

Lianhe Credit Research

APRIL

联合

信用研究

主办单位：联合信用管理有限公司 联合资信评估股份有限公司 联合信用评级有限公司

取消强制评级对中国债券市场的影响
变局下评级技术体系的思考和重构
多频震荡中的债市风险与分化



联合资信



联合评级

后疫情时代的市场分化和信用价值

联合资信2021年中国债券市场展望论坛顺利召开



2021年3月23日下午，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）举办的“2021年中国债券市场展望论坛”在北京金融街威斯汀酒店顺利召开，本次论坛的主题是“后疫情时代的市场分化和信用价值”。来自银行、证券公司、基金公司、保险资管公司等机构的近百位嘉宾现场出席了论坛，另有将近40000人线上参会。

联合资信总裁万华伟先生致开幕辞并发表“取消强制评级对中国债券市场的影响”主题演讲。万华伟先生认为，近年来，我国监管部门顺应国际趋势，逐步取消强制评级。长期来看，取消强制评级有利于提高发债效率，促进我国多层次债券市场的建立和风险防范能力的建设，加快我国评级行业的市场化进程，有利于形成基于违约率的评级机构声誉约束机制，实现我国评级行业的高质量发展。

联合资信副总裁艾仁智博士发表“变局下评级技术体系的思考和重构”的主题演讲。艾博士指出在“强监管、市场化、高竞争”的新形势下，联合资信结合国内外最佳评级实践，完善已有评级理论体系，开发出真正反

映中国企业信用风险特征和实质的评级技术。联合资信原创性地提出了“3C”（经营能力、财务能力和可持续发展能力）评级理论体系，以解决目前评级结果集中度过高、风险厘定功能不强的痛点问题。

联合资信研究中心总监林青女士、公用事业评级总监张莉女士、工商三部部门总经理王安娜女士、工商一部评级总监闫昱州先生、工商四部技术总监李小建先生、结构化评级总监邵天先生分别发表了“多频震荡中债市风险与分化”“城投行业信用风险展望”“分化下地产企业的韧性分析”“地方金控平台的梳理和风险看点”“煤炭行业的困与纾”“资产证券化市场回顾与展望”的主题演讲。

圆桌讨论阶段，在联合资信副总裁艾仁智博士主持下，来自中金公司、第一创业证券与合众资产的专家围绕“市场分化下的信用价值发现”话题展开了热烈的讨论。

本次论坛促进了与会嘉宾之间的深入交流，加深了市场参与者对于后疫情时代债市信用风险的理解，获得了参会者的广泛好评。论坛在热烈的掌声中圆满闭幕。



主办单位 Sponsors

联合信用管理有限公司
Lianhe Credit Information Service Co.,Ltd.

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

联合信用评级有限公司
United Credit Ratings Co.,Ltd.

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 万华伟 马新疆 王少波 王安娜 王丽娟 王治 王宝卉 王金磊 王娟 王越 田小卫 艾仁智 孙汝汀 冯磊 任红
庄园 刘克东 闫昱州 刘洪涛 刘艳 刘晓佳 刘晓濛 刘强 成斐 朱琳 刘颖 朱海峰 刘睿 李小建 邵天 李云
李少龙 李为峰 邵立强 杨世龙 张兆新 张丽 张连娜 张祎 张学群 陈茵 时南 李珍 张莉 陈家林 李振宇 张雪
杜涵 李晶 陈凝 罗伟成 林光美 林青 罗娟 郎朗 周晓辉 官雪 周捷 周旭 赵东方 唐玉丽 高宇欣 袁芳
高景楠 高鹏 高鑫磊 鹿永东 韩夷 蒋建国 谭心远 谭宝坪 翟晓靖 魏凯 魏音

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

薛逸竹 Xue Yizhu

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing

电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228

网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

市场部门联系人 Marketing Department Contact

Lu Yongdong 鹿永东
luyd@lhratings.com | 13301118406 | 核心市场战略部

Sun Ruting 孙汝汀
sunrt@lhratings.com | 18610344686 | 核心市场金融二部

Tian Xiaowei 田小卫
tianxw@lhratings.com | 13752574584 | 核心市场金融一部

Liu Qiang 刘强
liuqiang@lhratings.com | 13701082612 | 区域市场一部

Tan Baoping 谭宝坪
tanbp@lhratings.com | 18701336349 | 区域市场二部

成斐 Cheng Fei
区域市场三部 | 13917320804 | chengfei@lhratings.com

马新疆 Ma Xinjiang
区域市场四部 | 13301118401 | maxj@lhratings.com

魏凯 Wei Kai
区域市场五部 | 15001324585 | weikai@lhratings.com

李少龙 Li Shaolong
区域市场六部 | 13864245098 | lisl@lhratings.com

投资人服务热线 Investor Service Hotline

陈叶 Chen Ye

电话 (Tel): (8610) 8517 1271-8080 | 15313788039 邮箱 (Email) chenye@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2021 APRIL

目录

特别策划 Feature

- 1** 取消强制评级对中国债券市场的影响
联合资信 万华伟总裁
- 10** 变局下评级技术体系的思考与重构
联合资信 艾仁智博士
- 15** 多频震荡中的债市风险与分化
联合资信 林青

宏观研究 Macroeconomic Research

- 20** 2021年市场流动性变化对信用债偿付能力的影响分析
联合资信 宏观研究部
- 24** 人民币升值与广场协议后日元升值的比较及其影响分析
联合资信 主权部 工商评级三部
- 32** 区域信用风险系列研究之一
——31省财政收支情况分化, 部分区域收支矛盾突出
联合资信 宏观研究部

行业研究 Industry Research

- 38** 地方资产管理公司发债及信用评级情况分析
联合资信 卢芮欣 刘嘉
- 42** 于稳中迎变, 在变中求稳
——第三方支付行业研究
联合资信 张祎
- 47** 土地集中供应政策对房地产行业的影响
联合资信 韩家麒

债券市场 Bond Market

- 50** 2020年度绿色债券运行报告
——我国绿色债券标准将迎来统一, 绿色债券发行期数稳步增长
联合资信 董欣焱 张岩 林青
- 60** 2020年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究
联合资信 债券市场研究部
- 72** 2021年地方政府债券趋势
——供给压力高于往年 专项债监管加码
联合资信 唐立倩 李思卓
- 74** 2020年资产支持证券市场研究报告
联合资信 王正清 刘晓光 陈诣辉

评级表现 Credit Rating Performance

- 82** 2020年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告
——债市稳中有变, 信用风险超预期释放
联合资信 债券市场研究部

信用风险 Credit Risk

- 89** 信用风险事件统计
- 90** 违约案例 华晨汽车集团控股有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 93** 政策指南
- 95** 市场动向

市场数据 Market Data

- 96** 债券发行利率走势
- 98** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 46** 关于现金要约收购的一些基础知识



联合资信



联合评级

取消强制评级对中国债券市场的影响

文 | 联合资信评估股份有限公司 万华伟总裁

一、2020年中国债券市场发展概况

我国债券发行规模稳步增长

2020年,我国债券发行规模达55.47万亿,同比增长24.83%,占当年GDP比重为54.60%,比去年增加9.56个百分点;我国债券存续规模114.31万亿,同比增长17.71%,债券存续规模已超过当年GDP规模。

2020年,我国信用债¹发行规模约10.94万亿元,同比增长30.86%,占2020年GDP比重为10.77%,比2019年增加2.30个百分点;信用债存续规模为20.76万亿,同比增长16.24%,信用债存续规模占2020年GDP比重为20.43%,比2019年增加2.33个百分点(详见图1)。

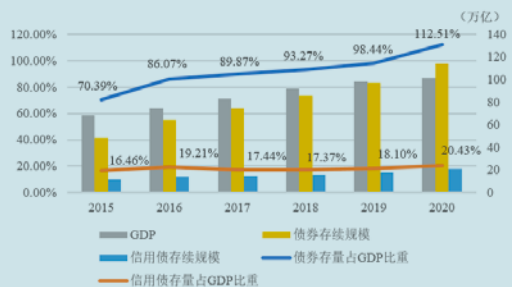
2020年,社会融资规模增量累计为34.86万亿元,其中,企业债券净融资4.42万亿元,政府债券净融资8.34万亿元,企业债券净融资和政府债券净融资占2020年社会



融资规模增量比重为36.60%,比去年(30.44%)增加6.16个百分点(详见图2)。

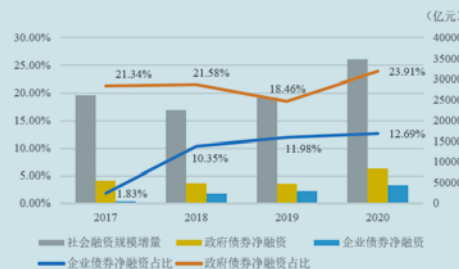
2020年,我国私募发行债券的发行规模约1.57万亿元,公募发行债券的规模约为9.54万亿元。其中超短融

图1 2015—2020年债券存续规模、信用债存续规模占GDP比重



资料来源: 联合资信COS系统

图2 2017—2020年企业债券净融资和政府债券净融资占当年社会融资规模增量比重



资料来源: 中国人民银行, Wind

¹信用债包括企业债、公司债、中期票据、一般短期融资券和超短期融资券。

和公司债发行规模同比有较大幅度的增长, 共有1073家企业发行超短融4335期, 发行规模为4.51万亿元, 发行期数、发行家数和发行规模分别较上年增长42.55%、30.69%和43.87%, 发行量的大幅增长主要是由于市场利率水平整体较上年有所下降, 监管层鼓励疫情地区、疫情防控企业、民企、中小微企业等发行债券融资。2020年, 共有1988家企业发行公司债3623期, 发行规模为3.37万亿元, 平均发行规模为9.31亿元, 发行期数、发行家数均较上年增长50%左右, 发行规模较上年增长32.26%。发行量的大幅增长主要与市场利率水平下行、公司债进入兑付高峰背景下借新还旧需求增加以及沪深交易所放松城投公司发行公司债申报条件有关。

我国债券市场特点

2020年我国债券市场呈现出以下特点:

1. 新发行债券呈现进一步向AAA级集中的趋势

分债券类型来看, 2020年短融发行的规模分布主要集中在AAA~AA级 (详见图3)。其中, AAA级主体所发短融的规模占比进一步升至81.40%, 为发行规模最大的主体级别; AA+级和AA级主体所发短融的规模占比为分别14.14%和4.44%, 较上年占比均有小幅下降; AA-级主体所发短融规模较少。2020年AAA级中票、企业债、公司债的发行规模占比为76.31%, AAA级别占比仍

然最大, 且较上年的74.53%进一步上升; 而AA+级和AA级中票、企业债、公司债, 其发行规模占比分别为17.77%和5.36%, 相较于上年的17.98%和7.49%均有不同程度的下降。总体来看, 新发行债券发行规模呈现进一步向AAA级集中的趋势, 主要是由于债券违约事件频发, 投资者规避信用风险心态更趋明显。

2. 新发债券的行业分布

2020年, 新发公司信用类债券中, 建筑与工程行业新发行债券最多, 达到1.28万亿元, 占比11.70% (详见图4), 原因是在疫情影响下政策大力支持新基建, 导致建筑与工程行业融资需求增加; 电力行业新发行债券规模排名第二, 达到0.97万亿元, 占比8.87%, 原因是随着2020年复工复产的持续推进, 生产生活用电量快速上升, 电力行业融资需求增加; 房地产开发行业新发行债券规模排名第三, 达到4388.82亿元, 占比4.02%, 原因是受到疫情的影响, 房企资金回笼速度放缓, 开发商需要通过债券等融资渠道来缓解现金流紧张问题。

3. 新发行债券的所有制分布

2020年, 新发公司信用类债券中, 国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型, 其所发债券的期数和规模在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为90.54%和91.47% (详见图5、图6), 与上年基本一致, 民营企业所发债券的期数和规模占比分别

图3 2020年短融发行主体信用等级分布情况



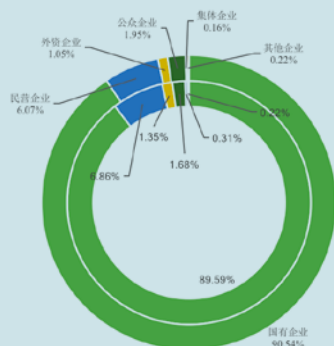
注: 主体双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本, 结果一致的按一期计入样本
资料来源: 联合资信COS系统

图4 2020年信用债发行期数前十位行业分布情况



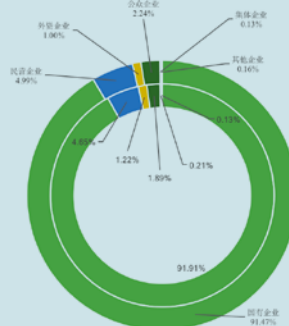
注: 1.按照Wind四级行业划分; 2.以2020年发行期数由高到低排序
资料来源: 联合资信COS系统

图5 2020年新发信用债发行期数分布情况



注：外环为2020年发行情况，内环为2019年发行情况
资料来源：联合资信COS系统

图6 2020年新发信用债发行规模分布情况



注：外环为2020年发行情况，内环为2019年发行情况
资料来源：联合资信COS系统

为6.07%和4.99%，也与上年基本相同。民营企业占比较少的主要原因是民营企业违约风险持续暴露，投资者对民营企业偿债能力的认可度要低于国企，投资者普遍存在规避民企违约风险的心态。

4. 绿色债券市场参与主体更为丰富，国际影响力日益显著

2020年，随着绿色债券市场制度体系不断完善，绿色投资理念进一步深入，我国绿色债券市场稳步发展。我国共发行绿色债券216期，较上年增加10.20%。除资产支持证券外，我国新发绿色债券共涉及134家发行人，较上年增长10.74%，其中97家为2020年新增发行人，这意味着绿色债券市场参与主体更为丰富。另一方面，为继续推进我国绿色金融国际化，2020年有关部门发布多项政策性文件，推动粤港澳大湾区绿色金融合作，提升粤港澳大湾区绿色债券市场对外开放水平，并鼓励鼓励绿色债券在国内外双向流动和投资。

二、国内外强制评级制度的起源与演进

国外强制评级制度的起源与演进

信用评级业务最早起源于美国资本市场，先后经历了早期的市场发展阶段、1970年代的强制评级阶段与

2008年之后的取消强制评级阶段。

1. 评级市场的初步确立

20世纪30年代年的美国经济危机中，美国债券市场有超过1/3的债券发生违约，但是被评级机构评为高级别的债券确极少发生违约，这极大地提高了评级机构的可信度，促进了信用评级市场声誉的建立。大萧条使得信用评级机构初步确立了在美国金融市场的地位，市场对信用评级的需求迅速提高，并产生了一批新的信用评级公司。监管部门也开始在政策法规中开始运用信用评级结果，从而使信用评级获得了政策上的支持，成为制度性安排。1931年，美国货币监理署首先要求银行对BBB级以下债券采用盯市政策。根据规定，如果银行持有的债券按面值入账，那么，该债券必须获得至少一家评级机构不低于BBB级的信用评级，否则对BB及以下的债券应按市场价值进行记账，且账面50%的损失要减记银行资本。

2. 强制评级阶段

20世纪70年代美国经济再次出现衰退，并引发了大量债券违约，这激发了政府和市场对信用风险分析与评估的重视，使得政府监管部门和投资机构重新审视了评级机构发生的作用。1975年，美国证监会发布关于确定经纪人、交易商最低清偿标准的净资本规则，首次将NRSRO评级结果纳入联邦证券监管法律体系，并在之后

的法律法规中，不断加强对评级结果的使用。

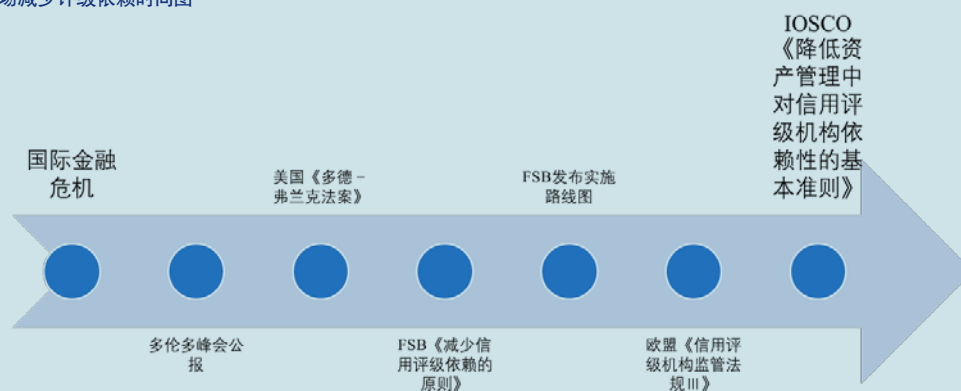
3. 取消强制评级阶段

2007年的美国次贷危机及随后的全球性金融危机引发了全球范围内对评级机构的质疑。2007年之前，国际三大评级机构对大量住宅抵押贷款支持债券和债务担保凭证等结构化金融产品给予与了较高的评级，但是2007年之后评级机构大量下调了这些结构化金融产品的评级，并直接导致了相关债券价格的下跌，并进一步加剧了次贷危机。

全球金融危机后，信用评级机构存在的利益冲突和技术缺陷受到国际社会的广泛诟病，加强对评级机构的监管，降低监管和金融机构对外部评级的依赖，成为国际共识。为减少对信用评级的过度依赖，国际金融监管领域逐步修订相关法律及监管规则（详见图7）。2010年6月，G20多伦多峰会公报重申加强评级机构监管，提出在法规制定和监管方面减少对信用评级的依赖。2010年7月，美

国颁布《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》，明确要求监管机构停止在监管规则中使用信用评级结果作为参考，使用合适的新方式予以替代。此后，联邦存款保险公司、美国证监会纷纷出台立法提案落实多德法案的内容，减少监管机构和投资人对外部信用评级结果的依赖，鼓励投资人开展内部信用评级²。2010年10月，金融稳定理事会（FSB）发布了《减少信用评级依赖的原则》，旨在贯彻风险自担，减少各类标准、法律法规、市场行为、银行、机构投资者及其他市场参与者对信用评级的过分依赖。2012年11月，FSB发布实施路线图，要求相关国际组织和各成员国监管当局在2013—2014年完成标准、法律法规的审查，提出删除、替换外部信用评级结果的政策建议，并于2015—2016年左右实施。2013年5月欧盟修改后的《信用评级机构监管法规III》要求在2020年之前删除欧盟所有法律法规中出于监管目的的信用评级结果的引用，欧盟还同步启动了《可转让性证券集合投资指

图7 国际债券市场减少评级依赖时间图



资料来源：联合资信整理

²降低监管规则对信用评级机构依赖方面的主要内容包括：一是减少证券发行对信用评级的依赖；二是要求货币市场基金不依赖外部信用评级结果作为参考，转而建立内部评估机制对其资产组合的证券信用状况进行评估；三是修改投资公司法中回购协议条款，不再使用信用评级结果评估回购协议中抵押证券的价值；四是取消证券经纪交易商净资本计算对评级结果的依赖；五是经纪交易商运用期权定价模型计算净资本过程中不再参考评级结果；六是经纪交易商利用替代净资本方法或从净资本中扣除场外衍生品交易的信用风险时，不再参考评级结果。上述减少对评级机构依赖的措施中，调整净资本规则的影响最为重大。

令》(Directive 2009/65/EC) 和《另类投资基金经理指令》(Directive 2011/61/EU) 的修改, 强化基金经理的尽职调查义务, 减少基金对外部评级的过分依赖。2015年6月, 国际证监会组织 (IOSCO) 借鉴成员国对信用评级机构的监管经验, 通过广泛征求意见, 发布了《降低资产管理中对信用评级机构依赖性的基本准则》, 旨在解决资产经理和投资者对信用评级机构过度依赖问题。

我国强制评级制度的起源与演进

我国债券市场发展较晚, 因此评级机构发展较晚, 相较于国外来讲, 评级机构是舶来品, 且在我国债券发展初期监管机构直接将强制评级纳入监管范围, 直到2017年开始进入取消强制评级阶段。

1. 强制评级阶段

与国外发达国家相比, 我国金融市场发展较晚, 发展相对落后, 为推动我国多层次资本市场发展, 加强债券融资随经济的促进作用, 国家在20世纪末展开了一系列改革和建设, 逐步建立了包括监管机构、发行市场、评级机构在内的债券市场的基础设施。然而, 在债市发展初期, 我国信用体系并不完善, 市场缺乏对债券发行主体的信用判断基础, 极易引发金融市场的信用风险。为加快我国债市发展, 同时为保护投资者权益、防范信用风险, 我国监管机构开始将强制评级作为债券注册、发行、投资、交易、抵质押等方面的硬性条件, 并将信用评级作为资本市场的“看门人”, 将债券市场风险牢牢把控在监管环节。1992年12月, 《国务院关于加强证券市场宏观管理的通知》(国发〔1992〕68号) 明确将债券信用评级工作作为债券发行审批的一个必要程序。此后, 多家监管部门陆续进行了信用评级机构的资质认可, 并将评级结果用

于发行、交易、投资和抵质押等各环节。

2. 取消强制评级阶段

从国内发展经验来看, 强制评级在短期内起到了抑制风险的作用, 但长期来看不利于我国评级行业的发展。一方面, 发行端强制评级的要求和我国评级机构的增加, 带来了级别、价格恶性竞争的违规行为, 推动了评级虚高现象, 扰乱了市场秩序, 弱化了评级机构资本市场风险“看门人”的功能; 另一方面强制评级一定程度上弱化了投资者对债券的自主风险判断的积极性和能力, 降低了资本市场对风险的自主识别能力。

全球金融危机后, 顺应国际趋势, 我国监管部门也逐步减少对信用评级的过度依赖。2017年7月发布的中国人民银行公告〔2017〕第7号提出, 监管部门逐步减少政策法规对外部信用评级结果的引用, 评级结果使用机构也应合理审慎使用外部评级结果, 加强内部评级体系建设, 降低对外部信用评级的依赖。央行相关负责人也多次表示, 要“鼓励投资者内部评级, 逐步地减弱监管部门对外部信用评级的依赖”。2020年5月, 银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》³, 取消发行人外部信用等级AAA级的要求, 取消可投资的二级资本债券的债项评级(AAA级)和无固定期限资本债券的债项评级(AA+级)要求。2020年12月28日, 中国人民银行、国家发展改革委、中国证监会联合制定的《公司信用类债券信息披露管理办法》正式发布, 取消了信息披露环节公募债券信用评级的强制披露要求, 2021年5月1日起施行。2021年1月, 中国银行间市场交易商协会制定了取消注册发行强制评级要求的分阶段方案, 并发布《非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系(2020版)》有关事项的补充通知, 明确债务融资工具

³ 《中国银保监会关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》(银保监发〔2019〕7号) 要求, 保险资金投资的商业银行二级资本债券和无固定期限资本债券, 其发行人应为国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级的长期信用级别, 自2020年5月20日起该通知废止。

注册环节取消信用评级报告的要件要求,即在超短期融资券、短期融资券、中期票据等产品注册环节,企业可不提供信用评级报告,从而将企业评级选择权交予市场决定。未来,交易商协会将研究分阶段取消发行环节强制评级的要求。2021年2月,中国证监会发布了《公司债券发行与交易管理办法》,对于公开发行公司债券,删除了办法原“第十九条 公开发行公司债券,应当委托具有从事证业务资格的资信评级机构进行信用评级”,调整了普通投资者可参与认购交易的公募债券相关要求,删除了评级为AAA的规定。在发行端、投资端的强制外部评级取消后,质押端的强制外部评级也可能会逐步取消,未来我国债券的发行、交易、投资、抵质押等各环节可能将全部取消强制外部评级。

三、取消强制评级对债券市场及评级行业的影响

国外取消强制评级对债券市场及评级行业的影响

1. 国外取消强制评级未对债券市场产生较大影响

从国外来看,取消强制评级制度,并未对债券市场产生较大的影响。以美国为例,虽然2010年开始,美国逐步弱化了监管层对外部评级的依赖,但是,美国债市发展依然健康,并未发生新的次贷危机,美国公司债券存量由2010年的6.8万亿美元达到2019年的10万亿美元,债券市场规模逐年扩大。

在取消强制评级后,国外政府纷纷从监管和市场两个层面加强了对风险和信用的识别,一方面加强了金融监管机构内部对风险的识别,另一方面鼓励投资机构建立内部评级机制,加强了市场自身对风险的识别,促进了债券市场的稳定发展。

2. 国外取消强制评级对国际评级行业影响较小

国际评级行业经历过取消强制评级、减少对评级行业过度依赖的监管历史。从取消强制评级后的实际运行情况看,国际评级行业发展正常,受到影响较小,评级机构和评级结果在债券市场仍占有不可替代的地

位,评级行业继续得到市场的认可和使用,仍是重要的市场参与方。

虽然消除强制评级对评级业务造成了一定的影响,但是评级机构仍在风险识别方面发挥了巨大作用,仍是债券市场的基础设施之一,其作用不可或缺。随着强制评级制度的取消,投资机构对评级质量愈发重视,各评级机构为获取客户,纷纷改进技术,重视评级质量,经过激烈的竞争,国际最终形成了标普、惠誉和穆迪三大评级机构。

为应对消除强制评级,国际评级机构一方面在逐渐加强信用评级质量建设,另一方面也在谋求自己的转型。以国际三大评级机构为例,国际三大评级机构非评级业务收入占比较高(40%以上),其中,标普非评级业务主要包括标普指数(Indices)和市场及商品情报(Market and Commodities);穆迪非评级业务主要包括固定收益产品定价服务,研究、数据及分析(Research, Data and Analytics),企业风险解决方案(The Enterprise Risk Solutions)以及其他专项服务(Professional Services)。此外,经过长期实践与探索,国际三大评级机构建立了庞大的中间评级产品体系,一方面通过严格区分最终评级和中间评级,在为最终评级业务的开展提供有效支撑的同时也有助于投资人深入了解评级过程,提高了评级的透明度,另一方面构建了丰富多元的评级产品体系,既有多层次的评级符号体系,又有衍生的评级产品,在满足投资人需求的同时拓展了业务范围。

从日本的情况来看,在取消对发债评级强制性要求后,日本债券发行人大多继续采用“双评级”模式,评级行业继续稳步发展。

1989年日本当局制定规则,开始正式实行“双评级”制度。具体而言,普通公司债券的发行人可以委托国外评级机构评级,但同时必须有一家本土评级机构进行评级;可转换公司债和附认股证公司债券必须经两家或两家以上指定评级机构评级才能够发行。同时,日本要求无担保公司债券的信用评级等级为A级以上,可转换公司债的

信用评级为BBB级以上才可以发行。

1996年日本彻底废除了对企业债发行主体范围和发债标准的限制。也就是说，所有公司不论其财务状况和信用级别，均可以发行企业债券，且发行利率取决于发行主体的财务和经营状况。2011年11月，日本金融厅（FSA）修订了一批监督指引和检查手册，增加相关条款，要求监管部门检查旨在减少证券投资中过度依赖外部评级的制度是否已经建立。

自1996年日本取消对发债评级强制性要求以后，日本债券市场陆续发生多次违约事件，投资人与发行人均认为进行“双评级”可以降低债券发行的信息不对称情况，增强债券发行的信息透明度。因此，日本债券发行人继续聘请评级机构对债券进行评级，并且不少企业采用双评级模式，评级行业继续稳步发展。

中国取消强制评级对债券市场及评级行业的影响

1. 我国取消强制评级将对我国债券市场产生多重影响

我国取消强制评级将对我国债券市场产生多重影响，有利于债市的长期健康发展。

首先，取消强制评级有利于简化发债流程，提高发债效率。取消发行公司债券必须评级的强制性要求后，发行人可以选择不评级或者只进行主体评级就可以发行公司债券，减少了债券发行的流程和备案资料，有助于监管部门提高债券发行效率。

其次，取消强制评级有利于弱资质主体发行公司债，扩大债券市场容量，促进我国多层次债券市场的建立。取消发行公司债券必须评级的强制性要求后，债券发行AA的门槛理论上应该同步取消，且债券质押比例与债券级别对应的相关规定也应当有所调整，此举为AA以下信用级别的企业发行债券铺平了道路。同时，在资本市场加大对中小企业的包容和支持力度（创业板、科创板均已实行注册制，大大降低了中小企业上市融资的难度）、债券市场注册制全面推广的背景下，债券发行主体范围或将扩大。

最后，取消强制评级长期有利于我国债券市场风险防范能力的建设。长期来看，通过降低评级依赖引导投资者回归价值投资，提高风险研判能力，有利于提升资本市场整体风险管理水平。强制评级的取消会对投资者内部评级体系的建立提出更高的要求，投资者未来长期内会不断加强内部评级和对市场信息的研判，并将外部评级结果和内部风险评估有效结合，加大对债券市场风险防范的能力。

2. 取消强制评级将对我国评级行业带来深远的影响

我国监管部门减少对评级结果的过度依赖，逐步取消强制评级，将对我国评级行业带来深远的影响。

评级行业的市场化进程将加快

取消强制评级，将推动我国评级行业发展由“监管驱动”向“市场驱动”转变，将加快我国评级行业的市场化进程。

考虑到目前我国监管或自律机构在债券发行、交易、投资、抵质押和风险计提等方面的多项监管制度均与信用评级结果相关联，当前取消申报阶段外部强制评级要求在短期内对评级行业影响不大；但是从中长期来看，随着对评级结果不合理使用的取消，评级需求将逐步从监管需求迁移至投资人需求，信用评级机构的竞争重心将从发行人转向投资人，评级行业竞争将更趋市场化。因此，从长期来看，取消强制评级将推动评级行业竞争格局重塑，有助于推动信用评级行业高质量健康发展。

评级机构的声誉将更加重要

取消强制评级后，国内各评级机构评级业务的承接可能会更加依赖其在投资人心中的认可程度和声誉积累，评级机构的声誉和品牌成为获得市场参与者青睐的最重要的因素。

在“市场驱动”模式下，由于是否评级将由发行人自行决定，而发行人的评级需求又取决于其债务工具的投资者。投资者是否认可受评对象的评级结果反过来会影响发行人对评级机构的选择，由此逐步建立起行业“声誉机制”，形成基于声誉的市场秩序，推动评级机

构不断审视评级理念、方法、体系，不断改善评级质量，更好地发挥风险揭示及定价功能，为债券市场高质量发展贡献力量。

取消强制评级将促使评级机构不断提升评级技术、评级质量和服务水平，有利于形成基于违约率的声誉约束机制，促进评级行业良性健康发展。强制评级背景下发行人更为关注作为评级结果的级别符号，评级产品同质化、市场竞争激烈，部分评级机构存在级别竞争、价格竞争等非理性竞争行为，扰乱市场秩序，加剧评级虚高问题；取消强制评级后，信用评级由发行端向投资端回归，有助于评级机构更好地发挥信息中介职能，准确揭示受评对象信用风险，信用评级的桥梁作用进一步凸显，由评级质量表现好、市场声誉高的评级机构出具的评级结果更受投资者认可，债券发行效率更高。提高评级质量、获得投资者认可将成为评级机构开展业务的立身之本，市场化的激励约束机制有望形成，评级行业整体公信力将得以改善。

评级行业竞争将更加激烈

监管部门取消强制外部评级后，部分投资者认可度高的债券发行主体出于节约发行成本考虑而选择无评级发行，短期内部分债券的评级业务将明显萎缩，特别是大型央企、大型金融机构、龙头工商企业等优质客户有可能将不再进行债项评级，评级行业的整体收入将下滑，评级机构之间的竞争将进一步加剧。

同时，随着备案制的实施，我国债券市场的信用评级机构数量有增无减，目前，得到证监会认可的评级机构有12家，获得银行间债券市场评级业务资质的评级机构有10家。一批国际大型评级机构和国内金融科技巨头正在涌入我国评级行业。

未来，随着评级行业竞争的进一步加剧，部分评级机构将面临很大的生存困难，无法给出投资人可以有效使用产品的评级机构将逐渐被市场淘汰，评级行业可能出现一轮并购重组，评级行业的竞争格局将会重塑。

评级机构的业务将更趋多元化

随着强制评级制度的取消，我国评级行业将迎来较大挑战。但是，由于评级机构有大量有经验的分析师团队和评级数据的积累，丰富的实地访谈和调研经验，有条件对每个行业展开长期全面的跟踪，因此，可以基于对宏观经济环境的分析，从全行业的角度出发，挖掘行业及个体信用价值，尝试向投资人提供信用方面的数据服务，延长评级行业产业链，增加高水平的符合投资人需求的评级产品与服务。

四、未来展望

2021年，世界经济形势仍然复杂严峻，国内经济复苏依然面临不稳定不平衡因素；但同时，2021年是“十四五”规划的开局之年，在“以国内大循环为主体、国内国际双循环”的新发展格局下，国内经济将持续复



苏, 宏观经济政策逐渐回归常态化, 货币政策将更加灵活适度、精准有效, 为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础; 同时, 在各项体制机制不断完善的背景下, 中小微企业融资环境将进一步改善, 债市发展的规范化和国际化水平将进一步提升。

2021年, 我国经济预计持续复苏, 但新冠肺炎疫情防控对我国经济的不利影响以及经济结构调整仍在持续, 加之超常规政策将陆续退出, 宏观经济政策逐步回归常态化, 企业融资环境或有所收紧, 部分高杠杆、慢周

转、低资质企业出现信用风险的概率仍然较大; 同时, 2021年我国债券市场主要信用债总偿还量或超过12万亿元, 较2020年(约为11万亿元)有所增加, 偿债压力增大, 预计2021年信用风险事件仍会持续发生。

2020年, 违约发行人的评级机构首次负面评级调整预警天数平均为192.48天(详见表1), 评级预警时间超过半年, 起到了良好的风险预警作用。2021年, 在复杂的市场环境下, 评级机构作为市场信用风险防范的第一道防线, 将牢记初心, 回归本源, 竭诚为投资者服务。///

表1 2020年违约发行人首次负面评级调整预警天数

违约发行人	首次违约时间	首次负面评级调整类型	违约前首次负面评级调整预警天数
重庆力帆控股有限公司	2020-01-15	级别调降	209
大连天神娱乐股份有限公司	2020-01-20	展望下调	592
北大方正集团有限公司	2020-02-18	级别调降	78
康美药业股份有限公司	2020-02-03	级别调降	365
北京桑德环境工程有限公司	2020-03-06	列入可能降级的观察名单	45
新华联控股有限公司	2020-03-06	展望下调	43
新华联控股有限公司	2020-03-06	级别调降	44
力帆实业(集团)股份有限公司	2020-03-16	级别调降	270
中融新大集团有限公司	2020-04-20	列入信用评级观察名单	382
中国吉林森林工业集团有限责任公司	2020-05-18	级别调降	1025
宜华企业(集团)有限公司	2020-05-06	列入观察名单	281
青海省投资集团有限公司	2020-06-19	级别调降	472
华讯方舟科技有限公司	2020-07-02	级别调降	122
泰禾集团股份有限公司	2020-07-06	展望下调	69
泰禾集团股份有限公司	2020-07-06	级别调降	18
天津市房地产信托集团有限公司	2020-08-24	级别调降	-2
铁牛集团有限公司	2020-08-31	级别调降	437
上海巴安水务股份有限公司	2020-10-19	列入信用评级观察名单	117
华晨汽车集团控股有限公司	2020-10-23	级别调降	25
华晨汽车集团控股有限公司	2020-10-23	级别调降	25
永城煤电控股集团有限公司	2020-11-10	级别调降	0
成龙建设集团有限公司	2020-11-13	列入信用评级观察名单	60
紫光集团有限公司	2020-11-16	级别调降	4
福建福晟集团有限公司	2020-11-19	级别调降	83
宁夏远高实业集团有限公司	2020-11-23	列入信用评级观察名单	20
鸿达兴业集团有限公司	2020-12-14	列入信用评级观察名单	138
延安必康制药股份有限公司	2020-12-31	列入信用评级观察名单	275
平均预警天数			192.48

资料来源: 联合资信COS系统

变局下评级技术体系的思考与重构

文 | 联合资信评估股份有限公司 艾仁智博士



大家好，在今天这样一个春光明媚的午后，很高兴可以跟大家分享一下我们关于如何以质量立世、如何赢取投资者最终的认可的一些思考。在取消强制评级的背景下，对于评级质量越来越高的诉求，投资者越来越成熟等，在这种情况下，评级公司应该怎么做？评级公司未来发展空间到底在哪里？这也是联合资信2020年在疫情期间思考最多的地方，也是我们用力最猛的地方，今天我给大家做个初步的汇报。后续将有一个专题发布会，会有更为详细的汇报。

题目就是我们在整个变局背景下关于评级技术体系的思考和重构。

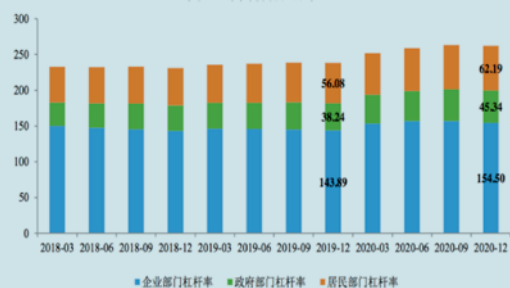
刚才提到新冠疫情下境内外全球市场包括债券市场、评级行业等等发生了很大的变局，在百年未有之大变局下，我们称新冠疫情肺炎为“黑天鹅”，带来地缘政治的加剧、全球贸易的各自回归，原先持续70年的二战以来的全球开放收紧，在这个时候各地的保护主义陆续开始抬头，加上全球产业链重构以及我们提到的中美贸易等等，这些因素都在加剧“黑天鹅”事件带

来的全球化的变革，这种变革之下实际上反过来对我们所在的经济主体，各层级经济主体包括个人都会产生深远的影响。

在这个大背景之下，我们再看看国内的债券市场的情况。我们称之为“灰犀牛”。中国债券市场，也不仅仅是中国，全球普遍都有企业部门加杠杆推动经济发展的情况。这个图（详见图1）里面大家可以看到，近年以来，三个部门的杠杆都在持续增长，去年以来是政府部门加杠杆，推动政府杠杆率的上升，非金融杠杆一直在持续上涨，居民的杠杆也在上升，这种情况下2020年中国杠杆率整体来说在全球化过程中攀升的还是很高的。

第二就是房地产，房地产是不是一个“灰犀牛”？对于中国的经济它既爱又恨，中国经济很大程度上依赖于房地产对经济发展的推动，同时它带来的地产金融特征非常明显，这种情况之下，这也是一个比较显性的“灰犀牛”。

图1 中国宏观杠杆率（单位：%）



资料来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

下面再来看看中国债券市场的违约情况（详见图2）。可以看到，从2012年开始一直到2020年，中国违约率一路攀升，尤其是2019年违约率是比较高的，但其实违约是债券市场正常的情况。

2014年第一个“11超日债”违约的时候，公募市场第一次打破刚兑，对市场的震动还是比较大的；2015、2016年第一次发生国有企业的违约，对市场的影响也是蛮大的；2018年民企违约，是杠杆带来的违约潮；2020年，高等级地方国企的违约，一下子对2020年整个债券市场带来冲击都是非常大的。

这个背景下，评级公司马上变成了一个聚焦点。因为评级集中度过高，事前预警功能没有显现，虽然我们不断的在努力、在提前，但实际远远达不到投资者的需求（详见图3）。大家可以看出我们区分度都是集中在这里（详见图4），所以预警虽然在2020年有比以前更好的一个表现，但预警及时性提升的空间很有限，这种背景下，我们在过去的两三年迎来了强监管。

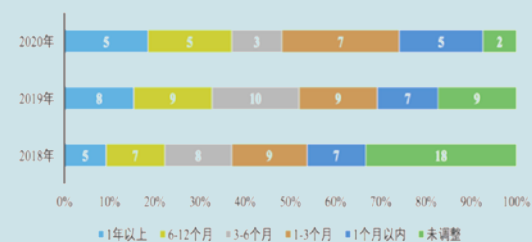
从2018到2020年监管部门陆续出台了监管措施，这种背景下我们迎来了刚才提到的强监管。真正实行强监管是在2020年12月，2021年1月、2月，这个时候确实给我们带来了比较大的压力。下面我们再看看市场化。

我们所有评级行业，现在是以注册制的方式进来了，可以看出我们除了原有的几家传统的评级公司，新

入的评级机构也比较多，形成了一个比较高竞争的形态。我们称为3期叠加，在“强监管、市场化、高竞争”的背景之下，评级公司何去何从？未来生存和发展空间在哪里？这就是联合的高层，包括我们技术团队一直在思考的问题。

第一个是要有什么样的评级方法和体系？任何一个公司的评级方法、技术方法体系都是一个公司的核心。具有什么样的评级方法和技术体系，是一个公司的核心竞争力。在这里面有几个要求：第一，评级方法的理论体系一定要有科学性；第二，要有准确性；第三，要有可比性；第四，要有一定的前瞻性。这种原则之下，围绕评级方法以及评级技术，对我们评级质量提升就有了一个很高的要求。所以这个过程中，我们把评级质量作为公司生存和发展的关键要素，最关键的是要解决市

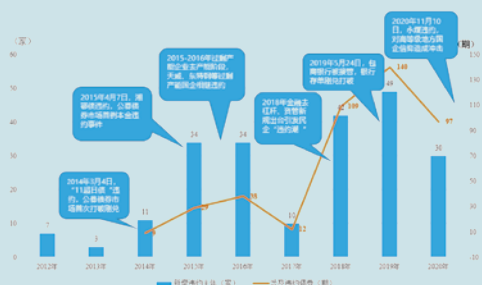
图3 2018—2020年首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布



注：横坐标代表各时间段违约发行人人数占比，数据标签代表各时间段违约发行人人数

资料来源：联合资信COS系统

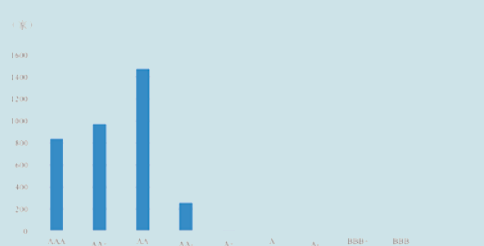
图2 标志性的违约事件对债市的冲击巨大



注：不含技术性违约

资料来源：联合资信COS系统

图4 我国主要信用债公募债券市场发行人主体级别分布



注：数据收集时点为2021年3月20日存续主体，数据来源于Wind，主要信用债为短融、中票、公司债、企业债

资料来源：Wind，联合资信整理

图5 联合出版《境内外评级行业最佳实践的比较研究》



场出现的评级集中度过高，以及评级如何更好的回归本源，反映信用风险。

这个过程中，联合人不断的在做准备。2020年3月份整个公司上下开展的一个系列研究《当灰犀牛遇到黑天鹅》，这个研究下周会陆陆续续向市场公布。我们提出来，整个债券市场，2020年全球债务水平攀升的很快，达到历史最高的一个水平，在所有攀升过程中，实际上企业、银行和居民去年增长速度幅度也是比较大的，在这么大的压力之下，如何在杠杆、信用、风控之间形成更好的平衡和发展，也是我们做这个课题的宗旨。在这个课题里面我们分成三篇，国际篇、国内外比较篇、国内篇，这是我们从研究角度狠抓我们本身的研究功底。

第二个是所有评级公司在发生重大风险事件后会进行评级方法技术的梳理和调整。以穆迪和标普为代表进行举例，在2008年次贷危机后标普推出27条改革措施，投资者方面提出要求，陆续推出不同行业包括资产证券化的更新等；还有穆迪，它的征求意见稿包括方法等。因为所有评级公司在面对重大风险事件的时候会对



评级技术进行一个梳理，这也是评级公司自身不断进化的一个重要行动。

这本书是联合今年出版的（详见图5），但这个工作是联合两年前就在开展的。从这本书里面大家可以看出，我们两年来带着我们技术团队对我们各个行业评级方法不断进行梳理和总结，目的就是通过对三大评级公司或者国内外最佳评级实践中最终找寻和发现一条真正适合揭示中国企业信用风险水平和信用状况、信用特征的一个比较好的评级方法，这就是我们的探索之路。

下面给大家提出来的就是我们最新研究出来的关于我们3C评级理论以及评级方法。3C评级方法是三个英文字母的缩写，在3C理论之下，我们在原有的经营维度、财务维度上，加上了企业的可持续发展能力维度。这也不是联合独创的，大到国家，小到企业都需要可持续发展，这也是近十年来不断在全球推的一个发展的理念，尤其在绿色金融以碳中和为代表的这种绿色经济的可持续性。从全人类可持续发展角度来说，也是对企业提出了更高的一个要求。可持续发展中，有一个跟绿色金融相关的ESG。我们做了一个统计，有ESG评级的企业与无ESG评级的企业在发债利差均值上具备统计意义上的显著性差异。

我们看看3C理论的维度（详见图6），经营和财务是以传统分析的视角，这里面加上了可持续，主要考虑

未来发展的状态。这是一个大致的指标要素表（详见图7），包含一级指标和二级指标。可以看出，我们经营除了行业区域这种大的系统性的考察之外，我们还考察企业的市场竞争力和经营效率。第二是财务能力，就是在于财报政策、资产质量、盈利能力和现金流、资本结构、偿债能力等等。可持续里面有三个部分，发展韧性、财务弹性、ESG和外部支持。这里面着重介绍下发展韧性，发展韧性里面主要是指原有企业的核心竞争力的可持续性，以及企业本身技术创新和研发能力如何，还包括企业战略在未来过程中再评估问题，以及对突发事件的应对能力等。所以在发展韧性角度里面，我们主要落脚点在于企业未来盈利能力和经营性现金流的测算。第二个是看财务弹性，主要考察未来企业资产变现能力以及偿债能力。第三个是ESG，包括社会责任、公司治理、法人治理、环境责任以及其他评级要素。

以煤炭行业为例，经营能力方面，二级因子的市场竞争力，选取了煤炭行业比较有代表性的指标，比如可采储量、煤炭产量、煤种煤质等等；财务能力大致相同，只有个别行业在有些财务的个别指标上有差异；关于煤炭行业可持续能力的一些指标，比如发展韧性，主要是在于三个指标——未来获取资源的能力、现有资源利用率、非经营性负担水平。ESG里面，煤炭行业选取了安全生产这一指标。

下面这个图（详见图8），向大家介绍我们评级模型的构造原理。在这个图上可以看出，三块能力——经

图7 3C评级理论评级要素

一级因素	二级因素
经营能力	宏观、区域、行业风险
	市场竞争力
	经营效率
财务能力	财报质量
	财务政策
	资产质量
	盈利能力和现金流
	资本结构
	偿债能力
可持续发展能力	发展韧性
	财务弹性
	ESG
外部支持	政府支持
	股东支持

图8 信用评级方法框架和评级逻辑

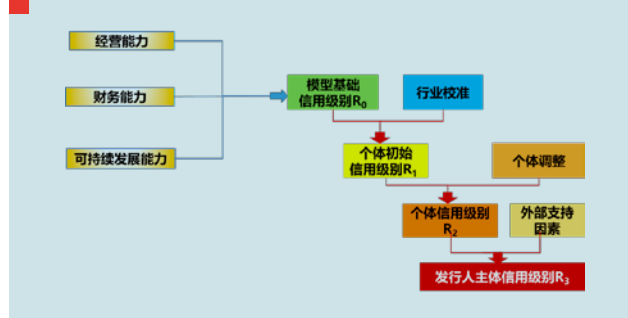
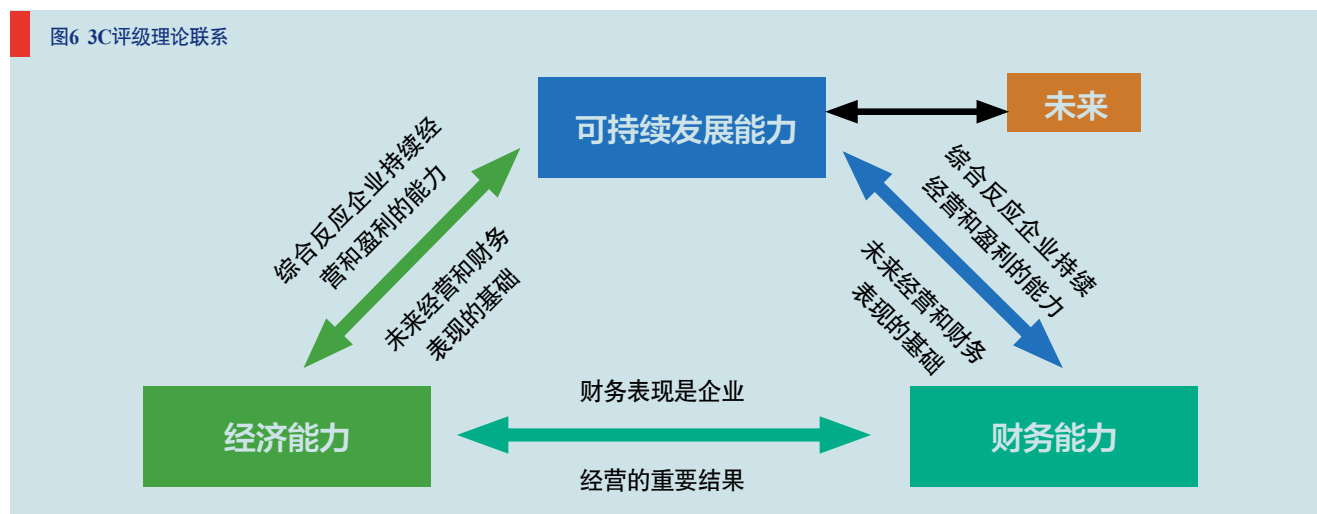


图6 3C评级理论联系



营、财务、可持续发展能力，最后得出一个模型最基础级别，加上行业较准就得出个体初始信用级别，根据定性调整因素就得到个体信用级别，最后加上外部支持调整，就得到发行主体的信用级别。

下面看一下根据模型测算后呈现出来的效果。我们对国际三大评级公司，以及境外主要机构主要做了一个对比。比如穆迪、惠誉，均呈正态分布的评级分布，标普以BBB和B为中心呈双中心正态分布。下面是我们纯模型跑出来的3C评级模型效果（详见图9），我们对1500多家样本进行测算得出的大致的类正态分布，但这只是初步结果，最后还要看专家调整等等。

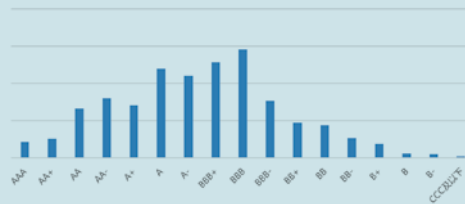
以上就是我给大家介绍的我们通过这一年半来做的评级方法和评级模型上的比较大的变革。

关于我刚才提到这个方法，我们还会不断地在内部做一个修正完善，以及还要征求投资者的意见等。在这个过程中，我们最后对外正式使用的时候，会通过发布会等方式开始对外使用。

下面我把新版评级报告简单介绍一下（详见图10）。

宏观行业最开始那部分我们会简化，会以其他形式展现出来。

图9 人民币债券“3C”评级体系下1500多家工商企业（不含城投）样本分布情况



注：此结果仅为模型测算初步结果，未与任何企业进行任何形式的沟通，也未通过联合资信信用评级流程评审；本图观点不可被表述为最终信用评级，也不应该作为对任何企业的最终结果的表示

评级报告里面我们首先增加了一个首页；第二，我们把最新评级模型和方法放在这里面；还增加了信用等级的流程图；同时还增加了敏感性分析、同业对比的情况等。然后就是我们把一些重要地方单独加一个批注，同时增加了对可持续发展能力的具体分析。最后还有R2到R3的路径分析，以及同业对比具体分析。

我们希望通过无论是对评级方法的调整，还是对评级报告的改版解读，都能以更加优质专业的能力不断赢取投资者的认可。我们还是那句话，联合人一直在路上，我们不断努力进取，希望用我们不断精益的专业水平为投资者服务，谢谢各位！

图10 评级报告主要更新方面



多频震荡中的债市风险与分化

文 | 联合资信评估股份有限公司 林青

一、多频震荡中的2020年债券市场

2020年,新冠肺炎疫情给国内实体经济造成较大冲击,一季度我国GDP同比下降6.80%,在政策的支持以及良好的疫情控制措施下,二季度以来经济逐步恢复并重启,全年GDP同比增速达2.3%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。

利率方面,2020年上半年,流动性充裕、信贷条件宽松和利率下降为实体部门信用扩张创造了良好的信用政策环境。下半年货币政策逐步回归常态,流动性边际收紧,利率水平整体呈上行趋势,信用扩张速度随之放缓(详见图1)。

违约方面,2020年债券市场违约事件持续发生,新增违约发行人30家,涉及违约债券97期,违约规模超过1000亿元,新增违约发行人家数和违约债券期数较2019年有所下降,违约规模较2019年有所上升,另外2020年有19家重复违约发行人,涉及违约债券53期,

违约规模合计约327.63亿元,较2019年均有所下降(详见图2)。

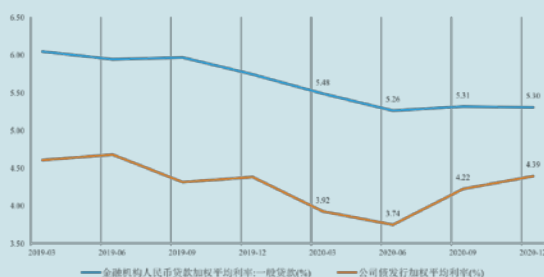
2020年公募债券市场违约率(0.61%)较2019年(0.88%)有所下降。

分级别来看,2018年以来,公募债券市场高信用等级发行人违约数量有所上升。尤其是2020年三季度以来,我国信用债市场接连发生AAA级发行人违约事件,对市场造成较大冲击。2020年AAA级违约主体家数和违约率均较2019年有所上升。

从违约主体企业性质来看,违约主体仍以民营企业为主,违约家数18家,在违约发行人中占比60%,较上一年均有所下降,民营企业信用风险有所缓解,国有企业信用风险显著暴露,违约家数以及违约家数占比均较上一年有所增长。

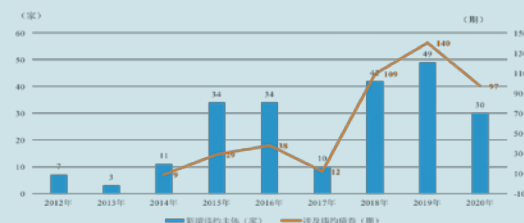
从行业分布方面来看,新增违约主体涉及19个行业,行业覆盖面进一步扩大,其中汽车、房地产管理和开发、建筑与工程、金属、非金属与采矿以及通信设备

图1 金融机构人民币贷款利率及公司债发行利率走势



资料来源: 中国人民银行, Wind, 联合资信整理

图2 2012年—2020年我国债券市场新增违约主体及涉及到期违约债券情况



注: 不含技术性违约

资料来源: 联合资信COS系统

行业违约家数相对较多。

从地区分布来看，市场新增违约主体主要分布在北京（6家）、广东（5家）和辽宁（3家），且上述地区违约主体家数连续两年均在3家以上，其余省份违约较少。

从新增违约主体债券到期违约规模来看，北京（489.38亿元）、辽宁（186.65亿元）、福建（116.13亿元）和广东（88.10亿元）地区合计违约金额占全部新增违约主体到期违约规模85%以上。

二、永煤违约后的债券市场现状

信用债市场发行情况

选取永煤违约后的统计区间，2020年11月10日至2021年3月19日，永煤违约后，随着金稳委会议召开，市场投资者恐慌情绪有所缓和，信用债市场整体融资功能逐渐恢复，发行量整体有所上升，2月受春节假期因素影响，信用债发行量较去年同期有所下滑。

从新发行信用债来看，信用债呈现向高等级集中的趋势。近期AA级及以上主体信用债发行量及占比较去年同期进一步提升。

从新发行信用债主体企业性质情况看，近期新发行信用债仍以国有企业为主，国有企业融资量及占比较上年大幅上升，民营企业和公众企业的信用债融资量较去年同期均有所下降。

从新发行信用债区域分布来看，江苏、山东、四川、湖南、江西等地区信用债发行期数和规模增幅均在20%以上，区域融资环境相对较好；北京、天津、云南、河北、山西、河南、辽宁、宁夏、海南和青海等省份信用债发行期数和发行规模降幅均在10%以上，其中备受市场关注的河北（-38.75%，-33.00%）、山西（-65.83%，-46.30%）、河南（-72.07%，-69.79%）和辽宁（-42.11%，-47.47%）等省份，近期信用债发行量均大幅下滑。区域内企业发债融资难度依然较大，融资环境仍有待修复。

从新发行信用债行业分布来看，建筑与工程、多元

金融服务、房地产管理和开发、商业服务与用品、公路与铁路运输、复合型公用事业、消费信贷、独立电力生产商与能源贸易商、燃气和通讯设备等行业信用债发行期数和发行规模增幅均在10%以上；金属、非金属与采矿、石油、天然气与供消费用燃料、贸易公司与工业品经销商、酒店、餐馆与休闲、建材、制药、媒体、食品与主要用品零售、多元电信服务和汽车零配件等行业信用债发行期数和发行规模降幅均在10%以上，行业分化加剧。

信用债市场的推迟与取消发行的情况

永煤违约后，信用债推迟与取消发行期数和规模均大幅上升；此后推迟与取消发行呈下行趋势，但仍显著高于去年同期水平（详见图3）。

区域层面，从近期推迟与取消发行债券占期间新发行债券期数和规模占比来看，剔除极端值（青海、宁夏）后，甘肃、山西、内蒙古、江西、河南、河北、陕西和山东等省份债券推迟与取消发行期数占比较去年同期均变化较大，增幅均在10个百分点以上，反映出市场对上述区域担忧情绪较重，区域内企业融资压力较大。

行业层面，推迟与取消发行债券主要集中在建筑工程、综合类、多元金融服务等行业，其中，多元金融服务、金属、非金属与采矿、石油、天然气与供消费用燃料行业推迟与取消发行债券期数和规模占期间行业新发债券比重均在10%以上，其中，金属、非金属与采矿

图3 2020年1月—2021年2月非金融信用债市场取消发行情况



资料来源：Wind，联合资信整理

和石油、天然气与供消费用燃料行业推迟与取消发行债券期数占比较去年同期增长10个百分点以上，行业内企业融资压力相对较大。

信用债二级市场的表现

永煤违约后，市场信用利差全面上行，1月份后，信用利差整体有所修复。从级别分布看，近期高等级债券信用利差有所回落，其中AAA级产业债信用利差基本回落到11月初的水平；AA+级信用利差亦有所回落，但整体仍高于去年11月初的水平；AA级信用利差仍在高位震荡。

从近期市场比较关注的区域看，华晨违约后，辽宁省信用利差大幅提升；永煤违约后，山西、河南、河北和陕西等煤炭大省信用利差持续走高，反映出投资者对上述区域担忧情绪较重，区域融资压力较大。

评级调整情况

永煤违约后，评级机构共对54家主体进行了58次评级调整，其中对42家主体进行了46次级别下调，对12家主体进行了12次级别上调。

12家级别上调主体均为地方国有企业，主要集中在建筑与工程行业（6家），其中江苏省评级上调企业最多（3家），江西、山东和浙江省各2家。

42家级别下调主体中包括地方国有企业21家，民营企业17家，央企2家，公众和其他企业各1家；主要集中在房地产管理和开发和航空行业（各5家）；评级下调企业最多的省份为海南省（8家），其次为河北和广东省（各4家）。

永煤违约后政策梳理

永煤违约之后相关监管机构分别发声稳定整个市场的情绪。

具体来看，2020年11月到2020年12月之间，金融委会议、中央经济工作会议、人民银行党委扩大会议、银

保监会党委扩大会议、国资委的中央企业负责人会议相继召开，会议的内容基本均涉及严厉处罚各种“逃废债”行为、完善债券市场法制、保护投资人合法权益等内容。

2020年12月28日，人行、发改委、证监会发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，明确了公司信用类债券信息披露的基本原则，统一要求了债券信息披露的要件、内容、时点、频率等，并对债券信息披露的监督管理和法律责任等做出规定。

2021年1月，中国人民银行工作会议和证监会系统工作会议相继召开，内容基本均涉及推动完善债券市场法制，促进基础设施互联互通。健全多渠道债券违约处置机制，推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为查处力度等。

2021年2月26日，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，明确实施公开发行公司债券注册制，禁止结构化发行，取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定。

2021年3月5日，政府工作报告发布，内容涉及加强债券市场建设，完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。

2021年3月18日，上交所召开债券市场自律监管工作券商座谈会，内容涉及债券信用风险防控、融资审核、风险处置等内容。其中融资审核端坚决贯彻调结构要求，把好入口关，立足信息披露，重点关注发行人公司治理、债务篮子和偿债信用情况，从严把握对弱资质发行人的审核标准。

三、债市融资分化趋势分析和建议

在国内经济持续回暖，经济内生动能逐步恢复的大背景下，针对疫情出台的各项宽松措施将有序退出，财政政策和货币政策将向常态化回归。同时，在“稳杠杆”的长期政策取向向下，金融资源的配置需要进一步优

化,尤其是部分过剩产能行业的企业,将难以像过去得到银行信贷或是非标融资的支持,信用风险可能加速暴露。

2021年货币政策大概率边际收紧,信用扩张速度或有所放缓。随着2021年企业流动性支持相关政策的陆续退潮,企业尤其是弱资质企业的信用风险可能会重新暴露,进而影响市场风险偏好,流动性分化格局或将重演。

同时前面也提到,上交所提出要从严把握对弱资质发行人的审核标准,在此背景下,头部和优质企业融资优势依然明显;弱资质主体发行审核趋严,可能会形成“弱资质主体融资难度加大—违约风险暴露—市场风险偏好下降”的负向反馈机制,或将导致部分弱资质主体退出信用债市场。

企业性质方面,民营企业再融资压力和难度相对较大。近年来我国民营企业经营普遍承压,2020年在疫情冲击下,民营企业营业利润增速出现断崖式下滑。短期内,疫情对民营企业的冲击还将持续,民营企业经营现金流将持续承压。所以违约风险仍然较大。同时近年来投资者对民营企业风险偏好有所下降,民企融资环境持续恶化,在货币政策向“常态化”回归的背景下,市场信用分化加剧,低资质民企再融资难度相对较大。

此外,尽管政府通过创设信用风险缓释工具等方式支持民企融资,一定程度上有助于促进民企债券发行,但存在市场化不足,发行体量相对较小等问题,对缓解低资质民企融资困境帮助有限。

国有企业方面,弱资质国企融资难度加大。一方面,2020年10月《国企改革三年行动方案》正式落地,明确了未来国企改革的重点任务之一,在提高国有资本效率的目标下,加快剥离非主营业务和低效无效资产,开展困难企业和亏损企业的专项治理,加快“僵尸企业”的重组整合和市场出清将是明确的方向。另一方面,地方政府救助能力有所下降,而受疫情影响,地方国有企业盈利能力持续承压。在此背景下,预计弱资质国企信

用风险或将有一定程度暴露,市场对弱资质国企的担忧可能会有提升,弱资质国企融资难度加大。

城投方面,第一,2021年货币政策将逐步向常态化回归,城投企业融资环境面临边际收紧的可能性。第二,地方债务规模管控趋严。随着地方隐性债务风险化解工作的推进,地方债务规模管控要求的执行将更为严格,控制高风险区域债务规模的无序扩张,引导区域和城投平台合理举债,通过置换等方式逐步解决历史包袱是大势所趋。第三,城投企业花式违约有所增多,非标风险频繁暴露。目前“城投刚兑”虽仍未打破,但2020年陆续出现了瓦房债置换、吉林铁投技术性违约、沈公用债券担保代偿险事件,城投企业花式违约有所增多。同时,仅就发债城投而言,据不完全统计,2020年以来56个非标风险事件涉及7个省的39家平台。上述事件对市场信仰和区域融资造成一定程度的冲击,相关地区城投企业再融资难度加大。

区域方面,未来区域信用债融资将呈现结构性分化态势,经济低迷、财力较弱或信用风险频发的东北、中西部等区域融资能力或受到一定程度压缩。

近年来,我国经济增长总体面临下行压力,GDP增速逐步放缓,但各地区分化情况较为显著,东北三省、内蒙、天津等资源型、重工业化相对集中地区经济景气度持续低迷,部分中西部地区经济增速降幅较大(新疆、贵州、广西)。在融资收紧环境下,市场将进一步规避经济落后地区或者问题省份,流动性更多流入经济发达地区。

同时永煤债违约后,河南省债券发行规模急剧萎缩,煤炭大省河北和山西债券发行规模大幅下降且产业债信用利差大幅上行,反映出市场对上述区域担忧情绪较重,区域再融资压力和难度仍然较大。

行业方面,房地产行业:自2020年8月“三道红线”新规出台以来,地产行业融资政策进一步收紧。年底出台的房地产贷款集中度管理制度,也再度表明了监管对于房地产融资收紧的态度。2021年在“房住不炒”的政策定位

下, 踩线较多、规模较小的房企融资压力和难度较大。

煤炭行业: 随着疫情得到控制, 经济逐步复苏, 明年煤炭总需求量有望有所回升, 煤炭价格有望保持稳定。但永煤违约后, 对整个煤炭板块形成巨大冲击, 投资者对历史债务包袱较重、非煤业务表现较差和偿债压力较大的煤炭企业担忧情绪较重, 河南、河北等地国有煤企的再融资压力依然较重。

贸易行业: 贸易行业自身毛利率偏低, 经营环境恶化对企业盈利冲击较大。当前, 疫情造成世界经济严重衰退, 国际贸易和投资大幅萎缩, 贸易行业企业经营持续承压。而2020年11月信用违约事件出现后, 信用分层加剧, 弱资质信用主体发债难度加大, 贸易行业发行量大幅下降, 融资难度加大。2021年, 中美关系仍存在较大不确定性, 疫情冲击短期内难以消退, 贸易行业经营环境难言好转, 行业尾部主体的再融资压力仍然较大。

最后, 我们针对推动债市融资提出了一些建议。

首先监管层面, 推动多层次债券市场建设, 大力发

展高收益债券市场, 推动信用资质相对弱的企业在定价合理、信息披露规范、诚实守信的情况下, 较为顺畅地进行债券融资; 加强产品创新, 丰富企业债务融资工具, 创新发展风险管理工具, 满足市场风险管理需求; 持续推进民营企业融资支持政策, 继续改善民营企业债券融资环境, 促进优质民企信用偏好修复; 健全完善债券发行、托管、信息披露、违约处置等方面制度, 加强监管和处罚力度, 保护债权人利益。

投资者层面, 机构投资者应破除地方政府信仰以及对民营企业的偏见, 更加审慎分析企业的经营风险和偿债能力, 基于企业自身的信用资质来作出理性的投资决策; 培育多层次投资者体系, 同时投资者应完善内部风控体系, 提升投研能力。

中介机构层面, 中介机构应通过勤勉、审慎、专业的核查工作, 提供债券承销、尽职调查、审计评级等专业服务, 发挥债券市场直接融资配置资源作用, 保障债券发行人、投资人合法权益。■



2021年市场流动性变化对信用债偿付能力的影响分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

2021年开年，受央行公开市场操作影响，市场流动性经历了1月紧张到2月初有所缓释的过程。比较近五年公开市场操作及市场利率水平，短期看，春节后四周资金面较节前将有所收紧。2021年，随着货币政策逐步回归常态化，市场资金面将维持紧平衡。

市场流动性收紧将向企业层面传导。对比上轮市场流动性大幅收紧，社融增速的下降带动企业筹资活动产生的现金流量净额明显回落，现金类资产增速明显放缓，企业层面面临流动性紧张局面。预期本轮流动性的边际收紧，亦会对部分信用债的偿债能力产生负面影响。

2020年流动性宽松环境下，部分区域信用债净融资额仍表现不佳，2021年流动环境的紧平衡将使区域两级分化程度进一步加深。近年违约事件频发，市场投资人出于理性判断与对风险事件的特征分析，形成了明显的区域信用分化格局。即使2020年市场流动性保持宽松，东北、西北、天津等区域非金融企业信用债净融资额依旧表现不佳。2021年，预期在流动性边际收紧的情况下，上述区域的非金融企业或将面临较上轮流动性紧缩期间更大的融资压力。

流动性环境的转变或进一步打破国企信仰。2020年国有企业信用债违约规模及数量均有抬升，叠加永煤事件对信用债市场造成了较大负面冲击，表明地方政府的支持力度进一步弱化，2021年国企信仰或将进一步打破。

2021年非金融企业信用债整体到期规模大，集中兑付于3月、4月及年末两月。产业债方面，2021年综合、公用事业、交通运输的到期规模高于2020年。城投债方面，江苏、北京、湖北、重庆城投债到期规模较大且明显

多于2020年，上述区域存在一定集中到付压力。此外，还需警惕非标融资缩量对房地产及城投行业信用债偿付能力的负面影响。

一、2021年市场流动性环境的变化与预期

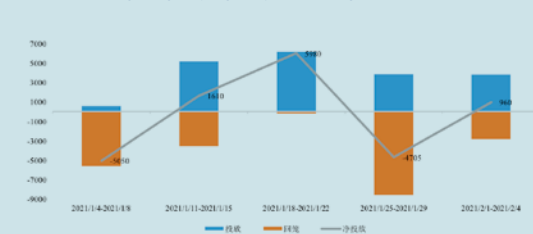
1月流动性紧张，2月初有所缓释

2021年1月央行累计净回笼2165亿元，特别是1月25日至1月28日4天资金累计净回笼达到5685亿，流动性尤为紧张。2月以来，央行加大了资金投放规模，2月累计净投放960亿元，流动性紧张有所缓解（详见图1）。

从货币市场利率来看，截至2021年2月3日，2021年银行间质押式回购加权利率与存款类机构质押式回购加权利率呈现先上升后回落的趋势（详见图2）。在1月末央行公开市场操作资金大量回笼的情况下，流动性趋于紧张，货币市场利率大幅上行，资金价格飙升。2月以来货币市场利率回到7天逆回购利率附近的水平，市场流动性趋于常态水平。

债券市场利率方面，受流动性紧张以及市场情绪等影响，1月中旬以来，十年期国债收益率以及各主要券种

图1 2020年以来实体经济部门的信用总量快速增长（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

收益率(以AAA级中票、企业债、公司债为例)整体呈现上升趋势,债券市场资金趋于紧张。

2021年资金面或将维持紧平衡

短期流动性方面,从春节后历史投放情况来看,节后四周净投放的五年均值全部为负数,说明**春节后公开市场操作基本上处于净回笼的状态**。从利率水平来看,除2020年以外,7天银行间质押式回购加权利率节后四周基本上都有不同程度的上升,也说明了春节后的流动性较节前有所收紧。

从中长期来看,2021年资金面将维持紧平衡。2020年四季度GDP增速为6.5%,回归潜在增长率,为对冲疫情影响的逆周期调节政策已经逐步退出,货币政策回归常态化。同时,2020年经济会议强调宏观政策“不急转弯”,保持政策连续性、稳定性、可持续性和对经济恢复的必要支持力度,意味着2021年在经济恢复的基础之上,货币政策边际收紧但不会过度收紧,不会出现“政策断崖”。此外,2020年宏观杠杆率大幅上升,经济会议也强调了要保持宏观杠杆率基本稳定。总体来看,预计2021年资金面将维持紧平衡。

二、市场流动性紧缩与信用债违约的关系

近十年来,我国债券市场处于快速扩张阶段,发行规模整体呈上升趋势,债券品种不断丰富。随着我国债

券市场的发展壮大,债券融资功能逐渐强化,但市场规模不断扩大的同时信用风险也逐渐累积。自2014年“超日债”违约事件以来,我国债券市场新增违约数量整体呈波动上升态势,其中,2018年以来新增到期违约债券期数和规模明显增多。为了更好地预测2021年市场流动性对于信用债偿付能力的影响,我们首先对2018年—2019年流动性收紧导致的“违约潮”进行分析。

2016年—2018年,M2增速阶梯式下滑(详见图3),2017年—2018年,月度社融增速波动下降,由2017年初的16%降至2018年底的10%。货币供给量及社融增速的变化反映出实体经济“去杠杆”的渐进过程,由于金融严监管等对于市场流动性产生了一定影响,企业债务集中到期时,外部融资环境的变化使得企业再融资渠道缩窄。受市场风险偏好下降、投资人规避风险情绪加重的影响,部分企业短期偿债压力增大,再加上无法获得外部融资最终导致资金链断裂发生违约。可以看出,2018年至今大多违约主体明显受到市场流动性收紧的不利影响。

从2018年以来违约主体的特征来看,一是企业性质以民营企业为主,因为相较于国有企业而言,民营企业融资能力和公司治理能力相对较弱,违约主体普遍存在企业战略决策失误、关联方及上下游资金占用严重、内控制度失序、实际控制人风险、区域互保联动风险等不利因素。二是违约主体行业覆盖面逐步扩大,违约发行人的行业特点逐渐弱化。三是违约主体涉及地区相对集中,2018年—2019年,新增违约发行人主要分布在经

图2 货币市场利率情况(%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 M1、M2同比情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

济较为发达、民营企业数量较多的地区，北京、广东、江苏、浙江、山东等地新增违约发行人较多。

总体看，2018年债券市场违约数量攀升，宏观层面是受金融“去杠杆”政策的影响，导致市场资金面紧张，流动性收缩，企业融资渠道收紧，再融资难度攀升，继而催发企业信用水平分化，企业融资困难与债券违约之间形成负向反馈，加深尾部企业的违约风险。2018年流动性收紧导致的“违约潮”以民营企业为主，违约主体所在区域也更多的分布在经济较为发达、民营企业数量较多的地区。

三、市场流动性变化对信用债偿债能力的影响

2020年，为对冲新冠疫情对经济的负面影响，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，带动2020年整体流动性宽松，银行贷款和债券融资推动企业部门信用快速扩张。随着国内疫情进入常态化防控，经济内生增长动力加强，2021年宏观政策工具预期将有节奏逐步退出，引发市场对今年债券市场流动性边际紧缩的担忧，进而强化了对部分信用债偿债能力的负面预期。

市场流动性紧缩将向企业层面传导

市场流动性紧缩导致企业再融资渠道收窄，短期偿债能力下降，经营活动放缓，继而诱发企业流动性紧张的压力。一般来说，企业的偿债来源主要来自两大方面，一是企业自身，包括利润盈余和可变现资产。以2018年“违约潮”为例，在经济增速换挡、供给侧结构性转型和去杠杆的背景下，自2017年起工业企业利润总额增速与规模以上服务业企业营业利润增速同步放缓，工业企业和服务业企业盈利水平平均有所下滑，企业自身造血能力减弱。二是依靠外部融资。市场流动性的松紧直接影响着资本市场向企业提供资金的意愿，2017年至2018年，社融增速的下降导致企业外部融资渠道趋窄，带动



企业筹资活动产生的现金流量净额明显回落，年底现金类资产增速明显放缓甚至呈同比下降态势，企业短期偿债能力下降。

2020年6月，信用债偿债主体流动性相关指标均呈抬升趋势。2021年，预期在流动性边际收紧的情况下，社融同比走低带动企业筹资活动现金流量净额走低，现金类资产增速回落，带动市场流动性的紧平衡向企业主体传导。

各区域信用债净融资额分化程度加深

未来市场流动性紧平衡下，尾部区域信用债的偿付压力或将胜于2018年的信用风险压力，区域信用分化程度还将进一步加深。从债券市场来看，市场流动性直接影响着信用债的发行与偿还。

一方面，回顾2017年及2018年流动性环境收紧，信用债融资净额大幅缩量，其中贵州、重庆、天津及东北、

西北区域的信用债净融资规模收缩压力很大，上述区域虽非民营企业违约潮中的主要区域，但也集中出现了不同程度的信用债兑付风险事件，特别是城投企业非标违约等情况。

另一方面，对比2020年，在流动性宽裕的市场环境下，长三角区域信用债净融资额较2019年大幅增长。反观天津、东北、西北区域，则更多地出现了净融资额较2019年下降的局面。若后期市场流动性水平向中值回归，尾部区域或将面临更大融资压力。

可以看出，随着近年信用风险事件的频繁发生，信用分化趋势明显，市场投资人出于理性判断与对风险事件的特征分析，形成了明显的区域偏好，区域分化程度不断加深，造成即便市场流动性极度宽裕，资金也更多的向头部区域集中，而规避尾部区域，形成明显的马太效应。

不同企业性质的差异表现

流动性环境的转弯或进一步打破国企信仰的心理预期。流动性环境的松紧对不同企业性质的影响不同。对比近年国有企业与民营企业的信用债净融资额，可以看出，2017年，外部环境变化后国有企业净融资额快速探底回升，随后在2018年依旧保持持续增长态势，国有企业流动性得以快速修复（详见图4）。2018年，民营企业信用债融资净额则持续徘徊在零值附近，信用债融资活动持续不振。

图4 国企与民企信用债净融资额



资料来源: Wind, 联合资信整理

从投资人角度出发，2018年，国有企业与民营企业信用利差走阔，表现出投资人对民营企业信用债偿付压力的担忧，由于资金仍存配置需求，国有企业信用债反而受到市场追捧，促使国有企业信用利差压降。

2020年四季度至2021年初，多个地方国有企业出现信用风险事件，重塑了投资人的信用评估逻辑，拉高国有企业信用利差。由于2018年违约潮使得弱资质民营企业得到一定程度的出清，面对杠杆水平更高的国有企业，本轮市场流动性的转弯或将更深层地打破市场对地方国有企业的刚兑信仰。

非标融资缩量将对企业流动性产生负面影响

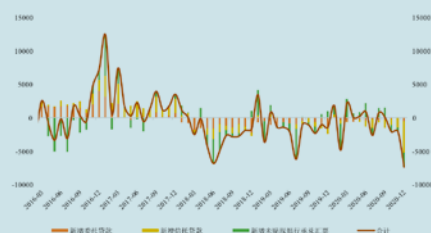
需关注2021年非标融资缩量对企业流动性的压力。

2018年以来新增非标融资负增长的幅度与频率均较往年大幅增加，企业的融资渠道逐步缩窄（详见图5），尤其是通过非标融资较多的城投和房地产企业。自2020年四季度以来，非标融资缩量程度再次加深，受资管新规影响（央行将原本在2020年年底施行的资管新规过渡期延长至2021年底），2021年也将大概率延续缩量趋势，将对信用债的偿付能力产生负面影响。

2021年信用债到期规模情况

2021年非金融企业信用债到期规模大，集中兑付于3月、4月及年末两月。从非金融企业信用债到期规模看，2021年非金融企业信用债到期规模合计5.3万亿元，同比

图5 社融中非标融资新增规模（单位：亿元）



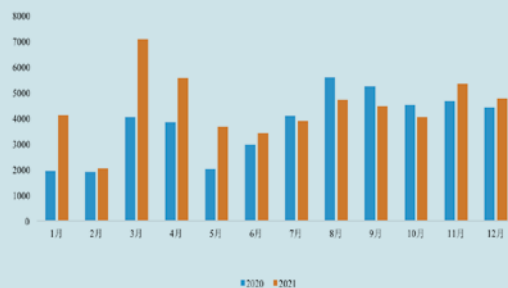
资料来源: Wind, 联合资信整理

增长17%。分月份看, 3月(7080亿元)、4月(5558亿元)、11月5338亿元为全年高峰月份, 届时信用债偿付压力加大(详见图6)。

产业债方面, 2021年, 综合、房地产、公用事业、交通运输类依旧是信用债到期规模较大的行业。相较于2020年, 综合、公用事业、交通运输的到期规模均大于2020年到期债券规模, 信用债偿付压力相对较高。

城投债方面, 2021年, 江苏、北京、湖北、重庆城投信用债到期规模较大。城投债规模较大的省份, 2021年城投债到期规模均明显多于2020年, 区域城投债的偿付存在一定集中兑付压力。

图6 各月份信用债到期规模(单位: 亿元)



注: 1. 信用债统计范围包括非金融企业发行的企业债、公司债、私募债、中期票据、一般短期融资券、定向工具、国际机构债、政府支持机构债、资产支持证券、可转债、可交换债; 2. 为便于同期比较, 信用债统计范围不包含超短期融资券; 以下同
数据来源: Wind, 联合资信整理

人民币升值与广场协议后日元升值的比较及其影响分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部、工商评级三部

2020年6月以来, 人民币兑美元汇率扭转前5个月的波动走跌趋势, 转而进入升值通道, 截至2021年3月初, 人民币汇率较去年6月初升值超10%。本轮人民币走强与20世纪80年代的日元升值具有一定相似性, 本文首先回顾20世纪80年代日元的升值原因及其影响, 其次分析本轮人民币升值的具体原因, 然后对比人民币与日元升值的异同, 最后本文对人民币汇率继续走高可能产生的影响进行分析。

一、20世纪80年代日元升值原因及影响

日元走强及美元走弱的原因

20世纪70—80年代日本出口迅速增长, 日本与美国之间的贸易地位发生根本性转变, 由贸易逆差转为贸易顺差且顺差规模逐渐增大。为进一步扭转对日贸易逆差

困局以及增加其产品的出口竞争力, 1985年美国联合日本、联邦德国、英国和法国共同干预外汇市场, 签订了著名的《广场协议》。《广场协议》的主要目的是五国联合让美元有序贬值, 以解决美国巨大的贸易逆差问题。日本政府需要维持与美国之间的政治关系和自由贸易关系, 因此日本政府认为签订《广场协议》可以起到缓和美日贸易摩擦的作用。此外, 日本高层认为日本国家的强大需要货币的坚挺作为支持, 日元升值有利于日本进行海外投资, 并且日元升值10%~20%是可以接受的, 甚至是当时权衡利弊后的最佳选择。但是, 日本签署《广场协议》后造成外资大规模流入, 导致日元升值的速度和幅度远远超过了预期, 在协议签署4个多月后, 日元升值幅度已经超过20%, 此后市场进一步加强对日元升值的预期, 日元升值的步伐完全失控, 1988年11月日元汇率较1985年2月大幅上涨超过117%。

日元升值的影响传导路径分析

1. 日元升值压缩了日本的贸易优势, 长期看限制了日本部分高技术产品出口以及产业更新, 为未来经济“失去的十年”埋下伏笔

日元升值的失控对日本实体经济造成一定冲击。从对外贸易角度看, 随着日元的持续超预期升值, 日本的贸易顺差大幅回落, 1990年日本贸易盈余逐步下滑至7.6万亿日元, 较1986年大幅下跌44.7% (详见图1)。随着日本对外贸易优势逐步下降, 1986—1990年日本净出口对经济的平均拉动作用下降至-0.6%, 贸易对经济增长造成小幅拖累。从产业发展角度看, 日元升值对部分出口行业的盈利能力造成直接冲击, 根据当时日本政府对各个行业的盈利预测, 当美元兑日元汇率上升至1: 160以后, 纺织、钢铁、造船、电子等日本优势行业可能会生存困难, 就连最具有国际竞争力的汽车产业, 能保持盈利的底线也只有1: 155; 但1988年11月美元兑日元汇率大幅下跌至1: 120.69, 导致诸多重要出口企业陷入出口困难 (详见图2)。长期看, 日元升值对实体经济造成的最大冲击体现在限制日本部分高技术产品出口以及产业更新上, 日元升值造成日本企业出口成本大增, 进而被迫产业转移至成本较低的其他国家, 日本对外投资由1986年的220亿美元快速增长至1989年的680亿美元, 其中一大部分是企业外迁所造成的。这些产业短期内大量、集中外迁, 带走了大量资金、技术、设备和人才, 造成日本国内制造业空心化和产业链全球转移, 不利于国内产业的升级换代, 也为未来经

济“失去的十年”埋下伏笔。

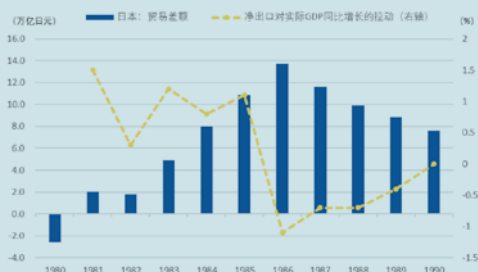
2. 加速的金融自由化和政府多种不适宜的政策组合加剧资金脱实向虚, 并造成日本资本资产泡沫快速积累

日元急速升值后, 日本政府通过一系列政策组合拳来缓解升值压力和促进经济增长: 一是通过全面降息的方式激发国内投资和消费活力。一方面, 在1986年1月—1987年5月短短1年多的时间内, 日本央行连续5次下调贴现率, 将贴现率从5%快速下调至战后最低水平2.5%, 下调幅度高达250个bp; 日本主要银行的长期贷款利率也由7.7%下降至4.9%, 这种短期内连续快速降息的宽松货币政策也成为了泡沫积累的主要推手。另一方面, 随着日本央行加码货币宽松政策, 日本的宏观杠杆率不断攀升, 1986—1990年间, 日本非金融企业杠杆率由116.9%大幅攀升至141.6%, 涨幅高达25个百分点; 同期, 日本居民杠杆率也由54.7%上涨14.8个百分点至69.5%, 杠杆率的大幅攀升成为日本资产和资本泡沫快速积累的主要原因。

二是1986年日本政府发布《前川报告》, 该报告重点提出了推动住宅和城市开发、推动地方政府基础设施建设、促进消费等内容。日本政府的刺激政策主要集中在需求端, 对于供给端的实体产业创新推动不足, 造成资金流入实体部门的收益率较低, 因此存在资金“脱实向虚”的问题。此外, 较低的长期贷款利率刺激了房地产的虚假繁荣, 1990年日本实际房价指数上涨至165.9, 较1980年上涨超过60%, 日本房地产泡沫不断累积。

三是加速日本金融自由化和资本市场开放。日本政

图1 1980—1990年日本贸易表现及对经济的拉动



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 1980—1990年日本主要出口行业的汇率底线



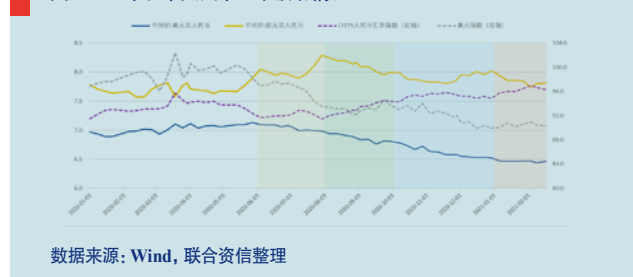
数据来源: 日本工商调查, 联合资信整理

府进行利率市场化改革、加速外资金融机构进入资本市场、放松直接投资限制以及逐步放松日本居民、非居民发行离岸日元债券的限制等举措,1986—1990年期间,日经指数由12881.5点大幅攀升至38915.9点,涨幅高达202%。1990年国际债券在日发行规模达到1.2万亿日元,较1987年增长近96%,加剧国际热钱流入日本资本市场。

3. 央行为缓和经济过热而急速加息,导致日本经济泡沫破裂并陷入“失去的十年”

在房地产和股市泡沫的支撑下,1988年日本实际GDP增速达到6.8%,创1973年以来新高。在此背景下,1989年5月日本央行为暂时缓和过热的经济,将贴现率由2.5%提升至3.25%,并于1990年8月上调至6.0%,在短短1年多时间提高350个bp。首先,日本央行提高贴现率和长贷利率,这种主动刺破股市巨大泡沫的行为导致国际游资迅速逃离,股价因此一泻千里,1990年10月1日,日经指数下跌至20000点以下,较1989年末的高点大幅回撤约50%。其次,热钱加速撤离直接戳破日本的地产泡沫,1991年后日本实际房价指数从高点转为下跌趋势,2000年日本实际房价指数下跌至127,较1991年高点下滑23%,随之而来的是地产商、建筑商以及上下游企业的接连倒闭。然后,股市和楼市的泡沫破裂导致信贷违约事件频发,金融机构不良贷款率迅速飙升,使得金融机构经营压力增大。最后,金融体系的灾难传导至实体经济,进而导致民众消费下滑、企业投资减少,因此日本经济增速快速下行,经济就此陷入“失去的十年”。

图3 2020年以来人民币汇率波动情况



二、2020年6月以来人民币汇率进入升值通道

2020年6月以来人民币汇率表现情况

以2020年6月1日为分界线,人民币兑美元汇率扭转前5个月的波动走跌趋势,转而进入升值通道。美元兑人民币的中间价由7.1316(2020年6月1日)一路波动下降至6.4565(2021年3月3日),在此期间人民币兑美元升值约10.5%;CFETS人民币汇率指数也由91.42(2020年7月31日)上涨至96.40(2021年2月26日),在此期间人民币汇率指数升值约5.3%(详见图3)。

具体来看,本轮人民币的升值过程可以分为四个阶段:

第一阶段,2020年6—7月人民币因美元走弱而升值。本阶段美元指数下跌5.0%,人民币兑美元小幅上涨2.3%,人民币兑一篮子货币CFETS指数表现平稳但略有贬值(-0.3%),说明本阶段人民币因美元下跌而被动升值,但人民币兑一篮子货币汇率整体保持平稳运行。

第二阶段,2020年8—9月人民币汇率实质性上涨。这一阶段随着中美关系得到阶段性缓和,美元指数企稳回升2.6%,人民币兑美元小幅上涨3.5%,人民币兑一篮子货币CFETS指数小幅上涨1.7%,主要货币欧元以及日元兑人民币汇率纷纷走跌,说明本阶段人民币汇率不同于第一阶段的被动性上涨而呈现主动上涨态势。

第三阶段,2020年10—12月人民币汇率再次因美元疲软而走强。因美国大选陷入胶着而导致美元指数波动下跌4.7%,相应人民币兑美元小幅上涨3.9%;本阶段人民币汇率波动呈现明显差异化特征,人民币兑一篮子货币CFETS指数仅小幅升值0.6%,但欧元以及日元兑人民币汇率涨跌互现,本阶段人民币汇率双向波动加剧,人民币升值压力主要来自于美元再次疲软。

第四阶段,2021年开年人民币汇率全线上涨。这一阶段人民币兑美元、欧元、日元以及一篮子货币均继续快速走高,其中CFETS人民币汇率指数走高至96.50(1月29日),创2018年6月以来新高;美元兑人民币的中间

价也走弱至6.4605, 较2020年6月初下跌9.4%。

本轮人民币汇率升值原因分析

1. 从经济基本面看, 中国经济率先复苏带动人民币汇率中期走强

在“疫情阻击战+经济保卫战”的策略配合下, 中国经济基本面领先于世界而复苏。从经济增速来看(详见图4), 由于疫情最先在中国暴发且较快得到有效控制, 而欧美疫情暴发时间相对滞后, 因此二季度中国实际GDP同比增速由负转正至3.2%, 而同期的美国实际GDP折年数同比增长-9.0%, 欧元区和英国的经济增速也分别陷入-14.8%和-10.3%的衰退中。此外, 中国全年实际GDP增速达到2.3%, 而美国(-3.5%)和日本(-1.2%)的实际GDP增速均为负增长, 中国成为唯一一个全年保持经济正增长的主要经济体。从经济景气程度来看(详见图5), 中国制造业PMI仅在2月份下跌至35.7, 3月份起均在荣枯线以上; 美国因采取隔离政策较晚而造成疫情防控周期延长, 3—5月美国的制造业PMI均低于荣枯线; 欧元区受全球贸易摩擦影响以及多次社交隔离拖累, 1—6月欧元区制造业PMI均位于荣枯线以下。因此, 2020年二季度以来国内基本面的较好表现给人民币汇率提供了重要支撑。

2. 从利差角度看, 中美利差走扩吸引大量投资资金进入, 助推人民币汇率持续走强

新冠疫情全球暴发后, 美国自3月以来美联储两次

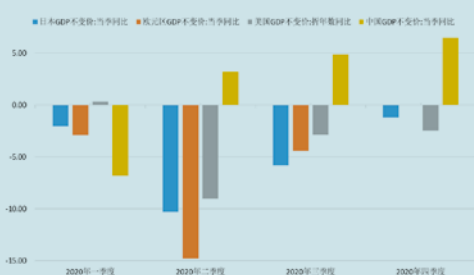
紧急下调联邦基金率合计150个bp至0%~0.25%区间, 并且取消资产购买上限推出“零利率+无限量QE”的政策组合, 同时通过多项流动性支持工具缓解由于美元流动性收紧而带来的“美元荒”行情。另一方面, 欧央行自3月起便持续加大货币政策宽松力度, 包括下调定向再融资操作利率(TLTRO III)、新增针对疫情再融资操作工具(PELTROS)以及扩大QE规模等。

与欧美的宽松政策不同, 我国央行总体采取了稳健中性的货币政策。随着中国疫情防控取得阶段性胜利, 二季度起央行逐步退出超宽松货币政策, 银行体系流动性从4月开始逐步趋于收紧, 银行体系流动性开始逐步收紧, 资金利率中枢出现显著抬升。这也导致国内债券利率与海外债券利率的利差持续扩大, 5月中旬起中美十年期国债利差攀升至200bp以上并持续走扩, 截至10月15日, 中美十年期国债利差跃升至249bp, 创2002年有数据统计以来的最高值(详见图6)。在此背景下, 境外机构为追求相对较高的收益持续买入中国债券, 自2020年5月起境外机构托管债券规模大幅攀升(详见图7), 2021年1月境外机构托管债券规模环比增长1719.3亿元, 这一增持规模打破了境外机构2017年有记录以来的最高增持规模, 反映出境外资金自2020年下半年以来大幅流入, 有力推动人民币汇率走强。

3. 从国际收支角度看, 中国资本账户和经常账户双顺差共同助推人民币汇率走高

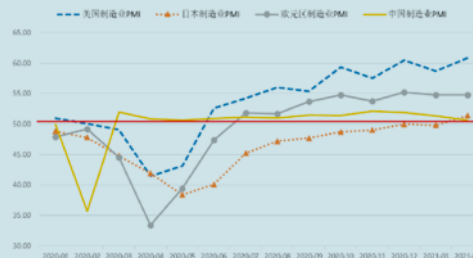
新冠疫情直接拖累中国的对外贸易表现, 一季度中

图4 2020年各主要经济体经济增速情况(单位: %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2020年以来各主要经济体经济制造业PMI(单位: %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

国经常账户余额转赢为亏并大幅下跌至-337.0亿美元。但二季度以来，中国国际收支在疫情之下逆势趋好（详见图8）。一是因为海外疫情反复暴发带动了全球防疫物资与“宅经济”的商品需求，但海外生产恢复速度慢于需求增长速度。与此同时，中国生产能力领先于其他海外经济体恢复，因此中国出口增长补齐全球供需缺口，二、三季度中国出口额占全球的份额分别达到16.7%和15.9%，同比提升3.6个和1.9个百分点，促成了中国外循环经济的形成。二是因为海外疫情严峻，导致国内居民的海外消费旅游需求大幅缩减，二、三季度中国旅游服务逆差分别为去年同期的38%和50%；二、三季度中国经常账户余额分别上涨至1101.7亿美元和922.3亿美元，前者创2008年以来新高。三是因为今年中国资本市场对外开放仍在扩大，明晟（MSCI）、富时罗素、标普道琼斯以及彭博巴克莱等国际主流指数相继将中国股票和债券纳入其指数体系，境外资金对基本面较好的中国资本市场兴趣浓厚。2020年三季度，中国直接投资和证券投资差额也分别上涨至250.9亿美元和439.1亿美元，均创年内新高。整体看，中国经常账户顺差以及金融账户下直接投资和证券投资均有所扩大，共同助推人民币汇率走高。

4. 从外部因素看，美元进入贬值周期导致人民币汇率承压

美联储为应对新冠疫情而推出了前所未有的货币宽松政策，从反映美元流动性的TED价差（3月期LIBOR与3月期美国国债利率之差，TED spread）来看，2020年3月27

日TED价差攀升至142个bp，说明市场陷入美元荒危机；之后在美联储的宽松政策下，11月9日TED价差大幅回落至9.5个bp，创近5年以来新低，表明市场上美元流动性存在过剩。因此，2020年3月下旬以来美元指数转升为降，12月31日美元指数下跌至89.9583，创2018年以来新低，市场对美元进入贬值周期的预期大幅攀升，美元走弱导致人民币汇率承压，是造成人民币升值的外部因素。

三、本轮人民币汇率升值与1985年日元升值的对比

人民币和日元升值的原因对比

1. 从升值背景看，日元升值受美国贸易摩擦影响较大，本轮人民币升值也不排除中美贸易关系变化所带来的影响

与日本的相似之处在于，中国也陷入与美国的贸易

图7 2018年以来境外机构托管债券增量情况



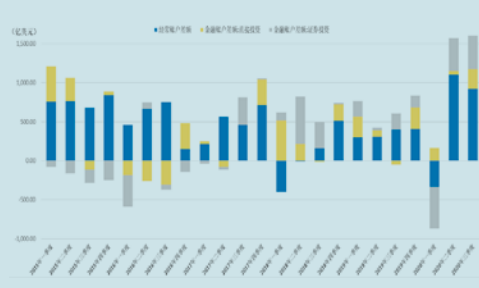
数据来源：Wind，联合资信整理

图6 2020年以来中美十年期国债利差



数据来源：Wind，联合资信整理

图8 2015年以来中国经常账户和金融账户差额情况



数据来源：中国外汇管理局，联合资信整理

摩擦之中。由于美国对华长期保持贸易逆差地位，2000年起美国对华贸易赤字逐步走扩，2017年12月美国对华贸易逆差已经达到308亿美元。为扭转美国贸易逆差局面，2018年起特朗普政府试图通过贸易摩擦的方式收取关税利益并鼓励制造业回流美国。但与日本的不同之处在于，2020年1月中美在白宫签署“第一阶段经贸协议”，美方承诺将取消部分对华拟加征和已加征的关税，并且会加大对中国输美产品关税豁免的力度，推动加征关税的趋势从上升趋势转向下降趋势，表明中美贸易摩擦进一步缓和。尤其是2020年末拜登政府上台后，对特朗普任职期间的诸多政策进行改革，有望对特朗普时期签署的所有和国家安全有关的措施进行全面评估审查，有助于缓和中美贸易关系，同时降低国际投资者的恐慌情绪，为人民币汇率走高提供一定支撑。

2. 从货币政策看，日本在广场协议后采取极端的货币政策，而中国则采取相对稳健的货币政策，有效防止因过度刺激经济而导致的脱实向虚局面

20世纪80年代日元大幅飙升后，日本经济陷入“失去的十年”，日本经济泡沫的破裂与日本政府采取极端的货币政策有直接关系。一是日本央行在日元大幅升值的背景下采取全面的快速大幅降息政策，在短短一年时间中5次下调贴现率并降至战后最低水平，这种急速的宽松政策直接造成市场流动性过剩。日本政府“大水漫灌”的货币政策只“放水”未“引流”，导致大量资金并未如日本央行的预期流入实体经济部门，而是流入股市和房地产市场。二是在宽松货币政策的刺激下，央行并未对企业部门和居民部门的杠杆率进行控制，导致日本宏观杠杆率在连续降息后达到顶点，形成债务推动型经济虚假繁荣局面，进一步催生泡沫经济形成。三是央行后期急速回归货币政策正常化而刺破股市和楼市泡沫，从而使经济陷入衰退困境。

与日本央行的极端货币政策不同，中国央行采取较为稳健中性的货币政策。新冠疫情暴发后中国央行并未直接下调基准利率，而是通过组合拳的方式间接调节经

济。通过降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具，共推出9万多亿元货币支持措施，引导中期借贷便利和公开市场操作中标利率下降30个基点。在疫情得到明显控制后，中国央行货币政策边际收紧态势明确，6月以来市场利率持续上行，DR007由前期1.5%左右的中枢升至2.0%附近，10年期国债收益率更是一度突破2.9%。不难看出，中国的货币政策更加稳健中性并及时根据疫情做适度调整，尤其是2016年起中国政府已经开启房地产去杠杆之路，而本次新冠疫情救市也对房地产行业采取严格的借贷管控政策，并未出现日本过度刺激经济而导致的脱实向虚局面。

3. 从金融自由化角度看，日本因过快开放资本账户而造成大量短期热钱涌入，中国则采取渐进式稳步开放政策，国际资金对中国资本市场的冲击有限

金融自由化是促成日本20世纪80年代日元升值飙升、经济泡沫破裂以及金融风险加剧的主要推手。20世纪80年代以前，日本对金融业的准入、金融机构业务范围、金融业价格竞争以及国际资本流动等实行严格管制。但是在签订《广场协议》后，日本在美国的压力下加快推进金融自由化，放开外汇交易管制。金融自由化压缩了国内金融机构的盈利空间，加剧了金融机构间的放贷竞争，从而使得金融机构转向风险收益更高的领域。但是，由于国内金融体制尚未实现有效改革以及利率市场化和金融改革滞后，加之央行又采取极端的货币宽松政策，导致短期热钱纷纷流入地产和股市，进一步催生各部门的杠杆率，投资人对日元需求也急速攀升，最终导致日元大幅升值、日本虚拟经济泡沫破裂、实体经济停滞不前并陷入“失去的十年”。

与日本相比，中国虽然实现了经常项目下的人民币可兑换，但对资本项目下的资本流动均存在一定限制，因此中国资本市场的外资参与程度和对外开放程度有限，目前中国资本市场的开放仍然以QFII和RQFII的“管道式”为主，虽然QFII、RQFII的投资范围已于2020年11月起全面放开，但2020年12月QFII的投资额仅为1162.6亿



美元，国际资金流入依旧较少且对中国资本市场的冲击有限。此外，中国政府采取扩大金融业改革开放、人民币汇率市场化改革、减少资本管制三管齐下的方法，有效保证了中国金融市场的渐进式稳步开放。

4. 从房地产调控政策看，日本对房企信贷资金的弱监管推动了房地产泡沫的产生，中国则坚持“房住不炒”总基调不变，对“需求端”“供给端”进行全面管控

20世纪80年代，持续低利率和日元升值导致大量资金流入日本房地产市场，而日本弱监管的住房金融体系是造成房地产泡沫的重要原因。在金融脱媒的压力下，银行抢占了原本属于住宅金融专业公司的个人住房贷款市场份额，导致住宅金融专业公司转向高风险高收益的房企融资。1990年日本发布的《关于控制土地相关融资的规定》并未限制住宅金融专业公司和农林系统金融机构，住宅金融专业公司得以继续为房企输送了大量信贷资金，推动房地产泡沫。

与日本相比，为了稳定房地产市场，2016年10月起，中国重点城市陆续颁布房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整，年底的中央经济工作会

议首次提出“房住不炒”。近年来，中央政治局会议多次强调坚持“房住不炒”、因城施策，落实房地产长效管理机制。2020年疫情暴发后，政府再次重申坚持稳地价、稳房价、稳预期，将“房住不炒”列入“十四五”规划纲要草案。2020年8月，央行、住建部等提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，要求设立“三道红线”，分档约束房企的新增有息负债比例。2020年12月底，央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档设定房地产贷款集中度管理要求。从调控脉络上看，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，更从需求端调控政策转向供给端调控，对房企融资渠道进行全面管控，严防信贷资金过度流入房地产领域，保障房地产市场健康发展。

2021年人民币汇率走向预测

从人民币信用环境看，央行在2020年四季度中国货币政策执行报告中强调，坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性方向，应对高度不确定的形势，要灵活把握货币政策调控的力度、节奏和重点。可以推断出2021年货币政策正常化还会持续推进，“紧平衡”仍然会是流动性的主基调，预计货币超发将在2021年得到一定缓解。另一方面，2021年随着货币和财政政策向常态化收敛，政府债券与企业债券发行增量都将下降，企业中长期贷款增量大概率将低于2020年水平，因此2021年新增社融增速将较2020年回落是大概率事件。因此，人民币流动性收紧以及信贷杠杆下降为人民币币值走高提供一定支撑。

从国际贸易角度看，预计2021年上半年出口形势总体预期比较乐观，加上国际资本继续流入内地资本市场，人民币还有升值压力。从中长期看，外汇管理部门将继续采取措施鼓励跨境资金双向均衡流动，有助于人民币汇率水平总体稳定，预计人民币对美元汇率将在合理均衡水平上保持升值态势。

从外部环境看，受新冠疫情影响，美联储在上半年

内回归货币正常化的可能较低，存在美元疲软以及人民币走强的政策基础。但值得注意的是，由于美联储的货币政策空间有限，美元指数难现过去持续、大幅的贬值行情，而是随着全球基本面调整而加剧人民币汇率的双向波动。如果拜登严控疫情政策以及全民疫苗注射的作用显著，预计2021年下半年美国经济反弹动能较非美发达国家更强，因此美元存在温和上涨可能，而人民币汇率被动升值压力将有所缓解。

整体看，2021年人民币汇率存在一定升值基础，但考虑到美元有望在下半年温和走强，下半年人民币汇率升值幅度或将有所收窄，整体升值势有望趋于缓和，全年人民币汇率区间预计会位于6.2~6.4之间。

本轮人民币升值可能产生的影响分析

1. 从国际贸易角度看，人民币升值走强可能会收窄2021年中国贸易顺差

日元升值对高技术产业升级造成一定抑制，持续走高的日元汇率压缩了日本汽车、电子以及钢铁等企业的生存空间，导致大量企业及相关产业链向外转移，阻碍国内产业升级和供应链完整。而本轮人民币升值可能会对中国2021年的全球出口造成一定影响，而人民币升值带来的不利影响存在时滞效应，一般是两个季度左右，因此2020年下半年起人民币升值的时滞效应可能会在2021年开始发生作用。预计2021年我国货物贸易顺差将收敛至4830亿美元，占GDP比重约为2.6%；经常账户余额相当于GDP的比重可能会小幅回落至0.7%，较2020年回落0.6个百分点，因此人民币升值走强可能会收窄2021年中国贸易顺差。

2. 从FDI角度看，人民币升值走高可能加速国内中低端产业转移和高端产业升级

新冠疫情暴发后，各国政府均采取限制国际人员和物品流动的隔离举措，阻碍了原材料、中间投入和最终产品等各个环节的供应，直接影响跨国公司在全球范围内的经营活动。根据联合国贸易和发展会议（UN-CTAD）

数据显示，2020年全球FDI流量同比大跌42%，跌幅超过2008年全球金融危机。虽然人民币币值在下半年升值约10%，但中国经济率先复苏成为吸引外资流入的主要动力，2020年中国FDI流入逆势增长4%至1630亿美元，反超美国、欧盟和东盟，成为全球第一大FDI流入目的地，说明币值成本上升对FDI流入影响较小。从外资流入结构看，虽然整体制造业直接投资下降，但主要是低附加值的产业存在转移压力，高附加值的高技术产业吸引力反而显著增加。根据中国商务部的数据，2020年高技术产业吸收外资增长11.4%，高技术服务业增长28.5%。中国在高技术产业和数字经济发展方面具有后发优势，吸引外商投资竞相涌入。因此，本轮人民币币值走高有望倒逼国内产业结构升级并加速布局海外价值资产。

3. 人民币升值预期抬升，有利于提振境内主体发行中资美元债的动力

2020年下半年以来海外疫情持续暴发，而中国疫情得到控制且复工复产显著提速，成为全球唯一实现正增长的主要经济体。同时，受美元指数走弱以及疫苗进展等抗疫积极因素推动，国际投资者风险偏好开始逐步修复并重新布局新兴市场。2020年下半年，国际资本流入新兴市场总额达到1596亿美元，其中流入债市约888亿美元，较上半年增长64%，这进一步助推人民币汇率开启了一轮快速升值过程。2020年全年人民币兑美元累计升值近10%，当人民币处于升值周期时，发行美元债将增加中资发行主体的人民币资产价值，同时能够降低美元负债成本，有利于企业优化资产负债结构，降低企业的融资成本，提升企业融资能力，人民币升值预期也提高了发行主体的发行意愿，推升了市场热情，有助于中资美元债发行市场的加速恢复。

4. 外资机构增持人民币资产，有助于加速中国资本市场和人民币国际化的进程

伴随着人民币汇率走强以及资本账户管制放松，外资机构加大增持人民币资产力度，人民币汇率与资本市场国际化之间的关系日渐密切。从股票市场看，人民

币汇率走高吸引境外投资者参与程度不断加深。2021年1月深港通和沪港通平均每日流入金额分别达到390.8亿元和309.1亿元，均创有数据统计以来新高。当前外资持有市值已经高达3.5万亿元，占A股流通市值的比重上升至4.4%，而中国股市总市值达到79.7万亿元，创历史新高。从债券市场看，我国率先复产复工以及货币市场流动性率先收紧致使中美利差持续扩大，10年期利差来到历史高位250bp水平，截止2020年12月，境外机构的债券托管规模已经达到2.9万亿元，存托规模创历史新高。2020年3月中国国债正式纳入摩根大通指数也带来主被动资金流入，2021年10月开始中国国债将正式纳入富时

罗素全球国债指数 (WGBI)，根据跟踪该指数的资金规模 (约2.5万亿美元) 以及人民币债券纳入权重 (预计约5%) 估算，有望带来约1250亿美元增量的被动资金。人民币国际化方面，新冠疫情对国际金融市场造成严重冲击和深刻影响的同时，人民币汇率稳定上涨，中国金融市场甚至成为全球资本的避风港。此外，美联储自3月大规模放水后，美元国际支付的市场份额有所下降，截至2021年1月，美元国际支付的市场份额下降至38.3%，较2019年12月下降约4个百分点；同期，人民币国际支付市场份额上升0.5个百分点至2.4%，推进人民币国际化的时机已经成熟。■

区域信用风险系列研究之一

——31省财政收支情况分化，部分区域收支矛盾突出

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

2020年，全国财政收支矛盾进一步突显，特别是相较于中央财政而言，地方财政在阶段性减税降费政策的影响下持续偏紧。

具体看，2020年，全国31省一般公共预算收入规模主要集中在1500~5000亿元，西北及东北地区大部分省份财政收入处于全国较低水平，西南地区的云贵两省及广西财政收入虽处于中下水平，但由于财政支出规模较大，整体财政自给率位列全国末段，财政收支矛盾程度同西北及东北地区相当。

2020年，各省一般公共预算支出持续扩张，各项支出中一般债券本金支出的占比集中于5~8%，较2019年进一步提高。2020年是全面实行地方政府债发行以来第一个集中兑付年份，随着未来各地债券集中到期，各省

地方政府债还本支出占比将进一步提升，对其他公共财政支出项形成一定制约。

2020年，亦是“十三五”收官之年，各省一般公共预算收入年均复合增速的中位数为2.61%，增长幅度较小，各省财政自给率中位数亦较2016年下降10.47个百分点至38.26%。除传统认为财政实力较弱且财政自给率较低的西北、东北及西南云贵等区域外，“十三五”期间，天津及重庆财政收入增速低于全国水平且自给率降幅较大，财政收支矛盾较“十三五”期初更为突出。

2021年，宏观政策注重连续性、稳定性，财政赤字规模较2020年小幅回落但仍高于2019年。2021年地方财政收入主要为恢复性增长，预期较疫情前水平增幅不大。在财政支出总量保持一定力度的同时，地方政府将

通过压减一般性支出保障民生相关支出力度，但预期结构性调整空间有限，地方财政收支矛盾依旧突出。同时，中央将进一步增加对困难区县的直达资金支持力度，化解尾部区域信用风险，避免系统性信用风险的发生，但部分财政收支矛盾突出且债务负担较重的区域，经济环境不佳且对企业外部支持能力减弱，因此仍需关注上述区域内企业的信用风险。

一、全国财政收支情况

2009年至今，我国已实行11年积极的财政政策，对于经济发展起到了重要作用，但由此带来的财政收支¹矛盾不断加深，财政赤字和债务规模加速扩大。2020年，面对新冠疫情对中国经济社会的负面影响，宏观政策发挥了逆周期调节、托底经济、稳定社会的重大作用，积极的财政政策发挥了更加积极有为的财政效力，制定出台了扩大财政赤字、发行抗疫特别国债、新增地方政府专项债券等一揽子政策举措。但随之而来的是我国财政收入进一步下滑，收支矛盾愈加突出。

2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.93%，一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长

2.81%（详见图1），收支差额6.27万亿元，同比增加1.42万亿元，呈现加速增长的趋势。随着经济增速放缓，我国财政收支矛盾日益凸显，叠加新冠疫情导致企业经济运营部分时段停摆，政府主要税源增值税、企业所得税及消费税等短收，与此同时，“六保”“六稳”政策下推升财政支出规模，使原本就紧张的地方财政承受了更大的压力。

分层级看，中央与地方财政收支差异较大，基于现行的财税体制，近20年来，中央财政收支差额持续为正，而地方财政收支差额持续为负且不断扩大（详见图2）。在当前宏观经济增速换挡的情况下，我国财政赤字持续提高，由于财政政策往往具有滞后性和惯性，财政支出需更注重结构的优化。同时，我国预期内的人口老龄化还进一步推升地方财政在社保、教育、医疗等领域的刚性支出，在地方政府“财权小，事权大”的背景下，地方财政收支压力加速增大。

二、地方政府财政收支情况比较

地方政府一般公共预算收入情况

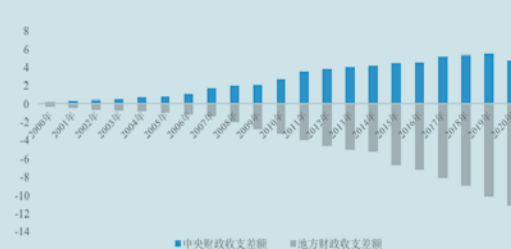
2020年，多数省份一般公共预算收入集中于1500~5000亿元，其中广东省以超万亿的水平保持绝对

图1 全国一般公共预算收支及增速



注：2019年及以前为决算数，2020年为预算数，下同
资料来源：Wind，联合资信整理

图2 中央与地方财政收支差额（单位：万亿元）



资料来源：Wind，财政部官网，联合资信整理

¹ 本文财政收支差额指一般公共预算收支差额，下同。

优势，“长三角”财政收入多且各区发展均衡，1500亿元以下的省份集中于西北及东北地区，财政实力薄弱。

2020年，各省一般公共预算收入规模差距仍较大，根据一般公共预算收入规模划分，大致可将全国31个省份划分为六档（详见表1），其中广东省仍是全国唯一超万亿元的省份，财政实力强劲。有11个省份的一般公共预算收入处于1500~3000亿元，6个省份收入处于3000~5000亿元，一般公共预算收入1500~5000亿元是较为集中的收入水平。

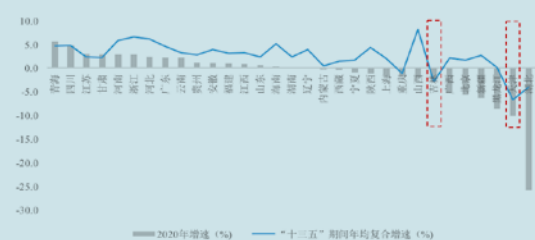
分地区看，“长三角”江浙沪三省一般公共预算收入均大于5000亿元，加上后期加入的安徽省（3216亿元），整体地方政府财政实力强且各区较为均衡。“京津冀”地区整体财政实力也较强，只有天津（1923亿元）财政实力较为薄弱。一般公共预算年收入低于1500亿元的省份包括西北地区的甘肃、宁夏、青海和西藏，东北地区的黑龙江及吉林，以及新疆和海南，地方公共财政收入规模均较小。

2020年，全国近半数省份一般公共预算收入下滑，其中天津、重庆、吉林在“十三五”期间年均复合增速为负，2020年的收入下滑不仅是由于疫情对供给和需求的冲击，亦受到近年实施的减税降费及核心产业增长乏力

等因素的影响较大。2020年各省一般公共预算收入增速中位数为同比增长0.1%，增速下滑的省份有14个（详见图3），其中湖北、北京、新疆、黑龙江等地疫情集中爆发面积较大，受到的负面影响相对较大；另外，受近年推行的减税降费政策以及部分核心产业增长乏力等因素影响，重庆、吉林、天津等地“十三五”期间年均复合增速均为负增长。

“十三五”期间，山西、安徽等地财政收入排序上升较多，天津、湖北、重庆排序下降较多，财政收入增长动力不足。2020年是“十三五”规划期间的收官之年，对比2016年，部分省份一般公共预算收入规模在全国的排序有所变动（详见图4），代表着当地经济主体的综合实

图3 各省一般公共预算收入增速



资料来源：Wind，联合资信整理

表1 2020年各省一般公共预算收入（单位：亿元）

10000以上		5000~10000		3000~5000		1500~3000		500~1500		500以下	
广东	12922	江苏	9059	四川	4258	辽宁	2656	新疆	1477	宁夏	419
—	—	浙江	7248	河南	4155	湖北	2512	黑龙江	1153	青海	298
—	—	上海	7046	河北	3826	江西	2508	吉林	1085	西藏	221
—	—	山东	6560	安徽	3216	山西	2297	甘肃	875	—	—
—	—	北京	5484	福建	3079	陕西	2257	海南	816	—	—
—	—	—	—	湖南	3009	云南	2117	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	重庆	2095	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	内蒙古	2051	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	天津	1923	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	贵州	1787	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—	广西	1717	—	—	—	—

资料来源：Wind，联合资信整理

力和居民的社会水平在变化。“十三五”期间，山西省一般公共预算收入名次上升幅度最大，2020年较2016年上升6名，主要受益于煤炭行业供给侧改革红利，安徽、福建和辽宁均上升3名，地区财政收入规模提升较快。名次下降方面，“十三五”期间，天津一般公共预算收入排序下滑10名，湖北和重庆分别下滑5名和4名，财政收入增长动力不足。

地方政府一般公共预算支出情况

2020年大部分省份一般公共预算支出维持扩张态势，但增速普遍低于“十三五”期间年均复合增速，支出增速呈下降态势。2020年，一般公共预算支出增速中位数为3.71%（详见图5），其中除了天津（-10.18%）、北京（-3.63%）、贵州（-3.35%）和上海（-0.94%）的一般公共预算支出同比下降外，其余省份均呈增长态势。“十三五”规划期间，各省一般公共预算支出年均复合增速中位数为5.69%，五年间呈现前高后低格局，主要系各地区贯彻执行优化财政支出结构，树立过紧日子的思想，严格压缩一般性支出，加大对重点领域支持力度，提高资金配置效率等精神指示²，压减不必要的财政支出，带动2019

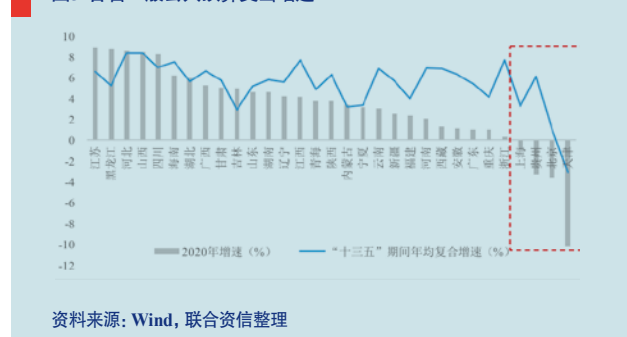
年以来各省一般公共预算支出增速多呈下降态势，以积极应对经济增速换挡、收支矛盾突显等问题。

2020年，各省一般公共预算支出中用于偿还一般债券本金的占比集中于5%~8%，较2019年进一步提高。2020年是全面实行地方政府债发行以来第一个集中兑付年份，随着未来各地债券集中到期，各地债券还本支出占比将进一步提升，对其他公共财政支出项形成一定制约。由于2015年是我国地方政府债券实现全面发行的第一年，其中5年期债券发行占比较高，2020年进入政府债券集中兑付年份，各省一般债券还本支出占该省一般公共预算支出的比例持续提升（详见图6）。其中占比最高的省份分别为辽宁（14.63）、贵州（13.62%）和内蒙古（13.21%），较2019年增幅也高于平均水平，三地也相继发生城投信用风险事件，特别是非标产品的违约。其余省份的一般债券还本支出占比集中于5%~8%。随着地方政府财政收支紧张程度的加深以及地方政府债务显性化的推进，地方政府债券成为弥补财政收支差额的工具之一，地方政府债券限额连年提升，2021年地方政府债券还本支出较2020年进一步上升，一定时期内，在地方政府一般预算支出中的占比或将持续提高。

图4 “十三五”规划期间一般公共预算收入排序变动名次



图5 各省一般公共预算支出增速



² 2017年12月，中央经济工作会议指出“积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理”。

地方政府财政收支差额与财政自给率

2020年, 地方财政收支差额进一步扩大, 地方各省财政自给率集中于35%~45%, 除湖北、天津和安徽外, 其余省份财政自给率较2019年变动不大, 约下滑1~2个百分点。“十三五”期间, 受减税降费政策影响, 31省财政收支差额整体增长近五成, 各省财政自给率下降幅度较多, 其中湖北、江苏、重庆、天津降幅显著。

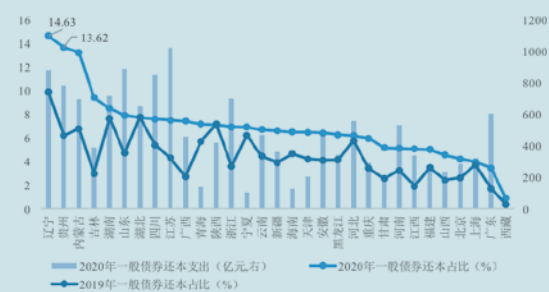
2020年, 除浙江、贵州和广东外, 各省财政收支差额持续扩大(详见图7), 四川、河南等人口大省, 财政收支差额分别位列一、二。“十三五”期间, 31个省财政收支差额整体增长近五成, 地方财政收支矛盾进一步凸显。

2020年, 我国各省财政自给率中位数为38.26%, 同比下降20.94个百分点(详见图8), 随着阶段性减税降费措施

的推进以及增值税留底退税规模超预期等原因, 地方财政紧张局面进一步加剧。具体看, 北上广财政自给程度最高, 江浙随后, 天津、福建及山东财政自给率亦在60%左右, 整体自给能力较强, 其中天津虽然财政收入下滑, 但也相应缩减财政支出, 财政自给程度仍位列全国前列。多数省份财政自给率处于35%~45%, 低于30%的省份中以西南、西北和东北为主, 其中西北及东北省份财政收入规模小, 财政自给率低更多是收入端的原因, 而西南省份及广西财政收入规模处于全国中等水平, 但财政支出相对规模较大, 财政自给率低更多是支出端的原因。

从财政自给率变动情况看, 2020年, 湖北、天津财政自给率下降最多, 分别为13个百分点和8个百分点, 大部分省份仅下滑1~2个百分点(详见图9)。从整个“十三五”规划期间看, 各省地方财政平衡能力均呈减弱趋势, 其中湖北、江苏、重庆、天津财政自给率下滑幅度较大, 超过10个百分点, 地方财政紧张程度加深。

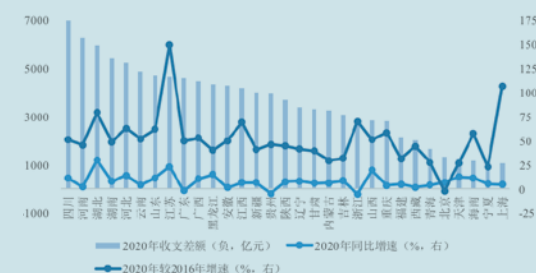
图6 一般债券还本支出及占比



注: 1. n 年一般债券还本支出 = n 年一般债券发行额 - (n 年一般债券期末余额 - ($n-1$)年一般债券期末余额); 2. n 年一般债券还本占比 = n 年一般债券还本支出 / n 年一般公共预算支出 * 100%

资料来源: Wind, 联合资信整理

图7 财政收支差额与增速



资料来源: Wind, 联合资信整理

三、2021年地方政府财政收支情况预测

2021年3月5日, 国务院总理在政府工作报告中指出, 2021年宏观政策要保持连续性、稳定性和可持续性, 促进经济运行在合理区间。宏观政策要继续为市场主体纾困, 保持必要支持力度, 不急转弯, 根据形势变化适时调整完善, 进一步巩固经济基本盘。

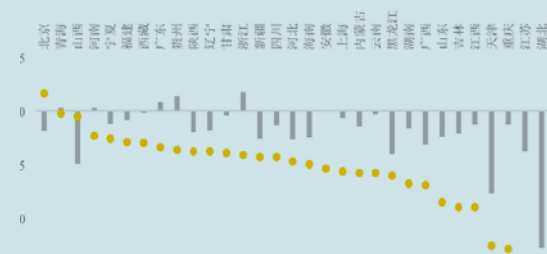
2021年财政收入较疫情前水平增幅或较低, 刚性支

图8 各省财政自给率



资料来源: Wind, 联合资信整理

图9 “十三五”期间各省财政自给率变化情况(单位:百分点)



资料来源: Wind, 联合资信整理

出压力仍旧较大, 地方政府财政收支矛盾依旧突出。政府工作报告指出, 2021年积极的财政政策要提质增效、更可持续。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复, 今年赤字率拟定3.2%左右, 较2020年的3.6%回落0.4个百分点。预算赤字3.57万亿元, 较2020年的3.76万亿元小幅回落, 但仍高于2019年的2.76万亿元。2021年不再安排抗疫特别国债(2020年发行1万亿元特别国债), 预期动用历年结余资金等规模缩减, 加之财政收入增长主要来自同比恢复性增长, 因此财政收入较疫情前水平或增幅较低。由于财政政策注重更可持续, 将进一步向可持续发展方向倾斜,

教育、文体、社保及医疗的刚性支出需求仍旧较大, 预期地方财政收支矛盾依旧较重。

在全面落实过紧日子的要求下, 一般性支出将进一步压减, 但压减空间有限。根据2020年财政政策执行报告, 中央本级非急需非刚性支出压减50%以上, 并指导地方和部门进行了压减工作, 规范地方压减一般性支出的口径和范围, 压减力度前所未有的。预期2021年地方政府一般性财政支出将继续压减, 但由于该政策已执行多年, 且非急需非刚性支出规模较小, 因此压减空间有限。此外, 财政体制改革在财权、事权责任划分中存在一定的不匹配, 地方财政支出压力无法得到根本缓解。

鉴于一些地方财政收支矛盾突出, 在防风险、稳杠杆的基调下, 中央将进一步加大对地方的转移支付力度, 特别是向中西部和困难地区的市县, 通过财政资金直达机制、债券置换建制县隐性债务等方式, 防范和化解尾部区域信用风险, 但对于部分财政收支矛盾突出且债务负担较重的省份, 经济及金融等外部环境不佳, 且政府部门的外部支持能力减弱, 因此仍需对上述区域内的企业予以必要关注。///



地方资产管理公司发债及信用评级情况分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 卢芮欣 刘 嘉

地方资产管理公司2018年以来在债券市场的融资大幅增长，行业整体评级率约50.00%，整体级别较高，未来参与评级和资本市场融资的地方资产管理公司或将进一步扩容。企业规模指标和杠杆指标整体上存在一定程度的级别对应梯度关系；股东背景是地方资产管理公司政策属性的直观体现，国有背景的地方资产管理公司主体级别普遍较高；不良资产主业占比偏低的企业或存在更大经营风险，从而可能影响其信用级别。

一、地方资产管理公司发债和评级情况

截至2020年8月末，一共有57家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司。根据公开资料，2021年2月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，地方资产管理公司数量增至58家。

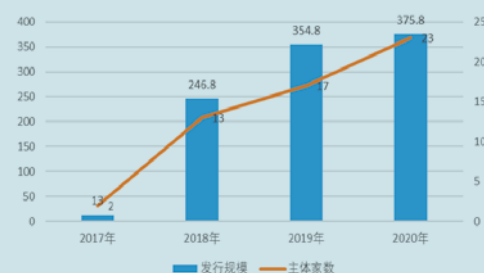
从行业发债情况来看，本文统计了2016年以来债券市场上地方资产管理公司发行债券和债务融资工具情况，2016年未有地方资产管理公司发行；2017年仅有2家地方资产管理公司发行，规模共13.00亿元；2018年发行规模激增至246.80亿元，之后2019年、2020年发行规模同比分别增长43.76%和5.92%，2020年发行规模为375.80亿元，当年发行的地方资产管理公司主体家数也增至23家（详见图1）。不良资产业务与商业银行不良贷款规模基本正相关，随着2018年宏观经济下行、全行业“去杠杆”等的影响，不良资产融资需求与不良资产规模同步扩张。从发债期限上来看，因不良资产业务周期较长，地方资产管理公司发债期限普遍偏长期，主要为3~5年

期，票面利率区间3.10%~7.50%；但近年也逐渐开始有地方资产管理公司发行1年及以内的短期限债券品种来缓解流动性，2019年有2家发行短期品种，2020年增加至7家，短期品种的票面利率区间2.20%~5.00%。

从行业评级情况来看，2019年以来市场上有公开主体级别的地方资产管理公司共29家（统计截至2021年1月末），其中有17家主体信用级别为AAA，10家主体信用级别AA+，1家主体信用级别AA，1家主体存在信用级别差异（系河北省资产管理有限公司，以下简称“河北省资管”，AA+中诚信/AAA大公），整体AAA级别的主体家数占有级别主体的比重达60.71%。按照58家地方资产管理公司计算，行业整体评级率50.00%，随着企业的发展和融资需求的增加，未来参与评级和资本市场融资的地方资产管理公司或将继续扩容。

从行业信用级别调整情况来看，从2018年1月1日至2021年1月末，未有主体级别被下调的地方资产管理公司，有1家地方资产管理公司的主体级别从AA+被上调至AAA（详见表1），系光大金瓯资产管理有限公司，其

图1 地方资产管理公司发债情况（单位：亿元、家）



资料来源：Wind，联合资信整理

表1 香港住房市场历史发展脉络

企业名称	变动时间	变动前	变动后
光大金瓯资产管理有限公司	2020.06.30	AA+	AAA
华融晋商资产管理股份有限公司	2020.12.31	AAA	列入观察
中原资产管理有限公司	2021.01.22	AAA	列入观察(可能被下调)

资料来源: 联合资信整理

主体评级被上调原因是该公司在集团战略定位中有重要意义, 且对资本金提升有明确的安排, 预计未来公司资本实力将进一步增强。此外, 华融晋商资产管理股份有限公司被列入评级观察, 主要系该公司所持有的资产涉及重大诉讼, 未来涉诉资产对公司风险管理、流动性、盈利能力和短期偿债压力等多方面可能产生影响; 中原资产管理有限公司被列入可能下调的观察名单, 原因是该公司外部融资环境有所恶化, 且未来三个月债务规模较大, 流动性趋于紧张, 叠加企业自身盈利下滑, 均对其信用状况产生不利影响。

二、评级企业主要指标分析

以下主要分析2019年以来有评级结果的地方资产管理公司的主要指标, 其中财务数据和相关指标的分析剔除了上海国有资产经营有限公司和辽宁省国有资产经营有限公司(以上两家为综合性国有资产经营公司, 被政府授权可经营资产管理公司业务, 资产管理公司业务

在该两家企业中占比不大, 整体数据和其他地方资产管理公司可比性较差), 剩余样本企业27家。

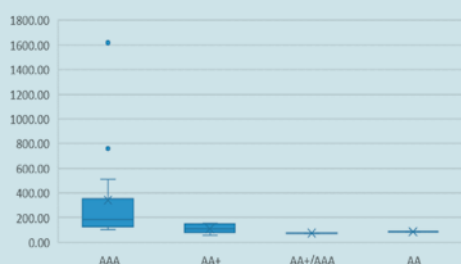
规模指标分析

从样本企业资产规模来看, 截至2019年末, 主体AAA级别资产规模最大值1619.19亿元、最小值106.74亿元、平均值379.69亿元; AA+级别企业中, 资产规模最大值154.39亿元, 最小值57.08亿元; 存在级别差异的河北省资管, 其资产规模为74.21亿元; AA级别仅有一家企业, 其资产规模为86.34亿元, 高于AA+级别最小值(详见图2)。

从所有者权益来看, 截至2019年末, AAA级主体中, 所有者权益最大值480.59亿元, 最小值30.70亿元。AA+级别主体的所有者权益最小值为18.50亿元, 同时, AA+级别中有7家企业的所有者权益均高于AAA级别最小值(详见图3)。

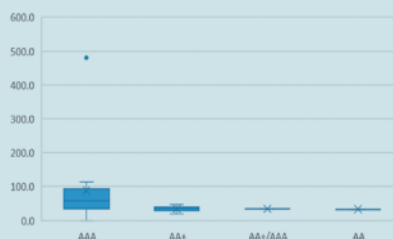
从营业收入和利润总额来看, 2019年, 地方资产管理公司中, AAA级别主体的营业收入和利润总额最大

图2 地方资产管理公司样本企业2019年末资产规模分布(单位: 亿元)



注: AA+/AAA系同一主体(河北省资管)市场级别存在差异
资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 地方资产管理公司样本企业2019年末所有者权益规模分布(单位: 亿元)



注: AA+/AAA系同一主体(河北省资管)市场级别存在差异
资料来源: Wind, 联合资信整理

值分别为54.55亿元和11.61亿元，AA+级别主体中有2家企业的营业收入和利润总额在AAA序列中能排到靠前位置（详见图4）。AA级唯一主体的营业收入和利润总额已达AA+收入和利润水平。值得指出的是，地方资产管理公司对不良资产业务的收入确认方式存在差异，目前普遍有全额法和净额法2种，导致收入指标差异可能较大，可比性不强，但利润指标的可比性较好。

财务比率指标分析

从盈利指标来看，AAA级别的地方资产管理公司因资产、资本金规模较大，盈利指标表现普遍不及AA+企业（详见图5）；存在级别差异企业的盈利指标可落于AAA级别区间；AA级别的唯一主体因其民营背景对资本运营效率要求等相对较高，其盈利表现明显优于AAA级别企业。

从杠杆指标来看，AAA级别地方资产管理公司的资产负债率和全部债务资本化比率的区间上下线均高于AA+企业；存在级别差异企业和AA级别企业的整体杠杆水平较低（详见图6）。这种现象主要源于地方资产管理公司一般被银行等金融机构视为非金融企业，较金融企业可获得的融资在规模、成本、便利性等方面均有一定差距，因此融资瓶颈一直是地方资产管理公司行业性的普遍难题；而AA+及以上的高级别主体更易获得银行等授信机构的认可和资本市场的融资渠道，其具有的融

资便利使高级别主体更容易实现加杠杆的需求。

股东背景分析

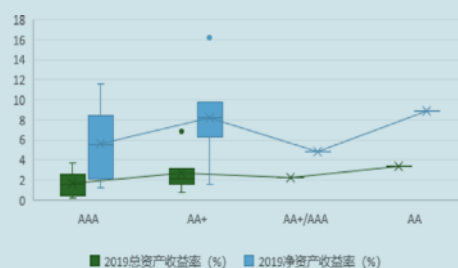
从企业股东背景来看，有公开级别的29个样本企业中，国有控股背景的25家、民营控股背景的2家、混合制2家（详见表2）。其中，国有背景分布在AAA和AA+级别，且以AAA为主；民营背景样本较少，暂无AAA级别出现；无控股股东的混合制背景企业样本较少，目前均为AAA，且该两家企业的主要股东也均为央企和地方国企。

表2 地方资产管理公司样本企业2019年末股东背景分布

项目	国有	民营	混合制	合计
AAA	15		2	17
AA+/AAA	1	--	--	1
AA+	9	1		10
AA	--	1	--	1
合计	25	2	2	29

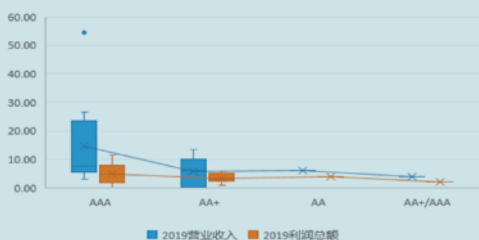
注：AA+/AAA系同一主体（河北省资管）市场级别存在差异
资料来源：wind，联合资信整理

图5 地方资产管理公司样本企业2019年度盈利指标分布



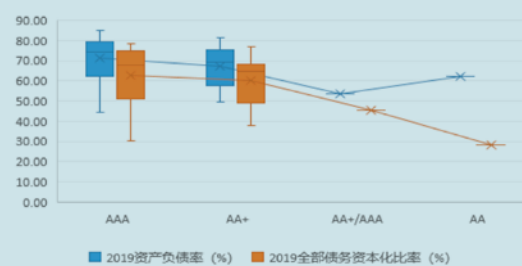
注：AA+/AAA系同一主体（河北省资管）市场级别存在差异
资料来源：Wind，联合资信整理

图4 地方资产管理公司样本企业2019年度收入和利润规模分布（单位：亿元）



注：AA+/AAA系同一主体（河北省资管）市场级别存在差异
资料来源：Wind，联合资信整理

图6 地方资产管理公司样本企业2019年末杠杆指标分布



注：AA+/AAA系同一主体（河北省资管）市场级别存在差异
资料来源：Wind，联合资信整理



从样本企业净资产的区间分布来看，整体上存在一定程度的级别对应梯度关系（详见表3），且同一级别中，国有背景企业的净资产最小值显著低于民营和混合制企业，主要原因是目前市场上对地方资产管理公司评定级别的核心基础逻辑是地方资产管理公司在化解地方不良资产、维护地方金融稳定方面承担着一定的社会责任，其所具有的政策性意味着地方资产管理公司在遭遇极端不利情况或债务危机时可能获得政府的扶持和救助，而国有股权比例是政府扶持可能性的直接体现因素之一。

主营业务分析

近年来，部分资质较好的地方资产管理公司逐渐尝试通过资本市场发债进行融资，拓宽了融资渠道，但多数地方资产管理公司的融资仍依赖于银行借款，或股东及关联方等提供的企业借款。目前市场上地方资产管理公司的债券融资成本约3.10%~7.50%，而四大资产

管理公司的类似债券融资成本约2.85%~4.50%，相比四大资产管理公司而言，高主体信用级别并没有为地方资产管理公司节约太多的财务成本。较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方资产管理公司倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方资产管理公司设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等短平快的非主营业务。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；从可获得财务数据的地方资产管理公司来看，数量占比约40%的地方资产管理公司的收入较为依赖固定收益类业务。

随着宏观经济下行压力加大和市场上信用风险上升，金融类资产质量普遍承压，部分地方资产管理公司的固定收益类投资业务因单笔规模较大、集中度较高、前期风控不严等原因，投资资产已经爆发了一定的信用风险事件，在主业不良资产回收压力也同时增加的情况下，较为依赖投资业务、且资产质量不高的地方资产管理公司面临的压力将更大；同时，因不良资产业务回收期普遍较长，其不良资产业务收入可能不足以抵补自身固收业务产生的信用风险敞口，从而侵蚀利润、甚至企业资本金。此外，不专注于不良资产主业也会弱化地方资产管理公司化解区域金融风险的政策属性，可能影响其信用级别。///

表3 按股东背景分类的地方资产管理公司样本企业2019年末净资产指标情况（单位：亿元）

项目	国有 (25家)			民营 (2家)			混合制 (2家)		
级别	最大值	中位数	最小值	最大值	中位数	最小值	最大值	中位数	最小值
AAA	480.58	58.10	30.70	--	--	--	47.33	46.97	46.61
AA+/AAA	--	34.25	--	--	--	--	--	--	--
AA+	41.46	34.17	10.77	--	47.25	--	--	--	--
AA	--	--	--	--	32.83	--	--	--	--

注：1. 部分级别的样本仅2家，其中位数按2家平均值计算；部分级别的样本仅1家的，列示在中位数处；2. AA+/AAA系同一主体（河北省资管）市场级别存在差异
资料来源：Wind，联合资信整理

于稳中迎变，在变中求稳 ——第三方支付行业研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 张 祎

经过二十余年发展，第三方支付已成为支付体系的重要组成部分，行业业务规模持续增长，但近年来增速有所放缓；移动支付已成为第三方支付主要支付方式，且细分领域已形成稳定寡头垄断格局，互联网头部企业和外资机构持续布局支付行业，行业竞争加剧；条码支付互通互联持续推进，央行数字货币研发推进并多地试点测试，或对支付行业竞争环境带来深远影响；支付体系作为金融基础设施建设，其安全、平稳运行尤为重要，监管机构将持续护航第三方支付行业安全运营。

第三方支付作为支付体系的“毛细血管”，业务小额化、消费化特征明显；近年来行业业务规模持续增长，但增速有所放缓；随着2016年监管暂停新牌照发放，行业进入存量规范、清理、整合阶段；目前移动支付已成为第三方支付主要支付方式，且细分领域已形成稳定寡头垄断格局。

第三方支付是指非金融机构提供的支付服务，具体指非金融机构在收付款人之间作为中介机构提供的网络支付、预付卡的发行与受理、银行卡收单以及中国人

民银行确定的其他支付服务。

1999年，“首信易支付”平台上线，标志着第三方支付服务产生。2004年支付宝成立，并随之首创“担保交易付款”模式，提升电子支付信任度，电子支付方式逐渐被大众广泛接受。第三方支付主要定位于服务电子商务发展和为社会提供小额、快捷、便民小微支付服务，生活消费类场景业务占比高。近年来，随着电子商务发展、用户转账和支付习惯建立、线下扫码支付再次推进等各种因素推动，第三方支付笔数和支付金额整体呈增长态势，但增长率持续下降（详见图1、图2）。2019年，银行处理电子支付业务2233.88亿笔，金额2607.04万亿元；第三方支付发生网络支付业务7199.98亿笔，金额249.99万亿元，相比而言，第三方支付笔数多，但单笔支付金额小额化。

2010年，央行发布《非金融机构支付服务管理办法》，确定对从事支付业务机构采取准入制度，要求经营机构持牌经营，对第三方支付行业按照“属地原则”进行监管。按照相关要求，第三方支付机构需持牌经营，

图1 2015年—2020年三季度第三方支付金额



资料来源：中国支付清算协会、中国人民银行，联合资信整理

图2 2015年—2020年三季度第三方支付笔数



资料来源：中国支付清算协会、中国人民银行，联合资信整理



支付牌照（全称“支付业务许可证”，本文简称“支付牌照”）每五年续期一次。2016年8月，第一批支付牌照到期续展时，央行明确表态坚持“总量控制、结构优化、提高质量、有序发展”原则，一段时间内原则上不再批设新机构，重点做好对现有机构的规范引导和风险化解工作。随着行业内企业的关、停、清理，截至2020年6月末，非银金融机构持有的支付牌照总数为237张，以地方性的预付卡发行和预付卡受理牌照为主。

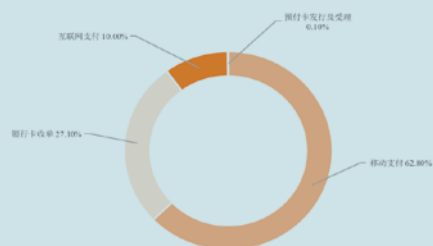
从第三方支付业务结构来看，行业发展早期第三方支付手段主要以线下POS机刷卡为主，银行卡收单业务

规模占比较高（2015年以前均超过50%）；但随着移动互联网的快速发展，受智能手机及4G网络的普及、线下扫码及NFC等支付手段占比提升等因素影响，移动支付业务规模大幅增长，成为主要支付方式。2019年，中国第三方支付规模中，移动支付业务规模占比62.80%（详见图3）。从移动支付细分市场看，主要布局主体为互联网头部企业，现已形成支付宝、财付通寡头垄断的市场格局（详见图4），2019年，两大巨头市场份额合计达93.80%，具有绝对市场优势。

行业迅猛发展背景下金融乱象丛生，监管力度随之加大；备付金集中管理和“断直连”措施的实施，有力扭转行业乱象，但降低了行业盈利水平，提升了第三方支付机构渠道成本；备付金付息政策的再度实施，有利于头部第三方支付机构盈利提升。

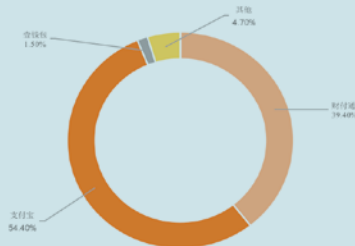
随着第三方支付行业的迅猛发展，缺乏监管导致第三方支付行业乱象频出，如掌握大额客户备付金的支付机构相对备付金存管银行具有很大的议价能力，存管银行难以实质履行监管责任，难以监管客户备付金是否被挪用；直连模式下，支付机构通过分散开立的银行账户实质上完成了跨行支付及清算功能，绕开央行清算系统，监管机构无法掌握具体的资金、账户变动信息，存在非法违规转移资金的隐患；网络支付平台交易匿名性、隐蔽性和信息不完备性导致存在洗钱和恶意套现等相关业务风险。2010年以来，监管机构多次针对第三方支付行业支付乱象出台相关监管政策，主要体现在“断直

图3 2019年第三方支付业务业务结构分布



资料来源：前瞻产业研究院

图4 2019年第三方支付移动支付业务交易规模结构分布



资料来源：艾瑞咨询

连”¹和备付金交存制度等相关措施（详见表1）。

2017年8月，人民银行发布《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》，通知要求自2018年6月30日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理，即“断直连”政策。

在原有直联模式下，第三方支付机构在商业银行开立备付金账户，大型第三方支付机构可直连银行处理信息，完成资金划转；“断直连”切断第三方支付机构与各银行的清算账户连接，所有交易通过网联或者银联系统再连接到银行，以间联模式运营，第三方支付公司提供便捷支付产品，负责支付信息的收集、转发。“断直连”后，所有支付机构单点对接银联或网联平台，大型第三方支付机构直连银行竞争优势消失，第三方支付机构通道成本有所提升，但有助于监管机构掌握相关资金结算和交易信息，实现有效监管。

在第三方支付业务发展早期，第三方支付机构盈利主要来自于备付金产生的利息收入或资本运作收入、手

续费及佣金收入等，备付金利息收入或资本运作收入是第三方支付机构盈利的重要来源。2017年1月，《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》要求，自当年4月17日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，账户资金暂不计付利息；随着客户备付金按比例逐步交存人民银行，利息收入及资本运作收入的下降对第三方支付机构盈利规模有较大影响。到2019年1月14日，非银行支付机构的客户备付金已实现100%集中交存，日终后集中存放于在中国人民银行开立的客户备付金集中存管账户中。截至2019年1月末，第三方支付机构交存备付金合计1.40万亿元，按此估算日均规模，取协议存款利率上浮10%计算，若备付金交存商业银行，第三方支付机构可以实现利息收入176.82亿元。

2020年1月，央行决定对第三方支付机构备付金在三年内按0.35%年利率按季结息，其中10%作为行业保障金，政策实施时间为2019年8月1日至2022年7月31日。截至2020年末，第三方支付机构存放央行备付金合计1.77

表1 近年来第三方支付行业涉及备付金相关政策汇总

时间	制度名称	主要内容
2013年6月	《支付机构客户备付金存管办法》	对客户备付金的存放、收集、划转等提出具体规定；明确备付金银行准入条件，明确备付金银行对客户备付金的存放、使用、划转实行监督
2017年1月	《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	自当年4月17日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，账户资金暂不计付利息
2017年8月	《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》	自2018年6月30日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理
2018年6月	《支付机构客户备付金存管办法》	自2018年7月9日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到2019年1月14日实现100%集中交存，非银行支付机构的客户备付金日终后全部集中存放于在中国人民银行开立的客户备付金集中存管账户中
2018年12月	《支付机构撤销备付金账户有关工作的通知》	支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的，应于2019年1月14日前撤销开立备付金账户的人民币客户备付金账户，按相关规定可以保留的账户除外
2021年1月	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	备付金全额集中交存至人民银行或符合规定的商业银行；客户备付金的划转应当通过符合规定的清算机构办理；明确了中国人民银行及其分支机构、清算机构、备付金银行各方对于客户备付金的监督管理职责；规定了备付金出金、入金以及自有资金划转的范围和方式，明确支付机构间开展合规合作产生的备付金划转应当通过符合规定的清算机构办理

资料来源：中国人民银行网站，联合资信整理

¹ “断直连”系指第三方支付机构切断之前直连银行的模式，接入网联或银联，具体请见下文。

万亿元, 按此日均余额计算, 第三方支付机构备付金年利息收入合计**55.76**亿元, 有利于业务规模较大的第三方支付企业盈利提升。

监管持续护航行业合规运营; 互联网平台和外资机构持续布局支付行业, 行业竞争加剧, 短期内垄断格局难改; 条码支付互通互联持续推进, 央行数字货币研发试点, 可能对支付行业竞争环境带来深远影响。

《非银行支付机构条例(征求意见稿)》发布, 监管机构将持续护航行业合规运营。**2021年1月**, 人民银行发布《非银行支付机构条例(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”)。征求意见稿提出: 坚持功能监管理念, 按照业务实质重新确定支付业务分类方式, 即从资金和信息两个维度, 根据是否开立账户(提供预付价值)、是否具备存款类机构特征, 将支付业务重新划分为储值账户运营业务和支付交易处理业务两类, 分类明确业务监管要求; 进一步明确清算要求, 涉及跨机构支付业务, 应当通过具有相应合法资质的清算机构处理, 非银行支付机构不得直接或者变相开展清算业务; 坚持机构监管和业务监管相结合, 坚持穿透式监管, 加强对股东、实际控制人和最终受益人准入、变更监管; 提出支付领域反垄断监管措施, 明确界定相关市场范围以及市场支配地位认定标准, 维护公平竞争市场秩序等措施。征求意见稿相关内容若落地执行, 有利于进一步规范第三方支付机构合规运营, 维持支付市场健康运行; 同时, 意味着第三方支付牌照有望重新发放。

互联网头部企业持续布局第三方支付, 外资机构活跃度增强, 竞争日趋加剧, 但短期内竞争格局无碍。支付业务属于金融基础设施, 布局支付业务以构建自身支付渠道, 对于头部互联网企业完成自身生态闭环极为重要, 有利于其在自身C端巨大流量基础上, 开展其他增值类金融服务业务, 如提供理财或其他资管产品代销。

基于巨大流量基础提供风险筛查、控制等服务。**2020**年以来, 拼多多、字节跳动、快手等互联网企业均通过收购等方式获得支付牌照, 布局支付市场。虽然在移动支付领域, 支付宝和财付通目前占据绝对市场份额优势, 但是随着其他互联网头部企业布局持续推动, 市场竞争料将有所加剧。**2020**年, **Paypal**实现对国付宝**100%**控股, 国付宝成为国内首家由外资全资控股的支付机构, 随着国内金融市场对外开放逐渐扩大, 外资逐步参与支付行业。但基于目前“流量为王”的运营逻辑, 短期内行业竞争格局应无较大变化。

条码支付互通互联持续推进, 央行数字货币研发推进并多地试点测试, 后续落地执行可能对支付行业竞争环境带来深远影响。**2019**年, 人民银行在《金融科技(FinTech)发展规划(2019—2021年)》中明确提出: 推动条码支付互通互联, 研究制定条码支付互联互通技术标准, 统一条码支付编码规则、构建条码支付互联互通技术体系, 打通条码支付服务壁垒, 实现不同APP和商户条码互认互扫。推动条码支付互通互联, 引导行业回归“支付本源”, 有利于打通支付行业服务壁垒, 可对银行APP及中小支付机构带来更多应用场景, 可能改变支付行业的竞争环境。同时, 央行数字货币(Digital Currency Electronic Payment, DE/CP)研发工作稳步推进, 并开展多地封闭试点测试。《关于央行数字货币的几点考虑》²中提及央行数字货币可能的安排: DE/CP是对M0的替代, 是法定货币, 具有法偿性; 采用双层投放体系; 采用账户松耦合方式投放, 坚持中心化的管理模式, 使交易环节对账户依赖程度降低, 实现可控匿名, 只对央行披露交易数据。这些安排设计有利于打破支付机构间服务壁垒, 利于人民银行监控资金流向等, 同时考虑DE/CP可实现双离线支付, 具有更好的支付便利性, 更高的支付安全性, 或对第三方支付机构的竞争格局带来挑战。■

² 范一飞, 《关于央行数字货币的几点考虑》, 2018。

评级小贴士

关于现金要约收购的一些基础知识

什么是现金要约收购？

现金要约收购是指发行人向特定债务融资工具的全体持有人发出要约，以现金方式收购全部或部分流通中标的债券并注销的行为。

发行人开展现金要约收购有何好处？

现金要约收购是国际通行的发行人主动债务管理方式之一。在银行间市场，现金要约收购可满足企业管理负债、降低融资成本、提振市场信心等需求，同时可作为处于经营困境的企业债务重组的工具，助力其克服短期流动性困难。

发行人必须按照债券到期日的顺序收购存续债券吗？

只有在折价收购，即收购净价低于每百元面值标的债券剩余本金时，发行人应同步收购到期日早于标的债券的其他各期存续债务融资工具，且收购条件不劣于标的债券。如果是平价或溢价收购，则不要求按顺序收购。

发行人在什么情况下需要为持有人提供集体行动安排？

存在以下情形之一的，发行人均需为持有人提供实现集体行动安排的合理途径：
（一）标的债券募集说明书等发行文件未明确约定现金要约收购安排；（二）收购净价低于每百元面值标的债券剩余本金。值得注意的是，现金要约收购业务试行时日较短，目前存续的债券绝大多数尚未在发行文件中约定相关事项。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》《现金要约收购实用知识点》

土地集中供应政策对房地产行业的影响

文 | 联合资信评估股份有限公司 韩家麒

2021年2月中旬，网传国家资源部发布住宅用地分类调控文件，要求22个重点城市住宅用地“两集中”，本次土地集中供应政策或将一定程度上抑制地价和房价上涨，联合拿地将进一步增长，重点城市周边辐射城市群景气度可能有所提升。同时，较大的集中资金需求对于重点布局调控涉及城市的房企，以及高杠杆、快周转类型的房企，将在资金管理方面提出更大挑战；小型房企或将处于更为不利的竞争地位。随着实施细则的颁布，调控思路将更为明朗。

一、政策背景及内容

网传2021年2月18日国家资源部发布住宅用地分类调控文件，文件要求22个重点城市¹住宅用地实现“两集中”，一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动。该消息在随后多地出台的土地政策中得到一定印证：2月23日，郑州航空港区发布了29宗地终止挂牌交易的公告；同日，天津市自然资源和规划局发布《关于做好2021年住宅用地集中出让有关工作的通知》，确定于3月、6月、9月中旬分三批次统一发布住宅用地出让公告，除上述三个日期外，不得再发布住宅用地出让公告；2月24日，青岛市自然资源和规划局发布《坚决落实上级有关要求部署2021年住宅用地供应工作》的通知，指出将严格实行住宅用地“两集

中”同步公开出让，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，全年将分3批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动，引导市场理性竞争。

自2020年“三道红线”政策及相关管理规定颁布以来，房地产行业进入降负债、降杠杆阶段，随后出台的房地产贷款集中度管理进一步从融资端对房地产行业债务规模进行管控。本次住宅用地“两集中”的政策将从土地供应方面加强调控力度，从多维度形成更为完善的长效调控机制，对于“稳房价、稳地价、稳预期”目标的实现起到积极作用。

二、对房地产市场的影响

未来市场销售节奏将有所变化，推盘节点集中度或将提高，平抑房价上涨

在集中供地政策的调控下，大量房地产企业将出现集中拿地的情况，为配合拿地现金需求，项目推盘节奏也将有所调整，与目前四季度强化推盘的节奏有所不同，未来市场或将在集中供地时点前期出现销售小高潮。此外，市场集中供地将导致后期项目集中入市，推盘节点集中度或将有所提高，而对于快周转类房企，更将为抢占入市先机，加快施工节奏，进一步加剧推盘的集中度。大量项目集中入市，加之房企对于现金回流的需求，有利于限制房价的上涨。

¹网传受调控的重点城市包括：广州、上海、北京、深圳、武汉、长春、重庆、青岛、南京、郑州、杭州、成都、天津、长沙、沈阳、济南、宁波、苏州、福州、无锡、合肥、厦门。

集中供地政策有利于抑制地价上涨，土地溢价率或将有所降低，联合拿地的方式或将进一步提升

相较于分散供地的方式，集中供地面临更高的机会成本，在资金有限的情况下，在取得土地的同时，意味着失去其他地块的竞拍机会，需要房企全盘考虑战略布局，合理分配资金。受此影响，房企可接受的预期土地溢价率或将有所下降。重点城市的集中供地将导致较多热点地块同时供应，单一地块的热度将有所减低，竞拍的资金充裕度也将大幅下降，有利于抑制地价的上涨。同时，为避免推高地价，房企或将更多通过联合拿地的方式参与竞拍，节约资金的同时也避免了不必要的竞争。

重点城市周边辐射城市群景气度或将有所提升

根据网传披露的调控城市名单，涉及集中供地的城市以市场景气度较高的一、二线城市为主，单次大量供地将对房企资金管理提出较高要求，为取得核心城市土拍地块，房企将承担更高的资金闲置成本。在此影响下，各家房企拿地策略的选择更为多样化，重点城市周边辐射的城市群在不受政策限制的情况下，将更好地匹配房企销售现金回流的节奏，或将吸收部分重点城市的外溢需求。若重点城市实际拿地情况不及预期，周边辐射城市群也将成为优先补货的选择。同时，集中供地对房企拿地的统筹规划能力提出更高要求，容错性降低。

三、对地产企业的影响

重点布局本次调控涉及城市的房企将面临更高资金需求，预计房企将进一步分化

根据克而瑞统计的2020年重点城市住宅用地供应数据，2020年，涉及调控的重点城市推出住宅用地共计2349宗（其中一线城市共计350宗），按照每年三次供地来估算，广州、上海、武汉、南京、青岛、杭州等多个城市单次集中供地将超过30宗，广州、武汉、长春、重庆、青岛等多个城市单次供地规划建筑面积将超过500万平方

米。对于着力布局在涉及本次调控的重点城市以及预期进驻重点城市的房企，将面临极高的集中资金需求，加之融资市场对于高杠杆房企债务规模的控制，部分负债较高的房企获取重点城市土地的难度将有所增加，而对于资金充裕的大型房企将面临更多发展机遇。

以快周转类项目为主的房企资金管理面临更高挑战

从住宅项目开发来看，较多房企采用快周转的运营模式，通过开发刚需、刚改类项目来实现资金的快速周转，并以招拍挂为主要拿地方式。自2018年以来，房地产市场逐步进入调控阶段，2019年以来融资政策管控持续加强，房企对销售现金回流的依赖程度不断增加，项目平均周转速度进一步加快。集中供地政策的出台，将导致房企集中资金需求加大，或将迫使部分房企放缓整体的资产周转节奏，以保证拿地的资金需求，或选择退出核心热点城市，选择周边景气度相对较高的城市布局。在集中供地的背景下，持续快周转、循环滚动的发展模式将受到限制。

对于中大型区域深耕类房企将在资金和投拓研判能力方面占据优势，而小型房企或将处于更为不利的竞争地位

集中供地的模式不仅对资金提出更高的要求，对企业投拓部门的研判能力同样提出更高的要求，企业需要投入更多的人力对市场土地进行研判，根据自身战略制定拿地方案。在资金实力方面，中大型房企具备更强的资金实力，其资金管理和调配相较于小型房企更有优势；此外，在联合拿地等方式的运用中，中大型房企具备更强的竞争力，易于实现合作。在研判能力方面，中大型房企项目规模大，一般对各地市场的判断能力相对较强，已有的项目研究储备量较大，尤其区域深耕类中大型房企，对重点布局的城市具有深入的研究，在集中供地的背景下，将更容易抓住机遇，规避投资失利。而对于小型房企，资金实力偏弱，项目储备有限，集中供地对其投资决策提出很高要求。

四、结论

集中供地的土地市场新政将在一定程度上分散热点地块的土拍资金，有助于平抑土地溢价率和房屋销售价格，稳定市场整体预期。对于项目主要布局在本次调控涉及重点城市的房企，以及高杠杆、快周转类的房企，将在资金管理方面面临更大挑战。面对集中供地产生的资金压力，房企或将调整销售节奏、增加联合拿地和合作开发等方式匹配土拍需求。从企业规模上来看，中大型房企在资金和投拓能力上更具优势，集中供地的背景下，小型房企或将处于更加不利的竞争地位。截至目前，集中供地政策尚未出台相关实施细则，土地供应量、保证金规则等方面是否有所调整尚未可知。此

外，最新政府工作报告中再次提出“房住不炒”，并提出要解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等方式增加保障性租赁住房和共有产权住房的供给，目前网传涉及调控的城市包括22个热点城市，若相关政策和细则的实施有效平抑房价上涨，或将在防控土地流拍的基础上拓展政策适用范围，对于区域市场景气度较高但未纳入本次调控重点城市未来仍可能逐步推出土地市场调控政策。总体来看，国家旨在建立多维度的管控体系和更为全面的长效调控机制，并通过政策的边际微调保持市场的平稳运行。在此背景下，资金充裕且布局较广的房企或将存在较强的抗风险能力。随着后期政策相关实施方案的逐步落地，调控思路将更为明朗。■



2020年度绿色债券运行报告

——我国绿色债券标准将迎来统一，绿色债券发行期数稳步增长

文 | 联合资信评估股份有限公司 董欣焱 张岩 林青

2020年，国际绿色债券发行量较上年继续增加，但增速有所放缓，美国、德国和法国地区在全球绿色债券市场发行规模排名前三。我国绿色债券市场稳步发展，绿色债券市场制度体系不断完善，发行期数和发行家数均较上年有所增加，发行规模较上年有所减少；绿色债券期限以3年和5年期债券为主，AA+级（含）以上绿色债券集中度保持稳定；国有企业仍是绿色债券的主要发行人；募集资金主要投向清洁能源、污染防治领域。展望2021年，国际绿色债券发行量有望稳步增长，国内绿色债券市场也将进一步发展和完善。

一、2020年国际绿色债券发行量创历史新高

2020年，国际绿色债券发行量延续了2013年以来的增长趋势。根据气候债券倡议组织（CBI）的统计，全球绿色债券发行规模达到2695亿美元（约1.74万亿人民

币），较上年（2665亿美元）继续提升，发行规模创历史新高，但发行增速有所放缓，主要由于2020年二季度绿色债券发行受到新冠肺炎疫情的影响有所回落所致，但在三季度绿色债券市场发行量创纪录增长的带动下，全年绿债市场发行量实现正增长（详见图1）。

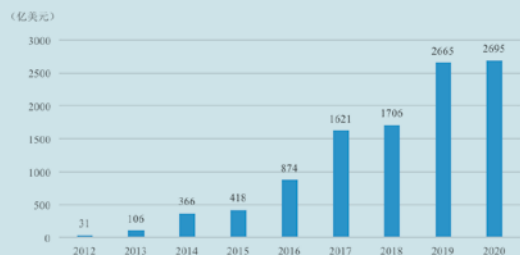
从发行主体看，2020年全球绿色债券发行量排名前三的发行人分别是房利美（FannieMae）、德国和法国大巴黎管理局（SGP）。其中房利美（FannieMae）绿色债券发行规模最大，共发行130亿美元；德国绿色债券发行规模排在第二位，共发行128亿美元；法国大巴黎管理局（SGP）绿色债券发行量排在第三位，发行量为122亿美元，同时法国大巴黎管理局（SGP）也是2020年规模最大的认证气候债券的发行人。

分地区来看，2020年美国、德国和法国位居全球绿色债券发行规模前三位地区，绿色债券发行规模分别为511亿美元、402亿美元和321亿美元，合计占全球总发行规模的45%，占比与上年（44%）基本持平。

从募集资金投向来看，2020年新能源行业、建筑行业 and 交通行业仍为绿色债券募集资金投向最大的三大领域，资金规模合计占比85%，较上年（81%）有所提升。

2020年7月14日，俄罗斯外经银行发布了俄罗斯首份绿色金融指导意见。该意见确立了俄绿色金融的总体架构体系，还向俄罗斯企业、银行明确了绿色工程、绿色贷款和绿色债券等概念，俄罗斯绿色金融的分类和标准与中国、欧洲的体系完全兼容，为俄罗斯公司在欧洲和中国交易所发行绿色债券提供便利。

图1 2012—2020年全球绿色债券发行规模



资料来源: Climate Bonds Initiative

二、我国绿色债券市场持续发展

我国绿色债券市场环境日趋完善

1. 绿色债券市场制度体系进一步完善，政策鼓励绿色债券发行

绿色债券标准统一取得实质性进展。2020年3月3日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于构建现代环境治理体系的指导意见》，提出健全环境治理法律法规政策体系，完善金融扶持，统一国内绿色债券标准。5月29日，国家发改委、人民银行和证监会联合发布《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2020年版）〉的通知（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。征求意见稿明确了绿色债券的定义；在具体支持项目上，其总体逻辑和框架与2019年七部委发布的《绿色产业目录》保持一致，并对其三级分类进行了细化，增加四级分类¹。此外，为保持《绿色债券目录》（2020年版）的先进性以及后续与国际相关标准的接轨，四级分类删除了化石能源清洁利用的相关类别。7月8日，国家发改委、人民银行和证监会再次发布《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2020年版）〉的通知（征求意见稿）》，与此前5月29日发布的征求意见稿相比，在细节上予以调整，增加了四级目录“采煤沉陷区综合治理”，删除了四级目录“农村地区清洁取暖”。两次征求意见稿的发布标志着国内百亿绿色债券市场将迎来统一标准，对于进一步规范国内绿色债券市场、推动绿色债券发行具有重要意义。

绿色债券发行制度进一步完善。一是降低绿色债券发行费用。1月22日，上清所印发《关于调降债券业务收费标准的通知》，通知指出为支持绿色产业可持续发展，上清所对绿色债券的发行登记费率、付息兑付服务费率降低50%。上述政策进一步降低了绿色债券的融资成本，有助于促进绿色债券发行。二是优化绿色债券发行上市安排。11月27日，上交所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——特定品种公司债券》，指引明确了注册制实施后绿色公司债券发行上市审核标准及信息披露要求。具体来看，明确了绿色公司债券定义、募集资金用途及绿色产业领域公司范围²，同时对绿色公司债券信息披露要求³和绿色公司债券评估认证做出了具体的制度安排，有助于进一步规范和指导绿色公司债券的发行。

政策支持绿色债券定向扩容。一是鼓励商业银行发行绿色债券。2020年1月3日，银保监会印发《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，指出大力发展绿色金融，鼓励银行业金融机构积极发展能效信贷、绿色债券和绿色信贷资产证券化，稳妥开展环境权益、生态补偿抵质押融资，依法合规设立绿色发展基金，探索碳金融、气候债券、蓝色债券、环境污染责任保险、气候保险等创新型绿色金融产品，支持绿色、低碳、循环经济发展。上述政策的发布有助于推动银行业金融机构绿色债券和绿色资产支持证券的发行。**二是支持民营企业发行绿色债券。**5月21日，国家发展改革委、科技部等六部门联合印发《关于营造更好发展环

¹一级分类与《绿色产业目录》一致，二级和三级分类沿用《绿色债券支持项目目录（2015年版）》的逻辑，增加了《绿色产业指导目录（2019年版）》中有关绿色农业、可持续建筑、水资源节约和非常规水资源利用的分类层级，并扩展了农业和生态保护等领域的支持项目范围，四级分类与《绿色产业指导目录（2019年版）》的三级分类名称保持一致，基本涵盖《绿色产业指导目录（2019年版）》中的相关绿色产业和项目。

²最近一年合并财务报表中绿色产业领域营业收入比重超过50%（含），或绿色产业领域营业收入比重虽小于50%，但绿色产业领域营业收入和利润均在所有业务中最高，且均占到发行人总营业收入和总利润30%以上的公司，可不对应具体绿色项目发行绿色公司债券，但募集资金应主要用于公司绿色产业领域的业务发展，其金额应不低于募集资金总额的70%。

³除按照普通公司债券相关要求进行信息披露外，发行人还应在绿色公司债券募集说明书中披露募集资金拟投资的绿色项目情况，包括但不限于绿色项目类别、项目认定依据或标准和环境效益目标等内容。

境，支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》，提出加大绿色金融支持力度，积极发展绿色信贷，支持符合条件的民营节能环保企业发行绿色债券，拓宽节能环保产业增信方式。上述政策有助于进一步改善民营节能环保企业的融资环境，推动民营节能环保企业绿色债券的发行。

鼓励商业银行投资绿色债券。7月21日，中国人民银行发布《关于印发〈银行业存款类金融机构绿色金融业绩评价方案〉的通知（征求意见稿）》，征求意见稿是人民银行对2018年7月制定的《银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价方案（试行）》的修订，与2018版相比，征求意见稿进一步拓宽了商业银行考核业务的覆盖范围，将考核内容由绿色贷款业务升级为绿色贷款和绿色债券业务。此外，征求意见稿还指出绿色金融业务包括但不限于绿色贷款、绿色证券、绿色股权投资、绿色租赁、绿色信托等，为进一步考核绿色股权投资、绿色信托等新业态预留了空间。征求意见稿的出台标志着我国银行类绿色金融制度进一步完善，有助于推动商业银行投资绿色债券，进而支持绿色债券市场发展。

2. 地方绿色金融体系建设稳步推进，促进区域内绿色债券发行

推进国家绿色金融改革创新实验区建设。2月12日，江西省赣江新区发布《2020年赣江新区绿色金融改革创新试验区建设重点工作分工表》，分工表指出要继续发行绿色市政债、绿色园区债，通过财园信贷通、科贷通、私募基金、企业上市、绿色项目挂牌展示等多种方式拓宽融资渠道，支持创建绿色工厂、绿色园区、绿色学校，助力新区加快建设。7月15日，甘肃省人民政府办公厅印发《兰州新区建设绿色金融改革创新试验区实施方案》，方案指出将试验区内金融机构开展绿色金融业务的情况与机构准入、高管人员履职和监管评级等挂钩；建立健全相关优惠政策，健全以风险补偿、贷款贴息、费用补贴为主的绿色金融激励机制，对绿色项目

和投资绿色项目的金融机构实施奖励和补贴。力争到2024年底，累计发行各类绿色债券30亿元以上，绿色产业基金投资规模达到30亿元以上。赣江新区和兰州新区作为国家绿色金融改革创新试验区，出台上述政策有助于促进区域内绿色债券的发行，也为其他各省市发展绿色金融起到积极的示范作用。

推动地方绿色产业发展，促进绿色债券发行。3月5日，南宁市印发《南宁市创建绿色金融改革创新示范区若干重点工作任务措施》，提出拓宽绿色产业直接融资渠道、加强政策支持等8项措施，在拓宽绿色产业直接融资渠道方面，提出积极探索试点发行生态环保项目收益专项债券等方式，推动绿色地方政府专项债券的发行；在加强政策支持方面，提出加强绿色金融的财税政策支持，研究制定绿色信贷贴息和风险补偿、绿色产业企业发行上市奖励、绿色债券贴息、环境污染责任保险保费奖补等政策实施细则，对发展绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色保险等给予政策支持。3月27日，江苏省政府印发《关于推进绿色产业发展的意见》，指出完善绿色产业发展的体制机制，健全绿色金融体系，实施绿色债券贴息、绿色产业企业发行上市奖励、绿色担保奖补、环境污染责任保险保费补贴等政策；支持市县在省下达的本地区债务额度内申请发行符合条件的生态保护专项债券，支持符合条件的绿色企业上市和再融资，开展环境基础设施资产证券化，支持发行绿色企业债券；积极发展绿色担保，探索建立中小企业绿色集合债担保风险补偿机制。上述政策的实施有助于进一步拓宽地方绿色产业的融资渠道，促进当地绿色债券的发行。

地方绿色金融制度日趋完善。11月5日，深圳市发布我国首个地方绿色金融法规《深圳经济特区绿色金融条例》，在绿色债券方面，**对于发行人**，条例指出，绿色融资主体取得绿色信贷、发行绿色债券、获得绿色基金投资以及以其他方式取得绿色资金的，应当建立绿色资金使用与管理制度，按照相关规定以及与出资人约定的

用途进行使用和管理,并定期向出资人报告使用与管理情况;绿色金融债券发行人,按照国家金融监管部门关于绿色债券发行披露的要求进行披露。**对于中介机构**,条例指出,证券业金融机构应当在债券发行业务过程中主动询问发行人发行绿色债券的意愿,并对绿色债券发行提供专业意见和服务;鼓励金融机构承销绿色公司债券、绿色企业债券、绿色债务融资工具、绿色资产支持证券、绿色担保支持证券等;鼓励证券公司承销绿色债券,将承销绿色债券作为证券公司履行社会责任的重要内容纳入评价范围。**对于投资者**,条例指出,鼓励银行业金融机构开展绿色信贷、发行并投资绿色债券;引导开展国际合作,引进境外绿色投资者投资绿色债券。此外,条例还指出市、区人民政府可以对绿色金融活动予以补贴、贴息或者奖励;证券监管部门可以引导降低绿色债券交易手续费;深圳证券交易机构应当在职责范围内加强上市公司环境信息披露监督管理,为绿色债券发行和上市交易提供便利通道,开发推广绿色金融相关指数,扩大国际绿色金融合作等内容。条例的发布为地方绿色金融的发展创造了良好的法治环境,有助于促进地方绿色债券市场规范化发展。

鼓励自贸区和示范区发行绿色债券。8月30日,国务院发布《关于印发北京、湖南、安徽自由贸易试验区总体方案及浙江自由贸易试验区扩展区域方案的通知》,提出规范探索开展跨境绿色信贷资产证券化、绿色债券、绿色股权投融资业务,支持相关企业融资发展,增强金融推动产业绿色发展的引导作用,支持金融机构和企业发行绿色债券,上述政策对自贸区内绿色

债券的发行起到积极的推动作用。6月10日,上海市人民政府、江苏省人民政府、浙江省人民政府印发《关于支持长三角生态绿色一体化发展示范区高质量发展的若干政策措施》的通知,提出大力发展绿色金融,支持在示范区发行绿色债券和绿色资产支持证券,推行绿色保险,开展水权、排污权、用能权、碳排放权、节能环保质押融资等创新业务,有助于促进长三角生态绿色一体化发展,推动区域内绿色债券和绿色资产支持证券的发行。

绿色债券贴息政策不断落地。1月29日,南京市江北新区出台《南京江北新区关于进一步深化绿色金融创新促进绿色产业高质量发展的实施意见(试行)》,实施意见指出支持区内符合条件的非金融企业在境内外发行绿色债券,鼓励企业创新发行绿色可续期债券和项目收益债券等结构化绿色债券产品,鼓励创新绿色中小企业集合债等,同时对在境内外成功发行绿色债券的辖内非金融企业给予贴息⁴。4月24日,广州市黄埔区政府和广州市开发区管委会联合发布《关于印发广州市黄埔区、广州开发区促进绿色金融发展政策措施的通知》,对区域内发行绿色债券的企业给予贴息⁵,对为中小企业发行绿色债券提供担保的融资担保机构给予风险补偿⁶以及对通过绿色企业和项目认证的中小微企业给予补贴⁷。地方绿色债券财政补贴措施的出台,为绿色债券发行提供了实质性激励,有助于切实推动地方绿色债券发展。

3. 绿色金融国际化继续推进,我国绿色债券市场国际影响力日益显著

推动粤港澳大湾区绿色金融合作。5月14日,人民

⁴对经过第三方专业机构评估认定的且成功发行绿色债券的辖内非金融企业年度实际支付利息的40%进行贴息,贴息持续时间为2年,单支债券每年最高贴息300万元。对在境外成功发行绿色债券的辖内非金融企业,给予100万元的一次性奖励。

⁵债券存续期内按其实际付息额的10%给予贴息,同一笔债券业务补贴期最长3年,单个企业每年最高200万元,对于发行绿色资产支持证券等绿色资产证券化产品的发行主体,按照发行金额1%给予奖励,单个发行主体每年最高200万元。

⁶出现代偿后按照实际发生损失金额的30%给予风险补偿,单支债券最高补偿300万元。

⁷对认证费用给予100%补贴,每次认证最高补贴10万元,单个企业每年最高50万元。

银行、银保监会、证监会、国家外汇管理局共同发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，指出依托广州绿色金融改革创新试验区，建立完善粤港澳大湾区绿色金融合作工作机制；探索在粤港澳大湾区构建统一的绿色金融相关标准；鼓励更多粤港澳大湾区企业利用港澳平台为绿色项目融资及认证，支持广东地方法人金融机构在香港、澳门发行绿色金融债券及其他绿色金融产品，募集资金用于支持粤港澳大湾区绿色企业、项目；支持香港打造粤港澳大湾区绿色金融中心，建设国际认可的绿色债券认证机构。在此政策指引下，7月31日，广东省地方金融监管局联合人民银行广州分行等部门印发了《关于贯彻落实金融支持粤港澳大湾区建设意见的实施方案》，方案提出支持港澳金融机构参与广州绿色金融改革创新试验区建设，依托广州绿色金融改革创新试验区，建设粤港澳大湾区绿色金融合作平台，推动广州绿色金融创新经验向粤港澳大湾区复制推广；探索在粤港澳大湾区构建统一的绿色金融相关标准，并逐步向国际标准接轨，进一步吸引国际投资者。上述政策有助于进一步推动粤港澳大湾区绿色金融合作，提升粤港澳大湾区绿色债券市场对外开放水平，促进大湾区内绿色债券发行。

鼓励绿色债券在国内外双向流动和投资。10月20日，发改委、人民银行等五部委联合印发《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》，提出支持境内符合条件的绿色金融资产跨境转让，支持离岸市场不断丰富人民币绿色金融产品及其交易，不断促进气候投融资便利化；支持我国金融机构和企业到境外进行气候融资，积极探索通过主权担保为境外融资增信，支持建立人民币绿色海外投资基金；支持和引导合格的境外机构投资者参与中国境内的气候投融资活动，鼓励

境外机构到境内发行绿色金融债券，鼓励境外投资者更多投资持有境内人民币绿色金融资产。上述政策有助于引进国际资金和境外机构投资者，推动我国绿色债券市场双向开放。

2020年我国绿色债券发行期数有所增长，参与主体更为丰富

2020年，随着绿色债券市场制度体系不断完善，绿色投资理念进一步深入，我国绿色债券市场稳步发展。2020年，我国绿色债券⁸共计发行216期，发行规模为2228.83亿元，发行期数较上年（196期）增加10.20%，发行规模较上年（2834.12亿元）减少21.36%。2020年，除资产支持证券外，我国新发绿色债券共涉及134家发行人，较上年（121家）增长10.74%，其中97家为2020年新增发行人，绿色债券市场参与主体更为丰富。此外，境内发行人在境外合计发行绿色债券18期，发行规模约495.95亿人民币，较上年（21期，约791.47亿人民币）有所下降。具体来看，2020年我国新发绿色债券呈现如下特征：

1. 绿色公司债发行量大幅增长，银行间市场仍是绿色债券主要发行场所

2020年，我国新发绿色债券涵盖了债券市场大多数信用债品种，包括金融债、企业债、公司债、中期票据、资产支持证券、私募债、PPN、超短期融资券、地方政府债与项目收益票据，与往年相比，2020年首次出现绿色项目收益票据，绿色债券品种进一步丰富（详见图2）。具体来看，2020年绿色私募债发行期数为59期，较上年增长34.09%，位居首位，发行规模为359.10亿元，较上年减少8.85%，次于绿色企业债和绿色公司债，位于第三位；绿色企业债发行期数（46期）较上年（39期）

⁸ 包括资产支持证券，以下如无特殊说明均包含资产支持证券。资产支持证券按单数统计，以下同。

增长17.95%，位居第二位，发行规模（477.40亿元）与上年（479.60亿元）基本持平，位于第一位；绿色公司债发行期数和发行规模（32期、374.80亿元）较上年（20期、201.80亿元）分别上升60.00%和85.73%，发行期数位于第三位，发行规模位于第二位，主要由于注册制的实施便利企业公司债的发行；绿色中期票据发行期数和发行规模（30期、338.50亿元）较上年（22期、296.20亿元）分别上升36.36%和14.28%，均位列第四位；2020年，绿色资产支持证券发行单数和发行规模（27单、315.53亿元）较上年（33单、394.25亿元）均下降近20%。

2020年，银行间市场仍然为绿色债券的主要发行场所，共发行绿色债券110期，发行规模为1293.64亿元⁹，发行期数与上年（110期）持平，发行规模较上年（1846.85亿元）下降29.95%，发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比分别为50.93%和58.04%，较上年同期分别下降5.19和7.12

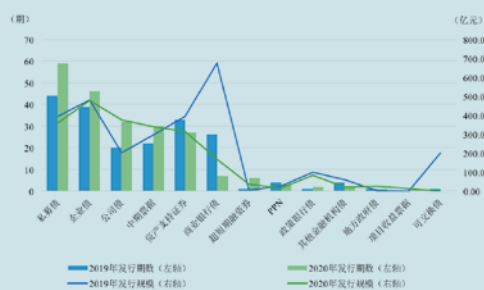
个百分点。交易所市场发行绿色债券期数（106期）较上年（86期）上升23.26%，发行规模（935.19亿元）较上年（987.27亿元）下降5.28%，发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比分别为49.07%和41.96%。

2020年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场¹⁰总发行期数和总发行总规模的比例分别为1.05%和0.81%，占比较上年（1.28%、1.37%）均有所下降，绿色债券发展空间仍然较大。

2. 募集资金主要投向清洁交通、清洁能源和污染防治领域

在绿色债券资金用途方面，2020年，根据央行发布的《绿色债券支持项目目录（2015年版）》划分，已明确和可估算¹¹具体投向的绿色债券募集资金主要用于清洁交通、清洁能源和污染防治领域，其中投向清洁交通领域的资金占募集资金总规模的20.17%，较上年（25.73%）有所下降，位列第一位；投向清洁能源领域的资金占募集资金总规模的19.74%，较上年（25.76%）有所下降，位列第二位；投向污染防治领域的资金占募集资金总规模的9.61%，较上年（12.89%）有所下降，位列第三位（详见图3）。2020年，未能明确估算具体资金用途的绿色债券主要为部分信息披露不完全的绿色金融债以及非公开发行的私募债和资产支持证券，占募集资金总规模的21.30%，占比较上年（13.16%）继续上升。受绿色私募债发行量大幅增长影响，绿色债券募集资金信息披露透明度有所下降。

图2 2019—2020年绿色债券券种分布



注：按照2020年绿色债券各券种发行期数从高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

⁹ 规模统计包括绿色政策银行债“19 国开绿债 01 清发”，债券发行规模 50 亿元，其中在银行间债券市场发行 30 亿元，在上交所和深交所市场各发行 10 亿元。

¹⁰ 包括政策性银行债、商业银行债、其他金融机构债、企业债、公司债、私募债、中期票据、集合票据、短期融资券、超短期融资券、PPN、资产支持证券、可转债、可交换债、地方政府债和国际机构债。

¹¹ 绿色金融债募集资金主要用于绿色信贷，为环保、节能、清洁能源和清洁交通等支持环境改善、应对气候变化的绿色项目提供资金，但其具体资金投向领域在发行阶段大部分缺乏明确条款。对于已披露绿色储备项目的绿色金融债，可按照各项目授信额度在储备项目授信总额度的比例估算绿色金融债对其投资金额；估算方法为：绿色项目投向资金 = 该绿色项目授信额度 × 债券募集资金 / 所有储备项目授信总额度。

3. 专业咨询机构占据绿色债券第三方认证市场主流地位

2020年共有97期绿色债券进行第三方评估认证，其中专业咨询机构、信用评级机构占据了主要市场份额，共为90期绿色债券提供第三方认证，在进行第三方认证的绿色债券总期数中的占比高达92.78%。与上年相比，专业咨询机构进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比（50.51%）较上年（41.74%）有所上升，信用评级机构进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比（42.27%）与上年（42.61%）基本持平，会计师事务所进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比（6.19%）较上年13.91%有所下降。

4. 绿色债券期限以3年、5年期为主，发行期限更加灵活

2020年，除了11期可续期债券外，我国绿色债券¹²发行期限分布于58天~20年¹³，其中58天、126天、149天、180天、6年和9年期为新增绿色债券发行期限，绿色债券发行期限更为丰富。绿色债券发行期限仍主要集中在3年期和5年期，但集中度有所下降，其中，3年期绿

色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比（28.57%、31.75%）较上年分别下降约9.47个和13.09个百分点，5年期绿色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比（28.57%、26.35%）较上年分别下降约7.01个和11.24个百分点。

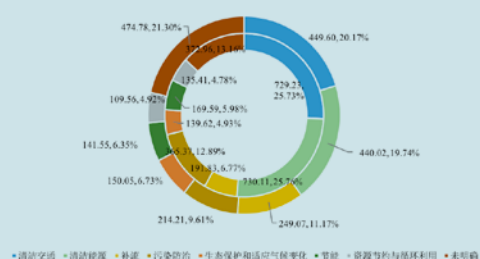
5. 绿色债券信用资质整体较好，AA+级以上绿色债券集中度保持稳定

2020年，我国发行的绿色债券仍主要集中在AA+级（含）以上，发行期数在具有评级的绿色债券发行总期数中的占比为87.41%，较上年（85.30%）有所上升，发行规模在具有评级的绿色债券发行总规模中的占比为93.69%，与上年（93.77%）基本持平（详见图4）。其中AAA级绿色债券共发行85期，发行规模为1127.07亿元，在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比分别为59.44%和72.36%，较上年（59.56%、80.70%）略有下降，但占比仍然最大；AA+级绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比较上年有所上升，发行期数和规模占比仍位列第二；AA级绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数中的占比较上年有所下降，在具有评级绿色债券发行总规模中的占比较上年略有上升，发行期数和规模占比均位列第三；AA-级（含）以下绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比仍然较低，且进一步下降。另有2期绿色政策性银行债、41期绿色私募债和3期绿色PPN无评级。整体来看，我国绿色债券信用资质良好，AA+级以上绿色债券集中度保持稳定。

6. 发行主体行业分布更为广泛，建筑与工程行业发行量最大

2020年，我国绿色债券发行主体合计134家，其中97

图3 2019—2020年绿色债券资金用途统计（单位：亿元）



注：外环为2020年数据，内环为2019年数据
资料来源：根据公开资料整理

¹² 本部分及以下部分均不包含资产支持证券。

¹³ 包括 58 天、126 天、149 天、180 天、270 天、1、2、3、4、5、6、7、9、10、15、20 年期。

家为2020年新增发行人，发行主体共涉及建筑与工程、电力、水务等在内的19个行业，新增复合型公用事业、航空行业，发行主体行业分布更为广泛（详见图5）。其中，建筑与工程行业企业所发绿色债券期数54期，较上年同期增长54.29%，位列第一位，发行人家数和发行规模分别为42家和435.60亿元，同比增幅均在50%左右；交通基础设施行业企业发行绿色债券期数19期，较上年同期增长26.67%，位列第二位，发行家数（10家）较上年同期增长11.11%，发行规模（210.10亿元）较上年同期下降9.22%；综合类行业企业发行绿色债券期数17期，较上年同期（5期）增长240%，位列第三位，发行家数和发行规模（15家、105.30亿元）较上年同期（5家、48.50亿元）显著增长。此外，商业银行今年仅发行绿色债券9期，发行主体7家，发行规模252.00亿元，同比降幅均在70%左右。

7. 国有企业仍是绿色债券的主要发行人，发行量占比进一步提升

2020年，我国绿色债券发行主体仍主要集中于国有企业（125家），所发绿色债券期数（179期）较上年增长25.17%，发行规模（1727.80亿元）较上年减少11.23%；国

有企业所发绿色债券期数在绿色债券发行总期数中的占比为94.71%，占比较上年同期增加了近7个百分点，发行规模占比为90.30%，占比较上年同期增加了约11个百分点。2020年，共有5家民营企业发行绿色债券6期，发行规模28.50亿元，较上年同期（8家、11期、50.00亿元）显著减少；有3家公众企业¹⁴发行绿色债券3期，发行规模130.00亿元，发行家数、期数和规模同比降幅均在60%以上。此外，有1期地方政府绿色债券发行，发行规模27.00亿元。本年度无外资企业发行绿色债券。

8. 东部地区仍为绿色债券主要发行区域

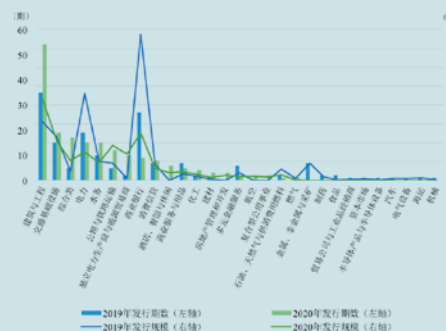
2020年，我国绿色债券发行人涉及地区¹⁵1个，较上年（24个）有所下降。从发行期数看，江苏（31期）、浙江（24期）、广东（18期）、四川（18期）和北京（16期）的发行期数最多，合计占绿色债券总发行期数的比例为56.61%，其中江苏、四川发行期数大幅增加，增幅均超过100%，北京发行期数同比下降27.27%，降幅较为显著。从发行规模来看，北京市绿色债券发行规模仍然最高为363.00亿元，但占总发行规模的比例（18.97%）较去年同期（25.08%）下降约6个百分点，江苏（224.20

图4 2019—2020年绿色债券级别分布



注：短期融资券按主体级别进行统计，其他按债券级别统计
资料来源：联合资信COS系统

图5 2019—2020年绿色债券发行人行业分布



注：1. 行业划分依据Wind三级行业分类标准；2. 按照2020年绿色债券发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

¹⁴ 公众企业指向不特定对象公开转让股票，或向特定对象发行或转让股票使股东人数超过200的股份有限公司。

¹⁵ 包括包括省、直辖市及境外，按发行人注册地进行统计。

亿)、广东(222.50亿)、浙江(197.00亿元)和湖北(130.20亿元)绿色债券发行规模位列第二至五位。整体来看,东部地区企业仍保持较高绿色债券发行量。

9. 近六成绿色债券发行成本具有一定优势

2020年,我国共有77期绿色债券的发行利率低于可比债券¹⁶的平均发行利率,占比达到59.23%,较上年(67.29%)有所下降。具有成本优势的绿色债券以国有企业(73期)为主,民营企业仅有2期,公众企业仅1期,地方政府债1期。由于现阶段绿债发行数量与规模仍然较小,统计分析受发行主体性质、行业等多种因素影响而存在局限性。

三、2021年绿色债券市场将进一步发展和完善

展望2021年,随着新冠肺炎疫情逐步得到控制,绿色债券相关促进政策不断出台以及世界各国在绿色债券标准、投资、研究等领域合作的持续深入,国际绿色债券发行量有望保持增长态势,绿色债券发行人将进一步扩容,绿色债券在券种、行业和地区等方面将更加多元化。与此同时,我国绿色债券市场制度将进一步完善,发行量有望稳步增长,主要体现在以下几个方面:

国内绿色债券标准将迎来统一

2020年,我国绿色债券标准统一化进程不断加快,并取得重大进展,人民银行等三部委先后两次就起草的《绿色债券支持项目目录》(2020版)向社会公

开征求意见。2021年新版《绿色债券支持项目目录》有望正式落地,我国万亿绿色债券市场将迎来统一标准。此外,新版目录的发布将为我国绿色金融相关标准的统一提供重要参考,随着我国绿色金融标准体系建设的推进,我国绿色债券标准与绿色信贷标准的协同性也有望进一步加强。

绿色债券发行量有望保持稳定增长

一是“碳中和债”有望持续扩容。2020年9月,习近平总书记在第75届联合国大会期间提出,中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和。2020年,中央经济工作会议指出要做好碳达峰、碳中和工作。在此背景下,交易商协会创新推出“碳中和债”¹⁷,2021年2月,全国首批6只“碳中和债”成功发行。未来,监管机构将继续引导金融资源向绿色发展领域倾斜,“碳中和债”有望持续扩容。二是注册制推动绿色公司债和绿色企业债发行。新《证券法》及相关配套政策¹⁸正式实施后,公司债和企业债的发行条件有所放松,审核效率显著提升,将持续推动绿色公司债和绿色企业债扩容。三是绿色债券支持项目范围将有所增大。新版《绿色债券支持项目目录》出台后,将扩大支持项目范围,细化项目分类¹⁹,目录可操作性有所提升,有助于支持更多企业发行绿色债券融资。四是绿色债券融资需求仍然较大。未来,随着经济运行全面恢复,绿色项目建设持续快速推进,项目资金需求将有所增加,我国绿色债券融资需求也将进一步提升。

¹⁶ 可比债券为绿色债券起息日前后各十五天内起息的同期限、同级别、同券种的非绿色债券,不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及永续期债券;对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计;短期融资券和超短期融资券选用其主体级别,其他券种均选用债项级别。

¹⁷ 碳中和债作为绿色债务融资工具的子品种,主要指募集资金专项用于具有碳减排效益的绿色项目的债务融资工具。

¹⁸ 债券发行条件方面,删除了对筹集资金投向、债券利率、发行人的净资产规模和累计债券余额占净资产比例四个方面的要求。债券发行程序方面,新《证券法》对申请公开发行公司债券的报送文件做了适当简化,删除了资产评估报告和验资报告的要求;发改委取消了企业债券申报中的省级转报环节,企业债发行更加便捷。

¹⁹ 2020版目录新增了绿色产业装备制造、工业园区升级和绿色服务的内容,扩展了绿色农业、可持续建筑、水资源节约和非常规水资源利用的分类层级,扩大了农业和生态保护等领域的支持项目范围。

此外, 2021年将有超过2700亿元规模的绿色债券到期, 绿色债券市场到期再融资需求有所加大。**五是绿色投资理念持续深入。**近年来, 随着《“一带一路”绿色投资原则》等文件的发布, 国内绿色投资理念不断深入。此外, 2021年《银行业存款类金融机构绿色金融业绩评价方案》有望正式落地, 监管机构将持续加强引导银行业金融机构投资绿色债券, 我国绿色债券发行量有望进一步扩容。**六是绿色债券发展空间较大。**2020年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场总发行期数和发行规模的比例仍在1%左右, 我国绿色债券在债券市场的占有率有较大提升空间。综上所述, 2021年我国绿色债券发行量有望保持稳定增长趋势。

地方绿色债券市场建设稳步推进

一是近年来, 绿色金融改革创新试验区的绿色金融服务供给能力大幅提升, 部分绿色金融改革创新经验已局部推广, 未来随着各地绿色金融体系建设的逐步推进, 绿色金融改革创新试验区的成功经验有望在全国范围内进一步推广, 助推地方绿色债券市场发展。二是在国务院《关于印发北京、湖南、安徽自由贸易试验区总体方案及浙江自由贸易试验区扩展区域方案的通知》的政策指导下, 预计北京、湖南、安徽和浙江省将会相继出台配套细则, 鼓励区域内企业开展跨境绿色信贷资产证券化和绿色债券业务, 支持金融机构和企业发行绿色债券。三是随着《关于支持长三角生态绿色一体化发展示范区高质量发展的若干政策措施》的推进, 长三角地区绿色金融体系将更加完善, 绿色债券财政支持力度也有望进一步加强。四是2020年深圳市发布了国内首部地方绿色金融法规, 深圳特区作为先行先试的改革排头兵,

有望对其他地区形成示范效应, 进一步推动地方绿色金融立法, 支持地方绿色债券市场稳步发展。

绿色债券国际化水平持续提升

一是近年来, 我国债券市场对外开放取得显著进展, 2020年我国出台一系列政策支持债券市场对外开放²⁰, 在此背景下, 监管部门还将继续提升金融基础设施服务水平, 便利境外投资者参与我国债券市场, 我国绿色债券市场对外开放水平将持续提升。二是随着我国新版绿色债券标准正式落地, 删除化石能源清洁利用的相关类别有助于推动我国绿色债券标准与国际接轨, 国内债券市场对境外绿色债券发行人与投资人的吸引力将显著提升。三是在《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》等文件的支持下, 粤港澳大湾区绿色金融合作将不断加强, 2020年广州、深圳、香港、澳门四地联合成立了粤港澳大湾区绿色金融联盟, 未来有望在绿色金融标准制订等方面持续开展合作, 打通境内境外绿色资产的交易渠道, 提高我国绿色债券市场的国际化水平。四是随着《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》的出台, 国际绿色投融资合作有望持续深化, 吸引更多资金流向绿色发展领域, 我国绿色债券市场双向开放水平有望进一步提升。五是目前人民银行正在与欧方牵头研究中欧绿色金融分类标准的异同, 2021年中欧绿色金融共同标准有望正式推出, 推动我国绿色金融标准与国际趋同。此外, 中英金融机构气候与环境信息披露试点工作也在不断推进。随着我国同国际各方在绿色金融领域合作的持续深化, 国际市场对我国绿色金融政策、标准、产品和市场的认可度和参与度将进一步提升。///

²⁰ 包括《关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》《关于试运行直投模式下境外机构投资者直接交易服务的通知》《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则（2020年修订）》等政策法规。

2020年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部



近年来我国违约处置制度建设不断完善，违约处置的市场化程度进一步提升。2020年我国公募债券市场违约处置方式涉及破产诉讼、债务重组和自筹资金。其中，采用破产重整方式的发行人家数和债券数量显著增多，且处置进程略有提升，合并重整和预重整案例进一步增加，但破产重整难度犹存；我国公募债券市场出现首例成功通过破产和解方式进行违约处置的案例；此外，破产清算和债务重组案例均有所增加。

违约常态化背景下，我国公募债券市场违约回收率维持较低水平，截至2020年末我国公募债券市场整体回收率为10.65%，较2019年末进一步下降，且整体来

看违约回收期限较长。截至2020年末，我国违约处置方式以破产重整、自筹资金和债务重组方式为主，其中破产诉讼的回收率水平较低；国有企业和非上市公司的公募违约债券的回收率下降，民营企业和上市公司的公募违约债券的回收率有所上升；各地区和各行业公募违约债券的回收水平维持分化态势。

针对我国违约处置和回收的现状，我们建议继续提高司法处置保障水平，提高司法诉讼处置效率，保护债权人整体利益；健全投资人保护制度，完善受托管理人制度和持有人会议制度，切实保护投资人合法权益；完善违约处置的信息披露制度，提升信息披露水平与质量；完善违约债券交易机制，改善相关债券的流动性，推动我国违约债券市场的风险化解。

一、2020年我国公募债券市场违约处置情况分析

近年来，我国债券市场违约事件常态化发生，债券市场参与者对违约债券处置与回收情况的关注度日益增强，在此背景下，我国违约处置制度建设不断完善，违约处置的市场化程度不断提升。现阶段，我国公募债券市场无担保债券违约处置仍主要通过自主协商和司法程序两种方式，其中自主协商分为自筹资金、第三方代偿和债务重组，司法程序分为求偿诉讼和破产程序¹。从我国公

¹ 债券违约处置方式内容详见《我国债券违约处置方式和回收情况研究》。

募债券违约处置的实践案例中来看, 2017年之前违约处置最常用的方式是自筹资金, 存在较多非市场化干预的情况; 近年来, 更多的发行人采用破产重整、债务重组等方式进行违约处置, 市场化程度逐步提升。

2020年, 受宏观经济下行和新冠肺炎疫情冲击的影响, 债券市场违约事件持续发生, 弱AAA级发行人和信用资质较弱的国有企业的信用风险显著暴露。我国监管层推出多项措施完善违约处置机制, 发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会会议纪要》《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》等政策制度, 提供债券置换、违约债券转让等市场化处置方式。根据公开数据整理, 2020年我国公募债券市场发生违约处置²的有45家违约发行人, 涉及149期违约债券 (详见图1)。违约处置方式涉及**破产重整** (违约发行人30家、涉及违约债券95期)、**破产和解** (违约发行人1家、涉及违约债券14期)、**破产清算** (违约发行人3家、涉及违约债券14期)、**债务重组** (违约发行人7家、涉及违约债券21期) 方式、**自筹资金** (违约发行人4家、涉及违约债券5期)。整体来看, 2020年进行违约处置的案例较之前年份明显增多。其中, 采用破产重整方式的违约发行人家

数和涉及的债券期数最多且显著增加, 出现破产和解成功案例, 破产清算和债务重组案例均有所增加。

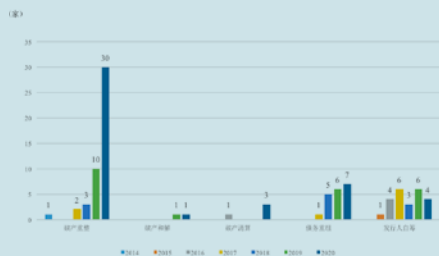
破产诉讼

1. 我国采用破产重整方式进行违约处置的发行人显著增多, 处置进程略有提升, 合并重整和预重整案例进一步增加, 但破产重整难度犹存

从破产重整处置进程来看, 2020年共有30家发行人采用破产重整方式进行违约处置, 其中有4家发行人拟进行破产重整, 已向法院提交破产重整申请, 7家发行人被法院裁定破产重整, 2家发行人处于向法院提交破产重整计划阶段, 10家发行人正在执行重整计划, 7家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序 (详见图2)。整体来看, 破产重整违约处置的进程较往年略有提升。

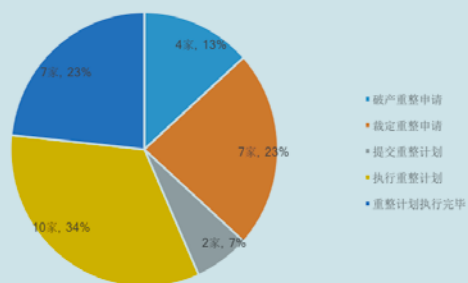
合并重整的案例有所增加, 2020年共有14家发行人及其关联企业被法院裁定进入合并重整程序。合并重整是法院在判断企业之间具有股权控制或职务控制等关联关系, 企业之间存在法人人格高度混同而导致区分各关联企业成员财产的成本过高、严重损害债权人公平清偿利益时, 采用的破产审理方式。合并重整是法律上对

图1 2014年—2020年我国公募债券部分违约处置方式违约发行人分布情况



注: 图中统计含确定或拟定违约处置方式, 但尚未有实质回收进展的情形
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图2 2020年采用破产重整方式违约发行人的处置进程情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

² 年度违约处置统计口径为: 截止 2020 年末我国公募违约发行人中, 统计年份内发生实质违约处置进程的发行人和统计年份内确定 (或拟定) 违约处置方式但尚未有实质回收进展的发行人。其中, 破产诉讼进展以当年发生的最新进展为准, 不重复统计。

各关联企业全部资产与负债在法律上进行合并处理的一种规则。整体来看，合并重整能够简化程序，降低财产处置成本，提高重整效率，有利于债权人的公平清偿利益。近年来合并重整的案例逐渐增多，2020年合并重整典型案例有重庆力帆控股有限公司（以下简称“力帆控股”）和力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“力帆股份”），二者及其关联公司分别被法院裁定实质合并重整。重整涉及债务人企业主体众多，为综合化解企业集团风险，法院对以力帆股份为核心的11家上市板块企业进行合并重整，在尊重各公司法人人格独立的基础上协调推进，并统筹利用上市公司出资人让渡的转增股票引入投资人并清偿债务，保证上市公司板块的整体运营价值，避免了力帆股份退市风险；对以力帆控股为核心的11家非上市板块企业进行合并重整，创新采用设立和运营信托计划的方式清偿债务。从法院裁定受理重整申请到批准重整计划并终止重整程序，两个合并重整案的审理时长分别为102天和112天，重整效率较高。截至2020年末，两个合并重整案均处于重整计划执行阶段。

破产重整前进行预重整的违约发行人增多。2019年以来，我国公募债券市场多家违约发行人采用预重整方式进行违约处置，并于2020年有实质进展，如河南众品食业有限公司及其子公司河南众品实业股份有限公司、吉林利源精制股份有限公司³，2020年贵人鸟股份有限公司、腾邦集团有限公司也采用预重整方式进行违约处置。截至目前，我国公募债券市场预重整案例均采用法庭内重整前置程序的预重整方式，该模式有助于在正式进入重整程序前，给企业更多的时间与债权人进

行协商，达成框架性的债务重组协议，有利于在进入破产重整程序后，更快地通过、更顺利地执行重整计划草案，避免企业重整失败，走向破产清算。预重整可以大幅降低破产重整的时间和经济成本，提高重整效率，未来可能在企业破产实务中发挥更为重要的作用。

受诉讼程序复杂、债权人利益难以保证以及不确定性事件冲击等因素影响，破产重整的违约处置方式仍存在较大难度。保定天威集团有限公司（以下简称“保定天威”）自2015年首次发生违约事件，2016年法院裁定受理公司的重整申请，直到2020年4月10日法院裁定重整计划草案并终止破产重整程序，共历时接近5年。究其原因，主要是由于重整草案清偿率不高、偿还周期较长、部分职工债权未得到确认等因素，导致重整草案一直未能获得通过，最终管理人以重整状态下普通债权的预估清偿率（15.02%）高于清算状态下普通债权的清偿率（2.68%）为由，请求保定中院强裁。2020年，受突发新冠肺炎疫情冲击影响，部分违约发行人相关破产程序出现延期或无法如期执行重整计划。整体来看，我国破产重整处置仍存在诉讼时间较长，债权人求偿难度较大等问题。

2. 从破产重整计划来看，更多违约发行人对中小债权人设置保护机制，清偿方案更加多样化，给债权人提供一定选择空间

2020年，东辰控股集团有限公司（以下简称“东辰集团”）、亿阳集团股份有限公司、山东胜通集团股份有限公司、青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”）等违约发行人的破产重整计划均为中小债权人设置特殊保护机制，即对中小债权人进行全额现金清

³ 2019年8月，河南众品食业有限公司及其子公司河南众品实业股份有限公司被法院裁定进行预重整，2020年6月12日，经管理人申请，法院裁定众品食业公司等十七家公司合并破产重整，截至2020年末，公司重整处在投资人招募、磋商阶段；2019年9月，法院启动对吉林利源精制股份有限公司的预重整程序，2020年11月5日，法院裁定受理债权人对公司的重整申请，之后法院裁定批准破产重整计划，12月31日，重整计划执行完毕。

偿,保护起点在5万~50万元之间,有利于保护中小投资者利益。

此外,发行人违约后处置偿债方案更加多样化,给予投资者一定选择权。偿债的方式以现金清偿和债转股为主,偿付的时间包括一次性清偿和分期清偿,以满足不同风险偏好、流动性偏好的投资者的实际需求。例如东辰集团对普通债权10万元以上部分可选择现金清偿或现金清偿+债转股/信托计划等方式;盐湖股份将普通债权50万元以上部分划分为非银行类和银行类普通债权,非银类债权可以选择留债或以股抵债方式进行清偿,留债部分有多个不同期限的清偿方案可供选择,银行类普通债权需要视非银类债权的选择情况而部分留债并实施以股抵债。重整计划通过差异化的清偿方案,极大地提升了重整进程的效率,并兼顾了各类债权主体的公平性,保护了投资者的合法权益。

3. 我国公募债券市场出现首例成功通过破产和解方式进行违约处置的案例

2020年西王集团有限公司(以下简称“西王集团”)被法院裁定认可破产和解协议。西王集团受行业景气度下行及所担保公司山东齐星集团债务危机影响,2017年以来企业融资困难,流动性资金紧张。2019年10月“18西王CP001”实质性违约。债务违约发生后,发行人随即组建了债券和解领导小组,拟定债务和解方案并积极与各主要债权人协商沟通,在基本取得主要债权人的支持后,西王集团正式向山东省邹平法院提交债务和解方案,申请破产和解。邹平法院于2020年2月26日裁定受理西王集团的和解申请,4月16日裁定认可西王集团《西王集团有限公司和解协议》(以下简称《和解协议》)。根据《和解协议》,经裁定确认的债权,20万元债权以下部分

在法院裁定批准和解协议之日起6个月内全额以现金清偿完毕;20万元债权以上的部分,可选择方案一“50%留债6年分4期清偿+50%转为上市公司股票和拟证券化资产”或方案二“100%留债10年分8期清偿,利息按当年一年期LPR计算”。截至2020年末,西王集团完成了20万元以下的债权人债券的全额现金清偿工作,方案一涉及的债权人已根据和解协议完成了方案项下涉及的债券转为股权相关程序。

西王集团是我国公募债券市场依托破产和解的方式大规模、集中化解决违约债券的首个案例,和解方案涉及现金清偿、分期偿付、债转股等多样化方式,对我国后续违约债券处置具有重要启示和借鉴意义。

4. 我国公募债券市场破产清算案例有所增加

铁牛集团有限公司(以下简称“铁牛集团”)被法院宣告破产。受汽车行业持续低迷,行业内部竞争激烈,自身品牌竞争力不足等因素影响,2019年铁牛集团业绩大幅亏损,偿债能力恶化,且公司存在债务负担较重、债务期限结构不合理等现象,2020年8月法院裁定受理破产重整申请。2020年12月24日,法院认为铁牛集团已经严重资不抵债,且无继续经营的能力,缺乏挽救可能性,终止铁牛集团重整程序并宣告铁牛集团破产。富贵鸟股份有限公司(以下简称“富贵鸟”)于2019年破产重整失败并转为破产清算,截至2020年末,富贵鸟两次财产分配方案⁴执行完毕,法院裁定终结破产程序。上海华信国际集团有限公司于2020年2月12日被法院裁定受理破产清算,但截至2020年末尚未有后续进展。

债务重组

2020年部分发行人在违约后采用场外兑付的方式

⁴ 根据富贵鸟公告,《第一次分配方案》向法院裁定确认债权的“14 富贵鸟”持有人派付资金总金额合计约为人民币 1570 万元,统一派付比例为 1.8096%,支付时间为 2020 年 4 月 2 日;《第二次分配方案》向上述债权人派付资金总金额合计约为人民币 285 万元,统一派付比例为 0.3289%,支付时间为 2020 年 9 月 25 日。

进行违约处置。场外兑付是指发行人不通过托管机构，直接向债券持有人进行债券兑付，兑付情况不进行市场公开。由于募集说明书中并未直接授予债券发行人场外兑付的权力，因此场外兑付往往是债券到期后发行人与投资者以非公开方式进行协商处理的结果，其实质可视为发行人与投资者达成一致后的“展期”行为。上海巴安水务股份有限公司（以下简称“巴安水务”）采用延期兑付和场外兑付的方式进行债券违约处置。2020年10月19日，巴安水务公告称因公司可用货币资金有限，短期内无法完成资金回笼，未足额支付“17巴安债”的本金及利息，构成实质性违约。11月5日，巴安水务公告称拟延期支付“17巴安债”本息共4亿元，并计划分五期兑付完毕，利息为每年6.5%，最后一期兑付时间为2021年12月15日。2020年12月14日，公告称已通过场外兑付第一期金额0.5亿元。

此外，天广中茂股份有限公司、中融新大集团有限公司和山东如意科技集团有限公司均曾在实质性违约前通过场外兑付方式偿还债务，但此举仅缓解了公司阶段流动性压力，并未从根本上解决发行人债务危机，这三家公司后续均相继发生实质性违约。对于发行人而言，债券到期前选择场外兑付可以避免直接发生债券违约，有助于提高后续再融资能力。但由于场外兑付的协商过程中信息不公开、不透明，部分公司在出现债券逾期后并未及时公告，反而通过场外兑付拖延违约，损害了债权人的利益。

永城煤电控股集团有限公司（以下简称“永城煤电”）受经济下行、经营亏损影响，公司流动资金紧张，2020年11月未能按期足额兑付“20永煤SCP003”、“20永煤SCP004”和“20永煤SCP007”本息，构成实质性违约。2020年11月和12月，永城煤电债券持有人会议通过展期协议，同意永城煤电先行兑付“20永煤SCP003”、“20永煤SCP004”和“20永煤SCP007”50%本金，剩余本金展期，展期期限与债券原期限一致，展期期间利率保持不变，到期一次性还本付息。山东山水水泥集团有限公



司按照和解协议兑付部分本息，目前仍在履约过程中。

此外，据相关报道，2020年华晨电力股份有限公司称正在与债券持有人协商展期兑付和解方案，泰禾集团股份有限公司和三胞集团有限公司已提出债务重组方案，并获得债权人初步认同；新华联控股有限公司就债务重组方案与相关资管方及债权人进行沟通。

自筹资金

2020年，康美药业股份有限公司、河北海伟交通设施集团有限公司和北京桑德环境工程有限公司三家公司采用自筹资金的方式进行违约处置。采用自筹资金进行违约处置的发行人较以前年份有所减少，一方面可能是受疫情冲击影响，发行人盈利状况恶化，现金流紧张，资产变现能力较弱，无法短时间内依靠自身信用资质筹集资金。另一方面，随着我国债券市场化程度加深，更多发行人采用市场化出清的方式处置自身债务问题。

二、我国公募债券市场违约债券回收情况及主要特征

截至2020年末我国公募债券市场违约回收情况

截至2020年末，我国公募债券市场共有323期债券构成实质性违约⁵，违约规模⁶合计2979.25亿元。

从违约债券回收情况来看，截至2020年末，我国公募债券市场的违约债券共22期实现全部回收，回收规模合计156.92亿元；进行部分回收⁷的债券有38期，已回收110.45亿元，占相应违约规模（499.23亿元）的22.12%；尚未回收的债券共计223期，违约规模为1853.90亿元；此外，另有11家违约发行人⁸涉及的40期违约债券已完成或部分完成违约处置，涉及违约规模469.20亿元，但由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模（详见图3）。截至2020年末，公募债券市场整体回收率约为10.65%⁹，较2019年末的回收率（11.17%）¹⁰有所下降，受2020年新冠疫情影响企业信用风险上升，违约数量增多，回收处置时间较长，导致回收率同比进一步下降。此外，从已经处置完成的64期违约债券的回收情况来看，剔除无法得知回收数据的样本，回收率约为93.91%，较上年（98.54%）有所下降。

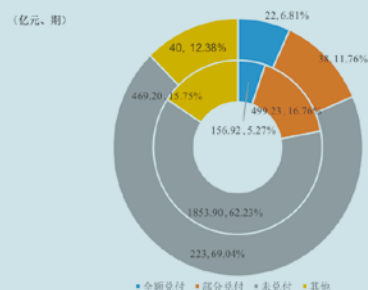
我国公募债券市场违约回收特点

截至2020年末，我国违约处置方式以破产重整、自筹资金和债务重组方式为主，整体来看违约回收期限较长。国有企业和非上市公司的公募违约债券的回收率下降，民营企业和上市公司的公募违约债券的回收率有所上升。各地区和各行业公募违约债券的回收水平维持分化态势。

1. 违约处置方式以破产诉讼为主，其次为债务重组和自筹资金，而破产诉讼的回收水平仍然较低

截至2020年末，在已确定（或拟定）违约处置方式

图3 截至2020年末公募债券市场违约债券回收情况



注：1. “其他”指已完成或部分完成违约处置，但由于信息披露等原因无法获悉回收规模；2. 内圈为违约规模及占比，外圈为违约期数及占比
资料来源：联合资信根据公开资料整理

⁵ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券/主体发生违约：一是债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；二是债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：一是如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；二是合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在1~2个工作日得以解决，不包含在违约定义中。

⁶ 包括违约利息和本金。

⁷ 包括已处置完成但未实现全额回收和未处置完成但实现部分回收的情况。

⁸ 东北特殊钢集团有限责任公司、丹东港集团有限公司、亿阳集团股份有限公司、永泰能源股份有限公司、吉林利源精制股份有限公司、沈阳机床股份有限公司、青海盐湖工业股份有限公司、郴州市金贵银业股份有限公司和大连天神娱乐股份有限公司已完成破产重整，但未披露具体回收金额；康美药业股份有限公司通过资产处置等方式筹集到11.30亿元用于“15康美债”回售本息兑付，但后续没有资金发放进展相关公告；信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司已向个人投资者派发回售本金，但其具体金额及机构投资者的回售情况不明。

⁹ 公募债券市场回收率为回收规模与违约规模的比值，剔除无法获悉回收规模的违约债券，以下同。

¹⁰ 根据最新信息披露，本报告对2019年数据进行追溯调整，以下同。

的88期公募违约债券中,采用破产重整方式进行违约处置的发行人家数和债券期数最多,较上年末数量有所上升,其次是债务重组和自筹资金方式(详见表1)。我国公募债券市场违约处置方式仍以破产诉讼为主。从回收率水平来看,自筹资金与债务重组的回收率分别为79.14%和35.08%;而破产诉讼的回收率水平较低,可能受到违约发行人进入破产诉讼的程序复杂,回收期限长,回收的不确定性较高影响。此外,求偿诉讼、第三方代偿两种违约处置的回收率水平较高,回收率均在96%以上;而处置抵质押物违约处置方式的回收率为10.12%,可能是由于抵质押物的变卖时间较长,尚未处置完成。

2. 国有企业违约债券回收率有所下降,民营企业违约债券回收率水平略有上升

截至2020年末,我国公募债券市场违约债券发行人中有22家国有企业,涉及债券(56期)违约规模合计

629.79亿元,回收规模为75.92亿元,剔除无法得知回收数据的样本,国有企业违约债券回收率为15.04%,较上年末回收率水平(24.65%)有所下降。违约发行人中有79家民营企业,涉及债券(221期)违约规模为1909.90亿元,回收规模为109.57亿元,剔除无法得知回收数据的样本,民营企业违约债券回收率为6.72%,较上年末回收率水平(6.44%)略有上升(详见图4)。整体来看,国有企业违约债券回收率水平有所下降,民营企业违约回收率水平略有上升,但民营企业违约债券回收率仍显著低于国有企业回收水平。主要原因为,2020年国有企业信用风险显著暴露,加之采用破产重整方式处置的国有企业发行人占比较大,回收处置期限较长,不确定性较大。

除国有企业和民营企业外,外资企业、集体企业和公众企业的回收率水平较上年末变化不大。

表1 截至2020年末债券违约处置方式及分布情况

违约处置方式				违约发行人(家)	违约债券期数(期)	违约规模(亿元)	回收规模(亿元)	回收率(%)
已确定(或拟定)处置方式				88	234	2271.54	267.38	14.84
无担保	司法诉讼	破产诉讼	破产重整	46	136	1280.15	1.42	0.13
			破产清算	4	16	335.68	0.19	
			破产和解	2	16	112.18	0.00	
		求偿诉讼		1	1	4.02	4.02	100.00
		自筹资金		17	23	160.74	106.13	79.14
		第三方代偿		3	3	20.22	19.48	96.34
	自主协商	债务重组	延长兑付期限	8	15	174.53	99.87	35.08
			折价兑付	2	2	16.96	3.28	
			变更债权形式	1	3	31.85	31.85	
			拟货物偿付	1	2	15.83	0.00	
			豁免债务	1	1	11.49	0.00	
			场外兑付	1	1	4.00	0.50	
			其他方式债务重组	8	16	131.62	0.00	
	有担	仲裁			--	--	--	--
担保方代偿			--	--	--	--	--	
处置抵质押物			2	3	11.76	1.19	10.12	
未确定处置方式				31	89	707.71	0.00	0.00
合计				118	323	2979.25	267.38	10.65

注: 1. 因同一发行人涉及的一期或多期违约债券可能采用不同违约处置方式进行回收,因此各违约处置方式涉及的发行人家数、违约债券期数和违约规模总和均大于实际违约发行人家数,实际违约债券期数和实际违约规模的合计值; 2. 表中回收率统计已剔除无法得知回收数据的样本

资料来源: 联合资信根据公开信息整理

3. 上市公司违约债券回收率有所上升

截至2020年末,我国公募债券市场债券违约涉及的发行人共计118家,包括34家上市公司和84家非上市公司。目前上市公司所发违约债券(77期)共涉及违约规模670.33亿元,回收规模为31.16亿元,剔除无法得知回收数据的样本,上市公司违约债券回收率为9.08%,较2019年末回收率(4.55%)有所上升;非上市公司所发违约债券(246期)共涉及违约规模2308.92亿元,回收规模为236.22亿元,剔除无法得知回收数据的样本,非上市公司违约债券回收率为10.90%,较2019年末回收率(13.51%)有所下降(详见图5)。整体来看,上市公司违约债券回收率有所上升,非上市公司有所下降,主要由于2020年为应对新冠肺炎疫情对宏观经济造成的冲击,监管层连续释放呵护融资环境的措施,市场整体流动性较为充足,与非上市公司相比,上市公司融资环境恢复相对良好,违约状况有所改善。

4. 各地区违约债券回收情况维持分化态势,新疆、广东、山东、北京的回收率较上年均有所下降

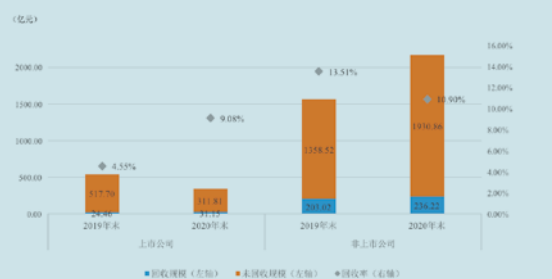
截至2020年末,公募债券违约主体地区分布涉及24个省/市/自治区,区域分布与2019年末相同。从回收率来看(详见图6),山西省、广西壮族自治区的公募违约债

券全部回收,违约债券回收率为100%。其次,内蒙古自治区、四川省和新疆维吾尔自治区的回收情况较好,违约债券回收率分别为92.68%、61.49%和60.00%。而辽宁省、浙江省和安徽省等9个地区的回收率为0。从发生违约回收处置的地区来看,相较2019年末,新疆维吾尔自治区、广东、山东、北京的违约债券回收率均有所下降,其中广东省违约回收率降幅较大,可能由于其违约规模上升幅度较大且回收处置期限较长。

5. 各行业违约债券的回收情况继续维持分化

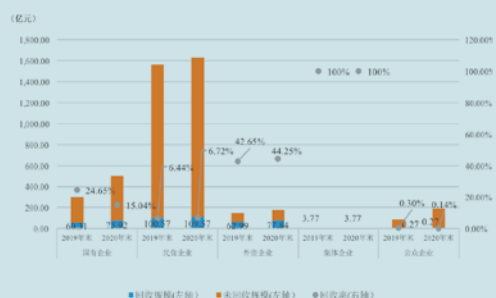
截至2020年末,公募债券违约主体行业分布涉及38个行业,分布较2019年末(28个行业)更为分散,新增水务¹、

图5 截至2020年末上市与非上市公司所发债券违约回收情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图4 截至2020年末不同企业性质发行人所发债券违约回收情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图6 截至2020年末各地区违约债券回收情况



注: 图中仅列出了截至2020年末违约债券回收率大于0的地区; 此外, 辽宁省、浙江省、安徽省、河北省、青海省、黑龙江省、湖北省、重庆、天津9个地区的违约债券回收率为0

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

¹ 由于水务为2020年新增违约行业,回收率数据同比无可比性,因此未在图中列示。

制药行业等（详见图7）。其中酒店、餐馆与休闲行业，容器与包装行业的发行人所发公募违约债券全部回收，回收率为100%。其次燃气、建材及金属、非金属与采矿行业的回收情况较好，违约债券回收率分别为89.91%、84.74%、50.74%，且回收率水平较上年均有所上升，可能由于这些行业所涉及债券违约时间较早，在我国违约债券普遍有较长的回收期限的情况下较其他行业有更加充分的时间；从其他发生违约处置进展的行业分布来看，相较2019年末，综合类和食品行业的回收率降幅显著，为2019年以来新增违约较多所致。材料、电力、电气设备、房地产管理和开发等21个行业的违约债券回收率为0。

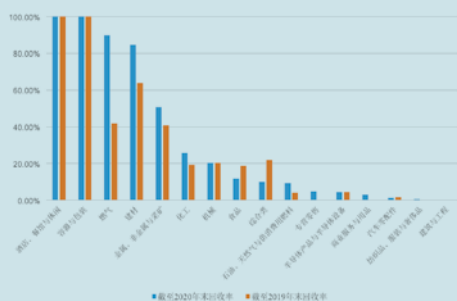
6. 采用破产重整和债务重组方式的回收期限较长，自筹资金和第三方代偿等方式的回收期限相对较短

截至2020年末，在已经完成违约处置的64期违约债券中，回收期限为1年以上的数量最多，为37期；其次为3个月至1年，有15期。从不同处置方式来看，采用破产重整和债务重组方式的回收期限较长，自筹资金和第三方代偿等回收时间较短（详见表2）。相较自筹资金、第三方代偿方式，债务重组所选取的方式、延长的期限或减免的金额都由双方协商确定，并无明确规定；而破产重整方式程序复杂，这些因素均导致回收的不确定性提高，导致回收时间较长。

三、总结与建议

近年来，随着我国债券市场违约事件常态化发生，违约处置与回收受到市场参与者的广泛关注，但我国现阶段债券市场化程度较低，违约回收处置的效率不高、进展缓慢，违约回收率仍处于较低水平。在此背景下，2020年我国违约处置制度密集出台，违约发行人选择破产重整回收处置方式的案例进一步增加，市场化、法治化违约处置进程有所加快。现阶段，我国信用债券违约处置仍面临较大困难，主要体现在司法处置保障水平不高、投资人保护制度仍不健全、违约处置信息披露质量较低、违约债券交易机制有待进一步完善等方面。

图7 截至2020年末各行业违约债券回收情况



注：所属行业为Wind三级行业；图中仅列示了截至2020年末违约债券回收率大于0的行业；此外，材料、电力、电气设备、电子设备仪器和元件、独立电力生产商与能源贸易商、多元化零售、多元金融服务、房地产管理和开发、航空货运与物流、互联网软件与服务、互联网与售货目录零售、家庭耐用消费品、交通基础设施、贸易公司与工业品经销商、媒体、汽车、软件、通信设备、信息技术服务、纸与林木产品、制药21个行业的违约债券回收率为0

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表2 截至2020年末违约债券回收期限分布情况

回收期限	违约债券期数（期）		违约规模（亿元）		涉及违约处置方式
	截至2019年末	截至2020年末	截至2019年末	截至2020年末	
<10天	9	8	56.10	57.50	自筹资金/第三方代偿/债务重组
10天~3个月	4	4	24.34	24.34	自筹资金
3个月~1年	12	15	70.82	138.28	破产重整/债务重组/求偿诉讼/自筹资金/第三方代偿
1年以上	9	37	86.93	407.19	破产重整/债务重组/自筹资金

注：因同一期违约债券可能涉及多次违约或多次偿付，因此各回收期限涉及的违约债券期数和违约规模总和均大于实际违约债券期数和实际违约规模的合计值

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020年我国违约处置政策频出

2020年，我国违约处置机制体制建设不断加快，信息披露与交易转让制度不断完善。具体来看：

一是加强违约处置顶层设计。2020年3月，新《证券法》正式实施，新增了投资者保护章节，明确了债券持有人会议制度和受托管理人制度，同时进一步完善信息披露规则，提高违法违规成本，从法律层面加大了对投资者的保护力度。2020年7月，央行、发改委及证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，围绕构建统一的债券违约制度框架，对债券违约处置应遵循的基本原则，受托管理人制度和债券持有人会议的功能作用，发行人、债券持有人及各类中介机构的职责义务和权利进行规范，同时针对发行人恶意逃废债、债券募集文件薄弱、市场化违约处置机制不健全等若干问题提出统一的解决方向，有助于构建市场化、法治化债券违约处置机制，推动债券市场违约处置规则的统一。2020年7月，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，统一执法标准，重新明确债券纠纷诉讼主体资格认定、债券案件管辖与诉讼方式、债券持有人权利保护、债券发行人的民事责任，以及其他责任主体的连带赔偿责任等内容，为保护债券投资者的合法权益，促进债券市场健康发展起到积极作用。

二是丰富债券风险处置方式。2020年7月，沪深交易所分别发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，明确债券置换内涵，并从业务内容、操作原则、信息披露等方面对债券置换进行规范，对于债券发行人而言，可以根据自身需求对现有债券通过债券置换方式进行主动管理，缓解企业的短期流动性压力，对于投资人而言，债券置换方式给予投资人更多的选择权，增加债券处置的方式。2020年11月，交易商协会发布《关于试行

非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》，明确现金要约收购可作为处于经营困境的企业债务重组的工具，解决企业的短期流动性困难，进一步丰富了债券风险处置方式。

三是规范违约债券清算流程。2020年3月，上清所发布《银行间市场清算所股份有限公司集中清算业务违约处置指引》，指引分为主体部分与各集中清算业务的“违约处置操作指引”具体章节，主体部分主要包括违约认定与处置实施框架、风险资源使用与偿还顺序、违约处置专家组等相关原则性内容，各集中清算业务“违约处置操作指引”章节对该业务违约头寸处置操作细则和其他针对性条款进行规定，有助于完善银行间市场集中清算业务风险管理制度、明确债券违约清算流程。

四是完善信息披露制度。2020年12月，人民银行、发改委和证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，办法明确了公司信用类债券信息披露的基本原则，统一要求债券信息披露的要件、内容、时点、频率等，并对债券信息披露的监督管理和法律责任等做出规定。对于债券发生违约的，办法指出企业应当及时披露债券本息未能兑付的公告，企业、主承销商、受托管理人应当按照规定和约定履行信息披露义务，及时披露企业财务信息、违约事项、涉诉事项、违约处置方案、处置进展及其他可能影响投资者决策的重要信息。对于企业进入破产程序的，办法明确企业信息披露义务由破产管理人承担，企业自行管理财产或营业事务的除外，企业或破产管理人应当持续披露破产进展¹²；发生实施对债权人利益有重大影响的财产处分行为的，也应及时披露。此外，办法还在附则中说明对违约债券等特殊类型债券的信息披露要求从其规定执行。办法的出台规范和统一了公司信用类债券的信息披露标准，有助于进一步增强市

¹² 包括但不限于破产申请受理情况、破产管理人任命情况、破产债权申报安排、债权人会议安排、人民法院裁定情况及其他破产程序实施进展，以及企业财产状况报告、破产重整计划、和解协议、破产财产变价方案和破产财产分配方案等其他影响投资者决策的重要信息。

场透明度，完善市场约束机制，保护投资人合法权益。

五是完善违约交易转让制度。2020年3月，银行间同业拆借中心发布《银行间市场到期违约债券转让规则》，在转让流程方面，规定参与机构可以通过协议转让或债券匿名拍卖开展到期违约债券转让，进一步规范银行间市场到期违约债券转让行为；2020年4月，北京金融资产交易所发布《北京金融资产交易所银行间市场到期违约债券转让业务操作指南》，对违约债券转让的各环节作出具体规定，便利投资者参与银行间债券市场违约债券转让。2020年7月，上交所发布《关于开展特定债券竞买转让有关事项的通知》，明确在上交所转让的特定债券¹³可以按照通知规定采取竞买方式进行转让，并对竞买转让条件做出规定，进一步优化违约债券的转让方式。2020年9月，银行间同业拆借中心发布《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则》，对匿名拍卖债券应满足的相关标准及交易前准备、拍卖申报、报价与交易、监测与违规违约等环节实施细则做出规定，进一步规范匿名拍卖债券业务，引导低流动性债券规范流通。

六是加大逃废债打击力度。华晨汽车和永煤违约后，监管部门迅速出台一系列措施打击各种“逃废债”行为，2020年11月，金融委会议召开，要求严格维护市场公平和秩序，严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。2020年12月，央行经济工作会议明确提出健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。近期四部委联合发布的《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》也指出“逃废债”和“僵尸”企业原则上不能进行金融债务重组，对逃废金融债务企业依法依规进行失信惩戒，加大了对企业“逃废债”行为的打击力度。

现阶段我国违约处置存在的问题与建议

近年来，我国债券市场违约处置市场化程度不断提升，采用司法程序进行违约处置的案例不断增加，但在违约处置过程中，仍存在效率不高、求偿难度较大、回收水平较低等问题。此外，债券投资人保护机制、违约债券交易制度等尚不健全，一定程度上制约了违约处置进展与回收水平。具体来看：

司法处置保障水平不高，处置制度有待完善。目前，债券持有人在破产重整等程序中，普遍存在诉讼时间长、处置成本高，诉讼资格、管辖不明确，财产保全及执行困难，债券持有人求偿难度较大等问题。破产重整制度中债权人和债务人的地位不平等，债权人在重整过程中话语权较低，债权人会议和债权人委员会难以充分发挥作用。因此，建议进一步简化企业破产司法程序，提高处置效率；同时进一步完善企业破产重整制度和破产管理人制度，健全债权人委员会制度，对债权人委员会的监督职权进行明确，实现对债权人整体利益的有效保护。

投资人保护制度仍不健全。一是受托管理人制度有待完善。目前，我国银行间市场和交易所市场在不同程度上建立了受托管理人制度，银行间市场受托管理人制度起步相对较晚，且由于受托管理人角色与后续管理人角色相分离，存在受托管理人行权难度较大，市场各方参与度不高等问题。建议进一步健全债券受托管理人制度，从程序和实体上赋予债券受托管理人在诉讼调解程序中的实质谈判权、财产的处分经营权等，同时制定相应的履职激励机制，提高受托管理人在处置违约债券的积极性。**二是债券持有人会议有待健全。**目前，债券持有人会议制度存在召开和表决机制门槛设置过高、债券持有人参与会议表决的积极性较低、债券持有人会议决

¹³ 特定债券主要指在上交所上市或挂牌，但未按约定履行偿付义务或存在较大兑付风险的有关债券，主要包括已发生兑付违约的债券，以及存在债券违约情形的发行人发行的其他有关债券等。

议对债券发行人约束力不强，实际执行力较弱等问题，建议进一步明确债券持有人会议召开的触发条件，降低会议召集门槛，优化会议参与方式和表决方式，明确债券持有人会议决议的法律效力，提高会议决议的实际执行力。三是打击“逃废债”保障制度仍有待完善。目前，各监管部门对发行人资产划转的约束存在一定差异¹⁴，且约束效力不高，在发行人将资产划转后，投资者追偿难度较大。建议进一步加强对打击“逃废债”行为的制度保障，完善对发行人资产划转的制度安排，加强金融监管协调、畅通投资者的追偿渠道，切实保护投资者的合法权益。

违约处置信息披露质量较低。现阶段，我国债券市场违约处置的信息透明度仍有待提升，违约债券仍存在信息披露的规范性较低、披露内容不够充分，违约回收数据披露严重滞后等问题。虽然《公司信用类债券信息披露管理办法》统一了我国公司信用类债券的信息披露标准，也对违约债券信息披露要求有所提及，但更多是

对披露内容的原则性指导，具体的信息披露实施细则尚有待明确。建议继续完善违约处置的信息披露制度，加强债券市场互联互通，尽快建立统一的违约债券信息披露规则，细化相应的规则与法律责任，进一步提升违约处置过程中各个环节的信息披露水平。

违约债券交易机制有待进一步完善。目前，银行间市场违约债券可以在北金所和全国银行间同业拆借中心进行转让，交易所违约债券可以在沪深交易所进行转让，不同交易场所适用债券范围和竞价机制等方面有所不同，存在交投活跃度不高、参与机构范围较小等问题。建议进一步完善违约债券交易制度，拓宽我国债券违约后的市场化退出渠道，逐步建立多层级债券违约交易市场，统一不同交易场所的违约债券转让规则，便利不同类型投资者参与违约债券转让；同时适当放宽合格投资者准入限制，培育专业的投资者队伍，参与到已经违约或者存在违约风险的债券中，改善相关债券的流动性，推动我国违约债券市场的风险化解。■



¹⁴ 目前交易商协会和证券业协会已在持有人会议和投资者保护条款中对发行人资产划转进行了约束，而发改委尚无明文规定相关要求。

2021年地方政府债券趋势 ——供给压力高于往年 专项债监管加码

文 | 联合资信评估股份有限公司 唐立倩 李思卓

根据2021年《政府工作报告》，今年国内生产总值预期增速目标设定为6%以上，考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，赤字率拟按3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债，拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，同时强调优化债券资金使用，合理扩大使用范围。《政府工作报告》为今年政府债券的发行规模及投向定下了整体基调。全国人大财政经济委员会在《关于2020年中央和地方预算执行情况与2021年中央和地方预算草案的审查结果报告》中则提出要强化地方政府债务管理，并首次提到要指导地方对可能存在风险的专项债项目进行排查，研究制定处置措施，积极防范风险。结合近期的相关文件，我们对于2021年地方政府债券市场可能的变化趋势进行了总结。

发行规模预测

根据《政府工作报告》（详见表1），2021年赤字率拟

按3.20%安排，假设2021年国内生产总值名义增长率10%，中央和地方赤字按2:1测算，地方财政赤字约1.21万亿元，即为新增一般债券发行额度；新增专项债券额度3.65万亿元，较2020年下降0.10万亿元，专项债退坡力度明显小于此前市场预期，预计主要为缓解近年减税增支大环境对地方政府财政带来的压力。2021年，地方政府债券到期规模2.67万亿元（其中一般债券到期1.53万亿元，专项债券到期1.14万亿元），考虑到财政收支压力下债务偿还对再融资的依赖程度不减，再融资比率按近三年的最高值86%测算，预计再融资债券发行规模将达到2.29万亿元（详见表2）。加之2020年末使用的约1500亿中小银行专项债，预计2021年全年地方政府债券发行规模将达到7.30万亿元（其中新增债券5.01万亿元），一般债券发行将达到2.52万亿元，专项债券发行将达到4.78万亿元。从净融资规模看，2018—2020年，地方政府债券净融资额分别为3.33万亿、3.05万亿和4.37万亿，预计2021年净融资额4.63万亿，供给

表1 2017—2021年政府工作报告相关表述对比

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
GDP增速	6.5%左右	6.5%左右	6~6.5%	--	6%以上
CPI涨幅	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右
财政政策基调	财政政策要更加积极有效	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要更加积极有为	积极的财政政策要提质增效、更可持续
货币政策基调	货币政策要保持稳健中性	稳健的货币政策保持中性	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要更灵活精准、合理适度
财政赤字	2.38万亿	2.38万亿	2.76万亿（其中中央赤字1.83万亿、地方赤字9300亿）	3.76万亿（同时发行1万亿抗疫特别国债）	约3.58万亿
赤字率	3%	2.60%	2.80%	3.6%以上	3.2%左右
新增专项债券额度	8000亿元	1.35万亿	2.15万亿	3.75万亿	3.65万亿

资料来源：联合资信根据历年政府工作报告整理

规模高于往年。整体看，随着前期所发债券的陆续到期，2021年再融资债券规模增幅较大，同时新增规模仍保持高位，全年地方政府债券供给压力高于往年。

专项债投向继续支持“两新一重”领域

2021年《政府工作报告》对于专项债券投向提出指导，新增专项债将优先支持在建工程，并合理扩大使用范围，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向民生项目倾斜，新开工改造老旧小区由去年的3.9万个提高至5.3万个，提升县城公共服务水平。同时报告指出今年将“简化投资审批程序，推进实施企业投资项目承诺制”，或由于去年基建增速不及预期与投资项目审批流程存在一定关系，今年审批进度对基建投资的制约将有所降低。

专项债监管加码

2021年专项债券新增额度3.65万亿元，较2020年略有下降，但预计仍占当年地方政府债券新增发行规模的75.10%。近年来专项债券作为实施积极财政政策、托底经济稳定运行、拉动有效投资的重要抓手，整体发行规模持续维持在较高水平。而从收入端看，在“房住不炒”的大背景下，专项债务余额的增速远高于政府性基金收入增速，地方政府专项债务余额占政府性基金收入的比



率已超100%，专项债务风险正在逐步积聚，相关问题也在逐步暴露。一方面，专项债的投资效率并不高，过去两年的基建投资增速明显低于预期；另一方面，专项债券实际收益情况堪忧，部分项目前期测算收益对融资规模的覆盖倍数仅略高于1倍，若后期收益不及预期，债券到期后只能依赖于再融资模式进行偿还。在当前环境下，加强专项债务监管变得紧迫而必要。2020年底出台的财库43号文中曾强调信息披露要求，明确“专项债券还应当全面详细公开项目信息、项目收益与融资平衡方案、债券对应的政府性基金或专项收入情况、由第三方专业机构出具的评估意见以及对投资者做出购买决策有重大影响的其他信息”。全国人大财政经济委员会则在2021年3月9日公布的《关于2020年中央和地方预算执行情况与2021年中央和地方预算草案的审查结果报告》中首次提到要指导地方对可能存在风险的专项债项目进行排查，研究制定处置措施，积极防范风险。预计2021年，针对专项债务的监管措施将升级加码。■

表2 2015—2020年地方政府债券发行情况对比

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
发行支数(支)	1035	1159	1134	930	1093	1848
发行金额(亿元)	38350.62	60458.4	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13
其中: 一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47
其中: 新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.35
置换债券	31985.18	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	--
再融资债券	--	--	--	6816.79	11484.29	18913.77

资料来源: 联合资信整理

2020年资产支持证券市场研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 王正清 刘晓光 陈诣辉

一、政策环境

服务实体经济、支持疫情防控

2020年新冠肺炎疫情发生以后，中国人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局、深圳证券交易所、上海证券交易所等多部门迅速采取措施，发布多项文件政策，支持疫情防控和企业复工复产。具体措施包括：加大对疫情防控相关领域的融资支持，鼓励通过公司类信用债、债务融资工具、资产支持证券等方式筹集资金；为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化的金融服务，取消相关企业反担保要求，降低担保和再担保费，延长债券、批文的有效期限；提高疫情期间金融服务的效率，对受疫情影响较大领域和地区的融资需求，要求金融机构建立、启动快速审批通道，加强全国范围特别是疫情严重地区的线上服务，简化业务流程，切实提高业务办理效率；放宽监管和资本市场相关业务办理时限，延长债券额度有效期。在相关政策的推动下，2020年共有59单支持疫情防控的资产证券化产品落地，为疫情防控、缓解企业资金压力、稳定就业作出了积极贡献。

强化尽职调查、加强自律监管

与国外成熟市场相比，我国资产证券化产品信息披露标准化水平较低，行业自律监管较为薄弱，2020年，我国金融监管机构发布了一系列政策，继续推进企业和金融机构信息披露工作，加强对金融行业的监督管理，所涉及内容包括：(1) 发布相关ABS产品主承销商的尽职调查指引，2020年12月5日交易商协会发布了《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》，加强了对非金融企业债务融资工具主承销商和资产支持票据承销商的尽职调查要求。(2) 发布对相关金融机构及其ABS业

务的监督管理办法，2020年9月16日银保监会发布了《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》，加强了对小额贷款公司业务范围和承做ABS业务的监督管理。以上政策指引和监督办法的制定与实施，进一步加强了资产证券化产品主承销商的尽职调查工作，规范了相关金融机构的ABS业务，对于推动我国资产证券化的尽职调查、加强行业自律和监督管理工作具有十分重要的意义。

规范业务标准、加强风险防控

为规范资产证券化业务，加强相关领域的风险防控，2020年我国金融监管机构推出了一系列相关政策文件，所涉及的重点内容包括以下三方面：(1) 变革信贷资产证券化产品登记制度，2020年9月30日银保监会发布了《中国银保监会办公厅关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》，明确要求信贷资产证券实施信息登记制；2020年10月6日银登中心发布了《信贷资产证券化信息登记业务规则（试行）》，明确了信贷资产证券登记主体、初始登记材料、存续期变更登记规则、违规处理等内容。(2) 颁布标准化债券和标准化票据的认定标准，2020年7月3日央行、银保监会、证监会、国家外汇管理局联合发布了《标准化债权类资产认定规则》，对标准化债权类资产进行了界定。(3) 制定了资产支持证券相关业务的流程标准，2020年5月8日深交所发布了《深圳证券交易所资产证券化业务问答（2020年5月修订）》，对资产证券化的挂牌条件、发行与审核、存续期管理等业务进行了解答；2020年5月29日中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登”）发布了《关于资产支持计划分期发行有关事项的通知》，对资产支持计划分期发行的工作流程进行说明。2020年是我国资产证券业务标准化发展的重要一年，信贷资产证券

化产品登记制度的变革, 标准化债权认定标准的颁布, 相关业务的标准化流程的制定, 进一步规范了我国资产证券化的业务标准, 提高了工作效率, 降低了相关风险, 对推动我国资产证券化的健康发展具有重要意义。

防范金融风险、规范投资行为

随着我国金融市场资本规模的逐渐壮大, 各投资主体投资范围不断扩展, 投资风险也随之提升, 为降低金融风险, 2020年在资产证券化领域我国在规范投资行为方面, 做了如下工作: (1) 拓展了保险资产管理产品的投资范围, 2020年3月25日银保监会发布了《保险资产管理产品管理暂行办法》, 明确了保险资管产品可以投资于资产证券化产品。(2) 加强了对融资租赁公司的投资行为监管, 2020年6月9日银保监会发布了《融资租赁公司监督管理暂行办法》, 要求融资租赁公司开展的固定收益类证券投资业务, 不得超过净资产的20%。规范投资行为是防范我国资产证券化风险的重要渠道, 通过对投资主体和投资行为的界定和管理, 可以有效杜绝相关金融风险, 维持我国金融行业的稳定发展。

鼓励创新发展、支持产品创新

当前, 我国债券市场正处于高速发展时期, 推动资产支持证券的产品创新是我国目前的重点工作内容之一, 2020年我国资产支持证券产品创新政策支持集中在以下两个方面: (1) 加强了对REITs的政策支持, 2020年4月30日证监会、发改委发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs) 试点相关工作的通知》, 2020年8月17日发改委发布了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs) 试点项目申报工作的通知》, 为我国REITs的发行提供了政策支持。(2) 加强了

对知识产权资产证券化的政策支持, 2020年4月30日财政部和国家知识产权局发布《关于做好2020年知识产权运营服务体系建设工作的通知》, 为我国推出知识产权资产证券化创新产品提供了政策支持。在国家对产品创新的政策支持下, 我国资产证券化市场产生了众多创新产品, 这些创新产品的诞生, 丰富了资产证券化产品种类, 盘活了我国资产存量, 解决了众多企业的融资困难, 对我国经济发展起到了重要支撑作用。

加强法制建设、优化制度设计

近年来我国债券市场发展迅速, 但是相关业务流程和规则制度建设较为落后, 特别是在法律制度建设方面, 2020年我国加大了法律制度建设的力度, 出台了首部最高法债券领域司法文件。2020年7月15日最高人民法院发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》, 明确了债券纠纷案的诉讼主体资格的认证, 案件的受理、管辖与诉讼方式、发行人的民事责任等内容。最高法首部债券领域司法文件问世, 弥补了包括ABS债券在内的债券市场在法律制度建设方面的不足和空白, 在推进我国债券法制化建设的道路上, 迈出了坚实的一步。

二、发行和交易情况

发行规模稳步增长, 银行间ABN表现亮眼

2020年, 资产支持证券发行稳步增长, 一级市场共发行2074单5444只资产支持证券, 同比增加670单1381只, 增幅分别为47.72%和33.99%¹; 发行规模合计28799.02亿元, 同比增加5475.41亿元, 增幅为23.48%。其中, 交易所市场资产支持证券(以下简称“交易所ABS”)发行1445单3831只, 同比分别增长48.82%和37.21%, 发行

¹ 以债券发行起始日为时间区间标准进行统计, 统计范围包括公募和私募发行的资产支持证券, 不包括全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台市场等。

规模为15647.55亿元，同比增长44.87%；银行间市场资产支持证券（以下简称“银行间ABS”）发行187单519只，同比分别增长1.63%和-9.58%，发行规模为8041.90亿元，同比下降16.53%；银行间市场资产支持票据（以下简称“银行间ABN”）发行442单1094只，同比分别增长77.51%和56.96%，发行规模为5109.57亿元，同比增长76.92%（详见图1）。总体来看，资产支持证券发行总量保持稳步增长态势，其中银行间ABS的发行规模有所下降，交易所ABS和银行间ABN发行规模均有所增长，银行间ABN增幅较大，表现较为突出。银行间ABN作为非金融企业在银行间债券市场的结构化融资工具，自2016年12月交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》后，由于发行效率高，相比交易所债券市场具有一定的发行成本优势和更好的流动性，发行规模快速增长，在资产证券化市场的重要性也显著提升。

从基础资产类型看，个人住房抵押贷款、保理合同债权、应收账款、应收票据、消费性贷款的发行规模在单一大类基础资产中位居前五。受益于近年来供应链金融ABS的爆发，以保理合同债权作为基础资产的资产支持证券发行规模已位居第二，仅次于个人住房抵押贷款；以应收票据作为基础资产的资产支持证券发行规模同比增长超过一倍；在鼓励消费的政策支持下，以消费性贷款作为基础资产的资产支持证券发行规模也实现较高增速，发行规模同比增长超300%。就各类基础

资产ABS的发行单数看，保理合同债权、应收票据、应收账款、消费性贷款和应收租赁款ABS位居前五，其中保理合同债权ABS发行单数达到671单，远超其他基础资产类型的发行单数，主要是随着近年来房地产企业和互联网企业供应链融资方式的创新，资产证券化已成为盘活保理资产的一个重要方式。

从已发行的资产支持证券承销情况来看，2020年，承销商头部效应较为明显，前五大承销商承销规模市场份额占比达40.80%，前十大承销商承销规模市场份额占比62.46%。中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数和规模均最多，分别为343单和3145.08亿元，招商证券股份有限公司和中国国际金融股份有限公司分别以2392.89亿元和1945.83亿元的承销金额位列第二、第三位。

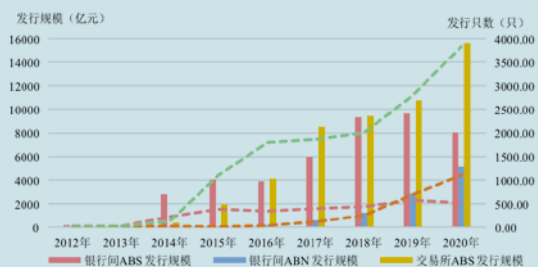
发行成本有所下降，信用分化有所加剧

2020年，受疫情冲击和灵活适度货币政策影响，资产支持证券的发行成本整体有所下降，全市场发行的AAA_{sf}级资产支持证券的平均发行利率为4.04%，同比下降56bp；AA₊_{sf}级资产支持证券的平均发行利率为5.03%，同比下降56bp；AA_{sf}级资产支持证券的平均发行利率为6.26%，同比上升21bp。与此同时，不同信用等级的资产支持证券的发行利率级差有所扩大，反映债市违约常态化后，信用分化有所加剧。具体来看，2020年全市场发行的AAA_{sf}与AA₊_{sf}、AA₊_{sf}与AA_{sf}的资产支持证券发行利率级差同比分别上升0.52bp和76bp。从2016年—2020年来看，AAA_{sf}与AA₊_{sf}、AA₊_{sf}与AA_{sf}的资产支持证券发行利率级差呈现先下降后上升的趋势，并且AA₊_{sf}与AA_{sf}的资产支持证券发行利率级差上升幅度更明显（详见图2）。

发行信用等级分布

2020年，我国债券市场共发行5444只资产支持证券，其中3023只具有信用评级，总体上集中于AAA_{sf}和AA₊_{sf}。在具有信用评级的资产支持证券中，AAA_{sf}级的

图1 2012年—2020年资产支持证券发行规模及只数走势图



数据来源：Wind，联合资信整理

表1 2020年资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数	发行只数占比(%)	发行规模(亿元)	发行规模占比(%)
AAA _{sf}	2297	75.98	21559.49	94.48
AA ⁺ _{sf}	589	19.48	1090.39	4.73
AA _{sf}	31	1.03	79.49	0.39
AA _{-sf}	4	0.13	5.14	0.02
A ⁺ _{sf}	59	1.95	37.25	0.24
A _{sf}	4	0.13	3.95	0.05
A _{-sf}	5	0.17	3.70	0.03
BBB ⁺ _{sf}	21	0.69	13.05	0.03
BBB _{-sf}	9	0.30	5.85	0.02
BB ⁺ _{sf}	4	0.13	0.66	0.00
合计	3023	100.00	22798.96	100.00

资料来源: 联合资信整理

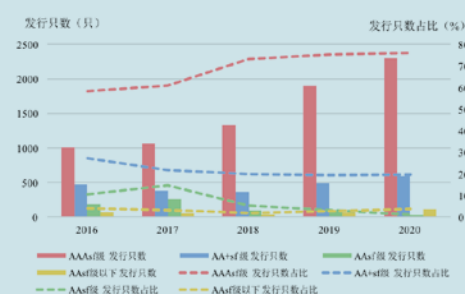
资产支持证券发行只数占比为75.98%, 发行规模占比近95%; AA⁺_{sf}级资产支持证券的发行只数占比为19.48%, 发行规模占比4.73% (详见表1)。从2016年—2020年来看, 新发行的AAA_{sf}级资产支持证券发行只数、发行规模占比呈现显著上升的趋势, AA⁺_{sf}级资产支持证券发行只数、发行规模占比变化不大, 而AA_{sf}级 (含) 以下的资产支持证券发行只数、发行规模占比呈现显著下降趋势 (详见图3、图4), 说明市场更青睐高信用等级的资产支持证券。

二级市场交易持续增长, 流动性有所回落

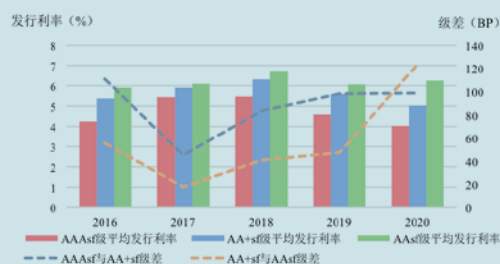
2020年, 资产证券化二级市场的交易规模同比小幅

增长, 全市场的资产支持证券的成交金额为7814.10亿元, 同比增长0.52%, 换手率为19.20%, 其中: 银行间市场的资产支持证券的成交金额为5348.89亿元, 同比增长3.45%,

图3 2016年—2020年资产支持证券各信用等级只数占比走势图

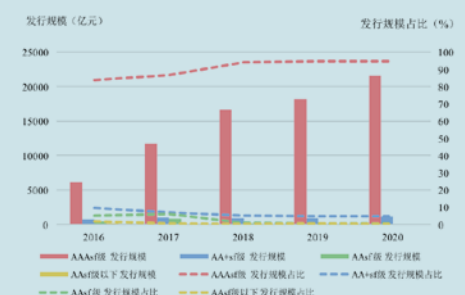


数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 2016年—2020年全市场资产支持证券AAA_{sf}、AA⁺_{sf}和AA_{sf}级差走势图

数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 2016年—2020年资产支持证券各信用等级发行规模占比走势图



数据来源: Wind, 联合资信整理

换手率为26.04%；交易所市场的资产支持证券的成交金额为2465.21亿元，同比下降5.31%，换手率为12.22%。从2016年—2019年来看，银行间市场与交易所市场的成交金额和换手率均不断攀升，但银行间市场增速更快，资产支持证券市场的流动性不断改善，2020年银行间市场成交金额同比略有上升，换手率同比有所下降，交易所市场成交金额及换手率同比均有所下降。

三、发行利差分析

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每只资产支持证券的发行利差²。2020年，AAA_{sf}、AA_{sf}、AA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值分别为163bp、262bp和369bp，其中AAA_{sf}和AA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值同比上年分别下降24bp和23bp，AA_{sf}级资产支持证券的发行利差均值同比上年上升38bp。各信用等级之间的级差³有所扩大，AAA_{sf}级和AA_{sf}级之间的级差为99bp，比上年上升2bp，AA_{sf}级和AA_{sf}级之间的级差为107bp，比上年上升58bp，反映市场投资者的风险偏好有所降低，对较低等级资产支持证券要求更高的风险补偿。各信用等级的利差变异系数相对

偏高，说明投资者对资产支持证券的信用风险判断具有较大的分歧。总体看，2020年，信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度，资产支持证券的信用等级越低，平均发行利率和发行利差越高（详见表2）。

从银行间和交易所市场的比较来看，银行间市场的AAA_{sf}、AA_{sf}和AA_{sf}级资产支持证券的平均发行利率⁴分别比交易所市场低52bp、80bp和82bp，发行利差均值分别低66bp、70bp和63bp，两个市场资产支持证券在基础资产类型、发行人类型、原始权益人信用资质等方面的差异在风险定价中得到一定反映。

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对AAA_{sf}、AA_{sf}和AA_{sf}级两两之间的利差分布进行显著性检验。2020年，在95%的置信水平下，AAA_{sf}、AA_{sf}和AA_{sf}级之间均通过检验，具有显著性差异，说明信用等级对发行利差具有区分性，评级结果得到了投资者认可。

四、创新动态

首单产品层出不穷

2020年，资产证券化市场的首单产品不断涌现，

表2 2020年资产支持证券发行利差统计表（全市场）

信用等级	样本数量(个)	发行期限均值(年)	发行利率均值(%)	发行利差区间(bp)	发行利差均值(bp)	级差(bp)	发行利差变异系数(倍)
AAA _{sf}	2297	2.26	4.04	-58~619	163	-	0.60
AA _{sf}	589	2.15	5.03	10~1086	262	99	0.54
AA _{sf}	31	3.41	6.26	155~941	369	107	0.43

资料来源：联合资信整理

² 银行间市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中债国债到期收益率，交易所市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中证国债到期收益率。

³ 级差为下一等级发行利差均值减去上一等级发行利差均值，例如，AAA和AA+之间的级差为AA+的发行利差均值减去AAA的发行利差均值，以此类推。

⁴ 由于资产支持证券发行期限分布较广，大多非整数，加之各期限样本量太小，因此统计发行利率时没有考虑发行期限因素。

基础资产类型和交易结构日益丰富。首先，新型底层基础资产纷纷推出。2020年2月，首单建设期PPP项目ABS“申万宏源证券-北控水务楚雄州亚行配套PPP项目资产支持专项计划”成功募集资金10.50亿元，将PPP项目ABS的底层资产范围首次拓展到建设期PPP项目；2020年4月，首单地方资产管理公司特殊机遇资产ABS“华泰-浙商资产一期资产支持专项计划”成功募集资金5.00亿元，首次将非银行类不良债权纳入基础资产范畴；2020年5月，首单工程尾款ABS“中信证券-中国电建工程尾款1期资产支持专项计划”成功募集资金4.45亿元，将底层资产范围首次扩展到建筑工程尾款；2020年7月，首单IDC新型基础设施收益权ABS“远洋-中金-云泰数通一号第1期IDC新型基础设施收益权资产支持专项计划”成功募集资金11.06亿元，首次将互联网数据中心（IDC）收费收益权纳入底层资产范畴；2020年12月，“兴业圆融-温州技术产权资产支持专项计划”成功募集资金1.90亿元，首次将非专利技术知识产权纳入底层资产范畴。

同时，交易结构也不断推陈出新。2020年4月，“中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划”成功募集资金7.10亿元，由中信信托直接担任计划管理人，成为首单单层SPV结构CMBS，简化了交易结构；次月，“华泰佳越-仁恒皇冠假日酒店资产支持专项计划”成功募集资金17.50亿元，未设立信托计划，由华泰资管设立资产支持专项计划，成为首单无信托单层SPV结构CMBS；2020年5月，“天风证券-华福-前交所集合保理区块链资产1号资产支持专项计划”成功募集资金3.22亿元，首次采用了多家核心债务人、多家债权人、多家原始权益人模式，开创了首单“N+N+N”模式供应链金融ABS；2020年6月，“上海晋阳商业保理有限公司2020年度大同煤矿供应链第一期资产支持商业票据”成功发行，发行规模5.46亿元，通过滚动发行机制，有效降低了供应链上游企业的资金成本和融资压力，成为首单资产支持商业票据（详见表3）。

ABS信用风险缓释工具创设力度加大

2020年，随着资产支持证券信用风险的逐步暴露，参照资产支持证券的信用风险缓释工具加快了创设步伐。2020年，商业银行和证券公司参照6只资产支持证券共创设了8单信用风险缓释凭证，名义本金为14.45亿元，分别比2019年（3只、3单、3.13亿元）增长了100.00%、166.67%、361.88%，加大了资产支持证券的信用风险保护力度。

2020年6月，兴业银行参照“和信（天津）国际商业保理有限公司2020年度包钢股份供应链第一期资产支持商业票据优先级”票据创设了信用风险缓释凭证，名义本金0.20亿元，是我国首单参照债券为资产支持商业票据的信用风险缓释凭证；2020年6月和7月，中信证券参照“建鑫2020年第三期不良资产支持证券优先档资产支持证券”创设了2单信用风险缓释凭证，名义本金合计9.75亿元，成为首批参照不良个人住房抵押贷款支持证

表3 2020年首单资产支持证券

起息日期	产品名称	首单类型
2020/2/26	申万宏源证券-北控水务楚雄州亚行配套PPP项目资产支持专项计划	首单建设期PPP项目ABS
2020/3/4	浦东科创1期知识产权资产支持专项计划（疫情防控ABS）	首单疫情防控知识产权ABS
2020/4/10	中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划	首单单层SPV结构CMBS
2020/4/29	华泰-浙商资产一期资产支持专项计划	首单地方AMC特殊机遇资产ABS
2020/5/12	中信证券-中国电建工程尾款1期资产支持专项计划	首单工程尾款ABS
2020/5/22	华泰佳越-仁恒皇冠假日酒店资产支持专项计划	首单无信托单层SPV结构CMBS
2020/5/29	天风证券-华福-前交所集合保理区块链资产1号资产支持专项计划	首单“N+N+N”模式供应链金融ABS
2020/6/5	上海晋阳商业保理有限公司2020年度大同煤矿供应链第一期资产支持商业票据	首单资产支持商业票据
2020/7/30	远洋-中金-云泰数通一号第1期IDC新型基础设施收益权资产支持专项计划	首单IDC新型基础设施收益权ABS
2020/12/15	兴业圆融-温州技术产权资产支持专项计划	首单非专利技术产权ABS

资料来源：联合资信整理

券创设的信用风险缓释凭证；2020年10月，招商证券和兴业银行参照“兴甯2020年第一期个人消费贷款资产支持证券优先C档资产支持证券”创设了2单信用风险缓释凭证，名义本金合计0.40亿元，成为首批参照个人消费贷款资产支持证券创设的信用风险缓释凭证。

疫情防控ABS快速推出

2020年，为了应对新冠肺炎疫情的冲击，帮助企业复工复产，疫情防控ABS快速推出。2020年，全国共发行59单疫情防控ABS，募集资金合计886.75亿元，为疫情防控和复工复产提供了及时的资金支持。

2020年2月，“华电国际电力股份有限公司2020年度第一期绿色定向资产支持票据（疫情防控债）”成功募集资金15.51亿元，用于保障湖北等疫区基础设施电力供应，是首单疫情防控ABN；同月，“中信证券-联易融-中交二航局供应链金融2期资产支持专项计划（疫情防控）”成功募集资金2.30亿元，用于支持疫区医院、企业、科研实验室的建设，成为交易所市场首单疫情防控ABS；2020年3月，“浦东科创1期知识产权资产支持专项计划（疫情防控abs）”成功募集资金0.38亿元，用于支持核酸检测试剂和新冠病毒疫苗的研发，是首单疫情防控知识产权ABS。

五、信用事件

2020年，债券市场上有2只资产支持证券首次发生违约⁵；25只资产支持证券信用评级下调⁶，同比增加13只；24只资产支持证券被列入评级观察名单⁷，同比减少16只。

具体来看，违约债券方面，市场共有2家原始权益

人发起的2单2只资产支持证券首次发生违约。2只违约债券分别为：“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”“北京北大科技园建设开发有限公司2018年第一期资产支持票据优先级”。从债券违约原因来看，“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”主要受到项目建设资金回笼滞后、融资渠道收窄和股东支持力度减弱的影响；“北京北大科技园建设开发有限公司2018年第一期资产支持票据优先级”主要受到方正集团违约连带影响。

级别下调方面，市场共有9家原始权益人发起的9单25只资产支持证券债项评级发生下调，原始权益人家数、发行单数同比未发生变化，只数同比增加13只。其中，“天风-河南能源供气资产支持专项计划”“东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划”“桑德北京水务一期绿色资产支持专项计划优先级资产支持证券”“北京北大科技园建设开发有限公司”“巩义燃气供气合同债权资产支持专项计划”5单资产支持证券评级大幅下调，共涉及9只资产支持证券。从级别下调原因来看，2020年市场上资产支持证券发生评级大幅下调的主要原因⁸是：主要增信方杠杆水平较高、扩张激进、爆发风险事件，如“东亚前海-招商创融-富晟集团应收账款资产支持专项计划”的差额支付承诺人福建福晟集团有限公司（以下简称“福晟集团”），自2015年以来大规模扩张，拿地较为激进，进而导致了偿债能力与流动性的恶化，造成主体违约和相应债券评级的大幅下调；又如“天风-河南能源供气资产支持专项计划”的保证人河南能源化工集团有限公司的主体评级被调降至BB_s级，且被列入可能降级的观察名单，最终

⁵ 违约事件和信用评级下调事件仅根据 Wind 公布的数据。

⁶ 评级下调数据包括违约债券信息。

⁷ 评级观察名单不包括信用等级发生调整且同时被列入评级观察名单的发行人信息。

⁸ 此处，对评级大幅下调债券的原因不包括对违约债券的分析。

可能会对“天风-河南能源供气资产支持专项计划”产生实质性影响，因此造成了评级大幅下调。

被列入评级观察名单方面，市场共有11家原始权益人发起的11单24只资产支持证券被列入评级观察名单，原始权益人家数、发行单数以及只数同比分别减少4家、6单和16只。从被列入评级观察名单的等级来看，2020年被列入评级观察名单的资产支持证券以AAA_{sf}级和AA₊_{sf}级为主，两者之和为21只，占比高达87.50%，其中，AAA_{sf}级资产支持证券有14只，AA₊_{sf}级资产支持证券有7只，占比分别为58.33%和29.17%。

六、市场展望

市场规模有望稳步增长

近年我国资产证券化市场持续扩张，2020年，即使在新冠疫情冲击下，我国资产支持证券发行规模达到2.88万亿元，同比增长23.48%，较2019年增速（16.47%）加快7.01个百分点。展望2021年，资产证券化市场仍受到诸多因素支撑，发行规模有望持续增长。一是新冠疫情得到控制后我国经济逐步恢复发展，实体经济具有更强的融资需求，更多企业将通过发行资产支持证券融资，特别是其他融资渠道受到一定限制的民营中小微企业；二是随着资管新规过渡期进入尾声，非标融资和通道业务被持续压缩，非标资产有转为标准化债权资产的需要，而资产证券化是非标资产转为标准资产的重要方式，因此，越来越多的非标资产转为标准资产将推动资产证券化市场的进一步增长；三是随着不良资产规模的持续上升，以不良企业信贷资产和不良个人消费贷款等不良债权为基础资产的资产支持证券可能增多，特殊机遇资产证券化产品发行规模可能扩大；四是随着鼓励消费的政策不断推出，以消费性贷款为基础资产的资产支持证券可能继续增多，发行规模可能继续扩大；五是随着知识产权强国战略的深入实施，以专利权、商标权、著作权、非专利技术等知识产权为底层资

产的资产支持证券有望继续增多，发行规模有望进一步扩大。

综上所述，2021年，我国资产证券化市场规模有望继续稳步增长，发行规模或将突破3.00万亿元。

信用风险或将加快释放

2020年，为了防控疫情、支持实体经济复苏、防范化解金融风险，监管部门采用了更加灵活适度的货币政策，有序化解了资产证券化市场的信用风险。展望2021年，随着我国经济逐步恢复发展，监管部门可能会逐步收紧信用政策，加快推进供给侧结构性改革，在此背景下，部分信用资质相对较弱的企业及相关资产证券化产品的信用风险可能将加速释放，尤需关注依赖单一信用主体作为增信的资产证券化产品的信用风险。2021年，在资产证券化产品中，需重点关注的风险包括：（1）PPP项目资产证券化产品的增信主体风险，PPP项目资产证券化产品往往高度依赖单一信用主体提供增信，一旦该信用主体资金链紧张、出现信用风险，其增信的PPP项目资产证券化产品也可能出现违约；（2）运输收费收益权类资产证券化产品的疫情风险，由于新冠疫情反复出现，部分地区被隔离封锁，相关交通运输企业的运营受到影响，部分航空公司的客票收入、公路运输公司的客运收入大幅下滑，可能出现违约；（3）基础设施收益权类资产证券化产品的发行人或原始权益人经营恶化，底层资产现金流大幅下降的风险，此类收益权类资产证券化产品的基础资产单一，集中度高，受到行业不景气、客户流失或政策变动等影响，现金流显著低于预期，从而无法及时足额兑付到期ABS；（4）房地产行业的政策风险，在持续调控之下，部分房地产企业融资困难，现金流紧张，一旦主体出现流动性危机，对应的ABS也可能出现违约。

总体来看，2021年，资产证券化市场的信用风险或将加快释放，资产证券化市场各参与方需加强风控体系建设，大力提升风控能力，以迎接未来的市场挑战。■

2020年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

——债市稳中有变，信用风险超预期释放

文 | 联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

本文从违约情况、等级调整与等级迁移、利差表现三方面对2020年我国债券市场评级表现进行分析并对评级质量进行检验。整体看，2020年我国债券市场整体平稳运行但稳中有变，违约常态化背景下信用风险超预期释放，部分高级别主体违约事件对市场情绪造成一定冲击，但信用风险整体仍处于可控状态。

违约情况方面，2020年我国债券市场新增违约发行人30家，公募债券市场违约率为0.61%，违约常态化发生，信用风险进一步释放，但违约发行人家数和公募债券市场违约率较2019年和2018年均有所减少；同时信用评级的违约预警能力整体有所提升。

等级调整方面，发行人信用等级调整率变化不大，整体仍呈调升趋势；企业性质方面，国有企业调整率同比上升，民营企业调整率同比下降，弱资质民营企业信用风险持续出清，存量发行人整体信用状况有所改善，而国有企业信用风险出现一定程度分化，部分国有企业违约风险开始暴露；行业和地区方面，部分行业信用风险出现分化，等级调整无明显地域特征；此外，大跨度

评级调整数量有所减少。信用等级迁移方面，截至2020年末AAA级、AA+级发行人占比进一步上升，各级别稳定性整体表现良好，AA+级至A+级呈向上迁移趋势。

利差表现方面，信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，主要券种不同信用等级利差间均存在显著性差异。总体来看，我国债券市场信用评级能够较好反映发行人信用风险差异。

一、违约情况统计分析

违约常态化发生，信用风险进一步释放

2020年我国债券市场新增30家违约¹发行人，共涉及到期违约债券97期²，到期违约金额³约1002.55亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较2019年（49家，140期）和2018年（42家，109期）均有所减少，到期违约金额较2019年（914.50亿元）和2018年（900.38亿元）均有所增加。

违约率方面，2020年公募债券市场新增25家

¹ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券/主体发生违约：一是债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；二是债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：一是如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；二是合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在1~2个工作日得以解决，不包含在违约定义中。

² 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

³ 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

违约发行人⁴，发行人主体违约率为0.61%，较2019年（0.88%）和2018年（0.75%）均有所下降，违约级别范围与2019年和2018年基本一致；各级别违约率基本呈现随级别降低而上升的趋势，但AA+级违约率（0.58%）和AA级违约（0.40%）出现倒挂（详见表1）。

违约发行人期初信用等级分布方面，2020年我国债券市场新增违约发行人期初信用等级分布在AAA级至BB级，其中AA+级和AA级发行人数量较多（各7家）；高级别（AAA级和AA+级）发行人占比（33.33%）

较2019年（25.00%）和2018年（6.52%）均有所上升（详见图1）。

总体来看，2020年我国债券市场违约常态化发生，新增违约发行人仍以民营企业为主，违约发行人行业⁵和地区分布较为分散，汽车行业、房地产管理和开发行业、制药行业的违约发行人数量相对较多，北京、广东、辽宁等地的违约发行人数量相对较多。同时部分高级别主体、国有企业发生违约，超出市场预期，信用风险进一步释放但整体仍将处于可控状态。

表1 2018—2020年公募债券市场发行人主体违约率统计表（家、%）

主体级别	2018年			2019年			2020年		
	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率
AAA	712	1	0.14	824	2	0.24	948	3	0.32
AA+	894	1	0.11	993	10	1.01	1036	6	0.58
AA	1998	20	1.00	1834	6	0.33	1762	7	0.40
AA-	390	3	0.77	324	5	1.54	330	4	1.21
A+	78	1	1.28	77	4	5.19	93	0	0.00
A	17	2	11.76	23	3	13.04	14	1	7.14
A-	8	0	0.00	8	0	0.00	4	0	0.00
BBB+	5	0	0.00	4	1	25.00	3	0	0.00
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	4	2	50.00
BBB-	2	1	50.00	1	1	100.00	0	0	--
BB+	5	0	0.00	2	0	0.00	1	1	100.00
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	1	1	100.00
BB-	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
B+	0	0	--	1	0	0.00	0	0	--
B	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
B-	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
CCC	0	0	--	0	0	--	0	0	--
CC	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
C	0	0	--	0	0	--	0	0	--
合计	4000	30	0.75	3975	35	0.88	4082	25	0.61

注：发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、可转债、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行的债券的发行人；违约率计算采用静态池法，即样本家数为年初建立的群组中的发行人数量，不考虑年内债券到期、终止评级等导致信用等级失效的情形；发行人具有不同信用等级级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；若评级机构所评发行人期初存续债券均为私募债，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；发行人主体违约率=当年发生违约的发行人家数/发行人样本家数；当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人；2018年公募债券发行人中新增31家违约主体，其中永泰集团有限公司期初无公募债券存续，未计入违约样本，山东金茂纺织化工集团有限公司期初具有不同级别双评级；2019年公募债券发行人中新增35家违约主体，其中三胞集团有限公司期初具有不同级别双评级；2020年公募债券发行人中新增25家违约主体；历史数据有追溯调整

资料来源：联合资信COS系统

⁴ 发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约发行人：发行人所发公募债券发生违约、发行人发生私募债券违约但违约时仍有公募债券存续，违约包括仅主体违约、主体和债项均发生违约的情况。

⁵ 本文所称行业采用 Wind 三级行业分类。

信用评级的违约预警能力整体有所提升

2020年我国债券市场30家新增违约发行人中有24家在违约前具有有效信用等级，多数违约事件发生前评级机构通过各类评级行动进行了风险预警⁶，首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间在1个月以内的有5家，1~3个月（含）的有7家，3~6个月（含）的有3家，6~12个月（含）的有5家，1年以上的有5家。整体来看，评级机构对违约发行人提前6个月、提前1年进行风险预警的比例较2019年和2018年均有所上升，信用风险预警能力有所改善，但预警及时性仍有待提高（详见图2）。

二、等级调整与等级迁移分析

信用等级调整情况

1. 信用等级调整率变化不大，整体仍呈调升趋势

2020年，公募债券市场上共有328家发行主体信用等级发生调整，调整率为5.69%，较2019年（5.42%）上升0.27个百分点，较2018年（6.42%）下降0.73个百分点。其中信用等级被调升的发行人有235家，调升率为4.07%，较2019年（3.89%）上升0.18个百分点，较2018年（4.65%）下降0.58个百分点；信用等级被调降的发行人有93家，调降率为1.61%，较2019年（1.53%）上升0.08个百分点，较2018年（1.77%）下降0.16个百分点（详见表2）。整体来看，2020

年公募债券市场信用等级调整率较2019年和2018年变化不大，整体仍呈调升趋势。

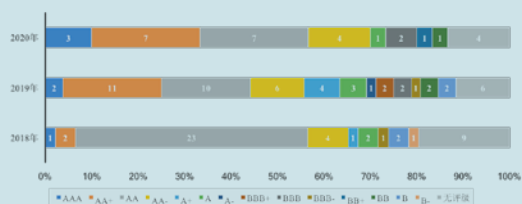
2020年，公募债券市场上信用评级展望被调升的发行人有5家（由负面调整为稳定的有4家，由稳定调整为正面的有1家），信用评级展望被调降的发行人有24家（由正面调整为稳定的有2家，由稳定调整为负面的有22家），评级展望调升率和调降率分别为0.09%和0.42%，调升率较2019年和2018年有所下降，调降率较2019年和2018年略有上升。2020年发行人主体信用评级展望呈现调降趋势。相比主体信用等级调整，2020年信用评级展望的调整数量仍然较少，且较2019年和2018年进一步下降，信用等级调整仍然是评级机构对发行人信用状况变化进行评价和揭示的主要方式。

2. 国有企业调整率同比上升，民营企业调整率同比下降

分企业性质来看，2020年我国公募债券市场信用等级被调升的发行人主要为国有企业（含地方国有企业和中央国有企业），占比（86.81%）较2019年（87.16%）小幅下降，较2018年（77.95%）有所上升；信用等级被调降的发行人主要为民营企业，占比（55.91%）较2019年（56.98%）和2018年（59.79%）均有不同程度下降。

国有企业信用等级调升率（4.50%）较2019年（4.18%）上升0.32个百分点，较2018年（4.55%）下降0.05个百分点；调降率（0.66%）较2019年（0.59%）上升0.07

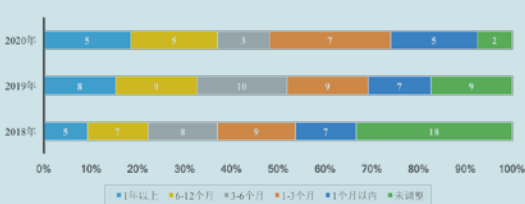
图1 2018—2020年债券市场违约发行人期初信用等级分布情况



注：横坐标代表各级别违约发行人人数占比，数据标签代表各级别违约发行人人数

资料来源：联合资信COS系统

图2 2018—2020年首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布



注：横坐标代表各级别违约发行人人数占比，数据标签代表各级别违约发行人人数

资料来源：联合资信COS系统

⁶ 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

个百分点,较2018年(0.67%)下降0.01个百分点。民营企业信用等级调升率(2.94%)较2019年(2.34%)上升0.60个百分点,较2018年(4.95%)下降2.01个百分点;调降率(6.11%)较2019年(7.16%)和2018年(7.76%)分别下降1.05个百分点和1.65个百分点。

整体来看,国有企业调整率同比上升,民营企业调整率同比下降。近年来弱资质民营企业信用风险持续出清,存量发行人整体信用状况有所改善,而国有企业信用风险出现一定程度分化,部分国有企业违约风险开始暴露。

3. 部分行业信用风险分化,等级调整无明显地域特征

行业分布方面,在样本数量相对较多(发行主体家数超过100家,下同)的行业中,建筑与工程(79家)、综合类(35家)、房地产管理和开发(23家)、商业银行(21家)、多元金融服务(14家)等行业⁷的发行人信用等级被调升的数量相对较多;信用等级被调降的发行人则主要分布在建筑与工程(9家)、综合类(8家)、房地产管理和开发(6家)、金属、非金属与采矿(6家)等行业;房地产管理和开发行业的调升率最高(5.85%),金属、非金属与采矿行业的调降率最高(4.41%);化工行业、石油、天然气与供消费用燃料行业的调升率和调降率均较高,行业

内发行人信用风险出现分化现象。

地区分布方面,在样本数量相对较多的地区中,江苏(45家)、浙江(37家)、安徽(15家)、广东(5家)、山东(13家)、四川(11家)等地发行人信用等级被调升的数量相对较多,北京(14家)、广东(13家)、山东(9家)、重庆(6家)、辽宁(6家)等地发行人信用等级被调降的数量相对较多;河北发行人的调升率最高(9.09%),辽宁发行人的调降率最高(5.83%)。整体来看,信用等级发生调整的发行人地域分布相对分散,未呈现出明显特征。

4. 大跨度评级调整数量有所减少

2020年,我国公募债券市场共发生45次大跨度评级调整⁸现象,涉及发行主体41家,较2019年(50次,42家)和2018年(60次,44家)均有所减少,大跨度评级调整均为调降。从企业性质来看,发生大跨度调整的发行人主要为民营企业(23家),其次为国有企业(11家),外资企业和公众企业分别有4家和3家;从地区分布来看,北京(7家)和广东(6家)发生大跨度调整的发行人数相对较多,上海、浙江、重庆、辽宁各有3家;从行业分布来看,汽车行业(5家)以及制药行业、综合类行业、房地产管理和

表2 2018—2020年公募债券市场发行人信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
样本数量(家)	5476	5608	5768	5467	5608	5768	5467	5608	5768
调升数量(家)	254	218	235	28	12	5	282	230	240
调降数量(家)	97	86	93	21	21	24	118	107	117
调升率(%)	4.65	3.89	4.07	0.51	0.21	0.09	5.16	4.10	4.16
调降率(%)	1.77	1.53	1.61	0.38	0.37	0.42	2.16	1.91	2.03

注:等级调整样本包含统计期内存续、到期和新发债券的发行人,涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券(不包含私募债)、可转债、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行人;发行人主体信用等级有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限;发行人具有双评级或多评级,则按不同主体信用等级分别纳入统计,即同一主体可被计数多次;评级展望调升、调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计;评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升,反之视为调降;调升率或调降率等于年内发生信用等级(或评级展望)调升或调降的数量与统计样本数量的比;若发行人被评级机构终止主体信用等级(期末级别失效),则按照终止评级前的最新级别进行等级调整统计,下同;级别调整统计仅包含同一评级机构对发行人的级别调整情况,未包含更换评级机构后级别调整情况,下同

资料来源:联合资信COS系统

⁷ 如无特殊说明,本文所称行业均指 Wind 三级行业。

⁸ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况,指发行人期初、期末主体信用等级调整超过3个子级以上(含3个子级)。例如,期初等级为AA,期末等级调整为A,等级调整跨越AA-和A+,则为发生大跨度调整;不同评级机构对同一发行主体的大跨度评级调整各计为1次。若发行人在期初被终止主体评级,则以评级机构在终止评级前对其出具的最后一次级别进行统计。

开发行业、金属、非金属与采矿行业(各3家)发生大跨度调整的发行人数量相对较多。整体来看,公募债券市场发生大跨度调整的发行人的企业性质、行业及地区分布特征与违约发行人的特征大致相同。

信用等级迁移矩阵

1. AAA级、AA+级发行人占比进一步上升

截至2020年末,我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在AA-级及以上级别,占比(96.85%)较2019年(96.92%)和2018年(96.38%)变化不大。其中,AA级发行人数量仍然最多但占比(36.48%)继续下降,较2019年和2018年分别下降2.84个百分点和7.44个百分点;AAA级和AA+级发行人占比继续上升,较2019年分别上升0.39个百分点和5.37个百分点,较2018年分别上升1.53个百分点和1.82个百分点。近年来我国债券市场违约常态化发生,弱资质、低级别发行人逐步出清,同时投资者风险偏好整体下行,新发行债券发行人的信用等级向高级别集中,市场信用等级中枢有所上移,截至2020年末高级别

(AAA级和AA+级)占比进一步上升(详见图3)。

2. 稳定性整体表现良好, AA+级至A+级呈向上迁移趋势

通过1年期信用等级迁移矩阵⁹反映公募债券市场等级迁移情况,在样本数量较多的A+级(含)以上级别中,从各级别稳定性来看,各级别迁移率均在10%以下,稳定性较好。从迁移方向看,除AAA级外,各级别均表现出不同程度的向上迁移趋势;AA+级和AA级向上迁移的比率(7.63%和6.12%)较2019年(7.29%和4.58%)和2018年(6.81%和5.88%)均有所上升,AA-级和A+级向上迁移的比率(4.93%和4.17%)较2019年(6.49%和5.00%)和2018年(13.01%和6.56%)均有所下降。从迁移范围看,除A+级外,各级别均出现发行人级别迁移范围超过5个子级的情况,级别迁移幅度较大,与2019年和2018年的情况大致相同。此外,2020年有21家发行人主体信用等级由投资级迁移至投机级¹⁰,较2019年(26家)和2018年(40家)均有所减少,无发行人主体信用等级由投机级迁移至投资级(详见表3)。

三、主要券种利差分析

2020年,在新冠肺炎疫情肆虐全球及中美贸易摩擦不断的背景下,上半年央行采取适度宽松的货币政策,大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展,下半年货币政策在“稳增长”与“防风险”之间寻找平衡,稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,综合运用并创新多种货币政策工具,有效发挥结构性货币政策精准滴灌作用投放流动性。具体来看,央行综合运用降准¹¹、公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期

图3 2018—2020年我国公募债券市场发行主体信用等级分布图



⁹ 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法, 即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计, 不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况, 亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

¹⁰ BBB- 级及以上为投资级, BB+ 及以下为投机级。

¹¹ 央行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司), 释放长期资金 8000 多亿元; 于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准, 考核参与机构 2019 年度普惠金融领域贷款情况, 对达标机构给予 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金优惠, 新达标机构净释放长期资金约 4000 亿元; 除此之外, 对此次考核中得到 0.5 个百分点存款准备金优惠的股份制商业银行额外降准 1 个百分点, 释放长期资金约 1500 亿元, 需全部用于发放普惠金融领域贷款; 于 4 月 15 日对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点, 分两次实施到位, 每次下调 0.5 个百分点, 释放长期资金约 2000 亿元。

表3 2020年公募债券市场发行人1年期信用等级迁移矩阵(单位: 家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1135	99.47	0.09	--	--	--	--	--	--	--	--	0.44
AA+	1101	7.63	91.73	0.09	--	0.09	0.09	--	--	--	--	0.36
AA	1717	--	6.12	91.44	1.63	0.17	0.17	0.12	--	0.06	0.06	0.23
AA-	284	--	--	4.93	92.61	1.41	0.35	--	--	--	--	0.70
A+	72	--	--	--	4.17	93.06	2.78	--	--	--	--	--
A	9	--	--	--	--	11.11	55.56	11.11	--	--	--	22.22
A-	1	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--	--
BBB+	1	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB	4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+及以下	21	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

注: 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体, 以下同; 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况, 无法体现各家评级机构的具体迁移情况

资料来源: 联合资信COS系统

借贷便利(TMLF)、常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款(PSL)等总量和结构性政策工具,有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。同时央行通过降低公开市场操作和MLF操作利率引导贷款市场报价利率(LPR)进一步下行¹²,推动综合融资成本明显下降,引导金融机构加大对实体经济的扶植力度,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。整体来看,1月至5月上旬,市场资金面整体较为宽松,进入5月下旬后,随着国内疫情逐渐稳定,各主要经济指标均有所好转,央行货币政策开始向常态化回归,资金利率中枢有所上行,本年度市场利率整体呈现先降后升的态势。

可以看出,2020年,信用等级(超短融、短融为主体信用等级,其他券种为债项信用等级)对债券发行利率、利差的影响主要体现在以下方面(详见表4):

(1) 超短融、短融、中票、企业债、公司债、商业银行债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系,即信用等级越高,发行利率均值、利差均值越低;

(2) 样本数量相对较多的各期限、各券种中,3年期和5年期中票、7年期企业债的发行利差和交易利差以及3年期公司债的发行利差呈现出AA级级差均大于AA+级级差的特征,说明信用等级越低,投资者对债券风险溢价的要求越高;

(3) 使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对样本数量较多¹³的超短融、短融、中票、公司债、企业债、商业银行债等的利差进行显著性检验¹⁴,参与检验的各级别主体所发超短融、短融以及各级别中票、公司债、企业债、商业银行债中不同信用等级利差之间均存在显著性差异,信用等级对信用风险表现出较好的区分度。■

¹² 2020年2月3日,央行下调7天逆回购利率10BP至2.40%,3月30日再次下调7天逆回购利率20BP至2.20%。2月17日,央行下调MLF利率10BP至3.15%,4月15日再次下调MLF利率20BP至2.95%。2月20日,1年期LPR由4.15%降至4.05%,5年期LPR由4.80%降至4.75%;4月20日,1年期LPR降至3.85%,5年期以上LPR降至4.65%。

¹³ 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于10。

¹⁴ 在95%的置信水平下,当P值小于5%,则检验结果显著,否则不显著。

表4 2020年主要券种分级别利差统计

债券类型	期限	信用等级	样本数量	发行利率(%)		发行利差(BP,%)			交易利差(BP,%)			
				区间	均值	均值	级差	变异系数	样本数量	均值	级差	变异系数
超短融	270D	AAA	586	1.25~6.00	2.59	59.53	--	111.97	456	89.60	--	56.12
		AA+	510	1.75~7.10	3.54	149.45	89.92	72.27	477	155.36	65.76	65.13
		AA	251	2.19~7.00	4.19	218.17	68.72	47.34	245	213.98	58.62	46.73
短融	1Y	AAA	171	1.50~6.50	3.25	117.17	--	73.62	165	121.00	--	69.76
		AA+	185	2.00~6.80	3.81	171.53	54.36	61.98	182	168.24	47.23	61.38
		AA	121	2.40~7.00	4.30	222.91	51.38	45.24	119	221.27	53.04	44.47
中票	3Y	AAA	490	2.05~6.80	3.56	119.09	--	45.87	477	121.66	--	44.38
		AA+	425	2.80~8.00	4.33	190.60	71.51	51.85	416	186.16	64.50	50.35
		AA	257	3.10~7.80	5.17	278.19	87.59	40.41	243	270.29	84.12	39.96
	5Y	AAA	220	2.70~5.00	3.68	120.21	--	30.03	211	123.26	--	27.67
		AA+	97	3.23~5.24	4.08	163.93	43.72	25.68	96	164.18	40.92	25.58
		AA	13	3.70~6.50	4.68	241.65	77.72	37.80	13	242.13	77.95	38.14
企业债	5Y	AAA	46	3.17~5.03	3.84	128.41	--	28.67	42	130.58	--	23.65
		AA+	19	3.60~7.50	4.98	230.69	102.28	52.00	14	199.53	68.95	39.66
		AA	4	4.48~7.00	5.73	285.84	55.14	36.27	2	276.54	77.01	36.34
	7Y	AAA	7	3.46~4.37	3.96	124.41	--	20.17	7	122.80	--	20.54
		AA+	39	3.77~6.00	4.84	196.08	71.67	29.48	35	193.33	70.53	32.13
		AA	26	5.00~8.50	7.01	411.37	215.29	19.97	10	394.04	200.71	23.01
公司债	3Y	AAA	347	2.29~7.30	3.60	115.67	--	59.24	113	109.83	--	45.27
		AA+	121	2.74~7.50	4.48	205.11	89.43	51.85	21	193.83	84.00	41.91
		AA	24	3.75~8.35	5.41	311.19	106.08	43.19	5	204.74	10.90	37.30
	5Y	AAA	117	2.95~6.70	3.77	123.32	--	39.63	32	112.03	--	21.22
		AA+	13	3.54~6.50	4.47	177.61	54.29	34.90	2	134.64	22.60	31.87
商业银行债	3Y	AAA	51	1.99~4.08	3.18	67.92	--	24.12	51	68.77	--	24.30
		AA+	24	2.80~4.10	3.54	116.27	48.35	31.53	23	113.69	44.92	31.44
		AA	2	3.75~3.90	3.83	191.12	74.84	29.55	2	187.96	74.27	27.79
	5Y	AA-	1	4.50~4.50	4.50	221.85	30.74	--	0	--	--	--
		A+	1	4.00~4.00	4.00	259.05	37.20	--	0	--	--	--
商业银行二级资本工具	5Y	AAA	4	3.10~3.75	3.37	121.73	--	10.09	4	124.89	--	15.01
		AA+	2	4.30~4.38	4.34	171.29	49.56	0.08	2	176.12	51.23	2.70
		AA	4	4.50~5.18	4.80	235.73	64.44	4.56	3	232.53	56.41	8.97
		AA-	6	4.80~5.50	5.09	257.88	22.15	19.05	1	230.01	-2.52	--
		A+	5	4.65~5.50	5.01	223.48	-34.41	19.28	0	--	--	--
		A	2	5.00~5.80	5.40	297.91	74.43	17.18	1	266.28	--	--

注：所有券种样本均为公开发行债券且不含政府支持机构（发行人为中国国家铁路集团有限公司、中央汇金投资有限责任公司）所发债券，并剔除有担保、浮动利率、永续债/可续期债券；发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额，交易利差为债券上市后两周内（公司债为上市后首月内）的首个交易日收益率和当日的同期限国债利率的差额；级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高1个子级的利差均值；变异系数为利差标准差与均值的比，下同
资料来源：Wind，联合资信整理

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2021年2月—3月，债券市场¹新增违约²主体13家，涉及到期违约债券49期，到期违约规模约653.54亿元。另有15家重复违约³主体，共涉及到期违约债券24期，到期违约规模合计约282.34亿元。

截至3月31日，2021年我国债券市场新增违约主体13家，涉及到期违约债券49期，到期违约规模约653.54亿元，较上年同期（7家、31期、478.35亿元）均有所增加。重复违约主体17家，涉及到期违约债券31期，到期违约规模合计约316.97亿元，较上年同期（8家、26期、

136.24亿元）均有所增加（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2021年2月—2021年3月，债券市场有2家发行人主体级别发生上调，有24家发行人主体级别发生下调，2家发行人主体展望发生下调。

截至3月31日，2021年我国债券市场有3家发行人主体级别发生上调，较上年同期（14家）有所减少，有36家发行人主体级别发生下调，较上年同期（18家）有所增加。有2家发行人主体展望发生下调，较上年同期（3家）有所减少。

表1 2018年—2021年3月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	42	109	900.38	49	140	914.50	30	98	1019.36	13	49	653.54
重复违约	9	20	126.15	28	67	416.57	19	59	375.58	17	31	316.97

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金

数据来源：联合资信COS系统、Wind

表2 2018年—2021年3月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
调升数量（家）	254	218	237	3	28	12	5	0
调降数量（家）	97	86	78	36	21	21	20	2

注：1.评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；2.由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数

数据来源：联合资信COS系统、Wind

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》（<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>）。

³ 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

华晨汽车集团控股有限公司

一、主体概况

华晨汽车集团控股有限公司（以下简称“华晨集团”或“公司”）是辽宁省汽车企业，成立于2002年，公司主营业务为汽车整车和核心零部件的研发、制造和销售。公司拥有上市公司四家，分别为华晨中国汽车控股有限公司（以下简称“华晨中国”）、金杯汽车股份有限公司（以下简称“金杯汽车”）、上海申华控股股份有限公司（以下简称“申华控股”）和新晨中国动力控股有限公司（以下简称“新晨动力”）。公司是地方国有企业，辽宁省国资委和辽宁省社会保障基金理事会分别持股80.00%和20.00%，实际控制人为辽宁省国资委。

公司于2017年10月19日发行10亿3年期私募债“17华汽05”，由于公司盈利能力下滑等原因，2020年10月23日，“17华汽05”未能按期足额兑付本息，发生实质性违约。2020年11月20日，沈阳市中级人民法院裁定华晨集团进入重整程序，公司存续未到期债券视为到期并停止计息。



表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模(亿元)	回收规模(亿元)	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
17华汽05	2017/10/19	2020/10/23	2020/10/23	10.53	--	AAA/AAA/稳定	私募债	大公国际	本息违约
20华晨01	2020/3/5	2023/3/6	2020/11/20	14.61	--	--	私募债	--	本息违约
20华集01	2020/1/13	2023/1/15	2020/11/20	7.35	--	AAA/AAA/稳定	公司债	东方金诚	本息违约
19华集01	2019/9/16	2022/9/18	2020/11/20	10.11	--	AAA/AAA/稳定	公司债	东方金诚	本息违约
19华汽02	2019/6/14	2024/6/17	2020/11/20	10.25	--	AAA/AAA/稳定	企业债	东方金诚	本息违约
19华晨06	2019/5/31	2022/6/3	2020/11/20	12.36	--	AAA/AAA/稳定	私募债	东方金诚	本息违约
19华晨05	2019/4/17	2022/4/18	2020/11/20	8.31	--	AAA/AAA/稳定	私募债	东方金诚	本息违约
19华汽01	2019/3/19	2024/3/20	2020/11/20	11.43	--	AAA/AAA/稳定	企业债	东方金诚	本息违约
19华晨04	2019/3/12	2022/3/13	2020/11/20	20.90	--	AAA/AAA/稳定	私募债	东方金诚	本息违约
19华晨02	2019/1/21	2022/1/22	2020/11/20	10.54	--	AAA/AAA/稳定	私募债	东方金诚	本息违约
18华汽03	2018/11/1	2023/11/5	2020/11/20	20.05	--	AAA/AAA/稳定	企业债	东方金诚	本息违约
18华汽01	2018/9/13	2023/9/14	2020/11/20	15.15	--	AAA/AAA/稳定	企业债	大公国际	本息违约
18华汽02	2018/9/13	2023/9/14	2020/11/20	5.06	--	AAA/AAA/稳定	企业债	大公国际	本息违约
17华汽01	2017/3/9	2022/3/10	2020/11/20	20.68	--	AAA/AAA/稳定	公司债	大公国际	本息违约

注：1.违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；2.债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别
资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2018-10-17	公司公告称,宝马(荷兰)控股公司(以下简称“宝马”)将于2022年向沈阳金杯汽车工业控股有限公司(华晨中国全资子公司,以下简称“沈阳金杯汽车”)收购华晨宝马汽车有限公司(以下简称“华晨宝马”)25%的股权,交割后沈阳金杯汽车及宝马将各自拥有华晨宝马25%及75%的股权
2019-04-30	公司发布2018年年报,资产总计1710.00亿元,同比增长6.02%;负债总计1195.85亿元,同比增长4.66%;资产负债率69.93%;营业收入1529.68亿元,同比增长21.04%;归母净利润4.58亿元,同比增加8.90%
2020-04-30	公司发布2019年年报,资产总计1953.48亿元,同比增长14.24%;负债总计1447.81亿元,同比增长21.07%;资产负债率74.11%;营业收入1811.30亿元,同比增长18.41%;归母净利润2.79亿元,同比减少39.05%
2020-07-23	公司公告,截至2020年7月23日,公司一级子公司沈阳市汽车工业资产经营有限公司持有金杯汽车1.42亿股股份被冻结,占其所持金杯汽车股份比例的53.53%,占金杯汽车总股本比例的10.83%
2020-08-26	因公司多只债券在二级市场连续大幅下跌,公司有息债务规模较大等原因,东方金诚将华晨集团公司主体及相关债项列入评级观察名单
2020-09-21	公司未能按照《太平-华晨汽车制造产业升级债权投资计划投资合同》约定拨付季度应付利息
2020-09-28	因公司上半年归母净利润亏损、多笔贷款利息逾期、有息债务规模较大以及预计于2022年将25%华晨宝马股权转让给宝马,转让后不再将华晨宝马纳入合并范围等原因,东方金诚将华晨集团公司主体信用等级由AAA下调至AA+,将“18华汽03”“19华汽01”和“19华汽02”债项等级由AAA下调至AA+
2020-09-28	大公国际将公司主体及“18华汽01”“18华汽02”“17华汽01”“17华汽05”债项评级由AAA下调至AA
2020-10-15	东方金诚将华晨集团公司主体信用等级由AA+下调至AA-,将“18华汽03”“19华汽01”和“19华汽02”债项等级由AA+下调至AA-
2020-10-20	大公国际将公司主体及“18华汽01”“18华汽02”“17华汽01”“17华汽05”债项评级由AA下调至A+
2020-10-22	东方金诚将华晨集团公司主体信用等级由AA-下调至BBB,将“18华汽03”“19华汽01”和“19华汽02”债项等级由AA-下调至BBB
2020-10-23	“17华汽05”未能按期兑付债券本息,发生实质性违约
2020-10-28	大公国际将公司主体及“18华汽01”“18华汽02”“17华汽01”债项评级由A+下调至BB
2020-11-05	东方金诚将华晨集团公司主体信用等级由BBB下调至CCC,评级展望为负面,将“18华汽03”“19华汽01”和“19华汽02”债项等级由BBB下调至CCC
2020-11-06	公司间接持有的华晨中国15.35亿股普通股全部质押给第三方贷款人,占华晨中国总股本的30.43%
2020-11-17	大公国际将公司主体及“18华汽01”“18华汽02”“17华汽01”债项评级由BB下调至CCC
2020-11-20	沈阳市中级人民法院裁定华晨集团进入破产重整程序
2020-11-20	大公国际将公司主体及“18华汽01”“18华汽02”“17华汽01”债项评级由CCC下调至C
2020-11-30	东方金诚将华晨集团公司主体信用等级由CCC下调至C,将“18华汽03”“19华汽01”和“19华汽02”“19华晨02”“19华晨04”“19华晨05”“19华晨06”“19华集01”“20华集01”债项等级由CCC下调至C

注:表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源:联合资信整理

三、主体违约原因

子强母弱,母子公司信用割裂较深

华晨集团旗下拥有4家上市公司,分别为华晨中国、中华控股、新晨动力和金杯汽车。其中,华晨中国持有华晨宝马50%股权,盈利能力最强;中华控股负责集团整车销售和服务,近年来主营业务持续亏损;新晨动力主营业务为汽油机、柴油机和发动机零部件的生产与销售,近年来亦处于亏损状态;金杯汽车主要负责华晨金杯整车的生产与销售以及汽车零部件的生产与销售,利润规模较小,2019年净利润仅为2.4亿元。子公司华晨宝马盈利能力良好,现金流充裕,但母公司华晨集团却由于承担

较高的财务杠杆,以及自身经营的“中华”品牌轿车销售欠佳,盈利能力和现金流大幅恶化。2019年合并口径下,华晨集团实现净利润109.50亿元,其中子公司华晨宝马实现净利润150亿元(按照华晨集团披露口径),而母公司华晨集团亏损9.59亿元,其他板块子公司亦出现亏损;从现金流来看,2020年上半年合并口径下,华晨集团经营活动现金净流入49.64亿元,同比减少16.75%,而母公司层面经营活动现金净流出4.02亿元。近年来,母公司报表净资产持续为负(2015年至2019年分别为-11.93亿元,-11.55亿元,-26.37亿元,-356.62亿元和-49.24亿元),实际处于“资不抵债”状态,母公司华晨集团和子公司华晨宝马信用割裂较深。

受行业下行叠加疫情影响，公司自主品牌乘用车产销量、业务收入持续下降，业务获利能力较弱

公司经济型乘用车品牌主要由华晨金杯（或“雷诺金杯”）和华晨中华事业部负责经营。受行业下行叠加疫情影响，2019年华晨中华系汽车销量同比下降68.63%，销售收入同比下降73.67%；2019年金杯系汽车销量为15.11万辆，同比增长0.26%，销售收入为6.61亿元，同比下降49.46%。2020年1—3月，受疫情影响，华晨中华系汽车销量仅为0.25万辆，销售收入仅为1.37亿元；金杯系汽车销量仅为2.23万辆，销售收入仅为0.77亿元。公司自主品牌业务获利能力较弱。

母公司债务负担重，短期偿债压力大

从合并报表来看，截至2020年6月末，公司合并有息债务为641.82亿元，其中短期有息债务439.87亿元，占比68.53%，货币资金513.76亿元；而从母公司报表来看，母公司货币资金占比较少，截至2020年6月末，母公司货币资金仅为117.42亿元，且大部分因票据等原因受限，有息债务主要集中在母公司层面，母公司报

表有息债务达445.78亿元，占合并报表的69.46%，其中短期有息债务282.50亿元，货币资金对短期债务的覆盖比率不足50%，短期偿债压力很大。

股权转让、母公司及其他子公司持续亏损、负面舆情等行 为引起金融机构资金逃离，再融资能力受到冲击

2018年10月，华晨集团子公司华晨中国公告称，公司预计于2022年将华晨宝马25%的股权转让给宝马，2022年完成交割后，华晨汽车将失去对华晨宝马的控制权，给公司带来一定的经营风险。受股权转让事项、母公司及集团其他体系亏损、资金紧张传闻不断等负面事件影响，金融机构资金纷纷逃离，从合并层面来看，2019年和2020年上半年筹资活动现金分别净流出47.22亿元和54.42亿元；银行对公司的授信额度亦持续下降，2018年末、2019年末及2020年3月末银行授信总额分别为375.29亿元、349.47亿元和325.65亿元，截至2020年3月末，已使用授信额度301.97亿元，未使用授信额度仅为23.68亿元，公司再融资能力受到冲击，流动性压力进一步加大。

表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年上半年
资产总额 (亿元)	1277.03	1437.72	1612.93	1710.00	1953.48	1933.25
所有者权益 (亿元)	334.70	407.84	470.38	514.15	505.67	604.81
长期债务 (亿元)	65.26	63.96	130.15	194.33	176.62	201.95
全部债务 (亿元)	420.68	490.58	550.52	674.69	655.49	641.82
营业收入 (亿元)	1120.43	1140.37	1263.79	1529.68	1811.30	846.30
利润总额 (亿元)	88.92	91.28	111.21	140.43	163.56	93.23
EBITDA (亿元)	144.46	160.09	200.06	232.96	244.55	--
经营性净现金流 (亿元)	116.88	137.05	102.36	136.21	239.24	49.64
营业利润率 (%)	26.61	25.37	24.28	22.95	23.71	23.97
净资产收益率 (%)	18.37	15.32	15.84	19.01	21.65	--
资产负债率 (%)	73.79	71.63	70.84	69.93	74.11	68.72
全部债务资本化比率 (%)	55.69	54.60	53.93	56.75	56.45	51.48
流动比率 (%)	77.63	79.33	90.54	103.18	98.48	109.61
全部债务/EBITDA (倍)	2.91	3.06	2.75	2.90	2.68	--
EBITDA利息倍数 (倍)	8.69	9.77	9.81	9.17	8.41	--
经营现金流动负债比 (%)	14.17	15.11	1612.93	14.91	20.58	--

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

财政部印发《地方政府债券信息公开平台管理办法》

2021年2月9日，财政部公布《地方政府债券信息公开平台管理办法》，就规范地方政府债券信息公开平台管理，做好地方政府债务相关信息公开做出规定。财政部要求地方财政部门在公开平台及时公开地方政府债务限额、余额，地方政府债券发行、项目、还本付息、重大事项、存续期管理以及经济社会发展指标、财政状况等相关信息。地方各级财政部门及相关单位按照谁制作、谁公开、谁负责的原则，对地方政府债务相关信息公开的真实性、准确性、完整性、规范性、及时性负责。

(摘自中国财经报, 2021年2月9日)

国资委发布《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》

为督促各地方国资委加强债务风险防控，妥善防范化解地方国有企业债务风险，2021年3月26日，国资委发布《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，意见重点把握了三个原则：

一是落实地方主体责任；二是突出“问题风险”导向；三是借鉴央企监管经验。意见重点强调了四方面要求：一是建立债务风险监测识别机制；二是建立债务风险管控机制；三是建立债券全生命周期管理机制；四是建立债务风险管理的长效机制。

(摘自国资委官网, 2021年3月26日)

五部门联合发布《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》

为提升我国信用评级的质量和竞争力，提升我国信用评级质量和竞争力，2021年3月28日，中国人民银行等五部门联合发布《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》，通知要求加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度；完善信用评级机构公司治理和内部控制，坚守评级独立性；加强信息披露，强化市场约束机制；优化评级生态，营造公平、公正的市场环境；严格对信用评级机构监督管理，加大处罚力度。

(摘自中国人民银行官网, 2021年3月28日)

证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》

2021年2月26日，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，明确取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定，发行公司债券是否评级由发行人自主决定。同时，调整了普通投资者可参与认购交易的公募债券相关要求，删除了债项评级必须为AAA的规定，并引入了净资产和发债规模方面的条件，即“最近36个月内累计公开发行债券不少于3期，发行规模不少于100亿元”的规定。该政策措施有利于降低评级依赖，防范市场风险，推动评级行业有序竞争。

(摘自证监会官网, 2021年2月26日)

证监会发布《证券市场资信评级业务管理办法》

2021年2月26日，证监会发布《证券市场资信评级业务管理办法》，该办法是在2020年征求意见基础上进行的修订与完善，主要内容包括落实新《证券法》规定，取消证券评级业务行政许可，明确备案要求；鼓励优质机构开展证券评级业务；完善评级业务规

则；增加独立性要求并专章规定；明确信息披露要求并专章规定；强化自律管理职能；增加破坏市场秩序行为的禁止性规定；提高违法违规成本，有利于促进证券市场资信评级业务规范发展，提高证券市场的效率和透明度，保护投资者的合法权益，促进债券市场高质量发展。

(摘自证监会官网, 2021年2月26日)

深交所发布《深圳证券交易所债券质押式协议回购交易业务办法》

2021年3月2日，深交所正式发布《深圳证券交易所债券质押式协议回购交易业务办法》，旨在健全债券质押式协议回购交易机制，提升深市债券基础设施服务能力。本次优化主要包括两方面内容：一是完善交易双方身份信息展示，提升交易安全性；二是提升交易执行便捷度与资金使用效率，提升投资者参与获得感。同时，新版主协议将采用电子化备案方式，有助于提高市场机构主协议备案便利性、时效性。

(摘自中国证券网, 2021年3月10日)

沪、深交易所发布《关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》

为加强可转换公司债券程序化交易管理，维护可转债市场交

易秩序，保护投资者合法权益，2021年2月5日，沪、深交易所发布《关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》，以建立信息报告制度为核心，明确可转债程序化交易报告管理的相关要求。一是规定程序化交易投资者范围；二是明确报告方式；三是规定信息报告内容；四是要求投资者应当确保报告信息真实、准确、完整。

(摘自东方财富网, 2021年2月5日)

交易商协会发布取消强制评级安排

为促进评级行业和债券市场高质量发展，引导评级机构更多从投资人角度出发揭示风险，2021年3月26日，交易商协会发布《关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》，在前期债务融资工具注册申报环节取消信用评级报告要件要求的基础上，进一步在发行环节取消债项评级强制披露，仅保留企业主体评级披露要求，将企业评级选择权交予市场决定。

(摘自交易商协会官网, 2021年3月26日)

修订银行间市场自律规则体系，落实债券信息披露标准统一

2021年3月26日，交易商协会修订发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规

则（2021版）》等三项相关制度文件，明确非金融企业债务融资工具发行及存续期的披露细则要求，一是强化信息披露主体与人员责任；二是完善细化定期报告中非财务信息的披露内容；三是规范违约处置及投资者保护机制的披露要求；四是强化定向发行产品的规则约束，标志着公司信用类债券信息披露标准统一工作在银行间市场正式落地。

(摘自交易商协会官网, 2021年3月26日)

交易商协会发布关于明确碳中和债相关机制的通知

2021年3月18日，交易商协会发布《关于明确碳中和债相关机制的通知》，通知所称碳中和债，是指募集资金专项用于具有碳减排效益的绿色项目的债务融资工具，需满足绿色债券募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露等四大核心要素，属于绿色债务融资工具的子品种。通过专项产品持续引导资金流向绿色低碳循环领域，助力实现碳中和愿景。碳中和债募集资金应全部专项用于清洁能源、清洁交通、可持续建筑、工业低碳改造等绿色项目的建设、运营、收购及偿还绿色项目的有息债务。

(摘自证券时报, 2021年3月23日)

市场动向

Market Trends

中国银行成功发行首单“玉兰债”

2021年1月28日,中国银行顺利完成境外5亿美元“玉兰债”定价。这是上海清算所和欧洲清算银行于去年12月8日宣布推出“玉兰债”业务后的首单交易,标志着中资机构境外债券发行模式进入新阶段。“玉兰债”通过上海清算所与欧洲清算银行建立的金融基础设施连接,为中资发行人面向国际市场发债提供便利,标志着依托金融基础设施跨境互联互通服务的国际市场债券发行业务正式通航。首单“玉兰债”吸引众多投资者关注,发行利率为0.86%,与可比债券二级市场水平基本一致。

(摘自中国金融网, 2021年2月2日)

全国首批6只“碳中和”债券落地

2021年2月8日,全国首批6只“碳中和债”在银行间债券市场成功发行,合计发行规模人民币64亿元,发行人包括华能国际、国家电投、南方电网、三峡集团、雅砻江水电和四川机场集团。募集资金全部用于具有碳减排效益的绿色产业项目,项目领域包括风电、光伏、水电等清洁能源和绿色建筑,募投项目建成运营后预计每年将减少二氧化碳排放合计4164.7万吨。这是全球范

围内首次以“碳中和”命名的贴标绿色债券产品,是发挥绿色金融导向作用支持经济绿色低碳转型的重要举措,对于探索绿色金融工具支持国家“碳达峰、碳中和”目标实现具有重要意义。

(摘自新浪财经网, 2021年2月9日)

上海科创投集团成功发行国内首单科技创新债

2021年3月5日,上海科创投集团在上交所成功发行国内首单科技创新公司债券。此举标志着全国首批专注于前沿科技和战略创新领域的科技创新公司债券登录资本市场。本期债券发行规模为5亿元,期限为3年,票面利率3.68%,全场倍数2.52倍,募集资金将专项用于补充上海集成电路产业投资基金,重点用于破解“卡脖子”的技术难题。此次科创债的推出是对双创债内涵的进一步深化与升级。

(摘自上海市国资委官网, 2021年3月19日)

天津自贸区企业发行全国首单“碳中和”资产支持票据

2021年3月9日,国网国际融资租赁有限公司成功发行“21国网租赁

ABN001”绿色资产支持票据,成为全国首单实现发行的碳中和资产支持票据。本期债券募集金额17.50亿元,资金全部用于风电、水电、光伏等可再生能源类项目建设。债券发行得到市场高度认可,优先级发行利率仅2.99%,较同期同品种未贴标债券利率低96个基点。低成本资金有助于降低包括中小企业在内的电力系统产业链企业融资成本,为落实金融支持绿色发展提供有力保障。

(摘自中国债券信息网, 2021年3月23日)

交易商协会推出乡村振兴票据

2021年3月15日,交易商协会发布公告称已研究推出乡村振兴票据,产品于3月15日正式上线。首批乡村振兴票据将陆续公告发行,十余家发行人涵盖央企、地方国企、民营企业等各类主体,募集资金主要流向粮食收储保障、农村智慧能源设施、农村公路项目建设、企业向农户采购原材料、农产品基地运营、现代农业物流产业园建设、农村污水管网和美丽乡村建设、巩固脱贫攻坚成果等多个领域。

(摘自新浪财经, 2021年3月15日)

1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

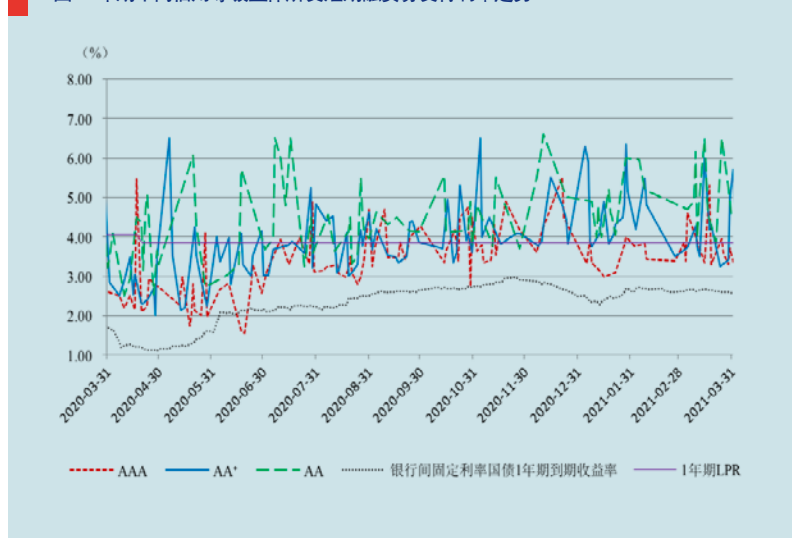
2021年2月至3月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计10600.00亿元，逆回购到期13940.00亿元，实现净回笼3340.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作3000亿元，并完全对冲到期量；通过抵押补充贷款（PSL）实现净投放2.00亿元，同时，央行还对金融机构开展常备借贷便利（SLF）操作98.40亿元。在此背景下，2021年3月，1年期短融和7年期企业债的平均发行利率（4.38%和5.79%）较2021年2月（4.26%和5.66%）均有所上升，3年期公司债和5年期中票平均发行利率（4.11%和4.37%）较2020年2月（4.27%和4.46%）均有所下降。

表1 2021年2月—3月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2021年2月	2021年3月	2021年2月	2021年3月	2021年2月	2021年3月	2021年2月	2021年3月
AAA	3.67	3.72	4.01	3.91	4.44	4.33	5.58	5.54
AA+	4.71	4.19	4.98	4.69	4.50	4.47	5.81	5.68
AA	5.58	5.05	--	4.30	--	--	--	7.15
平均发行利率	4.26	4.38	4.27	4.11	4.46	4.37	5.66	5.79

注：1年期短融信用等级为主体级别，其余券种信用等级为债项级别

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2021年2月至3月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈平稳态势，2021年3月，AAA主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.72%）较2月（3.67%）略有上升，AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（4.19%和5.05%）较2月（4.71%和5.58%）均明显回落。

2021年2月至3月，交易所国债3年期到期收益率呈平稳态势。2021年3月，3年期AAA级和AA+级

公司债的平均发行利率(3.91%和4.69%)较2月(4.01%和4.98%)均有所下降。

2021年2月至3月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈平稳态势。2021年3月, AAA级和AA+级中期票据的平均发行利率(4.33%和4.47%)较2月(4.44%和4.50%)均略有下降。

2021年2月至3月, 银行间固定利率国债7年期到期收益率呈平稳态势。2021年3月, 7年期AAA和AA+级企业债的平均发行利率(5.54%和5.68%)较2月(5.58%和5.81%)均略有下降。

当前, 我国经济发展动力不断增强, 积极因素明显增多, 但经济恢复进程仍不平衡, 境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻, 预计未来我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性, 财政政策将提质增效, 货币政策将更加灵活精准、合理适度, 为债券市场的高质量发展奠定基础。//



图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

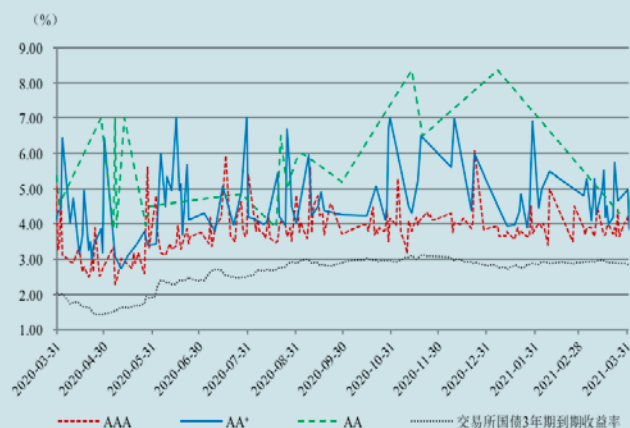


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

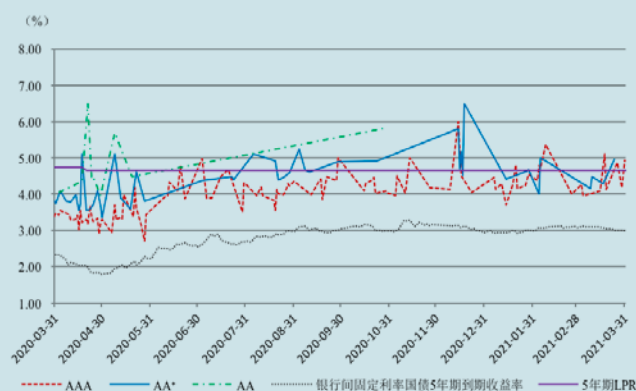
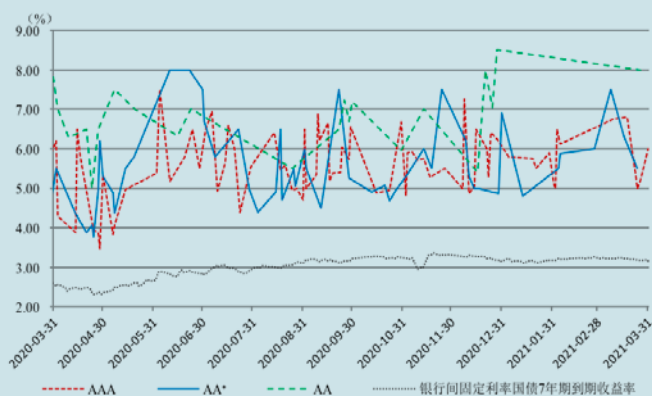


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2018年—2021年3月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.6	6.1	2.3	24.9	18.3
规模以上工业增加值	6.2	5.7	2.8	--	24.5
固定资产投资总额(不含农户)	5.9	5.4	2.9	9.6	25.6
社会消费品零售总额	9.0	8.0	-3.9	10.5	33.9
出口总额	7.1	5.0	4.0	4.6	38.7
进口总额	12.9	1.6	-0.7	3.9	19.3
CPI	2.1	2.9	2.5	--	0.0
PPI	3.5	-0.3	-1.8	--	2.1
社会融资规模存量	10.3	10.7	13.3	294.6	12.3
M2余额	8.1	8.7	10.1	227.6	9.4
人民币贷款余额	13.5	12.3	12.8	180.4	12.6

注: 1.GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率; 2.出口总额、进口总额计价货币为人民币

资料来源: Wind, 联合资信整理

2018年—2021年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	2021年1—3月 同比(%)	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	2021年1—3月 同比(%)
政府债	1080	1241	2009	123	-75.64	77147.45	80694.27	133130.48	14919.10	-28.03
国债	152	146	161	21	-16.00	35506.77	37059.00	68692.35	5990.00	10.19
地方政府债	928	1095	1848	102	-78.75	41640.67	43635.27	64438.13	8929.10	-41.61
央行票据	0	7	12	3	0.00	0.00	320.00	610.00	150.00	-6.25
金融债	729	818	901	205	29.75	41404.20	54665.50	62223.80	11565.10	19.81
政策性银行债	489	549	609	134	35.35	29703.80	35405.50	40230.10	7576.90	30.04
商业银行债券	174	184	210	50	42.86	9182.40	15980.50	19391.70	3441.70	17.89
非银行金融机构债券	66	85	82	21	-12.50	2518.00	3279.50	2602.00	546.50	-39.71
政府支持机构债券	46	46	32	6	50.00	4170.00	3720.00	3450.00	720.00	71.43
企业债券	282	394	388	88	37.50	2390.08	3631.19	3945.49	887.20	12.02
一般企业债	257	372	380	86	36.51	2260.68	3448.89	3883.49	875.20	11.07
项目收益债	25	22	8	2	100.00	129.40	182.30	62.00	12.00	200.00
中期票据	1399	1655	2104	529	1.34	15893.65	18638.60	22109.92	4981.65	-6.55
短期融资券	2912	3503	4845	1399	8.45	30664.30	35805.19	49655.43	14574.60	6.04
一般短期融资券	422	462	510	135	-12.34	4193.30	4436.20	4524.78	1028.80	-28.44
超短期融资券	2490	3041	4335	1264	11.27	26471.00	31368.99	45130.65	13545.80	10.07
证券公司短期融资券	57	176	295	52	-37.35	1425.00	4491.00	7983.00	1295.00	-43.70
资产支持证券(银行间)	449	566	522	130	85.71	9323.35	9433.36	8230.48	2222.59	87.12
资产支持证券(交易所)	1992	2841	3865	850	31.17	9473.80	10952.16	15725.36	3044.96	25.59
非金融企业资产支持票据	248	695	1096	248	66.44	1261.25	2893.77	5108.96	991.84	49.80
非公开定向债务融资工具	766	863	1028	353	23.00	5458.87	6192.12	7080.85	2412.85	16.60
公司债	1517	2463	3622	984	17.84	16491.75	25501.83	33729.15	8297.05	5.38
证券公司债	210	183	359	87	7.41	4718.90	4558.30	8752.81	2270.95	20.51
可转债	70	131	214	34	-19.05	790.20	2702.25	2756.11	740.77	77.74
可交换债	28	60	42	7	-30.00	464.74	824.15	461.39	52.02	-61.48
项目收益票据	0	0	3	4	--	0.00	0.00	24.00	26.00	--
同业存单	27301	27892	28610	7451	7.80	210832.40	179712.73	189719.80	55404.31	36.37
国际机构债	4	9	4	3	--	60.00	135.00	110.00	80.00	--
合计	39106	43556	49932	12556	7.66	431972.80	444339.37	554693.02	124635.99	12.89

注: 1.绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中; 2.“非银行金融机构债”中包括保险公司债、资产管理公司债等, 不包括证券公司债; 3.“政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 4.“公司债”不包含证券公司债; 5.证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 6.资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 7.由于私募债券尚无权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind中截至2021年4月15日已披露的数据, 并会对之前的数据进行追溯调整

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合资信、联合赤道助力 全国首批“碳中和债”成功发行

2021年2月8日，全国首批6只“碳中和债”在银行间债券市场成功发行，合计发行规模人民币64亿元。

联合资信为华能国际电力股份有限公司2021年度第一期绿色中期票据（碳中和债）完成信用评级服务。

联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为华能国际电力股份有限公司2021年度第一期绿色中期票据（碳中和债）、国家电力投资集团有限公司2021年度第一期绿色中期票据（碳中和债）、雅砻江流域水电开发有限公司2021年度第一期绿色中期票据（碳中和债）和四川省机场集团有限公司2021年度第一期绿色中期票据（碳中和债）共4只碳中和债提供

绿色评估认证，募集资金全部用于具有碳减排效益的绿色产业项目，项目领域包括风电、光伏、水电等清洁能源和三星级绿色建筑，募投项目建成运营后预计每年将减少二氧化碳排放合计722.56万吨。



联合资信、联合国际与海通国际 《2021年中国房地产行业展望》 线上研讨会顺利召开

2021年2月19日，联合资信、联合评级国际有限公司（“联合国际”）与海通国际证券集团有限公司（“海通国际”）在香港共同举办了《2021年中国房地产行业展望》线上研讨会，研讨会邀请了联合境内外的分析师就中国房地产行业运行状况与未来展望，资金来源以及美元债发行人信用展望三个议题，以WebEx的形式在线上与投资人交流。本次会议有近220名市场参与者（大部分为投资人）参加，反响热烈。

会议由海通国际环球资本市场部主管董事总经理

陈艺先生拉开序幕。接下来，由联合资信工商企业评级三部总经理及信用评级委员会成员王安娜女士就境内房地产行业展望及房企融资渠道作主题演讲。第三部分由联合国际董事游志文先生就中国房地产美元债发行人信用展望以及中资美元债市场发行状况分享了看法。第四部分的问答环节由联合资信副总裁、公司信评委主任及博士后导师艾仁智博士主持，对深圳地产相关政策、“三道红线”政策影响和近年来地产企业信用违约事件等相关问题进行了解答。



专业·尽责·真诚·服务



联合信用管理有限公司
China Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



联合信用评级有限公司
United Credit Ratings Co., Ltd.

编辑部:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

邮编:100022

电话:(010)85679696

传真:(010)85679228

Email:lianhe@lhratings.com