

Lianhe Credit Research

AUGUST

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

债市发行量环比增长，不同行业和区域间分化或将持续
融资政策收紧，城投企业信用风险持续分化
信用风险事件频发，中资美元债市场有所降温



联合资信



联合评级

联合资信助力不动产金融创新发展



2021年6月4日，由中国房地产业协会主办的“第九届中国不动产金融论坛”在北京隆重举行。本次论坛以“防范风险、多元创新”为主题，邀请了不动产金融领域的知名专家和业界领袖出席论坛，共同探讨2021年中国经济变化趋势、探索新阶段下不动产金融的创新之路。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）作为《中国房地产企业金融能力评价》课题的技术支持方应邀出席了论坛。

论坛发布了《中国房地产企业金融能力评价研究报告》。报告以在上海、深圳、香港上市的228家房地产企业为考察对象，针对开发型房地产企业和运营型房地产企业的不同特点，分别评价了开发型房地产企业和运营型房地产企业对金融资源综合规划运营和风险控制的能力及成效，揭示了开发型房地产企业和运营型房地产企业的融资能力、投资能力和资本运营能力。作为课题

的技术支持方，联合资信参与了定量指标体系建立和数据分析工作，为课题研究提供了重要的技术支持。

联合资信债券市场研究部、联合资信博士后工作站和工商评级部参与了论坛。会议期间，联合资信与境内外房地产企业、金融机构、交易所充分交流与沟通，深入探讨了不动产金融的多元创新路径。





主办单位 Sponsors

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

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

张岩 Zhang Yan

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

市场部门联系人 Marketing Department Contact

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

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

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

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

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

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

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

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

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

投资人服务热线 Investor Service Hotline

陈叶 Chen Ye

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2021 AUGUST

目录

特别策划 Feature

- 1** 债市发行量环比增长, 不同行业和区域间分化或将持续
——2021年二季度债券市场发展报告
联合资信 债券市场研究部
- 9** 融资政策收紧, 城投企业信用风险持续分化
——2021年上半年城投债市场回顾与展望
联合资信 刘亚利 张婷婷 丁晓 胡元杰
- 16** 信用风险事件频发, 中资美元债市场有所降温
——2021年二季度中资美元债研究报告
联合资信 主权部

宏观研究 Macroeconomic Research

- 23** 后疫情时期宏观经济对行业信用风险的传导路径及影响分析
联合资信 宏观研究部
- 30** 区域信用分析系列研究:
2020年各省杠杆率上升 政府债务显性化程度提高
联合资信 宏观研究部
- 36** 宽松政策退出风险系列研究——美联储货币政策拐点将至
联合资信 主权部

行业研究 Industry Research

- 40** 国有土地使用权出让收入划转政策解读及对房企的影响分析
联合资信 支亚梅
- 41** 2020年新冠肺炎疫情对消费服务行业的影响回顾及展望
联合资信 工商一部
- 45** 2020年新冠疫情对工程机械行业的影响回顾及展望
联合资信 工商一部

债券市场 Bond Market

- 48** 上半年发行进度较缓, 下半年发行节奏有望加快
且定价将更加市场化
——2021年上半年地方政府债券市场分析
联合资信 夏妍妍 杨晓薇
- 54** 化债用途再融资债券发行范围扩大
防范化解区域性信用风险
联合资信 宏观研究部
- 58** 2021年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望
联合资信 债券市场研究部

- 66** 从信息不对称角度谈资产证券化
联合资信 高鑫磊

信用评级 Credit Rating

- 69** 浅谈信用评级中的财务报表调整思路
联合资信 艾仁智 周婷
- 79** 国际评级机构数字化非评级业务实践的比较研究
联合资信 艾仁智 胡前方 王野尘

信用风险 Credit Risk

- 86** 信用风险事件统计
- 87** 违约案例 同济堂医药有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 90** 政策指南
- 91** 市场动向

市场数据 Market Data

- 92** 债券发行利率走势
- 94** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 47** 关于可持续发展挂钩债券 (SLB) 的一些基础知识



联合资信



联合评级

债市发行量环比增长, 不同行业和区域间分化或将持续 ——2021年二季度债券市场发展报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

一、债券市场整体情况

利率债

1. 国债收益率整体呈小幅下降走势

2021年二季度(以下简称“本季度”), 央行继续实施稳健的货币政策, 综合运用多种货币政策工具, 通过公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、常备借贷便利(SLF)以及央行票据互换等工具, 合理安排工具搭配和操作节奏, 维持市场流动性的合理充裕。随着海内外疫苗接种的持续推进, 国内经济保持稳定恢复, 内生动力加强, 央行货币政策松紧适度。整体来看, 本季度, 银行间市场资金面整体稳定, 短端利率季中波动较大, 长端利率水平较为平稳。

具体来看, 本季度银行间固定利率国债一年期到期收益率平均水平(2.44%)较上季度(2.58%)下降

14BP, 较上年同期(1.54%)上升89BP; 银行间固定利率国债三年期、五年期、七年期以及十年期到期收益率平均水平分别为2.79%、2.96%、3.11%和3.13%, 较上季度(2.87%、3.03%、3.19%和3.21%)分别下降8BP、7BP、9BP和7BP, 较上年同期(1.88%、2.20%、2.62%和2.68%)分别上升91BP、76BP、49BP和45BP。

2. 利率债发行量环比有所增长, 同比有所下降

本季度, 债券市场共发行利率债3.98万亿元, 环比增长19.92%, 同比减少29.67%(详见表1)。其中, 地方政府债的二季度发行量增幅显著, 可能由于一季度地方债提前批额度下达较晚, 二季度地方债额度下达后集中发行, 导致发行量环比大幅增长。政策性银行债的二季度发行量降幅显著。截至2021年二季度末, 我国债券市场利率债品种存量规模达到68.91万亿元, 较上季度末继续增加。

表1 2021年二季度利率债发行和存量情况

券种类别	2020年二季度发行情况		2021年一季度发行情况		2021年二季度发行情况		2021年二季度末存量	
	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)
政府债	585	39880.47	127	16863.30	589	34172.46	6868	479440.19
国债	45	20308.40	25	7934.20	38	9714.40	264	209944.10
地方政府债	540	19572.07	102	8929.10	551	24458.06	6604	269496.09
央行票	3	150.00	3	150.00	3	150.00	3	150.00
政策性银行债	240	16100.10	249	15386.70	84	5237.20	300	191737.77
政府支持机构债券	3	400.00	7	755.00	4	200.00	173	17725.00
合计	831	56530.57	386	33155.00	680	39759.66	7344	689052.96

注: “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、中期票据、企业债券以及原铁道部发行的所有债券
资料来源: Wind

3. 利率债交易量环比小幅增长，同比继续下降

利率债仍是我国债券主要交易品种。一季度，利率债交易规模达31.08万亿元，环比增长9.73%，同比下降34.40%。其中，地方政府债和政策性银行债的交易量环比均有所增长，同比均有所下降；国债的交易量环比和同比均有所下降。

信用债

1. 各期限信用债发行利率整体呈下降走势

本季度，一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势大致接近，本季度的平均发行利率（4.19%）较上季度（4.33%）下降14BP，较上年同期（3.13%）上升106BP。三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率走势与相应期限的银行间/交易所国债到期收益率的走势大致相同，其中三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率分别为4.01%、4.17%和5.65%，较上季度（4.10%、4.42%和5.71%）分别下降9BP、25BP

和6BP，较上年同期（3.67%、3.67%和5.53%）分别上升34BP、50BP和12BP。

2. 信用债发行情况

(1) 非金融企业发行量环比继续增长

本季度，非金融企业所发债券¹的发行家数、发行期数和发行规模环比均有8%左右的增幅，信用债发行量在二季度继续回暖（详见表2）。具体来看，企业债和一般公司债发行量环比增幅显著，其次为中期票据，其他券种发行量环比有所下降。非金融企业所发债券同比变化不一，发行期数和发行家数同比均有3%以上增幅，发行规模同比有所下降。其中，短融、中期票据的发行规模同比下降显著。一季度平均发行规模为9.47亿元，环比和同比均有下降。

(2) 非政策性金融债券发行量环比有所增长

本季度，共有127家金融机构发行非政策性金融债252期²，总发行规模为9079.90亿元，非政策性金融债发行期数、发行家数和发行规模环比均有20%左右的增幅；发行期数和发行家数同比有所增长，但发行规模同

表2 2021年二季度非金融企业发行债券情况

券种类别	2020年二季度发行情况			2021年一季度发行情况			2021年二季度发行情况			2021年二季度末存量		
	本季度 (期)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (家)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)
超短融	1068	-15.51	-9.72	594	-0.67	-0.17	10753.30	-20.62	-8.52	10.07	-6.05	1.33
短融	123	-8.89	-9.56	104	-7.96	-11.11	1046.70	1.74	-36.36	8.51	11.67	-29.63
中期票据	602	13.80	-10.42	481	10.83	-6.42	5786.03	16.15	-28.19	9.61	2.06	-19.84
企业债	136	54.55	44.68	124	49.40	44.19	1282.20	44.52	14.99	9.43	-6.49	-20.52
公司债	938	-4.67	2.07	740	-5.37	0.54	8268.36	-0.45	-0.86	8.81	4.43	-2.86
一般公司债	366	31.18	17.31	255	27.50	11.84	4425.03	32.55	23.13	12.09	1.04	4.96
私募债	572	-18.87	-5.77	497	-16.61	-3.68	3843.33	-22.63	-19.02	6.72	-4.64	-14.06
合计	2867	7.86	3.41	1605	9.24	5.41	27136.59	8.27	-11.79	9.47	-1.23	-8.02

注：发行人家数按不同券种发行人去除重复后统计

资料来源：Wind

¹非金融企业所发债券包含短融、超短融、中期票据（含集合票据和项目收益票据）、企业债（含集合企业债及项目收益债）、公司债券（含私募债），不包含铁道部、中国铁路总公司及中央汇金公司发行的债券。

²包括商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

比整体有所下降(详见表3)。其中,证券公司债发行量同比增幅较大,证券公司短期融资券发行量同比大幅下降,可能由于今年3月5日央行发布《证券公司短期融资券管理办法》(修订征求意见稿),其中“近1年内流动性覆盖率持续高于行业平均水平”的条例对证券公司短融的发行造成了影响。商业银行债(含商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具³、商业银行二级资本工具)发行量环比有所增长,主要受商业银行二季度融资需求较旺盛因素影响。保险公司债券发行量环比和同比大幅下降,而其他金融机构债发行量环比和同比增幅较显著。

(3) 资产支持证券发行量环比和同比均有所增长

本季度,银行间和交易所资产支持证券以及非金融企业资产支持票据的发行量合计环比和同比均有所增长,平均发行规模环比和同比亦有不同程度的增长(详见表4)。主要由于新冠疫情得到控制后,实体经济具有更强的融资需求、鼓励消费政策的不断推出促进消费贷款资产支持证券二季度发行量继续保持较大增幅,此外本季度票据收益类资产支持证券继续保持大幅增长。

本季度,全国首单“绿色+乡村振兴”债权融资计划成功发行(详见表5)。

表3 2021年二季度非政策性金融债券发行情况

券种类别	2020年二季度发行情况			2021年一季度发行情况			2021年二季度发行情况			2021年二季度末存量		
	本季度(期)	环比(%)	同比(%)	本季度(家)	环比(%)	同比(%)	本季度(亿元)	环比(%)	同比(%)	本季度(亿元)	环比(%)	同比(%)
商业银行债券	68	36.00	41.67	58	26.09	34.88	4904.50	42.50	-8.24	72.13	4.78	-35.23
证券公司债	96	10.34	41.18	42	10.53	10.53	2266.90	-0.18	64.37	23.61	-9.54	16.43
证券公司短融	57	9.62	-32.14	24	0.00	-20.00	1326.00	2.39	-45.41	23.26	-6.59	-19.55
保险公司债	4	-42.86	-42.86	4	-42.86	-42.86	75.00	-66.67	-79.78	18.75	-41.67	-64.62
其它金融机构债	27	92.86	170.00	18	50.00	80.00	507.50	57.85	93.70	18.80	-18.15	-28.26
合计	252	20.00	16.13	127	20.95	17.59	9079.90	20.20	-7.22	36.03	0.16	-20.10

资料来源: Wind

表4 2021年二季度资产支持证券发行情况

券种类别	2020年二季度发行情况			2021年一季度发行情况			2021年二季度发行情况		
	本季度(期)	环比(%)	同比(%)	本季度(家)	环比(%)	同比(%)	本季度(亿元)	环比(%)	同比(%)
资产支持证券(银行间)	136	4.62	54.55	2047.97	-7.86	87.77	15.06	-11.92	21.50
资产支持证券(交易所)	869	-2.80	-5.23	3792.93	20.18	18.68	4.36	23.64	25.24
非金融企业资产支持票据	357	43.95	40.00	1572.82	58.58	55.00	4.41	10.16	10.71
合计	1362	7.08	8.10	7413.72	16.38	39.85	5.44	8.69	29.38

注: 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

资料来源: Wind

表5 2021年二季度资产支持证券创新产品发行情况

时间	项目名称	项目性质
2021/4/30	沂源宏鼎资产经营有限公司2021年度第一期绿色债权融资计划(乡村振兴)	全国首单“绿色+乡村振兴”债权融资计划

资料来源: 联合资信公开资料整理

³ 目前该分类下均为商业银行永续债。

3. 信用债交易量环比有所增长

信用债交易规模为22.59万亿元，环比增长12.37%，同比则下降9.37%。具体来看，短期融资券（含超短期融资券）成交2.33万亿元，环比、同比分别下降1.28%、14.79%；公司债成交0.16万亿元，环比增长超10%，同比则小幅下降；中期票据和企业债分别成交2.53万亿元和0.29万亿元，环比均小幅增长，同比均下降超20%。整体来看，随着市场情绪的不断修复，信用债市场整体活跃度逐渐回暖，但仍低于去年同期水平。

二、债券市场运行特征

非金融企业信用等级集中度环比上升

本季度，非金融企业所发债券⁴的信用等级主要分布在AAA级至AA级⁵，各信用等级债券的发行期数和发行规模环比和同比均有所下降（详见图1）。AAA级的发行期数和发行规模仍为最多，二者占比分别为62.28%和78.84%，占比环比（60.74%和77.29%）均有所增长；而



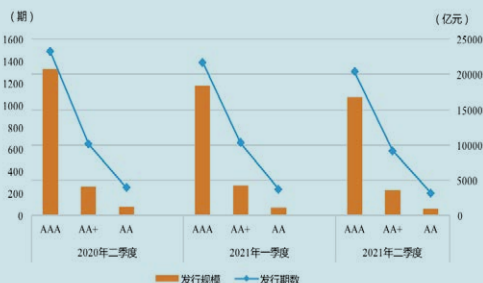
AA+级和AA级发行期数和发行规模占比环比均有不同程度下降；本季度信用等级债券发行期数和规模占比同比变化不大。

整体来看，二季度非金融企业债券或主体的信用等级仍集中在AA+及以上级别，AAA级占比环比有所增长，信用等级集中度有所提高。

地方国有企业和民营企业发行量均有所减少，民营企业净融资规模持续为负

从发行主体的企业性质来看，本季度，国有企业⁶依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为92.02%和92.38%，环比和同比均变动不大。具体来看，地方国有企业发行规模环比和同比均有小幅下降，而中央国有企业发行期数和规模环比分别有27.11%和12.88%的增幅，同比分别有14.83%和21.21%的降幅。民

图1 2021年二季度非金融企业信用等级分布情况



注：主体双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入样本

资料来源：Wind

⁴ 含短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债和公司债；样本中均不包含私募债，中期票据（含集合票据和项目收益票据）。

⁵ 短融、超短融、短期公司债和其他无债项评级的债券使用其发行主体信用等级，其他为债项信用等级。

⁶ 包括中央国有企业和地方国有企业。

营企业所发债券期数和规模在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比同比和环比均小幅下降。公众企业、集体企业和其他企业⁷本季度所发债券的期数和规模仍然较少。

从净融资情况来看,本季度,地方国有企业净融资规模⁸环比和同比分别下降26.65%和30.04%;中央国有企业净融资规模环比增长6.66%,同比减少43.15%。民营企业净融资规模为-286.80亿元,净融资额持续为负,环比和同比分别下降9.52%和139.76% (详见图2)。

不同地区债券发行和净融资情况持续分化

从发行主体的所属地区来看,本季度,江苏、北京、广东的非金融企业所发债券的发行期数和发行规模均位列前三位,其中江苏的非金融企业所发债券的发行期数(410期)和北京的非金融企业发行规模(5739.34亿元)仍分别位列第一。本季度福建和江西发行规模环比降幅较大,分别下降25.55%和28.77%;北京的发行规模同比降幅较大,为30.97%;浙江和四川发行规模同比有较大的增幅,分别为39.66%和25.29%。此外,一季度受信用违

约事件影响导致发行量大幅下降的河北、辽宁和河南,在二季度的发行期数和规模环比均有一定程度的回升。

从净融资情况来看,本季度,江苏、北京和浙江地区净融资规模位列前三位(详见图3)。在净融资规模排名前十的地区中,江苏、北京、广东、山东、四川和福建地区净融资规模环比和同比均有不同程度下降,其中福建地区降幅较大,达50%以上;此外,本季度河南省净融资规模由负转正,天津、云南、河北、辽宁和山西净融资规模持续为负,但均有不同程度增长。

行业集中度稳定上升,各行业净融资额呈分化态势

从行业分布来看,本季度建筑与工程、综合类和电力行业企业所发债券的发行期数和发行规模均位居前三位,其中建筑与工程行业企业主要为城投企业,所发债券的发行期数位居首位,发行期数环比变化不大,同比增长25.83%。从行业集中度来看,本季度非金融企业所发债券期数前十位行业的发行规模在总发行期数和规模中的占比环比、同比均有所增长,行业集中度稳步提升。

从净融资情况来看,本季度,建筑与工程、多元化

图2 2021年二季度非金融企业不同企业性质净融资规模

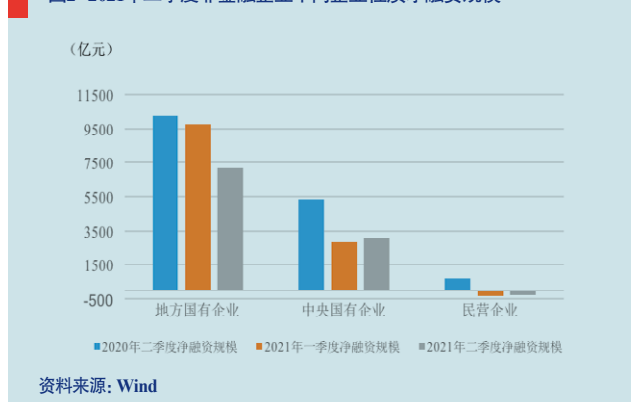
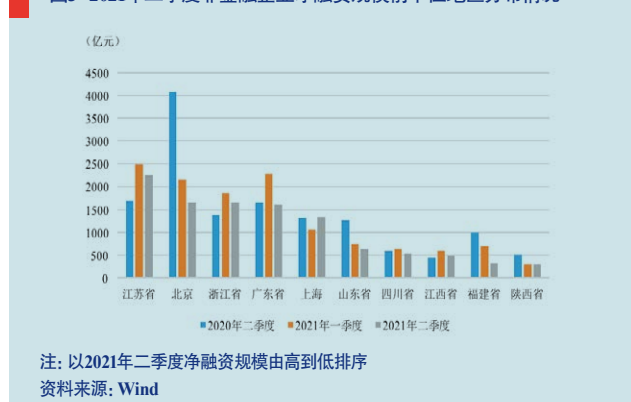


图3 2021年二季度非金融企业净融资规模前十位地区分布情况



⁷ 含外资企业。

⁸ 净融资规模按照发行起始日统计, 以下同。

银行和投资银行业与经纪业净融资规模位列前三位（详见图4）。建筑与工程行业净融资规模为3351.42亿元，位列第一，但受本年城投融资严监管的影响，净融资额环比和同比均有20%左右的降幅，而多领域控股行业净融资规模环比和同比均大幅上升。此外，基础化工、房地产开发、汽车制造和建材等行业净融资规模由负转正，而钢铁、煤炭与消费用燃料行业净融资规模持续为负。

创新券种发行量有所增加

1. “碳中和”债助力，绿色债券发行期数保持大幅增长态势

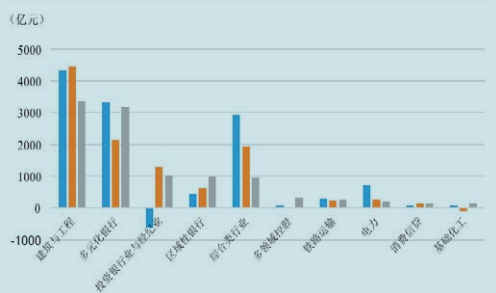
本季度，绿色债券发行期数为104期，发行规模为999.80亿元，共涉及85家发行人⁹，其中44家为新增发行人。发行期数和家数环比和同比均有所增加，同比增幅均在100%以上，环比增幅均在55%左右，主要受“碳中和”债发行拉动以及银行间绿色债券发行政策激励影响；发行规模同比增幅达78.21%，环比略有减少。本季度新发绿色债券涉及多类券种，其中中期票据的发行量最

大；信用级别仍主要集中在AAA级。绿色债券发行主体行业中电力行业发行期数、发行规模占比均最大，北京地区发行人所发绿色债券期数和规模均为最多。所涉及的85家发行人企业性质包括中央国有企业、地方国有企业、民营企业和公众企业，其中地方国有企业所发绿色债券期数和规模均最多。54.81%的绿色债券发行利率低于可比债券¹⁰的平均发行利率，环比有所下降，同比略有增加。85.58%的绿色债券采取了第三方认证¹¹，环比和同比均有所增加。募集资金主要用于清洁能源产业、基础设施绿色升级、补充流动性资金等领域。

2. 熊猫债发行量有所增加

本季度，我国债券市场共有12家发行人发行21期熊猫债，发行规模为325.00亿元，发行期数和规模环比和同比均有所增长，债券类别涉及超短融、短融、中票、PPN、和公司债，其中超短融发行期数最多，中期票据发行规模最大。熊猫债发行主体主要为中央国有企业的境外子公司，熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于AAA级。本季度熊猫债平均发行利率3.33%，较上季度下降32BP，较上年同期上升39BP。

图4 2021年二季度非金融企业净融资规模前十位行业分布情况



注：1.按照Wind四级行业划分；2.以2021年二季度净融资规模由高到低排序
资料来源：Wind

二级市场运行特征

1. 中短期票据信用利差整体收窄，期限利差整体较为平稳

信用利差方面，本季度，除1年期AAA级、AA+级及5年期AAA级中短期票据收益利差呈走阔态势外，其余各期限信用等级中短期票据收益利差整体呈收窄态势。整体来看，中短期票据收益信用利差整体较上季度

⁹ 关于绿色债券发行人和绿色债券发行利率的分析均不包含绿色资产支持证券。

¹⁰ 可比债券为绿色债券起息日前后各十五天内起息的同期限、同级别、同券种的非绿色债券，不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及永续期债券；对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计；短期融资券和超短期融资券选用其主体级别，其他券种均选用债项级别。

¹¹ 没有第三方认证的主要是由发改委审核的绿色企业债以及由交易所进行认可的绿色公司债（含私募债）。

有所收窄，信用分层趋势减弱（详见表6）。

期限利差方面，本季度中短期票据期限利差整体较为平稳。本季度，随着市场情绪好转，AAA级及AA+级期限利差整体小幅收窄，但AA级期限利差进一步走阔。

2. 城投债和产业债信用利差整体继续呈波动下行走势

2021年二季度，各级别产业债和城投债信用利差均呈小幅波动下行走势。其中AAA级、AA+级城投债及产业债利差已基本恢复至永煤违约前水平，但AA级城投债及产业债的利差水平仍然较高。整体来看，市场情绪不断修复，但市场风险偏好仍然谨慎，市场仍在倾向于选择高信用资质企业，抛售低资质企业。

二季度债券市场信用违约数量小幅下降

2021年二季度，我国债券市场新增5家违约发行人¹²，共涉及到期违约债券7期，到期违约金额合计约46.84亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和规模较2020年二季度（6家，9期，55.39亿元）和2021年一季度

度（13家、49期和653.54亿元）均有所下降。新增违约发行人中4家为民营企业，占比80.00%，民营企业信用风险仍然较大。新增违约发行人行业分布在汽车，制药，房地产管理和开发，电子设备、仪器和元件以及综合类行业。整体来看，本季度信用风险常态化暴露。

我国债券市场重复违约¹³发行人14家，涉及到期违约债券24期，到期违约规模合计约281.14亿元，较2020年二季度（10家，13期，97.73亿元）有所增长，较2021年一季度（17家，31期，316.97元）有所下降。

三、债券市场展望

在国内经济保持稳定恢复，内生动力加强，但国内外环境依然复杂严峻的背景下，2021年三季度，货币政策将更加灵活精准、合理适度，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础；同时，在各项体制机制不断完善背景下，民企、中小微企业融资环境将进一步改善，地方政府专项债务管理水平将进一步提升，债市风险管

表6 2021年二季度中债短期票据收益信用利差情况（单位：BP）

信用等级	1年期			3年期			5年期		
	季初	变化	平均	季初	变化	平均	季初	变化	平均
AAA	26.71	19.06	38.96	40.57	-0.48	35.76	41.18	5.01	42.32
AA+	44.58	12.01	52.18	65.44	-5.48	57.28	76.11	-9.01	69.62
AA	80.58	-0.99	79.57	112.44	-11.48	101.16	126.11	-5.01	121.36

注：变化情况为季末利差与季初利差的差值

资料来源：Wind

¹² 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和 / 或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券 / 主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1—2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

¹³ 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。

控将持续加强；此外，债券市场仍面临较大信用风险，信用风险事件将持续发生，但整体可控。

第一，债券市场发行量有望保持稳定，内部分化持续。央行货币政策委员会二季度例会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕。7月7日召开的国常会指出，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。整体来看，随着国内经济的进一步恢复，我国经济运行稳中加固、稳中向好，但国内外环境依然复杂严峻，在此背景下，预计三季度货币政策在保持连续性、稳定性、可持续性的同时，政策将稳中趋松，流动性相对宽裕，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础。此外，政策支持鼓励绿民营小微企业、科技创新、绿色经济发展以及商业银行资本补充等领域债券发行，将推动相关领域债券发行量的增长；但信用风险担忧下市场风险偏好仍然较低、情绪脆弱，不同行业、区域之间的分化或将持续。总体来看，我国债券市场发行规模有望保持稳定，但内部分化持续。

第二，地方政府专项债务管理水平将继续提升。7月1日，财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，提出对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”。财政部在分配新增地方政府专项债务限额时，将财政部绩效评价结果及各地监管局抽查结果等作为分配调整因素。此举有利于推动项目质量提升，规范地方债管理。

第三，债券市场机制体制将进一步完善，风险管控将持续加强。二季度，我国为推动债券市场改革发展，



推出了一系列举措，包括完善公司债券信息披露制度及公司债券注册制改革配套制度、优化交易所债券交易规则等，有力提高了我国债券市场的运行效率。7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，对加快健全证券执法司法体制机制，加大重大违法案件查处惩治力度，加强跨境监管执法协作，夯实资本市场法治和诚信基础，推动形成崇法守信的良好市场生态作出重要部署。预计三季度债券市场建设力度将进一步加大，完善债券市场的制度建设，同时监管层也将继续加强债市风险管控，强化投资者保护，促进债券市场健康有序发展。

第四，信用风险事件将持续发生，但整体可控。目前，国内经济还没有得到广泛复苏，各行业之间的发展仍不平衡，新冠肺炎疫情对部分企业经营活动产生的不利影响仍然存在。同时，三季度我国债券市场信用债总偿还量约3.30万亿元¹⁴，其中8月和9月单月的偿还量均在1万亿元以上，偿还压力较二季度有所下降但依然较大。整体来看，三季度信用风险事件仍会持续发生。但在流动性保持合理充裕、我国经济运行稳中向好的背景下，债券市场信用风险整体可控。■

¹⁴ 总偿还量含到期还款、提前兑付以及将于2021年发行且于年内到期超短融的情况，假定超短融发行与到期与2020年情况大致相当。

融资政策收紧，城投企业信用风险持续分化

——2021年上半年城投债市场回顾与展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 刘亚利 张婷婷 丁晓 胡元杰

一、政策梳理

十四五规划提出完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”；国家发改委明确2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务。未来基础设施建设仍有一定空间。

2021年两会通过《十四五规划纲要》（以下简称“《纲要》”），新型城镇化建设方面，提出十四五期间要完善新型城镇化战略，提升城镇化发展质量，加快县城补短板强弱项。支持东部地区基础较好的县城建设，重点支持中西部和东北城镇化地区县城建设。健全县城建设投融资机制，更好发挥财政性资金作用，引导金融资本和社会资本加大投入力度。乡村振兴方面，《纲要》提出十四五期间要全面实施乡村振兴战略，提升乡村基础设施和公共服务水平，健全城乡基础设施统一规划、统一建设、统一管护机制，推动市政公用设施向郊区乡村和规模较大中心镇延伸。加快补齐基础设施、市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板。此外，《纲要》还提出持续推进既促消费惠民生又调结构增后劲的新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设。

《2021年政府工作报告》指出，2021年要新开工改造城镇老旧小区5.3万个，提升县城公共服务水平。2021年4月，国家发改委印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，明确深入实施以人为核心的新型城镇化战略，推进以县城为重要载体的城镇化建设，加快推进城乡

融合发展，为“十四五”开好局起好步提供有力支撑。

土地使用权出让金收入划归税务部门征收，地方政府土地空转虚增土地出让金收入问题或将得到规范和整治，未来城投企业获得地方政府土地注资形式将更加规范。

2021年5月，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行四部委联合发布《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》（下称简称“《通知》”），自2022年1月1日起，由自然资源部门征收的上述四项非税收入将全部划转给税务部门负责征收。河北、内蒙古、上海、浙江、安徽、青岛、云南省自2021年7月1日先行开展划转试点工作。《通知》明确土地出让金收入仍纳入地方政府性基金预算管理，缴入地方国库，实行“收支两条线”管理。本次划转仅涉及征收主体和征缴流程的调整，是我国税收征管体系改革的重要举措，有助于提高土地出让金的征缴效率，规范地方政府土地空转虚增土地出让金收入等问题，部分地区土地出让金收入或将面临“挤水分”压力。此外，城投企业土地开发整理业务回款效率或将改善，地方政府通过注入土地资产向城投企业提供支持将更加规范。

抓实化解地方政府隐性债务风险工作，对地方政府隐性债务保持高压监管态势；重申清理规范地方融资平台公司，防止风险累积形成系统性风险。

4月13日，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发〔2021〕5号），坚决遏制隐性

债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量,把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩,决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子,严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务等,再次强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。同时,继2018年《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中提出对于严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司依法实施破产重整或清算后,国发〔2021〕5号文重申了清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险。

公司债发行审核条件收紧,信用资质较弱的城投企业融资渠道受阻;银保监会从金融机构端加强城投企业新增融资管理,城投企业融资政策有所收紧。

4月下旬,沪深交易所分别发布了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》,收紧城投企业公司债发行审核条件。明确指出发行公司债券应符合地方政府性债务管理的相关规定,不得新增政府债务;对不同资质企业发债进行分类管理,或控制公司债券发行规模或限制募集资金使用用途,弱资质城投企业公司债券发行难度加大。7月上旬,银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(银保监发〔2021〕15号),加强对金融机构约束,要求切实把控好金融闸门,从金融机构端加强城投企业新增融资管理。

二、城投债市场分析

发行概况

受2021年再融资需求扩大影响,上半年城投债发行

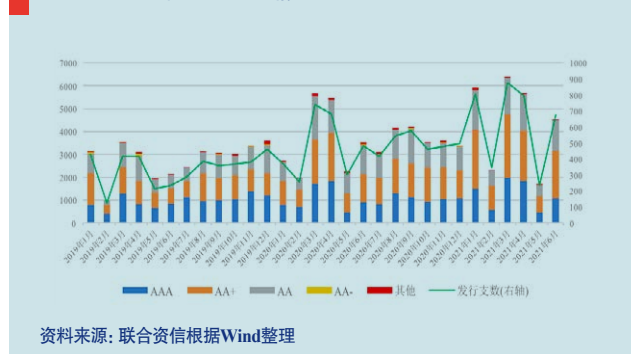
数量及规模同比均显著增长,但随着4月份以来监管政策的发布及进一步落地实施,二季度城投债发行数量及规模环比均明显下降。

二季度,城投债发行数量和发行规模分别为1709支和11923.03亿元,同比分别增长16.26%和5.79%,环比分别下降15.69%和18.66%,降幅明显。上半年,城投债发行数量和发行规模分别为3736支和26581.19亿元,同比分别增长31.69%和22.87%。

随着城投债市场持续扩容,2021年迎来新一轮城投债到期和行权高峰,兑付压力较2020年进一步上升,市场再融资需求扩大,二季度和上半年城投债发行数量及规模同比呈放量态势。但二季度以来,随着地方政府债务风险“红橙黄绿”分档窗口指导意见的进一步落地实施,以及4月份国发〔2021〕5号文、沪深交易所公司债发行审核指引等收紧类政策相继出台,二季度城投债发行数量及规模环比均明显萎缩,其中5月份城投债发行规模仅1698.75亿元,环比大幅下降70.14%,单月城投债发行规模创2019年3月份以来新低(详见图1)。

上半年各级别城投债发行规模同比增速均有所提高,其中AA+级城投债发行规模增速最快;但受城投融资政策收紧影响,二季度各级别城投债发行规模环比均显著下降;上半年,AA级城投债占比整体呈下降趋势,市场资金配给城投债的级别中枢较上年同期有所上移。

图1 2019年以来城投债发行情况(单位:亿元、支)



二季度，AAA级和AA+级城投债¹发行规模同比均有所增长，增幅分别为5.46%和19.02%，AA级城投债发行规模同比下降4.18%；各级别城投债发行规模环比均呈下降趋势，其中AAA级、AA+级和AA级环比分别下降15.88%、22.40%和15.05%。发行规模占比方面，二季度AAA级城投债发行规模占28.49%，同比下降0.09个百分点、环比上升0.94个百分点；AA+级城投债发行规模占41.91%，同比上升4.66个百分点、环比下降2.02个百分点；AA级城投债发行规模占28.48%，同比下降2.96个百分点、环比增长1.21个百分点。

上半年，各级别的城投债发行规模同比均有所增长，其中AAA级、AA+级和AA级城投债发行规模同比分别增长16.34%、43.20%和9.37%。发行规模占比方面，上半年AAA级城投债发行规模占27.97%，同比下降1.57个百分点；AA+级城投债发行规模占43.02%，同比上升6.11个百分点；AA级城投债发行规模占27.82%，同比下降3.43个百分点。

整体看，受永煤、华晨等国企违约事件以及监管政策收紧影响，投资者风险偏好继续降低，市场资金配给城投债的级别中枢较上年同期有所上移。

上半年城投债发行以公募方式为主且占比略有上升；发行期限仍以中短期为主，3年期发行规模占比进一步上升；发行品种以私募公司债为主，超短期融资券发行规模增速较快。

从发行方式上看，二季度公募和私募城投债发行规模分别为6981.29亿元和4941.74亿元，同比分别变化15.24%和-5.02%，环比分别下降12.52%和26.00%；占比方面，公募和私募城投债分别占58.55%和41.45%，其中公募债发行规模占比同比和环比分别上升4.76个和4.11个百分点。上半年，公募和私募城投债发行规模分别为14961.42亿元和11619.77亿元，同比分别增长31.05%和17.12%；占比

方面，公募和私募城投债分别占56.29%和43.71%，其中公募债发行规模占比同比上升2.78个百分点。

从发行期限上看，二季度城投债发行期限仍以中短期为主，3年期发行规模占比同比上升较快，5（3+2）年期发行规模占比同比下降幅度较大。上半年，城投债发行期限分布与二季度相比变化不大，5（3+2）年期发行规模占比同比和环比均有所下降。

从发行品种上看，私募公司债仍为城投债最主要的发行品种，二季度私募公司债发行规模占28.43%，同比和环比分别下降4.69个百分点和3.07个百分点。除私募公司债外，中期票据、超短期融资券和定向工具发行规模相对较大，分别占19.58%、17.17%和12.92%。同比增量方面，二季度超短期融资券、企业债和一般公司债发行规模同比分别增加330.60亿元、352.30亿元和345.50亿元；受沪深交易所公司债审核趋严影响，私募公司债发行规模同比减少340.51亿元。环比增量方面，二季度仅企业债和一般公司债发行规模环比有所增长，其他品种发行规模环比均有所下降，其中私募公司债、超短期融资券、中期票据和定向工具发行规模分别减少1226.86亿元、757.70亿元、456.66亿元和491.33亿元。

上半年，私募公司债发行规模占30.12%，同比和环比分别下降3.11个百分点和5.93个百分点，中期票据、超短期融资券和定向工具发行规模分别占19.28%、18.26%和13.44%。同比增量方面，上半年，各品种发行规模同比均呈上升趋势，其中超短期融资券、私募公司债、中期票据和定向工具同比增量较大，分别增加1363.40亿元、916.52亿元、853.84亿元和812.89亿元。

城投债发行区域分化加剧，近半数省份上半年城投债发行规模有所下降。江苏省发行规模仍一地独大，安徽省、江苏省、重庆市和湖南省发行规模同比增速较快；

¹ 指主体级别为AA+城投企业发行的城投债，下同。

东三省和宁夏、青海等西部省份城投债发行规模同比降幅明显。

从发行规模上看，二季度，江苏省和浙江省发行规模均超过1000亿元，分别为2942.39亿元和1720.45亿元，江苏省城投债发行规模仍大幅领先；此外，山东省、四川省、广东省、湖南省和重庆市发行规模均超过500亿元；海南省、青海省、宁夏回族自治区、黑龙江省、辽宁省和西藏自治区发行规模小于50亿元；吉林省和内蒙古自治区无城投债发行。

上半年，江苏省和浙江省发行规模均超过3000亿元，分别为7153.69亿元和3916.95亿元；发行规模超过1000亿元的地区还包括山东省、四川省、湖南省、广东省、江西省、重庆市和安徽省；发行规模小于50亿元的包括辽宁省、黑龙江省、青海省、宁夏回族自治区、内蒙古自治区和海南省（详见图2）。同比变化方面，上半年城投债发行规模超过1000亿元的9个地区中，除山东省和四川省同比小幅下降外，其他地区同比均呈增长趋势，其中安徽省、江苏省、重庆市和湖南省增幅较大，分别为115.09%、43.04%、38.41%和36.46%；此外，有14个省份城投债发行规模呈下降趋势，黑龙江省、辽宁省、宁夏回族自治区、吉林省和青海省城投债发行规模同比分别减少77.96%、66.63%、64.79%、59.10和49.50%，降幅较大。

城投债净融资情况

受融资政策收紧影响，二季度城投债净融资环比

大幅下降，上半年城投债净融资同比有所下降；江苏省和浙江省净融资规模保持明显的领先优势，辽宁省、黑龙江省和云南省连续多个季度净融资为负，融资环境未见改善。

受城投融资政策收紧影响，二季度城投债净融资规模3905.32亿元，环比大幅下降47.29%。二季度以来，城投债累计净融资同比增速持续为负；上半年，城投债净融资规模11314.19亿元，同比下降12.93%（详见图3）。

分区域来看，上半年，江苏省和浙江省净融资规模分别为3072.39亿元和2855.97亿元，同比分别增长6.33%和49.89%，净融资规模明显领先于其他各省；山东省净融资规模1180.18亿元，同比小幅下降3.12%，位居第三（详见图4）。城投债净融资为负的省份包括天津市、云南省、辽宁省、北京市、吉林省、黑龙江省、宁夏回族自治区及内蒙古自治区，其中辽宁省、黑龙江省和云南省连续多个季度净融资为负，天津市、云南省和辽宁省净融资规模分别为-759.11亿元、-154.94亿元和-152.95亿元，城投债融资缺口较大。相较于一季度末，天津市、云南省和辽宁省城投债融资缺口进一步扩大，河南省及河北省城投债净融资由负转正。城投债净融资区域分化加剧，东北及西部经济欠发达或区域债务压力较大地区融资环境持续弱化。

发行利率和利差分析

上半年，各级别、各期限城投债的发行利率同比均有所上升。短期城投债发行利差同比及环比均有所

图2 各省（市、自治区）城投债发行规模及增速（单位：亿元、%）

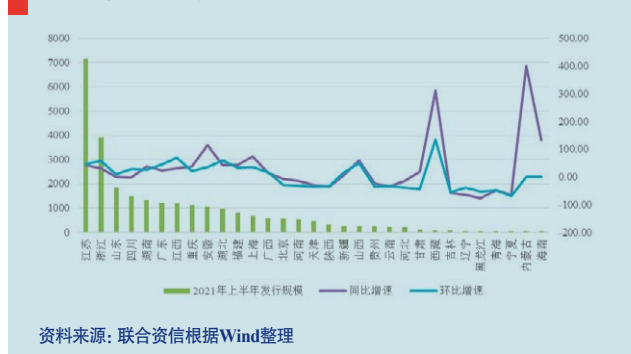


图3 2021年上半年城投债累计净融资情况



扩大,中长期城投债发行利差同比环比均有所收窄。此外,AA级各期限城投债发行利率和发行利差均呈上升趋势,同时受到市场流动性趋紧的影响,AA级短期城投债发行利率和发行利差上升尤为明显。

上半年,随着疫情整体趋于稳定,经济复苏较为明显,资金面整体延续着2020年下半年以来的趋紧态势,各级别、各期限城投债的发行利率同比均有所上升,其中短期城投债的发行利率同比上升明显。环比来看,各级别短期城投债的发行利率环比均有所上升,各级别中长期城投债的发行利率均小幅下降,主要系2021年上半年市场流动性趋紧、投资者期限偏好呈现分化所致。

图4 2021年上半年各省城投债净融资情况(单位:亿元)



此外,2021年4月下旬以来,受监管政策及部分弱资质城投企业发生非标风险事件的影响,市场对不同级别的城投债表现出明显的偏好。具体分月来看,1—6月,AA级短期和中长期城投债平均发行利率呈波动上升态势,4月达到谷底后,于5月出现反弹;其中AA级短期城投债平均发行利率于5月、6月持续上升,发行利率整体反弹力度较大。1—6月,AA+级和AAA级各期限城投债发行利率均呈波动下降态势,5月达到最低水平后,于6月开始呈现不同程度的回升,但整体仍低于年初的平均水平。整体看,AA级各期限城投债发行利率呈上升趋势,同时受到市场流动性趋紧的影响,AA级短期城投债发行利率上升尤为明显。

2021年上半年,各级别短期城投债的平均发行利差同比、环比均有所扩大,各级别中长期的城投债平均发行利差同比、环比均有所收窄。分月来看,1—6月,AA级短期和中长期城投债的发行利差均波动上升;其中,6月AA级短期城投债的平均发行利差较1月上升31.02个基点,上行幅度较大。1—6月,AA+级和AAA级各期限城投债平均发行利差均波动下降(详见表1)。

表1 各季度城投债加权平均利率、利差及对比

平均利率(%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	2021年上半年	2020年下半年	2020年上半年
AA短期	4.66	5.08	4.84	4.79	4.86	5.02	4.85	4.49	3.96
AA+短期	4.20	4.42	4.23	4.02	3.72	4.05	4.13	3.95	3.29
AAA短期	3.22	3.37	3.29	3.05	2.92	3.12	3.18	2.86	2.40
AA中长期	5.80	6.06	5.89	5.71	5.95	5.90	5.87	5.95	5.80
AA+中长期	4.74	5.30	4.86	4.66	4.64	4.69	4.80	4.89	4.44
AAA中长期	4.07	4.38	4.23	4.02	3.91	4.01	4.10	4.25	3.69
平均利差(BP)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	2021年上半年	2020年下半年	2020年上半年
AA短期	233.07	258.39	234.73	238.67	262.10	264.09	245.05	195.85	227.48
AA+短期	181.30	194.76	175.93	163.19	149.26	167.15	172.78	139.56	154.80
AAA短期	94.23	92.37	92.75	76.61	74.93	83.23	86.36	34.89	69.24
AA中长期	286.83	302.32	284.03	276.79	303.84	294.65	290.53	296.98	343.09
AA+中长期	180.06	226.50	181.66	170.51	171.42	173.95	182.18	191.39	211.02
AAA中长期	105.86	127.85	117.19	98.76	97.81	104.83	107.56	125.73	131.09

资料来源: 联合资信根据Wind整理

级别调整及非标负面事件

上半年，涉及主体级别或评级展望下调的城投企业主要分布在贵州省，下调原因主要包括短期偿债压力大、非标逾期、涉诉较多及担保代偿风险较大等。非标负面事件仍主要为信托、债权融资计划产品逾期及兑付不确定等。

上半年，主体级别调降的城投企业7家，其中贵州省4家，甘肃省、内蒙古自治区和吉林省各1家；评级展望由稳定调整为负面的城投企业13家，其中贵州省8家，重庆市2家，云南省、河南省和山东省各1家（详见表2）。城投企业级别或展望下调原因主要包括短期偿债压力大、非标逾期、涉诉较多及担保代偿风险较大等。

非标负面事件方面，根据已有披露信息统计，2021

年上半年非标负面事件涉及城投企业15家，其中贵州省9家，四川省、湖南省、云南省、河南省、山西省和内蒙古自治区各1家，主要为非标产品到期出现本息延期或兑付不确定的情况，涉及的城投企业仍以区县级为主。

三、信用风险展望

关注下半年城投债到期及回售兑付压力

从区域分布看，江苏省城投债余额仍居首位；从信用级别看，存续城投债以高级别为主；从债券品种看，存续城投债以公司债和中期票据为主。

截至2021年6月底，全国有存续债券的城投企业共2875家，存续城投债券共14919支，存续债券余额110156.82亿元。从地区分布看，江苏省城投债余额为23934.39亿元，占全国城投债券余额的21.73%，居于首位；浙江省、山东省、四川省和湖南省分列二至五名，占比分别为13.12%、7.27%、6.24%和5.95%（详见图5）。

从债券级别分布看，截至2021年6月底，全国存续城投债中AAA级、AA+级和AA级债券分别占24.66%、20.70%和10.77%，在不考虑未披露级别城投债情况下占比分别为42.63%、35.79%和18.63%，以高级别城投债为主。从主体级别看，AAA级、AA+级和AA级别城投企业债券余额分别占25.58%、38.33%和33.02%，不考虑无主体级别情况下占比分别为26.02%、38.98%和33.59%。从存续品种看，截至2021年6月底，全国存续城投债主要品种包括公司债、企业债、中期票据和定向工具，分别占39.41%、14.28%、23.60%和15.38%，以公司债和中期票据为主。

下半年到期的城投债规模较大，地方政府债务负担较重、融资缺口较大以及净融资规模持续为负的区域城投企业流动性情况需重点关注。

存续城投债到期分布方面，在不考虑含权债券行权的情况下，下半年到期城投债规模12031.72亿元；如考虑含权债券行权的情况，假设含权债券全部选择行权，

表2 上半年城投企业主体级别及评级展望下调情况

企业名称	调整前级别/展望	调整后级别/展望
主体信用级别下调		
安顺市交通建设投资有限公司	AA/稳定	AA-/稳定
贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	AA-/列入观察名单	A+/负面
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	AA/稳定	AA-/稳定
平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司	AA-/负面	A+/稳定
呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司	AA/负面	AA-/负面
吉林市铁路投资开发有限公司	AA+/负面	AA/稳定
遵义市播州区城市建设投资经营（集团）有限公司	AA/负面	AA-/负面
展望下调		
贵州水城水务投资有限责任公司	AA/稳定	AA/负面
遵义市红花岗城市建设投资经营有限公司	AA/稳定	AA/负面
遵义道桥建设（集团）有限公司	AA+/稳定	AA+/负面
黔南州投资有限公司	AA/稳定	AA/负面
重庆旅游投资集团有限公司	AA/稳定	AA/负面
凯里市文化旅游产业投资发展有限公司	AA/稳定	AA/负面
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	AA+/稳定	AA+/负面
毕节市碧海新区建设投资有限责任公司	AA/稳定	AA/负面
新郑新区发展投资有限责任公司	AA+/稳定	AA+/负面
重庆鸿业实业（集团）有限公司	AA/稳定	AA/负面
高密华荣实业发展有限公司	AA+/稳定	AA+/负面
遵义和平投资建设有限责任公司	AA/稳定	AA/负面
毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	AA/稳定	AA/负面

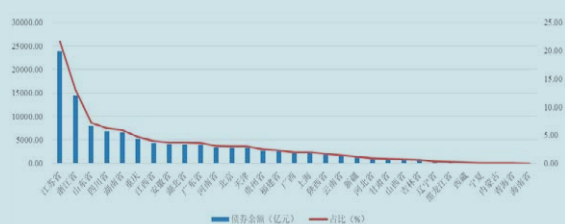
资料来源：联合资信根据Wind整理



下半年到期城投债规模合计16334.47亿元。下半年到期城投债规模较大，上半年城投债净融资规模为下半年到期规模的0.69倍，覆盖程度一般。

到期城投债区域分布方面，江苏省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27.35%，浙江省、山东省、天津市、湖南省分列其次，占比分别为8.79%、6.26%、6.02%和4.65%（详见图6）。相较于上半年净融资规模，缺口最大的为天津市，达1743.24亿元；其次为江苏省、北京市、云南省和重庆市，缺口规模分别为1394.56亿元、806.71亿元、407.36亿元和406.03亿元；上述地区下半年城投债兑付压力较大。

图5 截至2021年6月底存续城投债区域分布



资料来源：联合资信根据Wind整理

从债券品种看，下半年到期城投债中公司债、中期票据及企业债占比较大，分别为47.18%、18.07%和17.05%。从债券信用级别来看，无级别城投债占比最高，达59.19%；AAA级、AA+级和AA级占比分别为16.60%、11.95%和7.01%。从主体级别来看，AAA级、AA+级、AA级主体下半年到期债券规模占比分别为32.81%、39.30%、25.89%。

关注城投企业信用风险持续分化

城投企业融资政策有所收紧，弱资质城投企业信用风险上升。长期来看，控制政府杠杆率是防范政府债务风险的重要举措。短期来看，随着国内经济的逐步恢复，货币政策逐步回归常态化，中央政府再次把防风险放在突出位置。2021年以来，国发〔2021〕5号文、沪深交易所公司债审核指引、银保监发〔2021〕15号等监管文件密集发布，持续释放地方政府隐性债务高压监管的信号，相关防范债务风险的措施也不断得到细化和补充，导致上半年城投债净融资呈收缩态势。下半年，随着监管政策的持续落地实施，城投企业融资政策收紧效果将进一步显现，弱资质城投企业新增融资受限，再融资压力加大，债务周转压力上升。

持续关注城投企业信用风险分化。上半年，城投债净融资分化呈加剧态势。区域层面，经济增长乏力、地方政府债务负担较重及城投债净融资缺口扩大地区信用风险需持续关注。企业层面，对于信用资质较弱、非标及债券融资占比高、短期债务占比高城投企业的信用风险仍需持续关注。

图6 2021年下半年城投债到期区域分布（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

信用风险事件频发，中资美元债市场有所降温

——2021年二季度中资美元债研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部

一、中资美元债¹发行市场环境

受新冠疫情反复、经济数据表现不佳、拜登基建法案进展不畅等因素影响，中长期美债收益率有所回落，有利于中资美元债的发行，但中国各期限国债收益率下行幅度更大，导致中美国债利差持续收窄，在一定程度上削弱了中资美元债的相对成本优势

从美国货币政策看，尽管今年以来美国通胀持续走高，但美联储一直坚称物价上涨是“不可持续的”，认为疫情冲击导致的供求失衡是“暂时的”，随着疫情封锁进一步放松、供需逐步趋向平衡，通胀终将消退。因此，美联储在6月的议息会议上维持了宽松货币政策立场不变，但开始讨论缩减购债规模的时间，向市场提前传递部分转向信号。另一方面，2021年二季度以来，美国国内疫情仍有反复，尽管疫苗接种正在稳步推进，但随着传播性更强的Delta变异毒株出现，美国疫情防控形势仍不容乐观；从经济数据表现来看，美国4月和5月非农就业数据接连不及预期，在一定程度上引发了市场对于美国经济复苏前景的担忧；自拜登3月底提出2.3万亿美元的基建法案以来，其推进进程一直受到共和党阻碍，预算规模也不断缩减，使得市场对于美国经济复苏的预期进一步下降。在多重因素的作用下，2021年二季度市场避险情绪有所走高，推动各期限美国国债收益

率较一季度整体回落，尤其是中长期国债收益率下行幅度更大。截至6月30日，1年期、5年期和10年美债收益率降至0.07%、0.87%和1.45%的低位。美债收益率回落有利于降低中资美元债的发行成本，吸引更多的潜在发行人进入市场。

从中国货币政策看，随着疫苗接种的持续推进，国内经济保持稳定恢复，内生动力加强，央行货币政策保持松紧适度，并综合运用多种货币政策工具，通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）以及央行票据互换等工具维持市场流动性的合理充裕。在此背景下，中国国债收益率在2021年二季度总体呈下行态势，且下行幅度超过美债收益率下行幅度。

综合来看，2021年二季度中美国债利差进一步收窄，1年期、5年期和10年期中美国债年内平均利差分别达到237.8个、212.4个和154.5个BP，较一季度相应期限平均利差分别收窄11.4个、28.2个和32.0个BP（详见图1），这在一定程度上削弱了中资美元债的相对融资成本优势，部分资质相对较好、且国内融资渠道通畅的中资美元债发行主体（如城投类发行人）因而转向国内市场融资。但中美利差仍处于近年来的相对高位，美元融资成本优势仍存，美元债对于中资发行人仍具有一定吸引力。

¹ 中资美元债又称“功夫债”，指在离岸债券市场由中资企业发行的美元计价债券。本文中资美元债是根据彭博“功夫债”板块数据，按发行币种为美元、风险涉及国家定义为中国（即主要业务在中国）、排除CD（银行同业存单）筛选。

在美元指数先弱后强的背景下，人民币汇率呈现先升后贬态势，汇率波动性的加大对部分潜在中资美元债发行人的发行意愿造成打击

从人民币汇率走势来看，2021年年初以来，人民币汇率走势与美元指数走势之间表现出较强的负相关性。4—5月期间，美国通胀持续攀升、货币政策持续保持宽松、疫情持续反复等因素推动美元指数从93左右跌至90关口下方；另一方面，中国经济的持续回暖则给人民币汇率提供了较强的支撑，人民币汇率在5月底回到6.40关口下方，达到近三年以来的新高。

为缓解人民币过快升值的压力，中国人民银行决定自2021年6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%，这也是自2007年5月以来央行首次动用该工具。另一方面，随着美联储在6月议息会议上表达出收紧货币政策的意向，美元指数明显走强，使得人民币进一步承压。截至6月30日，美元兑人民币汇率回升至6.46左右，二季度人民币整体升值1.5%左右。尽管在人民币升值的背景下发行美元债将有助于降低美元负债成本，优化

资产负债结构，但人民币汇率波动加大对部分潜在中资美元债发行人的发行意愿造成打击。

受信用风险事件频发影响，中资美元债二级市场表现不佳，反过来又对一级市场发行产生了一定影响

继一季度华夏幸福违约以及奥园、禹州爆发风险事件后，2021年二季度中资美元债市场信用风险事件仍然不断。4月初，华融资产管理公司（以下简称“华融”）宣布延迟公布业绩及重组计划出现变数后，国际评级机构纷纷下调华融评级，相关美元债券利差大幅飙升，引发投资者对于整个中资美元债市场、尤其是金融板块的担忧；4月中旬以来，蓝光发展出现了高管出走、员工降薪、股权出售等风险事件，引发市场对于其美元债无法兑付的担忧，国内外评级机构也纷纷下调其评级，导致其存续美元债出现大幅下跌；6月以来，恒大接连爆出商票到期无法兑付的情况，导致其存续美元债大幅下跌，对整个高收益地产板块也产生了较大影响。

受这些风险事件影响，2021年二季度中资美元债二级市场表现不佳，高收益板块在市场避险情绪上升的背景下表现更差。另一方面，二级市场较差的表现反过来又对一级市场发行产生了一定影响，很多潜在的发行人因此取消或推迟了发行计划，这也是二季度中资美元债发行量下滑的原因之一。

图1 中美各期限国债利差走势



资料来源：联合资信根据Wind整理

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

二季度中资美元债发行有所放缓，发行节奏呈前低后高走势

2021年二季度，中资美元债一级市场共发行153期，同比增长33.0%，环比下跌8.9%；发行规模达到

² 所有数据统计以发行日期为准。

471.8亿美元，同比增长19.7%，环比下跌11.8%（详见图2）。同比大幅增长的主要原因在于去年同期新冠疫情暴发导致中资美元债发行基数较小，环比下跌的主要原因在于一季度尤其是1月份房地产企业大量发行所致。从单月情况看，4月中资美元债发行数量明显下降，发行期数和规模分别下降至40期和175.5亿美元，主要是受房企严监管以及华融事件溢出效应的影响；5—6月在美债收益率持续回落的背景下中资美元债发行有所升温，发行期数分别上升至45期和68期，发行规模也分别达到123.9亿美元和172.4亿美元。

房地产、城投等传统行业的中资美元债发行规模环比明显回落，互联网企业海外融资需求增长，互联网媒体跃升为本季度第二大发行主体

从发行主体行业分布³看，2021年二季度，房地产、金融类机构（包括银行、财产保险、商业金融机构以及金融服务机构）、城投等传统行业的中资美元债发行量依旧占据较大比重。除金融机构板块稳步增长外，房地产和城投板块的发行规模较一季度均明显回落。受腾讯、美团等互联网企业海外融资需求增长影响，互联网

媒体跃升为本季度第二大发行主体。

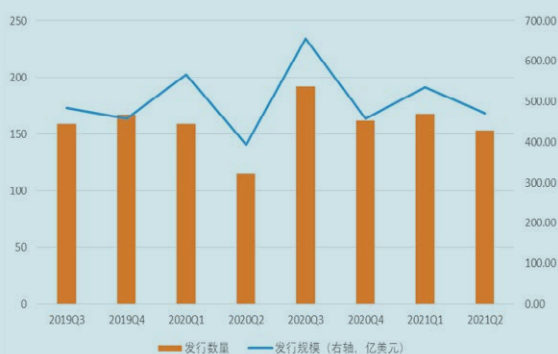
具体来看，地产美元债方面，二季度地产中资美元债发行受到严监管和信用风险升级的双重制约。一方面，地产“三道红线”融资新规影响显现，直接限制房企有息债务规模增速，进一步加剧依赖高杠杆驱动销售增长的房企的融资难度。另一方面，地产企业信用风险频发，继一季度华夏幸福违约后，二季度恒大地产接连爆出商票到期无法兑付的情况，信用风险蔓延对房企海外融资造成较大阻碍。尽管如此，房企依旧为本季度的第一大发行主体，共发行42期，发行规模为113.2亿美元，环比大幅下滑38.7%，同比大幅增长90.7%；发行规模占总发行规模的比重为24.0%，环比大幅下滑10.5个百分点，同比增长8.9个百分点。

金融机构美元债方面，本季度金融机构美元债共发行61期，同比大幅增长45.2%，环比小幅下降1.6%；合计发行规模达到128.5亿美元，同比大幅增长21.0%，环比小幅下降7.9%；发行规模占总发行规模的比重为27.2%，同比和环比分别小幅增加0.3个和1.1个百分点。本季度金融机构美元债中金融服务类发行主体融资需求增大，其中招银国际金融控股有限公司增发9期中资美元债。

城投美元债方面，二季度城投债“红黄绿”监管效应逐步显现，5月城投债净发行量罕见下降为负，政策趋严对城投平台境外融资产生一定阻碍。2021年二季度，城投美元债共发行22期，同比增长10.0%，环比下降21.4%；发行规模合计33.3亿美元，同比和环比分别降低1.6%和37.7%；发行规模占总发行规模的比重为7.1%，环比和同比分别降低2.9个和1.5个百分点。

互联网美元债方面，在中国互联网行业加速整合的背景下，腾讯、美团等互联网巨头战略性加速海外融资步伐，以此来服务于未来企业全球布局以及抵御新冠

图2 中资美元债发行情况



资料来源: Bloomberg, 联合资信整理

³ 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

疫情对全球产业链所带来的风险，因此互联网行业境外融资需求激增。本季度，互联网媒体行业跃升为本季度第二大发行主体，共发行6期，发行规模为71.3亿美元，占总发行规模的15.1%，同比小幅下降2.6个百分点。

受益于美债收益率的下行，中资美元债发行成本继续触及历史低位，但金融类和城投行业平均票息均小幅上升

2021年二季度，美债收益率总体呈下行趋势，受此影响中资美元债融资成本继续下降，平均发行票息⁴为3.8%，环比和同比分别下降24.8个和94.8个BP，创有数据统计以来的最低发行成本纪录。

从发行票息分布来看，2021年二季度，发行票息在0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8%以上的发行规模占比分别为8.5%、12.2%、38.3%、21.5%和9.7%，其中零息债券占比9.9%。具体来看，本季度中资美元债发行成本以中高票息为主，发行票息大于4%（含）的债券规模占比高达69.5%，环比和同比分别增加38.0和46.3个百分点；本季度，发行期限向中长期聚集，短期限区间大幅收窄。一方面，发行票息在4~6%之间为中资美元债的高发区间，占总发行规模的38.3%，环比和同比分别增长22.5个和28.7个百分点；发行票息在6~8%之间的高票息区间呈现走扩趋势，占总发行规模的21.5%，环比和同比分别增长15.8个和14.1个百分点；发行票息在8%以上的高票息占总发行规模的9.7%，环比下降0.2个百分点，同比增长3.5个百分点。另一方面，发行票息在2~4%之间的低票息区间呈现大幅收窄趋势，占总发行规模的12.2%，环比和同比分别大幅下降26.0个和41.7个百分点；发行票息在0~2%之间的低票息区间也显著回落，占总发行规模的8.5%，环比和同比分别大幅下降

17.5个和14.1个百分点；低票息债券中唯独零息债券规模占比有所增长。

分行业来看，房地产依旧是发债成本最高的行业，本季度平均发行票息为7.6%，环比上涨14.7个BP，但同比下降126.9个BP；在发行利率处于8%及以上高利率区间的18期债券中，房地产行业债券有15期，其中金轮天地控股的发行票息高达16.0%，佳兆业集团、花样年控股、景瑞控股以及领地控股等12家地产企业发行票息也在10%以上。金融类和城投行业的平均发行利率呈现小幅上升趋势，其中金融类美元债本季度平均发行票息为2.1%，环比小幅增长7.0个BP，同比大幅下滑87.0个BP；城投美元债本季度平均发行票息为3.6%，环比增长18.0个BP，同比大幅下滑123.7个BP。

从票息类型来看，二季度中资美元债票息类型有所减少，主要有固定票息、可变票息以及零息三种类型，其中大部分中资美元债仍以固定利率发行为主。具体来看，固定利率债券发行规模达到410.9亿美元，占总规模的87.1%，环比和同比分别小幅下降7.6个和1.6个百分点；零息债券发行规模为45.6亿美元，占总规模的9.7%，环比增长5.4个百分点；可变息债券发行规模为15.2亿美元，占总规模的3.2%，环比增长2.3个百分点，同比下滑4.9个百分点。本期发行中资美元债无浮动利率类型。

中资美元债发行方式仍以非公开发行的RegS为主，144A发行方式稳步增长，从发行架构看本季度仍然以担保发行架构为主

从发行方式来看，RegS⁵以发行成本低、流程快的优势仍然是中资美元债发行方式首选，144A发行方式稳步增长，但无SEC公开发行方式。具体来看，本季度

⁴ 除付息债券，下同。

⁵ 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境内以外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

以非公开发行的RegS的债券规模达到389.7亿美元（138期），占本季度总规模的82.6%，环比和同比分别增长2.3个和14.3个百分点；9期中资美元债选择144A方式发行，发行规模占总规模的17.4%，环比增长7.8个百分点，同比下降10.3个百分点；本季度无SEC公开发行方式。

从发行架构⁶看，2021年二季度，担保发行和直接发行仍是中资美元债最主要的两种发行方式。具体来看，担保发行债券合计达到277.8亿美元（105期），约占总规模的58.9%，环比下降3.1个百分点，同比上涨4.6个百分点；直接发行债券共48期，发行金额达到194.0亿美元，占总规模比为41.1%，环比和同比分别上升3.2个和0.5个百分点；本季度没有以维好架构以及担保+维好双重架构增信的中资美元债，表明市场对于维好架构的增信作用越来越不认可。

发行期限范围向中长期集中，其中3~5年期占比显著上升，短期限占比小幅下降

从发行期限来看，本季度中资美元债发行期限范围向中长期集中，其中3~5年期的债券发行规模占比显著上升，1~3年期的债券发行规模占比下降较为明显。具体来看，2021年二季度，0~1年期中资美元债发行规模占比为8.8%，环比小幅下降0.5个百分点，同比小幅增长0.6个百分点；1~3年期中资美元债发行规模占比为4.2%，环比和同比分别大幅降低13.7个和21.8个百分点；3~5年期的中资美元债发行规模占比最高，为59.2%，环比和同比分别大幅上涨16.4个和32.2个百分点；5~10年期的债券发行规模占比为14.8%，环比和同比分别下降6.5个和13.1个百分点；10年期以上长期债券发行规模占比为9.9%，环比和同比分别降低4.6个和5.2个百分点。

无评级发行债券占比变化不大，高收益债券发行主体集中在房地产企业，投资级债券发行主体行业相对较为分散

从评级状况来看，2021年二季度共有68期中资美元债无评级⁷发行，占全部发行期数的44.4%，环比增加了2.8个百分点，同比减少了6.9个百分点；无评级债券发行规模占总发行规模的19.1%，较上季度基本持平，但同比减少了2.9个百分点。整体来看，无评级发行债券期数和规模较上季度变化不大。

在有评级的中资美元债中，2021年二季度投资级别中资美元债发行期数合计52期，占全部发行期数的34.0%，环比和同比分别减少了2.3个和2.5个百分点；投资级债券发行规模合计占总发行规模的59.2%，环比增加了1.7个百分点，同比减少了8.8个百分点，说明本季度投资级发行债券期数和规模较上季度明显回落。此外，投机级别中资美元债发行期数和规模也较上季度明显下降，BBB-级以下⁸高收益债券发行期数合计33期，发行规模占总发行规模的21.7%，环比减少了1.7个百分点，同比增加了11.6个百分点。

从行业分布来看，高收益债券发行主体集中在房地产企业，其中有27期高收益债券全部来自于房地产企业，主要集中在B+级别（除去未予评级，详见图3），发行金额占高收益债券发行总规模的23.6%；投资级债券发行主体行业相对较为分散，其中金融类中资美元债本季度合计发行22期，发行规模占总规模的21.7%。此外，本季度中资美元债依旧以公司债为主，发行规模达到342.3亿美元（114期），占发行总规模的比重高达72.5%，环比和同比分别增长1.9个和9.5个百分点。

⁶ 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构和维好协议发行等。

⁷ “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

⁸ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

图3 中资美元债债项级别分布（发行规模占比，%）



资料来源: Bloomberg

三、中资美元债二级市场表现

信用风险事件继续发酵，拖累中资美元债二级市场回报率继续为负，受地产违约溢出效应影响高收益债券回报率继续下跌，非金融机构表现稳定对投资级收益率起到提振作用

2021年二季度信用风险事件继续发酵，拖累中资美元债收益表现。二季度，Markit iBoxx中资美元债指数总回报率继续保持在负值区间，为-0.1%，环比收窄0.6个百分点（详见图4），主要是因为5—6月投资级中资美元债再美国市场流动性充裕环境下呈现反弹，投资者风险情绪得到小幅缓解。其中，恒大以及蓝光等负面消息再次打击市场情绪，对高收益地产板块产生溢出效应，加之融资监管持续收紧，高收益中资美元债二季度回

图4 2021Q2中资美元债回报率走势（单位：%）



资料来源: Bloomberg

报率继续下跌至-1.1%，环比和同比分别降低了0.4个和10.4个百分点；投资级中资美元债本季度回报率由负转正，为0.3%，主要是因为非金融机构表现相对稳定，对投资级收益率起到提振作用。

具体来看，二季度房地产中资美元债的回报率继续下探至-1.5%，环比和同比分别下降0.4个和10.8个百分点；其中房地产行业高收益债券回报率降至-2.6%，环比和同比分别下降1.0个和13.8个百分点。二季度金融机构回报率继续下探至-1.3%，环比和同比分别减少0.9个和7.3个百分点；其中金融机构行业内高收益债券回报率进一步下降至-1.4%，环比和同比分别下降0.5个和11.0个百分点。二季度非金融机构回报率由负转正，为2.0%，环比增长3.1个百分点，同比小幅下降1.6个百分点；其中非金融机构行业内高收益债券回报率为2.0%，非金融机构投资级债券总回报指数由负转正并上涨至2.0%，是造成非金融机构总回报率上涨的主要原因（详见表1）。

四、2021年下半年中资美元债市场展望

美债收益率大概率上行，中美国债利差或将持续收窄，中资美元债的融资成本优势将遭到进一步削弱；人民币兑美元汇率预计会出现较大波动，对潜在发行人的发行意愿造成一定影响

从美国货币政策来看，持续高涨的通货膨胀使得美

表1 中资美元债分行业回报率（%）

	2021Q2	2021Q1	2020Q2
金融机构	-1.34	-0.47	6.01
金融机构-投资级	-1.33	-0.18	2.69
金融机构-高收益	-1.38	-0.85	9.61
非金融机构	1.97	-1.10	3.52
非金融机构-投资级	1.97	-1.31	3.15
非金融机构-高收益	2.00	1.82	7.28
房地产	-1.54	-1.10	9.21
房地产-投资级	0.96	0.03	4.51
房地产-高收益	-2.55	-1.52	11.28

资料来源: Bloomberg

联储的态度在近期发生了一些转变，美联储主席鲍威尔在7月举行国会听证时表示：通货膨胀明显上升，未来几个月仍将“居高不下”；如果通胀上升太多，美联储准备调整政策。此外，美联储6月议息会议点阵图也显示加息预期从此前预计的2024年提前至2023年，后续美国经济持续好转也有望进一步推升加息预期。在此背景下，美国国债收益率在2021年下半年上行将是大概率事件，但Delta变异病毒的蔓延、美国政府财政刺激不及预期等因素可能会带来一些扰动。从国内货币政策来看，中国央行7月下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，预计释放长期资金约1万亿元，但随后的MLF利率和LPR报价并未做出调整，预计下半年货币政策仍将维持“不紧不松”的态势，中国国债收益率有望保持相对稳定。基于以上因素，预计中美国债利差在下半年或将持续收窄，中资美元债的融资成本优势将遭到进一步削弱。

从人民币汇率来看，一方面，美国经济逐步回暖及美联储退出宽松货币政策的预期将在下半年为美元指数提供支撑，中美利差的持续收窄也将推动人民币相对于美元贬值；另一方面，下半年中国经济复苏预计将有所放缓，贸易顺差在出口替代效应减弱、以油价为代表的进口价格上升的情况也将有所收窄，再加上前期人民币升值幅度较大，央行已经采取措施缓解人民币升值压力，人民币在下半年将大概率走弱。综合来看，人民币兑美元汇率预计在下半年将经历较大幅度调整，对潜在中资美元债发行人的发行意愿造成一定影响。

债券通“南向通”有望在下半年推出，或将给中资美元债市场注入新的活力

在债券通“北向通”开通4年以来，“南向通”也有望在2021年下半年落地。2021年3月，香港财政司司长陈茂波指出，落实“债券通”南向交易将更便利内地投资者进行多元化资产配置；6月，香港金管局回应媒体称，正在与人民银行通力合作，关于投资额度以及投资债券范围等正在敲定落实细节；7月，中国外汇交易中心总裁、债

券通有限公司董事长张漪在“债券通”周年论坛上表示，下一步将继续优化债券通北向通的各项服务，并将根据人民银行的部署，做好“南向通”的相关准备工作，稳步推进债券市场高水平的双向开放。

当前境内资金投资中资美元债的方式主要有合格境内机构投资者（QDII）、收益互换（TRS）和结构性存款，但三种方式均有一些明显限制且操作较为繁琐。尽管当前南向通具体细则尚未落地，但从“北向通”的实施情况来看，“南向通”的操作便利性较以上三种方式预计会有较大提升。“南向通”的开通将有助于吸引更多的境内资金投资中资美元债，提高中资美元债二级市场的活跃度，为中资美元债市场注入新的活力。

2021年下半年中资美元债到期压力较大，尤其房地产企业，在“三道红线”压力下房企面临的违约风险仍然较高

截至6月30日统计，2021年下半年中资美元债到期规模达到近740亿美元，到期高峰主要集中在9月和11月，到期量均将超过150亿美元，存在一定的集中兑付压力。分行业来看，7—10月房地产企业中资美元债到期量均在40亿美元左右，占到全部中资美元债到期量的三分之一以上。房地产企业海外债务偿付主要依托于借新还旧，而“三道红线”的推出加重了依赖自有资金回笼进行债务偿付的房企负担，对于资质状况不高、业绩下滑比较明显且流动性本身比较紧张的房企，到期不能偿付的风险仍然较高。

另一方面，今年以来中资美元债市场信用风险事件频发，其中房地产企业占据了很大一部分，在信用市场抱团、风险偏好较低的情况下，房地产美元债，尤其是高收益房地产美元债的回报率预计仍有下行空间。■

后疫情时期宏观经济对行业信用风险的传导路径及影响分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

新冠肺炎疫情对包括我国在内的全球经济产生了巨大冲击。我国大规模疫情已于2020年上半年得到有效控制，但至今局部地区零星疫情仍时有发生，海外许多国家疫情仍比较严重，对我国的输入病例不断发生。各界普遍认为，今后2~3年内，世界各国都将持续受到新冠疫情的影响，全球进入后疫情时期（Post-Pandemic Period）¹。后疫情时期，我国宏观经济运行在原有趋势下，即经济增速持续下行、债务杠杆高企、环境约束加强等压力和风险仍然较大。本文首先讨论宏观经济风险向行业信用风险传导的一般路径，然后分析后疫情时期我国宏观经济可能面临的压力和风险，最后提出宏观经济风险对行业信用风险的影响，以期从宏观维度对后疫情时期我国行业信用风险的来源和特征有一个总体把握。

一、宏观经济风险对行业信用风险的传导路径

宏观经济风险对行业信用风险的传导存在众多的路径和复杂的机理，理论界对此进行了广泛深入的研究，提出了一些分析模型²。本文以对行业流动性的影响为线索，来探寻宏观层面经济风险向行业层面传导的

路径。总结分析相关传导路径，有助于我们把握宏观风险的类型，行业信用风险的宏观来源及其影响过程和程度等³，对行业信用风险评价和管理具有重要的现实意义。

我们以对行业流动性的影响为主线，梳理出经济增长、债务水平（宏观杠杆率）、价格水平（通胀）、外部影响（汇率、对外贸易等）、政策环境等五条大的传导路径。概括起来，各大路径风险传导的性质和机理如下：

第一，经济增长方面，主要风险来自经济增长放缓，下行压力增大，引起经济中总需求率先收缩，导致行业总产出下降，收入减少，经营现金流趋于紧张，增加企业及行业的流动性压力。

第二，债务水平方面，主要体现在行业的债务水平，过高的杠杆率导致过高的债务负担和债务风险，同时高杠杆率一般与经济过热相联系。在杠杆率过高的情况下，企业偿债压力增大，同时政府因担心经济过热而收紧融资环境，导致企业融资困难，流动性趋于紧张，信用风险上升。

第三，价格水平方面，主要通过价格途径传导。通胀水平过高是经济过热的表现，迫使政府提高融资条件，导致企业融资困难。同时高价给企业经营产生压力，利润

¹ 对“后疫情时期”，当前尚未有统一定义。本文将其定义为疫情的后期，而不是疫情过后的时期。

² 比如欧文·费雪（Irving Fisher）的债务-通缩模型和海曼·明斯基（Hyman P. Minsky）的经济金融周期理论，对宏观经济因素及其周期性波动对行业信用风险的传导及影响机制具有一定的解释力。

³ 在宏观风险向中微观传导的同时，中微观风险也会向宏观传导，本文主要对于前者进行研究。

空间缩小，经营活动现金流入减少。总之通胀高企削弱了企业的流动性。相反方面，通货紧缩则导致企业销售受阻，库存增加，也导致企业流动性下降，信用风险上升。

第四，汇率波动和贸易冲突，从影响外需方面影响行业信用状况。汇率波动对进出口及相关行业的影响是显而易见的，尤其引起的国际热钱的流动对金融市场和融资环境的扰动，会对行业发展产生负面影响。而国际贸易冲突引发贸易壁垒及逆全球化暗流，不仅对进出口形成阻力，还对国内的产业链供应链构成威胁，影响持续性生产经营，其中尤以“卡脖子”的关键原材料、元器件及相关技术为最。

第五，宏观政策环境变化。财政政策、货币政策及金融宏观审慎框架（MAP）等金融监管政策，利用期逆周期调节工具直接影响行业的经营环境和融资环境，对行业信用状况产生直接影响。同时政府通过产业政策、环保政策等政策工具，影响行业的进入壁垒、经营和市场环境、竞争格局和投融资环境等，影响相关行业经营业绩和融资环境，会在一定程度上增加其流动性压力。

综上，宏观经济风险向中观及微观传导具体通过经济增长、杠杆债务、通胀水平、宏观调控和外部因素等方面影响到行业的收入水平和融资环境，进而影响行业的流动性，最终影响到行业的信用状况。当然，我们不能孤立的看上述传导路径，因为实际上这些路径之间存在着广泛紧密的相互关联和相互影响。考虑到构建“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”已经成为我国长期发展战略，我们可将上述路径中的经济增长、债务负担（杠杆率）、价格（通胀）水平和政策环境归为内循环路径，将外部因素视为外循环路径。显然，内外循环路径之间是相互关联相互促进的，而且以内循环路径为主体。当然宏观风险传导到行业企业层面后，行业之间会通过产业链、供应链等路径扩散传导，从而引起更大范围产业的信用风险变化。

二、后疫情时期我国宏观经济面临的压力及风险

后疫情时期我国宏观经济以稳步恢复为主线，一方面遵循其内在的运行逻辑，同时也受到依然存在的疫情的影响。基于此，我们认为后疫情时期我国宏观经济将逐步向疫情之前的趋势恢复，同时面临疫情造成的压力及风险。

后疫情时期，我国经济以稳定恢复为主线，并逐步向疫情前的下行趋势回归

国际金融危机后，我国经济增速在“四万亿”计划的强刺激下迅速回升，于2010年一季度GDP增速恢复至12.2%的峰值以后，开启了长期持续的下行趋势，2019年末下行至6%，下滑了6.2个百分点。2020年一季度，我国受新冠疫情冲击，经济活动急剧收缩，GDP同比下降6.8%，创上世纪70年改革开放以来新低（详见图1）。随后国内疫情迅速得到控制，经济逐渐稳步复苏，2020年全年GDP增速为2.3%，成为全球唯一正增长的主要经济体，但仍处于较低增长水平。

后疫情时期，我国经济以稳定恢复为主线，并逐步向疫情前的下行趋势回归。2021年在上年受到疫情严重冲击、基数较低的基础上取得较高的增长（联合资信预计全年同比增长8.5%左右）。但此后基数效应消失，疫情影响持续，我国投资、消费和净出口增长将回归潜在增长，步入2010年以来的下行通道，达到5%~6%的水平，与央行2021年第一号工作论文测算的“十四五”期间我国潜在产出增速基本一致（5%~5.7%），总体继续保持中高速增长。IMF预测，2021年中国GDP在低基数效应下可能达到8.4%，但在基数效应消失后的2022年，增速即将大幅回落至5.57%，此后持续下行，到2026年下行至5%以下（详见图2）。世界银行和经合组织的对我国2021年（8.5%⁴和8.04%）、2022年经济增长（5.2%和4.95%）的预测均低于IMF预测。尽管国际机构对我国

⁴为2021年6月8日修正值，此前预测值为7.9%。

未来经济增长速度的预测偏于悲观,但其反映的总体趋势具有一定的参考性。经济增速下行趋势中,强顺周期行业企业的信用质量可能会有所下降。

价格水平分化局面或将趋于缓解,但下游行业仍然存在一定经营压力

疫情之前我国价格水平表现为CPI上升、PPI回落的态势,CPI主要受食品价格涨幅较大的影响,核心CPI总体保持稳定。后疫情时期,CPI同比高位回落,PPI快速上涨(详见图3),国际市场大宗商品价格持续上涨是主要驱动因素。从国内经济运行方面看,工业生产恢复加快,而消费增长缓慢,总供给与总需求之间缺口有所扩大。疫情以来我国政府注重稳企保岗,加大了对企业的救助和支持,企业生产较快恢复。相对而言居民部门没有实施有力度的增收等政策(消费券只有个别城市发放,规模小,使用方面限制多,基本没有什么效果)。未来随着猪肉价格触底回升以及7月15日全面降准的落地,CPI也将回升,同时PPI随大宗商品价格回落而

下降,价格水平分化局面或将趋于缓和。但由于疫情影响,PPI回落及终端需求恢复均比较缓慢,所以中下游行业仍将面临一定的经营压力。

杠杆率维持高位,防风险压力较大

我国企业部门杠杆率一直处于较高水平,疫情发生后监管层为了稳企保岗,支持企业渡过难关,迅速注入流动性,放松信用条件,企业部门宏观杠杆率迅速攀升,2020年6月末达到165.2%的历史最高值(详见图4)。此后,杠杆率虽然有所下降,但仍然维持在历史较高水平(2021年一季度末为161.40%)。BIS数据显示,2020年末我国非金融企业部门宏观杠杆率为160.70%,同期美国、日本、德国非金融企业部门的宏观杠杆率分别为84.60%、115.6%和73.2%,均远低于我国。后疫情时期,我国经济恢复对债务驱动的依赖依然较强,经济增长的基础不够牢固,因而具有一定的脆弱性,易受国内国际风险事件的冲击,或将持续面临防范化解风险的较大压力。

图1 2000年以来我国经济增长走势(单位: %)



数据来源: 国家统计局

图2 IMF对我国未来数年经济增长的预测(单位: %)



注: 虚线为预测数据

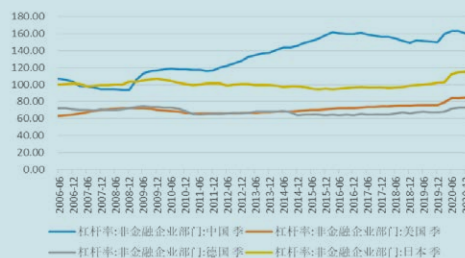
数据来源: 国家统计局, IMF

图3 CPI与PPI走势分化趋于扩大(单位: %)



数据来源: 国家统计局

图4 我国与发达经济体企业部门宏观杠杆率比较(单位: %)



数据来源: BIS



人民币升值趋于缓和，国际产业链供应链受阻受限风险或将持续存在

首先是汇率情况。2020年后半年以来，人民币汇率步入升值通道（详见图5）。美元贬值是人民币升值的主要推动力，同时我国强劲的外贸、稳健的货币政策和相对高位中美利差及外资流入也是重要原因。近期，央行及时调整外汇准备金率，给市场及时降温并给予合理有效引导，人民币升值势头得到遏制，美元对人民币汇率有所回升。未来随着美国经济的复苏，美联储缩表甚至加息，美元将逐步走强；我国则在经济下行压力下，货币政策大概率趋于宽松，中美利差有所收窄且态势或将延续，从而弱化人民币升值动力，对我国外贸出口具有一定作用。同时需要看到，人民币汇率的变化，受到美欧经济复苏及货币政策节奏的影响，在疫情尚未完全消除的后疫情时期，不确定性仍然较大。

除了汇率风险，还有国际贸易风险。国际贸易风险体现在两个方面。一是逆全球化和贸易保护主义引发的

贸易壁垒和高关税等贸易增长抑制。2018年以来中美贸易冲突，对我国的进出口贸易均产生了抑制作用。二是国际产业链供应链的中断，对我国相关产业的正常运营产生的抑制作用。这里既有疫情的原因，也有个别国家实施技术封锁等方面的原因。比如由于美国的限制和制裁，导致我国高端芯片短缺，对高端电子产品及汽车尤其是新能源车等产业造成了元器件等短缺、成本高涨等影响，对相关企业的信用状况构成压力。

图5 人民币汇率走势（单位：元）



数据来源：中国人民银行

宏观政策趋于正常化，更加重视风险防控

2021年以来，宏观政策瞄准经济稳步恢复和风险防范化解两个目标，维持延续性、稳定性、持续性，强调不急转弯。后疫情时期，超常规刺激政策将逐步退出，宏观调控政策更加重视风险防控。财政政策方面，积极地财政政策转向提质增效，不再进行大规模的支出和减税，政府债券发行节奏放缓。货币金融政策方面，强化“双支柱”调控，社融规模和货币供应量增长放缓；同时加强宏观审慎监管，限制房地产融资、严控城投公司举借新债、压降信托贷款、规范资管，限制结构性存款和同业存单等，稳定宏观杠杆率，将防范化解风险作为重心贯穿“双支柱”调控全过程。

碳减排政策更趋严厉，相关行业面临低碳转型压力及搁浅资产风险

碳达峰、碳中和“30·60”目标计划的实施，涉及到我国能源结构调整和能源利用效率的提升、产业结构的转型升级、低碳技术的研发推广和低碳发展机制的设立等方面，将深刻长远地重塑我国的经济结构和增长方式。为了按期甚至提前实现“30·60”目标⁵，我国与低碳减排相关的环保、政策法规将更完善周密，执行的力度也更趋严厉，相关行业将承受较大的低碳转型压力，产生大量的搁浅资产（Stranded Assets）⁶。首先，作为碳排放大户的能源生产行业中，高排放的燃煤发电受到限制乃至淘汰，而清洁能源尤其是可再生能源的发展得到政策鼓励和支持；其次，作为能源消耗大户的钢铁、石化、化工等行业面临淘汰落后产能、扩大升级先进产能的转型升级压力和挑战。此外，制造业、建筑业、交通运输等传统行业也是高碳排放行业，也面临低碳转型的压力。最后值得关

注的是，一系列抑制高排放、鼓励低排放零排放的财政金融等政策陆续出台，金融方面如绿色贷款、绿色债券等安排，财政方面的碳税、清洁能源补贴等政策，将很大程度上决定行业的投融资环境和税收环境。

三、后疫情时期宏观压力及风险对行业信用风险的影响

宏观压力及风险将对行业信用风险会产生广泛而深刻的影响。这些影响通过各传导路径，最终都会体现在对行业（企业）流动性的影响上。下文在第一部分的传导路径划分的基础上，通过对行业流动性变化的简要分析，来反映宏观风险对行业信用风险的影响。需要注意的是，正像风险传导路径之间存在相互关联、相互影响一样，影响行业信用风险的因素也是关联交错的，所以实践中需要更全面综合的研究。

消费品生产经营相关行业、固定资产投资相关行业信用质量改善或仍缓慢，外贸出口生产经营行业信用状况或渐趋弱化

首先消费受疫情影响较大，而且短期内难以恢复并进入常态。2021年1—5月，社会消费品零售总额累计同比增长25.7%，两年平均增长4.5%，远未回复到疫情之前8%的水平。初步估计，后疫情时期我国消费品生产经营相关行业受到原材料及关键零部件涨价和消费需求恢复缓慢的影响，经营活动现金流净流入面临压力，信用质量改善或将缓慢。

固定资产投资增长情况在后疫情时期与消费增长态势基本一致，也将维持缓慢增长，主要由于房地产及

⁵截止目前已有上海、浙江等省市宣布计划提前实现“30·60”目标，也有电力、钢铁等行业组织发布了提前实现该目标的计划。

⁶剑桥可持续发展领导力研究所将其定义为受向下估值影响的资产，或因低碳转型而转换为负债的资产。搁浅的资产可能给经济带来系统性风险。参见 KAPSARC: Transition Risk, Creative Destruction, and Stranded Assets.

基建投资受政策约束而继续下行,制造业投资增长仍然处于较低水平。2021年1—5月,固定资产投资增速回落至15.4%,两年平均增长4.2%,仍然维持较低增速。相应的受投资需求拉动的行业如建筑、建材、工程机械、装备制造等行业的信用质量改善同样会比较缓慢。

疫情以来货物出口增长远超预期,成为拉动我国经济增长的主要动力。后疫情时期,外需增长将随着各国疫情的逐渐平复而趋缓。2021年3月开始,我国出口增速转为下行,主要由于欧美疫情好转导致工业生产逐步恢复(详见图6)。在此趋势下,未来出口行业的信用状况或渐趋弱化。

受PPI维持高位影响,中下游行业利润或将持续受到挤压,对其信用水平产生一定负面影响

后疫情时期在PPI维持高位的情况下,由于下游终端消费竞争较为充分,居民消费收入、支出均尚难恢复至疫情前水平的背景下,上游涨价难以向下游传导,形成了生产资料PPI与生活资料PPI显著背离,这就更进一步压缩了中下游行业盈利空间,也加大行业内企业间的分化(详见图7)。如果这种分化长期存在,则中下游企业利润或将持续受到挤压,对其信用风险产生一定负面影响。

弱国企、尾部城投不排除爆发信用事件可能,并引发一定的连锁反应

高杠杆高负债企业在高财务负担下必然具有财务

脆弱性,抗经济金融波动冲击的能力较低,受货币金融政策回归常态化的影响大,利息负担大量侵蚀企业利润,较易出现企业流动性紧张,信用风险同步上升。同时还应看到,随着未来大量债务集中到期,而融资环境随经济恢复趋于收紧、国企刚兑逐步被打破的情况下,弱国企、尾部城投不排除爆发信用事件可能,并引发一定的连锁反应。

经营现金流较差、主要依靠借新还旧滚动融资的民营企业信用风险仍然较大,尤其是受“三道红线”融资严厉约束的房地产开发企业,其信用风险释放或将加速

尽管面临突如其来的疫情,各国不断采取财政和货币措施进行逆周期调节,但这些措施或只能暂时缓解企业的再融资压力,而对于防止信用质量下降收效甚微。我国货币和金融监管政策已经于2020年下半年趋于收敛,社融增速开始下行。虽然近期出现宽松迹象,但经营现金流较差、主要依借新还旧滚动融资的民营企业信用状况仍然面临较大融资难度,尤其是受“三道红线”融资严厉约束的房地产开发企业,其信用风险释放或将加速。

另外,需关注2021年非标融资缩量对企业流动性的压力。2018年以来新增非标融资出现了负增长的趋势,企业的融资渠道逐步缩窄。自2020年四季度以来,非标融资缩量程度再次加深,资管新规过渡期延长至2021年底,2021年也将大概率延续缩量趋势,将对信用债的偿付能力产生负面影响,尤其是通过非标融资较

图6 三大需求增速在基数效应消失后迅速回落(单位: %)



数据来源: 国家统计局

图7 上游商品价格上涨对下游企业利润造成挤压(单位: %)



数据来源: 国家统计局

多的城投和房地产企业。

低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的冶金、化工等行业的尾部企业将面临严重的持续经营及债务违约风险

我国已正式宣布碳达峰碳中和的“30•60”目标。中国目前仍然是全球最大的碳排放国，排放的总量占到了全球的三分之一，要实现这个“30•60目标”，减排任务相当艰巨。为此环保监管持续加强势所必然，各地方和行业将陆续出台具体的行动方案，也强化了对相关行业的发展的限制约束作用。这种约束表现在能源结构调整、压降高耗能高排放行业产能、大规模的节能减排技术改造（增加企业成本费用）等方面，从产能和成本两个方面对行业的发展构成强约束。此外，政府还通过项目审批、土地使用及绿色金融和财税等政策工具，支持绿色低碳行业企业发展，收紧原材料化工等高耗能行业的融资环境，将直接影响到此类企业债务的可持续性，引发现金流紧张和债务违约问题。总体上看，高耗能、高排放、环保设施较差的冶金、化工等行业的尾部强企业将面临严重的持续经营及债务违约风险。

关键元器件、零部件进口受限受阻，对我国高端制造行业造成持续经营压力和一定信用风险

后疫情时期，我国企业进口关键元器件、零部件受限受阻甚至中断的可能性依然存在，不仅对我国的产业链和供应链安全构成压力，也会导致企业正常生产经营活动受阻。这些风险一方面来源于国外疫情恶化对其生产经营的影响，另一方面则来自于发达国家对我国的出口管制等非贸易因素。主要表现在疫情影响下其产量下降，价格飙升，我国企业利润空间被大幅压缩。而关键装备、关键元器件及零部件对我国及相关国家和地区的限制，致使我国有关行业尤其是高端制造业产能受限甚至停产，如近期以来高端芯片短缺，对我国汽车、高端电子产品生产企业已经产生了较大负

面影响，造成了持续经营压力和一定的信用风险。

四、总结及讨论

本文聚焦于后疫情时期宏观经济风险向行业信用风险的传导路径和影响这个重大问题。我们首先以对行业（企业）流动性的影响为主线，梳理出经济增长、债务水平（宏观杠杆率）、价格水平（通胀）、外部影响（汇率、对外贸易等）、政策环境等五条大的传导路径，从而构建了一个研究宏观经济风险向行业信用分险传导的一个简要的一般性分析框架。实际上，宏观风险向行业信用风险传导的路径之间是相互关联相互影响的，不可能独立存在，各路径之间相互关联和影响的机理和效果，也是较为复杂的，这需要本文分析框架的进一步完善。同样，宏观风险对行业信用风险的影响，也是相互关联相互影响的，值得做一进步的研究。

后疫情时期，我国宏观经济以稳步恢复为主线，同时仍面临来自各方面的压力和风险，其中主要是经济增速下行风险、债务风险、通胀风险、外部输入风险及政策风险。通过各传导路径，宏观风险将对行业信用风险产生广泛而深刻的影响，主要集中在以下几个方面：一是消费品生产经营相关行业、固定资产投资相关行业信用质量改善或仍缓慢，外贸出口生产经营行业信用状况或渐趋弱化；二是受PPI维持高位影响，中下游企业或将面临一定的生产经营压力，对其信用风险产生一定负面影响；三是弱国企、尾部城投不排除爆发信用事件可能，引发一定的连锁反应；四是经营现金流较差、主要依借新还旧滚动融资的民营企业信用风险仍然较大，尤其是受“三道红线”融资严厉约束的房地产开发企业，其信用风险释放或将加速；五是低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的冶金、化工等行业的尾部强企业将面临严重的持续经营及债务违约风险；六是关键元器件、零部件进口受限受阻，对我国高端制造行业造成持续经营压力。///

区域信用分析系列研究： 2020年各省杠杆率上升 政府债务显性化程度提高

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

2020年是“十三五”规划的收官之年，“十三五”期间地方政府债务风险管理制度逐步完善，地方政府债务的透明度与公开度不断提高，区域融资环境经历了由松至紧，再到边际放松的阶段性调整过程。特别是2020年为应对新冠疫情对宏观经济运行的负面冲击，积极发挥基建托底的经济作用，“十三五”期末地方政府债务及各区域城投企业的债务规模较前期扩张。同时，2020年地方政府债务大规模的扩张也加大了地方政府偿债压力和地方债务风险。此外，各地方经济财政实力与债务发展的不平衡使得区域信用风险情况进一步分化。本文主要从政府债务及政府广义债务（政府债务+城投企业有息债务）两个角度出发，考察31个省份的债务风险情况。



一、我国地方政府总体债务情况

2020年世界主要经济体为对冲疫情，政府杠杆率上升较快。截至2020年末，日本、美国、欧元区、印度政府杠杆率较2019年末分别增加24.20、23.60、14.30和13.60个百分点至226.60%、122.80%、98.20%和85.60%，一直在落实“债务刹车”计划控制政府债务规模、压降杠杆率的德国2020年政府杠杆率升幅也超过10个百分点至69.90%。

相比于其他主要经济体，我国政府杠杆率上升相对较为平缓。截至2020年末，我国政府部门杠杆率从2019年末的38.50%增长至45.60%，增幅为7.10个百分点，低于世界上其他主要经济体（详见图1）。纵向比较来看，

2020年我国政府杠杆率的增幅为1995年以来（有统计数据以来）的历史最高值，高于1998年亚洲金融危机期间5.50个百分点和2009年全球金融危机期间5.80个百分点的增幅。考虑地方政府隐性债务后，政府部门杠杆率可能有所提升。

2020年我国地方政府债券增速也呈现阶段性回升。

我国地方政府债自2009年问世以来，经历了中央代发代还、自发代还、自发自还三个阶段。2014年，上海、浙江、广东等省份获批试点地方政府债券自发自还，发行规模很小；2015年1月1日新《预算法》正式实施，地方债自发自还主体扩展至所有省、自治区和直辖市政府，地方政府债券开始快速增长；2017年出现拐点，受去杠杆等相关政策影响，地方政府债券发行规模有所下降，余额增

速持续放缓(详见图2);2020年在疫情冲击下,专项债额度大幅提高,地方债余额增长至25.49万亿元,地方政府债券发行规模和余额增速阶段性调整回升。

二、各省地方政府债务情况

各省地方政府债务余额

截至2020年末,近三分之一省份政府债务达万亿,其中河北、贵州、湖北首次破万亿。2020年,各省地方政府债券新增债券规模放量,截至2020年末有9个省份政府债务余额规模超过1万亿元,其中江苏、山东和广东债务余额超1.5万亿,河北、贵州、湖北债务余额首次达到1万亿;宁夏、青海、甘肃等6个省份政府债务余额不到5000亿元,主要呈现出部分东部区域地方政府债务余额高,东北及西北地区债务余额低的特点。

2020年,多数省份政府债务增速在10%~30%,债务增速与债务承担能力匹配度高。2020年,各省政府债务平均增长率为21.25%,多数省份债务余额增速维持在10%~30%之间(详见图3)。西藏由于债务规模较小,债务余额增速达到接近50%的高位;其次为浙江,债务余额增速达到40.95%,在债务体量较大的基础上继续大幅增长;江西和山西债务余额增速也超过30%,债务增长较快;相反,辽宁是唯一一个债务余额增速仅为个位数的省份,疫情期间的债务增速也十分有限,或因其

2019年政府债务率(116.39%)高而采取主动压减债务规模有关。总体看,除天津属于政府债务承担能力弱且2020年债务增速快的省份外,其余省份政府债务增速多与政府债务承担能力相匹配,即2020年债务增速快的省份多为2019年底债务承担能力高的省份,如浙江、江西、山西、广东等;反之则如辽宁、宁夏、内蒙古、贵州等地,因债务承担能力弱而导致债务增速减缓。

各省地方政府广义债务余额

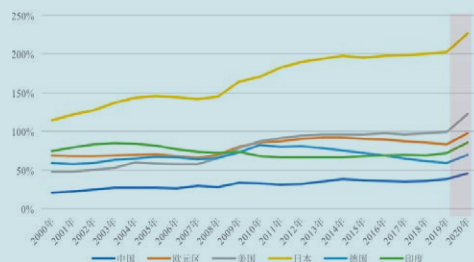
由于地方政府隐性债务数据不便获取,本文采用政府债务余额与城投有息债务之和作为政府广义债务,尽可能作为最大口径的政府债务加以测算。样本选取方面,以2020年末有存续债的城投企业为样本,剔除有母公司发债的子公司及未披露最新年报数据的企业后,得到城投企业样本1821家,根据其所属省份分别计

图2 地方政府债券发行和余额情况(万亿元、%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图1 世界主要经济体政府部门杠杆率情况



注: 中国政府部门杠杆率数据来自中国社科院, 欧元区、美国和日本数据来自国际清算银行

数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 各省地方政府债务余额情况(万亿元、%)



数据来源: 财政部, 各省政府、财政厅官网, Wind, 联合资信整理

算各省城投企业有息债务规模。

截至2020年末, 各省地方政府广义债务余额的差异明显加大。江苏政府广义债务规模仍位居首位, 超过8万亿, 比规模排名第二的浙江高出近3万亿 (详见图4), 主要是由于江苏城投企业众多, 有息债务规模超过6万亿, 远远超过其他省份; 浙江、山东政府广义债务规模超过4万亿元; 吉林、山西、黑龙江等7个省份政府广义债务余额不到1万亿元, 整体呈现出部分东部政府广义债务余额高、东北和西北地区政府广义债务余额低、各省政府广义债务较政府债务差异更大的特点。

从地方政府广义债务结构上看, 全国城投企业有息债务占政府广义债务余额总和的比重为60%, 较上年下降1个百分点。政府广义债务余额规模大的省份, 城投有息债务占比一般也相对较高。具体看, 有20个省份城投有息债务占比超过50%, 其中江苏、浙江占比超过70%, 城投有息债务规模较大; 海南、辽宁、内蒙古和黑龙江的占比较低 (不到30%), 区域城市基础设施建设等任务对城投企业的依赖程度较低。

地方政府广义债务增长方面, 多数省份处于10%~30%的区间内, 增速最高的山东为30.47%, 辽宁和青海增速不足5%。除四川、山东和海南之外, 其他省份2020年广义债务余额增长率普遍低于政府债务余额增长率 (详见图5), 说明广义债务中的地方政府债务的比重在上升, 反映出政府债务显性化程度提高。在广义债务增长率与政府债务余额增长率相差较大的省份中,

浙江、北京由于整体区域经济实力较强, 信用质量较高, 融资渠道较为通畅, 控制城投有息债务的扩张更偏向主动的显性化行为; 而山西、甘肃、天津则可能是由于区域内城投融资渠道不够通畅, 导致被动的显性化结果; 西藏和青海主要受基数很小影响。

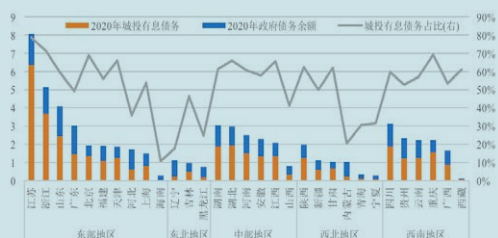
三、各省杠杆率情况

各省地方政府杠杆率情况

地方政府杠杆率为地方政府债务余额与当地GDP的比值, 可以反映出地方经济对债务的承担能力。参考欧盟《马斯特里赫特条约》规定, 国际普遍使用的警戒线为60%。截至2020年末, 各省地方政府杠杆率分化明显, 杠杆率较高的省份大多集中在西北、西南以及东北地区, 其中青海和贵州的杠杆率最高, 超过60%的警戒线, 反映出债务规模与经济体的不匹配; 其他省份杠杆率均在50%以下, 中、东部地区的杠杆率普遍处于较低的水平, 地方政府债务压力相对较小。

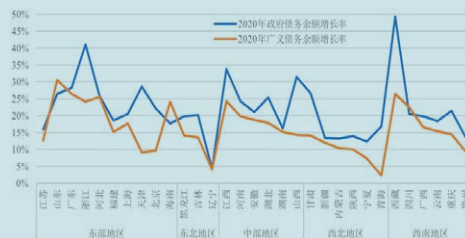
截至2020年末, 各省份杠杆率较上年均有所上升, 主要是2020年疫情导致各省GDP增速放缓, 叠加地方政府逆周期调节力度加大共同作用的结果。其中天津和青海杠杆率增长超过10个百分点 (详见图6), 2020年两省GDP增速均很低 (1.50%), 且通过政府债券解决区域债务风险的需求亦很高, 导致在本就很高的杠杆率情况下继续增长, 区域政府债务压力进一步增大; 甘肃杠杆率

图4 2020年各省地方政府广义债务情况 (万亿元、%)



数据来源: 财政部, 各省政府、财政厅官网, Wind, 联合资信整理

图5 各省2020年广义债务余额增长率和政府债务余额增长率



数据来源: 财政部, 各省政府、财政厅官网, Wind, 联合资信整理

涨幅亦较高,受基数效应影响较大。杠杆率增速较低的省份中,辽宁仅增长1.21个百分点,主要系在区域政府债务风险可控的前提下,主动压降债务规模缓解地方政府债务压力的可能性更高;而江苏、福建、湖南、广东、北京和上海杠杆率也维持2.50个百分点左右的较低增长水平,地方经济与债务增长格局比较均衡。

各省广义杠杆率情况

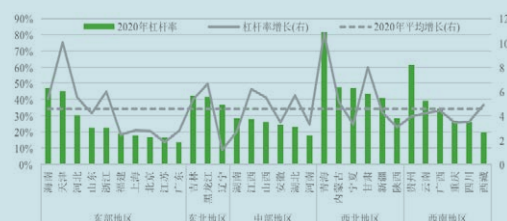
地方政府广义杠杆率为地方政府广义债务余额与当地GDP的比值。截至2020年末,天津政府广义杠杆率最高(122.15%);贵州、青海、甘肃广义杠杆率也超过100%;其他省份均在80%以下。与2019年相比较,仅天津和湖北政府广义杠杆率有所提升,其中湖北(3.01个百分点)存在一定程度上的对于疫情期间的补偿性增长,天津(0.18个百分点)则更多的出于对区域债务风险化解的需求。总体看,在各省政府杠杆率普遍抬升的同时,广义杠杆率普遍下降,呈现出城投债务正逐步被显性政府债务替代的趋势,其中贵州下降幅度最大(7.49个百分点),西藏、重庆和云南广义杠杆率也下降超过4个百分点(详见图7),在政府债务管理制度不断完善的过程中,城投企业的债务呈现更大程度的压降。

四、各省地方债务率情况

各省地方政府债务率情况

债务率为政府债务余额与政府财力的比值,主要反映地方政府的偿债能力。由于不同地区自然条件、地理环境、人口结构、经济发展程度等因素差异,相同财力规模的不同地区可偿债财力差异很大。为此,财政部在依法开展地方政府债务风险评估时,将可偿债财力¹作为度量地方政府偿还到期债务的核心指标,主要反映地方政府收入扣减部分必须安排的刚性支出后的财力。具体测算时,“部分必需的刚性支出”主要包括外交、国防、义务教育、社会保障等必须保证的基本民生支出,以及机关事业单位履行职能正常运转支出。上述刚性支出不能转用于偿还到期债务,否则将造成财政运行风险,甚至引发社会稳定风险,为此测算可偿债财力时应当予以扣除²。但由于各地“部分必需的刚性支出”情况存在一定差异,为了便于横向比较,我们计算财力最终的方法为综合财力=(一般公共预算收入+上级补助收入+上年结余收入+调入资金+动用预算稳定调节基金-上解支出-调入资金)+(政府性基金预算收入+上级补助收入+上年结余收入+调入资金-调出资金)。

图6 各省杠杆率情况(百分点)



数据来源: 各省府、财政厅官网, Wind, 联合资信整理

图7 各省广义杠杆率情况(百分点)



数据来源: 各省府、财政厅官网, Wind, 联合资信整理

¹ 地方政府可偿债财力 = (地方政府本级收入 + 上级补助收入 (含税收返还和转移支付) + 结余结转资金 + 预算稳定调节基金等调入资金 - 地方上解支出) - 部分必需的刚性支出。

² 资料来源: 财政部对十三届全国人大二次会议第7134号建议的答复(财预函〔2019〕74号)。

截至2020年末，天津、内蒙古和贵州债务率均超过120%；共有22个省份债务率分布在70%~120%区间；西藏最低，仅为14.31%。与杠杆率相似，2020年债务率较高的省份也主要集中在西北、西南以及东北地区；北京、上海、广东以及江浙地区的债务率相对较低，处于50%~70%之间，政府负担债务能力相对较强。

截至2020年末，**辽宁**政府债务率同比小幅降低外，多数省份政府债务率同比增加4~13个百分点，此外，**天津**政府债务率大幅攀升，区域政府债务压力大。2020年疫情导致多个省份的一般公共预算收入和政府性基金收入下降，而地方政府债务规模大幅增长，使得多数省份2020年的政府债务率较2019年进一步升高。其中**天津**债务率增长最多（56个百分点），主要是在债务余额增长较快的同时，综合财力出现较大幅度的下降，导致2020年债务率大幅上升；除**天津**外，其他省份债务率增长均在20个百分点以下（详见图8），其中**辽宁**债务率降低2.55个百分点，债务余额和综合财力两项增长均较慢，主要是财力增长稍快于债务余额增长导致。

政府广义债务率情况

广义债务率=广义债务余额 /综合财力, 2020年末天津、江苏的广义债务率超过300%, 其中江苏主要是城投有息债务规模较大, 尽管综合财力实力较强 (仅次于广东), 广义债务率仍然较高, 而天津的情况则是萎缩的财力规模难以覆盖快速增长的债务; 贵州、重庆、湖北等14

个省份广义债务率也较高, 超过200%; 上海、广东、海南和西藏4个地区广义债务率小于120%, 其中上海和广东政府财力足以保障相应的债务; 而海南和西藏虽然财力体量不大, 但债务规模也较小 (详见图9)。

广义债务率增长情况方面，我们从两个维度来分析：一是**2020年末与2019年末**的比较，观察对冲疫情导致地方政府债务大规模扩张后各省广义债务率的变化情况；二是“**十三五**”**期初和期末的对比**，也就是**2015年末至2020年末**的变化，观察各省“**十三五**”**期初与期末**地方政府债务管理的阶段性变化结果。

2019年末至2020年末，天津广义债务率大幅增长114.13个百分点，显著高于其他省份增长水平。除天津之外，其他省份广义债务率增长均在50个百分点以下，其中江西、河南、湖北、安徽等中部省份广义债务率上升较快（增幅超过35个百分点），反映出区域信用分层后中部省份投资性价比的提高；而甘肃、青海、宁夏、辽宁和吉林六个省份广义债务率有所降低，政府广义债务压力有所缓释。

“**十三五**”期**初和期末**对比来看，2015年末至2020年末各省份广义债务率均有不同程度的上升。其中，有16个省份增长超过一倍，**天津**广义债务率增长幅度最大（211.18个百分点），一方面广义债务余额呈快速增长态势，一方面综合财力下降，导致该市广义债务率大幅增长；**江西、山东、贵州和云南**广义债务率增长超过130个百分点，增长幅度也较大。而**上海、浙江、西藏和青海**增

图8 各省债务率情况(百分点)



注：2019年综合财力数据为决算数；2020年为财政预算执行报告披露数，部分未
获得数据采用往年数据模拟推算得到，计算结果可能存在误差
数据来源：各省政府、财政厅官网、Wind、联合资信整理

图9 2020年各省广义债务率情况



数据来源: 各省政府、财政厅官网, Wind, 联合资信整理

幅不到50个百分点：**上海和青海**主要是由于广义债务增速处于较低水平，其中青海主要是城投有息债务规模较2015年末缩小；浙江主要是财力大幅增长（135.96%）导致债务率增幅较低；而**西藏**主要是债务规模较小，债务率一直处于各省中较低的水平，增幅也较小。

总体看，广义债务率的增长还是需要与各省财政实力相匹配。经济发达省份虽然广义债务规模增长较快，但因具备较好的产业基础，形成了优质财政收入来源，能够保持区域债务率控制在合理区间，对于外部融资环境的变化具备较强的风险抵抗能力。“十三五”期间广义债务率拉升较快的省份，需在后期放慢债务增速，主要便是控制省内城投企业债务，包括通过平台整合、债务重组等方式，以及极端的通过违约破产等路径控制区域广义债务规模，此外还需积极培育优质产业，提高区域财政收入水平，以化解前期形成的债务负担与信用风险。

五、结论

2020年，受新冠肺炎疫情影响，我国政府杠杆率阶段性上升较快，但相较于其他发达经济体而言，我国杠杆率增幅较低。国内来看，各省政府在抗击疫情中债务及杠杆水平也有所提升。

首先，各**地方政府财政与债务发展的不平衡使得区域债务情况进一步分化**。一是经济发达区域的债务加速堆积。政府债务余额主要呈现出东部债务余额高，西北地区债务余额低的特点，加上城投有息债务后的各省广义债务余额的差异明显加大。二是**河南、河北、湖北、安徽、江西等经济中等发达省份政府广义债务率均增长较快**。随着区域信用风险分化加剧，导致经济发达但信用风险很低的省份的城投债投资收益降低，在2020年较为宽松的资金环境下，中部省份的城投信用风险较为可控，也吸引了部分投资者对中部省份的信用挖掘。三是**相较于经济发达省份，地方政府债券欠发达省份对城投债的替代更为明显**。虽然多数省份城投有息债务增速整体低

于政府债务增速，但是浙江、北京等实力较强的地区更偏向是主动的显性化行为，而山西、甘肃、天津等实力较弱的省份则更多的呈现出被动的显性化结果。

其次，**偿债压力较大的省份大多集中在西北、西南以及东北地区**。由于各省新增债务限额根据偿债能力和资金需求等维度考察，而偿债能力是基本的分配原则，所以债务率较高的地区，发行新增地方政府债券的空间相对有限，同时地方政府债券还本付息的支出压力较大，导致区域资金紧张，财力调控空间十分有限，区域的债务风险较高。

同时，对真实债务率的测算也存在一定的局限。一是**隐性债务统计的偏差**，由于我们计算各省城投有息债务的样本仅统计区域内发债的城投企业，存在城投样本量被低估的可能，同时由于并非所有城投有息债务均被认定为隐性债务，导致隐性债务规模的偏差；二是**未考虑到省内债务不均衡的情况**，由于我们统计的是全省的口径，可能存在部分省份整体债务率不高，但是由于债务更多的集中在某些市区，而综合财政实力较弱，导致省内部分市、区、县的债务风险过高，**部分省内债务较为集中的市、区、县级地区的债务风险也值得关注**。

未来，政府债务的精细化管理逐步落实，区域信用分化程度也将进一步加深，应积极防范高杠杆重债务压力区域的信用风险。一方面，从显性政府债务方面严格控制债务风险，**地方政府一般债券要与一般公共预算收入相匹配，地方政府专项债券则要考虑专项债务到期还本保障倍数（地方政府性基金预算收入/年均到期还本规模），确保各地当年政府性基金预算可偿债财力能够覆盖专项债券还本付息额并超出一定幅度**。另一方面，从隐性债务方面严格控制，**通过城投债按红橙黄绿和一二三档的分档分类管理将对区域政府广义债务格局产生影响**，高债务率区域的城投债募集资金用途受限，特别是隐性债务占比高或红橙区域的区县平台，可能使得这些区域内的城投企业后续再融资能力弱化，导致信用风险事件的加速发生。■

宽松政策退出风险系列研究

——美联储货币政策拐点将至

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部

美联储6月议息会议释放鹰派信号，鲍威尔暗示美联储将在经济逐步复苏后考虑缩减购债，预计首次全面加息将提前至2022年

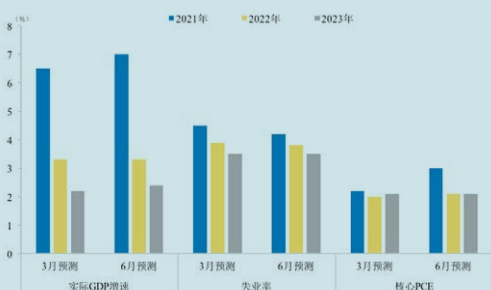
北京时间6月17日，美联储公开市场委员会（FOMC）在6月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在0%~0.25%区间，并维持目前每月1200亿美元的购债速度不变，说明美联储依旧以宽松政策支持疫情后经济复苏为主要目标，符合市场预期。但美联储也超市场预期地释放出一定鹰派信号，议息会议后美联储主席鲍威尔表示，如果经济进展维持当前状态，将在接下来的会议上考虑缩减量化宽松（QE）规模。美联储在一些重要数据上的调整也支持了鲍威尔的观点：一是美联储在此次会议中将2021年美国实际GDP增速调升至7.0%，较3月预测值上升0.5个百分点；将核心PCE调升至3.0%，较3月预测值上升0.8个百分点；将失业率调降至4.2%，较3月预测值下降0.3个百分点，美国经济基本面好转为货币政策转向提供支撑

（详见图1）。二是美联储将法定存款准备金率和超额存款准备金利率设定为0.15%，将隔夜逆回购利率设定为0.05%，均较之前上调5个bp，虽然此次调整属于利率走廊框架内的技术性调整，但4月以来联邦基金利率下滑以及6月以来隔夜逆回购用量激增，均可能加速缩减购债的步伐。三是根据此次会议点阵图显示（详见图2），全部成员均认为2021年不需要加息；有7位成员预计2022年会加息（较3月预测增加3位成员），占比接近40%，其中两位成员预期至少加息2次（每次25bp），表明美联储首次全面加息预期提前至2022年。

货币政策放量导致流动性泛滥的局面发生调整，美联储通过技术性调整隔夜逆回购利率起到稳定市面流动性的作用，目前“爆表”的通胀和“缓慢”的就业双重目标背离，预计2021年9月后美国就业市场才会明显改善，对美联储货币政策转向提供支持

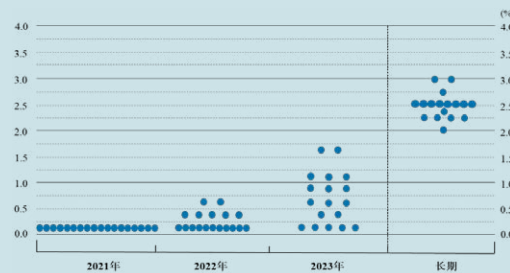
美联储6月议息会议以及美联储官员密集发声

图1 2021年6月美联储议息会议经济预期



数据来源：美联储，联合资信整理

图2 6月美联储议息会议点阵图



数据来源：美联储，联合资信整理



均备受瞩目，主要是因为美国货币政策和资本市场之间的博弈已经进入历史性关键节点。一方面，货币政策放量导致流动性泛滥的局面发生调整。2020年以来，美联储为抵御新冠疫情以及提振经济复苏，除了将联邦基金利率两次下调150bp至0%~0.25%区间以外，还启用商业票据融资工具（CPFF）、一级交易商信贷机制（PDCF）以及货币市场共同基金流动性工具（MMLF），这三款货币工具为美联储自2008年金融危机以来首次启用，主要是增强市场流动性以及向企业和家庭提供更广泛的信贷供应。美国M2供应量由15.41万亿美元（2020年2月）飙升至20.26万亿美元（2021年4月），在短短的一年多时间里涨幅超过75%（详见图3）。根据目前的货币乘数（3.35）计算，美国市面上的流动性高达67.87万亿美元，相当于2020年美国GDP总量的324.12%，说明市场上的美元流动性已经严重泛滥。但是自5月份以来发生明显变化，5月26日美联储大幅

增加逆回购规模至6704.33亿美元，创2002年有数据统计以来新高（详见图4），而在随后的6月美联储逆回购规模更是攀升至7437.60亿美元，说明美国金融机构在大规模主动交还流动性给美联储，主要是因为当时美联储隔夜逆回购工具的利率是0%，该利率相较于短期货币市场利率过低甚至出现过突破负数的情况，导致大批资金涌向美联储隔夜逆回购以求稳妥。这也是美联储6月议息会议上技术性调整隔夜逆回购利率的原因，主要是起到稳定市面流动性的作用。

另一方面，“爆表”的通胀和“缓慢”的就业双重目标背离，使得美联储陷入两难困境。美联储货币政策调整的基础是以实现就业明显复苏为目标，这意味着需要提升对通胀的容忍程度，美联储也表示允许通胀在一段时间内适度高于2%。但实际情况是，5月美国CPI同比大幅攀升至5%，增速创2008年8月以来新高；当月核心CPI同比增长3.8%，增速创1992年以来新高（详见图5）；通胀持续高企让美联储无法继续“暂时性”的论调，鲍威尔不得不承认“近期确实出现了超出预期的物价飙升，并可能在未来几个月继续居高不下。”尤其是在美国疫情注射了超过51%以及防疫管控措施陆续开放的背景下，美国通胀压力会逐渐从商品领域向服务业领域转移。但本轮美国就业市场恢复缓慢，虽然5月美国失业率环比下降0.3个百分点至5.8%，仍比2020年2月疫情爆发前高出2.3个百分点，而就业市场的恢复需要多个月的周期，意味着美国就业市场恢

图3 2020年以来美国M2流动性情况



数据来源：美联储，联合资信整理

图4 2020年以来美联储逆回购规模情况



数据来源：Wind，联合资信整理

复到疫情之前还需要一定时间。而本轮就业市场恢复缓慢并不是经济需求不足，随着美国服务业的复苏用人需求日渐旺盛，本质原因在于财政过度刺激（直接派钱等）使得民众选择性失业，而今年以来美国已经有30多个州调整了失业补贴政策，预计2021年9月后美国就业市场会明显改善。

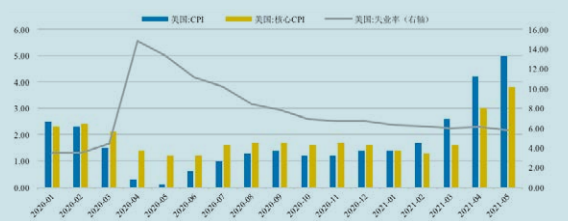
本阶段美联储货币政策宽松是在上一期宽信用泡沫尚未完全稀释下开启的，导致美国资本市场和地产泡沫激增，在美国疫情得到一定控制以及空前的经济刺激政策下，美国经济正走向过热和通胀并存阶段

从货币政策周期来看，自2000年以来美联储的利率调整经历了五个阶段。具体来看：第一阶段是2000—2003年美联储利率宽松下调。受互联网泡沫崩溃和“9.11”恐怖袭击影响，2001年美国实际GDP增速直线下滑至1.0%的近十年低位，为避免经济走向衰退以及提振消费，美联储采取扩张的货币政策，并将联邦基金利率由5.75%经过16次下调至1.00%，三年内降幅高达475bp。低利率下宽松的货币政策环境使房地产投资取代互联网投资成为美国经济新的增长点，信贷膨胀问题也随之而来。此外，多余的流动性从实体企业流入到资本市场，导致大量资本泡沫和高杠杆，为此后的2008年金融危机埋下伏笔。第二阶段是2003—2006年利率急速提升。受前期宽松货币政策的影响，美国通货膨胀问题日益严峻，2005年CPI增幅上升至3.40%，远高于美联储2.00%的调控目标。此外，由于货币政策过度宽松导致房地产价格泡沫和信贷膨胀，本阶段房屋价格指数达到顶峰（2005年6月达到11.95历史高位），相反房屋购买力指数大幅下挫。因此，美联储连续17次上调联邦基金利率至5.25%，累计上浮425bp。连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因，最终引发影响全球的金融危机。第三阶段是2006—2015年美国保持长期信用宽松。美联储为应对日渐严峻的次贷危机，开启新一轮降息救市举措，

将联邦基金利率由2006年6月的5.25%连续11次下调至2008年12月的0.25%，降幅达到500bp，并长期维持在零利率水平。长期宽松的货币环境有效帮助美国走出金融危机，但却导致美国债务杠杆率节节攀升。第四阶段是2015-2019年利率回归正常化。经过将近10年的信用扩张，美联储于2015年重启利率正常化进程，将联邦基金利率由0.25%逐步上调至2.50%（2018年12月），累计上调225个bp。此外，美联储在2017年10月启动缩减资产负债表计划，从10月起减少购买抵押贷款支持证券（MBS）以及美国国债。美联储货币政策的收紧将抬升美国中长期利率，有助于减轻金融机构盈利压力。第五阶段是2020年以来利率进入宽松下行区间。受新冠疫情突发影响，2020年3月美联储将联邦基金利率下调至0%-0.25%区间，并坚持每月1200亿美元的购债计划。本阶段货币政策宽松是在上一期宽信用泡沫尚未完全稀释的背景下，美联储又开启新一轮货币宽松周期，导致美国资本市场和地产泡沫激增。

从经济周期来看，美国经济一般以8~10年为一个经济周期（详见图6），自1990年以来美国经历了4个经济周期：第一阶段是1991—2001年美国信息高速公路快速发展阶段。美国经济实现了123个月的持续增长，但随着互联网泡沫的破灭，2001年美国实际GDP增速回落逾3个百分点。第二阶段是2001—2009年地产黄金十年。在低利率的宽松货币政策环境下，多余的流动性从实体制造业流入到房地产市场，房地产投资取代互联网投资成为美国经济新的增长点，导致大量信贷泡沫

图5 2020年以来美国通胀水平和失业率情况（单位：%）



数据来源: Wind, 联合资信整理

和家庭高杠杆。最终由次级贷款危机逐步衍生至金融危机，再由金融领域传导至实体领域，最终引发影响全球的经济危机。第三阶段是2009—2019年资本市场蓬勃发展阶段。金融危机后美联储采取低利率政策，催生资本市场繁荣发展，美国经济经历了长达10多年的平稳增长，但是自2019年以来受贸易摩擦以及全球经济下行压力增大等因素影响，美国经济存在一定增速趋缓压力。此外，本阶段美国积累了大量政府债务压力和资本市场泡沫，经济增长结构亟待调整。第四阶段是新冠疫情暴发以来美国经济陷入衰退又逐步复苏。美国经济增速在2020年一季度经大幅下滑至-4.8%，二季度按年率计算进一步下滑至-32.9%，创1947年有数据统计以来的最大降幅。随后在宽松货币政策和积极财政政策的配合下，2020年美国实际GDP增速收窄至-4.3%。2021年以来，在美国疫情得到一定控制以及空前的经济刺激政策下，美国经济正走向过热和通胀并存阶段，一季度美国GDP折年数已经回升至0.4%，5月美国CPI增幅攀升至5.0%，5月美国成品屋中值同比上涨23.6%至35万美元的历史新高。此外，伴随着政府财政收支结构恶化和政府债务压力激增，2020年美国财政赤字水平升高至18.7%，政府债务水平攀升至131.2%，均创历史新高。

美联储货币政策转向会加剧虚拟经济泡沫破裂，美国经济面临一定硬着陆风险，因此美联储不会采取急速货币政策转向的方式，会循序渐进推进货币政策正常化，以

防止出现经济硬着陆危机

美联储6月议息会议已经表明2022年会大概率加息，在通常情况下，美联储缩减购债节奏会早于加息3个季度左右，意味着美联储可能会在2021年四季度或2022年一季度开启缩减购债计划，美联储货币政策转向会加剧虚拟经济泡沫破裂。美联储宽松的货币政策令借贷成本大幅降低，激发了民众的投资热情，导致美国股市也纷纷水涨船高。此外，根据全美房地产经纪商协会数据显示，在其跟踪的183个美国城市中，2021年一季度有163个房屋售价中位数已经出现两位数涨幅，占比超过89%；而去年同期该比例仅为25%。而根据2008年金融危机经验来看，美联储货币政策转向将直接冲击美国资本市场和房地产，美国经济面临一定硬着陆风险。

为避免经济硬着陆，美联储主席鲍威尔于北京时间6月23日出席国会听证会时表示，虽然美联储已经开始讨论何时以及如何削减每月购买1200亿美元国债和抵押贷款支持债券。但对于加息态度表示鸽派，鲍威尔认为当前美国经济面临的通货膨胀压力较早前预计的更高，但导致通胀上升的因素是暂时性的，美联储不会“先发制人”加息。鲍威尔此举旨在向市场传达美国经济出现恶性通胀的概率“非常低”，美联储不会因为担心可能出现高通胀压力就迅速转向加息。鲍威尔表态提振市场信心，截止6月23日收盘，美国道琼斯工业指数上涨0.2%至33945.58点，刷新历史记录；标普500指数上涨0.51%至4246.44点，创6月15日以来新高；纳斯达克指数上涨0.79%至14253.27点，史上首次收于14200点上方。

整体看，综合美国经济基本面和货币政策周期，美联储已经处于货币政策调整边缘。但鉴于本轮通胀压力可能会在长期持续存在，而美联储有能力在必要时动用政策工具，引导通胀回落至目标水平，美联储不会采取急速货币政策转向的方式，会循序渐进推进货币政策正常化，以防止出现经济硬着陆危机。///

图6 1990年以来美国经济周期情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

国有土地使用权出让收入划转政策解读及对房企的影响分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 支亚梅

一、政策解读

2021年6月4日，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行四部门联合发布《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》（以下简称“通知”）。此次四项非税收入划转税务征收，进一步落实了2018年中共中央印发的《深化党和国家机构改革方案》，有利于提高卖地收入等征管效率，降低征收成本。

土地出让金归由税务部门征收只是征收制度变化，不会改变分成比例，也不会改变资金使用格局，土地财政依然存在

通知指出“四项政府非税收入的征收范围、对象、标准、减免、分成、使用、管理等政策，继续按照现行规定执行”，其核心转变在于征收单位由原本隶属于地方的自然资源部转变为中央直管的税务部门，土地出让收入的征缴更加严格规范。土地出让收入本质仍属于非税收入，暂不涉及进行中央地方分成及财政收入再分配的问题：中央只是拿走了征收权，并未拿走地方的所有权和分配权。

土地收入转税务征收，可防范地方政府滥卖土地使用权并加强征收力度

土地收入划转税务征收后，有助于推动地方政府行为调整，预计更大程度开始思考存量资产盘活，更加注重税收和产业。现土地使用权出让收入征收过程中或

存在欠征、少征、漏征或者先征后补、补贴等方式；纳入税务部门征管后，有利于规范征收环节。可以预期，土地出让金的延期支付甚至拖延支付的模糊地带未来将基本消失。对房企而言，目前存在该等情形的房企可能面临短期内集中补缴的现金支出压力；另外，未来各地税务部门是否会延续之前分期缴纳的操作、分期缴纳期间是否会罚息等都具有较强的不确定性，对企业的现金流管理提出了更高要求。

实质是构建各城市的土地大数据，有助于全国房地产调控的进一步深化

本次“土地转让金转税改”实质上是在构建各个城市的土地大数据，还可以把房企在全国土地出让金缴纳情况、土地增值税缴纳情况进行综合分析，以判断房地产行业/企业经营和风险情况，这也是供地两集中政策之后的配套举措，对房地产调控的局面有促进作用，有助于形成宏观调控政策的决策基础。

二、对房地产行业的影响分析

短期内土地政策预计维稳，但不排除地方政府进一步增加土地供给的可能性

由于通知明确国有土地使用权出让收入分成及使用不变，因此预计短期内地方政府土地政策变动不大。但在改革正式落地之前，出于保留资金运用灵活性的考虑，不排除地方政府可能进一步推动土地供给增加的可能性，行业整体土地供应规模或将有所提升。

对以招拍挂为主要拿地方式的房企而言,新政对其拿地自有资金规模以及现金流管理的要求进一步提高;特别是对主要布局三四线城市、执行高周转、资金处于紧平衡状态的房企有较大影响

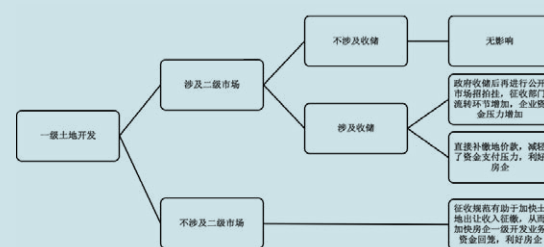
考虑到征收部门的划转以及税务系统掌握了大量的企业财务数据等因素,未来征收管理将更加规范,企业欠缴、拖缴等现象可能会得以矫正。一方面,房地产企业通过分期、延期支付土地出让金的方式以提高杠杆率的做法可能受到影响,特别是对执行高周转、资金处于紧平衡状态的房企而言影响更大;另一方面,三四线城市相对于一二线城市而言土地出让收入征收的规范程度较低,从以往来看其可操作空间较大。因此,对于以招拍挂为主要拿地方式的房企而言,新政对其拿地自有资金体量及财务政策的稳健性要求进一步提升;其中,主要布局三四线城市、执行高周转的房企受影响更大。

对一级开发业务体量较大的房企而言,除收储后再

进行市场招拍挂因征收流转环节增加从而侧面加重了房企资金压力外,其他情形下均有利于其加快资金回笼,利好房企

自然资源部门土地一级开发和一级市场的事权、财权更加分离。收储后再进行招拍挂拿地的房企由于征收流转部门增加,资金回笼时间可能延长,从而侧面加重了房企资金压力;其他情形下,均有助于加快企业资金回笼速度(详见图1)。

图1 一级土地开发各情形下的影响路径分析



资料来源: 联合资信整理

2020年新冠肺炎疫情对消费服务行业的影响回顾及展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 工商一部

本次新冠肺炎疫情对消费型服务业的影响呈现出负面影响程度深、持续时间长的特点。从2020年春节开始,社会消费品零售总额大幅下降,下半年疫情逐步得到控制,社会消费品零售总额恢复增长,2020年全年社会消费品零售总额为391981亿元,较上年下降3.93%。SARS疫情期间,社会消费品零售总额增速在2003年上半年有所下降,但随着疫情得到控制快速恢复,全年社会消费品零售总

额同比增长9.10%。对比之下,本次新冠肺炎疫情对社会消费的影响程度更深,持续时间更长(详见图1)。

一、住宿餐饮行业

整体看,新冠疫情下,餐饮业受冲击很大,短期内现金流承压,但网上商品零售额保持较快增长趋势,经

营状况在疫情得到控制后有序恢复;受商务出行和旅游出游人数减少影响,住宿业受到明显冲击,行业整合或将进一步加速。

此次疫情对住宿餐饮行业冲击很大,随着群体性聚餐取消和各大旅游景点不定期关闭,行业客流量和销售收入均有明显下降,相较于批发零售、交通运输、信息服务等其他类型服务行业,住宿和餐饮行业受本次疫情影响程度更深,恢复速度更慢(详见图2)。

2020年,我国餐饮收入为39527亿元,同比下降16.6%。2020年一季度,受群体性聚餐取消影响,餐饮收入呈断崖式下降,且下降幅度明显大于商品零售收入降幅,2020年3月餐饮行业收入同比下降46.80%。2020年二季度,随着疫情逐步得到控制,餐饮行业收入降幅有所收窄,但收入同比降幅仍在10%以上。2020年下半年,随着各地有序复工复产,餐饮行业当月收入在2020年末基本恢复至上年同期水平。在我国餐饮业中,95%的企业都是个体工商户,抗风险能力较低,在疫情期间,餐饮业营业收入大幅下降,但同时仍需支付租金和人员工资,此部分刚性支出约占收入的20%~40%,这给餐饮业的现金流带来了很大的挑战。

不同于SARS期间,移动互联网的发展有效带动了居民的线上消费。受疫情影响,部分餐厅在关闭门店的同时,通过外卖的方式进行线上销售,使得疫情对餐饮业的影响得到了一定缓解。2020年疫情期间,网上商品零售总额中吃类商品零售额同比增长30.60%,受疫情冲

击程度较小,一定程度上因人们在疫情期间将线下的餐饮消费向线上转移所致。

2021年初,辽宁、河北、黑龙江等省份陆续出现疫情反复,减少群体性聚集作为疫情防控的重要手段,预计仍将对餐饮行业带来负面影响。目前疫情防控措施逐步完善,国内整体疫情可控,经营状况有序恢复。

住宿业方面,受商务出行和旅游出游人数减少影响,住宿业受到很大冲击。2020年第一、第二季度,星级饭店营业收入较上年同期分别大幅下降59.05%和56.66%,星级饭店平均房价亦呈明显下降趋势;2020年三季度起,星级饭店的平均房价和营业收入同比降幅有所收窄,第四季度营业收入达到去年同期的86.10%,平均房价达到上年同期的87.42%。从全年情况看,2020年星级饭店营业收入较2019年下降38.18%,住宿业经营活动受到了较大影响(详见图3)。

酒店收入主要来自于自营酒店收入和加盟费。疫情之下,消费者出行减少带来酒店营业额下降,锦江、

图1 2001—2020年社会消费品零售总额当月同比增速(单位: %)



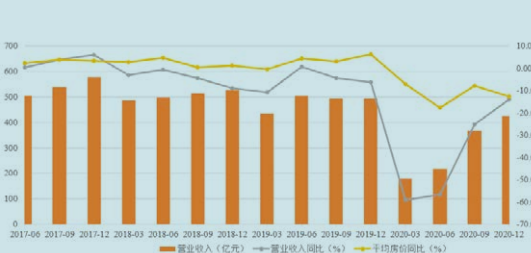
资料来源: Wind、国家统计局

图2 2019年6月—2020年12月主要服务行业GDP不变价同比增速(单位: %)



资料来源: Wind、国家统计局

图3 2017年第二季度至2020年第四季度星级饭店营业收入和房价情况



资料来源: Wind、国家统计局

首旅、华住等酒店集团纷纷宣布减免部分加盟费用，在租金成本和人工成本的压力下，单体酒店现金流压力较大，预计将加快酒店行业结构调整、弱势产能加速出清，促进国内酒店行业连锁化率和集中度的集中，利于行业长期健康发展。

二、旅游业

2020年上半年，疫情对旅游业冲击严重，影响程度较深；2020年下半年，国内旅游恢复性增长，但尚未恢复至上年同期水平；出入境旅游较国内旅游受冲击更为明显，恢复期将受海外疫情发展影响而延迟。

旅游业作为以人为主的服务行业，其人员聚集度高、参与者来源广泛、跨地域性等特点使得其成为疫情防控中重要的环节之一。

2020年初，为防控新冠疫情，我国政府号召人民居家隔离，较少出行，相关景区也在疫情爆发后纷纷关停，我国旅游行业受到了巨大的冲击。2020年5月黄金周游客接待量为1.15亿人次，同比下降41.03%。2020年下半年，随着疫情逐渐得到有效控制，根据疫情期间旅游景区的流量控制政策，景区接待游客量自4月份的不得超过核定最大承载量的30%放宽至9月份的不超过最大承载量的75%，主要旅游景区陆续安全有序开放。2020年10月，我国黄金周游客接待量为6.37亿人次，同比下降18.54%，降幅明显收窄（详见图4），旅游市场基本恢

复，但疫情带来的负面效应仍然存在。

出境旅游方面，在疫情冲击下，2020年的出境旅游业务基本停滞。自疫情爆发以来，海关总署、国家移民管理局等单位联合发布，建议个国民非必要不参与出入境旅游，减少人员跨境流动。目前，海外疫情形势仍然较严峻，出境游相关产业恢复节奏仍面对较大不确定性。

2020年12月起，河北省石家庄市、邢台市疫情爆发，黑龙江、吉林和北京等地区亦有疫情小范围扩散现象，国内疫情管控措施趋紧，部分跨省旅游线路暂停，全国多地倡议春节“非必要不返乡”，对春节旅游市场形成了较大打击。虽然各地积极促进“周边游”部分抵消了疫情对旅游业所带来的不利影响，但因“周边游”人均支出显著低于异地游，疫情抬头带来的出行减少对2021年一季度酒店、餐饮、旅行社、景区行业的复苏带来较大负面影响。

2021年2月22日，全国中高风险地区再次全部清零，充分展示了我国重大疫情防控能力建设所取得的成效。从长期来看，由于国外疫情未得以有效控制，我国仍存在一定的疫情防控压力，甚至存在疫情局部性扩散的风险，但随着各地疫情快速检验检测、快速响应能力的提高以及新冠肺炎疫苗接种的逐步推进，疫情大范围扩散的可能性大大降低，我国旅游市场有望逐步复苏。

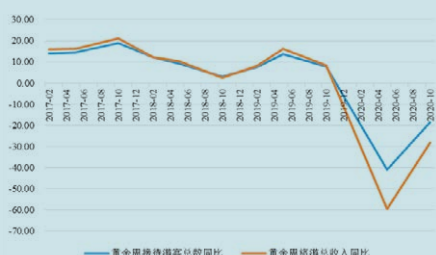
三、影视业

我国电影市场在疫情冲击下2020年全年票房收入大幅下降，行业流动性压力增加，龙头院线在行业中的集中度有望提升，部分流动性储备不足的中小院线将面临一定流动性风险。

2020年电影市场在疫情的影响下全面关闭178天（自1月23日起至7月19日止），导致全国票房收入大幅下降。根据猫眼娱乐发布的《2020电影市场数据洞察》，2020年我国电影市场总票房为204.17亿元，较2019年下降68.20%。

从观影人次变动情况看，2020年全年观影人次约为

图4 近年来黄金周游客接待总数和收入同比变动情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

5.40亿人次，较2019年下降约68.19%，降幅与票房降幅基本一致。2020年全国影院共放映电影5527.47万场次，较2019年下降55.82%，略低于票房下降幅度，主要系近年来影院及荧幕数量增加，以及疫情期间影院上座率受到限制所致。受本次疫情影响，从上游内容制作到中游的宣传发行再到下游的放映均承受较大压力，人力、租金、设备维护等刚性成本支出增加了现金流压力，部分流动性储备不足的中小院线面临一定流动性风险。

具体来看，在疫情爆发前宣发力度最大的《唐人街探案3》《囧妈》《夺冠》《紧急救援》《姜子牙》《熊出没·狂野大陆》《急先锋》7部春节档影片在春节假期紧急宣布撤档，“春节档”电影票房受到重创。随着国内疫情有效控制、居民工作生活恢复正常节奏，2020年7月20日中国内地电影市场复工，热门电影《八佰》2020年8月21日上映后，电影票房恢复速度较快，国庆档、元旦档票房和观影人次均有好转。截至2020年末，全国影院复工率达到94.80%。

行业供给方面，随着疫情在全球范围蔓延，大量好莱坞影片推迟上映，使得能够引进并在国内上映的进口影片数量明显减少，导致2020年上映的影片中，国产影片占比提升。在2020年的特殊环境下，头部公司依靠自身的资金实力、抗风险能力以及较高的经营效率得以提升市占率。万达集团数据显示，2020年第四季度万达电影国内影城电影票房恢复至2019年同期的86.5%，2020年，万达电影全国票房市场占有率达15.4%，较2019年提升1.2个百分点。在国家政策鼓励院线整合并购以及外部经营环境压力之下，龙头院线在行业中的集中度有望进一步的提升。

疫情对院线造成冲击的同时，线上内容活跃度明显提升。一方面，大荧幕影片探索与视频平台合作模式，如《囧妈》在院线撤档以后，其内容制作方欢喜传媒与字节跳动签署合作，大年初一在今日头条、抖音、西瓜视频、抖音火山版和欢喜首映App上免费播放。另一方面，疫情带来居家隔离使得优酷、爱奇艺和腾讯三大平

台的活跃用户明显增加。根据猫眼研究院调研，影院复工以来，受特殊时期对观影习惯的影响，观众的对于观影渠道的选择仍以线上和线下综合考量为主，预计未来两种观影方式将长期并存。

2021年春节，虽然新冠肺炎疫情在全国部分地区出现反复，但各地防控政策较之上年趋于成熟、合理，减弱了对电影票房的冲击。由于《唐人街探案3》《你好，李焕英》等影片取得良好的反响，根据国家电影局所发布数据，2021年春节黄金周（2月11日至17日）全国电影票房收入达78.22亿元，不但远超出2020年水平，较2019年收入亦有32.47%的增长。

四、游戏行业

本次疫情推动线上娱乐发展，对游戏行业产生正面影响，2020年我国移动游戏市场快速发展，海外市场销售收入保持增长态势，但部分中小型游戏企业可能受疫情影响面临较大的流动性压力。

2020年，我国移动游戏行业在新冠肺炎疫情期间快速增长。根据伽马数据显示，2020年中国游戏市场实际销售收入为2786.87亿元，同比增长20.71%。其中移动游戏市场实现销售收入2096.76亿元，同比增长32.61%，客户端游戏市场实现销售收入559.20亿元，同比下降9.09%，网页游戏市场实现销售收入76.08亿元，同比下降22.90%（详见图5）。

图5 2014—2020年中国游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源：伽马数据

部分移动游戏由于具备娱乐及社交双重属性,已经成为春节假期不可或缺的娱乐方式。在冠状病毒疫情的持续发展下,人们减少外出活动;同时多个景点以及多个地区的KTV、网吧等娱乐场所暂停营业,游戏由此被动承接了消费者的娱乐需求。此外,各地大专院校、中小学等推迟开学,假期的延长、娱乐休闲时间的增加也进一步刺激了游戏需求。根据SuperData报告,2020年免费游戏年收入前10名中腾讯的《王者荣耀》与《和平精英》年收入均超过23亿美元。2020年中国游戏用户数量约为6.65亿人,同比增长3.70%,呈稳定增长趋势,移动游戏行业整体呈向好发展态势。

出海市场方面,根据伽马数据,2020年,中国自主

研发游戏海外市场实际销售收入达154.50亿美元,比2019年增加了38.55亿美元,同比增长33.25%。其中,在美国、日本和韩国三大市场实现的销售额合计占比达60.27%。由于目前海外疫情影响仍然持续,国外移动游戏企业恢复情况较慢,中国移动游戏在海外市场存在发展机遇。

但另一方面,疫情同样对游戏行业产生一定不利影响,目前疫情反复仍可能对游戏产品完工进度造成影响,同时我国游戏行业目前的竞争态势仍然是中小厂商占据多数,在国内游戏行业的监管日趋严格,严控版号的大背景下,实力不强的中小游戏企业将面临更严峻的流动性压力。

2020年新冠疫情对工程机械行业的影响回顾及展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 工商一部

2020年,我国工程机械行业景气度仍处于较高水平,下游行业需求旺盛,各产品销量同比增长,挖掘机销量增速持续保持高位,行业景气周期继续延长。

2020年,我国工程机械行业维持较高景气度,疫情后的积压需求的释放,以及国内投资与重大项目陆续开工成为主要的推动力,由此带来的新增需求形成了有效的短期支撑,整体市场超预期。根据中国工程机械工业协会行业统计数据,2020年全年纳入统计的25家主机制造企业,共计销售各类挖掘机32.76万台,较上年增长39.00%,增速较上年上升23.12个百分点。分吨位来看,2020年大挖(≥28.5t)销量为3.8万台,较上年增长28%;中挖(18.5~28.5t)销量为7.7万台,较上年增长50%;小挖(<18.5t)销量为17.7万台,较上年增

长39%。装载机全年实现销量13.12万台,较上年增长6.12%,增速较上年上升1.37个百分点。其中:3吨及以上装载机销售12.30万台,较上年增长6.11%。2020年1—11月,我国汽车起重机累计销量4.96万台,较上年增长25.4%,增速较上年下降8.02个百分点(详见图1和图2)。

新冠肺炎疫情对工程机械行业供给端影响有限,需求端在2020年一季度受疫情影响较大,但随着全国复工复产的加快,前期压制的需求得到释放,以及下游基础设施行业逆周期调节的不断加码,二、三、四季度各类产品销量同比大幅增长。

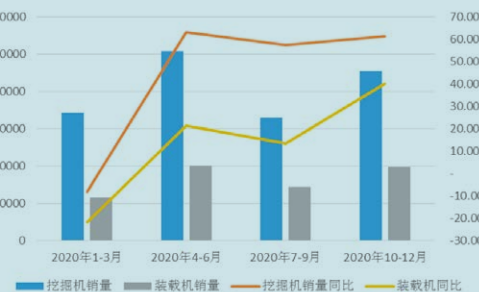
新冠肺炎疫情对供给端压力主要来自于海外零部件的采购紧缺。目前我国工程机械企业的核心零部件

图1 近年来工程机械主要产品销量情况 (单位: 台、%)



资料来源: Wind

图2 2020年单季度工程机械主要产品销量情况 (单位: 台、%)



资料来源: Wind

仍依赖于海外采购,如发动机、液压件、变速箱等,面对主机厂提出的配件采购需求,海外供应商对采购订单的满足很可能达不到主机厂的要求,或者延期数月才可能满足,进而影响对终端客户的交货。此外,面对疫情,国际物流运输也会受到一定程度的影响。这也是影响采购配件满足生产的一大风险。但从实际情况看,海外零部件的采购在3月份复工后并未对主机厂的生产造成严重制约,各主机厂对核心零部件的储备充足,供应链运转正常。

新冠肺炎疫情对工程机械行业的影响主要来自于需求端,2020年初新冠肺炎疫情的爆发,下游行业延迟复工,短期内抑制了工程机械产品需求量,1—3月,挖掘机销量仅为6.83万台,同比下降8.22%;装载机销量为2.30万台,同比下降21.72%;汽车起重机销量为1.09万台,同比下降12.53%。进入二季度,各地复工复产逐步加快,经销商补库存,逆周期调整政策的不断加码,下游行业对各类工程机械产品需求加大。挖掘机二、三、四单季度销量分别同比增长63.06%、57.39%和61.24%;装载机二、三、四单季度销量分别同比增长21.26%、13.41%和40.05%;起重机二、三、四季度销量分别同比增长46.58%和55.77%和31.63%,淡季不淡,行业周期被进一步拉长。

新冠肺炎疫情对工程机械产品的出口造成一定影响,2020年上半年,受海外疫情的影响,挖掘机出口增

速下降,出口销量1.45万台,较上年同期增长17.81%。随着海外疫情有所控制,自7月份开始出口明显改善,2020年1—12月,出口销量单月增速分别为35.32%、62.51%、17.71%、0.88%、3.25%、7.64%、32.51%、25.74%、31.30%、59.43%、57.77%和44.36%。

展望2021年,国内方面,疫情将不会对行业发展产生较大影响,但国外疫情发展趋势尚不明朗,或将对工程机械产品的出口造成一定影响,需持续关注国外疫情发展。

整体看,我国工程机械行业在高基数背景出现增速下降的可能性不大,但波动幅度相对有限,整体保持平稳状态,不会出现上一轮周期的剧烈波动;下游行业投资增速可能会下降,但环保升级、机器替人、出口等因素将会成为2021年支撑工程机械销售的动力,行业景气度仍将持续;龙头企业依靠产品自身优势、供应链优势以及资金优势,市场占有率会进一步提升,对日系、韩系厂商将造成一定压力,行业格局更加优化,国内龙头企业的信用水平将会大概率维持稳定。具体到疫情对2021年行业运行的影响来看,国内方面在疫情持续得到控制的前提下,工程机械产品销量不会受到很大影响,且随着逆周期调节力度的加大,产品销量有望呈持续增长态势;但目前国外疫情发展尚不明朗,存在较大的不确定性,或将对工程机械产品的出口造成一定影响,需持续关注国外疫情发展。

评级小贴士**关于可持续发展挂钩债券（SLB）的一些基础知识****什么是可持续发展挂钩债券（SLB）？**

可持续发展挂钩债券（Sustainability-Linked Bond，简称SLB）是指将债券条款与发行人可持续发展目标挂钩的债务融资工具，挂钩目标包括关键绩效指标（KPI）和可持续发展绩效目标（SPT），其中，关键绩效指标（KPI）是对发行人运营有核心作用的可持续发展业绩指标；可持续发展绩效目标（SPT）是对关键绩效指标的量化评估目标，并需明确达成时限。

可持续发展挂钩债券在募集资金用途以及结构设计上有什么具体要求？

募集资金用途方面，可持续发展挂钩债券募集资金可用于一般用途，无特殊要求。但如与绿色债务融资工具、乡村振兴票据等创新产品相结合，募集资金用途应满足专项产品的要求，用于绿色项目或乡村振兴领域。

债券结构设计方面，不设具体要求或限制，发行人可根据实际情况进行条款设计，可以包括但不限于票面利率调升（或调降）、提前到期、一次性额外支付等。

在可持续发展挂钩债券注册发行时，信息披露至少应包括哪些内容？

注册发行阶段，发行人应在募集说明书中明确披露挂钩目标的定义与表述、挂钩目标遴选依据（相关性、稳定性、可靠性）、挂钩目标测算方法与评估频率、触发债券结构改变的具体绩效表现数值、债券结构可能发生的变化等，应尽可能披露至少过往三年的挂钩目标历史数据。同时，披露发行人与第三方机构的权责义务相关内容，包括但不限于明确各方权利义务、应承担的责任、投资人救济机制以及承诺不得利用内幕消息进行交易，确保各方权责利对等。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《挂钩可持续 锚定碳中和——首批可持续发展挂钩债券披露发行文件》

上半年发行进度较缓,下半年发行节奏有望加快 且定价将更加市场化 ——2021年上半年地方政府债券市场分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 夏妍妍 杨晓薇

一、地方政府债券相关政策梳理

2021年上半年,在新冠肺炎疫情全球大流行的背景下,面对复杂多变的国内外环境,我国持续巩固疫情防控成果、精准实施宏观政策,经济持续稳定恢复,经济发展呈现稳中加固、稳中向好态势。根据国家统计局初步核算,2021年上半年,我国实现国内生产总值53.22万亿元,按可比价格计算,同比增长12.7%,增速较一季度回落5.6个百分点;两年平均增长5.3%,两年平均增速较一季度加快0.3个百分点。分季度看,一季度同比增长18.3%,两年平均增长5.0%;二季度增长7.9%,两年平均增长5.5%。但全球疫情仍处于持续演变中,我国经济发展面临的内外部不确定因素仍然较多,经济的高质量发展面临国内经济恢复不均衡和持续深化供给侧结构性改革的挑战,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,2021年以来地方政府债券相关政策主要体现在加大地方政府债券支持基础设施建设力度、完善地方政府债券发行制度、完善地方政府债务管理机制以及进一步规范地方政府债券信用评级管理等方面。

加大地方政府债券支持基础设施建设力度

2021年3月11日,十三届全国人大四次会议表决通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》(以下简称“十四五”规划)。

“十四五”规划明确提出“加大地方政府债券支持农业

农村力度”“丰富债券品种,发行长期国债和基础设施长期债券”。地方政府债券尤其是地方政府专项债券是地方政府基础设施建设的重要资金来源。“十四五”规划提出完善新型城镇化战略,提升城镇化发展质量,加快县城补短板强弱项。支持东部地区基础较好的县城建设,重点支持中西部和东北城镇化地区县城建设。健全县城建设投融资机制,更好发挥财政性资金作用,引导金融资本和社会资本加大投入力度。乡村振兴方面,“十四五”规划提出全面实施乡村振兴战略,提升乡村基础设施和公共服务水平,健全城乡基础设施统一规划、统一建设、统一管护机制,推动市政公用设施向郊区乡村和规模较大中心镇延伸。加快补齐基础设施、市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板。此外,“十四五”规划还提出持续推进既促消费惠民生又调结构增后劲的新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设。在我国新型城镇化战略和乡村振兴战略持续推进的背景下,地方政府债券支持基础设施建设力度将持续加大。

完善地方政府债券发行制度

一是进一步拓宽地方政府债券发行渠道。2021年1月14日,财政部发布《关于进一步做好地方政府债券柜台发行工作的通知》,要求合理确定地方债柜台发行的品种、期限、频次和规模,明确指出通过柜台发行的地方债以中短期为主,地方财政部门应当结合实际情况,优

先选择具有本地区特点、项目收益较高的债券，期限方面优先考虑安排5年期以下(含5年期)债券。地方财政部门应当积极推进地方债柜台发行工作，原则上已开展过的地区2021年安排柜台发行应不少于两次，确保已建立起来的发行渠道持续畅通，未开展过的地区应至少安排一次。上述举措有助于进一步拓宽地方政府债券发行渠道，更好满足个人和中小机构投资者需求。

二是适当放宽专项债券发行时间限制。2021年6月7日，财政部部长刘昆在第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议上作《关于2020年中央决算的报告》，提出要用好地方政府专项债券，指导地方加强项目储备，适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效。这有利于地方财政部门合理选择发行时间窗口、提高专项债券使用效率。

完善地方政府债务管理机制

2021年4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(以下简称《意见》)，《意见》指出要加强风险防控，增强财政可持续性，一方面，健全地方政府依法适度举债机制，提出健全地方政府债务限额确定机制，完善专项债券管理机制，完善以债务率为主的政府债务风险评估指标体系，加强风险评估预警结果应用，健全地方政府债务信息公开及债券信息披露机制等要求。另一方面，防范化解地方政府隐性债务风险，提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，完善常态化监控机制，强化国有企事业单位监管，严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债，清理规范地方融资平台公司，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，加强督查审计问责等要求。《意见》的出台有助于进一步规范地方政府债务管理，防范和化解地方政府隐性债务风险。

进一步规范地方政府债券信用评级管理

2021年1月29日，财政部印发《地方政府债券信用评

级管理暂行办法》(以下简称“《办法》”)，从地方财政部门选择信用评级机构、签订评级协议以及信用评级机构工作程序、评级关注重点、监管处罚等方面作出进一步规范(详见表1)。《办法》明确规定，地方财政部门选择信用评级机构时，应当合理设定评级费用占全部选择指标的权重，引导信用评级机构合理设定评级费用标准。信用评级机构不得通过恶意价格竞争、评级级别竞争等方式干扰市场秩序。信用评级机构开展一般债券信用评级，应当重点关注本地区经济、财政、债务等情况；开展专项债券信用评级，在关注本地区经济、财政、债务等情况下，应当重点关注项目基本情况、项目收益与融资平衡方案、对应的政府性基金或专项收入等情况，促进评级结果合理反映项目差异。在地方政府债券信用评级工作中严重违反有关监管和自律规定、弄虚作假的信用评级机构，财政部将通报人民银行、发展改革委、证监会等部门，健全守信联合激励和失信联合惩戒机制，推动协同监管。信用评级有关监管部门和行业自律组织对信用评级机构作出处罚的，财政部将通知地方财政部门，在开展地方政府债券信用评级工作时予以负面考虑。《办法》的印发有助于进一步规范地方政府债券信用评级管理，推动地方政府债券市场健康发展。

二、2021年上半年地方政府债券市场回顾

发行概况

根据Wind数据，以发行起始日计算，2021年上半年，地方政府债券累计发行655支，金额合计33411.44亿元，相当于2020年全年的51.85%(详见图1)。其中，新增债券14799.81亿元，再融资债券18611.63亿元。分季度看，2021年一季度发行金额合计8951.10亿元，仅为上年同期的55.58%；二季度发行加速，合计发行金额达24460.34亿元，较上年同期增长30.39%。从结构上看，2021年上半年发行的新增地方政府债券金额合计14799.81亿元，仅为2020年全年的32.51%；再融资债券的发行规模已接近

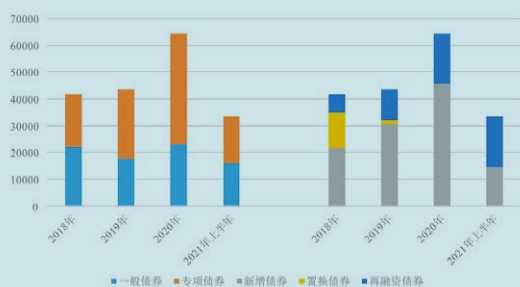
2020年全年水平。从资金用途看,受今年地方政府债务限额下达较晚以及监管加大对专项债审核影响,2021年上半年新发行地方政府债券中专项债券占比有所下降。从净额融资额来看,2021年上半年地方政府债券到期偿还量为14177.07亿元,净融资额为19234.37亿元,较上年同期下降32.54%。

地方政府债券加权发行期限降至10.40年。2019年财政部23号文发布以来,财政部不再限制地方政府债券期

限比例结构,10年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升,2018—2020年占比分别为17.86%、46.91%和76.64%。2020年11月发布的财政部36号文提出,地方财政部门应当均衡一般债券期限结构:年度新增一般债券平均发行期限应当控制在10年以下(含10年),再融资一般债券期限应当控制在10年以下(含10年);专项债券期限与项目期限相匹配,再融资专项债券期限原则上与同一项目剩余期限相匹配。受该政策影响,2021年上半年长期债券发行占比和加权发行期限均明显下降,10年期及以上地方政府债券的发行规模占比降至56.96%。2019年—2020年以及2021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、14.65年和10.40年,其中一般债券的加权发行期限分别为12.13年、14.70年和7.94年,专项债券的加权发行期限分别为9.02年、14.62年和12.68年。

专项债券发行进度放缓。从发行节奏看,2018年,地方政府债券的发行主要集中在二、三季度。2019年,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

图1 2018—2020年及2021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整理

表1 2021年以来地方政府债券相关重要政策概要

发布日期	发布主体	文件/会议名称	政策要点
2021.1.29	财政部	《地方政府债券信用评级管理暂行办法》	地方财政部门选择信用评级机构时,应当合理设定评级费用占全部选择指标的权重,引导信用评级机构合理设定评级费用标准。信用评级机构不得通过恶意价格竞争、评级级别竞争等方式干扰市场秩序。在地方政府债券信用评级工作中严重违反有关监管和自律规定、弄虚作假的信用评级机构,财政部将通报人民银行、发展改革委、证监会等部门,健全守信联合激励和失信联合惩戒机制,推动协同监管
2021.1.14	财政部	《关于进一步做好地方政府债券柜台发行工作的通知》	合理确定地方债柜台发行的品种、期限、频次和规模;及时报送和披露相关信息;择优选取柜台业务承办机构;加强地方债柜台发行宣传;加强协调配合,及时提供数据信息;强化柜台业务开办机构相关职责
2021.3.11	十三届全国人大四次会议	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	完善市场化债券发行机制,稳步扩大债券市场规模,丰富债券品种,发行长期国债和基础设施长期债券。健全农业农村投入保障制度,加大中央财政转移支付、土地出让收入、地方政府债券支持农业农村力度
2021.4.13	国务院	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	健全地方政府债务限额确定机制,一般债务限额与一般公共预算收入相匹配,专项债务限额与政府性基金预算收入及项目收益相匹配。完善专项债券管理机制,专项债券必须用于有一定收益的公益性建设项目,建立健全专项债券项目全生命周期收支平衡机制,实现融资规模与项目收益相平衡,专项债券期限要与项目期限相匹配,专项债券项目对应的政府性基金收入、专项收入应当及时足额缴入国库,保障专项债券到期本息偿付。完善以债务率为主的政府债务风险评估指标体系,建立健全政府债务与项目资产、收益相对应的制度,综合评估政府偿债能力。加强风险评估预警结果应用,有效前移风险防控关口。依法落实到期法定债券偿还责任。健全地方政府债务信息公开及债券信息披露机制,发挥全国统一的地方政府债务信息公开平台作用,全面覆盖债券参与主体和机构,打通地方政府债券管理全链条,促进形成市场化融资自律约束机制
2021.6.7	财政部	《关于2020年中央决算的报告》	用好地方政府专项债券,指导地方加强项目储备,适当放宽专项债券发行时间限制,合理把握发行节奏,提高债券资金使用绩效

资料来源:联合资信整理

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。2020年，地方债发行相对均匀的分布在前三季度，保持了与2019年相近的季度发行节奏（详见表2）。2021年，经国务院批准，财政部下达新增地方政府债务限额42676亿元，其中一般债务限额8000亿元，专项债务限额34676亿元。2021年上半年，新增地方政府债券累计发行14799.81亿元，完成已下达债务限额的34.68%。其中，新增一般债券完成58.21%，新增专项债仅完成29.25%，下半年面临较大的发行压力。

各省市发行规模分化明显。从发行区域的分布情况看，2021年上半年，除上海市未发行政府债券以外，其余全国30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，但各省市发行规模分化较为明显（详见图2）。整体看，除福建省、新疆维吾尔自治区（含生产建设兵团）和大连市的发行规模相对排名较2020年全年上升较多，其余各省（市、自治区）发行规模的相对排名与2020年较为接近，发行规模前三名的地区为广东省、山东省和四川省，大连市发行规模已超过了2020年全年，近半数地区累计发行规模超过2020年全年

的50%以上，山西省和海南省发行规模不足2020年全年的30%。从净融资额来看，除上海市净融资额为负以外，其余省（市、自治区）2021年上半年净融资额均为正，其中超过千亿的区域有山东省（不含青岛市）、四川省、广东省（不含深圳市）、安徽省、河南省和江苏省。

利率与利差分析

发行利率整体呈小幅下降走势，期限利差同比有所收敛。发行利率方面，2021年上半年，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过公

图2 2020年及2021年上半年各省（市）地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据Wind整理

表2 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元、%）

月份	2018年		2019年		2020年		2021年上半年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	0.00		4179.66		7850.64		3623.36
2	285.61	5.27	3641.72	32.20	4379.22	24.99	557.24
3	1909.83		6245.13		3875.23		4770.51
4	3017.88		2266.76		2867.60		7758.22
5	3552.57	28.60	3043.22	32.74	13024.58	29.11	8753.43
6	5343.24		8995.51		2866.78		7948.68
7	7569.54		5625.17		2722.38		--
8	8829.70	57.34	5694.69	30.94	11997.22	34.02	--
9	7485.46		2195.81		7205.44		--
10	2560.31		964.60		4429.27		--
11	459.41	8.78	457.89	4.13	1383.64	11.87	--
12	638.12		379.874		1836.13		--
合计	41651.67	100.00	43690.06	100.00	64438.13	100.00	33411.44

资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）以及央行票据互换等工具，合理安排工具搭配和操作节奏，维持市场流动性的合理充裕。在宽松适度的货币政策背景下，2021年上半年地方政府债券发行利率整体呈小幅下降走势。一季度，地方政府债发行利率呈先降后升走势（长期限地方政府债券发行利率相对稳定主要系发行较少导致样本少所致），7年和10年期地方政府债的发行利率较为接近。二季度，各期限地方政府债券的发行利率波动均较大，6月底，10年及以下期限地方政府债券发行利率有所回升，15年及20年地方政府债券发行利率有所回落（详见图3）。

发行利差走势有所分化，中长期品种的区域利差有所扩大。发行利差方面，以同期限中债国债到期收益率为基准，2021年一季度，10年及以下期限政府债券加权平均利差环比均有所下降，15年及以上期限政府债券加权平均利差环比有所上升或保持相对稳定；2021年二季度，除3年和7年政府债券外，其他期限政府债券加权平均利差环比均有所下降。分区域看，2020年以来，青海省和内蒙古自治区发行的中长期品种利差显著高于其他区域；一季度，区域分化较上年度明显走阔；二季度，中长期品种的区域利差有所收敛。与2020年相比，有近一半省（市、自治区）2021年二季度政府债券发行利差有所下降（详见图4），其中天津市、重庆市和河北省发行利差降幅均超过4bp，天津市最高为7.95bp；黑龙江省、内蒙古自治区、辽宁省、甘肃省和青海省发行利差增幅超过3bp。

项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券发行概况

2021年上半年，专项债募集资金主要投向结构较2020年全年变化不大，仍以基建类项目为主（详见表3）。同时，2021年上半年已有387.00亿元专项债用于支持中小银行发展，发行规模已超过2020年全年。2021年上半年，新增专项债发行速度放缓，其中用于水利环保、收费公路、民生事业、教育医疗、铁路轨道

等方向的专项债发行规模不足2020年全年发行规模的30%。2021年上半年，用于棚户区改造的专项债规模占到当期项目收益类专项债的17.38%，上年同期无棚改专项债发行。

三、地方政府债券未来展望

第一，下半年地方政府债券发行节奏有望加快。受今年下达额度较晚以及监管加强对专项债审核影响，上半年地方政府债发行进程有所放缓。在经济仍然存在稳增长压力的背景下，下半年地方债发行节奏有望加快，在财政部今年适当放宽发行时间限制的情况下，地方政府债的发行或持续至年底。此外，今年财政部下达的2021年新增地方政府债务限额低于全国人大批准预算限额，不排除财政部年内分批下达额度的可能。

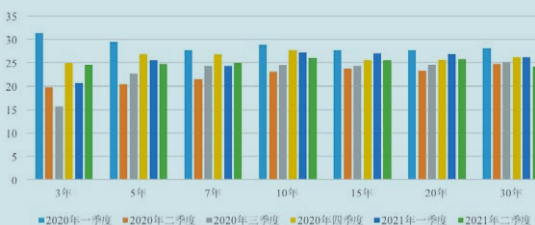
第二，地方政府债券资金将优先投向“两新一重”以及乡村振兴等项目建设。2021年政府工作报告明确提出将继续支持促进区域协调发展的重大工程，

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整理

推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区5.3万个，提升县城公共服务水平。在加大地方政府债券支持农业农村力度的背景下，乡村振兴项目也有望得到地方政府债券资金的优先支持。

第三，地方政府债务管理将继续加强。2021年7月1日，财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，要求财政部门、项目主管部门和项目单位以专项债券支持项目为对象，通过事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等环节，推动提升债券资金配置效率和使用效益。专项债券项目资金绩效实行全生命周期管理，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”，并将专项债券项目资金绩效管理结果作为专项债券额度分配的重要测算因素，并与有关管理措施和政策试点等挂钩。此外，财政部将出台专项债券用途调整工作指引，进

一步细化明确调整的程序、范围和时限。上述举措有利于提高政府专项债券资金使用效益，有效防范政府债务风险。

第四，地方政府债券发行定价将更加市场化。

2018年8月，财政部对地方债发行利率进行指导，要求地方债承销商投标利率较相同期限国债利率前五日均值至少上浮40bp；2019年1月，财政部将投标区间下调为上浮25bp。2020年11月，财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。2021年以来多地提升地方债发行市场化水平，在广东省6月8日发行的多期地方政府债券中，5年期、7年期地方债中标利率高于同期限国债利率前五日均值15bp。未来地方政府债券发行定价将更加市场化，一、二级市场联动将加强，资质较好区域地方政府的融资成本有望降低。■

表3 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	2020年下半年	2020年	2021年上半年
棚改	7174.12	--	3945.31	3945.31	1416.12
土储	6782.75	--	--	-	--
城乡发展	1277.18	2699.12	1019.15	3718.27	1736.69
城市基础设施	1076.10	2566.13	1044.59	3610.72	1466.85
水利环保	752.46	2377.34	846.38	3223.71	347.10
收费公路	1525.51	1354.77	540.90	1895.67	416.43
产业园区	331.49	2145.06	818.59	2963.65	1022.04
民生事业	119.58	2303.59	1206.36	3509.95	760.39
交通基础设施	81.60	1454.98	435.92	1890.90	218.67
教育医疗	355.98	559.52	104.77	664.29	57.19
铁路轨道	333.33	528.25	37.83	566.08	97.50
文旅	86.13	123.30	13.57	136.87	1.30
乡村振兴	107.03	117.43	5.80	123.22	80.05
旧改保障房	98.87	23.22	118.52	141.74	142.39
支持中小银行	--	--	353.00	353.00	387.00
合计	20112.12	16252.70	10490.69	26743.39	8149.73

资料来源: 联合资信根据Wind整理

化债用途再融资债券发行范围扩大 防范化解区域性信用风险

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

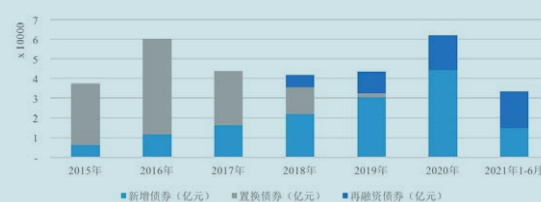
2020年12月，部分省份发行的地方政府再融资债券募集资金用途首次由“偿还到期的地方政府债券”调整为“偿还地方政府存量债务”，拉开了再融资债券化解部分区域地方政府隐性债务的序幕。2021年上半年，化债用途再融资债券发行量扩大、覆盖省份增加，截至2021年上半年末，我国发行化债用途再融资债券的省份扩大至26省，发行规模由2020年末的950亿元大幅增至7626亿元，再融资债券用于化解部分区县地方政府隐性债务工作在全国范围内全面铺开。再融资债券用于偿还地方政府存量债务，或主要助力化解区县政府短期流动性风险，通过直达资金提高债务化解效率，在财政与金融风险管理压力较大的现实状况下，缓释现阶段债务压力大的区县地方政府债务风险的集中暴露。但从长期来看，随着宏观经济有序恢复，经济工作重心逐步由稳增长向调结构转换，且在监管层不断强调市场化、法制化处置违约的大环境下，仍需警惕已失去清偿能力的平台企业，处理好收益和风险的关系。

一、2021年上半年化债用途的再融资债券发行范围扩大

按照前期化解地方政府存量债务的安排，2015—2017年发行的地方债中以置换债券为主，2018年新增债发行规模超过置换债券和再融资债券规模；2019年至2020年，地方政府债中主要是新增债券；2021年上半年，再融资债券发行规模较大（详见图1）。

2020年12月起，部分省份发行的再融资债券募集资金用途首次由“偿还到期的地方政府债券”调整为“偿还地方政府存量债务”。根据各省发行地方政府债券信

图1 2015年至今各类地方政府债券发行规模



资料来源: Wind, 联合资信整理

表1 地方政府债主要分类及具体内容

分类	具体内容
新增债券	新增债券 主要对应新增债务
	置换债券 用于置换2014年末认定的非政府债券形式的地方政府债务
	再融资债券 用于偿还已到期的政府债券本息
一般债券	一般债券 用于没有收益的公益性项目，主要以一般公共预算收入作为还本付息资金来源的政府债券，纳入一般公共预算管理
	专项债券 用于有一定收益的公益性项目，以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券，纳入政府性基金预算管理

资料来源: Wind, 联合资信整理

息披露整理, 2020年12月以前, 各省发行的再融资债券募集资金用途均仅“用于偿还地方政府债券本息”。2020年12月7日, 江苏财政厅发行150亿元再融资债券“20江苏债23”的募集资金用途调整为“全部用于偿还地方政府存量债务”, 拉开了再融资债券化解部分区域地方政府隐性债务的序幕(详见表2)。同年12月, 河北、天津、江苏、山西、贵州、山东、宁夏、广西和甘肃9省陆续发行了“用于偿还地方政府债务”的再融资债券, 合计募集资金949亿元, 占上述9省当月发行再融资债券的76%, 占12月全国各省发行再融资债券的36%。

2021年上半年, “用于偿还地方政府存量债务”的再融资债券发行量扩大、覆盖省份增加。截至2021年6月末, 31个省份中已有26个省份发行的部分再融资债券募集资金用途调整为“用于偿还地方政府存量债务”或“用于偿还存量债务”, 仅广东、湖北、黑龙江、海南、上海5省尚未发行该类债券, 全国范围的地方政府再融资债券化解债务工作开启, 有利于防范区域性、系统性风险的发生, 化解重点区县的政府债务风险。

二、用于化债的再融资债券特征

截至2021年6月末, 贵州发行用于偿还地方政府债务再融资债券的规模最大, 高达824.13亿元, 占该省同期(2020年12月及2021年上半年)发行再融资债券的比例为67.15%, 占该省期间发行全部地方政府债券的比例为67.15%。安徽、辽宁、重庆、天津、江苏、河北、新疆等省份发行规模亦不小, 均在400亿元以上。

多数发行化债用途再融资债券规模较大的省份债

务压力也较大(详见图2), 但由于各省地方政府债券全年发行计划存异, 因此2021年上半年化债用途再融资债券发行规模未与债务压力一一对应。预期今年下半年天津、内蒙古、青海等地方政府债务负担较重的省份会增加该类地方政府再融资债券的发行规模。

2020年12月及2021年上半年, 用于偿还政府债务的一般债券和专项债券分别为4177.93亿元和3448.12亿元, 分别占同期发行再融资债券的比例为34.41%和44.63%, 分别占同期发行全部地方政府债券的比例为24.82%和18.72%(详见表3)。化债用途专项债券在再融资债券中的占比相对较高, 或由于地方政府隐性债务的认定通常需要保证债务与公益性项目资产相对应, 因此用于项目投资的专项债券或更适合对非债券形式的债务进行置换。

从地方政府债券发行月份来看, 2021年1月为“用于偿还地方政府存量债务”再融资债券的集中发行期间, 全月发行3623.36亿元再融资债券, 全部用于偿还地方政府存量债务, 或与当月地方政府债券到期规模小有关(详见图3)。随后, 化债用途再融资债券发行规模逐月减少, 在当期发行的再融资债券比例及当期发行的全部

图2 化债用途再融资债券发行规模与地方政府债务压力对比 (亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

表2 同省同日发行的两种再融资债券募资用途表述差异

债券简称	发行规模(亿)	起息日	募集资金用途	债券全称
21江西01	100.8839	2021-03-11	按财政部要求, 一般债券资金纳入一般公共预算管理。募集的再融资债券资金100.8839亿元用于偿还2021年到期的地方债本金。	2021年江西省地方政府再融资一般债券(一期)
21江西04	69.0000	2021-03-11	按财政部要求, 专项债券资金纳入政府性基金预算管理。募集的再融资债券资金69亿元用于偿还存量债务	2021年江西省地方政府再融资专项债券(二期)

资料来源: Wind, 联合资信整理

地方政府债券比例亦降低。2021年5月及6月化债用途再融资债券发行规模回升，占当期发行再融资债券的比例也有所回升。根据2019年至今各月份地方政府债券发行情况看，每年5—9月为地方政府债券发行高峰（详见图4），按现有规模及比例看，预期2021年下半年仍有较大规模再融资债券用于缓解地方政府债务压力。

三、再融资债券化债的原因

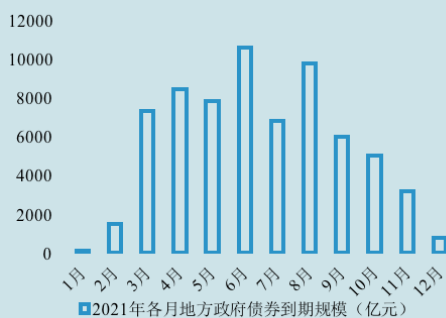
之所以采用再融资债券助力偿还地方政府隐性债务，或主要由于融资债券用途具备灵活调整的可能性。在当前的地方政府债券制度框架下，新增债券及置换债券用于化解现期债务均面临一定操作上的约束。新增债券方面，新增债券是“新增”的地方政府债务，且由于新增一般债券受到预算赤字的约束，每年新增规模很小，如2021年我国预算安排新增地方政府债务限额4.47万亿

元，其中一般债务限额仅0.82万亿元，专项债务限额3.65万亿元，新增专项债券规模虽然较多但其募集资金需受限用于新开工项目。置换债券是用于偿还清理甄别认定的截至2014年末全部非政府债券形式存量政府债务。因此，新增债券及置换债券均面临一定操作上的约束。而再融资债券主要强调债务滚续的作用，募集资金用途具备一定灵活调整的可能性。

化债用途的再融资债券在全国范围内铺开，或主要还是助力建制县债务化解试点工作的推进，允许少数有债务压力大且有成熟隐性债务化解方案的地方发行政府债券融资来置换部分隐性债务，通过深化落实“开前门，堵后门”的方式，将信用水平低的建制县政府隐性债务置换为信用水平高地方政府债券，拉长债务期限，降低融资成本。通过再融资债券助力化解建制县隐性债务，或主要由于以下几点原因：

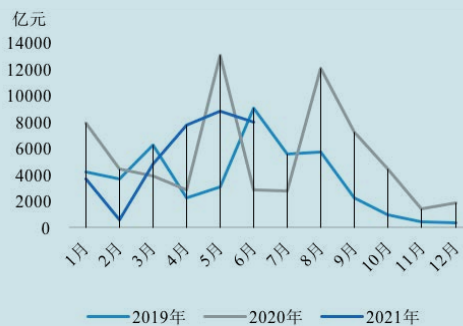
一是地方财政及金融风险管理压力较大。一方面，

图3 2021年各月地方政府债券到期规模



资料来源: Wind, 联合资信整理

图4 近年各月份地方政府债券发行规模



资料来源: Wind, 联合资信整理

表3 用于偿还地方政府债务的再融资债券发行情况

类型	用于偿还政府债务的再融资债券 (亿元)	占当期发行再融资债券的比例 (%)	占当期发行全部地方政府债券比例 (%)
一般债券	4177.925	34.41	24.82
专项债券	3448.121	44.63	18.72

注: 数据统计时间为2020年12月及2021年上半年; 占当期发行再融资债券的比例=用于偿还政府债务的一般或专项再融资债券/同时期发行的一般或专项再融资债券; 占当期发行全部地方政府债券比例亦按一般及专项债券分类比较

资料来源: Wind, 联合资信整理

近年来我国实施大规模减税降费，带来一些地方财政减收，而2020年受疫情影响，财政减收增支压力进一步增加。2020年全国各省一般公共预算收入增速中位数为0.1%，增速下滑的省份有14个，地方财政受到的负面影响相对较大。另一方面，疫情导致中小银行信用风险有所暴露，银行信贷资产质量有所下滑，地方平台公司作为银行主要债务人，债务风险极易传导至银行业，进而引发区域性金融风险，再融资债券助力化债在全国范围的展开，一定程度上缓解了中小银行资产端信用风险管理压力，防范发生区域性金融风险。此外，2020年陆续出现的国有企业及城投非标违约等信用风险事件导致流动性风险加大，部分区域融资环境受到不利影响。

二是部分地区仍存在增加地方政府隐性债务的情况。尽管2017年以来财政部等部门强化地方政府隐性债务监管，初步遏制了隐性债务增长势头，但是一些地方仍存在变相增加地方政府隐性债务的情况。

三是配合完善财政资金直达机制，减少上级留存，提高建制县化债效果。建制县是中国行政区划之一，包含了市辖区、县级市、县、旗等，通常在经济上由省直管，但行政上一般由所在地的地区、州或地级市代管。由于行政层级低，建制县财政收支矛盾最为突出，是信用风险水平较高的领域。2020年以来，国务院常务会议多次强调研究建立常态化财政资金直达机制，从而减少浪费和截留、挪用等方面的问题发生。再融资债券助力建制县化债工作可保障化债资金的精准直达，防范债务管理压力大的区县信用风险的集中爆发。

四、再融资债券化债对于区域信用风险的影响

从再融资债券用于化债的影响上来看，一方面，据悉每年入围建制县化解债务试点名单的区县收到的化债资金约十几至几十亿元不等，而且已被纳入试点名单的区县并非每年均能收到化债资金，需根据当年具体债务规模及债务压力而确定，可见相较于全部广义地方政府

债务而言，化债资金规模较小且并非长期持续，一次性彻底扭转区域地方政府债务压力的可能性较低。另一方面，过往我国维持金融稳定依赖的政府兜底及经济持续高增长也并不具备长期可持续性。因此，再融资债券用于偿还地方政府存量债务，主要还是助力化解区县短期流动性风险，通过直达资金提高债务化解效率，在财政与金融风险管理压力较大的现实状况下，短期内有助于避免债务压力大的区域信用风险的集中暴露。

从长期看，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，经济工作重心由稳增长向调结构逐步转换，后期信用环境大概率是结构性收紧的，叠加近期地方政府专项债资金及项目管理难度提升、城投企业发债分档分类管理等防风险政策的出台，地方政府债务（含隐性债务）压力重的区域面临较大再融资压力，其收缩效应较再融资债券化债效应更大。因此，在对区域信用风险分析时仍需回归本质，在对区域经济财政及债务压力等方面进行常规信用分析的同时，更需深入了解当地债务管理机制，包括债务风险预警机制及债务风险处置机制，对其存量债务的化解工作以及举债行为的规范性进行深入摸底，在强调市场化、法制化处置债务违约的大环境下，警惕已失去清偿能力的平台企业，处理好收益和风险的关系。///



2021年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

一、2021年上半年我国债券市场违约情况回顾

在经济复苏背景下，债券市场违约风险定向释放

2021年上半年，随着全球疫情形势好转，世界经济复苏态势显著抬头，但各经济体呈现分化复苏态势。国际方面，发达国家延续宽松货币政策和财政刺激政策，美国经济呈现明显复苏势头，欧元区及部分亚洲经济体经济逐步得到改善，但日本及部分新兴市场和发展中经济体仍遭受新一轮疫情侵袭，如印度、菲律宾、泰国等，其经济复苏仍面临较大压力。国内方面，随着疫情防控逐步好转，内外需持续恢复，在积极的财政政策和稳健的货币政策作用下，2021年上半年我国经济持续复苏，国内GDP同比增长12.7%，规模以上工业增加值累计同比增速达到15.9%，较上年同期(-1.3%)由负转正。2021年上半年，全国规模以上工业企业实现利润总额约4.22万亿元，同比增长66.9%，较上年同期(-12.8%)大幅增长；规模以上工业企业利润率达到7.11%，较上年同期提高了1.69个百分点。整体来看，2021年上半年我国经济发展呈现稳中加固、稳

中向好态势，但受海航系企业破产重整影响，新增违约主体¹和违约金额均有所增加。

具体来看，2021年上半年，我国债券市场新增18家违约发行人²，共涉及到期违约债券59期，到期违约金额合计约778.97亿元（详见图1），新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较2020年上半年（13家，44期，554.21亿元）和2020年下半年（17家，48期，432.56亿元）均有所增加。

2021年上半年，我国债券市场重复违约³发行人21家，涉及到期违约债券51期，到期违约规模合计约519.52亿元，重复违约发行人家数较2020年上半年（14家）有所增加，较2020年下半年减少1家，涉及到期违约债券期数和到期违约金额较2020年上半年（35期，213.50亿元）和2020年下半年（39期，199.96亿元）均大幅上升。

截至2021年上半年，我国债券市场累计有238家发行人发生违约，共涉及到期违约债券646期，到期违约金额合计约5729.69亿元。

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

² 2021年上半年，海航系多家下属企业被法院裁定受理破产重整，涉及新增违约主体11家，涉及到期违约债券41期，违约金额合计519.57亿元。

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。

高等级违约情况仍较为严重，弱资质城投企业等级调降有所增加

2020年三季度以来，我国信用债市场接连发生AAA级发行人违约事件，对市场造成较大冲击。2021年上半年，受到海航系企业破产重整以及华夏幸福暴雷影响，期初级别为高等级的违约情况仍较为严峻。

新冠肺炎疫情对实体经济的冲击持续显现，发行人信用资质呈现出明显分化，强者恒强、弱者愈弱，弱资质企业信用风险持续暴露。2021年上半年等级调降的数量较上年同期大幅增长，达到了2015年以来同期最高水平，且高级别发行人明显增多。信用等级调降的发行人主要分布在建筑与工程行业、房地产管理和开发行业和航空行业；地区方面，发行人主要分布在广东、北京、贵州和江苏等地。特别地，弱资质城投企业等级调降大幅增加，主要集中在区县级平台，表明城投行业信用风险有所上升。

国有企业违约家数和规模达到历史最高点，公司治理问题仍是民营企业风险点

2021年上半年，地方国有企业信用风险持续释放，新增违约主体占比首次超民营企业跃居首位（详见图2），反映出在国企信仰受到冲击后，弱资质国企信用风险加速暴露。民营企业随着此前违约风险出清，

新增违约债券占比呈逐步下降趋势。

国有企业方面，2021年上半年，受海航系破产重整影响，国有企业违约家数和涉及到期违约金额达到历史高点，新增违约发行人中国企业共12家，在新增违约主体总数的占比为66.67%，较2020年上半年（3家，23.08%）和2020年下半年（6家，35.29%）均大幅上升；其涉及到期违约金额约为530.20亿元，较2020年上半年（446.12亿元）和2020年下半年（241.47亿元）均有所上升。

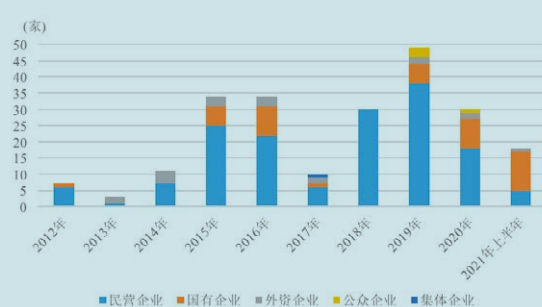
2021年上半年，国企违约发行人为海航系发行人和北京紫光通信科技集团有限公司，分别来看，海航系违约主要因为企业前期激进扩张，内控薄弱，叠加疫情影响，导致企业盈利能力大幅下滑，加速企业信用资质的恶化，最终引发信用风险暴露。激进投资与高杠杆并购导致巨额偿债压力。海航集团通过并购将公司业务板块由航空业拓展至电子产品、金融服务、房地产、酒店旅游、商品贸易等众多行业，但庞杂的业务板块间协同效应较差，收益不达预期，经营能力持续弱化，导致公司资金链趋紧，严重依赖外部融资。此外，公司自2013年开始大规模激进地收购国内外多行业领域的公司，而2017年政策开始限制企业在海外盲目收购项目，导致公司不得不快速抛售变卖海外资产，造成大额投资亏损和资产减值损失。在此背景下，叠加疫情冲击，企业流动性压力陡增，债务危机加剧。公司内部治理问题严重

图1 2012年—2021年上半年我国债券市场新增违约主体及涉及到期违约债券情况



资料来源：联合资信COS系统

图2 2012—2021年上半年我国债券市场新增违约主体企业性质分布



资料来源：联合资信COS系统

影响公司信用风险。海航集团自2018年以来负面事件频发，多次出现资产冻结，被审计机构出具非标审计报告或内控报告，极大弱化了企业的融资环境。此外，海航集团资金采用集团财务公司集中管理的方式，集团内部关联交易频繁，互保现象严重，存在大量非经营性资金占用、关联方资金拆借情形，单一企业流动性问题的出现可能波及整个集团企业，大规模的关联方占款侵蚀了公司流动性，流动性危机加大。**北京紫光通信科技集团有限公司**（以下简称紫光通信）为紫光集团有限公司（以下简称紫光集团）的全资子公司，紫光集团已于2020年实质性违约。近年来紫光集团激进并购扩张，为布局半导体芯片、云网设备和服务等领域，自2013年公司先后收购展讯通信、锐迪科微电子和新华三等企业，2017年以来大幅举债投资，直接和间接投资公司涉及通信电子、医药、教育、电气机械、金融等多个领域。激进扩张导致公司长期高负债经营，债务规模不断增长，叠加短贷长投等不合理债务结构，公司偿债压力加剧，受母公司影响，紫光通信流动性恶化最终实质性违约。

民营企业方面，2021年上半年新增违约发行人中民营企业5家，占比为27.78%，较2020年上半年（8家，61.54%）和下半年（10家，58.82%）均有所下降；其涉及到期违约金额约为243.59亿元，较2020年上半年（91.71亿元）和2020年下半年（179.59亿元）均显著上升。

民营企业违约发行人包括同济堂医药有限公司（以下简称“同济堂医药”）、隆鑫控股有限公司（以下简称“隆鑫控股”）和九通基业投资有限公司，其均在行业竞争加剧及新冠疫情影响下，经营能力持续弱化，盈利能力下滑引发流动资金紧张。同时，各违约主体存在较为严重的公司治理与内部控制问题，如同济堂医药关联方占款严重，截至2020年末面临高达39.04亿元的预付账款、应收账款及其他应收款，约占其总资产的58.44%；公司涉嫌财务造假，信息质量存疑，被出具无法标识意见的审计报告，公司内控和管理体系存在巨大缺陷。隆鑫控股同样关联方占款严重，严重侵蚀公司流动性，同时存在违规占用

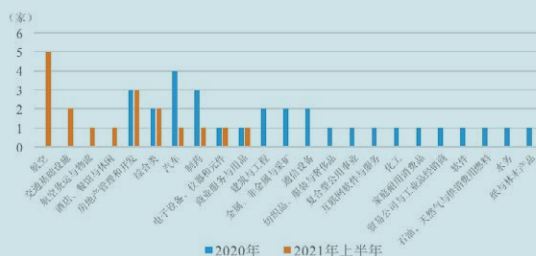
上市公司资金、涉嫌财务造假等问题，负面舆情使得公司融资环境显著恶化。整体来看，公司治理问题仍为民营企业的重要风险点。

违约企业行业覆盖面进一步扩大，房地产行业信用风险持续释放

2021年上半年，我国新增违约主体涉及行业10个，与往年相比，新增航空行业企业发生违约，违约企业行业覆盖面进一步扩大（详见图3）。受海航系企业违约影响，上半年新增违约企业行业集中在航空、交通基础设施和航空货运与物流行业。其次，房地产管理和开发行业企业违约发行人也较多。

自2020年三季度以来，“三条红线”、房贷“两条红线”和“集中供地”等各类调控政策不断出台，房地产行业融资持续收紧，信用风险加速释放。华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”）及其控股股东华夏幸福基业控股股份有限公司和重庆协信远创实业有限公司（以下简称“协信远创”）于2021年上半年相继违约。华夏幸福前期激进扩张，受环京限购影响，公司现金周转困难，于2017年开始异地扩张，债务不断攀升。2020年受政策调控以及新冠疫情爆发影响，盈利能力大幅下滑，公司可动用货币资金规模十分有限，财务指标触及“三道红线”导致再融资困难，最终导致违约。协信远创近年来进军产业地产领域，项目储备构成中商业、办公型物业占比

图3 2020—2021年上半年我国债券市场新增违约主体行业分布



注：按Wind三级行业划分
资料来源：联合资信COS系统

较高,住宅类产品占比较低,整体去化周期偏长。受地产调控及疫情冲击,多个项目竣工交付延迟,盈利能力大幅下降,然而“三道红线”全踩,再融资受到严重限制。此外,过度激进的多元化拓展以及公司治理存在分歧造成流动性紧张,加速了违约的发生。

城投风险暴露、境外债违约、债务逾期等信用风险事件持续发生,引发市场担忧情绪

2021年上半年,城投非标违约事件频频发生,境外债违约、债务逾期等事件进一步引发了市场担忧情绪。**城投风险方面**,2021年以来随着城投监管政策收紧,防范化解隐性债务成为首要目标,在城投企业融资环境收紧、地方政府财政“紧平衡”的背景下,5月城投债发行出现2020年来首次负净增(详见图4),部分弱资质城投企业发债受限、面临较大的融资压力,信用状况有所下滑。城投非标违约事件频频发生,春华水务贷款及非标逾期问题进一步引发了市场对于城投是否会打破刚兑信仰的担忧。**境外债风险方面**,泛海控股境外子公司所发境外美元债实质性违约,中国华融年报延期、股票停牌被标普列入负面信用观察名单,其美元债利差大幅下跌。**债务逾期方面**,湘潭九华经济建设投资有限公司融资租赁款及信托借款存在逾期、黔南州投信托计划发生违约以及恒大商

票逾期集中爆发,对市场产生广泛影响。此外,2021年上半年,债券市场继续发生债券展期、场外兑付等特殊债券到期处置方式,涉及主体包括宁夏晟晏实业集团有限公司、中国泛海控股集团有限公司和天津市房地产信托集团有限公司等,隐性信用风险仍然延续。

二、2021年下半年我国债券市场信用风险展望

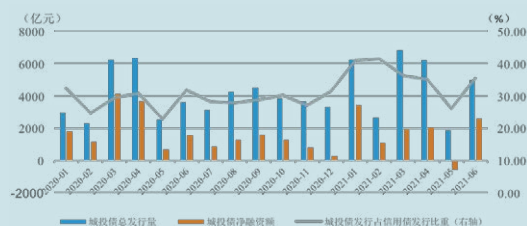
2021年下半年全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看,2021年下半年我国债券市场主要信用债到期规模⁴约为5.41万亿元,考虑到将于2021年下半年发行且2021年年内到期的超短融,按2020年同期估算,2021年主要信用债到期规模可能达到6.21万亿元,较2021年上半年(5.86万亿元)上升6%左右,较2020年下半年(6.41万亿元)下降3%左右。

此外,2021年将有约1万亿元信用债进入回售期,按30%的实际回售率估算,2021年回售债券中约有3000亿被行权,较2021年上半年(2300万)和2020年下半年(2700亿元)进一步增加。合计来看,2021年下半年主要信用债偿债规模将在6.5万亿元左右。

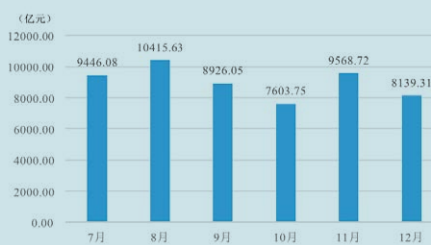
从偿债节奏看,7月、8月和11月单月的偿债量均在9千亿以上(详见图5),偿债压力相对较大,后续可能随超

图4 2020—2021年上半年城投债发行及净融资规模情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图5 2021年下半年我国债券市场主要信用到期情况



资料来源: Wind

⁴ 包含到期和本金提前兑付。

短融的发行发生改变。

从级别分布看,AAA级主体所发债券到期规模约为3.96万亿元,占比(73.19%)较上半年⁵(69.89%)和上年同期⁶(70.91%)均有所上升,AA+主体所发债券到期规模约为0.86万亿元,占比(15.96%)较上半年(17.71%)和上年同期(16.44%)均略有下降,AA级及以下主体所发债券到期规模约为0.71万亿元,占比(10.85%)较上半年(12.43%)和上年同期(12.65%)有所下降,各级别主体偿债压力相对稳定。

从企业性质看,2021年下半年国有企业偿债压力略有上升,其到期规模约为4.66万亿元,较上半年(4.49万亿元)略有上升,较上年同期(4.80万亿元)略有下降;民营企业债务到期规模约为0.25万亿元,较上半年(0.34万亿元)和上年同期(0.40万亿元)均大幅下降;公众企业债务到期规模约为0.38亿元,较上半年(0.22亿元)和上年同期(0.26万亿元)均大幅上升;其他类型企业债务到期规模约为0.12万亿元,较上半年(0.13万亿元)和上年同期(0.15万亿元)均有所下降。

从城投企业债券到期规模看,2021年下半年城投企业总偿债量约为1.50万亿元,与上半年(1.52万亿元)基本持平,较上年同期(1.34万亿)增长12.26%。其中8月份偿

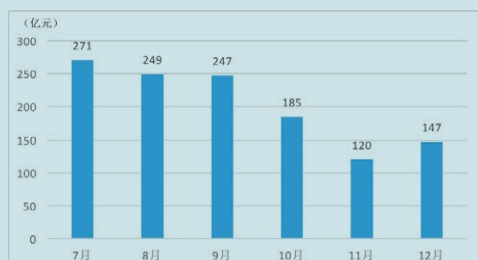
债规模在3000亿元以上,单月偿债压力较大。

从地区分布看,江苏、浙江、天津、北京和四川的城投企业债务到期规模较大,其中江苏省到期规模接近4000亿元,其他四省市债务到期规模均在750亿元至1300亿元之间,区域城投企业偿债压力相对较大。

从区域低级别(AA级及以下)城投企业偿债压力看,江苏、四川、浙江、重庆和安徽等省份的低级别城投企业债务到期规模相对较大,其中江苏省低级别城投主体债务到期规模在1000亿元以上,偿债压力相对较大。

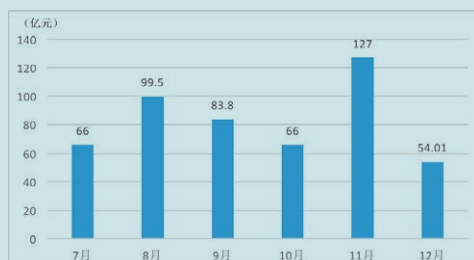
从行业分布看,2021年下半年,综合类(0.78万亿元)、建筑与工程(0.72万亿元)、资本市场(0.60万亿元)、商业银行(0.50万亿元)、电力(0.40万亿元)、石油天然气与供消费用燃料(0.29万亿元)、多元金融服务(0.28万亿元)、交通基础设施(0.27万亿元)、房地产管理和开发(0.26万亿元)和金属、非金属与采矿(0.22万亿元)行业债券到期规模排名靠前,行业偿债压力相对较大。其中,综合类行业中,债务到期规模排名前五位企业合计占比达到15.61%(详见图6),在7月、8月和9月集中兑付压力较大;建筑与工程行业中,债务到期规模排名前五位企业合计占比达到6.87%(详见图7),在11月集中兑付压力较大。

图6 综合类行业债务到期规模前五位企业到期时间分布



资料来源: Wind

图7 建筑与工程行业债务到期规模前五位企业到期时间分布



资料来源: Wind

⁵ 为保持可比,剔除2021年上半年发行且于2021年上半年到期的超短融,以下同。

⁶ 为保持可比,剔除2020年下半年发行且于2020年下半年到期的超短融,以下同。

从地区分布看, 2021年下半年, 北京 (1.19万亿元)、广东 (0.67万亿元)、江苏 (0.59万亿元) 上海 (0.50万亿元) 和福建 (0.29万亿元) 债券到期规模排名靠前, 区域偿债压力相对较大。

2021年下半年信用风险展望

1. 债券市场信用风险仍将持续暴露, 但整体可控

信用风险整体可控。一是7月9日, 央行公告称为支持实体经济发展, 促进综合融资成本稳中有降, 中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点, 此次全面降准预计释放长期资金约1万亿元, 在此政策基调下, 下半年债券市场发行人综合融资成本有望进一步下行。二是国发5号文 再次指出健全市场化、法治化的债务违约处置机制, 鼓励债务人、债权人协商处置存量债务, 切实防范恶意逃废债, 保护债权人合法权益, 坚决防止风险累积形成系统性风险, 在政策坚决打击“逃废债”的背景下, 发行人偿债意愿和地方政府股东协调意愿整体较强。三是近年来多省陆续成立信用保障类基金, 以化解区域国有企业流动性危机与债务风险, 2021年上半年广西、河南和天津省国资委陆续成立该类基金, 体现了地方政府对区域国企债务风险的重视及对偿债意愿的强化, 有利于改善区域融资环境。整体来看, 我国债券市场信用风险仍然可控。

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是今年上半年我国大宗商品价格持续大幅度上涨, 对中下游企业盈利形成明显挤压, 经营压力和信用风险持续加大; 二是4月沪深交易所出台公司债审核新规, 采用量化指标对企业融资结构、杠杆水平等方面划定“红线”, 对于“踩线”企业, 提出审慎确定公司债券申报规模和限制资金用途的要求, 短期内会增加部分弱资质主体再融资风险; 三是国内疫情影响尚未完全消退, 海外疫情依旧复杂严峻, 一些受疫情影响严重行业企业、信用资质较差的企业信用风险将会持续暴露。

2. 民营企业信用风险仍然较大, 警惕受大宗商品价格冲击较重、短期集中兑付压力较大的民企信用风险

民营企业信用风险仍然较大。一是18年以来, 我国民营企业融资能力持续恶化。今年上半年, 受市场风险偏好下降影响, 我国民营企业信用债净融资额仅为-985.93亿元, 较去年下半年 (-591.07亿元) 和上年同期 (1840.47亿元) 大幅下滑, 净融资缺口持续扩大; 此外, 民营企业在二级市场上的信用利差自18年以后大幅走阔, 持续在高位震荡。二是政策支持民企融资效果相对有限。近年来, 虽然政府通过创设纾困基金、纾困债、信用风险缓释工具等方式支持民企融资, 但对缓解民企融资困境帮助相对有限。整体来看, 建议重点关注受大宗商品价格上涨冲击盈利能力严重下滑、短期流动性紧张、杠杆水平过高、公司治理存在缺陷的民营企业信用风险。

3. 国有企业信用风险仍将持续暴露, 关注地方“弱国企”信用风险

一是去年四季度永煤等国企违约事件强烈冲击市场国企“信仰”, 虽然地方政府相继出台措施稳定投资者情绪, 但随着信用监管趋严, 投资者避险情绪较为高涨, 强、弱资质国企信用利差持续分化, “弱国企”融资环境不断收紧。**二是**3月26日, 国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》, 指导地方国资委进一步加强国有企业债务风险管控工作, 随后, 4月8日, 国资委又下发《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》, 研究制定了地方国有企业债务风险和债券风险监测报表, 同时划定三条红线, 严控高风险企业债务风险, 两份文件在“点面结合、长短结合、防禁结合”的框架下, 提出了地方国资委对地方国企债务风险事前、事中、事后的管控举措, 有助于稳定市场情绪, 防范国有企业债券风险, 但另一方面, 意见指出要严控低毛利贸易、金融衍生、PPP等高风险业务, 严禁融资性贸易和“空转”“走单”等虚假贸易业务, 将进一步限制相关企业融资, 加速信用风险暴露。整体来

看，弱资质尾部国企信用风险仍然值得关注。

4. 城投企业信用水平分化加剧，关注弱资质，尤其是发达地区弱资质的城投企业信用风险

一是2021年上半年城投企业净融资量区域分化进一步加剧，东南沿海经济强省城投企业净融资额持续上升，而河南、天津、河北、辽宁等省份城投企业净融资额持续下滑，云南、甘肃、吉林、黑龙江等经济较弱的省份城投企业净融资额持续为负。二是国发5号文进一步规范了地方政府和城投企业融资，其中第二十一条中提到“对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”，此次重提允许城投公司破产，进一步弱化地方政府“背书”，打破市场“刚兑”预期。三是今年年初，交易商协会和交易所收紧区域债务率较高、隐性债务负担较重的平台募集资金用途，对城投债进行分档审理，对于不同档位的发债主体，监管对其募集资金用途有不同的限制，红色/一类企业募集资金用途仅可以借新还旧，进一步加剧城投债的“信用分层”。四是4月交易所发布的公司债审核新规，对于私募债融资占比较高和评级低、资产规模较小的弱资质平台融资提出审慎要求，对弱资质平台债券融资具有一定的负面影响。五是6月财政部等四部委发布通知将地方政府土地收入等四项非税收入统一划归税务部门征收，进一步规范地方政府土地出让业务，提高地方政府土地收支行为的透明度，抑制违规操作，将会对业务操作不规范的城投企业形成一定冲击，相应城投企业的流动性压力或有所加大。六是2021年上半年，城投企业花式违约持续发生，尤其是4月具有较强城投属性的春华水务债务预期，引发市场对弱资质城投企业的担忧。七是7月媒体报道银保监会下发15号文，要求加强融资平台公司新增融资管理，银行保险机构对承担地方政府隐性债务的客户，一是不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资，二是不得为其参与地方政府专项债券项目提供配套融资，目前部分商业银行对涉及隐性债务的城投企业采取“一刀切”的措施，暂停全部流贷，可能会为短期内流贷到期压力较大的城投企业带来较大的偿债压力。整体来

看，今年上半年城投企业监管政策有所收紧，城投企业信用水平区域分化持续加剧，下半年，城投企业的信用风险会有所释放，但在中央等有关部门多次表态坚决守住不发生区域性、系统性金融风险的底线的背景下，发生区域系统性风险的概率仍然较低。建议重点关注资本实力较弱、债务负担较重、涉及隐债、对非标融资依赖度较高的弱资质城投企业信用风险，尤其是发达地区弱资质城投的信用风险。

5. 适当关注房地产、建筑、煤炭、消费类、交通运输和贸易等行业弱资质企业信用风险

房地产行业方面，一是自2020年8月“三道红线”新规和12月房地产贷款集中度管理制度出台以来，监管部门对地产融资审查更加严格，4月，各地银保监局开始严查经营贷和消费贷被挪用于房地产市场的情况，5月多家银行上调个人房贷利率，同时地产类信托融资加速回落，地产融资环境持续收紧。二是今年2月，自然资源部向全国22个重点城市下发通知，要求住宅用地出让工作“两集中”，将在一定程度上抑制土地价格的上涨，同时，集中供地将产生较大的资金需求，资金实力不足的房企拿地压力进一步加大，对高杠杆、快周转类型房企的资金管理也造成较大挑战，地产行业内部分化进一步加剧。三是4月交易所出台的公司债审核新规对房地产企业等特定类型发行人信息披露进行特别明确，对存在剔除预收款后的资产负债率较高、净负债率较高或现金短债比较低等情形的房地产企业发行人，要求其在申报发行公司债券时应细化债券偿付安排，进一步收紧对高杠杆和短期偿债能力较弱房企的审核要求。整体来看，在“房住不炒”的政策基调下，2021年下半年负债率较高、短期偿债压力较大、对非标融资依赖较重、经营管理能力较弱的房企信用风险值得关注。

建筑行业方面，由于建筑施工行业下游需求主要由房地产投资和基建投资构成，下半年在房地产严监管政策预期下，地产销售和融资仍将受限，地产企业资金面仍紧，同时，在城投监管政策收紧的背景下，城投企业的融

资或将延续弱势，地方政府专项债发行虽预计提速但提速有限，整体来看，下半年建筑施工行业回款压力仍大。流动性紧张、再融资能力较弱、与“踩线”房企、中小房企深度绑定和与地方弱资质城投深度绑定的建筑施工行业企业信用风险值得关注。

煤炭行业方面，一是虽然目前来看，随着煤价高位、地方政府积极表态等，煤企债券二级市场估值逐渐恢复，但今年上半年煤炭行业企业在一级市场债券发行量仍处于历史低位，行业净融资额持续为负。二是“碳中和”背景下，对煤炭的需求量会产生一定的影响，盈利能力较弱，技术水平较差的煤炭企业会逐步被市场淘汰。整体来看，历史包袱较重、非煤业务表现较差和债务负担重的煤炭企业信用风险值得关注。

消费类行业和交通运输行业方面，受疫情冲击，2020年，公路与铁路运输、航空、酒店、餐馆与休闲和媒体等行业盈利亏损发行人家数较多，上述行业内资质较差、短期

偿债压力较大的债务发行人信用风险值得警惕。

贸易行业方面，贸易行业自身毛利率偏低，经营环境恶化对企业盈利冲击较大。当前，新冠肺炎疫情仍在全球多地蔓延，疫情走势错综复杂，外贸发展面临的不确定、不稳定因素依然较多，需警惕行业尾部主体的信用风险。

6. 适当关注东北、天津、江浙等区域的信用风险

一是区域信用债融资分化进一步加剧。上半年，河北、河南、黑龙江、辽宁、内蒙、宁夏、山西、天津、云南等省份信用债净融资额持续为负，区域发债融资能力较弱。二是区域社融分化加剧。2021年一季度，天津、黑龙江、海南和甘肃社融同比回落幅度均超多50%，区域融资能力相对较弱。三是江浙地区民营企业较多，且以贸易、制造业和出口加工型为主，信用风险较高，此外，下半年江浙地区企业债务到期压力和回售压力仍然相对较大，区域信用风险值得关注。■



从信息不对称角度谈资产证券化

文 | 联合资信评估股份有限公司 高鑫磊

在资产证券化市场，信息不对称指资产支持证券发起机构¹拥有投资者未能拥有的信息。由于信息不对称，投资者处于劣势。信息不对称可能导致逆向选择——发起机构选择低质资产作为支持发行资产支持证券和道德风险——发起机构作为资产服务机构存在“偷懒”的动机，不能勤勉尽责地履行自己的职责（叶凌风，2006年）。

近年来，随着交易所、银行间市场非金融企业资产证券化业务的快速发展，发起机构或其关联方为资产支持证券提供连带偿付义务的现象很普遍。此外考虑到发起机构为资产支持证券兑付提供的隐性担保及资产资金不能与资产服务机构（通常由发起机构担任）完全隔离，资产证券化市场面临的逆向选择风险还包括选择进入资产证券化业务市场的发起机构资质较弱，面临的道德风险还包括发起机构或其关联方从事投资者不希望的高风险业务、偿债意愿不足等银行信贷市场面临的道德风险。

在银行信贷市场，贷款银行可以采取对借款人账户进行管控；对借款人资金用途进行限定；与借款人保持长期合作等措施来缓解或消除对借款人的信息不对称。而资产证券化业务作为一种直接融资方式，投资者缺乏类似措施。缓解信息不对称问题不仅需要参与机构的努力，还需要政府部门、社会部门的共同努力。

本文对当前市场上缓解资产证券化市场的信息不对称问题的措施、机制进行了分析，并对进一步的缓解该问题提出建议。

资产证券化市场信息不对称问题的缓释

本文将资产证券化市场信息不对称问题的缓释机制分为四种类型：强制类；交易结构制约类；外部监督类；委托类。

强制类

强制类缓释机制指政府通过制定法律法规、规章制度等文件，要求发起机构等资产证券化参与机构披露相关信息，规定资产、发起机构等资产证券化参与机构准入标准及义务并对违规行为约定处罚措施等机制。

1. 信息披露的要求

信贷资产证券化市场，2007年中国人民银行公布公告，要求发起机构、律师、受托机构、评级机构披露基础资产的相关信息，包括构建资产池所适用的标准、贷款发放程序及管理、基础资产具体特征及分布等。非金融企业资产证券化市场，监管机构除要求发起机构等参与机构披露基础资产的相关信息，还要求披露信用增级机构的相关信息。但值得注意的是，在交易所非金融企业资产证券化市场，监管文件对发起

¹ 发起机构含交易所资产支持专项计划中的原始权益人。

机构、信用增级机构的关于其自身信用状况变化的信息披露义务约定较少。

信息披露的要求直接增加了投资者拥有的资产及发起机构的信息，有效地缓解了信息不对称问题。

2. 发起机构、资产准入标准

信贷资产证券化市场，监管机构在《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》规定了审慎的发起机构准入标准，包括发起机构应当具有良好社会信誉和经营业绩，最近三年内没有重大违法、违规行为，具有良好的公司治理、风险管理体系和内部控制等。

交易所非金融企业资产证券化市场，发起机构准入标准的约定散见于《证券公司资产证券化业务管理规定》以及各类资产支持证券挂牌条件确认指南。其中挂牌条件确认指南较严格的约定了发起机构、资产的准入标准。银行间非金融企业资产证券化市场关于发起机构、资产准入标准的约定较少。从实际效果看，信贷资产证券化市场自2005年我国信贷资产证券化试点以来，信贷资产支持证券未出现过违约，且未出现证券的跟踪信用评级较首次信用评级低的情况。而非金融企业资产证券化市场均出现过资产支持证券被降级的现象。值得注意的是，自2017年交易所陆续发布各类资产支持证券挂牌条件确认指南，交易所非金融企业资产证券化市场证券被降级的现象有所减少。

总体看，发起机构、资产准入标准的规定越严格越有利于缓解逆向选择风险。

3. 参与机构违规处罚

刑法修正案（十一）规定了负有信息披露义务的公司、企业，承担资产评估、会计、审计、法律服务、保荐、安全评价、环境影响评价、环境监测等职责的中介组织的人员的违法违规行及刑罚（有期徒刑、拘役和罚金）。该规定对资产支持证券相关参与机构及中介机构形成制约，促使参与机构及中介机构合法合规披露信息、出具证明文件，缓释资产证券化市场信息不对称问题。

外部监督类

征信体系的发展及征信机构展示的关于发起机构、信用增级机构等资产证券化参与机构的信息对参与机构带来制约效果。

理论研究方面，姚国庆（2012年）通过运用信息不对称随机有限重复博弈模型，表明正是由于征信体系的存在，使得借款者的信用信息在所有贷款者中实现共享，从而激励借款者按时履约。实证方面，龙海明和王志鹏（2017年）基于2004—2012年102个国家的面板数据，实证检验了征信系统发展、法律权利保护与银行信贷规模和信贷风险之间的关系，征信系统和法律权利保护对信贷规模有显著的促进作用，对信贷风险有显著的抑制作用。

同理，在资产证券化市场，若投资者能较便利的获得发起机构、信用增级机构及资产所涉重要债务人的信用信息，将能降低投资风险。

交易结构制约类

资产证券化业务交易文件约定发起机构或其关联方的义务而促使发起机构在某种程度上保障入池资产的质量，勤勉履行服务机构职责，在经营行为上采取谨慎行为。

部分业务交易文件约定发起机构出售的基础资产需满足合格标准，且对不合格资产负有赎回义务。该约定对资产质量起到了一定的保障作用。

很多非金融企业资产证券化业务交易文件约定发起机构（包括其关联方）对资产支持证券的偿付负有差额补足或连带责任担保义务。特别地，有些资产与发起机构实现破产隔离的业务，不需要发起机构提供差额补足或连带责任担保，资产支持证券的信用评级也能维持不变。发起机构负有证券连带偿付义务，有助于其勤勉履行服务机构职责，在经营行为上采取谨慎行为。

信贷资产证券化及交易所非金融企业资产证券

化市场均有发起机构风险自留行为的约定。其中，信贷资产证券化市场要求发起机构需保留不低于5%比例的基础资产信用风险，发起机构可以持有各档次证券的比例不低于5%来满足该要求。交易所非金融企业资产证券化市场的风险自留相关约定散见于各类（基础设施类、企业应收账款类和融资租赁债权类）资产支持证券挂牌条件确认指南，上述各类资产证券化业务发起机构需持有最低档次资产支持证券，且持有比例不得低于所有档次资产支持证券发行规模的5%。风险自留的要求实现了发起机构与投资者利益的一致，有利于激励发起机构对基础资产池的信用风险加强监测和控制（宋明和张元萍，2016；马立新和吴沁等，2016）。

委托类

为资产证券化业务提供服务的律师、评估机构、评级机构等中介机构生成资产支持证券相关的专业报告，从而在某种程度上分辨资产支持证券风险高低。

律师对资产证券化业务参与机构的资质，发行文件的合法合规性，基础资产的真实、合法及可特定化等内容发表法律意见，出具法律意见书。评估机构对基础资产现金流影响因素及回款分布出具专业报告。评级机构通过对交易机构及基础资产等分析对资产支持证券的信用风险发表专业意见，出具评级报告。上述专业报告有利于投资者分辨资产支持证券风险的高低。

政策建议

加强发起机构、信用增级机构对于其自身重大事项信息的披露义务

交易所非金融企业资产证券化市场，很多资产证券化项目由发起机构或其关联方作为信用增级机构为证券提供差额补足或担保，证券的信用级别与增信机构的主体信用水平与密切相关。还有一些项目，实现了

基础资产与原始权益人破产隔离，未设有增信机构，但资产产生的现金流一般也流经原始权益人，且原始权益人运营状况的变化也会影响到资产的回收。因此，原始权益人信用状况的变化也会影响证券的偿付。

交易所信息披露指引未将原始权益人、增信机构明确为信息披露义务人。在资产支持证券存续期间，关于原始权益人和增信机构自身重大事项信息由管理人知悉后披露。建议将该义务由原始权益人和增信机构承担，便于信息披露的及时性，及对原始权益人和增信机构形成制约。

加快征信体系的建设

李稻葵和刘淳等（2016年）、龙海明和王志鹏（2017年）均提出我国应建立公共征信系统和私营征信系统并存的混合征信体系，在政府推动的同时，发挥市场作用，鼓励私营征信机构发展。但目前我国征信业法律体系及行政监管尚不完善，亟待构建之以形成“守信受益、失信难行”的社会氛围及保障征信系统的独立、客观和公正。

合理设置风险自留机制

对于将发起机构或其关联方设为增信机构的资产证券化项目，可以不设置风险自留机制。相反，需设置风险自留机制。由于最低档次证券风险最高，遭受损失的可能性最大，作者认为风险自留措施均采纳最低档自留将最大限度地缓解信息不对称问题。

中介机构应合法合规执业，提升专业水平

近年来，我国资本市场监管力度不断加强，中介机构受处罚的案例屡见不鲜。中介机构应提升自身素质，合法合规执业。同时随着我国资产证券化业务的发展，中介机构对于资产证券业务的认知不断加深，专业水平应不断提升。■



浅谈信用评级中的财务报表调整思路

文 | 联合资信评估股份有限公司 艾仁智 周婷

一、评级机构财报调整的目的

对于国际评级机构而言,由于各国、各区域的会计制度之间存在不同的计量、确认、列报和披露规则,无法在全球基础上实现财务报表的完全可比性,因此,国际评级机构需要用同一种调整规则处理全球企业的财务报表。此外,由于传统财务分析指标的内涵或计算路径与评级实践中对这些指标的运用要求存在偏差,因此,国际评级机构还进行对某些会计科目的重分类调整和对财务指标内涵及计算路径的调整等。

对于国内评级机构而言,除了对财务分析指标的内涵有调整需求以外,由于国内参与资本市场的发债主体众多、取得证券资质并对发行人进行审计的会计师事务所众多,其执业规范性和谨慎程度参差不齐,因此还迫切需要另一层次的调整,如调减资产虚高的科目、调减想要操纵利润和净资产的科目等,即对会计科

目价值的调整。

基于上述目的,本文所要探讨的调整分为两个层次:第一个层次是对报表科目的重分类,即对传统财务指标内涵或计算路径的调整(如将永续债调整至债务),第二个层次是由于审计报告中的管理层判断或会计师事务所对准则的运用和理解与其他公司存在较大偏差而对报表科目价值进行的调整(如调减无形资产评估增值)。

二、国际评级机构财报调整的思路和做法的比较研究

穆迪对报表的调整

调整目的和思路

穆迪对报表的调整,主要是为了提高公司财务报表与同行财务报表的可比性,加强各国和各行业的全

球做法的一致性，并促进市场参与者的透明度。具体思路包括：

1. 运用穆迪认为更客观地反映基本经济学的会计原则：如应收款的出售或转让（如证券化和保理安排）具有类似债务的融资特性，应在资产负债表上予以确认。
2. 调整会计原则提高可比性：例如，调整LIFO（后进先出）库存，以便同行组中的所有公司在可比FIFO（先进先出）的基础上衡量库存。
3. 反映穆迪认为更适合于公司特定情况下的信用分析的估计或假设：这些调整通常涉及判断领域，如资产估值备抵、资产减值和或有负债，具体情况具体分析。

应用

穆迪调整有可靠数据来源的科目，对成套财务报表进行全面调整，然后根据调整后的财务报表计算财务比率。穆迪的调整重点是调整金额重大的会计科目，这些调整的例子主要包括：

1. 资产负债表：穆迪调整某些科目的价值，消除会计准则允许的人为影响，确认某些表外交易，并改变

具有债务和股权特征的某些混合金融工具的债务与股权分类。

2. 损益表：穆迪消除某些平滑的影响，确认额外的费用，将利息归于穆迪认为的新债务，并剔除不寻常或非经常性项目的影响。

3. 现金流量表：穆迪对现金流量表的调整与对资产负债表和损益表的调整保持一致。例如，在现金流量表上识别并剔除不寻常的交易和事件影响。

标普对报表的调整

对集团合并报表的调整

1. 在分析集团的信用时，首先明确在母公司的合并财务报表中如何界定子公司和关联公司的经营结果。这主要是基于标普对集团的看法，包括标普根据集团评级方法得出的对母公司与子公司之间的关系看法。

2. 通过一些会计方法反映一个公司与另一公司的关系：将其作为投资进行处理，以权益法进行会计处理，或将其完全合并等。通常，标普使用与母公司合并

穆迪调整规则

调整科目	调整目的和规则
福利养老金计划	消除会计准则允许的对养老金费用进行人为平滑的影响，并将养老金义务资金不足或没有资金的数额确认为债务（以股权信贷为准）。在某些情况下，穆迪还会改变现金流量表上对养老金信托捐款的分类。
多雇主养老金计划	将公司资金不足的多雇主养老金负债部分的估计数确认为债务。
经营租赁（表外）	将经营和表外融资租赁资本化，并确认相关债务义务。穆迪通过将租赁债务利息计入损益表，并将剩余金额作为折旧考虑，在损益表上对租金费用进行了重新定性，并对现金流量表进行了相应的调整。
租赁（资产负债表）	将租赁负债确认为资产负债表上的债务义务（如果尚未归类为债务）。对于美国公认会计原则（GAAP）的经营租赁，穆迪通过将租赁债务利息计入损益表，将剩余金额作为折旧考虑，并进行相应的现金流量表调整，从而在损益表上对租金费用进行重新定性。穆迪将本金支付重新归类为投资现金流的资本支出。
资本化利息	计入当年的费用化利息。在现金流量表中，穆迪将资本化利息从投资现金流出重新分类为经营现金流出。
资本化的研发成本	计入到当年的费用化开发成本，并相应调整资产负债表上的无形资产。在现金流量表中，穆迪将资本化的开发成本从投资现金流出重新分类为经营现金流出。
与债务以外的贴现长期负债有关的利息支出	调整利息支出，将债务以外的贴现长期负债的利息重新归类为经营费用。
混合证券	根据穆迪对混合证券的分类，对具有债务和股权特征的证券进行分类，这种分类方式与常规会计处理方式有异。穆迪调整利息支出、股息和相关现金流，以符合穆迪对混合证券的分类。
证券化和保理安排	将表外证券化和保理安排归类为抵押借款。
库存按LIFO成本报告	将LIFO成本基础上记录的库存调整为FIFO值。
对业务资金的一致计量	在适当的情况下调整营运资本，包括已缴税款与当期税款费用、净利息和利息费用之间的差额。
不寻常和非经常性项目	将不寻常或非经常性交易和事件的影响归类为收入和现金流量表的单独类别，穆迪对收入或经营现金流相关财务指标的分析通常不包括这些单独类别的金额。

注：不寻常和非经常性项目包括——1. 非常见的大额交易（创造收入、成本或现金流），管理层预计在可预见的未来不会再次发生；2. 独特的交易，如很少出售房地产的公司出售房地产；3. 过去发生的交易，但管理层预期很快就会停止（例如，可扣减商誉的税收利益，其可折旧年限即将结束）

财务报表相同的合并范围。这是因为会计合并和标普的集团评级方法的基本分析原理都依赖于“控制”的概念，“控制”指的是母公司决定集团成员的策略和现金流量的能力。

3. 标普对公司与特定子公司或关联公司关系的分析因素主要包括战略重要性、是否有控制权、所有权百分比、可能的财务支持以及是否有其他所有者（如有，其他所有者拥有什么权利）。母公司控制子公司现金流量并从中受益的能力也可能会推动标普决定是否接受会计合并。

4. 根据以上分析，标普可能会调整集团的财务报表，以更好地反映标普对公司与其子公司或分支机构之间的业务和财务联系的潜在经济驱动因素以及由此产生的收益和义务。如果该集团包括业务模式和信贷因迥然不同的业务，标普也可能会调整其财务报表。例如，标普可能会拆分零售母公司受监管的银行业务，以更好地理解、分析和反映两个独立业务的信用质量，即使两者为同一集团的一部分，标普将用集团评级方法来进行处理。

5. 在某些情况下，由于子公司存在重要少数股东，财务报表中使用的完全合并可能无法反映标普对集团实际基础杠杆或现金流量受控的看法。在这些情



况下，标普将使用其他合并方法（例如按比例合并）来估算关键信用指标。

调整主要原则

标普在调整报告财务数据时应用了四个关键原则：调整后的债务原则，调整后的收入原则，调整后的现金流量和调整后的利息原则（详见表1~4）。此外，标普可能会在每次计算中根据实际情况进行特定的调整。

表1 调整债务原则

报告债务
- 无障碍现金和流动投资
+ 租约
+ PRB（退休人员养老金和医疗保险）和递延补偿
+ ARO（资产弃置义务）
+ 贸易应收款和其他资产的证券化，出售和保理
+/- 混合资本工具
+ 财务担保
+ 进行业务收购的收益和递延对价
= 调整后的债务
库存按LIFO成本报告
对业务资金的一致计量
不寻常和非经常性项目

表2 调整后收益原则

报告的收入
- 营业费用
+ 折旧
+ 摊销
+ 非流动资产减值及减值拨回
+ 从权益会计附属公司收取的现金股利（我们不包括此类附属公司的损益）
+ 股权结算股票补偿
- 资本化开发成本
+ 租赁调整
+/- PRB（退休人员养老金和医疗保险）的调整和递延补偿
- ARO（资产弃置义务）的调整
+/- 收入调整和业务收购的递延对价调整
调整后的EBITDA
- 已付现金利息，调整后
- 已付现金税
调整后的FFO（Funds From Operations, 营运现金流量）

表3 调整现金流量原则

CFO
+/-收到的利息或股息和已付利息在CFO以外报告
-资本化利息
-资本化开发成本
+/-贸易应收款和其他资产的证券化, 出售和保理的调整
+/-租赁调整
+/-混合资本工具的调整
+/-收入调整和业务收购的递延对价调整
调整后的CFO
-调整后的资本支出
调整后的FOCF
-现金股息 (以普通股和优先股支付)
-股份回购
调整后的DCF

具体调整规则

1. 非受限现金和流动投资

在以下情况下, 标普视同无法获得现金和流动投资:

持有不可兑换的货币, 与公司的借款货币相同;

受制于分配限制 (例如, 以托管方式持有的现金和投资);

受限于子公司中 (因为标普认为现金可能不会在短时间内从该子公司转移以偿还集团中的其他债务);

要求为返还现金或清算资产时应缴的税款提供资金; 代表第三方 (例如政府, 客户等) 持有的;

在极少数情况下, 标普可能会从可获取的现金中剔除保证日常业务运营所需的现金, 如拥有异常大量“现金”的超级市场, 或具有高于典型数量的“笼中现金”的赌场。

数据要求: 可获取现金的数量, 期限, 归属, 流动性和其他特征。

计算: 标普通过减少可动用现金的数量来减少债务。

2. 租约

计算:

(1) 对于适用于IFRS 16的公司——

表4 调整利息原则

财务报告的利息支出
+ 债务发行费折扣的摊销
+ 常规债务工具的非现金利息 (加上混合资本工具, 股东贷款和非普通股的任何利息)
+ 资本化利息
+ 租赁利息
+ PRB (退休人员养老金和医疗保险) 利息
+ ARO (资产弃置义务) 利息
+ 对冲衍生工具的已实现影响
- 利息衍生工具的未实现公允价值变动
调整后的利息支出

注: 调整后利息原则是基于权责发生制的利息支出, 主要用于计算EBITDA与利息的覆盖率; 但是, 标普使用报告的现金利息加上或减去适用的调整来计算FFO现金利息覆盖率

债务调整: 标普将报告的租赁义务金额包括在调整后的债务中。

利息费用调整: 如果在国际财务报告准则中将其列为现金流量表的投资或融资部分, 则标普将其分类为经营现金流量。

(2) 对于适用于US GAAP ASC 842的公司——

债务调整: 标普将报告的租赁义务金额包括在调整后的债务中。

损益表和现金流量指标调整: 标普将报告的经营租赁成本分配至利息和折旧费用。EBITDA通过增加利息和折旧费用而增加。EBIT通过增加利息支出而增加。通过增加折旧费用 (标普将其作为租赁资本返还部分) 来增加CFO。FFO因经营租赁利息支出 (作为现金利息) 而减少。

利息费用调整: 通过将当年和上一年的平均经营租赁债务乘以报告的加权平均经营租赁折现率, 可以增加利息支出。

折旧费用调整: 折旧费用因报告的经营租赁费用与计算的利息费用之间的差额而增加。

(3) 对于尚未采用或未按照上述租赁会计准则进行报告的公司——

债务调整：对于经营租赁，标普将未来租赁付款的现值添加到债务中，并使用7%的折现率计算。由于第五年以后的最低租赁付款通常以“此后”的形式总计披露，因此标普的方法假设第五年以后的年租金等于第五年的付款额，并且“此后”期间的年数等于“此后”金额除以第五年金额，四舍五入到最接近的年份。此假设的上限为30年。

债务调整：对于融资租赁，如果尚未包括在报告的债务中，标普会将报告的融资租赁义务添加到债务中。

总资产调整：标普将重新分类为债务的经营租赁的金额加上总资产，以近似折旧资产的成本。

损益表和现金流量指标调整：与租赁相关的费用分配给利息和折旧费用。**EBITDA**通过增加利息和折旧费用而增加。**EBIT**通过增加利息支出而增加。通过增加折旧费用（标普将其用作租赁资本返还部分）来增加**CFO**。**FFO**因经营租赁利息支出（作为现金利息）而减少。

利息费用调整：利息费用乘以7%的折现率乘以本年和上一年租赁付款的平均净现值得出的乘积。

3. 资产弃置义务

资产弃置义务（ARO）是与公司报废有形长期资产有关的法律义务。**ARO**的例子包括堵塞和拆除油气井的费用，核电站的退役，处理或储存核燃料的成本以及对采矿和废物处置场进行封顶和恢复的费用。

标普在扣除任何专用的退休基金资产或准备金、残值和预期的税收优惠后，在债务中添加了**ARO**。标普使用适用于**ARO**的税率（例如，报告的递延税项资产）或当前公司税率来计算预期的税收收益。

标普通常使用报告的**ARO**数据，但是如果标普认为公司的任何假设不现实，也可能进行调整。这些假设可能包括放弃资产的最终成本，资产报废的时间以及用于计算资产负债表价值的折现率。在某些情况下，公司通过向产品价格增加附加费来为**ARO**提供资金，否则**ARO**将由第三方（例如与国家相关的机构）支付。在这些情况下，通常不会进行债务调整。

所报告的**ARO**增值类似于非现金利息，类似于**PRB**利息费用。因此，标普将应计费用（扣除任何专用**ARO**资金的报告收益后的净额）重新分类为利息支出。

数据要求：**ARO**数据（来自财务报表或标普的估计）；为**ARO**预留的所有关联资产；**ARO**利息成本（以及是否计入运营或融资成本）；所报告的为**ARO**资金预留的资产损益。

计算：债务调整——在债务上加上净**ARO**（净**ARO**是报告或估计的**ARO**减去为**ARO**预留的任何资产乘以1减去公司税率或减去报告的递延税项资产）。

EBITDA调整和**FFO**调整——将**ARO**利息成本添加到运营成本中。

利息费用调整——从报告的运营费用中扣除**ARO**利息费用（扣除**ARO**基金收益）（如果包括在内），并增加利息费用。

4. 资本化开发成本

标普从**EBITDA**、**FFO**和**CFO**中扣除了当年资本化的开发成本。但是，如果没有可用的数据，标普可以使用财务报表中报告的相关年度摊销来代替当年的开发成本。标普将资本化开发成本与摊销之间的差额调整至**EBIT**。

在现金流量表中，标普将资本化的开发成本从投资重新分类为经营现金流量，减少了经营现金流量和资本支出，因此自由现金流量保持不变。

软件开发成本：尽管美国公认会计准则通常将开发成本视为支出，但它有一些特殊的例外情况允许将支出资本化，这与**IFRS**相似。这些例外包括为内部使用而开发的软件 and 为出售给第三方而开发的软件。对于主要开发软件以销售给外部方的公司，标普使用针对技术软件和服务行业的部门调整来确定如何处理资本化软件开发成本。对于业务模式通常不涉及向外部第三方出售软件的公司，标普通常假定所有资本化的软件开发成本都供内部使用。因此，对于这些公司，标普不调整**EBITDA**和**FFO**中的相关成本。



数据要求: 在报告期发生并资本化的开发成本金额 (不包括内部使用软件的资本化开发成本)。相关资本化费用的摊销金额。

计算: EBITDA, FFO和CFO调整——减去该期间的资本化开发费用或摊销额。

息税前利润调整——减去 (或增加) 该期间支出与摊销之间的差额。

资本支出调整——减去该期间资本化的金额。

5. 应收账款和其他资产的证券化, 出售和保理

数据要求: 已出售或证券化的应收账款, 以及所有未在资产负债表中列示且需要根据标普的准则进行调整的其他证券化资产的期末金额。

计算: 资产调整——已出售或证券化的期末贸易应收款总额 (即截至资产负债表日的未收款应收款) 加到应收款中。虽然证券化的资产通常是应收款, 但标普也可以将其他资产的证券化添加到总资产中。

债务调整——将期末证券化资产的数量添加到债务中。

CFO调整——从证券化开始, 对证券化金额随后

的变化或证券化到期日起现金流量变动进行调整。如果受益权益被列报为投资现金流量 (US GAAP), 标普将其重新分类为经营现金流量。

6. 资本化利息

数据要求: 该期间的资本化利息金额。

计算: 利息费用调整——加上该期间资本化的利息金额。

FFO、CFO和资本支出调整——减去列报为投资现金流量的资本化利息金额。

7. 财务担保

数据需求: 资产负债表内外的财务担保价值, 不包括任何税收优惠。

计算: 债务调整——将与财务担保相关的表内和表外债务等值的金额 (扣除任何税收优惠) 添加到债务中。如果实际保证金净额低于担保金额, 标普可能不将全部担保金额加到债务中。例如, 如果提供担保的公司得到被担保方的反担保, 且被担保方被标普评定为投资级类别, 则适用于这种情况, 则标普将较低的金額添加到债务中。

8. 情境调整

会计失真: 在极少数情况下, 标普可能会进行调整以将标普认为是会计失真的交易排除在财务指标之外。如在调整EBITDA时剔除重大诉讼准备金的变化, 因为该变化会导致对应报告期非常重大的损益。

诉讼和其他或有负债: 在标普对这些负债进行调整时, 标普将风险敞口的估计或实际金额 (扣除任何适用的税收减免) 加到报告的债务中。

三、结合评级实践和数据可得性的报表建议调整思路 and 规则

调整思路

由于信评所能获取的数据有限 (审计报告、发行人提供的极少部分明细数据), 不像审计师一样能接

触到最底层的账目明细数据，因此，下面列示的调整，以数据可得性为基础，调整有可靠数据来源的科目，再进行指标计算。

需要说明的是，国内评级机构普遍通行的调整，如将永续债、其他应付款中的有息债务等纳入全部债务进行指标运算的此类调整，下文不再赘述。

调整规则

1. 应收票据

原始列报

资产负债表：应收票据、应收款项融资
利润表：财务费用（贴现时产生）
现金流量表：销售商品、提供劳务收到的现金（贴现时满足终止确认条件）/借款收到的现金（贴现时不满足终止确认条件）

调整原因：对于大量使用票据结算的公司，收到票据时在现金流中不体现，票据自然到期时，一般计入经营活动收到的现金。但如果票据大量贴现或背书，则会让经营活动产生的现金流失真，从而直接影响现金收入比等指标，甚至影响经营活动产生的现金流量净额（当大量背书票据支付工程款时，该指标比实际情况小）和构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金科目（当大量背书票据支付工程款时，该指标比实际情况小）。

调整规则：①如果需要准确还原，首先需确认发行人贴现时的记账方式及融资贴现票据到期时是否会模拟经营现金流入和融资现金流出；其次，如果能够提供全年不满足终止确认条件的票据贴现金额、提供全年背书支付原材料购买款金额和背书支付工程款的金额，则能完全还原现金流情况。②若发行人无法提供上述资料，则可以将财务报表附注中披露的“已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的应收票据”金额加总到“销售商品、提供劳务收到的现金”中来模拟经营收现（存在偏差，偏差来自于发行人的记账方式和贴现时是否附带追索权）。

2. 公允价值计量的投资性房地产

(1) 原始列报——评估增值时（增厚利润）：

资产负债表：投资性房地产
利润表：公允价值变动收益
现金流量表：不体现

(2) 原始列报——从成本模式转为以公允模式计量时（增厚所有者权益）：

资产负债表：投资性房地产、盈余公积、未分配利润
利润表：不体现
现金流量表：不体现

(3) 原始列报——从存货或固定资产转为以公允模式计量的投资性房地产时（增厚所有者权益）：

资产负债表：投资性房地产、其他综合收益（当转换当日的公允价值大于原账面价值）
利润表：不体现或体现在公允价值变动损益（当转换当日的公允价值小于原账面价值）
现金流量表：不体现

调整原因：投资性房地产公允模式计量模式下，为企业操纵利润和所有者权益规模提供了空间和可能性，因此，如果租金回报率显著低于同类型投资性物业，建议对该科目的数据进行调整。

调整规则：①对投资性房地产的价值进行调整：按照同类型物业的平均租金回报率或该投资性房地产的未来租金收益折现来确定价值。②在确定投资性房地产价值的基础上，调整公允价值变动损益或所有者权益相关科目。

3. 无形资产

原始列报——评估增值入账时（增厚所有者权益）：

资产负债表：无形资产、资本公积
利润表：不体现
现金流量表：不体现

调整原因：某些企业在没有增资、收购或处置的前提下，于报告期末对无形资产进行评估增值，借此扩充资产和净资产，以达到降低负债率的目的，但无形资产

作为一个历史成本计量的科目，该背景下的调整显失公允。此外，在股东用无形资产进行增资入账时，不同的机构、不同的评估方法和不同的假设条件得出来的资产价值也有很大差异，如果在评级过程中遇到某项大额无形资产评估增值入账时，应进行必要的专业核查。但资产评估是一个很专业的事情，建议如果该无形资产对报表影响大，应该向利益非相关方的第三方评估公司进行咨询，以确定合理价值。

调整规则：①对于没有缘由的期末无形资产评估增值，建议对无形资产原值和资本公积科目直接调减相应的增值额；②对于增资入账的无形资产，在判断准确的公允价值之后再相应调减。

4. 租赁

原始列报

资产负债表：使用权资产、租赁负债
利润表：折旧费（最终归集到成本或管理费用、销售费用中）、财务费用
现金流量表：支付其他与筹资活动有关的现金

调整原因：随着新租赁准则的使用，不再区分经营租赁和融资租赁，原经营租赁业务由资产负债表的表外纳入表内，与原融资租赁核算方法合并统一，报表上的权利义务比较明确。原融资租赁项下的“长期应付款”调整到“租赁负债”，因此在计算长期债务时，应加上此科目。

调整规则：租赁负债纳入长期债务中核算。

5. 应付账款反向保理

(1) 原始列报——子公司应付账款打包做专项计划

资产负债表：应付账款
利润表：不体现
现金流量表：不体现

调整原因：供应链ABS中，将供应商对某集团各子公司的债权打包卖给专项计划，虽然在集团合并报表中仍然列示为应付账款，但其性质由灵活性较强、具

备商业信用的应付账款变更为具有刚性兑付义务的应付专项计划款项，因此需调整至债务中进行核算。

调整规则：将已被反向保理的应付账款加入到短期债务进行核算。

调整难点：被反向保理的应付账款在审计报告及其附注中不做披露，如果企业不提供真实情况，难以主动发现此保理安排。

(2) 原始列报——关联公司应付账款打包做专项计划、集团作为共同债务人

资产负债表：不体现
利润表：不体现
现金流量表：不体现

调整原因：此种安排下，集团作为共同债务人，实际上履行的是担保责任，但根据实践，很多审计报告未披露此项或有负债。

调整规则：应将集团作为共同债务人承担的债务部分作为或有负债进行考虑。

调整难点：审计报告未披露，企业如不主动告知，很难发现。

6. 隐含表外债务的长期股权投资

原始列报

资产负债表：长期股权投资
利润表：投资收益
现金流量表：投资支付的现金(初始投资时)

调整原因：公司与其他合作方（多数为基金）设立非并表企业进行项目管理或对外投资时，该设立的公司由于不并表，仅在合并报表上作为长期股权投资核算，但在实际操作过程中，合作方（该长投资资产的其他股东）往往并非真正的股权投资，而是债权投资，该部分债务的最终承担者即是公司，但合并报表仅反映资产，不反映债务，是真正的表外债务。

调整规则：获取该长期股权投资对应公司的报表，核查其他股东的出资份额和该公司的实际负债金额，

两者相加即为需要调整到合并报表层面的表外债务金额。更进一步,可了解并明确这些债务产生利息的计提方式和记账形式,再对利息做进一步调整。

7. 资本化利息

原始列报

资产负债表: 固定资产、在建工程、存货
利润表: 不体现
现金流量表: 分配股利、利润或偿付利息支付的现金

调整原因: 资本化利息尽管在会计处理里面进入资产而非费用,但它与费用化利息一样,属于企业为获得融资而付出的成本,所以计算与利息相关的指标时,应该将其还原到利息成本中。此外,公司付息是非常刚性的,利息的发生也多与经营活动相关,因此建议将原本划归到融资活动中的偿付利息支付的现金,在计算与经营活动现金流对负债的覆盖倍数等相关指标时,作为抵减项参与运算。

调整规则: ①涉及利息覆盖倍数的偿债指标,均使用费用化利息+资本化利息(目前国内评级机构已通行);②在涉及到经营活动现金流量净额的相关指标计算时,将其扣减偿付利息支付的现金(或用“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”科目替代)。

8. 非经常性损益

原始列报

非经常损益列报在利润表的众多科目中,建议参考中国证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》中关于它的认定:

(1) 非流动性资产处置损益,包括已计提资产减值准备的冲销部分
(2) 越权审批,或无正式批准文件,或偶发性的税收返还、减免
(3) 计入当期损益的政府补助,但与公司正常经营业务密切相关,符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外
(4) 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费
(5) 企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益

(6) 非货币性资产交换损益
(7) 委托他人投资或管理资产的损益
(8) 因不可抗力因素,如遭受自然灾害而计提的各项资产减值准备
(9) 债务重组损益
(10) 企业重组费用,如安置职工的支出、整合费用等
(11) 交易价格显失公允的交易产生的超过公允价值部分的损益
(12) 同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益
(13) 与公司正常经营业务无关的或有事项产生的损益
(14) 除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外,持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益,以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益
(15) 单独进行减值测试的应收款项减值准备转回
(16) 对外委托贷款取得的损益
(17) 采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益
(18) 根据税收、会计等法律、法规的要求对当期损益进行一次性调整对当期损益的影响
(19) 受托经营取得的托管费收入
(20) 除上述各项之外的其他营业外收入和支出
(21) 其他符合非经常性损益定义的损益项目

调整原因: 非经常性损益与公司正常经营业务无直接关系,以及虽与正常经营业务相关,但由于其性质特殊性和偶发性,会影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断。

调整规则: ①考虑到非经常性损益可能存在于利润表某科目的二级科目中,企业对这些科目的明细不一定披露到位,如果对净利润进行扣非的核算,可能数据获得性上比较困难。如果直接设置扣非净利润,数据准确性难以保证。②EBITDA是评级模型中的重要指标,但某些年度的非经常性损益可能使得该指标波动较大,建议在计算EBITDA的过程中,扣减能获得到数据的非经常性损益科目,列示为调整后EBITDA。

四、总结和思考

穆迪和标普的多数调整更倾向于本文提到的第一层次的调整,即对报表科目的重分类、对传统财务指标内涵或计算路径的调整,其中不乏与其国情和企业业务实际相关的雇主养老金计划的调整、资本化研发成

本的调整等,但无论是穆迪还是标普的调整,主要还是围绕债务、利息、利润和现金流几方面展开。债务方面,主要是还原不应该终止确认的资产和债务(如应收账款和其他资产的证券化、出售和保理等)以及将租赁义务和财务担保纳入债务核算等;利息方面,主要调整思路是将资本化利息重新纳入费用化利息后再参与利息相关的指标运算;利润方面,当期利润需扣减不寻常和非经常性的项目,以剔除容易引起会计失真的相关交易对净利润的影响;现金流方面,主要是将普通债务形成的、计入融资活动的利息和租赁形成的、计入投融资部分的利息重新分类至经营活动。

通过梳理穆迪和标普的调整思路,结合中国企业财务报表的披露程度和评级业务作业中的数据可得性,本文提出的报表调整思路既有第一层次的调整,也有第二层次的调整,但第二层次的调整比较有限。尽管在评级实践中可以根据尽调访谈、经营数据比对等方式合理怀疑某些科目被粉饰或操纵,但要给出相关科目的真实价值,仍然需要获取及核查大量的明细数据

和凭证,而这些工作对于评级机构而言存在很大的难度。因此,具备普适性调整规则并能准确调整其价值的会计科目并不多,如果存在对信用指标产生关键影响的科目显著失真的情况,评级机构进行有针对性的数据收集及调整更符合业务操作实际。

此外,标普对于集团合并报表调整的第一步是审视合并范围,这实际上涉及到了另一重要问题——母公司对下属子公司的实际控制能力。标普发布的调整规则中提到:“对于存在其他重要少数股东的子公司,标普可能会使用其他合并方法(例如按比例合并)来估算关键信用指标”。要做到以实际控制能力来甄别子公司是否应该纳入合并,需要清楚了解母公司对子公司的实际经营管理情况以及掌握非常详实的底层数据才能做出判断,这在当下国内的评级实践中是有难度的。所以,对于国内的评级机构而言,怎样还原母公司对下属子公司的实际控制力度并按照合适的方法和路径估算合并报表的关键信用指标是下一步值得探讨和研究的问题。■



国际评级机构数字化非评级业务实践的比较研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 艾仁智 胡前方 王野尘

一、数字化产品在国际三大评级机构的发展演进

从业务组织架构来看，穆迪旗下主要是穆迪投资者服务公司（Moody's Investors Service，以下简称MIS）以及穆迪分析公司（Moody's Analytics，以下简称MA）。其中MIS提供包括债务工具和证券在内的信用评级和研究，MA为信用和经济分析及金融风险管理提供前沿软件、咨询服务和研究，是穆迪数字化产品的主要平台。标普下设四个分公司，业务内容主要分为四个部分：评级业务（S&P Global Ratings）、市场资讯（S&P Global Market Intelligence）、普氏商品和能源资讯（S&P Global Platts），以及标普指数（S&P Dow Jones Indices），每个分公司下又包括多项细分业务。其数字化平台主要是市场资讯板块，该板块集成了多种数字化产品。惠誉则是通过FitchConnect作为惠誉解决方案的一体化信息平台，FitchConnect平台几乎包含了惠誉评级和惠誉解决方案的所有数据、研究和工具类产品。

从业务发展路径来看，国际三大的数字化产品基础雏形初期均以来自于评级公司内部的评级业务数据、研究内容以及分析工具等为基础，例如数据服务、工具模型类应用以及综合的解决方案等。总体来看，国际三大评级机构数字化非评级业务和产品的发展，是以评级作业内部的智力产物为起点，借助先进科技手段和工具，整合为

数字化产品或解决方案，向客户提供有价值 and 有针对性的金融信息服务，是数字化产品转化的主要业务点¹。

从收入和利润方面来看，历年数据显示，评级业务的利润率始终高于数字化平台业务，评级业务仍然是集团收入的主要赢利点。数字化平台的建设扎根于评级业务，孵化于评级业务，但实际上投入的资金和成本均较高，从标普和穆迪的公开财务数据来看，数字化平台在利润方面仍然不能取代评级业务的核心地位。近年来，尽管绝对规模上数字化平台收入保持上升趋势，但评级收入仍占据一定优势。从利润来看，数字化业务利润率远低于评级业务，因此从利润占比情况来衡量，评级业务更加具有绝对优势。

具体来看，2017—2020年穆迪评级业务收入（主要指的是MIS收入，下同）占比分别为66.62%、61.93%、60.52%和62.25%，利润占比分别为82.22%、78.27%、76.17%和76.98%。穆迪评级业务收入和利润占比稳定在60%和75%以上。另外，2017—2020年评级业务的利润率分别为57.03%、58.43%、57.99%和59.68%，同期数字化平台（即MA的收入，下同）的利润率分别为24.62%、26.39%、27.81%和29.43%，即评级业务利润率高于数字化平台利润率达30个百分点。

对比标普评级和标普市场资讯的收入和利润情况也可以看到相同的趋势。2017—2020年标普评级业务收入占比分别为63.97%、61.13%、61.32%和63.13%，

¹ 相关信息的整理来自各家公开网站。

利润占比分别为75.21%、75.66%、75.90%和79.05%。标普评级业务收入占比也基本保持在60%和75%以上。另外，2017—2020年评级业务利润率分别为50.77%、53.90%、57.41%和61.65%，远高于标普市场资讯的利润率24.79%、24.34%、24.10%和20.95%。

二、三大评级机构数字化产品总概

分类

分类	分类定义
模型类	以评级模型或打分卡为基础的系统应用，例如主体评级模型、债项评级模型、基金评级模型等
工具类	主要是两类，一是以评级过程中的分析工具为基础的产品，例如资产管理公司管理能力评估、保险公司财务能力分析、流动性评级等；二是以投资组合或业务流程管理工具为基础的产品，例如投资池管理、保险公司敞口管理、银行资本充足调整管理等
数据库	以评级公司数据为基础的产品，例如财务数据同业对比、公司债评级分布、信用评级结果查询等功能
研究报告	以行业报告或者研究报告为基础的产品，例如研究报告查询、评级报告、分析报告、行业研究报告推送等

由于数字化产品拥有多个应用场景或功能，因此一个数字化产品可能拥有多个分类。

产品基础

产品基础，指的是产品构建的基本素材。一般来说，主要包括评级数据、评级模型、业务流程、数据库、行业数据库、新闻等具体内容。

客户使用

客户使用，指的是产品交付给客户的内容。一般包括：交付方式，例如网站登录、EXCEL插件、API、Feeds数据传输；或者是具体的使用功能，例如量化模型打分、同业比较、评级分布展示等。

三、标普数字化产品汇总

标普下设多个分公司，我们主要聚焦标普评级

(S&P Global Ratings) 和标普市场资讯 (S&P Global Market Intelligence) 两个公司。其中标普评级以评级业务为主，但除了评级产品之外也提供部分的数字化产品，例如Ratings360®和RatingsDirect®。标普市场资讯则是标普的主要信息科技平台，其主营业务以为市场提供信息咨询和科技解决方案为主。根据其官网披露的可获取内容来看（截至6月底），标普市场资讯共有51个解决方案产品，典型的集成登录平台合计9个（详见表1）。

具体来看，在9个数字化平台产品中，有8个都基于标普的数据库积累，1个研究报告平台，6个涉及工具类应用。同时，其中直接跟评级业务相关的产品有3个，分别是Market Intelligence Platform、China Credit Analytics Platform和Credit Analytics。

标普评级官网共披露了37个产品，除了委托评级、债项评级等报告服务产品外，其中明确表明具备数字化属性产品有12个，其中9个产品都依赖于数据库的积累（包括行业数据库），2个依赖于研究报告，9个涉及工具类应用，6个涉及模型类应用。具体如下表2所示。其中直接以评级数据为基础的产品有6个，分别为Ratings360®、RatingsDirect®、Credit Ratings、Fund Ratings、Loan, Recovery and CLO Ratings和Local Government Investment Pools（详见表2）。



表1 标普市场资讯数字产品平台

序号	分类	产品名称	产品内容
1	数据库、工具、研究报告	Market Intelligence Platform	为客户提供精确定位的详细新闻、数据以及高度结构化行业的分析数据,例如金融机构、能源、消费品、医疗、工业和媒体。数据和新闻主要来源于SNL,标普于2015年收购的一家数据公司
2	数据库	S&P Capital IQ Platform	为客户提供上市和私营企业、投资公司、资本交易以及人物数据查询的金融数据平台,并提供各类分析工具和应用工具以便于客户生成数据、分析等各类报告。该平台涵盖超过88000家上市公司和825000家私营公司的财务数据
3	数据库	S&P Global Marketplace	通过 FTP 和 API 解决方案无缝访问的高级基本数据集和替代数据集的数据服务和服务平台。用户可以根据公司类型和角色类型选择数据集批量采购相关数据库
4	数据库、分析工具	451 Research	专门聚焦高增长的科技、数字转型和IT创新型企业的商务数据、分析和研究的平台
5	数据库、分析工具	杠杆评论和数据 (LCD)	专注于杠杆贷款的新闻、分析、以及指数产品,高收益和投资级债券市场的内容
6	数据库、分析工具	供应链智能	Panjiva。为采购商、供应商和物流公司提供全球供应链贸易数据,例如提供贸易关系分析、确定市场份额、采购新产品、查看最新市场动向、管控业务风险获取即时信息等
7	数据库、分析工具	标普智信	China Credit Analytics Platform。平台整合了标普全球市场财智的本地化信用分析功能,囊括了来自2000多万家中国私营公司的数据,以及我们根据本地违约数据校准的量化信用模型,提供一站式解决方案,便于用户搜索、评估和监控中国中小企业的信用状况。并通过独特的差异化内容和本地化分析,获得对中国中小企业与信用评级大致契合的信用洞察
8	研究报告	研究报告在线平台	ResearchOnline。提供在线查询标普所有研究报告内容
9	数据库、模型、分析工具	信用分析	Credit Analytics。提供超过5千万公司的信用分析评估内容,包括数据、报告和评级结果等内容

资料来源: 标普市场资讯官网, 联合资信整理

表2 标普评级数字化产品列表

序号	分类	产品名称	产品基础	客户使用	产品功能
1	数据库、研究报告、工具	Ratings360® (FOR RATED ISSUERS)	评级数据、行业研究、经济数据库	网页	提供标普发行人的历史评级结果和相关数据比较,为发行人提供整体信用图景和关键信息,帮助发行人做出及时有效决定。主要功能有: 1.评级结果展示, 2.财务数据对比, 3.信用场景构建 (经济数据), 4.行业研究, 5.评级分布, 6.投资者咨询服务, 7.公司可持续性研究服务
2	数据库、研究报告	RatingsDirect®	评级数据、行业研究、经济数据库、市场信息、新闻	桌面应用	标普评级报告和研究的综合桌面应用平台。主要功能: 1.评级数据, 2.研究报告, 3.行业分析, 4.市场数据, 5.实时信息的推送
3	数据库、模型	Credit Ratings	评级结果、评级数据	评级分布、第三方意见、信息资讯服务	对实体履行其到期财务承诺的能力和意愿,以及单个债务发行(如公司或市政债券)的信用质量,以及该发行可能违约的相对可能性,发表前瞻性意见。亮点是三种评级分布: 发行人/债项的公开评级分布、非公开评级分布以及第三方委托的保密评级分布
4	分析工具、数据库	Fund Ratings	基金评级研究数据库、评级数据等	评级结果查询、研究报告、选基金、风险评估、资产评估	提供基金信用质量评级、基金波动率评级、基金本金稳定性评级结果
5	数据库、模型、分析工具	Loan, Recovery and CLO Ratings	评级模型、评级数据、各类评级历史数据; 分析工具	数据、新闻	提供多种评级结果,包括贷款评级、债项评级、发行人评级、回收率评级,为产品发行、交易对手谈判等提供信息和分析服务,供决策使用
6	数据库、分析工具、模型	Local Government Investment Pools	评级模型、评级数据、研究报告、各类评级历史数据	评级结果、指数数据、研究报告	地方政府投资池,针对地方政府投资池提供多种类型的评级结果,例如基金本金稳定性评级、基金信用质量评级、基金波动率评级等,并提供周报和月报推送
7	分析工具	CDO Suite of Products	分析模型或工具	小程序应用, Excel、XML、C++程序模拟	CDO系列打包产品包括CDO Evaluator, Cash Flow Evaluator, Corporate Loan Data Table,和CDO Monitor 4个子产品。该系列提供了进行信贷、现金流和详细资产分析的分析建模和数据能力。CDO Evaluator允许用户评估公司、市政或结构性金融资产池。利用蒙特卡洛、标普的违约率以及相关假设,估计了与我们的评级水平相称的不同经济压力下的投资组合损失率。CDO Monitor是CDO经理和受托人使用的工具,根据交易文件的要求,确定是否符合标准普尔全球评级的CDO Monitor测试。标准普尔全球评级(S&P Global Ratings)的CDO监测测试(Monitor Test)旨在突出可能对交易表现产生影响的CDO标的资产信贷质量或其他抵押品属性的变化。Cash Flow Evaluator是一个现金流模型,用于分析在抵押违约和抵押池产生的其他压力作用下,结构化交易的评级证券是否能够在不同负债评级水平下及时或最终获得利息和本金支付

序号	分类	产品名称	产品基础	客户使用	产品功能
8	分析工具、数据库	Commercial Mortgage Evaluator	分析模型、行业数据库	excel插件	CME是标准普尔全球评级的一个专有模型，用于帮助进行与美国商业抵押贷款支持证券(CMBS)抵押品相关的信用风险分析
9	分析工具	Financial Services Credit Tools	银行资本调整模型、保险资本充足率模型	APP、网页、excel插件	金融机构信用评估工具，主要为银行和保险行业提供信贷场景构建，根据用户输入的参数和评级结果建立不同的情景假设
10	模型、分析工具	Fund Volatility Ratings	评级模型	评级结果、敏感性分析、同一基金经理的投资历史策略	提供针对固定收益投资基金的波动率评级，并提供基金对市场环境变化的敏感性分析，例如违约风险、信用利差风险、利率风险、收益率曲线、流动性和集中度风险等
11	数据库、模型	Principal Stability Fund Ratings	评级模型、行业数据	评级报告、行业研究报告、市场新闻	货币市场基金评级，每周推送变化
12	数据库、分析工具、模型	Structured Credit Products	分析工具、数据库	excel插件	包括Small Business Portfolio Evaluator和Market Value Evaluator两个工具。提供对信用表现、现金流和资产的详细分析

资料来源：标普市场资讯官网，联合资信整理

四、穆迪分析产品汇总

穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service) 以评级业务为主，主要的数字化产品均可以在穆迪分析公司 (Moody's Analytics) 的产品内容中找到。因此，穆迪产品梳理以穆迪分析的产品梳理为主。

根据官网披露的135个数字产品内容来看，涉及工具类产品最多，一共有111个产品都具备提供给用户进行分析或者管理的功能，占比达到82.2%；其次是数据

库类产品，有48个产品都基于数据库基础进行功能开发，占比达到35.6%，包括评级数据库、行业数据库等各类数据库；模型类的产品有33个，占比约占24.2%；研究报告类应用最少，只有16个，占比为11.9%。其中与评级业务直接相关的产品应用大致有24个，占比为17.8% (详见表3)。典型产品如：Moody's CreditView系列 (包含银行版、公司版、保险公司版、结构融资、美国公共财政等6个版本)、Bond Report、Rating Delivery Service和Moody's Financial Metrics™。

表3 穆迪分析以评级数据为基础的数字化产品列表

序号	分类	产品名称	产品基础	客户使用	产品功能
1	数据库	Bond Report	定制	发行人数据、信息整合、评级数据	基于相关发行人或义务方的信息，提供债券整体视图的自定义报告。该报告通过将债券映射到发行人或债务人，提供穆迪综合研究、评级和金融数据的即时视图
2	数据库	CAP™	网站	数据库、建模框架、评级数据	在整个建模生命周期中提供透明性和效率。在Moody专有数据和经过验证的建模框架的支持下，它使组织能够根据自己的独特经验定制内部模型或第三方模型，并快速、大规模地构建、验证和监控模型
3	数据库	Credit Trends	定制	专家评论及相关数据、评级数据	汇编了有关全球市场的专家评论和大量专有数据。
4	数据库、工具	Data Alliance	定制	数据、可视化模板、评级数据	主要金融机构和穆迪分析公司合作创建了世界上最大的私人信贷风险数据集。增加内部数据集，发现数据质量的差距，并与同行比较投资组合风险和贷款实践，以获得对客户投资组合和私人信贷市场的可行见解
5	数据库	Default & Recovery Database	定制	数据、经济周期分析、评级数据	客户可以通过本产品查看经济周期中不同时间点的违约。它还使客户能够识别在每个经济周期中导致违约的因素
6	数据库	MFRA (Municipal Financial Ratio Analysis)	定制	评级数据、信用统计数据	让用户通过一个全面的标准化和可比金融数据数据库，以及由穆迪投资者服务 (Moody's Investors service) 评级的公共财政发行人的运营信用统计数据，增加用户的信用分析的深度
7	研究报告、数据库、工具	Moody's CreditView - Banking	网页	研究结果、数据、评级数据	结合了来自穆迪投资者服务的信用评级、研究和数据，以及来自穆迪分析的研究、数据和内容。它提供了必要的信息，以帮助客户全面评估信用风险

序号	分类	产品名称	产品基础	客户使用	产品功能
8	研究报告、数据库、工具	Moody' s CreditView – Corporates	网页	分析工具、研究成果、评级数据	同上, 新增了分析工具和服务
9	研究报告、数据库、工具	Moody' s CreditView – Insurance	网页	研究结果及数据、评级数据	结合了来自穆迪投资者服务的信用评级、研究和数据, 以及来自穆迪分析的研究、数据和内容。它提供了必要的信息, 以帮助客户全面评估信用风险
10	研究报告、数据库、工具	Moody' s CreditView – Sovereign	网页	研究研究成果及数据、评级数据	结合了来自穆迪投资者服务的信用评级、研究和数据, 以及来自穆迪分析的研究、数据和内容。它提供了必要的信息, 以帮助客户全面评估信用风险
11	研究报告、数据库、工具	Moody' s CreditView – Structured Finance	网页	研究成果、数据、分析工具、评级数据	提供了姊妹公司穆迪投资者服务的深入研究, 以及结构化金融交易的业绩数据和分析工具
12	研究报告、数据库、工具	Moody' s CreditView – US Public Finance	定制	研究成果、区域发行数据库、评级数据	提供姊妹公司穆迪投资者服务的深入研究和信贷指标, 并从穆迪分析选取有关美国公共财政发行人的经济数据。这个独特的工具可以让你看到相关的信用风险, 并深入挖掘背后的思维和数据, 帮助你更快、更有信心地得出结论
13	模型、数据库、工具	Moody' s Financial Metrics™	EXCEL插件	记分卡、模型、数据库、评级数据	穆迪CreditView - Corporates的附加订阅, 允许客户通过记分卡和模型增加对穆迪投资者服务在全球评级的非金融公司、项目融资和基础设施发行人的信用分析深度
14	数据库、模型	QRATE (Quantitative Ratings Estimator)	网页系统	模型、数据库、评级数据	使客户评估一个实体的财务变化将如何影响其穆迪投资者服务的信用评级, 增加你对公共财政实体的跨部门信用分析的深度
15	研究报告、数据库、工具	Rating Delivery Service	定制	评级报告、研究成果、评级数据	是一系列数据馈送解决方案, 涵盖穆迪投资者服务提供的所有当前发行人和与发行相关的信用评级, 每日两次或一天内提供
16	数据库、研究报告	RiskBench™	系统	数据库、研究报告、评级数据	一个在线的, 全球的, 信用风险数据社区和数据发现平台, 提供深入的分析和同行的见解。通过可定制的仪表盘、稳健的行业基准和信用风险评分来分析和评估信用和投资组合风险, 获得竞争优势
17	数据库、工具	RiskConfidence™	系统	分析工具、数据库、监管信息、评级数据	提供集成的企业资产和负债管理(ALM)、资金转移定价(FTP)、流动性风险管理、市场风险和风险价值(VaR), 以及业务和监管报告。这些都是在一个统一的平台上呈现的, 具有共同的数据源和单一的引擎策略。
18	数据库	RiskFoundation™	定制	数据仓库、压力测试、评级数据	提供了实现世界级风险管理系统所需的基础设施。它支持遵守监管指导方针, 是穆迪分析为金融机构提供的许多综合企业风险解决方案的核心
19	数据库、研究报告	SolvencyWatch™	定制	数据展示、研究报告、评级数据	使发行者在反复无常的情况下能够有效的监控他们的偿付能力
20	数据库	Structured Finance Application Programming Interfaces (APIs)	多种选择	数据收集和展示、评级数据	通过灵活的合同选择和前沿的内容交付平台, 访问穆迪分析的全球证券化资产类别的经济、信贷、现金流模型和数据
21	数据库	Structured Finance Default Risk Service	定制	数据库、评级数据	包括穆迪投资者服务公司的一套高质量的研究和数据, 包括自1983年以来的历史和自1993年以来的减值数据。该服务提供原始数据, 用于计算等级迁移率和跨多个层面的损害
22	数据库	Structured Finance Portal CLO Monitoring Module	网页系统	指标挑选、数据呈现、评级数据	为用户提供500+增强指标、复杂的现金流引擎、全球CLO覆盖、高级比较经理指标和可靠的市场价值指标
23	数据库、工具	Systemic Risk Monitor	定制	数据库、压力测试、分析工具、评级数据	是金融机构应对系统性风险不可或缺的工具。它帮助监管机构履行其职责, 以避免银行业危机, 并帮助机构评估其在全球范围内的系统重要性和风险敞口水平。
24	数据库	World Workstation™	定制	数据库、情景模拟和预测、评级数据	是国家预测, 帮助客户形成全球投资组合战略。通过预测、关键指标和用于排名、图表和输出数据的交互工具, 提供了识别和预测国家层面风险的全面信息

资料来源: 标普市场资讯官网, 联合资信整理

五、惠誉数字化产品汇总

首先, 从惠誉解决方案提供FitchConnect平台的产品汇总来看, 目前惠誉主要的数字化产品有15个大类, 有7个模块涉及数据类, 研究报告类有5类, 3个模块涉

及模型类。其中与惠誉评级业务直接有关的产品主要是信用研究、ESG相关得分数据和评级数据三个模块(详见表4)。

其次, 从惠誉解决方案官网的产品和工具列表中来看, 合计披露了18个产品, 其中以数据库为基础

的产品有16个，工具类应用产品有12个，具备模型类应用功能的产品有4个，研究报告类产品有6个（详见表5）。其中跟评级业务直接相关的产品有5个，分别

为Ratings Navigator、Public Rating Feed、Sovereign Data Comparator、Sovereign Rating Model和Structured Finance Compare Tools。///

表4 惠誉FitchConnect平台产品模块列表

序号	分类	产品内容/交付渠道或方式	Excel插件	网页	FEEDS	API
1	数据库、模型	国家风险和行业指数	√	√		√
2	数据库	国家风险和行业研究数据	√	√		√
3	研究报告	国家风险&行业研究		√	√	√
4	研究报告	行业风险和运营风险研究		√	√	√
5	数据库	基础设施关键项目数据	√	√		√
6	研究报告	信用研究		√		√
7	数据库、模型	惠誉评级数据&研究	√	√	√	√
8	数据库	评级数据	√	√	√	√
9	模型	银行打分卡	√	-	-	-
10	数据库	巴塞尔III-SCRA数据	√	√	√	√
11	模型、数据库	CDS隐含评级得分	√	√	-	-
12	模型、数据库	基础数据&分析	√	√	-	√
13	数据库	新闻		√	-	-
14	数据库	惠誉评级主权数据	√	√	√	√
15	数据库	基础数据库	√	√	√	√

资料来源：标普市场资讯官网，联合资信整理

表5 惠誉解决方案官网产品梳理

序号	分类	产品名称	客户使用	产品基础	产品功能
1	模型、数据库、工具	ESG Relevance Scores	ESG报告、可视化网页页面	ESG数据库、相关基础数据	以惠誉ESG评级模型为基础，用专业的综合评分系统显示了ESG因素如何影响信用评级决策
2	模型、数据库	Ratings Navigator	可视化网页页面	评级数据、评级模型	通过分析得出实体信用评级的关键定量和定性因素的直观表达，用户可手动修改各指标在评级模型中的重要性，根据个性化需求修改模型参数获取不同角度的评级结果
3	工具	Fitch Adjusted Financials	Excel导出、可视化网页页面	财务调整逻辑、财报调整工具	通过对财务报表的理解，提供分析师对每家公司财务报表中报告的价值所做的关键调整。财报调整主要包括收入、现金流、杠杆率、EBITDA等维度，通过调整前后的对比反映出该报表的真实性情况以及调整程度。
4	研究报告、数据库	Money Market Fund Compare	报告	各行业资产管理企业数据库	投资者选择特定的惠誉评级基金，并根据其评级与同行业对比结果，对其投资组合信用、市场和流动性风险属性进行基准测试
5	研究报告、数据库	Short-Term Bond Fund Compare	报告	各行业资产管理企业数据库	根据惠誉评级结果进行相关的短期债券基金比较
6	研究报告、数据库	European Short-Term Bond Fund Compare	报告	欧洲资产管理企业数据库	根据惠誉评级结果进行相关的欧洲短期债券基金比较
7	研究报告、数据库	Latin American Bond Fund Compare	报告	拉丁美洲资产管理企业数据库	根据惠誉评级结果进行相关的拉丁美洲债券基金比较
8	工具、研究报告、数据库	Infrastructure & Project Finance	报告、Excel插件	基础设施及公共财政数据库	基于Excel的工具为特定部门内的美国公共财政发行人提供统计数据和指标。该计划允许对评级趋势、定制同行团体和个别机构进行分析

序号	分类	产品名称	客户使用	产品基础	产品功能
9	工具、数据库	Prism Factor-Based Capital Model	可视化网页页面、模型终端	保险公司数据库	基于惠誉的资本模型衡量保险公司的资本实力，并为保险机构提供稳健、可比较的资本分数
10	研究报告、数据库	Fitch Public Credit Opinion Feed	报告	信贷数据整合	根据的公开信息，评估发行人的信贷意见和预估偿还，包括行业分类、贷款和发行人层面评级和恢复评级
11	工具	Portfolio Credit Model	应用程序	投资组合计算逻辑、压力测试场景设计	对CLO交易抵押品进行投资组合计算的定量工具。输出包括：对于每个压力测试场景的评级违约率 (RDR)、评级损失率 (RLR) 和评级恢复率 (RRR)
12	工具、数据库	Public Rating Feed	FTP、导出Excel文件	评级数据、行业数据库	对1000多个具有公开高收益和投资级发行的发行人和100多个具有公开评级杠杆贷款评级的发行人，并通过FTP或可导出到Excel的文件格式交付。该产品还包括行业分类、贷款ID、CUSIP以及发行级别评级
13	工具、数据库	Public Finance – International(China)	Excel文件	中国财政数据库	基于Excel的工具提供了一个易于使用的交互式平台，具有清晰的图形，让市场参与者更清楚地了解中国公共部门实体的信用状况
14	工具、数据库	Public Finance – U.S.	Excel文件	美国财政数据库	基于Excel的工具为特定部门内的美国公共财政发行人提供统计数据和指标。该计划允许对评级趋势、定制同行团体和个别机构进行分析
15	工具、数据库	Sovereign Data Comparator	Excel文件、报告	主权评级数据、主权数据库	集成117个评级主权国家关键统计数据的季度数据库，允许用户比较活跃或可能活跃于国际资本市场的不同国家的指标
16	模型、工具、数据库	Sovereign Rating Model	应用程序、报告	主权评级数据、主权数据库	交互式主权评级模型 (SRM) 是供第三方使用的分析工具。该工具的输入和计算完全复制了评级过程中使用的输入和计算
17	工具、报告、数据库	Structured Finance Compare Tools	可视化网页页面、报告	结构数据库、结构评级数据	可选择交易组合并相互比较其表现，以及对比各种惠誉基准指数和宏观经济指标
18	模型、工具、数据库	ResiGlobal	应用程序	结构数据库、现金流预测模型	ResiGlobal是惠誉用于分析住房抵押贷款组合的一种公开分析模型，用于组合频率和回收率假设，该模型被用作RMBS交易或住房抵押贷款担保债券组合定量分析的第一阶段，同时用于确定给定抵押贷款组合的止损频率和回收率假设，此外模型的输出可用于现金流建模

资料来源: 标普市场资讯官网, 联合资信整理



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2021年6月—7月，债券市场¹新增违约²主体3家，涉及到期违约债券15期，到期违约规模约134.33亿元。另有9家重复违约³主体，共涉及到期违约债券16期，到期违约规模合计约188.01亿元。

截至7月31日，2021年我国债券市场新增违约主体19家，涉及到期违约债券72期，到期违约规模约897.06亿元，较上年同期（15家、52期、606.97亿元）均有所增加。重复违约主体22家，涉及到期违约债券55期，到期违约规模合计约534.35亿元，较上年同期（15家、42期、261.77亿元）均有所增加（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2021年6月—2021年7月，债券市场有10家发行人主体级别发生上调，有77家发行人主体级别发生下调，3家发行人主体展望发生上调，30家发行人主体展望发生下调。

截至7月31日，2021年我国债券市场有14家发行人主体级别发生上调，较上年同期（209家）大幅减少，有112家发行人主体级别发生下调，较上年同期（58家）大幅增加。有4家发行人主体展望发生上调，与上年同期（4家）一致。有40家发行人主体展望发生下调，较上年同期（23家）有所增加（见表2）。

表1 2018年—2021年7月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2018年			2019年			2020年			2021年1—7月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	42	109	900.38	49	140	914.50	30	98	1019.36	19	72	897.06
重复违约	9	20	126.15	28	67	416.57	19	59	375.58	22	55	534.35

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金

数据来源：联合资信COS系统、Wind

表2 2018年—2021年7月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2018年	2019年	2020年	2021年1—7月	2018年	2019年	2020年	2021年1—7月
调升数量（家）	254	219	231	14	28	12	5	4
调降数量（家）	97	86	94	112	21	21	28	40

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

同济堂医药有限公司

一、主体概况

同济堂医药有限公司（以下简称“同济堂医药”或“公司”）是湖北省医药制造行业企业，成立于2007年，位于湖北省武汉市经济技术开发区，注册资本10亿元。公司主营业务为医药零售配送、非医药商品以及医药批发业务。公司是民营企业，第一大股东为新疆同济堂健康产业股份有限公司，持股比例为100%，实际控制人为自然人张美华。

公司于2018年4月20日发行2.2亿3年期一般公司债“18同济01”和2亿3年期一般公司债“18同济02”，由母公司新疆同济堂健康产业股份有限公司提供全额无

条件不可撤销的连带责任保证担保，于2021年4月25日到期。由于受疫情影响导致公司流动资金阶段性紧张，2021年4月26日，公司发布公告称“18同济01”和“18同济02”均未兑付本息，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(亿元)	回收规模(亿元)	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
18同济01	2018/4/20	2021/4/25	2021/4/26	2.30	--	AA/AA/稳定	一般公司债	中诚信国际	本息违约
18同济02	2018/4/20	2021/4/25	2021/4/26	2.30	--	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
2019-07-08	公司发布《关于董事长变更的公告》，称原董事长因工作调整变动原因不再担任董事长职务，辞职后仍担任公司董事
2019-08-06	公司发布《关于媒体报道的澄清说明的公告》，称公司控股股东新疆同济堂健康产业股份有限公司对媒体询问的“供应商大额预付款事项”“并购意向款与并购标的”“采购数据严重异常”“人均创利和人均工资不匹配”“毛利率奇高”等情况进行了详细澄清说明
2020-04-28	大信会计师事务所发布公告，因公司地处新冠重疫区武汉市，受疫情管控措施影响，公司及下属子公司全面复工时间延迟，无法按计划对公司及下属子公司实施审计工作，审计报告延期至2020年6月30日前完成
2020-04-28	公司发布《关于延期披露2019年年度报告的公告》，称公司确因受疫情影响，导致无法按原计划完成财务会计报告审计，无法及时编制并按期披露2019年年度报告

2020-06-02	公司控股股东新疆同济堂健康产业股份有限公司33.14%的股份被上海金融法院全部轮候冻结
2020-06-30	公司发布2019年年报，资产总计85.91亿元，同比增加2.11%；负债总计23.84亿元，同比增加1.01%；营业收入44.73亿元，同比减少58.66%；利润总额2.54亿元，同比减少69.37%；归母净利润1.56亿元，同比减少72.75%
2020-08-27	中诚信国际发布跟踪评级报告，将公司主体信用等级由AA调降至BBB-；将“18同济01”和“18同济02”的债项信用等级由AA调降至BBB-，并将主体及债项信用等级均列入可能降级的观察名单
2021-03-02	中诚信国际将公司主体信用等级调降至B，将“18同济01”和“18同济02”的债项信用等级调降至B；并将主体和上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单
2021-04-23	中诚信国际将公司主体信用等级由B调降至CC，将“18同济01”和“18同济02”的债项信用等级由B调降至CC；并将主体和上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单
2021-04-26	公司公告称，2020年度国内突发新冠疫情，且公司及同济堂医药主要经营地区处于重点疫情区域，同济堂医药2020年受上述不可抗力因素的影响，流动资金阶段性紧张，暂无法按期兑付债券，“18同济01”和“18同济02”发生实质性违约
2021-04-27	中诚信国际发布公告称，鉴于“18同济01”和“18同济02”未能按期足额偿付本息，已构成实质性违约，中诚信国际决定将公司的主体信用等级由CC调降至C，将“18同济01”和“18同济02”的债项信用等级由CC调降至C，并将主体和上述债项信用等级撤出可能降级的观察名单
2021-05-10	公司发布2020年年报，资产总计63.26亿元，同比减少26.06%；负债总计26.32亿元，同比增长10.99%；营业收入8.94亿元，同比减少80.01%；利润总额-24.71亿元，同比减少1171.81%；归母净利润-24.17亿元，同比减少1928.34%

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源：联合资信整理

三、主体违约原因

收入规模大幅缩减，发生大额亏损，持续经营能力存在重大不确定性

受湖北新冠疫情爆发及多地的二次疫情蔓延影响，公司经营停滞，收入规模大幅缩减，加之计提大额减值准备和存货盘亏损失等，2020年发生大额亏损。公司2020年营业收入为8.94亿元，同比下降80.01%；净利润由正转负至-24.89亿元，同比大幅下降1844.19%。同时由于公司回款减少，2020年经营活动现金净流量仅为0.67亿元，同比下降125.11%。在流动性紧张进一步加剧的情况下，公司持续经营能力存在重大不确定性。

短期债务占比较高，资金周转缓慢，短期偿债压力大

公司近三年全部债务规模较大，2018—2020年分别为10.20亿元、11.73亿元和10.79亿元。其中，公司短期债务占全部债务的比重较高，且呈逐年递增趋势，2018年—2020年分别为82.22%、82.26%和99.85%，公司短期偿债压力不断增大。与此同时，由于业务规模大幅缩减，公司应收账款周转率和存货周转率都处

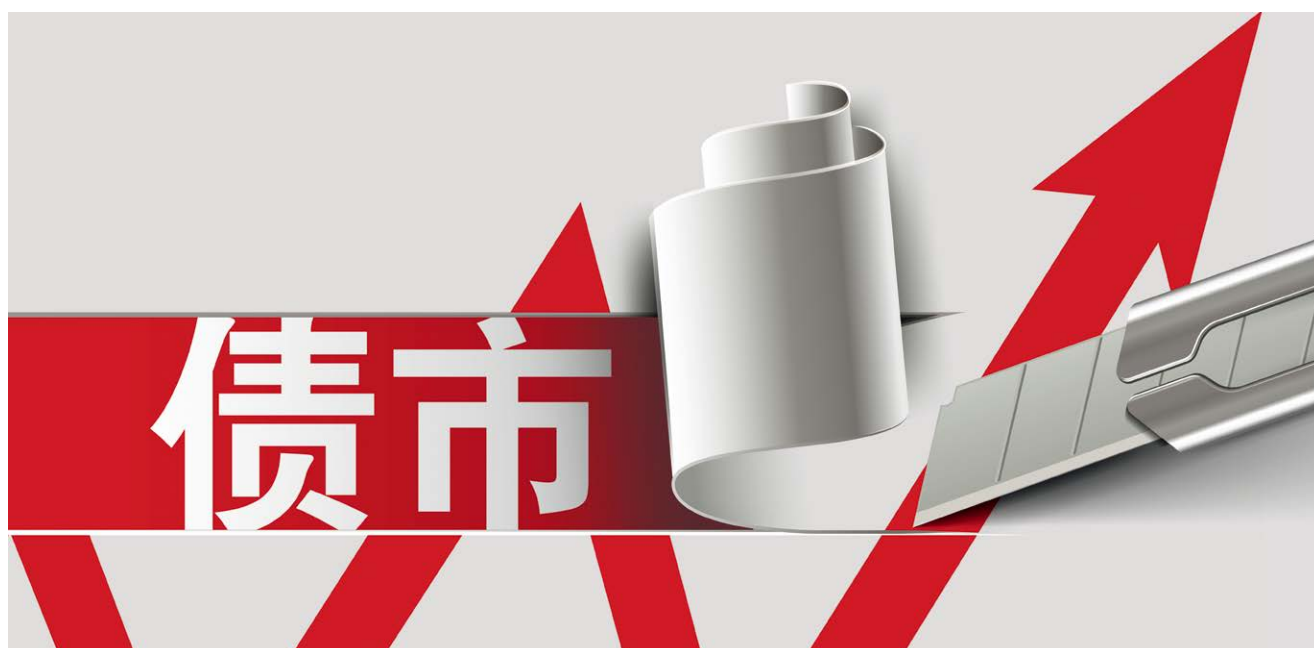
于极低水平，2020年应收账款周转率仅为0.09，存货周转率仅为0.50，同比分别下降93.45%和90.61%，资金周转缓慢造成现金流紧张，公司流动性枯竭，账面货币资金也从2017年末的9.10亿元下降到2020年末的0.66亿元，难以覆盖短期债务，公司存在巨大的偿债缺口。

控股股东涉嫌信息披露违法违规，关联方大额占款，财务数据存疑，内控失效

2020年4月28日，公司控股股东新疆同济堂健康产业股份有限公司因涉嫌信息披露违法违规被中国证券监督管理委员会立案调查，对公司经营和融资造成负面影响。同时，2020年公司控股股东及其关联方占用公司资金共计10.47亿元，规模较大且关联方未按承诺期限予以偿还。此外，亚太事务所对公司及控股股东2020年财务报表均出具了无法表示意见的审计报告，公司财务数据的真实性与准确性存疑，公司内部控制存在重大缺陷。

公司授信大幅缩减，银行借款发生逾期，外部融资环境差

截至2020年末，公司共获得银行授信9.92亿元，



相比2019年末18.50亿元的授信额度减少46.38%；未使用的授信额度为3.26亿元，同比亦大幅减少。同时，2019年公司共有3.13亿元银行借款发生逾期，虽

然2020年进行了部分偿还，但截至2020年末仍有1.25亿元未偿还。整体来看，公司外部融资环境进一步收紧，再融资能力下降。■

表3 主要财务指标

财务指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	64.06	64.85	84.13	85.91	66.80
所有者权益(亿元)	51.37	52.68	60.53	62.07	40.47
长期债务(亿元)	0.00	0.00	4.18	4.19	0.00
全部债务(亿元)	4.55	3.08	10.20	11.73	10.79
营业收入(亿元)	89.67	98.43	108.18	44.73	8.94
利润总额(亿元)	7.58	8.35	8.29	2.54	-24.71
EBITDA(亿元)	7.58	8.64	9.34	3.87	-23.30
经营性净现金流(亿元)	3.12	3.67	-9.21	-2.66	0.67
营业利润率(%)	13.50	14.66	12.80	18.64	11.59
净资产收益率(%)	10.84	11.50	10.02	2.68	-52.75
资产负债率(%)	19.81	18.76	28.05	27.75	39.41
全部债务资本化比率(%)	8.13	5.52	14.42	15.89	21.04
流动比率(%)	347.02	360.96	305.13	308.70	156.38
全部债务/EBITDA(倍)	0.60	0.36	1.09	3.03	-0.46
EBITDA利息倍数(倍)	--	29.46	16.64	4.53	-26.36
经营现金流动负债比(%)	24.61	30.20	-47.49	-13.56	2.54

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

中办、国办印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》

2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》。《意见》是历史上第一次以中办、国办名义联合印发的打击证券违法活动的专门文件。从完善资本市场违法犯罪法律责任制度体系、建立健全依法从严打击证券违法活动的执法司法体制机制、强化重大证券违法犯罪案件惩治和重点领域执法、加强跨境监管执法司法协作、加强资本市场信用体系建设、提升证券执法司法能力和专业化水平、加强组织保障和监督问责等方面作出安排部署。

(摘自同花顺财经, 2021年7月6日)

财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》

2021年7月1日，财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，自印发之日起施行。《办法》提出，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”。财政部在分配新增地方政府专项债务限额时，将财政部绩效评价结果及各地监管局抽查结果等作为分配

调整因素。《办法》要求，绩效管理应当遵循科学规范、协同配合、公开透明、强化运用的原则。专项债券项目资金绩效实行全生命周期管理。坚持“举债必问效、无效必问责”，遵循项目支出绩效管理的基本要求，注重融资收益平衡与偿债风险。

(摘自东方财富网, 2021年7月2日)

人民银行发布《银行业金融机构绿色金融评价方案》

2021年6月9日，中国人民银行发布《银行业金融机构绿色金融评价方案》，自2021年7月1日起施行。方案进一步拓宽了商业银行考核业务的覆盖范围，将考核内容由绿色贷款业务升级为绿色贷款和绿色债券业务，并为绿色股权投资、绿色租赁、绿色信托、绿色理财等预留了空间。其评价结果将纳入央行金融机构评级等政策和审慎管理工具。方案的实施有助于持续引导银行业金融机构投资绿色债券，推动绿色债券激励机制建设，为绿色债券市场发展提供新动力，同时也将进一步增加相关机构对绿色债券的投资需求，改善我国绿色债券投资积极性不高等问题，尤其是在绿色信贷上

相对落后的银行，未来对绿色债券的投资有望持续加强，促进我国绿色债券市场在下半年进一步扩容。

(摘自21世纪经济报道, 2021年6月24日)

人民银行就《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》公开征求意见

2021年7月9日，央行就《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》公开征求意见。《办法》包括履约保障品、主协议、集中债券借贷、风险控制等内容，共18条。主要包括：一是债券融入方应向债券融出方提供约定的履约保障品。债券借贷存续期间，履约保障品市值应足额。二是参与者进行债券借贷应当签署中国人民银行认可的债券借贷交易主协议。三是参与者可委托金融基础设施机构开展集中债券借贷，达成债券融通。四是持续加强风险监测与防控，市场成员应依规报告和披露大额借贷等事项，完善风险监测体系，加强市场自律管理。

《办法》进一步完善了债券借贷交易制度，有助于提高债券市场流动性，加强风险防范，提升市场规范性和稳健性。

(摘自腾讯网, 2021年7月9日)

市场动向

Market Trends

首单用于建设海上风电的蓝色债券成功落地

2021年6月25日, 华电福新能源有限公司2021年度第三期绿色中期票据(蓝色债券)成功落地, 发行金额10亿元, 期限2年, 利率为3.05%, 债项评级为AAA级, 成为首单全部用于海上风电项目建设的蓝色债券。所投的福建福清海坛海峡海上风电等项目建成后, 预计每年可节约标准煤80万吨, 减少二氧化碳排放175万吨。蓝色债券作为绿色债券的一种, 募集资金专项用于可持续地发展蓝色经济, 开发蓝色资源。蓝色经济是与海洋相关的经济概念, 即强调人海环境和谐、海洋科技创新、海洋合作共享、陆海发展统筹等理念的现代海洋经济。

(摘自央广网, 2021年6月25日)

首单碳中和与乡村振兴双贴标融资券落地云南

2021年6月28日, 由中国建设银行承销的“华能澜沧江水电股份有限公司2021年度第二期绿色超短期融资券(碳中和债/乡村振兴)”成功发行。这是全国首笔“碳中和+乡村振兴”双贴标超短期融资券, 本期发行金额5亿元, 期限



122天, 募集资金将全部用于碳减排、乡村振兴等绿色项目。“乡村振兴”专项债券有利于尽快补齐农业农村发展短板, 完善农业农村基础设施, 为实施乡村振兴战略提供有力的资金保障。

(摘自人民网, 2021年6月30日)

首单政策性银行永续债成功发行

2021年7月27日, 中国进出口银行在银行间债券市场成功发行首单政策性银行永续债, 金额600亿元, 期限5+N年, 票面利率3.60%, 全场认购倍数5.86倍, 获得了市场各类投资主体的广泛参与和积极认购。

此次永续债的成功发行, 是政策性金融机构首次通过市场化方式进行一级资本补充。600亿元永续债将助力进出口银行资本充足率提升1.4个百分点, 为更好发挥自身职能作用奠定坚实基础。

(摘自新浪财经, 2021年7月27日)

全国首单绿色碳中和基础设施类REITs正式获批

2021年7月末, 银河金汇沅西绿色碳中和基础设施资产支持专项计划项目取得上交所无异议函, 标志着全国首单绿色碳中和基础设施类REITs正式获批。该项目融资期限为3+3+3+3+3+3年, 注册总规模9.45亿元。项目底层资产为项目公司在专属区域内的供热供冷特许经营权。项目公司采用的中深层地热能无干扰清洁供热系统技术属于《绿色债券支持项目目录(2021年版)》界定的绿色项目, 符合政策支持。基础设施类REITs是存量基础设施项目以募集基金形式进行融资的一种金融工具, 既有利于盘活基础设施存量资产, 回收资金用于新项目建设, 也有利于促进资金“脱虚向实”, 提高金融服务实体经济质量和效率。

(摘自人民网, 2021年7月30日)

1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

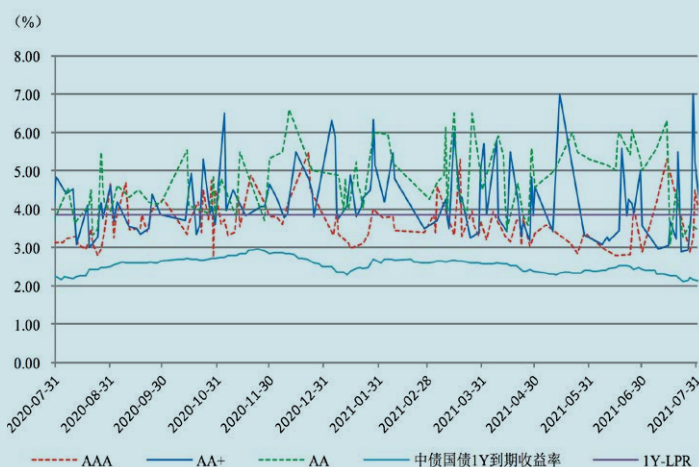
2021年6月至7月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，央行于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元；实施逆回购共计5700.00亿元，逆回购到期5300.00亿元，实现净回笼400.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作3000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）6000.00亿元，合计回笼资金3000.00亿元。同时，央行还对金融机构开展常备借贷便利（SLF）操作87.82亿元和抵押补充贷款（PSL）操作2.00亿元。在此背景下，2021年7月，1年期短融、3年期公司债、5年期中票和7年期企业债的平均发行利率（3.97%、3.68%、3.66%和5.49%）较2021年6月（4.27%、4.05%、4.15%和5.76%）均有所下降。

表1 2021年4月—7月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2021年6月	2021年7月	2021年6月	2021年7月	2021年6月	2021年7月	2021年6月	2021年7月
AAA	3.25	3.80	3.74	3.35	3.99	3.58	5.60	5.28
AA+	3.95	3.91	4.65	4.20	4.57	3.86	5.60	5.52
AA	5.44	4.18	4.30	6.37	--	4.17	7.15	7.00
平均发行利率	4.27	3.97	4.05	3.68	4.15	3.66	5.76	5.49

注：1年期短融及其他券种无债项评级债券信用等级为主体级别，其余券种债券信用等级为债项级别

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2021年6月至7月，银行间固定利率国债1年期到期收益率总体呈下降态势，2021年7月，AAA主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.80%）较6月（3.25%）有所上升，AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.91%和4.18%）较6月（3.95%和5.44%）均有所下降。

2021年6月至7月，交易所国债3年期到期收益率总体呈下降态势。2021年7月，3年期AAA级和AA+级

公司债的平均发行利率(3.35%和4.20%)较6月(3.74%和4.65%)均有所下降,3年期AA级公司债的平均发行利率(6.37%)较6月(4.30%)有所上升。

2021年6月至7月,银行间固定利率国债5年期到期收益率呈下降态势。2021年7月,5年期AAA级和AA+级中期票据的平均发行利率(3.58%和3.86%)较6月(3.99%和4.57%)均有所下降。

2021年6月至7月,银行间固定利率国债7年期到期收益率呈下降态势。2021年7月,7年期AAA、AA+和AA级企业债的平均发行利率(5.28%、5.52%和7.00%)较6月(5.60%、5.60%和7.15%)均有所下降。

目前,我国经济持续恢复增长,发展动力进一步增强,但外部环境依旧严峻复杂,国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。在此背景下,宏观政策将继续保持连续性、稳定性、可持续性,做好跨周期调节,保持经济运行在合理区间。稳健的货币政策将灵活精准、合理适度,稳字当头,维护市场流动性合理充裕。■



图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

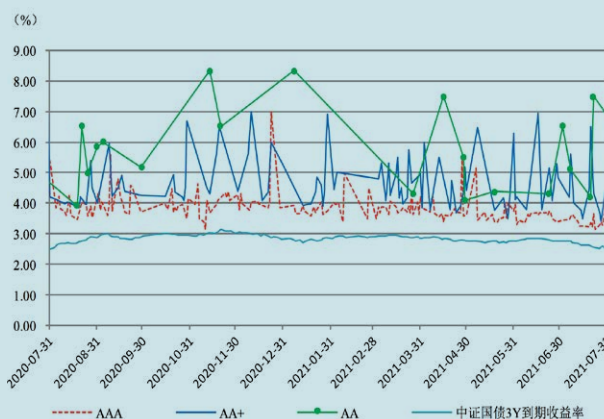


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

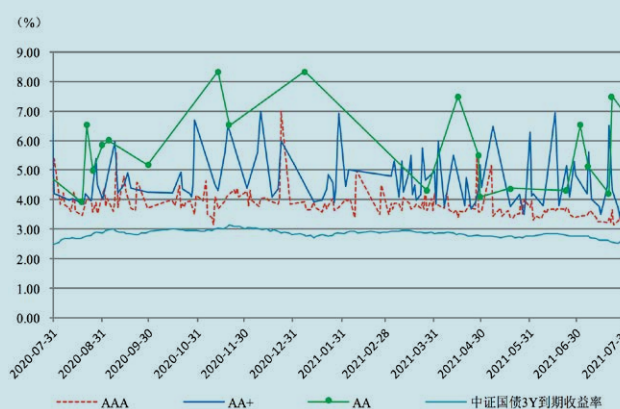
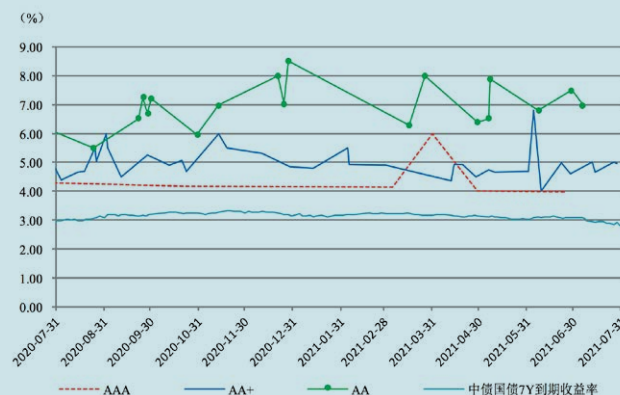


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2018年—2021年7月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2018年	2019年	2020年	2021年1—7月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.6	6.1	2.3	--	--
规模以上工业增加值	6.2	5.7	2.8	--	14.4
固定资产投资总额(不含农户)	5.9	5.4	2.9	30.3	10.3
社会消费品零售总额	9.0	8.0	-3.9	24.7	20.7
出口总额	7.1	5.0	4.0	11.7	24.5
进口总额	12.9	1.6	-0.7	9.7	24.4
CPI	2.1	2.9	2.5	--	0.6
PPI	3.5	-0.3	-1.8	--	5.7
社会融资规模存量	10.3	10.7	13.3	302.5	10.7
M2余额	8.1	8.7	10.1	230.2	8.3
人民币贷款余额	13.5	12.3	12.8	186.6	12.3

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

2018年—2021年7月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2018年	2019年	2020年	2021年1—7月	2021年1—7月同比(%)	2018年	2019年	2020年	2021年1—7月	2021年1—7月同比(%)
政府债	1100	1254	2024	940	-20.88	82484.14	85325.17	140690.98	65752.65	-15.34
国债	172	159	176	81	-18.18	40843.47	41689.90	76252.85	26131.90	-34.98
地方政府债	928	1095	1848	859	-21.12	41640.67	43635.27	64438.13	39620.75	5.73
央行票据	0	7	12	7	0.00	0.00	320.00	610.00	350.00	-2.78
同业存单	27286	27892	28610	17342	10.76	210832.40	179712.73	189719.80	127277.10	33.44
金融债	1122	1315	1733	989	-5.18	54419.40	68140.30	89618.21	45807.15	-15.47
政策银行债	617	696	787	426	-19.62	36575.10	40356.00	50888.70	26475.00	-22.33
商业银行债	107	96	84	57	21.28	5175.20	4329.50	6754.80	4514.00	16.20
商业银行次级债券	67	88	126	72	71.43	4007.20	11651.00	12636.90	4347.60	-12.25
保险公司债	10	9	21	13	18.18	605.00	566.50	780.00	348.00	-34.28
证券公司债	210	183	359	241	30.98	4718.90	4558.30	8752.81	5877.55	38.38
证券公司短期融资券	57	176	295	133	-32.49	1425.00	4491.00	7983.00	3321.00	-38.85
其它金融机构债	54	67	61	47	46.88	1913.00	2188.00	1822.00	924.00	-12.83
企业债	282	394	388	270	52.54	2390.08	3631.19	3945.49	2502.30	20.55
公司债	1517	2463	3622	2250	12.61	16491.75	25501.83	33729.15	19488.38	5.43
一般公司债	796	891	1213	784	18.43	10034.78	10937.11	15248.07	9373.47	19.45
私募债	721	1572	2409	1466	9.73	6456.97	14564.73	18481.07	10114.91	-4.91
中期票据	1413	1677	2119	1338	0.22	16943.65	20318.60	23469.92	13338.64	-12.07
短期融资券	2919	3509	4848	3013	1.52	31254.30	36195.19	50055.43	30812.67	0.85
一般短期融资券	429	468	513	291	-10.46	4783.30	4826.20	4924.78	2375.10	-28.97
超短期融资债券	2490	3041	4335	2722	2.99	26471.00	31368.99	45130.65	28437.57	4.52
定向工具	766	863	1026	747	18.20	5458.87	6192.12	7071.85	4821.67	5.67
国际机构债	3	9	4	4	33.33	54.60	135.00	110.00	95.00	-5.00
政府支持机构债	25	18	15	7	75.00	2530.00	1650.00	1730.00	500.00	-16.67
资产支持证券	2738	4199	5487	3186	26.68	20141.75	23403.06	29081.72	16154.43	44.19
交易商协会ABN	248	695	1094	713	50.11	1261.25	2887.36	5108.96	2986.78	56.61
银保监会主管ABS	449	566	522	278	53.59	9323.35	9433.36	8230.48	4512.23	73.08
证监会主管ABS	2041	2938	3871	2195	18.07	9557.15	11082.33	15742.29	8655.43	29.39
可转债	95	154	216	73	-43.85	795.52	2707.63	2765.54	1692.86	30.86
可交换债	28	60	42	15	-51.61	464.74	824.15	461.39	238.34	-29.25
项目收益票据	0	0	3	9	800.00	0.00	0.00	24.00	64.30	435.83
标准化票据	0	4	57	1	-96.15	0.00	13.80	61.18	0.50	-97.83
合计	39294	43818	50206	30191	8.93	444261.20	454070.77	573144.65	328895.99	5.41

注: 本表统计口径为Wind中截至2021年8月12日披露的数据; 按起息日统计, 并对2020年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

联合资信蝉联《财资》基础设施奖荣誉



联合资信蝉联 《财资》基础设施奖荣誉

日前，香港《财资》（The Asset）杂志公布了2021年度基础设施大奖评选结果，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）蝉联“中国最佳评级机构”荣誉称号。

凭借在中国债券市场良好的信用风险揭示能力，丰富独特的行业研究成果，领先的市场份额以及优质的投资人服务水平，联合资信两年蝉联该项奖项。

此前，联合资信曾三度（2015—2017）荣获《财资》“中国最佳评级机构”称号。2019年联合资信再次获得三项《财资》评选殊荣：中国最佳主权评级机构、中国最佳公共财政评级机构以及中国最佳结构化融资

评级机构。2020年联合资信荣获《财资》基础设施奖之中国项目融资最佳评级机构荣誉。

作为中国境内领先的信用评级机构，联合资信在往年多项评选活动中均取得了卓越成绩，赢得了市场参与各方的普遍肯定和信任，公信力、权威性和影响力不断提升，同时也鼓舞联合资信上下齐心协力不断超越自我。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，牢记使命，锐意进取，继续积极拓展并完善投资人服务体系，提高投资人服务能力，为债券市场的健康发展贡献力量。



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