

信用风险年报

2017年01月01日—12月31日

中诚信国际

债券市场研究

平静过后或起波澜，关注六大风险点

——2017年债市回顾与展望之风险篇

作者

中诚信研究院 评级与债券部

李诗 010-6642-8877-347

shli@ccxi.com.cn

余璐 010-6642-8877-262

lyu@ccxi.com.cn

谭畅 010-6642-8877-264

chtan@ccxi.com.cn

姚姝冰 010-6642-8877-253

shbyao@ccxi.com.cn

卢菱歌 010-6642-8877-385

lglu@ccxi.com.cn

本报告发布日期

2018年1月2日

主要观点

一、2017年负面评级行动次数减少，产能过剩行业信用环境改善，金融机构首次出现级别下调

1. 债券市场信用环境改善，负面评级行动较往年减少，主体级别下调79次，较2016年减少90次，债项信用等级被下调95次，较2016年大幅减少120次。

2. 跨级下调现象明显减少，在全部评级下调行动中的占比也有所下降，下调前级别主要集中在AA-以下等级。

3. 城投企业主体评级调整仍以上调为主，但下调行动所在区域更为集中；在产能过剩行业领域，随着去产能政策的推进以及前期部分企业的市场出清，行业内整体信用环境改善，评级下调次数明显减少；金融机构首次出现下调现象，未来需关注合规风险对金融机构信用水平的影响。

4. 城投企业等级下调的原因包括区域经​​济下滑、政府财政实力下降、在建或拟建项目资金支出较大、公司债务负担沉重等。产业类企业等级下调原因主要包括行业不景气、重大资产重组或股权转让、公司治理问题以及、担保企业出现违约或等级下调等，也有少数上游行业为煤炭业的电力或化工企业，因煤炭价格上涨推升生产成本导致经营恶化，等级水平下调。

二、债券市场违约事件减少，信用风险释放呈现偶发性和分散性特征

随着宏观经济企稳以及供给侧结构性改革效果显现，2017年债券市场信用风险释放趋缓。2017年共有40只债券发生违约，涉及发行人共17家。从违约主体不同维度的性质来看，2017年违约主体呈现以下特征：

1. 同一主体的连环违约现象仍然较多，17家违约主体中有9家均在此前已发生违约；
2. 新增违约主体所在行业各异，公用事业、港口、环保和电子产品制造业首次出现债券违约；
3. 新增违约主体地域分布较为分散；
4. 由行业产能过剩导致的新增违约明显减少，部分主体因业务扩张激进、公司治理漏洞、触发交叉违约条款以及技术性操作等多样化的原因导致违约。

三、展望：2018年债券市场信用风险或将加速上扬，关注六大风险点

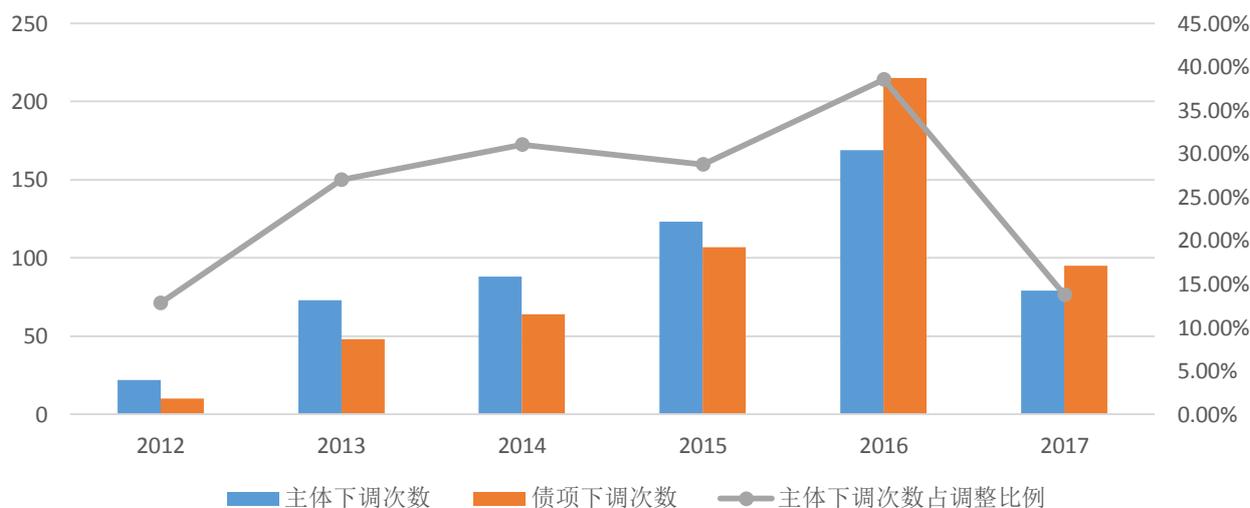
1. 在经济增长放缓、金融监管趋严的大环境下，信用风险或将整体上扬；
2. 交易所市场将有上万亿元债券面临回售到期，关注房企公司债及ABS兑付风险；
3. 环保限产政策常态化将加速煤炭、钢铁及化工等行业内部风险分化，纺织、食品行业将面临债务滚动压力；
4. 存量债务置换即将收官，随着地方政府债务管理的规范，平台企业再融资压力加大；
5. 随着投资者保护条款应用增多，条款违约现象或增加；
6. 9家已违约主体将于2018年面临合计25只债券到期或回售，应继续警惕连环违约风险。

一、2017年负面评级调整行动大幅减少，产能过剩行业信用环境改善，金融机构首次出现级别下调

1. 负面评级行动次数大幅减少

在供给侧改革的推动下，2017年宏观经济缓中趋稳，工业增速明显回升，发债企业盈利能力整体有所增强。在这样的背景下，债券市场信用环境较2016年明显好转，正面评级行动明显增多，负面评级行动大幅减少。据中诚信国际统计，2017年公告挂网的评级报告中，主体级别下调79次，较2016年减少90次，涉及60家发行人¹；债项信用等级被下调95次，较2016年大幅减少120次，共涉及67只债券；而主体级别上调354次，较2016年增加82次，涉及341家企业。从级别调整的分布来看，主体级别下调次数占比仅为18%，较2016年大幅下降20个百分点。从最新展望来看，2017年发生级别或展望变动的主体中，有48家企业展望调整为负面，另有28家企业被列入信用评级观察名单。

图 1：主体评级下调次数及占比大幅减少



资料来源：中诚信国际整理

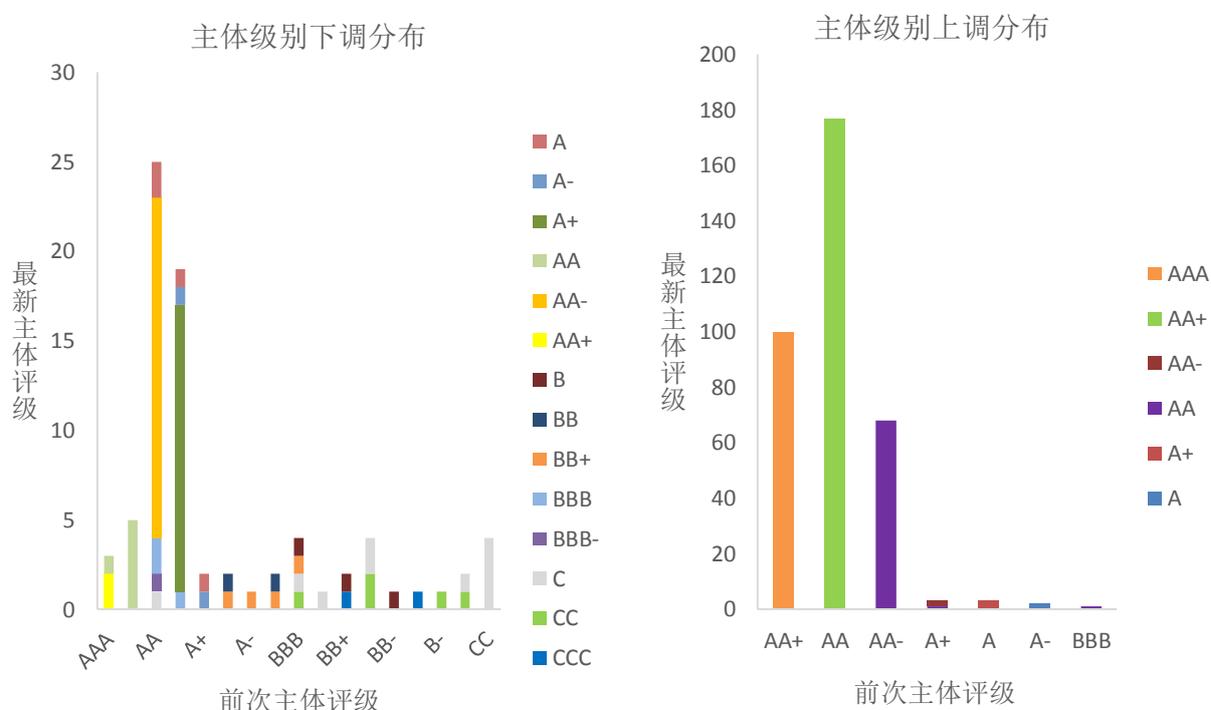
2. 主体等级调整主要集中于AA-及以上等级，跨级下调现象较2016年减少

从评级调整的级别分布来看，级别下调主体在调整前信用等级主要集中在AA和AA-等级，分别发生调整25次和19次，在全部下调行动中的合计占比为56%。与此同时，跨级下调现象明显减少，2017年共发生30次跨级下调，较2016年减少3次，在全部评级下调行动中的占比也有所下降，下调前级别主要集中在AA-以下等级。级别上

¹ 其中有7家发行人遭遇两次及以上的级别下调

调的主体在调整前的信用等级依旧集中于AA+至AA-三个等级,其中调整前级别为AA的主体上调次数最多,共上调177次。

图 2: AA 及 AA+级别调整最多, 跨级下调次数减少 (单位: 次数)



资料来源: 中诚信国际整理

3. 产能过剩行业企业下调次数减少, 城投企业上调次数增加, 金融机构首次出现级别下调

城投企业主体评级调整仍以上调为主, 发生级别上调101次, 在总上调次数中占比将近三分之一, 发生级别下调11次, 较2016年减少, 但下调行动所在区域更为集中, 其中8次下调涉及辽宁省内城投企业。产业类企业中有较多行业同时遭遇主体级别上调与下调, 但下调次数明显减少, 这表明随着去产能政策的推进, 部分产能过剩的企业市场出清, 信用分化现象愈加显著, 其中煤炭、钢铁、化工、装备等行业尤为明显。另外, 金融机构仍以上调为主, 共发生87次级别上调, 但首次出现下调现象, 有1家保险公司等级被下调, 未来需关注合规风险对金融机构信用水平的影响。

4. 评级调整原因与往年变化不大, 关注工业产品价格提升带来的下游企业成本压力问题

从主体级别下调的原因来看, 城投企业主体等级下调普遍由区域经济下滑、政府财政实力下降导致; 也有个别城投公司因在建工程或拟建项目资金支出较大、公司债务负担沉重, 甚至出现贷款逾期而遭遇主体级别下调。产业类企业等级下调原因较为

多样，具体可以分为行业不景气、重大资产重组或股权转让、公司治理问题以及担保企业出现违约或等级下调等。与前两年不同的是，少数上游行业为煤炭业的电力或化工企业，因煤炭价格上涨推升生产成本，导致企业经营亏损、偿债能力趋弱，等级水平下调。

5. 资产证券化产品等级调整方向依旧均为上调，跨级上调占比将近一半

2017年资产证券化产品共发生59次级别调整，调整方向均为上调，涉及59单资产证券化产品，其中有1单为资产支持票据，其他均为信贷资产支持证券。从分层上看，发生级别变化的均处于B档，主要上调原因为优先档证券获得部分或全部清偿，产品入池资产信用表现良好，同时B档资产支持证券受益于超额利差或超额抵押，信用水平获得提升。从基础资产类型上看，基础资产以企业贷款为主的资产支持证券仍然是级别上调的主要对象，共上调34次，以基础资产为个人贷款的产品级别上调23次，以租赁资产和信托资产为基础资产的证券化产品分别发生1次级别上调行动。从调整前后的级别分布来看，调整前等级为AA和AA+的产品发生级别上调的次数最多。跨级上调现象仍然较多，全年共发生27次，在总调整次数中的占比将近46%。在金融改革深化的背景下，国内资产支持证券化得到了迅速的发展，目前大部分资产证券化产品的基础资产信用质量较好，短期内的信用风险仍可维持较低的水平。

图 3：级别上调证券化产品的基础资产类型（单位：次数）

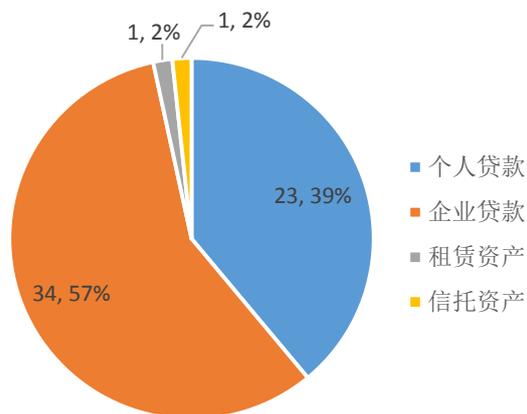
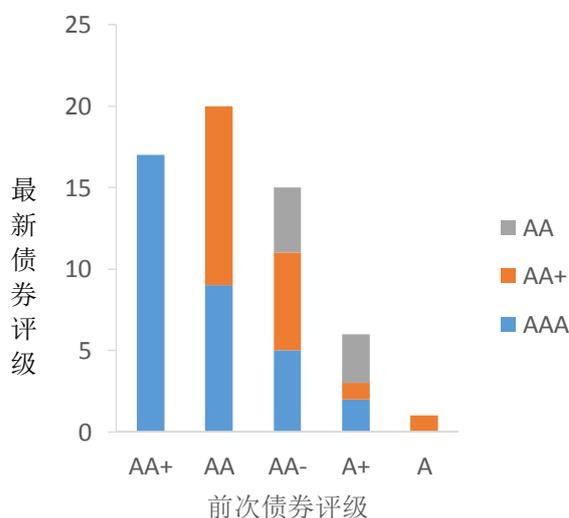


图 4：资产证券化产品级别变动情况



资料来源：中诚信国际整理

受益于供给侧改革以及宏观经济的趋稳，2017年发债企业盈利能力有所提升，债券市场信用环境明显好转，负面评级行动次数及占比较2016年大幅减少。分行业来看，城投企业评级调整仍以上调为主，但下调主体所在区域更为集中，未来需关注不同地

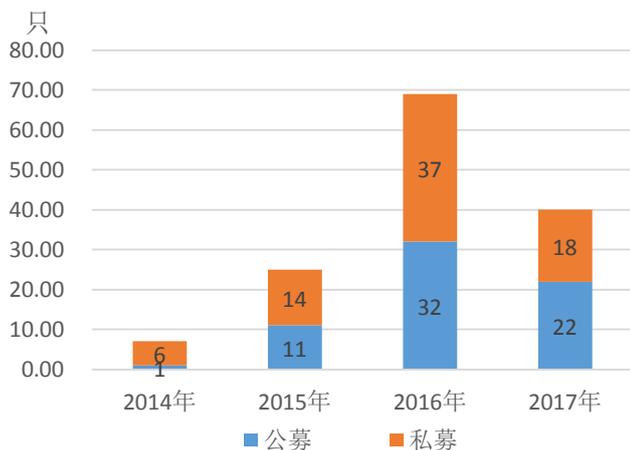
区经济发展状况的差异化对辖区内企业信用等级的影响。在产能过剩行业领域，随着去产能政策的推进以及前期部分企业的市场出清，行业内整体信用环境改善，评级下调次数明显减少，未来需关注产品价格回升对下游企业带来的成本压力。另外，金融机构的潜在信用风险也值得关注。2017年金融机构首次发生下调行动，在强监管的政策压力下，部分金融机构或面临业务违规操作或考核指标不达标等问题，需关注合规风险对金融机构信用水平的影响。

二、债券市场信用环境整体改善，风险释放呈现偶发性和分散性特征

随着宏观经济企稳以及供给侧结构性改革效果显现，2017年债券市场信用风险释放趋缓。据中诚信国际统计，2017年共有40只债券²发生违约，涉及发行人共17家，违约金额合计188.20亿元，约为2016年债券违约规模的一半。无论从违约主体及债券数量还是从违约金额来看，2017年债券市场信用风险的暴露频率均低于2016年的水平。

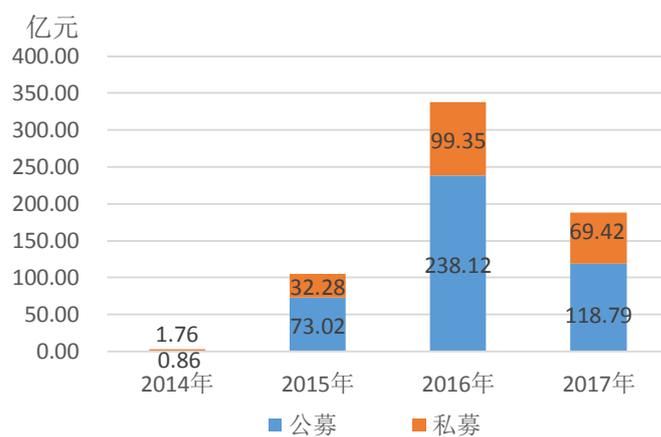
具体来看，公募市场上共有14家发行主体发生债项违约，涉及债券22只，规模总计188.79亿元。私募市场上共有6家企业发行的18只债券发生违约，规模合计69.42亿元。其中银行间市场上有3家³企业发行的7只PPN发生违约，交易所市场有1家上市公司非公开发行的公司债发生违约，另外还有地方股权交易中心的10期区域私募债发生违约，涉及同一集团内的两家下属企业。除以上发行人外，还有1只中小企业集合债的两家联合发行主体本身无法按期兑付回售本金及利息，最终由担保机构代偿，避免了债项的实质违约。

图 5：2014 年-2017 年违约债券只数



数据来源：中诚信国际整理

图 6：2014 年-2017 年债券违约金额



数据来源：中诚信国际整理

2017年同一主体的连环违约现象仍然较多。全年发生债券违约的17家发行人中，有9家均在2016年及以前曾发生过债券违约。其中部分主体因存续债规模较大且陆续

² 其中私募债券仅包括市场上公开违约信息的债券。

³ 3家企业分别为大连机床集团有限责任公司、四川省煤炭产业集团有限责任公司和中国城市建设控股集团有限公司，这3家主体在公募市场上也均发生了债券违约。

集中到期，在年内多次违约，如中城建控股、大连机床集团和川煤集团在2017年分别有7只、4只和3只债券未按期兑付本息或利息，且中城建控股有4只债券在2016年就发生付息违约。山东山水、内蒙古博源也有两只债券陆续到期发生违约，春和集团和珠海中富则分别有1只债券到期发生违约。

从新增违约主体的特征来看，发行人在行业、区域、违约原因等方面的共性特征并不明显，表现出违约风险暴露的偶发性和分散性。首先，从行业情况来看，8家新增主体所在行业各异，分别属于钢铁、煤炭、公用事业、建筑、港口、通信、环保和电子产品制造业，其中公用事业、港口、环保和电子产品制造业均在2017年首次出现债券违约。其次，从区域来看，8个主体分布于山东、内蒙古、河南、黑龙江、浙江、江苏、辽宁7个省份，地域分布较为分散。违约原因方面，导致发行人违约的因素仍然呈现多元化特征，但由行业产能过剩导致的新增违约明显减少。除华盛江泉和霍煤集团因所处行业低迷造成的经营能力、现金流明显恶化最终导致无力偿还债务，其余发行人则因业务扩张激进、公司治理漏洞、触发交叉违约条款以及技术性操作等方面多种多样的原因导致违约。具体来看，弘昌燃气因投资过度扩张以及非关联方占款导致资金陷入紧张；五洋集团则因公司经营能力下降以及多次失信行为导致的外部融资环境恶化发生违约，并由此触发另一只债券交叉违约；丹东港集团和江苏保千里均在经营状况下滑的同时采取激进的投资扩张计划，企业运转高度依赖于外部融资，最终因资金不足发生违约，后者还牵涉信披违规、上市造假以及多起诉讼行为。另外，亿阳集团因非标违约事件触发债券交叉违约条款，由持有人会议认定为构成实质违约，亿利资源则发生技术性违约，部分在途资金未及时划转。

违约后续处置方面，公募市场上，2017年共有6家违约主体的全部或部分债券已有处置结果。其中亚邦集团、内蒙古博源和珠海中富均通过自筹资金方式分别完成了“15亚邦CP004”、“16博源SCP002”和“12珠中富MTN1”的兑付，历时2~6个月不等；亿利资源则在发生技术性违约后延期一日完成了兑付。另外两家完成处置的违约主体为东特钢和中钢股份。东特钢的重整计划于2017年8月中上旬被法院批准，根据重整计划，普通债权人每家50万元以下的部分将根据债权人意愿100%清偿，超过50万元部分，债券类普通债权人可以选择一次性22%的现金清偿或者选择债转股，假设东特钢债券持有人全部选择现金清偿，则东特钢违约债券的回收率大约在22.18%到22.62%⁴；中钢股份于8月发布债券投资人回售选择权行使公告，结束了长达22个月的延期，回售权行权日为2017年8月21日，但此后并未发布回售结果公告。另外，弘昌燃气在违约后延期两日完成了个人投资者回售部分的资金兑付，而机构投资者部分资金则拟通

⁴ 根据公开信息，15东特钢CP001、15东特钢SCP001、15东特钢CP002、15东特钢CP003、13东特钢MTN1及13东特钢MTN2债券持有机构分别为19、4、14、10、25、14家，考虑到同一机构可能持有多只债券，那么东特钢违约的6只公募债最少有25家持有机构，而最多有86家持有机构，按每家机构50万以下全额清偿，50万以上按22%清偿，可以计算出清偿率在22.18%-22.62%之间。私募债持有机构信息无法得知，按公募债清偿率计算。

过沟通协商方式解决，但处置情况尚未披露。私募市场上，侨兴私募债在违约1个月左右完成了本息及罚息兑付。截至2017年末，债券市场累计有141只债券违约，违约规模合计633.59亿元，涉及88家⁵发行人。其中公募市场违约的66只债券中，有26只完成后续处置，全额兑付的债券仅19只⁶，占比不到三成。目前违约后续处置进展较为缓慢，未来各项风险缓释机制仍待进一步完善，以提升投资者在违约债券处置方面的主动权。

2017年债券市场信用风险释放趋缓，违约债券的数量、规模以及涉及的主体数量也明显减少。但同一主体连环违约现象仍然较多，17家违约主体中有9家均在此前已发生违约。从新增违约主体的情况来看，相较于2016年以前，发行人在行业、区域、违约原因等方面表现出违约风险暴露的偶发性和分散性特征。一方面，8家新增主体所在行业各异，公用事业、港口、环保和电子产品制造业首次出现债券违约，各家主体地域分布也较为分散；另一方面，从违约原因来看，由行业产能过剩导致的新增违约明显减少，导致发行人违约的因素更加多元化，部分主体因业务扩张激进、公司治理漏洞、触发交叉违约条款以及技术性操作等多样化的原因导致违约。

四、展望：2018年债券市场信用风险或将加速上扬，关注六大风险点

1. 在经济增长放缓、金融监管趋严的大环境下，信用风险或将整体上扬。

从经济基本面来看，2018年上半年，出口及投资短期面临的下行压力或对经济增长形成一定制约，但随着产业结构、消费结构转型升级以及新旧动能转换持续、“十九大”后改革开放提速提振民间资本信心等利好因素释放，宏观经济并无失速之忧，预计2018年GDP增速将略低于2017年水平。在这样的情况下，企业整体经营状况会有所弱化。同时考虑到存量信用债中有约4.2万亿元规模需要在2018年兑付，再加上未来一年新发行的部分短期融资券及超短期融资券也将于2018年底前到期，预计2018年实际需要偿还的信用债规模约为5.3~5.5万亿元，企业再融资压力仍然不小。与此同时，“十九大”后金融强监管趋势已成定局，货币政策仍将维持稳健中性，企业整体的融资环境将继续维持偏紧格局。因此，2018年债券市场信用风险或较2017年整体抬升。

2. 交易所市场将有上万亿元债券面临回售到期，关注房企公司债及ABS兑付风险

随着2014年以来交易所债券市场的逐步扩容，2018年房企公司债和ABS产品将进入兑付高峰期。2018年公司债到期规模接近4600亿元，回售到期规模高达万亿，较2017年增加近1.5倍。其中，房地产企业发行的公司债约占一半，假设保守地估计2018年回售到期的房企公司债有50%回售行权，那么房企需偿还公司债规模合计超过3000亿元，

⁵ 其中包括21家主体违约、债项未违约的中小企业发行人。

⁶ 根据处置结果，除东特钢违约的债券未完全清偿外，其他完成处置的违约债券均全额兑付。

兑付压力大大增加。同时考虑到房企公司债中有三分之二均为私募债，私募发行人在信息披露、公司治理方面的规范程度往往较低，且房企现金收入增速在2017年已有所放缓，在未来房地产融资继续收紧的情况下出现资金链紧张的可能性较大，因而2018年需高度关注房企公司债的兑付风险。另一方面，2018年也是交易所ABS兑付高峰期，偿还规模达5300亿元以上，超过2017年到期总和的2倍，集中偿付压力明显升高。

3. 环保限产政策常态化将加速煤炭、钢铁及化工等行业内部风险分化，纺织、食品行业将面临债务滚动压力

2017年以来，环保限产政策持续加码，十九大报告中明确提出“污染防治”是三项重大任务之一，预计2018年环保高压政策仍将持续，其中钢铁、煤炭、有色、电解铝、化工等行业为环保限产重点领域。随着周期性行业内落后产能的逐步淘汰，未来这些行业的集中度均有望进一步提升，拥有资源优势并注重环保的行业龙头企业则将受益于产品价格的提升，信用水平进一步改善，而产能较低、实力较弱、环保不达标的民营、中小企业则更容易受到生产下降的负面影响。具体来看，未来煤炭、钢铁行业内需要特别关注资源禀赋条件差、成本高、人员及债务负担重的企业的信用风险；化工行业内则需着重关注炼化和化肥行业子行业，炼化行业企业在前期加大了新项目的投资，未来随着新项目的投产，可能将持续面临供过于求的状态，化肥行业整体仍产能过剩，未来将继续面临比较大的经营压力。另外，从周期性行业偿债压力来看，2018年电力行业债券到期规模远高于其他行业，其中电力行业内火电行业压力相对更大，但考虑到行业内发行人以央企、国企居多，信用风险总体仍可控；纺织服装、农林食品等行业明年也将面临到期高峰，且行业内企业以民企居多，融资环境相对更差，债券期限结构以短债为主，其再融资压力需要重点关注。

4. 存量债务置换即将收官，随着地方政府债务管理的规范，平台企业再融资压力加大

按照财政部计划，本轮地方政府存量债务置换将在2018年全部完成，43号文以来中央多次强调新增企业债务应与政府信用相剥离，短期内可能不会再推出第二轮债务置换。对于未纳入地方政府债务的平台企业债务以及2015年以后新增的城投债，随着地方政府债务管理的进一步规范，地方政府对平台企业的直接信用输出通道被切断，平台企业的债务偿还将更加依赖“借新还旧”。在市场流动性整体维持稳中偏紧格局，以及中央着力规范地方政府融资管理的环境下，平台企业面临一定的融资渠道收紧风险，再融资压力值得关注。

5. 随着投资者保护条款应用增多，条款违约现象或增加

2017年以来更多的债券募集说明书开始增设交叉违约、事先约束以及控制权变等

特殊投资者保护条款。全年有超过500只债券、近300家主体在募集说明书中应用了交叉违约条款，其中绝大多数为中短期票据，另外还有小部分公司债和PPN，涉及的发行人主体级别涵盖AAA至AA-，以AA级主体居多。增设投资者保护条款意味着对相关风险事件处置机制的合法化，但对于部分仅发生短暂的财务困难或流动性周转压力的发行人来说，违反保护条款时如不能获得债权人豁免，或将使风险进一步扩大化。此外，交叉保护条款的应用还可能使得信贷市场、交易所市场以及银行间市场风险联动效应进一步增强，扩大信用风险的传染效应。

6. 9家已违约主体将于2018年面临合计25只债券到期或回售，应继续警惕连环违约风险

2016年以来，同一主体的连环违约事件层出不穷。企业在发生债券违约后，经营状况和资金周转能力往往难以在短期内有实质性改善，随着存续债的陆续到期而继续发生兑付危机的可能性非常大。根据中诚信国际的统计，2018年将有9家违约主体面临存续债到期或回售，涉及债券共25只。其中，正常到期债券16只，本金规模合计115.84亿元，回售债券共9只，本金规模共计40.59亿元。主体包括大连机床、川煤集团、内蒙古博源、内蒙古奈伦、华盛江泉、五洋集团、丹东港集团、亿阳集团和亿利资源。未来应继续警惕这类仍有存续债的违约发行人的连环违约风险。

本文版权归中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察（如有）应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限公司

（穆迪投资者服务公司成员）

地址：北京市东城区朝阳门内大街

南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼

邮编：100020

电话：(86010) 66428877

传真：(86010) 66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD

An Affiliate of Moody's Investors Service

ADD: Building 6, Galaxy SOHO,

No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,

Dongcheng district, Beijing, 100020

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>