



中诚信托研究周报

战略研究部
2019 年第 45 期
总第 69 期
2019/12/11

热点研究

近期债券违约情况对信托市场的影响

相关统计数据显示，2019 年债券市场违约已经超过 2018 年的总和，违约主体中民营企业占据绝对比重。近期的北大方正和东旭光电违约事件更是将市场违约金额推向了新的高度。从 2019 年的情况来看，宏观经济下行、企业净融资额减少和企业融资渠道受限等是债券市场违约的深层次原因。对于信托市场而言，债券市场违约增加对非标融资和债券投资业务风险均有所提升，需密切关注市场和政策动向。

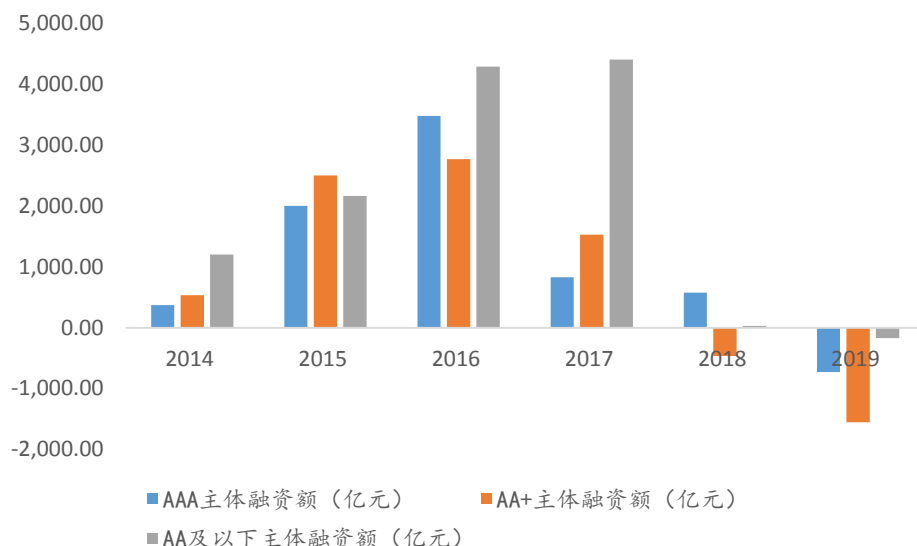
一、近期债券违约的主要特征

（一）2019 年债券违约规模创历史新高

根据央行的统计数据，2018 年信用类债券共有 46 家发行人的 130 只债券发生违约，涉及发行金额 1243 亿元，同比增长 219%。其中，违约主体以民营企业为主，占比超过了 70%。从违约时间分布看，2018 年上半年违约数量较少，下半年违约数量明显增多。2019 年，债券市场违约情况并未出现根本性的好转。从 WIND 统计数据来看，市场共有 167 只债券发生违约，涉及金额共计 1328.92 亿元，违约金额已经超过 2018 年的水平，创历史新高。

（二）违约债券主体评级等级有所提升

不同于以往常见的低评级主体债券违约，部分评级较高的主体也出现了债券违约，违约主体评级由低等级向高等级蔓延。例如近期违约的债券中，北大方正主体评级为 AAA 级，东旭光电主体评级为 AA+，此前违约的青海盐湖工业股份有限公司、中民投、上海华信等主体评级也均为 AAA。从 2019 年市场的反应来看，AAA 和 AA+ 主体民企净融资额快速下滑，分别为 -726.54 和 -1552.72 亿元，较上一年度分别减少 1303.89 亿元和 1089.95 亿元，高评级主体的民企整体债券市场融资情况恶化，进一步提升了违约风险。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 1：高评级主体民营企业净融资额持续下滑

（三）涉及行业更为广泛

从发行人行业上看，自 2014 年有债券违约事件以来，28 个申万一级行业中有 27 个行业出现违约，家电行业是唯一没有出现违约的行业。从 WIND 统计的数据来看，截至 12 月 9 日，证监会行业划分中的批发和零售业余额违约率最高，达到 7.38%，违约债券余额 502.81 亿元；其次是制造业，余额违约率为 3.55%，涉违约债券余额 608.77 亿元。

表 1：行业债券违约情况

行业	违约债券只数	违约债券余额(亿元)	余额违约率(%)
批发和零售贸易	44	502.81	7.38
制造业	110	608.77	3.55
信息技术业	1	20.00	1.17
综合类	51	406.54	1.06
建筑业	30	353.50	0.77

数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

（四）违约主体进一步扩展

从 2015 年央企保定天威集团违约开始，国企不违约的信仰就已经被打破。截至 2019 年 10 月末，国企违约债券余额累计 484.84 亿元，涉及 22 家国企和 56 只债券。在违约主体中，主体资质较弱的 AA 国企为多数，地方国企违约额占比 66%。违约国企多集中在产能过剩和强周期行业，主要为商业贸易行业，钢铁、化工和采掘行业，电气设备和机械设备等。5 月，银保监会对实施接管，对于个人客户及 5000 万以下的对公和同业客户本息实现全额保障，然而对于 5000 万元以上本息，预计平均保障比例在 90%左右，打破了同业刚兑预期，市场流动性分层，中小银行同业资金续接难度倍增。12 月 6 日，16 呼经开 PPN001 未能兑付回售资金，尽管目前已经兑付，但此类风险引发市场关注，城投信仰可能被打破。

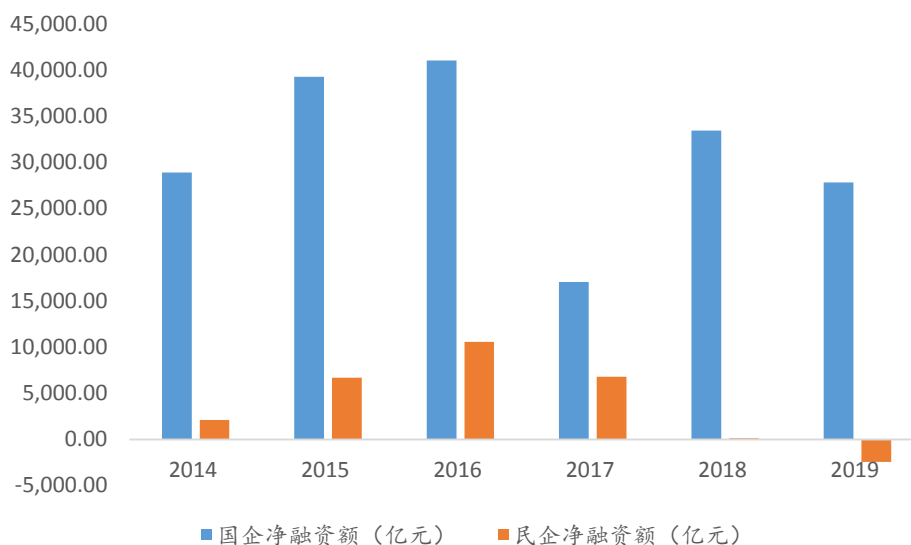
二、债券违约增加的深层原因分析

（一）宏观经济的持续下行

从原因上来看，宏观经济持续下行是债券违约增加的首要原因。部分投资激进、过于依赖外部融资的企业在宏观经济下行、融资渠道收紧、企业盈利能力下滑等压力下，出现资金周转困难；产能过剩的行业在宏观经济下行过程中，竞争更加激烈，造成企业经营出现困难；部分公司由于治理存在问题、财务造假、债务结构安排缺陷、对外担保风险提升等，在宏观经济持续下行过程中均造成了违约风险的攀升，最终触发违约。

（二）企业净融资额的不断减少

违约主体中，民营企业仍占据绝大多数。在违约原因上，除经济下行压力下，企业经营状况未发生根本性改变、资金周转困难外，由于违约上升引发的市场风险偏好下降、流动性分层等造成净融资额大幅减少成为本年度企业违约率攀升的又一个重要原因，民营企业的情况则更不容乐观。截至目前，民营企业信用债融资金额为-2447.46 亿元，较 2018 年的 146.85 亿元和 2017 年的 6778.66 亿元出现大幅下滑。



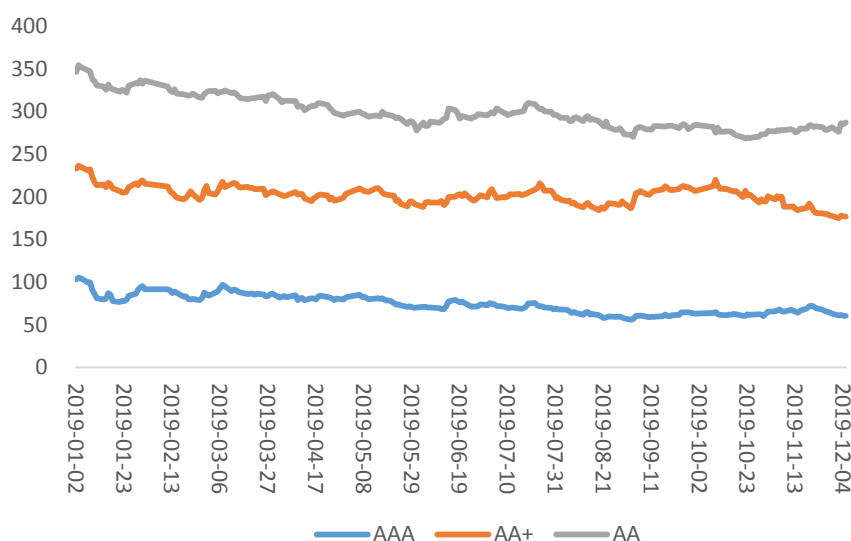
数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 2：民营企业净融资额持续下滑

（三）企业融资渠道受限

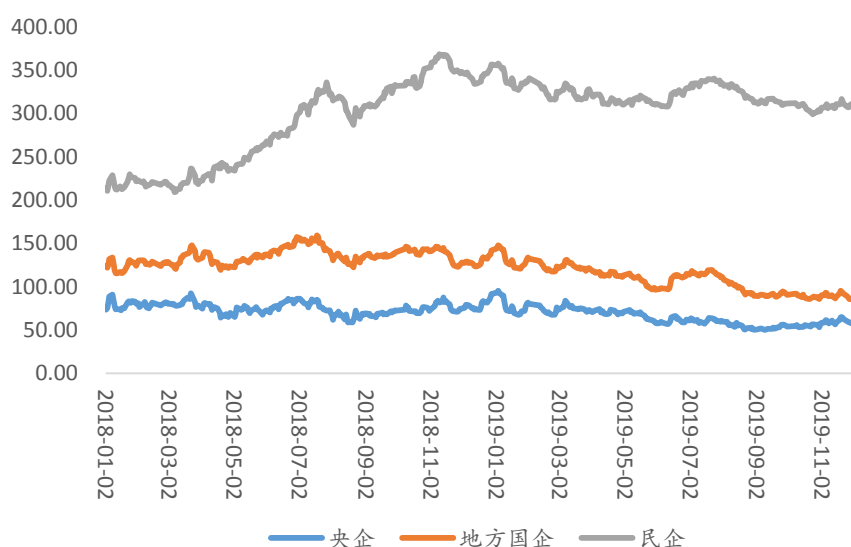
企业违约率攀升与债券市场融资额减少、融资成本攀升实质上互为因果关系。从信用利差情况来看，整体均保持下行趋势，但高等级信用利差下降幅度更大。AAA 等级信用利差从年初的 100BP 下降至 60BP 左右，降幅为 40%；AA+ 等级由 230BP 下降至 180BP 左右，降幅为 21.74%；AA 等级则由 350BP 下降至 280BP 左右，降幅为 20.00%，仍处于高位。从央企、地方国企和民企的信用利差来看，央企信用利差从年初的 93BP 下降至 56BP 左右，降幅为 40%；地方国企由 144BP 下降至 84BP 左右，降幅为 42%；民企则由 355BP 下降至 309BP 左右，降幅为 13%。信用利差

处于高位，表明低等级主体、民企信用债发行困难、融资成本较高，民企可持续融资难度较大。根据相关统计情况，已发生违约的企业再次发生违约情况较为普遍。这种情况同样会发生在资质较差的中小银行和城投企业。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 3：民营企业净融资额持续下滑



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 4：民营信用利差处于高位

三、债券违约增加对信托市场的影响

（一）非标融资市场风险有所提升

部分信用评级偏低、资产负债率偏高的企业，或者所属地区债务率较高的城投公司在债券市场若不能获得足够的资金支持的情况下，必然寻求银行贷款、信托贷款、融资租赁等多种融资方式。当企业在债券市场可持续融资难度提升后，持续融资难度增加，若现金流出现问题，债券市场违约后，存量的非标融资等也

可能会受到波及，新增的非标业务风险也将进一步攀升。从信托业协会统计的数据来看，截至 2019 年 3 季度末，信托行业风险项目个数与规模方面均呈上升趋势，风险项目数量 1305 个，环比增加 18.64%；风险项目规模为 4611.36 亿元，环比增加 32.72%。在严监管、强监管的政策措施下，信托资产风险率持续推高，3 季度末风险率增至 2.10%，较年初 1 季度末又提升了 0.84 个百分点。

（二）债券投资业务风险积聚

《资管新规》颁布后，部分信托公司选择债券投资作为重要的业务转型方向。部分信托公司积极发行以信用债为主要投资标的的信托产品。不过，受相关制度的约束，信托公司不能通过债券正回购方式提升信托产品收益率。为提升产品竞争能力，部分信托公司只能通过信用下沉和拉长久期两种方式提升收益水平。此外，多家信托公司积极发展现金管理类资产，信用债也是其重要的配置资产。在债券市场违约率不断增加的情况下，该类信托产品风险不断积聚，风险暴露不断攀升。

（三）对信托公司流动性要求进一步提高

从 Ray Dalio 在《债务危机》中对于通缩性债务危机的观察来看，典型的债务周期将会经历早期阶段、泡沫阶段、顶部、萧条阶段、和谐的去杠杆化阶段和正常化阶段。其中，萧条阶段持续 36 个月左右。若我们以 2018 年下半年债券市场大量违约作为萧条阶段开始的标志，那么萧条阶段还将持续 18 个月左右。从实际情况来看，民营企业信用修复提升净融资额水平将需要一定的时间；中小商业银行补充资本金压力较大。部分中小银行同业资金续接难度增大、补充资本金渠道较少，经营风险仍在集聚；呼经开拉开城投违约的序幕，类似情况的融资平台后续融资难度攀升，违约风险可能会进一步暴露。在未来的一段时间内，为了保证债券类产品的正常运营，信托公司的流动性要求将进一步提升。

（四）需密切关注宏观政策的未来动向

货币政策走向是首要的关注点。2019 年 11 月 CPI 同比增长已达 4.5%，叠加春节因素，通胀高企将制约市场资金价格的进一步下行，这也将对债券市场违约产生负面影响；其次是政策对民营企业的支持力度。虽然 2018 年 10 月的国务院常务会议决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解民营企业融资难，但回顾 2019 年，民营企业在债券市场净融资额减少的情况并未出现根本性的好转，这与市场周期的惯性相关，民营企业的过度损伤对实体经济发展不利；此外，仍需关注政策对战略新兴行业等关键领域的支持力度，经济增长新动能对高质量的发展具有重要意义。

执笔人：杨晓东

宏观形势

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议，分析研究 2020 年经济工作。会议指出，2020 年要坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，保持经济运行在合理

区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。

易纲行长表示应尽量长时间保持正常的货币政策

央行行长易纲在《求是》杂志撰文指出，中国经济增速仍处于合理区间，通货膨胀整体上也保持在较温和水平，应尽量长时间保持正常的货币政策。坚持稳中求进、精准发力，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策，始终坚守好货币政策维护币值稳定和保护最广大人民群众福祉的初心使命。

中国 11 月出口同比增 1.3%

中国 11 月出口（以人民币计）同比增 1.3%，预期增 1.9%，前值增 2.1%；进口增 2.5%，预期增 0.9%，前值降 3.5%；贸易顺差 2742.1 亿元，收窄 4.1%。海关总署表示，今年前 11 个月我国外贸进出口总值 28.5 万亿元，同比增长 2.4%。其中，出口 15.55 万亿元，增长 4.5%，进口 12.95 万亿元，与去年同期持平。

同业动态

11 月集合信托小幅回暖，房地产信托创年内次低

12 月 9 日，用益信托统计的数据显示，11 月共有 62 家信托公司共发行 1876 款集合信托产品，发行规模 2270.95 亿元，环比增加 18.91%。从成立市场来看，11 月共有 59 家信托公司成立 2107 款集合信托产品，成立规模为 1565.07 亿元，环比增加 34.99%。

信托受益权账户代理开户机构第二批名单正式发布

自 2019 年 9 月 10 日中国信登上线全国集中管理的信托受益权账户系统并正式对外提供服务以来，全国各信托公司积极响应，经过与中国信登协议签订、材料审核、网络调通、用户权限设置及电子认证证书签发等一系列工作准备后，中国信登于 12 月 4 日再次通过官方网站发布了《关于信托受益权账户代理开户机构名单的公告（第二期）》，再次新增 18 家代理开户机构名单，至此，全国 68 家信托公司中已有 51 家信托公司具备对外开展信托受益权账户代理开户业务条件。

银行理财子公司再迎新规

作为银行理财子公司最核心的一项监管制度，净资本管理办法在经历了前期的公开征求意见后，终于正式对外公布。国家金融与发展实验室副主任曾刚曾对券商中国记者表示，《净资本管理办法》的制定有以下三方面意义值得关注：一是《净资本管理办法》是理财子公司监管制度的进一步完善，净资本管理是理财子公司监管框架中最核心的一项制度，其目的在于保障行业健康有序的发展，以净资本为约束避免业务盲目扩张。二是对理财子公司实施净资本要求，也是参考了国内证券公司、基金子公司、信托公司等同类资管公司的监管要求，体现了监管的一致性，利于促进资管行业的公平竞争，避免监管套利。

地产信息

本周房地产市场：楼市整体成交正常回落；土地整体环比走高

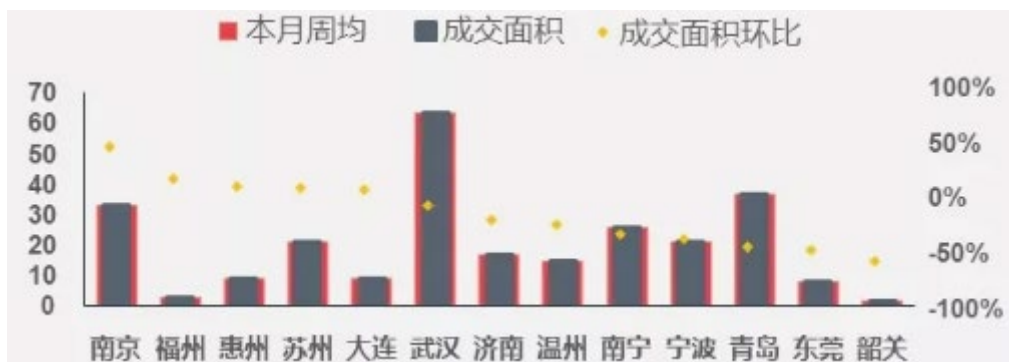
中指研究院报告显示，本周楼市整体成交正常回落，二三线环比降同比升。各线城市环比均下行，同比一线降二三线上扬。土地供求整体环比走高，南京收金近 102 亿元领衔。

	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	-35.5%	-27.9%
二线城市	-17.7%	+6.8%
三线城市	-31.5%	+38.5%

本周一线城市成交量整体环比下降，环比降幅为 33.5%，上海、广州降幅明显，均超四成；仅深圳上升，升幅约为 21%。同比来看，楼市整体成交亦有所下滑，下降 27.9%，其中广州降幅显著，超五成；上海次之；北京、深圳均不同程度上扬，其中北京升幅近四成。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
北京	10.83	-13%	+39%
上海	16.15	-52%	-38%
广州	12.53	-44%	-53%
深圳	10.20	+21%	+15%

二线代表城市成交量环比下降 17.7%，同比上升 6.8%。其中青岛成交环比降幅显著，超四成；宁波、南宁次之，均超三成；环比上升的城市中，南京升幅明显，达 46.5%；苏州、大连趋稳，升幅均未超 10%。三线代表城市成交量环比下降 31.5%，其中韶关降幅较为明显，为 56.5%。同比来看，整体上升 38.5%。



图：本周二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，本周全国 40 大中城市推地总量环比增加 16%，13 个城市无推出，武汉、天津推出量较大；成交方面，主要城市成交量减少 37%，22 个城市无成交，长春、青岛成交量较大；整体出让金减少 7%，宅地出让金环比增加 3%。一线城市整体供求环比走低，成交均价显增，宅地供应量降逾四成，北上广深均有宅地供应；二线城市整体供应量增逾两成，成交均价及收金走低，宅地供求较上周走低，出让金环比降近三成。

长三角一体化发展规划纲要出台

中共中央、国务院近日印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，长江三角一体化高质量发展明确战略顶层设计。12 月 6 日，在国新办新闻发布会上，国家发改委副主任罗文表示，实施长三角一体化发展战略，是引领全国高质量发展、完善我国改革开放空间布局、打造我国发展强劲活跃增长极的重大战略举措。《规划纲要》具有三个特点，一是紧扣“一体化”和“高质量”两个关键，二是明确“分区域”和“分领域”两条推进路径，三是突出“示范区”和“新片区”两个重点区域引领带动作用。

加强规划和用地保障支持养老服务发展

自然资源部发布《关于加强规划和用地保障支持养老服务发展的指导意见》对单独成宗供应的营利性养老服务设施用地，应当以租赁、先租后让、出让方式供应，鼓励优先以租赁、先租后让方式供应。以出让方式供应的社会福利用地，出让底价可按不低于所在级别公共服务用地基准地价的 70% 确定。

地方“因城施策”微调房地产市场

成都住建局，具有高新南区购房资格的居民家庭可到成都天府新区、高新西区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区购房，但具有成都天府新区、高新西区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区购房资格的居民家庭不能到高新区购房。

深汕合作区发布《关于启动深汕特别合作区过渡期商品房销售的公告》：合作区购买的商品住房不计入购房者在深圳市其他区（新区）购买商品住房的套数限购范畴；深圳市其他区（新区）购买的商品住房、商务公寓不计入购房者在合作区购买商品住房商务公寓的套数限购范畴。居民购买商品住房和商务公寓的自取得不动产权利证书之日起 5 年内禁止转让。企事业单位社会组织等法人单位不得在合作区购买商品住房、商务公寓。

郑州将住房公积金贷款额度由 60 万元提高至 80 万元。即：借款人夫妻双方均符合公积金贷款条件且为家庭首次申请公积金贷款的，最高贷款金额由 60 万元提高至 80 万元。借款人单方符合公积金贷款条件或家庭二次申请公积金贷款的，最高贷款金额由 40 万元提高至 60 万元。另外，具备郑州户口、在外省缴存公积金的，在郑州购房时也可使用公积金贷款。

海南发布《关于调整住房公积金个人住房贷款有关政策的通知》：二手房公积金贷款最长期限为 20 年，原则上要求不超过《不动产权证书》载明的土地使用权终止期限。

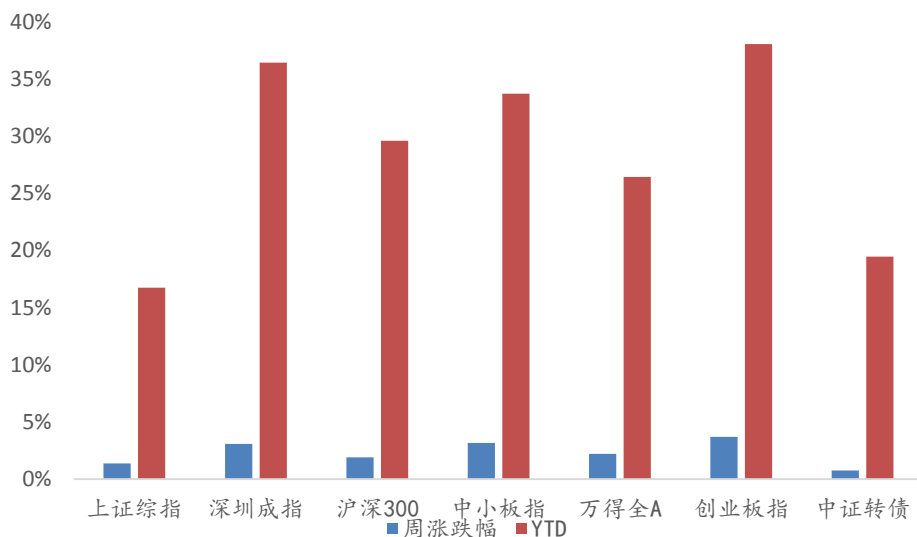
黑龙江发布《关于进一步加强全省房地产市场监管的通知》：房地产开发企业应承诺土地购置资金是合规自有资金，其来源不属于金融贷款、资本市场融资等。确保房地产开发企业使用合规自有资金购置开发项目用地。

资本市场

股票市场

本周（12.2-12.6），上证综指涨 1.39%，深证成指涨 3.09%，结束三周连跌。具体来看，上证综指报收于 2912.01 点，上涨 1.39%；深证成指报收于 9878.62 点，上涨 3.09%；沪深 300 报收于 3902.39 点，上涨 1.93%；创业板指报收 1726.80 点，上涨 3.72%；中证转债指数报收于 334.04 点，上涨 0.78%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	2,912.01	1.39%	16.77%
深圳成指	9,878.62	3.09%	36.45%
沪深 300	3,902.39	1.93%	29.62%
中小板指	6,289.46	3.17%	33.73%
万得全 A	4,103.24	2.23%	26.45%
创业板指	1,726.80	3.72%	38.09%
中证转债	334.04	0.78%	19.47%



债券市场

本周，央行 MLF 加量操作，市场资金价格涨跌不一。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 2.0730，下跌 16.00BP；7 天 SHIBOR 报收 2.4820，上涨 0.40BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 39.21BP、4.127BP、0.11BP、0.84BP 和下行 1.16BP。3 个月短融和国债分别下行 1.38BP 和上行 4.43BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	2.2330	2.0730	-16.00
1 周	2.4780	2.4820	0.40
CDAAA1M	2.5579	2.9500	39.21
CDAAA3M	3.0524	3.0936	4.12
CDAAA6M	3.0963	3.0974	0.11
CDAAA9M	3.1048	3.1132	0.84

CDAAA1Y	3.1357	3.1241	-1.16
短融 3 个月	3.1103	3.0965	-1.38
国债 3 个月	2.4097	2.4540	4.43
国债 1 年期	2.6506	2.6414	-0.92
国债十年期	3.2062	3.1751	-3.11
国开债十年期	3.6033	3.5885	-1.48

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本周公开市场有 1875 亿元 MLF 购到期，央行加量不加价续作 3000 亿元，共实现资金净投放 1125 亿元。

	上周（11.23-12.1）		本周（12.2-12.6）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	3000 亿元			
MLF			1875 亿元	3000 亿元
SLF				
SLO				
合计	净回笼 3000 亿元		净投放 1125 亿元	