

日期：2020年11月18日



# 2020年信用违约变化：特征、原因和影响

分析师：胡月晓  
Tel：021-53686171  
E-mail：huyuexiao@shzq.com  
SAC证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

- 《后疫情时代的国际金融秩序大变局》  
(2020年6月29日)
- 《中国货币变革现状和调控变化》  
(2020年6月4日)
- 《大宗商品价格决定当前汇率走势》  
(2020年3月24日)
- 《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》  
(2020年3月15日)
- 《期限结构波动中缓降趋势明了》  
(2020年1月13日)

## ■ 主要观点

### 信用市场违约“涟漪”平稳化

2020年信用违约整体上并无显著增加，仅是在违约主体结构上发生改变：违约主体民企减少，国企增加。信用违约结构的改变，更加突出了中国信用违约的“散点”性特征，同时信用估值曲线平稳，信用利差的独立走势，均表明信用违约的市场影响已大为弱化。信用违约整体平稳中分散性和多元化的结构性变化，将促进中国高收益市场的成熟；信用违约的增加，并不会改变货币环境“宽信用”发展趋势，信用违约平稳化的前景也不会改变。

### 2020年信用违约变化的特征

信用违约整体延续平稳。2020年10月末以来，中国信用市场的违约情况引发了市场的担忧——并非违约规模的突然快速上升，而是违约主体的变化，即高评级国企接连发生违约。2020年的信用违约主体，则从民企转向了国企，民企的信用违约大幅下降，违约领域也向上游资源行业、基础设施行业延伸，分布更趋多元化（这客观上加剧了市场的风险深化担忧）。行业分布的更趋多元化和企业性质由民企转向国企，实际上更进一步反映了中国信用违约的“散点式”特征。

### 信用违约变化的原因分析

2020年信用违约比重转向国企，实际上是货币结构性政策和监管改善的结果，是政策鼓励金融资源向实体、向民营、向中小企业倾斜下，部分企业应变不及的反应。从中国信用市场的违约现象看，中国经济结构转型的影响，超过了经济周期的影响。由于不同行业进入成熟期的时间有先后，因而融资环境变化后违约的上升概率也大不一样。信用违约主体结构转向国企后，违约规模虽上升但只数下降，因而信用违约“散点式”特征更加明显。市场信用利差平稳，意味着近期信用违约事件基本上属个体性事件，属个体经营失败行为，并非宏观环境恶化！

### 信用违约变化的市场影响

信用违约增加促进高收益债市发展，信用违约的增多，意味着高风险债券市场规模的扩大。信用违约的增加，并不会改变中国“宽信用”发展的态势。即使未来政府债券增长放缓，企业债券的增长也会保持稳定。中国经济转型时期，“散点式”违约将成常态，但随着越来越多产业进入成熟期后期，以及经济运行逐渐走出底部，信用市场违约现象将减少。

## 目 录

<b>一、2020 年信用违约变化的特征 .....</b>	<b>3</b>
1. 信用违约整体延续平稳 .....	3
2. 信用违约主体由民企转向国企 .....	6
3. 信用违约的“散点式”特征更趋明显 .....	7
<b>二、信用违约主体变化的原因.....</b>	<b>9</b>
1. 政策环境压缩了资金虚转空间 .....	9
2. 产业周期演变阶段的不同步性 .....	10
3. 企业经营失败的个体因素 .....	10
<b>三、信用违约变化的市场影响.....</b>	<b>13</b>
1. 信用违约增加促进高收益债市发展 .....	13
2. 信用违约增加并不改宽信用发展态势 .....	14
3. 信用违约的平稳化前景 .....	15

## 图

图 1 中国信用违约发展态势（月度，亿元） .....	5
图 2 中国信用违约发展态势（年度，亿元） .....	6
图 3 信用违约企业类别的变化（年度，只数） .....	6
图 4 信用违约企业类别的变化（年度，规模/亿元） .....	7
图 5 经济周期和系统性违约 .....	8
图 6 产业周期和信用违约 .....	8
图 7 政策环境变化增加后续融资难度 .....	9
图 8 产业周期依次演化带来信用违约变化 .....	10
图 9 银行间市场信用利差变化（5 年期，AA-） .....	11
图 10 银行间市场信用利差变化（3 年期，AAA） .....	11
图 11 交易所信用利差变化（5 年期，AA-） .....	12
图 12 银行间市场 2020H2 收益率稳定 .....	12
图 13 交易所市场 2020H2 收益率稳定 .....	13
图 14 中国宽信用的发展态势（累计同比，%） .....	14
图 15 除银行信贷外的社会融资增长情况（亿元） .....	15

## 表

表 1 2020 年中国信用违约情况 .....	3
--------------------------	---

## 一、2020 年信用违约变化的特征

### 1. 信用违约整体延续平稳

2020 年 10 月末以来，中国信用市场的违约情况引发了市场的担忧——并非违约规模的突然快速上升，而是违约主体的变化，即高评级国企接连发生违约。2020 年 2 月，北大方正集团违约；11 月，永城煤电违约；两家机构违约金额分别超过了人民币 300 亿和 200 亿。尤其是 11 月份永城煤电控股集团有限公司的违约，不仅违约金额大，实质违约和触发交叉违约规模合计达 207.1 亿元，而且违约前主体评级为 3A，债项评级大部分也为 3A(除无评级外，短融 CP 为 A-1)。央企(北大方正为中央国有企业)、地方国企的巨额债券先后违约，国企+高评级的“免险”标签失效，震惊了市场，也打破了市场对国企和高评级债券的信仰！

表 1 2020 年中国信用违约情况

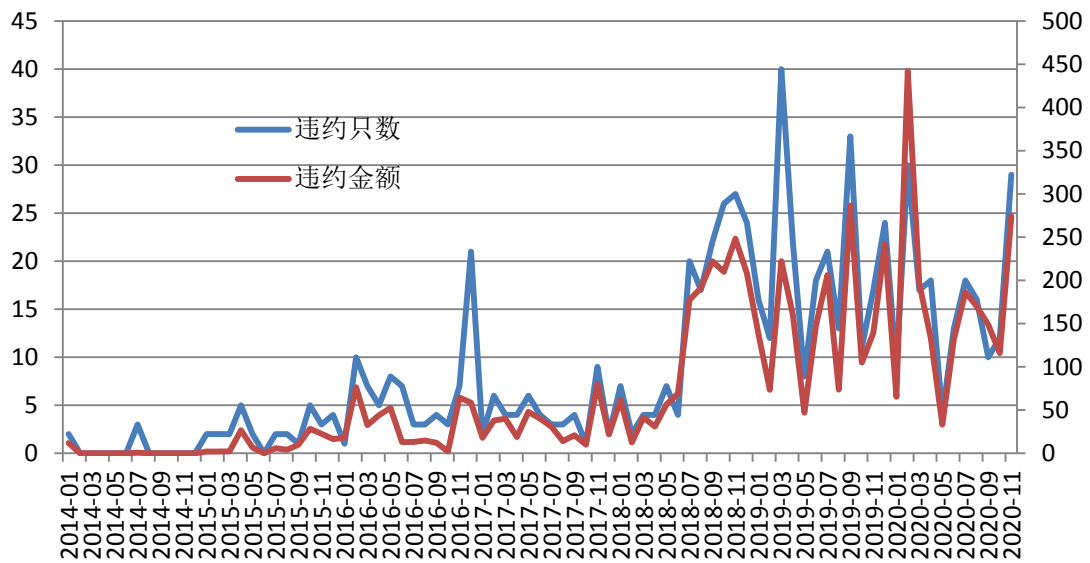
首次违约日期	发行人	违约规模(亿元)	违约前主体评级
2020-11-13	成龙建设集团有限公司	2	BB
2020-11-10	永城煤电控股集团有限公司	207.1	AAA
2020-11-09	甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	5	AAA
2020-11-08	华闻传媒投资集团股份有限公司	16.1	AA-
2020-10-27	深圳市索菱实业股份有限公司	5	C
2020-10-23	沈阳盛京能源发展集团有限公司	5	AA
2020-10-23	华晨汽车集团控股有限公司	10	C
2020-10-19	上海巴安水务股份有限公司	4	C
2020-09-24	沈阳机床(集团)有限责任公司	10	AA
2020-09-22	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	6.64	B-
2020-09-09	海口美兰国际机场有限责任公司	10	AAA
2020-09-08	天津房地产集团有限公司	27	
2020-09-08	渤海租赁股份有限公司	5	C
2020-08-26	天津航空有限责任公司	10	AA+
2020-08-24	铁牛集团有限公司	19.4	A
2020-08-24	天津市房地产信托集团有限公司	2	AA-
2020-08-05	北京华业资本控股股份有限公司	13.45761	AA
2020-08-03	洛娃科技实业集团有限公司	3	C
2020-07-16	北讯集团股份有限公司	5.375	AAA
2020-07-14	山东胜通集团股份有限公司	10	AA
2020-07-06	泰禾集团股份有限公司	129.16	AA-
2020-07-02	华讯方舟科技有限公司	16.55	C
2020-06-24	康美实业投资控股有限公司	70	B
2020-06-11	青海盐湖工业股份有限公司	35	AA+
2020-06-08	重庆爱普地产(集团)有限公司	8	A

2020-06-01	北京信威通信技术股份有限公司	21.8	AA
2020-05-19	东旭光电科技股份有限公司	9.560427	BBB
2020-05-18	中国吉林森林工业集团有限责任公司	10	BB+
2020-05-06	宜华企业(集团)有限公司	20	A
2020-04-29	海航资本集团有限公司	16	AA+
2020-04-27	延安必康制药股份有限公司	7	AA+
2020-04-27	郴州市金贵银业股份有限公司	1.1	AA
2020-04-17	海南航空控股股份有限公司	17.5	AAA
2020-04-15	海航集团有限公司	7.81	AAA
2020-04-14	华泰汽车集团有限公司	21.5266	AA-
2020-04-13	南京建工产业集团有限公司	35	AA
2020-04-13	河南盛润控股集团有限公司	12.73	AA-
2020-04-07	永泰能源股份有限公司	5	C
2020-04-05	金洲慈航集团股份有限公司	5.2	C
2020-03-25	海航酒店控股集团有限公司	6	AA
2020-03-20	三亚凤凰国际机场有限责任公司	15	AA+
2020-03-17	山东如意科技集团有限公司	20	C
2020-03-16	力帆实业(集团)股份有限公司	5.30325	C
2020-03-10	印纪娱乐传媒股份有限公司	4	C
2020-03-09	中信国安集团有限公司	100	C
2020-03-06	新华联控股有限公司	52.2	AA+
2020-03-06	北京北大科技园建设开发有限公司	16.57	C
2020-03-05	天广中茂股份有限公司	24	C
2020-03-02	中融新大集团有限公司	36.492	AA+
2020-03-02	中国城市建设控股集团有限公司	32	C
2020-02-27	宁夏远高实业集团有限公司	2.5	BB
2020-02-21	北京桑德环境工程有限公司	11	AA
2020-02-19	北大方正集团有限公司	416.9	A
2020-02-17	康得新复合材料集团股份有限公司	20	C
2020-02-12	上海华信国际集团有限公司	100	AA
2020-02-03	康美药业股份有限公司	44	BBB
2020-01-20	东旭集团有限公司	96.75	BBB
2020-01-20	大连天神娱乐股份有限公司	10	C
2020-01-16	安徽省华安外经建设(集团)有限公司	14.94	A
2020-01-15	重庆力帆控股有限公司	5	AA-
2020-01-03	西王集团有限公司	30	C

数据来源: wind, 上海证券研究所

债券的“刚兑”信仰实际上自 2014 年就已动摇，2018 年后已彻底打破。2014 年虽然是中国债市“大年”，但也被市场认为是“中国信用元年”。2014 年共发生 5 只债券违约，违约金额 12.6 亿；虽然违约债券只数和规模虽然较少，但当年的超日债违约事件影响深远，使得信用风险观念开始深入人心，“刚兑”概念被打破。2015-2016 年间，中国债券市场上的违约只数和规模继续提升，但市场反应平稳；2017 年，债市违约只数和规模的双下降局面，使得市场认为中国信用风险增长已到拐点，风险暴露情况已趋稳定。

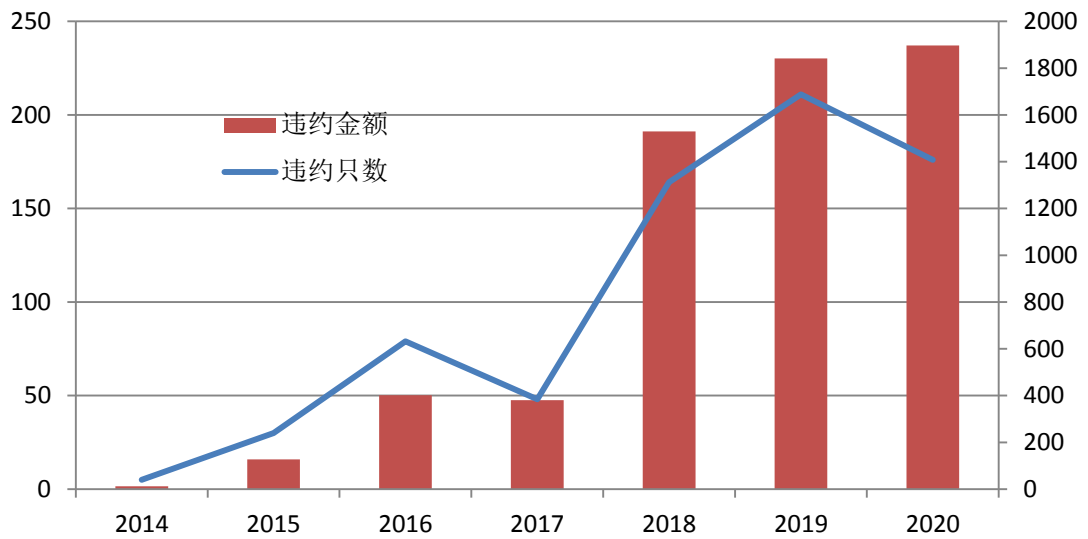
图 1 中国信用违约发展态势（月度，亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

然而，受国内外经济、金融形势变化，尤其是国内监管环境变化的影响，如抑制资金空转的“脱实向虚”行为，资管新规对金融市场行为的规范化等，热衷于高杠杆搞资本运作套利的企业高风险行为受到限制，客观上亦使得违约再度暴增。2018-2019 年间，中国债市的信用违约事件再度暴增：2017 年，中国债券违约只数为 48，2018 年、2019 年分别为 164 只和 211 只；2017 年中国债市违约规模为 380.5 亿元，2018 年、2019 年分别为 1529.3 亿和 1841.4 亿元，均分别增长了 4 倍左右。中国信用市场的“刚兑”早已不负存在。

图 2 中国信用违约发展态势（年度，亿元）

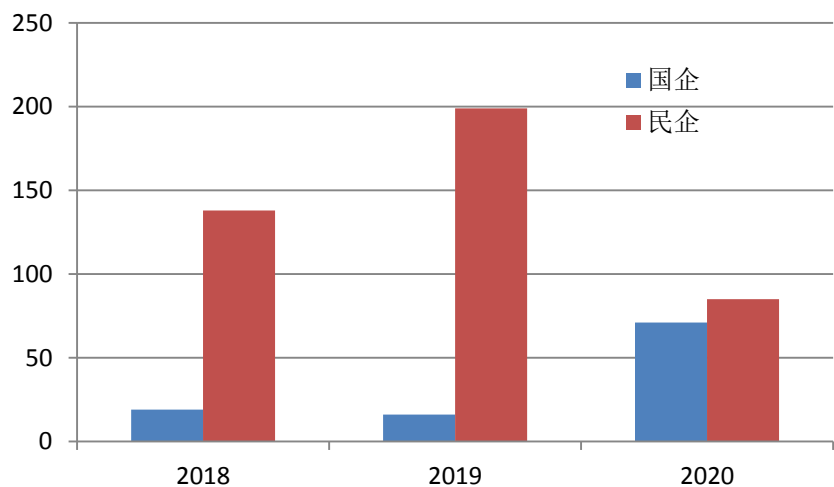


数据来源：Wind，上海证券研究所

## 2. 信用违约主体由民企转向国企

截止 2019 年，信用违约的主体大部分为民企，国企相对较少。2018-2020（截止 11 月 15 日）年间，国企违约只数为 19、16、71，民企违约只数则为 138、199、85；从金额上看，同时间段国企违约规模为人民币 157 亿、187.29 亿、824.4 亿，民企违约规模则为 1328.9 亿、1443.7 亿和 867.7 亿。可见，2018-2019 年间，信用违约以民企为主，主要集中在制造业领域；2020 年的信用违约主体，则从民企转向了国企，民企的信用违约大幅下降，违约领域也向上游资源行业、基础设施行业延伸，分布更趋多元化（这客观上加剧了市场的风险深化担忧）。

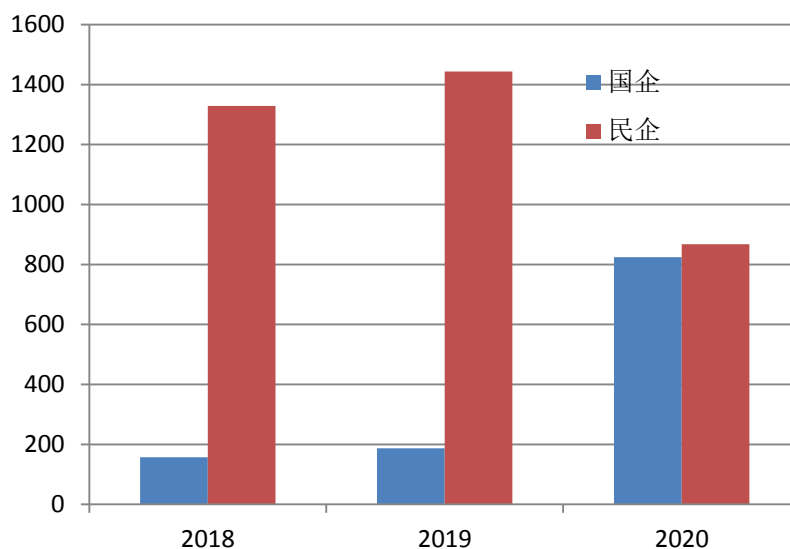
图 3 信用违约企业类别的变化（年度，只数）



数据来源：Wind，上海证券研究所

由于不同行业在国民经济中的地位和作用不同，中国对上游行业、基础设施领域一直有着较高的集中度和控制，因而也多国有企业；对普通制造业等中下游行业，则较为市场化和开放，因而民营企业集中度较高。国企违约增多，市场认为是信用风险蔓延开来，这种忧虑也不无一定道理。

图 4 信用违约企业类别的变化（年度，规模/亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

2020年前，尽管中国债券市场已打破了刚兑，但发生违约的主要是民营企业，对国有企业的“刚兑”信仰，仍然是存在的。结合一段时间内曾发生过的“国进民退”担忧，甚至有市场人士认为，信用市场上民企是受到歧视性对待的，因而也承担了中国经济调整的风险。可以说，2020年之前，尽管债市“刚兑”信仰已打破，但国企“刚兑”信仰仍然留存。2020年后中国信用违约状况，则彻底清除了市场的“刚兑”信仰；由于国企能公开发债的企业规模都很庞大，债务规模高，因而发生违约的事件也是“巨震”式的，从而导致了当前信用市场的“惊厥”。

### 3. 信用违约的“散点式”特征更趋明显

中国信用违约发生在经济转型的特殊时期。中国经济发展阶段的特殊性，决定了中国信用违约的“散点”状特征。通常来说，经济环境的变化导致信用环境变化，从来信用违约与经济周期是高度相关的，海外债市的发展历史表明，经济低迷时期信用违约事件通常增加。



图 5 经济周期和系统性违约



中国信用违约的增加，并不是经济持续周期性低迷的产物，而是经济发展到一定阶段后，产业升级和市场结构变化的宏观环境下，微观上企业经营分化的结果。

之前资产泡沫膨胀时期，具有较多资源和资产的国企，自然能获得较多的信贷资源青睐，因而竞争激烈的民营企业融资环境较为紧张。中国经济进入转型阶段后，直接融资兴起，很多尾部发行人（即基于财务和经营标准的低发行条件人）也进入了债务工具发行市场。但 2018 年金融规范化监管要求提高后，这类发行人的信用风险就上升；在信息披露制度有待细化改善的情况下，这类发行人的信用风险事件就表现为因突发事件而违约。

行业分布的更趋多元化和企业性质由民企转向国企，实际上更进一步反映了中国信用违约的“散点式”特征。由经济周期变化引起的信用违约变化，由于不同行业、企业类别的经济周期敏感共性，违约分布通常会呈现显著集中的趋势，这与中国违约发生领域（基于行业、企业类别）的分散性和多元性，显然不同。。

图 6 产业周期和信用违约

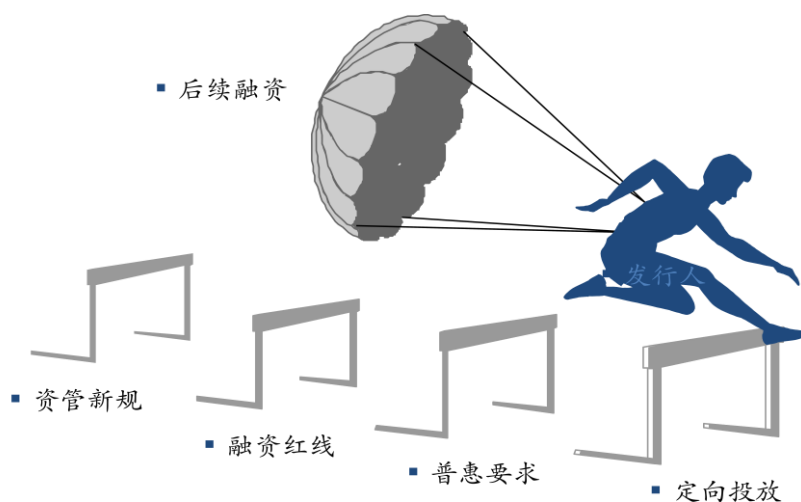


## 二、信用违约主体变化的原因

### 1. 政策环境压缩了资金虚转空间

由于不同行业在国民经济中的地位和作用不同，中国对上游行业、基础设施领域一直有着较高的集中度和控制，国有企业较多。这些具有较多资源和资产的国企，自然能获得较多的信贷资源青睐，因而扩张能力较强，信用状况较好。但随着中国宏观审慎体系的完善，这种局面逐渐发生了改变。2020年信用违约比重转向国企，实际上是货币结构性政策和监管改善的结果，是政策鼓励金融资源向实体、向民营、向中小企业倾斜下，部分企业应变不及的反应。银行新增信贷中普惠金融比重考核、房地产融资的“三道”红线，都使得过去依赖高杠杆搞资本运作套利的企业生存环境受到越来越紧限制。受到监管红线影响的房地产企业，后续融资受到限制，经营上若降杠杆进程和债务期限没衔接好，就会出现违约。银行体系受普惠金融考核影响，原先“垒大户”现象有所改变，增加对中小企业的资金投放，也使得处在公开市场上大型机构的信贷增长空间减弱，后续融资空间受到压缩。2016年后，货币当局对引导资金“脱虚向实”的政策指向日益强化，特别是2018年资管新规对融资市场的规范化，也使得市场上资金空转行为受到较大压缩，客观上增加了高杠杆和过度扩张企业的财务周转难度。

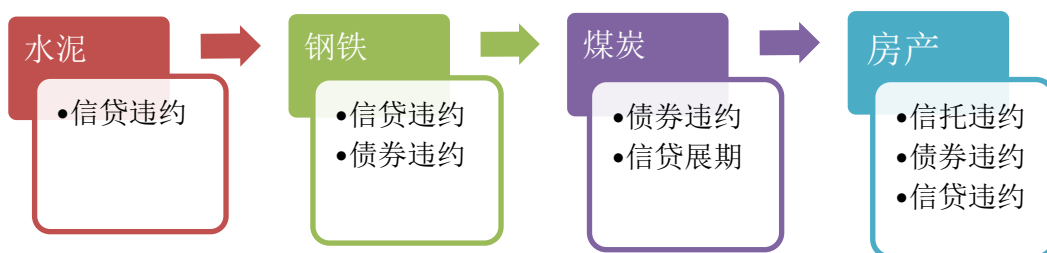
图 7 政策环境变化增加后续融资难度



## 2. 产业周期演变阶段的不同步性

从中国信用市场的违约现象看，中国经济结构转型的影响，超过了经济周期的影响。中国经济经过改革开放 40 余年的发展，绝大多数行业都已结束扩张期，先后进入成熟期。伴随产业周期的成熟，企业数量呈现先增加后减少态势，竞争激烈程度急剧上升后再下降然后渐趋稳定，竞争核心由产量转向创新，规模经济重要性先上升再下降，等等许多产业结构变化。这个过程必然伴随有行业内企业经营状况的两极分化，在激烈竞争中失败的企业，在融资市场上将表现为信用风险的爆发——违约。由于不同行业进入成熟期的时间有先后，因而融资环境变化后违约的上升概率也大不一样。由产业生命周期的阶段变化特征可知，处于扩张期向成熟期转变过程、或处于成熟期前期的行业，竞争程度最为激烈，企业间经营分化最为严重。由于产业周期成熟有先后，因此市场看到：先是水泥（2012 年前由于债市还不发达，违约主要体现为信贷违约）、后是钢铁（2017-2018）、接着是煤炭（2018-），先后发生行业违约上升现象。完全可以想象，未来房地产行业的信用违约将是下一轮违约上升的重点。由于违约增加是产业生命周期的阶段演化现象，因此未来中国信用市场违约增加概率将上升，但这个上升并不是周期性的，因而也将呈现“散点”状特征，同时较少具有感染性。

图 8 产业周期依次演化带来信用违约变化

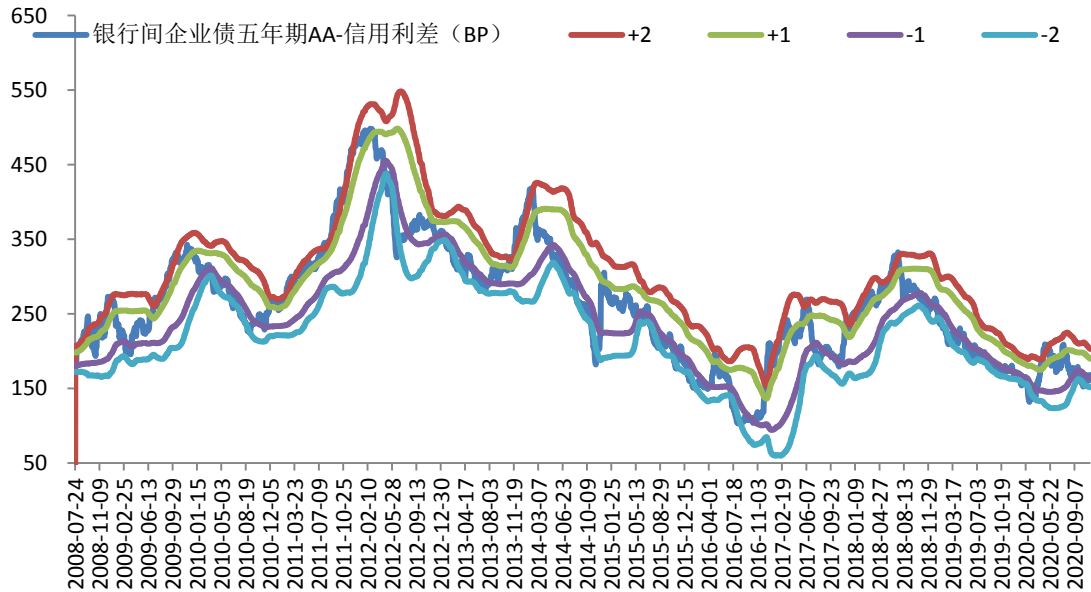


## 3. 企业经营失败的个体因素

信用违约主体结构转向国企后，违约规模虽上升但只数下降，因而信用违约“散点式”特征更加明显。笔者一直认为，由于中国产业周期普遍趋向成熟，市场结构趋于集中，产业生命周期的成长后期和成熟期前期，企业间经营状况趋于分化，行业竞争趋于激烈，宏观上将造成“散点”违约增加，但行业整体信用利差却另有演化路径，或有分化局面。2020 年 11 月信用违约状况，虽成债券市场“热点”，但市场信用利差变化，却经历了显著的差异性——当 7 月份

后信用违约现象增多后，信用利差却调头向下。信用利差的这种逆违约走势的状况，显然是信用市场估值平稳的结果，由于下半年利率曲线上行，从而导致了信用利差的反而缩减局面。

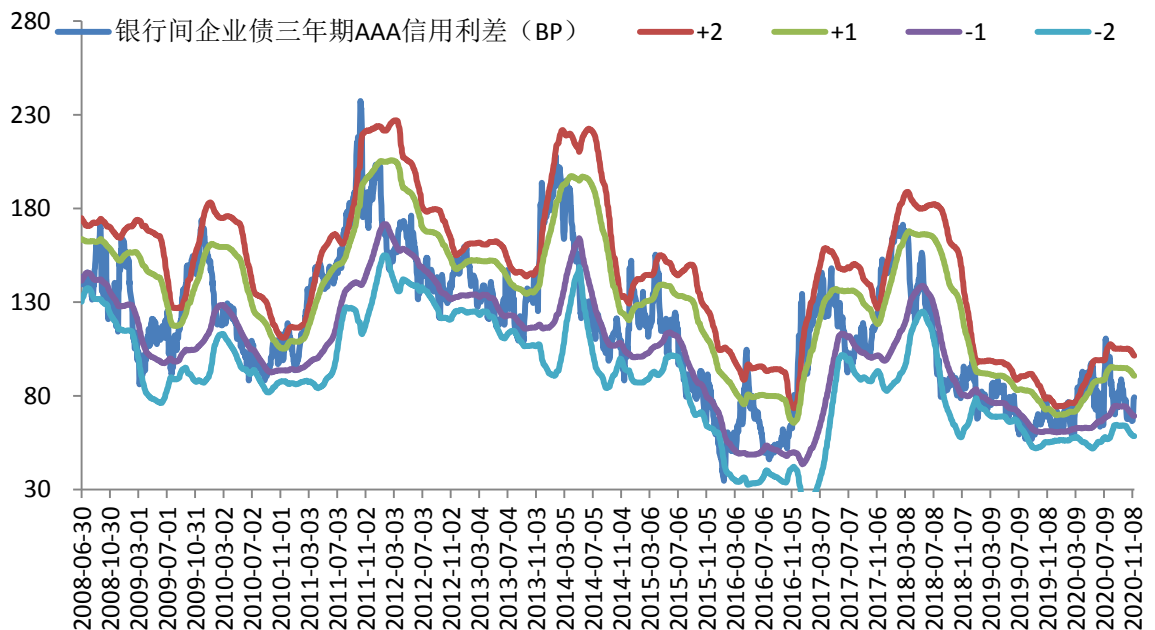
图 9 银行间市场信用利差变化（5 年期，AA-）



数据来源：Wind，上海证券研究所

较高评级品种的信用利差走势，也与低评级债券走势一致，我们选择了 3 年期 3A 企业债信用利差走势，进行观察，结论一致。

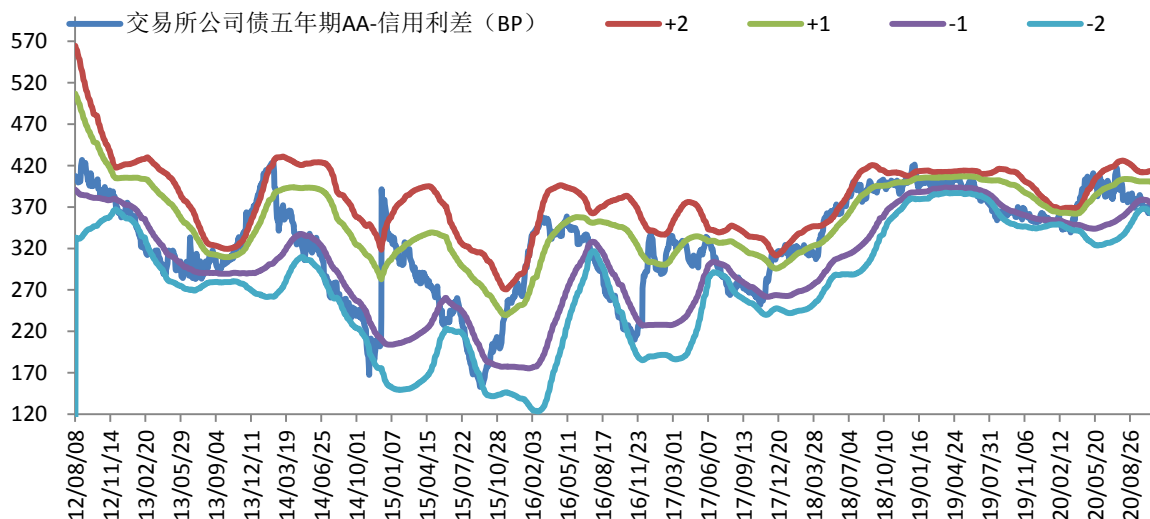
图 10 银行间市场信用利差变化（3 年期，AAA）



数据来源：Wind，上海证券研究所

观察交易所市场的信用利差走势，情况也是一致，以5年期AA-品种为例，信用利差走势同样在7月后反而下降走平。

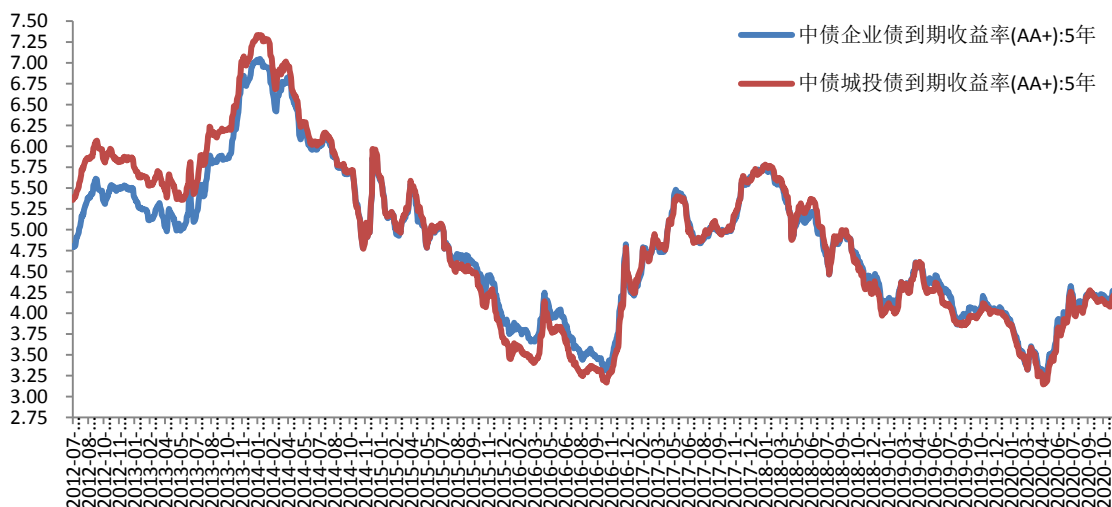
图 11 交易所信用利差变化（5年期，AA-）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从逻辑上分析，决定信用市场估值的是基本面，受经济前景、行业发展、货币环境和企业运营等各种因素综合影响，在这些因素稳定状况下，估值也稳定，但利率体系受流动性环境边际冲击比较明显，因而实际中经常是信用利差和利率曲线高度间呈现反向变动关系。市场信用利差平稳，意味着近期信用违约事件基本上属个体性事件，属个体经营失败行为，并非宏观环境恶化！

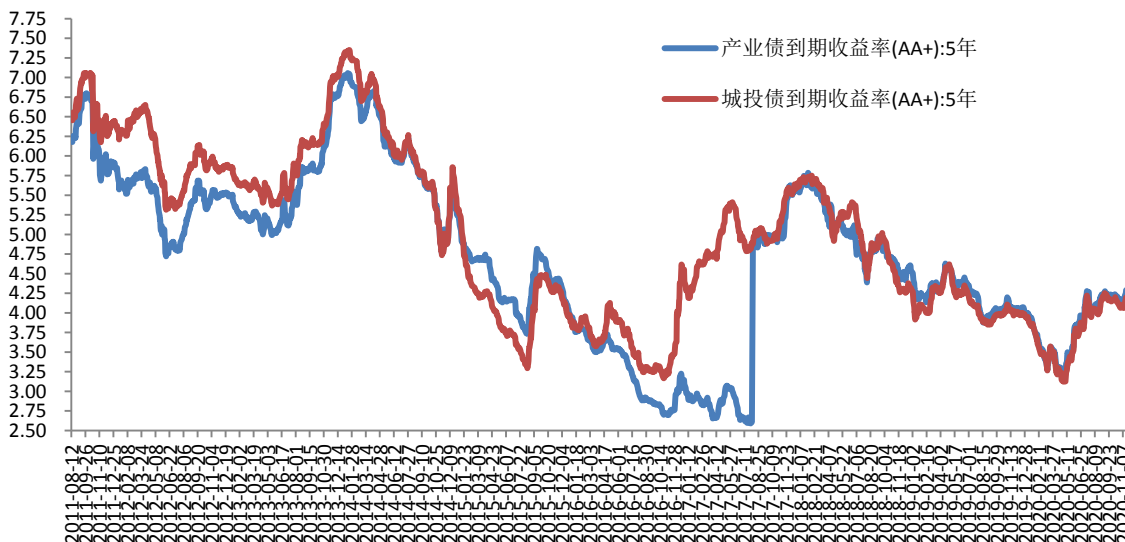
图 12 银行间市场 2020H2 收益率稳定



数据来源：Wind，上海证券研究所

这种信用市场估值稳定的局面，也说明信用市场的“爆雷”，即使是高评级国企的“大雷”，也没有影响的市场的整体平稳运行。当然，市场会因此呈现出信用分化加剧的局面，投资人纷纷抛弃“信仰”，转向基本面分析，这实际上是市场经受教育后的成熟！

图 13 交易所市场 2020H2 收益率稳定



数据来源：Wind，上海证券研究所

### 三、信用违约变化的市场影响

#### 1. 信用违约增加促进高收益债市发展

一方面信用违约增多，另一方面信用利差整体又保持稳定。这意味着高收益市场日益发展，并成专门体系。高收益债券是指低评级（投资级别下方）、未评级债券及杠杆债券（结构化融资安排中的非优先级），高收益市场在海外成熟市场是一个发展运作良好、规模庞大、深受投融资双方青睐的专门市场。高收益债券市场在海外成熟市场上，通常作为一个专门类别市场存在和被看待，拥有独特的市场运行特征、结构性特征，以及专门的信用分析方法等。相对于海外成熟的高收益债券专门市场，我国高收益市场还处于起步阶段。正因为中国高收益市场的不成熟，使得正常的高收益市场上的风险暴露变化，影响了整体市场的情绪；但这个影响，从近期变化看，已经大为减弱。2020年11月份信用市场的违约增加现象，并没有引起市场的大震荡，只是引起了较多的关注和讨论，充斥着自媒体的很多是发泄情绪式的非专业评论，仅此而已！

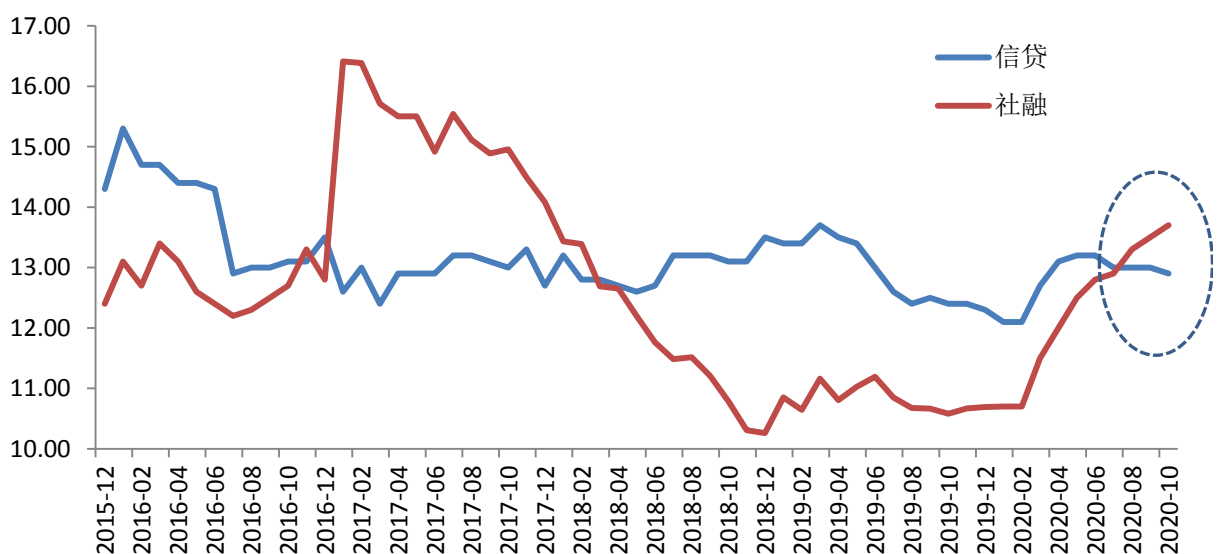
信用违约的增多，意味着高风险债券市场规模的扩大。整体看，中

国现行高收益债券市场的深度和广度仍不够；由于市场仍普遍存在着对高收益品种认识的偏差，中国低评级债券、特别是处于技术违约阶段的债券，市场交易相当不活跃，即使出现大幅度折价，也是常常很难找到买家，因而信用违约发生后，相关债券极易发生巨幅震荡。大部分机构也没有将高收益债券作为专门类别纳入组合配置，持有低评级高收益债券大都是被动持有，即只是评级动态变化后原先高评级被下调而导致库存券成为高收益债，出于合规、监管方面的要求，风险事件发生后常常不计成本的抛售。由于市场机构投资配置偏好高度趋同，因而投资交易行为也有高度的一致性，从而导致债券风险等级变化后，交易便利度即流动性的变化，要远大于市场价格的合理反映。

## 2. 信用违约增加并不放宽信用发展态势

信用违约的增加，并不会改变中国“宽信用”发展的态势。自2020年初货币的临时性放松以来，中国“宽信用”的回升趋势就得到了加速。2020年8月份，中国社融增长结束延续2年多（自2018年4月起）的同比增长持续低于信贷增长状态，超越信贷增长，9月、10月这一趋势进一步扩大，信贷余额同比增长受货币政策影响保持平稳的同时，社融增长持续回升态势并没有收到政策临时性放松政策回撤的影响，表明中国“宽信用”发展已然来临，说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

图 14 中国宽信用的发展态势（累计同比，%）

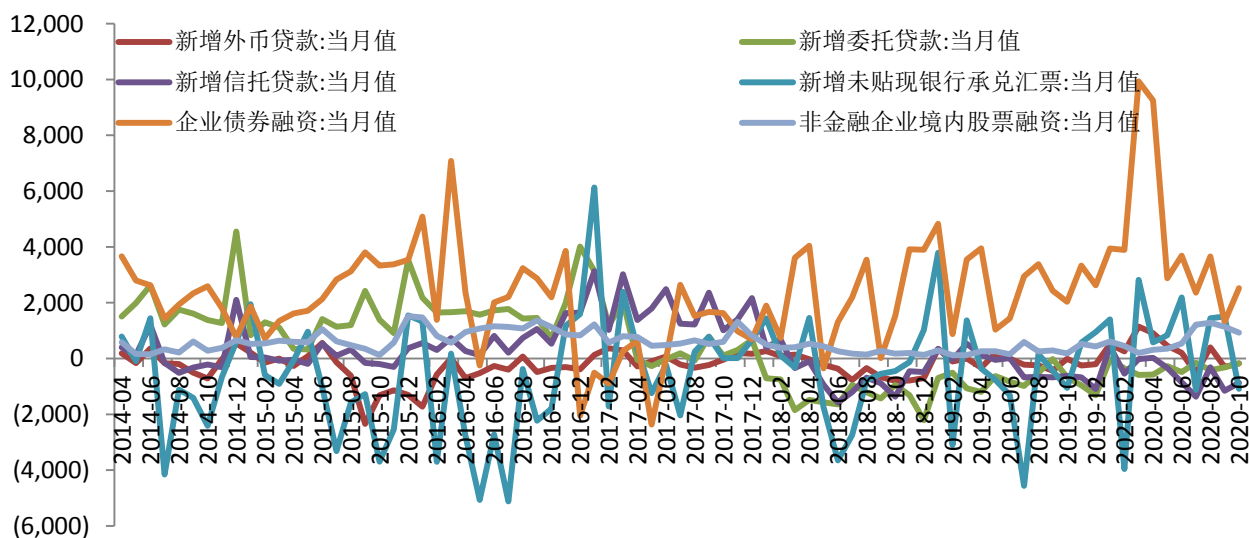


数据来源：Wind，上海证券研究所



对于当前宽信用的发展现状，市场并不否认，也认为是资本市场融资扩张带来了“宽信用”；但市场却对持续性存在忧虑。认为当前资本市场上债券融资增长，主要是受到了扩张性财政政策的影响，即政府负债（财政赤字）增加的结果，未来随着疫情影响消除，政府财政激励的政策会退却；另一方面，政府负债增长能力也限制了未来政府债务的提升速率。实际上，政府债券增长在社会融资各渠道中，一直处于仅次于信贷的位置，其高增长地位并非来自于疫情下的激励扩张。从企业债券的增长看，其水准也一直在社会融资非银行信贷渠道中处于较高位置，2018年后更是成为接近于政府债券的、增长第二快的非银行信贷社会融资增长渠道；在社会融资存量结构中，更是延续了稳中偏升的态势。因此，即使未来政府债券增长放缓，企业债券的增长也会保持稳定。

图 15 除银行信贷外的社会融资增长情况 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

### 3. 信用违约的平稳化前景

从违约变化的情况看，当前惊吓市场的并不是规模的上升，而是违约结构的变化——违约向国有企业蔓延。但是市场却有选择性的忽视了民企违约减少的变化。市场界定当前信用市场局面“恶化”，基本上秉持如下逻辑：货币政策已从疫情期间的临时性宽松后撤，紧货币将会带来紧信用，流动性环境趋紧，信用风险暴露上行，市场上国企违约增加意味着风险恶化已向深处蔓延！实际上，与2018年、2019年相比，2020年的整体信用违约状况并没有明显恶化。只是由于中国市场上普遍存在着靠“信仰”投资的状况，国企违约因其规模大，某些持仓较为集中的机构受受伤较为严重。



之前资产泡沫膨胀时期，融资条件较为宽松，很多尾部发行人（即基于财务和经营标准的低发行条件人）也进入了债务工具发行市场。但 2018 年金融规范化监管要求提高后，这类发行人的信用风险就上升；在信息披露制度有待细化改善的情况下，这类发行人的信用风险事件就表现为因突发事件而违约。随着中国经济运行对高质量发展的重视，尤其是为促使银行新增流动性投向实体中小企业的普惠金融投放考核，国企在金融资源分配中实际上并未为政策所鼓励，加上经济持续“底部徘徊”，资源型行业的经营困难程度逐渐累积上行，2020 年后行业经营分布边缘企业终于有个体被“引爆”。综合来看，中国经济转型时期，“散点式”违约将成常态，但随着越来越多产业进入成熟期后期，以及经济运行逐渐走出底部，信用市场违约现象将减少。

当前信用违约的现象，并没有改变中国债券市场的整体稳定局面，笔者认为违约增加反而还加快了中国债市的成熟过程。伴随资本市场对内进一步放松，对外进一步开放，中国债券市场规模的快速扩展态势必将延续。因此，资本市场发展带来的“宽信用”发展趋势，将是一个长期平稳趋势！

## 分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级—全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级—配置主需求型机构：银行、保险；

投资级—收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断—主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断—市价与中债估值差距、STW。

流动性判断—融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。