金流向实体经济，但在经济下行时期，顺周期运营的金融机构风险偏好较低，实体经济融资需求不足，存在主动控杠杆甚至去杠杆的倾向。

展望 2020 年，社融及信贷改善的积极因素正在积累，主要体现在于在“十年 GDP 翻一番”目标下，逆周期调节政策力度有望显著加强——降息进程已经启动、基建提速效果将会显现。预计 M2、社融及信贷增速将会出现趋势性上行，从而有别于 2019 年的底部徘徊局面。从其对于债市的影响来看，社融增速拐点通常领先于债市牛熊的拐点，“宽货币→宽信用→经济企稳”的传导路径可以在很大程度上解释这一规律。但社融增速反弹并不代表经济会立即随之好转，融资修复初期企业多用于债务滚动或修复资产负债表，而非扩大投资——回顾 2008 年金融危机以来几轮货币宽松，宽信用到经济企稳的传导时间大约为半年至一年。

图表 19：经历 2019 年的低位徘徊后，2020 年主要金融数据增速有望加快回升



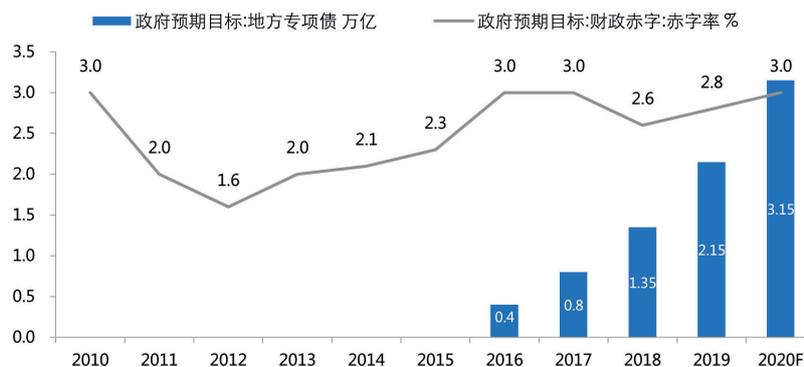
数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

（五）宽财政导向下，2020 年以地方政府专项债为代表的利率债发行将明显放量

2019 年下半年以来，专项债及基建项目资本金新规陆续出台，直接指向基建项目资金来源瓶颈。2020 年为加大财政政策逆周期调节力度，基建提速和减税降费将继续成为两个重要抓手，其中前者改善潜力更大。我们判断，2020 年财政赤字率有望从上年的 2.8% 上调至 3.0%，这意味着国债净发行规模要比 2019 年增加约 2100 亿元；同时，为支持基建项目筹资，新增地方政府专项债发行规模将再扩大 1 万亿元，即增加到 3.15 万亿元。此外，2019 年 10 月国务院金融委第八次会议强调“要发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用”，预计 2020 年政金债发行量和 PSL 投放量也将有所增加。

图表 20：2020 年财政预算赤字率和新增地方政府专项债额度均将上调



数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

由此，综合考虑新增发行需求和到期压力，我们预计 2020 年利率债发行量将比 2019 年增加 2.5 万亿元左右，供给压力明显加大。同时，信贷、信用债、股票以及银行二级资本债、永续债等资本补充工具对利率债的替代效应，也将进一步放大供需平衡给债市造成的压力。不过，预计 2020 年央行将通过降准、加大公开市场操作力度等方式增加基础货币供给，加之降息周期开启将降低机构负债端成本，以及全球低利率、负利率蔓延推升中国债券配置价值，以人民币计价的高流动性中国政府债券将于 2020 年 2 月 28 日起被纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数系列，预示外资将进一步流入中国债市，2020 年利率债配置力量仍有支撑。综合来看，利率债供给压力加大将给债市带来阶段性调整压力，但不会成为影响债市走势的决定性因素。

（六）2020 年美国大选会给中美经贸谈判注入新的不确定因素，中美经贸争端很可能在缓和与升级之间往复摆动，这将放大债市波动

2019 年 10 月以来，中美经贸摩擦进入缓和阶段，双方第 13 轮谈判取得积极进展，美方暂缓执行原有关税加征计划；12 月 13 日，中美宣布双方就第一阶段经贸协议文本达成一致，朝着签署第一阶段贸易协议的方向迈出关键一步。

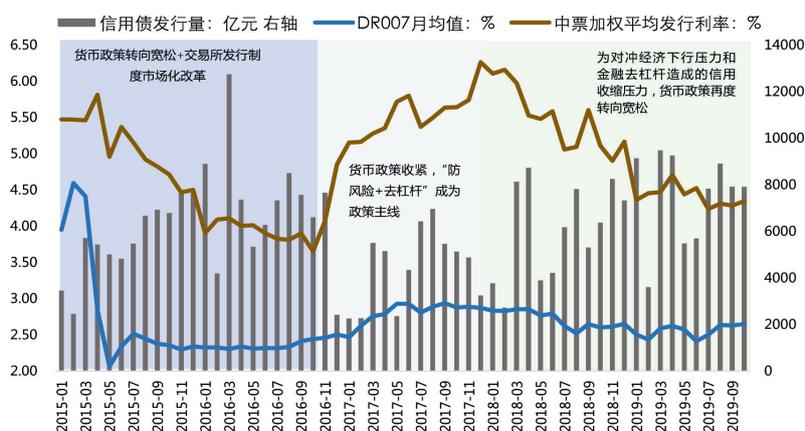
展望 2020 年，美国将正式启动大选进程，共和党现任总统特朗普志在连任，其贸易谈判立场将更多受到美国国内政治进程左右，频繁“变脸”特征可能更加突出。由此，预计中美经贸谈判进程仍将“边打边谈”，并在缓和与升级之间往复摆动。在 2020 年 11 月 3 日美国大选投票前，中美达成全面协议与“经贸脱钩”的概率均较低——为争取在贸易战中受损较大的农民选票，特朗普政府在达成以大额采购农产品换取削减部分已加征关税方面迫切性很高，而签署全面经贸协议则有可能给民主党对手提供“让步过大”口实。由此，尽管双方已就第一阶段协议达成一致，但涉及深层次议题的后续谈判仍将曲折复杂，经贸争端长期化正在成为市场共识，其中主要风险在于经贸争端有可能进一步向科技、金融等领域扩散。

三、2020 年信用债市场展望

（一）2020 年仍将是信用债发行“大年”，发行量和净融资额延续涨势，发行成本进一步下行，其中，城投、优质房企和受益于政策利好的中上游行业国企仍将是发债主力

回顾近年信用债发行情况，信用债发行量与货币政策和流动性环境、监管制度以及到期压力等因素密切相关。在债券市场发展达到一定规模和深度，发行监管制度难以出现大的变革的情况下，货币政策与流动性环境成为影响信用债一级市场景气度的决定性因素。当货币政策转向宽松，流动性边际放松，债券发行量会有所增加，主要有两方面原因：一是相对于贷款利率，货币市场利率向债券发行利率的传导较为通畅，随着流动性宽松带动货币市场利率走低，债券融资成本也会下降；二是货币宽松提振市场情绪，二级市场利好将传导至一级市场，同时，流动性充裕也会带动债券需求走高。反过来，当货币政策和资金面收紧，市场情绪低落，债券发行难度便会加大，发行量也会减少。

图表 21：货币政策与流动性环境是决定信用债一级市场景气度的关键因素



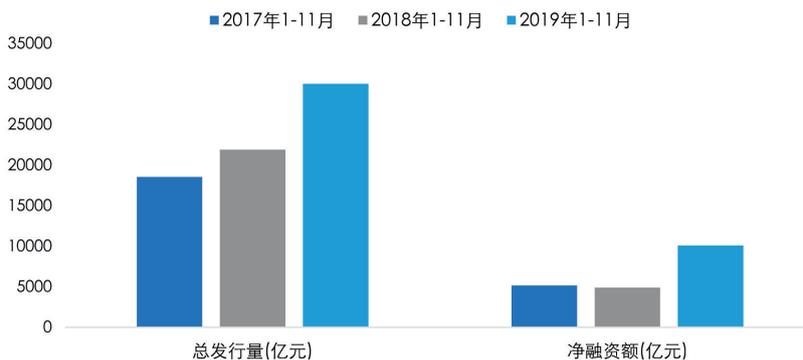
数据来源：Wind，东方金诚

展望 2020 年，货币政策易松难紧，降息周期启动将带动资金利率中枢趋于下行，预示 2020 年仍将是信用债发行“大年”，发行量和净融资规模将延续涨势，发行成本将进一步下行。这也意味着，对于发行人来说，

2020 年仍将是相对低息的发债窗口期。

从信用债主要品种来看，2019 年城投债发行放量明显。究其原因，一是基建稳增长发力背景下，不少基建项目仍需借助城投公司承建，城投融资需求相应提升；二是 2018 年下半年以来，稳定基建投资和满足平台合理融资需求的相关政策信号令此前受挫的城投信仰得到修复，2019 年多地针对隐性债务化解出台一系列措施，缓解城投再融资压力，带动市场对城投债的利好情绪升温。由此，城投债券发行需求和投资者认购热情共同提升，推动城投债发行显著回温。展望 2020 年，为稳定宏观经济运行，基建投资将进一步提速，这就意味着城投债还将延续发行量高增局面。此外，预计 2020 年新增专项债发行量将再增加 1 万亿左右，根据专项债新规，这将直接带动城投债等配套融资较快增长。

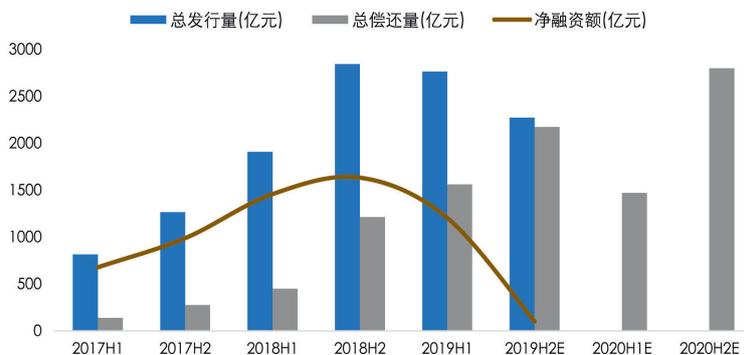
图表 22：2019 年城投债发行大幅放量



数据来源：Wind，东方金诚

地产债方面，2019 年地产债发行量增加，但主要原因是到期量上升，净融资规模明显不及上年同期。展望 2020 年，“偿债高峰”及“非标转标”有望继续推升房地产信用债市场需求，下半年到期量较大，融资政策有边际松动可能，发行规模全年将前低后高。但另一方面，房地产监管及融资政策难以大幅放松，房企融资仍旧承压；同时，近期中小房企风险事件频发，这也意味着行业内部分化压力难以消减。从投资者偏好来看，融资和资金回笼能力强、经营风格稳健、杠杆低的头部房企，以及土储充裕的资源型房企抗风险能力较强，债券发行将相对顺畅。

图表 23：房地产样本企业近年新发债券、债券偿付规模情况



数据来源：Wind，东方金诚

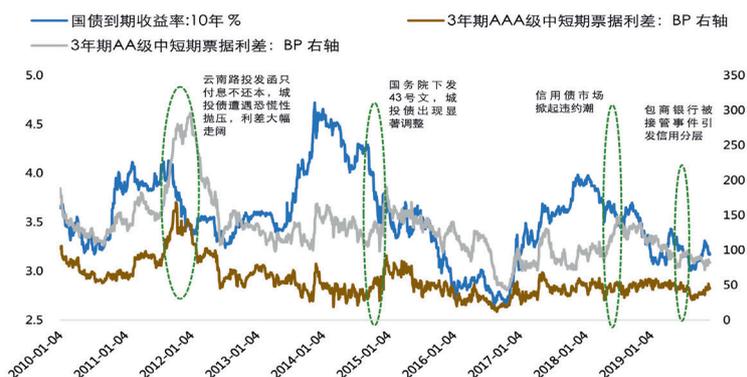
产业债方面，2020 年产业债发行将延续分化特征。在经济下行、逆周期调节力度加大的时期，国企占比高的中上游行业安全边际相对较高。例如，钢铁、煤炭等产能过剩行业受益于前期“去产能、降杠杆、结构调整”

取得明显成效，资产负债率降低，集中度提升，信用风险相对较低；交通运输、电力、港口、建筑等行业在基建稳增长发力背景下容易得到更多支持。比较而言，难以直接受益于政策利好、民企占比高、行业格局不稳定的中下游行业信用风险相对较大。因此，投资者偏好还将集中于前者，这将传导至一级市场，加剧行业间信用分化。民企债方面，2020年民企一方面将面临经营环境的挑战，另一方面政策扶持力度也会继续加大。我们判断，龙头民企将明显受益于政策红利，而弱资质民企融资难现象能否实质缓解还有待进一步观察。

(二) 2020年“债牛”基础有望夯实，在宽信用带动融资扩张的预期下，信用利差大幅上行的风险可控，但当前各类利差普遍处于较低水平，进一步压降的空间有限，投资者策略将逐步趋向精细化，以挖掘结构性机会

2020年债市将呈现“牛市”下半场的典型特征。一方面，经济下行压力犹存，货币政策将维持宽松基调；另一方面，在强调金融支持实体经济以及金融严监管带来的局部信用紧缩效应进一步减弱的背景下，实体经济融资情况将较前期好转。在此背景下，信用债市场表现将继续好于利率债，除非发生重大信用风险事件，信用利差大幅走阔的风险可控。

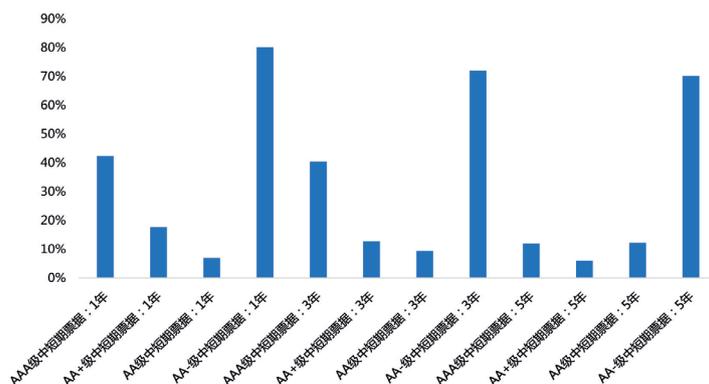
图表 24：利率债市场走牛时期，利差通常趋降，二者的背离由重大风险事件或政策变动触发



数据来源：Wind，东方金诚

不过，当前各类利差已普遍处于较低水平，进一步压降的空间有限。高等级债券收益率的绝对水平已处低位，利差也被大幅压平，且长久期债券利差的历史分位水平明显低于短久期；低等级债券中，AA级债券利差也已压至很低水平，这主要受益于市场积极挖掘城投债的信用下沉机会，同时，尽管AA-级债券利差的历史分位数较高，但风险也比较高，而目前投资者风险偏好依然较低，资质下沉仍然遵循适度、适当的原则。

图表 25：目前信用债利差普遍处于 2010 年以来的历史较低分位数水平



数据来源：Wind，东方金诚

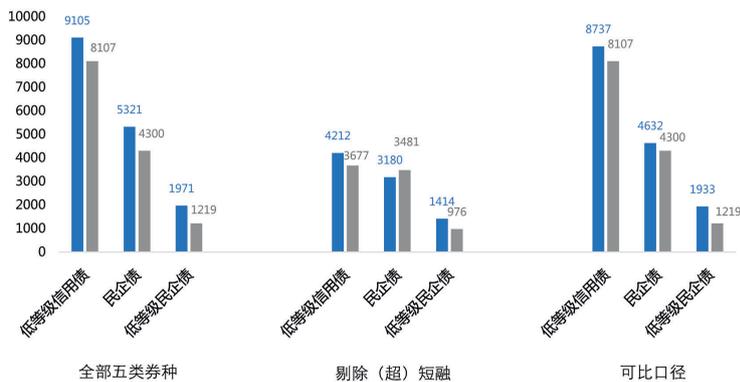
注：数据截止至 2019 年 11 月 22 日

基于此，从投资者行为来看，做厚收益的三大策略（息差杠杆策略、久期策略和下沉资质策略）在 2020 年的空间都相对有限。目前市场普遍认为纯债获益空间较小，而基于纯债溢价率的“固收+”概念正在蹿红。同时，通过精细化操作以挖掘结构性机会或成为 2020 年的主流投资策略之一，高收益债配置需求将趋于增加。

（三）融资环境继续改善，低等级债券到期压力下降，2020 年信用风险整体可控，违约情况将较 2019 年有所缓解

2020 年“宽信用”政策将进一步加码，定向降准、再贷款再贴现等结构性货币政策料将持续发力，类似民营企业股权融资支持工具等新的创新工具也有望陆续面世；同时，在影子银行、地方政府隐性债务、互联网金融风险逐步得以遏制后，严监管效应有望在 2020 年有所减弱。整体上看，2020 年政策环境利好融资条件改善，民企融资端也有望逐渐看到政策效果的释放。同时，经过近两年时间的频繁暴雷，信用债市场上风险较高、有瑕疵的主体减少⁷，低等级信用债、尤其是弱资质民企债到期压力也有所下降（见图表 26）。由此，预计 2020 年债券违约风险整体趋缓，违约率较 2019 年将有所下降。

图表 26：2020 年低等级信用债和低等级民企债到期压力下降（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

注：截至 2019 年 12 月 5 日统计；仅统计到期偿还量，未包含回售和提前兑付量；低等级指债券级别为 AA 级及以下级别，不含无评级债券；可比口径指剔除 2018 年 12 月 6 日至 2019 年末发行且在 2019 年到期的部分后 2019 年的到期规模。

不过，从市场风险偏好来看，投资者对民企信心的修复仍然需要时间，主要原因是在经济转型和经济增速下行的背景下，民企需求和盈利继续承压，信用基本面难有明显好转，且有进一步恶化的可能。同时，民企在融资方面天然处于劣势，银行信贷资源显著倾斜背靠政府信用的国有企业，而信用债市场投资者又受违约高度集中于弱资质民企，以及民企在内部治理、关联交易、财务管控等多方面透明度偏低影响，对民企债存在规避态度，这种谨慎情绪在短时间内难以得到明显缓解，民企违约风险还将持续暴露。另外，需要注意的是，相较 2018 年，2019 年中高等级主体违约事件有所增多，同时考虑到国企和银行也在陆续暴露尾部风险，如国企债券违约、城投永续债展期、城投私募债技术性违约、银行不行使二级资本债赎回选择权等事件发生，也将压制投资者风险偏好的回升。

⁷ 我们筛选出净价低于 95 元的公募债券（含一般公司债、一般中期票据和一般企业债），并剔除在时间节点前已经违约的主体，以及包含“债券提前偿还”条款的债券。结果显示，截至 2019 年 10 月末，该类债券余额为 1,859 亿元，同比下降 40.2%，涉及主体 85 家，比上年同期减少 40 家，其中，城投债余额为 119 亿元，下降 73.9%，涉及主体大幅下降至 10 家；产业债余额为 1,740 亿元，下降 34.4%，涉及主体为 75 家，比上年同期减少 19 家。

2020 年大类资产配置展望

研究发展部 于丽峰 冯琳

主要观点：

1. 2019 年大类资产表现回顾

- 2019 年，国内外经济面临较大下行压力，但在美联储货币政策转向、风险偏好和市场流动性预期改善推动下，全球主要资产均获正收益，同时风险资产表现更好：权益（含转债）> 低等级信用债 > 高等级信用债 > 利率债。

- 2019 年宏观经济政策相机抉择特征明显，资金市场利率中枢与年初基本持平，金融数据底部徘徊，反弹幅度不大。同时，受中美贸易谈判进程反复、猪肉价格大幅上升等因素干扰，投资者预期不断调整，利率债呈现震荡格局。

- 信用债违约风险边际缓和，中高等级信用利差修复至历史低位，但市场分化较为明显：低等级信用债和民企债信用利差仍处历史高位。

2. 2020 年大类资产配置展望

- 全球经济下行压力依然较大，美欧央行重启扩表，我国降息周期启动，内外部资本市场流动性宽松，债牛将延续；宽松环境推升投资者风险偏好，权益类和低等级信用债也将受益。但在政策稳增长和调结构的不断平衡中，资产波动性可能加大，结构性机会大于趋势性机会。

- 在低风险资产收益率压缩空间有限、面临扰动较多的情况下，投资者可以从大类资产配置的角度出发，结合自身风险偏好适当配置风险资产，拥抱“固收+”策略。目前权益类资产估值仍低，具有较高的向上弹性，同时可以在利率债市场波动的情况下提供一定对冲，提高组合的风险收益比。

- 降息周期开启打开收益率下行空间，但长端下行可能不及短端，收益率曲线将现陡峭化。通胀持续、经济企稳、利率债供给增加、股债跷跷板等短期因素将导致利率债收益率波动性增大。

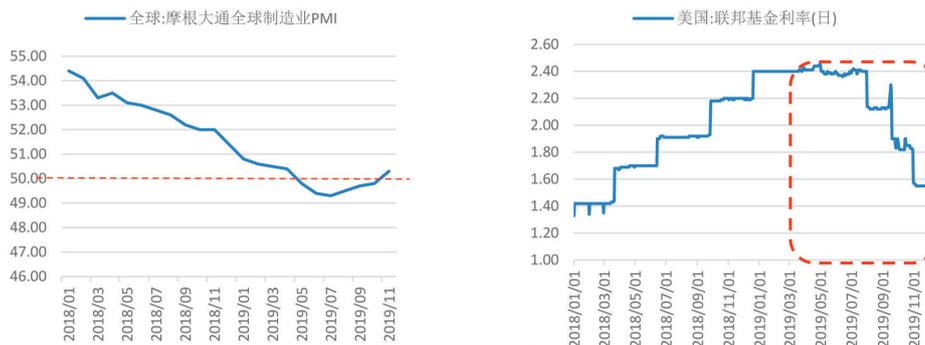
- 对于中高等级债券，信用利差继续压缩难度较大，收益率将随利率债波动；金融数据同比增速有望加快回升，融资环境改善，有利于低等级信用债利差压缩，结构性的挖掘机会可能存在于有隐性债务化解利好的城投债、基本面有改善的产业债以及民企龙头等。

一、2019 年资产表现回顾

1. 2019 年主要大类资产价格普遍上涨，但波动较大

2019 年，国际国内经济均现较大下行压力，但在美联储货币政策转向、市场流动性预期和风险偏好改善推动下，主要大类资产均表现良好。国内资产表现上，权益 > 工业品 > 债券 > 人民币，债券资产细分表现上，转债 > 高收益信用债 > 高等级信用债 > 利率债。伴随中美贸易摩擦在缓和与升级之间往复，人民币兑美元汇率也随之波动，全年来看，贬值幅度与美元指数上涨幅度相近。此外，受益于美联储货币政策转向宽松——截至 2019 年 11 月底，年内美联储共降息 3 次各 25 个基点，美国股债均现上涨。

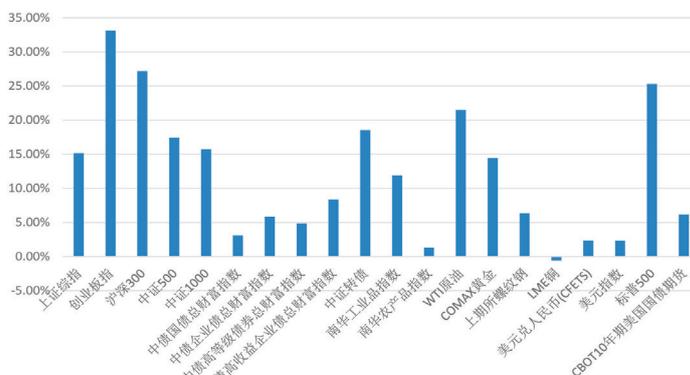
图表 1：全球经济下行压力加大，美联储货币政策转向宽松



数据来源：东方金诚，WIND

具体来看，截至 2019 年 11 月底，创业板指和沪深 300 指数涨幅居前，2019 年分别上涨 33.14% 和 27.17%，中证 500 和中证 1000 涨幅稍低，分别上涨 17.44% 和 15.72%；中证转债指数受权益市场提振，2019 年上涨 18.55%；中债国债总财富指数和中债企业债总财富指数分别上涨 3.09% 和 5.86%；中债高等级债券总财富指数和中债高收益企业债总财富指数分别上涨 4.85% 和 8.35%；南华工业品指数和农业品指数分别上涨 11.90% 和 1.30%；WTI 原油价格在 2018 年大跌后反弹，累计上涨 21.49%；人民币兑美元贬值幅度与美元指数上涨幅度基本持平，分别为 2.28% 和 2.30%；标普 500 和 CBOT10 年期美国国债指数分别上涨 25.30% 和 6.20%。

图表 2：2019 年主要大类资产市场表现（至 2019 年 11 月底）

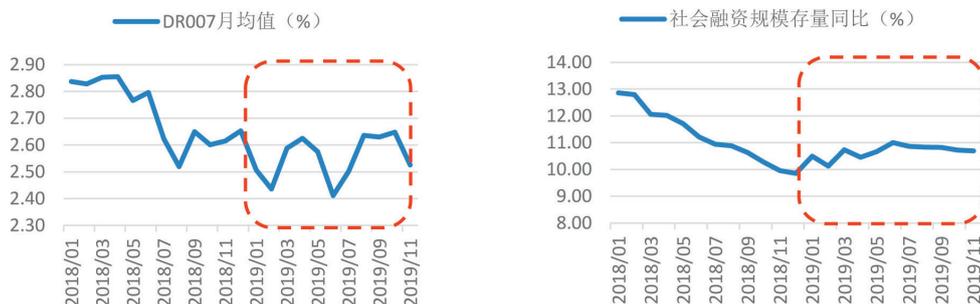


数据来源：东方金诚，WIND

内外经济下行压力较大情况下，2019 年宏观经济政策在稳增长与调结构、去杠杆目标下相机抉择，政策

定力较强，资金市场利率中枢与年初基本持平，金融数据底部徘徊，反弹幅度不大。同时，受中美贸易谈判进程反复、非洲猪瘟导致猪肉价格大幅上升等因素干扰，投资者“看短做短”，预期不断调整，资产价格呈现震荡格局。

图表 3：2019 年资金市场利率中枢未现明显下行，金融数据底部徘徊

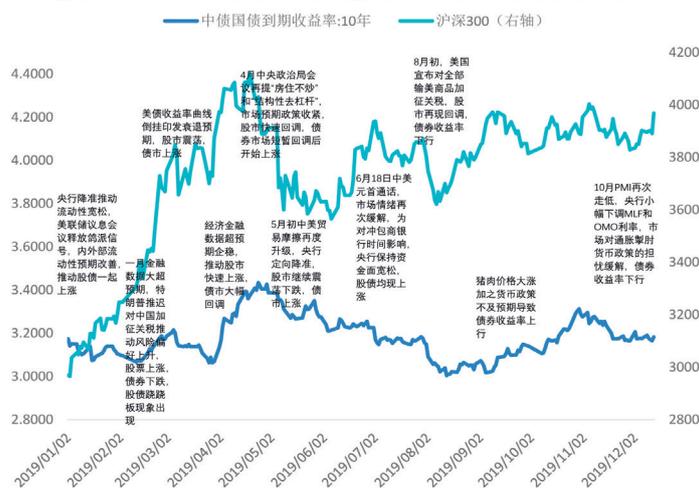


数据来源：东方金诚，WIND

具体看，2019 年的资本市场波动受事件驱动特征明显。1 季度风险偏好和流动性预期修复下，股票等风险资产涨幅较大，债券市场在政策宽松与经济金融数据好转预期中震荡。1 月央行降准推动流动性宽松，美联储议息会议释放鸽派信号，内外部流动性预期改善，推动股票上涨和债券收益率下行，截至 2 月 15 日，10 年期国债到期收益率较年初下行 9.4BP 至 3.08%，沪深 300 指数上涨 12.43%；2 月中旬，1 月金融数据发布，远超市场预期，加之特朗普宣布推迟对中国加征关税，推动风险偏好上升，股涨债跌，“股债跷跷板”情况出现，截至 3 月 5 日，10 年期国债到期收益率较 2 月 15 日上行 13.5BP 至 3.21%，沪深 300 指数上涨 14.30%；3 月 22 日，美国 2、10 年收益率曲线发生 07 年以来首次倒挂，引发衰退预期，债涨股跌，截至 3 月底，10 年期国债到期收益率较 3 月 5 日下行 14.7BP 至 3.07%，沪深 300 指数上涨 1.48%。

4 月，陆续发布的经济金融数据再次超出市场预期，股市继续上涨，债市大幅回调。截至 4 月 19 日，10 年期国债到期收益率较 3 月底上行 31BP 至 3.37%，沪深 300 指数上涨 6.41%。4 月 19 日召开的中央政治局会议再提“房住不炒”和“结构性去杠杆”，同时央行对货币政策宽松的节奏进行了调整，股票市场出现回调，债市亦出现小幅短暂回调。截至 4 月底，10 年期国债到期收益率较 4 月 19 日上行 1.3BP 至 3.39%，沪深 300 指数下跌 5.03%。

图表 4：2019 年股债表现随国内外形势和政策变化一波三折



数据来源：东方金诚，WIND

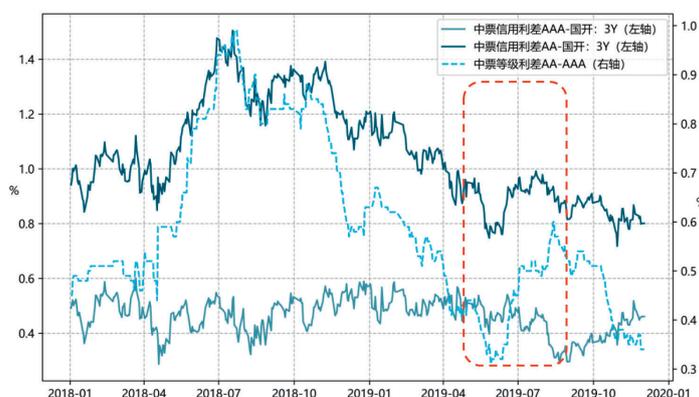
5月初，中美贸易摩擦再度升级，风险偏好受到压制，权益市场回调加快，央行定向降准，债券市场则在避险情绪带动下上涨。截至5月24日，10年期国债到期收益率较4月底下行7.4BP至3.31%，沪深300指数大跌8.16%。5月24日包商银行被接管事件对中小银行和非银机构造成了一定的流动性冲击，央行和证监会等监管机构采取积极措施缓解流动性风险，资金面紧张局面快速恢复，并一度处于极度宽裕状态，截至6月17日，10年期国债到期收益率较5月24日下行8.7BP至3.23%，沪深300指数小幅反弹1.69%。6月18日中美元首通话，表示将在G20峰会期间再次会晤，市场情绪再次缓解，股票市场开始反弹，经济金融数据疲弱和包商事件引发的投资者风险偏好下降推动利率债收益率继续走低。截至8月1日，10年期国债到期收益率较6月17日下行7.7BP至3.15%，沪深300指数上涨4.07%。

8月2日，美国宣布将对全部输美商品加征关税，人民币汇率“破7”，股票市场再现回调。美联储自2015年12月以来首次降息强化国内宽松预期，债券收益率快速下行。截至8月15日，10年期国债到期收益率较8月1日下行13.7BP至3.01%，沪深300指数下跌2.88%。此后，猪肉价格上涨推动CPI涨幅持续扩大，10月经济企稳与通胀预期升温，债市出现较大幅度回调，股市波动上涨，截至10月底，10年期国债到期收益率较8月15日上行27.7BP至3.28%，沪深300指数上涨5.22%。

11月，为稳定市场对于“猪通胀”掣肘货币政策的预期，央行小幅下调MLF利率和7天逆回购利率，债市再获反弹。在此期间10月中美贸易谈判取得积极进展，权益类资产震荡为主。截至11月底，10年期国债到期收益率较10月底下行12.3BP至3.17%，沪深300指数下跌1.49%。

信用债方面，受益于“宽信用”政策的持续推进，2019年前11个月各等级信用债利差持续压缩。尽管5月底包商银行事件后，投资者风险偏好下降导致中低等级信用利差走阔，但在资金面宽松推动下走阔趋势仅持续2个月即出现回落，至11月初AA级债券¹市场平均信用利差已低于包商银行事件前的水平。截至11月末，3年期AA级中票的信用利差由2018年底的121BP下降到80BP；3年期AA级中票与AAA级中票的等级利差由2018年底的63BP下降到34BP，显著低于18年年初水平（45BP）。

图表 5：2019 年信用债信用利差显著压缩



数据来源：万的资讯，东方金诚

低等级信用债（中债 AA- 及以下）出现了与其他（AA 级以上）债券的显著分化。在 AA 级以上债券到期收益率下行、利差显著压缩，收益水平已处于历史较低水平的情况下，AA- 债券收益率下行相对较少，收益率水平仍处历史高位。

¹如无特殊说明，本文中债券信用评级均为中债隐含评级

图表 6：AA- 信用债与其他级别出现分化



数据来源：东方金诚，WIND。

从等级利差看，中债 AA 级相对 AAA 级利差延续 2018 年下半年以来的下行趋势，在今年 5 月底包商事件后出现小幅回调后继续下行，截至 11 月底，中债 AA 级相对 AAA 级债券的利差仅为 34BP，但 AA- 与 AA 的利差水平自 18 年底以来一直保持在历史高位，截至 11 月底，两级别利差仍超过 200BP。

图表 7：等级利差分化

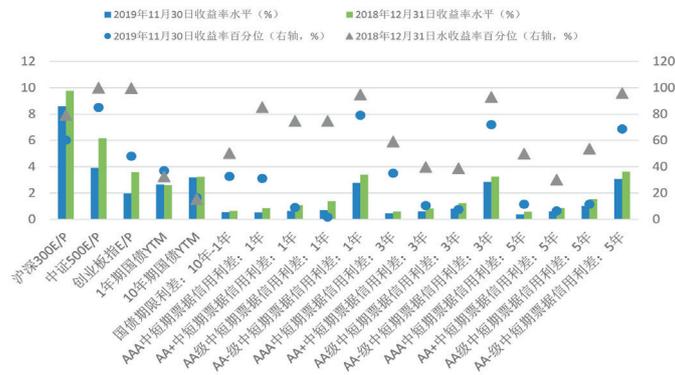


数据来源：东方金诚，WIND

2. 风险资产估值较年初大幅修复

2019 年，包括权益、信用债在内的风险资产估值修复幅度较大。截至 11 月末，除短期利率债外，其他股债品种的收益率水平均低于 2018 年末水平，但不同品种的下降幅度不同。具体来看，权益类、除 AA- 以外的信用债收益率修复较多，长期利率债收益率和 AA- 信用债信用利差下降较少。具体地，沪深 300、中证 500 和创业板指数估值均较 2018 年末的极端情况修复，修复程度为创业板 > 沪深 300 > 中证 500。截至 11 月末，创业板指数收益率最低 (1.97%，对应市盈率为 50.65 倍)，低于历史中位数 (47.90%)；中证 500 收益率水平稍高 (3.91%，对应市盈率为 25.57 倍)，仍处历史较高位置 (85.09%)；沪深 300 收益率最高 (8.60%，对应市盈率为 11.63 倍)，高于历史中位数水平 (60.22%)。沪深 300 和中证 500 修复程度的差异体现出 2019 年股票市场不同规模股票之间的分化。经历较大幅度修复以后，股市估值水平仍较低，为后续的上漲留下空间。

图表 8：主要股债品种收益率情况（2019/11/30）



注：图中信用利差水平平均指相应中债隐含评级中短期票据到期收益率 - 相同期限国开债到期收益率
数据来源：东方金诚，WIND

2019 年以来，利率债收益率水平波动较高，但 11 月底与年初相比变化不大。截至 11 月末，1 年期国债和 10 年期国债到期收益率分别为 2.64% 和 3.17%，比年初上行 4BP/ 下行 6BP，分别位于历史 37.00%/16.65% 分位点，期限利差下行 9BP，目前处于历史分位点的 32.64%。信用债方面，2019 年以来，各等级、各期限信用债利差均获压缩，呈现出两个主要特点：一是 AAA、AA+ 和 AA 三个级别券种的信用利差均有较大幅度下行，利差水平最高的 AA 级 5 年信用利差仅为 101BP，所处历史分位点均由年初较高水平（30%-85%）下降至目前的较低水平（1.6%-35%），尤其是 AA+、AA 级各期限信用利差均已压缩至历史 10% 分位附近，显示“宽信用”政策持续推进下，信用债投资者风险偏好有所修复；其次，AA- 级各期限信用债利差压缩相对较少，绝对利差和历史分位点均处高位（历史分位点从年初的 93%-95% 压缩至 11 月底的 70% 左右），与 AA 级及以上债券走势分化。在信用风险依然多发的环境下，投资者的信用下沉大多止步于 AA 债券。

图表 9：主要股债品种估值变化情况（2018/12/31-2019/11/30）

资产类别	2019/11/30 估值水平 (%)	2019/11/30 估值历史百分位 (自 2010 年起, %)	2018/12/31 估值水平 (%)	2018/12/31 估值历史百分位 (自 2010 年起, %)	
股票	沪深 300E/P	8.60	60.22	9.77	79.23
	中证 500E/P	3.91	85.09	6.16	99.95
	创业板指 E/P	1.97	47.90	3.58	99.76
债券	1 年期国债 YTM	2.64	37.00	2.60	32.57
	10 年期国债 YTM	3.17	16.65	3.23	15.23
	国债期限利差：10 年 -1 年	0.52	32.64	0.63	50.27
	AAA 中短期票据信用利差：1 年	0.51	31.06	0.84	85.22
	AA+ 中短期票据信用利差：1 年	0.63	9.01	1.07	74.75
	AA 级中短期票据信用利差：1 年	0.70	1.62	1.38	74.75
	AA- 级中短期票据信用利差：1 年	2.76	79.07	3.38	94.74
	AAA 中短期票据信用利差：3 年	0.46	35.05	0.58	59.10
	AA+ 中短期票据信用利差：3 年	0.59	10.51	0.82	39.75
	AA 级中短期票据信用利差：3 年	0.80	7.39	1.21	38.70
	AA- 级中短期票据信用利差：3 年	2.85	71.93	3.25	93.00
	AAA 中短期票据信用利差：5 年	0.36	11.50	0.56	49.91
	AA+ 中短期票据信用利差：5 年	0.59	6.40	0.86	30.10
	AA 级中短期票据信用利差：5 年	1.01	11.46	1.54	53.61
	AA- 级中短期票据信用利差：5 年	3.06	68.65	3.61	95.84

数据来源：东方金诚，WIND

二、影响 2020 年大类资产配置的重要宏观和政策因素

1. 美欧央行重启扩表，全球市场流动性进一步改善

2020 年，世界经济增长仍面临较大下行风险，从世界几大主要经济体制造业 PMI 指数看，除中国外，美国、日本和欧元区制造业仍在荣枯平衡线以下徘徊。为支持经济增长，为市场注入流动，美欧央行均于近期开启扩表操作。2019 年 10 月 15 日，美联储新一轮扩表操作正式启动，初始规模为每个月购买 600 亿美元短期美国国债；欧洲央行从 11 月 1 日起每月购买 200 亿欧元债券。美欧央行的扩表操作将为市场注入更多流动性，提升风险偏好，利好权益类、高收益债、新兴市场资产等风险资产。

图表 10：主要经济体 PMI 指数



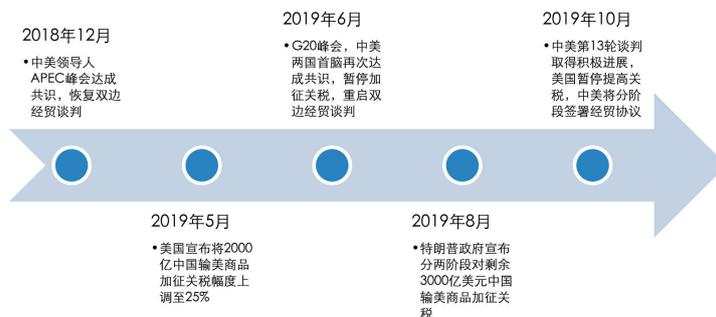
数据来源：东方金诚，WIND

经过今年的资本市场对外开放，外资已成为我国资本市场上较为重要的配置力量。在目前我国国债收益率水平较高、股票估值较低的情况下，欧美央行 QE 带来的流动性宽松将有利于更多资金流入我国股市场，对资产价格形成支撑。

2. 中美贸易谈判达成阶段性成果，未来进展可能影响短期市场情绪

12 月 13 日，中美就第一阶段协议文本达成一致，但未来仍有不确定性。展望 2020 年，美国将正式启动大选进程，共和党现任总统特朗普志在连任，其贸易谈判立场将更多受到美国国内政治进程左右，频繁“变脸”特征可能更加突出。

图表 11：中美贸易谈判一波三折

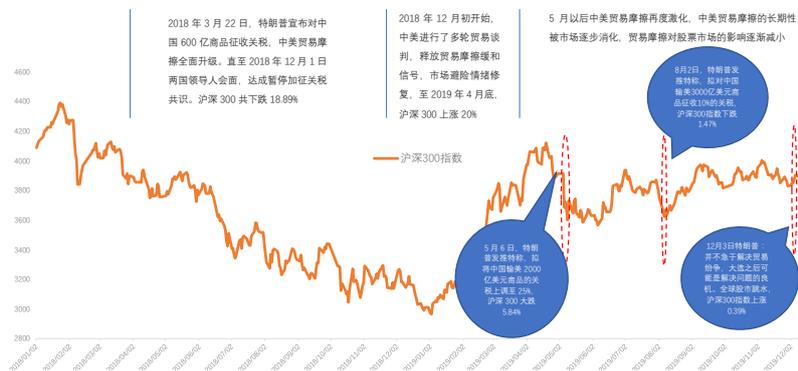


数据来源：根据市场信息整理

从今年资本市场对中美贸易谈判进展的反应来看，随着贸易摩擦反复升级和缓和，投资者对中美贸易摩擦

的长期性已有较为充分的预期，贸易摩擦升级或谈判结果不及预期的市场反应逐渐减小，预计 2020 年中美贸易谈判过程仍将曲折，阶段性缓和或升级可能仅小幅影响市场情绪。但需警惕争端进一步向金融、军事领域扩散可能会给市场情绪带来较大冲击。

图表 12：市场情绪对中美贸易摩擦局势变化的反应逐渐减小

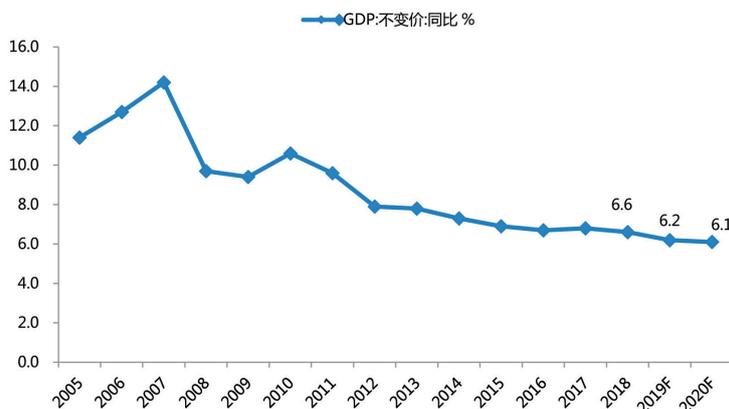


数据来源：东方金诚，WIND

3. “十年 GDP 翻一番”目标下，稳增长刚性将明显增强

在国内经济增长目标方面，2020 年是实现十年 GDP 翻一番目标的收官之年，稳增长刚性将显著增强。据东方金诚测算，若在 2019 年年底公布的第四次全国经济普查中不对以前年度经济增速做大的调整，为完成 GDP 十年翻一番的目标，2020 年经济增速需要保持 6.0% 至 6.1%，与 2019 年基本持平，与 2019 年 GDP 增速下滑 0.4-0.5 个百分点相比，经济下行斜率明显收敛。

图表 13：2020 年经济增速有望企稳

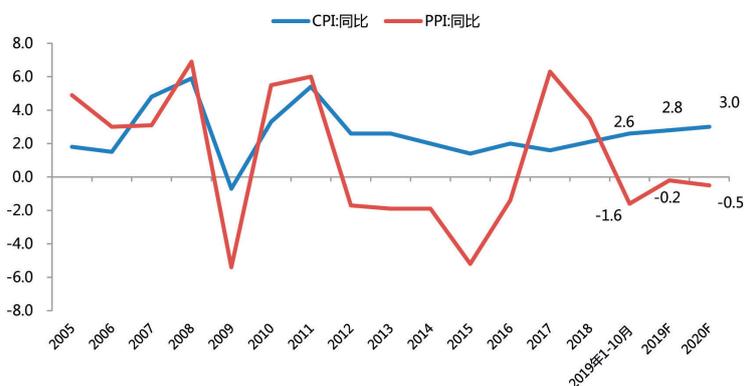


数据来源：东方金诚，WIND

4. 2020 年宏观经济既没有明显的 CPI 通胀风险，也没有 PPI 通缩风险

尽管本轮 CPI 上行过程仍未看到拐点，中期内仍将制约货币宽松力度及利率下行空间，但东方金诚判断，2020 年 CPI 大概率将“前高后低”，且非食品价格“跟涨”效应很弱，宏观经济并不面临明显通胀风险；同时，PPI 同比料将基本持平或小幅负增长，也不存在明显的通缩风险。

图表 14：2020 年 CPI 和 PPI 预测



数据来源：Wind，东方金诚

注：F 为东方金诚预测值

5. 降息周期已启动，全年 MLF 利率有望下调 4 次，共计 40 个基点左右

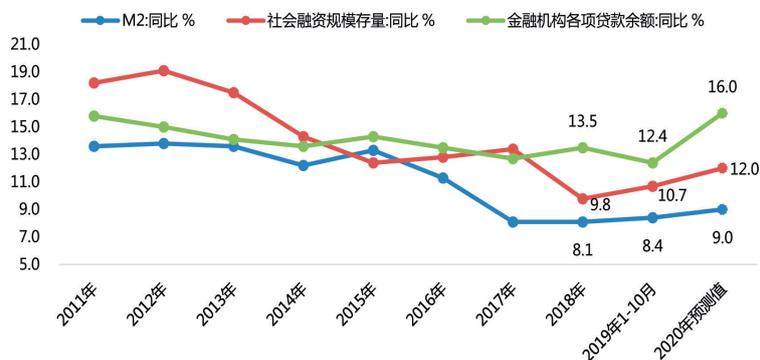
2019 年 11 月 5 日央行下调 MLF 操作利率 5 个基点，11 月 18 日下调 7 天期逆回购利率 5 个基点，标志着本轮政策性降息过程正式启动，也意味着未来结构性通胀对央行货币政策宽松的掣肘作用不必过分高估。东方金诚判断，2020 年货币政策边际宽松、政策利率调整将采取“小步慢行”节奏，MLF 操作利率有望下调 4 次、共 40 个基点左右，幅度要小于以往几轮降息周期。这样做有助于保留货币政策空间，避免出现“大水漫灌”现象。

降息周期的开启无疑给债市带来确定性利好，回顾 2008 年以来的历次降息周期，每次降息周期都为债市打开上涨空间，且收益率曲线通常陡峭化下行。但由于本轮降息周期幅度较小，预计对债市的利好相对有限，且释放节奏偏缓。

6. 2020 年主要金融数据同比增速有望加快回升

2019 年以来，“宽货币、紧信用”局面得到缓解，信用扩张有所改善，主要表现为此前持续下滑的 M2 和社融存量增速实现企稳反弹，但宽信用进程仍然面临桎梏，金融数据整体处于底部徘徊局面。展望 2020 年，社融及信贷改善的积极因素正在积累：一是 MLF 操作利率下降将带动 1 年期 LPR 走出更大幅度下行轨迹，从而切实降低实体经济融资成本，提高融资需求；二是为激励商业银行同步下调 LPR 利率，央行除将加大公开市场操作力度，带动货币市场资金利率震荡下行，降低商业银行平均边际资金成本外，2020 年还可能再实施 2-3 次、共计 1.5 至 2.0 个百分点左右的普遍降准。同时，为重点支持制造业、基建领域以及民营、小微企业，定向降准、TMLF、再贷款再贴现等结构性货币政策有望持续发力。三是配合基建稳增长发力，2020 年新增专项债额度将进一步提高，专项债大幅放量对非政府部门融资既有挤出效应，也有撬动效应，而考虑到基建投资面临的资金缺口，撬动效应将会更强。因此，在强调金融支持实体经济，以及金融严监管带来的局部信用紧缩效应进一步减弱的背景下，2020 年 M2、社融及信贷增速将会出现趋势性上行，从而有别于 2019 年的底部徘徊局面。

图表 15：2020 年主要金融数据增速有望加速回升



数据来源：东方金诚，WIND

从历史上看，金融数据，特别是社融存量同比增速，是预测经济增速最有效的指标之一，从 2008 年至今的几轮货币宽松政策传导看，一般社融增速企稳回升领先经济增速两到四个季度，因此，资产价格对社融存量同比增速变化较为敏感，这一指标提高将推动股市上行，令债市承压。

三、2020 年大类资产配置展望

1. “宽货币 + 宽信用” 政策组合，资产价格将继续上行

从历史数据看，当货币政策和信用环境表现为“宽货币 + 宽信用”组合下，各大类资产均表现为正收益。在降息周期已经开启的情况下，2020 年货币政策宽松的力度将强于 2019 年，同时，2020 年 M2、社融及信贷增速将会出现趋势性上行，上行幅度亦高于 2019 年。这样的政策组合对于股票和债券均有利，预计 2020 年股债市场均将继续走牛。

图表 16：历史上不同货币信用环境下的大类资产平均年化收益

货币信用环境	股票	债券	现金	商品
紧货币 + 紧信用	-22.20%	3.24%	3.36%	3.36%
宽货币 + 紧信用	-41.28%	8.52%	3.24%	-43.08%
紧货币 + 宽信用	48.24%	1.08%	3.12%	10.56%
宽货币 + 宽信用	20.76%	3.60%	2.52%	32.04%

注：债券 = 中债新综合总财富指数；股票 = 万得全 A 指数；商品 = 南华工业品指数；现金 = 货币基金指数，统计时间为 2004 年 6 月至 2019 年 5 月；货币政策的松紧参考 R007、Shibor3M 变动及基准利率、存款准备金率调整划分；信用环境松紧参考金融机构贷款余额同比和社融融资规模存量同比增速划分。资产平均年化表现为年化的资产月度收益均值。

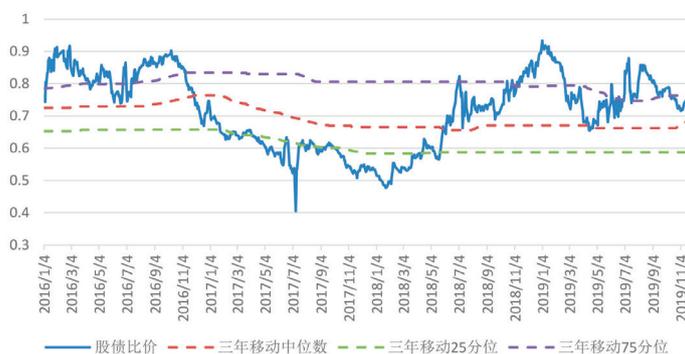
数据来源：东方金诚，WIND

债市方面，国内降息周期开启，但长端面临扰动因素较多，预计利率债将现牛市震荡格局，收益率曲线陡峭化下行，10 年期国债收益率在 2.8% 至 3.3% 之间波动，中枢较 2019 年小幅下移至 3.0% 到 3.1%。中高等级信用债利差已压缩至历史低位，进一步压缩空间有限，但需求仍强，亦不存在上行空间，预计中高等级信用债收益率随信用债震荡下行。低等级信用债 2020 年到期压力减小，信用风险将边际缓和，存在一定的结构化挖掘机会。

权益方面，在“十年 GDP 翻一番”目标下，稳增长刚性明显增强，逆周期调节力度加大，金融数据加快回升，有利于投资者预期改善和风险偏好提升。从时间序列、股债比价或全球股票市场的对比来看，A 股当前估值较低，

具有较大的向上弹性。从时间序列上看，11月底，沪深300目前的收益率水平(E/P)位于10年历史60%分位点，价格有较大上行空间(图表10)；从股债比价看，11月底，股债比价处于偏向股市的阶段(图表17)；从全球看，A股目前估值水平相对较低，仅高于俄罗斯和香港股市，利好全球流动性宽松下的外资流入。A股回暖也将推动转债市场走强，为投资者提供超额收益的机会。

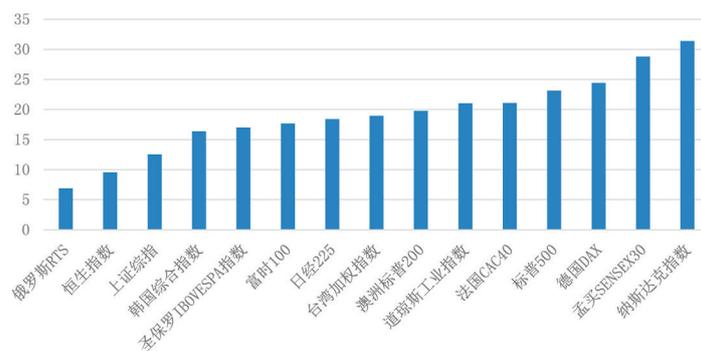
图表 17: 股债比价情况



数据来源：东方金诚，WIND

注：股债比价计算方法为：沪深300股息率（近12个月）/10年期国债到期收益率

图表 18: 2019年11月30日全球重要股票市场估值水平(P/E, TTM)



数据来源：东方金诚，WIND

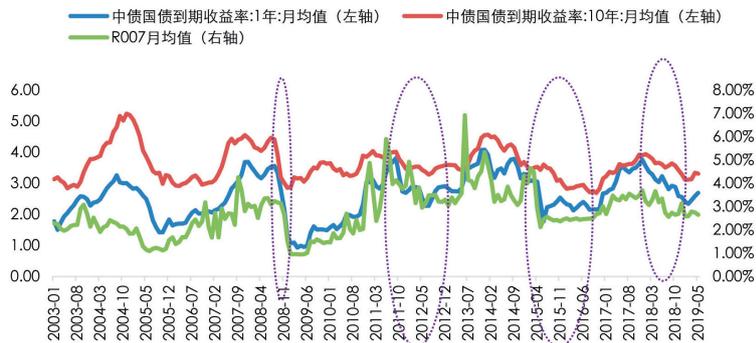
展望2020年，包括利率债和中高等级信用债在内的低风险资产面临空间有限、短期扰动较多的问题，投资者可以从大类资产配置的角度出发，根据自身风险偏好适当配置风险资产，一方面利用其在风险偏好提升环境下的高弹性增厚收益，一方面利用风险资产与低风险资产之间的负相关关系降低投资收益的波动²。

2. 降息周期开启，利率债长端下行幅度可能不及短端

国内外经济下行压力下，逆周期政策力度增强，国内降息周期已经开启，债券市场将进入牛市下半场。若央行如预期继续下调MLF利率，短端利率将向下突破，带动长端利率下行，但从历史数据看，降息周期中，利率债长端下行幅度可能不及短端，期限利差走阔，利率债表现出牛陡的特征。

²利率债和权益类资产对基本面变化的反应相反，表现为“股债跷跷板”，同时配置两种资产可以降低组合波动；同时，18年以来，低等级债券表现出与中高等级债券收益相关性减弱、与权益类资产收益相关性增强的情况，其高票息可以作为利率波动的对冲手段。

图表 19：降息周期中的利率债市场



数据来源：东方金诚，WIND

首先，受经济企稳和通胀持续等预期影响利率债长端下行。为完成 GDP 十年翻一番的目标，2020 年经济增速需要保持 6.0% 至 6.1%，逆周期调节加力，基建投资增速或现较大幅度反弹，同时，2020 年社融和信贷增速可能出现明显反弹，政策对冲下，经济金融基本面企稳，长端利率将面临上行风险；另外，2020 年上半年 CPI 涨幅仍将处于高位，货币宽松的节奏会受到一定制约，但预计下半年 CPI 将回落，通胀对利率债长端下行扰动下降。

其次，基建稳增长背景下，以地方政府专项债为代表的利率债供给压力增大或造成债市短期波动。2020 年为加大财政政策逆周期调节力度，基建提速和减税降费将继续成为两个重要抓手，其中前者的改善潜力更大。2020 年财政赤字率有望从上年的 2.8% 上调至 3.0%，这意味着国债净发行规模要比 2019 年增加约 2100 亿元；同时，为支持基建项目筹资，新增地方政府专项债发行规模将再扩大 1 万亿元，即增加到 3.15 万亿元。此外，2019 年 10 月国务院金融委第八次会议强调“要发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用”，预计 2020 年政金债发行量和 PSL 投放量也将有所增加。综合考虑新增发行需求和到期压力，东方金诚预计 2020 年利率债发行量将比 2019 年增加 2.5 万亿左右，供给压力明显加大，可能对利率债收益率下行形成扰动，具体幅度将取决于央行降准、公开市场操作等对冲政策的操作力度。

再次，中国利率债在全球来看配置价值仍高，外资的持续将流入对债券市场形成支撑。欧美央行重启 QE 提升了全球资金的风险偏好，有利于资金流入新兴市场，叠加美元走弱预期和中国利率债目前在全球的高性价比，预计 2020 年外资流入中国债券市场的额度会进一步加大，对利率债价格形成支撑。

图表 20：主要经济体 10 年期国债收益率水平



数据来源：东方金诚，WIND

最后，风险偏好回升推动资金流向权益市场，“股债跷跷板”效应可能带来债市调整。由于基建托底经济增速、欧美央行重启 QE、中美贸易摩擦缓解等利好因素影响，投资者风险偏好回升，价值股票市场估值低位等因素，资金可能流出利率债市场，流向权益市场博取超额收益，这在 2019 年 1 季度股市估值修复的行情中表现明显。由于目前股债性价比偏向股市、资本市场改革预期等，预计 2020 年股市将表现出温和上涨的行情，权益市场将分流部分债市资金，并给利率债收益带来短期调整压力。

总体来看，经济增速下行是影响利率债长期走势的最关键因素，无论从时间序列上，还是从全球横向比较来看，目前利率债的长期配置价值均较高。但在 2020 年，利率债长端收益率将受到经济企稳和通胀持续预期、利率债供给增加、股债跷跷板等短期因素影响，出现阶段性上行。在长期下行趋势下，收益率短期的阶段性上行将给投资者带来配置机会。

3. 信用利差继续下行空间有限，关注结构性机会

2019 年，信用债表现好于信用债，各级别信用利差获压缩，特别是 AA、AA+ 各级别债券均已压缩至历史低位，AAA 级债券信用利差绝对值也较低（表 10），仅余 AA- 级信用利差尚处高位。展望 2020 年，中高等级信用利差继续下行空间有限，倒逼机构寻找较低等级债券的结构性机会。

对于 AA+ 级及以上级别债券，信用利差继续压缩难度较大，但在货币政策维持宽松和融资环境改善背景下，信用利差上行的风险相对较小。随着降息周期的开启，中高等级信用债到期收益率将随利率债下行，过程中也会受到扰动，但幅度会小于利率债，收益率短期上行阶段是配置良机。

AA 级债券信用利差的绝对利差和相对水平目前也处于历史低位。这主要是受资产荒情况下投资人对低等级城投债挖掘推动（11 月底 3 年期 AA 城投债信用利差水平仅为 72BP）。随着低等级城投债收益率快速下行，挖掘难度加大，未来利差进一步下行空间较小，同时要警惕城投公开债违约带来的冲击。

图表 21：各等级城投债信用利差均已压缩至较低水平



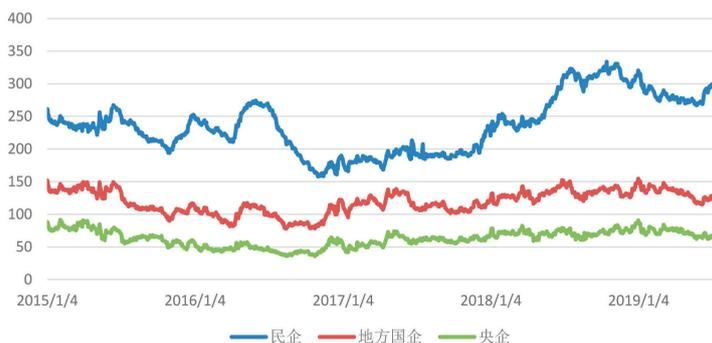
目前信用债市场分层明显，AA 级及以上级别、国企发行人债券信用利差已压缩至历史低位，AA- 级、民企发行人债券信用利差持续保持在历史高位。从历史数据看（图 27、28），后两者从 2018 年开始走出独立行情，主要原因有二：违约数量增加导致的信用风险重新定价和资管新规后高风险偏好投资人减少导致的市场分层。展望 2020 年，融资环境改善、信用风险边际趋缓情况下，低等级和民企债整体信用溢价继续提高可能性不大；国内外宽松大环境下，投资人风险偏好可能提升，但资管新规过渡期结束可能推动投资人风险偏好下降，具体情况需根据政策实施情况判断。

图表 22：不同级别信用债出现分化



数据来源：东方金诚，WIND

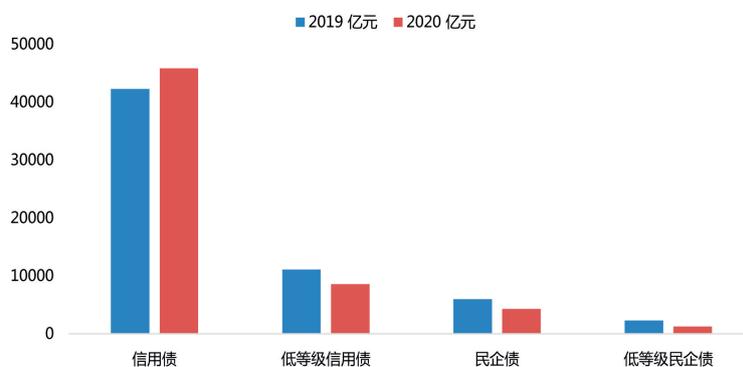
图表 23：不同企业属性发行人信用利差分化



数据来源：东方金诚，WIND

首先，2018 年以来，信用债违约数量和规模均大幅增加，民营企业占比较高，违约回收率较低，投资人对高收益债券和民营企业债券的预期损失进行重新估值，信用风险溢价提高。从 2020 年信用债到期压力看，在经过此前两年的违约多发和净融资为负后，高风险债券存量规模下降，2020 年弱资质主体债券到期压力得到缓解。由此，预计 2020 年债券违约风险整体可控，违约率较 2019 年将有所下降，低等级和民营企业整体信用风险溢价不会进一步抬高；但由于民营企业信用风险的根本性缓解还依赖于企业融资环境显著改善和企业盈利能力提高，短期难有较大改善，因此两群体信用溢价也很难大幅压缩。

图表 24：2020 年信用债到期压力不减，但低等级到期量下降



数据来源：WIND，东方金诚

其次，资管新规以后，风险偏好相对较高的主体规模持续压缩。截至 2019 年 6 月，风险偏好相对较高的债权型私募基金和债权型券商资管，单季发行规模较 2017 年 1 季度分别下降了 71% 和 58%。今年包商事件后，负债成本较高的中小银行通过同业负债获取负债能力下降，进一步压缩了低等级信用债的需求。在市场缺少高风险偏好主体的情况下，投资者的风险偏好和投资行为趋于一致，压缩了中高等级债券的利差空间，导致低等级和民营企业利差被动走阔。展望 2020 年，国内外资本市场的宽松环境有利于投资人风险偏好修复，国内已经出现了一定规模的关注低资质债券的投资人，对低资质债券的投资机会进行挖掘，高风险偏好投资者群体逐渐壮大；但若资管新规过渡期在 2020 年底如期结束，作为信用债市场主要投资群体之一的银行理财，其净值化转型也需在 2020 年底前完成。届时银行理财不再以“资金池”模式运行，风险偏好可能进一步下降，可能配置更多的利率债、金融债和中高等级信用债，规避低资质主体，推高等级利差。

图表 25：资管新规以后债券型私募基金和券商资管募集规模下降



数据来源：WIND，东方金诚

综上，2020 年低评级债券和民营企业债券信用利差可能在当前的水平上下波动，压缩或走阔及空间取决于违约风险边际变化与市场预期的差异和资管新规过渡期结束后的政策选择等因素。在当前投资者风险偏好较为一致且相对较低的情况下，市场上存在“错杀”机会，受益于隐性债务化解的城投债、基本面有改善的产业债，以及基本面较好的民企龙头等将成为信用债结构性机会的挖掘重点。

4. 2020 年大类资产配置展望总结

2020 年，国内外经济下行压力仍大，但欧美央行重启 QE、我国降息周期启动，内外部资本市场流动性宽松，债牛将延续，同时投资者风险偏好提升，权益类和低等级信用债将受益。但在政策稳增长和调结构的不断平衡中，资产波动性可能加大，结构性机会大于趋势性机会。

资产配置：国内降息周期开启，但利率债长端下行面临扰动因素较多，预计债券市场将现牛市震荡格局，预计长端利率债收益率中枢小幅下行，中高等级信用债利差进一步压缩空间有限，跟随利率债波动。在低风险资产收益率压缩空间有限、面临扰动较多的情况下，投资者可以从大类资产配置的角度出发，结合自身风险偏好适当配置风险资产，拥抱“固收+”策略。目前权益类资产估值仍低，具有较高的向上弹性，同时可以在利率债市场波动的情况下提供一定对冲，提高组合的风险收益比。

利率债：降息周期开启打开收益率下行空间，但长端下行可能不及短端，收益率曲线将现陡峭化。通胀持续、经济企稳、利率债供给增加、股债跷跷板等短期因素将导致利率债收益率波动性增大，但长期下行趋势不变，收益率阶段性上行将带来配置机会。

信用债：中高等级信用利差继续下行空间有限，倒逼机构通过信用下沉寻找结构性机会。对于中高等级债券，信用利差继续压缩难度较大，到期收益率将随利率债波动，短期上行阶段是配置良机；对于低等级债券，结构性的挖掘机会可能存在于有隐性债务化解利好的城投债、基本面有改善的产业债，以及基本面较好的民企龙头等。

违约潮将逐渐缓和 信用风险整体可控

——2020 年信用债违约回顾与展望

研究发展部 梅佳

摘要

• 回顾 2019 年信用债的信用风险状况，违约率边际小幅上升，新增违约形式更趋多样化。民企违约仍处于历史高位，且局部风险更为突出，呈现出逐渐波及中高信用等级债券的特征，不过值得注意的是随着低资质民企的出清，民企的边际违约率有所下行。国企违约率仍处于低位，但发生了 AAA 级主体违约案例。回收方面，整体回收率依然不高，为 11.89%，新增违约的回收情况不及 2017 年之前，不过受违约历史短暂影响，许多违约债券正处于处置过程中，未来的回收情况还有待进一步观察。

• 级别下调的主体、债项数继续增加，级别调降的频次和密度也逐年增多。利差在多个维度上的分化在加剧，产业债的利差明显高于城投债，民企利差明显高于国企，资质越差的利差中枢抬升越多。伴随信用分层持续演进和信用风险的持续释放，形成了一定规模的低资质券，这其中城投债和产业债的占比约为七比三，产业债中民企债约为四成，因此分析这部分相对低资质产业债、民企债以及城投债成为判断未来信用风险演化的核心。

• 社融资金加速流向债券市场，信用债总体净融资较去年有所回暖，但惠及群体并不均衡，城投、优质房企和产业龙头为直接受益群体，低资质产业债主体及民企融资依然困难。不过，资质越差的信用债主体 2020 年到期规模降幅越大，这使得到期主体向更高资质迁移。同时，收益率 8% 以上或中债隐含评级 AA- 级及以下的低资质券明年的到期规模在下降，估值净价在 95 元以下的债券到期规模也在下降，这表明 2020 年违约风险最集中的低资质券的待偿量在减小。

• 预计 2020 年违约潮将逐渐缓和，信用风险整体可控。综合多重因素，明年经济下行压力依然较大，国内降息周期开启，预计 2020 年将延续债市牛尾行情，而信用债市场受益于社融资金加速注入，监管政策的边际趋缓，未来信用债主体受益不均衡的现状将得到改善。一方面，在经过近两年时间的持续暴雷，民企或低资质产业债主体中的高风险有瑕疵主体逐渐减少，加之监管政策由去杠杆转向稳杠杆，央行持续引导资金流向实体经济，民企的融资端将逐渐看到政策效果的释放；另一方面，2020 年信用债的续作压力在下降，尤其是资质更差的主体，以及低资质券最集中的群体。

一、2019 年信用债违约回顾

信用风险是指债务人不能及时、足额地偿付本金和利息以致于对债权人造成损失的风险，主要指违约风险，而针对违约风险的刻画指标主要有两个，违约率（PD）和违约损失率（LGD）。更进一步，学术界探讨的信用风险不仅仅指违约风险，还包括由于资质恶化出现的级别下调风险、基差变宽等风险。下文我们将主要围绕违约率、违约损失率、级别下调以及基差变宽方面对信用风险展开全面的分析。

1. 违约率¹

2019 年边际违约率高于去年同期，新增的违约形式更趋多样化

非金融企业信用债 2019 年 1-11 月的边际违约率为 0.80%，较 2018 年同比小幅上升，环比有所缓和。违约诱因延续 2018 年的外部融资环境偏紧，不过随着弱资质民企存续数量降低，违约态势在边际趋缓。值得注意的是，今年的违约形式更趋于多样化，新增了除技术性违约、交叉违约外的场外兑付、要求持有人撤销回售、多次展期拖延兑付的更加多样化的违约。据统计，截至 2019 年 11 月末，场外兑付或要求持有人撤销回售的企业有 13 家，且多家主体同时涉及场外兑付和撤销回售，如天房集团（“16 天房 02”）、海南航空（“16 海空 01”）、金洲慈航（“17 金洲 01”）、河南盛润（“16 盛润债”）以及天广中茂（“16 天广 01”）。

图表 1：2014-2019.11 月非金融企业信用债边际违约率情况统计表

样本池构建时点 y	y 时点群组样本个数	t1	t2	t3	t4	t5	t6
2014	2799	0.18%	0.82%	0.50%	0.14%	0.54%	0.46%
2015	3509	0.74%	0.60%	0.20%	0.54%	0.46%	-
2016	3980	0.55%	0.18%	0.63%	0.45%	-	-
2017	4395	0.20%	0.80%	0.50%	-	-	-
2018	4513	0.95%	0.60%	-	-	-	-
2019	4506	0.80%	-	-	-	-	-

注：统计期为 2014 年至 2019 年 11 月，以单个自然年为一个观察期，将统计期划分为 t1-t6 共计六个观察期，下同

资料来源：Wind 资讯，东方金诚

2019 年民企违约仍处于历史高位，国企违约率仍处于低位，但发生了 AAA 级主体违约案例

分企业性质²来看，民企违约边际缓和，国企 AAA 级违约有所增加。具体的，民企简单年化边际违约率为 4.35%，较其他历史时期仍处于高位。新增民企违约主体 28 家，占全部违约主体的 77.78%，依然是市场关注的重点。国企的边际违约率为 0.13%，与 2018 年相比未明显上升，但从新增违约主体资质来看，2019 年开始出现像青海盐湖工业股份有限公司、北方方正集团有限公司这样的 AAA 级主体。

图表 2：2014-2019.11 月民企信用债边际违约率情况统计表

样本池构建时点 y	y 时点群组样本个数	t1	t2	t3	t4	t5	t6
2014	592	0.84%	3.04%	1.35%	0.68%	1.69%	1.35%
2015	724	2.49%	1.93%	0.97%	1.93%	1.52%	-
2016	710	1.97%	0.99%	2.39%	1.69%	-	-
2017	699	1.29%	3.72%	2.15%	-	-	-
2018	723	4.70%	2.90%	-	-	-	-
2019	702	3.99%	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，东方金诚

¹违约率 = 统计期内违约主体 / 期初样本池主体个数

²企业性质依据 Wind 的公司属性进行划分

图表 3：2014-2019.11 月国企信用债边际违约率情况统计表

样本池构建时点 y	y 时点群组样本个数	t1	t2	t3	t4	t5	t6
2014	1978	0.00%	0.10%	0.30%	0.00%	0.20%	0.20%
2015	2557	0.20%	0.27%	0.00%	0.16%	0.12%	-
2016	3029	0.26%	0.00%	0.20%	0.13%	-	-
2017	3447	0.00%	0.20%	0.12%	-	-	-
2018	3573	0.20%	0.08%	-	-	-	-
2019	3581	0.11%	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，东方金诚

2019 年民企违约呈现出逐渐波及中高信用等级债券的特征，其中低资质的民企违约率有所下降，中高资质的民企违约率有所上升

2019 年民企简单年化边际违约率为 4.35%，较 2018 年有所下降。从主体级别来看，2019 年简单年化的民企中高信用等级违约率为 3.78%，较 2018 年提升了 2.0 个百分点，而低等级违约率有所下降，同比下降 0.87 个百分点，整体呈现出逐渐向中高信用等级迁移的特征。从存续主体的级别分布来看，进入 2019 年以来，存续的低评级民企较去年同期下降，这是直接带来低资质民企违约率下降的主要原因。

图表 4：2014-2019.11 月民企中高（上表）和低（下表）主体级别信用债边际违约率情况统计表

样本池构建时点 y	y 时点群组样本个数	t1	t2	t3	t4	t5	t6
2014	27	0.00%	3.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2015	38	2.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
2016	74	0.00%	0.14%	0.28%	0.28%	-	-
2017	116	0.00%	0.29%	0.72%	-	-	-
2018	170	1.76%	4.12%	-	-	-	-
2019	202	3.47%	-	-	-	-	-
样本池构建时点 y	y 时点群组样本个数	t1	t2	t3	t4	t5	t6
2014	390	0.26%	1.79%	1.79%	1.03%	2.56%	2.05%
2015	418	1.67%	2.15%	1.44%	3.35%	2.63%	-
2016	444	2.03%	1.13%	3.15%	2.25%	-	-
2017	469	1.49%	4.48%	2.13%	-	-	-
2018	469	6.18%	2.99%	-	-	-	-
2019	431	4.87%	-	-	-	-	-

注：中高信用等级指 AA+ 级及 AAA 级发债主体，低信用等级指 AA 级及以下，且不包含无主体评级的企业

资料来源：Wind 资讯，东方金诚

国内信用债违约率仍低于国际水平，截至 2019 年 11 月末的平均累计违约率水平为 2.96%

国内信用债的平均年违约率³为 0.57%，低于穆迪统计的历史平均年违约率水平 1.16%⁴。从趋势上来看，随着国内经济的增速换挡，信用债违约率与经济增速呈现出明显的负相关关系，平均累积违约率不断攀升，由违约元年的 0.59% 攀升至 2019 年 11 月末的 2.96%。

³统计区间为 2014 年至 2019 年 11 月，各自然年的年违约率的算术平均值，其中 2019 年进行了简单年化处理。年违约率等于期初静态样本池中违约主体个数除以存续主体个数，下同

⁴数据来源为穆迪官网，统计期为 1920-2017 年，公司债每年的年违约率的算术平均值

图表 5：2014-2019.11 月非金融企业信用债违约率走势图

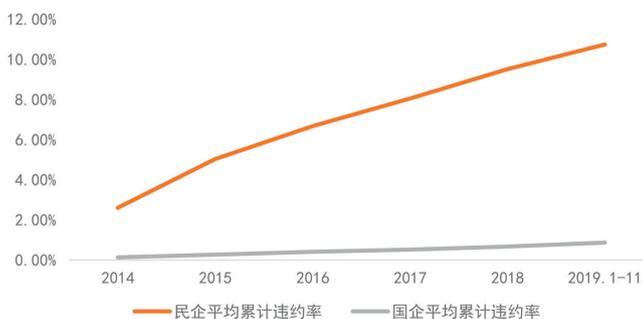


资料来源：Wind 资讯，东方金诚

民企与国企的平均累计违约率走出了鲜明的分水岭

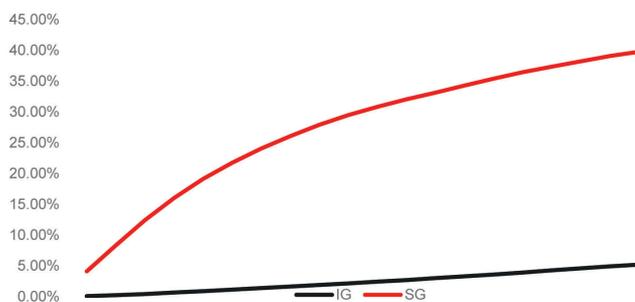
与国际市场不同的是，国内的信用评级序列并不完整，缺乏初始评级为投机级的信用等级，同时已有的投资级序列呈现左偏形态，主要集中在 AA 级至 AAA 级之间。从信用风险出现显著跃升的角度来看，民企和国企背景企业已然走出了明显的分水岭，从平均累计违约率的统计结果可以看出，2017 年民企为 7.96%，国企为 0.51%，2018 年民企为 9.43%，国企为 0.67%，2019 年简单年化后民企为 11.72%，国企为 0.95%，可以看出随着时间的推移，二者之间的差距逐年拉大。

图表 6：国内国企和民企平均累计违约率走势图（单位：%）



资料来源：Moody's 官网，东方金诚

图表 7：穆迪投资级和投机级平均累计违约率走势图（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚

总的来说，国内信用债市场的违约风险处于持续释放的过程，从绝对值的比对上来说低于国际平均水平，但局部风险比较突出，主要集中在表现在企业属性和信用级别上，民企的违约率水平明显高于国有企业。同时，民企的边际违约率开始小幅下降，不过，民企违约率在不同信用级别间表现分化，2019 年 AA 级及以下违约率

水平的下降，AA+ 及以上级别违约率水平的上升，民企违约向中高信用等级迁移。

2. 违约损失率

在债券发生违约后，债券持有人所关心的主要是债券的损失程度，即债券违约处置需要多长时间、能够回收的程度如何，可以用违约的回收时间⁵和回收率⁶进行表征。市场上通常有两种计算回收率的方法，一种是以最终回收金额与违约金额和利息的比重计算回收率，另一种则以违约后若干交易日内债务工具市场价格计算。后者多为国际市场采用，由于我国高收益债券市场以及衍生品市场尚处于发展初期，市场化程度相对较弱，加上积累的违约案例较少，我们选取第一种方法来测算回收率。

违约回收率为 11.89%，近年来与新增违约量相比，完成全额兑付的数量有所下降

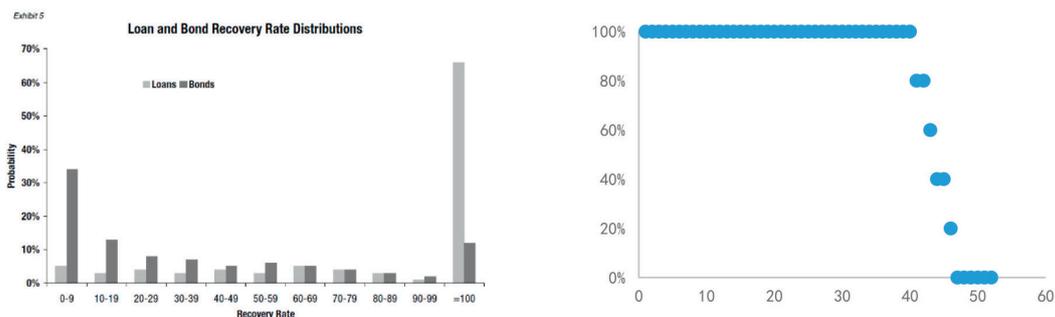
截至 2019 年 11 月末，债券市场上全部违约债券中，有 40 只完成了本息全额兑付，占全部违约债券的 11.02%；回收的本息额共计 329.67 亿元，占全部违约本息和的比重为 11.89%，值得注意的是，完成全额兑付的债券中有 16 只在 2016 年及以前完成了兑付，回收率相对较高，而 2017 年之后，与新增的违约债券量相比，完成全额兑付的比例逐渐下降，回收情况相对较差。

国内违约回收率远低于国际水平，但回收特征与国际上一致，均呈现出明显的两极分化

国内的回收率明显低于国际水平，但回收比例两极化特征明显，或全额兑付，或偿付比例低于 10%，这一特征与穆迪发布的数据分布特征基本一致。此外，违约回收情况在不同企业属性、行业和地区间表现各异。具体看，

(1) 不同企业属性间偿付比例差异较为明显，国有资质企业的兑付水平整体高于民营企业，主要是由于国资背景的企业有着先天的融资渠道及融资能力优势，在违约事发后，国有企业可以获得的外部支持或自身可腾挪的资源空间依然较大；(2) 综合类、食品加工与肉类、煤炭与消费用燃料和多领域控股行业的兑付水平较高；(3) 内蒙古、四川省兑付水平较高，主要是在回收过程中地方政府的协调起到了重要的作用。

图表 8：违约债券回收率分布情况（左图：国际，右图：国内，单位：%）



数据来源：穆迪官网，Wind 资讯，东方金诚

完成全额兑付的违约债券平均回收期为 123 天，其中半数在一周内完成全额兑付，超过一周的债项兑付期在拉长的同时兑付的不确定性也在增强

考虑到回收期是从债券违约到本息全部回收所花费的总时长，我们梳理了截至 2019 年 11 月末完成全额兑付的 40 只债券，统计得出其平均回收期为 123 天，其中最长的偿还期达到 733 天⁷，最短的为 1 天（为技术性违约），各债项的偿付时长差异较大。具体的，在一周内完成兑付的有 20 只，占完成本息全额兑付债券总

⁵回收时间是指从债券违约到本息全部回收所需要的时间

⁶回收率 = 1 - 违约损失率

⁷11 蒙奈伦，首次违约日为 2016/5/4，随后分三次付息累计 1.26 亿元，于 2018/5/7 完成了 8 亿本金支付，历时 733 天最终完成了本息兑付。

数的 50.00%；一个月以内（一周以上）的有 4 只，占比 10.00%；一个季度内（超过一个月）的有 3 只，占比 7.50%；半年内（超过一个季度）的有 5 只，占比 12.50%；半年以上的有 8 只，占比 20.00%。整体来看，半数债券的本息全额偿付发生在一周以内，超过这一时长的兑付期在拉长的同时不确定性也在增强。

目前市场主要采取发行人自筹资金的方式回收资金，且自筹资金的回收情况优于司法诉讼

债券市场上针对违约后债券的处理方式有第三方代偿、发行人自筹资金（变卖资产、其他第三方融资等）、协调和解、资产重组、破产清算等。目前，市场最主流的债券追偿方式是司法诉讼，但司法诉讼耗时长、同时面临着企业实际无力偿还或者配合度低的问题。而由债权人和债务人自主协商，加上政府的协调安排，实际效果更好，例如自筹资金方式的平均回收周期为 98 天，明显比司法诉讼周期短，但该方法也受限于债务人的偿债能力及偿债意愿。

综上所述，国内信用债市场的违约率和回收率水平均低于国际市场，违约风险处于持续释放的过程，新增违约的形式更趋多样化，其中最值得注意的是民企的局部风险更为突出，形成了显著高于国企平均累计违约率的走势。回收方面，新增违约的回收情况不及 2017 年之前。

3. 级别下调

级别下调伴随两次违约潮起伏，2018 年开始级别下调的主体和债项数均显著拉升并处于高位

2019 年 1-11 月主体评级调低的企业有 92 家，同比上升 5.16%，债项评级调低的债券有 445 只，同比上升 7.41%，评级下调次数为 223 次，同比下降 7.71%。随着经济下行和信用风险的不断释放，发债主体及债项的评级下调情况也随之增加，先后在 2016 年和 2018 年两次违约潮期间达到高点。

图表 9：2014-2019.11 级别下调企业和债项（左图）及下调次数（右图）分布情况



数据来源：Wind 资讯，东方金诚

4. 利差

利差方面，产业债和城投债的分化随着级别下降逐渐拉大，产业债的利差明显更高

从利差来看，城投债和产业债随着信用风险的释放逐渐走出明显分化的行情。从时间序列上来看，2015 年之前，不论是余额加权还是中位数测算出的城投债利差均高于产业债，进入 2015 年之后，出现了反转，产业债的利差开始超过城投债，且二者之间的差距逐渐拉开，这一特征随着级别的下降愈发明显。从信用等级来看，中低⁸信用等级的城投债利差始终低于产业债，即同等级别下投资者更加偏好城投债，而高信用等级的城投债和产业债利差走势相差不大。值得注意的是，余额加权算法下，AA+ 级产业债利差近期超过 AA 级城投债，可以印证信用风险向更高资质民企债蔓延，而 AAA 级城投债利差超出产业债近 20BP，表明投资者更加偏好优质的城投债。

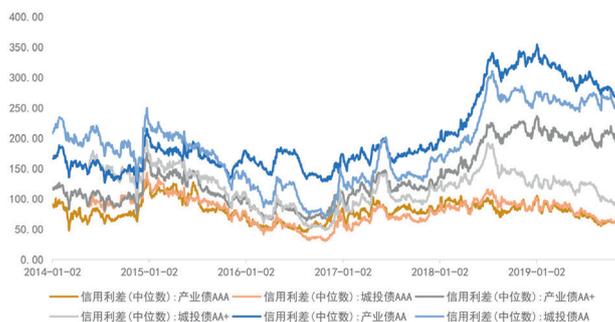
⁸指 AA+ 级和 AA 级

图表 10：产业债 VS 城投债不同等级间利差（余额加权）走势（单位：BP）



数据来源：Wind 资讯，东方金诚

图表 11：产业债 VS 城投债不同等级间利差（中位数）走势（单位：BP）

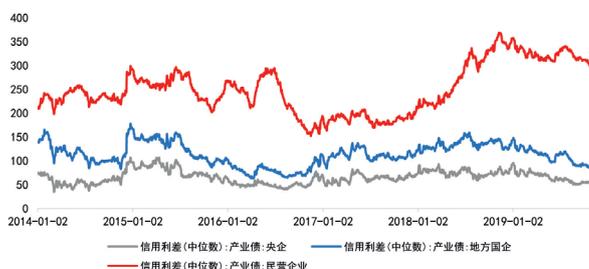


数据来源：Wind 资讯，东方金诚

产业债中，民企与国企间的信用分化越来越大，投资者对民企的风险偏好更低

从企业属性来看，民企、地方国有企业和中央国有企业之间的分化逐年加大，投资者对民企所要求的风险补偿抬升最多。从时间序列来看，自违约元年以来，中央国有企业的利差中枢一直维持在 60BP 左右，而地方国有企业和民营企业的利差中枢在不断抬升，其中民企抬升最为明显，由 2014 年的 203BP 升至 2019 年 1-10 月的 278BP。而信用分层在各企业属性间表现各异，其中地方国有企业和中央国有企业的信用基差变化不大，基本维持在 60BP 左右，但民营企业 and 地方国有企业以及中央国有企业之间的差异则越来越大，2014 年民营与地方国企的基差为 96BP，到了 2019 年 1-10 月升至 153BP，而民营与中央国企的基差则由 2014 年的 155 升至 2019 年 1-10 月 212BP。

图表 12：产业债不同企业性质利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind 资讯，东方金诚

产业债中，中低级别与高级别之间的信用分化越来越大，资质越差的利差中枢抬升越多

从信用级别来看，利差在不同信用级别间的分层越来越明显，级别越低风险补偿越多。从利差中枢上看，AAA 级利差的中枢变化最小，2014 年为 62BP，2019 年 1-10 月为 78BP，上升了 16BP，AA+ 和 AA 级的利差中枢均大幅抬升，二者分别上升了 145BP 和 141BP。从级别间差异来看，中低级别与高级别之间的差异更加明显，AA+ 级与 AAA 级之差由 2014 年大幅抬升 130BP，而 AA 级与 AA+ 级之差变化不大，二者基本保持同步抬升至较高利差水平。

图表 13：产业债不同评级利差分化走阔（单位：BP）



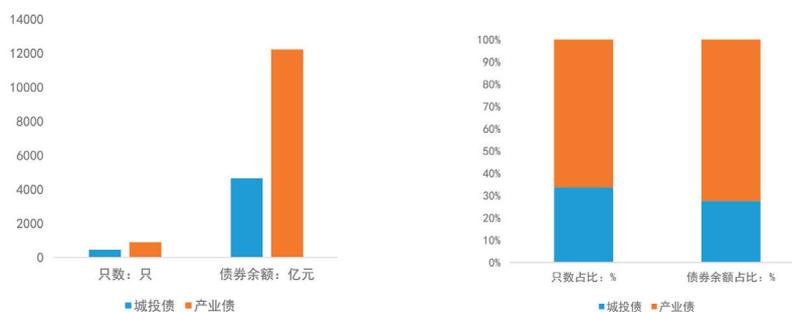
数据来源：Wind 资讯，东方金诚

伴随着经济增速换挡和供给侧结构性改革不断深入推进，许多企业或因行业景气度低迷、或因外部融资环境收紧，出现经营困难、流动性不足、偿付困难等现象。加之长期以来我国债券市场的刚性兑付环境，使得不同企业间的级别区分度不够、投资人的风险识别意识较为缺乏。刚兑打破后，催生了大批级别被下调、二级市场价格大幅打折的高风险债券，这部分债券的信用风险演化构成了未来信用风险走势的关键变量。

低资质券⁹ 存续规模达 1.69 万亿元，其中约三成成为城投债，七成成为产业债，而产业债中约六成成为民企债

截至 2019 年 11 月末，国内低资质券存续只数为 1328 只，存续余额为 1.69 万亿元，其中产业债¹⁰ 只数为 880 只，债券余额为 1.22 万亿元，占比接近 70%，产业债中民企债的占比为 58.31%。在 2014 年之前，低资质券主要由城投债构成。不过，在以“11 超日债”为代表的公募债违约以来，公募债信仰、国企信仰、央企信仰、同业信仰等被逐一打破，弱资质民企违约事件频发，城投债在低资质券中的占比大幅下降，而产业债占比明显提升。这反映了我国债券市场的信用变迁，即从最初的地方政府财政信用到企业主体信用，在这个过程中，外部环境的影响和个体信用特征越来越凸显。

图表 14：截至 2019 年 11 月末低资质券存量结构图（单位：BP）



数据来源：Wind 资讯，东方金诚

⁹ 筛选低资质券的标准：（1）中债估值收益率不低于 8%（估值类型选取推荐）或中债估值收益率超过相同期限中债企业债收益率曲线（AA-）的国内公募债券；（2）债券种类包括 Wind 债券二级分类中的一般企业债、一般中期票据、一般公司债；（3）债券余额不小于 10 亿元或每月成交量不低于 3000 万元；（4）上市地点限于银行间市场、上交所和深交所；（5）债券剩余期限为一日以上（含一天）。

¹⁰ 行业分类标准为东方金诚指数团队行业二级分类标准。

伴随信用分层持续演进和信用风险的持续释放，低资质券已经具有一定规模，这其中城投债和产业债的占比约为三七比，产业债中民企债约为六成，因此分析这部分产业债、民企债以及城投债成为判断未来信用风险演化的核心。

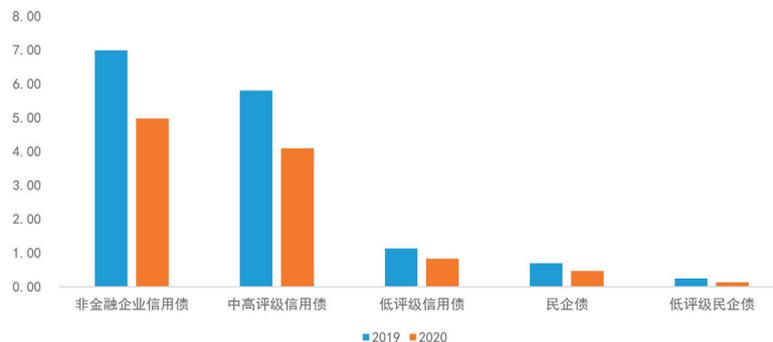
二、2020 年信用风险展望

社融资金加速流向债券市场，信用债总体净融资较去年有所回暖，但惠及群体并不均衡，城投、优质房企和产业龙头为直接受益群体，低资质产业债主体及民企融资依然困难。未来信用风险如何演化，还需着重分析低资质债券在 2020 年的再融资压力。

资质越差的主体 2020 年到期规模降幅越大

据统计，2020 年待偿还的非金融企业信用债规模为 4.97 万亿元，较 2019 年下降 28.85%，中高评级信用债的待偿还规模为 4.09 万亿元，较 2019 年下降 29.52%，低评级信用债待偿还规模为 0.83 万亿元，同比下降 26.74%，民企债的待偿还规模为 0.46 万亿元，同比下降 33.81%，低评级民企债的待偿还规模为 0.13 万亿元，同比下降 47.28%，可以看出今年违约最多发的民企债或低评级民企债明年的偿还规模大幅回落，且资质越差的主体到期规模降幅越大，相应的到期主体资质向更高资质迁移，考虑到资质的好坏与违约率的高低呈反比关系，预计这部分主体在 2020 年的违约率将有所下行。

图表 15：不同类别信用债的待偿还情况（单位：万亿）



注：1、本图统计范围皆为非金融企业信用债

2、中高评级指主体级别为 AA+ 级或 AAA 级的债券，低评级指 AA 级及以下的债券

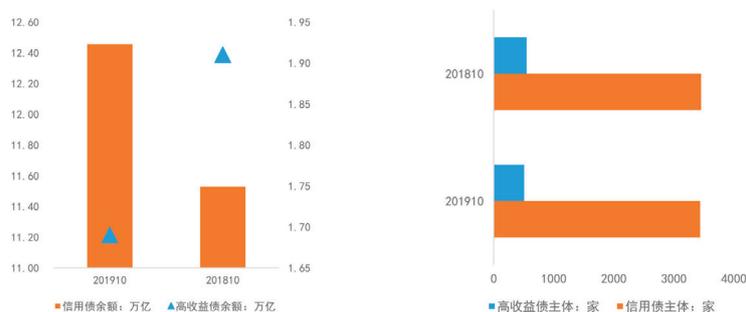
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

2019 年存续债券收益率 8% 以上或 AA- 级及以下的低资质券债券余额及主体数量均同比下降

从收益率角度来看，截至 2019 年 11 月末，存续的低资质券余额为 1.69 万亿元，占统计范围内¹¹ 信用债余额的 13.57%，低于 2018 年同期的 1.91 万亿元以及 16.57%。从发行主体来看，存续的低资质券发行主体数量为 507 家，占统计范围内信用债发行主体数量的 14.73%，也低于 2018 年同期的 551 家及 15.95%。

¹¹ 为了确保可比，此处统计了与低资质券筛选标准一致的一般企业债、一般公司债及一般中期票据的存续情况

图表 16：存续的低资质券的债券余额及主体数量变化情况

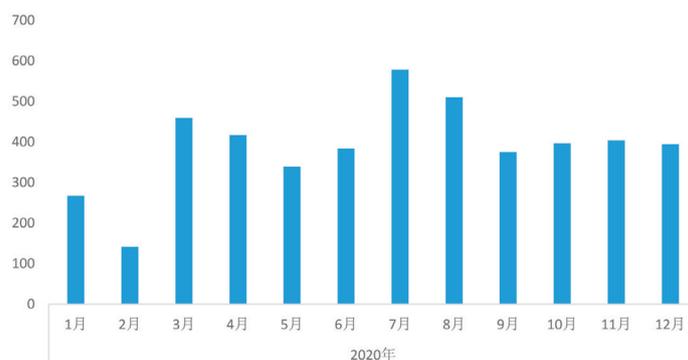


数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

2020 年收益率在 8% 以上（含）或 AA- 级及以下的待偿还规模同比下降 37.74%，剔除私募类债券后，同比下降 32.43%

分析低资质券在 2020 年的待偿还情况，我们统计非金融企业信用债中收益率在 8% 以上（含）或中债隐含评级 AA- 级及以下的高风险部分进行分析，2020 年待偿还规模为 7211.66 亿元，较 2019 年下降 37.73%，剔除定向工具和私募债后，统计得出 2020 年待偿还规模为 4665.42 亿元，同比下降 32.43%。2020 年收益率在 8% 以上（含）或中债隐含评级在 AA- 级及以下的高风险债券的待偿还规模在下降，这部分主体的偿还压力会阶段性缓解，一定程度上会缓解明年的违约风险。不过，仍需警惕明年偿付规模偏高的月份。

图表 17：2020 年各月待偿还收益率在 8% 以上（含）或 AA- 级及以下债券规模分布图



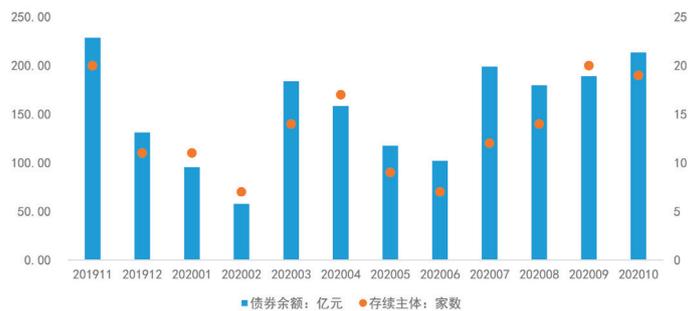
注：上图统计的债券类型为 wind 二级分类标准下非金融企业信用债券，并剔除定向工具及私募债

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

2019 年估值净价低于 95 块的低资质券债券余额及主体数量均同比下降

我们按照净价统计高风险债券（含一般公司债、一般中期票据和一般企业债）的存量及到期情况，筛选出净价低于 95 元的债券，并剔除在时间节点之前已经违约的主体以及包含“债券提前偿还”条款的债券。结果显示，截至 2019 年 11 月末存续低资质券的余额为 1859.01 亿元，同比下降 40.17%，涉及主体 85 家，同比下降 46.88%。分结构来看，高风险城投债余额为 119.09 亿元，同比下降 74%，涉及主体大幅下降至 10 家；高风险产业债余额为 1739.92 亿元，同比下降 34%，涉及主体下降 34.21% 至 75 家。而从下一付息日或行权日情况来看，2020 年 10 月、7 月、9 月、3 月的兑付压力居前，分别涉及债券余额 213.40 亿元、198.62 亿元、189.16 亿元、183.86 亿元，涉及主体分别为 19 家、12 家、20 家、14 家。

图表 18：2019 年 11 月末存续的低资质券在下一付息日或行权日的分布情况

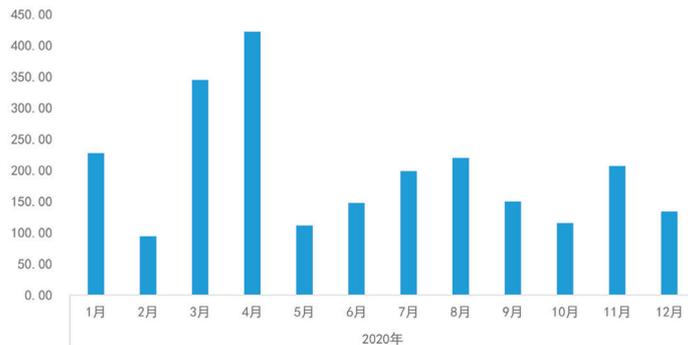


数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

2020 年待偿还的 95 元以下（含）非金融企业信用债同比下降 16.33%，公募债券同比下降 20.81%

分析低资质券在 2020 年的待偿还情况，我们统计非金融企业信用债中 95 元以下（含）的高风险部分进行分析，2020 年待偿还规模为 2553.87 亿元，较 2019 年下降 16.33%，从中剔除定向工具和私募债后，统计得出 2020 年 95 元以下（含）债券的待偿还规模为 2370.87 亿元，较 2019 年下降 20.81%。2020 年 95 元以下（含）的高风险债券的待偿还规模在下降，这部分主体的偿还压力会阶段性缓解，一定程度上会缓解明年的违约风险。不过，仍需警惕明年偿付规模偏高的月份。

图表 19：2020 年各月待偿还 95 元以下（含）债券规模分布图



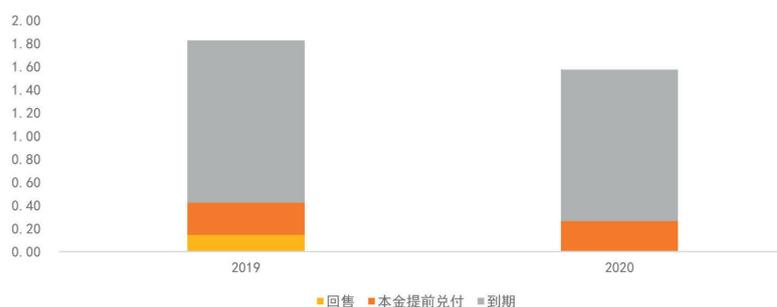
注：上图统计的债券类型为 wind 二级分类标准下非金融企业信用债券，并剔除定向工具及私募债

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

城投债待偿还规模同比下降，但仍需关注地方财力对到期债务覆盖率偏低地区的到期压力

从待偿还规模来看，2020 年城投债的待偿还规模为 1.57 万亿元，较 2019 年下降 13.81%，其中到期偿还规模为 1.31 万亿元，同比下降 6.63%，本金提前兑付规模为 0.26 万亿元，同比下降 4.78%，到期压力有所缓解，但从绝对量上来看压力依然不小。从地方财力对城投债待偿还规模的覆盖率来看，天津、江苏、重庆、吉林和云南等地区偏低。

图表 20: 城投债待偿还情况 (单位: 万亿)



数据来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

图表 21: 各地方财力对待偿还城投债的覆盖情况

发行人地域	待偿还城投债规模: 亿元		地方财力保障倍数	
	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
西藏		5.00	-	63.90
上海	499.78	193.80	18.41	47.49
海南	0.47	28.67	2414.17	39.57
广东	725.91	576.23	24.78	31.22
河北	140.15	223.65	45.76	28.67
山西	73.05	129.83	42.96	24.17
内蒙古	39.93	104.93	60.73	23.11
山东	674.72	547.06	18.51	22.82
黑龙江	82.55	75.96	19.86	21.58
河南	387.29	375.48	19.60	20.22
辽宁	306.48	212.71	11.58	16.69
四川	593.46	466.10	13.03	16.59
甘肃	136.14	79.90	9.33	15.89
湖北	486.64	473.21	14.06	14.46
北京	1072.74	574.90	7.27	13.56
浙江	1298.74	1136.51	11.81	13.49
安徽	555.80	568.70	10.94	10.69
贵州	384.47	300.65	7.74	9.90
青海	49.61	60.00	10.84	8.97
江西	416.14	464.29	9.93	8.90
宁夏	50.30	66.70	11.25	8.48
福建	751.12	679.35	7.45	8.24
新疆	244.50	267.64	8.78	8.02
陕西	564.01	495.93	6.57	7.48
广西	447.47	422.83	6.97	7.37
湖南	685.00	724.07	7.43	7.03
云南	705.94	480.41	4.65	6.83

吉林	196.20	288.10	9.17	6.24
重庆	807.63	810.57	5.67	5.65
江苏	4749.36	3702.83	3.55	4.55
天津	1113.29	1188.04	2.93	2.75

注：地方财力保障倍数 = (一般公共预算收入 + 政府性基金收入) / 待偿还城投债规模

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

违约潮将逐渐缓和，信用风险整体可控

违约潮将逐渐缓和，信用风险整体可控。未来经济下行压力依然较大，国内降息周期开启，预计 2020 年将延续债市牛尾行情，主要的受益群体是城投、优质房企和可获得直接政策利好的中上游行业国企。但受益于经过近两年时间的持续暴雷，民企债或低资质产业债中的高风险有瑕疵主体逐渐减少，加之监管政策由去杠杆转向稳杠杆，央行持续引导资金流向实体经济，着力改善实体经济融资难、融资贵问题，民营企业的融资端将逐渐看到政策效果的释放，叠加年内以及明年民企债尤其是低资质民企债的到期压力大幅缩小，民企违约潮将逐渐缓和，短期内整体信用风险可控。

2020 年熊猫债融资成本有望下行

“一带一路” 沿线将成重要看点

——熊猫债市场 2020 年展望

研究发展部 丛晓莉

内容提要

• 2019 年，在中美利差大幅走阔，房地产企业融资监管不断收紧影响下，熊猫债发行规模较去年同期显著收缩。2019 年 1-11 月，熊猫债市场发行金额总计 558.4 亿元，较去年同期的 895.9 亿元大幅减少 37.7%。过去作为熊猫债市场主要发行人的中资房企海外子公司，在 2019 年前 11 个月还未有熊猫债成功发行。

• 展望 2020 年，中美利差的预期收窄将为熊猫债融资带来成本利好，“一带一路”倡议的持续推进将为在岸人民币债券市场引入更多纯境外发行人，国内宏观经济稳增长背景下房企融资环境或在微观层面有所放松，多重因素均有利于提振熊猫债市场热情。与此同时，中国银行间市场和交易所市场不断推出开放举措过程中，外资入市的便利性和规范性将获进一步提升，熊猫债市场必将迎来更大规模、更深层次的开放格局。

关键词：熊猫债，中美利差，一带一路，房企熊猫债，债市开放

一、2019 年熊猫债总体发行增速明显放缓，发行主体结构变化显著

2019 年 1-11 月，中国债券市场累计发行 35 只共计 558.4 亿元熊猫债，发行规模较去年同期的 895.9 亿元大幅减少 37.7%。今年以来熊猫债整体发行额的收缩，主要是由于监管不断加强对房地产企业融资的限制，作为以往熊猫债最主要发行主体的中资房企海外子公司，其被限制融资的趋势持续强化，通过熊猫债方式筹集资金亦显著萎缩。

图表 1：2019 年熊猫债发行规模稳中有降（组合图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

2019 年 1-11 月，境外战略类主体发行表现较为积极。葡萄牙政府成功发行了首只欧元区主权熊猫债，成为首个进入中国银行间债券市场的欧元区主体；金砖国家新开发银行发行了两种期限人民币债券，已成为在岸人民币债券市场的经常发行人之一；菲律宾政府也在 2019 年再度进入银行间市场，其人民币债券获得 4.57 倍超额认购。战略因素的考量成为熊猫债发行的重要因素，这既包括促进“一带一路”框架下的政经合作，也包括推动建立与中国市场长期的信任关系等。

此外，东方金诚注意到，在境内资金面处于合理充裕状态，国内信用债和政策性银行债发行利率下行过程中，年初至今，熊猫债总体票面利率亦显著走低，各种类主体发行成本均现下行，发行定价市场化程度日益改善。

二、中美利差预期收窄，熊猫债融资成本利好将提升

2019 年以来，中美利差持续呈现走阔态势，对境外商业主体熊猫债发行带来一定负面影响。2019 年 1-11 月，纯境外背景商业类主体仅有宝马金融、大华银行、托克集团、马来亚银行、意大利 CDP、戴姆勒等 6 家完成发行。

2019 年 1 月 2 日至 11 月 29 日，10 年期中国国债收益率从 3.07% 升至 3.165%，升幅 3.09%；同期，10 年美债收益率从 2.75% 降到 1.78%，降幅达 35.27%。这段时间，中美利差从 51 个基点拉宽至逾 138 个基点，且在 10 月末曾达到 159.8 的阶段高点。目前，中美利差基本维持在 130~140 基点的高位区间徘徊。数据显示，自 2015 年“811 汇改”以来，中美利差的平均水平约为 100 基点。也就是说，近期中美利差已大幅超出其近年来的均值。

2019 年中美利差的大幅走阔，主因是 10 年期美债收益率的显著下滑。其核心原因，一方面是减税对美国经济增长的拉动作用趋于消失，贸易摩擦给美国经济带来的负反馈不断显现，美国经济放缓的信号越来越明确；另一方面是市场参与者对国际贸易争端可能削弱全球经济增长的担忧情绪持续发酵，叠加一系列地缘政治风险因素，引发全球避险情绪升温，美国十年期国债价格上涨，收益率显著下行。在境外无风险利率大幅回落过程中，离岸市场平均资金利率也稳步下行。海外市场融资吸引力的提升，对熊猫债发行或产生了一定的挤出效应。

图表 2：2019 年中美利差大幅走阔（组合图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

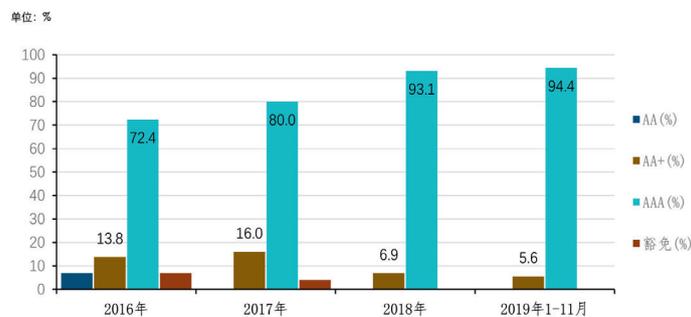
展望 2020 年，鉴于国际贸易紧张局势不确定性仍然较高，美国经济下行风险或继续加大，美联储大概率将进一步降息以推动经济回暖。东方金诚注意到，伴随 2019 年美联储的三次降息举动，10 年期美债收益率已自 2019 年 9 月开启了阶段性回升态势。美联储的降息，提振了市场对经济扩张的信心，美债价格出现下跌，收益率随之走高。面对经济的温和增长、通胀的回升，以及贸易不确定性的持续存在，明年美联储的降息幅度可能较 2019 年有所缓和，美债 10 年期收益率预计会在今年低位基础上小幅反弹。十年期中国国债收益率方面，鉴于明年稳增长刚性增强，不排除持续降息刺激投资等举措施行。国内政策逆周期调节力度可能加大背景下，2020 年中国国债收益率料将下行。

由此，结合中美十年期国债收益率预期来看，明年中美利差不会延续目前的高位运行态势，且很有可能逐步收窄。对境外商业主体来说，通过熊猫债融资的成本利好将会提升。

三、境内资金利率中枢走低，熊猫债平均票面有望下行

从 2019 年发行成本来看，在境内资金面处于合理充裕状态，国内政策性银行债利率及高等级信用债发行利率较上年整体下行过程中，熊猫债发行成本亦显著走低。

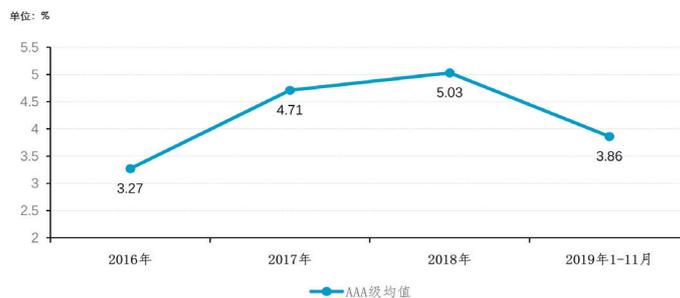
图表 3：主体评级 AAA 级熊猫债继续占据市场主导地位（柱状图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

2019 年，熊猫债发行人的信用资质呈现出更加集中的趋势。AAA 级熊猫债发行主体占比再度走高，升至 94.4%，进一步体现了监管机构在推动债券市场双向开放过程中，更加鼓励优质发行人进入市场，更加重视高信用资质主体在熊猫债市场发展中的示范作用。

图表 4：2019 年熊猫债平均票面利率显著下行（以 3 年期为例，折线图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

以最具代表性的主体评级 AAA 级别的 3 年期熊猫债为例，2019 年 1-11 月，其发行时平均票面利率约为 3.86%，较去年降幅接近 23.3%，年度票面水平表现与同期限国开债利率走势基本一致，表明熊猫债券受到投资者的高度认可。

图表 5：2019 年国开行 3 年期债券利率较 2018 年显著下行（折线图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

如果分行业比较熊猫债的票面情况，我们发现房地产企业发债的平均票面利率较同等级同期限其他类别主体发行债券略高，在 2017 年和 2018 年约高出 10 个基点左右，2016 年平均票面水平则基本一致，总体差异很小。这不仅表明熊猫债发行利率在不同行业间没有显著分化，也在一定程度上显示了熊猫债投资人并未简单地以行业信用资质来决定投资策略。

图表 6：不同行业熊猫债票面利率走势基本一致（以主体 AAA 级 3 年期为例，组合图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

展望 2020 年，在央行释放流动性或压低利率来稳增长的前提下，境内债市实体融资成本预计将现下行。考虑到除稳定经济增长和货币政策目标外，贸易摩擦等不确定因素带来的市场波动仍可能很高，明年政策性银行债发行利率继续大幅走低的可能性并不大，因此熊猫债总体票面利率预计将在目前的低位水平小幅下行。

与此同时，随着境内外投资人对熊猫债发行人以及境内债券市场环境了解的日益加深，对熊猫债发行市场风险具备更高的敏感度和更强的识别能力，行业和企业主体自身的风险将会得到更加客观和全面的评估，熊猫债发行主体的融资成本或将呈现分化态势。

四、“一带一路”倡议持续推进，沿线战略合作将提振人民币债券发行

2019年以来，包括新开发银行、菲律宾政府、葡萄牙政府、意大利存贷款集团等境外战略类发行人在内，共有10家纯境外主体发行了19只共计358.4亿元人民币债券，占1-11月总发行金额的64.2%。中国与其他国家的政经合作，不断推动熊猫债市场发展。

2019年，纯境外发行主体在全部发行金额中的占比已接近三分之二，较以往中资背景发行人占据主导地位的姿态明显改变。东方金诚注意到，除已成功在华发行人民币债券的外国政府类机构以外，奥地利国库署在2019年4月末与中资银行签署了熊猫债发行备忘录，预计短期内将开展在华人民币债券发行工作。与此同时，国家发改委在2019年同希腊、瑞士、新加坡等国已分别签署了合作框架协议、合作谅解备忘录等，双边政经合作将进一步强化，熊猫债发行可能性大幅提高。另外，包括意大利、俄罗斯、巴基斯坦、土耳其、格鲁吉亚等国央行也在积极筹备人民币债券发行。从2019年纯境外主体和国际开发机构的积极发行，以及中国与“一带一路”沿线国家持续拓展新的国际合作空间来看，2020年“一带一路”沿线国家和企业的人民币债券发行可能再创新高。

在中国金融市场加速双向开放，以及国内政策环境和监管制度不断完善的过程中，人民币计价债券的国际吸引力将会持续增加。东方金诚预计，“一带一路”经贸合作及项目的资金融通，将为在岸人民币债券市场持续引入更多优质发行人和投资人。短期来看，东南亚、欧元区及中东欧等总体风险较小或可控的区域，有望迎来熊猫债发行的新一波热潮。

图表 7：未来 1-2 年熊猫债到期规模将迎来小高峰（柱状图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

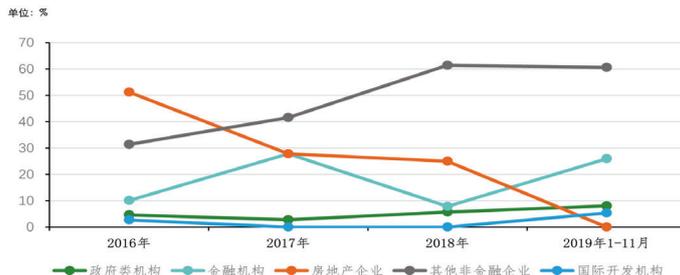
此外，结合熊猫债的到期规模来看，万得数据显示，2020年有共计672.7亿元熊猫债到期，较过去几年明显上升。熊猫债市场迎来到期小高峰过程中，企业拓宽融资渠道的动力将进一步走高。为缓解存量债券再融资风险、保证债务正常滚动，以“借新还旧”为目的的发行量料将增加，新债筹备可能更加积极，熊猫债市场发行料将明显升温。

五、房企融资宏观环境不会改变，地产发行人难再主导熊猫债市场

2019年熊猫债发行整体规模稳中有降的趋势，主要原因是房地产企业融资的显著收紧。2019年1-11月，熊猫债市场发行规模总计558.4亿元，较去年同期的895.9亿元大幅减少37.7%。前11个月内，境外政府类机构、国际开发机构、境外金融机构和境外非金融企业分别发行熊猫债45亿元、30亿元、145亿元和338.4亿元，发行金额占比对应为8.06%、5.37%、25.97%和60.6%，发行主体类别的多样化趋势进一步增强。

值得注意的是，在 2019 年房地产发行人融资全面收紧过程中，至今还未有房地产企业成功发行熊猫债。而过去几年，中资房地产企业曾是熊猫债市场的主要发行人。房企发行人市场主导地位消失，不仅与房企融资监管强化有关，也一定程度上反映了熊猫债市场摆脱房地产依赖的转型趋势。

图表 8：房地产企业发行占比逐年下降（折线图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

图表 9：2019 年前 11 个月房地产企业未有熊猫债发行（组合图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

展望 2020 年，从宏观经济和政策层面来看，“房住不炒”的总基调不会改变，过去几年房企主导熊猫债的情况难再现。在 2020 年宏观经济稳字当头的背景下，稳增长诉求有所提升。稳增长压力下，全面落实“因城施策”意味着微观层面上的局部松动可能会出现，因此，东方金诚预计 2020 年房企融资环境较去年进一步收紧的可能性很小，熊猫债市场有望再现房地产发行人。但与此同时，由于宏观层面房地产调控政策没有改变，针对房地产企业融资的监管预计不会明显放松，且在熊猫债纯境外发行主体日益增多的大趋势下，中资房地产企业在熊猫债市场难以受到政策鼓励，房企主导熊猫债的情况预计难以再现。

六、中国债市开放力度持续加大，发行市场优化管理助力熊猫债升温

2019 年 1-11 月，银行间市场发行熊猫债 493.4 亿元，占发行总金额的 88.4%，银行间市场延续了其主要发行场所特征。

图表 10：2019 年前 11 个月近九成熊猫债发行人选择银行间市场（百分比堆积柱状图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

从发行主体类型来看，银行间市场熊猫债发行主体保持多元化态势。银行间市场发行人包括了外国中央政府、国际开发机构、境外金融机构和境外非金融企业等全部四大类型，而交易所市场已注册的机构仍是仅有境外非金融企业。过去中资背景房企一直是交易所市场熊猫债的主要发行人，2019年房企熊猫债融资的全面收紧，一定程度上导致交易所发行占比下滑。

图表 11：2019 年银行间市场熊猫债发行主体保持多元化（表格）

市场 熊猫债发人类别	银行间债券市场	交易所债券
	外国中央政府 国际开发机构 金融机构 非金融企业	非金融企业

资料来源：东方金诚研究

从发行方式来看，2019年1-11月，银行间市场中公募发行只数的占比为67.7%，私募为32.3%；交易所市场中公募占比75%，私募占比25%。也就是说，无论银行间市场还是交易所市场，公募发行的占比都超过三分之二。

图表 12：2019 年公募发行继续占据主导地位（百分比堆积柱状图）

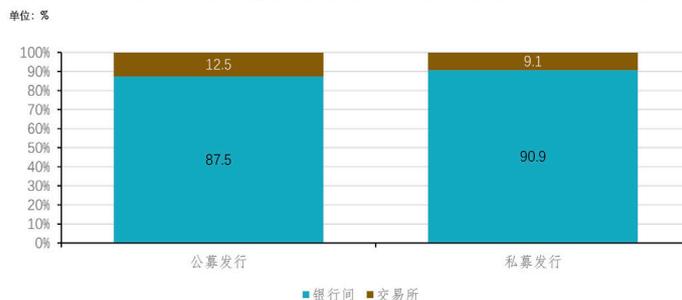


数据来源：万得资讯，东方金诚研究

通常公募发行主体信用资质普遍较高，在国际资本市场上有一定的投资者青睐度，信息披露等发行要求也较高，因此，银行间和交易所市场公募熊猫债的主导地位，均与熊猫债监管机构鼓励优质发行人进入市场的政策意图相吻合。

无论公募还是私募发行，银行间市场都是主要的发行场所。如果将公募和私募发行的熊猫债分开来看，2019年1-11月，公募发行方式中，选择银行间市场的只数占比为87.5%，私募发行中，银行间占比90.9%。其主因是银行间市场对外开放政策出台步伐较快，发行要求及系统性管理办法相对清晰。银行间市场较高的信息透明度和明确度，更容易受到优质国际发行人的理解与认可。

图表 13：2019 年公募和私募熊猫债均有约九成选择银行间市场（百分比堆积柱状图）



数据来源：万得资讯，东方金诚研究

展望 2020 年，在境内债券市场加大开放力度过程中，银行间和交易所市场的熊猫债发行规模均有望大幅增长。鉴于“研究制定交易所熊猫债管理办法”已成为证监会主要推动落地的开放措施之一，交易所熊猫债发行有望获得突破。2016 年，交易所就曾因证监会出台公司债改革政策，促成了当年交易所市场熊猫债发行的爆发。因此，在进一步扩大开放范围和层次的举措下，考虑到上交所和深交所已与境外机构开展持续交流合作的背景，2020 年境外主体选择在交易所市场融资的规模料将扩大。与此同时，银行间市场在发行端和投资端均持续加大改革和开放力度，国际参与者入市的便利性和规范性稳步提升。伴随监管层不断推出新的优化管理措施，银行间市场高水平开放将迎来更多境外优质发行人。考虑到纯外资熊猫债发行主体持续增加的趋势，预计 2020 年银行间市场仍将是熊猫债发行的主要场所。

附录一：

2019 年代表性发行案例分析

发行主体	发行特点
 <p>新开发银行</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●作为在岸人民币债券市场的经常发行人之一，2019 年金砖国家新开发银行的 20 亿元 3 年期债券和 10 亿元 5 年期人民币债券，分别获得 3.565 倍和 3 倍超额认购。 ●3 年期品种认购中，欧洲投资者占 21%，新加坡投资者占 8%；5 年期品种中，欧洲投资者占 20%，日本占 5%，相较 2016 年来说，投资者范围大幅扩大。 ●新开发银行以成员国本地货币发行债券，大大降低了面对美元波动的风险，有助于缓解其货币错配的压力。 ●本年度人民币计价债券的成功发行，不仅增加了新开发银行在中国境内的融资手段，有助于多元化其长期债务货币组合，也进一步加速了人民币债券市场的开放脚步，促进了熊猫债市场的产品创新，更反映了国际金融市场对人民币的信心。
 <p>新加坡大华银行</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●作为首单新加坡金融机构发行的熊猫债，大华银行的 20 亿元 3 年期人民币债券，获得 2.7 倍超额认购。 ●本只债券获得境外投资人踊跃认购，其中，境内投资机构占比 38%，境外投资机构占比 62%。 ●此次人民币计价债券成功发行，有助于提升大华银行在融资渠道和币种方面的多元化程度，也进一步推动了区域间的金融市场联动。
 <p>菲律宾共和国</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●作为今年首支成功发行的主权熊猫债，菲律宾政府的 25 亿元人民币债券，获得 4.57 倍超额认购。 ●境外投资人再次表现出了极高热情，通过“债券通”渠道参与发行，境外投资人获配占比 57.6%。 ●对熊猫债的主要持有人—大型机构投资者来说，主权人民币债券的低风险特征和稳定回报，促使其将熊猫债作为可靠的投资选择。
 <p>新加坡托克集团</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●新加坡托克集团，已是熊猫债市场的经常发行人之一。自 2018 年 4 月进入中国银行间债券市场以来，托克集团已累计发行了 4 只共计 22.4 亿元人民币债券。 ●作为熊猫债市场上的首家国际商品贸易公司，托克集团已在中国债券市场吸引了越来越多的境内外投资者。考虑到其国际化经营链条及开发市场和投资基础设施业务布局，短期内托克集团发行人民币债券的需求预计将持续保持旺盛。
 <p>葡萄牙共和国</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●作为首支成功发行的欧元区主权熊猫债，葡萄牙政府的 20 亿元人民币债券，获得 3.165 倍超额认购。 ●境外投资人表现出了极高热情。境内投资人占比 51.5%，境外投资人获配占比 48.5%。 ●此次人民币计价债券的成功发行，不仅帮助葡萄牙扩大了国债投资者基础，也从期限上有效完善了葡萄牙外债的中期管理，丰富了其政府融资渠道。 ●作为首个进入中国银行间债券市场的欧元区主体，葡萄牙于 2018 年 12 月已与中国签署共建“一带一路”谅解备忘录，成为第一个签署该协议的西欧国家。 ●继波兰和匈牙利之后，葡萄牙成为第三个成功发行熊猫债的欧盟国家。这些积极行动不仅持续扩大中国银行间债券市场的发行主体范围，也将促进欧亚政经连接及互联互通。

发行主体	发行特点
<p>马来亚银行</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ●马来亚银行曾在 2017 年成功发行了首单东南亚金融机构的熊猫债。2019 年再度成功发行，标志着双边金融领域的务实合作进一步落实，也充分体现了国际发行人对全球金融市场的深度理解。 ●2019 年马来亚银行的 10 亿元 3 年期和 10 亿元 1 年期人民币债券，是熊猫债发行人首次同时发行两个期限品种，且分别获得 2.94 倍和 1.76 倍超额认购，境外订单占比超过半数。 ●鉴于本次债券募集资金将全部用于支持“一带一路”建设，预计将更好地服务“一带一路”倡议下“引进来”和“走出去”企业的金融需求，并为其他境外发行人提供良好的示范。
<p>意大利存贷款集团</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ●意大利存贷款集团（CDP 集团）是意大利国有控股的股份制企业，意大利经济和财政部为其控股股东，合计持有 CDP 集团 82.77% 的股权。作为意大利重要的国家经济机构，CDP 集团成为首个成功发行熊猫债的意大利主体。 ●2019 年 3 月，意大利与中国签署了“一带一路”谅解备忘录，成为欧盟首个与中国开展“一带一路”经济合作发展的国家，也是 G7 成员国中首个加入“一带一路”倡议的国家。 ●CDP 集团熊猫债的成功发行，不仅成为中意双方在熊猫债市场深入合作的标志性事件，也是落实中意双方共同推进“一带一路”谅解备忘录的重要务实举措之一，对深化双边政经合作具有不可替代的积极意义。
<p>戴姆勒股份公司</p> <p>DAIMLER</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●戴姆勒是熊猫债市场重要的经常发行人之一，2014 年 3 月成为首个进入中国银行间债券市场发行人民币债券的境外非金融企业。 ●截至 2019 年 11 月末，戴姆勒已累计在华发行了 24 只共计 570 亿元非公开定向债务融资工具。 ●作为中国本土化形象不断强化的一家国际制造商，戴姆勒多年来持续在中国债券市场通过熊猫债融资，不仅深化了其在中国市场的发展战略，也传递着深耕中国市场的决心。 ●伴随戴姆勒与北汽关联加深，通过发行熊猫债能够配合在华品牌宣传，增进中国市场参与者对戴姆勒的了解，建立长期信任关系。考虑到中国已成为戴姆勒最重要的消费市场之一，发行熊猫债有助于满足北京奔驰业务扩张和中国区运营资金需求，短期内戴姆勒发行人民币债券的需求预计将持续保持旺盛。

资料来源：东方金诚研究

附录二：

熊猫债发展关键节点	
2005	2 月：《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》发布
	10 月：国际金融公司（IFC）和亚洲开发银行（ADB）发行了首批熊猫债
2010	9 月：《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（2010）发布
2014	3 月：首只银行间债券市场非金融企业熊猫债成功发行
2015	3 月：《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》发布
	7 月：《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》发布
	12 月：首只主权熊猫债成功发行；首只交易所非金融企业熊猫债成功发行
2016	4 月：《人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》发布，“自用熊猫债，即企业的境外母公司在中国境内发行人民币债券并以放款形式用于境内子公司的，不纳入跨境融资风险加权余额计算”
	9 月：首只特别提款权（SDR）计价债券由世界银行（World Bank）在银行间债券市场成功发行
2017	3 月：首只“一带一路”熊猫债成功发行
	7 月：首只“债券通”熊猫债成功发行
2018	9 月：《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》发布
2019	1 月：《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》发布
	6 月：首只欧元区主权熊猫债成功发行

资料来源：公开资料整理，东方金诚研究

附录三：

2019 年熊猫债发行一览（截至 2019.11.30）

序号	发行主体	起息日期	票面利率 (%)	金额 (亿元)	期限 (年)	发行方式	认购倍数	主体评级
1	北控水务	2019-1-11	3.95	10	7	公募	1.77	AAA
2	北控水务	2019-1-11	4.49	10	10	公募	1.4	AAA
3	光大水务	2019-1-21	3.89	7	5	公募	N/A	AAA
4	新开发银行	2019-2-26	3.0	20	3	公募	3.57	AAA
5	新开发银行	2019-2-26	3.32	10	5	公募	3	AAA
6	中芯国际	2019-3-4	3.57	15	3	公募	N/A	AAA
7	宝马金融	2019-3-8	4.0	30	3	私募	N/A	N/A
8	大华银行	2019-3-14	3.49	20	3	公募	2.7	AAA
9	普洛斯	2019-3-18	4.35	33	9	公募	N/A	AAA
10	蓝思科技	2019-4-8	3.0	15	3	私募	N/A	AA+
11	蒙牛乳业	2019-4-19	3.35	10	0.7	公募	2.8	AAA
12	中芯国际	2019-4-29	3.05	5	0.5	公募	N/A	AAA
13	中芯国际	2019-4-29	3.1	10	0.5	公募	1.5	AAA
14	托克集团	2019-5-20	5.49	5.4	3	私募	N/A	AAA
15	菲律宾共和国	2019-5-20	3.58	25	3	公募	4.57	AAA
16	中信泰富	2019-5-20	3.9	10	3	公募	N/A	AAA
17	葡萄牙共和国	2019-6-3	4.09	20	3	公募	3.18	AAA
18	马来亚银行	2019-6-21	3.58	10	3	公募	2.94	AAA
19	马来亚银行	2019-6-21	3.28	10	1	公募	1.76	AAA
20	宝马金融	2019-7-12	3.98	20	3	私募	N/A	N/A
21	宝马金融	2019-7-12	3.3	15	1	私募	N/A	N/A
22	中芯国际	2019-7-25	3.1	20	0.7	公募	1.25	AAA
23	意大利 CDP	2019-8-1	4.5	10	3	公募	1.09	AAA
24	戴姆勒	2019-8-12	3.84	30	3	私募	N/A	N/A
25	戴姆勒	2019-8-12	3.53	20	2	私募	N/A	N/A
26	蒙牛乳业	2019-8-23	2.96	10	0.5	公募	1.18	AAA
27	中电国际	2019-9-3	2.8	5	0.7	公募	1	AAA
28	中电国际	2019-9-5	3.55	20	3	公募	1.21	AAA
29	中芯国际	2019-10-11	2.5	15	0.2	公募	N/A	AAA
30	中药控股	2019-10-14	3.19	28	0.7	公募	2.24	AAA
31	宝马金融	2019-10-21	3.37	20	1	私募	N/A	N/A
32	宝马金融	2019-10-21	3.57	10	2	私募	N/A	N/A
33	戴姆勒	2019-11-13	3.68	20	2	私募	N/A	N/A
34	戴姆勒	2019-11-13	4.04	30	3	私募	N/A	N/A
35	蒙牛乳业	2019-11-22	3.67	10	3	公募	1.5	AAA

资料来源：万得资讯，东方金诚研究

2020 年中资企业境外融资展望及策略建议

研究发展部 丛晓莉 王文华 赵怡畅 曹源源 常征

主要观点：

- 2020 年，我国外债发行管理总体有望保持宽松基调。不过，在宽松幅度和节奏面临不确定性的预期下，中资企业境外融资应关注政策窗口期，根据市场变化择机选择融资项目，把握机会降低融资成本。
- 2020 年，中国货币政策逆周期调节力度可能明显加大，中美利差将小幅收窄，但预计仍有望维持在 100 基点以上，中资企业境外融资仍将处于有利形势。
- 2020 年，人民币汇率双向波动幅度将适度扩大，美元指数保持强势运行令人民币汇率存在一定贬值压力。中资企业需充分运用汇率风险对冲工具，防范人民币贬值风险。
- 2019 年，财政部欧元主权债的发行为中资企业提供了重要定价基准，同时，在欧洲央行继续维持超宽松货币政策的预期下，2020 年欧元债融资料将持续具备成本优势，优质中资企业可通过发行欧元债拓宽融资渠道，调整债务结构。
- 从融资渠道多元化角度考虑，低利率环境的日本债券市场可成为中资企业的替代发债选择；另外，受益于政策红利，新成立的澳门交易所可为中资企业开辟灵活融资新路径。

一、融资环境

1、政策环境

2020 年，我国外债发行管理总体有望保持宽松基调，但受制于维护国际收支平衡、稳定人民币汇率预期和防范外债风险等多重目标，宽松幅度和节奏面临不确定性。中资企业境外融资应关注政策窗口期，把握机会降低融资成本。

2019 年，我国对房地产、地方国有企业外债发行设置了更为严格的门槛，外债发行管理宽松步调有所放缓。随着我国金融市场对外开放步伐加快，继 2000 年 23 号文后，2015-2017 年我国加快规范和完善外债发行管理，外债发行门槛逐步放低。但 2018 年以来这一宽松趋势有所调整：（1）2018 年 5 月，发改委和财政部联合下发《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》（706 号文件），对房地产及城投企业境外发债实行更为严格的备案登记和审查制度规范；（2）2019 年 6 月，发改委明确限定地方国有企业发行外债需持续经营不少于三年，且承担地方政府融资职能的地方国有企业发行外债仅限用于偿还未来一年内到期的中长期外债；（3）2019 年 7 月，发改委明确要求，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期外债，并需披露拟置换外债详细信息。

展望 2020 年，我国外债发行管理将总体保持宽松步调。首先，从 2018 年 706 号文件来看，我国并未对外债发行采取“一刀切”的从严态度，而是强调优化发债主体结构；更进一步讲，为配合中国深化对外开放和“一带一路”倡议，我国将继续支持符合国家战略、综合实力强、业务全球化和风控能力强的优质企业充分利用境外融资市场，优化融资结构。其次，2019 年 11 月 5 日，我国财政部成功发行 40 亿欧元主权债，发行期限涵盖 7 年期、12 年期和 20 年期；11 月 20 日财政部再次发行 60 亿美元主权债，发行期限涵盖 3 年期、5 年期、10 年期和 20 年期。此举将为 2020 年中资企业境外债券发行提供重要定价基准，在某种程度上也体现了监管层在新的国际金融环境下对境外发债的支持态度。第三，2019 年 2 月，我国将外债备案审批权统一至国家发改委，进一步明确外债备案登记流程，外债审批节奏和效率加快，同时外汇放款明显提速。随着我国宏观政策向“稳增长”方向倾斜，这一政策效果可能在 2020 年有所显现。

不过，在总体宽松基调下，2020 年我国外债发行管理放宽的幅度和节奏存在一定不确定性。2019 年我国经济运行面临的外部环境恶化，出口受到明显冲击，但因进口增速下滑幅度更大，净出口出现衰退式改善。从 2020 年来看，中美贸易摩擦对出口的负面冲击效应或将进一步显现，同时，国内逆周期调节发力有望改善内需，我国经常项目平衡料将承压，不排除顺差持续收窄的可能。

短期来看，我国有望进一步加大对外金融开放，加速国际资本流入，维持国际收支平衡和人民币汇率总体稳定。不过，在外部环境存在较大不确定性的背景下，如何平衡国际资本利用、稳定人民币汇率预期和防范外债风险之间的关系，将是我国资本市场对外开放和外债管理放宽过程中需面临的挑战，这将直接影响 2020 年我国外债发行政策放宽的幅度和节奏。考虑到境外融资政策面临不确定性，中资企业应关注政策窗口期，在年度外债规模内根据市场变化择机选择境外融资项目，把握有利窗口降低融资成本。

2、利率环境

2020 年，中国货币政策逆周期调节力度可能加大，中美利差料将小幅收窄，境外利率比较优势或有所下降，但中美利差预计有望维持在 100 基点以上，中资企业境外融资仍将处于有利形势。

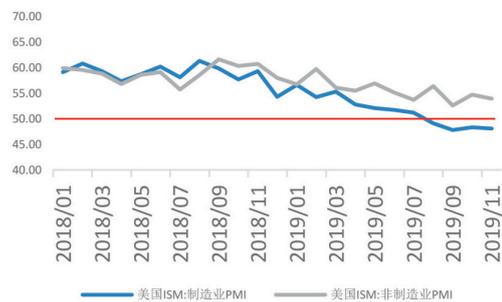
受经济下行压力加大影响，预计 2020 年全球主要央行货币政策继续宽松，并带动国际债券市场利率水平下移。2019 年，美联储连续降息三次防范经济下行风险。同时，欧洲央行存款利率降至历史最低水平并重启购债计划，日本央行维持超宽松货币政策，欧元区和日本 10 年期国债收益率先后进入负利率区间（见图 1）。2019 年，在劳动力市场强劲、消费支出稳定等因素支持下，美国经济韧性超出市场预期，但制造业已处于较深收缩区间，

非制造业扩张动能在年底出现减弱迹象（见图2），预计2020年经济下行压力继续加大，受此影响，美联储仍有可能降息1次。同时，欧元区和日本经济较美国下行压力更为明显，预计欧央行和日本央行将继续维持超宽松货币政策，并加大财政力度托底经济。综合以上因素，东方金诚判断，2020年美国10年期国债收益率将延续低位走势，欧元区10年期公债收益率大概率徘徊在负利率区间，日本10年期国债收益率将在0%左右震荡。

图 1：美、欧、日 10 年期国债收益率 (%)



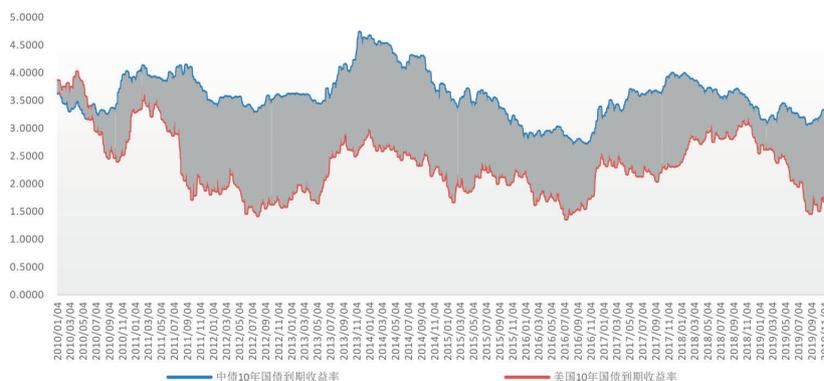
图 2：美国采购经理人指数 (PMI)



资料来源：彭博，东方金诚整理

2020年，我国货币政策逆周期调节力度将明显加大，境外利率比较优势或因此略有下降。2019年11月，我国先后调降MLF和7天期逆回购利率，国内降息周期启动，中美10年期国债利差因此出现收敛迹象（见图3）。预计2020年国内货币政策逆周期调节力度将进一步加大，MLF利率有望下调4次、共计40个基点左右，并存在2-3次全面降准空间。受益于货币政策加码，中国10年期国债收益率将在2.8%-3.3%之间波动，中枢较2019年小幅下移至3.0%-3.1%。因中国货币宽松幅度可能大于美联储，预计2020年中美十年期国债利差将呈现小幅收敛趋势，但基本在100bp上方运行，中资企业境外融资仍处于有利形势。

图 3：中美 10 年期国债收益率走势 (%)



资料来源：WIND，东方金诚整理

3、汇率环境

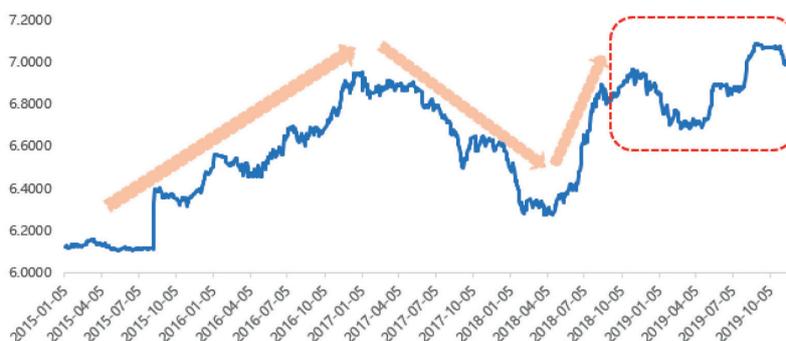
2020年，人民币汇率双向波动将适度扩大，中资企业可能面临人民币汇率对冲成本上升压力。中资企业需充分运用汇率风险对冲工具，防范人民币贬值风险。

2020年，人民币汇率双向波动幅度将适度扩大，美元指数保持强势运行态势令人民币汇率存在一定贬值压力。2018-2019年，中美贸易摩擦烈度螺旋式上升，令人民币汇率一定程度贬值。2018年全年，美元指数升值4.14%，2019年1-11月升值1.39%，同期在岸人民币兑美元汇率分别贬值5.43%和2.43%。2020年，中美贸

易谈判和我国宏观经济基本面仍是影响人民币汇率走势的主要因素。一方面，2020 年在逆周期政策加码支持下，我国有望顶住经济下行压力，继续维持 6.0%-6.1% 的经济增速，这将为人民币持稳运行提供基础，加之市场化主体更趋成熟，人民币汇率双向波动幅度将适度扩大。另一方面，12 月中美双边贸易谈判取得积极进展，但受制于明年 2 月正式开始的美国大选，2020 年双边贸易谈判仍存在一定不确定性，并将对人民币汇率造成一定扰动；同时，在全球经济下行风险加大的大环境下，美国经济韧性与基本面表现好于欧日等其他主要发达经济体，为美元指数延续强势运行提供支撑，这将导致人民币在 2020 年存在一定贬值压力。

随着人民币汇率双向波动常态化运行，进行人民币汇率风险对冲已成为我国企业境外融资必然面临的成本。2015 年第三次汇率改革后，人民币汇率结束了单边升值趋势，2015 年和 2016 年人民币汇率分别贬值 3.3% 和 6.4%，并在 2017 年显著升值后，于 2018-2019 年再现贬值（见图 4）。由于人民币双向波动格局逐渐常态化，对于存在资产负债错配（业务集中于国内，且收入主要以人民币计价）的中资企业来讲，充分运用汇率风险对冲工具、防范人民币贬值风险，将成为其 2020 年境外发行外币债务时必须考虑和承担的成本。

图 4：2015-2019 年人民币汇率中间价走势



资料来源：WIND，东方金诚整理

二、融资表现

1. 发行规模

2020 年，在境外融资需求较强和我国政策管制的对冲影响下，中资企业境外发债规模将基本维持稳定。

据国际清算银行（BIS）统计，金融机构和非金融企业是我国境外发债的两大主体，截至 2019 年二季度，两者存量规模分别占我国境外债券总规模的 49.3% 和 48.9%。其中，非金融企业存量债券规模占比高于大多数发达国家（美国为 30.6%、日本为 22.5%、英国为 33.8%、德国为 33.5%、法国为 33.3%），并处于其他金砖国家的中值水平（印度为 60.7%、巴西为 56.1%、俄罗斯为 45.9%、南非为 45.1%）。境外资本市场已经成为我国企业融资渠道的必要补充，且美元债存量占比高达 87.5%，占据主导地位。

2019 年中资企业境外发债小幅回暖。从存量规模看，2010 年以来我国国际债券规模大幅扩张，2011 年二季度末境外债券存量规模同比增长 83.8%，达到历史高点，此后增速波动放缓（见图 5）。从发行规模来看，我国企业境外发债在 2015-2016 年、2018 年出现两次低谷（见图 6）。2019 年前 11 个月，企业境外发债只数和规模较 2018 年全年增长 5.9% 和 3.1%，但发行规模尚未回到 2017 年的历史高点。其中，银行境外债券发行量较 2018 年下降 26.8%，房地产和非银金融机构发行量同比增长 35.7% 和 88.4%，成为 2019 年企业境外债券发行小幅回暖的主要原因。

图 5：境外债券余额（百万美元，%）

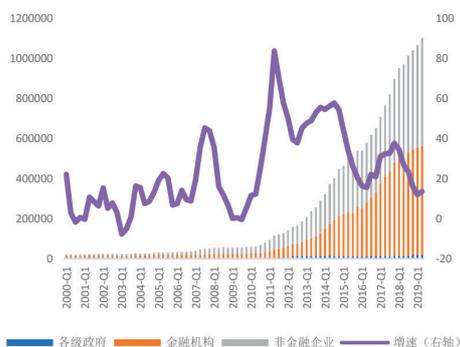
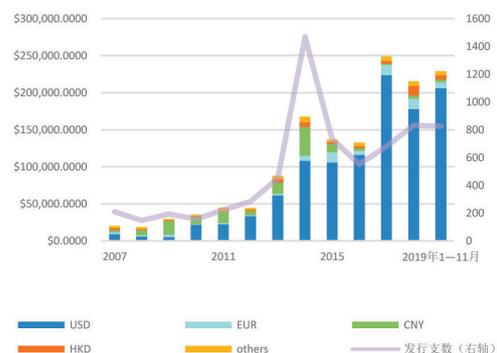


图 6：中国企业境外债券发行（百万美元，支）



资料来源：BIS，彭博，东方金诚整理

2020 年，受融资需求旺盛和政策管制的对冲影响，我国企业境外债券发行有望保持基本稳定。从需求端看，2020-2022 年，中资企业境外到期债券规模分别为 1391.21、1468.99 和 1645.39 亿美元，未来三年企业境外债券到期偿付压力逐年递增，存量债务滚动需求较大；同时，出于拓展境外融资渠道和维护境外投资者关系的目的，以及境内融资压力较大等考虑，非银金融机构和民营企业境外融资动机强烈，这使中资企业境外新增融资需求旺盛。不过，2020 年监管层能否放松房地产及地方国有企业外债发行限制存在不确定性，如果政策未松动，房地产及地方国有企业境外债券发行额将大幅下降。预计 2020 年，银行业因债券到期量高于 2019 年，且配合国家双向开放政策存在新增融资可能，其发行量增速将在 10% 以上并逼近 20%，非银金融机构继续领跑其他行业，发行量增速超过 20%，除房地产企业以外的其他民营企业发行量增速在 5%-10%，而房地产企业受政策影响降幅可能超过 50%。基于以上判断，2020 年我国境外债券发行量同比将增长 1%，较 2019 年总体保持稳定。

2. 发行人结构

2020 年，非银金融机构仍将是境外发债增量的重要贡献者，房地产企业受政策影响，发债量或显著下滑。

目前，银行、非银金融机构和房地产企业是我国境外发债主力。2019 年前 11 个月，银行、非银金融机构和房地产境外债券发行规模占比分别为 14.7%、24% 和 28.9%，其中，仅银行境外发债较 2018 年下降 28.5%，房地产和非银金融机构增长 30.2% 和 82.8%，非银金融机构境外发债涨势尤其迅猛（见图 7）。同时，工业、互联网及能源等企业成为非金融企业重要发行人，发行占比仅次于房地产行业，2019 年前 11 个月，其发债量分别为 135.08 亿美元、90 亿美元和 86.28 亿美元（见图 8）。

图 7：主要发行人变化情况（百万美元）

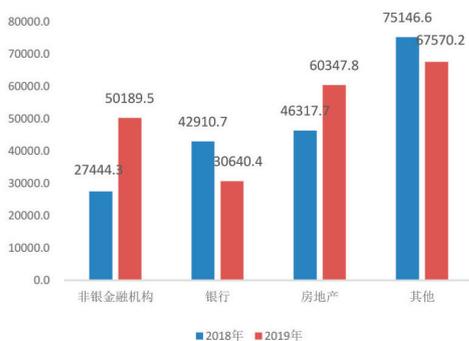
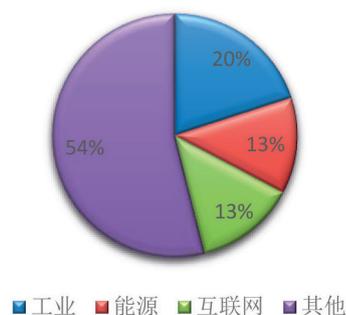


图 8：其他非金融企业行业分布（%）



资料来源：彭博，东方金诚整理

2020 年，预计非银金融机构仍将是我国境外发债增量的主要贡献者，房地产企业发行量受政策影响将显著下滑。首先，受我国金融市场双向开放的政策鼓励，以及积极拓展海外业务的自身市场诉求，非银金融机构有较大动力发行境外债券，其将是我国境外债券发行增量的主要贡献者。其次，2017 年以来我国银行业境外发债量逐年递减，但考虑到 2020 年境外债券到期规模较大，其发行量有望止跌回暖。第三，2019 年前 11 个月，我国房地产企业境外债券发行量为 603.47 亿美元，占比为 28.9%，但其 2020 年境外到期债券规模仅 303.39 亿美元，如果 2020 年监管层未放松房地产、地方国有企业外债发行限制，即外债发行仅能用于偿付中长期到期债务，2020 年房地产企业境外债券发行额较 2019 年将萎缩超过 50%。最后，民营企业境内融资压力仍然较大，处于行业龙头地位及行业前景较好的民营企业境外融资需求较大，预计其境外发债量有望增长，但投资者风险偏好可能会受到民企违约多发的压制，给民企境外发债带来一定困难。

3. 发行成本

2020 年，在我国企业信用风险边际改善背景下，市场信心回暖及主权债定价指引有望带动企业境外债券发行利率小幅下降。

2019 年，境外债券发行利率出现分化迹象，投资级债券发行利率出现下移，投机级债券发行成本进一步走高。根据彭博综合评级¹ 统计显示，2019 年前 11 个月，中资企业发行的债券中，无评级债券占比 27.7%，彭博可查的有评级债券只数占比 27.89%，其余未公开评级信息的债券占比 44.4%。我们统计梳理后发现，2019 年我国 5-10 年期债券发行量明显增长（见图 10），且发行主体主要为投资级（BBB- 及以上）金融机构，但投资级债券发行利率分布较 2018 年出现下移，发行利率普遍在 6% 以下，且票息在 2%-4% 区间的发行占比为 75%，其发行只数明显增加。与此同时，投机级（BB+ 及以下）债券票息区间在 8%-10% 和 10% 以上的债券只数分别占比为 32.8% 及 29.9%，发行只数 2018 年明显增加。2019 年无评级和评级信息未公布的债券发行只数较 2018 年增长明显，但票息结构并未发生明显变化。

图 9：各类债券发行利率区间分布（只数）

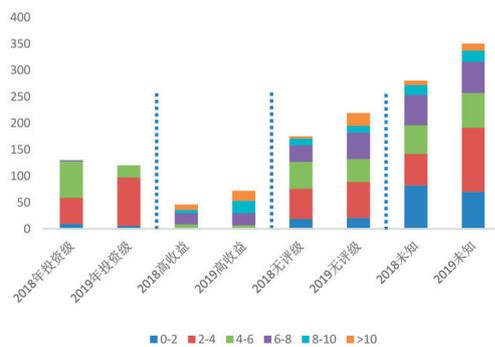
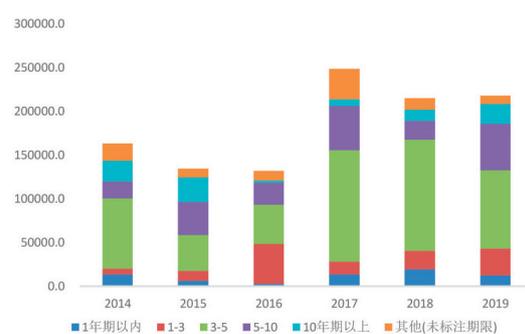


图 10：期限分布（百万美元）



资料来源：彭博，东方金诚整理

为进一步研究 2019 年全球利率水平下行对我国企业境外发债利率的影响，我们按照彭博综合评级序列对比了 2018 年和 2019 年中资企业不同信用等级债券发行票息区间的变化。我们发现，2019 年 A+ 和 A 等级债券发行利率基本在 4% 以下，BBB- 至 A- 等级债券票息区间为 2%-4% 的债券比例大幅上升，投资级债券发行利率下降明显。与此同时，高收益债券发行只数明显增加，但发行利率并未出现下行，B+ 等级票息为 8%-10% 的发行数量大幅增加；且自 B 等级起（B 及 B 以下），票息利率基本在 8% 以上，如果考虑承销费用和汇率对冲成本等，

¹ 彭博综合评级是根据穆迪、标普、惠誉和多美年对同一只证券所做评级结果等权重平均计算而成。

其综合成本可能在 10% 及以上（见图 11 和图 12）。

图 11：2019 年各信用等级债券票息分布（只数）

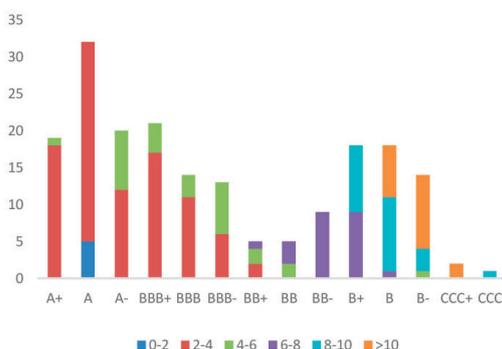
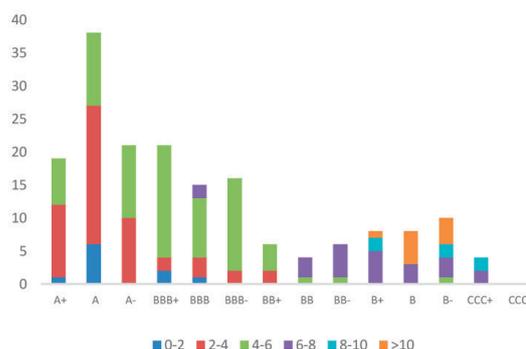


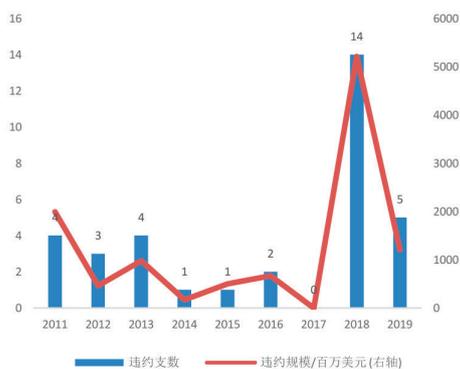
图 12：2018 年各信用等级债券票息分布（只数）



资料来源：彭博，东方金诚整理

在全球利率水平下行的国际环境下，国内债券市场违约事件频发冲击境外市场信心，可能是投机级债券发行利率走高的主要原因。据彭博境外债券违约统计显示，2019 年前 11 个月中资企业境外债券违约（不包括技术性违约）企业主体 3 家，新增 2 家，较 2018 年减少 8 家，违约主体数量和金额较 2018 年明显减少（见图 13 和图 14）。然而，2019 年境内债券市场违约情况未见明显好转，且中高等级债券违约只数增加，对境外投资者信心造成明显负面冲击，这使得在境外债券违约状况好转的情况下，投机级发行人发行利率并未从全球利率水平下行趋势中获益。

图 13：中资企业境外债券违约情况



资料来源：彭博，东方金诚整理

图 14：2018-2019 年主要违约企业

时间	行业	企业	违约只数
2018	房地产	五洲国际	1
	能源	中国国储能源化工集团海外资本有限公司	6
		中国国储能源化工集团金融 III 有限公司	
		中国国储能源化工集团控股有限公司	
		中国国储能源化工集团国际有限公司	
		中国国储能源化工集团国际控股有限公司	
	兴业太阳能	1	
金属	来宝集团	3	
2019	能源	兴业太阳能	2

2020 年，市场信心回暖及主权债定价指引将有利于中资企业境外债券发行成本改善。一方面，预计 2019 年国内违约企业资质上移及中国经济增速放缓将使海外投资者在 2020 年上半年继续保持观望态度，但随着国内宏观经济企稳，企业到期债务偿付压力缓解，2020 年新增违约企业数量及规模有望下降，国内企业信用风险边际缓和，预计下半年海外市场对投机级企业信心有望逐步修复。另一方面，2019 年 11 月我国先后发行欧元主权债和美元主权债，其中 3 年期、5 年期、10 年期、20 年期美元主权债发行收益率分别为 1.929%、1.996%、2.238% 和 2.881%，这将为中资企业境外债券发行提供定价基准，进而带动中资企业境外债券发行利率下行。

4. 偿债压力

2020 年，中资企业境外债券到期偿付压力分化明显，房地产及弱资质企业偿债压力较大，但融资环境趋

于宽松令企业偿债风险基本可控。

2020 年中资企业境外债券到期偿付存在一定压力，且偿债压力主要集中于房地产企业。根据彭博数据统计（截止到 2019 年 11 月 30 日），2020-2022 年中资企业海外债券到期偿付额分别为 1391.2 亿美元、1469.0 亿美元、1645.4 亿美元，未来三年呈逐年上升趋势，2022 年偿付压力最大（见图 15）。2020 年，中资企业境外债券偿债高峰主要集中在二季度和四季度，分别为 411.6 亿美元和 422.3 亿美元（见图 16）。

分行业来看，2020 年到期偿付压力主要集中于银行、房地产、非银金融机构及能源行业，到期偿付额分别为 356.9 亿美元、303.4 亿美元、280.6 亿美元和 128.2 亿美元，占比分别为 24.5%、20.8%、19.3%、8.8%。不过，由于银行及非银金融机构发行利率大部分在 4% 以下，而 2019 年房地产企业境外债券发行利率区间为 6%-8%，8%-10% 以及 10% 以上的发行规模占比分别为 32.0%、23.1% 和 24.0%，2020 年偿债压力将主要集中在房地产企业（见图 17）以及其他弱资质企业（以投机级企业为主）。不过，2020 年美联储降息可能有望令全球利率水平继续低位下行，国内货币政策加码有望缓解企业境内融资压力，令其信用风险呈现缓和趋势，并提振海外市场信心，2020 年中资企业境外债券偿付风险可控。

图 15：中资海外债未来到期规模分布（百万美元）

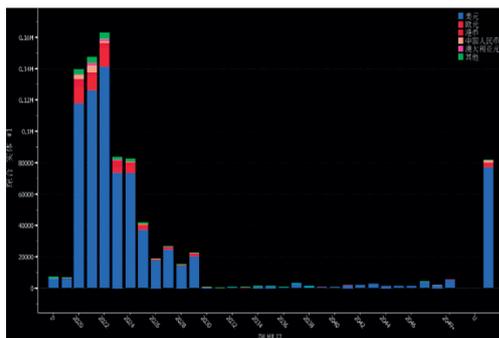
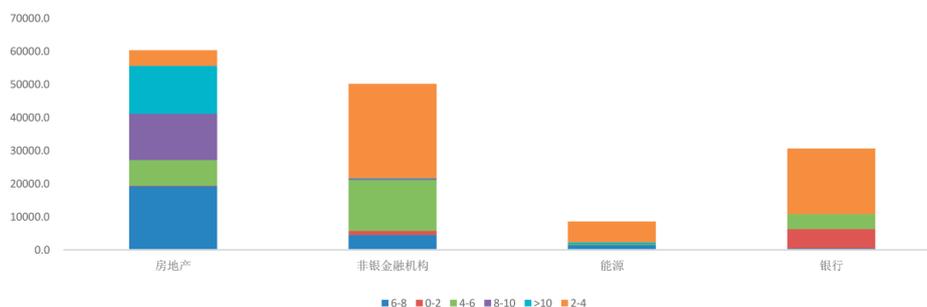


图 16：2020 年到期偿付额分布（百万美元）



资料来源：彭博，东方金诚整理

图 17：重点行业 2019 年境外债券发行利率分布（百万美元）



资料来源：彭博，东方金诚整理

三、中资企业境外融资策略建议

1. 美元债市场选择最佳发债品种应对汇率和利率风险

1) AT1 是商业银行补充资本的最佳融资方式

目前除发行普通股一种方式可增加核心一级资本，AT1 是唯一补充其他一级资本的工具。和普通股相比，

AT1 成本更低也不会对股东的权利造成稀释，并能提高商业银行补充资本的能力。同时，AT1 具有永久性，可赎回性和吸收损失的机制，只要商业银行在五年后满足银监会规定的资本要求就有可持续性收入能力，便可以用同等或其他高质的资本工具替代 AT1 债券。这灵活的选择权可以在一定程度上降低利率变化带来的风险，银行可根据融资成本的高低自主选择是否赎回再重新发行。

从 2014 年中信银行（国际）有限公司发行第一笔海外 AT1 债券以来，中资企业发行 AT1 债券在 2015 至 2019 年期间迎来了整体发行的显著放量。截至 2019 年 11 月 30 日，共有包括工商银行等 27 家银行发行 39 支 AT1 债券，规模总计为 537.05 亿美元。

从投资端来看，AT1 兼顾收益性与安全性，由于 AT1 的可赎回性和偿还顺序靠后，定价普遍高于商业银行的其他融资工具，对追求收益性的投资者来说，是一个很好的投资品种。中国银行业相对中资海外债发行企业来说，主体的安全性更高，相对收益更为显著。同时，2020 年人民币汇率双向波动幅度将适度扩大，美元指数保持强势运行态势令人民币汇率存在一定贬值压力。因此美元计价的资产将有一定的稳定性。

2) 美元永续债及可转债

中资企业永续债和可转债境外发行规模近年来发展迅速，为海外融资工具使用提供了更为多元的选择。永续债市场的发行主力是金融机构，除此之外，房地产及工业近年来也在持续扩大永续债的发行规模。永续债到期的灵活把控性是优质资质发行人选择该债券种类的重要原因。对于发行人来说，在适当时间赎回永续债本金，就能够以较低的发行成本进行再次融资。此外，发永续债使发行方有能力应对未来利率环境变动而进行相应的债务结构调整。98% 的永续债都含有调整票面利率的权利，永续债的票面利率面临跳升时，发行人可选择适当时机进行赎回以规避息票上涨带来的融资成本上升。发行人发行的永续债可以计入权益类，对当前负债率较高的企业来说能够有效地调节企业的资产负债率。

可转债方面，房地产企业已成为当前海外可转债发行的主要贡献者，其余发行主体则分布在互联网媒体、房地产、可再生能源、服务业、工业等行业。由于可转债附有一定权益属性，发行票面利率整体水平较低，且发行期限较长。国内整体经济下行压力较大的背景下，长期发展稳定、抗周期性强的行业，如医疗、公用事业等可在 2020 年选择发行境外可转债。一方面对于抗周期性较强的企业来说，由于可转债具备债转股的性质，相较于其它债券品种，发行可转债的平均息票更低，对发行人来说能够有效降低整体融资成本。截止到 2019 年 11 月 30 日，中资企业境外可转债平均息票率为 3.99%，其中有 185 支可转债为 0 息可转债，相较于全部境外债券的平均息票 4.638%，可转债发行利率明显偏低；另一方面众多海外投资人考虑配置持有可转债，是因为投资可转债除了获得稳定的债务利息收益外，在未来选择是否转股时，还具备获得额外股权收益的可能性。

2. 欧元债融资正值窗口期

自 2015 年以来欧洲经济增长疲软，欧央行持续量化宽松的政策下，欧元利率及汇率呈现不断走低趋势。2020 年预计欧元区经济较美国下行压力更为明显，欧央行将继续维持超宽松货币政策，并加大财政力度托底经济。因此欧元区 10 年期公债收益率大概率将徘徊在负利率区间，长期趋势来看欧元对人民币也是处于贬值预期中，欧元区成为低利率发债优选，或将成为低融资成本和规避汇率风险的融资渠道。越来越多的企业开始尝试发行欧元计价的债券，有效调整债务结构，规避汇率风险，降低融资成本。

3. 日元债市场有望借助低成本优势成为关注焦点

2019 年 6 月 20 日，中国建设银行东京分行完成发行 3 年期固定利率日元中期票据（MTN），其信用溢价和发行收益率均创在日中资同业新低。日元是 G3 货币之一，对于在全球范围内开展业务活动的国际发行人来说，具有日元融资渠道应该是整体融资战略布局中的重要一环。日元融资渠道在中资企业未来海外整体多元化融资组合中将更具吸引力。

1) 日本低利率环境可为中资企业带来融资成本优势

从利率环境来看，对比美国、欧洲及日本 10 年期国债收益率走势，日本国债收益率长期低位保持，2019 年 10 年期日本国债收益率在 0% 左右震荡。2019 年 4 月，日本央行召开金融政策会议，决定在维持现有金融宽松政策不变的同时，将超低利率政策延续下去。政策会议出台的文件中，还追加了“低利率政策至少延续到 2020 年春季左右”并预计维持长期低利率政策。纵观中资企业近两年发行日元债的利率走势，国际评级在 BBB- 以上的主体其发行票面均低于国内发债利率。总体来看，日本发行利率整体维持稳定低位，其低利率环境有利于中资企业融资成本的低位把控，成本比较优势较大，发行日元债将是一个较好的融资选择。日本拥有较大的外汇储备规模，且日本长期维持低利率政策环境下，其汇率风险波动较小，汇率锁定工具成本较低，中资企业未来偿债的汇率波动风险较小。

2) 日本投资人偏好稳定有助于形成持续资金来源

日本拥有广泛而深厚的投资者基础。中心区投资人包括城市银行、信托银行、人寿保险、资产管理公司及企业。此外，日本全国还有数百家区域性银行，总需求量不容忽视。从投资人偏好来说，级别在 BBB- 以上的投资级债券，交通、能源、公用事业，以及医疗、银行、食品等非周期性行业，或具有政府背景的企业更容易受到青睐。同时，由于日本投资人的债券投资习惯倾向于买入并持有至到期，债券成功兑付后，投资人会倾向于持续购买该发行人发行的后续债券。

因此，2020 年对银行、能源、交通等非周期性行业有海外融资需求的企业来说，可将发行日元债列为融资新方向。

4. 受益于政策红利，澳门交易所将为中资企业提供多种货币融资渠道

中华（澳门）金融资产交易股份有限公司（MOX）于 2018 年 10 月 19 日在澳门正式设立，并于同年 12 月 12 日正式挂牌。挂牌当日，中国银行澳门分行在 MOX 发行上市了总规模为 3 亿澳门元的债券，票面利率为 3%。该交易所的挂牌上市为中资企业跨境融资提供了新的交易平台。2019 年 7 月，中国财政部在 MOX 发行了 20 亿元人民币国债。这是财政部在澳门的首次公开融资，也是 MOX 发行的第一笔主权债。这其中包括 17 亿元的 3 年期国债，发行利率为 3.05%；以及 3 亿元的两年期零售国债，发行利率为 3.3%，国债的成功发行为澳门离岸人民币信用债券提供了基准定价机制。截至 2019 年 11 月 30 日，已有 7 家中资企业在 MOX 发行 8 支信用债，发行规模共计 26.28 亿美元，整体市场规模快速扩张。2020 年，伴随发行定价机制进一步完善，整体发债规模有望持续增长。

作为“一带一路”战略部署中联系葡语系国家的重要枢纽，澳门在葡语系国家中的特殊地位具有吸引来自葡语系国家金融机构的先天优势，打开通往葡语系投资方的渠道，建立起以葡语系投资人为基础的欧洲投资人资源池。为了刺激交易市场整体规模的增长以及鼓励国际机构对内地政府及国企的投资，澳门特别行政区政府豁免了在 MOX 投资相应国债及内地国企信用债所产生的收益所得补充税，并豁免在 MOX 发行及取得有关债券所涉及的印花税。相较于其它交易所，MOX 在税收上面的政策红利将吸引有投资内地政府及国企意向的投资人，刺激市场交易放量。

MOX 可允许企业以人民币、美元、欧元、澳元、港币、英镑、日元等多种货币作为发行融资货币和交易计价货币，其可选择发债币种较多元化。中资企业海外发债未来三年将面临到期偿债高峰，MOX 作为新成立的离岸交易所，凭借其政策红利和融资工具的多样化选择，可为中资企业开辟灵活融资新路径，预计 2020 年 MOX 债券发行规模将有大幅攀升，发行主体行业除现有银行、非银金融机构及房地产外将更加多元化。

附表 1 中国外债管理政策梳理（2000 年至今）

时间	标志性事件	重点内容
2000-2015 年： 明确规范境外发债基本要求	2000 年 3 月，国家发展改革委员会发布《关于进一步加强对外发债管理意见的通知》23 号文，中资企业境外发债管理规范化。	明确了中资企业境外发债的资质、流程和资质要求： 中资企业在境外发债要经过国家计委、国家外汇管理局和国务院的共同审批 中资企业需提供近 3 年的企业相关材料 对外发债经国家批准后，境内机构在一定期限内自主确定承销商和发行成本等
2015-2017 年： 进一步规范监管审批，逐步放宽境外发债限制	2015 年 9 月，国家发展改革委员会发布《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》2044 号文	针对一年期以上境外债券： 取消额度审批，实行备案登记制管理 鼓励资信良好，偿债能力强企业境外发债 发改委统一管理
	2016 年 4 月，人民银行发布《关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》-132 号文	全国范围内推广全口径跨境融资 人民银行和外管局建立信息共享机制 企业外汇资金用途限制放宽
	2016 年 6 月，国家外汇管理局发布《关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》-16 号文	企业外债资金结汇管理方式推广至全国 统一境内机构资本项目外汇收入意愿结汇政策 企业外汇收入在结汇过程中均无额度限制
	2017 年 3 月，国家外汇管理局发布《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》-3 号文	债务人可通过放贷，股权投资等方式，将担保项下资金直接或间接调回境内 内保外贷模式下境外募集资金的用途放开
	2017 年 3 月，人民银行发布《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》	跨境融资杠杆率上调为 2 企业境外融资额度增大
2018 年以来： 严中有宽，加强对房地产和城投风险防控，优化发债主体结构	2018 年 5 月，发改委和财政部发布《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》-706 号文	针对房产及城投企业融资可行性、备案登记有更为严格的审批制度和规范 境外发债主体结构有待优化，加强企业境外发债风险防控
	2019 年 2 月，发改委发布《关于企业申请办理外债备案登记证明的指引》	取消此前的外债规模切块试点政策，改由国家发改委统一受理和审核
	2019 年 6 月，发改委发布《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	企业境外发债需向国家发展改革委申请备案登记并提交申请材料的真实性承诺函 地方国有企业发行外债申请备案登记需持续经营不少于三年，承担地方政府融资职能的地方国有企业发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债 地方政府不得以向地方国有企业提供偿还外债及担保的承诺，同时地方国有企业应加强信息披露
	2019 年 7 月，发改委发布《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务 在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、经我委备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》，房地产企业发行外债要加强信息披露

数据来源：东方金诚整理

权利及免责声明

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

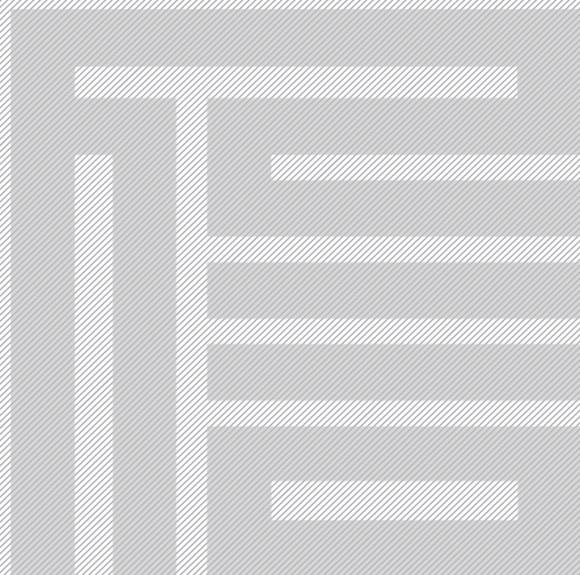
本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方 / 发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



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

电话：86-10-62299800

邮编：100600

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

网址：www.dfratings.com



关注了解更多