

联合

信用研究

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

新冠疫情对全球债务经济的影响

新冠疫情对全球债务经济冲击的链式反应研究

新冠疫情影响下的全球信用风险地图研究



联合资信



联合评级

联合资信荣获2021中国资产证券化论坛年会 “年度创新机构奖”



联合资信评估股份有限公司 年度创新机构

2021年5月27日至28日，“2021中国资产证券化和结构性融资行业年会暨第七届中国资产证券化论坛年会”在上海浦东嘉里大酒店正式开幕，此次年会吸引了来自一千余家金融业从业机构的嘉宾参会。在本届中国资产证券化论坛年度奖评选中，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）获得“年度创新机构奖”，同时联合资信授评的多个项目也获奖。

5月27日，联合资信结构融资四部技术总监高鑫磊应邀参加山西证券主办的“完善信息披露，ABS市场大有可为”圆桌讨论。针对评级机构间所用方法或者参数假设差异对投资者分析决策造成阻碍这一问题，高鑫磊指出，评级机构和投资机构应相互交流评级方法、思路及参数设置，同时投资机构也可以构建自身的评级体系，将评级报告及其他资料作为参考。高鑫磊还提出，原始权益人与增信机构自身情况的变化对投资机构来说很重要，但现有规定并没有将原始权益人、增信机构明确为信息披露义务人。目前在ABS存续期间，关于原始权益人和增信机构自身情况的重大变化由管理人知悉后披露，他建议将该项义务由原始权益人和增信机构

承担，以保障信息的及时性。

5月28日，联合资信结构融资四部高级分析师宋旭参加了主题为“公募REITs带来的挑战和政策建议”的圆桌讨论，并着重介绍了联合资信对于公募REITs评级的一些关注要点。宋旭从评级类型、评级思路和评级指标三个角度分析了公募REITs产品和目前交易所市场比较成熟的类REITs产品之间的区别。她指出，对于评级机构来说，会将公募REITs产品看为单独的“主体”，从分析底层基础资产的所在行业、盈利模式及能力、历史经营状况等因素入手，层层分析，抽丝拨茧，然后上升到财务分析、内部控制，最终结合结构设置、架构搭建、各方履约能力等因素进行全面的考量。

近年来，联合资信不断钻研资产证券化评级技术，服务了一大批优秀企业，始终保持行业领先的地位。联合资信秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，以真诚的态度和专业的能力为投资人提供服务。未来联合仍将深耕资产证券化领域，在传承和创新中持续进步，继续服务市场、创造价值。



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

王正清 Wang Zhengqing

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 JUNE

目录

特别策划 Feature

- 1** 当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告
第一篇：新冠疫情对全球债务经济的影响
联合资信 程泽宇 胡前方
- 9** 当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告
第二篇：新冠疫情对全球债务经济冲击的链式反应研究
联合资信 李为峰 王倩
- 16** 当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告
第三篇：新冠疫情影响下的全球信用风险地图研究
联合资信 李为峰

宏观研究 Macroeconomic Research

- 22** 拜登基建和税收计划双管齐下有望从供给侧改善美国经济基本面
联合资信 程泽宇
- 25** 经济修复速度放缓 增长结构有所改善
——2021年一季度宏观经济运行报告
联合资信 宏观研究部
- 33** 区域发展分化明显，东部地区可持续发展优势显著
联合资信 宏观研究部

行业研究 Industry Research

- 38** 产业转型和结构调整持续推进需求复苏叠加政策支持带动景气回升——新发展格局下中国汽车市场展望
联合资信 孙长征 朱文君
- 46** 我国化工行业周期与债市风险研究
联合资信 任贵永
- 53** 煤炭行业的“困”与“纾”
联合资信 工商评级四部

债券市场 Bond Market

- 60** 大热的碳中和资产支持证券，香不香？
联合资信 孙佳彤
- 66** 2020年信用风险缓释工具市场研究报告
联合资信 陈诣辉 王自迪 薛逸竹
- 74** 2021年一季度债券市场发展报告
联合资信 债券市场研究部

评级表现 Credit Rating Performance

- 84** 海航系企业破产重整，违约风险定向集中释放
——2021年一季度中国债券市场评级表现和评级质量
研究报告
联合资信 董欣焱 张岩 王自迪

信用风险 Credit Risk

- 89** 信用风险事件统计
- 90** 违约案例 青海省投资集团有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 93** 政策指南
- 95** 市场动向

市场数据 Market Data

- 96** 债券发行利率走势
- 98** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 45** 关于公募基础设施REITs的一些基础知识



联合资信



联合评级

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第一篇：新冠疫情对全球债务经济的影响

文 | 联合资信评估股份有限公司 程泽宇 胡前方

20世纪80年代后，受布雷顿森林体系解体以及全球金融化加速推进的影响，欧美日等发达国家由“过剩经济”向“债务经济”转型。此外，拉美以及亚洲等新兴经济体也通过举借外债以及吸引外资等方式，逐步实现追赶效应和债务原始积累。因此，2019年全球债务规模创历史新高，考虑到2020年全球为抗击疫情而扩大财政救助力度，预计未来全球债务规模有继续大幅攀升之势。新冠疫情全球蔓延直接冲击各国的经济增长、财政收入以及外汇储备，导致债务经济的运行模式难以为继。因此，本文首先对债务经济、全球债务规模以及债务结构进行阐述和分析，然后分别讨论发达经济体以及新兴经济体的债务经济形成原因，最后分别分析新冠疫情对发达经济体以及新兴经济体造成的影响。

一、债务经济综述

“债务经济”最初是由美联储前主席格林斯潘提出，格林斯潘认为，美国债务扩张是全球化的一种赋能，美国通过个人消费信贷透支、企业债务积累、政府赤字和国际贸易赤字等“多维赤字”的方式，推动本国经济繁荣发展。尤其是在布雷顿森林体系崩溃后，以美国、日本和欧洲发达国家为代表的发达经济体率先通过赤字模式来发展经济，导致发达经济体的债务不断

积累，并逐步扩展至新兴经济体的债务攀升。

债务经济主要侧重于一国政府的财政状况，具体包含以下特点¹：一是政府往往采取长期宽松的财政政策，通过宽松政策营造低利率和低储蓄的投资环境，从而增加投资和促进消费，带动经济发展。二是政府财政缺口长期存在，该缺口不仅由刺激经济的生产性支出导致，而且还源于大量的非生产性支出，包括军费支出、养老和医疗保险类福利支出等；另一方面，为配合宽松政策的实施效果，政府往往采取较低的税率，造成了财政收支不匹配，进而导致财政缺口不断扩大。三是债务规模长期较高或持续增长，政府为平衡财政收支，通常会通过债务融资的方式进行弥补。尤其是对于拥有国际货币的发达经济体，往往会通过国内、国际金融市场进行融资，导致政府债务规模逐步攀升。

而债务经济的可持续与否主要体现在两种结果上，一是经济快速增长支持高债务和高财政赤字模式运作。美国经济学家Domar（1944年）认为高额赤字必将促进经济快速发展，与此同时可以增加税收收入来偿还债务，经济增长与债务积累同步进行，债务负担问题实质上是经济增长速度问题，而不在于政府债务规模大小。徐永定（2000年）²认为，虽然部分政府长期无法实现财政平衡，但只要能通过发行债务为其融资，便可以认为其财政依旧处于稳定状态。二是体现在债务经

¹引用自《发达国家债务经济可持续性现状与趋势》，郭敏、安亚琼，2013年第10期。

²引用自《从欧洲主权债务危机到全球主权债务危机》，徐永定，2020（6）。

济无法持续而爆发债务危机。Cole和Kehoe³ (1998年)指出,政府债务时候可持续以及债务经济是否会演变为债务危机,主要取决于借新债是否是政府筹集资金的唯一办法,如果政府无法增加税收收入或者无法通过其他渠道获得融资,则会出现债务违约风险,2008年爆发的美国次级债务危机以及2012年爆发的欧洲债务危机,均为债务不可持续的结果表现。

二、全球债务经济的基本情况

根据国际金融协会(IIF)数据显示,截至2020年三季度,全球债务规模达到272万亿美元,较去年同期大幅增长8%,债务规模创1970年有数据统计以来新高;其中发达经济体的债务规模达到196万亿美元,相当于GDP的比重高达430%,较2019年大幅增长50多个百分点;而新兴经济体债务总规模达到73万亿美元,相当于GDP的比重高达250%。根据IIF预测数据显示,考虑到全球为抗击疫情而扩大财政救助力度,预计2020年全球债务规模将攀升至277万亿美元,占全球GDP的比重高达365%,全球债务压力空前。

从债务规模来看,截止2019年末,美国债务规模高达23.1万亿美元,位居全球第一;其次分别为日本、意大利、法国、英国、德国、中国、巴西、印度和加拿大。从债务负担看,2019年全球政府债务总额相当于GDP的比重超过100%的国家共有15个,其中发达经济体有7个,而新兴经济体有8个;日本是全球债务负担最重的发达经济体(237.7%),苏丹(207.0%)是债务负担最重的新兴经济体。整体看,新兴经济体由于经济起步较晚,使得债务规模的绝对值较小;但由于自身经济基础较为薄弱且财政支出刚性较强,因此债务的相对值较大,因此新兴经济体的债务脆弱性明显大于发达经济体。

从债务警戒线来看,在发达经济体中,政府债务总额相当于GDP的比重超过60%的国家有17个,其经济总量约占全球经济总量的46.0%;而政府债务总额相当于GDP的比重超过90%的国家有10个,其经济总量约占全球经济总量的39.3%。在新兴经济体中,政府债务总额相当于GDP的比重超过40%的国家多达105个,其经济总量约占全球经济总量的8.0%;而政府债务总额相当于GDP的比重超过50%的国家多达75个,其经济总量约占全球经济总量的6.5%。整体看,全球有一半以上的经济体已经陷入债务警戒之中,其中新兴经济体突破债务警戒线的情况越来越多,但由于其经济体量较小,尽管发生主权债务危机,对全球经济的影响也相对较小;但值得注意的是,占全球经济约40%的发达经济体债务压力超过90%,发达经济体债务经济的可持续性较为脆弱。

从融资主体来看,一方面,发达经济体政府自2008年后,为应对全球金融危机而加速发债,政府债务水平由74.1%(2008年)大幅上升至101.6%(2012年),而私人部门仅上升1.8个百分点,说明本阶段发达经济体以政府部门为主要融资人;自2012年欧债危机爆发后,发达经济体多采取紧缩的财政政策限制债务增长,因此2012—2018年政府债务水平和私人债务水平变化均较小。另一方面,1970年以来,新兴经济体在政府部门的债务负担表现平稳,但私人部门债务水平快速攀升,2018年私人部门债务与GDP比值达到116.6%,与发达国家私人部门的债务水平差距大幅缩小,说明新兴经济体的家庭和企业杠杆较大。

三、新冠疫情对发达经济体债务经济的影响

发达经济体债务经济的形成原因

20世纪80年代后,受布雷顿森林体系解体以及全球金融化加速推进的影响,美国采取“多维赤字”的经

³ 引用自 Self-fulfilling Debt Crises, Cole, H.L. and Kehoe, T.J., 1998。

经济增长模式，即通过经常账户赤字向全球输出美元、通过政府财政赤字加速经济建设，以及通过企业和家庭借债生产和消费来盘活经济，促使经济增长模式由“过剩经济”向“债务经济”转型。与此同时，英国、德国以及法国等发达经济体也凭借自身的国际货币优势和经济全球化的契机而走向债务经济。概括来看，债务经济的形成条件包括以下几个方面。

一是政府采取扩张的财政政策，加剧财政收支失衡和政府债务增长。政府为发展经济而采取减税或低税率的税收政策，但生产性（基础设施建设等）以及刚性（军费、养老以及医疗等）财政支出规模依旧较大，造成财政收支结构失衡。为达到财政收支平衡，政府往往通过大量举债的方式弥补财政赤字，欧美等发达经济体借助本国内部融资渠道畅通以及本币具有国际地位的优势，在国内外金融市场大量融入资金。具体来看，美国从奥巴马时期的“财政悬崖”到特朗普时期的大幅减税，造成财政收支结构严重失衡，政府财政赤字率由0.5%（2001年）逐步攀升至13.2%（2009年）再逐步回落至6.3%（2019年），相应政府债务相当于GDP的比重也由53.1%（2001年）大幅攀升至108.7%（2019年），导致美国政府多次面临“关门”困境，仅2018年美国就经历了三次停摆，其中一次甚至持续长达35天；日本因经济长期低迷以及人口老龄化日趋严重，政府采取扩大财政支出以及减少税收的举措，使日本政府债务规模屡创新高，2019年日本政府债务总额相当于GDP的比重高达237.7%，在全球也处于偏高水平；欧元区国家中仅德国的债务控制取得一定成效，由于德国采取“债务刹车”⁴和“黑零政策”⁵，导致政府债务压力不断降低，2019年政府债务相当于GDP的比重（59.5%）降至《马斯特里赫

条约》所规定的政府债务限额（60%）以下，但英国和法国的债务压力均处于100%左右。

二是贸易和经常账户长期赤字造成国际收支失衡，政府需要发行外债来弥补国际收支缺口。不论是拥有独立货币的美国和英国，还是拥有区域货币的欧元区成员国德国和法国，在国际上均有便利的债务融资环境，主要是因为这些国家的本币在世界经济贸易中具有流通属性和储备属性。政府通过宽松的货币政策营造低利率和低储蓄的投资环境，从而增加投资和促进消费，但由于国内供给无法满足生产和消费需求而形成贸易和经常账户赤字，而经常账户的赤字往往需要政府通过融资来弥补国际收支缺口。具体来看，美元和黄金脱钩后“特里芬两难”问题愈加严重，一方面美国通过超发货币来向世界进口大量原材料和生活必需品；另一方面，由于美元具有国际储备作用，新兴经济体多通过出口创汇的方式储备美元，最终导致美国国际收支常年失衡以及外债规模屡创新高。美国经常账户赤字相当于GDP的比重自1982年起陷入长期逆差，并在2006年达到峰值（5.9%），之后又逐步回落至2.2%（2019年）。再者，美联储在2019年和2020年多次下调联邦基准利率至0%~0.25%的历史低点，导致美债收益率自2019年7月以来连续下跌，使得美国债券融资成本大幅降低。而美元拥有国际储备货币地位，全球对持有美元作为外汇储备仍是刚需，这也为美国对外融资提供了天然的渠道基础。截至2019年末，美国外债规模达到20.6万亿美元，外债规模相当于GDP的比重高达96.1%。

三是债务经济主要依赖投资拉动经济增长，因此存在较大的储蓄—投资缺口，催生居民、企业以及政府负债增长。与传统依靠储蓄驱动经济增长模式不同，债务

⁴ 为确保德国债务增长速度可控，德国引入“债务刹车”条款，2011年将这一条款写入宪法，即德国结构性赤字不可超过国内生产总值的0.35%，保持预算平衡。

⁵ “黑零政策”是指德国政府以财政收支平衡或财政盈余为目标的政策。

经济体依靠投资驱动经济增长，具体表现为先投资后生产，因此常年存在储蓄—投资缺口（储蓄—投资<0，即投资>储蓄）。1980—2018年期间，在全球债务排名前十大的经济体中，有8个经济体的储蓄—投资缺口年份超过半数，其中美国和希腊则表现为全部年份均存在储蓄—投资缺口。具体来看，20世纪80年代以后，美国较长期的储蓄纷纷进入房地产、证券以及有利可图的生产性投资领域，导致储蓄—投资缺口由-1.3%（1980年）逐步扩大至-5.8%（2008年），储蓄—投资缺口不断扩展并形成美国国内的居民负债、企业负债和政府债务，即美国的“内债”，因此美国私人部门债务占GDP的比重由140.5%（1980年）上涨至211.8%（2018年），涨幅超过71个百分点。美国私人部门加杠杆带来的最大风险在于，企业杠杆贷款和垃圾债的发行放量，二者的发行放量表明加杠杆企业（发行主体）的评级下沉。

随着全球化进程的推进，在国际产业分工升级中，发达经济体普遍倾向于选择知识创新、高科技、金融等高端技术产业发展方向，而逐步将国内资本密集型的制造业产业向外迁移。制造业外移造成的产业空心化使得发达国家在商品供给方面依赖进口，因此表现为国际贸易的长期赤字状态，这一产业调整也进一步助长了发达国家债务经济的发展。此外，发达经济体金融和服务业的繁荣为经济增长提供了动力，同时为全球金融市场的深度融合和不断创新提供了可能，助推全球债务经济进一步深化。

新冠疫情暴发后各国的财政救助政策

2020年初新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称新冠疫情）全球蔓延，导致全球经济陷入衰退风险。为此，各国政府均采取宽松的货币政策和积极的财政政策，通过投放大量流动性以挽救市场运行。美国方面，新冠疫情暴发以来，美国联邦政府已先后出台五轮纾困措施，3月6日美国通过第一轮总额达83亿美元救助基金，主要用于支持医疗卫生部门抗疫；3月18日美国国会通过总

额达1920亿美元的第二轮救助计划法案（FFCRA），主要用于开展病毒检测以及扩大对家庭的失业保障；3月25日美国国会通过总额达2.2万亿美元的第三轮救助措施，主要用于帮助遭受重创的银行、中小企业以及为医疗系统提供支持，该法案也是美国历史上规模最大的财政救助法案；4月23日美国国会通过了总额达4840亿美元的第四轮救助措施，主要为小企业和医疗防疫增加支出；12月27日特朗普签署了价值2.3万亿美元的预算法案，其中包含价值9000亿美元的新冠纾困法案，该举措不仅为美国家庭直接提供财政经济援助还避免了美国政府陷入“关门”境地。截至2020年12月末，美国财政救助法案支出规模相当于GDP的比重高达15.4%。

欧洲方面，欧盟委员会于4月通过了规模达5400亿欧元的三项应对措施，包括欧盟委员会向成员国提供1000亿欧元贷款加强失业保险、欧洲投资银行为2000亿欧元中小企业贷款担保、欧洲稳定机制向成员国提供不超过其GDP2%的贷款以加强医疗系统（总规模约2400亿欧元）；12月欧盟委员会达成总额约1.8万亿欧元的经济刺激计划，其中包含7500亿欧元的复苏基金（由3900亿欧元赠款和3600亿欧元低息贷款组成，由欧盟委员会通过发行欧盟债券筹集）。英国方面，英国第一阶段抗疫救助计划达3300亿英镑，主要用于支持国民健康体系、带薪病假和福利救济金等多项财政刺激政策等；第二阶段推出规模约1600亿英镑的财政救助计划，主要用于保障居民就业和企业经营。截至2020年12月末，英国财政救助规模相当于GDP的比重高达22.1%。德国方面，为缓解企业和家庭受疫情的冲击，德国政府打破长久以来的“债务刹车”传统，政府通过2020年补充财政预算1560亿欧元，并向经济稳定基金注入6000亿欧元用于股权注入、贷款及担保；11月政府通过近1800亿欧元的2021年的债务计划，创下自二战后第二大净新增借款数额。

日本方面，4月日本政府宣布了总规模达到108万亿日元（约合1.0万亿美元）的救助案，占日本2019年名义

GDP比例约19%；5月日本内阁批准了117万亿日元（约合1.1万亿美元）的新刺激计划，其中将包括相当大规模的直接支出，以阻止新冠疫情加深日本的经济衰退；12月日本政府内阁会议出台第三次大规模经济刺激计划，计划增加财政支出40万亿日元（约合0.4万亿美元），以恢复经济增长和救助受疫情影响的企业和家庭。截至2020年12月，日本政府的抗疫支出总规模相当于GDP的比重高达约40%。

新冠疫情对发达经济体债务经济的影响

1. 虽然发达经济体爆发主权债务危机的可能性较低，但对其债务经济的可持续性造成较大冲击

债务经济模式的长期稳定发展需要源源不断的资金来维持财政缺口、经常账户缺口以及储蓄—投资缺口，为此则需要发达经济体保持经济增长态势，来构建债务和财政赤字互相支持的可持续发展模式。一般而言，债务规模上涨需要与经济规模增长相匹配，即二者增长水平应保持相对稳定。但实际上，2008年前以“PIIGS”⁶为代表的欧洲发达经济体出现债务增速与经济增速严重背离的情况，尤其是2008—2012年期间，PIIGS的平均债务增速达到15.1%，而平均经济增速仅为-2.2%，债务经济难以为继并进一步演变成欧债危机。与此同时，虽然以欧美日⁷为代表发达经济体的平均经济增速也落后于平均债务增速，但平均经济增速保持正增长且这些国家的本币具有国际储备价值，有效保证政府债务率维持在可容忍的水平以内，只要经济增长足够支持债务的利息支出，并形成借短还长的债务运行机制，持续的债务经济便不会造成债务规模失控，亦不会出现主权债务危机。

从本次新冠疫情的影响来看，一方面，PIIGS国家在

欧债危机后采取紧缩的财政政策，2015—2019年平均政府债务增速约为1.5%，而平均经济增速则上升至3.5%，经济增长有效消化了债务的增长；此外，截至2020年12月末，PIIGS的平均主权CDS息差较上年同期小幅下降2.1个百分点，主权债务违约风险进一步降低。另一方面，欧美日等发达经济体在2015—2019年的平均债务增速有效控制在2.3%，平均经济增速为1.7%，债务和经济保持同向增长且债务增速处于合理可控范围；再加上美元、英镑以及日元的国际货币地位，以及以本国债务持有人为主（英、美平均为74.5%）和长期债务为主（英、美平均为88.5%）的健康债务结构，发生主权债务违约的风险依旧较低。

但值得注意的是，新冠疫情打破了各国经济稳定增长的节奏，根据IMF预测，预计2020年美国、英国、法国、德国以及日本的实际GDP增速将分别下降至-4.3%、-9.8%、-9.8%、-6.0%以及-5.3%，经济增速的显著衰退对债务经济的可持续运作造成直接冲击。欧美日等发达经济体的疫情财政救助规模占GDP的比重均高达10%以上，预计2020年的平均政府财政赤字率将上升至13.7%，较上年大幅增长约11个百分点；平均政府债务水平将上涨至107.8%，较上年大幅增长20个百分点。激增的财政赤字叠加经济实力下滑，可能会加大各国政府的短期债务偿付压力，进而债务经济模式难以为继，需要各国政府在疫情逐步控制后采取严格的政府债务控制计划，以逐步化解各国的债务压力。

2. 债务经济依靠货币优势带来的政策空间逐步压缩，巨额利息支出弱化了财政政策的边际效应

20世纪80年代以来，发达经济体依靠扩张的财政政策和宽松的货币政策来压低借贷成本，对投资以及消费都产生正向激励作用。但随着新兴经济体愈发体现

⁶ PIIGS 包括葡萄牙（Portugal）、意大利（Italy）、爱尔兰（Ireland）、希腊（Greece）以及西班牙（Spain）。

⁷ 以欧美日为代表的发达经济体选取美国、英国、德国、法国以及日本为分析样本，以下同。

出其追赶效应，发达经济体的债务经济在货币政策和财政政策两个方面的政策空间上均受到一定威胁。

一方面，发达经济体债务经济得以为继的根源在于其拥有国际储备货币，采取低通胀和低融资成本的宽松货币政策依然是发达经济体的最优选择。但新冠疫情暴发以后，美联储多次下调联邦基准利率至0%~0.25%，并向市场投放2.3万亿美元的信贷救助方案，使货币市场流动性过剩。货币超发引起美元贬值，美元自5月份以来一直处于持续下跌状态，截至12月17日收盘，美元指数大幅下跌至89.7700，较3月高点大幅贬值12.6%。值得注意的是，美国往往通过美元贬值来向全球征收“铸币税”，目前世界多国银行出于对美元的不信任而纷纷增加黄金储备，“去美元化”趋势明显。此外，随着以中国为代表的新兴经济体率先经济复苏，这将进一步加速以美元为融资货币的套利交易，并产生雪球效应，因此美元币值缩水必然会影响到其国际货币地位，债务经济依靠货币优势带来的政策空间在逐步压缩。

另一方面，发达经济体的巨额政府债务将承担庞大的利息支出，利息成本将吞噬掉很大一部分联邦预算，而且债务负担越大，其对利率变化也将变得更敏感，导致财政政策的边际效益大幅降低。具体来看，新冠疫情暴发后，美国政府为提振经济而采取大规模的财政扩张措施，预计2020年美国债务规模将达到26.5万亿美元，今后10年联邦政府预算中将需要为其债务支付总额高达10万亿美元的利息，其中联邦政府利息支出占GDP的比重将提升至24%，巨额的财政利息支出占据了政府的预算分配。此外，财政赤字走扩和政府债务攀升可能通过更高的利息、通胀或者税收来偿还，当前低利率环境为政府还债和借贷创造了良好环境，但却对未来经济形势和债务可持续性埋下隐患，加剧了市场对美国政府财政压力和债务的持续性问题的担忧。

3. 债务经济对私人投资形成挤出效应，可能会拖累经济的复苏步伐

一方面，财政扩张和债务增加会对央行的货币政策

形成制约，影响流动性投放和利率调整。新冠疫情后，欧美等国政府债务压力和赤字水平不断增长会造成国民净储蓄的下降，主要是因为政府借款的增加导致大规模用于投资的储蓄转为购买政府债券，长期看储蓄率的下降可能会倒逼银行利率上行，进而对私人投资产生挤出效应。此外，私人部门和政府部门不得不支付更高的利息成本来获取借款，借贷成本的上升又会进一步导致投资的下降，可能会阻碍生产效率的提高以及拖累经济复苏步伐。另一方面，美国作为世界主要结算货币和储备货币的发行国，其债务大多以美元计价，政府可以通过增发美元以化解短期财政收支矛盾，这不可避免的带来货币供应量的增加。美联储在疫情后大规模释放流动性，意味着商业银行的信贷能力大幅增强，如果经济走向复苏，极有可能引发商业银行信贷的快速攀升，而货币市场上的流动性可能加速转化为信贷和其他资产，进一步扩大货币乘数，可能会放大家庭以及企业的债务杠杆，虚拟经济的快速膨胀势必会对实体经济形成挤压，阻碍经济的复苏动力。

四、新冠疫情对新兴经济体债务经济的影响

新兴经济体债务经济的形成

1. 拉美地区以及低收入国家在欧美低利率环境下通过举借外债来发展本国经济

新兴经济体的债务积累源于20世纪70年代，欧美国家陷入经济“滞胀”，美联储采取宽松的货币政策并将联邦基准利率下调至零利率附近。此时正值布雷顿森林解体，全球金融一体化进程不断推进，因此国际资本因追逐高额利润而从欧美地区流向其他新兴经济体。

1973—1974年全球石油价格大幅上涨使得全球国际收支大幅失衡，石油出口国经常账户盈余扩大，并将巨额的石油输出收入存入欧美商业银行，助推欧美商业银行加大对经常账户赤字的拉美地区的放贷规模。拉美国家正处于经济起步阶段，但由于国内银行储蓄水平较低，

掣肘政府和企业的投资规模并限制其资本积累，因此拉美国家多采取对外举债的方式来发展本国经济。此外，欧美国家商业银行贷款利率较低且实际利率甚至为负，促使墨西哥、阿根廷以及巴西等拉美国家借入大量以美元计价的政府债务。

2. 亚洲新兴经济体凭借自资源禀赋和人口红利，通过吸引FDI弥补投资缺口

在新兴市场及发展中国家，债务经济满足了新兴市场及发展中国家大量的投资需求，信贷复苏和活跃为新兴市场和发展中国家抵御金融危机和外部风险提供了重要支撑。同时，全球债务经济的发展为新兴市场及发展中国家吸引外资以及引入国际资本，对提高金融管理水平起到了积极作用。亚洲新兴经济体凭借自资源禀赋和人口红利，实施“进口替代”工业发展战略并借助美日欧产业转移的机会，引进外部资源和资金以弥补储蓄—投资缺口，2019年，亚洲新兴经济体成为全球最大的FDI流入地区，占全球的份额高达30.8%。国际投资资金的流入弥补了亚洲新兴经济体的投资缺口，有助于当地政府扩大基建以及投资经济建设，相应政府债务规模也相应走高。

3. 高负债穷国自身经济基础和税收基础均较为薄弱，需要外部国际组织的资金援助

高负债穷国的债务积累具有一定必然性。一是高负债穷国经济发展较为落后，以老挝为例，老挝作为东盟成员国之一，2019年经济总量仅为190.6亿美元，是世界最不发达国家之一，本国融资渠道较为有限，因此需要外部国际组织的资金援助。二是高负债穷国的政府税收基础较为薄弱，存在较大的财政收入缺口，以巴基斯坦为例，巴基斯坦政府税基较为薄弱且存在逃税漏税问题；与此同时，政府还需要加大对医疗卫生、农业和社会服务业务的基础设施建设，导致政府财政收支严重失衡并加剧政府债务压力抬升。三是高负债穷国的外汇储备匮乏，以巴基斯坦为例，由于巴基斯坦出口产品高度集中于纺织品、皮革及大米，而进口产品则集中

在原油、机械、化工等方面，对国际能源依赖性较高，常年处于贸易和经常账户的赤字状态；国际收支失衡造成其外汇储备积累严重不足，截至2019年末，巴基斯坦的外汇储备规模仅为165.9亿美元，相当于GDP的比重仅为6.0%，外汇储备的短缺不利于巴基斯坦维护本币稳定以及对外债进行偿付，导致其外部风险敞口增大。整体看，高负债穷国更依赖于借债来发展本国经济，且对外部国际组织的资金援助需求较为迫切。

新冠疫情对新兴经济体债务经济的影响

1. 新兴经济体更具有脆弱性，受经济增速下滑或外汇储备缩水等因素影响，存在一定主权债务违约的风险

新冠疫情是全球的一场压力测试，其中新兴经济体的主权债务违约风险进一步抬升。一是因为部分发展中国家受疫情冲击较为严重，经济可能陷入严重衰退，经济增长对债务的支撑能力大幅下滑。以印度为例，一方面，截至12月末印度新冠肺炎累计确诊人数超过1022万例，严重的疫情对印度的经济造成严重冲击，预计2020年印度经济增速将下降至-10%左右；另一方面，为抵御新冠疫情对经济的冲击，莫迪政府先后两次共下拨约22万亿卢比（约3000亿美元）的财政救助资金，包括为企业提供资金支持、向居民直接派发现金以及加大医疗卫生支出等方式缓解疫情对企业以及家庭的冲击，预计2020年政府债务水平将上升至75%，同比大幅增长约6个百分点。此外，在新冠疫情的冲击下，印度银行在产生大量不良贷款的同时盈利能力也大幅恶化，印度银行体系的脆弱性将愈加明显。一旦银行系统爆发风险，不仅会导致政府或有负债压力的加重，也会增加主权债务的违约风险。

二是部分新兴经济体存在经济结构单一或对外依存度较高等问题，抵御风险冲击的能力较弱。以孟加拉国为例，孟加拉国处于国际供应链的底端，主要出口低附加值商品而进口能源及工业制成品，因此常年处于贸易和经常账户双赤字状态。国际收支长期失衡导致孟加

拉国家的外汇储备积累不足,截至2019年末,孟加拉的外汇储备规模仅为327.0亿美元,相当于GDP的比重仅为10.8%,外汇储备匮乏不利于调节币值稳定以及偿付对外债务。2020年以来,新冠疫情暴发使得全球供应链遭到萎缩,前三季度孟加拉的服装品出口大幅下滑近20%,预计2020年孟加拉的经常账户赤字水平将大幅上升至8.5%的历史新高,而外汇储备也将进一步萎缩,严重拖累其对外债的偿付实力。

三是部分新兴经济体的短期外债到期压力较大,存在较大的兑付险。截至2020年7月初,新兴经济体的外债规模超过8.4万亿美元,约占其GDP总量的30%;外债规模较10年前增加逾4万亿美元,其中85%是美元债务;偿债高峰主要集中于2021—2023年,其中至少有5170亿美元将于2021年到期。值得注意的是,目前已经有包括阿根廷、黎巴嫩、委内瑞拉、厄瓜多尔在内的多个国家陷入债务困境,厄瓜多尔获得了债券持有者的暂时宽限,而赞比亚、苏里南和斯里兰卡等国家的美元债收益率与美国国债收益率之差已超过1000个基点,表明利差已经超过安全阈值且意味着债券陷入偿付困境。

2. 新兴经济体面临资金大幅流出和货币大幅贬值的 双重压力,潜存货币危机风险

相对于发达国家,新兴经济体的货币和金融市场对外部冲击更敏感,信用水平参差不齐导致各个国家在全球融资市场中融资成本不同,部分国家更容易受到国际资本攻击,偿债能力受限于外汇储备规模,债务管理能力亟待提高。例如上世纪拉美债务危机,以及2018年土耳其、印尼等国外汇市场危机等,都是新兴经济体外部脆弱性的体现。

在新冠疫情冲击和全球经济衰退的背景下,新兴经济体面临资金大幅流出和货币大幅贬值的双重压力,存在爆发货币危机的风险。根据WTO的预测数据,2020年全球商品贸易量将下滑13%~32%,由于新兴经济体多处于国际供应链的低端并且对商品贸易的依存度更高,预计其贸易萎缩程度更为严重,进一步削弱其



创汇能力和偿债能力。由于全球疫情拐点尚未明朗以及疫苗大规模投入市场速度较为缓慢,新兴经济体的经济复苏依旧存在较大不确定性,这些不确定性可能加剧国际投资资金流出和货币贬值。而新兴经济体对外资的流动非常敏感,主要是因为这些国家为资本积累而高度依赖美元投资,在本国实体经济的发展进程中过早地进行金融自由化,将自身经济的快速增长建立在流动性较强的国际金融资本之上。

随着美元指数上涨促使避险资金回流,导致多种非美货币出现大幅下跌,2020年以来阿根廷比索、巴西雷亚尔、土耳其里拉以及俄罗斯卢比分别累计贬值28.2%、22.6%、22.2%以及17.5%,如果当局动用外汇储备干预外汇市场,可能会降低外汇储备规模,导致对外债的偿付实力下降以及增大其外部风险敞口。以土耳其为例,受新冠疫情影响,土耳其里拉持续贬值,外汇储备几乎见底。截至二季度末,土耳其外汇储备相当于GDP的比重已经下滑至6.2%,外汇基础十分薄弱。而匮乏的外汇储备难以在外汇市场对本币进行保护,进一步

恶性循环导致本币波动上升，本币贬值引发输入性的通货膨胀，预计2020年CPI增幅将大幅上涨至12%，货币危机风险进一步抬升。

3. 新冠疫情直接冲击高负债穷国的经济基础、税收收入以及外汇储备，亟待国际组织的资金援助以度过难关

高负债穷国受新冠疫情冲击是破坏性的，第一波疫情会冲击这些国家的医疗卫生系统并对经济造成严重破坏，第二波随着经济萎缩、出口贸易以及旅游收入的大幅削减，随之而来的是贫困、饥饿以及社会冲突，因此高负债穷国亟待国际组织的资金援助以度过难关。巴基斯坦方面，由于巴基斯坦经济基础较为薄弱，主要依赖国际多边金融机构进行资金援助。2020年，二十国集团（G20）决定为有需要的国家提供卫生和医疗领域的支持，并同意世界最贫穷国家从2020年5月1日起至年

末暂停债务偿还，巴基斯坦为其中之一。在G20减免协议的支持下，巴基斯坦将对2020年12月到期的18亿美元G20国家债务进行重组，有助于缓解巴基斯坦的债务压力。尼泊尔方面，尼泊尔政府债务中有一半左右为外债，且大部分为从国际多边机构获取的优惠性融资，使得政府融资成本长期保持在较低水平。2020年新冠疫情爆发以来，IMF、世界银行、亚洲开发银行等机构纷纷为尼泊尔提供抗疫支持，且尼泊尔也加入了G20国家债务偿还暂停计划，2020—2021年期间约有3000万美元的外债得以推迟偿还，在一定程度上有助于缓解政府的债务偿还压力。整体看，新冠疫情直接冲击高负债穷国的经济基础、税收收入以及外汇储备，高负债穷国发生主权债务违约的风险直线上升，从长远看对高负债穷国的援助有助于全球经济的整体复苏。///

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告 第二篇：新冠疫情对全球债务经济冲击的链式反应研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 李为峰 王倩

从历史情况来看，金融危机、经济危机和债务危机之间往往具有一定的链条传导关系。金融危机的爆发会导致市场流动性大幅收紧，大量企业因融资困难而破产，从而引发经济危机；经济危机的出现又使得企业偿债能力持续恶化，金融机构不良贷款率上升，政府债务水平大幅上升，从而引发大规模债务危机。

在疫情冲击之下，上述三种危机之间的关系变得更加错综复杂。首先，疫情加速了这三者之间的相互传递，引发了全球市场避险情绪的大幅上升，加速了局部或初期的金融危机向实体经济传导，同时使得政府及

企业偿债能力大幅恶化，使得其面临的债务风险大幅上升；其次，疫情提升了这三者的交叉风险，部分脆弱的新兴市场国家可能会出现三种危机并存的局面；最后，疫情缩短了这三者的爆发周期，尤其是经济危机，疫情引发的停工停产、消费下滑、外贸停滞等问题使得全球经济已在2020年陷入衰退，经济危机已不可避免，但如果采取得当措施，大规模债务危机有可能会推迟或大幅缓解。

各国为应对疫情采取的宽松刺激措施在一定程度上缓解了金融危机和经济危机的破坏程度，同时延缓了

大规模债务危机爆发的时点。但在全球债务水平大幅上升、信用水平明显恶化及新冠疫情尚未得到有效控制的情况下未来仍有爆发大规模债务危机的可能。

一、新冠疫情使得金融危机、经济危机和债务危机之间链条传导关系更加错综复杂

金融危机一般是指金融领域所有或大部分金融指标的急剧恶化，其主要表现包括股市和债市暴跌、资本外逃、正常银行信用关系遭到破坏并伴随银行挤兑、流动性急剧收紧和金融机构大量破产倒闭等现象的出现。经济危机是指一个或多个国家经济在一段比较长的时间内持续出现萎缩，主要表现为商品大量过剩、生产大幅度下降、企业开工不足甚至倒闭、失业率大幅上升等。债务危机是指一国由于政府财政状况恶化、大量负债超过了自身清偿能力，从而无力还债或必须延期还债的现象。

从历史情况来看，金融危机、经济危机和债务危机之间往往具有一定的链条传导关系。金融危机的爆发会导致市场流动性大幅收紧，大量企业因融资困难而破产，从而引发经济危机；经济危机的出现又使得企业偿债能力持续恶化，金融机构不良贷款率上升，政府债务水平大幅上升，从而引发大规模债务危机。

“2008年全球金融危机爆发—2009年全球经济陷入衰退—2010年欧债危机爆发”即是这种关系的具体体现。进入21世纪以来，美联储为刺激经济增长连续十多次降息，联邦基金利率在2003年降至1%的较低水平。在此背景下，美国房地产市场持续扩张，房屋价格在2000—2007年间上涨了65%左右。与此同时，银行等金融机构大幅降低住房抵押贷款申请标准，次级住房抵押贷款在短期内迅速扩张，而金融机构又通过资产证券化的方式将这些次级贷款包装成MBS、CDO、CDS等多种金融衍生产品，隐藏了其中潜在的风险。随着美联储重启加息及房地产价格的下跌，房地产泡沫在

2007年开始破灭，次级贷款及其衍生品的价值大幅缩水，金融机构拥有的资产价值迅速减少，为了应对庞大的短期债务，金融机构只能出售更多缩水的金融资产，恐慌性抛售最终使危机迅速蔓延。2007年4月，美国第二大次贷机构新世纪金融公司申请破产保护，宣告了次贷危机的开始，随后危机迅速蔓延至对冲基金、银行、保险等其他金融机构；2008年9月，雷曼兄弟破产和美林公司被收购标志着金融危机的全面爆发。在此背景下，金融机构放贷变得更加谨慎，贷款利率居高不下，实体经济因融资困难而陷入衰退，失业率大幅上升。自2008年四季度开始，美国经济连续四个季度负增长，由于美国的次级贷款被包装成金融衍生产品向全球投资者出售，再加上美国在全球金融及经济体系中的核心地位，美国的次贷危机及金融危机很快传导至全球各国，并成为欧债危机爆发的导火线，在南欧落后国家产业结构失衡、福利制度存在刚性问题等深层次原因叠加作用下，终于导致了2010年欧债危机的全面爆发。

自2020年3月以来，新冠疫情在全球迅速蔓延，共出现了三波疫情高峰，且一波比一波更为严重。当前的第三波疫情高峰自10月份北半球入冬以来开始，全球每日新增确诊病例已连续三个多月维持在40万人以上，更让人不安的是12月以来英国发现了传染性更强的变异新冠病毒，随后南非、尼日利亚、日本、巴西、美国等国又出现至少6种变异新冠病毒，并蔓延至全球多个国家和地区。

从疫情较为严重的几个国家来看，美国当前每日新增确诊病例在20万左右，显著高于其它国家，且迟迟未能出现明显拐点；作为最早出现变异新冠病毒的国家，英国当前每日新增确诊病例呈持续上升之势，且已经连续多天达到5万以上；新兴市场国家中印度每日新增确诊病例当前呈平稳下降之势，而巴西当前的情况则不容乐观，且已出现了变异新冠病毒感染病例。

在疫情冲击之下，上述三种危机之间的关系变得更加错综复杂。首先，疫情加速了这三者之间的相互传

递,引发了全球市场避险情绪的大幅上升,加速了局部或初期的金融危机向实体经济传导,同时使得政府及企业偿债能力大幅恶化,使得其面临的债务风险大幅上升;其次,疫情提升了这三者的交叉风险,部分脆弱的新兴市场国家可能会出现三种危机并存的局面;最后,疫情缩短了这三者的爆发周期,尤其是经济危机,疫情引发的停工停产、消费下滑、外贸停滞等问题使得全球经济已在2020年陷入衰退,经济危机已不可避免,但如果采取得当措施,大规模债务危机有可能会推迟或大幅缓解。疫情之下三种危机的链式传导关系如图1所示。

二、新冠疫情加剧了不同危机之间的相互传递,对实体经济造成的损害更大,使得政府及企业面临的债务风险大幅上升

新冠疫情之下,金融危机—经济危机—债务危机之间的相互传导加剧,从而加速了局部或初期的金融危机向实体经济传导,同时使得政府及企业偿债能力大幅恶化,使得其面临的债务风险大幅上升。

3月开始,疫情在全球迅速蔓延,叠加国际油价暴跌影响,全球旋即开启“金融危机”模式,股债同跌,市场流动性骤然收紧。3月, MSCI全球指数回报率深跌至-16%,美国、加拿大、巴西、泰国、韩国等多国股指

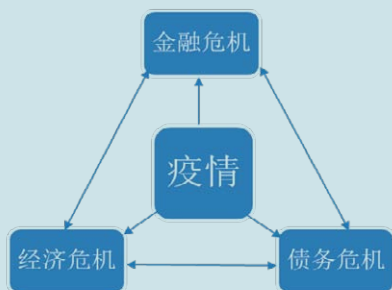
触发熔断,10余个国家股市步入“技术性熊市”(即从近期高点下跌超过20%),其中美股更是在3月9日、3月12日、3月16日和3月18日历史罕见地10天内触发4次熔断,从历史上来看,2020年之前美国股市仅在1997年10月27日发生过一次熔断。从债券市场看,由于全球流动性大幅收紧,债券市场亦同步出现大幅抛售,全球债券市场回报率自2019年末以来首次转入-3%的负收益区间,其中新兴市场债券受市场风险偏好大幅降低影响,全月回报率跌至-11%。

与此同时,金融危机之下货币资本的波动和不确定性令资本投资无法回收的可能性大幅增加,叠加疫情多轮封锁和限制措施带来的停工停产、消费下滑等生产和需求端的冲击效应,各国的投资、消费及对外贸易均受到了明显冲击,导致2020年发达经济体和发展中经济体陷入罕见的同步衰退的经济危机。IMF 2021年1月对2020年全球经济增速的估算为收缩3.5%,虽然较2020年10月的预测数据略有上升,但除中国估计能实现2.3%的增长外,主要的发达及发展中经济体均陷入了不同程度的经济收缩,全球陷入经济危机已然成为事实。

经济危机之下,各国政府为了应对疫情和挽救就业民生大幅增加的公共卫生及救助支出令财政赤字飙升,财政状况年内出现恶化,而各国通过信贷和发行债券的方式增加市场的流动性,相应地各国债务规模也随之扩大。根据彭博口径,2020年以来全球政府主权债券发行总额已飙升至约25万亿美元,是2019年(11万亿)的逾两倍,创下历史高位。在此情况下,全球债务安全的脆弱性进一步加剧。尤其是在疫情比较严重的国家和地区,如美国、欧洲和部分新兴市场,主权债务和企业债务的风险更为凸显。

从美国的情况看,2020年以来,由于疫情的暴发及各项居家隔离措施导致生产消费受损,美国的财政收入仅为3.4万亿美元,而由于大规模的疫情纾困措施的实施,财政支出却高达6.8万亿美元,财政赤字飙升。疫情期间,增加财政收入以及压缩财政支出都不太可能,因

图1 疫情之下三种危机的链条传导关系



数据来源: 联合资信整理

而唯一的办法就是增加国债的发行,弥补财政赤字。截至2020年末,美国国债规模已经达到27.7万亿美元的规模,相当于美国GDP约133%。与此同时,美国政府的债务负担也一路上行,2019年超过了100%。而在长期低利率环境下,美国除政府债务迅速上升外,非金融企业杠杆率也创2008年以来新高。2019年非金融企业部门杠杆率达到74.9%,已经超过2008年经济危机水平。若疫情持续冲击需求和供应链,给实体企业经营带来直接影响,企业现金流可能面临枯竭,并引发企业债务危机。

欧洲地区的疫情始于3月的意大利,目前已接连暴发数轮疫情高峰,加上欧元区各国史无前例的刺激政策使得主权债务飙升,令市场对欧洲是否会再度爆发欧债危机疑虑再起。欧洲部分国家主权债遭大规模抛售,以5年期主权信贷违约掉期(CDS)水平来衡量,欧洲脆弱五国中的西班牙、意大利和葡萄牙主权CDS疫情期间均显现出明显上升,而这些国家正是欧洲受新冠疫情冲击最为严重的国家。尽管和欧洲危机时期相比这些国家当前的CDS水平仍处于相对低位,但随着疫情对经济打击的进一步显现以及疫苗接种效果仍待时间等原因,未来不排除有进一步上升的可能。由于这些国家的主权债券有很大一部分为欧洲其它地区和国家的银行所持有,因此这些国家的主权债券价格的大幅下滑使得银行业资产面临一定减值风险,银行业资产质量将受到考验。

随着疫情的不扩散,新兴经济体和发展中国家债务风险更为凸显,黎巴嫩、阿根廷、厄瓜多尔、赞比亚等国相继出现不同程度的主权债务违约事件,其他新兴市场国家主权CDS也都出现了不同程度的上升,尤其是非洲地区,疫情高峰时期多国主权CDS升至1000个BP以上,2020年年末CDS水平虽有一定回落,但仍维持在500个BP左右的高位,发生主权违约事件的概率仍然居高不下。在此背景下,新兴市场国家企业部门在全球金融市场融资的成本及难度将大幅上升,一旦疫情进一步加重,新兴市场国家企业债违约风险也有所上升。2020年全年,新兴市场企业债违约规模达到405亿

美元,较2019年的违约规模扩张了近两倍,已显著高于2008年全球金融危机前后的水平,且随着疫情的持续蔓延及主权信用状况的整体恶化仍有上升的可能。

三、新冠疫情加剧了不同危机的交叉风险,部分国家可能会出现三种危机并存的局面

新冠疫情之下,不同危机的交叉风险被进一步放大,部分国家可能会出现经济危机、金融危机及债务危机三种危机并存的局面,尤其是部分较为脆弱的发展中经济体。

发展中国家的金融市场普遍欠发达,资本市场状况脆弱,且容易受到发达经济体政策外溢的影响,经济金融波动往往与美元汇率周期、市场流动性状况等因素密切相关。例如,在疫情暴发初期,疫情扩散的不确定性和机构被动平仓造成的抛售压力令市场流动性骤然紧张,作为风险资产的新兴市场资产也遭到抛售,跨境资本加速撤离。2020年3月,仅单月内新兴市场股票和债券项下资本组合净流出就达到了834亿美元。

其次,由于医疗卫生系统普遍不完善,贫困及人口密度较高以及财政纾困空间受限等方面的原因,发展中国家防控疫情的难度更大,在不得不采取社交隔离、停工停产等政策之下,新兴市场经济的脆弱性更加凸显。

疫情之下,部分新兴市场国家由经济危机传导为债务危机的风险也逐步增大。一些新兴和发展中经济体在新冠疫情暴发时就处于脆弱状态,存在着长期依赖国际市场融资,依靠国际市场获得大宗商品等出口收入是维持债务可持续性的重要方式。近十年来,对国际流动性尤其是美元融资的依赖程度显著加大,主要新兴经济体国家外币计价的债务占比在高位仍不断上行。在新冠疫情冲击下,新兴市场经济体被迫面临增加防疫开支和偿还高额债务的双重压力,自身内外部脆弱性更易被放大,尤其是在货币贬值、大宗商品及国际贸易波动背景下财政和经常账户双赤字局面出现恶化,导致新

兴市场国家主权债务违约风险进一步加大，2020年以来，黎巴嫩、阿根廷、厄瓜多尔和伯利兹等新兴市场国家相继出现了主权违约事件，新冠疫情对新兴市场国家偿债能力造成的影响开始逐步显现。由此可见，新兴市场国家疫情之下金融危机—经济危机—债务危机发生共振的可能性更大。

阿根廷即是疫情之下三类危机共振的典型案例。由于自3月初发现首例病例以来阿根廷新冠疫情迅速蔓延，叠加国际投资者的避险情绪加剧，国内金融市场大幅波动，2020年3—4月，MSCI 阿根廷大盘指数两个月见累计下跌逾45%，全年汇率贬值逾40%。同时，由于政府采取了全国强制隔离、禁止商业活动等措施，令本已连续两年陷入萎缩的经济雪上加霜，据估计，2020年阿根廷经济将大幅收缩近12%，通货膨胀水平高达36%。疫情之下阿根廷的公共支出再次大幅增加，政府财政的脆弱性凸显，并于2020年4月由于无力偿还外债，向债权人提出了债务重组计划，出现了违约行为。尽管阿根廷在达成债务重组协议后已经获得了重新进入国际市场融资的机会，但在政府财政状况持续恶化的背景下，短期内阿根廷仍然面临一定的违约风险。根据彭博数据，2021年、2022年和2023年阿根廷的主权债务到期总额分别达到了501亿、205亿和116亿美元，尤其是2021年到期偿还压力依然较大。

四、新冠疫情缩短了危机爆发的周期，恐慌情绪蔓延之下金融市场出现大幅波动，叠加疫情对实体经济造成的巨大冲击使得全球迅速陷入经济衰退

一般而言，金融危机主要是由金融市场过度自由化、金融衍生工具迅速发展、金融运行与实体经济脱节等因素引发的，通常表现为金融资产泡沫的持续积累及最终破灭，这一过程一般会持续较长时间。以2008年全球金融危机为例，2000年互联网泡沫破灭后美联储连续多次降息以提振经济，并将利率长时间保持在较低水平，

催生了房地产泡沫及经济虚假繁荣，再加上次级抵押贷款等金融衍生工具的快速发展及相关监管的缺失，最终在2007年引发了次贷危机，随后大量金融机构出现倒闭，金融市场出现大幅波动，并迅速蔓延至全球。

与以往的金融危机不同，2020年3月爆发的金融危机主要是由新冠疫情引发的，其爆发的周期极为短暂。以美国为例，尽管在3月初美国本土的疫情并不严重，但美联储还是连续开展了两次非常规降息行动以托底经济。然而，在欧洲疫情愈演愈烈引发的恐慌情绪之下，美股呈现出“越刺激，越恐慌”的态势，自3月9日起历史罕见地10天内触发4次熔断，金融危机爆发的周期被大幅缩短。除了股市以外，金融市场在恐慌情绪刺激之下陷入了无差别抛售的局面，债券、黄金等传统避险资产全部失灵，均出现了大幅下跌。另一方面，与以往金融危机从一国逐步蔓延至地区其他国家或全球不同，新冠疫情的全球爆发使得金融风险的在各地区之间的传导速度也大幅提升，而在全球金融市场联动日益紧密的情况下金融危机在全球多国几乎同时爆发，多国股市出现“熔断”，仅有中国等少数率先控制住疫情的国家得以幸免。

从历史来看，大部分金融危机最终都导致了经济危机，这主要是因为资本与生产之间的联系随着生产水平的不断提高而变得越来越紧密。资本在生产过程中经历了“货币资本—生产资本—商品资本—货币资本”的转化过程，而任何一个阶段出现的不确定性和矛盾都可能导致生产过程因投入不足而无法继续，从而导致产出大幅下降并引发经济危机。但从金融危机传导至经济危机一般都需要一个较长的过程，一方面是因为金融危机向实体经济及生产过程的传导需要时间（尽管这一传导过程正在持续缩短），另一方面是因为如果政府在金融危机之初便采取强有力的应对政策措施（例如大规模的宽松刺激政策）来阻断金融风险与生产过程的联系，那么就有可能延缓甚至避免经济危机的发生。以2009年全球经济危机为例，2008年全球金融危机爆发后主要经济体的经济增速均呈缓慢下降趋势，

但并未马上陷入衰退，但随着金融危机的持续发酵，欧美国均均在2008年底陷入经济衰退，并在2009年上半年达到经济衰退的最低点。

2020年，除中国外的全球主要经济体均陷入了连续两个季度或以上的经济衰退，且衰退幅度明显超过2009年全球经济危机时期，但引发经济危机的首要因素并非是金融危机，而是新冠疫情，且在新冠疫情的冲击下经济危机爆发的进程被大幅缩短。各国政府为控制疫情采取了停工停产、封路封城、关闭餐饮及娱乐购物场所等措施，对生产和消费均造成了严重冲击，其对经济增长造成的影响几乎是“立竿见影”，比金融危机的传导作用来得更加迅猛。

五、各国为应对疫情采取的宽松刺激措施在一定程度上缓解了金融危机和经济危机的破坏程度，同时延缓了大规模债务危机爆发的时点，但在全球债务水平大幅上升、信用水平明显恶化及新冠疫情尚未得到有效控制的情况下未来仍有爆发大规模债务危机的可能

自新冠疫情爆发以来，全球各国政府及央行均采取了积极的货币及财政政策来刺激经济，宽松力度前所未有。从货币政策来看，2020年3月美联储连续两次紧急降息将基准利率水平降至零附近，同时推出“不限量”量化宽松政策；在美联储的带动下，全球央行再度掀起“降息潮”，其中英国央行经过两次降息后利率水平也已经接近于零，而欧洲央行和日本央行由于已经处于零利率或负利率状态并未开展降息行动，但也采取了扩大购债规模等方式来加大宽松力度，中国央行则通过定向降准、调低LPR利率等方式为市场注入流动性。从财政政策来看，全球各国政府为应对疫情并提振经济而推出的财政刺激计划已高达11.7万亿美元（截至2020年11月统计），相当于全球GDP的近12%，其中包括了直接刺激措施（财政支出和减税）间接刺激措施（政

府贷款、资金注入和担保等）。具体来看，除中国以外全球主要经济体的财政刺激力度均超过了2008—2009年全球经济危机时期，创下历史新高。

得益于全球政府及央行推出前所未有的超大规模经济刺激计划，全球金融市场在经历了2020年3月时的严重危机后逐步趋稳，全年实现了“股债同涨”的局面，除能源类商品以外大部分资产大类均实现了正回报，表明这些宽松刺激措施在很大程度上缓和了金融危机的破坏程度。从宽松刺激政策对经济的提振作用来看，2020年三季度全球主要经济体经济衰退幅度均较二季度明显收窄，包括美国在内的多个国家预计将在四季度重回经济正增长。从经济先行指标制造业PMI来看，大部分国家的制造业PMI在4月前后大幅下跌之后随即迅速反弹，至2020年年底除日本以外主要经济体制造业PMI指数均回升至荣枯线以上。尽管当前全球范围内的新冠疫情仍未得到有效控制，导致经济危机的根源仍未消除，但这些宽松刺激措施已经在很大程度上缓解了经济危机的破坏程度，提振了全球经济增长前景。

另一方面，宽松刺激政策在很大程度上延缓了大规模债务危机的爆发时点。在2020年3月全球金融市场出现大幅动荡之初，全球多国政府及央行就出台了多项政策避免大规模违约的发生，其中美联储在总计2.3万亿美元的资助计划中将直接购买企业债的规模从初期的2000亿美元增加到7500亿美元，并将购买债券评级由最低BBB级降为BB-级，这也是美联储历史上首次购买“垃圾债”。从2020年全年情况来看，全球公司债违约支数及规模虽然较2019年大幅增长，但距离2008年全球金融危机时期的情况仍有很大距离。另一方面，G20集团推出的最贫穷国家暂停偿还债务计划在很大程度上避免了大规模主权违约的发生，2020年全球仅有黎巴嫩、厄瓜多尔、阿根廷和伯利兹等少数国家发生了主权违约事件。

但是上述措施只能在一定程度上延缓大规模债务危机的发生时点，并不能避免或消除债务危机。一是在全球央行持续加大“放水”力度的背景下，政府、企业

及居民等部门都加大了借贷力度，全球杠杆率大幅攀升，增加了全球债务的偿还压力。截至2020年6月底，全球总杠杆率已高达近260%，较2019年底提高了约20个百分点。从不同类型的经济体来看，发达经济体杠杆率上升幅度明显更大，且主要集中在政府部门，截至2020年6月底政府部门杠杆率已高达115%左右；新兴经济体政府和居民部门杠杆率上升幅度相对较小，但非金融企业部门杠杆率进一步上升至近110%，明显高于发达经济体非金融部门的杠杆率。另据国际金融协会（IIF）数据显示，截至2020年三季度，全球债务规模达到272万亿美元，较去年同期大幅增长8%，创1970年有数据统计以来的新高，表明全球债务压力持续加大。

二是在新冠疫情的冲击下，企业流动性及盈利能力进一步恶化，大量企业信用评级遭到下调，增加了未来爆发债务危机的可能性。以标普评级为参考，2020年，美国共有逾2000余家企业信用评级遭到下调，是2019年评级下调总数的2.7倍以上，其中有近一半左右的评级下调行动发生在新冠疫情严重冲击美国经济的二季度；另一方面，调升/调降比例也降至近年来的最低水平，显示出美国企业债整体信用水平的严重恶化。从

“堕落天使”变化情况来看，2020年美国共有48家企业从投资级调降至高收益级，达到2011年以来的新高。

三是当前全球新冠疫情尚未得到有效控制，未来仍有爆发金融危机或经济危机的可能，而各国进一步实施宽松政策的空间已经有限，可能无法有效应对可能出现的债务危机。新冠疫苗接种进度可能不及预期以及新冠病毒可能存在的变异风险使得2021年全球面临的疫情防控形势仍不容乐观，尽管市场普遍预计全球经济将在2021年迎来复苏，但如果新冠疫情在全球范围内再度出现大幅恶化的情况，恐慌情绪可能会引发金融市场再度出现像2020年3月那样的大幅波动，部分疫情较为严重的国家可能会再度陷入经济衰退甚至爆发经济危机。另一方面，当前全球主要央行利率水平均已降至零甚至负利率水平，各国政府财政赤字及债务压力也普遍大幅上升，未来进一步实施宽松政策的空间已经有限，可能无法应对可能出现的债务危机。此外，对于部分最不发达国家而言，G20集团提出的暂停债务偿还计划只是延缓了债务危机爆发的时点，并未从实质上解决债务问题，如果后续没有更加妥善的解决方案，这些国家出现债务危机的可能性将大幅上升。///



当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第三篇：新冠疫情下的全球信用风险地图研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 李为峰

2020年3月以来，新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎”）在中国以外的其它地区迅速蔓延，引发市场避险情绪大幅上升，股票和高收益债价格大幅下跌，市场流动性大幅收紧，中小企业融资变得更加困难。为应对新冠疫情，全球主要央行再度掀起“降息潮”，银行业因放贷盈利空间缩小而收紧信贷，加剧企业再融资风险，各国政府为应对疫情加大财政支出力度，财政缺口进一步扩大，政府债务压力持续上升。

展望2021年，在新冠疫情在全球范围内尚未得到有效控制的背景下，哪些国家将面临较大的信用风险？美国高收益企业债违约的可能性有多大？欧债危机是否会重演？日本国债能否持续“大而不倒”？新兴市场国家在多重风险叠加下是否会出现大规模违约？本文将针对这些问题展开详细探讨。

一、美国：高收益企业债违约风险仍存

企业债大量发行推动美国非金融企业杠杆率持续上升，债务增长和利润增长之间出现背离，债务质量有所下滑，BBB级债券占据主流

2008年全球金融危机以来，美国居民部门杠杆率呈持续下降之势，从2008年接近100%的较高水平降至2019年的75%左右；另一方面，政府部门和非金融企业部门杠杆率则呈总体上升之势，其中政府部门杠杆率在2013年之后逐步稳定在95%~100%之间，而非金融企业部门杠杆率则在2012年降至相对低点后持续反弹，至2019年已超过居民部门杠杆率，且略高于金融危机时期

的水平。在新冠疫情冲击下，美国开启了财政和货币双扩张政策，政府杠杆率迅速上升至近120%的水平，非金融企业杠杆率也上升至85%左右的历史高位。

美国非金融企业杠杆率近年来持续上升主要受企业债发行量持续增长所驱动，这主要受三方面因素影响：一是2008年金融危机以来美联储实施了多轮宽松货币政策，企业融资成本持续降低，为企业债发行量的增长创造了条件；二是在管理层做大市值获得期权激励的驱动下，美国大量上市公司通过发债加大杠杆进行股票回购和分红来推升股价和估值；三是美国在金融危机之后对银行业的监管持续趋严，尤其是《多德-弗兰克法案》的出台使得美国主要大型银行面临测试考核压力，导致银行对企业贷款审核收紧，从而使企业转向资本市场进行直接融资，推动了企业债发行量的增长。自2012年以来，美国企业债券每年新增发行量均在15000亿美元左右，企业债存量规模则呈持续上升之势，截至2020年9月底已高达近10.5万亿美元。

然而，美国企业通过发行债券筹集的资金并没有用在扩大再生产、产生利润和现金流上，而是大量用于股票回购和分红，企业债务增长和利润增长之间出现了一定程度的背离。自2014年下半年以来，美国企业债存量平均增速达到4.5%左右，而企业利润的平均增速仅为0.4%左右，企业利润增长难以满足偿债需求，实际偿债能力遭到削弱，一旦利率上行或者企业融资出现困难，积累的存量债务就容易产生风险。

从企业债结构来看（按标普评级统计），目前投资级企业债占存量债务的75%左右，企业债整体信用水平相对

较高,但在投资级企业债中有一半左右为BBB级债券,其存量高达3.7万亿美元以上,较年初增长了近5000亿美元,较2008年金融危机时期增长了5倍左右。由于BBB级是投资级中的最低一档,因此在出现经济衰退或其它较大外部冲击时,这些债券可能会遭到大规模的评级下调,成为“堕落天使”(即从投资级下调至投机级)。

新冠疫情冲击下,高收益企业债利差大幅飙升,企业面临较大再融资压力,油气、汽车等受疫情影响较为严重的行业信用风险更加突出

2020年3月以来,新冠疫情在全球范围内迅速蔓延,美国逐步演变成为全球疫情的“震中”。受新冠疫情持续蔓延及OPEC+会议未能达成减产协议引发国际油价暴跌影响,全球金融市场开启暴跌模式,多国股指触发熔断,黄金及债券市场也未能幸免,反映市场恐慌情绪的VIX指数在3月18日最高触及85.47,超过了2008年全球金融危机期间的最高水平。

在市场避险情绪大幅上升的背景下,美国企业债遭到大量抛售,企业债价格大幅下跌,而收益率则大幅上涨,导致反映信用风险的期权调整利差(OAS)迅速走高,其中投机级债券利差走扩更为突出,而在投资级债券中,BBB级债券信用利差扩大幅度更为显著,达到2008年金融危机以来的最高水平。信用利差的迅速走高表明了金融市场上的紧张局势有所加剧,美国企业通过发行新债筹集资金的成本大幅增加,难度也有所加大。尽管在美国开启财政和货币双扩张政策后信用利差迅速回落,目前已接近疫情暴发前水平,但部分高收益级债券信用利差仍然处于相对高位。

从各行业情况来看,所有行业所发企业债信用利差自2020年年初以来均有不同程度的走高,其中油气、汽车、金属及采矿、媒体及娱乐等行业所发企业债利差走扩程度更加明显。具体来看,1月1日至3月27日期间,油气行业所发企业债信用利差扩大了逾800BP,主要受到新冠疫情叠加国家油价暴跌影响;汽车、金属及采矿、

媒体及娱乐这三个行业受疫情影响较为严重,所发企业债信用利差扩大幅度均在300BP以上;保险、电信、医疗等行业受疫情影响较小甚至因疫情获益,信用利差扩大幅度相对较小,均在150BP左右。

从债券到期情况来看,未来一段时期内美国企业债到期偿还压力较大,大规模的评级下调会进一步加剧企业债务风险,是否会出现大规模违约取决于美国能否有效控制疫情并从实现经济的稳步复苏

从企业债到期情况来看,美国存量企业债未来几年的到期量总体呈先升后降之势,2025年到期量高达近1万亿美元,且随着新发债券的增长,企业债到期压力仍有进一步加大的可能。尽管投资级债券在到期债券中占据主流,但其占比总体呈下降之势,高收益企业债到期压力则呈上升之势。从2021年年内来看,3月、5月和9月企业债到期压力较为集中,到期量均在600亿美元左右。另一方面,BBB级到期量呈持续上升趋势,其在即将到期的投资级债券中占比从三分之一左右逐步上升到一半左右。

在新冠疫情的冲击下,美国非金融企业流动性及盈利能力进一步恶化,大量企业信用评级遭到下调。以标普评级为参考,2020年,共有逾2000余家企业信用评级遭到下调,是2019年评级下调总数的2.7倍以上,其中有近一半左右的评级下调行动发生在新冠疫情严重冲击美国经济的二季度;另一方面,调升/调降比例也降至近年来的最低水平,显示出美国企业债整体信用水平的严重恶化。从“堕落天使”变化情况来看,2020年美国共有48家企业从投资级调降至高收益级,达到2011年以来的新高。

为防范企业债出现大规模违约及稳定金融市场,美联储和美国政府均出台了一系列政策来救助受疫情冲击较大的企业。除连续两次紧急降息、持续为市场注入流动性以外,美联储还设立了二级市场企业信贷便利(SMCCF),通过购买投资级企业债及企业债ETF来支撑企业债市场,美国政府为应对疫情推出的三轮救助计划中涉及企业的主要包括向受疫情影响的小企业发

放70亿美元低息贷款、为受疫情影响较重的企业提供2080万美元贷款和贷款担保等。从市场的反映来看,这些政策在短期有助于缓解企业流动性压力,降低企业债市场风险;但从中长期来看,美国企业债市场上存在的杠杆率高企、债务质量下滑等问题需要较长的时间才能化解,这在很大程度上取决于美国能否有效控制住疫情并实现经济的稳步复苏。

二、欧洲: 欧债危机是否会重演?

欧洲央行长期以来的负利率政策压缩了欧洲银行业的盈利空间,欧洲实体经济的低迷又使得银行业出于避险目的大量买入政府债,加深了银行业和政府债务之间的联系,各国银行业互相持有政府债也为风险传导创造了条件

在经历了2008年全球金融危机及随后的欧债危机冲击之后,欧洲经济复苏较为缓慢,欧洲央行自2014年以来实施的负利率政策使得银行业净息差收窄,盈利空间极为有限,主要大型商业银行的经营状况也很不稳定,德意志银行、瑞士信贷银行、巴克莱银行等在过去几年中多次陷入亏损。自2012年以来,一般政府信贷占欧洲银行业总信贷的比重逐年攀升,其同比增速也显著大于其他部门信贷增速,尤其是自新冠疫情暴发以来,一般政府信贷增速更是达到2008年全球金融危机以来的最高水平。

欧洲银行业大量购买国债加深了银行业和政府债务之间的联系,而各国银行业互相持有政府债也为风险传导创造了条件。以“欧洲五国”(指希腊、爱尔兰、意大利、西班牙和葡萄牙这五个国家)为例,尽管自欧债危机以来持有这五个国家政府债的外国机构占比有所下降,但仍占据主流,表明欧洲各国银行业互相持有政府债的状况并未得到根本改善,一旦某一国家政府债出现违约,可能会引发持有该国政府债的多国银行业陷入危机。

新冠疫情冲击下欧洲经济陷入持续衰退,给银行业利润及资产质量造成较大压力,政府对银行业的援助可能会加大

其或有负债风险;另一方面,新冠疫情尚未得到有效控制的情况下,欧洲部分国家主权债CDS仍有再度上升的可能,各国银行业持有的政府债面临一定减值风险

由于欧洲是全球疫情中心之一,多国采取了社交隔离、封城、停工等措施,给欧洲经济造成了重创。以欧元区为例,自2020年一季度起欧元区经济陷入了持续衰退,其中二季度衰退幅度更是高达14.8%。经济陷入持续衰退,给银行业利润及资产质量造成较大压力,但得益于欧洲央行持续提供的资本救济,银行业不良贷款率并未出现大幅上升,部分国家在持续清理不良贷款的情况下资产质量甚至得到了进一步改善。另一方面,由于当前欧洲银行业盈利能力本来就处于较弱的水平,且希腊、塞浦路斯等部分国家不良贷款率依然高企,未来部分国家银行业出现系统性风险的可能性仍存,政府因援助而产生的或有负债风险也有可能加大。

受新冠疫情影响,市场对于爆发新一轮欧债危机的担忧有所加剧,欧洲部分国家主权债在2020年3月份全球避险情绪大幅上升的情况下遭到大规模抛售,“欧猪五国”中西班牙、意大利和葡萄牙主权债CDS有所上升,而这些国家正是欧洲受第一波新冠疫情冲击最为严重的国家,其中西班牙和意大利的新冠肺炎累计确诊人数在很长一段时期内都在欧洲位居前两位。尽管和欧洲危机时期相比这些国家当前的CDS水平仍处于相对低位,但目前欧洲疫情尚未得到有效控制,欧元区经济在2020年四季度将大概率陷入持续衰退,再加上英国出现的新冠肺炎病毒变种很有可能传入欧洲其它国家,“欧猪五国”主权债CDS未来仍有再度上升的可能。由于这些国家的主权债有很大一部分为欧洲其它地区国家银行所持有,因此如果这些国家的主权债价格再次出现大幅下滑,银行业资产将面临一定减值风险。

欧洲各国政府为应对新冠疫情采取的各项措施可能会进一步推升政府债务水平,2020年欧洲各国政府将迎来偿债高峰,部分国家在经济陷入衰退、再融资成本大幅上升的情况

下主权违约风险将有所上升，新一轮的欧债危机或将爆发

为应对新冠疫情，欧洲各国政府纷纷加大财政支出力度以托底经济，欧盟也推出了多轮经济刺激计划。这些财政刺激政策虽然有助于缓解疫情对经济的冲击，但同时也会导致这些国家的政府债务进一步上升。目前，欧洲多数国家政府杠杆率已经超过2009年末欧债危机发生初期时的水平，“欧猪五国”中除爱尔兰以外的四个国家政府杠杆率均有明显上升，且在欧洲位居前列，其中希腊政府杠杆率高达180%左右，较疫情爆发之前上升了逾60个百分点，而意大利、葡萄牙和西班牙的政府杠杆率也均在100%以上。

2021年是欧洲各国主权债务偿还的高峰期，截至2020年底统计，2021年累计到期规模将高达近2.2万亿美元以上，显著高于未来几年的到期量。从2020年到期债务国别分布来看，意大利和法国主权债到期规模最大，分别占总到期规模的19%和18%左右，而“欧猪五国”之一的西班牙占比也在10%左右。考虑到意大利和西班牙2020年到期债务规模较大，且目前欧洲疫情尚未得到有效控制，一旦市场避险情绪再度上升，这两个国家出现主权债务危机的可能性相对较大。

三、日本：国债能否持续“大而不倒”？

日本政府部门杠杆率持续高企，但由于日本国债大部分由国内机构持有，再融资成本很低，且有充足的海外资产提供支撑，日本国债长期以来保持相对较低风险

自2008年全球金融危机以来，日本政府部门杠杆率持续上升，截至2020年二季度末高达220%左右，较2008年初增长了约75个百分点，而同一时期日本非金融企业和家庭部门杠杆率上升幅度也相对较小。与发达国家110%左右的政府杠杆率水平相比，日本政府杠杆率也明显偏高。

尽管日本政府杠杆率长期高企，但并没有像“欧猪五国”那样爆发债务危机，这主要得益于以下三个方面的原因：

一是日本国债中90%以上由境内投资者持有，其中日本央行持有国债占比高达40%以上，有助于降低境外投资者大量抛售引发的风险；二是在日本央行实施的QQE（量化/质化宽松）、NIRP（负利率）和YCC（收益率曲线控制）三驾马车下，日本国债利率长期维持在极低水平，日本政府的再融资成本很低，可以持续通过“借新还旧”来维持高额的债务；三是日本拥有大规模、高流动性的海外金融资产，外汇储备也位居全球第二，对日本外债提供了较为充足的保障，也极大地稳定了投资者的信心。

在新冠疫情冲击下，日本国债收益率出现一定波动，如果日本经济复苏不及预期甚至再度陷入衰退，投资者对日本国债的信心可能会产生动摇，或将使日本国债“大而不倒”的局面难以维持

新冠疫情爆发后，日本累计确诊人数曾在相当长的一段时期内位居全球第二，仅次于中国，但自3月新冠疫情在全球范围内迅速蔓延以来，相对于其他国家而言日本在疫情防控方面取得了较好的成效，经历的两波疫情高峰也远远低于欧美国家。但自2020年11月以来，日本迎来了第三波疫情高峰，且此波疫情高峰较前两次更为严重，目前疫情防控形势仍不容乐观。

在新冠疫情爆发初期，日本国债因其避险属性得到市场追捧，收益率持续降低至近几个月来新低。但在3月初全球金融市场因新冠疫情持续蔓延及国际油价“闪崩”出现暴跌后，市场流动性大幅收紧，投资者大量抛售债券、黄金等避险资产换取流动性，使得日本国债收益率迅速上升，10年期国债收益率自2018年底以来首次升至0.1%的水平。在此背景下，日本央行加大了国债购买力度，再加上全球金融市场有所回稳，日本国债收益率上升趋势得到一定程度的遏制。由于日本国债规模巨大，因此国债收益率的细微变动就会对日本政府的利息支出压力及再融资成本产生重大影响。如果后续日本国债收益率再度出现大幅波动，日本政府的偿债能力将面临一定考验。

从短期来看，新冠疫情对日本国债的冲击仍不明显，日本国债CDS在3月最高升至50BP左右，距离2012年创下的阶段性高点仍有较大差距，且随着全球避险情绪的消退逐步回落至疫情暴发前水平。从未来一段时期内日本政府的偿债压力来看，2021年是日本政府的偿债高峰，全年到期债务量高达近300万亿日元，相当于日本GDP总量的一半以上，偿债压力较大。尽管日本经济在2021年实现经济复苏将是大概率事件，但如果后续新冠疫情在日本进一步升级或延续时间过长，东京奥运会存在再度推迟甚至取消的可能，日本经济复苏可能会不及预期甚至再度陷入衰退，投资者对日本国债的信心可能会产生动摇；另一方面，在经济低迷的背景下日本财政收入将受到一定影响，再加上日本政府持续加大财政支出以应对疫情，日本政府财政赤字预计将进一步扩大，政府债务水平存在持续上升的可能，而一旦日本国债收益率再次出现大幅波动，日本政府面临再融资风险将有所上升，或将使日本国债“大而不倒”的局面难以维持。

四、新兴市场国家：面临多重信用风险叠加

近年来新兴市场国家杠杆率上升较快，而在新冠疫情冲击下市场流动性有所收紧，避险情绪大幅上升，新兴市场国家再融资成本及难度均有所提升

自2008年全球金融危机以来，新兴市场国家杠杆率迅速上升，至2020年6月底已高达近210%，较2008年初提高了近90个百分点，而同一时期发达经济体杠杆率仅上升了约40个百分点。具体来看，新兴市场国家杠杆率上升较快主要由非金融企业部门驱动，该部门杠杆率自2008年初以来上升了约50个百分点，而政府部门和居民部门杠杆率上升幅度均在20个百分点左右。新兴市场国家杠杆率的大幅上升蕴含了诸多风险，在经济形势向好、市场流动性保持充裕的情况下这些风险得以隐藏，而一旦出现流动性危机或其他外部冲击则会迅速暴露，2014年全球大宗商品暴跌、2018年美联储加息等事件均引发了部

分新兴市场国家出现了不同程度的债务危机。

2020年3月，新冠疫情在除中国以外的全球其它地区迅速蔓延，市场流动性有所收紧，避险情绪大幅上升，大量资金从新兴市场出逃，使得新兴市场国家再融资难度有所加大，部分国家主权CDS出现大幅飙升。尽管随着全球避险情绪的回落全球资金再度回流新兴市场，但部分国家仍面临较高的违约风险。截至2020年底统计，全球共有10个新兴市场国家主权CDS超过500个BP，且部分国家距离年内高点并未出现明显回落。除了已经出现违约事件的厄瓜多尔和阿根廷外，当前主权CDS水平较高的新兴市场国家主要集中在非洲地区，这些国家发生主权违约事件的可能性相对较高，且部分国家已经出现了主权债务重组、延迟偿还等违约的前兆。

未来一段时期内新兴市场国家面临的外债偿还压力较大，而在新冠疫情冲击下新兴市场国家出现新一轮的货币贬值浪潮，部分外债水平较高、外汇储备不足的新兴市场国家面临较高的违约风险

自2008年全球金融危机以来，发达国家主要央行长期维持低利率甚至负利率政策，吸引了大量来自新兴市场的发行人前往融资，发行了大量国际债券，除2015年及2018年受美联储加息影响净发行量有所回落以外，自2012年以来新兴市场国际债券年净发行量均在3000亿美元以上。截至2020年6月底，新兴市场国际债券存量已达近4.5万亿美元，较2008年初增长了逾2.7倍。

2021—2023年是新兴市场国家国际债券的偿还高峰期。以新兴市场国家发行的G3债券（美元、欧元及日元计价债券）为例，2021—2023年每年到期量均在4000亿美元以上，且随着国际债券的持续发行，到期量仍有进一步上升的可能。从2021年美元债到期量国别分布来看，中国到期量占比近一半，其中大部分为企业债；其次为阿根廷，其到期量占比为6%左右，其中大部分为政府债；韩国和土耳其到期量占比也相对较高，均为5%左右。

由于新冠疫情引发了市场避险情绪大幅上升，包

括债券和黄金在内的全球大类资产普遍下跌，而美元则成为了唯一的避险资产，美元指数一度突破了100大关。但随着市场避险情绪的回落及美联储超宽松货币政策持续加码，美元指数逐步回落至90以下。尽管如此，在新冠疫情冲击下部分新兴市场国家仍出现了较大幅度的货币贬值，2020年共有4个新兴市场国家的货币贬值幅度达到10%以上，其中南非兰特、巴西雷亚尔和墨西哥比索的贬值幅度更是高达20%以上。

在汇率贬值的背景下，新兴市场国家外债偿还压力将进一步上升，尤其是那些外债水平较高、外汇储备不足的国家。截至2020年二季度末，共有9个新兴市场国家外汇储备对外债的保障程度不足20%（不包括外债总额在10亿美元以下的国家），除了已经出现违约的阿根廷和厄瓜多尔以外，蒙古、斯里兰卡和巴基斯坦外汇储备保障能力也相对较弱，面临的违约风险相对较高。此外，2020年以来部分新兴市场国家央行为了稳定汇率动用了大量外汇储备，再加上作为新兴市场国家重要外汇储备来源的侨汇收入、旅游收入等大幅减少，预计新兴市场国家外汇储备在未来一段时期内将呈下降之势，这将使得这些国家外债的保障能力进一步下降。

新冠疫情冲击下对大宗商品出口较为依赖的新兴市场国家均面临一定信用风险，尤其是在国际油价持续低迷的背景下产油国偿债能力将大幅下降

自2008年全球金融危机以来，受大宗商品价格整体下跌、尤其是国际油价从高位回落影响，新兴市场国家大宗商品出口占出口总额比值总体呈下降趋势，自2015年以来则一直保持在30%左右水平，而在同一时期发达国家大宗商品出口占比则一直保持在25%左右水平，表明新兴市场对大宗商品出口的依赖程度依然较高。根据联合国的定义，如果一国大宗商品出口占到出口总额的60%以上，该国即被认为是大宗商品出口依赖国家。据统计，2013年至2017年期间，全球依赖大宗商品出口的国家达到102个，其中发展中国家对大宗商

品出口依赖更为明显。具体来看，全球三分之二的发展中国家依赖大宗商品出口，其中撒哈拉以南非洲地区近90%的国家依赖大宗商品出口，尤其是矿产类商品出口，全球对矿产类商品出口依赖程度较高的7个国家中有4个位于该地区；中东和北非地区65%的国家依赖大宗商品出口，尤其是能源类商品出口，全球对能源类商品出口依赖程度较高的11个国家中有6个位于该地区。

2020年，受新冠疫情在全球范围内持续蔓延、全球经济增长前景趋于黯淡影响，以能源类商品为代表的大宗商品总体呈下跌趋势，其国际原油价格更是在2020年4月暴跌至20美元/桶以下水平，原油期货价格甚至史无前例地跌入负值。新冠疫情冲击下大宗商品价格的大幅下跌将使得那些对大宗商品出口较为依赖的新兴市场国家出口减少、经济面临下行压力，削弱各类型债务主体的偿债能力，同时这些国家的汇率往往也会出现大幅贬值，外债偿付将面临一定的风险。

从新兴市场产油国来看，国际油价暴跌使得中东地区产油国面临较大财政压力，根据国际货币基金组织的数据，这些国家需要油价在每桶45美元至100美元之间变动才能达到财政收支平衡点，但这些国家巨额的主权财富基金将为其偿债能力提供有力支撑；非洲地区刚果、加蓬等对能源类商品出口依赖程度较高的产油国将面临经济衰退、货币贬值的风险，偿债能力也将遭到大幅削弱；在拉丁美洲，墨西哥的国有石油生产商 Pemex 担负相当大的债务，在油价低迷的情况下其自身偿债能力将大幅下滑，加大墨西哥政府的或有负债风险。未来一段时期内，尽管国际油价在2021年年初OPEC+达成减产协议、页岩油开工率不高的情况下有望延续2020年四季度以来的回升趋势，但在新冠疫情尚未得到有效控制且持续影响全球经济增长前景的情况下，石油需求增长仍趋于黯淡，供给的不确定性也较高，在此背景下国际油价有望在相当长的一段时期内维持在相对较低水平，这将使新兴市场产油国面临更大的风险。///

拜登基建和税收计划双管齐下 有望从供给侧改善美国经济基本面

文 | 联合资信评估股份有限公司 程泽宇

3月31日，美国总统拜登公布了超过2万亿美元的基建设施和经济复苏计划（又称《美国就业计划》，基建计划），该计划是拜登政府自3月上旬通过1.9万亿美元财政刺激方案后的第二项重大举措。拜登此项计划主要通过升级美国基础设施并振兴制造业，从供给端的角度拉动生产要素增长，从而带动经济强劲增长并改善当下的就业疲软态势。除了《美国就业计划》外，拜登政府还发布《美国制造税收计划》，以确保企业在税收中公平分得一杯羹，这项税收计划将在未来15年内征收超过2万亿美元，对减少美国政府财政赤字和偿付高企的政府债务起到一定积极作用。

本次拜登推出价值约2万亿美元的基建计划，涵盖公共交通、水电基建、住宅建设等六大领域，旨在从供给端改善美国的经济基本面

拜登的基建计划涵盖公共交通、水电基建、住宅建设、医疗护理、技术研发以及就业改善等六大领域，政府预计在未来8年里在这六大领域每年投资约2500亿美元（约占美国全年GDP的1%），共计约2万亿美元。一是在公共交通系统建设方面。美国政府通过投资6210亿美元修缮高速公路、重建桥梁、升级港口、机场和运输系统，为居民提供更好的就业机会和交通选择，届时小企业有望参与到投资的零部件涉及、建设和制造等环节，起到改善小企业的生存环境的作用。二是在清洁饮用水、更新电网和高速宽带方面。美国政府通过投资2420亿美元升级美国的饮用水、废水和雨水系统，并支持整

个美国农村的清洁水基础设施。构建高速宽带基础设施并实现全覆盖，降低宽带互联网服务成本。三是在升级改造房屋、学校、退伍军人医院、联邦建筑方面。美国政府投资3780亿美元建造、保存和改造200多万套住房和商业建筑，对学校和早教设施进行现代化建设以及升级退伍军人医院和联邦大楼。四是在巩固护理经济的基础设施方面。美国政府投资4000亿美元提高基本家庭护理工作者的工资和福利。五是在研发投入、振兴制造业、人才培养方面。美国政府投资5800亿美元用于研发和核心技术、重组和振兴美国制造商和小企业以及投资劳动力发展。六是在改善就业方面。美国政府投资100亿美元用于支持工会发展，以确保雇主为工人提供良好的工作机会。

本次美国政府大兴基建的主要原因是，新冠疫情以来，美联储和美国财政部通过货币宽松和财政刺激相配合的方式向市场注入大量流动性，主要集中在对需求侧的刺激，而供给侧相对落后。根据美国土木工程协会（ASCE）的评估结果显示，2021年美国公共基础设施整体质量为C-，设施水平落后问题突出，其中水利和道路设施老化情况较为严重，美国基础设施急需大规模更新和加强，预计美国2020—2029年的基建投资资金缺口将由2.1万亿美元提升至2.6万亿美元。因此，拜登此轮刺激方案主要是以基建和技术发展为主要推手来提振国家硬实力，同时起到改善就业市场环境的作用。考虑到基建和新能源技术的产业链较长，未来几年内基建和新能源方面的持续投资或为经济带来长期效益，目前

(2021年2月)美国制造业PMI进一步回升至60.8,已经连续9个月高于荣枯线且创2018年8月以来新高,如果基建计划顺利启动则更加有利于制造业的强劲复苏,从供给侧推进经济复苏并起到吸纳更多就业的作用。

拜登征税计划主要集中在提高企业税、打击海外避税以及污染企业增税三方面,起到调节财富二次分配、缓解政府债务压力以及提振国际油价的作用

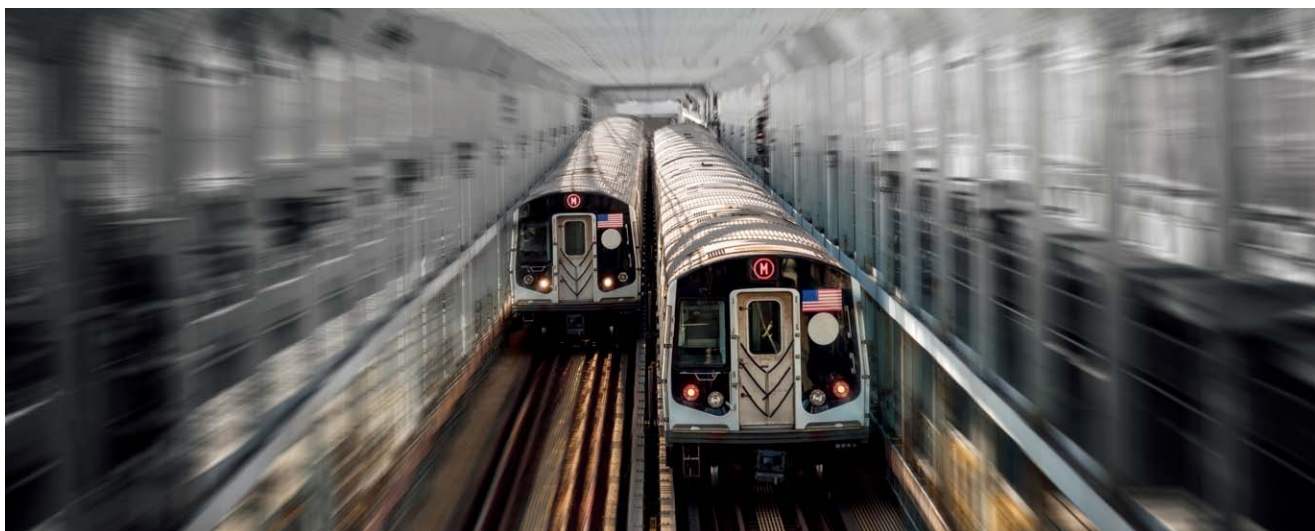
拜登还提出《美国制造税收计划》,主要包括三个方面:**一是提高企业税**。拜登计划将企业税从21%提升到28%,通过加税的方式平衡财富分配;扩大税收机关对大型企业以及高收入人群的财务审计,以防止大型企业的税收规避,起到不同主体公平纳税的作用。**二是严厉打击跨国公司海外避税**。拜登将美国跨国公司的全球最低税率提高至21%,并取消对美国公司在海外投资前10%的收益不缴纳的规定,鼓励美国企业在本土投资,同时为本土企业和跨国公司创造更公平的竞争环境;提议其他国家也执行严格的最低税率制,彻底杜绝避税天堂的竞争优势;提议增加企业跨境并购的难度,防止企业通过跨境并购逃税,限制外包企业税收抵扣,给予在美国本土创造就业的企业额外的税收抵扣;消除知识产权转让海外带来的税收漏洞;为遏制大型跨国公司逃税,对其账面收入制定15%的最低税率。**三是消除环境污染企业的税收优惠**。现行税制对能源行业存在诸多补贴政策,但为完成美国“2050年碳中和”的目标,将取消这些补贴并向环境污染企业征税以提高其污染成本。

拜登此轮加税计划是1968年《收入和支出控制法案》以来美国最大的加税计划,虽然加税计划存在较大争议,但其推出有望产生一系列连锁反映。一是重新调整社会贫富差距,有助于美国财富结构再平衡。当今美国受到红蓝政党对立、少数族裔矛盾重重以及新冠疫情恶化底层人群收入等综合因素的影响,美国贫富差距进一步增大,根据美国全国经济研究所2020年6月的数据显示,占美国人口0.1%的最富有人群拥有全美近20%

的财富。因此,对大型企业增税有助于重新平衡美国的财富格局,以起到保障社会公平的作用。二是增税有助于缩小政府财政赤字和缓解政府债务压力的作用。新冠疫情暴发后美国政府已经出台了《CARES财政救助法案》《HEROS财政救助法案》《HEALS财政救助法案》等,救助资金规模合计约8.2万亿美元,超负荷的财政救助对政府财政收支平衡造成严重冲击。根据IMF数据显示,2020年美国财政支出规模上升至6.6万亿美元,财政赤字规模攀升至3.1万亿美元,创1962年有数据统计以来新高。再加上2021年3月拜登政府上台后通过的1.9万亿财政刺激方案,美国财政支出规模已经超过10万亿美元,相当于2020年GDP总量的50%左右。因此,本轮增税计划可以改善美国政府的财政收支结构,通过加税增加政府财政收入以支持基建计划发展,并且有助于提高其政府债务偿付实力。三是有利于提振国际油价。美国位居石油全球日均产量第一的位置(约18%),对全球石油供给具有较大的话语权和决策权,美国对能源出口的依赖程度较低(13.71%)且贸易多元化程度较高,而增加能源污染企业税收举措有助于从供给端降低国际原油供给,对国际油价上涨起到一定支撑作用。

拜登基建与征税计划有望带动美国经济未来八年平均增长1.2个百分点,基建计划提振市场风险偏好,有效带动美股市场走高、长期美债收益率上升以及地产市场虚假繁荣

从对美国经济的影响看,拜登基建计划与1933年罗斯福新政具有一定相似之处,都是在经历过全球性的经济危机后政府通过大兴基建来走出经济衰退,罗斯福时期经济增速在短短一年间提升12个百分点(1933—1934年);根据美国国会预算办公室给出的基建项目财政乘数范围0.4~2.2(每美元基建支出拉动GDP增长0.4~2.2美元)来计算,本次拜登基建计划有望带动GDP增长0.8~4.4万亿美元,未来八年平均拉动经济约1.6个百分点。但拜登与罗斯福的不同之处在于,但不同之处在于



拜登需要通过加税的方式来筹措基建资金，加税会制约居民的消费意愿并压低企业的利润增长，因此会一定程度上抵消基建投资对于经济的正面拉动作用，而针对高收入人群减税的财政乘数约为0.1~0.6，同样方法计算可得，加税2万亿美元预计未来八年拖累美国经济0.4个百分点，最终基建对美国经济的拉动作用在1.2个百分点左右，因此如果拜登的基建以及税收计划均顺利落实将拉动美国经济稳步复苏。

从对资本和资产的影响看，本轮美国2万亿美元的基建计划与中国2008年次贷危机后的四万亿元基建刺激方案具有一定相似性。一是基建计划为市场注入强心针，有效带动投资者风险偏好大幅上扬，截至4月1日美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数纷纷涨至历史新高，较年初涨幅分别上升至8.3%、4.6%以及7%，其中运输和通信板块领涨，涨幅分别达到6.7%和4.3%。二是在全球主要经济体复苏的背景下，美国大行基建有望从需求端进一步拉动全球商品价格上涨，截至4月1日LME铜、ICE布油、低硫燃料指数分别较年初上涨13.6%、25%以及19.3%，大宗商品价格上涨转化为成本推动型通货膨胀并传导至各行各业，导致市场的通胀预期进一步走高，对长期美债收益率造成一定上涨压

力。三是根据联储住宅建筑商协会的数据显示，2021年1月美国单独购房指数同比增长12%，增幅创历史新高，但同期工资同比涨幅仅5.3%，说明收入增幅远远无法覆盖房价涨幅。本轮基建流入地产领域后可能大概率推升房屋价格，令美国房地产市场虚假繁荣问题加剧。

基建和加税计划的通过存在一定阻碍，如果顺利落地可能加速美国救市方案向“宽财政+紧货币”策略转移，把美国释放的大量通胀泡沫转移给新兴发展中经济体，而未来中美会在技术和环保领域展开竞争与合作

从实践可行性来看，基建计划和加税计划未来可能面临投资额度缩减以及延期推出的问题。一是因为在蓝绿阵营对峙之下两党立场较难统一，因此拜登基建计划在立法过程中大概率会受到共和党的强力阻击；二是因为美国联邦制的政治体制赋予州政府更强的地方基建控制权，而在疫情冲击下各州政府财政债务压力激增，对联邦政府的基建计划配合度可能低于预期；三是因为拜登加税计划触及大量大型跨国企业以及石油等能源企业的商业利益，存在一定利益团体阻挠的可能。

从风险揭示角度来看，美国目前的经济刺激方案向“宽财政+紧货币”策略转移，美联储主席暗示当下经济

复苏速度超出预期，未来“某个时候”美联储将开始逐步缩减购债，表明美联储大概率会早于先前计划2022年缩减购债和2023年加息的速度。而“宽财政+紧货币”策略可能会把美国释放的大量通胀泡沫转移给新兴发展中经济体，疫情后全球都采取货币宽松政策救市，美联储加息可能会加剧全球债务、股市或地产泡沫，一旦发生泡沫破裂，新兴经济体面临资金回撤的风险，进一步放大其货币或金融体系的脆弱性，进而产生多米诺骨牌效应。

从中美竞争与合作来看，一方面，拜登基建计划从长远看旨在提高美国的核心竞争力，尤其是重点强调对

核心高新技术的鼓励，例如人工智能、5G、生物技术、医疗等领域。这与中国十四五规划中提出的“新基建”有异曲同工之处，再加上中美高层阿拉斯加会谈气氛紧张，未来中美可能会在高新技术贸易领域展开进一步竞争。另一方面，拜登支持绿色环保领域的发展，提出在电动汽车市场投资1740亿美元以发展新能源汽车、投资550亿美元用于清洁能源技术发展以及实现“2050年碳中和”的目标，这些举措与中国“2030碳达峰”以及“2060碳中和”定位一致，预计中美双方未来有望在技术和环保领域展开更多的合作。///

经济修复速度放缓 增长结构有所改善 ——2021年一季度宏观经济运行报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

一、宏观经济运行回顾

2021年一季度，我国经济修复有所放缓，主要是由于疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，第二产业恢复最快，第三产业相较疫前仍有较大差距。三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。生产方面，2021年一季度全国规模以上工业增加值两年平均增速¹已基本达到近几年同期正常水平，工业生产恢复良好；一季度制造业PMI剔除季节性因素后整体走势较为平稳，3月制造业景气回

升。需求方面，2021年一季度，固定资产投资继续修复，其中房地产投资支撑有力，3月基建和制造业投资边际增强，但制造业投资仍处于收缩区间；消费市场加快复苏，延续上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小，3月餐饮收入有所改善；一季度外贸实现开门红，外贸继续支撑我国出口高速增长，产需扩张带动3月进口走强。2021年1季度主要宏观数据见表1。

经济修复放缓，消费拉动作用提升

2021年一季度，我国国内生产总值24.93万亿元，按

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表1 2021年1季度主要宏观经济指标 单位: %

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速	7.10	5.02	4.02	38.70
进口增速	12.90	1.68	-0.40	19.30
CPI增速	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增速	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率	4.90	5.20	5.20	5.30
全国居民人均可支配收入增速	5.60	5.80	2.10	13.70 (4.53)
公共财政收入增速	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速	8.70	8.10	2.80	6.20

注: 人力回报率=毛利润/支付给员工以及为员工支付的现金-1; 人力成本占比=支付给员工以及为员工支付的现金/(营业成本+管理费用-贸易业务的营业成本)

资料来源: Wind, 联合资信整理

可比价格计算, 同比增长18.30%, 两年平均增长5.00%, 低于往年同期水平; 环比增长0.60%, 显著低于2016—2019年一季度GDP环比增速平均水平(1.78%), 两年平均增长与环比数据均说明一季度经济修复有所放缓。分产业看, 三大产业中第二产业恢复最快, 第三产业仍有较大恢复空间。具体看(见图1), 第二产业增加值两年平均增长6.05%², 已经接近疫情前正常水平(5%~6%左右), 第二产业恢复情况良好; 而一、三产业仍未回到

疫情前水平, 其中第一产业增加值增速略微低于疫前正常水平; 而第三产业的恢复空间仍然较大, 主要是年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

从三大需求对GDP的拉动来看(见图2), 消费的拉动作用明显提升, 投资拉动垫底, 净出口创2007年以来的新高。从两年平均增长来看, 2021年一季度, 消费重新成为拉动经济增长的主引擎, 疫情以来对经济的拉动作用首次转正, 但仍低于疫情前正常水平; 投资对经济拉

图1 三大产业增加值同比增速



注: 图中虚线代表两年平均增速, 下同
资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 GDP及三大需求的拉动情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

² 三大产业增加值增速均为不变价增速, 下同。

动作用最弱,改变了2020年以来主要靠投资拉动的经济增长模式;货物和服务净出口对GDP的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善**。

工业生产良好,多数行业持续恢复

2021年一季度,全国规模以上工业增加值同比增长24.50%,两年平均增长6.80%,与近几年同期正常水平相近,**工业生产恢复良好**。其中,3月规模以上工业增加值同比增长14.10%,两年平均增长6.23%,较上月两年平均增速(6.27%)小幅收窄;环比增长0.60%,也较上月(0.69%)小幅收窄,**3月工业生产小幅回落**。分三大门类看,制造业增长最快,两年平均增长接近疫情前正常水平,继续发挥支撑工业稳定增长的重要作用;采矿业两年平均增长高于2019年同期水平;而电力、热力、燃气及水生产和供应业两年平均增长仍低于疫情前正常水平。

从行业来看,**多数行业持续恢复**。一季度,41个大类行业中有40个行业规模以上工业增加值实现同比增长,其中有35个行业实现两位数增长,13个行业增速超过30%。从规模以上工业增加值两年平均增速看,有34个行业增长,行业增长个数较1—2月增加3个。**装备和高技术产业增势强劲**,二者两年平均分别增长9.70%、12.30%。从产品产量看,新能源汽车,工业机器人,挖掘、铲土运输机械,微型计算机设备,集成电路两年平均增速均超过19%,主要是受外需以及出口带动。

企业效益明显改善。一季度全国工业产能利用率为77.2%,创2013年以来同期的最高值,企业设备闲置的成本压力有所缓解;1—2月规模以上工业企业的利润同比实现大幅增长,延续上年以来的增长势头。

服务业生产持续改善。2021年一季度全国服务业生产指数同比增长29.20%,两年平均增长6.81%,接近疫情前水平。其中3月当月两年平均增长与1—2月两年平

均增速持平,但是由于2019年3月基数较高,实际上3月服务业生产有所加强。1—2月规模以上服务业企业营业收入同比增长37.80%,两年平均增长9.99%,也接近疫情前的水平;规模以上服务业企业利润总额同比由负转正,10个行业盈利均较上年同期有所改善。

投资持续恢复,基建、制造业投资边际增强

固定资产投资继续修复。2021年一季度,全国固定资产投资9.60万亿元,同比增长25.60%,两年平均增长2.90%,较1—2月两年平均增速(1.70%)有所加快,与疫情前正常水平差距较大。3月固定资产投资两年平均增长3.98%,较1—2月两年平均增速(0.96%)有较大提升,说明固定资产投资在加速修复中。

三大领域方面,**房地产投资支撑有力,基建和制造业投资边际增强,但制造业投资仍处于收缩区间**。从两年平均增速来看,三大领域两年平均增长均未达到疫情前水平。其中一季度房地产开发投资两年平均增长7.67%,与1—2月(7.60%)基本持平,对固定投资起到主要支撑作用。从房地产销售情况来看,一季度楼市整体火热,销售端旺盛提升房地产企业投资意愿,3月销售面积与销售额同比较上月略有下降。一季度**基建投资**两年平均增长2.05%,不及2019年同期水平,主要是受到专项债推迟发行的影响;3月基建投资边际增强,可能是由于3月开始下达地方专项债额度以及施工条件的改善。一季度**制造业投资**两年平均增长-1.47%,降幅较1—2月(-3.40%)有所收窄,虽然仍处于收缩区间,但有利于制造业投资恢复的因素在不断增加:央行在3月22日召开的座谈会上强调进一步加大对制造业的支持,提高制造业贷款比重,引导新增贷款流向制造业;全国工业产能利用率处于高位,企业扩产与升级设备意愿加强;企业效益的改善也有助于企业投资计划的落实。

消费市场加快复苏,餐饮收入有所改善

2021年一季度,我国社会消费品零售总额10.52万亿

元,同比增长33.90%,两年平均增速为4.20%;经季节调整,较上年四季度环比增长1.86%,**延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小**。逐月来看,3月社会消费品零售总额两年平均增速为6.30%,较1—2月两年平均增速(3.20%)有较大幅提升,**消费市场加快复苏**。

商品零售加快增长。一季度商品零售额同比增长30.40%,从两年平均增长来看,一季度商品零售额增长4.78%,其中3月增长6.92%,较1—2月有较大幅提升,商品零售加速修复。**餐饮收入受疫情反复影响仍处于收缩区间,但是情况有所改善**。一季度餐饮收入两年平均增长-1.05%,其中3月餐饮收入两年平均增长0.90%,情况逐月改善,但仍与疫情前水平有较大差距。从占比情况来看,餐饮消费在2020年初疫情爆发后相比商品零售收缩更为剧烈,占比由11%左右的正常水平减小到2020年3月的7.67%,2021年一季度恢复到10.07%,占比仍有一定的上升空间。

外需支撑出口增长,一季度外贸实现开门红

2021年一季度,我国货物贸易进出口总值8.47万亿元人民币,比上年同期增长29.20%。其中,出口4.61万亿元,增长38.70%;进口3.86万亿元,增长19.30%;贸易顺差7592.90亿元,扩大690.60%。**外贸实现开门红,外需支撑我国出口增长**。2021年以来主要经济体PMI显著上升,全球经济恢复态势良好,外需修复较为强势,支撑我国出口增长。分月来看,3月出口相对2月的高位有所回落,但仍然处于较高水平;而进口则呈现逐月提升的态势,3月进口增长表现尤为突出,可能是由于国内制造业修复态势良好,产需扩张带动进口走强。

我国与主要贸易伙伴进出口保持增长。一季度,东盟、欧盟、美国和日本为我国前四大贸易伙伴,分别实现进出口1.24万亿元、1.19万亿元、1.08万亿元和5614.2亿元,分别增长26.10%、36.40%、61.30%和20.80%。**民营企业活力增强**。一季度,我国民营企业进出口3.95万亿元,增长42.70%,占我国外贸总值的46.70%,比上年同

期提升4.40个百分点,继续保持我国第一大外贸经营主体地位。

行业方面,一季度受国外防疫抗疫产品需求的带动,我国医药制造业出口增长83.20%;电子、电气机械、汽车、专用设备等重点出口行业两年平均出口增速也保持两位数较快增长。

一季度CPI运行平稳, PPI结构性上涨

2021年一季度,全国居民消费价格(CPI)同比持平,扣除食品和能源价格后的核心CPI同比持平,处于低位。分月看,2021年1—2月CPI同比降幅收窄,3月由降转为上涨0.40%。具体来看,**食品价格略有上涨**。一季度,食品价格同比上涨0.2%,其中,随着生猪生产持续恢复,猪肉价格延续上年的下降趋势,而鲜菜鲜果价格季节性上涨。**工业消费品价格有所下降**。尽管油价环比已连续4个月恢复性上涨,但一季度同比仍下行,带动工业消费品价格同比下降0.4%。**服务价格仍处低位**。一季度服务价格同比下降0.2%。其中,疫情期间出行总体偏少,飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格均下降;就地过年带动文娱消费需求上升,电影及演出票价格上涨。

2021年一季度,全国工业生产者出厂价格(PPI)同比上涨2.1%。分月看,呈现逐月走高的趋势。1月份PPI时隔11个月后同比首次上涨,2月份同比涨幅扩大,3月PPI同比上涨4.40%,涨幅比上月扩大2.70%。一季度PPI**结构性上涨特征显著**,上涨多集中在上游生产资料行业,下游生活资料行业价格走势相对平稳。**输入性因素是推动PPI上涨的重要原因**,国际大宗商品进口价格上涨增加生产成本,推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动PPI持续上行。

社融存量增速重回下行区间, 信贷需求旺盛

截至2021年3月末,社融存量同比增速较上月大幅回落1.00个百分点至12.30%,重回自上年11月以来的下行区间,信用扩张放缓;2021年一季度新增社融10.24万

亿元,虽同比少增0.84万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期较高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要原因:新增人民币贷款创历史同期最高;新增未贴现银行承兑汇票也是2018年以来的同期最高值。企业债券融资和政府债券则是一季度新增社融的拖累项,其中企业债券融资同比大幅减少,除上年高基数影响之外,一季度企业债券发行利率较上年同期显著升高可能也对发债造成压力;政府债券同比大幅减少主要是上年同期政府债券发行放量的高基数效应以及今年地方债发行推迟导致。3月新增社融规模3.34万亿元,同比少增1.84万亿元。其中,3月新增人民币贷款依旧是主力支撑,表外融资整体压缩明显,可能与加强监管有关。

一季度新增信贷创历史新高。2021年一季度金融机构新增人民币贷款7.67万亿,创历史新高。从结构看,长期贷款依然位于主导地位,居民与非金融企业的中长期贷款均创历史同期最高值。3月金融机构新增人民币贷款虽略低于上年同期,但显著高于历史同期水平,反映了实体经济旺盛的融资需求。

M2与M1同比增速均有所回落。截至2021年3月末,M1同比增速7.10%,较上月小幅回落0.30个百分点;M2同比增速回落0.70%至9.40%,其中居民和企业存款少增幅度较大,除了上年高基数影响外,非银金融机构存款的高增也分流了企业居民存款。此外,财政存款同比少减2499亿元,财政支出放缓也拖累了M2的增长。3月M2—M1剪刀差有所缩小,显示货币进一步活化,企业投资活跃度上升,反映企业经营活跃度上升。

制造业修复态势向好,大中小型企业景气同步回升

2021年一季度制造业PMI整体走势较为平稳。3月制造业PMI为51.90%,比上月上升1.03个百分点,制造业景气回升。从构成指数看,生产、新订单、原材料库存、从业人员以及供应商配送时间五大指数同步上升,其中

只有原材料库存指数尚位于荣枯线下,表明制造业修复态势向好,原材料库存虽然较上个月降幅收窄但依然处于收缩状态。值得关注的是主要原材料购进价格指数和出厂价格指数升至2017年以来的高点,企业成本压力明显加大,这也是原材料库存收缩以及企业生产经营活动预期指数下滑的主要因素。价格走高造成的企业成本压力,叠加2021年融资环境较2020年边际收紧,可能会对企业信用产生一定负面影响。

分企业类型看,大、中、小型企业景气度均有所回升,不同规模企业生产经营状况均有所改善。小型企业虽然景气水平低于大、中型企业,但生产经营活动预期指数较上月上升2.6个百分点至58.40%,与大型企业预期指数相同,表明小型企业对近期市场发展信心有所增强。

2021年一季度非制造业PMI呈现先降后升的趋势,整体均处于荣枯线以上。3月非制造业PMI为56.30%,高于上月4.90个百分点,非制造业扩张步伐加快。其中服务业PMI较上月上升4.40个百分点至55.20%,表明随着2、3月以来的疫苗普及工作的推进,需求进一步释放,服务业修复速度加快,随着4月清明与五一小长假的来临,预计服务业或迎来更快的复苏;建筑业PMI高于上月7.60个百分点,升至62.30%,重返高景气区间,主要是由于3月份天气转暖,企业集中开工,建筑业施工进度加快。

外汇储备小幅下降,人民币汇率窄幅震荡

截至2021年3月末,我国外汇储备规模为31700.00亿美元,较2020年末下降465.00亿美元。一季度美国疫苗接种进展良好,疫情逐渐改善,美元指数上涨3.7%,非美货币相对美元普遍下跌,因此我国外汇储中非美元货币折算成美元后的账面价值下降。整体看,我国一季度外汇储备规模较为稳定,对稳定人民币币值起到了支撑作用。

2021年1月以来,人民币汇率三大指数均同步升值,主要是中国基本面依然强于世界主要经济体。人民币兑美元汇率暂停升值趋势,一直在6.47附近窄幅波动,短期美元依然将保持强势,人民币兑美元保持窄幅震荡趋势。

居民消费情绪上升，就业仍存在结构性矛盾

2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%；全国居民人均消费支出5978.00元，两年平均实际增长1.40%，扭转疫情以来连续四个季度下降的局面，呈现恢复性增长态势。一季度全国居民人均可支配收入与消费支出延续上年同期以来增速逐季走高的趋势，保持稳定增长，且二者缺口有所缩小，反映出居民消费情绪上升。

2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%，其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解，失业率较2月下降0.20%。

就业仍存在结构性矛盾。一季度农村外出务工劳动力数量1.70亿多人，较2019年同期减少了246万人，尚未回到疫情前的水平；服务业特别是中小企业仍然处于恢复过程中，对就业也有所影响；3月16—24岁年轻人的调查失业率较上年同期有所上升，加之今年高校毕业生总量创历史新高，随着6月份毕业季的来临，年轻人就业存在较大压力。

二、区域和行业运行特征

GDP增速方面，一季度受上年基数低的影响，已公布数据的14个省份均录得两位数增长，其中湖北一季度GDP同比增长58.3%，主要是由于上年湖北受疫情影响最严重，经济深度负增长。工业增加值方面，在上年低基数的影响下，一季度31个省份累计增速全部取得两位数增长，其中有12个省份超过全国水平，湖北累计同比增速领涨全国。CPI方面，一季度有18个省份累计增速超过全国水平录得正增长，天津和福建累计增速持平全国，其中3月有5个省份CPI同比负增长，较2月减少11个；26个省份CPI同比正增长，此外，有16个省份CPI涨幅超过全国水平，5个省份持平全国水平。PPI方面，

除上海与北京外，其余省份一季度累计增速均录得正增长，其中有16个省份超过全国水平；3月仅北京同比增速尚未转正，其余省份全部录得正增长。

财政收入方面，已公布数据的21个省份中，除了山西外，其余20个省份均取得两位数增长，其中湖北以93.56%的同比增速领涨全国，主要是去年基数较低，其中税收收入增长明显，显示了企业盈利能力的逐步好转；**财政支出方面**，除了山西及辽宁一季度累计支出同比下降以外，其余17个省份财政支出均为正增长，其中有10个省份的支出增速超过全国水平。

2021年一季度，上游油价持续上行，煤炭价格指数一路下行；中游钢材价格持续上行，水泥价格呈“V”形走势；下游房地产销售火热、汽车零售整体良好。上游行业方面，布伦特原油价格指数一季度累计上涨22.66%，2021年1月以来，沙特意外加大减产幅度、财政刺激加码预期升温以及2月开始的再通胀逻辑，叠加民主党一统两院后市场对未来刺激政策的预期，支撑一季度油价的持续上行，二季度油价仍有上行压力；煤炭方面，年初临时保供措施后，各地在3月开启新一轮安全检查工作，影响煤矿整体开工率，煤炭库存继续下降，但3月主管部门召集相关单位开会，要求多措并举保证煤炭供应，对煤炭价格的上涨形成抑制。

中游行业方面，一季度钢铁处于去库存状态，价格逐月上行，水泥价格在2月出现下降后，随着3月全国多个基建项目陆续恢复开工，带动水泥和钢材的需求上升，水泥和钢材价格均环比上行，截至3月底水泥价格指数较上月上升2.30%，钢铁价格较上月上升6.73%，近期工信部、发改委召开去产能“回头看”和压减产量会议，限产减产政策常态化将对钢铁价格形成向上的支撑，长期看，“碳达峰、碳中和”的逐步落实将压缩水泥及钢材的产量，对二者的价格形成一定的支撑。

下游行业方面，一季度房地产销售尚未受到房贷集中度管理制度的影响，房地产销售依然向好，百城价格指数环比连续三个月上行，但涨幅收窄，3月监管再次

严查经营贷违规流入房地产，或将对后期的房地产销售造成负向影响；汽车方面，一季度汽车销售呈“V”形走势，汽车库存环比增速呈“倒V”形，其中3月汽车销售大幅上行，导致库存环比大幅下降，而汽车产量在基数低叠加海外汽车零部件供应增加的共同影响下大幅走高。全国主要行业2021年3月份运行数据见表2。

三、宏观政策聚焦

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性：货币政策方面，坚持稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；财政政策提质增效，贯彻积极财政政策。二季度财政政策要继续提质增效，提高直达资金管理水平和；货币政策要灵活精准、合理适度，保持宏观杠杆率稳定。因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

精准有效实施积极财政政策，提高直达资金管理水平和

财政部3月6日发布的《2020年中国财政政策执行情况报告》对2021年的财政政策表述延续了政府工作报告中的基调，表示将精准有效实施积极的财政政策，推动经济运行保持在合理区间，进一步完善并抓好直达机制落实，扩大中央财政直达资金范围，提高直达资金管理水平和，报告中提到2021年积极的财政政策将在扩大内需、科技创新、保障民生、乡村振兴和绿色发展等

领域持续发力。4月7日，国新办新闻发布会上财政部提出，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。从财政规模上看，2021年的财政力度较2020年减弱，因此积极的财政政策更加注重效果。

货币政策灵活精准、合理适度

2020年一季度央行例会提出，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，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。较之前的删除了“不急转弯”这样的表述，同时有报道称银行接到了央行的通知要控制今年总体的信贷增速，保持今年新增贷款额不超过去年。后期信贷或将面临结构优化和总量上的管理。

因地制宜增加经济困难省份信贷投放

3月22日，全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，优化内部考核和激励措施，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。4月央行发布会上，指出将通过“加大资金供给、强化政策支持”等措施加大对困难省份信贷的投放。从区域看社融的投放集中在东部几个GDP规模较大的省份，区域间的不平衡性较大，经济困难省份吸引

表2 2021年3月主要行业运行数据(单位: %)

行业	产量		库存			价格指数		
		累计同比(%)		同比(%)	环比(%)		同比(%)	环比(%)
原油	美国原油产量(当月同比)	-15.74	美国原油库存	0.71	0.65	布伦特原油期货	94.79	5.49
煤炭	产量	16.95	炼焦煤库存	-56.61	6.10	煤炭价格指数	7.85	-0.91
钢材		23.18	重点企业库存	-18.60	-10.38	Myspic综合钢价指数	43.34	6.73
水泥		46.83	-	-	-	水泥价格指数	0.47	2.30
汽车		81.70	汽车库存	-3.40	-7.45	-	-	-
房地产	竣工面积	22.91	累计待售面积	-1.65	-1.08	百城住宅	4.07	0.20

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

资金规模小进一步拖累了经济的发展。支持政策的推出或将有效促进资金流向经济相对欠发达地区，减小区域间的不均衡。

房住不炒要求下，涉房贷款严监管仍继续

3月26日银保监会、住建部、人民银行三部委联合发布了《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，要求银行业金融机构从贷前、贷中、贷后管理三个环节着手，强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。在此之前，深圳、广州、上海、北京等地方的金融监管部门已经要求银行对经营贷流入房地产市场的问题进行了自查。从3月房地产资金来源累计增速较2月大幅下降9.8个百分点来看，本次对违规经营贷的严查对房地产资金来源影响较大。政策对房地产的监管进一步加强，房地产调控政策效果或也将得到进一步体现。

四、2021年二季度经济前瞻

经济继续稳健复苏，消费与制造业投资加快

2021年一季度经济修复有所放缓，局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有较大的恢复空间。需求方面，虽然1—2月消费与投资修复进程放缓，但3月已经开始加快复苏，预计二季度经济继续保持复苏态势，结构进一步优化。

未来随着疫情逐渐稳定，服务业及居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；内需外需持续修复，外贸有望继续保持强势；固定资产投资仍处于修复过程中，未来投资内部结构有望优化。房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产



端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。

CPI与PPI同比预期上升

CPI方面，虽然猪肉供给端持续修复，但饲料涨价加大成本端压力，未来猪肉价格可能会出现波动；蔬果价格预计将季节性下行；而随着清明节、劳动节等小长假带动消费需求提升，二季度服务价格大概率逐步回升。随着国内需求进一步恢复，预计二季度CPI小幅上行。

在2020年上半年低基数的影响下，预计2021年二季度PPI同比增速将继续上行，或在5月前后达到顶点。我国大宗商品对外依存度较高，进口价格上涨增加生产成本，可能会对企业利润空间造成压力，需要重点关注生产端修复情况与国际大宗商品等价格变化。

信用边际收紧

截至3月末，社融存量增速转向下行，与我们之前的预期保持一致。在稳杠杆的政策背景下，预计未来或将继续回落，信用环境边际收紧。此外，由于今年专项债额度推迟下达，政府债券发行可能更加集中在二、三季度，对企业债券发行或将产生挤出效应。///

区域发展分化明显，东部地区可持续发展优势显著

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

一、区域¹经济发展分化明显，东部地区继续维持领跑态势

从GDP总量看，经济发达地区和经济欠发达地区的分化较为明显，东部地区继续维持领跑态势。东部地区依托于长三角和珠三角的产业优势以及临港口的地理位置优势，经济规模一直维持领跑全国的态势，其中广东、江苏、山东、浙江四个东部经济大省GDP均超过6万亿元，自2013年以来持续保持全国领先；海南人口较少且工业化程度低、服务业也未实现较好发展，近年来其经济规模一直位于较低水平。中部地区经济规模差异相对较小，其中2020年受疫情影响最大的湖北，GDP规模有所下滑，位列全国第八位，但与2019年相比仅下降一位，主要是由于其经济基数较大且疫情短期内得到有效控制。西部地区发展相对滞后，其中青海、宁夏和甘肃以及西藏GDP规模低于1万亿。东北地区的产业结构以石油化工、钢铁等传统工业为主，新兴产业占比较低，近年来经济增长动力不足，GDP总量相对落后。

从GDP增速看，2020年除湖北以外，其余省份增速全部为正，其中西藏以7.80%的增速领跑全国，主要是其受疫情冲击较小；贵州以4.46%的增速连续四年位列第二。整体看，有20个省份的GDP增速超过全国。分区域

看，东部地区增速相对较为平稳，中部和西部地区GDP增速分化更为明显，东北地区经济增速相对较低。

2020年各省份GDP规模变动不大，且人口流动短期内并不会趋势性的变化，因此我们采用2019年的人均GDP进行观察。从2019年人均GDP规模看，东部地区领跑全国，除了东部地区以外，其他地区没有明显分化。大部分省份人均GDP随着经济规模的扩大而进一步提升，值得注意的是东三省以及天津、山东，2019年人均GDP较2018年反而下降，尤其是天津下降显著，主要是因为天津及东三省的产业结构均以石油化工、钢铁等传统工业为主，而近些年随着我国经济的转型，传统经济增长动力放缓，造成经济增长放缓、人均GDP下降。

从三大产业规模占比看，第三产业是各省第一大产业，与2019年相比几乎没有变化，与我国的经济产业构成相一致。具体看，作为全国政治中心的北京以及内陆金融中心的上海第三产业发展显著优于其他省份；海南和黑龙江的第一产业占比明显高于全国其他地区。

二、三大需求同步改善，投资拉动属性明显

固定资产投资：中部地区投资增速整体相对较高

2020年各省份的固定资产投资增速较2019年有较大的

¹ 全国各地区包括东部地区、中部地区、西部地区和东北地区。东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、西藏；东北地区包括辽宁、吉林、黑龙江。由于统计数据缺乏或口径不一，报告未将香港、澳门、台湾纳入分析。

变化,其中有13个省份固定资产投资增速超过2019年,18个省份不及2019年。除福建、内蒙古、青海以及湖北以外,其余27个省份固定资产投资增速均实现正增长。中部地区固定资产投资增速整体相对较高,除湖北以外均超过4% (全国固定资产投资增速为2.90%) ;西部地区分化较为明显。

房地产投资方面,2020年31个省份中除重庆、天津以及湖北以外,其余28个省份房地产投资均为正增长;有15个省份房地产增速高于全国增速(7%),且有9个省份的增速已经超过2019年同期水平。分区域看,西部地区房地产投资增速整体高于其他省份。进一步比较固定资产投资增速与房地产投资增速发现,仅江西、黑龙江、广西、海南、重庆以及天津的固定投资增速大于房地产投资增速,大部分省份的固定投资增速依赖于房地产投资支撑,与全国投资结构相同。

消费: 尚未恢复至2019年水平

2020年全国31个省份中仅6个省份实现正增长,且全部尚未恢复至2019年的消费水平。贵州、江西、安徽等省份消费增速延续了2015年以来的名列前茅,其GDP增速表现也较为优异,主要是其近几年发展的优势新兴产业发展较快,如贵州的电子元件、江西的半导体以及安徽的芯片、半导体以及人工智能等,带动了经济的发展从而促进居民的消费能力提升。分区域看,东部、中部以及西部地区消费增速分化明显,而东北地区消费增速排名整体较为靠后。

从2021年居民可支配收入增速看,除湖北以外,其余30个省份居民可支配收入增速全部实现正增长,且全部低于2019年水平。除了云南、山东、广西、海南、新疆以及黑龙江以外的25个省份居民收入增速超过该省GDP增速,其中西藏延续2015年以来的领跑全国的趋势,主要是由于西藏的中央转移支付力度较大,受疫情影响较小。分区域看,西部地区居民收入增速分化最为明显,中部地区次之,且中部和西部地区居民收入增速

整体高于东部和东北地区,居民人均可支配收入增速前十均为中部和西部省份,或与其基数较低相关。整体看消费增速恢复最快的省份的居民可支配收入增速排名也较为靠前,比如江西、安徽、贵州等省份,但部分省份的消费增速排名与可支配收入增速排名并不完全一致,主要是因为旅游、网购等跨省消费的存在。

外贸: 出口集中在东部沿海地区

外贸方面,区域出口集中度较高。2020年,东部地区沿海城市广东、江苏、浙江、上海、山东以及福建出口贸易额(按美元计价) 占全部出口贸易额的73.24%,上述六省出口额较2019年增长3.17% (全国增长3.60%) ;而全年出口额不足百亿的省份全部集中在西部和东北地区。与2019年相比,有12个省份出口金额出现下降,19个省份出口金额上升。分区域看,2020年东部、西部、中部以及东北地区出口占我国总出口比重分别为79.11%、9.53%、9.52%和1.84%,与2019年相比,中部、东部和东北地区出口比重均有下降,其中中部地区出口比重下降5.33个百分点,下降较为明显,西部地区出口比重略有上升。在我国的出口中,出口额较大的产品有机电设备、纺织品、家具玩具和车辆及零部件等,与上述东部沿海六省的产业结构相对应,同时沿海的地理位置也为其出口提供了很大便利。

三、工业生产分化明显, 东部利润比重遥遥领先

受疫情影响,2020年一季度全国工业生产几乎停滞,二季度以来各地区经济逐渐恢复,但恢复进程存在差异。从全年工业增加值增速看,仅青海、海南以及湖北三个省份的工业增加值增速尚未转正。分区域看,区域内的工业恢复程度不同,分化较为明显。西藏受疫情影响较小,工业增加值同比增长9.6%,领涨全国,吉林和新疆以6.9%的增速并列全国第二。吉林的第一大产业是汽车制造,而2020年二季度以来汽车销售生产

持续火热，从而带动吉林的工业修复增速领先全国。与2019年相比，仅有7个省份工业增加值增速超过2019年，大部分省份工业生产尚未完全从疫情中修复，增速不及2019年同期水平，尤其是海南和湖北，其中湖北是因为受疫情影响最大，严重影响工业生产且复工慢于其他省份；而海南因为旅游业大幅萎缩导致相关的工业生产大幅下滑。

东部省份工业企业利润遥遥领先，中部和西部次之，东北地区明显落后。从2020年工业企业利润绝对值看，工业企业利润排名前十的省份中有6个省属于东部地区。分区域看，东部、中部、西部以及东北地区工业利润占全国工业企业利润比重（以下简称“工业利润比重”）分别为58.40%、19.83%、18.47%和3.30%。与2019年相比，有13个省份工业企业利润额出现下降，其中湖北省下降幅度最大。分区域看，东部地区工业利润比重较2019年提高0.58个百分点，仍然遥遥领先于其他地区，主要是东部省份工业分布相对平衡，且贸易顺差提升了企业盈利能力；中部地区工业利润比重较2019年下降1.15个百分点，主要是因为湖北作为中部地区的利润大省，利润比重大且下降明显，从而带动中部地区工业利润比重下降；西部地区工业利润比重较2019年提高1.24个百分点，虽然西部地区工业利润比重继续提升，但由于省份众多且分化明显，所以平均来看西部地区工业企业利润水平依然较低；东北地区比重较2019年下降0.66个百分点，工业企业盈利能力继续下降，主要是其产业集中度较高，企业盈利水平主要依赖于石油化工和黑色金属产业链的景气度。

从企业利润增速看，2020年工业利润增速最大值与最小值差距为44.30%（2019年为42.1%），地区间的差异较2019年进一步加大。有15个省份工业企业利润为负增长，较2019年减少3个省份；17个省份工业企业利润增速超过2019年。分区域看，东部、西部和中部地区各省份分化均较为明显，且有进一步加剧的趋势，东北地区三省全部负增长，主要是因为2020年国际大宗商品价格不

景气在一定程度上压缩黑色金属以及石油开采及加工行业的利润。

四、流动性向东部区域集中，资金使用效率整体有所下降

区域间的流动性分化明显，GDP规模较大的省份获得了更多的流动性支持。2020年，东部地区广东、江苏、浙江以及山东仅四个省份新增社融规模占全国新增社融的41.93%，东北地区新增社融规模比重只占全国新增社融的2.25%，地区间差异很大。整体看，2020年仅黑龙江、辽宁、内蒙古以及青海的新增社融低于2019年水平，在全国新增社融大幅增长的背景下，上述四个省份的新增社融规模反而较2019年下降，进一步反映了资金的“择优”选择性。从社融结构看，各区域分化程度也较为明显，东部地区对贷款的依赖度相较其他地区较低，直接融资比重较高；经济规模较小的省份，如青海、东三省，政府债券融资占比较高。

GDP与新增社融的比值可以衡量各省份的资本使用效率。从各省的数据看（见图1），大部分省份的资金并未有效拉动GDP的增长，如广东、江苏、浙江、山东等融资大省，资金使用效率较低，且与2019年相比进一步降低，与之相反的是，辽宁、内蒙古、青海等经济规模较小的省份，资金使用效率较高，主要是由于这些地区的政府债券融资比重较大且经济规模较小，因此对经济的拉动效应较为明显。

图1 各省GDP与新增社融比值



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

五、可持续发展²存在区域性分化，东部地区优势明显

人口：东部及西部地区继续呈现净流入

2019年，我国人口净流入³的省份有14个，与2018年比减少1个，人口净流出省份较2018年增加4个。广东、浙江、新疆和重庆自2015年以来持续是人口流入的大省，2019年浙江凭借人才引进政策首次超越广东成为全国人口净流入最大的省份，人口流入同比增长71.63%。东北三省从2013年开始人口净流出，至今已经持续了7年，而部分中部省份，如江西、河南以及东部人口大省山东，情况同样不乐观，是人口流出大省。分区域看，东部和西部地区人口继续呈现净流入状态，中部地区转为人口净流出，东北地区则继续为人口净流出。影响人口流动的主要有两方面原因：一是就业机会，广东、上海等由于其高度发达的行业形态提供的就业机会持续保持对人才的强吸引力；二是工资水平，从2019年人均GDP来看，北京、上海、浙江、广东、江苏以及重庆等省份人均GDP较高且增速较高，而东北三省人均GDP较低且2019年转为下降。新疆除了以上两个原因外，西部大开发等人才政策也是人口流入的重要因素之一。

从劳动力人口来说，报告测算的数据显示，1985—2018年间，全国劳动力人口（包括学生）的平均年龄从32.2岁上升到了38.4岁。平均年龄最高的前五个省份是黑龙江、辽宁、吉林、重庆、湖南；平均年龄最低的前五个省份是广东、新疆、海南、贵州、西藏。劳动人口的年龄分布基本与人口流动相一致，北京、上海等老龄化已逐步抬头的较发达城市，得益于劳动力涌入而在该指标中排名中等；东北三省多年以来的人口流出使得该地区的

劳动人口平均年龄显著高于其他地区。

科研：东部地区优势明显

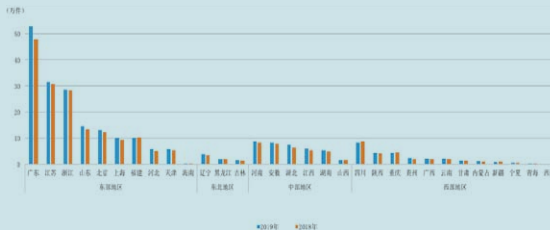
各省的科技水平也有较大差异。以专利授权数量作为各省科技水平的衡量，广东、江苏以及浙江具有明显的优势，整体来看，拥有专利数量在10万件以上的省份共有6个，且均集中在东部地区（见图2）。整体看，专利授权数量与各省的经济实力呈正相关的关系，经济规模较大的省份拥有更多的专利数量。

以科研经费支出占各省的GDP规模比例来衡量各省对科研的重视程度，各省的科研经费占GDP比例与专利总数呈现较强的正相关关系。科研经费投入作为后期经济效益的核心驱动力，目前仍然主要集中于东部地区（见图3）。经济规模较大的省份拥有更多的科研能力，科研支出费用占比更大，而科研成果反过来也带动了当地经济的发展，二者形成相互促进的关系，形成了强者越强的趋势。

能耗：东三省及河北、天津面临较大产业转型压力

分区域看，2019年大部分省份的GDP能耗同比均有

图2 各省专利授权总数



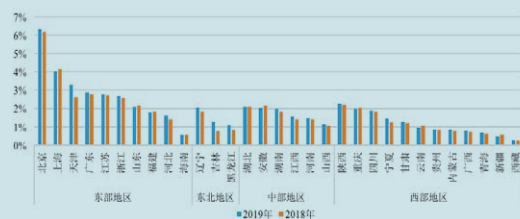
数据来源：各省统计局、Wind，联合资信整理

注：西藏2019年和2018年专利授权总数分别为1020、755件，因数量级较小，所以在图中未显示

² 由于数据披露滞后问题，本部分内容主要根据2019年或2018年数据进行分析。由于涉及人口、专利授权以及能耗等情况，短期不会出现明显变化，因此可以用2019年或2018年数据对各省份进行短期趋势性分析。

³ 人口净流入根据常住人口增量与常住人口自然增长的差值估算。

图3 研究与试验发展经费支出占国内生产总值比例



数据来源: 各省统计局、Wind, 联合资信整理

所下降, 而内蒙古和宁夏连续两年均为正增长, 且内蒙古的增速高达4.49%, 辽宁则由2018年的能耗下降转为2019年的增长。习近平总书记在十九届五中全会、中央经济工作会议、中央全面深化改革委员会会议等重要会议多次强调了抓紧制定碳排放达峰与碳中和行动方案, 2020年《政府工作报告》规划了“十四五”期间我国的能源消耗和碳排放工作。上述政策将会对以钢铁和石油化工等传统工业为主的省份, 如东三省、河北以及天津等, 带来较大的产业转型压力, 同时对经济增长带来一定的压力。

六、展望

经济规模较大的省份, 如广东、江苏、浙江等东部地区省份, 工业企业利润增速、消费规模、社融规模等都排名相对靠前, 产业结构以出口型产品为主, 且产业结构较为均衡, 盈利能力排名靠前的汽车制造、计算机通信和其他电子设备制造业等行业占比较大, 企业效益较好, 传导至居民端表现为居民收入较高, 从而提升消费; 贵州、江西等GDP增速较高的中西部地区省份, 居民收入增速、消费增速等方面排名相对靠前, 这些中西部省份近年来承接了部分东部地区的产业转移, 同时分别发展了自己的优势新兴产业电子元件和半导体, 企业盈利能力开始提升; 经济规模较小的省份如东三省及天津, 各个维度的排名均相对靠后, 主要是这些省份第三产业发展相对较为弱后不能有效的带动地区的经济发展, 而第二产业又以黑色金属等传统工业行业为主, 导致工业企业利润下



降, 表现为居民端收入与较发达省份间的差异越来越大, 而居民端的压力又会进一步传导至经济端, 导致消费低迷、人口流出等, 进一步拖累地区的经济增长。

展望未来发展, 随着疫情对经济的影响逐步消退, 各省经济将会进一步修复, 从拉动经济修复的三驾马车看, 2021年消费对经济的拉动作用会显著上升。但短期内, 各省份间发展的不平衡现象预计不会得到明显的改善。分区域看, 东部地区在消费和外贸的双重带动下, 经济预计维持全国领跑的状态, 并且受到更多的金融资源支持, 可持续发展优势较为明显; 湖北地区经济增速转正从而带动中部地区的增速整体上升; 西部地区随着旅游业的逐步修复, 西藏、宁夏等依赖于旅游业的省份第三产业将会得到快速发展, 进而带动经济的增长; 东北地区则面临较大的产业转型压力。■

产业转型和结构调整持续推进 需求复苏叠加政策支持带动景气回升 ——新发展格局下中国汽车市场展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 孙长征 朱文君

一、我国汽车行业所处发展阶段分析

我国汽车产业已告别高速增长期，近年来行业下行、企业两级分化加剧；预计未来汽车市场需求将长期保持中低速增长，并出现一定周期性波动。在国家政策的强力引导下，汽车产业面临重大转型，燃油车市场逐步萎缩、新能源汽车加速增长已成为必然

2000年以来，我国汽车产业取得了长足发展，汽车年销量、保有量分别由2000年的208万辆和1609万辆增长至2020年的2531万辆和2.81亿辆；自2009年起，我国汽车产销量已连续11年位居世界第一。

中国汽车产业20年来的发展大致可划分为三个阶段。第一阶段为2000—2010年，汽车产业保持两位数的高速增长，年销量从200余万增长至2000万以上。第二阶段为2011年至2017年，汽车千人保有量增至百辆之上且不断提高，市场需求增速开始回落；从新车产销量看，除2013年和2016年因补贴或税收优惠政策刺激而出现两位数增长外，其余年份汽车产销量增速均处于个位数水平，2017年产销量达到历史最高水平（生产2901.5万辆、销售2887.9万辆）。第三阶段为2018年至2020年，汽车产销出现三连降，2020年产量和销量分别降至2522.5万辆和2531.1万辆，较2017年分别下降13.06%和12.36%。

2018年以来，汽车制造企业在行业下行过程中出现了明显的两级分化：本土企业中一些非主流品牌、合资企业中的日系和韩系品牌销量断崖式下降，而上汽、广

汽等具备一定研发实力的自主品牌及德系、日系合资品牌销量坚挺；上汽、一汽、广汽、比亚迪、长城等头部企业依靠技术优势、溢价能力和市场基础，经营业绩受行业下行的影响较小（甚至逆势增长），而部分资本实力弱、缺乏技术积淀的中小型整车企业迅速被边缘化，其中众泰、力帆和华泰等企业更是出现了停工甚至破产，并爆发了信用风险事件。从行业集中度看，销量排名前十位的企业（集团）构成相对稳定，销量占比逐步上升，2020年已达89.5%。

目前我国汽车市场整体处于供过于求的状态，产业发展更多取决于需求端的变化。结合美、日等发达国家汽车需求与国民经济发展之间的关系分析，我国汽车市场需求已告别高增长阶段，未来行业运行中将更多体现周期性特点。同时，我国汽车工业在发展中仍面临一定的有利因素。首先，我国拥有庞大的人口基数，而目前千人汽车保有量不足200辆，落后于俄罗斯（约370辆）、巴西（约350辆）等发展中国家，未来汽车消费仍有一定的增长空间。其次，我国产业门类齐全、政治稳定、城镇化仍在推进中，国内经济的长期稳定发展、中等收入人群的逐步壮大，有助于汽车消费需求长期保持在一定水平。第三，当前全球汽车产业处于转型阶段，我国处于消费升级期，汽车产品向新能源化和智能化的发展、新技术应用带来驾乘感受的提升，势必对汽车消费起到一定促进作用。在上述因素作用下，未来较长时间内，我国汽车需求有望保持中低速增长，汽车产业整体仍有一定发展空间。

在国家大力推进能源结构转换的背景下,我国汽车产业已进入重大变革期,近年来汽车产品结构正在加速变化。2018年以来,传统燃油汽车销售逐年减少,2020年销量较2017年下降14.80%,而同期新能源汽车销量增长75.93%;2020年,我国新能源汽车销量占汽车销售总量的比例已由2013年的0.08%上升至5.40%。目前我国汽车市场仍以传统的燃油汽车为主,但从近年来相关政策的制定和执行情况看,控制化石能源消费、发展新能源汽车是我国政府的长期战略性选择,特别是在乘用车和客车领域,燃油车市场逐渐萎缩、新能源汽车快速增长已成为定局。与此同时,随着通讯和人工智能技术的进步,“智能化、网联化”将逐步向汽车产品渗透。

二、2020年我国汽车行业表现

受疫情等因素影响,2020年我国汽车行业产销继续下行,但先抑后扬、整体企稳的特征明显

根据中国汽车工业协会发布的数据,2020年,我国汽车全年产量为2522.5万辆,销量为2531.1万辆,产销规模继续下降。但从降幅看,产销量同比下降比例分别为2.0%和1.9%,较2019年分别收窄5.5和6.3个百分点;从上半年市场表现看,2020年上半年我国汽车销量同比下降16.8%,而下半年销量同比上升11.9%且较上半年增长46.8%。2020年上、下半年汽车市场较大的反差主要系疫情发展及控制情况所导致,而全年销量降幅收窄、下半年同比增速较高,则主要是连续2年销量下跌后市场需求回暖的表现。

需求驱动之下,SUV及高端车偏好仍有体现,货车销量大幅增长,新能源车重回上升通道

从产品结构看,2020年我国乘用车产销量分别为1999.4万辆和2017.8万辆,同比分别下降6.5%和6.0%,降幅较上年分别收窄2.7个百分点和3.6个百分点;其中SUV车型、高价值车已出现小幅增长、渗透率继续提高,充

分体现了我国消费者的偏好,同时也是生产者应对双积分政策的一种选择。

2020年我国商用车产销量分别为523.1万辆和513.3万辆,同比分别增长20.0%和18.7%,主要系以重卡为主的货车销售增长所致。受国III汽车淘汰、持续治理超载、基建投资回暖等因素的影响,货车产销分别完成477.8万辆和468.5万辆,同比分别增长22.9%和21.7%;而客车产销分别完成45.3万辆和44.8万辆,同比分别下降4.2%和5.6%。

新能源汽车方面,2020年,我国新能源汽车产销量分别达136.6万辆和136.7万辆,同比增长7.5%和10.9%。在新能源汽车主要品种中,与上年相比,纯电动汽车和插电式混合动力汽车产销均呈增长,表现均明显好于上年。因补贴政策退坡等因素影响,2019年我国新能源汽车出现下降,2020年在疫情影响下增速回正,反映了我国新能源汽车消费已由政策驱动逐步转向需求驱动。

三、近期主要行业政策对汽车产业可能产生的影响

汽车行业具有涉及面广、产业关联度高的特点,其发展与国内外经济运行状况、宏观政策、产业政策等密切相关。我国政府一直努力寻求政策的连续、稳定,2020年以来,面对新冠肺炎疫情的冲击、国际经贸环境的变化,在宏观及与汽车产业相关的领域,国家及相关部委的表态以及所出台政策、措施,均为以往既定方针政策的延续或落实。现就其中主要部分予以介绍和简要分析。

中共中央提出“双循环”发展战略

2020年7月30日,中央政治局会议提出了“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环互相促进的新发展格局”的发展战略;2020年10月下旬,中共第十九届五中全会对其进行了确认。

国际市场曾对中国经济增长提供了巨大支持,2006年我国外贸依存度曾高达67%。但近年来,高度依

赖国际市场已成为中国经济继续发展的障碍之一，在“十四五”规划制定之时确立“双循环”重要理念，有利于从战略高度破解内需潜力长期无法释放的难题。

“国内大循环”首先需要启动内需。我国汽车产业的主要市场在国内，2017—2019年出口量分别仅为106.4万辆、104.1万辆和102.4万辆，总量很小，且对俄罗斯、北非和拉美地区销量占比较高，中美、中欧经贸关系变化对我国汽车产品出口影响较小。从国内市场看，汽车行业作为生产高附加值终端消费品的产业，其对经济增长、就业和税收的贡献都处于传统制造业的顶端，“国内大循环”中，其发展必然受到国家更多的支持，政府将不断落实或调整相关政策、措施，提振汽车消费。

另一方面，“国内大循环”不仅是启动内需，也要求在生产、消费、投资、关键技术等领域弥补薄弱环节。汽车产业需要在高端技术和关键环节取得突破，方可适应国内市场不断升级的消费需求并带动相关产业的提升，这对企业的研发和生产能力提出了更高要求，也将成为业内竞争的主要方面。

中央政府重新设定经济增长预期目标，并明确提出稳定增加汽车消费

2020年两会期间，因新冠肺炎疫情等因素，我国政府未设定当年经济增长目标，主要突出了“六稳、六保”要求。2021年《政府工作报告》中，国内生产总值预期增长目标重新出现，并设定为“6%以上”。报告同时提出“要持续稳定和扩大消费”“稳定增加汽车、家电等大宗消费”“取消对二手车交易不合理限制”。而在此前不久，商务部等12部委曾联合印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》，要求释放汽车消费潜力，鼓励有关城市优化限购措施，增加号牌指标投放；开展新一轮汽车下乡和以旧换新，鼓励有条件的地区对农村居民购买3.5吨及以下货车、1.6升及以下排量乘用车，对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车给予补贴。

二手车交易方面，2020年，我国出台并落地多项二手车政策，取消二手车交易不合理限制有利于汽车消费多层次市场的完善，提高二手车交易效率、释放汽车更新需求，从而对新车产销形成一定拉动。

近10年来，我国汽车制造业占国内生产总值比重始终在10%左右，加之其对上下游产业的带动，汽车产业发展对国民经济的影响巨大。促进汽车消费，是抓住了商品消费的一个重要节点，对拉动内需和转换经济结构具有重要意义。

中国设定“碳达峰、碳中和”目标

2020年9月22日，习近平主席在联合国大会上表示“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，争取在2060年前实现碳中和”。2021年《政府工作报告》中提出，“做好碳达峰、碳中和各项工作；制定2030年前碳排放达峰行动方案；优化产业结构和能源结构”。

目前，全球汽车产业仍以燃油动力为主，“碳达峰、碳中和”对我国汽车产业将产生重大影响。从汽车产品的结构看，发展新能源汽车是推进节能减排的重点，围绕“碳达峰、碳中和”目标，工信部已制定汽车产业实施路线图，其实施必将对新能源汽车的发展起到重大助推作用。传统燃油汽车方面，“碳达峰、碳中和”目标总体将对燃油汽车的发展形成限制，但传统车企在有限范围内依然可以有所作为，具备技术实力的企业可以通过加强研发来提高能源利用效率，配合碳达峰与碳中和目标的实现。

国务院制定新能源汽车产业发展规划

2020年10月，国务院通过了《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》（以下简称“《规划》”）。《规划》从多个角度提出了产业未来的关键发展方向，明确提出国家支持并引导市场参与各方在相关领域的投入，有利于行业整体融入国际竞争、提高企业的技术创新能

力、完善基础设施配套体系，从而为新能源汽车产业长远发展创造良好的内、外部条件。

《规划》将2025年新能源汽车销售量占汽车新车销售总量的比例由征求意见阶段的25%下调至20%。在补贴政策退坡、新型冠状病毒疫情影响之下，下调2025年汽车销售占比目标，符合市场普遍预期。按新车销售总量的20%计算，2025年之前新能源汽车仍需保持高速增长。

《规划》提出，到2035年公共领域用车全面电动化，并要求自2021年起，国家生态文明试验区和大气污染防治重点区域的公共领域更新车辆，新能源汽车比例不低于80%。公共领域用车电动化比率的设定，将使公共用车成为新能源汽车的重要增长点。

工信部对“双积分”政策做出调整并进一步推进执行；政府工作报告提出加快碳排放权市场建设

2020年6月22日，工信部发布了《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》，修改后的双积分政策明确了2021—2023年新能源汽车积分比例要求，调整了新能源乘用车的积分计算方式，调整了关联企业的认定条件，明确建立了企业传统能源乘用车节能水平与新能源汽车正积分结转的关联机制。

“双积分”政策是引导我国汽车产业转型发展的重要政策，但因需要综合考虑企业的实际情况、外方股东感受等因素，初始版本考核条件较为宽松，对产业发展引导力度不够。但工信部在政策制定之初已预留调整空间，经过不断修正，目前政策已逐步趋于合理。根据规定，如果车企没有满足新能源积分要求，将会受到暂停高油耗产品申报、生产等处罚。根据2020年4月份工信部公示信息，2019年，在119家国内乘用车企业中，70家企业获得新能源汽车正积分，20家企业新能源汽车积分为零，29家企业新能源汽车积分为负。一汽大众、丰田中国等合资企业负积分积累较多，若工信部坚持推进有关

政策，将迫使其进行新能源车型的研发与生产，促进国内新能源汽车市场的发展。

此外，在李克强总理所做2021年《政府工作报告》中，提出了“加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度”。汽车行业的“双积分”应属碳排放交易的关键构成之一，随着双积分要求的逐年提升，缺少新能源汽车正积分的企业（主要是合资厂商）将不得不转向交易市场购买积分，而新能源汽车占比大、存在大量正积分的企业（如比亚迪、理想等自主品牌厂商）可通过积分交易增加收入和利润。

国家将持续推进5G网络建设，鼓励运用“互联网+”，丰富应用场景

2021年《政府工作报告》中提出，“加大5G网络和千兆光网建设力度，丰富应用场景，统筹新兴产业布局”以及“运用好‘互联网+’，推进线上线下更广更深融合，为消费者提供更多便捷舒心的服务和产品。”

5G被视为信息基础设施的代表领域，也是我国“新基建”的主要板块之一，自2019年5G商用正式启动以来，中国已累计建成71.8万座5G基站，5G终端连接数超过2亿个，占全球的87%；根据有关规划，2021年我国将新建5G基站60万座，“十四五”期间，我国将建成系统完备的5G网络，5G垂直应用的各种场景将在此基础上进一步拓展。

伴随通讯和人工智能技术的发展，未来汽车产品向智能化、网联化发展已成为业界共识。通过云计算、大数据、地图对一些不确定性事件进行预判，并作用于驾驶行为，是汽车智能驾驶的主要思路。但从目前的硬件和软件条件来看，真正实现无人驾驶汽车商用，还需进一步完善基础设施建设，特别是通信网络建设。5G网络建设的提速将加快汽车产品的智能化推广，而随着汽车智能化、网联化的推进，汽车行业的盈利模式将发生变化：部分车企将构建智能网联、自动驾驶新赛道，从制造业企业转型为科技出行企业。

四、对汽车行业发展的展望

需求回暖使行业进入上升周期，政策促进有望放大产销增幅

从汽车市场近年来的发展趋势看，我国汽车产品的市场需求已进入中低速增长期，行业运行中周期性波动特点将更加凸显。

结合各类汽车折旧、更新，以及美、日等国汽车市场历史运行情况分析，汽车市场波动周期一般在四年左右。从我国汽车行业本轮运行周期看，2018年以来，我国汽车产销量已经连续三年下降，2020年降幅大幅收窄且下半年产销情况已出现回升。随着前期积累消费需求的释放，2021年起我国汽车市场有望迎来上升周期。同时，由于部分厂商的新能源产品因成本下降已出现降价空间，国家政策支持信号明显，部分消费需求可能提前兑现，加之2020年汽车产销量基数相对较低，市场普遍预测，未来2年我国汽车产销量有望出现5%以上甚至更高的增速。

中国人口基数大、汽车普及率与发达国家尚有一定差距，未来城镇化推进、经济社会平稳发展、居民收入水平逐步提高，以及汽车产业向新能源化转型，将有助于我国汽车消费在较长时间内保持稳定，从而为汽车产业发展提供良好的基础。未来我国汽车产销量可能呈现周期性波动、长期中低速增长的趋势，随着产业成熟程度的加深，汽车行业增速应与GDP增速逐步贴近。

新能源乘用车将进入需求推动的高增长期，中短期内“增量竞争”的格局将给企业提供一定的发展机遇；自主品牌车企取得了一定的先发优势，有望实现“弯道超车”，但合资企业逐步介入新能源领域，其竞争力不容忽视

2013—2018年，我国新能源汽车销量年均复合增长134.7%，其高速增长与补贴政策存在较大关系。在经历了2019年的下降后，2020年，在疫情扰动、补贴继续退坡

的情况下，我国新能源汽车销量实现了10.9%增长，真实购置需求充分显现。

在新能源汽车高速发展的数年中，我国自主品牌布局较早，而合资企业因前期观望而暂时处于落后状态。2020年新能源乘用车销量排名前10的车型中，自主品牌占据7席（五菱mini、长城欧拉R1、比亚迪的全新秦EV和汉EV、奇瑞eq、理想ONE、蔚来ES6），与燃油车市场形成了强烈反差。自主品牌在技术、市场等方面取得了一定的先发优势。

目前我国乘用车产品仍以燃油汽车为主，汽车产品的能源转换对实现“碳达峰、碳中和”目标具有重要作用。根据《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，2025年我国新能源汽车销售量占汽车新车销售总量的比例应达到20%。即使按年均复合增长1%的可能性保守估算，2025年我国汽车销量也将达到2660万辆，新能源汽车销量将达532万辆，未来五年年均复合增长率仍将高达31%。

从生产者角度看，在汽车产品新能源化成为行业共识后，各大主流厂商纷纷布局新能源市场，近年来新能源汽车产品不断丰富，加之规模效应使得零部件采购成本逐步下降，新能源车价格愈加亲民，市场认可度逐步提高。以特斯拉中国工厂为例，2019年10月其国产Model 3投产后，至今已3次下调售价，标准续航版价格累计下降超20%。其降价的主要原因是产销量和国产化率提升，规模效应显现、零部件综合采购成本下降。2020年以来，特斯拉国产化的“Model 3”、五菱宏光的“宏光MINI EV”、长城汽车的“欧拉黑猫/白猫”以及比亚迪的“汉EV”等产品满足了不同消费者的个性化需求，“以供给刺激需求”的局面正在形成。

作为汽车行业的子行业，我国新能源汽车市场高增长的局面可能维持较长时间，具有明显的成长期特点。短期看，由于存在较大的市场空间，行业内竞争将主要表现为“增量竞争”。但随着时间推移、市场逐渐饱和，未来竞争将逐步加剧，合资企业凭借其在设计、制造、

资金和品牌等方面的优势加入竞争，将对国产品牌带来较大压力。

新能源汽车仍将以电动为主，技术上仍有较大的成熟空间，技术更新甚至变革将对企业的适应能力提出挑战

目前新能源汽车的动力来源主要包括锂电池（三元锂电池、磷酸铁锂电池）、氢燃料电池和固态电池等。氢燃料电池和固态电池在安全性、环保性和能量密度等方面具有优势，已受到各方关注，但因成本高、技术与产业链不成熟，尚无法与锂电池产品抗衡，在可预见的未来，“锂电池电动汽车”仍将是新能源汽车的主流。

锂电池技术路线方面，因能量密度（单位重量）存在明显差异，近年来三元锂电池成为乘用车的主流选择，磷酸铁锂电池在乘用车领域逐渐被边缘化。但2020年，比亚迪通过对产品结构设计的改变，较大幅度地提高了磷酸铁锂电池的能量密度（单位体积），使其与三元锂电池在续航里程方面的差距明显缩小，加之在安全性、循环寿命、价格等方面具有优势，有望被更多乘用车产品使用。2021年3月，广汽埃安推出“弹匣电池”，并称可应对针刺挑战、极大提高三元锂电池的安全性，再次引起业界关注。

电动汽车诞生历史较短，技术成熟的空间仍较大。抛开电机、电控系统，仅从电池产品看，目前主流产品仍各有明显的不足之处。随着市场参与者的增多，预计未来行业竞争中技术更新将不断出现，甚至不排除出现颠覆性技术。企业若不能跟随行业技术进步，或在关键节点出现战略性选择错误，将面临被市场淘汰的危险。

电动化降低了整车制造的进入壁垒，智能化与网联化趋势可能改变行业商业模式，从而为“造车新势力”提供了发展机遇；但汽车电动化、智能化和网联化的发展速度，一定程度上取决于芯片“卡脖子”问题的解决

与燃油车相比，电动汽车没有发动机、变速箱等高技术壁垒，动力电池等核心部件供应商头部集中，且整车生产主要环节可以委托传统车企代工，一定程度上降低了进入壁垒。上述因素催生了汽车市场“造车新势力”的形成，2020年，理想、蔚来已分别有一款产品进入新能源汽车销量前十；近期小米科技已宣布进入新能源汽车业。未来，随着通讯和人工智能技术的升级、5G建设的推进，我国汽车产业智能化、网联化发展已成为趋势，汽车行业的盈利模式可能从单纯的“制造-销售”转型为“出行服务”，在此过程中，理想、小鹏、蔚来等“造



车新势力”所具备的“互联网基因”可能使其在产业转型中领先一步，获得一定的发展机遇。

但随着汽车电动化、智能化的发展，其对芯片的需求量不断增长。因全球性汽车芯片短缺，近期国内外多家汽车厂商已被迫减产或停工，预计芯片短缺的局面将维持到2021年第三季度之后。从我国情况看，目前车用芯片产品几乎被外国企业垄断（进口率高达95%），针对此现象，科技部、工信部等已牵头70余家单位成立“中国汽车芯片产业创新战略联盟”，以建立中国汽车芯片产业创新生态、补齐行业短板，国内车企中的比亚迪、上汽等已先后涉足汽车芯片领域，但汽车芯片短缺难题的解决尚需一定时间。

燃油类乘用车生存空间将被逐步压缩，合资企业将受到较大冲击；面对存量“蛋糕”大型企业在转战新能源市场的同时，短期内将通过提高高端产品比例来维持利润

目前我国乘用车市场上燃油汽车仍占据主导地位（2020年销售占比约为94.6%），为减轻对相关产业和国民经济的冲击，政府在推动新能源汽车替代燃油汽车的过程中“瞻前顾后”，相关政策的制定和执行充分考虑了行业的承受能力，留出了必要的转型过渡期。

但推动新能源汽车替代燃油汽车是我国政府的一项战略性决策，根据《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，我国将力争在2025年使新能源汽车销售量占汽车新车销售总量的比例达到20%，并将力争经过15年时间，使纯电动汽车成为新销售车辆的主流。在汽车产销总量中、低速增长的情况下，新能源汽车占比大幅提高，必将逐步挤占燃油汽车的市场份额。

面对“双积分”政策，传统燃油车生产企业（包括多数合资车企）满足其考核要求的路径有两种：增加新能源汽车的“积分实际值”、减少因生产燃油车而产生的“积分达标值”。增加“积分实际值”，需要加大在中国的新能源汽车布局。减少因生产燃油车而产生的“积分达标值”，实现方法可包括两种：（1）加强研发、降低燃油

车单位油耗；（2）减少燃油车产量、提高单车价值（以保证利润）。面对逐渐萎缩的燃油车市场，乘用车企业为降低单位油耗而加大研发投入的积极性明显不足，而降低燃油车产销总量、提高高端车比例（以增加收入、利润），才是其理性选择。特别是在我国消费升级的过程中，近年来市场对于中高端汽车的消费需求有增无减，更将促使燃油车企调整产品结构，增加高端产品供给。

商用车中重卡产品需求具有强周期特性，未来我国基建投资回暖、持续治理超载和推进节能减排，将对卡车销售形成一定支撑；因2020年存在销量的提前透支，2021年销量可能有所下降；我国重卡较之国外知名品牌具有明显的价格优势，未来向高端化发展有助于行业利润的提高

2020年，我国重卡销量达到约162.3万辆，同比增长38%，主要系国三排放货车淘汰进入倒计时、各地持续治理超载，以及基建项目开工、重卡需求增加所致。

在新冠肺炎疫情有效控制的情况下，2021年，我国经济运行有望持续向好，社会消费复苏、基建投资回暖、重大项目开工等将为重卡市场营造良好的发展环境。此外，2021年7月1日起，我国将实施重卡国六排放标准，上半年仍存在一定的重卡更新需求。在支线治超范围扩大、半挂车产品准入新规加速推广等因素作用下，我国重卡需求仍待继续释放、新车销售将维持在较高水平。但2020年重卡市场的高增长提前透支了部分销量，加之国际贸易的不确定性等因素，预计2021年重卡销量难以达到2020年水平，将出现一定幅度的回落。

随着驾驶人员对车辆舒适性要求的提高，我国重卡产品向高端化发展的趋势已有所显现，一汽、中国重汽、东风等国内重卡企业已经推出部分高端化产品。目前，同样配置和装载能力的重卡，我国产品售价仅相当于国外知名产品的约40%~50%。随着国产高端重卡运营数量和时间的增长，产品品质有望不断提高，与欧美主流重卡产品的差距将逐步缩小。高端重卡销售占比的提高，将有助于行业整体利润的增长。■

评级小贴士**关于公募基础设施REITs的一些基础知识****公募基础设施REITs是什么？**

我国公开募集基础设施证券投资基金（以下简称基础设施REITs）是指依法向社会投资者公开募集资金形成基金财产，通过基础设施资产支持证券等特殊目的载体持有基础设施项目，由基金管理人等主动管理运营上述基础设施项目，并将产生的绝大部分收益分配给投资者的标准化金融产品。

公募基础设施REITs的基础项目有哪些？

基础设施项目主要包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，污染治理、信息网络、产业园区等其他基础设施。

公募基础设施REITs的有何意义？

基础设施REITs是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效。短期看有利于广泛筹集项目资本金，降低债务风险，是稳投资、补短板的有效政策工具；长期看有利于完善储蓄转化投资机制，降低实体经济杠杆，推动基础设施投融资市场化、规范化健康发展。

资料来源：上交所《基础设施REITs介绍》；证监会、发改委《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》；证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》

我国化工行业周期与债市风险研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 任贵永

化工行业作为周期性行业，分析其行业景气度的方式很多，本文以业内亏损企业家数同比变动作为行业周期分析视角拟合化工行业景气度，通过与宏观经济一致指数对比，进一步验证了这一指标对行业景气度拟合的可靠性。考虑到新力量的进入是打破行业原有趋势和平衡进而影响行业景气度的重要因素，将固定资产投资与行业景气度建立联系，论证了国内化工行业固定资产投资与行业景气度的相互作用。通过进一步探索固定资产投资资金来源的来源，分析固定资产投资对化工企业资产负债率的影响。本文第二节和第三节分别从化工行业债券发行和存量两个角度，以规模、品种、主体、信用等多个维度重点分析了近二十年国内化工行业债券发展趋势及现状，并将历史趋势变化与化工行业景气周期对比分析，进而揭示了不同景气度对化工企业债券融资的影响。最后一部分，通过对化工行业存续债券到期分布进行分析并结合发行人信用状况预测了债券偿付压力，同时，基于政策环境、行业发展、债券市场等因素，预测了未来化工行业信用风险。

一、化工行业周期概况

行业在历史发展过程中并非一成不变，跌宕起伏是行业发展的主旋律。相对于其他很多行业，化工行业具有细分行业杂，企业家数多的特点。根据国家统计局数据显示，截至2020年12月末，国内化学原料及化学制品制造业企业21722家，国民经济行业分类中单化学原料和化学制品制造业项下就有基础化学原料制造、肥料制造、农药制造、合成材料制造、专用化学产品制造、日用

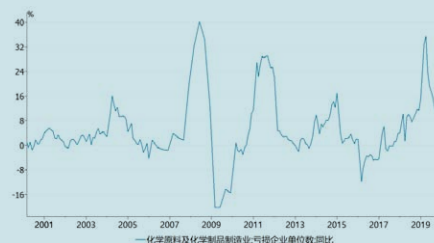
化学产品制造等多个细分行业，每个细分行业又有针对不同领域的细分子行业，由于每家化工企业面临的经营环境和表现出的经营特点不同，想要以某一指标客观准确的表现出各细分行业的景气度较为困难。

化工行业盈亏与周期

经过对多年数据分析，虽然每家化工企业经营情况各有不同，但在相对充分市场化竞争的格局下，徘徊在盈亏边缘化企的变化更能敏感的反映行业景气度变动，因此，我们可以用化工行业亏损企业家数同比的变化较为直观的反映行业的兴衰。我们通过对国家统计局公布的近二十年化学原料及化学制造业亏损企业家数同比数据进行整理，绘制出图1。在图中可以清晰的看出近二十年国内化工企业亏损数量在不同时期波动差异较大，同时，也反映出我国化工行业近二十年行业景气度大幅波动的现状。

通常当化工行业景气度上行时，企业面临较好的经营环境，经营业绩通常会较好，直观表现是亏损企业会减少；反之，当化工行业景气度下行时，化工企业面临的经营压力加大，企业经营业绩下滑，亏损企业数量增多，

图1 化工行业亏损企业同比变动情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

因此，行业内企业亏损家数的变动与行业景气度反向相关。为便于分析，我们以图1相反数拟合化工行业近二十年行业周期变动情况（见图2）。通过曲线看出，在过去的二十年间，国内化工行业景气度每3~4年经历一轮小周期波动，其中，2008年金融危机时期以及2021年新冠疫情期间波动幅度加剧，这说明周期是化工行业景气度运行的常态且行业波动受突发事件影响显著。

化工行业周期与宏观经济

通常来说，化工行业周期性体现为与宏观经济周期性波动的匹配。将近二十年我国宏观经济一致指数与我们拟合的化工行业景气度（图2）叠加，图中拟合的化工行业景气度与宏观经济运行趋势高度吻合，进一步验证了上述拟合方式具有较强的可参考性。

在图3中，近二十年间我国宏观经济经历了两轮较显著且较为完整的经济周期波动，第一轮是2001—2008年，第二轮是在2008—2015年，两轮周期均为七年左右，而每轮宏观经济周期下化工行业景气度又各经历了两轮小周期波动。按照上述运行节奏，2020—2022年应正处于一轮宏观经济周期的尾声或经历一轮化工行业小周期。但2020年初突如其来的疫情打乱了我国经济运行节奏，化工行业和宏观经济景气度加速探底，让原本七年一轮的宏观周期和三年轮的行业小周期变得难以判断。

后疫情时代，得益于我国有效的疫情防控措施，国内迅速复工复产，宏观经济景气指数和化工行业景气度

均呈现上行态势，但这一运行态势是疫情过后为了延续上轮周期做出的修复性反弹，还是新一轮景气周期的开始？现实可能需要时间来验证。单从周期运行的时间来看，本轮开始于2015年的宏观经济景气周期已运行五年有余，按照此前七年左右的时间周期，留给本轮宏观经济景气度修复的时间已然不多。另一方面，从以往周期的运行来看，一轮较大的宏观周期下会叠加两轮小的化工行业周期，2015年开启的本轮宏观经济周期下，化工行业已运行了一个小周期，现阶段化工行业景气度的迅速升温或将在2020—2022年间成就行业的一轮小周期。

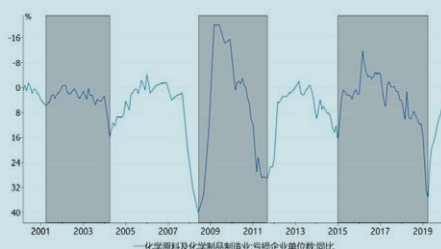
化工行业周期与投资

新力量的进入是打破行业原有趋势和平衡的重要因素，对化工行业而言，体现最为明显的是行业固定资产投资，其中包括新竞争者的进入和原行业内企业的扩张。

化工行业固定资产的投入在改变行业竞争格局甚至行业景气度的同时，行业景气度也使其对资本的吸引力产生着变化。我们将化工行业固定资产完成额同比变动曲线叠加到图2拟合的景气度曲线，得到投资与行业景气度对比图4。在图中以红色箭头标识出各时期固定资产投资完成额变动趋势，同时用绿色箭头标识出各时期行业景气度运行趋势。可以明显的看出绝大多数时间内，化工行业固定资产投资与行业景气周期的运行有显著的反向变动关系。

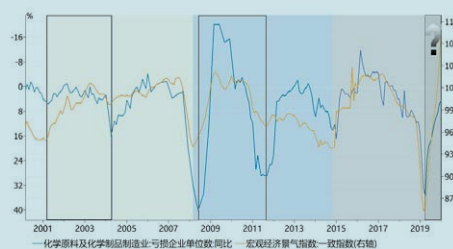
可以简单梳理其中逻辑：国内化工行业以中低端基

图2 近化工行业亏损企业家数同比（相反数）（单位：%）



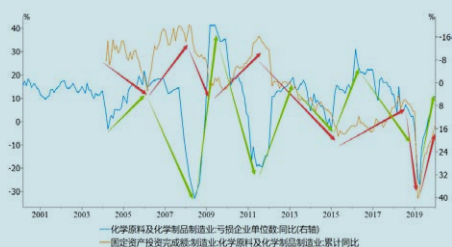
资料来源：Wind，联合资信整理

图3 宏观经济周期与化工周期对比（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 化工行业投资与行业景气度对比(单位: %)



资料来源: Wind, 联合资信整理

础化工为主,行业产能相对过剩,因此资本的进入很容易加剧行业竞争进而影响行业景气度。具体表现为,迅速增加的供给能力无法与市场需求匹配,导致行业阶段性过剩,企业盈利能力随之下降,亏损企业数量增加,同时,预示着行业景气度下行。而行业景气的下行会逐渐打消潜在资本的进入欲望,直至行业景气度的低谷,资本对行业的投入便不再增加并在之后逐步减少。随着市场需求增长,市场逐步消化既有产能,供需关系逐步改善,行业景气度从低谷上行。

对于2013—2015年化工行业投资和景气度均表现出的下行态势,分析其原因主要系2008年金融危机冲击后我国推出四万亿投资刺激计划,短期内极大拉动了化工行业投资热情,但同时也导致我国化工行业阶段性过剩过于严重,资本投入热情迅速降低并对未来一段时期行业投资前景产生恐惧。此后,行业过剩带来的挤出效应和阶段性投资的大幅回落,在短期内使行业景气度得到一定修复,但并未从根本上化解产能过剩压力。此后数年间,化工行业处于消化过剩产能阶段,2013—2015年行业投资和景气度出现共振下行走势。

而2020年以来国内化工行业景气度和投资再度出现共振,主要系新冠疫情冲击导致的投资和景气度阶段性回落。结合疫情爆发前二者的趋势和周期,疫情爆发前化工行业投资处于上行态势,疫情冲击严重影响了行业投资,短时间内迅速降低了行业投资热度。后疫情时代,随着国内复工复产,疫情期间被短暂压抑的投资需求得以释放,行业投资支出表现出了报复性反弹。疫情

对国内化工行业消费和景气度带来了直接冲击,国内复工复产后下游消费的复苏以及海外复产迟缓形成的化工产品短缺,在很大程度上促进了国内化工行业景气度的恢复。综合上述表现,疫情期间,国内化工行业固定资产投资和行业景气度出现共振。

考虑到现阶段全球市场的供需失衡主要系部分国家疫情防控不当和部分不可抗力影响所致,供需失衡是短暂的,未来,若全球防疫形势好转,产能有望恢复并扭转市场供需格局。同时,国内化工行业固定资产投资带来的产能释放也将抑制行业景气度上行。

化工行业周期与负债率

固定资产所需投入的来源除部分企业自身经营积累外,更多的是股东资本投入和债务融资,最终影响着企业的负债率。近年来,化工行业是否因投资的增加导致负债率上升?我们整理了2000年以来国内化学原料及化学制品制造业负债率数据,发现自2004年有相关统计数据以来,化工行业固定资产投资的增减与行业负债率并无明显的关系。其中,2000—2004年,化工行业负债率持续下降,主要受益于该时期国内宏观经济高速发展,化工行业作为国民经济基础行业保持了较好的盈利,自身经营积累较为丰富。

在2004—2012年期间,为不断满足国内经济高速发展形成的市场需求,同时受国内政策引导,化工行业固定资产投资热情高涨,但全行业负债率基本维持区间震荡,反映出股东的资本投入热情较高,使该时期企业资产负债率得以维持。

经过多年的持续快速投资,在2013—2015年,化工行业产能过剩逐渐显现,化工企业自身造血能力减弱,资产效益持续下降。虽然行业固定资产投资增速下滑,但资本对化工行业盈利前景的过度悲观预期,导致股权融资下降,同时,相关资产的潜在公允价值在风险处置阶段又会在账面价值的基础上大打折扣,以上诸多因素最终导致2013—2015年化工行业资产负债率上升。

2016年以来,面对我国企业杠杆率高企,企业债务负担不断加重,为防范债务风险,在政府各有关部门统一指导下,国内掀起了一股“降杠杆”的风潮,债务融资逐渐收紧,恰逢国内化工行业在经历了多年过剩产能消化后迎来了一轮景气周期,化工企业造血能力的提升也为全行业负债率的进一步下降提供了可能。现阶段,我国化工行业负债率处于近年来较低水平(见图5)。

二、化工行业债券发行

发行规模

从化工企业债券发行情况看,2002年以来,化工企业发行规模整体呈增长态势,在2015年达到高峰,同时净融资规模(发行-到期)也在当年到达984.1亿元的峰值,期间在2009年、2012年和2015年分别出现三次阶段性发行量高点和净融资高点。通过对比上述三个阶段化工行业景气度状况,三个阶段性债券融资高点均对应了行业波谷,一定程度上反映了景气度低迷时期化工企业对债务融资需求的增加。

2016年以来,化工企业债券市场发行热度逐年降低且行业出现融资净流出态势。2020年在化工行业景气度受新冠疫情影响触底反弹的同时行业迎来新一轮发债高峰,全年申万化工分类下债券总发行量达2219.46亿元,同比增长73.8%,发债数量241只,较2019年增加65只,净融资额为206.10亿元。

从近年来化工企业发债与行业周期波动的对比情

况看,一方面化工企业的融资需求会随着行业周期低谷的到来而增加。另一方面,2020年化工企业债券发行量的暴增还体现了债券市场的内在流通需求,由于2017—2019年化工行业债券处于净偿付阶段,市场内化工企业债券流通量减少。根据申万分类统计,2020年年初,国内债券市场化工企业存续债券约2900亿元,较2015年底的峰值减少超过1000亿元,存量债券的减少也使得2020年债券市场对化工企业债券存在增量需求。

发行品种

从化工企业债券发行的品种来看,近年来,化工企业所发行债券品种逐渐丰富,已发行品种涉及ABS、企业债、公司债、可转债、中期票据等等,但从期限看所发行品种呈现短期化发展态势,超短期融资工具的使用逐步成为化工债券市场融资的主导。2020年化工企业发行一年内超短期融资债券139只,共计1256亿元。化工作为重资产行业,项目前期投入大,投资回报周期长,企业发展需要匹配较长资金,债券融资工具的短期化加大了化工企业流动性风险。

债券信用状况

从历年化工企业所发行债券的信用分布状况来看,化工企业债券集中于AAA、AA+和AA三个信用等级。通过与行业景气度对比,在行业景气度低迷时,债券市场对化工企业债券表现出较强的避免情绪,具体表现为AAA级别债券发行量及发行占比大幅上升,历史上化工行业AAA级别债券发行高峰分别出现在2009年、2012年、2015年和2020年。对于AAA以下等级的债券,受益于债券市场的不断发展,在2015年之前的较长时间内,AAA以下等级的化工企业债券发行量及占比呈上升态势。2015年以来,AAA级别以下化工债券发行量虽未有显著增长,但AA和AA+级别债券表现出显著的此消彼长的变化。

针对2015年以来国内化工行业债券信用分布表现出的变化,分析其中原因。一方面,随着化工企业自身不

图5 化工行业投资与行业资产负债率对比(单位: %)



资料来源: Wind, 联合资信整理

断发展壮大，部分AA级别主体信用水平提高，债券市场中原AA主体跨入AA+阵营。据Wind数据统计，2000年以来，国内债券市场中化工企业从AA调整AA+的频次为45次，为所有上调项目中频次最高的调整类型；另一方面，随着近两年化工行业景气度下行叠加债券市场违约频发，投资者对债券安全边际的追求不断升高，AA级别债券发行难度加大，一定程度上也使得市场内资金向AA+甚至更高信用等级债券倾斜。

通过对截至2020年末，国内债券市场违约主体进行梳理，其中，以化工作为主营业务的企业7家。其中首次违约时间集中在2018和2019年，通过前文分析可知，该时期由于国内化工行业结构性过剩问题凸显，行业景气度从高位回落，同时金融去杠杆的大环境下，化工行业债券市场融资整体呈净流出态势。此外，在近年来环保督查持续高压态势下，部分前期欠账较多的化工企业生存压力陡增，多重因素叠加使得企业外部环境较差。

从违约企业自身来看，企业多存在自身财务杠杆过高或债务结构不合理等问题，例如违约化工企业中，青海盐湖工业股份有限公司和内蒙古博源控股集团有限公司违约前最后会计年末资产负债率均接近75%；又例如宝塔石化集团有限公司违约前短期债务占比超过80%。作为周期性行业，企业财务弹性不足以应对行业

波动带来的冲击，极易导致现金流中断。除企业财务杠杆管理不善外，盲目扩张最终拖垮企业的也是重要因素，例如青海盐湖工业股份有限公司投资的金属镁一体化项目投资规模大且建设周期长，建成后项目效益不达预期，并由此形成大额折旧和减值，最终导致公司整体亏损和违约。最后，需要关注到违约化工企业中民营企业居多，公司治理不规范问题较为普遍，例如关联交易、现金违规管理以及民企的互保等等问题在违约化工企业中较为突出。

发行主体性质

从历年发债的化工企业性质看，较长时期内，化工企业发债以中央国有企业为主。近年来，随着国内债券市场的不断成熟，发债主体成分逐渐丰富，但除中央国有企业外的其他发行主体在发行占比方面与行业景气度呈现出显著的正相关关系，即行业景气度越高这类化工企业发行量越大。而在化工行业低谷期，中央国有企业凭借良好的信用背书成为行业发行主导，一定程度上反映出市场投资者在行业低迷时期对风险的厌恶。2020年化工行业中央和地方国有企业合计发行量1734.5亿元，占全年化工企业发行量的78.15%，其中，中央国有企业发行量高达1257亿元。

另一方面，也需关注到国内化工行业也在发生一些

表1 截至2020年末传统周期类企业债券发行人属性对比

企业性质	化工		有色		钢铁		采掘	
	金额占比	数量占比	金额占比	数量占比	金额占比	数量占比	金额占比	数量占比
中央国有企业	56.64%	41.91%	39.04%	32.18%	40.76%	28.57%	41.53%	18.46%
地方国有企业	21.52%	26.56%	51.96%	56.90%	54.54%	62.76%	57.71%	78.72%
民营企业	18.89%	28.22%	7.82%	8.05%	4.69%	8.67%	0.34%	1.79%
公众企业	1.35%	0.83%	0.15%	0.57%	--	--	--	--
外资企业	1.09%	0.83%	--	--	--	--	--	--
中外合资企业	0.27%	0.83%	0.77%	1.72%	--	--	0.43%	1.03%
集体企业	0.25%	0.83%	0.26%	0.57%	--	--	--	--
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: Wind, 联合资信整理

积极的变化。2020年民营化工企业净融资额由负转正，达到84.6亿元，在全年化工行业发债主体中民营企业占比为28%。虽然中央国有企业依然在2020年化工企业债券发行主体中占据主导地位，但相比其他诸如采掘、钢铁和有色等传统周期性行业，化工企业中民营企业发债占比相对较高（见表1）。一方面，由于近年来国家政策引导下，民营化工企业成长较快，特别是以恒力石化、荣盛石化等为代表的新兴炼化一体项目的投资者，随着项目逐步投产，其信用水平显著提升，债券市场融资能力亦随之增强。另一方面，采掘、钢铁和有色等传统周期行业资源属性较强，行业中国有企业较多，民营企业在行业中发展受到制约。

三、化工行业存量债券

存量规模

从存量看，2000—2016年，国内化工企业历年年末存续债券呈上升态势，Wind数据库申万行业分类下，化工企业存量债券金额于2015年底达到近年来顶峰的3581.07亿元，存续债券数量也于2016年底达到410只的历史高位。而截至2020年底，该行业分类中存续债券剩余344只，余额2655.60亿元，存续债券数量和余额较历史同期的最高值分别下降16.1%和26.49%，存量债券中余额占比较大的品种为中期票据（37.34%）、一般公司债（22.73%）和超短期融资债券（16.33%）。

存量债信用状况

从截至2020年底，化工行业存续债券的信用分布状况来看，存续债券数量最多的为AA+等级债券，而余额最大的为AAA等级债券，占全存续债券余额的54.67%，其中，中国化工集团有限公司（405亿元）、中国石油化工股份有限公司（270亿元）和中国蓝星（集团）股份有限公司（190亿元）单体存续债券余额居前。AA+以下存续债券余额不足20%，存续债券整体系统性风险较低。

发行人信用状况

通过对截至2020年底化工行业存续债券涉及的120家发行人进行分析看，其信用等级分布以AA为中心呈近似正态分布（见图6），该分布与国内债券市场信用水平分布基本相当。与有色、钢铁和采掘等传统周期性行业相比，化工行业在头部AAA占比稍逊，主要受企业性质影响。同时，化工行业中违约企业数偏多，行业信用风险较高。

四、化工行业债市展望

化工行业债券到期分布

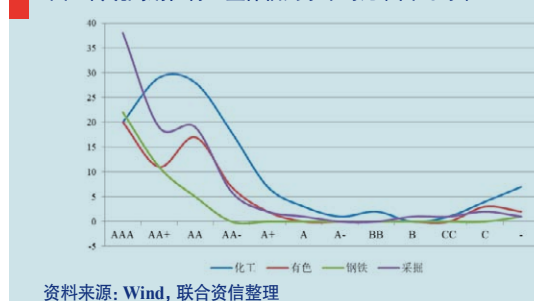
通过对截至2020年底化工行业存续的2655.60亿元债券未来到期分布情况进行统计，可以看出化工行业存续债券到期主要分布于2021年上半年和2023年上半年，总量分别为742.56亿元和528.67亿元，与近三年年度到期兑付量相比，属较低水平。

考虑到近年来化工企业短期融资工具使用量较多，未来债券兑付数据将显著大于上述测算值，同时，短期融资工具显著增大了2021年年内到期的额度。单就中长期化工企业债券到期分布而言，其在2021年上半年的到期分布趋于平滑，仅在2023年上半年面临集中到期压力。

化工行业中长期中低信用债券到期分布

考虑到化工企业存续债券以AAA级别债券为主，

图6 传统周期性行业主体信用水平对比（单位：家）



而AAA其中又多为大型中央国有企业，从历史信用状况看，AAA级别化工企业公开市场债券违约风险极低，同时，在行业景气度低迷的情况下，AAA级别化工企业依然保持较为畅通的债券融资渠道，借新还旧能力强。为更为显著地揭示中低信用等级发债主体偿债压力，若将化工行业存续的110只AAA级别债券（合计1451.72亿元）剔除，剩余债券1203.88亿元到期将集中于2021年上半年，合计到期金额374.34亿元，近三年，国内化工企业中长期债券每季度到期在100亿元左右，与历史相比，2021年上半年中低信用化工企业债券到期分布集中程度很高。

借助现阶段新冠疫情带来的阶段性行业景气度上行，国内化工企业债券短期内依然有较高的安全边际，通过债券置换可将债券到期波峰后移，但若企业债券融资工具短期化持续发展，债券到期集中度问题将愈发严重，中低信用水平化工企业将面临严重的流动性风险。

风险展望

通过对化工行业运行历史的复盘，行业投资很大程度上影响了景气度，并与行业景气度错配，这种错配加剧了化工行业投资风险。2021年是“十四五”的开局之年，我国最新发布的《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出，十四五期间我国将以“去产能、补短板”为核心，以“调结构、促升级”为主线。可以预见的是“重质轻量”将是未来五年我国化工行业发展的重要模式，以往粗放式单纯追求量和规模的发展将不再被认可。在未来的投资中，化工行业需不断强化行业集中度，培养龙头企业，由行业龙头引导行业理性投资，进而抵御行业景气度波动风险；对企业自身来说，完善自身产业链结构，增强核心竞争力，同时，合理判定行业周期，谨慎评估投资风险，将成为一家化工企业在行业竞争中抵御冲击的关键。

行业景气度方面，目前，国内化工行业景气度上行一定程度上得益于海外新冠疫情控制不利造成的全球阶段性商品供需失衡。未来，伴随油价回升及疫苗的使用，后

疫情时代内外需求持续向好，化工行业景气度短期依然保持上行态势，化工企业盈利和获现能力的提升将在短期内为其债务到期偿还提供较高的安全边际。但另一方面，也需关注到全球防疫形势的改善或将使海外的产能逐步恢复，全球市场供需结构届时也将发生转变，进而抑制国内化工行业景气度的进一步上行。综合国内投资形势以及未来全球市场可能面临的供需形势，国内化工行业此轮景气周期虽上升迅猛，但缺乏持续基础。

此外，考虑到美国宽松货币政策带来的全球通胀压力，国际经济形势依然面临诸多不确定性；而国内，伴随超常规的疫情救助和宽松货币政策逐渐退出，宏观经济增长缓慢等不利因素，化工行业融资环境并不宽松，债券融资规模或难有进一步扩大。

现阶段，化工行业存续债券余额较历史高点相比有所下降，行业净偿付高峰也已过去，但整个化工行业债券融资结构短期化问题凸出，而民营化工企业在行业景气度低迷期面临融资难的“魔咒”尚未破解，进一步加大了存续债券到期置换的压力。未来，需关注中低信用水平化工企业，特别是中低信用水平民营化工企业融资结构的调整及其新增投资与行业周期的匹配。



煤炭行业的“困”与“纾”

文 | 联合资信评估股份有限公司 工商评级四部

一、煤炭行业发展情况

煤炭工业在我国国民经济中具有重要的战略地位，我国煤炭资源分布呈现“北富南贫，西多东少”的状况。近几年，随着煤炭行业优质产能的逐步释放，煤炭产量逐年增长，加之长协等政策，煤炭价格逐步趋于稳定，行业利润规模有所下降。但另一方面，“碳中和”势必导致煤炭产业集中度的提升，未来或将导致煤炭价格的上行。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到58%，使得煤炭工业在我国国民经济中具有重要的战略地位。

我国煤炭资源分布呈现“北富南贫，西多东少”的状况，北方煤炭资源主要集中在山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃和宁夏等省份，上述省份基础储量占全国基础储量的68%左右，其中内蒙古、山西和陕西省煤炭资源最为丰富，煤炭一直以来都是山西省的支柱性产业。我国南方煤炭资源主要集中于贵州、云南和四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

煤质方面，动力煤定价重点关注发热量指标，晋北、神东和陕北煤炭发热量最高，新疆、宁东、冀中和两淮基地次之，贵州煤炭含硫较高、煤质偏差；炼焦煤重点关注粘结指数、灰分及硫分等指标，晋中、两淮、冀中和河南基地炼焦煤煤质较好；无烟煤主要关注挥发分、成块率及含硫量等指标，山西省无烟煤产量最高，且质量较好。

由于我国煤炭生产区域主要集中在内蒙古、山西、

陕西和新疆等地，但下游消费区域主要是在华东和华南等地，煤炭供需之间存在错配，由此形成了“北煤南运”“西煤东调”的格局。从外运成本看，河北、河南、山东和安徽等地区平均运费较低；陕西和内蒙外运费较高，且蒙西高于陕西。

煤炭价格方面，自2016年煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格震荡上行；2017年三季度上升至最高点后，随着煤炭优质产能的释放、政府对于煤价的管控措施以及长协煤占比的逐年提高，煤炭价格整体呈波动下行态势。2020年初，受新冠疫情影响，煤炭下游需求支撑偏弱，同时煤矿复工进度相对较快，行业供需整体宽松，煤炭价格下行明显；二季度以来，随着疫情受控后需求的复苏，下游对于煤炭需求大幅上涨，煤炭价格有所回升；2020年11月以来，经济的复苏进度加快拉动电力需求增长，以及冷冬气候下采暖需求增加进一步加剧电力消耗，同时叠加春节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格出现了短暂的大幅上升，近期煤炭价格已大幅回落。总体看，2020年全年煤炭价格走势前低后高，但全年均价仍有所下降，煤炭行业盈利延续2019年的下行走势。

分省份看，2017年以来，我国主要煤炭产区煤炭企业平均营业利润总体呈上升态势，具体看，在煤炭行业低谷的2016年，内蒙古和陕西省煤炭企业整体盈利处于盈亏点附近，煤炭行业的周期性变化对山西省煤炭企业的盈利状况影响最大。

长期看，随着“碳中和”等政策的持续推进，未来煤炭下游行业对煤炭的需求或将有所下降，未来煤炭产量或将有所下降，煤炭行业整体利润规模仍将有所下降。

但另一方面，碳中和势必导致煤炭产业集中度的提升，或将导致煤炭价格的上行。未来碳中和将导致市场对于煤炭行业的投资热情下降，且碳中和的成本压力也将不可避免的向煤炭行业传递，开采条件差、社会负担重、成本偏高的煤炭企业将逐步退出生产。煤炭行业集中度将进一步提高，头部企业对于煤炭价格的控制能力增强，加之煤炭作为不可再生资源以及基础能源的地位，未来煤炭价格或将有所上行。

二、永城煤电违约分析

永城煤电主业煤炭盈利能力表现良好，但化工等其他非主业长期以来形成拖累；叠加疫情对煤炭业务的影响，经营整体承压。此外，永城煤电对于盈利强的煤炭资产持股比例不高，而对于盈利弱的资产持股比例较高，导致归母净利润持续为负。

企业信用风险的核心是“不良资产”的累积，资产的本质要求“保值、增值”。经营性资产（如存货、固定资产、无形资产等）的消耗会带来主营业务收入及经营性现金流入；投资性资产（长期股权投资、可供出售金融资产、持有至到期投资等）会带来投资收益及投资性现金流入。但如果以成本形式进入利润表的资产，并没有带来相应的收入和现金流，势必导致企业资产负债表的恶化。而随着资产的不断萎缩，其对负债的保障逐渐恶化，最终导致信用风险的发生。

对于永城煤电控股集团有限公司（以下简称“永城煤电”）来说，虽然其主业煤炭经营情况良好，毛利率亦保持在较高水平，但仍有较大规模的物流贸易、化工、有色金属和装备制造等业务，上述非主业资产长期以来盈利能力不足，对其形成拖累，永城煤电对上述产业的资本投入得不到对应的回报，资产负债表逐年恶化，最后导致其债务负担过重，一旦出现不良事件，如疫情等，其主业煤炭的盈利及现金流出现问题，上述产业对永城煤电整体的流动性无法形成有效支持，反而形成拖累。

此外，从永城煤电近几年的所得税费用率情况看，根据永城煤电披露的资料，其下属子公司适用的所得税税率为25%/15%，从所得税费用率（所得税/利润总额）来看永城煤电的所得税税率常年远高于公司及子公司适用的所得税税率，说明永城煤电下属子公司盈利水平参差不齐，也从另一方面验证了永城煤电非煤业务对公司整体的盈利形成拖累。

其次，永城煤电存在的另外一个问题是，对于盈利较好的煤炭资产控股比例较低，而对于盈利较差的化工资产持股比例较高，导致归母净利润持续为负（2016—2019年分别为-21.07亿元、0.22亿元、-11.44亿元和-13.17亿元），少数股东权益规模较大。

豫能化下属财务公司进行资金归集，永城煤电大量资金被豫能化占用。

永城煤电控股股东河南能源化工集团有限公司（简称“豫能化”）下属财务公司承担着对子公司资金调配的职能，近几年，永城煤电其他应收款一直处于较大规模，且截至2020年9月末上升明显，达到269.42亿元，占流动资产的比例达30.82%。此外，永城煤电对其他应收款计提了较大规模的坏账准备，但并未对关联公司的其他应收款计提坏账准备。

永城煤电有息债务规模较大，资产负债率长期维持在75%以上，短期偿债压力凸出，债务接续压力大；永城煤电融资结构中债券及其他融资比例提高明显。

截至2020年三季度末，永城煤电有息债务余额约为1000亿左右，其中短期债务的占比超70%。从品种结构来看，近几年债券融资占比有所提高，截至2020年9月末达到30%左右，而银行借款占比下降明显。

三、煤炭行业的“困”与“纾”

开采难度上升

中国煤炭资源丰富但禀赋条件复杂，资源分布较广且差异较大，煤层埋藏深度普遍较深。受资源禀赋条件

限制,中国的煤炭开采矿井以开采相对较为困难的井工矿为主,开采条件便利的露天矿占比约为12%。近年来,随着经济发展对能源的需求日益增加,中国煤炭产量稳步增长,浅层煤炭资源逐步减少,致使矿井开采深度不断加深,开采难度也随之上升。此外,部分矿井随着时间推移,进入服务年限末期,资源逐渐枯竭,安全隐患增加,开采条件逐渐恶化。

考虑到中国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋结构,从中期看,煤炭在能源消费中仍将占有重要地位。煤炭开采难度上升的困境也是行业未来发展中亟待解决的问题。我们认为煤炭开采难度上升的困境可通过以下途径纾解。

产能结构方面,进一步优化产能结构,退出落后产能。自2016年煤炭行业供给侧改革实施以来,全国煤炭行业累计退出落后产能超过9.0亿吨/年,未来,煤炭行业需要进一步退出低效无效、落后产能及资源禀赋条件相对较差的矿井,优化存量资源配置,发展优质先进产能。

煤炭开采方面,加快推进煤矿智能化建设。根据国家煤监局统计,目前中国煤矿采煤及掘进机械化程度分别为78.5%和60.4%,现已建成智能化采煤工作面的煤矿数量,仅占正常生产煤矿数量的5.38%。煤炭行业未来

发展需着重提高效率,应用5G技术建设智慧矿山,提高采煤效率的同时降低煤矿安全事故发生的可能性。

资源禀赋方面,开拓海外优质资源。煤炭企业可积极寻求海外优势煤矿资源或与海外企业合作开发。

非煤业务的拖累

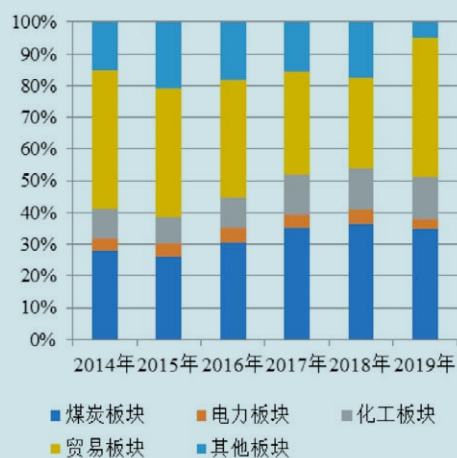
煤炭企业,特别是大型煤炭企业集团普遍存在非煤业务。非煤业务主要为电力、化工、贸易等。本报告对24家样本煤炭企业的收入和毛利率构成情况进行了均值分析,分析结果如图1、图2所示。

从图1和图2中可以看出,贸易业务是样本煤炭企业的主要收入来源,煤炭业务是样本煤炭企业主要的利润来源。化工业务近年来所占收入比重有逐年扩大的趋势。电力业务占收入比例较低,毛利率变化方向与煤炭业务呈反向关系,互补特征明显。

非煤业务对煤炭企业的拖累需要辩证来看,同时也要因企业而异。

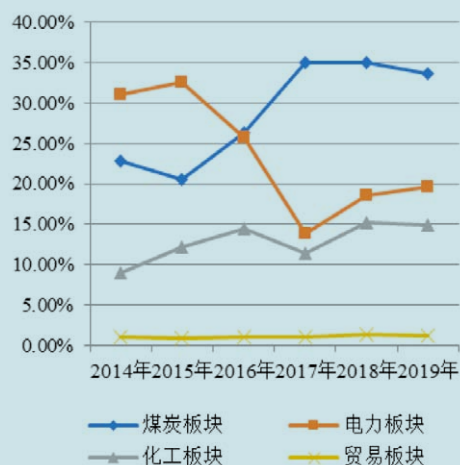
就贸易业务而言,适度开展贸易业务一方面可以满足下游客户的多样化需求,另一方面也可以增加企业的对市场价格波动的敏感性。但如果脱离了上述两点,单纯为了做大收入规模或融资便利,造成贸易业务在总收

图1 样本煤炭企业的收入构成情况



资料来源:公开资料,联合资信整理

图2 样本煤炭企业的毛利率变化情况



资料来源:公开资料,联合资信整理

入构成中占比过高，就容易带来资金风险，同时也降低了企业财务数据的透明度，带来了关联交易风险，不利于投资者对企业的判断。

传统火电业务稳定性好，与煤炭业务协同性好，可以平衡煤炭价格周期性波动带来的现金流波动风险。但2020年中国提出了“碳达峰”和“碳中和”目标，火电装机规模未来将受限。

煤化工业务和煤炭业务的互补性弱于煤电互补性。虽然煤炭价格下降会带来煤化工产品价格的下降，但同期石油价格亦存在下降的可能。受油价波动影响，化工产品的价格近年来普遍处于下降趋势，对煤化工业务的盈利带来较大负面影响。特别是2020年油价受疫情冲击处于历史低位造成部分化工品的油头产品的成本低于煤头产品，部分煤化工产品面临严峻的亏损压力。但从更大范围比较可以发现，近年来，虽然传统煤化工业务盈利不太好，但得益于工艺水平的高起点、装置的大型化，新型煤化工盈利能力基本保持稳定，比如某央企的煤制尿素和烯烃项目，在油价40美元的时候仍能盈利；同期，某民营煤化工企业近五年持续盈利，收入利润规模持续增长。

综上所述，煤炭企业的非煤业务的拖累要辩证看，经营得当为互补，否则就会形成拖累。对于已经造成拖累的非煤业务，比如贸易业务，要以业务基础为需要，降低贸易规模；对于火电业务，可以对现有的火电机组，以小换大，往大型机组和坑口电厂的方向发展，在同等规模下提高盈利能力；对于煤化工业务，煤炭企业应对不

盈利的煤化工业务进行评估，要结合自身资金实力和技术储备，进行升级改造或是关停重建。发展煤化工业务，要因地、因煤种来选择合适的产品和工艺路线。

历史负担情况

煤炭企业的历史负担问题根本上是人员负担的问题。

煤炭企业普遍成立时间长，由于历史原因和企业性质，煤炭企业普遍存在一定的人员负担。煤炭企业初建的时候往往资源所在地并不发达，配套设施不完善，客观上形成了企业办社会的现实需要。这是煤炭企业人员负担形成的重要成因。近年来煤炭企业普遍推进“三供一业”移交，但是移交的时候煤炭企业是需要付出一定成本的，此外地方政府也需要有财力来接受。如果地方政府财力不够，可能虽然移交出去了，后续还要付出一定支出，形成对地方政府的大量其他应收款。

另外，煤炭资源枯竭后，原有矿井的人员安置难题也对煤炭企业造成了一定挑战。即使有新矿井接续，但是新矿井开采技术先进，用人较少，会产生一定人员富余。

煤炭企业的人员负担可以从人均资产、人均吨煤、人力回报率等角度来评价。本报告选取了四家企业，分别为样本A、样本B、样本C和样本D。从表1中，通过比较可以明显看出样本C和样本D的人员负担远低于样本A和样本B。样本A和样本B的人均资产、人均吨煤和人力回报率均远低于样本C和样本D，人力成本占比高于样本C和样本D。

表1 四家企业的人工效率指标对比(单位: 人、亿元、万吨、万元/人、吨/人、%)

公司名称	员工人数	总资产	煤炭产量	人均资产	人均吨煤	人力成本占比	人力回报率
企业A	190228	2742	7366	144	387	24.85	3.84
企业B	110406	2309	5492	209	497	105.82	90.19
企业C	75620	5585	29600	739	3914	23.59	251.43
企业D	42112	2725	7713	647	1832	18.02	336.74

注: 人力回报率=毛利润/支付给员工以及为员工支付的现金-I; 人力成本占比=支付给员工以及为员工支付的现金/(营业成本+管理费用-贸易业务的营业成本)

资料来源: Wind, 联合资信整理

从我们的研究来看,大部分煤炭企业或多或少都存在一定人员负担问题需要解决。对于人员负担问题,煤炭企业从2016年的“去产能”开始一直通过各种途径来降低人员数量,但幅度有限。且受限于用工性质(协议工占比多寡)和地方财力问题,不同煤炭企业的减人程度仍存在一定差异。

解决人员负担的问题,对于要承担社会责任的国企而言是困难的,只能对于不同原因造成的人员负担缓步分类处置。对于盈利能力弱的非煤业务造成的人员负担,可以对于低效的业务进行升级改造或者剥离;对于矿井开采工艺落后造成的人员负担,或只能通过自然减员或者新增产能来解决;对于管理效率低下带来的人员负担,可视企业情况来开发新的业务分流冗余人员。

债务负担重、债务结构不合理

煤炭行业为重资产行业,煤炭企业多为高杠杆运行,债务负担重。近年来,主要煤炭企业债务规模持续增长,由2014年底的2.10万亿元增长至2019年底的2.57万亿元。其中,2015年煤炭价格低谷时,主要煤炭企业债务规模增幅最大,为14.75%。从债务负担方面看,虽然2017年以来主要煤炭企业得益于供给侧改革盈利提升或通过债转股、发行永续产品、采矿权评估增值增大权益等途径,债务负担有所下降,但整体债务负担仍维持在较高水平。从债务期限结构看,2014—2019年末,主要煤炭企业短期债务占比持续增长,截至2019年底为53.38%,较2014年底上升14.41个百分点。

从企业长期发展角度考虑,债务负担重及高杠杆运营不利于企业可持续发展。煤炭企业债务负担重这一困境的成因较为复杂,纾解债务负担困境仍需依靠煤炭企业自身通过优化产能结构、提高煤炭生产效率、剥离盈利不佳的非煤业务等方式提升盈利能力。同时,推行市场化债转股以及逐步弱化国有煤业企业的社会化职能亦可为煤炭企业化解债务助力。

四、“碳中和”对煤炭行业的影响

长远看,“碳中和”将导致煤炭需求量下降,煤炭行业投资热情或将有所下降;煤炭行业集中度将进一步提高,煤炭价格或将有所上行。

煤炭行业要实现碳减排,主要包括两方面:一是煤炭生产过程中产生的煤层气,二是煤炭消费过程中产生的二氧化碳。

首先,煤炭行业目前对煤炭生产过程中产生的煤层气未进行充分的利用,一方面导致煤层气资源的浪费,另一方面增加了碳排放量,而煤层气直接排放产生的温室效应是二氧化碳的20倍,对臭氧层的破坏力是二氧化碳的7倍。近年来,山西省加快推进煤层气资源开发利用,让煤层气真正实现变“废”为宝。2020年,山西持续提高煤层气产业规模化发展水平,非常规天然气产量目标为85亿立方米以上。

其次,煤炭消费过程中产生的二氧化碳主要集中在下游火电行业、化工行业及钢铁行业等,而“碳中和”最直接作用的行业是火电行业,“碳中和”的实现要求提高清洁能源装机占比,在宏观经济增幅不大的情况下,电力下游需求增幅有限,清洁能源装机占比的提升势必会最终导致火电装机规模的减少,进而导致电煤需求的减少。因此煤炭资源获取会降温,获取代价可能降低。一些开采条件、资源条件、外运条件不是特别优良,处于前期准备工作的煤矿是否需要继续推进应重新思考,煤炭及相关投资会出现下降。

煤炭企业可通过降低成本、加快转型、谨慎投资、减碳工程等来应对“碳中和”。

首先煤炭企业要加强成本控制。通过矿山智能化等降低人工成本,通过剥离社会职能压减历史负担。

其次,煤炭企业需要加快转型,但转型过程中需要谨慎投资。煤炭转型包括两方面。①主业的转型:做好产品差异化升级,提高产品的市场竞争力。②跳出“唯煤”思路,大力推进煤炭深加工转化,发展煤炭相关产

业。但另一方面，近些年，我国煤炭企业其实一直在强调煤炭转型升级，因此投资了较多的煤化工项目等，但实际项目盈利情况并不乐观，因此在进行转型升级的同时要谨慎投资，预防无效资产的再次产生。

最后，在“碳中和”的大背景下，煤炭行业最终要寻求的是减碳利用。首先，煤炭的开采过程中，煤炭与煤层气本为伴生、共生资源，但我国煤层气和煤炭开采系统相互分离。全国政协委员、中国科学院院士何满潮提出，未来，智能化煤气同采N00工法是一个很好的解决方案。煤炭行业主要从事的是煤炭开采活动，煤炭清洁利用涉及各个行业，所有的污名不该都由煤炭行业独自承担。随着工程热物理学的发展，煤炭一定会越用越清洁。煤炭行业属于高碳行业，减少煤炭消费量会约束行业发展。但同时，煤炭清洁高效利用的速度将大幅提升，支持力度会加大，煤炭会加速从燃料向原料转变。同时，随着包括碳直接捕获、二氧化碳封存等技术的发展，使用煤炭后所排放的物质也可能会成为工业原料。这都将倒逼煤炭行业进行一次彻底的自我革命。

五、煤炭行业债券市场情况

债券发行及到期金额

2018年以来，伴随煤炭价格的回升以及产能置换的推进，煤炭行业固定资产投资完成额开始同比提高，带动企业融资需求回升。从发行人企业性质看，煤炭行业多集中于国有企业。

2016年供给侧改革之后，煤炭价格快速上升，企业自身盈利能力及获现水平提高；外加行业去产能政策影响下固定资产投资完成额连续同比下降，行业投资缩减导致融资需求减弱；同时，2016年债券市场违约债数量及规模同比大幅增长，影响投资者投资热情，以致2016—2017年煤炭行业债券发行规模缩减较为明显。同期，由于兑付债券规模较大，当期债券融资呈现净流出状态。2018年，伴随煤炭价格的回升以及产能置换的推

进，煤炭行业固定资产投资完成额开始同比提高，带动煤炭企业融资需求回升。

从发行人企业性质看，煤炭行业多集中于国有企业，就2020年煤炭行业发行金额看，中央国有企业债券发行金额占比约12.90%；地方国有企业债券发行金额占比约86.88%。

存续债券到期分布情况

煤炭企业未来到期债券兑付压力主要受企业再融资能力及投资者投资热情度影响，煤炭企业年底存续债券余额处于历史最高值；未来2~3年煤炭企业集中兑付压力较大。

截至2020年底，煤炭企业年底存续债券余额3842亿元，处于历史最高值，存量债券余额占比较大的为中期票据（占39.04%）、一般公司债（占15.32%）、私募债（占14.49%）和超短期融资债券（占11.01%）。

通过对截至2020年底煤炭行业存续债券未来到期分布情况进行统计，我们看出煤炭行业存续债券主要分布于2021年，四个季度兑付金额分别约为945亿元、1049亿元、946亿元和902亿元。考虑到短期融资工具通常期限在一年内，且具备较好的债务滚动条件，为更清晰直观的体现煤炭企业中长期债券到期压力，剔除截至2020年底煤炭行业短期债券后，煤炭行业存续的中长期债券合计7803亿元，2021—2023年各年度下半年集中兑付压力较大。

分区域看，未来煤炭企业到期债券规模较大的省份主要有山西、陕西和山东，其中山西省煤炭企业未来三年到期债务规模最大。

债券发行利率变化情况

煤炭行业债券发行规模大幅下降，发行利率大幅上行。

2020年11月10日，永城煤电违约之后，“国企信仰”被打破，地方国企的产业债信用利差迅速走高，与民营



企业产业债信用利差从10月16日的222.96bp到12月25日的142.73bp，缩窄了80bp左右。

投资者对煤炭行业也开始持观望态度，煤炭行业企业的债券发行规模下降明显，且发行利率上升明显。我们选取了永城煤电违约之后的债券发行主体样本，剔除掉核心央企及个别受关注度较低的地方国企，样本主体新发行债券的利差在永城煤电违约之后（2020年11月11日—2021年3月15日）整体高于违约之前（2020年1月1日—2020年11月10日发行的债券）。

其中2020年10月，煤炭行业企业债券发行规模突出，发行主体主要为晋能控股电力、晋能控股煤业等，由于9月份起市场已经传出山西省煤炭企业重组的消息，我们认为，10月份起，晋能控股集团下属企业开始储备资金用于后续重组的过度。

六、总结与展望

近期永城煤电的违约将煤炭企业推上了舆论热点，也反映出煤炭企业存在的困境，一方面是国企信仰的打破，煤炭企业短期债务接续问题得到关注；另一方面是

煤炭企业长期普遍存在矿井开采难度上升、历史负担重、业绩受非煤业务拖累严重、债务负担重等问题。

首先，在煤炭行业层面，2016年供给侧改革之后，煤炭价格处于相对合理区间。虽然近期“碳中和”等政策出台后，煤炭整体需求或将受到较大影响，但煤炭作为基础能源，其地位在短期内不可动摇。长远看，“碳中和”等政策势必会对煤炭的需求量产生一定影响，而随着未来煤炭产业集中度的提升以及煤炭头部企业对于煤炭价格的控制能力提高，煤炭作为不可再生资源，其价格有望进一步上升。

其次，煤炭企业目前面临的最大问题是国企信仰被打破后导致的短期流动性问题。流动性问题的根本在于对煤炭企业未来发展的信心，国企信仰被打破之后，投资者对企业资产盈利性要求提高，而目前市场上大家普遍认为煤炭企业债务负担重、非煤业务盈利弱、历史负担仍然严重，导致煤炭企业整体盈利能力偏弱，并且“碳中和”等政策的出台将逐步弱化煤炭的基础能源地位。长期看，盈利能力弱的煤炭企业将会被逐步淘汰，煤炭行业集中度有望进一步提升，煤炭企业信用风险将有所分化，头部企业资产将进一步优化。■

大热的碳中和资产支持证券，香不香？

文 | 联合资信评估股份有限公司 孙佳彤

近期债券市场“碳中和”“碳中和债券”均成为热门词，接二连三的首单也让投资者们跃跃欲试，其中“碳中和资产支持证券”更是由于发行产品少，影响力大而备受追捧，那么作为新兴起的碳中和债券的子品种，碳中和资产支持证券有哪些关注点需要留意，本篇文章将细致分析一下赤手可热的碳中和资产支持证券它香不香？

一、碳中和债券概述及发行情况

碳中和债券概述

2020年9月，中国向全世界郑重承诺了“中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。”（以下简称“3060目标”）的碳达峰、碳中和

目标，随着“3060目标”的推进，碳中和项目的资金需求也不断增加，为了更好地让金融服务相关碳中和企业的发展，降低碳排放给相关企业带来的经济损失，引导资金流向绿色低碳领域，“碳中和债券”应运而生。

碳中和债券作为绿色债券融资工具的升级版，是募集资金更专项用于具有碳减排效益的绿色项目（包括但不限于项目建设、运营、改造、收购或偿还项目贷款等）的债务融资工具。根据中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）3月18日出具的《关于明确碳中和债相关机制的通知》中明确指出，碳中和债券相比于原有的绿色债券进一步聚焦四大核心要素，包括**债券募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露**（见表1）。

表1 四大核心要素明细

核心要求	具体说明	实施细则要点
债券募集资金用途	碳中和债募集资金应全部专项用于清洁能源、清洁交通、可持续建筑、工业低碳改造等绿色项目的建设、运营、收购及偿还绿色项目的有息债务，募投项目应符合《绿色债券支持项目目录》或国际绿色产业分类标准，且聚焦于低碳减排领域	碳中和债募投领域包括但不限于： (一) 清洁能源类项目 (二) 清洁交通类项目 (三) 可持续建筑类项目 (四) 工业低碳改造类项目 (五) 其他具有碳减排效益的项目
项目评估与遴选	发行人应在发行文件中披露碳中和债募投项目具体信息，确保募集资金用于低碳减排领域。如注册环节暂无具体募投项目的，发行人可在注册文件中披露存量绿色资产情况、在建绿色项目情况、拟投绿色项目类型和领域，以及对项目类型环境效益的测算方法等内容，且承诺在发行文件中披露以下项目信息	(一) 定量测算环境效益 (二) 披露测算方法及效果 (三) 鼓励披露碳减排计划
募集资金管理	--	(一) 设立监管账户 (二) 做好闲置资金管理 (三) 定期排查
存续期信息披露	发行人应于每年4月30日前披露上一年度募集资金使用情况、绿色低碳项目进展情况以及募投项目实际或预期产生的碳减排效益等相关内容；于每年8月31日前披露本年度上半年募集资金使用情况、绿色低碳项目进展情况以及募投项目实际或预期产生的碳减排效益等相关内容	--

注：交易商协会官网，联合资信整理

作为碳中和债券项下子品种碳中和资产支持证券，需在满足以上四大核心要素的基础上，发挥其独特性，将碳中和项目中缺乏流动性但具有稳定未来现金流的资产转化为可在金融市场上出售的证券，进一步助力碳中和项目中上下游中小企业的发展和有效补充其资金需求。

碳中和资产支持证券发行情况

碳中和资产支持证券作为目前新兴的碳中和债券，发行处于窗口期，交易商协会明确提出为碳中和债券的注册评议开辟绿色通道，为碳中和相关产品的备案及发行提供一系列便利条件。具体而言，如在发行前已满足绿色债务融资工具相关机制要求的情况下，可在已有储架项目下通过发行前变更或备案转换为碳中和债券；如在发行前债券为非绿色债务融资工具，需发行前通过变更或备案方式转变为绿色债务融资工具及其项下碳中和债券的，需补充提供相关变更要件，并在系统流程提交时在“发行条款要素变更”处注明“拟变更为绿色债务融资工具”或“拟变更为碳中和债”。

截至4月10日，成功发行碳中和资产支持证券（包

括ABS、ABN、ABCP）产品7只（见表2），共计107.10亿元。其中包含交易所ABS产品1只，涉及金额10.30亿元，银行间市场的ABN及ABCP产品6只，涉及金额共计96.80亿元。

从基础资产类型来看，以应收补贴款作为基础资产的有3笔，分别为龙电2021-2、新能2号ABCP2021-1和三峡ABN2021-1，发行总金额共计49.76亿元，占目前发行总规模的46.46%，占比最高，均是以应收风电、光伏发电等项目的可再生能源电价补贴为入池资产；融资租赁债权作为基础资产的项目，底层融资租赁贷款多涉及风能、太阳能或光伏发电项目，发行总金额共计41.14亿元，占目前发行总规模的38.41%；基础设施收费收益权涉及基础资产包括使用清洁能源的城市轨道交通、利用清洁能源发电、供热等项目的未来现金流的收益权。

尽管目前碳中和资产支持证券产品的发行处于起步阶段，但随着交易商协会对“碳中和债券”发行指引的出台，作为碳中和债券项下创新型产品，碳中和资产支持证券的发行规模及基础资产类型将不断增加，并为相关企业，特别是向下游中小企业带来新的融资渠道。

表2 碳中和ABS、ABN（包括ABCP）产品发行情况（单位：亿元）

证券名称	证券简称	基础资产类型	发行总金额	债项评级
ABS产品				
龙源电力可再生能源电价附加补助2期绿色资产支持专项计划（专项用于碳中和）	龙电2021-2	应收补贴款	10.3	AAAsf
ABN（包括ABCP）产品				
国网国际融资租赁有限公司2021年度第一期绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	国网租赁ABCP2021-1	融资租赁债权	17.50	AAAsf
上海申能融资租赁有限公司2021年度第一期申金-安瑞绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	申金安瑞ABCP2021-1	融资租赁债权	23.64	AAAsf
国家电力投资集团有限公司2021年度新能源2号第一期绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	新能2号ABCP2021-1	应收补贴款	28.31	AAAsf
广州市公共交通集团有限公司2021年度第一期大湾区绿色定向资产支持票据（碳中和债）	广州公交ABN2021-1	基础设施收费收益权	13.50	AAAsf
中国三峡新能源（集团）股份有限公司2021年度第一期绿色资产支持票据（碳中和债）	三峡ABN2021-1	应收补贴款	11.15	AAAsf
宜春市国有资本投资运营集团有限公司2021年度第一期绿色定向资产支持票据（碳中和债）	宜春国资ABN2021-1	基础设施收费收益权	2.70	AA+sf

资料来源：Wind、CNABS，联合资信整理

二、碳中和债项关注点

需齐全的绿色认证

碳中和资产支持证券产品目前在交易商协会或证券交易所申报均需聘请第三方专业机构出具评估认证报告。

根据《绿色债券原则（2017）》来看，绿色债券发行时是否有第三方专业机构的绿色认证非发行的必要条件。与此不同的是，目前不论是交易商协会或证券交易所均需要申报的碳中和资产支持证券产品聘请第三方专业机构出具评估认证报告，并在评估认证报告中披露入池或拟入池基础资产的类型和领域，以及对应项目类型环境效益的测算方法等内容，确保入池资产符合绿色低碳项目标准。

在评估过程中，第三方专业机构需全部或抽样审核入池资产相关协议、合同文件判断基础资产是否存在违规行为，并判断入池基础资产是否符合《绿色债券支持项目目录（2015年版）》¹的相关认证标准，更重要的是披

露环境效益分析（包括碳减排效益分析和其他环境效益分析）。若在注册环节暂无具体募投项目的，需承诺在发行文件中披露以上项目信息。

资金混同风险

碳中和资产支持证券产品回收款可能在实际还款企业账户中停留时间较长，且实际还款企业自身偿债能力一般，需重点关注回收款在实际还款企业账户中的资金混同风险并设置缓释措施。

根据目前已发行项目的还款付息频率及回款路径来看（见表3），碳中和资产支持证券存在一定的资金混同风险。碳中和资产支持证券产品涉及底层实际还款企业大多为风力、水力、光伏发电和基础设施建设等相关企业，部分实际还款偿债能力一般，且根据Wind数据表明，已发行产品中有58.44%的资金归集频率为近半年归集转付一次，基础资产回收款在实际还款企业账户中停留时间较长，若产品存续期实际还款企业发生信用状况恶化、丧失清偿能力甚至破产，基础资产的回收款可能

表3 已发行碳中和资产支持证券本息兑付情况

证券名称	兑付频率	金额占总发行规模比重
龙源电力可再生能源电价附加补助2期绿色资产支持专项计划（专项用于碳中和）	按半年付息，过手摊还本金	9.62%
国网国际融资租赁有限公司2021年度第一期绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	第一期0.49年，到期一次性还本付息	16.34%
上海申能融资租赁有限公司2021年度第一期申金-安瑞绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	第一期0.48年，到期一次性还本	22.07%
国家电力投资集团有限公司2021年度新能源2号第一期绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	第一期0.24年付息，到期一次性还本	26.43%
广州市公共交通集团有限公司2021年度第一期大湾区绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	按季付息，过手还本	12.61%
中国三峡新能源（集团）股份有限公司2021年度第一期绿色资产支持票据（碳中和债）	按半年付息，过手摊还本金	10.41%
宜春市国有资本投资运营集团有限公司2021年度第一期绿色定向资产支持商业票据（碳中和债）	按季付息，过手还本	2.52%

资料来源：Wind、CNABS，联合资信整理

¹ 《绿色债券支持项目目录（2020年版）》为征求意见稿，目前第三方专业机构仍以《绿色债券支持项目目录（2015年版）》为主要参考。



和实际还款企业其他资金混同，从而使回收款损失。

为了更好地缓释资金混同风险，碳中和资产支持证券产品应设置相应的触发机制，如触发相关机制，需提高基础资产回收款的归集及划转频率，缩短资金回收款在实际还款企业账户中的停留时间，同时改变资金回收款的回款路径，使回收款直接划付至专项计划账户中，以缓释回收款损失的风险。在此基础上，设立资金监管账户，资金监管机构需加强对账户中资金回收、合格投资及划付的监管及记录。

目前发行的碳中和资产支持证券产品中，部分基础资产涉及可再生能源补助款或风力、水力、太阳能及光伏发电和供暖收入，且补贴款及发电、供暖收入均由国

家相关机构按标准统一发放，如基础资产的回款路径可由国家相关发放机构直接划拨至专项计划账户，则可以形成资金闭环，有效降低资金混同风险。

流动性风险

碳中和资产支持证券产品可能因入池基础资产回收款流入的频率、金额及政策波动较大，入池基础资产集中度较高，单一债务人、行业及地域波动会对回收款造成较大影响等原因而造成回款不足的情况，从而引发流动性风险，需着重关注入池基础资产回收款情况并采取相应的缓释措施。

在碳中和资产支持证券产品存续期，可能存在当期回收款不足以支付当期应付款项、利息及本金等应付款项的情况，引发流动性风险，而不同基础资产类型可能导致当期回收款不足的原因有所不同。

以应收补贴款作为基础资产的碳中和资产支持证券，基础资产回收款极度依赖于政府补贴，且近年补贴资金下发的频率、金额及政策波动较大，使碳中和资产支持证券存在一定的流动性风险。以目前已发行的3单项目中涉及的基础资产发电企业应收可再生能源电价补贴款为例，应收可再生能源电价补贴款来自于可再生能源发展基金²，由电网企业代征后，全额上缴中央国库，再按照应收补贴款产生的先后顺序支付或按比例结算等³结算方式，划拨回地方财政后通过地方电网企业发放至发电企业。自2011年底及2012年初财政部分别下发《可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法》和《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》（财综〔2011〕115号）至今，共计出台了14个相关政策或通知，具体各类可

² 可再生能源发展基金包括国家财政公共预算安排的专项资金（以下简称可再生能源发展专项资金）和依法向电力用户征收的可再生能源电价附加收入。可再生能源电价附加在除西藏自治区以外的全国范围内，对各省、自治区、直辖市扣除农业生产用电（含农业排灌用电）后的销售电量征收。

³ 光伏扶贫、自然人分布式、2019年光伏竞价项目、2020年按照“以收定支”原则确定的新增项目以及自愿转平价项目等优先拨付，其余项目按照统一比例拨付。

再生能源发电补贴款明细会有进一步的规定,例如2011年至2020年相关机构对光伏发电上网电价及补贴标准政策情况所示(见表4),常规分布式光伏发电项目补贴标准逐渐下降,2020年分布式光伏发电项目补贴分为户用和工商,补贴金额分别为0.08/kWh和0.05/kWh,仅约为2013年分布式光伏发电项目补贴款的0.12倍。同时,随着可再生能源发电行业的蓬勃发展,补贴资金需求也越来越大,可再生能源发展基金存在较大缺口,补贴资金下发的频率、金额及政策波动较大,对入池基础资产预测的回收款回收时间及金额存在较大的影响。

同时,基础资产为应收补贴款的碳中和资产支持证券产品有设置循环购买机制的,循环入池的新增资产需在预期到日期前回款,由于补贴资金下发频率、金额及政策的不断调整,可能使新增资产的回款时间晚于预测时间,从而给现金流回款金额造成损失,进一步扩大流动性风险。

针对这一风险,需对入池资产制定较为严格的合格标准,明确入池资产已履行完毕与资产对应的相关义务,明确每笔入池资产的确权时间和确权金额,明确或有依据的预估入池资产的回收时间,并制定相应不合格基础资产赎回机制和(或)违约基础资产赎回机制,以保证入池基础资产的质量及回收时间;进一步提高资产支证券产品的还本付息频率和方式,通过过手摊还本金的方式

减小到期一次性偿还本金的资金压力;针对存在循环购买机制的情况,设置相应的提前终止循环购买事件,当循环购买无法找到可以入池的新增资产或新增资产回款时间无法与产品时间匹配时,提前结束循环购买,以降低循环购买对资产支持证券最终偿付带来的不利影响。

以融资租赁债权作为基础资产的碳中和资产支持证券回款频率及金额较为稳定,但入池承租人可能存在集中度明显的情况,单一债务人逾期或者单一行业及地域波动均会对回收款造成影响,可能引发一定的流动性风险。针对此类项目,可以通过降低碳中和资产支持证券产品实际还款方集中度、建立有效支撑基础资产回收款的稳定收入来较好地缓释流动性风险。如光伏、太阳能等发电项目中涉及户用发电,实际还款方可以是小而分散的个人还款方,单一还款方回收款损失对基础资产整体回款情况影响较小;同时,发电电费收入构成通常由上网电费收入和补贴款收入构成,发电电费收入可优先用于偿还入池基础资产涉及债权,作为基础资产回收款的主要保障,可以较好地缓释碳中和资产支持证券面临的流动性风险。

资金投向及存续期管理

规范碳中和资产支持证券的募集资金投资方向,集中用于碳中和产品,并做好存续期对投资项目进展、低

表4 光伏发电标杆上网电价(指导价)和补贴标准(单位:元/kWh)

文件名称	普通光伏电站标杆上网电价(指导价)			常规分布式光伏发电项目补贴标准	
	I类	II类	III类	户用	工商业
发改价格(2020) 511号	0.35	0.40	0.49	0.08	0.05
发改价格(2019) 761号	0.40	0.45	0.55	0.18	0.10
发改能源(2018) 823号	0.50	0.60	0.70	0.32	
发改价格规(2017) 2196号	0.55	0.65	0.75	0.37	
发改价格(2016) 2729号	0.65	0.75	0.85	0.42	
发改价格(2015) 3044号	0.80	0.88	0.98	0.42	
发改价格(2013) 1638号	0.90	0.95	1.00	0.42	
发改价格(2011) 1594号	1.15或1.00	1.15或1.00	1.15或1.00	--	

资料来源:国家发展和改革委员会官网,联合资信整理

碳减排等信息的披露。

相比于绿色融资工具，交易商协会对碳中和债券的资金用途给出了更明确的投资方向，需更集中用于碳中和产品，聚焦于低碳减排领域，碳中和资产支持证券产品因底层资产具有一定分散性的特点，资金投向也可能涉及较多项目，因此对其募集资金投向及存续期债券管理需更加重视。

根据《关于明确碳中和债相关机制的通知》中对募集资金的用途及存续期信息的披露募投项目应符合《绿色债券支持项目目录》（以下简称“《目录》”）或国际绿色产业分类标准，新版《目录》⁴中包含6个一级目录、25个二级目录、48个三级目录和204个四级目录，第四级目录细分至具体项目名称并注并注明对该项目的条件或说明。其中，一级分类包括节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级和绿色服务六大类。

为提高碳中和债券发行人对募集资金的使用情况，需在存续期间定期（每年两次，4月30日前及8月31日前）或不定期的对投资项目的进展、低碳减排的实际效果及环境效益进行披露；对募集资金使用的合法性、合规性及有效性等进行披露，真正做到助力碳中和项目及其相关企业的健康快速发展。

三、碳中和债项未来发展趋势

目前碳中和债券的发行有较好的政策支持，处于发行窗口期，发行数量较少，随着越来越多的企业拓展自身碳中和项目，并布局相关碳中和金融产品支持后，碳中和债券的发行规模将快速增长，碳中和资产支持证券

凭借自身特性也将迎来更多机遇。

已发行的碳中和资产支持证券产品涉及基础资产类型以应收补贴款（主要为光电、风电、太阳能等可再生能源项目补贴款）、可再生能源项目项下融资租赁债权及基础设施收费权为主。在此基础上，根据交易商协会对碳中和债券募集资金的投放项目范围来看，高耗能企业（如石油化工企业）向清洁能源或低碳减排领域的改造、建设及发展，清洁交通相关的轨道运输，货运物流等产业布局，工业制造的相关低碳升级改造等均可作为基础资产通过发行资产支持证券产品进行融资。随着碳中和相关行业的蓬勃发展，未来将拓展更多的基础资产类型纳入到可发行碳中和资产支持证券的行列中来，进一步应用金融服务碳中和产品发展的理念，助力中国“3060目标”的早日实现。///



⁴ 2020年7月由人民银行、发改委和证监会联合向社会公开征求对《绿色债券支持项目目录（2020年版）》的意见，《绿色债券支持项目目录（2020年版）》在《绿色产业指导目录（2019年版）》三级分类的基础上进行了细化，调整为四级分类，《绿色债券支持项目目录（2020年版）》被称为新版《目录》，目前仍未正式公布，仅为征求意见稿。

2020年信用风险缓释工具市场研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 陈诣辉 王自迪 薛逸竹

一、2020年我国信用风险缓释工具市场的发展环境

2020年，百年不遇的新冠肺炎疫情对我国经济造成了巨大冲击，在一系列财税金融政策的支持下，二季度开始我国经济逐步恢复，全年GDP同比增速为2.30%。受新冠疫情影响，部分企业盈利能力下降，流动性压力加大，信用风险显著上升。2020年，国企债券违约事件明显增多，民营企业债券融资环境未见明显好转，债券市场对信用风险缓释工具（CRM）的需求依然迫切。

2020年，我国债券市场信用风险持续暴露，债券市场新增30家违约发行人，共涉及到期违约债券97期，到期违约金额合计约1002.55亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数同比虽有所下降，但到期违约金额同比有所上升。我国债券市场违约已常态化，在国企刚兑信仰瓦解的背景下，信用风险管理已经成为投资者风险管理体系的重要部分。

为助力疫情防控和复工复产，缓释信用风险，支持民营、小微企业融资，监管层继续出台了一系列政策促进信用风险缓释工具发展。

2020年1月23日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》（以下简称《计算标准》），明确了“信用衍生品”的风控指标计算标准，结合市场发展实践，提升指标体系完备性，实现对证券公司业务和风险的全覆盖。《计算标准》规定，对于同时买入债券以及同一标的信用衍生品的，按照受保护债券净值及买入信用保护工具账面价值的1%计算市场风险资本准备；持有债券面值超过合约

名义价值的部分（即风险敞口净额），仍按照相关非权益类债券标准（5%~80%）计算市场风险资本准备。这项规定实际上承认了信用衍生品能减少风险资产的资本占用，是一项重大的政策突破，有利于鼓励证券公司更积极地参与信用风险缓释工具市场。

4月24日深圳证券交易所（以下简称“深交所”）发布《信用保护工具业务指南第1号——信用保护合约（2020年4月修订）》，此次发布的修订版本是在去年发布的业务指南版本的基础上，进一步明确信用保护合约业务各环节操作流程，便利市场机构参与信用保护合约业务。同时深交所先后完成了信用保护合约仿真测试、全网测试和通关测试，进一步为业务实践打造技术基础。2020年10月，在信用保护合约业务试点稳健运行基础上，深交所正式发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，鼓励更多市场机构参与信用保护工具业务。

二、我国信用风险缓释工具的创设情况

发行情况

1. 银行间市场

我国信用风险缓释工具的创设以银行间市场标准化程度较高的CRMW产品为主。银行间市场信用风险缓释工具研究发展起步较早、基础设施建设相对完善，根据交易商协会网站披露的数据，截至2020年末，已有52家CRMW创设机构、48家CLN创设机构、60家CRM核心交易商以及98家CRM一般交易商完成备案；已有100家金融机构、148款非法人产品签署备案了《中国银行间市场金融衍生品交易主协议（凭证特别版）》。商



业银行和证券公司是我国信用风险缓释工具市场的主要参与主体,6大国有商业银行均已完成CRMW、CLN创设机构以及核心交易商备案,已有保险公司、基金公司和资管公司通过资管计划等非法人产品完成一般交易商备案(见表1)。

2020年,共有19家机构创设了66单CRMW产品,创设规模为110.40亿元,对应参照债券62期,债券类型主要

为超短期融资券(42期)、短期融资券(5期)、中期票据(8期)、资产支持证券(6期)和定向工具(1期)。

与2019年相比,2020年CRMW创设单数、参照实体家数、参照债券期数、创设规模、债券发行规模等指标有明显变化,其中CRMW创设单数、参照实体和参照债券期数分别为66单、41家和62期,同比分别减少27.47%、33.87%和31.87%;参照债券发行规模为

表1 银行间市场已备案信用风险缓释工具创设机构及核心交易商(单位:家)

机构类型	CRMW创设机构	CLN创设机构	核心交易商
证券公司	13	13	16
股份制商业银行	11	11	11
城市商业银行	13	11	14
国有商业银行	6	6	6
外资金融机构	4	4	5
政策性银行	1	1	2
信用增进机构	1	1	1
农村商业银行	3	2	5
合计	52	48	60

资料来源:中国银行间市场交易商协会(NAFMII)网站,联合资信整理

310.49亿元，同比减少23.14%；创设规模为110.40亿元，同比增加9.77%。参照实体企业属性方面，民企占比超过60%，信用风险缓释凭证对民营企业融资有较大作用。参照债券品种方面，期限较短的超短期融资券仍然是CRMW创设机构主要参照的标的。创设凭证期限分布在0.40~3年，新设凭证期限分布主要集中在0.50~1年之间。2020年，CRMW单月发行量维持在1~10单，月均创设规模维持在9.20亿元，月度发行规模与上年同期接近（见表2）。

2020年，银行间市场新创设的66单CRMW凭证期限基本均与参照债券期限相同，主要为270天（含266天、268天）期（29单）、180天（含182天、185天）期（10单）和3年（1095天）期（8单）。

2020年，银行间市场新创设的CRMW涉及参照实体41家，其中，有25家参照实体为民营企业。参照实体主要分布在浙江省（11家）、江苏省（9家）、北京（4家）；参照实体多为工业（13家）、材料（8家）和金融（6家）等实体经济领域企业。参照实体的信用等级分布在AAA~AA级，其中AA+级参照实体和AA级参照实体最多，均为17家，占比均为41.46%。

2020年，CRMW创设机构主要为国有商业银行（3家）、股份制商业银行（4家）、城商行（6家）、证券公司（5家）和担保机构（1家）；其中商业银行创设了52单CRMW，创设规模82.25亿元，证券公司创设了7单CRMW，创设规模13.70亿元，担保公司创设了7单

CRMW，创设规模13.70亿元。目前，CRMW的创设机构主体级别均为AAA级，具有很强的风险承担能力，保证了CRMW在发生信用事件时能够如期赔付。

截至2020年底，市场存续CRMW 81单，创设规模159.28亿元。存续CRMW参照实体级别分布中，AA+级参照实体的CRMW占比达到58.02%，AA和AAA级参照实体的CRMW占比分别为24.69%和6.17%。从到期来看，2021年将有49单CRMW到期，创设规模为92.38亿元。

2020年，银行间债券市场新发CLN一单，无新增到期。2020年12月，期限为1年的“中国农业银行股份有限公司2020年度第一期信用联结票据”发行并上市流通，创设规模1亿元，参照主体为恒力集团有限公司，风险事件触发条件为标的主体破产。CLN本质上可以看作“CDS+债券”，其联结的是参照实体的信用风险。由于CLN推出时间短、产品估值计算相对复杂，目前其在债券市场的发行情况仍落后于CRMW。

2. 交易所市场

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

2020年3月，首批疫情防控公司债信用保护合约业务在深交所市场顺利推出。其中，东吴证券承销“江苏省凯伦股份绿色创新创业防疫债券”并提供信用保护，债券发行人为江苏凯伦建材股份有限公司，东吴证券通过向投资者卖出信用保护合约的方式，为该期债券提供全额

表2 银行间市场CRMW历年发行情况

年度	单数	创设规模(亿元)	参照实体(家)	参照债券(期)	参照债券规模(亿元)	参照债券类型	凭证期限
2010年	8	6.90	7	8	455.00	短融、中票	0.75~3年
2011年	1	0.50	1	1	10.00	短融	1年以下
2016年	1	8.00	1	1	20.62	资产支持证券	5年
2018年	50	62.45	35	47	253.20	超短融、短融、中票	0.75~2年
2019年	91	100.57	62	91	403.95	超短融、短融、中票、资产支持证券	0.25~3年
2020年	66	110.40	41	62	310.49	超短融、短融、中票、资产支持证券、定向工具	0.40~3年

资料来源: Wind, 联合资信整理

信用保护。2020年,交易所市场部分信用保护工具创设情况如表3所示。

信用风险缓释工具创设价格

1. 信用衍生品定价模型

为了探索我国信用衍生品定价规律,完善我国信用衍生品定价模型,我们比较分析了我国信用衍生品实际创设价格与定价模型测算价格之间的异同。

(1) 违约率模型

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

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

二叉树模型假设未来参照债务存在违约、不违约两种情形,通过确定违约概率(PD)和违约损失率,推导出预期损失率,进而确定风险资本要求和风险回报率,最终得出CDS价格。二叉树模型可分为两个步骤:第一步,基于

参照债务的回收率、违约概率(PD)、无风险收益率和参照债务的现值构成等式方程,解出不同期限的参照债务的违约概率(PD);第二步,运用第一步解出的参照债务的违约概率与违约损失率、无风险收益率等变量推算出不同期限的CDS价格。本文以中债国开债即期收益率为无风险利率,对2019年与2020年我国发行的期限不超过1年的CRMW进行二叉树模型定价¹,发现2019年我国发行的78.38%的CRMW理论价格高于实际创设价格,而2020年我国发行的78.43%的CRMW理论价格高于实际创设价格,CRMW的实际平均创设价格比理论价格低20%左右(见图1、图2)。二叉树模型得出CRMW理论价格与实际创设价格出现上述差异的原因可能是由于二叉树模型的前提假设较多,如企业违约服从泊松过程、违约概率符合风险中性、违约损失率采用国际通用假设等,如果假设与实际情况不符,则会影响模型计算结果的准确度。

2020年,我国创设了51单期限不超过1年的CRMW,平均创设价格为1.57元/百元名义本金,而二叉树模型测算的CRMW平均价格为2.05元/百元名义本金,其中,40单CRMW的创设价格低于二叉树模型价格。总体而言,2020年我国CRMW平均创设价格低于二叉树模型价格0.48元/

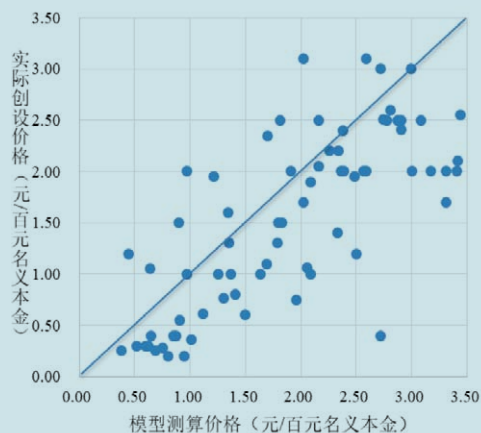
表3 部分交易所市场信用保护工具概况(单位:年)

交易所	创设机构	工具类型	参照债券	债项/发行主体级别	债券期限	发行方式	参照实体
深交所	东吴证券	合约	20凯伦SG	--/--	1	私募	江苏凯伦建材股份有限公司
深交所	中信证券/中证金融	合约	20恒逸01	AA+/AA+	2+1	公募	恒逸石化股份有限公司
上交所	华泰证券	合约	PR19云1A	AAA/--	6.3	私募	云南云投融资租赁有限公司
深交所	中信建投/中证金融	合约	20亚迪01	AAA/AAA	3+2	公募	比亚迪股份有限公司
深交所	国泰君安/中信证券/中证金融	合约	20TCLD1	--/AAA	0.49	公募	TCL科技集团股份有限公司
上交所	国泰君安	凭证	20山煤D2	--/AA+	1	私募	山西煤炭进出口集团有限公司
深交所	国泰君安	凭证	TCL定转2	--/AAA	2	私募	TCL科技集团股份有限公司
深交所	中信证券	凭证	狮桥SG2A	AA+/--	1.44	私募	狮桥融资租赁(中国)有限公司
深交所	招商证券	凭证	牧原2A1	AA+/--	1	私募	牧原食品股份有限公司

资料来源:联合资信整理

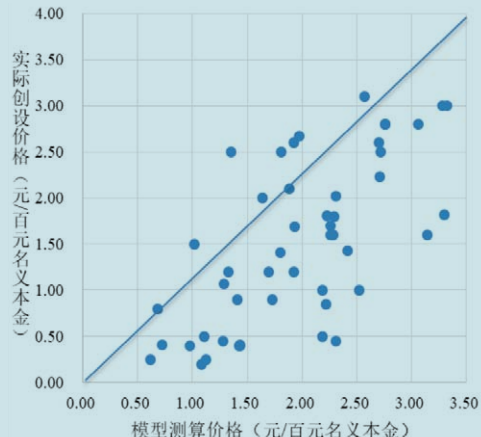
¹ 国际通用假设条件是:假设违约损失率为40%,回收率为60%。考虑到我国债券市场的违约历史较短,违约损失率和回收率数据积累不足,本报告暂时采用国际通用假设条件。

图1 二叉树模型测算CRMW价格与实际创设价格对比（2019年）



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 二叉树模型测算CRMW价格与实际创设价格对比（2020年）



资料来源: Wind, 联合资信整理

百元名义本金（见表4）。

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

(2) 信用利差模型

我们再使用信用利差模型测算CRMW理论估值与实际创设价格的差异，信用利差模型中的风险收益率曲线选取联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）编制的非金融企业债务融资工具收益率曲线，无风险收益率曲线选取中债国开债即期收益率曲线，并用风险收益率曲线与无风险收益率曲线的差值

作为CRMW的理论价格。选取CRMW凭证期限为3个月、6个月、9个月、1年、2年、3年的样本进行测算，并剔除参照债券为资产支持证券的样本，最终得到2019年CRMW样本63单、2020年CRMW样本42单。测算结果显示，2019年约有36.51%的CRMW样本理论价格高于实际创设价格，2020年约有28.57%的CRMW样本理论价格高于实际创设价格。

从模型检验结果来看（见图3、图4），CRMW样本理论价格高于实际创设价格占比下降，表示CRMW创设机构要求更高的风险补偿，大部分CRMW产品价格并未跟随信用利差下行，相对估值定价仍维持高位。

信用利差模型使用参照实体所发无担保债券的收益率与同期限无风险收益率之间的信用利差反映信用风险

表4 二叉树模型测算2018年—2020年CRMW价格与实际创设价格比较

创设年份	CRMW发行数量（单）	创设价格均值 （元/百元名义本金）	模型测算价格均值 （元/百元名义本金）	差值（元/百元名义本金）
2018	50	1.34	2.11	-0.77
2019	74	1.56	1.98	-0.42
2020	51	1.57	2.05	-0.48
总计	175	1.50	2.04	-0.54

资料来源: 联合资信整理

溢价水平,并作为CRMW定价的参考。信用利差模型未将流动性溢价、创设机构信用风险等因素考虑在内,且在实操中,由于无法基于各参照实体逐一构建风险收益率曲线,我们使用基于相同信用等级的风险收益率曲线进行代替,无法精确地反映参照实体的风险水平。整体来看,信用利差模型操作简便,但模型测算结果受到较多因素影响,只能对CRMW定价提供有限的参考。

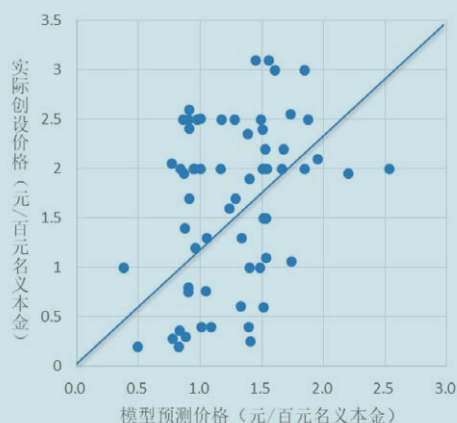
2. 信用风险缓释工具创设价格与参照实体信用风险等因素的相关性分析

CRMW的风险主要来源于参照实体和参照债券,CRMW创设时参照实体的主体信用等级可能对CRMW创设价格产生影响,同时参照实体的主体信用等级与参照债券的发行利率之间具有相关关系,一般而言相同期限内参照实体的主体信用等级越高,参照债券的发行利率越低。此外,CRMW实际创设规模与参照债券实际发行规模的比(CRMW覆盖率)、CRMW期限、无风险利率

(选取国开债即期收益率)可能也与CRMW创设价格具有一定相关关系。鉴于目前CRMW创设机构主要为大中型商业银行、证券公司、担保公司,创设机构自身的信用风险较低²,创设机构的主体信用等级无法作为解释变量用于CRMW创设价格分析。

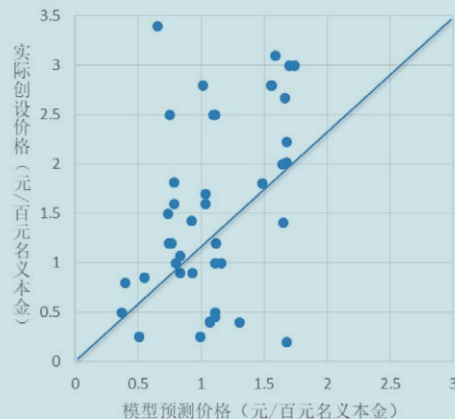
基于上述分析,我们选取CRMW创设价格³、参照债券发行利率、参照实体主体信用等级⁴、CRMW覆盖率、CRMW期限、无风险收益率(簿记建档日同期限国开债即期收益率)6个变量进行斯皮尔曼相关性分析。结果显示,在95%置信区间下,2018年至2020年各年样本中,参照债券发行利率、参照实体主体信用等级、CRMW覆盖率3个变量与CRMW创设价格的相关性均显著,此外2020年样本中CRMW创设价格与无风险利率之间具有负相关关系。具体来看,2018年和2019年参照债券发行利率与CRMW创设价格强相关,参照实体主体信用等级、CRMW覆盖率与CRMW创设价格

图3 信用利差模型测算CRMW价格与实际创设价格对比(2019年)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图4 信用利差模型测算CRMW价格与实际创设价格对比(2020年)



资料来源: Wind, 联合资信整理

² 国创设机构最新主体信用等级均为 AAA。

³ 选取 2018 年至 2020 年创设的付费方式为前端一次性付费、参照债券为信用债、采用簿记建档方式定价的 CRMW 样本进行分析。

⁴ 对参照实体主体信用等级进行赋值处理,AAA 级为 1,AA+ 级为 2,AA 级为 3。

呈弱相关，主要是由于市场化定价机制下，CRMW买方根据参照债券的发行成本以及参照实体的信用水平对风险与收益进行权衡，如果参照实体级别较低、参照债券发行利率较高，则说明参照债券的信用风险较高，投资者需要支付更高的“保费”（CRMW价格），对于无担保债券而言，参照实体、参照债券的信用风险已经较为充分地反映在债券发行利率中，对于风险水平较高的债券，投资者选择同步购买对应CRMW的比例可能更高。由于各年创设的CRMW样本凭证期限以1年期及以下为主且期限较为接近（主要为1年期和270天），CRMW凭证期限与CRMW创设价格不具有显著的相关关系。

2020年CRMW创设价格与参照债券发行利率之间的相关性有所减弱，且CRMW创设价格表现出与无风险收益率的相关性，可能是由于新冠肺炎疫情冲击下阶段性适度宽松的货币政策导致市场利率在一季度显著下行，二季度以来货币政策逐渐回归，市场利率逐步抬升，

全年利率波动较大。同时投资者响应政策号召，积极认购疫情防控债，相关发行人融资成本明显降低，部分疫情防控债低于同时期较高级别的债券发行利率。上述因素共同导致2020年CRMW样本中，参照债券发行利率与参照实体主体信用等级之间未呈现出相关性（见表5），参照债券的发行利率无法体现其风险水平，投资者可能需要根据参照实体主体信用等级与无风险收益率综合考量以确定CRMW创设价格。

3. 信用风险缓释工具创设价格指数

国外信用衍生品除了参照单一经济实体的单一信用衍生品之外，还有参照一系列经济实体的组合信用衍生品，其中，信用衍生品指数是重要的组合信用衍生品。信用衍生品指数可以参照特定区域、特定行业的一系列经济实体，并通过指数的变化反映该特定区域、特定行业的信用风险变化趋势（见表6）。

我们以2018年为基期，依据2018年—2020年参照9家企业发行的46单CRMW产品，计算了2020年不同区域的

表5 CRMW创设价格影响因素相关性分析

变量	2018年		2019年		2020年		整体	
	斯皮尔曼 相关系数	显著性	斯皮尔曼 相关系数	显著性	斯皮尔曼 相关系数	显著性	斯皮尔曼 相关系数	显著性
参照债券发行利率	0.853**	0.000	0.889**	0.000	0.554**	0.000	0.713**	0.000
参照实体主体信用等级	0.342*	0.016	0.365**	0.002	0.465**	0.001	0.408**	0.000
CRMW覆盖率	0.379**	0.007	0.357**	0.003	0.296*	0.035	0.340**	0.000
CRMW期限	-0.086	0.556	0.016	0.898	-0.154	0.281	-0.054	0.485
无风险收益率	0.077	0.598	0.197	0.110	-0.525**	0.000	-0.269**	0.000

注：**表示在0.01级别（双尾），相关性显著；*表示在0.05级别（双尾），相关性显著
资料来源：Wind，联合资信整理

表6 2018年—2020年CRMW创设价格指数

指数类型	CRMW参照实体家数	CRMW发行数量	2018年	2019年	2020年
CRMW浙江指数	3	17	100	113.35	75.83
CRMW广东指数	2	10	100	107.44	107.81
CRMW江苏指数	2	19	100	151.31	146.72
CRMW总指数	9	46	100	121.52	104.40

注：CRMW创设价格指数的计算方法是首先计算出各年参照同一主体发行的CRMW的平均创设价格，然后，计算各年参照同一组合中不同主体发行的CRMW的平均创设价格，最后，将各年参照同一组合中不同主体发行的CRMW平均创设价格与基期（2018年）参照同一组合的CRMW平均创设价格对比，得到各年CRMW创设价格指数
资料来源：Wind，联合资信整理

CRMW指数。2020年，CRMW广东指数为107.81点，与2019年相比，上升了0.37点，表明与2019年相比，广东省企业的信用风险略有升高；CRMW江苏指数为146.72点，与2019年相比，下降了4.59点，表明与2019年相比，江苏省企业的信用风险有所下降；CRMW浙江指数为75.83点，与2019年相比，下降了37.51点，表明与2019年相比，浙江省企业的信用风险大幅下降。

总体来看，2020年CRMW总指数为104.40点，较2019年下降了17.12点，表明与2019年相比，我国发债企业2020年的整体违约风险呈下降态势。

三、我国信用风险缓释工具的交易情况

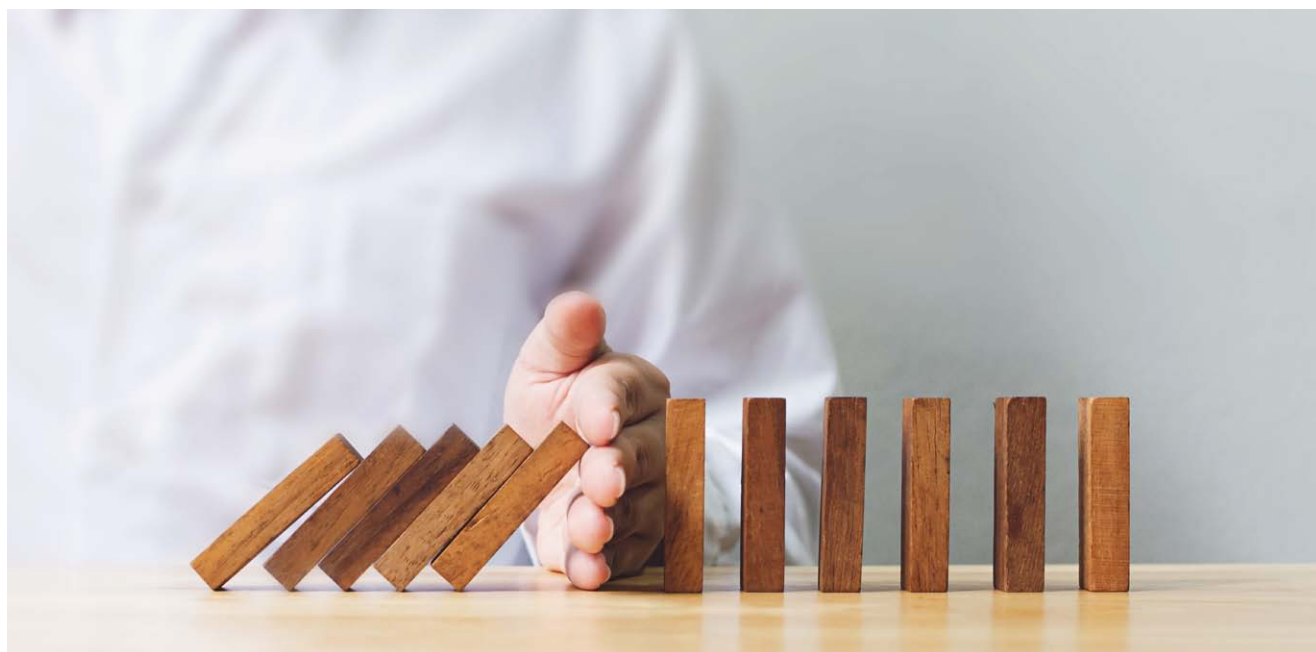
2020年，我国信用风险缓释市场发展较为缓慢，机构参与程度不高，二级市场交易尚不活跃，信用风险缓释工具发行创设整体趋于收缩，债券融资工具信用风险对冲需求仍有待开发。目前未有信用风险缓释工具二级市场转让交易的公开信息披露，随着国内债券违约常态化，未来信用风险缓释工具交投活跃度有望得到改善。

截至2020末，共有68单CRMW产品到期，未出现触发信用事件的情形。第三方机构（如中债、中证、银行间市场清算所股份有限公司和北京金融资产交易所）提供信用风险缓释凭证的定期估值服务，每个交易日提供信用风险缓释凭证的估值数据，为二级市场交易提供价格依据，积极促进信用风险缓释凭证的二级市场交易。

四、CRM市场未来展望

2020年，我国信用衍生品相关政策有新的突破，信用风险缓释工具逐步向弱资质主体渗透，但创设机构更趋谨慎，市场交易尚不活跃。整体来看，我国信用风险缓释工具市场仍处于初期阶段。

监管部门开始认可信用衍生品减少资本占用的功能。长期以来，我国监管部门一直未对信用风险缓释工具的资本占用做出明确规定，在实际操作中，信用风险缓释工具尚未被纳入风险资产对冲工具，我国商业银行和其他金融机构不能通过购买信用保护减少资本占用，因此，我国金融机构购买信用保护的积极性不高。



2020年1月,证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》,明确规定了信用衍生品的风控指标计算标准。如果证券公司同时买入债券以及同一标的信用衍生品的,证券公司可按照受保护债券净值及买入信用保护工具账面价值的1%计算市场风险资本准备;持有债券面值超过合约名义价值的部分(即风险敞口净额),仍按照相关非权益类债券标准(5%~80%)计算市场风险资本准备。这项规定实际上承认了信用衍生品具有风险对冲功能,能够减少证券公司风险资产的资本占用,是一项重大的政策突破。证券公司可以通过购买信用衍生品减少其风险资产的资本占用,这将大大提高证券公司购买信用衍生品的积极性。未来,证券公司有望在我国信用衍生品市场中发挥更加积极的作用。

CRMW逐步向弱资质主体渗透

2018年10月,央行及时提出支持民营企业债券融资,首批民企债务融资支持工具CRMW随之创设。从当年创设情况来看,参照主体评级为AAA级和AA+级占比高达82.86%,高级别主体占比很高。当时整体融资环境依然处于收缩阶段,创设机构更倾向于为实际信用风险较小的民

企提供信用保护。2019年AAA级和AA+级主体占比下降至61.29%,AA级主体占比超过了三分之一,创设机构为更多的弱资质主体提供了信用保护。2020年,AAA级主体减少到2家,AA+级主体占比为41.46%,AA级主体占比增加到41.46%,CRMW进一步向资质较弱的AA级参照主体渗透,进一步发挥支持弱主体发债融资的功能。未来,为进一步支持民营企业和小微企业发债融资,创设机构可能会创设更多的参照弱资质主体的信用风险缓释工具。

信用事件频发和新冠疫情冲击使创设机构更趋谨慎

2019年出现的包商银行被央行接管、城投非标债务违约等信用风险事件,2020年爆发的百年不遇的新冠疫情冲击、AAA级地方国企及央企债券违约等事件,持续影响CRMW创设机构的风险偏好,创设机构更趋谨慎,一方面减少新创设CRMW,另一方面提高了CRMW产品的创设价格。在2018年和2019年曾经很活跃的中债信用增进投资股份有限公司,在2020年仅创设了少量CRMW产品。未来,随着信用风险的持续暴露,创设机构在创设CRMW产品时可能会更趋谨慎,并进一步提高CRMW产品的创设价格。///

2021年一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. 国债收益率整体呈先降后升走势

2021年一季度(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)以及抵押补充贷款(PSL)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。目前国内疫情已基本得到全面控制,国内经济发展动力不断增强,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,短端利率季初波动较大,长端利率水平较为平稳。

本季度,银行间固定利率国债到期收益率均呈先

表1 2021年一季度利率债发行和存量情况

券种类别	2020年一季度发行情况		2020年四季度发行情况		2021年一季度发行情况		2021年一季度末存量	
	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	505	20728.17	276	31919.89	123	14919.10	6538	468076.71
国债	25	5436.20	48	24063.25	21	5990.00	265	207910.95
地方政府债	480	15291.97	228	7856.64	102	8929.10	6273	260165.76
央票	3	160.00	3	150.00	3	150.00	3	150.00
政策性银行债	99	5,826.80	89	7998.80	134	7576.90	302	188270.75
政府支持机构债券	4	420.00	8	710.00	6	720.00	169	17525.00
合计	611	27134.97	376	40778.69	266	23366.00	7012	674022.46

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：联合资信COS系统、中国债券信息网、上海清算所、Wind

降后升走势，其中短端利率季初波动较大，长端利率水平较为平稳（见图1）。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（2.58%）较上季度（2.76%）下降19BP，较上年同期（2.03%）上升55BP；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2.87%、3.03%、3.19%和3.21%，较上季度（2.98%、3.08%、3.26%和3.23%）分别下降11BP、4BP、7BP和3BP，较上年同期（2.42%、2.64%、2.82%和2.84%）分别上升45BP、39BP、38BP和36BP。

2. 利率债发行量有所下降

本季度，债券市场共发行利率债2.34万亿元，环比减少42.70%，同比减少13.89%。其中，政府债券的一季度发

行量降幅显著，可能由于一季度地方债提前批额度下达较晚。截至2021年一季度末，我国债券市场利率债品种存量规模达到67.40万亿元，较上季度末继续增加（见表1）。

3. 利率债交易环比有所上升

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28.32万亿元，环比上升19.15%，同比下降9.63%。其中，地方政府债和政策性银行债的交易量环比均有所上升，同比均有所下降；国债的交易量环比和同比均有所上升（见图2）。

信用债

1. 各期限信用债发行利率均呈先降后升走势

本季度，一年期短融的平均发行利率与一年期银

图1 各期限银行间固定利率国债到期收益率走势

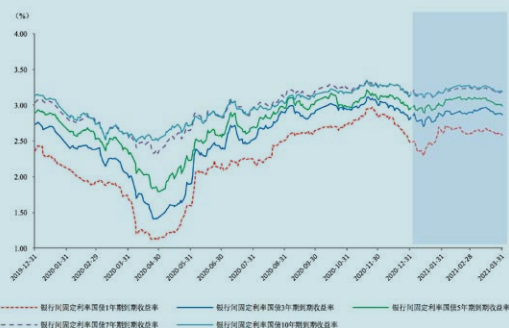


图2 主要利率债交易情况



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 (4.33%) 较上季度 (4.30%) 上升3BP, 较上年同期 (3.73%) 上升60BP。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, 其中三年期公司债和七年期企业债的平均发行利率分别为4.10%和5.71%, 较上季度 (4.44%和5.87%)

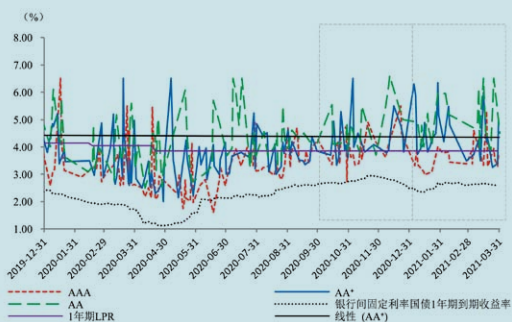
分别下降34BP和16BP, 较上年同期 (3.81%和5.39%) 分别上升29BP和32BP; 五年期中期票据的平均发行利率为4.42%, 较上季度 (4.37%) 上升5BP, 较上年同期 (3.80%) 上升62BP (见图3—图6)。

2. 信用债发行情况

(1) 非金融企业发行量环比增幅显著

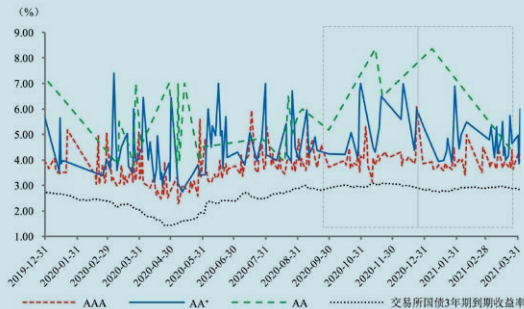
本季度, 非金融企业所发债券¹的发行家数、发行

图3 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



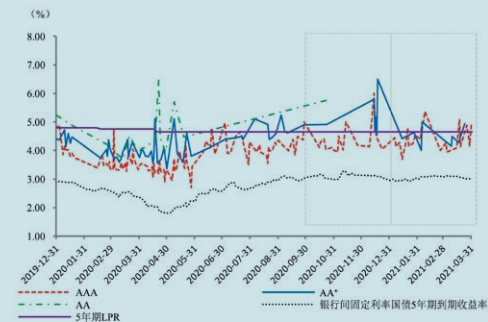
注: 1. 统计期以起息日为准
2. 对含有选择权的债券期限进行调整, 按选择权之前的期限进行统计, 例如债券的原始期限设计为“5+2”, 则期限为5年
3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券
资料来源: Wind

图4 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势



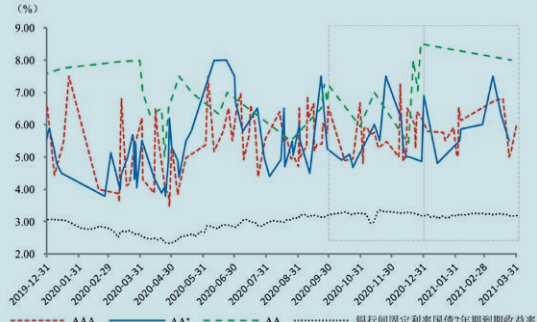
注: 1. 统计期以起息日为准
2. 对含有选择权的债券期限进行调整, 按选择权之前的期限进行统计, 例如债券的原始期限设计为“5+2”, 则期限为5年
3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券
资料来源: Wind

图5 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



注: 1. 统计期以起息日为准
2. 对含有选择权的债券期限进行调整, 按选择权之前的期限进行统计, 例如债券的原始期限设计为“5+2”, 则期限为5年
3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券
资料来源: Wind

图6 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势



注: 1. 统计期以起息日为准
2. 对含有选择权的债券期限进行调整, 按选择权之前的期限进行统计, 例如债券的原始期限设计为“5+2”, 则期限为5年
3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券
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。

期数和发行规模环比均有10%以上的增幅，主要原因是去年四季度在信用违约事件多发的环境下，信用债发行量降幅显著，到今年一季度有所回暖。具体来看，超短融、短融和中票发行量环比增幅显著，而企业债和一般公司债发行量环比有所下降。非金融企业所发债券同比变化不一，发行期数和发行规模同比均有所增加，发行家数同比有所下降。其中，短融的发行量同比下降显著，可能受超短融对短融的替代和分流作用影响。一季度平均发行规模为9.58亿元，环比、同比均

有下降（见表2）。

(2) 非政策性金融债券发行量整体有所下降

本季度，共有105家金融机构发行非政策性金融债210期²，总发行规模为7554.15亿元，非政策性金融债发行期数和发行规模环比和同比均有不同程度下降（见表3）。其中，商业银行债券（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）发行量同比有所上升，主要由于商业银行资本补充债券发行需求加大。保险公司债券发行量同比增幅显著，主

表2 2021年一季度非金融企业发行债券情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			平均发行规模		
	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	1264	34.04	11.27	598	24.07	6.60	13545.80	34.01	10.07	10.72	-0.02	-1.07
短融	135	42.11	-12.34	113	41.25	-9.60	1028.80	34.35	-28.44	7.62	-5.46	-18.37
中期票据	529	29.66	1.34	435	36.79	7.14	4981.65	13.33	-6.55	9.42	-12.59	-7.79
企业债	88	-27.87	37.50	83	-29.06	38.33	887.20	-13.46	12.02	10.08	19.97	-18.53
公司债	984	6.84	17.84	782	8.31	19.94	8297.05	-1.74	5.38	8.43	-8.04	-10.58
一般公司债	279	-12.81	-1.06	200	-9.09	1.01	3338.37	-19.06	-0.36	11.97	-7.17	0.71
私募债	705	17.30	27.49	596	16.18	27.62	4958.68	14.79	9.63	7.03	-2.14	-14.01
合计	3000	20.53	10.66	1551	10.31	-12.37	28740.50	16.17	3.61	9.58	-3.61	-6.37

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：联合资信COS系统

表3 2021年一季度非政策性金融债券发行情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			平均发行规模		
	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	50	-26.47	42.86	46	-19.30	53.33	3441.70	-17.76	17.89	68.83	11.84	-17.47
证券公司债	87	-17.14	7.41	38	-15.56	-7.32	2270.95	-16.11	20.51	26.10	1.24	12.20
证券公司短融	52	-8.77	-37.35	24	-7.69	-17.24	1295.00	-12.44	-43.70	24.90	-4.02	-10.13
保险公司债	7	-12.50	75.00	7	-12.50	75.00	225.00	8.96	41.96	32.14	24.52	-18.88
其它金融机构债	14	-26.32	-30.00	12	-36.84	-14.29	321.50	-41.22	-57.02	22.96	-20.23	-38.60
合计	210	-18.29	-5.83	105	-20.45	10.53	7554.15	-17.21	-5.69	35.97	1.32	0.14

资料来源：联合资信COS系统

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。

³ 目前该分类下均为商业银行永续债。

要受业务结构优化转型影响，保险公司资本补充债券需求增加影响。证券公司短融发行期数和规模环比、同比均有所下降，主要由于券商融资需求放缓致使发行量回落。

(3) 资产支持证券发行量同比有所上升

本季度，在银行间和交易所债券市场上，资产支持证券和非金融企业资产支持票据（ABN）发行期数和发行规模同比均有所增加，环比均有所减少（见表4）。同比增加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、资管新规过渡期进入尾声非标转标需求更加迫切、不良资产规模持续上升推动特殊机遇资产证券化产品增多、鼓励消费政策不断推出和知识产权强国战略深入实施促进消费贷款资产支持证券和知识产权资产支持证券的扩大发行。

本季度，全国首单创投主题资产支持票据、交易所市场首单“碳中和”资产支持证券和银行间首只公开发

行的“碳中和”资产支持票据成功发行（见表5）。

3. 信用债交易量环比有所下降

信用债交易规模为10.61万亿元，环比下降6.18%，同比上升13.50%。具体来看，短期融资券（含超短期融资券）成交2.36万亿元，环比上升17.62%，同比则下降9.32%；公司债和企业债分别成交0.14万亿元、0.28万亿元，环比均下降超10%，同比均小幅上升；中期票据成交2.37万亿元，同比和环比均有所下降。整体来看，信用债受永煤事件及春节假期影响，市场整体活跃度稍显不足，但随着市场情绪的不断修复，3月主要信用债交易规模已基本恢复至永煤事件前水平。

二、债券市场运行特征

非金融企业信用等级集中度略有下降

本季度，非金融企业所发债券⁴的信用等级主要分

表4 2021年一季度资产支持证券发行和存量情况

券种类别	2020年一季度发行情况		2020年四季度发行情况		2021年一季度发行情况		2021年一季度末存量	
	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）
资产支持证券（银行间）	70	1187.80	255	4306.85	130	2222.59	1146	16097.3
资产支持证券（交易所）	648	2424.47	1227	5738.38	850	3044.96	6427	22484.33
非金融企业资产支持票据	149	662.11	333	1920.57	248	991.84	1628	7159.77
合计	867	4274.38	1815	11965.80	1228	6259.39	9201	45741.40

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：联合资信COS系统

表5 2021年一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
2021/3/19	深圳易睿投资发展有限公司2021年度第一期定向资产支持票据	国内首单创投主题ABN
2021/3/30	龙源电力可再生能源电价附加补贴2期绿色资产支持专项计划（专项用于碳中和）	交易所市场首单“碳中和”ABS
2021/3/30	中国三峡新能源（集团）股份有限公司2021年度第一期绿色资产支持票据（碳中和债）	银行间首只公开发行的“碳中和”ABN

资料来源：联合资信公开资料整理

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）。

布在AAA级至AA级⁵。AAA级的发行期数和发行规模仍为最多,二者占比分别为60.74%和77.29%,占比环比(66.31%和81.69%)均有所下降;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上升。

整体来看,一季度短融发行主体和非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用级别仍集中在AA+及以上级别,但AAA级占比环比有所下降,信用等级集中度略有下降。

地方国有企业发行量有所增加,民营企业发行量有所减少

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92.55%和91.92%,环比和同比变化不大。其中地方国有企业发行期数和规模环比和同比均有所增加,在总发行量中的占比亦有所上升,而中央国有企业发行期数和规模环比和同比均有所减少,在总发行量中的占比亦有所下降。

民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分别下降3.45%和1.08%。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。

不同地区债券发行有所分化,行业集中度进一步上升

本季度,北京、江苏、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(481期)和北京的非金融企业发行规模(5201.70亿元)分别位列第一。非金融企业发行债券期数前十位的地区中,江西替代上季度的湖北



跻身本季度第十位。非金融企业发行债券规模前十位的地区中,江西和湖南取代陕西和湖北跻身本季度前十位。与上季度相比,除北京地区非金融企业所发债券期数和规模均有所减少外,排名前十的其他各地区非金融企业所发债券期数和规模均有所增加。

一季度不同地区债券发行有所分化,江苏、湖南和江西等地的发行量增幅均在40%以上;而河北、辽宁、宁夏和河南地区发行量环比和同比降幅均在40%以上,发行量降幅显著可能受到违约事件多发影响,地区信用风险较大。

从行业分布来看,本季度建筑与工程⁸、电力和房地产开发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所发债券的发行期数、发行规模均位居首位,去年同期位居前十的煤炭、航空、建材和钢铁行业本季度跌出前十,被综合类、其他多元金融服务、海港与服务 and 铁路运输取代。建筑与工程、公路与铁路、海港与服务 and 铁路运输行业企业所发

⁵ 短融、超短融和短期公司债的信用等级为其发行主体信用等级,其他券种为债项信用等级。

⁶ 包括中央国有企业和地方国有企业。

⁷ 含外资企业。

⁸ 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。

债券的发行量环比、同比均大幅上升。

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期数和发行规模在总发行期数和规模中的占比环比、同比均有所上升，行业集中度进一步提升。

创新券种发行量增幅明显，“碳中和”债成功发行

1. 绿色债券发行保持增长态势，首批“碳中和债”在债券市场成功发行

本季度，绿色债券发行期数为67期，发行规模为1028.50亿元，共涉及55家发行人⁹，无新增发行人。发行量同比和环比均有所增加。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。其中，65.22%的绿色债券发行利率低于可比债券¹⁰的平均发行利率，环比有所增加，同比略有下降。61.19%的绿色债券采取了第三方认证¹¹，环比和同比均有所增加。

本季度，全国首批“碳中和债”和“碳中和”专项债在银行间和交易所债券市场成功发行，发行期数为35期，合计发行规模人民币620.80亿元。所涉及的25家发行人均为国有企业，券种包含公司债、中期票据、超短期融资券、资产支持证券和资产支持票据，发行人行业主要分布于电力、公路与铁路运输、石油、天然气与供消费燃料等。募集资金主要用于清洁能源、节能、补充流动性资金领域。

2. 熊猫债发行量增幅显著

本季度，我国债券市场共有11家发行人发行16期熊

猫债，发行规模为254.00亿元，发行量环比和同比均增幅显著，债券类别涉及超短融、中票、PPN、公司债和国际机构债，其中公司债发行期数最多，国际机构债发行规模最大。熊猫债发行主体仍主要为中资背景境外企业，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3.65%，较上季度和上年同期分别上升34BP和68BP。

二级市场运行特征

1. 中短期票据信用利差整体收窄，期限利差呈波动态势

信用利差方面，本季度，各信用等级中短期票据收益利差整体呈收窄态势，其中短期限、中低信用等级中短期票据收益利差压缩更为明显，即1年期各信用等级中短期票据收益利差收缩幅度较3年期和5年期利差更大，AA+和AA级各期限中短期票据收益利差收缩幅度较AAA级利差更大。整体来看，市场信用有所修复。

期限利差方面，本季度中短期票据期限利差整体呈波动态势（见图7）。受永煤违约事件冲击影响，一月份市场避险情绪浓厚，投资者更倾向于选择高评级、中短

图7 2021年一季度中短期票据期限利差情况



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）。

期债券品种，期限利差不断走阔。后续随着市场情绪的缓和，二月份期限利差整体有所收窄，春节后由于央行公开市场投放不及预期，投资者担忧货币政策收紧，短端利率继续快速回升，期限利差进一步收窄。三月份随着短端利率下行，市场期限利差又有所上升。

2. 城投债和产业债信用利差整体呈波动下行走势，内部继续分化

2021年一季度，各级别产业债和城投债信用利差均呈小幅波动下行走势（见图8、图9）。其中AAA级产业债利差已基本恢复至永煤违约前水平，但AA+和AA级产业债以及各信用等级城投债利差仍高于永煤违约前水平。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。

城投债分地区来看，青海、贵州、黑龙江、云南、广

西、天津、吉林、山西、辽宁等地城投债信用利差均呈小幅波动上行走势；产业债分企业性质来看，随着市场情绪缓和，一季度各企业性质产业债发行人利差均有所回落，其中中央企业产业债信用利差已恢复至永煤违约前水平，但地方国有企业及民营企业产业债信用利差仍高于永煤违约前水平。整体来看，城投债和产业债内部信用仍有所分化。

债券市场信用风险常态化暴露

2021年一季度，我国债券市场新增13家违约发行人¹²，共涉及到期违约债券49期，到期违约金额合计约653.54亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和规模较2020年一季度（7家，31期，478.35亿元）和2020年四季度（11家，29期和283.53亿元）均有所上升，主要系海航系发行人（11家）破产重整所致。新增违约

图8 各信用等级城投债利差走势情况



资料来源: Wind

图9 各信用等级产业债利差走势情况



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。

发行人中11家为地方国有企业，占比73.33%，地方国有企业信用风险仍然较大。新增违约发行人行业主要集中在航空、交通基础设施和房地产管理和开发行业。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17家，涉及到期违约债券31期，到期违约规模合计约316.97亿元，较2020年一季度（8家，26期，136.24亿元）和2020年四季度（13家，23期，126.78元）均有所上升。

三、债券市场展望

稳健的货币政策将更加灵活精准，市场流动性仍将保持合理充裕

今年政府工作报告和央行货币政策委员会一季度例会均指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时效，保持流动性合理充裕。整体来看，随着国内经济的不断恢复，货币政策将回归常态化。预计二季度稳健的货币政策将更加灵活精准、合理适度，但不排除边际趋紧的可能，市场流动性整体保持合理充裕。

债券市场相关制度不断完善

债券市场机制体制将进一步完善。今年《政府工作报告》强调加强债券市场建设，这在近三年的《政府工作报告》中首次出现，预计2021年债券市场建设力度将进一步加大，监管层有望从多角度继续完善债券市场体制机制建设，促使债市服务实体经济的功能得到更好发挥。

对外开放步伐有望继续加快。随着富时罗素公司确认将中国国债纳入其全球政府债券指数（WGBI），中国债市对外开放又取得了一项阶段性成果。在我国构建双循环新发展格局的推进下，预计未来监管层将不断加强

金融市场基础制度建设，提高基础设施服务水平，便利国际投资者参与我国债券市场，提升债券市场对外开放的广度和深度。此外，受益于疫情下我国基本面率先实现修复、货币政策保持稳健以及人民币资产的相对安全性，境外投资机构在我国债券市场的参与数量和投资规模也有望继续增长，我国债券市场对外开放步伐将进一步加速。

监管层将继续加强风险管控，完善债券违约处置机制。4月6日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期风险管理工作指南》的通知，指导存续期信用风险管理工作，防范化解金融风险，保障债券市场的平稳运行和持续健康发展。4月7日，国新办新闻发布会上财政部主要负责人表示，将进一步完善新增地方债分配机制，严控高风险地区新增债券规模，完善政府债券发行管理机制，优化地方政府债券品种结构和期限结构，避免风险持续累积。预计未来监管层将继续强化信用债存续期监管、加强市场中介机构监管力度，进一步完善违约处置机制。

债券发行规模有望保持稳定

在市场流动性仍将保持合理充裕、债券机制体制不断完善的背景下，政策持续支持各品种债券的发行，债券发行规模有望保持稳定，具体来看：

政策支持鼓励绿色领域债券发行，将推动绿色债券发行量的增长。在“30·60目标”下，国务院发布构建绿色低碳循环发展经济体系的纲领性文件，对当前和未来一定时期绿色低碳循环发展做出整体部署，此后多部委相应开展碳达峰、碳中和相关工作。碳中和债推出在多方政策的支持下，绿色债券市场有望迎来大发展契机。

政策支持中小银行发行资本补充债券。3月25日，

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。



国务院印发《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》，明确将继续多渠道补充中小银行资本、强化公司治理，未来监管有望继续创新和完善中小银行资本补充工具；此外，4月16日，银保监会一季度行业发展情况会上有关负责人表示，今年将继续发行地方专项债，助力补充中小银行资本金，解决银行资本不足的问题。

政策支持科技创新、城镇化建设等领域债券发行，将推动相关领域债券发行量的增长。

二季度新增地方政府债有望提速。3月政府工作报告明确了今年新增地方专项债额度，拟发行地方政府专项债券3.65万亿元，较去年稍减，但仍超出市场预期，随

着地方政府专项债额度的下达，二季度有望迎来地方政府债发行高峰。

债券市场仍面临较大信用风险，但风险总体可控

二季度新冠肺炎疫情对我国企业经营活动产生的不利影响仍然存在，部分企业存在高杠杆、慢周转的情况，出现信用风险的概率仍然较大。同时，二季度我国债券市场信用债总偿还量约3.81万亿元¹⁴，其中4月、5月和6月单月的偿还量均在1万亿元以上，偿还压力较大，预计二季度信用风险事件仍会持续发生，债券市场仍面临较大信用风险，但整体可控，债券风险管理机制以及违约处置制度也将不断完善。■

¹⁴ 总偿还量含到期还款、回售以及将于2021年发行且于年内到期超短融的情况。其中，回售比例按30%进行估计，并假定超短融发行与到期与2020年情况大致相当。

海航系企业破产重整，违约风险定向集中释放

——2021年一季度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 董欣焱 张岩 王自迪

本文从违约情况、等级调整与等级迁移、利差表现三方面分析我国债券市场评级表现并对评级质量进行检验。2021年一季度，海航系企业破产重整、弱资质主体违约风险持续出清，债券市场平稳运行、信用风险整体可控。

违约情况方面，2021年一季度我国债券市场新增违约发行人13家，主要为海航系企业，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约规模较2020年一季度均有所增加；信用评级违约预警能力不足的问题仍较为突出。

等级调整方面，公募债券发行人信用等级调整率较2020年一季度变化不大，等级调降趋势同比有所强化；国有企业在调升、调降发行人中的占比同比均有所上升，相较2020年一季度，国有企业等级调整趋势由调升转为调降；大跨度等级调整数量同比有所增加。信用等级迁移方面，截至2021年一季度末，高级别（AAA级、AA+

级）主体占比较2020年一季度末均有所上升；样本数量较多的A+级及以上级别均呈现向下迁移趋势。

利差表现方面，2021年一季度，信用等级与债券发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，主要券种不同信用等级利差间均存在显著性差异，信用评级能够较好地反映发行人信用风险差异。

一、违约情况统计分析

海航系企业破产重整，违约风险定向集中释放

2021年一季度，我国债券市场新增13家违约¹发行人，均为公募债券市场发行人²，主要系海航系发行人破产重整所致³，涉及到期违约债券⁴共计49期，到期违约金额⁵合计约653.54亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约规模较2020年一季度（7家，31期，478.35亿元）均有所增加。另有17家2021年之

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

² 发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约发行人：发行人所发公募债券发生违约、发行人发生私募债券违约但违约时仍有公募债券存续，违约包括仅主体违约、主体和债项均发生违约的情况。

³ 海南高院于2021年2月10日裁定受理海航集团有限公司及下属63家子公司破产重整申请于2021年3月13日裁定对海航集团有限公司等321家公司进行实质合并重整，涉及发行人存续债务立即到期应付。

⁴ 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

⁵ 债券未偿付本金和利息之和。

前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金（重复违约），涉及到期违约债券共计31期，到期违约金额合计约316.97亿元，重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较2020年一季度（8家，26期，136.24亿元）均有所增加。整体来看，债券市场违约仍呈常态化发生，海航系企业、房地产管理和开发行业⁶违约风险定向集中释放。

信用评级的违约预警能力不足

2021年一季度，我国债券市场13家新增违约发行人中有12家在违约前具有有效信用等级，违约事件发生前评级机构均通过各类评级行动进行了风险预警⁷，首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间在1个月以内的有7家，1~3个月（含）的有2家，6~12个月（含）的有1家，1年以上的有3家（见图1）。整体来看，2021年一季度信用评级的预警及时性较2020年一季度有所下降，主要系海航集团流动性危机较早爆发且风险处置工作复杂，部分海航系发行人因技术性因素（无法提供跟踪评级所需资料等）导致评级预警动作滞后。

二、等级调整与等级迁移分析

信用等级调整情况

1. 等级调整相对稳定，调降趋势同比有所强化

2021年一季度，我国公募债券市场共有39家（多评级分别统计，下同）发行主体信用等级发生调整，调整率为0.73%，较2020年一季度（0.78%）略有下降；其中，信用等级被调升的发行主体有3家，调升率为0.06%，较2020年一季度（0.35%）下降0.29个百分点，信用等级被

调降的发行主体有36家，调降率为0.67%，较2020年一季度上升0.24个百分点（见表1）。整体来看，2021年一季度公募债券市场评级稳定性变化不大，但发行主体信用等级调降趋势有所强化。

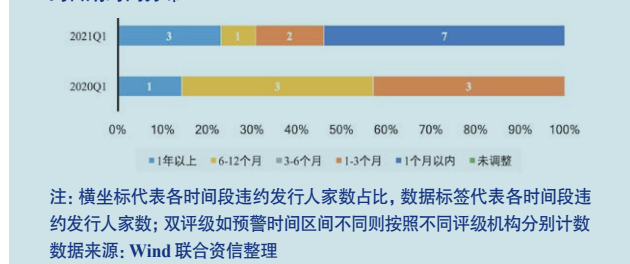
评级展望方面，2021年一季度我国公募债券市场无评级展望被调升的发行人，评级展望被调降的发行人有2家（均为由稳定调整为负面），评级展望调整数量较少，信用等级调整仍然是评级机构揭示发行主体信用风险的主要手段。

2. 国有企业在调整样本中占比上升，调整趋势由调升转为调降

2021年一季度，我国公募债券市场信用等级被调升的发行主体均为国有企业（3家）；信用等级被调降的发行主体中，国有企业（17家）和民营企业（16家）数量相当，占比分别为47.22%和44.44%。相比而言，2020年一季度信用等级被调升的发行主体中，国有企业和民营企业的占比分别为77.78%和11.11%；信用等级被调降的发行主体中，国有企业和民营企业的占比分别为22.73%和59.09%。信用等级被调升、调降的发行主体中，国有企业占比同比均有所上升。

国有企业（含中央国有企业和地方国有企业）整体调升率为0.07%，较2020年一季度（0.34%）下降0.27个

图1 2020年一季度和2021年一季度首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布



⁶ 如无特殊说明，本文所称行业均指 Wind 三级行业。

⁷ 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

表1 2020年一季度和2021年一季度我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行主体 (家、%)	信用等级		评级展望		合计	
	2021Q1	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1	规模 (亿元)
样本数量	5142	5369	5142	5369	5142	5369
调升数量	18	3	1	0	19	3
调降数量	22	36	2	2	24	38
调升率	0.35	0.06	0.02	0.00	0.37	0.06
调降率	0.43	0.67	0.04	0.04	0.47	0.71

注：统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限视同其所发债券的有效期限；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；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；评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升，由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降
资料来源：联合资信COS系统，联合资信整理

百分点，调降率为0.39%，较2020年一季度（0.12%）上升0.27个百分点，国有企业调整趋势由调升转为调降；民营企业未发生调升，2020年一季度调升率为0.27%，民营企业调降率为2.26%，较2020年一季度（1.76%）上升0.50个百分点，民营企业仍呈现调降趋势。

3. 大跨度评级调整数量有所增加

2021年一季度，我国公募债券市场共发生27次大跨度评级调整⁸现象，涉及发行主体23家，较2020年一季度（13次，10家）有所增加。从企业性质来看，发生大跨度调整的发行主体中，国有企业有12家，民营企业有9家，外资企业（含外商独资和中外合资企业）有2家；从地区分布来看，发生大跨度调整的发行主体分布于海南（8家）、重庆（3家）以及广东和河北（各2家）等地；从行业分布来看，发生大跨度调整的发行主体行业类型较为分散，涉及航空、房地产管理和开发、交通基础设施、化工、制药等行业。

总体而言，新冠肺炎疫情对经济基本面的冲击持续显现，部分经营状况恶化、管理能力不佳、盈利能力

下滑、集中偿债压力大、再融资渠道不畅的发行人存在信用风险加速暴露甚至违约的可能。随着债券市场体制机制不断完善，通过市场化、法制化手段处置信用风险的市场氛围逐渐形成，无论是国有企业还是民营企业，弱资质主体违约风险的定向、有序出清将成为趋势。

信用等级迁移矩阵⁹

1. AA+级及以上级别发行主体占比有所上升

截至2021年一季度末，公募债券市场发行主体信用等级集中在AA-级及以上级别，占比（96.42%）较2020年一季度末下降0.55个百分点。其中，AA级占比仍然最高（35.72%），较2020年一季度末下降4.68个百分点；AAA级和AA+级占比为27.53%和26.30%，较2020年一季度末分别上升2.69个百分点和1.46个百分点；AA-级占比（6.87%）较2020年一季度末下降0.03个百分点。整体来看，AA+级及以上级别发行主体占比较2020年一季度末均有所上升（见图2）。

⁸ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人期初、期末主体信用等级调整超过3个子级以上（含3个子级）。例如，期初等级为AA，期末等级调整为A，等级调整跨越AA-和A+，则为发生大跨度调整；不同评级机构对同一发行主体的大跨度评级调整各计为1次。

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

2. 信用等级迁移数量相对较少, 主要级别均呈现向下迁移趋势

2021年一季度, 我国公募债券市场多数发行人和债券尚未进入评级跟踪期, 发行主体信用等级迁移数量相对较少, 评级稳定性整体较高。从信用等级迁移方向来看, 样本数量较多的A+级及以上级别均呈现向下迁移趋势(见表2)。

三、主要券种利差分析

2021年一季度, 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)以及抵押补充贷款(PSL)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。目前国内疫情已基本得到有效控制, 国内经济发展动力不断增强, 央行货币政策松紧适度。整体来看, 银行间市场资金面保持稳定, 短端利率季初波动较大, 长端利率水平较为平稳(见表3)。

2021年一季度, 信用等级(超短融、短融为主体信

用等级, 其他券种为债项信用等级)对债券发行利率、利差的影响主要体现在以下方面:

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

(2) 样本数量相对较多的各期限、各券种中, 3年期中票的发行利差和交易利差以及3年期公司债和5年期企业债的发行利差呈现出AA级级差均大于AA+级级

图2 2020年一季度末和2021年一季度末我国公募市场债券发行主体信用等级分布图



表2 2021年一季度我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵(单位: 家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1377	99.42	--	0.07	--	--	--	--	--	--	--	0.51
AA+	1313	0.08	99.54	0.08	--	--	--	--	--	--	--	0.30
AA	1783	--	0.11	99.61	0.06	--	0.06	--	--	--	--	0.17
AA-	347	--	--	--	98.27	0.29	0.58	--	--	--	--	0.86
A+	102	--	--	--	--	99.02	--	--	--	0.98	--	--
A	12	--	--	--	--	--	91.67	--	--	--	--	8.33
A-	4	--	--	--	--	--	--	75.00	--	25.00	--	--
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	2	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB-	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00
BB+及以下	36	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

注: 统计样本不包含评级机构发生变更的发行人主体; 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况, 无法体现各家评级机构的具体迁移情况; 统计期初为2021年1月1日, 期末为2021年3月31日, 下同

资料来源: 联合资信COS系统

表3 2021年一季度主要券种分级别利差统计

债券类型	期限	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP%)			样本数量	交易利差 (BP%)		
				区间	均值	均值	级差	变异系数		均值	级差	变异系数
超短融	270D	AAA	89	2.70~7.30	3.28	93.24	--	74.05	85	78.77	--	73.91
		AA+	115	2.80~6.90	4.12	176.92	83.68	52.42	112	171.29	92.51	64.85
		AA	60	3.50~6.50	4.81	246.66	69.75	35.13	59	217.44	46.16	60.12
短融	365D	AAA	34	2.89~5.30	3.59	101.27	--	47.06	33	94.38	--	80.06
		AA+	53	3.23~6.95	4.45	191.76	90.49	54.17	52	178.45	84.07	65.86
		AA	34	3.69~6.60	4.89	234.79	43.03	35.66	34	222.37	43.92	52.41
中票	3Y	AAA	148	3.35~6.80	3.93	104.95	--	41.92	147	102.32	--	53.08
		AA+	167	3.70~7.00	4.62	175.14	70.18	42.25	166	165.40	63.08	56.71
		AA	62	4.00~7.50	5.50	262.61	87.47	32.86	58	238.44	73.03	54.87
	5Y	AAA	26	3.70~5.37	4.32	128.55	--	28.40	26	128.68	--	28.96
		AA+	10	4.00~5.00	4.52	149.08	20.53	23.22	10	147.95	19.27	22.86
		AA	2	4.30~5.30	4.80	179.74	11.32	--	0	--	--	--
公司债	3Y	AAA	119	3.30~4.99	3.83	95.58	--	32.35	38	91.76	--	31.09
		AA+	38	3.90~6.90	4.70	181.18	85.61	38.13	5	177.04	85.28	40.19
		AA	2	4.30~8.35	6.33	349.80	168.62	84.25	0	--	--	--
	5Y	AAA	23	3.79~4.48	4.04	103.65	--	17.70	2	117.36	--	39.66
		AA	1	7.60~7.60	7.60	461.01	--	--	0	--	--	--
		AA-	1	5.00~5.00	5.00	199.42	-56.17	--	0	--	--	--
企业债	5Y	AAA	13	3.65~4.99	4.15	111.03	--	30.74	11	114.14	--	32.36
		AA+	5	4.42~4.92	4.68	163.18	52.16	13.40	4	156.08	41.94	12.59
		AA	2	4.90~6.80	5.85	281.24	118.05	46.17	0	--	--	--
	7Y	AAA	2	4.14~5.99	5.07	186.99	--	71.80	2	185.73	--	72.13
		AA+	4	4.80~5.50	5.03	184.08	-2.91	15.87	4	183.68	-2.05	16.75
		AA	2	6.30~8.00	7.15	394.40	210.32	31.39	0	--	--	--
商业银行债	3Y	AAA	17	3.36~3.70	3.52	60.75	--	13.95	17	61.28	--	14.77
		AA+	2	3.70~4.00	3.85	96.90	36.15	21.89	2	109.31	48.03	33.21
		AA	1	3.70~3.70	3.70	96.95	0.05	--	1	85.75	-23.56	--
商业银行二级资本	5Y	AAA	3	4.15~4.40	4.23	124.29	--	12.57	3	125.40	--	13.61
		AA+	5	4.70~5.20	4.86	184.96	60.67	9.03	5	184.97	59.56	9.31
		AA	1	4.80~4.80	4.80	168.42	-16.54	--	1	170.60	-14.37	--
		AA-	1	4.80~4.80	4.80	179.74	11.32	--	0	--	--	--
		A+	1	5.30~5.30	5.30	224.60	44.86	--	1	226.74	--	--
		A	6	5.20~6.00	5.58	255.59	30.99	10.80	1	251.63	24.89	--
		A-	1	5.00~5.00	5.00	199.42	-56.17	--	0	--	--	--
		AAA	1	4.38~4.38	4.38	114.36	-85.06	--	1	114.90	--	--

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

资料来源：Wind，联合资信整理

差的特征，说明信用等级越低，投资者对债券风险溢价的要求越高，但不排除部分级别样本数量较少的影响；

(3) 使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对样本数量较多¹⁰的超短融、短融、中票、公司债、

企业债、商业银行债等的利差进行显著性检验¹¹，参与检验的各级别主体所发超短融、短融以及各级别中票、公司债不同信用等级利差之间均存在显著性差异，信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

¹⁰ 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。

¹¹ 在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2021年4月—5月，债券市场¹新增违约²主体3家，涉及到期违约债券4期，到期违约规模约21.59亿元。另有11家重复违约³主体，共涉及到期违约债券13期，到期违约规模合计约116.97亿元。

截至5月31日，2021年我国债券市场新增违约主体16家，涉及到期违约债券55期，到期违约规模约739.45亿元，较上年同期（10家、36期、511.24亿元）均有所增加。重复违约主体20家，涉及到期违约债券41期，到期违约规模合计约369.61亿元，较上年同期（13家、32期、201.26亿元）均有所增加（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2021年4月—2021年5月，债券市场有1家发行人主体级别发生上调，有14家发行人主体级别发生下调，1家发行人主体展望发生上调，5家发行人主体展望发生下调。

截至5月31日，2021年我国债券市场有4家发行人主体级别发生上调，较上年同期（43家）有所减少，有49家发行人主体级别发生下调，较上年同期（32家）有所增加。有1家发行人主体展望发生上调，较上年同期未发生变化，7家发行人主体展望发生下调，较上年同期未发生变化。

表1 2018年—2021年5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—5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	16	55	739.45
重复违约	9	20	126.15	28	67	416.57	19	59	375.58	20	41	369.61

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5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—5月	2018年	2019年	2020年	2021年1—5月
调升数量（家）	254	218	237	4	28	12	5	1
调降数量（家）	97	86	78	49	21	21	20	7

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

青海省投资集团有限公司

一、主体概况

青海省投资集团有限公司（以下简称“青海投资集团”或“公司”）是青海省西宁市金属、非金属与采矿业企业，前身为成立于1993年3月的青海省投资公司，于2001年4月改制为集团公司并更为现名。经过多年的发展，目前公司已形成了包括煤炭、电力、冶金、矿产资源风险勘探及金融租赁在内的多元化业务格局。公司为地方国有企业，控股股东和实际控制人为青海省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司分别于2012年10月08日和2017年12月20日在银

行间债券市场和上海证券交易所发行10年期一般企业债“12青投债”和7年期私募债“17青投债”，发行规模分别为6.00亿元和10.00亿元，到期日分别为2022年10月08日和2022年12月20日。由于公司境外美元债2020年3月17日发生实质性违约，且偿债风险巨大，2020年6月16日，公司收到债权人的《重整申请通知书》，2020年6月19日，西宁市中级人民法院作出（2020）青01破申3号《民事裁定书》，裁定受理债权人对公司的破产重整申请，公司存续债券立即到期且本息未能偿付，发生实质性违约。

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
12青投债	20121008	20221008	20200619	0.08	--	AA/AA/稳定	企业债	中证鹏元	本息违约
17青投债	20171220	20221220	20200619	10.36	--	AA/AA/稳定	私募债	中证鹏元	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；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；3.违约债券统计仅包含发行人境内违约债券，未包括境外违约债券
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
2017-04-18	公司发布2016年年报，当期营业收入和利润总额分别为163.87亿元、1.60亿元，同比分别增加16.27%、107.79%，但经营性净现金流（3.80亿元）同比减少17.39%，全部债务规模（347.96亿元）同比增长15.73%。
2017-06-26	考虑到2016年公司铝产品业务收入与毛利率均大幅提升，公司经营实现扭亏，现金生成能力持续提高，且得到地方政府的大力支持，在2017年的主体和债券的跟踪评级报告中，中证鹏元决定维持公司债券主体级别为AA级，维持本期债券信用等级为AA级，评级展望为稳定。
2017-12-06	公司公告，截至2017年11月末，公司借款余额396.12亿元，较2016年末借款余额累计新增40.76亿元，占2016年末经审计净资产的30.71%，超过上年末净资产的百分之二十。
2018-04-10	公司发布2017年年报，当期营业收入和利润总额分别为172.12亿元、1.62亿元，同比分别增加5.03%、1.25%，全部债务规模（400.73亿元）继续同比增长15.17%。

2018-04-24	公司公告, 公司控股子公司青海百和再生铝业有限公司在对青海黄河水电再生铝业有限公司进行重组的过程中, 将青海黄河水电再生铝业有限公司欠付的职工薪酬(3037.04万元)作为重组成本, 计入公司投入资本中核减, 此次减资后, 公司注册资本金变为63.89亿元。
2018-05-03	公司公告, 截至2017年12月31日, 公司累计新增借款余额74.08亿元, 上年末净资产132.71亿元, 累计新增借款占上年末净资产的比例高达55.82%, 超过上年末净资产的百分之四十。
2018-06-27	公司公布公司主体和债券的2018年跟踪评级结果: 中证鹏元维持公司债券主体级别为AA级, 维持本期债券信用等级为AA级, 评级展望为稳定。
2018-09-28	公司公告, 根据中共青海省委办公厅[2018]264号文件, 公司免去宏伟党委书记和董事长职务, 任命程国勋为公司新任党委书记和董事长; 根据中共青海省委办公厅[2018]162号文件, 任命郭海荣为公司党委副书记和公司总经理职务。
2019-01-22	公司发布公告称因华融金融租赁股份有限公司与公司的子公司青海平安高精铝业有限公司融资租赁合同纠纷案件, 公司所持有的青海金瑞矿业发展股份有限公司无限售流通股1.20亿股股份被冻结。本次冻结股份占金瑞矿业总股本的41.78%, 占公司持股总数的98.32%。本次冻结后累计被冻结股份数量为1.22亿股, 占金瑞矿业总股本的42.50%, 占公司持股总数的100%。
2019-02-25	由于技术原因, 截至2019年2月25日下午5时公司未能及时将“18青投PPN001”的2140万元本息支付到上海清算所。随后通过多方紧急处理, 于2019年2月25日下午7时左右完成2140万元本息支付到上海清算所的操作, 完成本期债券的兑付。
2019-03-05	公司公告, 由于公司盈利能力恶化、受限资金程度较高、存在众多合同纠纷、子公司股权被冻结等问题, 中证鹏元决定将公司主体信用评级由AA下调至AA-, 将“12青投债”的债项信用等级由AA下调至AA-, 评级展望为负面。
2019-05-27	公司发布2018年年报, 当期营业收入为186.54亿元, 同比增加8.38%, 但利润总额(-9.94亿元)大幅下降转负, 全部债务规模(399.73亿元)同比略有减少。
2019-06-27	由于公司部分债务逾期, 偿债压力较大, 审计机构对公司2018年度财务报告出具无法表示意见的审计报告, 公司未来持续经营能力存在不确定性, 资金受限程度较高, 子公司股权基本被冻结, 在建工程存在停滞的风险和面临担保代偿等风险, 中证鹏元将公司的长期信用主体由AA-级下调至BBB级。
2020-03-17	由于公司未能足额兑付其发行的境外美元债青投集团7.25%B2020的到期本息、境外美元债青投集团6.4%N2021的半年度利息, 已构成实质性违约。中证鹏元将公司主体信用评级由BBB下调至C; 将“12青投债”和“17青投债”的债项信用等级由BBB下调至CC, 评级展望为稳定。
2020-06-19	西宁中院作出(2020)青01破申3号《民事裁定书》, 裁定受理债权人对公司的破产重整申请。存续债券立即到期且本息未能偿付, 发生实质性违约。

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

公司盈利能力恶化, 持续经营存在重大不确定性

由于公司电力销售、电解铝和铝加工等主营业务生产经营状况较差, 2018年公司盈利能力恶化, 综合毛利率下降2.73个百分点至6.03%, 利润总额(-9.94亿元)大幅下降转负。会计事务所对公司出具了无法表示意见的审计报告, 并强调“公司的持续经营仍存在重大的不确定性”。2019年公司营业收入(156.72亿元)同比下降15.99%, 综合毛利率进一步下降至2.86%, 利润总额为-11.38亿元, 同时公司经营性净现金流首次由正转负, 大幅流出31.22亿元, 经营获现能力恶化。公司现金流难以维持正常的生产经营, 持续经营面临较大风险。

公司债务规模和偿债压力较大且部分已逾期

近年来公司大幅举债, 债务规模不断攀升。截至2019年末, 公司资产负债率达到了82.98%, 同比上涨0.31个百

分点, 有息债务规模达到了354.15亿元, 整体债务负担较重, 其中短期债务规模为246.68亿元, 占全部债务的70%左右, 公司面临较大的集中偿付压力。与此同时, 截至2019年末, 公司流动比率仅为19%, 2019年EBITDA利息倍数仅为0.19, 叠加经营活动净现金流大幅流出, 公司偿债能力较弱。在此背景下, 公司大量债务发生逾期, 2019年新增逾期有息债务规模超过120亿元。

公司资产受限程度较高, 再融资能力较差

截至2019年末, 公司货币资金为7.87亿元, 同比下降82.87%, 其中7.38亿元使用权受限; 公司受限资产账面价值总额达124.65亿元, 占公司资产总额的17.30%。整体看, 公司可自由使用货币资金较少, 资产流动性较弱。此外, 公司持有的子公司股权被频繁冻结或轮候冻结, 加上公司大量债务出现逾期、存在众多未决诉讼、发生美元债违约等事件, 公司的再融资能力受到了较大影响, 造成了公司资金链的断裂, 加大了公司违约风险。■

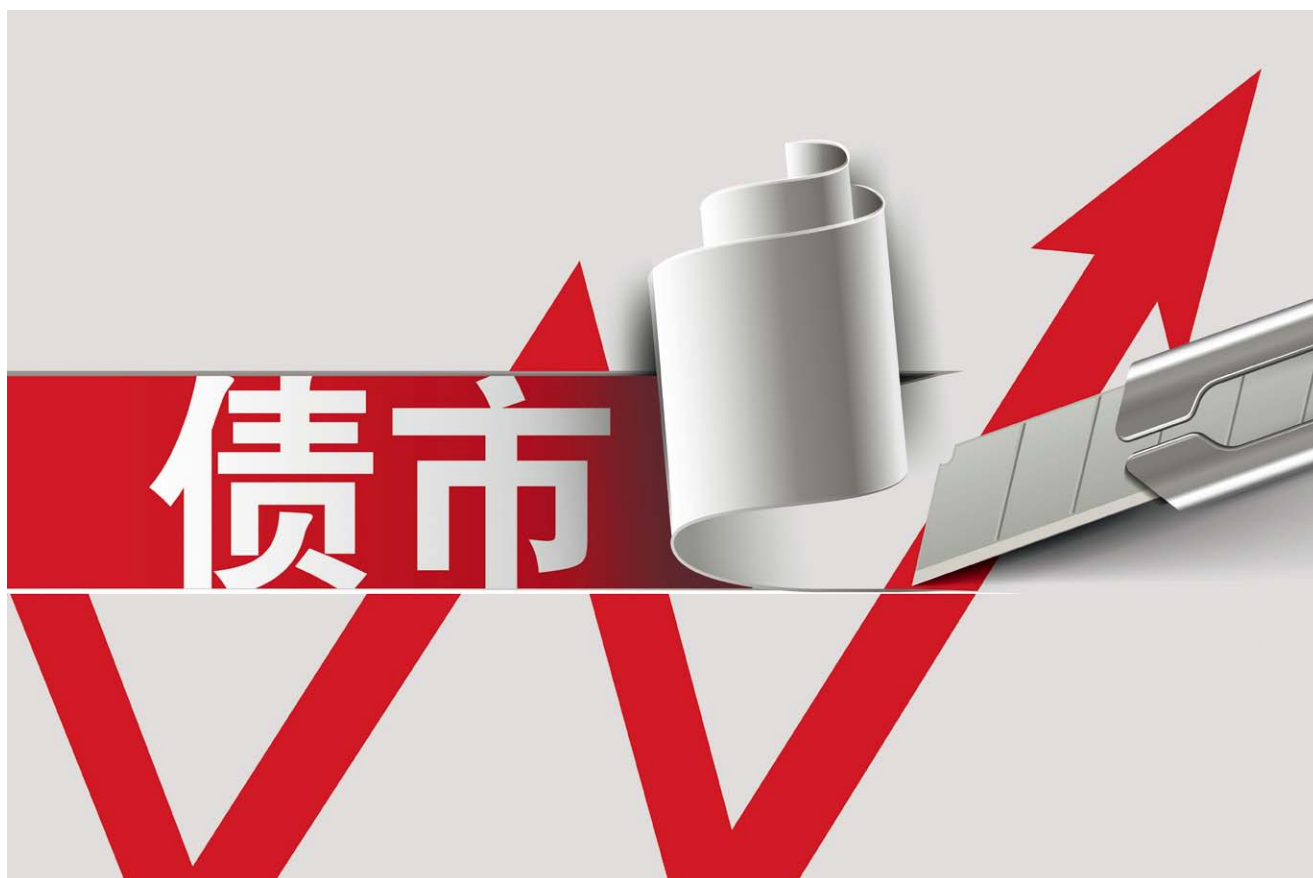


表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
资产总额 (亿元)	498.75	569.66	639.11	773.27	720.46
所有者权益 (亿元)	105.84	132.71	150.95	134.01	122.59
长期债务 (亿元)	138.15	147.48	181.70	156.48	107.47
全部债务 (亿元)	300.66	347.96	400.73	399.73	354.15
营业收入 (亿元)	140.94	163.87	172.12	186.54	156.72
利润总额 (亿元)	0.77	1.60	1.62	-9.94	-11.38
EBITDA (亿元)	24.97	16.20	15.41	5.80	5.90
经营性净现金流 (亿元)	4.60	3.80	5.48	27.45	-31.22
营业利润率 (%)	5.02	7.84	8.10	5.31	-7.23
净资产收益率 (%)	0.42	0.77	0.77	-7.50	-9.40
资产负债率 (%)	78.78	76.70	76.38	82.67	82.98
全部债务资本化比率 (%)	73.96	72.39	72.64	74.89	74.29
流动比率 (%)	45.92	37.14	44.66	34.58	19.00
全部债务/EBITDA (倍)	12.04	21.48	26.01	68.90	60.03
EBITDA利息倍数 (倍)	1.55	2.79	2.54	0.23	0.19
经营现金流动负债比 (%)	2.20	1.46	2.12	6.58	-7.05

注: 2018年年报出具无法表示意见, 2019年年报未经审计
资料来源: 联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

国务院发布《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》

2021年4月13日，国务院发布《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，对健全地方政府依法适度举债机制提出了要求，主要内容包括：健全地方政府债务限额确定机制，完善专项债券管理机制，建立健全专项债券项目全生命周期收支平衡机制，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，依法落实到法定债券偿还责任，健全地方政府债务信息公开及债券信息披露机制等。

(摘自中央人民政府官网, 2021年4月13日)

三部门联合发布《绿色债券支持项目目录（2021年版）》

2021年4月21日，人民银行、发展改革委、证监会联合发布《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2021年版）〉的通知》，并随文发布《绿色债券支持项目目录（2021年版）》。

《绿色债券支持项目目录（2021年版）》实现了三大重点突破，一是绿色项目界定标准更加科学准确；二

是债券发行管理模式更加优化；三是为我国绿色债券发展提供了稳定框架和灵活空间。《绿色债券支持项目目录（2021年版）》的发布，将使我国绿色债券更加聚焦绿色低碳发展战略，更好地为我国绿色金融发展赋能，推动绿色金融领域的国际合作。

(摘自中国经济网, 2021年4月22日)

中债登联合交易商协会发布《关于企业债券信息披露有关事项的通知》

为做好《公司信用类债券信息披露管理办法》的贯彻实施工作，2021年4月30日，中央国债登记结算有限责任公司与交易商协会联合发布《关于企业债券信息披露有关事项的通知》，通知就企业债券受理审核阶段的信息披露工作作如下要求：自2021年5月1日起，新申报企业债券应按照《办法》规定编制申报材料，未按《办法》规定编制申报材料的企业债券不予受理。新申报企业债券应按照《办法》规定编制申报材料；对2021年5月1日前已受理但未完成注册的企业债券，以及已完

成核准或注册但未完成全部发行的企业债券，均应在债券发行时按照《办法》要求进行信息披露。

(摘自搜狐网, 2021年4月30日)

上海证券交易所起草《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则（征求意见稿）》

为贯彻落实新《证券法》要求，深入推进公司债券注册制改革，规范公司债券发行上市审核和自律监管工作，服务实体经济发展，保护投资者合法权益，2021年5月19日，上海证券交易所起草了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则（征求意见稿）》，修订了《上海证券交易所公司债券上市规则》《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌转让规则》《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》，并就以上4项业务规则向社会公开征求意见。

(摘自新浪财经, 2021年5月19日)

上交所发布公司债券信息披露相关指引

2021年4月29日，上交所发布

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1号——申请文件及编制（2021年修订）》和《上海证券交易所公司债券自律监管规则适用指引第1号——公司债券持续信息披露》，上交所表示，本次发布的两项指引明确了公司债券发行上市审核和持续监管阶段的信息披露要求，对市场主体行为有较强的规范和指导意义。修订后的文件分别对标《信息披露管理办法》及《公司债券管理办法》有关规定，调整了募集说明书的部分体例，重点对偿债能力相关的主要披露内容进行了要求，同时不再对债券评级进行强制要求。

（摘自经济参考报，2021年4月29日）

交易商协会发布《关于银行间市场信用违约互换指数编制及交易有关事项的通知》

为推动信用风险缓释工具（CRM）产品创新和规范发展，进一步提升服务实体经济质效，2021年4月8日，中国银行间市场交易商协会发布《关于银行间市场信用违约互换指数编制及交易有关事项的通知》。《通知》充分借鉴国际相关原则标准的通行经验，并结合国内实际，听取市场成员和相关领域专家意见，践行市场化原则，秉持促发展与防风险并重的理念，搭建CDS指数的基本规范，保护投资人

合法权益。对CDS指数编制管理机构，明确CDS指数编制的基本原则和基本要求，并通过强化机构的信息披露、利益冲突防范职责和交易商协会的事中评估、事后自律管理提升市场规范化水平。对CDS指数交易机构，明确应加强指数交易的风险管理，鼓励市场机构探索制定与指数产品属性相适应的风控措施，促进指数交易应用。

（摘自中国金融新闻网，2021年4月8日）

交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期风险管理工作指南》

2021年4月6日，交易商协会发布制定了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期风险管理工作指南》。指南是交易商协会在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期管理工作规程》的基础上，为指导存续期信用风险管理工作而制定的，其目的是进一步

落实党中央、国务院关于金融风险防控的总体部署，打好防范化解金融风险攻坚战，保障债券市场的平稳运行和持续健康发展。

（摘自交易商协会官网，2021年4月8日）

中国证券业协会发布《公司债券承销报价内部约束指引》

2021年4月7日，中国证券业协会面向各公司债券承销机构发布了《公司债券承销报价内部约束指引》的通知，该指引将自2021年5月7日起正式实施。中证协在前期《公司债券承销业务规范（修订稿）》中，就公司债券承销报价内部约束增补了相关规定，并将前期增补内容根据意见反馈情况进行修改完善，形成了此次指引，作为引导行业合理报价的专门性规定。根据指引，承销机构应当建立公司债券承销报价的内部约束制度，加强承销报价内部管理。

（摘自环球网，2021年4月8日）



政策

市场动向

Market Trends

全国首单乡村振兴ABCP落地

2021年4月20日,“新希望(天津)商业保理有限公司2021年度普惠1号定向资产支持商业票据(乡村振兴)信托”在交易商协会的支持下成功发行,这意味全国首单乡村振兴资产证券化产品落地。本项目发行总规模2.35亿元,储架30亿元持续发行中,第一次实现了将ABCP创新产品与乡村振兴相结合,不仅着眼于支持ABCP创新项目的开发建设,更致力于扶持三农金融产业的振兴发展,是金融行业发挥行业优势,以创新模式助力乡村振兴的重要尝试与成功探索,为资本市场服务国家战略提供了新的范例。

(摘自新浪财经, 2021年4月20日)

全国首单“碳中和”小微金融债券成功发行

2021年4月21日,银行间市场全国首单“碳中和”小微金融债券成功发行。本期发行的“碳中和”小微金融债券,规模20亿元,募集资金全部用于《绿色债券支持项目目录》(2015年版)规定的绿色产业小微企业贷款,拟投放项目类别涵盖清洁交通、清洁能源和资源节约与循环利用等,投放落地后预计可年节约标煤14.54万吨,年减少二氧化碳



碳排放量34.80万吨,年减少二氧化硫排放量409.58吨,年减少氮氧化物排放量663.35吨,节能减排效果明显。该债券的发行将有助于促进金融资源向绿色发展领域倾斜,支持小微实体企业绿色发展,实现普惠金融与绿色金融融合发展。

(摘自新浪财经, 2021年4月22日)

全国首单“绿色+乡村振兴”债权融资计划成功发行

2021年4月30日,“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)”成功发行,发行规模5000万元,期限3年,募集资金专项用于支持农村生态环境治理,为当地的果品经济和乡村旅游发展保驾护航。与一般乡村振兴债权融资计划相比,本次发行的

绿色乡村振兴债权融资计划,不仅全额用于绿色领域,同时也全额支持乡村振兴,具有服务“绿色可持续+乡村振兴”的双重属性。据悉,该笔业务募集资金将投入沂源县河道治理领域,助力当地农村生态恢复,通过河道清淤、绿植改善和灌溉改良,可提升农产品产量、增加农民收入,同时能优化当地AAA级景区周边环境,有力支持当地建设美丽乡村,促进乡村振兴提质增效。

(摘自快资讯, 2021年4月30日)

首批5单基础设施公募REITs项目获上交所审核通过

2021年5月17日,首批5单基础设施公募REITs项目经上交所审核通过并向证监会申请注册后,正式获得证监会准予注册的批复,标志上交所基础设施公募REITs试点进程又跨越了一个重要的里程碑。首批项目涵盖收费公路、产业园、仓储物流和污水处理四大主流基础设施类型,覆盖京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长江三角洲等重点区域,优先支持基础设施补短板行业及高科技、特色产业园区等,聚焦优质资产,创新规范并举,具有良好的示范效应。

(摘自证券日报, 2021年5月17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

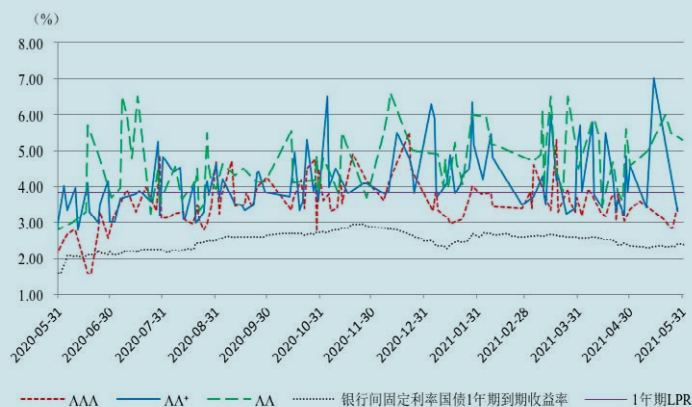
2021年4月至5月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，央行实施逆回购4100.00亿元，逆回购到期4100.00亿元，投放中长期借贷便利（MLF）2500亿元，到期中长期借贷便利（MLF）2561.00亿元，合计回笼资金61.00亿元。同时，央行通过常备借贷便利（SLF）实现净投放30.00亿元。在此背景下，2021年5月，1年期短融和7年期企业债的平均发行利率（4.40%和6.35%）较2021年4月（4.15%和5.70%）均有所上升，3年期公司债和5年期中票平均发行利率（4.10%和4.27%）较2020年4月（4.16%和4.38%）均有所下降。

表1 2021年4月—5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4月	2021年5月	2021年4月	2021年5月	2021年4月	2021年5月	2021年4月	2021年5月
AAA	3.46	3.18	3.87	3.66	4.16	4.27	5.52	6.07
AA+	4.28	4.58	4.44	4.25	4.60	--	5.18	5.78
AA	4.71	5.45	--	4.40	--	--	6.39	7.19
平均发行利率	4.15	4.40	4.16	4.10	4.38	4.27	5.70	6.35

注：1年期短融信用等级为主体级别，其余券种信用等级为债项级别

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2021年4月至5月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈小幅回落态势，2021年5月，AAA主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.18%）较4月（3.46%）有所下降，AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（4.58%和5.45%）较4月（4.28%和4.71%）均明显上升。

2021年4月至5月，交易所国债3年期到期收益率呈小幅回落态势。2021年5月，3年期AAA级和AA+级

公司债的平均发行利率(3.66%和4.25%)较4月(4.87%和4.44%)均有所下降。

2021年4月至5月,银行间固定利率国债5年期到期收益率呈相对平稳波动态势。2021年5月,AAA级中期票据的平均发行利率(4.27%)较4月(4.16%)略有上升。

2021年4月至5月,银行间固定利率国债7年期到期收益率呈小幅回落态势。2021年5月,7年期AAA、AA+和AA级企业债的平均发行利率(6.07%、5.78%和7.19%)较4月(5.52%、5.18%和6.39%)均有所上升。

当前,随着疫苗加速接种,全球疫情逐渐好转,世界经济逐渐复苏,我国经济发展动力不断增强,积极因素明显增多,但经济恢复进程仍不平衡,预计未来我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,财政政策将提质增效,货币政策将更加灵活精准、合理适度,在此背景下,我国债券市场将继续平稳发展。///



图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

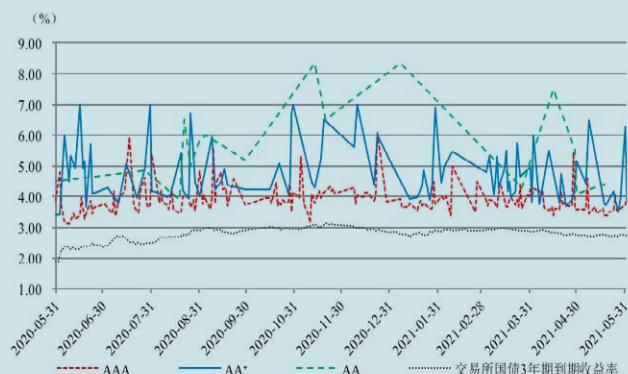


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

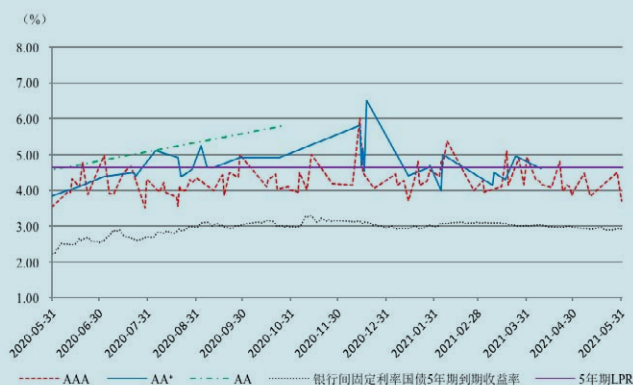
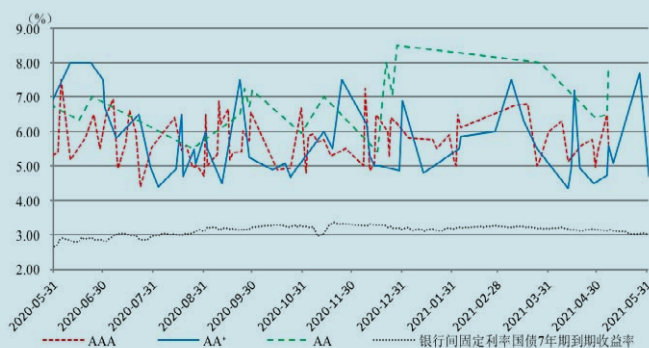


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2018年—2021年5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—5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	--	17.8
固定资产投资总额(不含农户)	5.9	5.4	2.9	19.4	15.4
社会消费品零售总额	9.0	8.0	-3.9	17.4	25.7
出口总额	7.1	5.0	4.0	8.0	30.1
进口总额	12.9	1.6	-0.7	6.7	25.9
CPI	2.1	2.9	2.5	--	0.4
PPI	3.5	-0.3	-1.8	--	4.4
社会融资规模存量	10.3	10.7	13.3	298.0	11.0
M2余额	8.1	8.7	10.1	227.6	8.3
人民币贷款余额	13.5	12.3	12.8	183.4	12.2

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5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—5月	2021年1—5月同比(%)	2018年	2019年	2020年	2021年1—5月	2021年1—5月
政府债	1080	1241	2009	478	-48.77	77147.45	80694.27	133130.48	40910.42	-4.84
国债	152	146	161	54	25.58	35506.77	37059.00	68692.35	16244.20	26.28
地方政府债	928	1095	1848	424	-52.36	41640.67	43635.27	64438.13	24666.22	-18.12
央行票据	0	7	12	5	0.00	0.00	320.00	610.00	250.00	-3.85
金融债	729	818	901	362	14.56	41404.20	54665.50	62223.80	21355.00	-8.97
政策性银行债	489	549	609	285	32.56	29703.80	35405.50	40230.10	16954.00	15.70
商业银行债券	174	184	210	41	-40.58	9182.40	15980.50	19391.70	3568.00	-53.07
非银行金融机构债券	66	85	82	36	12.50	2518.00	3279.50	2602.00	833.00	-30.73
政府支持机构债券	46	46	32	7	-30.00	4170.00	3720.00	3450.00	500.00	-54.13
企业债券	282	394	388	183	35.56	2390.08	3631.19	3945.49	1795.70	9.71
一般企业债	257	372	380	180	36.36	2260.68	3448.89	3883.49	1776.80	10.03
项目收益债	25	22	8	3	0.00	129.40	182.30	62.00	18.90	-14.09
中期票据	1399	1655	2104	922	-10.75	15893.65	18638.60	22109.92	9192.64	-13.98
短期融资券	2912	3503	4845	2178	-2.20	30664.30	35805.19	49655.43	22429.40	-3.17
一般短期融资券	422	462	510	220	-14.40	4193.30	4436.20	4524.78	1703.20	-33.51
超短期融资券	2490	3041	4335	1958	-0.61	26471.00	31368.99	45130.65	20726.20	0.61
证券公司短期融资券	57	176	295	85	-38.85	1425.00	4491.00	7983.00	2016.00	-48.62
资产支持证券(银行间)	449	566	522	466	327.52	9323.35	9433.36	8230.48	1884.70	6.06
资产支持证券(交易所)	1992	2841	3865	1424	18.17	9473.80	10952.16	15725.36	5192.40	20.79
非金融企业资产支持票据	248	695	1096	214	-30.07	1261.25	2893.77	5108.96	3957.43	222.63
非公开定向债务融资工具	766	863	1028	540	14.65	5458.87	6192.12	7080.85	3588.27	5.81
公司债	1517	2463	3622	1542	7.23	16491.75	25501.83	33729.15	13413.49	-1.95
证券公司债	210	183	359	148	12.12	4718.90	4558.30	8752.81	3854.85	32.76
可转债	70	131	214	51	-27.14	790.20	2702.25	2756.11	1120.51	70.58
可交换债	28	60	42	11	-42.11	464.74	824.15	461.39	93.95	-61.13
项目收益票据	0	0	3	7	--	0.00	0.00	24.00	48.00	--
同业存单	27301	27892	28610	12531	10.83	210832.40	179712.73	189719.80	94709.16	46.24
国际机构债	4	9	4	3	200.00	60.00	135.00	110.00	80.00	60.00
合计	39106	43556	49932	21157	6.56	431972.80	444339.37	554693.02	226391.92	13.08

注: 1.绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中; 2.“非银行金融机构债”中包括保险公司债、资产管理公司债等, 不包括证券公司债; 3.“政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 4.“公司债”不包含证券公司债; 5.证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 6.资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 7.由于私募债券尚无权披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind中截至2021年6月17日已披露的数据, 并会对之前的数据进行追溯调整

资料来源: 上海清算所、Wind

联合资信、联合国际包揽 亚洲金融两项大奖



联合资信评估股份有限公司（“联合资信”）与联合评级国际有限公司（“联合国际”）在Finance Asia（“亚洲金融”）的“2021颁奖盛典”上分别被评为中国最佳境内评级机构及最佳中资离岸债券评级机构。这是联合资信首次荣获该项大奖，也是联合国际第三次获此殊荣。

《亚洲金融》是一本面向机构投资者、分析师及基金经理的国际权威英文金融杂志，被誉为亚洲最具代表性的资本市场专业月刊，在金融界具有显著影响力。《亚洲金融》创办于1996年，其主办的“Finance Asia Country Awards”是亚太区最具影响力和公信力的行业奖项评选之一，备受金融和市场界的关注。

联合资信总裁万华伟表示：“此次荣获中国最佳境内评级机构大奖，展现出联合资信在中国境内债券评级市场的领先地位。再次证明公司坚持以评级质量立司的方向是正确的，也是公司发展一直秉承的原则。”

联合资信为首批通过中国人民银行与中国证券监督管理委员会备案的资信评级机构，具有从事国内银行间市场、交易所市场的资信评级业务资格，为国内提供债券市场信用评级服务的领先机构。

联合国际首席执行官何昊洛表示：“此次再度荣获最佳中资离岸债券评级机构大奖，表明了联合国际在中资美元债市场受到了市场参与者的广泛认可，成为了三大美资评级机构以外对中国境外发行人信用状况的第四个指标。我们卓越的分析能力和市场推广受到了市场参与者的高度评价，并使他们能更好地了解中国境外债券发行人的信用状况”。

联合国际是联合信用管理有限公司（“联合集团”）的全资子公司，具有香港证券及期货事务监察委员会批准经营信用评级业务牌照（10号牌照），可提供全面的国际评级服务。联合国际目前已经主导了70笔中资美元债评级，总值达到174亿美元，遥遥领先于其他中资离岸评级机构。



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