

Lianhe Credit Research

OCTOBER

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

新冠疫情下哪些国家主权信用更易受到冲击？

基于国际直接投资视角

分析新冠疫情对发展中经济体的影响

新冠疫情下新兴市场国家面临的汇率风险将有所加大



联合资信



联合评级

联合资信完成中国证监会证 券市场资信评级业务备案

联合资信评估股份有限公司

联合资信评估股份有限公司 完成资信评级机构从事证券评级服务业务备案的公告

根据中国证券监督管理委员会官网公布的“完成首次备案的证券评级机构名录”，2020年10月21日，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）完成资信评级机构从事证券评级服务业务备案，成为完成首次备案的证券评级机构，现就有关事项公告如下：

- 一、联合资信自2020年10月26日起开展证券评级业务；
- 二、联合资信全资子公司联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）的证券评级业务由联合资信承继。

联合资信将融合联合资信、联合评级在银行间市场与证券市场积累的经验与优势，严格遵守我国评级行业相关法律法规、自律规则和监管要求，依法合规开展业务，坚持独立、客观、公正、审慎等评级原则，推动我国信用评级业规范健康发展，积极为我国资本市场高质量发展做出应有的贡献。

特此公告



根据中国证券监督管理委员会官网公布的“完成首次备案的证券评级机构名录”，2020年10月21日，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）完成资信评级机构从事证券评级服务业务备案，成为完成首次备案的证券评级机构。

10月26日，联合资信发布公告，全资子公司联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）现有的证券评级业务及其对应的权利和义务全部由联合资信承继。

联合资信总裁万华伟先生表示，联合资信已经先后完成中国人民银行信用评级机构备案和中国证监会资信评级机构业务备案。至此，联合资信已经具备在银

行间市场和交易所市场同时开展评级业务的完备资质，改变了过去由联合资信从事银行间市场评级业务，子公司联合评级从事交易所市场评级业务的分立局面。今年是联合资信成立20周年，完成中国证监会的这一备案，是公司发展史上的又一里程碑，意味着联合资信可以充分整合和利用两家公司二十年来积累的技术优势和人力资源优势，统一从评级业务承揽到评级公告发布各业务环节的标准和流程，集中调配公司人力资源形成更强的合力，打造联合资信为中国资本市场提供更加客观公正，且产品更加丰富多元的评级服务的公信力公司品牌。



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 于泉荃 万华伟 马文洛 马新疆 王少波 王安娜 王丽娟 王 欣 王宝卉 王 娟 艾仁智 田小卫 白 涛 邢海涛
成 斐 朱海峰 庄 园 刘克东 刘建东 刘洪涛 刘 艳 刘晓佳 刘 强 刘 颖 齐 东 闫昱州 池欣庭 祁 宝 许建军
李小建 李少龙 李为峰 李泽堃 李 珍 李信宏 李振宇 李 琳 李 晶 杨世龙 杨东伟 时 南 吴金善 吴 冷 何昊洛
张兆新 张连娜 张学群 张 莉 陈 茵 陈家林 陈 超 陈雅丽 邵 天 邵立强 林光美 罗文辉 罗伟成 罗 娟 金 磊
周晓辉 周 捷 周 旭 赵东方 郝大为 袁 芳 聂 逆 高宇欣 高景楠 高 鹏 常丽娟 崔彦达 鹿永东 蒋建国 韩 夷
雷 君 谭宝坪 翟晓靖 魏 凯

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
董欣焱 Dong Xinyan
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
Lei Jun 雷君
lej@lhratings.com | 13821566048 | 核心市场金融一部
Sun Ruting 孙汝汀
sunrt@lhratings.com | 18610344686 | 核心市场金融二部
Jin Lei 金磊
jinl@lhratings.com | 13752661193 | 核心市场金融三部
Tian Xiaowei 田小卫
tianxw@lhratings.com | 13752574584 | 核心市场金融四部
Liu Qiang 刘强
liuqiang@lhratings.com | 13701082612 | 区域市场一部
谭宝坪 Tan Baoping
tanbp@lhratings.com | 18701336349 | 区域市场二部
成斐 Cheng Fei
chengfei@lhratings.com | 13917320804 | 区域市场三部
马新疆 Ma Xinjiang
maxj@lhratings.com | 13301118401 | 区域市场四部
魏凯 Wei Kai
weikai@lhratings.com | 15001324585 | 区域市场五部
李少龙 Li Shaolong
lisl@lhratings.com | 13864245098 | 区域市场六部

投资人服务热线 Investor Service Hotline

张丰 zhang Feng

电话 (Tel) : (8610) 8567 9696-2015 | 13811521663 邮箱 (Email) zhangfeng@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

2020 OCTOBER

目录

特别策划 Feature

- 1** 基于国际直接投资视角
分析新冠疫情对发展中经济体的影响
联合资信 程泽宇
- 10** 新冠疫情下哪些国家主权信用更易受到冲击?
联合资信 主权部
- 18** 新冠疫情下新兴市场国家面临的汇率风险将有所加大
联合资信 主权部

宏观研究 Macroeconomic Research

- 26** 我国经济中周期研究
联合资信 联合评级 宏观研究部
- 32** 信用扩张趋于缓和, 信用风险或将高位回落
——联合2020年下半年宏观信用风险展望
联合资信 联合评级 宏观研究部

行业研究 Industry Research

- 40** 房企违约状况及预警信号分析
联合资信 联合评级 工商二部 技术创新部
- 49** 建筑施工行业2020年二季度观察
疫情防控显效行业加速回暖
联合资信 联合评级 张婷婷 王中天 高志杰
- 57** 证券公司2020年分类评级结果及行业监管政策解读
联合评级 姚雷

债券市场 Bond Market

- 59** 2019年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告
联合资信 联合评级 刘晓光 林青
- 63** 2019年信用风险缓释工具市场研究报告
联合资信 联合评级 陈诣辉 王自迪 吴旻
- 75** 2020年二季度地方政府债券市场分析
联合资信 唐立倩 竺文彬 邱成
- 80** 2020年二季度城投债市场分析报告
联合资信 张建飞 马玉丹 许狄龙 丁晓
- 88** Interim Results of Lianhe Global's Rated Chinese Property Developers: Sales Performance Gradually Improving amid Receding COVID-19 Impacts; Continuous Industry Polarization and Policy Curbs
Lianhe Ratings Global

信用风险 Credit Risk

- 89** 信用风险事件统计
- 90** 违约案例 康美药业股份有限公司

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

- 74** 关于扶贫票据的一些基础知识



联合资信



联合评级

基于国际直接投资视角 分析新冠疫情对发展中经济体的影响

文 | 联合资信评估股份有限公司 程泽宇

2020年初，新冠疫情暴发成为搅动全球经济的最大黑天鹅，多国政府采取包括宵禁、出行限制、关闭边境以及“居家令”等严格的公共卫生防御举措，不仅导致各行各业停工停产，全球经济陷入“供需两弱”的局面；还造成原材料、商品等生产要素无法自由流动和有序配置，导致全球供应链断裂和国际贸易保护主义进一步抬头。在此背景下，预计2020年全球国际直接投资（FDI）规模将大幅萎缩。本文基于FDI视角，首先探讨近年来全球FDI的流动情况，然后分析新冠疫情暴发对FDI全球价值链的冲击，最后讨论FDI全球价值链的削弱对发展中经济体在国际贸易、经济结构以及外债负担方面的影响。

一、近年来全球FDI的流动情况

1990年以来全球FDI发展经历了三个阶段，目前正处于第三阶段的下行期

FDI是资本国际化的主要形式之一，投资人通过权益资本、利润再投资以及公司内部贷款等方式经营和投资海外公司，主要形式包括绿地投资（创建新公司）以及企业并购（M&A）。FDI是推动跨国公司在全球范围内优化资源配置的重要途径：一方面，目前全球约80%的贸易进出口是通过跨国公司的全球价值链来实现；另一方

面，FDI推动不同发展阶段的国家进行雁阵模式产业转移，将技术和管理优势输出到具有资源禀赋或人口红利的国家。因此，FDI对东道国的国际收支平衡以及经济结构发展均产生深远影响。20世纪90年代以来，FDI的发展迎来了黄金发展期，主要经历如下三个阶段（见图1）：

一是1990—2000年发展中经济体快速崛起，带动全球FDI迅猛增长。本阶段以亚洲新兴经济体经济腾飞为背景，全球FDI流量¹增长近4.6倍，占全球GDP的比重也大幅上升逾2.8个百分点。之后，随着东南亚金融危机暴发以及多个跨国公司缩减跨国并购规模，2000年后全球FDI流动规模大幅回落。

二是2003—2007年全球经济一体化增强，发达经济体加速海外布局步伐。在美联储采取宽松货币政策

图1 1990—2019年全球FDI流动情况



¹ 全球 FDI 流量为全球 FDI 流出规模与流入规模的平均值，以下同。

以及投资者信心增强的背景下,本阶段全球FDI流量增长约2.8倍,占全球GDP的比重上升约2.1个百分点。之后,受美国次债危机暴发影响,2008年后全球FDI流动规模大幅收缩。

三是2014—2015年全球并购潮兴起,带动全球FDI短暂性复苏。受益于发达经济体并购潮的兴起,本阶段全球FDI流量小幅增长35.3%,占全球GDP的比重小幅上升0.8个百分点,由于本阶段没有全球经济的强劲复苏做支撑,从上升幅度到持续时间均弱于前两次表现。目前全球正处于第三阶段的下行期,自2017年后,由于全球从政治层面开启去全球化思潮,美墨边境墙、英国脱欧、全球贸易摩擦升级等事件使全球贸易和FDI的发展进入收缩期。2019年全球跨国并购金额下降至5000亿美元以下,较2016年的阶段高点大幅下降约45%,导致全球FDI规模较阶段高点大幅降低约24%至1.4万亿美元。

欧美发达经济体一直是全球FDI流出的主力,亚洲发展中经济体近年来超越欧美成为全球最大的FDI流入地区

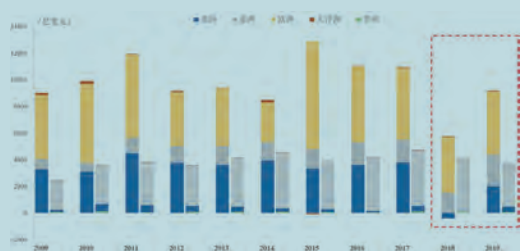
从FDI流出区域看(见图2),由于欧美国家较早完成资本积累并借助比较优势理论,在全球范围内进行资源整合,因此欧美发达经济体一直是FDI流出的主力。近10年,发达经济体FDI流出规模占全球的平均比重超过68%,其中欧洲和美洲发达经济体份额较大,分别约为37%和28%;发展中经济体占全球的份额稳定在28%

左右,其中亚洲新兴经济体的份额最高(约25%),其余地区的FDI流出规模极少。

2018年,受美国税改政策以及欧洲经济体加强外资项目审查等因素的影响,美洲发达经济体的FDI流出规模下降至-407.8亿美元,为1970年有数据统计以来的最低值;相反,亚洲发展中经济体加速区域内合作和投资,FDI流出规模逆势攀升至4,067.4亿美元,流出规模占全球流出总量的比重高达41.2%,较上年大幅增长15.2个百分点。2019年,随着美国税改红利削弱以及投资者风险偏好逐步回升,美洲发达经济体FDI流出规模回升至2014.6亿美元,占全球FDI流出规模的比重较上年大幅回升约20个百分点,成为仅次于欧洲发达经济体、亚洲发展中经济体以及亚洲发达经济体的FDI主要输出地区。

从FDI流入区域看(见图3),欧洲发达经济体和亚洲发展中经济体是全球FDI流入的主要目的地,近10年二者FDI流入规模占全球的比重分别高达约36.5%和25.3%,合计占比超过60%。具体来看,欧洲发达经济体凭借自身完善的法律制度、先进的技术优势以及良好的社会保障,成为FDI的主要流入地区。2019年,欧洲发达经济体FDI流入规模占全球的份额高达27.9%。另一方面,亚洲发展中经济体凭借自资源禀赋和人口红利,实施“进口替代”工业发展战略并借助美日欧产业转移的机会,引进外部资源和要素以促进自身产业升级和技术

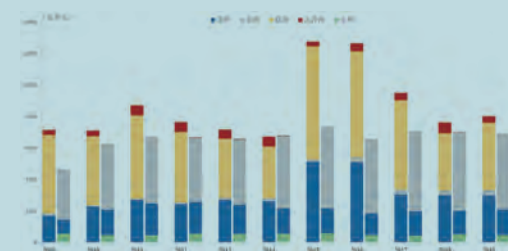
图2 2009—2019年各地区FDI流出规模



注: 每年第一个柱状体表示发达经济体FDI流出总量, 第二个柱状体表示发展中经济体FDI流出总量

数据来源: UN-CTAD, 联合资信整理

图3 2009—2019年各地区FDI流入规模



注: 每年第一个柱状体表示发达经济体FDI流入总量, 第二个柱状体表示发展中经济体FDI

数据来源: UN-CTAD, 联合资信整理

更新。2019年，亚洲发展中经济体成为全球最大的FDI流入地区，占全球的份额高达30.8%。

日本FDI流出规模连续两年稳居世界第一，香港FDI流出和流入规模排名均有所下降

从FDI流出国家或地区看（见图4），2019年全球FDI流出规模最多的国家或地区有日本、美国、荷兰、中国、德国、加拿大、香港以及法国。日本方面，近两年日本的通信、金融、零售等行业企业积极进军海外市场，FDI呈现迅速增长之势。2019年日本FDI流出规模进一步上升至2200亿美元以上，占全球份额的17.3%，连续两年稳居世界第一。美国方面，由于美国政府在2017年底取消跨国公司的分红税，促使海外分支机构的留存收益大规模回流本国，2018年美国FDI流出规模下降至-907.4亿美元；随着税改红利逐步削弱以及跨国公司对外投资明显回升，2019年美国FDI流出规模转负为正，并上升至1249.1亿美元，排名回升至世界第二。

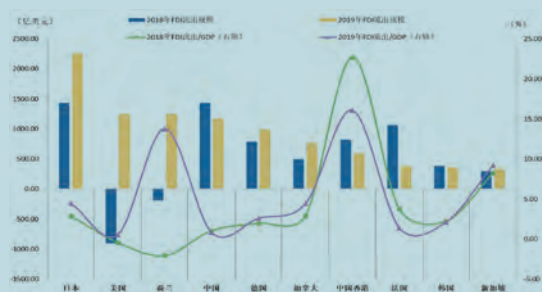
中国方面²，中国FDI流出领域不断升级，其中租赁和商务服务、金融、制造、批发零售等四大行业投资占比超70%。2018年中国FDI流出规模达到1430.2亿美元，位居世界第二位。但是，2019年欧美试图通过经贸摩

擦、竞争中性、国家安全审查等新手段重塑全球贸易投资规则，导致中国FDI流出规模下降至1171.3亿美元，较上年大幅减少约18%，排名下滑2名至全球第四。香港方面，社会暴力事件升级对香港的金融稳定造成一定影响，使香港的资金流动和对外投资受到一定阻碍，2019年香港FDI流出规模下降至593.2亿美元，较上年大幅减少近28%，全球排名下滑3名至全球第七。

从FDI流入国家或地区看（见图5），2019年全球FDI流入规模最多的国家或地区有美国、中国、新加坡、荷兰、巴西、香港、英国以及印度。美国方面，在政府大规模减税以及鼓励制造业回流的政策利好下，吸引了大量制造业、服务业和金融业领域资金流入美国。2019年，美国FDI流入规模达到2462.1亿美元，占全球的比重高达约16%，连续两年位居世界第一。中国方面，受益于中国经济保持平稳增长、政府不断开放金融市场以及营商环境得到明显优化，2019年中国FDI流入规模上升至1412.3亿美元，占全球的比重高达约9%，连续两年位居世界第二。

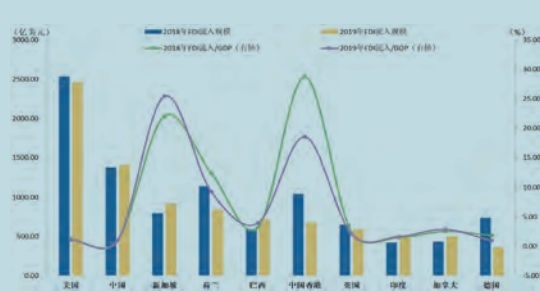
值得注意的是，香港和新加坡作为国际金融中心 and 小型开放经济体，经济增长严重依赖FDI的流入。近十年，香港和新加坡的FDI流入规模相当于GDP的平均

图4 2018年和2019年全球FDI流出规模排名



数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

图5 2018年和2019年全球FDI流入规模排名



数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

² 为中国内地数据，不含港澳台地区，以下同。

比重分别高达约33%和20%，位居全球第一和第二，显示出香港和新加坡极易受到国际经贸波动的影响，外部风险敞口很大。2019年，香港FDI流入规模下降至683.9亿美元，较上年减少约34%，主要受政治事件削弱社会稳定性及营商环境优势影响；香港FDI流入占全球的比重减少2个百分点至4%左右，世界排名下降2名至全球第六。由于新加坡和香港较为临近且具有一定替代性，此前流入香港的部分FDI开始转入新加坡，2019年新加坡FDI流入规模上升至920.8亿美元，较上年增长约16%；占全球FDI流入总量的比重增加0.7个百分点至6%左右，世界排名上升2名至全球第三。

二、新冠疫情对FDI全球价值链的冲击

FDI是经济全球化的产物，主要通过跨国公司在全球层面进行空间布局，而新冠疫情全球蔓延则对FDI流动产生巨大影响，主要体现在对FDI全球价值链³的冲击上。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，从企业倒闭潮、员工失业的微观层面逐步传导至经济衰退以及政治关系紧张的宏观层面。

新冠疫情下民粹主义兴起，导致政治风险大幅攀升，削弱了FDI全球价值链的稳定性

近年来民粹主义在全球范围内尤其是西方世界有所复兴，政治极端化趋势不断加强。从英国脱欧、极右翼民粹主义政党在德国和法国崛起、意大利右翼势力五星运动政党上台、特朗普政府推崇“美国优先”等事件来看，以种族主义、排外主义为特征的右翼民粹主义思潮开始逐步重归大众视野。尤其是在新冠疫情暴发以

后，各国政府在应对公共卫生危机以及刺激经济复苏的施政能力上表现良莠不齐，为巩固各国内部统治和重塑经济增长点，点燃了部分国家自我保护以及风险转嫁的排他主义情绪。比如，美国通过退出伊核协议、巴黎气候协定、世界卫生组织等方式强势主导并重塑国际规则，导致全球政治协作机制有所削弱；此外，在美国即将大选之际打出“中美脱钩”的口号，美国遣返中国驻休斯顿领事馆人员、对华为以及Tik Tok等中国企业进行制裁或封杀、要求在华美企将供应链从中国转出等，导致中美政治关系跌入冰点。大国之间的政治风险大幅攀升，降低了跨国公司海外投资的风险偏好，削弱了FDI全球价值链的稳定性。

新冠疫情使欧美经济陷入衰退，削弱FDI主要流出国的投资能力

在感染人数上升以及公共医疗资源紧缺的背景下，全球疫情防控工作依旧举步维艰，全球经济面临自二战以来最大的衰退压力。IMF预计今年全球经济增速将下降至-4.9%，为上世纪30年代大萧条以来最严重的经济衰退。其中，发达经济体今年增长率将跌至-8.0%，美国及欧元区分别下降至-8.0%及-10.2%；新兴市场和发展中经济体预期增长率为-3.0%。一方面，新冠疫情在美国大暴发导致各州颁布“居家令”，使美国居民消费和服务业均受到严重影响，加速了美国企业的破产潮和居民失业，美国二季度GDP环比折年率下降至-31.7%；另一方面，欧元区多国受疫情影响严重，因采取严格的公共卫生防御措施，欧元区经济供需两端活动量锐减，经济下行压力增大。2020年二季度，欧盟和欧元区经济增速分别同比下降14.4%和15%，为1995年以来最大降幅。由于欧美发达经济体为全球FDI流出的主力，二者经济陷入衰退直接削弱全球FDI流出的投资能力，造成FDI全球

³ 全球价值链包括产品从设计、生产、组装、营销、售后服务等整个生命周期中所创造价值的全部活动。



价值链的上游供给不足，相应对中、下游的中间投入和最终产出环节产生冲击，而最终风险会由医疗设备健全的发达经济体转移至卫生系统薄弱且高度依赖国际贸易和投资的小型开放经济。

新冠疫情拖累欧美经济发展，欧美跨国公司的活动量也相应锐减。根据OECD数据显示，2020年一季度全球FDI规模下降至1.9万亿美元，同比大幅下滑逾50%，全球FDI陷入低谷。欧美跨国公司的对外输出能力削弱，直接影响东道国中下游的企业经营和人员就业，比如苹果公司准备将iPhone的部分生产线由中国转至印度、波音公司全球裁撤1.6万名员工、可口可乐公司决定在全球范围内展开裁员并减少相关业务部门数量等。

新冠疫情下贸易保护继续加码，对FDI全球价值链造成一定阻碍

特朗普政府上台后，试图在全球范围内重建贸易秩序，包括与加拿大、墨西哥重新谈判北美自由贸易协定；欲对中国、日本、欧盟的钢铝、汽车、农产品等行业

加征关税等，贸易保护升级严重拖累了全球制造业的发展。新冠疫情暴发后，美国继续加码全球贸易保护步伐，8月6日美国宣布将对加拿大进口的部分铝产品恢复加征10%的关税；8月12日美国宣布对价值75亿美元的欧盟输美商品加征关税，其中美方对进口欧盟大型民用飞机的加征关税由之前的10%上调至15%。2020年一季度，欧元区、美国以及中国的贸易总量分别下降至1.7万亿美元、1.3万亿美元以及1.1万亿美元，分别同比下滑2.7%、4.0%以及8.5%，贸易总量均出现明显萎缩。目前，全球约80%的贸易进出口通过跨国公司的全球价值链来实现，贸易进出口规模的萎缩对FDI全球价值链形成严重阻碍。

新冠疫情促使部分国家产业转移，阻断或缩短全球供应链链条

供应链是全球价值链的重要组成部分，新冠疫情全球蔓延加剧了全球供应链的断裂。在过去的经济全球化背景下，跨国公司通过配置全球资源，将成本流向更低的地区而利润流向更高的地区，享受价值链顶端的高额收益，很多本国市场狭小的发达经济体（如日本）多依赖产业转移，也因此导致国内制造业存在一定空心化问题。在新冠疫情蔓延以及逆全球化的背景下，暴露出产业链全球布局的不足。比如，新冠疫情暴发初期，口罩等战略物资稀缺，但由于生产厂家多在东亚或东南亚地区，在人员和物品流动受阻的情况下，容易出现重要物资供应链断裂的问题，直接对本国的商品供求市场产生冲击。因此，新冠疫情加速了各国核心产业回归或转移的计划，导致全球供应链阻断或缩短。

三、FDI全球价值链的削弱对发展中经济体的影响

FDI主要通过资本账户下的直接投资项目和经常账户下的货物贸易、服务贸易以及投资收益项目四个途径

进入东道国。本文选取25个⁴发展中经济体作为样本，涵盖亚洲、欧洲、美洲以及非洲，主要从经常账户途径来分析FDI全球价值链的削弱对发展中经济体在国际贸易、经济结构以及债务负担方面所产生的影响。

FDI对发展中经济体国际贸易的影响

1. FDI与国际贸易长期具有互补效应，发展中经济体高度依赖对外贸易且存在小幅贸易赤字问题

FDI对国际贸易短期内存在替代效应，而长期看存在互补效应。从长期看，FDI每增加1%，出口贸易和进口贸易将分别增加0.7%和0.6%，因此FDI流动对东道国的贸易表现产生明显影响⁵。从FDI流入情况看（见图6），2019年样本国家合计吸引FDI流入4599.6亿美元，占全球份额的29.9%；中国（1412.3亿美元）、巴西（719.9亿美元）、印度（505.5亿美元）、墨西哥（329.2亿美元）以及俄罗斯（317.4亿美元）位居前五；蒙古、柬埔寨、格鲁吉亚以及越南对FDI的依赖程度较高，FDI流入相当于GDP的比重分别高达18.0%、13.8%、7.3%以及6.1%，多为小型开放经济体。

从贸易表现看，2019年样本国家贸易总量达到

13.4万亿美元，相当于全球GDP的15.5%；样本国家进出口总额相当于GDP的平均比重高达84.2%，说明样本国家对外贸易依赖性较高，其中越南（207.4%）、柬埔寨（174.3%）、格鲁吉亚（129.7%）、蒙古（129.6%）、马来西亚（128.1%）等国的对外依存度超过100%，外部风险敞口较大；样本国家净出口相当于GDP的平均比重为-0.52%，说明样本国家贸易略有赤字，其中柬埔寨（-16.6%）、格鲁吉亚（-9.8%）、巴基斯坦（-9.1%）、乌克兰（-8.4%）以及埃及（-8.4%）等国贸易赤字严重。

2. 新冠疫情阻碍FDI全球价值链，导致发展中经济体贸易规模大幅萎缩且贸易逆差明显走扩

2020年一季度，受到新冠疫情、贸易保护主义以及欧美发达经济体经济下行的多重影响，全球FDI规模下降超过50%，全球FDI陷入低谷。对发展中经济体而言，社交隔离以及边检升级对FDI全球价值链造成一定阻碍，导致进出口贸易受到严重削弱。2020年一季度，发展中经济体的平均进出口总量下降至1355.6亿美元，同比下降3.8%，整体贸易规模有所萎缩；平均净出口下降至136.6亿美元，同比大幅下跌近95%，说明发展中经济体的贸易盈余大幅缩减。

从具体样本来看，2020年一季度，进出口贸易总量收缩最为严重的国家有蒙古、俄罗斯以及中国，进出口总额同比降幅分别高达21.5%、7.8%以及5.8%。蒙古方面，由于自身为内陆国家且地理区位优势不足，经济发展严重依赖外资，一旦主要投资国国内经济形势或投资方向发生变化，蒙古将不可避免的面临外资撤离的风险，使得蒙古经济结构的抗风险能力变弱。此外，蒙古的最大贸易伙伴为中国，一季度中国受疫情影响严重，相应蒙古的贸易规模大幅萎缩。一季度蒙古净出口下降至-5.8亿

图6 2019年发展中经济体的FDI流入情况



⁴ 样本选取方法：在联合资信已评级的发展中国家样本中，筛选出 FDI 流入 /GDP 指标大于（等于）2% 的国家作为分析样本。选取的 25 个样本国包括：尼日利亚、南非、埃及、巴西、墨西哥、智利、阿根廷、波兰、土耳其、俄罗斯、白俄罗斯、匈牙利、乌克兰、中国、印度、泰国、巴基斯坦、孟加拉国、印尼、马来西亚、越南、阿曼、柬埔寨、蒙古、格鲁吉亚。

⁵ 引用自《经管研究》2013 年第 1 期，《对外直接投资对进出口贸易的影响》，赵俊。

美元，贸易赤字规模进一步扩大。俄罗斯方面，由于俄罗斯经济依赖石油等天然气的出口，但受到国际原油价格暴跌、金融市场波动、疫情防控措施升级等多重因素影响，俄罗斯国际投资和对外贸易大幅削弱，俄罗斯一季度净出口下降至252.3亿美元，同比大幅下降38.4%，贸易盈余大幅削弱。中国方面，由于中国疫情暴发较早，政府在一季度已经采取隔离举措，受到全国停工停产以及国际贸易阻断的双重影响，中国一季度的净出口由正转负，并大幅下降至-239.5亿美元，创历史新低。

FDI对发展中经济体经济结构的影响

1. 发展中经济体面临储蓄和投资双缺口，需要依赖外资补充经济的发展，经济结构稳定性较差

由于发达经济体多处于FDI全球产业链的上游，受新冠疫情的冲击主要体现在FDI流出规模的削减以及部分产业链条的转移上；由于自身经济体量大且经济结构多元，整体抵御外部风险冲击的能力较强。而发展中经济体多处于FDI全球产业链的中下游，自主权较小且产品附加值较低；由于自身多存在结构性问题，如过度依赖单一产业、储蓄和投资的双缺口以及本币稳定性较差等问题，整体抵御外部风险冲击的能力较弱，新冠疫情带来的最终风险会由发达经济体转移至高度依赖国际贸易和投资的发展中经济体。

从经济结构看，发展中经济体在经济发展过程中存在储蓄和投资的双缺口问题。一方面，由于经济发展通常伴随着投资规模的扩大，但受到本国经济落后以及人均收入水平较低等因素影响，经常会出现国内储蓄无法满足投资扩张的需求，进而构成了储蓄对经济发展的约束。另一方面，由于东道国经济实力有限，投资所必需的技术、熟练劳动力、优秀企业家以及投资过程中其他投入物的匮乏，进而构成了投资对经济发展的约束。2019年，样本国家的总储蓄率与总投资率的平均差额为-2.1%，说明样本国家迫切地需要引进外资来发展本国经济和完善经济结构。

从具体样本来看，泰国是曾经的“亚洲五小虎”之一，在经历粗放式发展的高速增长阶段后，转型为进口替代发展模式，借助外资力量将资源禀赋由比较优势转化为竞争优势，在巩固现有工业生产能力的基礎上建立新型产业，并最终形成高科技产业链闭环并带动经济发展。政府提出“东部经济走廊”计划，通过大力发展高铁、铁路复线、机场、港口等基础设施及实行一系列投资优惠政策吸引投资，发展高附加值的新产业，通过创新和技术运用促进泰国经济转型升级。受新冠疫情的影响，全球经济放缓增加国际贸易和国际投资壁垒，泰国2020年一季度GDP增速下降至-12.2%，再加上疫情对泰国的房地产业以及旅游业产生严重冲击，使其经济结构稳定性大幅下降。

2. 欧美跨国公司缩减FDI流出规模，对发展中经济体的制造、服务以及金融行业发展产生较大冲击

欧美发达经济体FDI流出主要分布在制造业、服务业以及金融业，欧美发达经济体的跨国公司力量对发展中经济体产生深远影响。一方面，欧美跨国公司为东道国创造就业和贡献税收。截至2016年，美国、英国、法国、德国以及瑞典等国在全球范围内（除本土）的跨国公司数量分别高达3.5万家、3.3万家、4.6万家、2.9万家以及1.8万家，营业收入相当于GDP的比重分别高达30.9%、23.4%、59.3%、64.7%以及626.9%。跨国公司的巨额营业收入有利于东道国增加税收收入以及解决当地就业问题，比如，2016年仅美国跨国公司在全球就雇用超过4230万人，占美国私营行业总就业人数的22%。另一方面，欧美跨国公司对全球各行各业发展起到带动作用。欧美跨国公司输出先进技术、管理优势以及资金，有助于扶植东道国相关行业的发展，并相应带动中、下游企业经营。截至2016年，美国、英国、法国、德国以及瑞典等国跨国公司主要分布在建筑业、批发与零售以及金融行业，平均占比高达27.5%、17.6%和10.9%，合计占比超过55%。

在FDI全球价值链中，发展中经济体主要承接欧美发达经济体FDI流出的制造业，因此工业往往在国民经

济中占据重要地位。从产业结构看,2019年发展中经济体农业增加值、工业增加值以及服务业增加值占GDP的平均比重分别为9.0%、30.2%以及52.9%,而全球三大产业增加值占GDP的比重分别为4.0%、27.8%以及61.2%,说明发展中经济体主要依赖农业和工业发展,服务业表现相对落后,产业结构有待升级和完善。其中,柬埔寨(38.9%)、蒙古(39.0%)以及越南(41.6%)为第三产业占最低的国家(见图7)。

从具体样本来看,由于柬埔寨在国际产业链分工中处于低端位置,主要出口利润较低的资源密集型和劳动密集型产品,贸易对经济的拉动作用有限,经济发展更重视投资的拉动作用。柬埔寨的总储蓄水平较低(11.03%)但总投资水平较高(23.50%),二者的储蓄缺口主要通过吸引外资来补足,柬埔寨主要通过承接东亚国家产业转移的契机,政府通过改善投资环境和提升政府效率以吸引大量外商投资,以促进本国农业、加工制造业以及房地产业的发展。但受新冠疫情影响,欧美发达经济体FDI流出规模大幅削弱,相应拖累柬埔寨的制造业发展。

FDI对发展中经济体债务负担的影响

1. 发展中经济体的FDI流入存量规模与外债总额存在一致性

对发展中经济体而言,需要FDI来弥补其投资和储蓄的缺口,而FDI实质上是一种融资方式,一国所吸引

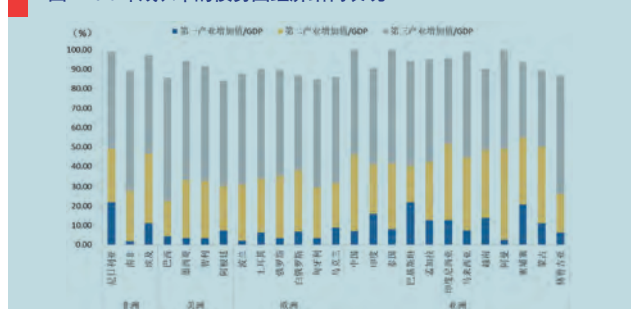
的FDI流入存量规模可以被视为其债务,样本国家的FDI存量规模与外债总额存在一致性。从FDI存量来看,2019年,样本国家FDI流入存量规模达到6.2万亿美元;平均存量规模也高达2472.3亿美元,相当于GDP的平均比重为46.4%,高于世界平均水平(41.8%)约4.6个百分点;其中蒙古、柬埔寨以及格鲁吉亚对FDI流入存量相当于GDP的比重最高,分别高达约166%、127%以及110%。从外债表现来看,截至2019年末,样本国家的平均外债规模达到2938.5亿美元,外债总额相当于GDP的平均比重为56.7%,其中蒙古(225%)以及格鲁吉亚(117%)的外债负担较重,均超过100%(见图8)。通过以上数据不难看出,样本国家的FDI流入存量规模与其外债总额存在一致性。

从具体样本来看,随着柬埔寨城市化进程不断推进,建筑行业成为拉动经济增长的主要引擎,吸引大量海外热钱涌入本国地产和基建领域,相应带动政府、企业以及家庭的债务杠杆上升。2019年柬埔寨的FDI流入存量相当于GDP的比重为127.31%,约为本阶段平均水平的3倍,说明柬埔寨经济体量较小且经济发展严重依赖国际直接投资,存在较大的国际热钱投机风险。

2. 新冠疫情下发展中经济体存在严重外汇缺口,外债偿付实力有所下降

发展中经济体的外债偿付能力存在两个主要困难。一是外汇储备缺口,发展中经济体需要通过国际贸易

图7 2019年成长中的债务国经济结构表现



数据来源:世界银行,联合资信整理

图8 2019年发展中经济体外债负担情况



数据来源:IMF、UN-CTAD、世界银行,联合资信整理

易和国际投资获取美元外汇,但是美元存在“特里芬两难”,即美元作为国际储备和国际清偿的核心货币,为满足各国对美元储备的需要,美国只能通过对外负债的形式提供美元,但美国长期的国际收支逆差将造成国际清偿力过剩,再加上疫情之后美元指数走弱,存在美元贬值以及发展中经济体外汇储备缩水的问题。另一方面,受到新冠疫情以及贸易保护主义的影响,发展中经济体贸易逆差走扩且FDI流入削减,造成外汇储备获取能力有所下降。2019年,样本国家外汇储备相当于外债总额的平均比重为50%左右,外债偿付实力一般;其中,阿根廷、土耳其、白俄罗斯、乌克兰、巴基斯坦、蒙古以及格鲁吉亚的外债偿付实力不足20%,面对较高的外债违约风险。二是发展中经济体经济增速趋缓,无力消化FDI流入存量增速。2019年样本国家的平均实际GDP增速为3.3%,而FDI流入存量增速高达7.9%,经济增长无

法满足FDI的债务增长速度。比如,2019年柬埔寨外债总额相当于GDP的比重上涨了3.19个百分点,FDI流入存量增速(12.05%)远高于实际GDP增速(6.97%),说明柬埔寨的债务偿付压力有所增大。

通过以上分析,本文建立FDI流动风险打分表模型,以评估样本国家在新冠疫情冲击以及欧美缩减FDI流出规模背景下的风险程度和脆弱性。打分表模型从国际贸易风险、经济结构风险以及外债负担风险三个维度共计9个指标进行打分(见表1),分数越低表示风险越小和脆弱性越小;反之,分数越高表示风险越大和脆弱性越大。从最终结果看,内陆国家和小型经济体抵御FDI变动的能力较差,比如,蒙古、格鲁吉亚、柬埔寨以及乌克兰的风险很高且脆弱性很大;经济体量庞大且国内产业多元化发展的国家受FDI变动影响较小,比如,中国和俄罗斯的风险较低且脆弱性较小。///

表1 FDI流动对样本国家经济脆弱性影响程度

序号	国家	国际贸易风险得分	经济结构风险得分	外债负担风险得分	总风险得分	脆弱性
1	蒙古	1.41	2.00	1.50	4.91	很大
2	格鲁吉亚	1.50	1.64	1.50	4.64	很大
3	柬埔寨	1.50	2.00	0.95	4.45	很大
4	乌克兰	1.14	1.64	1.28	4.06	很大
5	匈牙利	1.08	1.52	1.32	3.92	较大
6	白俄罗斯	1.02	1.64	1.16	3.82	较大
7	阿曼	0.99	1.76	0.95	3.70	较大
8	智利	0.93	1.48	0.96	3.37	较大
9	越南	1.14	1.36	0.87	3.37	较大
10	埃及	0.96	1.48	0.81	3.25	较大
11	阿根廷	0.60	1.48	1.08	3.16	较大
12	巴基斯坦	0.72	1.60	0.84	3.16	较大
13	马来西亚	0.84	1.24	1.02	3.10	较大
14	波兰	0.84	1.20	1.02	3.06	较大
15	南非	0.63	1.36	1.01	3.00	较大
16	印尼	0.84	1.28	0.71	2.83	一般
17	土耳其	0.54	1.20	1.04	2.78	一般
18	巴西	1.05	1.04	0.60	2.69	一般
19	墨西哥	0.84	1.04	0.78	2.66	一般
20	孟加拉国	0.63	1.48	0.41	2.52	一般
21	尼日利亚	0.63	1.48	0.38	2.49	一般
22	印度	0.78	1.28	0.41	2.47	一般
23	泰国	0.54	0.96	0.57	2.07	一般
24	俄罗斯	0.45	0.80	0.50	1.75	较小
25	中国	0.45	0.76	0.30	1.51	较小

注:得分按照风险水平分为1-5:1(很低)、2(较低)、3(一般)、4(较高)、5(很高),分数越低表示风险越小

数据来源:联合资信整理

新冠疫情下哪些国家主权信用更易受到冲击？

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部

和发达国家相比，新兴市场国家对疫情的承受能力较为有限，应对新冠疫情的财政及货币政策空间也较小，且对外部融资更加依赖。在新冠疫情冲击下，那些外债水平较高、外汇储备不足的新兴市场国家的主权信用易受冲击，面临较大违约风险。根据偿债压力及偿债能力的差别，将新兴市场国家划分为高风险国家、中风险国家和低风险国家三组，在基准情境下部分高风险国家出现主权违约的可能性较大，但在不利情境下部分中风险国家也有爆发主权违约的可能。

一、新冠疫情目前已进入以新兴市场国家为主的第三阶段，而新兴市场国家受医疗水平落后、经济结构脆弱等因素影响，对疫情的承受能力较为有限

自2020年年初暴发以来，新冠疫情在全球范围内的传播经历了三个阶段：第一阶段以最先出现疫情的中国及其周边国家为主，疫情高峰主要集中在2月，至2月底中国疫情已基本得到控制；第二阶段以欧美发达国家为主，尤其是意大利、西班牙、英国、美国等国，疫情高峰主要集中在3-4月，除美国以外的各国每日新增确诊病例自3月下旬起陆续开始回落；第三阶段自5月起，以巴西、印度、南非为首新兴市场国家开始逐步演变成成为全球疫情的“震中”，截至8月底，全球累计确诊病例最高的10个国家中有8个是新兴市场国家，其中巴西和印度确诊病例合计达到800万左右，占全球累计确诊病

例的逾30%。从目前来看，大多数新兴市场国家疫情仍未出现明显拐点，且部分国家迫于社会经济压力陆续放宽管控政策，其中巴西、印度、俄罗斯、南非等国已在6月初逐步解除居家隔离、开放餐饮购物场所、恢复城际自由通行等，导致新增感染人数大幅上升，新兴市场国家当前疫情防控形势仍不容乐观。

和发达国家相比，新兴市场国家对疫情的承受能力有限，主要受医疗水平落后、经济结构脆弱等因素影响。以每千人床位数指标来衡量，新兴市场国家这一指标表现普遍更差，医疗基础设施难以满足大规模应对新冠疫情的需求，导致死亡率相对较高，尤其是墨西哥，在每千人床位数不足1的情况下新冠疫情死亡率高达10%以上。另一方面，发达国家当中美国、英国等每千人床位数也相对偏低，这也是导致这些国家成为新冠疫情重灾区且死亡率相对较高的原因之一。

新兴市场国家的经济结构的脆弱性主要体现在对大宗商品出口的依赖和对外国直接投资（FDI）的依赖两方面。从大宗商品出口来看，60%以上的发展中国家（新兴市场国家均属于此列）均对大宗商品出口较为依赖¹，其中的低收入国家更是有80%以上依赖大宗商品出口，而发达国家当中对大宗商品出口依赖的比例则明显偏低；在新冠疫情引发的以原油为首的大宗商品价格大跌且未来一段时间波动加剧的背景下，对大宗商品出口更加依赖的新兴市场国家将受到更大的冲击。从对FDI的依赖程度来看，新兴市场国家FDI流入相当于GDP的比值也高于发达国家，低收入国家则明显偏高；在新冠

¹ 根据联合国贸易和发展会议的定义，大宗商品出口额占到商品出口总额 60% 以上的国家被认为是存在大宗商品依赖。

疫情引发全球避险情绪上升的背景下,全球FDI流动也将受到很大影响,联合国预计2020年全球FDI将下降近40%,对FDI更加依赖的新兴市场国家将首当其冲。

二、新兴市场国家应对新冠疫情的财政及货币政策空间更小,且对外部融资更加依赖

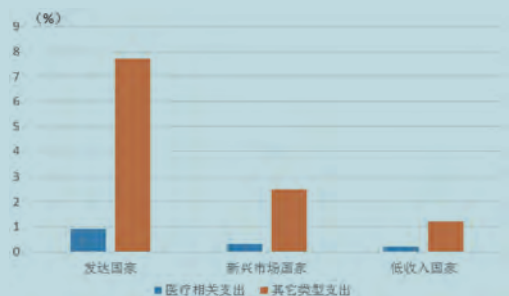
新兴市场国家财政空间较为有限,主要体现在财政赤字率普遍较高、财政收入基础薄弱、利息支出压力较大等方面

新冠疫情暴发以来,全球各国政府都推出了大规模的经济刺激计划来缓解新冠疫情带来的负面影响,但新兴市场国家采取的政策力度明显不及发达国家。具体来看,发达国家为应对新冠疫情采取的财政刺激规模相当于GDP的8.6%左右(其中包括0.9%左右的医疗相关支出),而新兴市场国家财政刺激规模相当于GDP的比值仅为2.8%左右(其中包括0.3%左右的医疗相关支出),其中低收入国家这一比值更是低至1.4%左右(见图1)。从各国来看,德国、日本、英国、美国等发达国家财政刺激规模相当于GDP的比值均在10%以上,其中德国更是超过了30%;新兴市场国家中除了巴西财政刺激规模相对较大以外,其他国家财政刺激力度明显偏小。此外,发达国家大量采用了间接措施(为企业提供贷款、注资、信用担保等)来应对疫情,而新兴市场国家采用相关措施则相对较少(见图2)。

新兴市场国家财政刺激力度相对较小主要受财政政策空间有限所致。自2009年全球金融危机以来,很多发达国家都实施了紧缩的财政政策,尤其是欧盟地区的发达国家,使得发达国家总体实现了从2010年4%左右的财政赤字率到2019年基本实现财政平衡的转变;另一方面,新兴市场国家财政状况改善幅度相对较小,2019年总体财政赤字率为2.5%左右,这在很大程度上限制了新兴市场国家应对疫情的财政空间。长期的财政赤字使得新兴市场国家政府债务快速增长,同时受经济结构单一、灰色经济规模较大等因素影响,新兴市场国家的税收基础相对薄弱,政府债务负担(政府债务相当于税收收入的比值)持续上升,显著高于发达国家。2010年以来发达国家政府债务负担一直维持在300倍左右,而新兴市场国家的政府债务负担则从2010年的350倍左右上升至2019年的500倍左右,其中低收入国家的政府债务负担则更重。

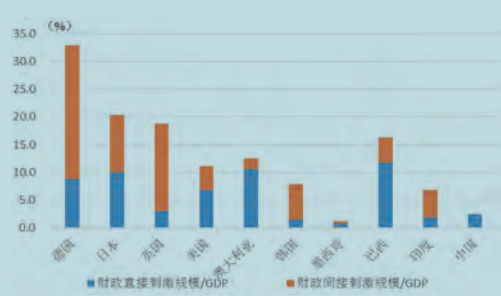
此外,新兴市场国家的利息支出压力较发达国家也明显更大。具体来看,得益于2009年全球金融危机以来欧美国家实施的多轮货币宽松政策,发达国家融资成本明显下降,政府利息支出相当于GDP的比值从2010年的1.1%左右下降至2019年的0.4%左右,使得发达国家政府能以非常低廉的成本实现“借新还旧”并维持债务良性循环。另一方面,新兴市场国家受全球金融危机、大宗商品市场波动等因素影响风险溢价仍维持在相对

图1 全球不同类型国家应对新冠疫情财政支出情况



数据来源: IMF, 联合资信整理

图2 全球部分国家应对新冠疫情财政支出情况



数据来源: IMF, 联合资信整理

较高水平，导致2010年以来新兴市场国家政府利息支出压力几乎没有变化，2019年政府利息支出相当于GDP的比值为1.4%左右，显著高于发达国家。低收入国家过去吸纳了很多来自国际开发机构的优惠融资，使得其利息支出压力相对较低，但随着这些国家自2010年以来开始大量采用商业融资工具（包括私人贷款、发行政府债券等），其利息支出压力明显加大，至2019年已和新兴市场总体水平较为接近。具体来看，2019年全球利息支出压力较大的国家主要集中在非洲、拉丁美洲及部分岛国，其中黎巴嫩利息支出相当于与GDP的比值高达10%，这也是黎巴嫩政府在2020年3月出现主权债务违约事件的重要原因之一。此外，巴西和印度这两个新兴市场大国利息支出压力也相对较大，利息支出相当于与GDP的比值均在5%左右。

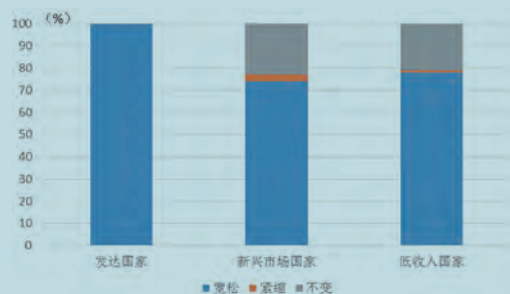
和发达国家相比，新兴市场国家采用宽松货币政策更加谨慎和有限，主要是因为其推行宽松货币政策更容易引发通货膨胀、货币贬值等问题

新冠疫情发生后，以美联储为首的全球央行掀起了“降息潮”，并持续扩大资产购买规模来向市场注入流动性。尽管大多数新兴市场国家追随发达国家央行采取宽松货币政策，但新兴市场国家货币政策宽松的广度和力度均明显不及发达国家（见图3）。具体来看，为应对疫情所有发达国家都采取了宽松货币政策，而

新兴市场国家中只有75%左右采取了宽松货币政策，另有23%左右的新兴市场国家按兵不动。另一方面，新兴市场国家央行资产购买力度也明显不及发达国家，部分新兴市场国家甚至限制央行直接购买国债（例如中国）。与疫情暴发以来美日欧央行资产购买规模相当于GDP的比值均超过10%相比，新兴市场国家之中仅有智利央行这一比值超过2%，其他国家大部分在1%以内（见图4）。

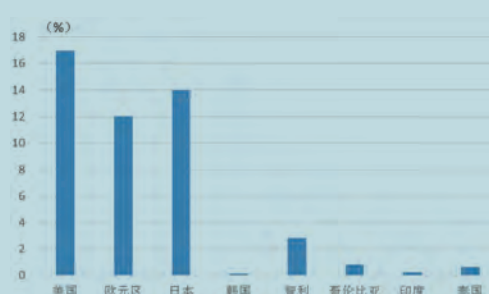
新兴市场国家宽松货币政策力度相对较小主要是因为推行宽松货币政策更容易引发通货膨胀、货币贬值等问题。从通货膨胀水平来看，近年来发达国家通胀率一直维持在2%左右的较低水平，而新兴市场国家通胀率则高达4.5%左右，其中拉美地区和撒哈拉以南非洲地区更是高达8%以上，较大的通胀压力使得新兴市场国家在采取宽松货币政策时更加谨慎。从货币贬值压力来看，新冠疫情引发了2020年3月以来的金融市场动荡及美元流动性收紧，全球避险情绪大幅上升，国际资本大量流出新兴市场国家，引发多个新兴市场国家货币大幅贬值，明晟新兴市场货币指数在2020年3月也出现“断崖式”下跌。尽管后续随着美联储向市场持续注入流动性及美元走弱，明晟新兴市场货币指数货币有所反弹，但距离年初水平仍有较大差距，新兴市场国家仍面临较大的货币贬值压力，这也使得新兴市场国家在采取进一步宽松货币政策时有所顾忌。

图3 新冠疫情发生后全球央行政策变化情况



数据来源：IMF，联合资信整理

图4 全球部分央行资产购买规模占GDP 比值



数据来源：IMF，各国央行网站，联合资信整理

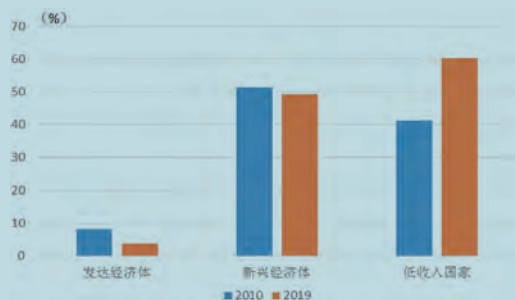


新兴市场国家对于外部融资渠道更加依赖, 且在市场风险偏好下降的情况下外部融资成本大幅上升

由于本国资本市场发展程度不高, 新兴市场国家对于外部融资渠道更加依赖, 尤其是美元融资。从政府债务中外币债务占比来看, 发达国家外币债务占比近年来明显下降, 2019年仅为3.8%左右, 而新兴市场国家外币债务占比则一直维持在50%左右, 其中低收入国家外币债务占比更是在2019年上升至60%左右, 外部融资已经成为其主要的融资来源 (见图5)。

对外部融资依赖使得新兴市场国家更容易受到

图5 政府债务中外币债务占比情况



数据来源: IMF, 联合资信整理

外部风险变化及国际资本市场波动影响。新冠疫情暴发后, 全球风险偏好的大幅下降使得新兴市场外债融资成本大幅上升, 新兴市场外币国债期权调整利差 (OAS) 在2020年3月上升了逾300个BP, 此后一直维持在相对高位, 直到5月才逐步回落; 与此同时, 新兴市场本币国债OAS仅出现小幅波动, 且自2019年初以来总体呈下降趋势。外债融资成本的大幅上升使得新兴市场国家融资难度显著加大, 部分国家甚至丧失了外部融资渠道, 限制了新兴市场国家大量筹集资金以应对新冠疫情的能力 (见图6)。

三、在新冠疫情冲击下, 外债水平较高、外汇储备不足的新兴市场国家的主权信用易受冲击

在新冠疫情发生之前, 新兴市场国家外债已经处于较高水平, 新冠疫情发生后则会进一步加剧偿债压力, 尤其是那些短期偿还压力较大的新兴市场国家

由于新兴市场国家对外部融资较为依赖, 再加上2009年全球金融危机以来发达国家央行总体保持了较为宽松的货币政策, 低廉的外部融资成本促使新兴市场国家加大了外部融资力度, 外债水平持续攀升, 至2019年底新兴市场国家平均外债水平 (即外债相当于GDP的比值) 已达60%左右, 较2010年底上升了约18个百分点。和发达国家相比, 新兴市场国家的外债水平并不算太

图6 新兴市场国债期权调整利差变化情况



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

高,但由于发达国家外债多以本币计价,汇兑风险相对较小,外债承受能力显著高于新兴市场国家,因此新兴市场国家外债水平一般高于60%就视为存在较大风险。截至2019年底,外债水平超过100%的新兴市场国家达到了12个,其中塞舌尔和蒙古外债水平更是高达200%以上,外债风险极高;巴拿马虽然外债水平较高,但由于其法定货币为美元,外债风险相对较小。

新冠疫情暴发后,新兴市场国家急需融资用于防控疫情、刺激经济增长等,但由于短期内金融市场的大幅动荡及市场风险偏好的明显下降,新兴市场外部融资受到很大阻碍。随着美联储持续推行大规模宽松政策,美元的流动性得以恢复,新兴市场国家在2020年二季度迎来了外部融资高峰,单季度G3债券(美元、欧元及日元债券)发行量突破了1,200亿美元,创下了近年来单季最高水平。在国际资本市场融资成本有望持续保持低位的情况下,预计2020年下半年新兴市场外债发行量仍将保持在相对较高水平,这也会进一步推升新兴市场国家的外债水平,加大外债偿还压力,尤其是对于那些短期偿还压力较大的新兴市场国家。具体来看,截至2019年底,新兴市场国家中短期外债占比超过25%(国际认可的安全线)的国家共有16个,其中伊朗短期外债占比更是高达60%以上,短期外债偿还压力极大;中国短期外债占比也接近于60%,这与中国对外贸易持续高速增长密切相关,短期外债中60%以上都是与贸易有关的信贷,再加上中国拥有充足的外汇储备,外债实际偿还风险相对较小。

新冠疫情冲击下,新兴市场国家为维护汇率动用了大量外汇储备,使得外债偿付能力进一步减弱,那些外汇储备不足的国家将面临较大违约风险

由于发达国家本国货币多为国际储备货币或国际流通货币,因此无需持有大量外汇储备即可保证外债的偿还;但对于新兴市场国家而言,外汇储备规模的大小是决定外债偿还能力的重要因素,短期外债相当于外汇储备的比值在很大程度上反映了短期外债偿还能力。截

至2019年底,新兴市场国家短期外债相当于外汇储备的比值已上升至60%左右,较2010年提高了约18个百分点,短期外债偿还能力明显恶化。具体来看,全球共有9个新兴市场国家这一比值高于100%,即无法实现外汇储备对短期外债的全额覆盖,其中津巴布韦的短期外债保障能力最弱,阿根廷和土耳其这两大新兴市场经济体也存在较大的短期外债偿还风险。

新冠疫情发生后,新兴市场国家动用了大量外汇储备用于购买防疫物资、维护汇率等,再加上全球贸易、旅游业等遭受重创,新兴市场国家外汇收入也大幅减少,使得新兴市场国家外汇储备规模明显下降。2020年一季度,新兴市场国家外汇储备规模共减少了近1000亿美元,进一步削弱了新兴市场国家的外债偿还能力,尤其是那些外汇储备不足且下降幅度较大的国家将面临较大违约风险。具体来看,中国外汇储备减少规模最大,但减少规模仅占外汇储备总额的不到2%,造成的影响较为有限;沙特阿拉伯、巴西和土耳其外汇储备减少规模均在100亿美元以上,其中土耳其外汇储备降幅达到近13%,对外债保障能力产生了一定影响;厄瓜多尔在外汇储备规模本身就不大的情况下减少了近一半,这也是其在2020年4月出现主权违约事件的重要原因。

国际组织提供的援助并不能从根本上解决问题,由于债务暂停偿付条款仅适用于双边官方债权人,那些私人债权人占比较大的新兴市场国家仍面临较大违约风险

为缓解疫情影响之下部分国家外债偿还压力,国际货币基金组织(IMF)于2020年4月宣布暂停25个最贫困国家债务偿付6个月,随后的G20峰会上则推出了“暂缓最贫困国家债务偿付倡议”,将符合条件的73个低收入国家债务暂停偿付期限推迟至2020年底。

债务暂缓偿付可以在一定程度缓解部分新兴市场国家的短期外债偿还压力,释放更大的资金空间用于防控新冠疫情,但这些援助起到的效果较为有限,并不能从根本上解决问题。首先,债务暂缓偿付并非债务免

除，只能解决一时之需，到2021年这些国家仍将面临较大外债偿还压力，在新冠疫情可能会延续到2021年且全球经济陷入衰退的情况下，这些国家将面临较大违约风险；其次，债务暂缓偿付需要符合条件的国家需要提出申请才能生效，但从目前来看仍有很多国家出于种种考虑（例如可能会影响主权信用质量）并未提出申请；再次，债务暂缓偿付目前仅针对双边官方债权人，预计覆盖200亿美元左右的债务，并不适用于多边官方债权人和私人债权人，起到的作用较为有限；最后，尽管当前国际机构一直在倡导私人债权人加入到债务暂缓偿付计划中来，但如果真的发生私人债务暂缓偿付事件，从信用评级的角度可能会将其认定为主权违约。

从2020—2021年私人债务到期占比情况来看，共有16个最贫困国家私人债务占比超过10%，其中大部分为非洲国家，这也和近年来非洲国家大量采用商业方式（私人贷款、发行债券等）融资有关。具体来看，埃塞俄比亚和赞比亚近两年到期债务中40%以上均为私人债务，在此背景下官方援助对其偿债压力的缓解较为有限。

四、新兴市场国家偿债能力压力测试

根据偿债压力及偿债能力的差别，将新兴市场国家划分为高风险国家、中风险国家和低风险国家三组，国家风

险水平和偿债压力及偿债能力基本呈正相关关系，和国家收入水平则呈负相关关系

2020年以来，黎巴嫩、阿根廷、厄瓜多尔和伯利兹等新兴市场国家相继出现了主权违约事件，新冠疫情对新兴市场国家偿债能力造成的影响开始逐步显现。为了评估在新冠疫情冲击下还有哪些国家可能会发生主权违约事件，我们对161个新兴市场国家偿债压力及偿债能力相关指标进行了梳理，在排除了已经出现违约的国家、数据缺失较多的国家及无公开主权评级的国家后，我们将剩余的86个国家按照发生主权违约事件可能性的高低划分为高风险国家、中风险国家和低风险国家三组（见表1）。从数据表现来看，各项偿债压力及偿债能力指标和国家风险等级之间基本呈正相关关系，即国家偿债压力越大、偿债能力越弱，出现主权违约事件的可能性越高。但也有两个指标出现了异常情况：一是高风险国家的利息支出压力比中风险国家小，这主要是因为高风险国家中很多属于国际组织认定的最贫困国家，这些国家通过双边或多边援助获得了大量低息甚至是无息融资，使得利息支出压力相对较小；二是低风险国家短期债务偿还压力大于高风险和中风险国家，这主要是由于中国短期外债占比相对较高且低风险国家相对较少所致。

不同风险国家风险等级和收入水平之间基本呈负

表1 新兴市场国家偿债压力及偿债能力梳理

风险等级	高风险国家	中风险国家	低风险国家
国家数量	30个	48个	8个
代表性国家	南非、土耳其、乌克兰、巴基斯坦、白俄罗斯、斯里兰卡、老挝、蒙古、赞比亚、莫桑比克等	巴西、印度、墨西哥、泰国、越南、哈萨克斯坦、乌拉圭、保加利亚、埃及、埃塞俄比亚等	中国、俄罗斯、沙特阿拉伯、波兰、智利、菲律宾等
政府利息支出/GDP均值	1.7%	2.4%	1.0%
外债/GDP均值	82.4%	50.3%	32.2%
短期外债占比均值	15.2%	9.7%	20.7%
政府债务/税收均值	393x	326x	249x
短期外债/外汇储备均值	65x	45x	22x

注：所有均值为2019年数据
数据来源：IMF，联合资信整理

相关关系，即风险水平越高，高收入国家占比越小，其中低风险国家中均为中高收入国家，而高风险国家则绝大部分为中低收入国家。从不同风险国家未来一段时期内政府外债到期压力来看，高风险国家中土耳其、乌克兰和斯里兰卡2021年底前到期G3国债规模相对较大，尤其是土耳其，到期规模逾200亿美元，存在较大的集中兑付压力；中风险国家中印度尼西亚和埃及到期规模相对较大，均在80亿美元左右；低风险国家中中国到期规模高达近250亿美元，在新兴市场国家中排名第一，但在充足的外汇储备保障下到期不能偿还的风险极低。

在基准情境下部分高风险国家出现主权违约的可能性较大，但在不利情境下部分中风险国家也有爆发主权违约的可能

由于当前新冠疫情发展形势及其对全球经济的影响仍具有很高的不确定性，因此我们在两种情境下分别分析新兴市场国家出现主权违约的可能性（见图7、图8）。

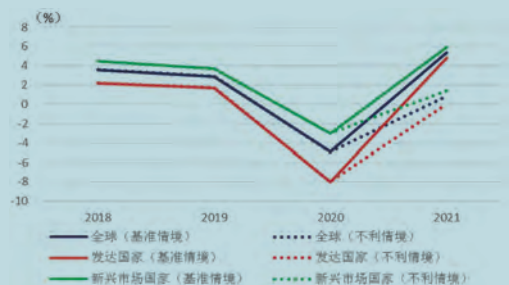
在基准情境下，新冠疫情有望在2020年底得到基本控制，这可能得益于新冠疫苗成功研制并取得良好成效，使得新冠疫情对全球经济的影响仅局限于2020年，2021年全球经济有望迎来较大幅度反弹。从新兴市场国家来看，2021年新兴市场国家经济增速有望在上年陷

入-3%的衰退后实现6%左右的大幅增长，整体财政赤字率也将在上年突破10%的情况下回落至8.5%左右，整体政府债务率则有望小幅攀升至67%左右；

在不利情境下，新冠疫情迟迟无法得到有效控制，并在2021年出现二次暴发，新冠疫苗对于控制疫情的作用也较为有限（新冠病毒可能发生变异），全球经济在2021年的反弹程度远远不及预期。从新兴市场国家来看，2021年新兴市场国家经济增速将小幅反弹至1.4%，整体财政赤字率将进一步扩大至16%左右，整体政府债务率则有望大幅攀升至70%以上水平。

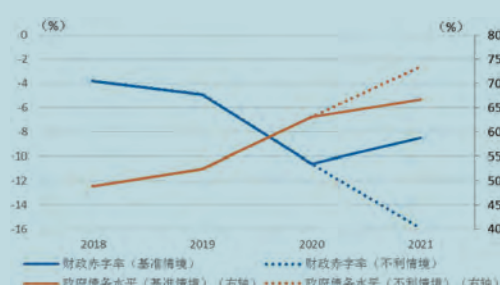
基准情境之下，部分高风险国家出现主权违约的可能性较大，尤其是那些疫情较为严重、经济陷入严重负增长的国家，中风险和低风险国家出现主权违约的可能性则相对较小（见图9）。高风险国家中马尔代夫和塞舌尔对旅游业较为依赖，新冠疫情冲击之下预计2020年两国经济衰退程度均在10%以上，再加上短期外债占比较高、外汇储备不足，两国发生主权违约的可能性增大；南非、尼加拉瓜、刚果（布）、萨尔瓦多等国受新冠疫情冲击也相对较大，2020年经济衰退幅度预计在5%~8%之间，再加上短期外债偿还能力相对较弱（短期外债相当于外汇储备的比值在50%~70%之间），这些国家出现主权违约的可能性也相对较大，尤其是刚果（布），当前已经出现了不良债务置换事件；土耳其、突尼斯、白俄罗斯、斯里兰卡等国预计2020年经济衰退幅度较小，但

图7 不同情境下全球经济增长表现



数据来源：IMF，联合资信整理

图8 不同情境下新兴市场财政情况



数据来源：IMF，各国央行网站，联合资信整理

图9 基准情境下经济衰退程度较大的高风险国家



数据来源: IMF, 世界银行, 联合资信整理

图10 不利情境下经济衰退程度较大的中风险国家



数据来源: IMF, 世界银行, 联合资信整理

由于这些国家外债水平相对较高,且在新冠疫情冲击之下外汇储备大量消耗,存在短期内不能偿还外债的风险,尤其是突尼斯,在国内政局动荡的背景下突尼斯近期已经开始同债权人协商延期偿还债务。

不利情境之下,2021年新兴市场国家经济反弹不及预期,部分国家可能连续两年陷入经济衰退,外汇储备加速消耗,在新冠疫情迟迟无法得到有效控制的情况下市场避险情绪可能会像2020年3月那样出现大幅上升,加大新兴市场国家再融资风险,在此背景下高风险国家出现主权违约比例预计将进一步上升,部分中风险国家也有爆发主权违约的可能(见图10)。中风险国家中加蓬、尼日利亚、玻利维亚、阿塞拜疆、墨西哥、安哥拉等国多为石油输出国,经济受国际石油价格波动影响较大,在不利情境下全球经济复苏乏力将使国际石油价格保持低位,甚至可能会出现再度下跌,这些国家可能在2021年连续两年陷入经济衰退,石油收入的持续下滑也使得外汇储备持续缩减,外债偿付能力大幅削弱,部分国家可能会出现主权违约事件,尤其是加蓬,不利情

境下2021年经济萎缩幅度可能高达7%左右,再加上其近年来经常延期偿还一些多边贷款,因此出现主权违约的可能性较大。

不良债务置换事件在很大程度上侵害了债权人的利益,一般可以将其视为主权违约的先兆。高风险国家中,莫桑比克、赞比亚、刚果(布)、苏里南当前已出现不良债务置换事件,未来一段时期内发生主权违约的可能性很大,尤其是莫桑比克和刚果(布),这两个国家在2017年均有过主权违约记录,当前主权评级偏低,存在较大的再融资风险,很可能出现二次违约;马尔代夫、塔吉克斯坦、老挝、加纳和肯尼亚当前发生不良债务置换事件的风险较高,在基准情境之下不良债务置换事件可能会得以避免,但在不利情境之下则有很大可能性发生,后续出现主权违约的可能性较大。中风险国家中,佛得角、喀麦隆、埃塞俄比亚、安哥拉和巴布亚新几内亚当前发生不良债务置换事件的风险较高,在不利情境之下未来出现主权违约的可能性也相对较大(见表2)。

表2 不良债务置换风险梳理

风险等级	高风险国家	中风险国家
已出现不良债务置换事件的国家	刚果(布)、赞比亚、莫桑比克、苏里南	--
不良债务置换风险较高的国家	马尔代夫、塔吉克斯坦、老挝、加纳、肯尼亚	佛得角、喀麦隆、埃塞俄比亚、安哥拉、巴布亚新几内亚

数据来源: 世界银行, 联合资信整理

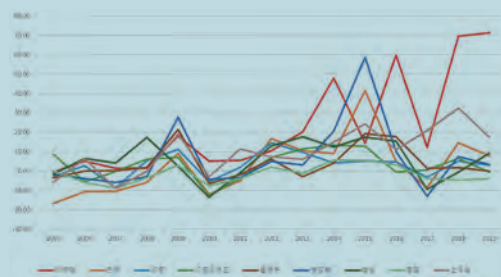
新冠疫情下新兴市场国家面临的汇率风险将有所加大

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部

一、近年来新兴市场的汇率风险引发全球关注

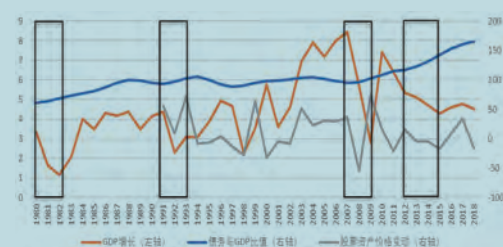
近年来，新兴市场国家¹汇率短期内大幅波动越发频繁，新兴市场汇率水平的大幅波动加剧了全球对新兴市场汇率风险的担忧。一般而言，汇率的有序波动对经济活动，特别是经常账户和资本流动起到再平衡作用，有助于全球经济的协调稳健运行。但汇率的大幅波动，特别是短时间内大幅波动则是打破内外均衡发展以及外部风险冲击的重要表现。汇率风险主要指的是由于汇率短期内大幅波动造成本币大幅贬值，引发由本币货币价值变动带来的资产损失的风险。从新兴市场爆发的外部危机起来看，在外部冲击下汇率短时间内的大幅变动往往是其风险来临的第一信号。在2008年金融危机以及2012年欧洲危机附近，新兴市场国家汇率水平表现出

图1 主要新兴市场国家汇率年度变化(%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 新兴市场国家货币危机时期GDP增长、债务负担及资产价格变动²情况(%)



注: 四个柱体分别代表80年代拉美危机、90年代东南亚危机、2008年全球危机以及2012年欧债危机时期
数据来源: Wind, 联合资信整理

了明显的波动性。而近年来，特别是2018年以来，新兴市场国家和地区的汇率走势表现出了远高于历史表现的波动频率（见图1）。

新兴市场国家汇率风险时有发生，历史上规模较大的典型汇率风险时期有80年代拉美危机、90年代东南亚危机、2008年全球危机以及2012年的欧债危机时期。在这几个典型危机时期，新兴市场地区表现出了明显的GDP增速下滑、资产价格下跌以及债务负担上升的趋势（见图2）。2018年以来，受到中美贸易摩擦、大宗商品价格波动以及全球经济复苏缓慢等多重因素影响，新兴市场内阿根廷、土耳其、巴西等多国仍然挣扎在汇率风险的泥潭中。2018年，巴西雷亚尔下跌15%，土耳其里拉下跌32%并引发国内金融市场动荡，阿根廷比索下跌

¹ 本文考察的主要新兴市场国家为阿根廷、巴西、土耳其、南非、墨西哥、波兰、捷克、中国、俄罗斯、印度、马来西亚、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国、菲律宾、越南、韩国、沙特和智利。

² 即 MSCI 新兴市场指数变动率，该指数从 1990 年开始编制。

70%并出现债务危机。新兴市场国家始终需要警惕汇率风险的爆发。

二、新兴市场国家汇率风险的一般特征

自1973年以美元为主导的布雷顿森林体系瓦解后，国际货币市场上出现了以浮动汇率制度、固定汇率制度和中间汇率制度（即汇率调节弹性较大同时允许适当政府干预的浮动汇率制度）并存的局面，也自此开启了二战以来各国汇率风险的序幕。

新兴市场国家以有管理的浮动或软盯住的汇率制度为主

新兴市场国家的货币都为非国际储备货币，货币的非国际流通性决定了这些国家货币的依附性和货币定价的外生性较强。汇率制度因其对汇率幅度和波动范围的不同规定导致了其对汇率水平有显著的影响。一般而言，固定汇率制度下货币政策的有效性和独立性都有所削弱，而且易引发由破坏性投机冲击导致的货币危机。浮动汇率制度下货币政策有效性有所提高，但浮动汇率制度下国际贸易和投资的不确定性增强，货币的外生脆弱性较大。

对于新兴市场国家和地区来说，因其本身经济发展阶段的制约，汇率制度选择相对于其他地区更加谨慎。根据IMF《2018年外汇安排和外汇限制》年度报告，按照IMF的实际汇率制度分类³，在主要新兴市场中，只有俄罗斯、波兰、墨西哥和智利执行自由浮动汇率制度，其他国家仍以软盯住和有管理的浮动制度（即中间汇率制度）为主。这反映出当前新兴市场国家发展中，为维持经济稳定，汇率制度选择仍然较为谨慎，一般较

少选择自由浮动汇率制度或完全固定的汇率制度。这一选择既反映出当前新兴市场国家逐步融入国际市场的趋势，也反映出其对汇率过度波动引发危机的担忧。

尽管各种经济理论对于汇率制度与汇率脆弱性的关系仍存有争论，但从实际危机爆发频率来看，不同汇率制度下汇率危机爆发频率有明显差异，中间汇率制度下货币危机爆发频率明显高于两极汇率制度（即固定汇率制度和自由浮动汇率制度）。从定义上来说，固定汇率制度要求汇率水平波动最小；浮动汇率制度下汇率可以自由波动，波动范围最大；中间汇率制度居中，一般当局会有预计的波动区间和浮动范围规定。中间汇率制度不同于两极汇率制度，相对于固定汇率制度中间汇率制度增强了汇率弹性，将市场预期加入到汇率管理中；相对于自由浮动汇率制度它加入了央行的决策作用，保有了一定程度的货币政策执行效力。因此，中间汇率政策更加灵活，但同时中间汇率制度本身存在多重均衡要求，例如市场预期和政府干预均衡，货币政策和外汇储备均衡，资本流动均衡等，才能达到稳定汇率的效果，因此从制度效果来看，中间汇率制度需要考虑的因素更为复杂，政策操作的透明度更低，政策效果更难以检验，可能会暴露新兴市场国家更大的金融缺陷。

新兴市场国家均存在一定程度的资本管制，以缓解短期资本流动给汇率带来压力

新兴市场面临国际资本频繁流动的局面，资本的流入和撤离都会对新兴市场国家汇率水平产生冲击，特别是短期内的大幅流动。汇率的波动与资本流动紧密相关，汇率风险的爆发也与新兴市场国家对资本流动的管控有紧密关系。一般而言，随着资本的大量流入，新兴

³ IMF 对外汇制度主要分为四类：（1）硬盯住（hard pegs），例如没有单独法定货币和货币发行局安排的汇兑安排制度；（2）软盯住（soft pegs），包括常规盯住、特定范围内盯住、爬行盯住、稳定盯住和类爬行盯住；（3）浮动类（floating regimes），例如有管理的浮动（floating）和自由浮动（free-floating）；（4）和其他制度安排（other managed）。我们根据分析需要将新兴市场国家按照硬盯住（hard pegs），软盯住（soft pegs）、浮动（floating）和自由浮动（free-floating）四个类别进行统计。

市场国家本币面临升值压力，而外资的大量撤离则会对本币产生贬值压力。汇率风险爆发时期通常都会伴随着外资的大量撤离。而正因为此，在汇率风险时期，面对市场恐慌情绪，资本管制往往对汇率风险管理尤其重要。新兴市场国家对于资本的管制能力也是其抵御汇率风险的一部分。

近年来，新兴市场国家对资本市场的资金流动和国际投资十分关注。在IMF列出的11项境外资本流动和跨国投资方向中，新兴市场国家均存在一定程度的资本限制。除了阿根廷、俄罗斯、韩国和捷克外，其他国家对于资本流动的管制程度超过70%⁴。作为一种货币政策工具，资本管制的目的是对资本的流入流出做出限制，

以此来管理资本流动程度和速度，达到稳定经济的目的。

从新兴市场国家资本管制程度和汇率波动性统计结果来看，资本管制程度与汇率波动性存在较强的负向关系，缺乏资本管制的国家汇率波动程度越高，遭遇汇率风险的可能性越高（见表1）。资本市场管制严厉的国家，外资进出的门槛较高，一定程度上避免了国际游资的投机行为；同时在面对汇率大幅变动时，资本流动的管制措施可以一定程度上抚平市场的非理性冲击，防止危机的进一步恶化和蔓延。

新兴市场国家往往利用外汇储备进行公开市场操作来缓解汇率大幅度波动

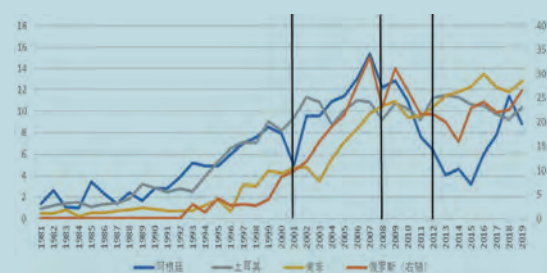
相比于发达国家，新兴市场国家的外汇储备水平是维持汇率稳定的关键因素。当汇率下跌引发本币过度贬值时，通过外汇市场利用外汇储备购买本国货币，以减少市场上过多的本币流动性，抑制本币继续下滑；而当本币升值过快，则通过公开市场出售本币的方式增加本币的流动性以减轻升值压力。总体来说，央行的公开市场操作可以直接利用外汇储备来调节汇率和汇率的波动性，引导市场预期，抑制资本流动过度，从而抚平汇

表1 主要新兴市场国家资本管制程度与汇率波动相关关系

国家	资本管制程度	近五年汇率波动率
印度	100.0%	2.5
中国	100.0%	1.1
巴基斯坦	90.9%	1.7
越南	90.9%	0.2
南非	90.9%	3.4
菲律宾	90.9%	1.1
马来西亚	90.9%	1.5
印度尼西亚	81.8%	1.8
沙特阿拉伯	81.8%	1.2
墨西哥	81.8%	3.3
泰国	81.8%	1.1
巴西	72.7%	3.6
土耳其	72.7%	3.7
智利	72.7%	1.9
波兰	72.7%	1.2
捷克共和国	63.6%	1.2
俄罗斯	54.5%	4.4
韩国	27.3%	1.4
阿根廷	18.2%	5.3
相关系数		-0.5

数据来源：联合资信整理

图3 汇率风险频发代表国家外汇储备与GDP比值(%)



数据来源：联合资信整理

⁴ 资本管制程度，以在IMF列出的11项资本流动方向中设置管制要求的方向总数占比来衡量。

率的非理性冲击。

因此，强大的外汇储备为新兴市场国家稳定汇率水平和国际投资者信心提供了重要基础。特别是面对外债偿付压力和外部资本流动风险时，外汇储备调节作用更加直接有效。例如沙特，因其庞大的外汇储备（2008年外汇储备对外债的覆盖率为578%），在面临2008年全球金融危机时，尽管经济面临了重大冲击，但并未发生货币危机且成功维持住了软盯住的汇率制度。而在汇率波动比较大的国家中，例如阿根廷、土耳其、俄罗斯和南非，外汇储备规模一直不高。阿根廷近40年外汇储备与GDP比例均值只有6.5%，土耳其为6.9%，南非仅有5.3%，远低于地区平均水平（新兴市场外汇储备与GDP比值均值约为20%）。在面对本币贬值时，各国外汇储备消耗很快，不足以支撑央行通过公开市场操作调节汇率冲击的能力。而一旦当局无法及时稳定外汇市场，则易造成市场恐慌，资本外流，外债压力攀升，银行资产质量下滑，发生货币危机甚至引发债务和经济危机（见图3）。

新兴市场国家汇率风险与其他风险之间具有明显的相互传导和关联关系

汇率的剧烈波动对其他经济领域都会产生一定的负面影响，而在新兴市场国家所爆发的汇率风险，往往不

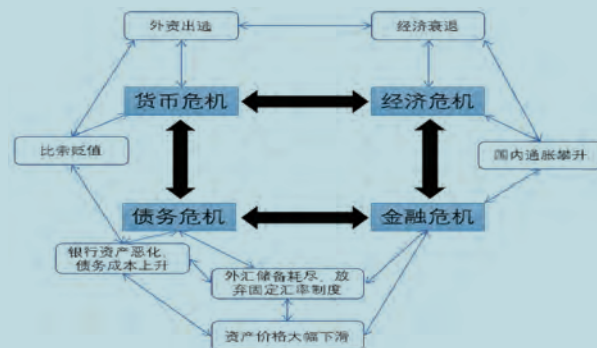
会以单一的汇率风险结束，而是表现出与其他资本市场危机相互传导和关联的关系。汇率的价格属性决定了汇率的水平是本币市场流动性的直接体现，当新兴市场国家发生经济危机、银行危机或债务危机等其他危机时，汇率往往成为第一冲击。同时，新兴市场国家一旦发生汇率风险，如果外汇干预无法及时稳定外汇市场，外汇储备能力有限，市场恐慌情绪就会蔓延至其他资本市场，打击其他资产价格，预期的恶化将导致外资撤离，避险情绪上升，更大的外部风险就会接踵而来（见图4）。

从新兴市场历史上爆发的危机来看，绝大部分时间内汇率风险与其他经济风险相伴发生且相互关联。例如80年代拉美地区的主权债务危机伴随着货币危机的爆发相继爆发。1995年墨西哥金融危机以及1998年的亚洲金融危机都是汇率风险引发的货币危机与银行危机相伴相生的典型案例。另外，2008年金融危机爆发以后，部分新兴市场国家银行危机、货币危机和主权债务危机相继出现。以阿根廷为例，2001年阿根廷因社会动荡和经济增速连续三年下滑，资本外逃加剧，比索大幅贬值，市场情绪恶化，外部融资成本上升，债务危机爆发；债务危机引发资本市场动荡，股债市均出现大幅崩盘；与此同时，资本外逃汹涌，央行外汇储备告急，不得不宣布放弃固定汇率制度，引发更大规模的货币危机，阿根廷政府不得

图4 新兴市场汇率风险与其他风险相互传导和关联



图5 2001年阿根廷货币危机与其他风险相互传导和关联



不宣布债务违约；国内通胀迅速攀升，经济遭遇重创。阿根廷的这一轮危机内，货币危机、债务危机、金融危机和经济危机之间具有明显的相互影响，相互传导和关联关系（见图5）。

三、新兴市场国家汇率风险的评估

汇率风险评估框架

基于汇率风险的一般特征分析，本次汇率风险评估综合考虑了宏观经济环境、汇率的政策环境以及汇率表现三方面因素，分别选取了经济增速、通胀水平、汇率制度、资本管制、外汇储备和贬值幅度六个指标。通过对新兴市场国家各指标表现的综合评估，以1~5分分别表示风险低、较低、中等、较高和高五个水平，以此为基础分析当前新兴市场国家汇率风险的现状和脆弱性原因。

新兴市场汇率风险评估结果

基于评估框架，对考察的19个主要新兴市场国家采集相应6个指标的最新数据⁵，根据数据表现得到最终的评估结果。综合来看，在考察的19个主要新兴市场国家中，汇率风险的频繁发生往往与宏观经济发展的脆弱性、资本管制的缺失以及外汇储备的薄弱有关。

1. 经济的脆弱性导致阿根廷、巴西、俄罗斯和土耳其持续面临汇率风险威胁

阿根廷、巴西、俄罗斯和土耳其在考察的19个国家中面临的汇率风险最高。而这四个国家汇率的大幅波动均与自身宏观经济发展的脆弱性有关。这四个国家在近5年经济增长波动较大，且都处在经济衰退或是摆脱衰退缓慢复苏时期（见图6）；国内均面临过高通胀压力。宏观经济运行不稳健导致其面临外部冲击时维持汇率

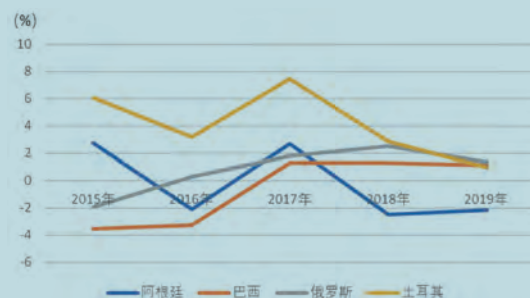
稳定的能力有限，汇率出现频繁且大幅的波动。

在这四国中，阿根廷面临汇率危机的可能性最高。阿根廷除了对直接投资有所规定外，对国际资本的进出基本没有任何约束。在面对外部冲击时，政府基本没有任何管制能力。同时，阿根廷由于常年的经常账户赤字，过去5年外汇储备与GDP比值平均只有7%，外汇储备基础十分薄弱。加上阿根廷尽管实行的是中间汇率制度，但实际上并未对汇率水平和区间做任何预先设定，而外汇储备的薄弱使得央行的行动能力有限，这导致当局无法保证汇率波动的弹性。因此阿根廷面临的汇率风险在新兴市场国家中最为突出。另外，巴西和土耳其也面临外汇储备薄弱的局面。而俄罗斯尽管外汇储备充足，但资本管制松弛，再加上自由浮动的汇率制度，汇率波动也十分剧烈，汇率风险也较为突出。

2. 外汇储备薄弱成为墨西哥、南非、印尼等新兴市场国家汇率风险的重要原因

除以上汇率高风险国家外，墨西哥、巴基斯坦、印度尼西亚、南非和智利则紧随其后，所面临的汇率风险较高。这5个国家共同面临的是外汇储备薄弱的问题。从对外贸易来看，这5个国家对外贸易中进口常年大于出口，

图6 汇率高风险国家近5年经济增速(%)



数据来源：IMF，联合资信整理

⁵ 经济增长、通胀水平、和外汇储备指标为年度数据并截止 2019 年，汇率贬值幅度为月度数据并截止 2020 年 6 月 31 日。

经常账户长期赤字(见图7),外贸创汇能力较差,外汇储备十分薄弱。这直接导致这些国家在面临外部冲击时抵御风险的能力有限,汇率风险频繁发生。

此外,在外汇储备薄弱的基础下,南非、墨西哥和智利还受到经济增长乏力和稳定性差拖累,宏观基本面疲软无法支撑汇率保持稳健。巴基斯坦和印度尼西亚则选择了软盯住汇率制度,实际上制约了央行在外汇市场的能力,反而加剧了汇率市场的波动。

四、2020年下半年至明年第一季度新兴市场国家汇率风险展望

新冠疫情下新兴市场面临较大冲击

此次新冠疫情下,新兴市场国家受到严重冲击,表现出了明显的外部脆弱性。根据IMF报告,疫情以来新兴市场除了面临大宗商品价格下滑、供应链紧张、贸易和投资的大幅停滞局面外,还面临着资本外流,外汇储备消耗,本币大幅贬值等多重困境。预计新兴市场国家在2020年经济增速将下滑3.0%,除中国外,主要新兴市场经济体均面临衰退(见表2)。

而根据国际金融协会(IIF)的数据,从2020年年初至3月,即新兴市场刚刚爆发疫情开始,即有非居民持有的约925亿美元的证券组合投资从新兴市场流出,远高于之前金融危机或恐慌时期(资金流出规模均不超过250

亿美元);3月单月资本流出高达880亿美元,创造历史之最。根据彭博的新兴市场资本流动指数显示,3月份新兴市场资金流动指数创2010年以来最低水平,且流出速度较之前表现更快。而随着大规模量化宽松政策的实施,美元流动性危机得到暂时性缓解,市场风险偏好的回升助力国际资本重新流入新兴市场。6月初流入新兴市场的资金从5月份的35亿美元飙升至321亿美元,其中以亚洲以171亿美元流入排在地区首位。新兴市场资金流入于7月份基本恢复至疫情前水平(见图8)。

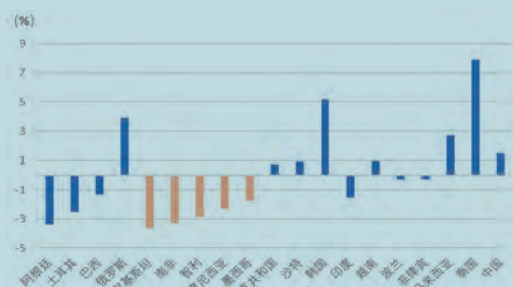
资本市场风险偏好的大幅变化及国际资本的频繁流动使得新兴市场国家货币承受了一定的贬值压力。特别是评估表现为汇率风险高和较高的国家,汇率波动剧

表2 主要新兴市场国家经济增长及预测

区域或国家	2018年	2019年	2020年预测	2021年预测
全球	3.6	2.9	-4.9	5.4
新兴市场及发展中国家	4.5	3.7	-3.0	5.9
中国	6.7	6.1	1.0	8.2
印度	6.1	4.2	-4.5	6.0
俄罗斯	2.5	1.3	-6.6	4.1
东盟五国	5.3	4.9	-2.0	6.2
巴西	1.3	1.1	-9.1	3.6
墨西哥	2.2	-0.3	-10.5	3.3
沙特	2.4	0.3	-6.8	3.1
南非	0.8	0.2	-8.0	3.5

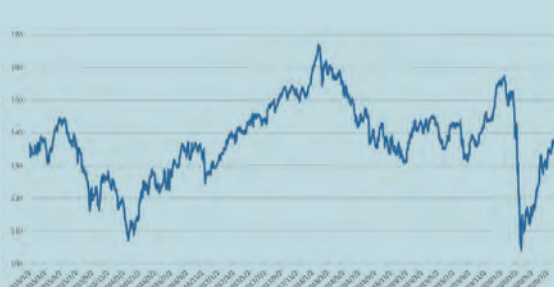
数据来源: IMF, 联合资信整理

图7 主要新兴市场国家近5年经常账户比GDP均值(%)



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图8 彭博新兴市场资本流动指数



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

烈。阿根廷、巴西、墨西哥、南非、俄罗斯和土耳其，2020年前三个月平均贬值幅度超过20%，阿根廷比索贬值幅度一度超过37%。2020年上半年，新兴市场主要国家货币回报率均表现为负，其中巴西、南非、阿根廷、墨西哥和土耳其货币回报率均表现亏损超过10%（见图9）。而为防止风险进一步扩大，一些新兴市场国家不得不加快外汇储备消耗以保障汇率稳定。据高盛数据统计，3月份新兴市场平均每天消耗15万亿美元外汇储备，其中沙特一国3月份消耗了270亿美元外汇储备，排在第一位。

新兴市场国家外部脆弱性进一步加深

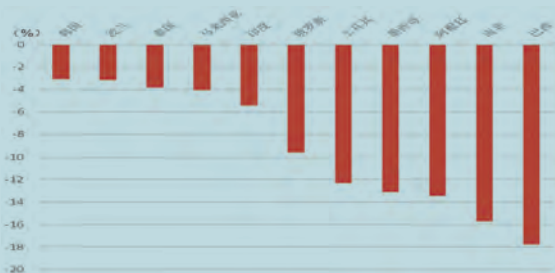
在新冠疫情冲击下，新兴市场国家因各自卫生水平、经济结构以及应对疫情能力的差异而面临不同的复苏前景。经济的复苏节奏和力度将是新兴市场国家应对汇率波动的重要基础，而经济复苏前景的分化可能将进一步加深新兴市场内部分国家的外部脆弱性，特别是本次评估中本就因宏观经济的脆弱性和外汇储备薄弱而导致汇率风险频发的国家。当前新兴市场面临的新冠疫情局势中，除中国外，只有俄罗斯的新冠疫情得到了基本控制，阿根廷、墨西哥、巴西、智利和南非等主要新兴市场国家仍深陷疫情泥沼（见图10），尽管各国为防控疫情均采取了一定的措施，但新冠疫情仍未有趋缓迹象，疫情对经济的冲击仍在持续。

从经济特征来看，新兴市场地区国家经济对国际

贸易、旅游业和大宗商品依赖度较高。同时，为应对新冠疫情，各国出台的各项刺激措施加大了国内的财政和货币压力，使得贸易持续承受压力。然而在新冠疫情下，国际贸易和旅游业遭遇寒冬，同时国际油价和需求均面临大幅下滑，在此背景下，新兴市场中国家经常账户失衡将进一步加剧。这一前景对于本就面临经常项目逆差、外债压力较大或外汇储备薄弱的部分新兴市场国家而言，无异于雪上加霜，新兴市场国家的外部脆弱性将进一步加深。

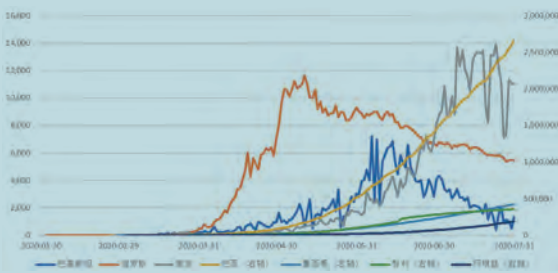
从债务特征来看，新兴市场国家自2008年以后债务规模持续上升，且其中私人部门债务水平迅速上升，同时外币计价的债务规模也水涨船高。2019年末，新兴市场及发展中国家的债务规模达到71.1万亿美元，与GDP比值达到220%，且其中近一半来自于非金融企业部门。同时，以IMF新兴市场及发展中国家的标准和40%的债务警戒线来看，全球有三分之二的新兴市场及发展中国家债务压力已经超过40%，且越来越多的新兴市场国家正在突破这一比值。以此同时，超过三分之一的新兴市场国家处在高外债水平，以外币计价的债务发行量保持持续增长态势，已经创下半个世纪以来的新高。在新冠疫情持续背景下，新兴市场经历了外资撤离、汇率贬值和金融市场动荡等多重危机，外部的债务的持续性和偿债能力也因此受到严重影响，外债风险加大，外部的脆弱性进一步加深。

图9 主要新兴市场国家本币回报率(2020年1—6月)(%)

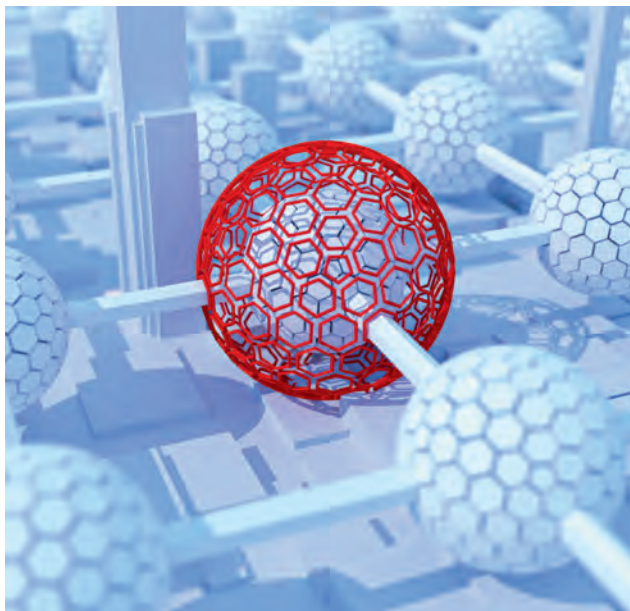


数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图10 主要新兴市场国家当日新增确诊人数(2020年1—7月底)



数据来源: Wind, 联合资信整理



多重因素下新兴市场国家汇率波动将持续加剧

新冠疫情的冲击下，全球经济复苏前景难料，新兴市场国家经历了经济、贸易、货币、债务等多重冲击，外部脆弱性进一步加深。与此同时，当前中美关系恶化使得全球贸易不确定性加深，作为对全球贸易严重依赖的新兴市场地区，经贸发展前景也因此蒙尘。在美联储带领下的全球降息潮使得全球流动性波动加大，全球金融市场波动随之加剧。多重因素下，新兴市场国家的汇率波动恐将持续加剧，警惕汇率风险的爆发。

相对于发达国家，新兴市场国家应对疫情的成本更大，财政刺激政策的持续加码将对汇率形成压力。根据IMF预测，2020年全球经济都将陷入衰退。尽管预测新兴市场的经济衰退程度相对较弱，且经济反弹能力较强，2021年即将恢复5.9%的经济增速，但经济表现出来的较大波动对新兴市场国家的汇率稳定不利。而且，鉴于全球经济增长预测仍存在极大的不确定性，当

前新兴市场国家采取密集的价格监管、贸易限制以及非常规的货币政策以及金融监管等措施将使得新兴市场国家未来经济复苏面临更大不确定性。2019年，在考察的19个主要新兴市场国家中，仅有俄罗斯（1.9%⁶）、韩国（0.9%）和捷克（0.3%）的政府财政状况表现出了微弱盈余状态，其他国家均表现出不同程度的赤字水平，其中土耳其（-5.3%）、巴西（-6.0%）、南非（-6.3%）、巴基斯坦（-8.8%）等国财政赤字均超过5%。新兴市场国家政府财政赤字高企，财政政策本就空间有限，疫情之下的财政刺激措施将进一步加剧其国内通胀和货币压力。

另一方面，中美摩擦不断，全球贸易环境不确定性加深，将对新兴市场国家经常账户失衡造成压力。经常账户盈余是新兴市场国家重要的创汇能力之一，也是新兴市场国家对国际贸易依赖的表现之一。在考察的19个主要新兴市场国家中，经常账户盈余与外汇储备状况存在较强的相关关系，经常账户盈余越大，外汇储备水平相对较高。经常账户失衡的加剧将使得汇率水平的不确定性加深。

同时，在美联储带领下全球掀起降息潮，全球流动性波动加剧，金融市场的大幅波动以及各国经济的分化导致国际资本对新兴市场的投资活力重新复苏，这将导致新兴市场面临更加复杂的国际资本投资和投机行为，进一步加剧部分新兴市场国家的汇率波动。

综合来看，疫情的冲击进一步加剧了新兴市场国家的外部脆弱性，而国际贸易环境和全球经济复苏的不确定性加大了对新兴市场国家经济前景预期的难度，全球流动性和金融市场较以往更加剧烈和迅速的波动则加剧了新兴市场国家国际资本流动的复杂程度。多重因素下新兴市场国家将面临持续的汇率波动，而且汇率风险爆发的可能性进一步加大。■

⁶ 财政平衡与 GDP 比值。

我国经济中周期研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 联合信用评级有限公司 宏观研究部

经济周期是宏观经济学的重要研究领域，也是投资决策与信用风险把控的重要依据。中周期是9~10年的投资周期，以资本投资为主要驱动力。改革开放以来，以“谷—谷”的方法对GDP增长率进行划分，我国经历了4轮中周期：1982年—1990年、1991年—1999年、2000年—2009年、2010年至今。我国的设备投资周期与经济周期存在显著差异，设备投资无法对经济中周期进行全面刻画，而固定资产投资更能反映资本投资的变化趋势，数据显示，固定资产投资周期与经济周期基本吻合。我们认为，我国经济中周期是固定资产投资所引致的周期，以固定资产投资来观测中周期更合理。因此，本文基于固定资产投资变动趋势，对我国经济中周期进行刻画，判断目前我国经济在中周期中的位置与变化趋势，并探讨新一轮经济周期何时开始。

一、美国与日本的中周期特征

中周期定义

经济周期是指宏观经济运行中出现的经济扩张和收缩不断交替反复的周期性波动现象，一个完整的经济周期主要分为衰退、萧条、复苏、繁荣四个阶段。现实中的经济运行由多股商业周期力量叠加嵌套而成，并受逆周期调控政策影响，主要包括：康波周期（50~60年）、朱格拉周期（9~10年）、基钦周期（3~5年），根据时间长短，朱格拉周期又称为中周期。

法国经济学家Juglar在1862年出版了《论德、英、美

三国经济危机及其发展周期》，他研究了英、法、美等国家国民收入、失业率和通货膨胀率波动情况，发现了9~10年的明显的经济扩展和收缩的周期变化，包含繁荣、危机和萧条三个阶段。之后的学者和市场从业者把这种中等长度的经济周期称为“朱格拉周期”，或中周期。

在后来的研究中，人们发现朱格拉周期与工业设备投资的波动周期相吻合，中周期的波动以企业设备的大规模更新和资本投资为主要驱动力。在我国，设备投资不能完全刻画经济的中周期波动，而固定资产投资周期与经济周期较吻合。固定资产更替需要资本投资增加以获得企业产能的提高，资本投资带来更多的需求，随着需求与资本投资上升，资本投资的边际效应递减，投资者的积极性降低，需求开始下降，从而形成了经济活动有规律地扩张和收缩的周期变化，因此朱格拉周期也称为设备投资周期或资本投资周期。

美国设备投资驱动的中周期特征

国外的中周期研究中主要使用设备投资这一指标来刻画经济中周期波动。

从图1中可以看出，美国设备投资的同比增速和GDP的同比增速走势基本一致，设备投资同比增长率这一指标是GDP增长率的同步指标，也可以说，设备投资周期就是经济周期本身。美国经济的中周期特征较为明显，美国自上世纪70年代初以来已历经5轮完整的朱格拉周期，分别是1975年—1982年周期长度为8年；1983年—1991年，周期长度9年；1992年—2001年，周期长度10年；2002年—2009年，周期长度8年；2009年至今。

2020年，疫情加快了经济周期的下降速度，中周期可能在2020年结束。

日本设备投资驱动的中周期特征

从设备投资增长率来看，日本设备投资同比增长率与GDP增长率变化趋势也高度吻合（见图2），这与美国情况一致，由此我们认为设备投资增长率是GDP增长率的同步指标，可以依据设备投资增长率对GDP中周期波动进行判断。

二、我国的朱格拉周期特征

我国GDP增长率的中周期波动

“谷—谷”分割法是指将经济增长率相邻的两个极小值之间所涵盖的区域定义为一个经济周期。根据谷—谷的方法对GDP增长率进行划分，我国改革开放以来

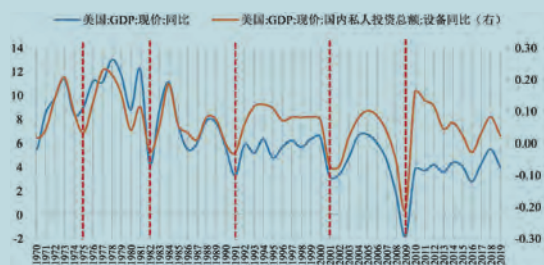
经历了四轮中周期（见图3）：1982年—1990年、1991年—1999年、2000年—2009年、2010年—2020年。

设备投资不能完全刻画经济的中周期波动

根据朱格拉周期理论，经济增长的中周期波动来源于设备投资的驱动。当经济收缩时，市场出清留下效率高的企业，叠加物价走低、生产成本下降，企业会增加投资，从而带动经济走出低迷；经济繁盛时期，企业盲目扩张，资本边际报酬递减，叠加价格上涨而导致的需求下滑，企业减少投资，经济再次开始衰退。

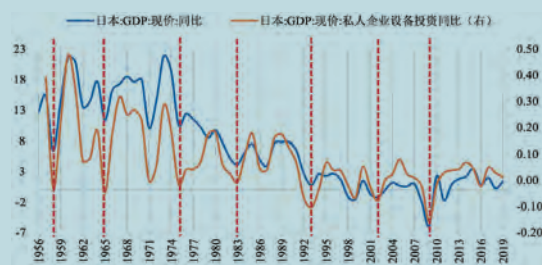
从图4中可以看出，以谷—谷划分的设备投资周期分别为：1983年—1989年（7年）、1990年—1995年（5年）、1996年—2002年，2003年—2011年（9年）、2012年至今。可以看出，设备投资周期长短不一，并没有明显的10年左右的周期波动特征，其周期的时段与GDP增长率周期有明显差别。

图1 美国设备增长率与GDP增长率（单位：%）



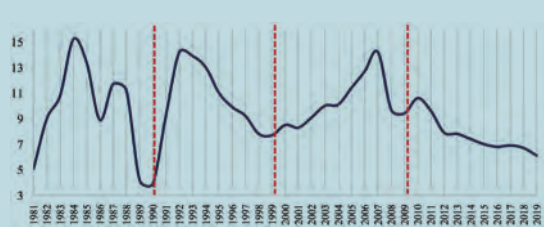
资料来源：Wind数据库

图2 日本设备投资增长率与GDP增长率（单位：%）



资料来源：Wind数据库

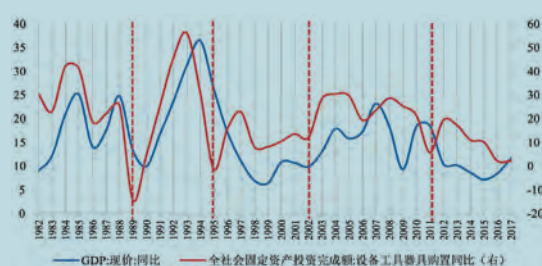
图3 谷—谷方法对GDP增长率进行划分的中周期（单位：%）



注：GDP增长率为GDP不变价同比增长率

资料来源：Wind数据库

图4 以设备投资增长率划分的中周期（单位：%）



资料来源：Wind数据库

总体来看,我国设备投资的中周期与GDP增速的中周期波动不吻合,因此,我们认为设备投资不能对经济增长的中周期波动进行完全刻画。

固定资产投资周期与经济中周期基本吻合

在我国设备投资在固定资产中占比较小,并不能完全代表资本支出的变动趋势,其数据口径也与国外发达国家的私人设备投资有所差异。我国的经济发展模式具有一定的独特性,包含了制造业、房地产、基建投资的固定资产投资更能解释我国经济的驱动力和资本投资的变动。因此,在我国中周期研究中,我们对我国固定资产投资的周期性波动特征进行分析。

从图5可以看出,固定资产投资同样经历了四轮中周期:1982年—1989年(低点领先GDP增速一年)、1990年—1999年(与GDP增速一致)、2000年—2010年(低点滞后GDP增速一年)。在1982—1999年的两轮中周期中,固定资产投资增速与GDP增速趋势高度一致,在1989年和1993年的拐点领先于GDP增速一年。在2000年以后的中周期中,政府于2009年推出“4万亿”刺激计划,强逆周期政策的影响使固定资产投资周期延后至2010年,滞后于GDP增速一年。

我国固定资产投资的确具有工业化起飞阶段急剧膨胀的特征,固定资产投资占GDP的比重从1981年的20.0%增长到2015年的81.6%。在此期间,固定资产投资是GDP增长最主要的驱动要素,也是推动经济周期运行

的主要动力。2015年固定资产投资占GDP的比重达到高点,之后进入了周期的下行阶段。可以判断驱动GDP增长的主要动力仍然是固定资产投资,但随着固定资产投资边际效应减弱,我国将迎来产业转型关键期。

朱格拉周期的主要推动因素是资本投资,而决定投资品生命周期的是投资回报率的高低。在讨论朱格拉周期时,需要考虑投资边际回报率。国际上通常用“增量资本/产出”(ICOR)来衡量一个国家或地区宏观投资效率,ICOR表达了一元的GDP变动需要多少的投资来带动,ICOR越高,表示一国的投资效率越低。由于这一指标是投资效率的反向指标,在文中我们定义边际投资回报率= $\Delta\text{GDP}/\text{资本形成总额}$ 来衡量资产的投资回报率,从而更加直观地反映固定资产投资效率与GDP增长的关系。

从图6中可以看出,我国GDP增长率与边际投资回报率变化趋势高度一致,其相关系数达到0.78,以边际投资回报率划分的中周期与GDP增长率的中周期完全一致。

综上所述,我们通过固定资产同比增速、边际投资回报率考察了我国固定资产投资周期,数据显示,我国固定资产投资周期与GDP增长的中周期基本吻合,两者的波动趋势也基本一致。在我国,相较于设备投资,中周期更是固定资产投资所驱动的周期,固定资产投资可以作为观测经济中周期波动的同步指标。

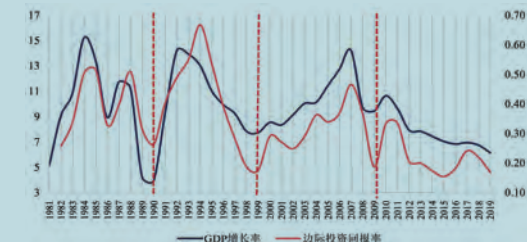
进一步地,我们将结合我国实际国情对我国固定资产投资数据进行解构,探索合适的划分中周期的指标。

图5 固定资产投资增速与GDP增长的关系(单位: %)



资料来源: Wind数据库

图6 边际投资回报率与GDP增长的关系(单位: %)



注: 边际投资回报率= $\Delta\text{GDP}/\text{资本形成总额}$

资料来源: Wind数据库

1. 国有企业投资与民间投资

在我国经济由计划经济向市场化转型的进程中,国有企业在固定资产投资中扮演着举足轻重的角色,随着市场化机制逐步完善,民间投资逐步成长为拉动经济增长的重要力量。本部分,分别分析二者的投资与经济中周期的关系。

从国有企业固定资产投资增速来看(见图7),在2007年之前,国有企业固定资产投资增速与GDP增长率变动趋势高度相关,从拐点来看,国有企业固定资产投资增速1989、1992、1997年的拐点多领先于GDP。而在2009年之后,国有企业固定资产投资率与GDP增长率相关性降低,趋势背离明显。事实上,国有及国有控股单位固定资产投资额占全社会固定资产投资额的比重一直在下降,从2003年的53.0%,至2017年已经下降至36.3%。

反观民间投资的固定投资完成额(见图8),占全社会固定资产投资额的比重从2004年的25.5%持续上升至2017年的59.5%。这表明在我国工业化起飞阶段,民营经济得到了良好的发展,而民间投资的市场化更高,对宏观经济变化的调节更加敏感。根据美国经验,经济进入成熟阶段,私人设备投资显现出朱格拉周期特征,此指标与我国民间投资固定投资完成额较契合。从已有数据来看,民间固定资产投资增速基本同步于GDP增长率,可以作为中周期波动的观测指标。

综上所述,相比于国有企业投资,民间投资已迅速成长为固定资产投资的主要部分,进一步来说,民间投

资的市场化更高,在宏观经济波动时,民间投资意愿的反应也更加敏感,因此在2010年以来的中周期中,通过民间固定资产投资来刻画经济的中周期波动比国有企业投资更加有效。

2. 建筑安装工程、房地产、制造业投资

建筑安装工程、房地产、制造业投资是固定资产投资的重要分类指标,也与我国经济增长高度相关,本部分我们从以上三个指标的中周期特征进行分析。从图9可以看出,建筑安装工程投资增速与GDP增速相关度较高,且显现出明显的10年左右的中周期波动特征,1989年和1997年,建筑安装工程投资增速皆先于GDP增速到达低点,2009年及以后,由于政府的强刺激政策,于2011年达到低点。总体来看,建筑安装工程周期与经济增长周期基本吻合。

从房地产角度来看,1997年—2014年,我国经历了长达17年的房地产高增长时代,房地产行业上下游产业链长,地产投资的提高将直接带动国民经济各行业的增量需求。从图10中可以看出,我国房地产投资增速与经

图7 国有企业固定资产投资增速与GDP增长的关系(单位: %)



图8 民间投资同比增长率与GDP增长的关系(单位: %)

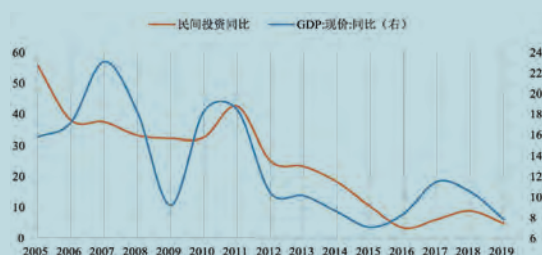


图9 建筑安装工程投资率与GDP增长的关系(单位: %)



济增速相关度较高,也呈现先出显著的十年左右波动的特征,于1997年和2009年到达低点,这与GDP增长率中周期基本吻合。

制造业固定资产投资完成额与GDP增长率高度相关(相关系数为0.85)。值得注意的是(见图11),在2009年以来的中周期中,指标皆显现出明显的短周期特征,分别为2010年—2012年,2013年—2015年,2016年—2019年。这与中周期包换2~3个短周期的理论相吻合,由此佐证了我国2010—2020年经济中周期的划分。

综上所述,建筑安装工程、房地产和制造业投资增速与GDP增速的变动趋势相关度较高,其中建筑安装工程和房地产显现出明显的中周期波动特征,且与经济周期基本吻合,印证了上部分我国固定资产驱动经济中周期的结论。

产业与微观角度的指标探索

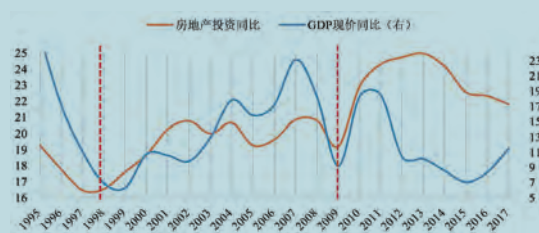
上一节,我们在宏观的角度对固定资产投资以及相

关分类指标进行了分析。本部分,我们从产业和微观的角度对一些主要工业产品产量进行拓展分析,进一步描述我国中周期波动。指标包括:工业锅炉产量、金属切削机床产量、钢产量、水泥产量,这4个指标从不同的角度反映了我国固定资产投资和设备投资情况,以及微观视角的资本支出意愿。

首先,工业锅炉产量同比增速与GDP增长率变动趋势基本一致(见图12),也显现出10年左右波动的中周期特征。从拐点来看,工业锅炉产量的拐点在大部分情况下领先GDP增长率拐点1年时间(如1998年、2008年中周期末端的拐点,以及2001年、2004年、2014年、2018年短周期的拐点),可以将这一指标看作GDP增长率的先行指标。2019年,工业锅炉产量同比增速有向上拐头的趋势,预示着我国经济增长中周期拐点的出现。

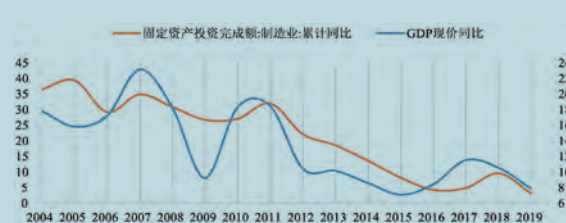
从图13中可以看到,金属切削机床产量同比增速这一指标同样具有明显的中周期波动,其变动趋势与GDP增长率基本一致。从拐点来看,1998年之后,其拐点在大

图10 我国房地产对GDP增长的驱动(单位: %)



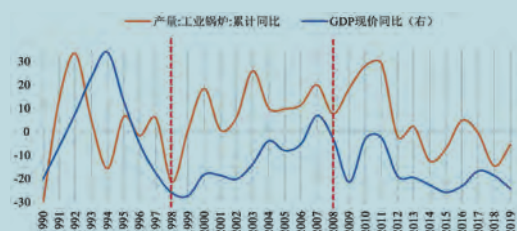
资料来源: Wind数据库

图11 制造业投资增速与GDP增长的关系(单位: %)



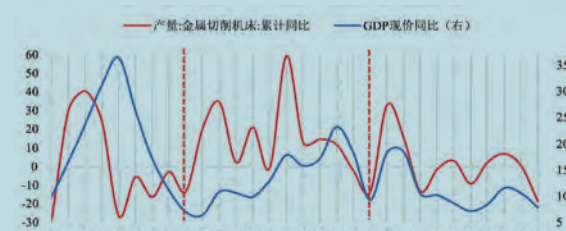
资料来源: Wind数据库

图12 工业锅炉产量与GDP增长的关系(单位: %)



资料来源: Wind数据库

图13 金属切削机床产量与GDP增长的关系(单位: %)



资料来源: Wind数据库

部分时间与GDP增长率保持一致（如2004年、2009年、2015年、2017年的拐点），因此可以将这一指标看作GDP增长率的同步指标。2019年，金属切削机床产量同比增长与GDP增速皆为下行趋势，可以判断，2019我国经济仍然在中周期底部运行。

从图14中可以看到，水泥产量增速具有明显的中周期波动特征，周期分别为：1981年—1990年、1991年—1996年、1997年—2008年、2009年—2018年。从中周期拐点来看，其拐点明显领先于GDP增速拐点（如1996年、2008年）。在短周期的拐点上，水泥产量增速也明显领先于GDP增速（如2003年、2006年、2009年、2016年等）。因此我们可以判断水泥产量增速是GDP增速的领先指标。值得注意的是，水泥产量在2018年之后拐头向上，在2019年强劲反弹，预示着我国经济增长中周期拐点的出现。

钢产量增速与水泥类似，也显现出中周期波动的特征，其与GDP增速相关性较高。从中周期拐点来看，其拐点在1989年、1988年、2008年的拐点皆领先于GDP增速一年。因此，钢产量增速可以看作GDP增速的先行指标来观测经济增长的中周期波动。

综上，我们考察了工业锅炉产量、金属切削机床产量、钢产量、水泥产量增速这4个指标的中周期波动，可以看出工业锅炉产量、钢产量、水泥产量增速是GDP增速的先行指标，金属切削机床产量增速是GDP增速的同步指标。通过对以上指标的分析，我们可以看出2019年

我国经济处于经济中周期的底部，而先行指标出现了拐头向上的趋势，因此可以判断我国经济中周期的新起点将在1~2年内出现。2020年，我国经济增长因为新冠疫情的影响大幅下降，延缓了新周期的进程，可以预测，2021年经济活动恢复正常后，新的中周期即将开启。

三、结论

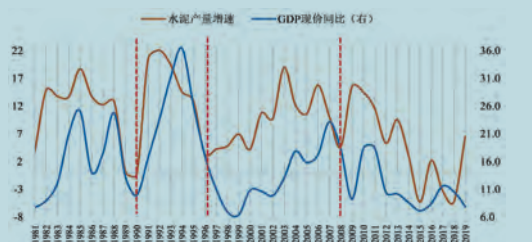
总结以上对中周期的分析，我们得出了以下结论：

一是我国经济增长存在中周期波动，固定资产投资是我国经济中周期的主要驱动力。我国设备投资周期与经济周期明显不同，而固定资产投资周期与经济中周期基本吻合，固定资产投资与经济增长的变动趋势高度相关，国企投资、民间投资、建筑安装工程、房地产、制造业投资的相关指标，印证了我国中周期波动的特点、驱动力及中周期的划分。由此，我们可以判断，我国经济的中周期由固定资产投资驱动，以固定资产投资对我国经济中周期进行刻画比较合理。

二是我国自改革开放以来经历了四轮中周期：1982年—1990年、1991年—1999年、2000年—2009年、2010年—2020年。从产业和微观的角度看，工业锅炉产量、钢产量、水泥产量是GDP增速的先行指标，2019年，先行指标已经拐头向上，这预示着上一轮周期的结束和新一轮周期的开始，2020年以来的资产价格上涨的趋势佐证了这一结论。

三是虽然我们判断目前处于上一个周期的底部，但新的中周期处于复杂的经济环境之中。一方面，国际关系紧张对我国出口及产业链带来负面影响。另一方面，疫情的发展具有不确定性，如果疫情反复，则可能对经济造成冲击。这两大偶发事件的影响会对经济周期带来短期扰动，但不会改变中周期的运行规律。

图14 水泥产量与GDP增长的关系（单位：%）



资料来源：Wind数据库

信用扩张趋于缓和, 信用风险或将高位回落

——联合2020年下半年宏观信用风险展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 联合信用评级有限公司 宏观研究部

一、2020年上半年经济运行及政策回顾

宏观经济运行

2020年上半年, 突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。中国经济增速尽管于二季度增速转正, 超预期增长3.2%, 但上半年同比依然下降1.6%。当前全球疫情依然在蔓延扩散, 疫情对世界经济的冲击将继续发展演变, 外部风险挑战明显增多, 国内经济恢复仍面临压力。

1. 经济运行受疫情严重抑制

由于疫情防控对生产流通消费的冲击, 经济活动

受到严重抑制, 2020年上半年中国经济出现负增长, GDP同比增长-1.6%, 其中一季度同比增长-6.8%, 二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲, 对上半年的恢复起到了积极作用, 主要受益于投资和外贸的正向拉动(见表1)。

2. 三大需求均同比下降, 投资需求二季度修复较为强劲

2020年上半年, 社会消费品零售总额17.23万亿元, 累计同比增长-11.4%, 降幅较一季度(-19.0%)有所收窄, 但仍处于深度萎缩状态。投资方面, 上半年固定资产投资完成额28.16万亿元, 同比增长-3.10%, 其中制造业投资增速为-11.7%, 降幅比一季度(-25.2%)有所

表1 2017—2020年二季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2020年二季度
GDP(万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.37	40.92
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速(%)	18.7	12.9	1.7	-0.8	-3.3
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注: 1. 增速及增幅均为累计同比增长情况;

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价;

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP为不变价规模;

4. 城镇失业率统计中, 2016-2017年为城镇登记失业率, 2018年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

数据来源: 联合资信根据国家统计局和wind数据整理

收窄,仍处于历史同期最低;基础设施建设投资增速为-2.7%,较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄,仍处下降状态;房地产投资增速为1.9%,较一季度(-7.7%)转负为正,成为投资增长的主要支撑。外贸方面,上半年货物进出口总额14.24万亿元人民币,同比增长-3.2%,增速较一季度(-6.50%)明显收窄。其中,出口额7.71万亿元,累计同比增长-3.0%;进口额6.52万亿元,累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元,较一季度(993.00亿元)大幅增加,较上年同期(1.21元)略有减少。上半年我国对欧盟、东盟、美国、日本累计进出口额分别为1.99万亿元、2.09万亿元、1.64万亿元和1.03万亿元,分别同比增长-1.80%、5.60%、-6.60%和0.4%,东盟成为我国出口金额最大和增速最快的地区。2020年二季度,资本形成总额拉动GDP增长5个百分点,扭转了一季度向下拉动的态势;最终消费支出向下拉动GDP 2.35个百分点,较一季度收窄2.01个百分点;货物和服务净出口拉动GDP增长0.53个百分点,扭转了一季度向下拉动的态势。可见,二季度经济恢复超预期主要源于投资和外贸的正向拉动。

3. 工业生产及经济效益恢复较快,服务业仍处收缩区间

2020年上半年工业和服务业同步下降。上半年全国规模以上工业增加值同比实际增长-1.3%,其中一季度增长-8.4%,二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%,其中一季度下降36.7%,二季度增长4.8%,尤其是5、6月份,利润分别增长6.0%和11.5%,增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%,较1—3月(-11.5%)明显回升,但下降幅度依然较大。2020年上半年,国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和-1.6%,均较一季度大幅度回升,但第二、第三产业仍处于收缩状态。

4. 居民消费价格涨幅扩大,生产者价格同比继续下降

2020年上半年,居民消费价格指数(CPI)累计同比

上涨3.8%,涨幅比上年同期扩大1.6个百分点,其中食品价格上涨16.2%,涨幅比上年同期提高11.5个百分点;非食品价格上涨0.7%,涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%,涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年,工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.9%,比上季度降幅(-0.6%)继续扩大,较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.6%,降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

5. 社会融资规模大幅增长,企业融资成本有所下降

2020年6月末,社会融资规模存量271.8万亿元,同比增长12.8%,增幅较上年末(10.69%)及上年同期(11.19%)均显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。增量上看,上半年新增社会融资规模20.83万亿元,比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元,较上年同期多增2.31万亿元;新增企业债券融资规模3.33万亿,较上年同期多增1.76万亿;新增地方政府专项债3.79万亿元,较上年同期多增1.33万亿元;非金融企业境内股票融资2461亿元,较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时,融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.48%(一季度数据),较上年同期下降56个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据平均发行利率为4.16%、5.11%和4.04%,较上年同期(分别为4.52%、5.26%和4.53%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降,为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

6. 财政收入大幅下降,收支缺口更趋扩大

2020年上半年,全国一般公共预算收入9.62万亿元,同比增长-10.8%,降幅较一季度(-14.3%)有所收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入8.2万亿元,同比增长-11.3%;非税收入1.42万亿元,同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元,同比增长-1.0%,较一季度(-12.0%)

降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.6万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.70%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽然较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，却是本期唯一正增长的支出项（除债务利息支出之外），其余均为下降，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出下降30.0%、节能环保支出下降15.4%、交通运输支出下降13.3%、科学技术支出下降12.2%、教育支出下降7.6%。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口逐步扩大。在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

7. 就业压力较大，形势逐月改善

2020年上半年，在疫情冲击下，服务业制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.90%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影

响，以“六稳”、“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

财政方面，一是为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施¹。二是大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债自己补充资本金；三是发行抗疫特别国债1万亿元，增加赤字预算1万亿元至3.76亿元，赤字率3.60%以上，同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

货币金融方面，整体性政策和结构性政策相结合，实施了三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性²；三次下调MLF操作利率，引导LPR下行³，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4000亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性，降低成本，而且总体上具有扩大信用规模，降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元，人民银行决定于7月1日起下调再贷款、再贴现利率，其中支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点，调整后，3个

¹ 主要包括：加大对疫情防控重点保障物资生产供应的税收支持力度，对受疫情影响较大行业企业给予税收减免，加大个体工商户和小微企业税收优惠力度，出台扩大汽车消费的税收政策，完善出口退税等稳外贸税收支持政策，阶段性减免社保费、医保费用，减免部分行政事业性收费和政府性基金等。今年《政府工作报告》明确指出，对前期出台的减税降费政策，执行期限全部延长到今年年底，小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。财政部认真落实《政府工作报告》要求，会同有关部门及时发文明确延长相关政策执行期限。实施上述政策，预计全年新增减税降费规模将超过2.5万亿元。

² 1月6日全面降准0.5%，释放资金8000多亿；3月16日定向降准再次释放资金5500亿；4月再次定向降准，释放资金4000亿。三次共释放资金9500亿。

³ 2020年2月20日，1年期LPR下调10BP至4.05%，5年期LPR下调5BP至4.75%；4月20日，1年期LPR下调20BP至3.85%，5年期LPR下调10BP至4.65%。

月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率下调0.25个百分点至2%，进一步促进降低中小企业融资成本。

二、2020年上半年宏观信用状况

为对冲疫情影响，宏观信用快速扩张

宏观信用快速扩张。根据央行的定义，社会融资规模能够准确全面地衡量宏观信用规模（其中包括非债务的股票融资，由于占比较小，本文未做剔除处理）。2020年上半年社会融资规模增量20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元，增幅42.57%，显示出快速的信用扩张态势。分季度看，一季度新增11.08万亿元，同比增长28.69%；二季度新增9.75万亿元，同比增长62.5%。两个季度的同比增速在历史上并不突出，但新增量均为历史同期最高水平。结构上看，上半年新增人民币贷款12.33万亿，是历史上最高的水平，较去年同期多增2.31万亿；企业债券融资3.33万亿元，较上年同期多增1.76万亿元，创历史最高水平；国债和地方政府的专项债融资力度比较大，上半年地方政府专项债的净融资是2.22万亿元，比上年同期多1.03万亿元。国债的净融资是9880亿元，比去年同期多5729亿元。2020年6月末，社会债务融资存量达到271.8万亿元，同比增长12.8%，增速为2018年3月以来最高。

利率水平明显下降。本轮宏观信用快速扩张的同时，企业融资利率水平在政策推动下逐步下行。2020年上半年在LPR下行30BP的基础上，金融机构人民币一般贷款加权平均利率一季度下行至5.48%，二季度有望延续下行（数据尚未公布，根据4月LPR报价下行幅度较1月更大，以及政策导向估测，二季度利率应在一季度基础上继续下行），达到近10年来最低水平。债券融资方面，今年以来发行利率逐步下行，以公司债发行的加权平均票面利率为例，一季度为3.92%，二季度为3.74%，分别比上季度下降81BP和18BP，为公司债融资规模扩大创造了条件。

宏观杠杆率迅速攀升。2020年上半年，中国宏观杠杆率从上年末245.4%飙升到266.4%，上升了21个百分点，历史上仅次于2009年上半年的升幅（25.4个百分点）。其中一季度上升13.9个百分点，二季度上升7.1个百分点，二季度升幅有所缩小（二季度债务增速较一季度继续提高，但由于经济增速由负转正，所以杠杆率增幅有所缩小）。2020年上半年中国宏观杠杆率达到历史新高，蕴含较高的信用风险。

非标融资延续收缩态势，信托贷款收缩尤为明显

在宏观信用总体急剧扩张的同时，受金融去杠杆及理财新规等金融监管政策所产生，表外融资自2017年三季度开始大幅收缩，到2018年底基本企稳。从规模及占比来看，委托贷款为非标融资的主要形式，其次是信托贷款，未贴现银行承兑汇票占比最小。2017年之前，委托贷款一直处于高速增长阶段且基本稳定；信托贷款从2016年开始快速增长，一直持续到2017年三季度；未贴现银行承兑汇票初期有一个较大的下降期，2016年四季度增速快速反弹，从-30%以上的负增长迅速反弹至2017年10月的20%，其后开始进入下降通道。总体看，非标融资最高于2018年2月达到27.7万亿元，其后在去杠杆的影响下持续收缩，2019年11月缩小到22.36万亿元的最低水平，共缩小17.4%。中国三大非标规模增长自2017年四季度开始快速下滑，2018年底开始企稳，2019年委托贷款和信托贷款降幅有所收窄。2020年上半年，委托贷款降幅持续收窄，未贴现银行承兑汇票收缩幅度先扩大后收窄，只有信托贷款延续下降幅度扩大态势。

信用配置呈现较为明显的结构特征

首先表现在所有制结构方面。一直以来民营企业面临融资难融资贵问题，而国有企业在信用资源方面拥有较大体制优势，许多国有僵尸企业也能获得成本较低的信用融资。2020年上半年，非金融民营企业债券融资

规模6000多亿元,仅占同期非金融企业债券融资总额的10%左右,可见在信用快速扩张周期,民营企业获得信用资源的占比也非常小。这种情况使国有企业占有超出需要的信用资金,这部分资金往往被用于金融投资或房地产投资,今年在信用快速扩张的情况下,结构性存款规模大幅增长,正是国有企业等获得过度信用资金进行套利的行为所致。而其他行业及所有制企业难以获得基本的信用资源,常常处于流动性紧张的状态,急需时只能通过民间渠道高成本融资。这种情况不仅造成资金空转,扰乱金融市场秩序,也不利于国有企业自身的创新发展,无形中抬升了民营企业的融资成本。

其次表现在不同行业的信用资源配置方面。从2020年上半年各行业债券融资规模占比数据可以看到(见表2),一是政府鼓励信用支持的居经济主体地位的制造业债券融资规模占比只有13.40%,远不及建筑业和综合类行业的占比;二是服务业尤其是高技术服务业如信息传输、软件和信息技术服务业债券融资占比

仅为0.83%,可见信用资源存在较明显的错配问题。

三、上半年主要信用工具违约规模均有所扩大

总体来看,今年以来企业主要信用融资工具银行贷款、债券融资和信托融资的违约规模均呈扩大之势。与银行贷款不良率和信托融资违约率的快速上升相比,非金融企业债券的信用状况相对稳定,但由于经济系统中债务风险固有的传染性关联性,各种债务工具的信用风险相互勾连影响,需要警惕其他市场风险向债券市场传导。

2020年上半年银行贷款不良率持续攀升

据银保监会披露,2020年二季度末,我国商业银行不良贷款余额3.6万亿元,不良率2.1%,较上季度末(不良贷款余额2.6万亿元,不良率1.91%)明显恶化,不良率为近10年来首次突破2%,不良余额更是较上季度末暴增1万亿元,达到有统计数据以来最高水平。在

表2 2020年上半年各行业债券发行规模

行业	发行只数	发行只数占比(%)	发行金额(亿元)	发行金额占比(%)
建筑业	1,708	24.44	12988.53	20.15
交通运输、仓储和邮政业	614	8.79	6993.54	10.85
综合	1,349	19.30	12345.69	19.15
制造业	818	11.70	8640.87	13.40
租赁和商务服务业	623	8.91	3182.18	4.94
采矿业	276	3.95	4880.56	7.57
房地产业	412	5.89	3565.39	5.53
电力、热力、燃气及水生产和供应业	574	8.21	7182.28	11.14
批发和零售业	355	5.08	2493.32	3.87
住宿和餐饮业	10	0.14	61.95	0.10
信息传输、软件和信息技术服务业	50	0.72	532.47	0.83
居民服务、修理和其他服务业	32	0.46	605.00	0.94
水利、环境和公共设施管理业	89	1.27	581.45	0.90
文化、体育和娱乐业	44	0.63	230.83	0.36
科学研究和技术服务业	8	0.11	26.00	0.04
农、林、牧、渔业	26	0.37	148.95	0.23
教育	1	0.01	4.28	0.01
合计	6989	100.00	64463.28	100.00

数据来源: Wind, 联合资信整理

突入其来的新冠肺炎疫情影响下，企业生产经营大幅滑坡、市场需求低迷，经济效益下降，流动性紧张，导致企业贷款违约暴增。

信托不良率增长较快

近年来信托违约持续上升，今年违约率大幅上升。信托业协会公布的数据显示，2020年一季度末，信托业资产风险率为3.02%，较2019年末提升0.35个百分点。从风险项目数量和风险资产规模的环比变动来看，一季度末，信托业风险项目个数为1626个，环比增加79个，增幅为5.11%；信托行业风险资产规模为6431.03亿元，环比增长11.45%，同比增长127.20%。据不完全统计，2019年之前，信托风险资产不良率维持在1.0%以下，2019年末达到2.67%，今年一季度信托不良率快速升至3.0%以上，风险资产规模达到6431亿。进入二季度，融资类信托风险事件多发，监管趋严，风险资产规模将继续扩大。

2020年上半年债券市场信用风险维持高位

2020年上半年债券市场信用风险事件仍较多（共有71支债券发生违约，新增违约主体11家，违约金额合计875.37亿元），但由于采取了一定风险缓释措施，实际违约家数较2019年稍微有所下降，违约规模有所扩大，债券市场信用风险呈现高位态势（见表3）。

四、2020年下半年宏观经济展望

当前，随着疫情在各国继续蔓延升级、贸易争端

及保护主义加剧、地缘政治紧张等风险因素的影响，全球经济或将陷入进一步衰退。2020年6月，国际货币基金组织（IMF）将全球2020年经济增长速度目标下调至-4.9%，下半年各国经济及国际贸易大幅萎缩。相对来讲，由于复工复产较快，我国经济下半年将继续维持恢复态势。

从宏观政策层面来看，加快形成以内循环为主的双循环新格局，并以此作为今后一段时间经济增长的战略基点。7月30日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，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。会议强调，下半年要更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益；货币政策要更加灵活适度、精准导向。政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向，具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降，二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

实效财政政策和精准货币政策是下半年的主要政策基调。中央政治局会议指出，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量

表3 2015年以来债券市场违约情况

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
债券期数 (期)	27	56	34	125	183	71
债券规模 (亿元)	121.8	393.8	312.4	1209.6	1483.04	875.37
新增违约主体数 (个)	25	29	9	40	42	11

数据来源：Wind，联合资信整理

和效益。这里的重点是发好用好政府债券尤其是地方政府专项债券，以便“两新一重”重大项目及补短板项目建设的资金能够及时到位，发挥有效投资对内需的提振作用及对经济增长的兜底作用。货币政策要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。由此可见，下半年货币政策将更加倚重结构性政策工具，保持宏观信用环境的稳定，放缓信用扩张的速度，继续推动降低企业融资成本。为了保证新增融资重点流向制造业和中小微企业，预计会更加灵活的运用现有工具，并创设直达实体经济、降低信用风险的新工具。概括地讲，实效财政政策和精准货币政策是下半年的主要政策基调。

在以上政策导向和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快速恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。另外，外需方面，未来主要经济体陆续重启及实施更大规模刺激政策，对我国外需具有较大提振作用，同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年度我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

电商、信息服务业和金融业等对经济拉动的贡献

最大，制造业及相关服务业复苏可期。从供给端主要行业看，上半年主要拖累GDP下降的行业是批发和零售业（拉动-0.75%）、工业（拉动-0.56%）与住宿和餐饮业（拉动-0.46%）；主要正向拉动的是金融业（拉动0.53%）及信息传输、软件和信息服务业（拉动0.50%）。展望下半年，工业在总产出中占比较高，所以尽管上半年本身降幅不大（-1.8%），但对GDP的拖累较大。工业中制造业随着PPI的回升及终端需求的逐渐恢复，对经济增长的拉动作用有望转正；而随着疫情防控常态化，批发和零售业、住宿和餐饮业复苏也会有所复苏，减轻对增长的拖累。信息传输、软件和信息服务业在疫情严重期仍维持10%以上的高增长，占比进一步提高，顺应了网络化数字化智能化的新经济需求，未来增速有望进一步加快。

五、2020年下半年宏观信用展望

下半年在经济持续恢复、企业经营改善的情况下，货币政策大概率边际收紧，信用扩张放缓，信用风险仍处于高位，但较上半年会有所回落。

宏观信用扩张将有所放缓

在需求弱化，增长放缓以及增长动力转换无法短时间内完成替代的情况下，中国经济增长仍然主要依靠债务推动，客观上需要宏观信用扩张，对经济注入流动性和低成本资金。但通胀预期制约，宏观杠杆率高企，企业债务负担较重，信用风险加大的背景下，信用扩张的速度必然放缓。近3个月以来LPR保持不变，央行负责人公开表示全年信贷规模和社会融资规模不超过20万亿和30万亿；二季度以来10年期国债到期收益率波动上行，7月初达到3.0%以上高位；R007加权利率从5月初的低点1.26%波动上行，7月的最低点达到1.84%，价格中枢明显上移。以上情况均表明今年上半年的信用急剧扩张，是应对疫情冲击的特殊之举，随着疫情防控常态化，相关政策及资金逐渐退出，信用扩张将适当放缓。

二季度级别信用利差有所分化，信用风险仍处高位

高低级别债券之间的信用利差是资本市场度量违约预期大小的一种有效方法，2018年以来，无论产业债还是城投债，AA级与AAA级之间的级别利差快速走高，在2018年年底达到了历史的高位，比以往高位高出100BP左右。在此期间，出现了中国资本市场上未曾有过的债券违约高峰。2019年以来，高低级别利差总体有所收敛，反应了市场对违约预期有所降低，但总体仍处于较高水平，这意味着2020年仍会是债券市场违约高发的一年，但较2019年总体会有所回落。从2020年上半年情况看，产业债、城投债的级别利差从二季度开始同步收窄，信用风险趋于下降；而民企和国企产业债的利差同期却是明显上行，并接近高位水平，可见民企仍是债券市场违约的多发群体。

在市场流动性充裕的支撑下，债券违约风险有可能低于去年同期，但部分到期集中兑付企业的信用风险不可忽视

尽管上半年杠杆率快速攀升使信用风险有所积累，但经济持续恢复、企业经营有所改善，货币政策维持灵活适度的基调稳定，监管部门出台的临时延期还本

付息、借新还旧、展期、修改合同等对冲政策措施落地生效，客观上为债券市场违约回落创造了条件。而经过近两年债券违约持续高发，存量债券发行人中风险较高主体基本上已经经过了市场的甄别淘汰，同时在违约高发期，投资人风险偏好提高，增量债券发行人的信用资质普遍提高，违约概率随之降低。

同时需要注意到，2020年下半年非金融企业信用债到期量偿还量较上半年有所增加，主要行业总和达4万亿以上。行业分布上看，到期压力较大的行业主要有建筑业（占比16.57%），制造业（占比15.85%），电力、热力、燃气及水生产和供应业（12.43%），交通运输和仓储邮政业（12.05%），采矿业（10.77%）和房地产业（7.39%）。这些行业中，建筑业受益于基建投资增长，信用环境相对较好，制造业、交通运输和仓储邮政业虽然受到财政金融等政策支持，但其中部分细分行业及企业受疫情冲击较大，企业经营恢复需要较长时间，到期大额集中兑付将对其造成较大违约风险。另外，二季度以来房地产调控政策升级，市场需求受到较大抑制，库存上升，融资趋于困难，尾部房企的信用风险应予关注。■



房企违约状况及预警信号分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 联合信用评级有限公司 工商二部 技术创新部

在宏观经济下行压力加大、房企规模扩张冲动下滑、行业增长速度趋缓以及盈利水平难以高位持续的趋势下,对房地产违约企业进行回溯以寻求违约预警信号的意义越发突出。本文通过对违约企业进行定性及定量分析来试图找出违约的共性特征和预警信号,以构建违约预警系统分析的逻辑基础。

一、目前地产企业违约状况

首先,从整个债券市场来看,房地产行业违约债券数量和规模一般;根据克而瑞数据,截至2019年末,申万房地产一级行业债券余额违约率为6.2%,位于25个申万一级行业的第7位(见图1)。

其次,从具体违约情况来看,房地产行业企业于2018年首次在公开市场出现违约。截至2020年8月5日,房地产行业共有8家债券发行主体发生过违约事件(见表1)。

二、具体违约企业分析

中弘股份

1. 企业概况

公司一直采取了较为激进的发展战略,经营活动现金流持续净流出并高度依赖外部筹资活动;2017年行业外部环境快速收紧对公司销售及融资造成了巨大的冲击,举债扩张的模式难以维继(见图2)。

图1 截至2019年末各个行业余额违约率情况(单位: %)



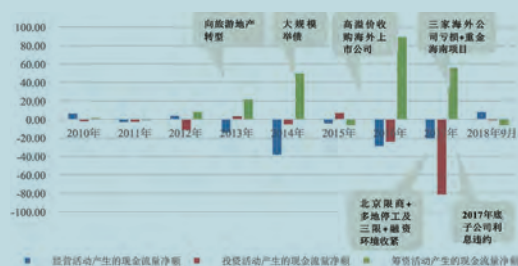
资料来源: 克而瑞

表1 截至2020年8月5日房地产行业违约企业概况

企业名称	首次发行时间	首次违约时间	违约金额
中弘股份	2015-01-06	2018-10-18	25.70亿元
五洲国际	2016-08-19	2018-10-4	28.80亿元
华业资本	2015-08-05	2018-10-15	19.16亿元
银亿股份	2015-12-23	2018-12-24	16.21亿元
新昌集团	2013-12-20	2019-1-22	1.50亿美元
国购投资	2016-01-29	2019-2-1	41.47亿元
三盛宏业	2016-04-19	2019-12-31	93.80亿元
泰禾集团	2015-08-07	2020-7-6	57.45亿元

资料来源: 联合评级根据公开资料整理

图2 中弘股份发展历程及现金流情况回顾(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联合评级搜集整理

2. 违约原因

多个项目停售或停工, 销售额大幅下滑

中弘股份重要销售项目御马坊项目和夏各庄项目(商业部分)销售停滞, 2016年度已销售的御马坊项目大量退房; 同时, 在山东及浙江等地的多个项目也均处于停工状态。另外, 海口市下发通知, 实施“双暂停”, 如意岛项目自2018年1月以来一直处于停工状态。

发展文旅产业, 对外投资和收并购规模大, 债务高企, 短期债务规模持续增加

文旅项目投资规模较大, 需要投资大量资金支撑, 中弘股份在海南获取的如意岛项目, 计划总投资金额129亿元, 但受行业政策影响, 中弘股份多个项目于2017年底及2018年初均处于停工状态, 无法形成收益支撑投资需求资金。同时, 2017年中弘股份实施大规模的投资及收购活动。

内控制度形同虚设, 实控人风格激进, 未经审批预付大额收购款, 引发流动性危机

中弘股份拟以现金支付方式收购其下属子公司股权及承担股东债务形式购买其所持有的土地, 并于2017年12月28日预付了收购款61.5亿元, 该事项由实控人直接决策, 未获得董事会和股东大会审批, 中弘股份内控管理存在较大漏洞, 且实控人风格激进。

3. 违约信号

负面新闻及较高的股权质押比例

2017年8月, 中弘股份公告显示控股股东持有股份

累计被质押比例已接近100%, 上述公告能反映中弘股份经营已经出现问题, 并出现资金链紧张, 是偿债能力急剧下降的信号。同时, 控股股东对中弘股份的股权质押情况突出, 作为同一实际控制人控制下的企业, 控股股东的流动性紧张也反映了中弘股份的资金链情况。

获现能力的快速下滑

从财务数据来看, 公司现金及现金等价物净增加额从2017年一季度就开始呈现负增长态势, 获现能力的快速下滑是房企预警的最早信号。2017年年报中各项指标全面恶化, 尤其是从2017年底现金类资产和现金短期债务比看, 中弘股份的资金链已经极其紧张了; 同时叠加盈利能力的持续恶化, 收购境外三家子公司亏损。

五洲国际(私募)

1. 企业概况

无锡五洲国际装饰城有限公司(以下简称“五洲国际”)是江苏省的一家外商独资企业, 为五洲国际控股有限公司(股票代码: 01369.HK, 以下简称“五洲控股”)的全资孙公司。五洲国际主营业务为商业地产项目的开发和运营, 分布区域较广。

2. 违约原因

电商冲击及行业政策收紧, 经营状况逐步恶化, 项目主要分布在四五线城市, 去化慢

电商持续发展及消费习惯的改变, 五洲国际主营的商贸城模式已经衰败, 2017年上半年净利润降至0.67亿元, 有较大幅度下滑, 2017年上半年扣非营业利润出现亏损。五洲国际项目主要分布于四五线城市(多位于牡丹江、龙口、保山、襄阳、宜兴、乐清等四五线城市), 商业项目自身去化较慢, 区域经济发展一般, 对商业项目支撑和消化能力不强。

项目投资大、回报周期长, 承债投资致使债务规模增加

五洲国际开发项目主要为商贸中心和商业综合体, 所需资金量较大, 回报周期长, 近年来五洲国际持续面

临投资支出压力；经营性净现金流对投资所需资金支持力度不够，债务规模持续增加。受2018年房地产融资收紧影响，五洲国际以债务支持主业发展及借新还旧的模式无以为继，资金链紧张。

控股股东已发生债务逾期，业绩表现较差，担保能力下降

2018年7月5日，五洲控股已发生债务违约；2018年8月10日，五洲控股逾期未偿还的贷款本金额和五洲国际接获债权人通知基于违反贷款协议项下的偿款责任而要求提前还款的本金额，两项本金额已增至人民币24.95亿元。从财务表现来看，控股股东自身收入下滑，盈利亏损，经营活动产生的现金流量净额持续为负，自身债务压力较大，偿债能力不足。

3. 违约信号

从五洲国际2015年至2017年6月的数据看，五洲国际的现金类资产先有所增加再大幅减少至较低水平，现金及现金等价物净增加额在2017年上半年大幅净流出为-12.77亿元；短期债务持续下降，长期债务大幅增加，2017年6月底现金短期债务比已降至0.31倍，处于很低水平。

华业资本

1. 企业概况

公司自2011年开始涉足其他行业，2015年全面实施去地产化策略，收购捷尔医疗；此后公司基本处于现金净流出状态，有无资产但无现金流；2018年突发伪造印章事件，百亿应收款诈骗案件市场哗然，公司自此遭遇

债务危机（见图3）。

2. 违约原因

投资的应收账款规模巨大，一定程度影响资产流动性

自公司并购捷尔医疗后，公司开始发展医疗产业供应链投资业务，大规模投资应收账款，同时公司还为参与投资的其他金融机构的37亿优先级进行了担保，整体看，公司在应收账款投资的风险敞口超过100亿。

负面消息爆发，投资的应收账款逾期，再融资难度加大

2018年7月以来，华业资本多笔应收账款发生逾期未收回情况，华业资本公告称投资的101.89亿元应收账款的转让方恒韵医药或涉嫌伪造印章，存在虚构与医院的应收账款债权交易的可能，引发市场对华业资本投资的应收账款真实性产生怀疑，由于公司投资的应收账款规模很大，发生大规模逾期无法收回问题，增加了公司再融资难度。

短期集中偿付压力较大，受限资产规模较大，资产可变现能力较为一般

除投资的应收账款外，公司的投资性房地产、存货等用于抵质押借款的规模较大，受限比例较高，资产可变现能力一般，同时受应收账款逾期事件影响，公司再融资难度加大，借新还旧已无可能，流动性风险爆发。

3. 违约信号

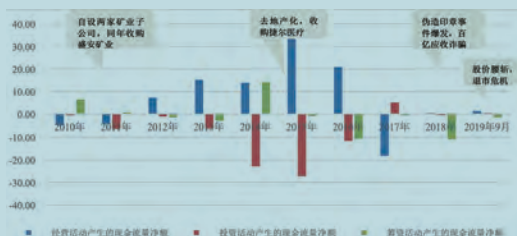
医疗投资业务和供应链金融业务规模大

公司于2015年收购重庆捷尔并大力发展医疗投资业务和供应链金融业务，从其财务报表中可看出，涉及应收账款债权投资的科目主要分为三个：可供出售金融资产、投资收益以及母公司其他应收款。

控股股东质押比例高

2018年4月24日，华业资本控股股东对持有公司股份质押比例为69.96%；2018年4月25日，华业发展继续质押，其质押比例增加至89.44%；2018年10月9日，华业发展持有股份占总股本的23.44%，质押比例为100%。

图3 华业资本发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级搜集整理

现金类资产规模小且逐年下降

2015—2018年，公司现金类资产规模小且持续下降，截至2018年9月底，现金类资产仅为1.53亿元，对短期债务覆盖程度持续下降，偿债能力差。

银亿股份

1. 企业概况

公司自2014年开始启动“汽车+地产”的多元化策略，2015年开始进行大量股权质押以应对2016年开始的大额海外汽车零部件企业收并购举动；但公司错过了地产的快速发展期，并在大额投入后迎来了汽车行业的快速下滑，并于2018年出现首亏，当年融资能力快速下滑，爆发债务违约危机（见图4）。

2. 违约原因

银亿股份错选战略转型时机，而“去地产”速度过快，主业切换缺少现金支持

2016—2017年，银亿股份先后完成收购美国ARC集团和比利时邦奇动力集团，但转型后汽车行业景气度大幅下滑。同时，银亿股份采取快速“去地产”的模式以求快速完成汽车行业布局，并自2014年起大幅缩小拿地规模，加之银亿股份存量项目开发缓慢，销售下滑。

控股股东银亿集团以“收购-定增股票装入上市公司-股权质押融资”模式大举收购资产

2016年起，控股股东银亿集团累计斥资121.17亿元收购境外汽车零部件制造企业。为筹资收购资产转型

汽车零部件制造行业，银亿集团自2016年起频繁将持有的银亿股份股权进行质押，2016—2018年，分别净增质押股份4.02亿股、15.38亿股和3.36亿股。

资金被银亿集团违规占用且大额分红加剧银亿股份流动性紧张

根据银亿股份2019年发布的公告，2018年，银亿集团（含关联方）多次违规占用银亿股份资金。同时，2018年6月，银亿股份现金分红28.19亿元，分别占2017年末货币资金和未分配利润的68.11%和46.21%。通过违规占用资金和大额现金分红，银亿集团将自身流动性紧张传导至银亿股份。

银亿集团股票质押遭平仓，银亿股份融资环境恶化，银亿股份出现违约

2018年12月，因银亿股份股票价格持续下跌，银亿集团股票质押遭强制平仓，控股股东流动性紧张致使银亿股份融资环境恶化。同时，银亿股份子公司1.80亿元银行借款到期无力偿还，且银亿集团及银亿股份均未履行担保责任。

3. 违约信号

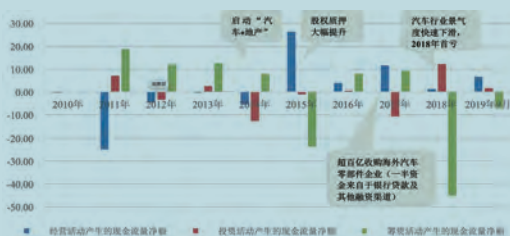
银亿集团频繁将持有银亿股份股权进行质押，质押比例处于很高水平

截至2018年6月底，银亿股份股权质押比例78.65%，股权质押已处于很高水平。银亿集团出资收购境外资产，然后通过股票定增方式将资产装入银亿股份，进而实现财务杠杆和资产的分离。银亿集团承担资产收购后的财务杠杆，但其频繁进行股权质押，凸显出自身流动性压力，而控股股东财务状况往往也会对公司产生重大影响。

银亿股份大额现金分红，流动性大幅下降

2018年6月，银亿股份现金分红28.18亿元，分别占2017年末货币资金和未分配利润的68.11%和46.21%，也超过2017年实现的净利润16.64亿元，其分红政策存在很大不合理性。当期大额现金分红大部分将流向实控人，其已暴露出实控人借此掏空上市公司的动机。

图4 银亿股份发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级搜集整理

新昌集团

1. 企业概况

公司自2011年开始确立了以商业综合体的模式进军内地房地产市场，首个项目为收购的铁岭项目，其后几年内斥资百亿元以上收购了6个地产项目，但除北京项目外均属于投资回报周期长且处于大规模投入未产生现金流的状态，高度依赖筹资活动；2016年以来核心的建筑业务利润也逐年下滑（见图5）。

2. 违约原因

公司投入数个项目进军内地房地产市场，但业态选择上以文旅、商业为主，且持续处于只投入不产出状态

2015年，新昌透过收购多个发展中物业项目及一项已落成持作投资的物业扩充其物业组合。除北京、广州两个商业项目外，公司发展中国内物业以文旅、商业为主，项目进展缓慢，面临投入大、回款慢的特点。

2015年大规模收购动作加重了公司债务负担，另一方面公司流动性持续较为紧张，账面资金不足，无法对短期债务形成覆盖

进军内地市场以及收购项目带来债务的显著上升和沉重的债务负担。wind数据显示，2015年至2017年间，公司净负债率从51.94%快速攀升至111.76%。另一方面，公司货币资金极度不足，难以支撑利息支出。

2011—2015年间公司持续面临股权之争，实控人先后易主，管理层人员动荡也对公司经营稳定性造成不利影响

2011年时任集团主席朱树豪因身体原因辞任，其子朱鼎健继任后，操盘过“上海新天地”的王英伟开始谋划上位第一大股东。2014年，在公司铁岭星悦南岸项目进展缓慢之际，朱鼎健通过引入天津物产集团有限公司使得王英伟成为第二大股东。

3. 违约信号

公司项目以文旅、商业为主，存在投入周期长、回款慢的特征，且早期项目因选址等原因进展缓慢，缺乏产出

公司投入数个项目进军内地房地产市场，但大部分项目都处于只投入不产出状态，仅北京商场项目出租率良好，其余项目仍处于发展中，且业态上以文旅、商业为主，存在回款慢的特征。

公司现金流表现不佳导致债务规模持续增长，且债务结构不合理、账面现金持续不足

公司筹资活动前净现金流持续表现为净流出，近年来公司债务规模快速增长，由2011年的18.22亿元逐年攀升至2017年的138.60亿元；而债务结构上一直以短期债务为主，短期债务占比均在50%以上；账面现金及现金等价物余额不足，对短期债务的保障倍数持续较低。

国购投资

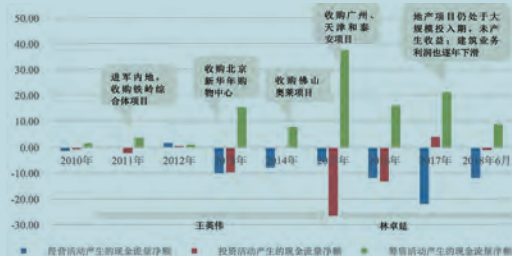
1. 企业概况

一方面，公司投资活动现金流持续多年呈现大规模流出状态，且明显偏爱加杠杆的资本市场运作以博取收益；另一方面，公司区域集中度高，在合肥市调控政策出台的情况下错误的预判了形势仍然多重加杠杆进行资本运作，公司于2018年10月出现资管计划逾期（见图6）。

2. 违约原因

公司项目区域集中度高，受区域调控政策影响大
2016年下半年以来，在“房住不炒”政策背景下，国家层面调控政策持续加码，合肥市出台了一系列限购限

图5 新昌集团发展历程及现金流情况回顾(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联合评级搜集整理

贷政策,由于公司业务布局以合肥市为主,区域商品房销售放缓对公司的经营与发展产生了不利影响。

公司项目布局以商业地产为主,商业地产存在开发周期长、投资规模大、去化速度慢等不利因素,现金回笼较慢

公司项目布局以商业地产为主,去化和回款速度面临较大不确定性。截至2017年底,公司可售项目(包含在建项目和已竣工项目)的总规划可售面积1027.00万平方米,剩余可售面积239.31万平方米,其中剩余可售面积较大的京商商贸城(143万平方米)业态以高层办公、底商为主,且区位较为偏远。

资本市场操作激进,且所收购公司主营业务与公司房地产主业无协同效应,却为公司带来较大资金压力;公司所持股票股权质押情况突出

公司所收购/举牌上市公司主营业务均与公司房地产主业无协同效益,却为公司带来较大资金压力;公司所持股票股权质押情况突出,也侧面显示出公司杠杆运用程度高、资金链紧。收购司尔特完成不久,公司所持有司尔特股份已全部处于质押状态。

宏观去杠杆导致公司融资渠道收缩,且公司债务负担较重,在融资环境收紧和债务在持续集中到期背景下资金链最终断裂

受“去杠杆”影响,部分金融机构采取只收不贷的策略,导致公司流动性非常紧张;同时公司融资结构中非标资金占比较高,2017年底以来,地产行业信

托融资规模增长有所放缓,非标资金来源受限。公司货币资金中较大部分用途受限,需用于项目工程建设等用途。

3. 违约信号

公司债务负担重,偿债能力指标表现持续较弱,流动性持续不充裕,EBITDA勉强覆盖利息支出,高度依赖借新还旧

短期偿债能力指标持续处于低位,流动性不充裕,现金类资产对短期债务覆盖度不足。从长期偿债能力看,公司债务负担重且财务紧绷,再融资空间受限,债务难以滚动。截至2017年底,公司因抵/质押等原因使用权受到限制的资产占总额的40.52%,受限比例高。

高成本非标融资占比偏高,显示出公司从银行等渠道获取资金难度较大,宏观去杠杆导致公司融资渠道收缩

融资结构中资产管理公司、信托公司占比高,资金成本高,且显示出公司从银行等渠道获取资金难度较大。截至2017年底,公司金融机构共计210亿元的授信额度(其中华融资产49.68亿元、东方资产50亿元、中航信托50亿元),剩余授信额度为54亿元(其中东方资产42.5亿元)。

2018年8月公司连续发行小额债券,侧面显示公司债券销售难度较大且资金较为紧张,或亦构成预警信号

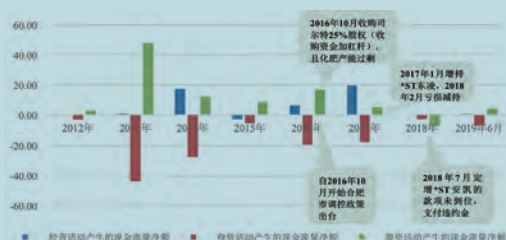
2018年公司连续发行4期公司债券但额度均较小,其中8月连续发行2笔规模分别为1.12亿元和1.00亿元债券,侧面显示公司债券销售难度较大且资金较为紧张;同时2018年公司债券多次发生成交异动,显示出投资者、资金提供方的疑虑。

三盛宏业

1. 企业概况

自2016年开始公司制定多元化战略进入大数据、管理咨询等领域;2017年开始房地产市场全面调控,主业承压,但子公司造血能力不足,无法支持主业;同时,公

图6 国购投资发展历程及现金流情况回顾(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合评级搜集整理

司连续多年筹资前现金流为负，高度依赖外部融资，公司盲目多元化导致大量举债，甚至向员工发理财产品，在融资收紧、主业承压、非主业无法反哺的情况下，公司迎来了债务危机（见图7）。

2. 违约原因

连续并购、盲目多元化，流动性压力较大

三盛宏业进行多元化转型，行业跨度较广，同时进入7个新领域，除大数据、数字化营销、客户管理领域外，公司也涉足科创及大数据、海洋投资、金融投资、城市建设、文旅健康、特色小镇等领域等多个行业，公司投资主要依靠负债进行。

主业盈利能力不强、副业造血能力不足

受房地产市场调控影响，三盛宏业主业承压，但副业尚处于投资阶段，自身造血能力不足，无法对主业提供支撑导致三盛宏业业绩一直呈现出收入增长但利润下降的现象，净利润出现连年下滑，2019年上半年出现亏损，归母净利润为-6.75亿元，同比下降890.62%。

高息借债投资，负债高企，结构失衡

2016—2019年，其在上交所共发行债券9次，涉及资金达到93.8亿元，发行利率在7%~8.4%之间，2017年以来，三盛宏业开始向员工发理财产品。信托融资方面，三盛宏业的合作方包括大业信托、爱建信托、光大信托、中诚信托和华澳信托等，成本普遍也高于8%。

3. 违约信号

流动性压力持续增加

三盛宏业从2017年以来，一直在向员工发行定向理财产品。三盛宏业前后多期理财产品涉及资金达8亿元。公司于2016年转型并加大对外投资力度，同时公司主业产生现金流无法覆盖副业投资及后续发展，对外投资及发展副业主要依靠融资，造成流动性紧张。

子公司股权质押比例高

截至2019年7月31日，三盛宏业持有中昌数据股份约1.2251亿股，占中昌数据总股本26.83%。三盛宏业累计质押其持有的中昌数据股份1.2246亿股，占其持股总

数的99.96%，几乎全部质押。

泰禾集团

1. 企业概况

一方面，泰禾集团自2011年以来，以持续加杠杆（信托等非银融资占比逐年加大）的方式加速发展扩大规模，经营活动现金流持续多年呈现大规模流出状态；另一方面，泰禾集团在获取土地时，逐年加大了收并购方式获取项目的比例，采取收并购获取的项目成本上具备一定的优势，但却存在较多表外债务以及管理隐患等风险。

2. 违约原因

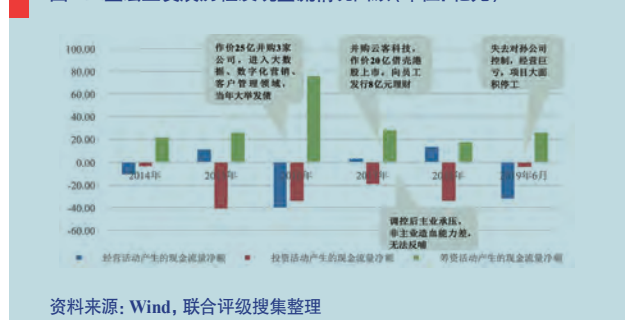
泰禾集团项目主要位于一二线核心城市且泰禾集团住宅以中高端为主，受区域调控政策影响大

2016年下半年以来，在“房住不炒”政策背景下，国家层面调控政策持续加码，由于泰禾集团业务布局以北京、福建以及其他一二线城市为主，且泰禾集团产品以中高端住宅为主，受到区域房地产市场调控政策影响较大，泰禾集团内生现金流受到明显冲击。

泰禾集团采取收并购的方式加速扩张，或有负债风险较大

2016年下半年前，泰禾集团土地获取方式主要为直接参与土地竞拍，此后为降低成本同时加速扩张，泰禾集团减少了在公开市场拿地，加大了项目并购力度。但收并购项目流程复杂，项目周期长且或有负债风险较大。

图7 三盛宏业发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



泰禾集团高级管理人员频繁变动, 对其经营的稳定性产生不利影响

2018年以来, 泰禾集团高级管理人员频繁变更。

宏观去杠杆导致泰禾集团融资渠道收缩, 且泰禾集团债务负担较重, 在融资环境收紧和债务在持续集中到期背景下资金链最终断裂

2018年以来, 部分金融机构采取只收不贷的策略, 导致泰禾集团流动性非常紧张; 同时泰禾集团融资结构中非标资金占比较高, 2017年底以来, 伴随银监会规范银信业务以及资管新规的出台, 地产行业信托融资规模增长有所放缓, 非标资金来源受限。

3. 违约信号

泰禾集团销售回款率持续处于较低水平, 销售现金回笼较差

泰禾集团项目以中高端住宅为主, 且主要集中在政策调控城市, 受政策调控及自身销售影响, 签约销售回款率一直处于很低水平。

泰禾集团债务负担重, 偿债能力指标表现持续较弱, 流动性持续不充裕, EBITDA无法覆盖利息支出, 高度依赖借新还旧

短期偿债能力指标持续处于低位, 流动性不充裕, 现金类资产对短期债务覆盖度不足。从长期偿债能力看, 泰禾集团债务负担重且财务紧绷, 再融资空间受限, 债务难以滚动。截至2019年底, 泰禾集团因抵/质押等原因使用权受到限制的资产共807.11亿元, 占资产总额的35.98, 受限比例高, 进一步融资空间受制约。

高成本非标融资占比偏高, 显示出泰禾集团从银行等渠道获取资金难度较大, 宏观去杠杆导致泰禾集团融资渠道收缩

融资结构中资产管理公司、信托公司占比高, 资金成本高, 且显示出泰禾集团从银行等渠道获取资金难度较大, 去杠杆、规范银信业务以及资管新规的出台背景下泰禾集团融资渠道进一步收缩。

多次诉讼事件, 反映出合作项目流程复杂, 不可控

因素较多, 或有负债风险大。

2018年至今多次涉诉。

影响房企违约的主要因素分析

定性分析

目前涉及违约的房企以中小型企业为主, 且多在业务扩张或内部管理或业务模式选择上存在一定的问题; 同时, 行业违约也逐步呈现出从非典型向典型房企过渡的特征。影响房企违约的共性定性因素具体情况如下:

一是公司治理的完善性及管理层的独立性欠缺, 实际控制人风格激进、治理结构失衡;

二是控股股东流动性紧张, 进而对公司股权质押甚至强制分红的多米诺骨牌效应突出;

三是通过过于激进的扩张并购/举债收购方式实现公司的多元化/业务转型往往加速了风险积累;

四是商业地产与住宅地产产品结构失衡或产品定位失衡, 现金流难以实现自身平衡, 易受外部环境冲击影响;

五是业务规模偏小、区域集中度高, 往往伴有融资渠道窄、融资成本高、易受区域调控政策影响的特点;

六是从财务杠杆来看, 往往债务负担重, 同时债务结构失衡、现金短期债务比快速下滑; 同时伴有现金流急剧恶化的情况。

定量分析

从违约房企的量化分析结果来看, 影响房企违约的共性指标具体情况如下。

1. 提前一年预警情境下, 违约与非违约房企样本存在显著性差异的财务指标为: 现金类资产短期债务比、货币资金/全部债务和核心可变现资产全部债务比

我们对2018年违约房企和非违约房企进行了财务指标显著性分析, 基础数据来自各企业2017年的年报数据。检验的指标共71个, 检验方法采用Spearman相关系数检验, 显著性水平设置为0.05。

结果显示, 违约房企和非违约房企有7个财务指标在违约前一年存在显著性差异: 现金类资产短期债务比、货币资金/全部债务、应收账款周转率、期间费用率、固定支出保障倍数、销售债权周转次数、核心可变现资产全部债务比(见表2)。

进一步, 我们对2019年之后违约房企和非违约房企进行了财务指标显著性分析, 基础数据来自各企业2018年的年报数据。方法同上。结果显示, 违约房企和非违约房企有15个财务指标在违约前一年存在显著性差异(见表3)。

2. 提前两年预警情境下, 违约与非违约企业间在2个财务指标上存在显著性差异: 货币资金/全部债务、核心可变现资产全部债务比

我们基于2018年违约房企和非违约房企2016年年报数据进行财务指标显著性分析, 方法同上。结果显示, 违约样本和非违约样本均在4个指标上存在显著性差异: 现金收入比、现金类资产短期债务比、货币资金/全部债务、核心可变现资产全部债务比(见表4)。

进一步, 我们基于2019年之后违约房企和非违约房企2017年年报数据进行财务指标显著性分析, 方法同上。结果显示, 违约样本和非违约样本均在4个共同指标上存在显著性差异(见表5)。

综上, 提前一年和两年预警情境下, 对违约与非违约房企样本均存在显著性差异的财务指标为: 货币

表2 2018年违约房企和非违约房企存在显著性差异的财务指标(2017年年报数据)

财务指标	显著相关
现金类资产短期债务比	-.155**
货币资金/全部债务	-.147*
应收账款周转率	-.120*
期间费用率	.151*
固定支出保障倍数	-.118*
销售债权周转次数	-.126*
核心可变现资产全部债务比	-.205**

注: **.表示在 0.01 级别(双尾), 相关性显著; *.表示在 0.05 级别(双尾), 相关性显著
数据来源: 联合评级整理

资金/全部债务和核心可变现资产全部债务比; 同时也建议适当关注现金类资产短期债务比和净负债率两个指标。

表3 2019年之后违约房企和非违约房企存在显著性差异的财务指标(2018年年报数据)

财务指标	显著相关
毛利率	-.127*
总资产收益率	-.148*
现金类资产短期债务比	-.157*
货币资金/全部债务	-.168**
FFO/全部债务	-.139*
RCF/全部债务	-.168**
RCF/净债务	-.123*
调整后RCF/全部债务	-.149*
全部债务/EBITDA	.165**
净债务/EBITDA	.179**
固定资产周转率	-.130*
调整后毛利率	-.139*
EBITDA全部债务比	-.159*
核心可变现资产全部债务比	-.178**
净负债率	.147*

注: **.表示在 0.01 级别(双尾), 相关性显著; *.表示在 0.05 级别(双尾), 相关性显著
数据来源: 联合评级整理

表4 2018年违约房企和非违约房企存在显著性差异的财务指标(2016年年报数据)

财务指标	相关系数
现金收入比	-.131*
现金类资产短期债务比	-.146*
货币资金/全部债务	-.123*
核心可变现资产全部债务比	-.135*

注: **.表示在 0.01 级别(双尾), 相关性显著; *.表示在 0.05 级别(双尾), 相关性显著
数据来源: 联合评级整理

表5 2019年之后违约房企和非违约房企存在显著性差异的财务指标(2017年年报数据)

财务指标	相关系数
货币资金/全部债务	-.153*
净债务/EBITDA	.137*
核心可变现资产全部债务比	-.162**
净负债率	.119*

注: **.表示在 0.01 级别(双尾), 相关性显著; *.表示在 0.05 级别(双尾), 相关性显著
数据来源: 联合评级整理

建筑施工行业2020年二季度观察

疫情防控显效行业加速回暖

文 | 联合资信评估股份有限公司 联合信用评级有限公司 张婷婷 王中天 高志杰

一、行业相关政策

2020年上半年,在“新冠”疫情的特殊形势下,建筑行业相关政策主要以为企业减负和规范行业管理为两大基调,助力建筑业回暖并实现良好发展。

2020年一季度,面对新冠疫情的严峻形势,建筑行业的相关政策主要以做好疫情防控工作的前提下有序推动企业复工复产工作及降低企业成本费用、减轻企业负担为主。2020年二季度,在建筑业逐步回暖的同时,行业政策导向除了降低建筑施工企业负担外,进一步对建筑业

资质框架、建筑业细分领域应用规程和评价标准进行完善,有利于建筑业向规范化和标准化方向发展的同时,提升建筑行业运行效率。整体看,2020年上半年,在“新冠”疫情的背景下,建筑行业相关政策以为企业减负和规范行业管理为两大基调,推动建筑业良好发展(见表1)。

二、建筑业发展状况

2020年一季度建筑业受疫情冲击较大,进入二季度,随着疫情逐步得到控制以及一系列稳投资促增长政

表1 2020年上半年建筑业相关政策和动态

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年1月	中国建筑业协会	关于发布建筑劳务管理标准的公告	加强建筑业企业劳务用工实名制管理、劳务用工合同管理、劳务用工培训管理、劳务分包管理、劳务施工过程管理、劳务纠纷管理等
2020年1月	住房和城乡建设部	关于修改建筑业企业资质管理规定和资质标准实施意见的通知	香港服务提供者和澳门服务提供者申请设立建筑业企业时,其在香港、澳门和内地的业绩可共同作为评定其在内地设立的建筑业企业资质的依据。管理和技术人员数量应以其在内地设立的建筑业企业的实际人员数量为资质评定依据
2020年2月	住房和城乡建设部	关于加强新冠肺炎疫情防控有序推动企业复工复产工作的通知	涉及疫情防控、民生保障及其他重要国计民生的工程项目应优先开复工,加快推动重大工程项目开工和建设;严格落实涉企收费清单制度,坚决制止各类乱收费、乱罚款和乱摊派等行为,切实降低企业成本费用
2020年3月	中国建筑业协会	墙体饰面砂浆应用技术规程(征求意见稿)	对墙体饰面砂浆应用技术从材料、设计到施工做出具体要求,施工准备、施工要点、质量验收等作出详细规定
2020年3月	中国建筑业协会	装配式混凝土结构全产业链资源消耗效益评价标准(征求意见稿)	对装配式混凝土结构全产业链相关的资源消耗、能源消耗及劳动力消耗等事项制定了详细的打分和评价标准
2020年3月	国家税务总局	支持疫情防控和经济社会发展税费优惠政策指引	支持复工复产,受疫情影响较大的困难行业企业2020年度发生的亏损最长结转年限延长至8年;阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费;阶段性减征职工基本医疗保险单位缴费等
2020年3月	住房和城乡建设部	关于加强新冠肺炎疫情防控期间房屋市政工程复工复产质量安全工作的通知	要求各地要认真贯彻落实关于统筹推进疫情防控和经济社会发展的重要指示精神,精准做好疫情防控和质量安全监管工作,有序推动工程复工复产,保障工程质量安全等
2020年4月	住房和城乡建设部	关于落实新冠肺炎疫情防控期间暂缓缴存农民工工资保证金政策等有关事项的通知	严格落实农民工工资保证金差异化存储办法,对一定时期内未发生拖欠工资的施工企业,依法依规实行减免措施,切实减轻工资支付记录良好企业的资金压力;鼓励使用银行类金融机构出具的银行保函替代现金农民工工资保证金等
2020年5月	住房和城乡建设部	政府购买监理巡查服务试点方案(征求意见稿)	以建筑业供给侧结构性改革为主线,以依法监理、高效服务为原则,以政府购买监理巡查服务为切入点,聚焦工程质量安全,创新工程监理机制,提高工程风险防控能力,进一步提升房屋建筑、市政基础设施工程品质

2020年5月	中国建筑业协会	全过程工程咨询服务管理标准(征求意见稿)	对全过程工程咨询服务覆盖的建设项目全生命周期,包括人、财、机、材料等核心资源调度,以满足成本、质量、安全、环境等项目目标
2020年6月	住房和城乡建设部	关于下达2020年中央财政农村危房改造补助资金预算的通知	根据各省(自治区、直辖市)建档立卡贫困户、低保户、农村分散供养特困人员、贫困残疾人家庭(以下简称4类重点对象)危房改造、地震高烈度设防地区农房抗震改造等农村基本住房保障需求、财力情况、工作绩效、政策支持等因素,下达2020年农村危房改造补助资金预算
2020年7月	住房和城乡建设部	建设工程企业资质标准框架(征求意见稿)	除综合资质外,全部下放至省级及以下有关主管部门审批(其中,涉及公路、水运、水利、通信、铁路、民航等资质的审批权限由住房和城乡建设部会同国务院有关部门确定),进一步压减审批环节,提高审批效率
2020年7月	住房和城乡建设部	关于印发工程造价改革工作方案的通知	通过改进工程量和计价规则、完善工程计价依据发布机制、加强工程造价数据积累、强化建设单位造价管控责任、严格施工合同履行管理等措施,推行清单计量、市场询价、自主报价、竞争定价的工程计价方式,进一步完善工程造价市场形成机制
2020年7月	住房和城乡建设部	关于房地产开发企业一级资质有效期延期等有关事项的通知	结合常态化疫情防控要求和推进房地产开发企业资质“全程网办”工作安排,由住房和城乡建设部核发的房地产开发企业一级资质有效期于2019年11月1日至2020年9月29日期满的,统一延期至2020年9月30日,资质证书无需换发

资料来源:联合资信根据公开资料整理

策的发力,建筑业复苏态势明显,带动上半年建筑业产值基本恢复到上年同期水平。随着疫情形势持续向好以及赶工节奏的加快,全年来看建筑业有望保持增长态势。

2020年1—6月,全国建筑业实现总产值100840.12亿元,同比下降0.80%,增速同比下降8.00个百分点。其中2020年一季度,建筑业总产值同比下降16.00%,创历史新低;二季度建筑业实现总产值64923.53亿元,同比增长10.31%,行业明显回暖。2020年二季度,建筑业增加值对国民生产总值的贡献度达到8.50%,比重较一季度的5.11%提升较明显,2020年上半年,建筑业对国民生产总值的贡献度为6.97%。

从劳动力市场看,截至2020年二季度末,建筑业从业人数为4120.90万人,较上年同期下降4.38%,但降幅较2020年一季度末的14.66%明显收窄;环比一季度末增

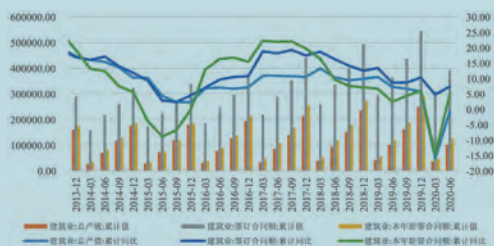
长24.02%,回暖趋势明显。

从合同签订情况看,全国建筑业2020年上半年累计新签订单12.60万亿元,新签合同额累计同比增长4.73%,增速较上年同期增加2.25个百分点。其中,在2020年一季度新签合同额达到同比下降14.76%的谷底之后,二季度,新签合同额触底反弹,累计新签订单7.89万亿元,同比增长21.25%,增速较上年同期增长22.06个百分点。截至2020年6月底,全国建筑业签订合同总额39.09万亿元,累计同比增长7.39%(见图1)。

从新开工面积看,2020年一季度,建筑业新开工面积同比下降23.88%;二季度,建筑业新开工面积同比增长10.59%。2020年上半年,建筑业新开工面积合计222615.77万平方米,同比下降5.35%,但降幅较2020年一季度回升18.53个百分点。整体看,二季度随着建筑业复工复产力度的加大,建筑业出现明显复苏迹象。

受疫情冲击,2020年2月,建筑业PMI、新订单指数及业务活动预期指数均降至历史最低值,分别为26.60%、23.80%及41.80%。2020年3月,随着复工复产节奏的加快,建筑施工企业生产经营情况较2020年2月有明显改善。其中,建筑业PMI为55.10%,较2月回升28.5个百分点;新订单指数为48.40%,较2月回升24.6个百分点;业务活动预期为59.90%,较2月回升18.1个百分点,建筑业生产加快恢复。2020年4月以来,建筑施工企业生

图1 2013年以来建筑业总产值及新签合同额情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind

产经营情况持续稳步改善,截至2020年7月底,上述三项指标分别为60.50%、54.60%及66.30%,均重回荣枯线上方(见图2)。

整体看,进入二季度,随着疫情逐步得到控制以及一系列稳投资促增长政策的发力,建筑业复苏态势明显,带动上半年建筑业产值基本恢复到上年同期水平。随着疫情防控形势持续向好以及赶工节奏的加快,全年来看建筑业有望保持增长态势。

三、下游行业发展状况

基础设施建设与房地产行业作为建筑业下游主要行业,其需求、投资、施工等情况对建筑业影响明显。本文通过采用相关系数分析来研究基础设施建设投资和房地产开发投资额分别与建筑业总产值之间的关联性,如图3所示:建筑业总产值与基础设施建设投资额相关系数为0.98,建筑业总产值与房地产开发投资额相关系数为0.97。

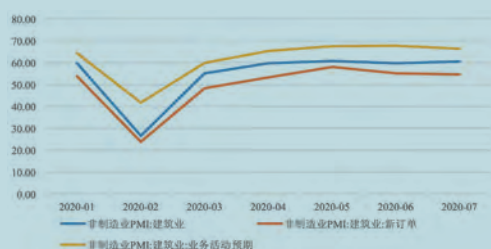
2020年一季度房地产行业部分指标出现不同程度下滑,二季度开始“新冠”肺炎疫情防控和经济社会发展工作成效凸显,房地产投资表现强劲。整体来看,上半年房地产投资处于持续修复状态。

2020年一季度,房地产行业各项指标同比呈现不同程度下滑,房地产开发投资同比下降7.70%,商品房销售面积同比下降26.30%,房屋新开工面积同比下降

27.20%,竣工面积同比下降15.80%。二季度,房地产投资触底回升,房地产开发投资同比增长7.96%,环比增长85.85%;商品房销售面积同比增长3.20%,环比增长115.78%;房屋新开工面积同比增长3.82%,环比增长145.84%。2020年1—6月,全国完成房地产开发投资62780.21亿元,同比增长1.90%,累计投资增速由负转正;销售方面,2020年上半年,全国商品房销售面积69403.68万平方米,同比下降8.40%,降幅比2020年1—5月收窄3.90个百分点;施工方面,2020年1—6月,全国房屋新开工面积97536.43万平方米,同比下降7.60%,降幅比2020年1—5月收窄5.20个百分点;竣工面积29029.81万平方米,同比下降10.50%,降幅比2020年1—5月收窄0.80个百分点。总体看,受疫情影响,2020年一季度房地产行业部分指标大幅下滑,二季度开始“新冠”肺炎疫情防控和经济社会发展工作成效凸显,房地产投资表现强劲,整体上半年房地产投资处于持续修复状态(见图4)。

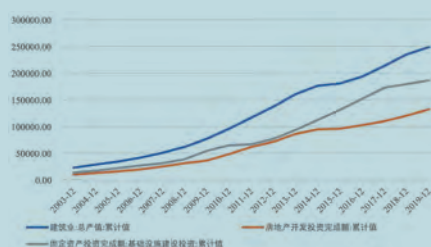
政策方面,二季度房地产投资快速恢复的背后是各地政府在“房住不炒”定位下更加灵活的因城施策,以及宽信用政策下房企资金面好转。政策端,各地政府政策的重心在于供给端,主要包含允许延期缴纳土地出让金、延长开竣工期限、降低预售条件、下调资金监管要求、增加信贷额度、加快经营性用地出让等,其中,大部分城市对房企拿地缴纳出让金的时限适度放宽,如上海、杭州、南京、无锡、成都等,缓解了房企拿地的资金压力;需求端以人才引进为主,例如4月份,沈阳、南京、

图2 2020年1—7月建筑业PMI(单位: %)



资料来源: 国家统计局

图3 建筑业总产值与基础设施建设、房地产投资额相关性指标(单位: 亿元、%)



资料来源: 国家统计局

重庆、南昌、无锡、中山等地出台优化人才政策，加大人才住房保障。资金端，在上半年货币宽松的环境下，房企资金面明显好转，在1—6月房地产开发资金累计同比降幅快速收窄至-1.90%，降幅较一季度收窄11.9个百分点，企业融资规模基本恢复至上年同期水平。下半年在经济持续恢复、企业经营改善的情况下，货币政策大概率将边际收紧，同时考虑房地产政策仍保持定力，房地产投资难以恢复高增长状态，但预计不会脱离投资持续修复的主旋律。

2020年一季度，受“新冠”肺炎疫情影响，全国基建投资增速大幅下降；但随着第二季度疫情形势持续向好，同时在基建支持政策持续加码以及投资项目建设力度进一步加大的双重作用下，各领域基建投资回升态势凸显。

2020年初，“新冠”肺炎疫情爆发以来，基建支持政策持续加码以及投资项目建设力度进一步加大，2020年1—6月，全国基础设施建设投资累计同比下降2.7%，其中一季度基建投资同比下降19.7%，二季度基建投资同比增长5.97%（见图5）。基建投资在二季度实现“V”字”反转主要是由于政策资金的带动，2020年安排新增专项债券3.75万亿，比上年增长74.4%，同时放宽专项债券作为资本金的范围，截至2020年7月14日，全国各地发行新增专项债券2.24万亿，新增专项债券资金已支出1.9万亿元、占发行额的85.00%，资金面边际宽松有力带动了基建投资的增长。从细分领域来看，2020年1—6月，水

利、环境和公共设施管理业投资同比下降4.90%，增速同比回落7.40个百分点，降幅较2020年1—3月收窄19.50个百分点；道路运输业投资同比增长0.80%，增速同比回落7.30个百分点，增速较2020年1—3月的-17.50%由负转正；铁路运输业投资同比增长2.60%，增速同比回落11.50个百分点，较2020年1—3月的-28.60%由负转正。

2020年上半年以来，为对冲疫情冲击，信用环境宽松，资金面流动性充裕，城投企业融资规模增速较快，金融杠杆对基建投资贡献较大。同时，中央“一号文”提出加强现代农业水利等基础设施建设、国常会多次强调要加快5G基站等新型基础设施建设进度、以及支持专项债投向基建领域等政策发力，助推地方政府投资意愿和能力回升。下半年基建投资仍是“逆周期调节”关键力量，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。随着一系列政策组合对基建投资拉动作用的逐步显现，下半年基建投资持续改善可期。

综上所述，随着二季度以来房地产行业与基建行业的回暖，建筑业抬头趋势明显。下半年基建和房地产投资仍将是提振经济的重要抓手，受此影响建筑业仍有望保持较快增长。

四、建筑施工企业债券发行情况

受市场资金面整体较为宽松影响，2020年二季度，建筑施工企业发债数量及发行金额同比及环比均大幅

图4 2013年6月至2020年6月房地产投资、开工及销售情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

图5 2015年至2020年6月固定资产投资（分行业）累计同比情况（单位：%）



资料来源：国家统计局

增长，一般中期票据发行期数及规模增幅明显；从交易场所看，银行间债券在发行期数及规模方面领先于交易所债券且差距继续扩大；从发行主体级别看，高等级主体备受资金青睐且发行主体继续向高等级集中；从企业性质看，中央国有企业明显领先其他所有制企业，且优势逐渐扩大。

发债数量及金额大幅增长且一般中期票据增幅较大。从债券发行品种看（见表2），2020年二季度，建筑施工企业共发行各类债券90期，同比增长76.47%，环比增长40.63%；共发行各类债券规模1138.75亿元，同比增长101.12%，环比增长70.22%。除私募债外，其它债务融资工具在发行数量和发行金额均有所增长；其中，一般中期票据共发行411.00亿元，同比增长167.93%，环比增长444.37%，增幅较大。

银行间市场债券发行领先于交易所市场且差距继续扩大。从交易场所看，2020年二季度，建筑施工企业共发行银行间市场债券69期，同比增长102.94%，环比

增长50.00%；银行间债券发行规模911.80亿元，同比增长193.28%，环比增长90.16%；其中，银行间债券发行规模占同期发行总规模80.07%，占比较上年同期提高25.16个百分点（见表3）。

高等级主体备受资金青睐且发行主体继续向高等级集中。从发行主体级别看，2020年二季度，建筑施工企业AAA级主体共发行债券58期，同比增长190.00%，环比增长93.33%；AAA级主体债券发行规模948.00亿元，同比增长164.44%，环比增长103.00%。2020年二季度，建筑施工企业AAA级主体债券发行规模占同期总发行规模83.25%，同比提高19.93个百分点，环比提高13.44个百分点（见表4），建筑施工企业债券发行继续向高等级主体集中。

中央国有企业明显领先其他所有制企业且优势逐渐扩大。从企业性质看，2020年二季度，建筑施工企业中新发债主体49家，同比增长63.33%；其中，中央国有企业23家，占比46.94%，同比提高13.61个百分点，环比提

表2 2020年二季度建筑施工企业发债品种同比及环比情况（单位：期、亿元、%）

债券种类	2019年二季度			2020年一季度			2020年二季度			规模同比增幅	规模环比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
一般中期票据	15	153.40	27.09	10	75.50	11.29	25	411.00	36.09	167.93	444.37
超短期融资债券	15	138.50	24.46	28	335.50	50.15	34	391.80	34.41	182.89	16.78
一般短期融资券	2	9.00	1.59	4	30.00	4.48	4	66.00	5.80	633.33	120.00
私募债	8	90.30	15.95	5	43.50	6.50	2	11.15	0.98	-87.65	-74.37
一般公司债	9	165.00	29.14	11	121.00	18.09	16	187.80	16.49	13.82	55.21
一般企业债	0	0.00	0.00	4	50.00	7.47	6	56.00	4.92	--	12.00
定向工具	2	10.00	1.77	2	13.50	2.02	3	15.00	1.32	50.00	11.11
合计	51	566.20	100.00	64	669.00	100.00	90	1138.75	100.00	101.12	70.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表3 2020年二季度建筑施工企业在不同交易场所债券发行同比及环比情况（单位：期、亿元、%）

交易场所	2019年二季度			2020年一季度			2020年二季度			规模同比增幅	规模环比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
银行间	34	310.90	54.91	46	479.50	71.67	69	911.80	80.07	193.28	90.16
交易所	17	255.30	45.09	18	189.50	28.33	21	226.95	19.93	-11.10	19.76
上海	15	241.50	42.65	13	147.50	22.05	16	193.80	17.02	-19.75	31.39
深圳	2	13.80	2.44	5	42.00	6.28	5	33.15	2.91	140.22	-21.07
合计	51	566.20	100.00	64	669.00	100.00	90	1138.75	100.00	101.12	70.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表4 2020年二季度建筑施工企业不同主体级别债券发行同比及环比情况（单位：期、亿元、%）

主体级别	2019年二季度			2020年一季度			2020年二季度			规模同比增幅	规模环比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
AAA	20	358.50	63.32	30	467.00	69.81	58	948.00	83.25	164.44	103.00
AA+	17	117.80	20.81	24	161.00	24.07	22	155.60	13.66	32.09	-3.35
AA	13	87.40	15.44	10	41.00	6.13	9	34.00	2.99	-61.10	-17.07
AA-	1	2.50	0.44	0	0.00	0.00	1	1.15	0.10	-54.00	--
合计	51	566.20	100.00	64	669.00	100.00	90	1138.75	100.00	101.12	70.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表5 2020年二季度建筑施工企业不同企业性质债券发行同比及环比情况（单位：期、亿元、%、家）

企业性质	2019年二季度				2020年一季度				2020年二季度				规模同比增幅	规模环比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	期数	规模	规模占比	期数	期数	规模	规模占比	期数		
中央国有企业	22	353.00	62.35	10	26	374.00	55.90	16	51	858.80	75.42	23	143.29	129.63
地方国有企业	23	161.90	28.59	15	32	265.00	39.61	22	33	254	22.31	20	56.89	-4.15
民营企业	6	51.30	9.06	5	6	30.00	4.48	4	6	25.95	2.28	6	-49.42	-13.50
合计	51	566.20	100.00	30	64	669.00	100.00	42	90	1138.75	100.00	49	101.12	70.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

高43.75个百分点；中央国有企业共发行债券51期，同比增长131.82%，环比增长96.15%，发行规模858.80亿元，同比增长143.29%，环比增长129.63%。2020年二季度，中央国有企业发行规模占总规模75.42%，同比提高13.07个百分点，环比提高19.52%（见表5）。

五、发行债券利率和利差分析

2020年二季度，货币政策执行表现出明显的稳健、灵活和适度的特点，市场流动性合理充裕。随着经济增长的好转，2020年下半年或将加速回归常态。

2020年二季度伊始，央行货币政策逆周期调节力度仍大，灵活运用降准、降息等常规货币政策，以及一些特殊的、阶段性的货币政策工具，鼓励商业银行扩大信贷投放，推动公司发行信用类债券融资，为企业提供流动性支持，为经济恢复创造宽松的货币金融环境。2020年4月7日起，金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，鼓励商业银行加大实体经济信贷投放力度。2020年4月15日，央行开展中期借贷便利（MLF），中标利率2.95%，较此前下调20个基点（BP），

引导LPR下行，降低实体经济融资成本。央行对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行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，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.50个百分点，有效增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源。2020年4月20日，1年期LPR为3.85%，较3月的4.05%大幅下调20个基点，创下上年8月以来的最大单次降幅，5年期以上LPR为4.65%，较3月的4.75%下降10个基点，同样创下上年8月启动LPR改革以来的最大单次降幅。

随着经济增长的好转，货币政策边际收紧的信号似乎显现，其后央行主要通过公开市场操作来调节资金面，保持市场流动性合理充裕。2020年7月10日，央行举办的新闻发布会上表示货币政策的立场仍然是稳健的，货币政策更加灵活适度，“现在更加强调适度这两个字”，同时表示“下半年经济恢复正常，进入了一个更加常态的状态”。

2020年二季度，信用等级对信用风险仍表现出较好的区分度。受益于债券市场资金面宽松以及新发行债券主体信用等级呈现向高级别集中趋势，主要债券发行品

种的发行利率均值和利差均值水平均呈下行态势。

2020年二季度, 建筑业发行主体信用等级与发行利率均值、利差均值基本仍呈负向关系, 即债券信用等级越高, 发行利率均值、利差均值越低 (见表6), 信用等级对信用风险仍表现出较好的区分度。

受益于债券市场资金面宽松以及新发行债券主体信用等级呈现向高级别集中趋势, 主要债券发行品种 (超短期融资券、公司债和中期票据) 的发行利率均值和利差均值水平均呈下行态势。一般短期融资券和企业债的发行利率均值或利差均值水平环比有所上升主要系投资者偏好以及样本数量较少带来的差异所致。

超短期融资券样本中, AAA级与AA+级的级差进一步走扩, AA+级与AA级的级差大幅收窄, AAA级与AA+级的级差开始高于AA+级与AA级的级差, 主要系

发行期限差异以及投资者对不同企业的信用风险溢价要求有所分化等因素所致。

六、级别调整情况

2020年二季度建筑业公募债券市场信用等级调整以调升为主, 涉及主体多为地方国有企业及央企, 但评级稳定性尚可。

2020年二季度, 建筑业公募债券市场上共有5家发行主体信用等级发生调整。其中, 信用等级被调升的有4家, 调升率为2.12%; 信用等级被调降的有1家, 调降率为0.53%。在信用等级调升的企业中, 3家企业主体级别由AA+上调为AAA, 1家企业主体级别由AA上调为AA+。在信用等级调降的企业中, 1家企业主体级别由AA下调为

表6 2020年上半年建筑业发行主体主要券种发行利率及发行利差统计

项目			2020年二季度					2020年一季度				
期限类型	债券类型	信用等级	样本数量	发行利率(%)		发行利差(BP%)		样本数量	发行利率(%)		发行利差(BP%)	
				区间	均值	均值	级差		区间	均值	均值	级差
短期	超短期融资债券	小计	34	1.30~5.90	2.25	52.44	--	28	1.50~6.00	3.14	128.62	--
		AAA	22	1.30~3.19	1.85	15.59	--	14	1.50~2.95	2.35	46.94	--
		AA+	7	2.00~4.20	2.46	96.85	81.25	9	2.20~4.50	3.04	115.28	68.34
		AA	5	2.13~5.90	3.71	152.38	55.53	5	4.90~6.00	5.52	381.36	266.09
	一般短期融资券	小计	4	1.80~4.00	2.77	79.81	--	4	2.64~2.83	2.73	63.28	--
		AAA	3	1.80~4.00	2.93	94.16	--	1	2.64~2.64	2.64	-20.88	--
		AA+	1	2.30~2.30	2.30	36.76	-57.40	3	2.65~2.83	2.75	91.33	112.21
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
中长期	一般公司债	小计	16	2.50~7.00	3.62	162.65	--	11	3.04~7.40	4.36	232.87	--
		AAA	10	2.50~3.99	3.34	136.48	--	6	3.04~3.87	3.41	102.10	--
		AA+	5	3.04~4.45	3.49	139.27	2.80	5	3.28~7.40	5.50	389.79	287.69
		AA	1	7.00~7.00	7.00	541.27	402.00	--	--	--	--	--
	一般企业债	小计	6	4.28~4.80	4.59	250.08	--	4	4.40~4.49	4.45	282.51	--
		AAA	4	4.28~4.70	4.49	224.92	--	4	4.40~4.49	4.45	282.51	--
		AA+	2	4.80~4.80	4.80	300.41	75.49	--	--	--	--	--
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	一般中期票据	小计	25	2.14~7.20	3.56	176.49	--	10	3.58~7.50	4.74	290.91	--
		AAA	19	2.14~4.69	3.15	132.18	--	2	3.70~3.90	3.80	217.69	--
		AA+	5	3.38~7.20	4.53	287.44	155.26	5	3.58~7.50	5.02	327.20	109.52
		AA	1	6.50~6.50	6.50	463.65	176.21	3	4.59~5.20	4.89	279.23	-47.97
总计			85	1.30~7.20	3.08	124.91	--	57	1.50~7.50	3.72	183.42	--

注: 所有券种样本均为公开发行债券并剔除定向工具、可转债、私募债和证监会主管ABS产品; 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; 级差为本信用等级利差均值减去比该信用等级高1个子集的利差均值

数据来源: 联合资信根据公开资料整理



表7 2020年二季度建筑业发行主体信用等级及展望调整统计表
(单位: 家、%)

发行人主体	信用等级	评级展望
样本数量	189	189
调升数量	4	0
调降数量	1	0
调升率	2.12	0
调降率	0.53	0

数据来源: 联合资信根据公开资料整理

AA- (见表7)。整体看, 2020年二季度建筑业公募债券市场信用等级调整以调升为主, 但评级稳定性整体尚可。

从等级调整企业类型来看, 2020年二季度, 发行主体信用等级被调升的企业中3家为地方国有企业, 1家为中央国有企业; 信用等级被调降的企业为民营企业 (见表8)。

2020年二季度, 建筑业公募债券市场上无发行主体展望调整的情况。

七、总结

2020年二季度, 在国内疫情得到有效控制的情况下, 建筑业加速回暖, 上半年建筑业产值基本恢复到上年同期水平。房地产投资表现强劲, 各项指标处于持续修复状态。资金面边际宽松有力带动了基建投资的增长。在资金流动性相对充裕以及行业投资政策利好推动之下, 各领域基建投资呈现企稳回升态势。下半年基建和房地产投资仍将是提振经济的重要抓手, 行业增速有望持续修复, 受此带动建筑业后半年来有望保持稳定发展。2020年二季度, 市场流动性合理充裕环境下建筑施工企业发债数量及发行金额同比及环比均大幅增长; 受益于债券市场资金面宽松以及新发行债券主体信用等级呈现向高级别集中趋势, 主要债券发行品种的发行利率均值和利差均值水平均呈下行态势。综上, 联合资信认为建筑业行业风险一般, 展望为稳定。■

表8 2020年二季度建筑业发行主体信用等级调整明细表

信用等级调整情况	发行主体	调整前主体级别	调整后主体级别	调整时间	调整机构
上调	江西省建工集团有限责任公司	AA	AA+	2020/6/24	大公国际资信评估有限公司
上调	中国建筑第六工程局有限公司	AA+	AAA	2020/6/24	联合信用评级有限公司 联合资信评估有限公司
上调	四川路桥建设集团股份有限公司	AA+	AAA	2020/6/23	中诚信国际信用评级有限责任公司
上调	山西建设投资集团有限公司	AA+	AAA	2020/6/10	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
下调	深圳洪涛集团股份有限公司	AA	AA-	2020/6/30	上海新世纪资信评估投资服务有限公司

数据来源: 联合资信根据公开资料整理

证券公司2020年分类评级结果及行业监管政策解读

文 | 联合信用评级有限公司 姚雷

2020年分类评级结果出炉，A类券商比例上调，中小型券商获评A级数量大幅增加

2020年8月26日，证监会公布了2020年证券公司分类评级结果，这是7月证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》（以下简称“新规”）后首次分类评级结果。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平，摩根大通和野村东方2家券商的分类评级为2020年新增，同时广州证券和华信证券不再进行分类评级。

往年证券公司分类评级A、B、C三大类别公司的比例原则上分别是“40%、50%、10%”，2020年这一比例被调整为“50%、40%、10%”，A类券商家数增加。具体来看，47家券商被评为A类，占比47.86%，较上年新增9家，其中AA级新增5家，39家被评为B类，占比39.80%，较上年减少11家，11家券商被评为C类，各类别比例与事先确定相对比例基本一致。2020年证券公司分类评级结果中，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加；分类监管新规下，中小型券商可获得的业务加分项增加，主要体现在机构客户服务及交易评价、财务顾问业务、营业部平均代理买卖证券业务收入等项目上，特色化业务经营排名靠前的中小型券商可获得加分，今年有21家中小型券商被评为A级，较上年13家大幅增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

分类评级结果在不同信用等级券商中具有较明显区分度；多家券商分类评级调整幅度较大

证券公司分类评级结果是其全面风险管理和合规管

理水平的综合体现，从2020年分类评级结果分布来看，分类评级结果在不同信用等级券商中具有较明显区分度，信用级别较高的证券公司往往具备较强的风控管理水平和竞争力，具有较高的分类评级结果。

2020年分类评级为AA级券商共15家，其信用等级均为AAA；此外，AAA信用等级券商中，获得A级分类评级的为18家，A类（含A级和AA级）分类评级在AAA券商中占比80.49%；AA+信用等级的券商分类评级主要为A级和BBB级，各有8家，占比共计59.26%；AA和AA-信用等级的券商分类评级主要集中在B类及以下。

分类评级变动方面，AAA信用等级券商中长江证券和西部证券分别上调4级和3级，分类评级升为A级，上调幅度较大；下调幅度最大的为长城证券，下降2级后分类评级为B级。AA+券商中恒泰证券连升4级至A级，江海证券连降5级至C级。AA券商中九州证券连升4级至BBB级，金元证券下降4级，中山证券和华林证券均下降3级。江海证券连降5级成为今年分类评级降幅最大的券商，多项核心业务因违规被暂停6个月；金元证券连降4级，因投行业务违规遭重罚；另有4家券商连降3级，主要因内控不完善、治理结构不健全及业务重大违规而遭处罚，持续合规状况扣分较多，严监管环境下部分券商需进一步提升合规风控管理水平。

2020年分类监管新规修订强化合规风控导向，风险管理能力将成为核心竞争力，同时引导证券公司差异化经营，将有利于行业风控水平整体提升和长期有序发展，进而行业整体信用水平的提升

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类

监管规定》的决定》，此次修订为出台分类监管规定后第三次修改。此次修订除个别条款顺序和文字表述有所调整外，加减分项均有大量调整，进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展。新规对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。

首先，营业收入指标口径改成专项合并口径，剔除通过期货子公司增加收入规模的影响，但该指标仍为总量指标；其次，业务发展状况中各业务的加分指标仍为规模收入排名，大型券商具有绝对优势。另一方面，业务发展状况中加分项有所细化，由7项提高至10项，将投行业务拆分为承销保荐与财务顾问业务，并增设投资咨询和代销产品等财富管理业务，新规通过新增特色业务加分项，鼓励中小券商差异化经营。同时，新规取消净资本规模加分项，信息技术投入加分项由投入排名绝对数指标改成投入金额占营业收入比例，规模指标有所弱化，中小券商可获得的业务加分项较新规之前有所增加。另外，新规降低了境外子公司收入占比指标的加分力度，利于减小中小券商与头部券商的加分差距。

风险管理能力加分指标方面，新规提高了主要风控指标持续达标的加分门槛，引导重视风控指标持续有效性；将单一净资本规模加分标准改为风险覆盖率达到130%即可获得加分，同时满足净资本150亿元以上可获得额外加分，引导券商更加重视资本约束；新设风险管理的全覆盖及风险监测有效性指标，引导券商进一步落实全面风险管理，并倒逼券商加快信息技术投入以提升风险管理及时性。

持续合规扣分标准方面，新规对于券商违规扣分更加严格，首次以准则规范部分合规扣分项，新增董监高和主要业务人员受到自律监管措施的扣分规则；取消投行、资管子公司减半扣分标准，规定子公司涉及部分行政处罚和刑事处罚时扣分标准等同于母公司；补充调降级别依据，对于发生重大风险事件或公司治理、内控严重失效情况，或者没有按规定真实、准确、完整地报告公司控股股东和实际控制人信息及变动情况的，可视

情节下调公司级别。

风险管理能力评价指标方面，新规重点对公司治理与合规管理、全面风险管理评价指标进行细化和完善，其中全面风险管理方面增加了信用风险管理能力的量化指标，包括自营投资债券违约率、股票质押违约率不高于行业平均水平等，使风险管理指标更加准确反映券商实际风险管理水平。

2020年以来券商行业延续严监管态势，6月以来多家券商受到较大力度处罚，将对明年分类评级产生负面影响

2020年以来，监管机构继续强化对证券公司监管力度，随着新《证券法》及分类评级新规对于券商中介职责进一步强化，预计未来监管态势仍将趋严。据不完全统计，2020年上半年监管机构开出的券商罚单42张，已与2019年全年罚单数基本持平。

其中，6月份以来涉及主要处罚包括：证监会暂停首创证券自营业务3个月并采取监管谈话监管措施；浙商证券因代客买卖股票收到警示函；中山证券暂停新增资管产品备案，暂停新增资本消耗类业务（股票质押式回购、融资融券等）；证监会暂停江海证券债券自营业务6个月、暂停资产管理产品备案6个月、暂停股票质押式回购交易业务6个月，并处罚相关责任人；6月30日，证监会机构部在其网站一次性集中披露了针对红塔证券、宏信证券、华宝证券、山西证券、万和证券及中邮证券6家券商、及3名从业人员的在相关债券交易活动中的不合规行为采取行政监管措施，包括出具警示函、监管谈话及责令改正等措施。

2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，新时代证券和国盛证券被证监会实行接管；同月，瑞信方正、国都证券、国元证券、恒泰证券等多家券商因投行、融资融券等业务收到罚单。6月和7月，证券公司频繁受到监管处罚且多家券商处罚力度较大，涉及多项业务资格暂停，同时2家券商被实行接管，预计将对明年分类评级结果产生较大负面影响。

2019年我国公募债券市场发行人流动性风险研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 联合信用评级有限公司 刘晓光 林青



2019年,受全球经济增长放缓,贸易保护主义不断升温以及国内供给侧结构性改革持续推进的影响,部分企业盈利能力下降,融资渠道收紧,导致企业流动性紧张,企业违约事件时有发生,在此背景下,分析企业流动性对防范债务违约风险具有重要意义。

流动性评价是在不考虑企业发行人外部融资、有关股东和政府支持等情况下,对其短期(通常一年内)债务偿还保障能力的评价。流动性评价可以有效揭示企业流动性风险,对于因流动性紧张引发的违约风险起到一定的预警作用。

根据流动性评价原理,本文评估了我国公募债券市场2083家发行人的流动性风险。评估结果显示,发行人流动性风险整体较2018年有所上升,发行人流动性评价结果分布仍主要集中在L-3及L-4级别,且L-3及以

下级别发行人合计占比有所上升,发行人流动性风险持续上升;部分重资产强周期行业、贸易行业和城投企业的流动性风险较大;民营企业流动性风险整体高于国有企业流动性风险,且民营企业和国有企业流动性风险均较上年有所加大;东南沿海地区(江苏、浙江、福建)、经济欠发达地区(新疆、陕西)以及北京发行人面临的流动性风险较高。

一、发行人流动性风险持续上升

根据Wind数据,截至2020年5月14日,我国公募债券市场已披露2019年报的非AAA级和非C级企业共计2083家¹,本文将以上述2083家企业为样本进行流动性评价。

依据上述样本企业2019年年报,流动性评价结果显示(见图1),流动性评价结果仍主要集中在L-3、L-4、L-5级别,共1831家,合计占发行人总家数的87.90%,较2018年(83.49%)显著上升。其中,流动性状况一般(L-3)的发行人共有720家,在发行人总家数的占比(34.57%)与2018年(34.71%)基本持平;流动性状况较差(L-4)的发行人共有898家,在发行人总家数的占比仍然最高(43.11%),且较2018年(39.64%)进一步上升;流动性状况很差(L-5)的发行人共有213家,占发行人总家数的10.23%,较2018年(9.14%)有小幅上升。此外,流动性状况很好(L-1)和流动性状况较好(L-2)的发行人分别为20家和232家,在

¹ 统计范围为我国债券市场存续的非金融企业债券发行人,也包括集合债和集合票据发行人。

发行人总家数的占比分别为0.96%和11.14%，均较2018年（1.39%和15.12%）有所下降。整体来看，发行人流动性评价结果分布仍主要集中在L-3及以下级别，其中L-4和L-5级别发行人占比有不同程度上升，发行人流动性风险持续上升。

2019年我国公募债券市场发行人流动性风险上升主要受到了短期偿债能力以及盈利能力下降的影响。具体来看，2019年，我国公募债券市场发行人盈利能力有所下降，整体债务水平及债务结构变化不大，但短期偿债能力有所下降，尤其是现金类资产对短期债务的保障能力以及经营活动现金流对流动负债的支撑能力

均有明显下降。其中，L-4和L-5发行人的总资本收益率中位数与市场整体水平相差不大，资产负债率、全部债务资本化比率和短期债务/全部债务中位数均明显高于市场整体水平，经营现金流负债比、现金类资产短期债务比和现金比率、流动比率中位数均明显低于市场整体水平（见表1）。

二、部分重资产强周期行业、贸易行业和城投企业的流动性风险较大

流动性评价结果为L-5和L-4的发行人的行业²分布主要集中在基础设施投资行业（396家）和房地产行业（113家），其他行业分布较为分散，主要是由于我国公募债券市场发行主体中基础设施投资行业和房地产行业企业数量较多（见图2）。

从流动性评价结果为L-5和L-4的发行人在各行业发行人总样本的占比来看，贸易行业发行人中流动性评价结果为L-5和L-4企业的占比较高，占比高达85.71%；其次是电力电网、建筑与工程、化工行业，L-5和L-4企业占比在60%以上。与2018年相比，水务、园区（开发

图1 我国债券市场发行人流动性评价结果分布



资料来源：联合资信COS系统

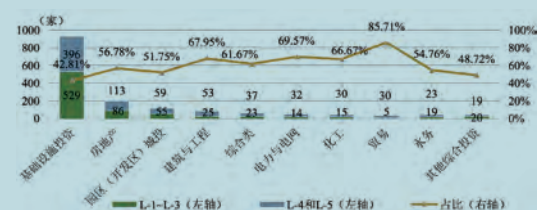
表1 2018—2019年流动性评价指标中位数 (单位: %)

评价指标	2018年				2019年			
	合并报表		母公司报表		合并报表		母公司报表	
	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5	L1-L5	L4-L5
资产负债率	57.64	64.48	50.83	57.54	57.85	63.92	50.11	56.04
全部债务资本化比率	44.38	52.32	36.53	43.73	45.64	52.66	37.34	43.29
短期债务/全部债务	33.17	47.62	36.41	51.99	33.96	44.53	44.45	59.08
经营现金流负债比	5.10	4.57	4.36	1.93	4.47	4.29	3.07	1.72
现金类资产短期债务比	79.38	48.37	54.72	32.87	69.42	47.02	43.57	26.21
现金比率	30.09	21.49	18.49	11.93	28.68	21.88	16.21	12.14
总资本收益率	2.47	3.03	2.54	2.85	2.31	2.39	2.79	2.72
流动比率	210.13	135.18	163.43	122.13	212.82	147.43	136.34	108.72

资料来源：联合资信COS系统

² 行业分类采用联合资信三级行业分类标准。

图2 流动性评价结果为L-4和L-5的发行人行业分布



注：企业样本数在30家以下的行业未列于图中

资料来源：联合资信COS系统

区) 城投、基础设施投资、房地产与贸易行业中L-5和L-4企业的占比较2018年出现不同程度增长；建筑与工程、电力与电网、化工、其他综合投资行业企业中L-5和L-4企业的占比较2018年有所下降。

整体来看，部分重资产强周期行业企业（电力与电网、建筑与工程、化工、房地产）、贸易行业企业以及城投企业（基础设施投资）的流动性风险较大。其中，贸易行业毛利率较低，企业多通过提高杠杆、加快周转来提高收益水平，行业整体债务负担较重且以短期债务为主，近年来在世界经济增长放缓、全球贸易保护主义抬头、中美贸易冲突不断的背景下，外部需求下滑以及持续的贸易政策不确定导致贸易行业经营环境恶化，企业效益普遍下滑，流动性风险进一步加大。电力与电网行业存在产能过剩问题，近年来政策引导逐步淘汰落后产能，同时环保安监要求趋严，电力与电网行业企业经营持续承压，部分企业盈利的持续性和稳定性较为脆弱，加之部分电力与电网企业杠杆率较高，债务负担较重，行业整体面临较大流动性风险。建筑与工程行业具有较强的周期性，在我国经济进入新常态背景下，行业整体景气度趋弱，增长速度有所放缓，再加上建筑与工程行业企业普遍存在垫资施工的情况，行业资金周转压力较大，在下游房地产行业景气度下行影响下，建筑与工程行业资金回流畅缓，叠加融资环境收紧等因素影响，行业流动性风险逐步显现。化工是高污染行业，随着环保督查不断严格，化工行业企业经营

面临巨大的监管压力，与此同时，受中美贸易反复及国内经济下行压力加大的影响，化工行业内需承压、出口受限，在结构性收紧的融资环境下，化工行业流动性风险较大。基础设施投资行业中部分企业自身缺乏创造现金流的能力，对外部融资较为依赖，随着城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱，基础设施投资企业结构性分化加剧，对于自身经营状况较差、资金压力较大、债务集中到期或面临回售压力的企业，其流动性风险较大。近年来房地产行业处于调控周期，行业下行压力较大，受销售增速放缓和融资环境紧缩等因素影响，叠加债务集中到期压力较大，房企现金流承受较大压力，高杠杆、扩张激进、盈利能力差及短期债务高的房企面临较高流动性风险。

三、国有企业和民营企业面临的流动性风险均有所加大

从发行人的企业性质来看，流动性评价结果为L-5和L-4的发行人多为国有企业（883家），其次为民营企业



业 (172家)，主要是受到我国债券市场发行主体中国企业数量较多的影响 (见图3)。

从流动性评价结果为L-5和L-4的发行人在各类型发行人总样本的占比来看，民营企业发行人中L-5和L-4企业的占比 (69.92%) 高于国有企业发行人中L-5和L-4企业的占比 (50.37%)，且民营企业发行人和国有企业发行人中L-5和L-4企业的均较2018年 (66.28%和44.97%) 有所上升；其他类型企业发行人中L-5和L-4企业的占比也较高，均在50%以上，其中外资企业中L-5和L-4企业的占比 (66.10%) 较2018年 (60.56%) 有明显上升，该结果可能受到企业样本数量较少的影响。

整体来看，民营企业流动性风险整体高于国有企业流动性风险，且民营企业和国有企业流动性风险均较上年有所加大。其中国有企业受国内经济增速下行压力加大的影响，流动性风险较上年有所加大，但相较于其他类型企业，其所有制带来的融资优势仍较为明显，流动性风险相对较低；民营企业在金融去杠杆和民营企业违约事件频发背景下信用收紧，再融资难度加剧，面临的流动性风险有所上升。

四、东南沿海地区、经济欠发达地区以及北京发行人面临的流动性风险较高

从地区分布来看，流动性评价结果为L-5和L-4的发行人主要集中在江苏 (191家) 和浙江 (119家)，主要

原因是江浙地区债券发行人数量较多 (见图4)。

从流动性评价结果为L-5和L-4的发行人在本地区发行人总样本的占比来看，天津、陕西、江苏和北京地区全部企业中L-5和L-4企业的占比较高，均超过60%；广东、山东、新疆、重庆地区L-5和L-4企业占比均超过50%。其中，北京、江苏、广东和山东地区全部企业中L-5和L-4企业的占比在延续2018年 (分别为61.34%、55.36%、48.78%、和45.39%) 较高水平的基础上进一步增长；江西和四川地区全部企业中L-5和L-4企业的占比较2018年 (22.22%和37.07%) 出现大幅增长；福建、上海、浙江和贵州地区全部企业中L-5和L-4企业的占比较2018年 (56.58%、50.75%、54.34%和55.07%) 有所下降。

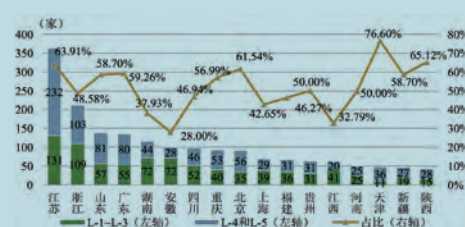
整体来看，东南沿海地区 (江苏、浙江、福建)、经济欠发达地区 (新疆、陕西) 以及北京发行人面临的流动性风险较高。其中，江浙及福建地区经济发展水平较高，且以贸易、制造业和出口加工型为主的民营企业较多，民营企业受经济环境变化的冲击影响较大，在2019年供给侧改革继续深化、中美贸易摩擦等经济因素影响下，流动性风险较高；新疆、陕西和贵州经济欠发达，部分企业生产经营效益不佳，自身创造现金流的能力有待提高，在融资环境偏紧的情况下，流动性压力较大；河南地区产能过剩的重工业企业较多，在去产能稳步推进的情况下，部分企业盈利能力持续下降，流动性风险不断上升；重庆、北京地区主要受到流动性风险较高的基础设施投资、电力与电网、建筑与工程以及房地产行业企业数量较多的影响。

图3 流动性评价结果为L-4和L-5的发行人企业性质分布



资料来源：联合资信COS系统

图4 流动性评价结果为L-4和L-5的发行人地区分布



注：企业样本数在40家以下的地区未列于图中。

资料来源：联合资信COS系统

2019年信用风险缓释工具市场研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 联合信用评级有限公司 陈诣辉 王自迪 吴旻

一、2019年我国信用风险缓释工具的发展环境

2019年，我国债券市场信用风险持续暴露，民营企业债券融资环境未明显改善、信用分层现象愈演愈烈，债券市场对信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigant, CRM）的需求更加迫切。

信用风险持续暴露的债券市场迫切需要信用风险缓释工具

2019年，我国债券市场信用风险继续暴露，债券市场新增46家违约发行人，共涉及136期违约债券，违约金额合计约838.23亿元，新增违约发行人家数、涉及违约债券期数较2018年（43家、110期）有所增加；公募债券市场违约率为0.82%，较2018年（0.75%）有所提高。我国债券市场违约已常态化，刚性兑付已打破，投资人清醒地认识到信用风险管理的必要性，对可有效管理和转移风险的信用风险缓释工具的需求更加迫切。

在首次涉及信用风险缓释工具的技术性违约事件中，信用风险缓释工具发挥了积极的风险缓释作用。2019年2月，北京东方园林环境股份有限公司（以下简称“东方园林”）发生了技术性违约事件，虽未触发信用事件，但参照“19东方园林SCP001”的信用风险缓释凭证（以下简称“CRMW”）“19民生银行CRMW001”的中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中债”）估值迅速抬升。在2019年2月13日技术性违约事件发生当天，“19民生银行CRMW001”的中债估值由3.04元大幅上涨至6.46元，同日，参照债券“19东方园林SCP001”的价格由99.78元降至96.35元。对于持有“CRMW+参照

债券”的投资者而言，持仓的总价格由102.82元微降至102.81元，单日收益率为-0.01%，较好地缓释了技术性违约事件带来的估值风险；而对于仅持有参照债券的投资者而言，单日收益率为-3.43%，这些投资者遭受了较大的损失。因此，购买CRMW有效地对冲了东方园林技术性违约事件带来的估值风险。

在首次涉及信用风险缓释工具的实质违约事件中，信用风险缓释工具将发挥重要作用。2019年4月，海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）以宜华企业（集团）有限公司（以下简称“宜华集团”）为参照实体、以宜华集团2019年公开发行公司债券（第一期）品种二（以下简称“19宜华02”）为参照债券创设了信用保护合约，规模1亿元。2020年5月，宜华集团未能按时偿还“17宜华企业MTN001”利息，构成实质性违约。虽然“19宜华02”将于2021年4月到期，但由于已有海通证券创设的信用保护合约提供保护，投资者将获得安全的保障。

政策制度更加完善

2019年，监管层为支持民营、小微企业融资，发展债券融资支持工具，缓释违约风险，继续出台一系列政策促进信用风险缓释工具发展。继2018年银行间CRMW重启发行后，2019年1月，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、深圳证券交易所（以下简称“深交所”）和中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中证”）联合发布了《信用保护工具业务管理试点办法》，推出了信用保护合约和信用保护凭证两类信用保护工具，并约定以信用保护合约为初期试点业务。此后，上



交所、深交所分别发布了《信用保护工具交易业务指引》和《信用保护工具交易业务指南》，详尽的明确了业务流程和业务要点。

2019年1月，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》（以下简称“《指引》”），《指引》发布前，公募基金仅可参与股指期货、国债期货、股票期权、商品期货等标准化的场内金融衍生品，包括信用衍生品在内的其他交易衍生品种未被纳入公募基金可投资标的。《指引》将公募基金可投资的金融衍生品种扩展至信用衍生品，为公募基金提供了新的风险管理工具，满足公募基金风险管理的需求。作为《指引》的配套规则，中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）于2019年1月发布了《证券投资基金投资信用衍生品估值指引（试行）》，就证券投资基金投资信用衍生品估值等予以规范。

2019年4月，中债金融估值中心有限公司（以下简称“中债金融估值中心”）发布了中债-信用风险缓释凭证对冲指数（ChinaBond CRMW Index），该指数成分券由CRMW及其参照债券构成，为投资者提供更直观的对

冲债券信用风险后投资组合的收益走势。2019年5月，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布了《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》（简称“《通知》”），明确保险资金可参与信用风险缓释工具和信用保护工具，并对相关业务开展的监管合规做了要求。2019年12月，经证监会批准，上交所发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，在前期信用保护合约试点的基础上，开展信用保护凭证试点业务。

二、信用风险缓释工具的分类

国际信用风险缓释工具的分类及名义本金规模

信用风险缓释是指运用信用衍生品等方式转移或分散信用风险。根据国际互换和衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）对于信用衍生品的定义，信用衍生品是指用来剥离并转移信用风险的各种产品工具和方法的总称，交易双方利用信用衍生品来增持（或减持）某一经济实体的信用风险。信用风险的载体为经济实体，通常通过其所需偿付的金融债务（如贷款、债券等）得以体现。因此，在信用衍生品市场上，经济实体一般被称为参照实体（Reference Entity），承载信用风险的基础债务则被称为参照债务（Reference Obligation）。

国际信用衍生品可以分为以下三类：(i) 互换产品。如信用违约互换（Credit Default Swaps, CDS）、总收益互换（Total Return Swap, TRS）、信用联结票据（Credit-Linked Note, CLN，可以看成是债券和CDS组合）等。

(ii) 期权类产品。如信用利差期权（Credit Spread Option, CSO，也被称为信用违约互换期权）等。(iii) 组合类产品。包括各类担保债务凭证（Collateral Debt Obligation, CDO），如现金流CDO、合成CDO、资产负债CDO和套利CDO等。

常用的信用风险缓释工具包括CDS（含CDS指

数)、TRS、CLN、CSO、CDO等产品¹,按照市场规模来看,CDS市值规模占全部信用衍生工具市场的90%以上,是最重要的信用风险缓释工具(见表1)。

截至2019年底,全球存续信用衍生品名义本金规模8.12万亿美元,同比(2018年)下降3.02%。其中,存续信用违约互换合约(CDS)名义金额为7.58万亿美元,同比(2018年)下降6.92%,全球信用违约互换合约(CDS)名义本金规模占全部信用衍生品规模的93.34%。按参照实体数量划分,单一CDS和组合CDS存续名义金额分别为3.48万亿和4.10万亿,其中CDS指数产品名义本金为3.80万亿美元。按参照实体级别划分,投资级和投机级占比分别为58.54%、21.52%。按到期期限划分,其中1年内到期的占比为18.30%,1~5年到期的占比为69.75%,5年以上到期的占比为9.07%。从发展趋势来看,次贷危机以后,全球信用违约互换合约(CDS)名义本金规模持续下降,自2016年以来已收缩至10万亿美元下方。2019年,其他信用衍生品(除CDS以外)名义本金0.54万亿美元,同比(2018年)大幅上涨234.20%,其他信用衍生品名义本金规模占全部信用衍生品规模达到6.66%。

我国信用风险缓释工具的分类

我国信用风险缓释工具可分为合约类和凭证类,合约类产品由交易双方签署,相关权利与义务限于合约签署双方,不可转让,已推出的产品类型包括信用风险

缓释合约(CRMA)、信用违约互换(CDS)和信用保护合约;凭证类产品由凭证创设机构创设并向凭证持有人提供信用保护,可以通过交易系统转让,已推出的产品类型包括信用风险缓释凭证(CRMW)、信用联结票据(CLN)和信用保护凭证。从产品设计角度看,信用保护合约类和信用风险缓释凭证的交易结构类似,均由信用保护卖方创设,买方在支付保护费的同时转移信用风险,一旦发生信用事件,由信用保护卖方进行赔付。CLN则由信用保护买方创设,信用保护卖方购买这个保护票据(即预支赔付款),若未发生信用事件,卖方可按期收回预支赔付款。

从表2可见,CRMW、CLN和信用保护凭证是凭证类产品,CDS、CRMA和信用保护合约是合约类产品。凭证类CRM与合约类CRM的主要区别在于,凭证类CRM为标准化的可转让的场内产品,而合约类CRM则为一对一签订的合约性非标产品,不可转让。

三、我国信用风险缓释工具的创设情况

发行情况

1. 银行间市场

我国信用风险缓释工具的创设交易以银行间市场标准化程度较高的CRMW产品为主。银行间市场信用风险缓释工具研究发展起步较早、基础设施建设相

表1 国际市场主要信用风险缓释工具

产品	信用违约互换(CDS)	总收益互换(TRS)	信用联结票据(CLN)	信用利差期权(CSO)	担保债务凭证(CDO)
类别	互换类		期权类		组合类
保护范围	信用风险	信用风险、汇率风险、利率风险等	信用风险	信用利差损失	信用风险
交易方式	场外交易,存续期限双方约定	场外交易,存续期限双方约定	场内场外交易,创设期限由创设方确定	场内场外交易,存续期限双方约定	场内场外交易,创设期限由创设方确定

资料来源:联合资信、联合评级整理

¹ 美国货币监理署(Office of the Comptroller of the Currency, OCC US)所界定的信用风险缓释工具(CRM)包括CDS、TRS、CLN和CSO。

表2 我国现有六种信用风险缓释工具对比

产品	信用风险缓释合约 (CRMA)	信用风险缓释凭证 (CRMW)	信用违约互换 (CDS)	信用联结票据 (CLN)	信用保护合约	信用保护凭证
保护范围	债券、贷款或其他类似债务		一个或多个参照实体		参照实体的一项或多项债务	
类别	合约类	凭证类	合约类	凭证类	合约类	凭证类
创设备案	不用备案, 对创设机构无要求	创设机构较严格准入条件, 产品发行登记备案	不用备案, 对创设机构无要求	创设机构较严格准入条件, 产品发行登记备案	对合约交易双方无要求, 需由交易所对申报予以确认	创设机构较严格准入条件, 产品发行登记备案
参照债务	银行间市场发行的参照债务, 可以为单一债券、贷款或其他类似债务		非金融企业在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具		交易所市场发行的债券	
未来现金流	不可转让	转让方转让后相关权利义务终止	不可转让	转卖后, 持有人更换不改变卖方支付信用保费义务	不可转让	转让方转让后相关权利义务终止
交易方式	非标准化, 不可转让, 场外交易存续期限双方约定	标准化, 可转让; 场内交易, 存续期限出售方规定	不可转让, 场外交易, 存续期限双方约定	场内场外交易, 可转让, 类似高收益债	非标准化, 不可转让, 场外交易存续期限双方约定	标准化, 可转让; 场内交易, 存续期限出售方规定

资料来源: 联合资信、联合评级整理

对完善, 根据交易商协会网站披露的数据, 截至2019年底, 已有47家CRMW创设机构、44家CLN创设机构、57家CRM核心交易商以及84家CRM一般交易商完成备案; 已有91家金融机构、127款非法人产品签署备案了《中国银行间市场金融衍生品交易主协议(凭证特别版)》。商业银行和证券公司是我国信用风险缓释工具市场的主要参与主体, 6大国有商业银行均已完成CRMW、CLN创设机构以及核心交易商备案, 已有保险公司、基金公司和资管公司通过资管计划等非法人产品完成一般交易商备案(见表3)。

表3 银行间市场已备案信用风险缓释工具创设机构及核心交易商类型(家)

机构类型	CRMW创设机构	CLN创设机构	核心交易商
证券公司	12	11	16
股份制商业银行	11	11	11
城市商业银行	11	9	12
国有商业银行	6	6	6
外资金融机构	4	4	5
政策性银行	1	1	2
信用增进机构	1	1	1
农村商业银行	1	1	4
合计	47	43	57

资料来源: 联合资信、联合评级整理

(1) 信用风险缓释凭证

2019年, 共有23家机构创设了91单CRMW产品, 名义本金为100.57亿元, 对应参照债券91只, 债券类型主要为超短期融资券(61只)、短期融资券(15只)、中期票据(12只)和资产支持证券(3只)。

从2019年CRMW发行情况来看, CRMW发行单数、参照实体家数、参照债券期数、名义本金、参照债券发行规模等指标同比上年明显增加, 其中CRMW发行单数、参照实体和参照债券期数分别为91单、62家和91期, 同比增长82.00%、77.14%和93.61%。名义本金和参照债券发行规模分别为100.57亿元和403.95亿元, 同比增长61.04%和73.22%。参照实体企业属性方面, 民企占比超过75%, 凸显出信用风险缓释凭证对民营企业债务融资的支持作用。参照债券品种方面, 超短期融资券仍然是CRMW创设机构主要参照的标的。发行凭证期限扩展至0.25~3年, 新发凭证期限分布仍然主要集中在0.75~1年之间。2018年10月, 中国人民银行宣布引导设立民企债券融资支持工具, 运用再贷款为其提供部分初始资金, 由专业机构进行市场化运作, 通过出售CRM、担保增信等多种方式, 支持相应民企债券融资, 国内CRM再度活跃起来。从月度发行趋势上看, 在利好政策的支持

下, 2018年11月、12月CRMW发行单数和规模达到高峰, 发行单数分别达到27和20单, 月均名义本金规模达到29.85亿元。2019年整体单月发行维持在10~15单, 月均名义本金规模维持在8.41亿元, 月度发行单数和规模呈现出明显收缩趋势。

2019年创设的91单CRMW凭证期限基本与参照债券期限相同², 主要为270天(含269天、268天)期(42单)、1年期(15单)和180天期(13单); 所有CRMW的起始日均为参照债券起息日, 除“19农行CRMW004”和“19上海银行CRMW001”外, 所有凭证到期日均为参照债券到期日。

2019年, 银行间市场发行的CRMW涉及参照实体62家, 其中, 有47家参照实体为民营企业。参照实体主要分布在浙江、江苏、广东和山东等地, 分别有20家、6家、5家和5家, 北京和上海有4家; 参照实体多为工业(21家)和材料(13家)等实体经济领域企业。参照实体的信用等级分布在AAA~AA级, 其中AA+级参照实体(33家)占比最高(55.93%)。

2019年, CRMW创设机构主要为国有商业银行(5家)、股份制商业银行(7家)、城商行(8家)、农商行(1家)、证券公司(1家)和信用增进机构(1家); 其中商业银行创设了79单CRMW, 名义本金83.24亿元, 证券公司创设了2单CRMW, 名义本金0.83亿元, 中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增信”)单独创设了7单CRMW, 名义本金12.80亿元, 中债增信联合商业银行创设了3单CRMW, 名义本金3.70亿元。目前, CRMW的创设机构主体级别均为AAA级, 具有很强的风险承担能力, 保证了CRMW在发生信用事件时能够如期赔付。

截至2019年底, 市场存续CRMW 68单, 名义本金

86.92亿元。存续CRMW参照实体级别分布中, AA+级参照实体的CRMW占比达到48.53%, AA和AAA级参照实体的CRMW占比分别为30.88%和16.18%。从到期来看, 2020年将有54单CRMW到期, 名义本金为52.29亿元。

(2) 信用联结票据

2019年, 银行间债券市场无新发CLN, 有1单CLN到期。2019年6月, 期限为1年的“中债信用增进投资股份有限公司2018年度第一期信用联结票据”到期, 名义本金0.30亿元, 并未做续期操作。CLN本质上可以看作“CDS+债券”, 其联结的是参照实体的信用风险。由于CLN推出时间短、产品估值计算相对复杂, 目前其在债券市场的发行情况仍落后于CRMW。

2. 交易所市场

交易所市场的信用风险缓释工具包括两类信用保护工具, 分别为信用保护合约和信用保护凭证。

2019年3月, 上交所首单ABS信用保护合约由海通证券对海通恒信租赁小微3号资产支持专项计划优先A-3级资产支持证券创设。海通证券向优先A-3级资产支持证券认购机构创设信用保护合约的名义本金为0.30亿元, 为资产支持证券提供信用增进支持。

2019年4月, 国内单笔规模最大的信用保护合约成功在上交所推出。海通证券为该合约的创设机构, 该合约为宜华集团2019年公开发行公司债券“19宜华02”同步创设的信用保护工具, 名义本金1亿元。此次“债券+信用保护工具”的联动发行帮助宜华集团公司债券的顺利发行, 并有效的降低了宜华集团的发债成本, 为投资者打消了民企债务风险较高、偿还能力较低的顾虑, 提供了风险对冲手段。2020年5月, 宜华集团未能按时偿还“17宜华企业MTN001”利息, 构成实质性违约。虽然“19宜华02”将于2021年4月到期, 但由于已有海通证券创设的信用保护合

² “19 农行 CRMW004” 凭证期限为 1 年, 参照债券“19 红狮 MTN001A” 期限为 2 年; “19 上海银行 CRMW001” 凭证期限为 3 年, 参照债券“19 宇培 ABN001 优先” 期限为 15 年。



约提供保护，投资者将获得安全的保障。

2019年12月，经证监会批准，上交所发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，在前期信用保护合约试点的基础上，开展信用保护凭证试点业务，进一步健全信用风险分担机制，促进债券市场健康发展。同月，上交所首批信用保护凭证落地，共5单合计名义本金1.88亿元，有效支持债券融资65.40亿元。参照实体包括深圳市百业源投资有限公司和海尔融资租赁股份有限公司等两家民营企业，首批信用保护凭证通过信用增进方式，有效的支持了民营企业、中小微企业等债券融资。5单信用保护凭证中，海通证券通过向扶贫专项债投资者创设并出售信用保护凭证名义本金0.43亿元；华泰证券向“19海尔租赁ABS优先级”投资者创设出售信用保护凭证名义本金0.30亿元；中信建投为“19启东03”参与创设信用

保护凭证并向投资者出售信用保护凭证名义本金0.30亿元；中信证券创设参与民企可交换债“19百业EB”信用保护凭证并出售信用保护凭证名义本金0.30亿元；国泰君安通过向“2019平安租赁汽融三期资产支持专项计划优先A1级”投资者创设出售信用保护凭证0.55亿元。

信用风险缓释工具创设价格

1. 信用衍生品定价模型

经过二十多年的理论探索和实践发展，国外信用衍生品定价模型主要有违约率模型和信用利差模型两类。

(1) 违约率模型

违约率模型给信用衍生品定价的基本思路是：先通过恰当的方法推算出参照债务的违约率，再通过违约率和违约损失率来计算信用衍生品的价格。

根据具体定价方式的不同，违约率模型又可细分为二叉树模型、违约强度曲线模型和彭博违约率模型等。本报告尝试采用二叉树模型来测算信用衍生品价格。

二叉树模型假设未来参照债务存在违约、不违约两种情形，通过确定违约概率和违约损失率，推导出预期损失率，进而确定风险资本要求和风险回报率，最终得出CDS价格。二叉树模型可分为两个步骤：第一步，基于参照债务的回收率、违约概率、无风险收益率和参照债务的现值构成等式方程，解出不同期限的参照债务的违约概率（PD）；第二步，运用第一步解出的参照债务的违约概率与违约损失率、无风险收益率等变量推算出不同期限的CDS价格。本文以中债国开债到期收益率为无风险利率，对2018年与2019年我国发行的期限不超过1年的CRMW进行二叉树模型定价³，发现2018年我国发行的93.88%的CRMW理论价格高于实际创设价格，而2019年我国发行的78.38%的CRMW理论价格高于实际

³ 参照国际通用假设条件，假设违约损失率为40%，回收率为60%。

创设价格。二叉树模型得出CRMW理论价格与实际创设价格出现上述明显差异的原因可能是由于二叉树模型的前提假设较多,如企业违约服从泊松过程、违约概率符合风险中性、交易对手不违约等,一旦假设与实际情况不符,则会影响模型计算结果的准确度。

2018年,我国创设了49单期限不超过1年的CRMW,平均创设价格为1.36元/百元名义本金,而二叉树模型测算的CRMW平均价格为2.08元/百元名义本金,其中,46单CRMW的创设价格低于二叉树模型价格。总体而言,2018年我国CRMW平均创设价格低于二叉树模型价格0.73元/百元名义本金,两者差距较大(见图1)。

2019年,我国创设了74单期限不超过1年的CRMW,平均创设价格为1.56元/百元名义本金,而二叉树模型测算的CRMW平均价格为1.97元/百元名义本金,其中,58单CRMW的创设价格低于二叉树模型价格。总体而言,2019年我国CRMW平均创设价格低于二叉树模型价格0.41元/百元名义本金,两者虽然还存在一定差距,但与2018年相比,2019年我国CRMW平均创设价格明显靠近二叉树模型价格,这可能是由于2018年和2019年违约企业增多,我国企业的违约率和违约损失率数据不断积

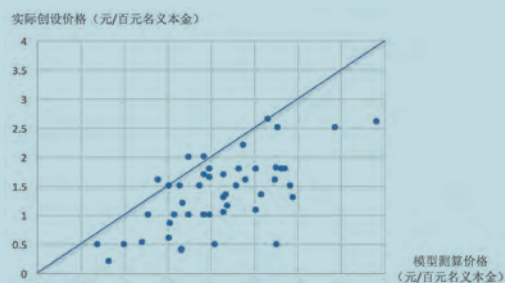
累,逐步提高了二叉树模型的准确度(见图2)。

我国债券市场信用风险缓释工具经过十年的发展,债券市场的违约概率与回收数据日渐积累,二叉树等违约率模型的准确度逐步提升,未来,我国CRMW等产品的定价有望更多地依据违约率模型,同时需要综合考虑市场供求状况、流动性溢价等因素。

(2) 信用利差模型

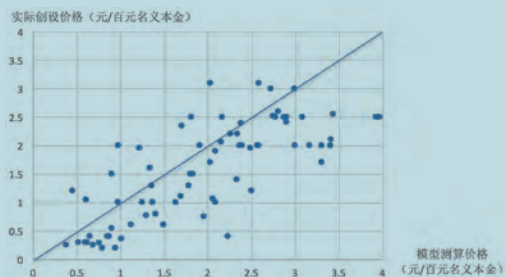
我们使用信用利差模型测算CRMW理论估值与实际创设价格的差异,信用利差模型中的风险收益率曲线选取联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)编制的非金融企业债务融资工具收益率曲线⁴,无风险收益率曲线选取中债国开债即期收益率曲线,并用风险收益率曲线与无风险收益率曲线的差值作为CRMW的理论价格。选取CRMW凭证期限为3个月、6个月、9个月、1年、2年、3年的样本进行测算,并剔除参照债券为资产支持证券的样本,最终得到2018年CRMW样本48单、2019年CRMW样本64单。测算结果显示,2018年约有60.42%的CRMW样本理论价格高于实际创设价格,2019年约有35.94%的CRMW样本理论价格高于实际创设价格。

图1 二叉树模型测算2018年CRMW价格与实际创设价格对比



资料来源: Wind, 联合资信、联合评级整理

图2 二叉树模型测算2019年CRMW价格与实际创设价格对比



资料来源: Wind, 联合资信、联合评级整理

⁴ 针对部分1年期以上样本通过到期收益率推算出即期收益率后进行计算。

信用利差模型使用参照实体所发无担保债券的收益率与同期限无风险收益率之间的信用利差反映信用风险溢价水平，并作为CRMW定价的参考。信用利差模型未将流动性溢价、创设机构信用风险等因素考虑在内，且在实践操作中，由于无法基于各参照实体逐一构建风险收益率曲线，我们使用基于相同信用评级的风险收益率曲线进行代替，无法精确地反映参照实体的风险水平。整体来看，信用利差模型操作简便，但模型测算结果受到较多因素影响，只能对CRMW定价提供有限的参考。

2. 信用风险缓释工具创设价格与参照实体信用风险等因素的相关性分析

CRMW的风险主要来源于参照实体和参照债券，



CRMW创设时参照实体的主体信用等级可能对CRMW创设价格产生影响，同时参照实体的主体信用等级与参照债券的发行利率之间具有相关关系，一般而言相同期限内参照实体的主体信用等级越高，参照债券的发行利率越低。此外，CRMW实际创设规模与参照债券实际发行规模的比（CRMW覆盖率）、CRMW期限、无风险利率（选取国开债即期收益率）可能也与CRMW创设价格具有一定相关关系。鉴于目前CRMW创设机构主要为大中型商业银行、证券公司、担保公司，创设机构自身的信用风险较低⁵，创设机构的主体信用等级无法作为解释变量用于CRMW创设价格分析。

基于上述分析，我们使用SPSS软件，将CRMW创设价格⁶作为目标变量，参照债券发行利率、参照实体主体信用等级⁷、CRMW覆盖率、CRMW期限、无风险收益率（簿记建档日同期限国开债即期收益率）5个变量作为预测变量，利用自动线性建模功能得到CRMW创设价格回归预测模型，结果显示2018年、2019年及2018年和2019年整体样本分别建模的模型准确度均较好，其中参照债券发行利率的重要性最高。进一步地，我们在SPSS软件中进行斯皮尔曼相关性分析，确定各个自变量和CRMW创设价格之间的相关性，在95%置信区间下，参照债券发行利率、参照实体主体信用等级、CRMW覆盖率3个变量与CRMW创设价格的相关性显著，其中参照债券发行利率与CRMW创设价格极强相关，而参照实体主体信用等级、CRMW覆盖率与CRMW创设价格弱相关。该结果符合市场化定价规律，在簿记建档过程中，创设机构可能根据各类理论模型确定CRMW的簿记价格区间，CRMW买方根据参照债券的发行成本以及参照的信用水平对风险与收益进行权衡，如果参

⁵ 创设机构最新主体信用等级均为 AAA。

⁶ 选取 2018 年、2019 年创设的付费方式为前端一次性付费、参照债券为信用债、采用簿记建档方式定价的 CRMW 样本进行分析。

⁷ 对参照实体主体信用等级进行赋值处理，AAA 级为 1，AA+ 级为 2，AA 级为 3。

照实体级别较低、参照债券发行利率较高，则说明参照债券的信用风险较高，投资者需要支付更高的“保费”

(CRMW价格)，对于无担保债券而言，参照实体、参照债券的信用风险已经较为充分地反映在债券发行利率中，对于风险水平较高的债券，投资者选择同步购买对应CRMW的比例可能更高。由于2018年、2019年创设的CRMW样本凭证期限以1年期及以下为主且期限较为接近（主要为1年期和270天），CRMW凭证期限与CRMW创设价格不具有显著的相关关系（见表4、表5）。

3. 信用风险缓释工具创设价格指数

国外信用衍生品除了参照单一经济实体的单一信用衍生品之外，还有参照一系列经济实体的组合信用衍生品，其中，信用衍生品指数是重要的组合信用衍生

品。信用衍生品指数可以参照特定区域、特定行业的一系列经济实体，并通过指数的变化反映该特定区域、特定行业的信用风险变化趋势（见表6）。

我们以2018年为基期，依据2018年和2019年参照13家企业发行的46单CRMW产品，计算了2019年不同区域、不同行业的CRMW指数。2019年，CRMW山东指数为97.14点，与2018年相比，下降了2.86点，表明与2018年相比，山东省企业的信用风险有所下降；CRMW浙江指数为134点，与2018年相比，升高了34点，表明与2018年相比，浙江省企业的信用风险明显升高。2019年，CRMW化工行业指数为135.29点，与2018年相比，升高了35.29点，表明与2018年相比，化工行业企业的信用风险明显升高；CRMW医疗行业指数为97.14点，与2018年相比，

表4 CRMW创设价格影响因素相关性分析

变量	2018年		2019年		整体	
	斯皮尔曼相关系数	显著性	斯皮尔曼相关系数	显著性	斯皮尔曼相关系数	显著性
参照债券发行利率	0.853	0.000	0.889	0.000	0.867	0.000
参照实体主体信用等级	0.342	0.016	0.365	0.002	0.360	0.000
CRMW覆盖率	0.379	0.007	0.357	0.003	0.379	0.000
CRMW期限	-0.086	0.556	0.016	0.898	-0.049	0.601
无风险收益率	-0.284	0.048	0.196	0.113	-0.045	0.635

资料来源：Wind，联合资信、联合评级整理

表5 CRMW创设价格回归预测模型结果

年份	模型准确度	参照债券发行利率	参照实体主体信用等级	CRMW覆盖率	CRMW期限	无风险收益率
2018年	81.5%	0.73***	0.06	0.11	0.03	0.07
2019年	86.5%	0.91***	0.05	0.03	0.01	--
整体	77.5%	0.95***	--	0.05	0.00	0.00

注：***表示在1%的显著性水平上显著

资料来源：Wind，联合资信、联合评级整理

表6 2018年和2019年CRMW创设价格指数

指数类型	CRMW参照实体家数	CRMW发行数量	2018年	2019年
CRMW山东指数	2	5	100.00	97.14
CRMW浙江指数	6	22	100.00	134.00
CRMW化工行业指数	2	5	100.00	135.29
CRMW医疗行业指数	2	5	100.00	97.14
CRMW总指数	13	46	100.00	118.99

资料来源：Wind，联合资信、联合评级整理

下降了2.86点，表明与2018年相比，医疗行业企业的信用风险有所下降。总体来看，2019年CRMW总指数为118.99点，较2018年上升了18.99点，表明与2018年相比，我国发债企业2019年的整体违约风险呈上升态势。

信用风险缓释工具与信用等级的关系

信用风险缓释工具与信用等级具有密切的关系。首先，信用风险缓释工具的创设机构需要进行信用评级，其次，信用风险缓释工具的参照债务和参照实体也往往需要进行信用评级，此外，信用风险缓释工具中信用联结票据涉及到的合格资产也大多需要进行信用评级。

对于信用风险缓释凭证本身来说，从国外经验来看，在成熟的信用衍生品市场中，信用联结票据（CLN）和担保债务凭证（CDO）普遍需要进行信用评级。根据惠誉对CLN的评级标准，CLN的关键评级驱动因素包括信用质量、风险呈现体的数量和作为信用事件的重组。其中风险呈现体（risk-presenting entity）的信用质量是惠誉对CLNs评级最重要的驱动因素。风险呈现体是指在违约或在某些情况下重组时，通常会导致CLN提前终止的实体。惠誉将风险呈现体分为五类：参照实体、合格投资品、掉期交易对手、担保人和特殊目的机构（SPV）发起人。每个CLN最多可以有三个不同的风险呈现体。每个风险呈现体都应具有惠誉评级。对于CLN只有一个风险呈现体的情形，CLN可能获得该单一实体的级别。如果有两或三个风险呈现体，CLN的级别将采用两风险矩阵或三风险矩阵的方法。风险呈现体数量的增加可能会给CLN带来额外的违约风险。将重组认定为信用事件或违约事件，可能触发衍生合约里的提前终止，给CLN带来额外的违约风险，惠誉会将评级下调一个等级。

另一方面，信用风险缓释工具的交易价格对信用评级有很好的校验作用。信用风险缓释工具的交易价格是市场上交易各方交易的结果，在创设机构信用等级保持稳定的情况下，信用风险缓释工具交易价格的波动反映了参照实体的信用风险变动状况。在国际成熟的CDS市

场中，CDS交易价格被投资者用来衡量相关参照实体或参照债务的违约风险。我国的CRMW和信用保护凭证与国际市场上的CDS有类似的特点，其交易价格也能在一定程度上反映参照实体或参照债务的信用质量。未来，随着我国的CRMW市场的进一步发展，CRMW交易价格与参照实体信用等级之间的关系将逐步显现，评级机构和投资者可以运用CRMW交易价格来验证对参照实体评级的准确性。

目前我国已发行的信用风险缓释工具尚未进行信用评级。我国现已发行的CLN产品均采用私募发行方式，私募发行的CLN产品并不必须进行信用评级。未来，随着我国CLN和CDO产品的发展和成熟，我国可以参照国际经验，逐步开展CLN和CDO的信用评级，更好地为投资者揭示信用风险。

四、2019年我国信用风险缓释工具的交易情况

2019年，我国信用风险缓释工具发展仍不成熟，二级市场交易尚不活跃，二级市场流动性仍待进一步提高。2019年，未有信用风险缓释工具二级市场转让交易的信息公开披露，这表明我国信用风险缓释工具的流动性整体较低。

目前，第三方机构（如中债、中证、银行间市场清算所股份有限公司和北京金融资产交易所）提供信用风险缓释凭证的定期估值服务，每个交易日提供信用风险缓释凭证的估值数据，为二级市场交易提供价格依据，积极促进信用风险缓释凭证的二级市场交易。

五、CRM市场未来展望

2019年，虽然我国信用风险缓释工具的创设数量有所增加，但与国际成熟信用衍生品相比，我国信用风险缓释工具仍处于初级阶段，产品结构相对简单，二级市场流动性较差，交易尚不活跃。整体来看，我国信用风险

缓释工具还存在一些不足。

缺少CRMW指数产品

在国际成熟的信用衍生品市场，信用衍生品指数是重要的信用衍生产品，可以参照特定区域、特定行业、特定属性的一系列实体，综合反映该特定区域、特定行业、特定属性相关实体的信用风险变化趋势，为风险对冲和风险转移提供有力的工具。

目前，我国债券市场的信用违约事件逐步呈现出区域、行业、所有制、财团等特点，投资者需要对冲特定区域、特定行业、特定所有制企业的信用风险。虽然部分第三方机构推出了自行编制的信用风险缓释凭证指数（CRMW Index），但我国尚未推出权威的CRMW指数产品，投资者无法通过购买CRMW指数产品来对冲特定区域、特定行业、特定所有制企业的信用风险，这限制了信用衍生品风险对冲和风险转移功能的充分发挥。

参与主体单一，缺少保险机构和投机者

在国际成熟的信用衍生品市场，信用衍生品交易的参与者包括商业银行、保险公司、工商企业、共同基金、养老金、增信机构、投资银行和对冲基金等多类主体，为信用衍生品市场提供多样化的风险偏好。其中，对冲基金、投资银行通过买入、卖出信用衍生品赚取收益，是风险偏好型的投机者，是信用衍生品市场的主要参与者。

而我国信用风险缓释工具市场的参与主体单一，参与者主要为商业银行、大型证券公司和增信机构，这些参与者的风险偏好都偏保守，承担风险的意愿均比较低，提供信用风险保护的动机不足，这使得我国信用风险缓释工具的创设数量较少、流动性不足。

2019年5月，银保监会发布的《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》明确规定，保险资金可购买信用风险缓释工具和信用保护工具来对冲债券的信用风险，但保险机构不得作为信用风险

承担方。这完全剥夺了保险机构创设CRMW的资格，不利于CRMW市场的长远发展。

未来，我国信用风险缓释工具市场可借鉴国际经验，逐步引入基金、保险等机构，特别是引入对冲基金、投资银行等投机者，为市场提供多样化的风险偏好，促进信用风险缓释工具的创设与流动，实现信用风险的分散与转移。

不能减少资本占用

国外信用衍生品的诞生，是源于商业银行减少资本占用的考虑。商业银行为降低风险资产权重、转移信用风险，通常会成为信用保护的买方。通过购买信用保护，商业银行可以将风险资产（贷款或债券）的信用风险转移给信用保护的卖方，从而减少风险资产的资本占用。巴塞尔协议III规定，信用风险缓释工具可以作为银行风险资产的合格对冲工具，商业银行通过购买CDS来获得信用保护，减少资本金占用。

在我国，监管机构尚未对信用风险缓释工具的资本占用做出明确规定，银监会发布的《商业银行资本充足率管理办法》未明确规定信用风险缓释工具的资本占用问题。在实际操作中，信用风险缓释工具尚未被纳入风险资产对冲工具，我国商业银行不能通过购买信用保护减少资本占用，因此，我国商业银行购买信用保护的积极性不高。

低等级民营参照实体很少

我国现有CRMW的参照实体主要是AA+级（含）以上民营企业，参照实体中AA级（含）以下民营企业仍然较少。

2019年新创设的91单CRMW产品中，所涉及的参照实体有62家，其中47家参照实体为民营企业，仅有13家民营企业的主体信用等级为AA级，其他34家民营企业的主体信用等级均在AA+或AAA级，AA级民营参照实体在全部民营参照实体中仅占27.66%，AA+及以上等级民

营参照实体在全部民营参照实体中占比72.34%。

当前，低等级民营企业的信用风险较大、债券融资尤为困难，迫切需要信用风险缓释工具来提供信用保护；而实践中，大多数信用风险缓释工具的参照实体是中高等级民营企业，低等级民营企业很少，这就难以充分发挥信用风险缓释工具支持民营企业债券融资的功能，也不利于修复市场对低等级民营企业的信用风险偏好。

虽然存在上述不足，但信用风险缓释工具在我国具有广阔的发展前景。未来我国债市仍面临较大的到期偿付风险和回售风险。我国产能过剩行业、强周期行业和抗风险能力较弱的中小民营企业将继续面临严峻挑战，同时部分扩张过于激进的“新动能”企业也将面临一定的违约风险。为了继续分散信用风险，支持民营企业融资，我国信用风险缓释工具仍有很大的发展空间。■

评级小贴士

关于扶贫票据的一些基础知识

扶贫票据支持的类型包括哪些？

根据《非金融企业扶贫票据业务指引》的有关要求，扶贫票据支持类型包括基础设施建设类、产业扶贫类和其他类型项目。其中，基础设施建设类项目需满足服务区域贫困人口数不低于区域总人口数的10%；产业扶贫项目应通过吸纳就业或签订帮扶协议等方式带动扶贫工作；其他类型扶贫项目应对改善贫困人口的生产生活条件、帮助贫困人口就业增收有积极作用。

扶贫部分的募集资金用途包括哪几个方面？

扶贫票据中扶贫部分的募集资金用途可分为三大类：用于精准扶贫项目建设、偿还精准扶贫项目借款或者补充精准扶贫项目营运资金。其中，用于偿还精准扶贫项目借款的，可偿还发行人本部及子公司到期的扶贫用途借款。用于补充营运资金的，应用于精准扶贫项目或主要开展精准扶贫业务的子公司营运资金需求，而非用于发行人合并报表范围的所有企业。

扶贫票据发行后，当期扶贫票据是否可变更为常规品种？

扶贫票据发行后，用于精准扶贫用途的募集资金确需变更用途的，应由企业和主承销商出具说明，并至少于变更前5个工作日披露变更公告，变更后用途仍应符合扶贫票据的要求。因此扶贫票据发行后，当期扶贫票据不允许变更为常规品种。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《非金融企业债务融资工具注册发行业务问答》

2020年二季度地方政府债券市场分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 唐立倩 竺文彬 邱成

2020年上半年，地方政府债券相关政策主要体现在规模扩容、投向优化、发行及使用提速和加强地方政府债务管控等方面。从市场情况看，上半年地方政府债券发行表现出期限明显拉长、发行利率有所反弹、发行利差环比上升的特征。预计8—10月地方政府债券发行节奏将明显提速，资金投向将重点支持“两新一重”领域，发行利率则维持在较低水平。

一、地方政府债券相关政策梳理

2020年二季度，随着国内疫情逐步得到控制以及一系列稳投资促增长政策的发力，多项经济指标出现边际改善。二季度实现国内生产总值250110亿元，同比增长3.3%，扭转了一季度-6.8%的跌势；2020年上半年，国内生产总值456614亿元，同比下降1.6%。但全球疫情和世界经济形势依然面临较大不确定性，国内较长时间内仍将处于疫情防控常态化阶段，地方政府债作为重要的逆周期调控工具仍需持续发力。整体看，上半年地方政府债券相关政策主要体现在规模扩容、投向优化、发行及使用提速和加强地方政府债务管控等方面，上述政策向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心。相关政策举措主要涉及以下几个方面：

一是基于疫情冲击及稳增长需求影响，明确3.75万亿地方政府专项债规模，优化债券资金投向，提高资金使用效益。二季度以来，全球疫情及中国经贸形势不确定性持续扩大，政府需要通过财政逆周期调节进一步稳经济稳投资，地方政府债成为重要的调节工具之一。人大通过的《政府工作报告》明确安排地方政府专项债

3.75万亿元，比2019年增加1.6万亿元。为应对疫情冲击和发展环境变化，7月15日国务院常务会议（以下简称“国常会”）提出加强资金和项目对接、期限匹配，提高资金使用效益，重点用于国常会确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，同时可根据需要及时用于加强防灾减灾建设。

二是强调提高专项债券可用作项目资本金的比例，安排6000亿投资资金重点支持“两新一重”建设，扩大专项债资本金使用范围。2020年上半年，专项债用作项目资本金占比均值为7.45%，较20%的资本金比例仍有较大提升空间。《政府工作报告》进一步强调提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，具体包括新型基础设施建设、新型城镇化建设和交通、水利等重大工程建设。基于国内疫情逐步控制及复工复产推进，全国基建投资持续改善，降幅不断收窄，1—6月份全国基建投资同比下降2.7%，较1—3月降幅收窄17个百分点，但全国一般公共预算收入同比下降10.8%，较1—3月降幅扩大0.9个百分点。提高专项债作为重大项目资本金的比例，有利于加大社会资本投入，也可在一定程度上缓解地方财政压力，改善地方重大项目资金筹措能力，加速重大项目落地，扩大基建项目投资。

三是强调加快地方政府债发行使用，简化专项债券用途调整程序，有力拉动经济社会发展。为保障重大项目建设推进，国常会多次强调加快地方政府专项债券发行和使用，截至6月底，2020年新增地方政府专

项债券已发行22215亿元，完成全年计划的59.24%。财政部下发《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94号）（以下简称“《通知》”），要求统筹把握新增专项债券、抗疫特别国债、一般债券发行节奏，确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕。对项目短期内难以建设实施，需于9月底前完成资金用途调整，并合理简化程序，确保年内形成实物工作量。此外，《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》提出依托信息系统，督促加快专项债券资金使用进度，确保项目质量的同时防止债券资金滞留国库，或沉淀在项目单位，尽快形成实物工作量。加快发行使用有利于加大宏观政策的调控力度，尽快产生经济效益。

四是加速地方政府债监管制度建设，严格防范法定专项债券风险。《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》提出结合专项债券管理特点和地方实际，从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理。《通知》指出，严禁将新增专项债券资金用于置换存量债务、商业化运作的产业项目、企业补贴或经常性支出，同时，坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目；要求加大专项债券信息公开力度，加快推进专项债券项目库公开，对组合使用专项债券和市场化融资的项目以及将专项债券作为资本金的项目要单独公开；对资金拨付进度慢、安排使用不合规的市县、相关主管部门和项目单位予以通报或约谈。

二、2020年上半年地方政府债券市场回顾

发行概况

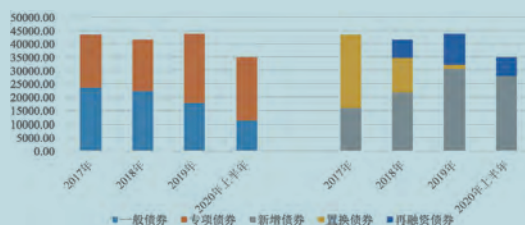
2020年上半年，地方政府债券累计发行1020支，规模合计34864.04亿元，同比增长22.88%；其中新增债券27779.55亿元，再融资债券7028.49亿元（见图1）；由于上一轮政府债务置换基本完成，2020年上半年无新发行置

换债券。分季度看，2020年二季度，地方政府债券发行总额18758.96亿元，同比增长31.13%，环比增长16.48%，以新增债券为主；再融资债券的发行规模随着存量债券的集中到期而大幅增长，二季度再融资债券发行量占到上半年的90.31%；一季度和二季度的地方政府债务净融资规模分别为15146.87亿元和13363.71亿元，合计净融资规模相当于2019年全年的93.56%。从资金用途看，2020年上半年新发行地方政府债券中专项债券占比达到68.05%，较2019年进一步上升。

上半年地方政府债券发行期限明显拉长，加权发行期限提至15.11年。从发行期限看，2018—2020年上半年，10年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升，分别为17.86%、46.91%和82.47%，同时10年期以下品种的发行规模大幅压缩，使得平均发行期限明显拉长，地方政府债券期限和项目周期的匹配度进一步提高。2019年和2020年上半年，新发行地方政府债券的加权发行期限分别为10.29年和15.11年，其中一般债券的加权发行期限分别为12.13年和16.73年，专项债券的加权发行期限分别为9.02年和13.43年，地方政府债券发行期限长期化的趋势明显。

下半年新增和再融资债券的发行压力仍然较大。从发行节奏看，2017—2018年，地方政府债券的发行主要集中在二、三季度。2018年底以来，随着财政部开始提前下达下一年度的地方政府债务限额，以及存量地方政府债券的到期规模进入快速增长阶段，地方政府债券的发行节奏开始提前。新增债券方面，根据全国人大会议

图1 2017—2020年上半年全国地方政府债券发行概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

议部署, 2020年新增一般债券和新增专项债券的计划发行规模分别为0.98万亿元和3.75万亿元; 截至2020年6月底, 新增一般债券和新增专项债券累计完成全年发行目标的56.68%和59.47%, 相比于2019年上半年新增债券的发行进度(占全年的71.13%)略有迟缓。考虑到地方政府债券的发行集中在每年的前三季度, 2020年三季度新增债券的发行压力仍然较大。再融资债券方面, 2019年再融资债券的发行规模相当于当年地方政府债券到期规模的87.32%, 考虑到2020年上半年再融资债券发行总额仅相当于全年地方政府债券到期规模的33.86%, 下半年再融资债券的发行压力同样较大(见表1)。

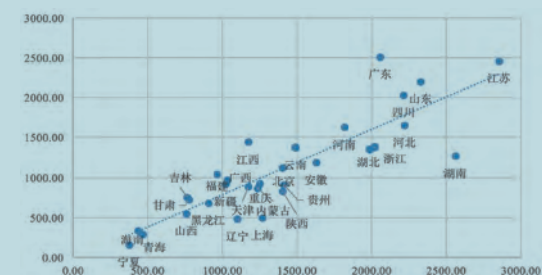
各省市发行节奏分化仍然明显。从发行区域的分布情况看, 2020年上半年, 全国31个省级行政区、5个计划单列市和新疆生产建设兵团均有地方政府债券发行, 但各省市发行节奏分化较为明显。整体看, 2020年上半年各省(市、自治区)发行规模的相对排名与2019年较为接近, 其中一季度发行规模偏低的江苏、湖北、贵州、内蒙古等地在二季度迎来了发行高峰, 而广东、河南、北京等地在经历了一季度的集中发行后, 二季度发行规模明显回落。2020年上半年, 各省(市、自治区)地方政府债券的发行规模平均相当于2019年全年的

79.92%, 与平均发行进度偏离较大的省(市、自治区)包括大连(166.72%)、厦门(135.94%)、江西(123.02%)、广东(122.03%)、湖南(49.67%)和上海(39.08%)。由于不同省份的发行节奏受地方债务限额(影响剩余举债空间)、项目储备规模(影响专项债申报规模)和存量债券到期时间(影响再融资债券发行节奏)等多重因素的影响, 发行节奏的分化需结合各省的实际情况具体分析(见图2)。

利率利差分析

发行利率有所反弹, 期限利差有所收敛。发行利率

图2 2019年及2020年上半年各省(市)府地方政府债券发行规模对比(单位: 亿元)



注: 江苏、山东、广东等省统计数据不含其下属计划单列市; 横轴为2019年发行规模, 纵轴为2020年上半年发行规模
资料来源: 联合资信根据Wind资讯整理

表1 全国地方政府债券发行时间分布(单位: 亿元、%)

月份	2017年		2018年		2019年		2020年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	0.00		0.00		4179.66		7850.64
2	145.82	10.89	285.61	5.27	3641.72	32.20	4379.22
3	4599.23		1909.83		6245.13		3875.23
4	3249.09		3017.88		2266.76		2867.60
5	5484.84	31.81	3552.57	28.60	3043.22	32.74	13024.58
6	5130.76		5343.24		8995.51		2866.78
7	8453.08		7569.54		5625.17		--
8	4697.35	38.34	8829.70	57.34	5694.69	30.94	--
9	3556.41		7485.46		2195.81		--
10	3400.79		2560.31		964.60		--
11	4540.87	18.96	459.41	8.78	457.89	4.13	--
12	322.69		638.12		379.874		--
合计	43580.94	100.00	41651.67	100.00	43690.06	100.00	34864.04

资料来源: 联合资信根据Wind资讯整理

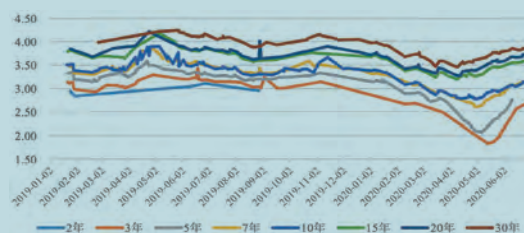


方面，在宽松的货币政策与积极的财政政策的配合下，2020年一季度地方政府债发行利率呈下降趋势。二季度以来，随着货币政策的边际收紧以及特别国债发行带来的供给压力上升，各期限地方政府债券的发行利率先下后上，反弹幅度较大。其中，10年期及以上品种的发行利率从4月中下旬开始回升，而3年、5年和7年期品种的下行趋势延续到了5月中上旬，使得中短期品种和长期品种的期限利差在4—5月份显著扩大。6月份以来，各期限发行利率延续了回升趋势，中短期品种的发行利率反弹力度较大，目前整体发行利率和期限利差已经回复到了2月中上旬的水平（见图3）。

发行利差环比上升，中短期品种的区域利差分化加大。发行利差方面，以同期限国债到期收益率为基准，2020年二季度的发行利差环比明显回升，其中3年和5年期品种的利差回升幅度较大，平均分别为2.94BP和2.90BP。分区域看，2019年，广西、云南、新疆和新疆生产建设兵团的发行利差显著高于其他区域；2020年一季度，发行利差的区域分化已经明显收窄，各省级政府在同一天发行的同期限政府债券在发行利率上没有明显差异；2020年二季度，中短期限品种的区域利差分化程度有所回升，而长期品种的区域利差则进一步收敛。分期限看，

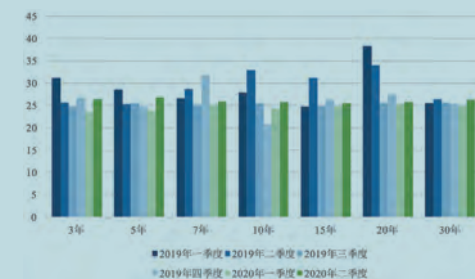
2020年二季度，5年和7年期品种区域发行利差的标准差分别由一季度的1.33BP和1.52BP回升至1.64BP和1.77BP，10年期和30年期品种区域发行利差的标准差分别由一季度的1.88BP和2.08BP下降至1.42BP和1.63BP（见图4）。

图3 地方政府债加权平均发行利率（单位：%）



资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

图4 各季度政府债加权平均利差对比（单位：BP）



资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券发行概况

2019年,用于土地储备和棚户区改造的专项债规模分别占到当年项目收益类专项债的35.67%和33.72%,土储和棚改成为专项债资金的主要投向。2019年9月,国务院常务会议要求扩大专项债使用范围,同时明确了重点领域和禁止领域,提出专项债资金不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。在这一政策的指引下,2020年上半年未有新的棚改和土储专项债发行,城乡发展、市政建设、水利环保、产业园区和民生事业类专项债的发行规模和占比较2019年大幅上升,这也符合近期财政部的政策导向(见表2)。

三、地方政府债券未来展望

剩余额度力争于10月底前发行完毕,8—10月发行节奏将明显提速。2020年上半年,地方债新增发行总规模2.79万亿元,其中新增一般债5654亿元(超出提前下达额度74亿元),专项债2.22万亿元(完成提前下达额度

的96.9%);在政府工作报告明确今年地方政府债券发行额度后,新增一般债券及专项债券剩余额度分别为4146亿元和1.53万亿元。由于抗疫特别国债集中于6、7月份发行,同期地方政府债券发行规模明显放缓。财政部《通知》要求,提高专项债券发行使用效率,力争在10月底前发行完毕。这意味着剩余近1.50万亿元的新增额度将在10月底前消化完毕,8—10月发行节奏将明显提速。

棚改项目专项债恢复发行,“两新一重”为投资重点。2020年上半年,土储及棚改专项债并无发行,交通基建、民生服务、市政及产业园区基建等广义基建领域的专项债券发行占比近80%,这与2019年以土储和棚改债券为主的专项债券发行结构形成明显对比。财政部、发改委、住建部办公厅于5月份联合下发《关于梳理新增专项债棚户区改造项目资金需求的通知》(财办预〔2020〕46号),随后多地积极响应棚改项目专项债券资金申报,7月份棚改专项债发行规模157.06亿,达当月专项债发行规模的80.3%,而土地储备、房地产及产业投资相关项目仍为禁

表2 专项债主要资金用途及占比(单位:亿元、%)

项目	2019年		2020年上半年	
	金额	占比	金额	占比
棚改	7174.12	35.67	--	--
土储	6782.75	33.72	--	--
收费公路	1525.51	7.59	1354.77	8.53
城乡发展	1277.18	6.35	2629.83	16.55
市政建设	1076.10	5.35	2000.99	12.59
水利环保	752.46	3.74	2169.91	13.66
医疗教育	355.98	1.77	286.97	1.81
铁路轨道	333.33	1.66	440.60	2.77
产业园区	331.49	1.65	2244.35	14.13
民生事业	119.58	0.59	2120.03	13.34
乡村振兴	107.03	0.53	117.43	0.74
旧改保障房	98.87	0.49	40.22	0.25
文旅	86.13	0.43	138.30	0.87
交通基础设施	81.60	0.41	2027.58	12.76
能源	10.00	0.05	45.05	0.28
教育医疗	--	--	272.55	1.72
合计	20112.12	100.00	15888.57	100.00

资料来源:联合资信根据Wind资讯整理

投领域。同时，未来专项债将重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设（包括新型基础设施建设、新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设），对拉动基建投资增速、提高人民生活水平和促进地方经济发展产生积极影响。

地方政府债发行利率或维持较低水平，利差贴近指导区间下限。2020年一季度受疫情冲击，央行多次降准释

放流动性，地方政府债发行利率稳步下行；二季度以来，在流动性、特别国债加大供给及基本面等多重因素作用下，地方政府债利率反弹明显，10年期地方政府债的加权平均利差由一季度的24.93bp增至25.51bp，但相较2019年的28.69bp仍处于较低水平。预计三季度地方政府债发行利率仍可维持在当期的较低水平，与同期限国债利差贴近25bp的指导区间下限。■

2020年二季度城投债市场分析报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 张建飞 马玉丹 许狄龙 丁晓

2020年二季度，市场资金面仍保持整体宽裕，城投债发行规模继续保持增长，发行利率整体下行，利差维持低位；但货币政策重心转移形成政策利空，不同级别期限城投债利差分化加剧，6月份城投债发行利率、利差翘尾明显。下半年，市场资金面仍将保持整体宽裕，但进一步宽松可能性较小；城投债到期压力仍较大，城投债发行仍将保持较大规模，发行利率将维持低位。货币政策重心转移或将导致再融资环境恶化的地区城投企业信用风险持续暴露，城投企业的信用风险仍需甄别关注。

一、主要政策梳理

县城新型城镇化建设专项企业债券有望得以发行，城镇化建设发展进一步加快

2020年4月和6月，国家发改委分别印发《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》（以下简称“《任务》”）和《关于加快开展县城城镇化补短板强

弱项工作的通知》（发改规划〔2020〕831号）（以下简称“《通知》”）。《任务》在优化城镇化空间格局、提升城市综合承载能力、加快推进城乡融合发展等方面提出了要求；《通知》则针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务，并公布了120个新型城镇化示范县。6月24日，国家发展改革委发布《关于向社会公开征求对〈县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引（征求意见稿）〉意见的公告》，提出允许市场化运营的公司法人发行县城新型城镇化建设专项企业债券，用于县城（含县级市城区）项目建设，募投项目应为市场化自主经营项目，且可产生稳定持续的经营性现金流。城镇化建设发展进程在政策和资金配置上均得到大力推进。

交易所试点发行短期公司债，填补了交易所市场发行短期产品的空白，有助于拓宽企业融资渠道

5月19日，沪深交易所发布《关于开展公开发行短期公司债券业务试点有关事项的通知》，允许符合条件

的发行人，在试点期内面向专业投资者公开发行期限在1年以内的短期公司债券。此前交易所的短期公司债以证券公司债和私募城投债为主，该政策填补了交易所债券市场公募“短融”产品的空白，有助于拓宽企业融资渠道，降低融资成本，推动交易所公司债发行量增加。

央行创新货币政策工具，政策重心转向宽信用，货币政策边际收紧

6月1日，央行联合银保监会、财政部、发改委、工信部印发了《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》和《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，其主要内容包括：(1) 进一步延长中小微企业贷款延期还本付息政策期限，设立普惠小微企业贷款延期支持工具，通过特定目的工具（SPV）提供再贷款资金400亿元，预计可以支持延期贷款本金约3.7万亿元；

(2) 提高信用贷款比重，设立普惠小微企业信用贷款支持计划，央行向SPV提供4000亿再贷款资金，按季度购买地方商业银行发放贷款的40%，可带动新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元；(3) 央行通过创新货币政策工具激励商业银行发放的贷款利息归放贷银行所有，同时信贷风险也由银行承担；(4) 强调金融机构要把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域；要引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，支持大型企业更多发债融资，释放信贷资源用于支持小微企业贷款。疫情发生以来，为对冲疫情对经济影响，货币政策进一步宽松，在支持经济及企业融资的同时也导致了资金在金融机构之间空转套利，或者涌向地产等领域，推升局部金融风险。央行新创设两个直达实体经济的货币政策工具，通过SPV向银行提供资金用于普惠小微企业信用贷款和延期贷款，相当于在不进一步扩大货币总量供给情况下，将货币政策重心由宽货币转向宽信用，一定程度上降低了市场对进一步降准、降息的预期，货币政策边际收紧。

二、城投债发行情况

发行概况

二季度市场资金面仍整体保持宽裕，城投债发行数量及规模延续增长趋势。

2020年二季度，城投债发行数量及规模同比环比均保持增长，共发行城投债1470支，同比、环比分别增加603支和103支；发行规模11270.91亿元，同比、环比分别增长57.34%和8.76%。其中，4月城投债发行支数及规模为二季度单月最高，5月受假期以及地方政府债发行提速影响，城投债发行规模较4月降幅明显，6月有所回升（见图1）。

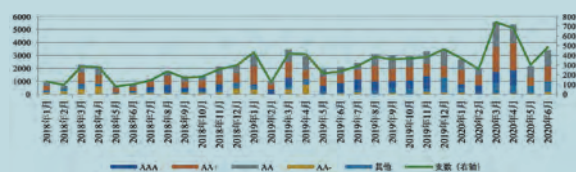
各等级发行情况

各级别城投债发行规模增长明显，中低级别城投债发行规模增长最快，宽裕资金面背景下，市场资金配给城投债的级别中枢整体延续下移趋势。

发行规模方面，二季度各主要级别城投债发行规模同比、环比均保持增长趋势，AAA级、AA+级及AA级城投债发行规模同比分别增长38.75%、76.63%和56.35%，环比分别增长1.62%、10.83%和10.21%，其中AA+级城投债发行规模同比、环比均增速最快，AAA级城投债发行规模环比增速由负转正。

发行规模占比方面，二季度AAA级城投债发行规模占比为28.58%，同比、环比分别下降3.83个和2.01个百分点；AA+级城投债发行规模占比为37.25%，同比、环比分别上升4.07个和0.70个百分点，占比持续提升；AA级城投

图1 2018年—2020年6月城投债发行情况（单位：亿元、支）



资料来源：联合资信根据COS系统和Wind资讯整理

债发行规模占比为31.45%，同比、环比分别变化-0.20个和0.41个百分点（见图2）。宽裕资金面背景下，市场资金配给城投债的级别中枢整体延续下移趋势。

发行方式、期限和品种

公、私募发行规模占比仍保持均衡态势；发行期限仍以中短期为主，3年期发行规模占比持续增长；发行品种以私募公司债、超短期融资债券和一般中期票据为主，公司债同比增长显著。

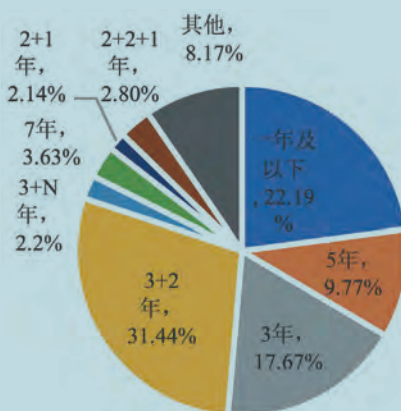
从发行方式看，二季度城投债公募方式和私募方式发行支数分别为762支和708支，发行规模分别为6018.20亿元和5252.71亿元，公募、私募方式发行规模占比分别为53.40%和46.60%，公募债发行规模占比同比、环比分别下降5.55个和0.45个百分点。

从发行期限看，二季度城投债发行期限仍以中短期为主，其中，1年期及以下、3年期和3+2年期发行规模占比较高，分别为22.19%、17.67%和31.44%，环比分别变化-4.36个、1.81个和-0.60个百分点，3年期发行规模占比持续增长（见图3）。

从发行品种看，二季度私募公司债仍为城投债主要发行品种，发行规模占32.85%，同比上升4.55个百分点，

环比下降0.07个百分点；其他发行规模占比较大的为超短期融资债券和一般中期票据，发行规模分别占15.48%和19.99%，其中超短期融资债券发行规模同比、环比分别下降5.95个和2.82个百分点，一般中期票据发行规模同比、环比分别上升0.08个和2.27个百分点。受交易所放宽公司债审核条件以及公司债发行改为注册制政策影响，二季度公司债发行同比增长明显，其中私募公司债及一般公司债同比分别增长82.64%和70.86%（见图4）。

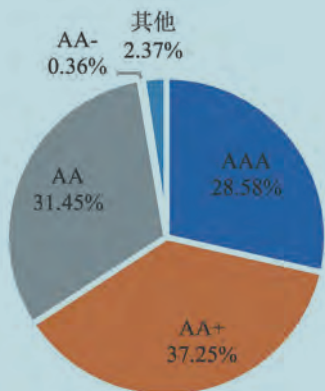
图3 各期限发行规模占比



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据COS系统和Wind资讯整理

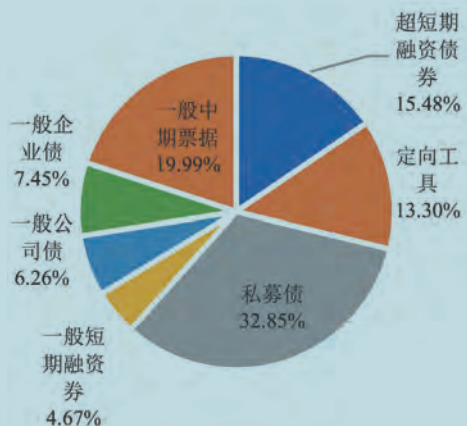
图2 各主体等级发行规模占比



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据COS系统和Wind资讯整理

图4 各品种发行规模占比



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据COS系统和Wind资讯整理

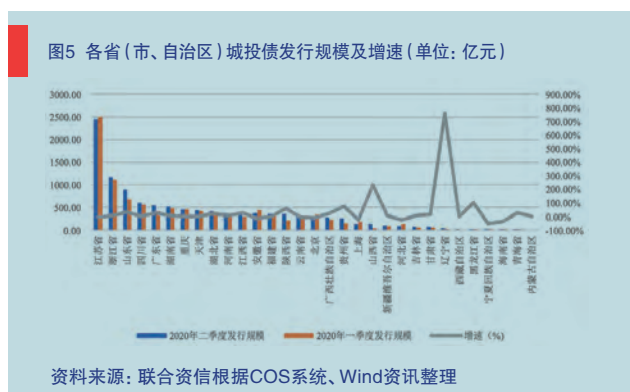
各地区发行情况

城投债发行区域性分化仍较明显，江苏省发行规模仍一家独大；辽宁省发行规模环比增幅最大，内蒙古自治区无新债发行。

二季度，江苏省、浙江省和山东省发行规模位列前三，江苏省仍遥遥领先，总发行规模为2440.35亿元，环比下降1.98%，占同期全国发行总规模的比重为21.65%；宁夏回族自治区、海南省和青海省发行规模较小，内蒙古自治区未发行城投债；辽宁省、山西省、黑龙江省、贵州省和陕西省发行规模环比增速均超过50%，其中辽宁省发行规模43.00亿元，环比增长760%，增幅全国最大¹；安徽省、上海、河北省和海南省发行规模均有明显下降，其中宁夏回族自治区发行规模19.00亿元，环比下降47.80%（见图5）。

发行利率和利差分析

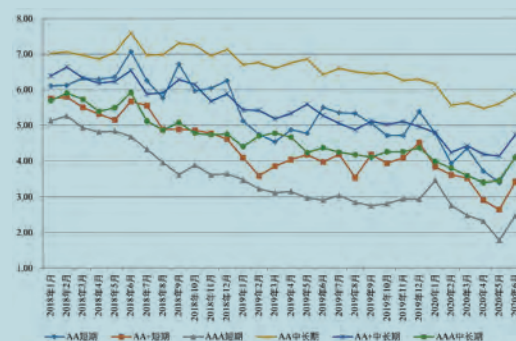
国内货币政策和资金面持续宽松，城投债发行利率整体下行，短期限城投债表现相对明显；不同期限城投债发行利差出现分化，短期限城投债发行利差整体收窄，长期限城投债发行利差整体走阔；6月份城投债发行利率、利差翘尾明显。



二季度，市场流动性仍保持充裕，城投企业面临宽裕融资环境，各级别、期限城投债的发行利率均低于2019年同期。环比方面，二季度各级别、期限城投债的发行利率仍保持下行，短期限城投债表现相对明显，AA级短期、AA+级短期和AAA级短期城投债平均发行利率分别为3.74%、3.62%和2.79%，环比分别下降0.61、0.58和0.50个百分点。分月来看，4月，各级别、期限城投债的发行利率均快速下行，低级别短期限城投债利率下行相对明显，AA级短期城投债平均发行利率为3.71%，环比下降0.64个百分点；5月，短期限城投债的发行利率仍延续下行趋势，长期限城投债中AA级和AAA级城投债发行利率有所回升；6月，随着国内疫情逐步控制，经济基本面改善，以及货币政策边际收紧，进一步宽松预期落空，各级别、期限城投债发行利率全面回升，平均发行利率接近2020年1月水平（见图6）。

二季度，除AA级短期限城投债外，其余各级别、期限城投债的发行利差均较2019年同期走阔，其中高级别城投债发行利差走阔表现尤为明显，AAA级短期和AAA级长期城投债平均发行利差分别为81.77BP和159.26BP，同

图6 城投债月度加权平均利率（单位：%）



¹ 不含一季度未发债区域。



比分别扩大25.94BP和18.70BP。环比方面，不同期限城投债发行利差出现分化，短期限城投债发行利差整体收窄，其中AA+级短期城投债平均发行利差为158.29BP，环比收窄19.64BP，收窄幅度最大；长期限城投债发行利差整体走阔，其中AA+级中长期城投债平均发行利差为244.05BP，环比走阔38.93BP，走阔幅度最大，AA级中长期和AAA级中长期城投债平均发行利差环比分别走阔31.12BP和

36.84BP。短期城投债平均发行利差区间由3月的（70.90BP，251.57BP）变为6月的（49.93BP，218.66BP），长期限城投债平均发行利差区间由3月的（120.43BP，341.18）变为6月的（164.39BP，348.95BP）（见图7）。

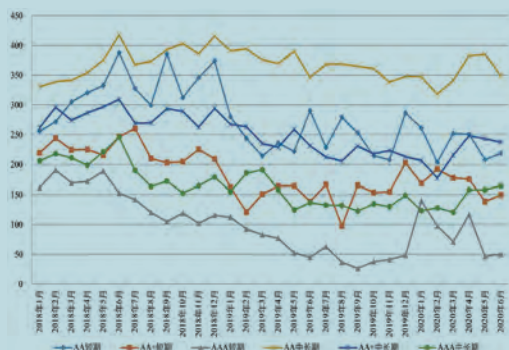
三、净融资规模及债券存续情况

二季度城投企业净融资情况

二季度城投企业净融资额有所下降，但仍保持较大规模；江苏省净融资规模仍保持全国最大。

二季度城投企业净融资规模达6926.37亿元，环比下降4.81%；其中江苏省净融资规模为1284.22亿元，占18.54%，环比下降30.27%，其次为浙江省（912.23亿元，占13.17%）及山东省（714.44亿元，占10.31%）。净融资规模为负省份包括辽宁省、黑龙江省及内蒙古自治区，融资净流出规模较一季度进一步扩大；山西省及青海省净融资额较一季度由负转正，但规模较小。东北及西部经济欠发达或下行压力较大地区融资环境无明显改善。

图7 城投债月度加权平均利差（单位：BP）



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据GOS系统、Wind资讯整理

二季度末存续城投债情况

二季度末全国存续城投债中江苏省城投债余额占比最大；存续债券中私募公司债规模最大，债券级别以高级别为主。

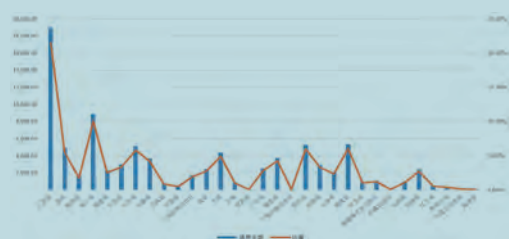
截至2020年6月底，有存续债券的城投企业共2402家，存续城投债券共11155支，存续债券余额88291.35亿元，环比增加5.02%。从地区分布看，截至2020年6月底，江苏省城投债券余额为18999.55亿元，占全国城投债券余额的比重为21.52%，占比突出；浙江省、湖南省、四川省和山东省分列二至五名，占比分别为10.03%、6.11%、6.02%和5.87%（见图8）。

从债券级别分布看，截至2020年6月底，全国存续城投债券中级别为AAA级、AA+级和AA级分别占比

为24.98%、19.10%和13.73%，在不考虑未披露级别城投债情况下，占比则分别为41.82%、31.98%和22.98%，仍以高级别城投债为主。从主体级别看，AAA级、AA+级和AA级城投企业债券余额分别占比27.69%、34.39%和34.96%，占比与债券级别正好相反，主要由于相当一部分低级别城投企业选择以私募形式或设置增信措施发行债券（见图9）。

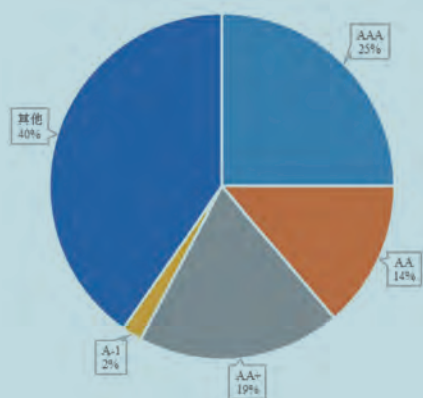
从存续品种看，截至2020年6月底，全国存续城投债券的品种以私募公司债、中期票据、一般企业债和定向工具为主，分别占27.40%、23.96%、18.25%和17.11%。私募公司债存续规模最大，（超）短期融资券虽然单季度发行规模较大，但存续时间较短，期末余额并不大；一般企业债虽单季度发行规模较小，但因存续时间相对较长，期末累积余额仍较大（见图10）。

图8 二季度末存续城投债区域分布（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

图9 二季度末存续城投债级别分布（单位：亿元）



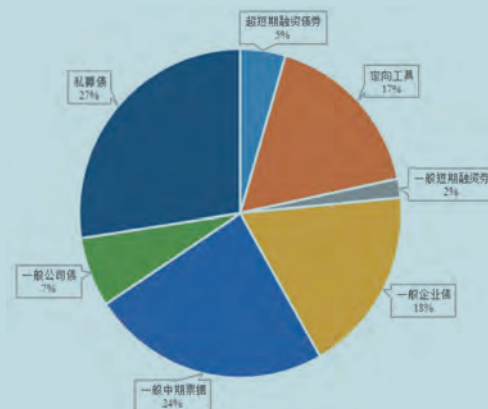
资料来源：联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

2020年下半年到期的存续债券情况

2020年下半年到期的城投债规模大，三四季度分布较均匀，到期债券主体级别以中高级别为主，集中偿付压力可控；政府债务负担较重以及二季度净融资规模为负区域城投企业下半年流动性情况需关注。

存续城投债到期分布方面，在不考虑含权债券行

图10 二季度末存续城投债品种分布（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

权的情况下，2020年下半年将到期的城投债券余额共11123.41亿元，三、四季度分别为5904.91亿元、5218.50亿元。如考虑含权债券行权的情况，2020年下半年将到期的城投债券余额为13835.10亿元，三、四季度分别到期7044.21亿元、6790.89亿元。二季度净融资规模对三季度到期规模的覆盖程度尚可，短期内城投债的偿付压力仍可控。

到期城投债区域分布方面，江苏省2020年下半年到期的城投债规模最大，到期规模占全部到期规模（考虑含权，下同）的26.05%，浙江、天津、重庆、湖南分列其次，占比分别为7.78%、6.24%、5.30%和5.01%；天津、重庆及湖南等政府债务负担较重以及二季度净融资规模为负区域城投企业下半年流动性情况需关注（见图11）。下半年到期债券中无级别债券的私募债及定向融资工具等占比最大，达54.10%，AAA级、AA+级和AA级占比分别为14.23%、13.48%和13.48%；主体级别为

AAA级、AA+级、AA级占比分别为30.47%、33.46%、34.00%。

四、二季度城投企业级别变动情况及风险事件

二季度城投企业的级别变动以调升为主，信用风险事件主要为非标产品逾期。

二季度，主体级别调升的城投企业共88家，其中，主体级别自AA-上调至AA的城投企业10家，AA上调至AA+的城投企业59家，AA+提升至AAA的城投企业19家；调升的区域主要集中于江苏省、浙江省、安徽省、湖南省、河南省、江西省以及四川省。触发调升的因素主要为区域重大利好政策、企业业务地位提升、资本实力增强等。

调降的城投企业1家，主体级别自AA-下调至A+；评级展望由稳定调整为负面的城投企业4家，湖南省、江苏省、安徽省及甘肃省各一家（见表1）。级别调降以及展望下调原因主要为借款逾期、或有负债风险大、短期偿债压力大以及区域财政实力下滑等。

负面事件方面，根据已有披露信息统计，二季度非标负面事件涉及城投企业6家，其中贵州5家，陕西1家，主要为信托产品到期出现本息延期或兑付不确定的情况；城投企业行政级别主要为区县级。城投企业的信用风险仍需甄别关注。

图11 2020年下半年城投债到期区域分布（单位：亿元）

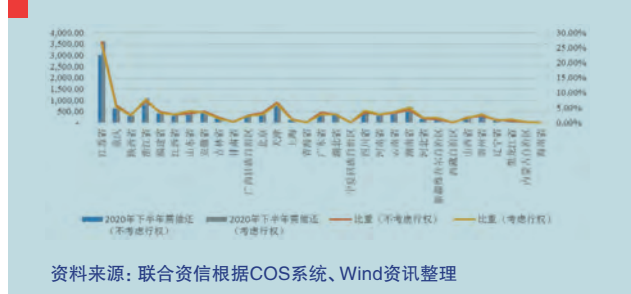


表1 二季度城投企业信用级别及展望下调情况

指数类型	CRMW参照实体家数	CRMW发行数量
主体信用级别下调		
四川金财金鑫投资有限公司	AA-/负面	A+/稳定
展望下调		
湖南昭山经济建设投资有限公司	AA/稳定	AA/负面
平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司	AA-/稳定	AA-/负面
天长市城市建设投资有限公司	AA/稳定	AA/负面
宿迁市湖滨新城投资开发有限公司	AA/稳定	AA/负面

资料来源：联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

五、展望

市场资金面仍将保持整体宽裕，但短期内进一步宽松可能性小。疫情以来，为支持实体经济、对冲疫情冲击，央行出台一系列措施，市场资金面较为宽裕，货币政策实际处于应急的“超宽松”状态；宽松的货币政策有力对冲了疫情负面影响，但同时也带来了资金空转套利以及向房地产“溢出”等风险。为抑制资金空转套利，切实支持资金直达实体经济，6月央行创新出台新的货币政策工具，释放出货币政策重心从宽货币转向宽信用的信号；加之国内疫情的逐渐控制，国民经济基本面改善，疫情进入常态化防控阶段，货币政策逐步从应急的“超宽松”状态逐步回归常态；“730政治局会议”提出“货币增速与社会融资需求相匹配”，强调“落地见效”、“精准导向、灵活适度”，并未再一味强调货币宽松，后续货币政策进一步宽松的可能性较小。但当前海外疫情仍处高发期，中美矛盾升级，全球经济复苏仍存在较大不确定性；中央提出“两个循环”的概念，强调要“逐步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”，为营造良好的资金环境，在央行推动宽信用的过程中，央行仍将通过货币市场或其他方式保持银行流动性的合理充裕。

城投债发行仍将保持较大规模，用途仍以借新还旧为主。4月份以来，江苏、云南等区域陆续出台严控城投企业融资成本的政策，要求用低成本、长期限融资置换高成本、短期限的非标等政信融资；加之下半年城投债到期规模仍较大，在合理宽裕的外部融资环境、较大的还本付息压力以及高债务成本置换的理性选择下，城投企业发债动力充足，后续城投债的发行仍将保持较大规模，利率仍将整体维持低位，城投债募集资金用途仍将以借新还旧为主。

县城新型城镇化建设专项企业债券推动城投债资质下沉，城投企业分化将进一步加剧。县城新型城镇化建设专项企业债券的推出，有利于丰富城投企业发债

品种，同时推动县级城投发债，进一步下沉城投债资质；但各区域县级城投情况差异较大，经济发达区域县级城投发债规模有望提升，经济欠发达区域县级城投债或将更多以担保增信方式发行。此外，县城新型城镇化建设专项企业债券募投项目需为市场化自主经营项目，且可产生稳定持续的经营性现金流；无优质项目储备或地位较低的城投企业难以有效利用政策。

疫情常态化加之货币政策重心转移，城投债风险仍需甄别关注。目前疫情进入常态化防控阶段，短期内疫情对经济和政府财政收入的影响难以彻底消除；加之货币政策重心转移，进一步宽松可能性较小，城投企业信用风险的分化将持续加剧；“资管新规”过渡期延长至2021年，未来两年城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增大；加之部分区域严控城投企业融资成本，再融资环境恶化的地区非标信用风险将持续暴露，城投企业的信用风险仍需甄别关注。///



Interim Results of Lianhe Global's Rated Chinese Property Developers: Sales Performance Gradually Improving amid Receding COVID-19 Impacts; Continuous Industry Polarization and Policy Curbs

Lianhe Ratings Global

Receding COVID-19 Impacts in China to Aid Sales Performance; Evolving Operation Focus with Continuous Industry Polarization

The first phase control of the COVID-19 in China starting from March 2020 has proven to be effective, with sales and construction activities gradually recovering since then. Although we expect total contracted sales of China property developers to slightly decline in 2020 based on the 1H 2020 performance, divergence in sales performance continues. Some of our relatively larger-scale rated Chinese property developers' (such as CIFI, Logan and China Aoyuan) contracted sales recovered remarkably, while some others of smaller scale are still trailing behind. We have noticed some medium- to large-sized developers being able to achieve c. 40-50% of full year 2020 sales target. In addition to focusing on the operating efficiency such as sell-through rates, cash collection rates and contracted sales performance, Chinese property developers are diversifying their land bank and revenue sources via urban renewals and the theme of "Industry Linkage" ("产联互动"). While urban renewal projects usually present higher margin potentials, execution risks remain due to the long project cycle with uncertainties presented in various steps along the process (such as acquisition of land parcels and negotiation with stakeholders). Chinese property developers are also facing higher financing risk and tighter liquidity position. Large-to-medium developers with good access to both onshore and offshore funding continue maintaining their moderate liquidity position. Smaller developers are more exposed to refinancing pressure due to

their weaker credit profile and sales performance.

Tightened Government Policies and Regulations to Remain

Home prices have risen alongside the recovery of the Chinese property market. With an aim to continue the "properties are for living not for speculation" (房住不炒) and the "one city, one policy" (因城施策) stance, local governments of higher tier cities have taken measures including more constrained purchase restrictions, and higher down-payment ratios, in the past three months to curb the rising home prices of these cities.

Although developers focusing more on higher-tier cities benefited from the increase in average selling prices in 1H 2020 in terms of sales performance, the margin compression started emerging and we have noticed a slight decrease in margins for some of our rated developers with higher concentration in tier 1 and tier 2 cities.

On the financing front, the No. 778 announcement remains intact, which continues putting pressure on offshore funding channels for property developers. The new "three redlines test" that was raised during the meeting hosted by the Ministry of Housing and Urban-Rural Development and the PBOC on August 20th about tiering of allowance for increase in new interest-bearing debt based on gearing thresholds, has spiked new rounds of speculations on liquidity concerns of Chinese property developers. As the offshore market has already been restrained to re-financing only, the new test could aim at curbing the growth in the bank loan markets for property developers, and would further affect the liquidity and funding channels of medium-to-small Chinese property developers. 

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2020年8—9月，债券市场¹新增违约²主体4家，涉及到期违约债券5期，到期违约规模约37.06亿元。另有5家重复违约³主体，共涉及到期违约债券8期，到期违约规模合计约74.12亿元。

截至9月30日，2020年我国债券市场新增违约主体20家，涉及到期违约债券67期，到期违约规模合计约751.02亿元，新增违约发行人家数、到期违约债券期数较上年同期（38家、105期）有所减少，到期违约规模较上年同期（643.82亿元）有所增加。重复违约主体15家，涉及到期违约债券35期，到期违约规模合计约203.86亿元，较上年同期（25家、58期、316.16亿元）均有所减少（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2020年8—9月，债券市场有9家发行人主体级别发生上调，有14家发行人主体级别发生下调，无发行人主体展望发生上调，有2家发行人主体展望发生下调。

截至9月30日，2020年我国债券市场有223发行人主体级别发生上调，较上年同期（201家）有所增加，有65家发行人主体级别发生下调，较上年同期（74家）有所减少。有4家发行人主体展望发生上调，较上年同期（11家）有所减少，有17家发行人主体展望发生下调，与上年同期（17家）持平。

表1 2017年—2020年9月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2017年			2018年			2019年			2020年1—9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	10	12	43.00	43	110	910.90	46	136	859.90	20	67	751.02
重复违约	13	29	204.58	9	20	126.15	28	67	420.69	15	35	203.86

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 2017年—2020年9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			
	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
调升数量（家）	386	253	211	223	73	27	12	4
调降数量（家）	66	96	85	65	37	21	21	17

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

康美药业股份有限公司

一、主体概况

康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”或“公司”）是广东省普宁市一家中药企业，成立于1997年，于2001年在A股上市。公司以中药饮片生产、销售为经营核心，逐渐形成了中医药全产业链一体化运营模式，业务范围涵盖药材种植、中药饮片、中成药制剂、保健食品、化学药品及医疗器械、现代医药物流、智慧药房、OTC零售、连锁药店、医药电商、移动医疗等。公司

第一大股东为康美实业投资控股有限公司，直接持有公司32.75%的股份，实际控制人为马兴田。

公司于2015年1月27日在交易所市场发行24亿元7年期公司债“15康美债”，到期日为2022年1月27日，附第五年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。因财务造假，经营业绩下滑，债务负担较重等原因，公司未能按时兑付债券回售款和利息，构成实质性违约。

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	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
15康美债	20150127	20220127	20200203	24.93	--	AA+/AA+/稳定	一般公司债	中诚信国际	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
2016-04-25	公司发布2015年年报，资产总计381.05亿元，同比增长36.68%，营业收入180.67亿元，同比增长13.28%，货币资金158.18亿元，同比增长35.82%，负债总额192.67亿元，同比增长72.63%，资产负债率50.56%。
2016-07-06	公司公告，截至2015年12月31日，公司2015年度累计新增借款140.10亿元，归还到期借款61.55亿元；截至2016年6月30日，公司2016年度累计新增借款68.90亿元，归还到期借款59.00亿元。
2017-04-21	公司发布2016年年报，资产总计548.24亿元，同比增长43.87%，营业收入216.42亿元，同比增长19.79%，货币资金273.25亿元，同比增长72.74%，负债总额254.41亿元，同比增长32.04%，资产负债率46.40%。
2018-01-23	因公司盈利能力增强，货币资金充裕等原因，公司主体及“11康美债”和“15康美债”的信用等级由AA+上调至AAA。
2018-04-26	公司发布2017年年报，资产总计687.22亿元，同比增长25.35%，营业收入264.77亿元，同比增长22.34%，货币资金341.51亿元，同比增长24.98%，负债总额365.87亿元，同比增长43.55%，资产负债率53.24%。
2018-12-29	因涉嫌信息披露违法违规，被证监会立案调查。
2019-01-07	因公司被证监会调查以及股价大幅下跌，公司主体及“15康美债”、“18康美01”和“18康美04”的信用等级被列入信用评级观察名单。
2019-02-12	因公司债务到期兑付相对集中，控股股东股份质押比例高和被证监会调查等原因，公司主体及“15康美债”、“18康美01”和“18康美04”的信用等级由AAA下调至AA+，继续列入信用评级观察名单。
2019-04-30	公司公布2018年年报称由于会计处理错误与核算账户资金存在错误，造成2018年报表存货等科目多计299亿元，广州中正珠江会计师事务所对其出具保留意见的审计报告和否定意见的内部控制审计报告。

2019-05-12	上交所向公司发出2018年年度报告事后审核问询函, 对公司年报中业务板块及毛利率、主要资产及负债项目、经营业绩和现金流等内容进行询问。
2019-05-22	因公司治理机制不完善、内控存在重大缺失、财务管理制度无法有效实施、财务真实性存疑、控股股东股份质押比例高以及证监会最终处罚结果尚不确定等负面事项影响, 公司主体及“15康美债”、“18康美01”和“18康美04”的信用等级由AA+下调至A, 同时列入可能降级的信用评级观察名单。
2019-08-16	证监会发布《行政处罚及市场禁入事先告知书》, 披露公司2016—2018年期间虚构营收和货币资金等多项财务造假和违法事实, 拟决定对公司责令整改, 给予警告, 并处以60万罚款, 对马兴田、许冬瑾给予警告, 分别处于90万元罚款。
2019-08-24	因证监会对公司作出处罚和禁入公告, 对公司经营产生不利影响; 公司盈利水平下降、经营获现能力较弱、货币资金大幅减少等原因, 主体及“15康美债”、“18康美01”和“18康美04”的信用等级由A下调至BBB, 同时列入可能降级的信用评级观察名单。
2019-11-20	公司公告2019年度审计机构变更为立信会计师事务所。
2019-12-12	公司决定上调“15康美债”的票面利率, 即在后2个计息年度(2020年1月27日至2022年1月27日), 票面利率为6.33%。
2019-12-25	公司发布回售公告“15康美债”公司债券的回售金额为23.65亿元(不含利息)。
2020-01-18	公司发布“15康美债”风险提示公告, “15康美债”公司债券存在未能及时全额兑付回售本金及利息的风险。
2020-01-22	因“15康美债”回售申报金额大, 公司流动性压力进一步加剧, 且再融资能力较弱等原因, 公司主体及“15康美债”、“18康美01”和“18康美04”的信用等级由BBB下调至B, 继续列入可能降级的信用评级观察名单。
2020-02-03	公司未按时兑付“15康美债”回售款和利息, 构成实质违约。
2020-02-04	公司公告, “15康美债”回售金额24.91亿元(含利息), 截至2月3日, 公司通过资产处置等方式, 筹集资金11.30亿元, 公司正在研究差异化支付方案。
2020-02-05	因未能如期偿付“15康美债”及公司出现大额亏损将进一步影响其再融资能力, 公司主体及“15康美债”的信用等级由B下调至C, “18康美01”和“18康美04”的信用等级由B下调至CC, “18康美01”和“18康美04”的信用等级被列入可能降级的信用评级观察名单。
2020-02-24	公司召开“15康美债”2020年第一次债券持有人会议, 会议审议通过了《关于向本期债券持有人全额支付利息, 金额50万(含)以内部分的本金全额兑付、金额50万以上部分的本金等比例支付的议案》等13项议案。

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COS系统

二、违约原因分析

公司经营业绩持续下滑, 盈利能力大幅下降

2018年以来, 由于市场竞争激烈, 公司中药材贸易业务萎缩, 营业收入出现大幅下降, 2018年公司营业收入为170.65亿元, 同比下滑35.55%, 同时公司近年来债务规模不断增大, 导致财务费用大幅增加, 2018年公司财务费用为18.87亿元, 同比增长94.74%, 在此影响下, 公司净利润大幅下滑, 2018年公司净利润3.70亿元, 同比下滑90.96%。2019年公司经营业绩下滑趋势延续, 营业收入下滑至114.46亿元, 财务费用攀升至22.62亿元, 公司净利润大幅下滑至-46.55亿元。盈利能力持续恶化, 严重影响了公司的偿债能力。

公司债务负担较重, 短期债务占比高, 偿债能力减弱

近年来, 伴随公司经营范围扩大及项目的持续推进, 公司债务融资规模持续扩大。2016—2019年公司全部债务分别为132.05亿元、221.99亿元、291.26亿元和

329.34亿元, 其中短期债务占全部债务的比重分别为62.98%、62.58%、40.04%和54.42%, 短期偿债压力较大。但公司的货币资金自2018年以来大幅下滑, 2018年公司货币资金18.35亿元, 同比下降94.63%, 2019年货币资金仅为5.01亿元, 对短期债务的覆盖能力严重不足。此外, 2016—2019年, 公司全部债务/EBITDA分别为2.51、3.40、9.47和-24.62倍, EBITDA利息倍数分别为6.05、5.37、1.67和-0.59, 表现逐年恶化, 公司偿债能力逐年减弱。

控股股东所持公司股权质押比例高, 存在实控人变更风险

公司控股股东康美实业投资控股有限公司所持公司股份质押比例较高, 截至2020年3月末, 公司控股股东持股份额占公司总股本的32.75%, 其累计质押股份占其持有公司总股份数的98.81%, 占公司总股本的32.58%。受公司财务造假及证监会立案调查等负面事项影响, 公司股价持续下跌一度触及平仓线, 可能导致公司控制权发生变更。

内控制度存在重大缺陷，财务造假问题严重

近年来，由于公司内控制度存在重大缺陷，财务管理制度不能有效实施，公司财务造假问题严重，经证监会事后调查发现公司存在以下财务造假行为：一是虚构货币资金，2016年1月1日至2018年6月30日，公司通过财务不记账、虚假记账，伪造、变造大额定期存单或银行对账单，配合营业收入造假伪造销售回款等方式，虚增货币资金。二是虚增营业收入、利息收入及营业利润，2016—2018年，公司通过伪造会计凭证，提前确认收入、延迟费用入账等方式，虚增营业收入和利润。三是虚增固定资产、在建工程和投资性房地产，康美药业在2018年年报中将不满足会计确认和计量条件的6个项目纳入报表，造成2018年报虚增固定资产11.89亿元，虚增在建工程4.01亿元，虚增投资性房地产20.15亿元。四是虚构关联交易事项，买卖本公司股票，公司于2016—2018年三年间在未经决策审批或授权程序的情况下，累计向控股股东及其关联方提供非经营性资金逾116.19亿元用于购买股票、替控股股东

及其关联方偿还融资本息、垫付解质押款或支付收购溢价款等用途，未在年报中进行披露。公司财务造假被曝光后，融资能力受到巨大冲击，筹资活动现金流从2018年的19.90亿元下降到2019年的-40.45亿元，偿债能力进一步下滑。



表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
资产总额 (亿元)	381.05	548.24	687.22	731.44	645.86
所有者权益 (亿元)	188.38	293.83	321.35	261.16	206.51
长期债务 (亿元)	48.86	48.89	83.07	174.63	150.10
全部债务 (亿元)	97.12	132.05	221.99	291.26	329.34
营业收入 (亿元)	180.67	216.42	264.77	170.65	114.46
利润总额 (亿元)	32.43	39.88	48.27	6.72	-43.91
EBITDA (亿元)	41.56	52.67	65.38	30.76	-13.38
经营性净现金流 (亿元)	5.09	16.03	18.43	3.06	28.82
营业利润率 (%)	27.25	28.96	29.42	30.77	11.30
净资产收益率 (%)	14.63	11.36	12.74	1.42	-22.54
资产负债率 (%)	50.56	46.40	53.24	64.30	68.03
全部债务资本化比率 (%)	34.02	31.01	40.86	52.72	61.46
流动比率 (%)	212.17	222.04	220.56	192.83	168.97
全部债务/EBITDA (倍)	2.34	2.51	3.40	9.47	-24.62
EBITDA利息倍数 (倍)	7.06	6.05	5.37	1.67	-0.59
经营现金流负债比 (%)	3.67	8.01	7.20	1.07	10.36

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

预算法实施条例：建立健全地方政府债务风险评估体系

8月20日，国务院总理李克强签署国务院令，公布修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》，自2020年10月1日起施行。条例细化了预算法有关规定，对预算收支范围、预算公开、转移支付、地方政府债务等事项作出相应规定，条例指出加强地方政府债务管理。明确地方政府债务余额实行限额管理，各省级政府债务限额在全国人大或者其常委会批准的总限额内由国务院批准。财政部门应当建立健全地方政府债务风险评估指标体系，对债务高风险地区提出预警，并监督化解债务风险。

(摘自人民日报, 2020年8月21日)

发改委发布《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》

8月12日，国家发展改革委制定并发布《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》，明确支持县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行专项企业债券。同时，在偿

债保障措施完善的前提下，允许使用不超过50%的债券募集资金补充营运资金。用于项目建设部分的募集资金，可偿还前期已直接用于募投项目建设的银行贷款。

(摘自中国财经报, 2020年9月3日)

《公司债券发行与交易管理办法》公开征求意见：不再强制评级，减少评级依赖

8月7日，证监会发布关于就修订《公司债券发行与交易管理办法》公开征求意见的通知。征求意见稿中删除了原第十九条“公开发行公司债券，应当委托具有从事证券服务业务资格的资信评级机构进行信用评级”。此外，还调整了普通投资者可参与认购交易的公募债券相关要求，在不降低门槛要求的前提下，删除了评级为AAA的规定，减少评级依赖。

(摘自每日经济新闻, 2020年8月9日)

证监会修订证券市场资信评级业务管理办法

9月18日，证监会发布《证券市

场资信评级业务管理暂行办法（征求意见稿）》，对原有管理办法进行修订，加大了对证券市场评级业务的规范管理。主要包括以下内容：一是根据新《证券法》规定，取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；二是鼓励优质机构开展证券评级业务；三是完善证券评级业务规则；四是增加独立性要求并专章规定；五是明确信息披露要求并专章规定；六是强化自律管理职能；七是增加破坏市场秩序行为的禁止性规定；八是提高证券评级业务违法违规成本。

(摘自中国证监会网站, 2020年9月18日)

银保监会明确险资投资债转股投资计划细则

为优化保险资产配置结构，支持市场化法治化债转股业务，9月9日，银保监会官网发布《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》，设置集中度管理，明确保险集团（控股）公司或保险公司投资同一债转股投资计划的投资金额，不得高于该产品规模的50%，保险集团（控股）公司、保险公司及其

关联方投资同一债转股投资计划的投资金额,合计不得高于该产品规模的80%。

(摘自证券时报, 2020年9月10日)

央行、外汇局就便利境外机构投资中国债市制定新规

9月21日,中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定(征求意见稿)》。规定是中国债券市场整体开放的配套政策,旨在统筹境外机构投资者参与中国债券市场投资交易管理,统一规范直接入市/在岸托管模式下的资金账户、汇兑及外汇风险管理,并进一步优化资金汇出入管理。具体来看,规定明确境外机构投资者可自主选择汇入币种投资中国债券市场,将统一资金管理和外汇风险管理,优化了汇出入币种匹配管理,取消了即期结售汇限制。

(摘自上海证券报, 2020年9月22日)

三部门就境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜公开征求意见

为进一步加强中国债券市场对外开放的系统性、整体性、协同性,便利境外机构投资者配置人民币债券资产,9月2日,中国人民银行、中国证监会、国家外汇管理局发布《中国人民银行中国证监会国家外汇管理局关于境外机构投资者投资中国

债券市场有关事宜的公告(征求意见稿)》,具体来看,公告共十六条,主要包括境外机构入市要求、投资方式及投资范围、托管结算安排、数据报送与交易报告库要求、具体实施细则等内容。

(摘自证券日报, 2020年9月2日)

住建部发布《住房租赁条例(征求意见稿)》

9月7日,住房和城乡建设部公布《住房租赁条例(征求意见稿)》,征求意见包括鼓励住房租赁市场发展、行业规范、支持住房租赁企业融资等内容。提出国家支持金融机构按照风险可控、商业可持续的原则创新针对住房租赁的金融产品和服务,支持发展房地产投资信托基金,支持住房租赁企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工

具等公司信用类债券及资产支持证券,专门用于发展住房租赁业务。

(摘自中国证券报, 2020年9月7日)

《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则》发布

为规范全国银行间同业拆借中心本币交易平台债券匿名拍卖业务,保障相关业务平稳运行,9月3日,全国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》。细则包含总则、交易前准备、拍卖申报、报价与交易、监测与违规违约处理五章,共计31条。细则指出,匿名拍卖债券应满足在银行间债券市场流通相关标准,包括但不限于违约债券、受违约影响的债券、资产支持证券次级档等低流动性债券。

(摘自上海证券报, 2020年9月3日)



市场动向

Market Trends

全国银行间同业拆借中心试运行境外投资者直接交易服务

全国银行间同业拆借中心将于2020年9月1日起试运行境外投资者直接交易服务。公告显示,在交易品种和交易机制方面,境外机构投资者可通过请求报价方式与境内做市机构开展现券交易,向做市机构发送只含量、不含价的报价请求,做市机构通过交易中心系统向境外投资者回复可成交价格,境外投资者确认价格并在交易中心系统达成交易。境外第三方平台可与交易中心联接,为境外机构投资者提供便利服务。交易中心可根据市场情况调整交易品种和交易方式。

(摘自中国证券报, 2020年8月20日)

债券通完成首笔到期违约债券转让交易

债券通境内做市商东方证券与日本投资者9月3日开展了首笔到期违约债券转让交易,并于次日完成结算。债券通公司于2020年4月配合中国外汇交易中心(以下简称“交易中心”)推出到期违约债券转让服务,为全球投资者参与银行间债券市场违约债转让提供业务指引及相关支持。具有

相关交易需求的债券通投资者,在与境内做市商就违约债券转让明细达成一致后,向债券通公司提交业务申请表,债券通公司审核无误后向交易中心提交业务申请,由交易中心于交易日完成违约债转让系统操作。

(摘自新浪财经, 2020年9月7日)

银行间债市部分现券买卖交易时段将延长

9月15日,全国银行间同业拆借中心等三部门联合发布《关于延长银行间债券市场现券买卖交易时段的公告》。公告称,为进一步推动银行间债券市场开放发展,便利境内外投资者交易银行间债券,自2020年9月21日起延长银行间现券买卖交易时段至20:00。在交易时段安排上,公告显示,结算周期为T+1及以上的现券买卖交易时段延长至20:00,结算周期为T+0的现券买卖交易时段不变。

(摘自中国证券报, 2020年9月16日)

全国首单民营科技中小企业专项知识产权ABN成功发行

9月23日,由深圳市属国企深

圳担保集团旗下深圳市深担增信融资担保有限公司增信的“上银国际投资(深圳)有限公司2020年度第一期精诚建泉深圳南山区知识产权定向资产支持票据”成功发行,该项目是全国首单中国银行间交易商协会中小企业专项知识产权ABN项目。本单ABN项目经过深圳市南山区政府补贴和深圳担保集团费用减免,企业实际融资成本不超过2.8%。

(摘自新浪财经, 2020年9月24日)

中国国债成功“入富” 债市开放再进一步

9月25日,富时罗素宣布,中国国债将会被纳入富时世界国债指数(WGBI),预期2021年10月开始纳入。具体纳入时间还需富时罗素的咨询委员会和其他指数使用者在2021年3月根据对最近宣布的改革措施是否已对市场的可投资性做出预期的实际改善而做最后确认。至此,中国债券市场将被全球三大主要债券指数悉数纳入。中国债市开放又迎来一个里程碑式的成果。

(摘自上海证券报, 2020年9月25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

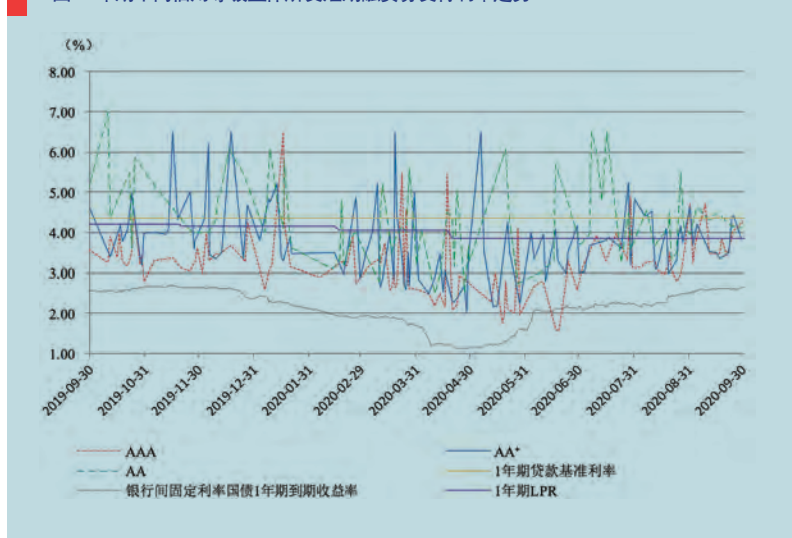
2020年8月至9月, 央行继续实施稳健中性的货币政策, 通过多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕。具体来看, 央行实施逆回购共计44700.00亿元, 逆回购到期39800.00亿元, 实现净投放4900.00亿元; 通过中长期借贷便利 (MLF) 和常备借贷便利 (SLF) 分别实现净投放5500.00亿元和34.00亿元。在此背景下, 2020年9月, 1年期短融、3年期公司债、5年期中票和7年期企业债的平均发行利率 (4.03%、4.46%、4.70%和5.91%) 较2020年8月 (3.80%、4.18%、4.38%和5.23%) 均有所上升。

表1 2020年8月—9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	
	2020年8月	2020年9月	2020年8月	2020年9月	2020年8月	2020年9月	2020年8月	2020年9月
AAA	3.29	3.77	3.94	4.02	3.93	4.32	5.27	5.78
AA+	3.92	3.96	5.61	5.43	4.40	4.60	5.20	5.69
AA	4.17	4.32	--	6.00	5.37	5.56	5.21	6.98
平均发行利率	3.80	4.03	4.18	4.46	4.38	4.70	5.23	5.91

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



2020年8月至9月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈上涨态势, 2020年9月, AAA级、AA+和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率 (3.77%、3.96%和4.32%) 较8月 (3.29%、3.92%和4.17%) 有所上升。

2020年8月至9月, 交易所国债3年期到期收益率呈上涨态势。2020年9月, 3年期AAA级公司债的平均发行利率 (4.02%) 较8月 (3.94%) 有所上涨, 3年期AA+级

公司债的平均发行利率(5.43%)较8月(5.61%)有所回落。

2020年8月至9月,银行间固定利率国债5年期到期收益率呈上涨态势。

2020年9月,5年期AAA、AA+级和AA级中期票据的平均发行利率(4.32%、4.60%和5.56%)较8月(3.93%、4.40%和5.37%)均有所上升。

2020年8月至9月,银行间固定利率国债7年期到期收益率呈上涨态势。

2020年9月,7年期AAA、AA+和AA级企业债的平均发行利率(5.78%、5.69%和6.98%)较8月(5.27%、5.20%和5.21%)均有所上升。

当前,在常态化疫情防控下,我国经济社会运行基本趋于正常,经济加快恢复增长,但海外疫情依然反复,我国防范疫情输入的压力仍然较大,疫情对国内经济运行的冲击仍在,预计未来稳健的货币政策将更加灵活适度,推动实体经济融资成本明显下降,为做好“六稳”“六保”工作营造适宜的货币金融环境。 ▮



图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

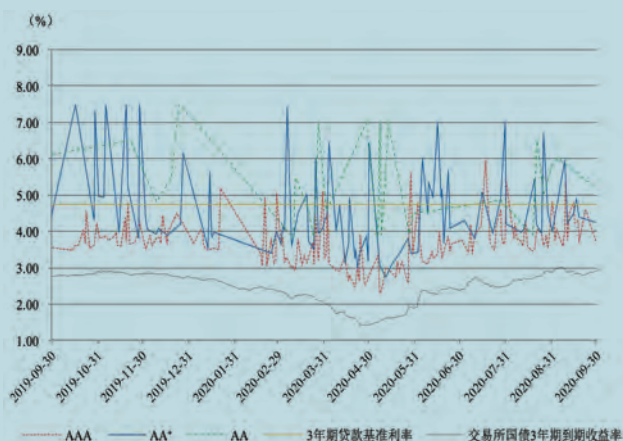


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

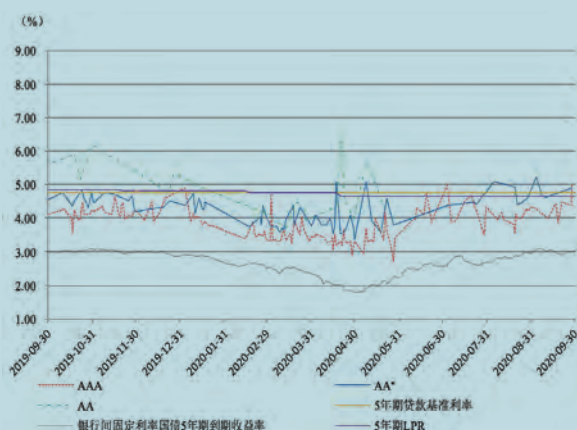
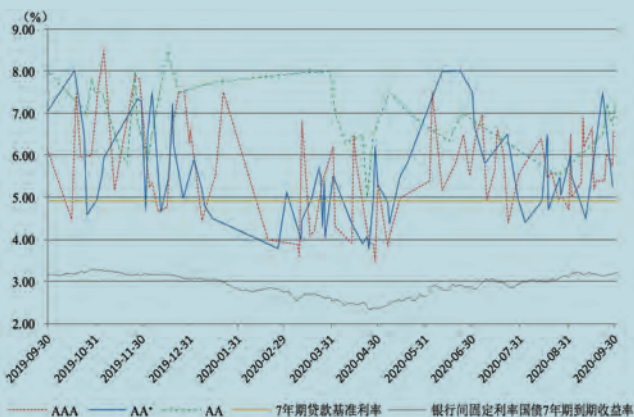


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2017年—2020年9月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.9	6.6	6.1	72.3	0.7
规模以上工业增加值	6.6	6.2	5.7	--	1.2
固定资产投资总额(不含农户)	7.2	5.9	5.4	43.7	0.8
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	27.3	-7.2
出口总额	10.8	7.1	5.0	12.7	1.8
进口总额	18.7	12.9	1.6	10.4	-0.6
CPI	1.6	2.1	2.9	--	3.3
PPI	6.3	3.5	-0.3	--	-2.0
社会融资规模存量	14.1	10.3	10.7	280.1	13.5
M2余额	8.1	8.1	8.7	216.4	10.9
人民币贷款余额	12.7	13.5	12.3	169.4	13.0

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

2017年—2020年9月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月	2020年1—9月 同比(%)	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月	2020年1—9月 同比(%)
政府债	1290	1080	1241	1717	51.41	83089.34	77147.45	80694.27	89730.14	60.43
国债	156	152	146	97	2.11	39508.40	35506.77	37059.00	33145.20	51.88
地方政府债	1134	928	1095	1620	53.41	43580.94	41640.67	43635.27	56584.94	35.70
央行票据	0	0	7	9	125.00	0.00	0.00	320.00	460.00	148.65
金融债	787	729	818	537	31.62	38726.51	41404.20	54665.50	36290.00	26.24
政策性银行债	545	489	549	352	55.07	28819.78	29703.80	35405.50	20883.90	45.83
商业银行债券	198	174	184	130	3.17	8707.73	9182.40	15980.50	13557.60	8.94
非银行金融机构债券	44	66	85	55	0.00	1199.00	2518.00	3279.50	1848.50	-6.64
政府支持机构债券	25	46	46	25	-26.47	3010.00	4170.00	3720.00	2780.00	4.51
企业债券	382	282	394	266	-7.96	3730.95	2390.08	3631.19	2920.29	13.14
一般企业债	349	257	372	261	-4.74	3530.25	2260.68	3448.89	2880.29	17.49
项目收益债	33	25	22	5	-66.67	200.70	129.40	182.30	40.00	-69.16
中期票据	910	1399	1655	1696	35.68	10212.55	15893.65	18638.60	17714.17	24.18
短期融资券	2134	2912	3503	3807	46.65	23361.90	30664.30	35805.19	38781.45	46.46
一般短期融资券	463	422	462	415	17.23	3949.70	4193.30	4436.20	3759.00	13.62
超短期融资券	1671	2490	3041	3392	51.29	19412.20	26471.00	31368.99	35022.45	51.15
证券公司短期融资券	19	57	176	238	120.37	392.00	1425.00	4491.00	6504.00	136.85
资产支持证券(银行间)	400	449	566	267	-24.58	5972.29	9323.35	9433.36	3923.63	-33.16
资产支持证券(交易所)	1932	1992	2841	2573	37.45	8201.11	9473.80	10952.16	9769.22	41.11
非金融企业资产支持票据	113	248	695	761	62.61	574.95	1261.25	2893.77	3188.38	70.44
非公开定向债务融资工具	725	766	863	803	18.44	5954.61	5458.87	6192.12	5663.32	17.59
公司债	1199	1520	2465	2701	58.23	11008.75	16491.70	25501.84	25284.78	40.68
证券公司债	264	210	174	254	73.97	6339.40	4718.90	4033.30	6045.61	59.25
可转债	52	83	151	151	69.66	949.37	793.12	2695.19	1574.63	-3.70
可交换债	80	28	60	36	-12.20	1172.84	464.74	824.15	438.37	-31.42
项目收益票据	5	0	0	1	--	21.10	0.00	0.00	5.00	--
同业存单	26931	27301	27892	20616	3.76	201872.40	210832.40	179712.73	132666.00	2.44
国际机构债	4	4	9	4	-33.33	60.00	60.00	135.00	110.00	4.76
合计	37252	39106	43556	36462	17.44	404650.07	431972.80	444339.37	383848.99	25.22

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2020年10月10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

联合资信斩获“第六届资产证券化 介甫奖”四项大奖



9月24日，“第六届结构性融资与资产证券化论坛”暨第六届资产证券化介甫奖颁奖典礼在上海举行。联合资信凭借在资产证券化领域的卓越表现荣获“ABS优秀信用评级机构”。参与评级的“龙源电力可再生能源电价附加补助1期绿色资产支持专项计划”荣获“绿色ABS投资人欢迎产品奖”，“速利银丰中国2020年第一期个人汽车抵押贷款支持证券产品”荣获“汽车金融ABS优秀规模产品奖”。公司结构融资评级部门总经理邵天先生荣获“ABS年度杰出贡献奖”。

据了解，“介甫奖”由财视中国主办，命名取自“古代金融第一人”王安石的字“介甫”，以表彰当下在资产证券化领域具有卓越成就的机构与个人，至今已成功举办六届，具有较高的专业性和市场认可度。本次颁奖典礼有来自银行、租赁、券商、信托、资管、律所、评级等机构的三百余名专业人士参会。

联合资信深耕资产证券化领域数年，不断钻研资产证券化评级技术，拥有专业的结构融资团队，服务了一大批优秀企业，在市场上获得良好口碑。众多资产证券化领域的“首单”、创新产品、明星产品中都能看到联合资信的身

影。此次被授予四项大奖是大会组委会及广大业内人士对联合资信的肯定与鼓励。

在世界主要经济体增速放缓、中美贸易摩擦持续、国内经济下行压力较大等复杂背景下，资产证券化为企业融资需求提供了新思路，拥有巨大的生机和活力。未来，联合资信将一如既往的坚守“专业、责任、创新、坚持”的理念，在传承和创新中持续进步，与广大发行人、承销商、投资人和各参与机构一同为资本市场的蓬勃发展作出贡献。





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