Lianhe Credit Research

AUGUST

联合信用研究

主办单位：联合信用管理有限公司　联合资信评估有限公司　联合信用评级有限公司

行业基本面边际修复 房企抗压性持续分化

我国商业地产资产支持证券的尾期是否过短

联合资信　联合评级

联合资信荣获《财资》2020年度基础设施奖荣誉

日前，香港《财资》（The Asset）杂志公布了2020年度基础设施大奖评选结果，联合资信荣获项目融资中国最佳评级机构大奖。

联合资信凭借过去一年在基础设施类评级项目中展现的卓越的信用风险揭示能力、丰富独特的行业研究成果，领先的市场份额以及优质的投资人服务水平最终赢得了专业评委和广大合作伙伴的一致认可。

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

作为中国信用评级行业的领军机构，联合每年均在多项相关评选中赢得荣誉。这些荣誉见证了联合人在追求联合愿景的道路上持续不懈的努力，体现了联合在不懈追求的历程中取得的优良成绩，同时也鼓舞联合上下齐心协力不断超越自我。

未来，联合资信将一如既往的坚守“专业、责任、创新、坚持”的理念，牢记使命，锐意进取，与投资者、发行人、承销商等市场参与者一起为中国资本市场的健康发展做出应有的贡献。

联合 Lianhe Credit Research 信用研究

主办单位 Sponsors

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

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

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

编委会
Editorial Committee
（按姓氏笔画顺序排列）

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

编委会主任 Managing Director
王少波 Wang Shaobo
主编 Editor in Chief
李振宇 Li Zhenyu
本期责任编辑 Executive Editor
吴旻 Wu Min
美术编辑 Art Editor
谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层
Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：(010) 85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

市场部门联系人
Marketing Department Contact

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

Lei Jun 雷君
leijun@lhratings.com | 13821566048 | 核心市场金融一部

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

Jin Lei 金磊
jinl@lhratings.com | 13752661193 | 核心市场金融三部

Tian Xiaowei 田小卫
tianxw@lhratings.com | 13752574584 | 核心市场金融四部

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

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

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

张丰 zhang Feng
电话（Tel）：（8610）8567 9696-2015 | 13811521663 邮箱（Email）zhangfeng@lhratings.com
地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Address:17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2020 AUGUST

目录

特别策划 Feature

1 行业基本面边际修复，房企抗压性持续分化
——房地产行业运行及展望
联合评级 宋莹莹 卢瑞

7 Mid-Year Review on Chinese Property Developers:
A Tale of Two Cities
Lianhe Ratings Global Stan Ho

11 我国商业地产资产支持证券的尾期是否过短?
联合评级 高鑫磊

宏观研究 Macroeconomic Research

13 出口韧性犹存，但下半年外贸形势依然复杂严峻
——2020年6月进出口数据点评
联合资信 联合评级 宏观研究部

16 低油价时代来临 主要石油输出国主权信用质量面临考验
联合资信 主权部

29 套利叠加实体投资不确定推升结构性存款规模
货币信用传导效率及效果受限
联合资信 联合评级 宏观研究部

行业研究 Industry Research

33 水务行业展望报告
联合资信 联合评级 王治 楚方媛 张铖 郭欣宇 杜晗

45 动力锂电池行业季度报告
联合评级 孙长征

51 《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》
对融资担保行业影响解读
联合评级 金融机构评级部

53 简评《金融租赁公司监管评级办法（试行）》
联合资信 林璐

债券市场 Bond Market

55 债券市场发行注册制度不断完善，信用评级行业对内对外开放步伐加速
——2020年二季度我国债券市场政策回顾
联合资信 联合评级 董欣焱 郝帅

59 2020年二季度债券市场运行报告
——债券发行量持续增长，
债券市场机制体制进一步完善析
联合资信 联合评级 董欣焱 刘晓光 郝帅

71 2020年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望
联合资信 联合评级 债券市场研究部

评级表现 Credit Rating Performance

80 2020年上半年中国债券市场评级表现和
评级质量研究报告
联合资信 联合评级 王自迪 闫瑾 吴旻

信用风险 Credit Risk

89 信用风险事件统计
90 违约案例 宜华企业（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

70 关于标准化票据的一些基本知识

联合资信

联合评级

行业基本面边际修复，房企抗压性持续分化
——房地产行业运行及展望

文丨联合信用评级有限公司 宋莹莹 卢瑞

一、调控政策已成“常态化”，整体融资环境边际改善

2020年以来，房地产行业供给端融资政策调控并未放松，“房住不炒”已变成常态化调控；但受新冠疫情影响，央行降准等货币政策实施，国内流动性有所宽松，房地产企业融资环境略有改善；预计2020年房地产融资政策整体不会放松，但大型优质及国有房地产企业融资环境或将有所改善。

自2019年房地产行业调控政策从“供给端”即房地产企业的融资端进行调控，监管层收紧房地产多个重要融资渠道后，2020年一季度，房地产行业“供给端”调控政策并未放松，中央对房地产市场的政策仍有定力，不将房地产作为短期刺激经济的手段，“房住不炒”已变成常态化调控，保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，以促进市场平稳运行。

在融资调控政策持续实施及一季度疫情影响下房地产行业新开工大幅减少，房地产开发贷款余额同比增速持续下滑，2020年一季度降至9.60%，同比明显回落；2020年一季度，除1月的当月新增信托借款金额为正，2月和3月的当月新增信托借款金额均为负，且一季度累计新增信托借款为负，较2019年一季度由正转负。我们预计随着恢复施工，房地产开发贷余额同比增速短期内会有所回升，累计新增信托借款会由负转正。

在疫情的冲击下，2020年一季度，央行两次降准、再贷款再贴现等货币政策的实施，虽然并未直接对房地产行业融资端产生影响，但随着国内流动性宽松，房地产企业融资环境略有改善。从2020年一季度房地产企业发债情况看，发债总额有所增加，债券种类上，公开发行债券及长期债券占比增加，2020年一季度一般公司债和中期票据发行占比增幅较大，私募债及超短期融资券占比下降明显；受资金宽松影响，同一房地产企业发债利率随时间也有不同程度的下降。我们认为2020年房地产融资政策不会放松，但受积极稳健、适

表1 2020年以来房地产融资政策及主管部门关于房地产的重要讲话汇总

时间	政策或事件
1月2日	央行宣布于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
1月31日	央行下发《关于发放专项再贷款支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》，专门安排3,000亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款
2月21日	人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
3月13日	央行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点；对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款
5月10日	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资

资料来源：联合评级整理

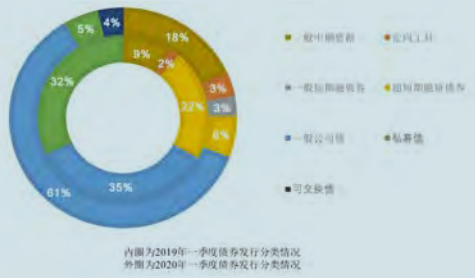
度灵活的货币政策影响，大型优质及国有房地产企业融资环境或将有所改善。

二、各地土地溢价率差异较大，部分热点城市预计出现拿地小高峰

受新冠疫情影响，2020年一季度土地成交同比增速呈负增长，土地溢价率呈持续上涨态势，但一二三线城市土地溢价率差异较大。受优质土地供应增加及房企补库存需求影响，预计2020年土地交易市场将有所好转，部分热点城市或将出现一波拿地小高峰，各城市溢价率变动趋势仍将有所差异但整体或将有所上升，部分资金实力较强房企或将加大拿地力度。

2020年一季度，房地产行业土地购置面积同比增速大幅下降，呈负增长态势，一二三线城市成交土地占地面积亦呈现负增长态势，但负增长率持续缩小，一方面受新冠肺炎影响，各地在2月份纷纷暂缓或者暂停了土地出让，3月份各地虽然增加了土地供应，土地市场交易开始逐渐恢复，但受到土拍入市的流程周期影响，土地成交规模同比仍呈负增长；另一方面，受疫情影响，

图1 2019年一季度及2020年一季度房地产行业发债分类情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据Wind整理

表2 2019年一季度及2020年一季度部分房企一般公司债发债对比情况（单位：亿元、%、年）

企业	债券简称	发行日期	发行面额	利率	期限	主体评级
上海宝龙实业发展（集团）有限公司	19宝龙01	2019-03-28	3.00	7.20	2.00	AA+
	20宝龙01	2020-01-16	9.30	6.67	5.00	AA+
	20宝龙02	2020-03-18	15.00	6.00	3.00	AA+
重庆龙湖企业拓展有限公司	19龙湖02	2019-02-19	5.00	4.70	7.00	AAA
	19龙湖01	2019-02-19	17.00	3.99	5.00	AAA
	20龙湖02	2020-01-15	23.00	4.20	7.00	AAA
	20龙湖01	2020-01-15	5.00	3.55	5.00	AAA
	20龙湖04	2020-03-02	30.00	3.80	7.00	AAA
中粮置业投资有限公司	19中粮02	2019-01-07	7.00	4.10	7.00	AAA
	19中粮01	2019-01-07	16.60	3.94	6.00	AAA
	20中粮02	2020-03-25	6.00	3.60	5.00	AAA
	20中粮01	2020-03-25	9.00	3.14	3.00	AAA
深圳市龙光控股有限公司	19龙控01	2019-03-14	15.10	5.50	5.00	AAA
	20龙控01	2020-01-06	10.00	4.80	5.00	AAA
绿城房地产集团有限公司	19绿城01	2019-01-18	5.00	3.98	5.00	AAA
	20绿城01	2020-03-04	14.30	3.19	5.00	AAA
	20绿城04	2020-03-27	5.00	3.87	7.00	AAA
	20绿城03	2020-03-27	10.00	3.26	5.00	AAA
碧桂园地产集团有限公司	19碧地01	2019-03-29	5.90	5.03	5.00	AAA
	20碧地01	2020-03-26	34.00	4.20	5.00	AAA

资料来源：联合评级整理

房地产企业2020年一季度销售呈现不同程度下滑，销售回款同比减少，致使房地产企业拿地更加谨慎。3月以来，房企融资环境略有改善，各地土地供应量呈上涨趋势，3月份挂牌土地在4月份也陆续开始拍卖，部分城市挂牌土地区位及性质等条件较好，且部分城市实施延期缴纳土地出让金、加大地块推介、调整优化地块开发要求等措施，提高房地产企业拿地积极性。同时为保证后续发展及业务持续运营，2020年一季度尚未获取土地或者拿地规模较小的房地产企业存在补充库存需求，部分资金实力较强的房地产企业面对优质土地购买意愿及参与度均有所提高，如叠加销售恢复，后续房地产企业拿地意愿或将增加。且从供给端看，疫情对政府税收收入产生了一定的负面影响，且卫生防疫投入增加，政府势必会增加优质土地供给增加收入。综合上述因素，我们认为未来一年土地交易市场将有所好转，部分热点城市或将出现一波拿地小高峰。

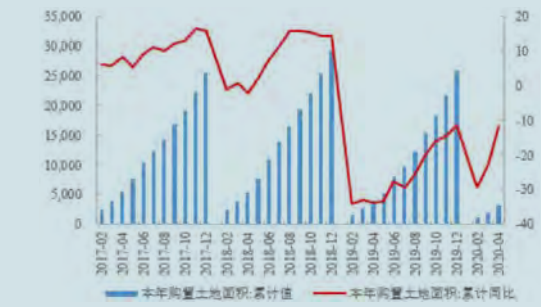
从溢价率看，2020年一季度，成交土地溢价率整体呈现上升趋势，处于12%~16%之间，1—2月上升主要受一线城市溢价率增加带动，3月份上升主要受二三线城市溢价率增加带动。其中一线城市溢价率波动较大，在2月大幅回升后又大幅下滑，主要系1、2月北京多宗土地成交，带动溢价率上涨，但3月份除深圳2宗土地溢价成交外，北京无土地成交，上海、广州土地以底价成交，致使3月一线城市成交土地溢价率大幅下滑；二、三线城市呈小幅波动上升趋势，3月，受苏州、宁波、杭州、合肥等二线城市及部分热点三线城市多宗土地高溢价成交影响，溢价率均有上升。受当期供地数量减少及优质土地供应增加影响，2020年一季度土地流拍情况有所减少，流拍率逐渐回落。虽然2020年一季度土地成交溢价率持续上涨，但在“房住不炒”的常态化调控下及房地产融资端依然未放松等影响下，土地成交溢价率大幅上升支撑不足，大部分房地产企业拿地依然保持谨慎态度，预计2020年各城市溢价率变动趋势仍将有所差异但整体或将有所上升。

三、房地产开发投资增速预计全年前低后高

受新冠疫情影响，2020年一季度，房地产开发投资完成额同比首次出现负增长，新开工面积同比亦呈现负增长，但随着全国各地项目陆续复工，降幅逐步收窄；预计为完成2020年预售证获取及交房任务，后续房地产开发投资完成额同比将恢复正向增长，但全年增幅同比将有所下滑。

2020年一季度，全国房地产开发投资累计完成21,962.61亿元，累计同比减少7.70%，首次出现负增长；全国新开工面积累计2.82亿平方米，累计同比减少27.20%，亦呈现负增长。2020年1—2月，受新冠疫情影响，全国各地房地产开发项目复工时间及复工进

图2 行业土地购置面积情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合评级根据Wind整理

图3 行业土地购置费情况（单位：亿元、%）

资料来源：联合评级根据Wind整理

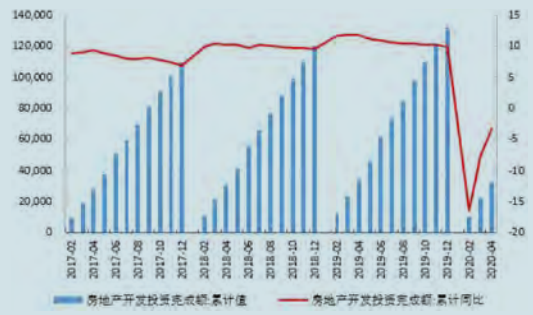
度较往年有所延迟和放缓，全国新开工面积累计同比减少44.90%，全国房地产开发投资累计完成同比减少16.30%，降幅较大；受3月陆续复工影响，2020年1—4月，全国新开工面积累计同比减少18.40%，全国房地产开发投资累计完成同比减少3.30%，降幅较2020年1—2月分别收窄26.50个百分点和13.00个百分点。受前期施工进度放缓影响，为保证预售证及时获取及完成交房任务，后续房地产企业预计将会增加投资力度，房地产开发投资完成额将实现正向增长，但预计全年增幅将略低于2019年增幅，同时考虑建设投资压力，全国房地产新开工面积2020年增幅将有所下滑。

四、销售逐步回暖，库存有所分化

新冠疫情引起的房地产销售下滑和库存去化周期上升在一季度已经表现非常明显，但销售正在逐步回归正常，新房市场价格整体稳中小幅上扬，二手房下跌城市数量有所提升，需求能否持续及政策上的不确定将导致房企在面临回笼资金的紧迫度下加大优惠幅度。随着疫情影响逐步减弱和购房者预期好转，预计一二线城市库存将有所回落，但三四线城市库存去化压力继续积聚。

2020年初新冠疫情引发的售楼处关闭、建筑工地停工、限制人口流动等较严格的防控措施对房地产的开工建设及销售造成较大影响。2020年1—3月，全国商品房销售面积21,978.32万平方米，同比下降26.30%，下降幅度超过2008年次贷危机时期，但好的一面是3月以来的逐步复工，销售面积累计增速快速回升，降幅较前两月收窄13.60个百分点。随着疫情得到控制，前期积压的购房需求逐步释放以及房企的大力推盘，至4月，楼市已现强劲复苏，4月单月销售面积同比仅下降2.10%，基本回归至常态水平。2020年1—4月，全国商品房销售面积同比下降19.30%，销售金额同比下降18.60%，下降幅

图4 房地产开发投资完成额情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合评级根据Wind整理

图5 全国房屋新开工面积情况（单位：万平方米、%）

资料来源：联合评级根据Wind整理

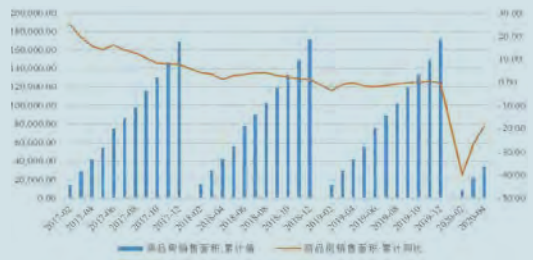
度进一步缩窄。我们认为前期积压的需求逐步释放将带来一定的市场恢复及成交热度，但需求的持续及对地产的限制政策仍存在较大不确定，预计后续房企将加大优惠力度以回笼资金及争抢客源。

从需求构成来看，随着调控政策的深化和“房住不炒”主基调，楼市需求逐步过渡为自住为主，投资需求被逐步压缩。但受疫情影响，抵御通胀需求有所抬头，如北上深千万以上高端热销，中高端楼盘销售或受益，核心城市核心地段的优质物业将会是投资者争抢对象，疫情过后，一二线城市楼市将快速复苏。但同时，刚需群体受疫情影响收入不确定性加大，甚至短期内存在下降风险，将会抑制刚需客的购房预期，而三四线城市楼市则复苏偏慢。

在新冠疫情对地产销售影响较大的一季度，我们可以看到其现房库存去化周期显著提升，已回升至2016年3月的水平；广义库存去化周期虽有上升，但更加平缓，更主要是因为疫情对开工建设的影响大于销售，房企在疫情期间仍可利用线上销售平台保证一定去化。根据58安居客房产研究院发布的数据显示，2020年一季度购房者信心指数处于上涨趋势，3月份为100.9，环比上升1.6%，消费者对于年内购房预期好转。总体看，新冠疫情导致的库存去化周期上升仍将持续，但随着疫情影响逐步减弱和购房者预期好转，核心一二线城市成交将逐步反弹，预计一二线城市库存将有所回落，但三四线城市库存去化压力继续积聚。

本轮房地产周期不同之处在于二手房市场价格走势决定新房价格走势，驱动因素是改善性住房即换房需求是购房的主力，二手房市场成为改善性需求业主支付首付款的主要资金来源。从70大中城市二手房住宅价格涨跌城市数量看，2019年7月以来，全国二手房市场价格

图6 商品房销售面积同比变化情况（单位：万平方米、%）

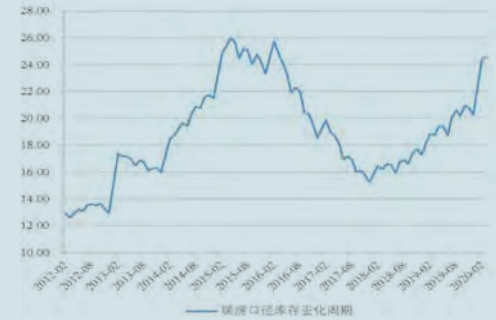


资料来源：联合评级根据Wind整理

图7 商品房销售额同比变化情况（单位：亿元、%）

资料来源：联合评级根据Wind整理

图8 现房口径房地产库存去化周期数据（单位：月、%）



资料来源：联合评级根据Wind整理

图9 广义口径房地产库存去化周期数据（单位：月、%）

资料来源：联合评级根据Wind整理

拐点似乎已经出现，房价下跌城市数量迅速上升，叠加疫情影响，2020年3月，房价下跌城市数量已达到24个，超过2014年7月水平，但下跌城市增加速率明显平缓于2014年，下跌周期将更加缓慢，主要原因是各地分时段出台的限售政策，有效的推迟了前期购置新房进入二手房市场的时间，以及部分城市购房需求前期压抑较大导致购房需求尚未完全释放。2020年3月，70大中城市二手房住宅价格同比上涨2.70%。分城市看，2020年3月，一线城市二手住宅销售价格同比上涨2.40%，涨幅较上月扩大0.20个百分点，具体看主要是深圳二手住宅价格大幅上涨所致（9.70%）；二线、三线城市二手住宅销售价格分别同比上涨2.50%和2.80%，涨幅均较上月回落0.50个百分点，且自2019年4月以来涨幅持续回落。

图10 70大中城市二手房住宅价格涨跌城市同比（单位：个）

资料来源：联合评级研究并根据Wind整理

从新房市场看，2020年3月，70个大中城市新建商品住宅价格同比上涨5.40%，涨幅较2月回落0.50个百分点，一二三线城市涨幅均有所回落；70个大中城市整体新房价格环比上涨0.1%，其中一二三线环比涨幅均小幅扩大，但一线、三线涨幅较1月均有不同幅度回落。总体看，新房市场价格在2020年一季度稳中小幅上扬。

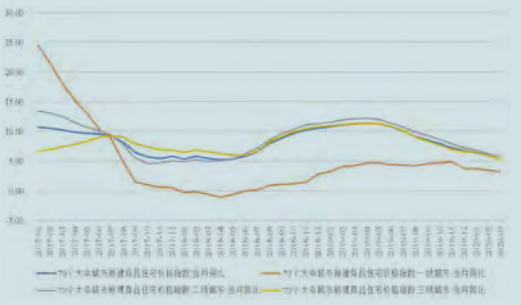
五、房企抗压能力持续分化

受融资环境未有较大放松及货币政策适度灵活影响，国企/偏稳健型头部房企具有一定融资优势；杠杆适中及资金实力较强房企，在本轮土地供应中或将储备更多优质土地，提升实力；以一二线重点布局及产品、物业质量较好房企销售复苏压力相对较小，流动性受疫情影响相对较小；在疫情影响下，房企抗压能力持续分化。

2020年以来，为应对疫情产生的影响，央行实施适度灵活的货币政策，房企融资环境未有大的放松但社会整体流动性增加，带来地产融资活力增加，房企融资规模有所上升，融资成本有所下降，但改善主要体现在国有房企及偏稳健型头部房企，杠杆率高及中小型民营房企融资难度依然较大；在一季度销售及回款均大幅下降的情况下，拥有融资优势的房企应对风险能力相对较好，出现违约风险相对较小。

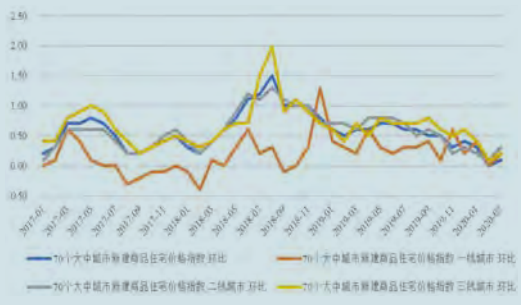
此次在疫情影响下，2020年以来，政府收入减少支

图11 70大中城市新建商品住宅价格指数同比（单位：%）



资料来源：联合评级研究并根据Wind整理

图12 70大中城市新建商品住宅价格指数环比（单位：%）



资料来源：联合评级研究并根据Wind整理

出增加，自土拍市场恢复开拍以来，多城市供应土地较为优质，土地流拍率下降，在本轮土地供应中，杠杠适中且资金实力较强房企或将储备更多优质土地。

本次疫情对房企之前预期的“小阳春”行情影响较大，全国一季度销售均出现较大程度下滑，湖北省更为严峻。4月份以来，国内楼市有所复苏，但需求结构有所变化，购房者对小区环境、物业管理水平、房屋质量等要求提高，对改善型住房需求增加；同时，疫情引起的收入下降预期对普通收入置业者、及高杠杆买房群体的购房需求将有所抑制。对于产品设计、产品质量和物业水平较好、以改善型住房为主打产品及重点布局一二线城市的房企，销售复苏压力相对较小，但对于项目主要布局三线及以下城市或者湖北地区重点布局、产品质量诟病较多的房企，短期销售或将承压，信用风险加剧。

随着疫情在国内得到控制，开复工逐步正常，市场需求逐步释放，房企销售回款力度将加大，且在“三稳”目标下，房地产市场平稳运行态势不变，2020年房企信用风险整体仍将稳定，但抗压能力持续分化。

Mid-Year Review on Chinese Property Developers: A Tale of Two Cities

Lianhe Ratings Global Stan Ho

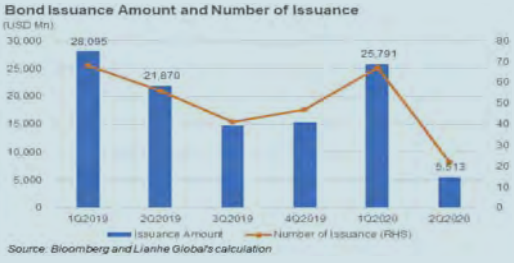
Overview of Chinese Property Developers Offshore USD Bond Issuance

Total offshore USD bonds issuance amount by Chinese property developers recorded a year-on-year decrease of c. 8.2% to USD25,791 million in 1Q 2020, and continuously dropped to USD5,513 million in 2Q 2020, representing another year-on-year decrease of c. 74.8%. The number of issuances also fell by c. 60.7% year-on-year in 2Q 2020. In 1H 2020, Chinese property developers tended to issue offshore bonds with shorter tenors. Bonds with maturity of below three years accounted for c. 55.5% of the total issuance amount in 2Q 2020, representing a 24.4 percentage points increase vis-à-vis 1Q 2020 for the same tenor category.

New bonds issued carrying coupon rates of higher than 8% increased to c. 55.0% of the total issuance amount in 1Q 2020 from c. 46.6% in 4Q 2019, followed by those with coupon rates of 6-8%, which accounted for c. 20.0% of the total issuance amount in 1Q 2020. The percentage of new bonds issued with coupon rate higher than 8% fell to c. 43.0% in 2Q 2020.

In 1H 2020, Chinese property developers' offshore USD bond prices on the secondary market experienced a wave of fluctuations with some dropping dramatically (as low as 50 cents on the dollar) in March. Market speculation of such drop was partly due to the chase for USD liquidity in response

Exhibit 1: Bond Issuance Amount and Number of Issuance



to deteriorating investor confidence in the overall capital markets and hence the resulting bond fund redemptions. Bond prices have gradually recovered since April with some of the bonds trading closer to par recently.

USD Bond Key Default Events in 1H 2020

10 issuers defaulted in the offshore USD bond market in 1H 2020, with only one incident of default among Chinese property offshore USD issuers. Yida China Holdings Limited ("Yida") defaulted on its offshore USD notes on 19 April 2020. Yida's predicament was largely attributed to its close association with the troubled China Minsheng Investment Group. We expect incidents of default will likely be limited in 2H 2020 among rated Chinese property developers with access to both the onshore and offshore capital markets.

Market Updates – COVID-19 to Fuel Pace of Polarization

The coronavirus outbreak ("COVID-19") at the beginning of 2020 has driven down the pace of contracted sales of Chinese property developers in China, which experienced a significant drop in the first two months of 2020 with year-on-year decrease of c. 35.9%. Given the effective first phase control of the COVID-19 in China, monthly contracted sales performance has gradually recovered since late March 2020, showing a c. 14.0% increase in May 2020 when compared with the same period in 2019. Some of the Chinese property developers' contracted sales started to recover remarkably from the February slumped figures, while others are still trailing behind. A divergence in sales performance is developing. In some cases, the March contracted sales accounted for about 50% to 60% of 1Q 2020 contracted sales. Meanwhile, the April and May contracted sales figures continued painting a picture of recovery. We expect total contracted sales of China property developers to slightly decline in 2020 due to the repeating COVID-19 cases and still unstable operating environment.

Constrained by the slow-down in contracted sales, land purchases as measured by GFA continued declining to 48 million sq.m. in the first five months of 2020. Given the recovering contracted sales performance, a number of Chinese property developers have started replenishing their depleting land bank. Land supply in Tier 1 cities remained stable (instead of an imminent increase) due to stricter regulatory restrictions. As many Chinese local economies are hard hit by COVID-19, some cash-strapped local governments are turning to land sales to fund its fiscal revenue budgets. Land supply in Tier 2 & 3 cities started to improve in March 2020 and we expect it will maintain the growth momentum, especially in Tier 2 cities with higher

Exhibit 2: Breakdown of Bonds Issued by Maturity

Exhibit 3: Breakdown of Bonds Issued by Coupon Rate

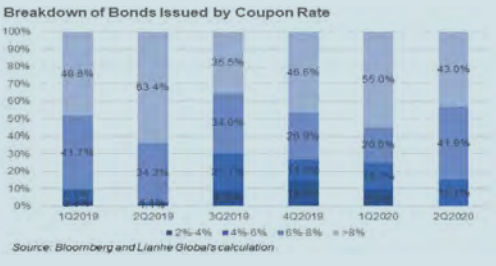
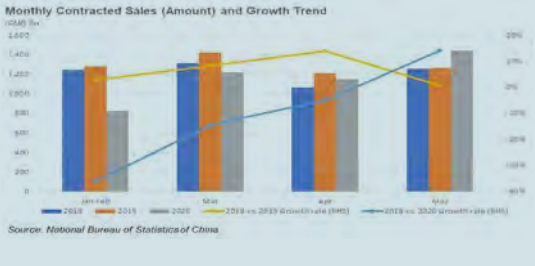


Exhibit 4: Monthly Contracted Sales (Amount) and Growth Trend



demand for old town developments and shantytown redevelopments.

Meanwhile, Chinese property developers are facing higher financing risk and tighter liquidity position given the deteriorating cash collection from contracted sales. Cash collected from pre-sales proceeds accounted for c. 31.1% of total source of funding in the first five months of 2020, representing a decrease of 3.3 percentage points when compared to 2019. On the other hand, cash generated from domestic loans increased to c. 17.1% of total source of funding in the first five months of 2020 from c. 14.1% in 2019. We expect that large-to-medium property developers with good access to onshore funding will continue maintaining their moderate liquidity position as the onshore funding cost was lower than that of the offshore, but smaller developers may be exposed to refinancing pressure due to their weaker credit profile.

With respect to home prices, we observed a higher growth rate in home prices among Tier 2 & 3 cities than Tier 1 cities, albeit at slower rate of increase in growth rates. Some of the Tier 2 cities rake benefit from the partial relaxation of purchase restrictions by lowering the thresholds on social insurance payments while some of the Tier 3 cities benefit from their close proximities of within one-hour high-speed railways connections to major Tier-1 and -2 cities. The concept of cluster of cities or major metropolitan area continues developing.

While the offshore USD bond market hit a rough patch from late February through early April 2020 with issuance almost grounded to a halt, the onshore bond market provided ample funding and liquidity to Chinese issuers. At the same time, we have been witnessing a gradual thawing of the offshore USD bond market on the heel of recovering contracted sales figures since late March 2020. We also observed a divergence in the cost of funding ("CoF") between the onshore and the offshore capital markets, with onshore funding cost lower than that of the offshore.

In terms of product and business diversification, we have also noticed a trend of spin-off and public listing of property management services companies by major Chinese property developers, to unlock the value of underlying business and achieve potential synergies with property development businesses, in response to the growing consumer demand for quality services. The first spin-off and listing of property management services companies was Colour Life Services Group Co., Limited (1778.HK), a subsidiary of Fantasia Holdings Group Co., Limited. (1777.HK) in 2014, followed by other major names such as Greentown, Future Land, Agile, Country Garden, etc in 2018 and 2019. Currently there are more than 10 listed Chinese property management companies on the Stock Exchange of Hong Kong, with a number submitted listing applications. Property management companies are primarily recurring cash flow businesses with very low to nil debt.

Exhibit 6: Breakdown in Source of Funding for Property Developers

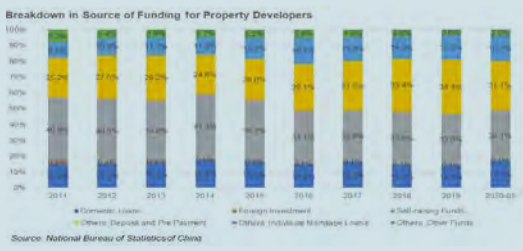


Exhibit 5: Monthly Land Supply (GFA)

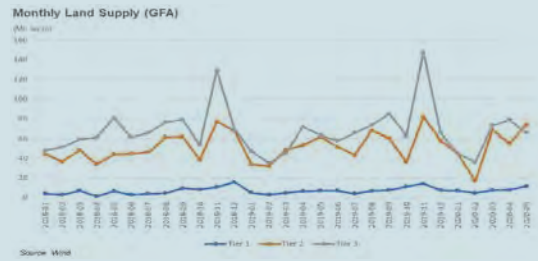
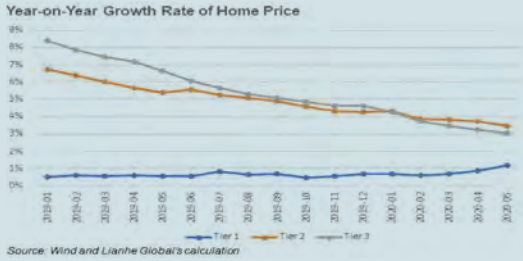


Exhibit 7: Year-on-Year Growth Rate of Home Price



Government Policy Updates – Tightened Policies and Regulations to Remain

The China property market was negatively impacted by COVID-19 with substantial sales and construction activities being halted in the 1Q 2020. On the other hand, in 1H 2020, Chinese property developers continued operating under the general theme of "properties are for living not for speculation" (房住不炒) as well as the "one city, one policy" (因城施策) stance guided by the Central Government. The Central Government also re-emphasized these two themes during the Two Sessions Conference held in May 2020.

On the demand side, we have seen some Tier-2 cities partially lifted their Hukou restrictions, such as Nanchang and Nanjing, in order to attract talents to provide fundamental demands to the property market. But the Central Government still aims to maintain balanced policies such that the property market will be not overheated. For example, the relaxation of down-payment requirement policy in Zhumadian, a prefecture-level city in Henan Province, and the relaxation of purchase restrictions in Qingdao city, were subsequently retreated. Tier-1 cities such as Beijing and Shenzhen also have policies to curb potential property price increase based on the concept of "school district housing" or "shantytown redevelopments". Home price cap policies, especially in higher tier cities, will likely continue through the rest of 2020.

On the supply side, local governments aim to continue to increase land supply, propel the initiative of old town developments (deepen the urbanization process) and streamline the land approval process. Major cities and provinces such as Shenzhen, Shanghai, Anhui, Zhejiang have already announced relevant policies or work plans in response to the guidance of increasing land supply and enhancing quality of living standards.

On the financing front, the No. 778 announcement, which prohibits the use of net proceeds from offshore debt issuance to finance Chinese property developers' capital expenditure and further restricts debt issuance to refinance maturating debt within one year, could remain intact in the near term, which will continue putting pressure on offshore funding channels for Chinese property developers. Onshore markets, on the other hand, are more welcoming as illustrated by the various policies and guidance by government authorities such as the Central Bank, Ministry of Finance and the China Banking and Insurance Regulatory Commission to lower the Loan Prime Rate (LPR) and Medium-term Lending Facility (MLF) rate. We also noticed a number of large property developers issuing onshore bonds with more favourable CoF as mentioned in the "Market Updates – COVID-19 to Fuel Pace of Polarization" section above.

However, the clampdown on trust loans onshore is expected to remain the focal point. The recent news on missed payments by Sichuan Trust Co., Ltd. (四川信托) triggered a new wave of speculation on further efforts to tighten the controls and compress the size of the trust loan market. Potential initiatives on this movement will inevitably affect the liquidity and funding channels of medium-to-small Chinese property developers, who traditionally have been more reliant on non-traditional financing products than the larger developers.

Chart 1 Lianhe Global's Rating Actions in 1H 2020

Issuer Name	Rating Action	Long-term Issuer Credit Rating	Outlook
Golden Wheel Tiandi Holdings Company Limited	Initial	B+	Stable
LVGEM (China) Real Estate Investment Company Limited	Initial	BB-	Stable
Zhongliang Holdings Group Company Limited	Initial	BB	Stable
Yincheng International Holding Co., Ltd.	Initial	B+	Stable
Logan Group Company Limited	Upgrade	BBB- (from BB+)	Stable
Yango Group Company Limited	Upgrade	BB (from BB-)	Stable

Source: Lianhe Global

我国商业地产资产支持证券的尾期是否过短?

文 | 联合信用评级有限公司 高鑫磊

商业地产证券化项目应包含尾期，尾期指贷款到期日和证券法定到期日之间的一段时期。目前国内的类REITs及CMBS产品均涉及至少一笔标的债权，贷款到期日指该债务的到期日。我国CMBS和类REITs证券的到期日与贷款到期日相匹配，因此，尾期可以看作证券到期日和证券法定到期日之间的一段时期。

当贷款到期，借款人未能成功再融资或赎回抵押物时，尾期应为抵押物的处置和清算提供足够的时间以保证证券在法定到期日能够及时偿还，进入处置期本息偿付一般调整为过手摊还。CMBS交易中可指定特别服务商来管理违约贷款、处置抵押物、并将回收的现金流按照指定的顺序分配给各档证券的受益人。尾期的长度一般通过分析交易发生地的法律程序来确定，目标是保证特殊服务商[1]（计划管理人、信托受托人）能够有足够的时间获取抵押物的控制权并通过正常的方式对抵押物进行处置或清算。

目前我国CMBS和类REITs证券的尾期一般为2年。一旦证券违约，计划管理人、信托受托人是否有足够的时间在这2年内获取抵押物的控制权并通过正常的方式对抵押物进行处置或清算呢?

笔者认为该期限是否合理与借款人是否为单一目的实体，计划管理人、信托受托人处理能力，证券的摊还周期与其预期存续期限的匹配度有关。

借款人是否为单一目的实体

如果借款人不是单一目的实体，即借款人不仅仅运营管理抵押物，还有其他业务，那么借款人卷入法律纠纷的可能性增加，其信用风险加大进而引致破产清算时面对的债权人可能不仅限于抵押权人，计划管理人、信托受托人获取抵押物的控制权将变得复杂。理论上，如果借款人不是单一目的实体，那么预留的计划管理人、信托受托人获取抵押物的控制权时间应该更长。

从国内已发行的项目看，可以分为CMBS项目和类REITs项目。

CMBS项目中，有些项目并非单一目的实体，即便项目成立时，是单一目的实体，仍有两个问题值得注意：随着时间的推移，借款人是否一直保持单一目的？借款人是否仅有专项计划涉及的债务，而没有其他非经营性债务？这两个问题可以通过交易安排解决，如限制再融资行为等。如果没有有效解决，将影响计划管理人、信托受托人获取抵押物控制权的时间。

类REITs项目中，借款人均为单一目的实体，专项计划拥有借款人的股权，而且专项计划成立前，借款人的债务一般都进行了剥离，以保障项目成立时，借款人仅有专项计划涉及的债务，存续期内通常也设有限制再融资的交易安排。从此点看，类REITs优于CMBS。

两类产品的共性问题是，实操层面看抵押物一般均由融资方或其关联方实际运营管理，也会涉及特殊服务商（计划管理人、信托受托人）获取抵押物控制权的问题，当然专项计划作为所有权人（类REITs）和作为抵押权人（CMBS）在行使权力的效率和效果方面会存在差异，一般前者优于后者。

[1] 因我国大部分相关产品尚未引入专业的特殊服务商，其主要职责由计划管理人和信托受托人承担。

从国外经验看，依据穆迪（2017年）公布的大额贷款和单一资产/单一借款人CMBS评级方法，参考次贷危机后出现的司法判例，穆迪将美国CMBS（类似于国内的类REITs）预留的特殊服务商获取抵押物控制权的时间设置为7年。从我国实践看，2018年10月，我国出现了首单CMBS违约案例，该单计划管理人、信托受托人获取抵押物的控制权时间可以作为后续项目尾期预留的参考。

计划管理人、信托受托人处理能力

从国外经验看，美国CMBS预留的特殊服务商择机处理抵押物的期间为5年。特殊服务商为商业地产不良贷款处置的专业机构。我国计划管理人、信托受托人对违约贷款抵押物的处理经验较少。

综合抵押物控制权获取时间与特殊服务商择机处理抵押物的时间，美国CMBS尾期一般为12年（7+5）。

证券的摊还周期与其预期存续期限的匹配

目前我国CMBS和类REITs分层大多分为优先A证券和优先B证券。主要分为如下两种情形：优先A证券和优先B证券的信用等级与增信主体一致，以及优先B的信用级别和增信主体一致；优先A证券的信用级别高于增信主体。

第一种情形下，证券的偿付由增信主体支持，笔者认为尾期可以缩减为2年。

第二种情形又应进一步区分两种情况：

一是如果在预期存续期限内，优先A证券本金可以通过由抵押物运营产生的可分配净现金流摊还完毕，又因为优先B证券的偿付由增信主体支持，笔者认为尾期也可以缩减为2年。在美国，该种情况，尾期一般为3年。

二是如果存在信用级别高于增信主体级别的证券，且在预期到期日，较大规模的该证券的本金不能通过抵押物运营产生的可分配净现金流偿付完毕，那么预留的尾期就应该综合考虑上面借款人是否为单一目的实体和计划管理人、信托受托人处理能力两种因素。从已发行的项目看，有些项目属于该种情况，且尾期也为2年，参考国外经验，该种情况的尾期应该更长。

综上所述，如果证券级别与增信主体级别一致，或者证券本金在其预期存续期间内，可以由抵押物运营产生的可分配净现金流摊还完毕，那么尾期2年的设置尚属合理。但如果证券级别高于增信主体级别，且较大规模的该证券的本金不能通过抵押物运营产生的可分配净现金流偿付完毕，那么尾期设置应适当拉长，且CMBS应该比类REITs设置更长的尾期。

出口韧性犹存，但下半年外贸形势依然复杂严峻
——2020年6月进出口数据点评

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 宏观研究部

按美元计，2020年6月我国出口2135.7亿美元，同比增长0.5%，增速较5月回升3.8个百分点；进口1671.5亿美元，同比增长2.7%，较5月上升19.4个百分点。6月贸易顺差录得464.2亿元美元，同比下降6.5%。

一、防疫物资支撑出口增速，海外需求缓慢恢复需求边际改善

6月出口同比增速录得0.5%正增长，基本持平于2019年全年出口增速，超出市场预期值，4-6月出口同比增速分别录得3.4%、-3.5%和0.5%，表现超出市场预期，显示了较强的韧性。6月出口增速超预期，分析背后的原因，我们认为有三大因素在支撑出口增速：一是需求订单转移形成的出口替代，二是防疫物资出口继续支撑出口增速，三是海外需求有所恢复，但尚未达到“复苏”程度。

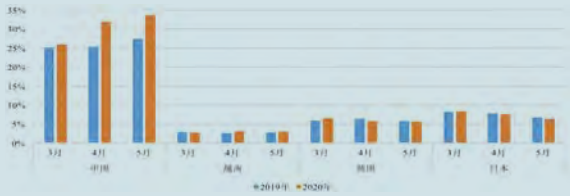
出口替代效应显著。3月我国疫情首先得到控制，疫情与其他国家形成错峰，复工复产领先其他国家，出口占比提升：对目前公布出口数据的国家出口金额进行统计，我国出口金额占全部出口金额达到31.8%，份额占比为2006年以来最大值；5月该比例进一步提升至33.7%；而同时与我国出口结构类似的韩国、日本以及越南等国家出口全球份额并未发生较大的变化，4、5月韩国疫情较为严重期间韩国的出口全球份额占比有小幅下行。从麦肯锡对116位北美和西欧主要时装零售商和品牌、采购额超过1200亿美元的采购主管的调查中也可以观察到这一点，疫情之前的调查显示未来五年没有采购商计划增加中国的采购份额，而4月中旬的调查显示已经有13%的采购主管预计增加中国的采购份额。这些数据均表明我国作为最先复工复产的国家确实对其他国家的出口产生了替代。预计短期内出口替代效应还将继续支撑我国的出口增速：巴西、印度等新型经济体疫情尚未见顶，生产能力有限；日本产能尚未完全恢复。我国作为领先全球复产的国家，短期内出口占全球份额仍处高位，出口替代效应对出口提供一定的支撑。

从主要出口产品看，防疫物资出口增速仍处高位。6月包括口罩在内的纺织物资出口增速回落20.62个百分点至56.72%，但依然位于高位；医疗器械同比增速由上月88.52%抬升至99.96%，已连续三个月走高。和4月、5月一

图1 2020年6月进出口同步转正，顺差收窄

数据来源：Wind

图2 部分国家占全球主要出口国的比重



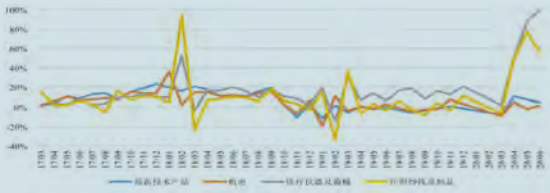
数据来源：Wind

样，口罩、医疗器械等防疫物资出口还是6月增速最高的分项，共计拉动出口增速3.12个百分点。6月纺织品出口增速放缓，或与6月海外多数发达国家疫情缓和，导致对口罩的需求减少有关。高新技术产品出口增速连续第二个月下降，但依然录得正增长；机电出口增速转正。二者共计拉动出口增速1.6个百分点，是出口增速录得正增长的第二大贡献。

海外需求有所恢复，但尚未达到“复苏”。6月摩根大通全球综合PMI和全球制造业PMI分别较前值回升11.4个百分点、5.4个百分点，均为连续第三个月回升；6月波罗的海干散货指数（BDI）日均1146点，大幅高于5月的489点。主要经济体6月制造业PMI继续好转。与之对应的是可选消费品的出口增速降幅收窄。6月服装出口降幅较前值收窄16.7个百分点至-10.2%，玩具出口降幅收窄5.3个百分点至-5.0%，手机（29.8%）同比大幅回升31.0个百分点，而家用电器（26.3%）、家具（13.5%）和音视频设备（-2.4%）分别回升22.2、26.1和9.8个百分点。显示了随着主要经济体的疫情得到控制，海外需求有所恢复。但尚未达到“复苏”的程度，一方面疫情尚未完全结束，巴西、印度等新兴经济体疫情还处于爆发阶段、美国也有第二次爆发的可能性，经济尚有不确定性；另一方面，日本、欧盟等发达经济体疫情虽然逐步好转，但依据我国的经验，经济恢复尚需时间。从出口为主的韩国及中国台湾地区出口来看，外需尚未“复苏”得到验证：6月韩国出口金额（不包含对中国出口）同比降幅收窄10个百分点但依然位于深度负增长，中国台湾出口降幅进一步扩大。

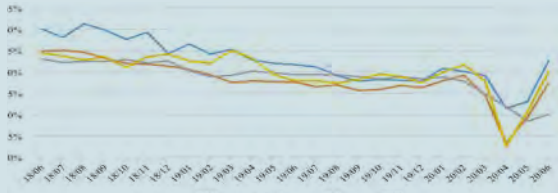
从主要出口国家来看，6月对欧盟、日本出口大幅下滑，或是与欧盟、日本疫情改善，防疫物资需求下降叠加国内生产有所恢复相关，另一方面是欧盟、日本疫情以后为促进经济生产恢复从而对中国进口需求转至内供；对南非、巴西、印度等疫情严重的国家出口显著增加，或是与该地区疫情迅速蔓延带来防疫物资需求大幅上升相关。对东盟国家出口增速在经历5月负增长后再次转正，东盟代替欧盟成为我国第一大贸易伙伴，需要注意的是对东盟出口增长是从疫情前就开始的，自2018年4月美国对中国第一批关税正式落地，我国对东盟出口增速便持续显著高于整体出口增速，成为我国出口的主要支撑因素。

图3 防疫物资仍处于高速增长，机电出口增速转正



数据来源：Wind

图表4 主要发达经济体制造业PMI连续第二个月回升



数据来源：Wind

二、大宗商品加快，集成电路进口高增

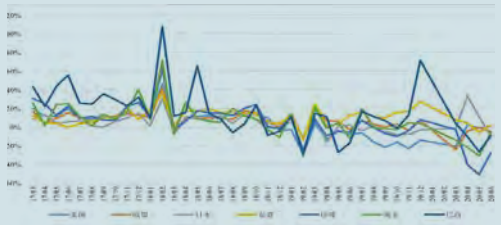
6月进口同比增长2.7%，年内首次转正，远超出市场预期值（市场平均预期-9%）。除了去年低基数因素外，还有两方面因素导致：一方面是国内基建、房地产的修复带动大宗商品进口；另一方面是中美贸易协定的执行导致进口攀升。

大宗商品进口数量大幅上升，但价格拖累进口金额增速。自4月以来，基建、房地产投资不断好转，带动上游大宗原材料的进口数量大幅增加，6月铁矿砂、原油、铜以及钢材进口数量同比大增，但由于国际大宗商品价格的低迷，对进口金额同比增速形成拖累。另一方面，汽车销量的好转，叠加前期进口需求的压制，共同带动汽车和汽车底盘进口大幅好转，也印证了海外复工复产的推进从而使得供应力提升。

集成电路进口高增。6月集成电路同比增长18.64%，较5月上升7.6个百分点，拉动进口增速3.07个百分点，是进口增速的主要拉动项。集成电路进口的大幅增加可能是前期订单的积压导致。

中美贸易协定执行，农产品进口大幅增加。6月中国对美进口增速11.3%，明显高于此前三个月的-12%左右；6月农产品进口增速较5月抬升24个百分点至36.1%，其中，粮食、大豆进口量同比增长79.5%、71.4%。根据中美贸易协定，目前执行尚不过半，后期进口压力依然较大。

图5 我国对主要出口国出口同比增速



数据来源：Wind

三、短期出口韧性犹存，但下半年进出口形势依然复杂严峻

当前疫情仍在全球蔓延，世界经济严重衰退，国际贸易和投资大幅萎缩，根据国际货币基金组织的最新预测，今年世界经济将下降4.9%，世界银行预测全球经济将下降5.2%，为二战以来最严重的经济衰退。世界贸易组织也预计全球货物贸易将下降13%至32%，联合国贸发会议预计下降20%。外贸环境的收缩，将会直接影响我国的出口贸易。从我国新出口订单指数上看，6月该指标录得42.6%，连续第二个月回升但依然位于荣枯线下。梳理历史数据，2008年11月-2009年1月，该指标分别录得29%、30.7%和33.7%，且自5月开始新出口订单回升至扩张区间，但出口增速在新出口订单出现萎缩时并未同步出现大幅

表1 6月我国主要进口商品

		进口数量		进口金额		进口均价	
		当月同比	上月同比	当月同比	上月同比	当月同比	上月同比
上游	铁矿砂及其精矿	35.25%	3.92%	24.91%	-2.00%	-7.65%	-5.69%
	原油	34.36%	19.24%	-39.49%	-55.06%	-54.96%	-62.31%
	未锻造的铜及铜材	98.93%	21.12%	74.20%	-0.38%	-12.43%	-17.75%
	煤及褐煤	-6.69%	-19.69%	-23.32%	-28.72%	-17.82%	-11.24%
中游	钢材	99.79%	30.61%	34.01%	-2.18%	-32.92%	-25.10%
下游	汽车和汽车底盘	-7.90%	-60.06%	-14.59%	-59.88%	-7.27%	0.45%
	大豆	71.43%	27.45%	71.83%	25.03%	0.24%	-1.90%

数据来源：Wind

下滑，2008年11-12月的出口下降幅度不足3%，但自2009年1月开始，连续10个月出口增速呈现两位数的下滑幅度，全年出口累计下滑16.01%。对比2009年的情形，2020年新订单指数分别在4月、5月、6月录得33.5%、35.3%和42.6%，我国出口压力依旧存在。整体看，我国外贸发展面临的不确定、不稳定因素明显增多，叠加中美经贸摩擦的影响，下半年进出口形势依然复杂严峻。

但同时短期看出口依然存在韧性。一方面，海外疫情尚未见顶，对防疫及医疗物资的需求不会很快降低，防疫物资的出口将继续支撑出口增速；另一方面，海外复工复产尚未完全恢复，生产力还未恢复至疫情前水平，出口替代效应在短期内将继续对我国的出口形成支撑。同时海外经济在逐步恢复，生产能力的提升将会挤压部分出口替代效应，但海外需求的上升或将与此产生对冲。从政策角度看，政策多次提到要“努力稳定我国外贸基本盘，推动外贸促稳提质”，后期一系列稳外贸政策措施有望继续落地，或将对出口形成有力的支撑。

低油价时代来临
主要石油输出国主权信用质量面临考验

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

2020年3月8日，“OPEC+”未能就减产协议达成一致意见而造成全球石油供需平衡恶化，导致次日WTI石油期货结算价下跌约25%至31美元/桶左右，当日跌幅仅次于1991年海湾战争时创下的最高历史纪录。国际油价的暴跌成为第一块倒下的多米诺骨牌，随后美国三大股指纷纷触发熔断机制，并联动传导至全球15个国家，合计触发逾30次股市熔断。4月20日，WTI石油期货结算价大跌逾300%至-37美元/桶左右，是纽约商品交易所1983年开始交易后首次跌入负值区间。由于国际油价是百价之基，本轮国际油价波动对石油出口国以及世界经济均产生深远影响。本文首先介绍全球主要石油出口国的石油资源禀赋和石油美元体系；然后分析本轮国际油价波动的深层次原因并预测未来油价走势；最后从信用风险的角度洞察全球主要石油出口国的变化趋势。

一、主要石油出口国的石油资源禀赋及石油美元体系

“OPEC+”拥有得天独厚的石油资源优势，但部分国家对石油过度依赖

1. “OPEC+”在石油储量和市场份额上均处于国际领先地位

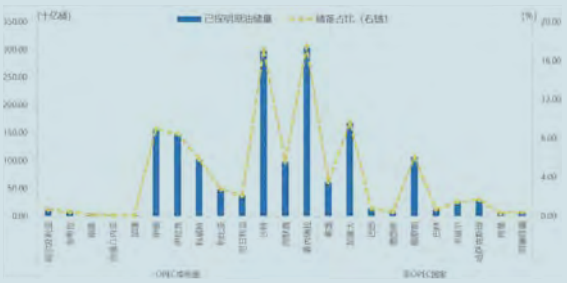
本文选取23个“OPEC+”主要石油出口国为分析样本[1]，涵盖13个OPEC成员国和10个非OPEC国家。总体

[1] 包括阿尔及利亚、安哥拉、刚果、赤道几内亚、加蓬、伊朗、伊拉克、科威特、利比亚、尼日利亚、沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国和委内瑞拉等 13 个 OPEC 国家；以及美国、俄罗斯、加拿大、巴西、墨西哥、巴林、卡塔尔、哈萨克斯坦、阿曼和阿塞拜疆等 10 个非 OPEC 国家。

看，“OPEC+”拥有得天独厚的石油资源禀赋。从石油储量看（见图1），截至2018年末，全球已探明石油储备规模达到1.73万亿桶，其中“OPEC+”石油储备规模高达1.65万亿桶，占全球石油总量的95.27%；OPEC成员国石油储量规模合计达到1.22万亿桶，占全球石油总储量的70.09%，在石油领域据有绝对优势地位（见图2），其中委内瑞拉（3032.91亿桶）和沙特（2976.71亿桶）是已探明石油储备最多的国家，占全球比重分别高达17.49%和17.17%。

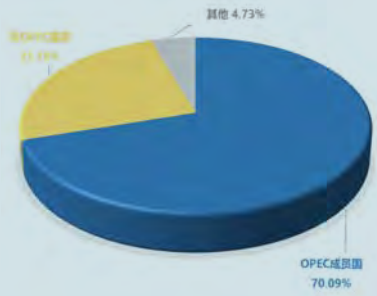
从市场份额看（见图3），截至2018年末，全球石油日均产量规模达到1.02亿桶/天，较去年大幅上涨3.26%，涨幅创近5年以来新高；日均产量呈现非OPEC国家明显多于OPEC成员国的特点，非OPEC国家日均产量高达0.48亿桶/天，占全球日均产量的46.74%，而OPEC成员国日均产量（0.36亿桶/天）明显低于非OPEC国家，相当于世界日均产量的35.40%；美国（0.19亿桶/天）、沙特（0.13亿桶/天）和俄罗斯（0.12亿桶/天）日均产量位居世界前三，分别占世界日均产量的18.83%、12.30%以及11.47%（见图4），说明美国、俄罗斯以及沙特占据全球主要石油市场份额（三国市场份额合计超过42%），对全球石油

图1 2018年各主要石油出口国已探明石油储备情况



数据来源：Wind

图2 2018年“OPEC+”石油储量占比

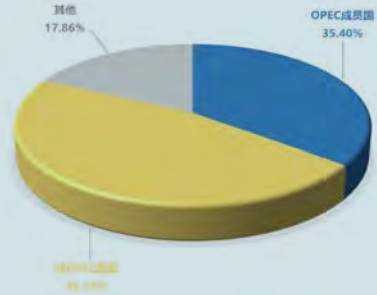


数据来源：Wind

图3 2018年各主要石油情况输出国日均产量情况

数据来源：Wind

图4 2018年“OPEC+”日均产量占比



数据来源：Wind

供给具有较大的话语权和决策权。

2. 美国经济结构多元且对石油依赖程度较低，但部分中东国家对石油过度依赖

从对石油贸易依赖程度看，由于石油在“OPEC+”的出口能源结构中占主导地位，可以间接通过能源出口占出口总额的比重来反映各国对石油贸易的依赖程度。根据世界银行数据显示，全球能源出口占比为12.59%，而“OPEC+”中将近87%的国家已超过全球平均水平，其中OPEC成员国的能源出口占比高达78.71%，非OPEC国家则仅为49.44%，说明OPEC成员国对石油资源的依赖程度更高且贸易多元化程度更低。具体来看，伊拉克、利比亚以及委内瑞拉的能源出口占比均超过97%，这些国家经济体量较小且受到军事或国际制裁的制约，贸易完全依赖石油出口；俄罗斯能源出口占比为52.02%，贸易依赖程度适中，因此抵御油价冲击的能力尚可；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，因此抵御油价冲击的能力强劲。

从石油收入依赖程度看，2017年全球石油净收益占GDP的比重为1.10%，而“OPEC+”中超过91%的国家石油净收益占GDP的比重高于全球平均水平；其中伊拉克、利比亚、刚果、科威特以及沙特排名位列前五，占比分别高达37.78%、37.29%、36.73%、36.61%以及23.10%，说明中东国家的经济发展严重依赖石油收入；相比而言，俄罗斯通过石油业税法改革以及经济多元化结构改革，逐步降低经济对石油的依赖，石油净收益占GDP的比重较为适中（6.43%）；美国作为世界第一大经济体，其经济结构多元且对石油的依赖程度极低，石油净收益占GDP的比重仅为0.18%；整体看，国际油价波动对中东国家的经济影响较大，而对美国和俄罗斯的影响相对较小。

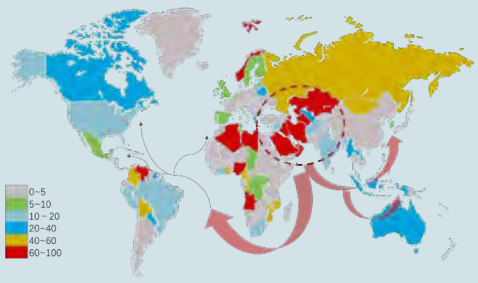
“OPEC+”石油贸易格局和石油美元体系

1. 全球石油出口市场形成全球联动的矩阵式体系，以中东地区为主要出口主力

从全球能源出口方向看，2018年全球能源出口占出口总额的比重为12.59%，高于全球平均水平的国家有53个；其中西亚北非地区为全球主要的能源输出地区，平均能源出口占比高达78.89%，随后为非洲（48.22%）、美洲（37.83%）、亚洲（37.31%）以及欧洲（33.95%）；伊拉克、利比亚、委内瑞拉、安哥拉以及文莱为世界前五大能源出口国，占比分别高达99.99%、97.72%、97.67%、95.83%以及95.56%，全球能源出口仍以“OPEC+”为核心主力。

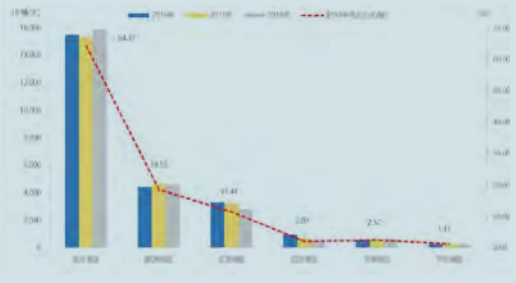
从OPEC石油出口方向看，目前全球石油出口市场形成了一个环环相扣、全球联动的矩阵式体系，全球石油出口从中东、西非、南美为主的产油区运往美国、欧洲、以及中国为代表的亚太地区。OPEC为全球石油出口主力，石油出口地涵盖亚太、欧洲以及北美等地区，2018

图5 2018年各国能源出口占出口总额比重



数据来源：Word Bank

图6 2016年~2018年OPEC石油出口地区分布



数据来源：Wind

年石油出口量分别高达15,855.80千桶/天、4,577.20千桶/天以及2,813.60千桶/天，分别占石油出口总额的64.27%、18.55%以及11.41%，合计占比将近95%。

2. 全球石油进口需求集中在亚太、欧洲以及北美地区，中美印日的石油需求位居世界前四

从全球能源进口方向看，根据世界银行数据显示，2018年全球能源进口占进口总额的比重为13.35%，高于全球平均水平的国家有98个，其中亚太地区的能源进口需求尤其强劲。以印度为例，由于印度人口众多以及经济多年保持高速增长，生活和生产对石油等能源需求旺盛。2018年，印度能源进口占进口总额的比重高达35.32%，表明其严重依赖外部能源资源输入。

从全球石油进口方向看，根据英国石油公司（BP）数据显示，2018年全球石油进口总量达到22.63亿吨，主要进口需求集中在亚太地区、欧洲地区和北美地区，合计占全球石油进口的94.90%。具体来看，亚太、欧洲以及北美地区的进口总量分别高达12.21亿吨、5.19亿吨以及4.16亿吨，占全球石油进口量的比重分别高达53.95%、22.93%以及18.38%，各地区平均石油对外依存度分别为71.49%、70%以及37.3%；全球石油进口国主要集中在中国、美国、印度以及日本四个国家，分别占全球石油进口量的20.50%、17.10%、10.10%以及6.70%，石油对外依存度也分别高达72.50%、42%、95.40%以及82.80%。

3. 石油美元体系受“去全球化”思潮以及新冠疫情冲击，存在一定脆弱性

20世纪70年代，在布雷顿森林体系解体后，由于美元与黄金结算脱钩，美国政府为继续维持其国际货币地位，与沙特和其他OPEC国家达成协议，这些国家承诺使用美元作为石油的唯一定价货币，这样以美元为纽带渗透到石油货币体系中，石油出口国的央行再将石油收入通过购买美债等方式将美元借给美国政府，最终确立了美元在石油贸易中的主导地位。此外，美国在全球石油进出口贸易体系中也占据重要地位，尤其美国石油需求量位居全球第二，其石油进出口格局直接影响到全球石油供需平衡。根据美国能源信息署（EIA）的数据显示，2019年美国主要石油进口国为沙特（32.34%）、伊拉克（20.79%）以及尼日利亚（11.80%），其中沙特是美国的第一石油进口国，两国稳固的政治经济同盟关系有助于保障石油美元体系的运行。

但是，近年来去全球化趋势加剧以及新冠疫情对石油需求造成冲击，导致国际贸易增速放缓以及资本流动性持续下降，使得石油美元体系面临多重考验。一是为应对新冠疫情冲击美联储开启降息和量化宽松通道，造成货币市场中美元流动性进一步过剩，导致石油出口国以美元计价的外汇储备缩水。二是受油价持续走低影响，油价低迷造成石油出口国的财政和贸易双失衡，石油出口国的石油美元将可能出现逆流，即石油出口国因油价低迷而不得不从市场抽离流动性，以满足本国财政或者债务的需求，金融市场的整体流动性则因此减弱，石油美元循环的减弱意味着受影响国家的财政收入以及经济增速都将受到负面影响。三是美国油气类企业信用债违约风险有所加大，近年来美国企业充分利用低利率的市场环境和公司债信用利差走低带来的好处扩大杠杆比率，非金融企业部门杠杆率上升至74.40%，创1951年以来新高。此外美国企业信用质量也不断下沉，由于美国不断扩大信用债杠杆比例以及当下的石油供需失衡，扭曲的市场对实体经济带来明显的负向反馈，使能源企业敞口较大的高收益债市场面临尾部风险。

二、近期国际油价波动的原因分析及油价前景展望

3~4月国际油价跌入历史低谷

1. 全球经济下行叠加新冠疫情冲击，使全球石油需求量大幅下滑

本轮国际油价暴跌与需求端的断崖式下滑密切相关。一是近十年来全球经济增速趋缓，尤其是欧洲、日本等发达国家经济低迷，使得市场需求端表现疲软。

2019年全球实际GDP增速下滑至2.90%，为2009年全球金融危机以来的最差表现；新兴市场和发展中经济体的实际GDP增速也下滑至3.71%，为近10年来最差表现。全球经济发展低迷直接拖累各国制造业发展，导致各国对石油的用工需求不断削弱。二是2020年初新冠疫情全球蔓延，各国政府不得不采取旅行禁令、城市封锁以及居家隔离等公共卫生防控举措，但随之而来的是航线大范围削减以及生产供应链中断，致使全球石油消费量大幅萎缩。根据石油输出国组织（OPEC）公布的数据显示（见图8），进入2020年后全球石油需求量大幅下滑，2020年一季度全球石油需求量下跌至9,240万桶/天，同比减少6.43%；2020年二季度全球石油需求量进一步下降至8,130万桶/天，创2004年6月以来新低，同比大幅下跌超过17%。三是石油在世界能源消费结构中的主导地位正在被清洁能源所削弱，能源结构多元化发展趋势对国际油价的长期走势形成下行压力。

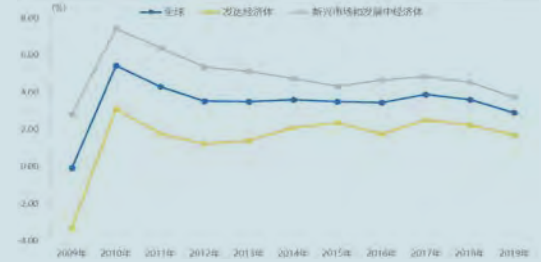
2. 石油出口国陷入“保油价”或“保市场份额”的囚徒困境，“OPEC+”减产谈崩成为油价下跌的导火索

由于新冠疫情对全球运输以及工业需求造成严重冲击，导致短期内国际石油市场供给过剩，2020年一季度全球石油供给过剩数量飙升至721万桶/天，创2002年有数据统计以来的最高纪录。在供过于求的买方市场格局下，石油出口国陷入“保油价”或“保市场份额”的囚徒困境之中。

从“保油价”博弈策略看，全球石油定价权掌握在以沙特、俄罗斯为首的“OPEC+”和以页岩油为代表的美国等大国手中，在石油需求低迷的背景下，保障石油价格稳定一般会通过减少供给来实现。早在2016年底“OPCE+”已经达成石油减产协议，从2017年1月起成员国日均合计减产约180万桶石油，以缓解国际石油市场供过于求的局面。但此举在新冠疫情暴发后凸显出其两点缺陷，一是各成员国实际执行减产情况良莠不齐，2020年1月“OPEC+”减产执行率为99%，其中非OPEC成员国执行率仅为76%，而OPEC国家则超额完成123%的减产要求，暴露出各国实际减产压力分布不均。对石油小国而言，减产直接冲击本国经济因而无法按要求减产；对石油大国而言，需要额外减产以确保整体达标，相应的会损失其石油市场份额，因此各国压力不均使减产协议存在一定脆弱性。二是新冠疫情进入以发展中国家为代表的第三阶段，当下的石油格局显示出需求方更具有话语权，但未来各国实际需求复苏情况仍不明朗，因此减少石油供给能否有力提振国际油价仍存在不确定性。整体看，在疫情冲击下，长期看整个石油市场复苏依旧受买方市场局面限制，再加上各国减产执行力度不一，很难长期提振油价上涨；但在短期内选择“保油价”策略可以有效稳定油价和投资者情绪，因此该策略是占优策略。

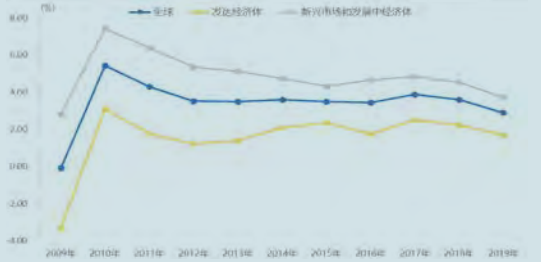
从“保市场份额”博弈策略看，一旦石油大国开启市场份额之争，势必会采取扩大产量以降低油价的方式，通过价格战来拖垮竞争对手。此举在2014年美国页岩油横空出世时被沙特所采用，而本次疫情加速石油大

图7 2009年~2019年全球实际GDP增速情况



数据来源：IMF

图8 2016年~2020年全球石油需求情况



数据来源：OPEC

国之间的博弈与洗牌。2020年3月8日“OPEC+”减产协议意外谈崩，沙特单方面宣布大幅降低销往欧洲、远东和美国等市场的石油价格，折扣幅度创近20年来新高。沙特率先开启价格战是因为沙特长期超额减产以及页岩油不断崛起，使其市场份额遭到一定蚕食，沙特旨在依托自身庞大的石油储备优势，试图通过低价格和高产量来反转市场局面，实现打击对手并扩大市场话语权的目的。但是，此举不仅加剧市场的恐慌情绪还成为开启国际油价狂跌的导火索，次日WTI石油期货结算价下跌约25%至31美元/桶左右，当日跌幅仅次于1991年海湾战争时创下的最高历史纪录。整体看，“保市场份额”策略是石油大国之间的市场份额争夺战，一是在沙特与俄罗斯就减产问题意见不一，促使沙特率先以低价抢占市场份额；二是油价低迷直接遏制美国页岩油的发展，并加速美国油气类企业的信用违约。虽然该策略可以有效打击美国页岩油发展，但新冠疫情暴露出沙特和俄罗斯的经济脆弱性，低油价也使沙特和俄罗斯两败俱伤，此外该策略会增加投资者的恐慌情绪并加剧石油价格的波动，因此该策略是次优策略。

3. 石油储备空间不足以及金融空头力量庞大，加剧国际油价的技术性下跌

沙特增产后产生一系列多米诺骨牌效应，4月20日美国5月WTI石油期货结算价大跌逾300%至-37美元/桶左右，是纽约商品交易所1983年开始交易后首次跌入负值区间。究其原因，一是因为在新冠疫情压制石油需求以及沙特价格战扩大供给的双重压力下，全球石油存储空间缺乏以及实物交割能力不足的问题凸显，全球石油库存面临空前压力。截至5月1日当周，美国商业石油库存累积达到5.32亿桶，商业石油库存连续15周上涨且本周同比增幅高达14.06%，创2016年8月以来最大涨幅。二是因为大量投机头寸借机放大石油供求缺口并采取技术性抛售和做空，截至4月7日当周，WTI石油商业空头持仓数量上升至141.09万张，创2018年7月以来新高，且空头与多头数量差额也继续走扩，空头势力庞大进一步加剧国际石油价格的短期巨震。

虽然5月以来国际油价逐步上行，但上升空间有限

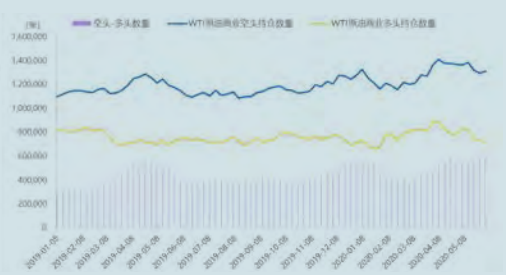
1.“OPEC+”重新达成减产协议暂时抬升油价回暖，但各成员国之间存在分配不均问题

国际油价狂跌直接影响到石油出口国的石油收入，另外美国页岩油企业因开采成本较高，石油价格战使相关企业处于破产边缘，因此美国以及其他OPEC成员愿意出面调停沙特以及俄罗斯之间的矛盾，最终促使“OPEC+”在4月10日达成减产协议，协议规定自2020年5月1日起，各成员国合计减产1000万桶/天，为期两个月；7月至12月减产800万桶/天；2021年1月至2022年4月减产600万桶/天。减产协议的达成有助于减轻石油储备压力，随后国际油价连续多周上涨，截至6月10日，NYMEX石油收盘价上涨至39.09美元/桶，接近石油战之前价格水平。虽然减产协议已经达成，但仍存两大

图9 2019年以来美国商业石油库存情况

数据来源：IEA

图10 2019年以来WTI原油商业合同持仓数量



数据来源：CFTC

变数：一是各国减产压力不均。一方面，“OPEC+”希望G20国家可以配合额外减产500万桶/天以共同降低石油供给，但G20尚未达成具体的减产目标和分配方式；另一方面，墨西哥反对减产配额，表示只有能力减产10万桶/天而非“OPEC+”所要求的40万桶/天。二是各国减产执行不到位。伊拉克作为OPEC的第二大产油国，需要减产100万桶/天，但实际执行率不足50%；安哥拉和刚果的执行率分别仅为54%和20%；最终“OPEC+”5月实际减产执行率仅为86%；此外沙特表示将在7月结束100万桶/日的自愿额外减产。在各成员国减产不一的背景下，供给端能否达成一致意见而采取长期减产举措存在不稳定性。

2. 多国复工复产催生石油需求回暖，但潜存疫情二次暴发风险，或使石油需求继续承压

石油供给端减产无法改变需求端大幅下滑的现实，真正改善石油价格的决定权在于全球疫情得到有效控制。一方面，由于新冠疫情进入以新兴经济体为代表的第三阶段，中国、日本、意大利、英国等国确诊病例增速得到基本控制，因此各国推进经济重启计划。截至6月8日，全球至少有30个国家在零售、文娱、酒店、教育、体育等领域出台解封政策，经济进入重启阶段。比如，美国宣布“重启美国经济”指南并列出经济重启的三个阶段；德国、奥地利、瑞士、西班牙、意大利等国家已经开始安排部分企业和商业复工复产；日本于5月底解除全国紧急状态并分步重启经济。各国重启经济有效带动工业生产复苏，对石油价格起到一定提振作用。但另一方面，提前重启经济带来的疫情反扑风险上升，根据美国卫生部的数据显示，亚利桑那州自解除居家令的三个星期后，该州的新冠肺炎确诊病例数激增，每天新增病增幅超过210%；6月12日美国单日新增确诊病例高达27,202人，创5月21日以来新高。因此，虽然部分国家复工复产可以在短期内催生石油需求回暖，但长期看，全球疫情前景仍不明朗，或使石油需求继续承压。

2020年国际油价预测

从石油现货市场看，结合当前国际疫情形势以及全球石油供需情况来看，新冠疫情对全球工业用油的抑制在二季度尤为明显，此外国际石油现货价格受石油过剩增长以及未售出石油积累的影响，在3月和4月连续两月大幅下跌，北海即期、WTI以及迪拜石油价格分别暴跌至18.83美元/桶、16.52美元/桶以及21.33美元/桶，跌幅分别高达40.62%、44.73%以及36.86%。我们对2020年石

油现货价格分三种情况进行预测：情景一，如果新冠疫情继续在全球大幅蔓延且已复工国家出现疫情二次暴发，石油需求端复苏艰难；此外“OPEC+”减产协议无法有效实施使石油供给端陷入无序状态。在此情景下，我们预测2020年北海即期、WTI以及迪拜石油价格会下跌至36~38、32~34以及37~39美元/桶的范围。情景二，如果全球疫情在三季度得到有效控制，各国稳步推进复工复产可以适度修复石油产能过剩的局面，有助于国际油价短期稳步回升。在此情景下，我们预测2020年北海即期、WTI以及迪拜石油价格会保持在41~43、37~39以及42~44美元/桶的范围。情景三，如果疫苗研发成功并迅速投入市场，有助于全球经济逐步开放，带动石油需求端强劲复苏；此外“OPEC+”严格执行减产协议，使石油供求逐步平衡。在此情景下，我们预测2020年北海即期、WTI以及迪拜石油价格会保持在46~48、42~44以及47~49美元/桶的范围。

从石油期货市场看，受新冠疫情在全球范围内大流行的影响，全球经济和石油需求大幅萎缩，2020年全球石油需求量会下滑至9,059万桶/天，较上年减少9.11%。比如，作为全球第二大石油消费国的中国，在2020年第一季度经济增速下降至-6.80%，石油需求同比下降12%；此外，3、4月全球石油供应持续增长导致全球石油库存压力问题凸显，全球储存能力可能在二季度达到最大极限，引发投资者的担忧情绪。石油期货价格在4月继续延续大幅下跌趋势，NYMEX WTI以及ICE布伦特石油期货合约价格大幅下跌至-13.75和-7.10美元/桶，较上月分别大跌45.16%和21.05%。期货市场价格预测与现货市场一致，也分为三种情景：情景一，预测2020年ICE布伦特石油、NYMEX WTI以及DME Oman石油期货结算合同价会下跌至36~38、33~35以及37~39美元/桶的范围。情景二，预测2020年ICE布伦特石油、NYMEX WTI以及DME Oman石油期货结算合同价会保持在41~43、38~40以及42~44美元/桶的范围。情景三，预测2020年ICE布伦特石油、NYMEX WTI以及DME Oman石油期货结算合同价会保持在46~49、42~45以及47~49美元/桶的范围。

三、国际油价低迷对主要石油出口国主权信用质量的影响分析

石油出口国信用质量评价表现

本文通过建立联合资信打分表模型评估国际油价下跌对“OPEC+”主权信用质量的影响，从宏观经济、公共财政以及外部金融三个维度共计15个指标进行打分（见表2），得分按照信用风险水平划分为1~7：1（极低）、2（低）、3（较低）、4（一般）、5（较高）、6（高）、7（极高），分数越低表示信用风险越小。

表1 2020年国际石油现货以及期货价格预测

类别	3月（美元/桶）	4月（美元/桶）	近2月变化幅度	2019年（美元/桶）	2020年预测（美元/桶）		
					情景一	情景二	情景三
现货市场（Spot crudes）							
北海即期	31.71	18.83	-40.62%	65.10	36~38	41~43	46~48
WTI	29.89	16.52	-44.73%	57.12	32~34	37~39	42~44
迪拜	33.78	21.33	-36.86%	65.27	37~39	42~44	47~49
期货市场（Future crude）							
ICE Brent	33.73	26.63	-21.05%	65.78	36~38	41~43	46~49
NYMEX WTI	30.45	16.70	-45.16%	57.20	33~35	38~40	42~45
DME Oman	34.22	23.93	-30.07%	65.63	37~39	42~44	47~49

数据来源：OPEC、ICE、联合资信整理

表2 “OPEC+”各国信用风险打分表

国家	宏观经济				公共财政					外部金融					
	名义GDP总量	实际GDP增速	CPI增幅	失业率	财政依赖度	财政盈亏平衡	财政余额/GDP	政府债务/GDP	政收入/政府债	贸易依赖度	贸易盈亏平衡	CAB/GDP	外债总额/GDP	账户收入/外债	汇储备/外债总
阿联酋	4	5	5		4	5	6	1	1	4	1	1	2	1	3
安哥拉	6	5	7		5		4	7	5	7	3	5			
科威特	5	5	1		7	5	6	1	1	6	4	6	1	1	2
尼日利亚	4	5	7		3		4	1	5	6	6	4	1	4	1
沙特	3	5	1		6	6	6	1	1	4	4	4	1	1	1
委内瑞拉	6	7	7		5		6	7	7	7		1			
伊拉克	5	5	1		7	5	7	3	2	7	4	7			
伊朗	4	6	7	7	5	7	5	2	4	4	6	4			
阿尔及利亚	5	6	4	7	4	7	6	3	3	6	7	7	1	7	7
刚果	7	5	3		7		1	5	4	2		3			
赤道几内亚	7	4	5		2		3	2	5	1		1	4	7	7
加蓬	7	5	4		5		3	3	5	5		5			
利比亚	7	7	7		7	4	4			7	4	5			
阿曼	6	5	2		6	7	7	3	3	4	5	6	4	4	5
阿塞拜疆	7	5	4	2	6	6	6	1	1	6	7	5	2	1	4
巴林	7	5	3	2	2		7	4	4	3	7	5	5	5	7
巴西	2	6	4	7	2		5	7	5	2		3	2	6	4
俄罗斯	2	6	4	2	3	3	3	1	1	3	2	1			
哈萨克斯坦	5	5	6	3	4	7	4	1	1	4	6	5	5	6	7
加拿大	2	6	1	3	1		6	3	3	2		4	5	7	7
卡塔尔	5	5	5		4	1	1	2	2	6	1	3	3	5	5
美国	1	6	1	5	1	4	7	4	4	2	3	3	3	7	7
墨西哥	2	6	3	2	2		3	3	4	1		2	2	3	5

数据来源：OPEC、ICE、联合资信整理

从打分结果可以看出，一是高度依赖石油经济的国家会陷入财政和贸易双赤字的失衡局面。例如，阿尔及利亚需要国际油价分别高达157.23美元/桶以及112.20美元/桶才可以实现财政平衡和贸易平衡，但2020年国际油价大概率位于35~45美元/桶，因此阿尔及利亚的财政和贸易双失衡问题较为严重。二是“高负债穷国”所面临的债务偿付压力明显重于石油大国，触发本外币债务违约的风险也更大。例如，委内瑞拉财政收入对政府债务的保障程度仅为2.80%，债务违约风险极高。三是“OPEC+”会在2020年全部陷入经济衰退，预计平均经济增速会下降至-6.55%，较2019年大幅下降5.48个百分点；并伴随着就业市场恶化和通货膨胀大幅攀升的压力。例如，委内瑞拉2020年经济增速预计会下滑至-15%，并伴随恶性通货膨胀（15000%）。

国际油价持续低迷对主要石油出口国的经济基本面造成冲击

1. 受新冠疫情拖累全球石油需求端疲软，“OPEC+”多国面临财政和贸易双失衡困境

国际油价的高低直接影响到各石油出口国财政和外贸的盈亏平衡，根据Federal Reserve Economic的数据显示，预计2020年“OPEC+”需要国际油价维持在39美元/桶以上才能使各国达到财政盈亏平衡，而保持贸易财政平衡则需要油价维持在37美元/桶以上，财政盈亏平衡点高于外贸盈亏平衡点是因为财政平衡需要满足更多的财政支出和政府债务。具体来看，伊朗受石油禁运制裁影响，需要国际油价高达389.44美元/桶才可满足财政盈亏平衡要求，而贸易盈亏平衡要求相对较低（79.33美元/桶）；由于沙特和阿联酋石油储备充裕且抗风险能力较强，财政盈亏平衡要求相对处于中等水平，

分别为76.09以及69.11美元/桶，此外在贸易平衡上更具有优势，分别为54.00以及31.96美元/桶；美国和俄罗斯凭借多元化的经济结构以及充足的石油储备，较低水平的国际油价即可实现财政平衡（分别为50以及49.20美元/桶）和贸易平衡（分别为48以及42.40美元/桶）。

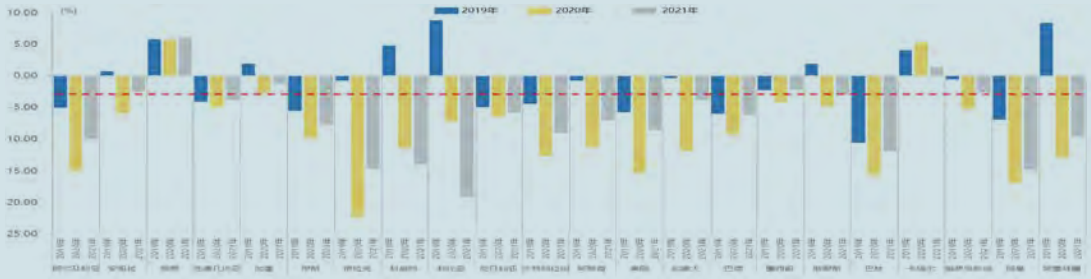
考虑到新冠疫情在全球持续蔓延以及石油需求端复苏仍不明朗，导致国际油价继续承压，因此分三种情况进行探讨。情景一：如果新冠疫情继续扩张且减产协议无法长期履行，国际油价可能会下降至35美元/桶的低位，届时阿联酋是唯一达到贸易盈余的国家，其余国家均陷入贸易和财政的双失衡状态。情景二：如果新冠疫情在部分国家得到有效控制且多国复工复产有效推进，国际油价将维持在40美元/桶的水平，会造成除卡塔尔以外的国家均陷入财政亏损，多国面临石油财政收入无法弥补其财政支出或偿付其政府债务的困境；以及除阿联酋和卡塔尔以外的国家均陷入贸易赤字，多国面临国际收支失衡问题。情景三：如果新冠疫情世界范围内得到有效控制且各国石油需求明显复苏，国际油价有望上涨至45美元/桶的水平，届时阿联酋和俄罗斯均可实现贸易盈余，卡特尔则实现贸易和财政的双盈余；其余国家则依旧陷入财政和贸易双失衡的局面。

2. “OPEC+”多国财政赤字水平扩大，潜存财政收支结构恶化和经济活力受限的风险

从财政表现看（见图11），根据IMF数据显示，预计本轮国际油价暴跌将会使中东地区石油出口额减少2,500亿美元以上，且多数国家财政收支结构趋于恶化。具体来看，2020年“OPEC+”平均财政赤字水平达到8.86%，较2019年大幅增长7.46个百分点，如果2021年石油供给端可以长期减产以及疫情逐步控制石油需求回暖，“OPEC+”财政赤字水平会逐步回落至6.85%，较2020年回落2.01个百分点；2020年“OPEC+”有19个国家的财政赤字超过3%的国际警戒线标准，但该数字在2019年仅有10个国家；目前，伊拉克、阿曼和巴林为财政失衡最为严重的国家，财政赤字水平分别高达22.30%、16.90%和15.71%；相反，刚果和卡塔尔是本年度少数财政保持盈余的国家，财政盈余水平分别高达5.70%和5.25%。

从财政风险点看，在疫情蔓延和油价暴跌的双重压力下，“OPEC+”政府的财政抗风险实力表现不一。一方面，对石油依赖度较低的国家有更大的财政扩张空间。比如，美国国会通过了合计约2.3万亿美元的三轮经济救助法案以及2.3万亿美元的信贷支持，通过积极的财政政策救助相关受疫情或油价影响的企业。但是，屡创历史记录的救助方案虽然可以定向缓冲当下所面临的国际油价下跌冲击，但也带来政府财政结构失衡以及政府债务逼近历史高位等问题，2020年美国财政赤字水平预计会上升至15.45%，较上年大幅增长约10个百分点，财政收支结构进一步恶化。另一方面，油价下跌直接影响到依赖石油出口国的财政表现，尤其是中东国家财政收入结构较为单一，多数国家以石油经济作为财政收入的主要来源，

图11 2019年~2021年“OPEC+”财政余额/GDP的变化情况



数据来源：IMF

其中石油收入大约占其财政收入的50%~70%。单一的经济结构无法支撑财政的大幅失衡，因此政府不得不采取从紧的财政政策以平衡结构。比如，沙特政府迫于财政压力于5月起停止发放生活成本补贴并提高增值税税率。但是，从紧的财政举措会在一定程度上制约经济活力，比如，沙特已经取消或暂停部分政府机构的运营和资本项目支出以及暂停总计266亿美元拨款，涉及“愿景2030”改革计划中的数个项目，使经济增长承压。

3. 严重依赖石油出口的贸易结构使多国经常账户赤字走扩，潜存本币贬值以及外汇储备缩水的风险

由于“OPEC+”对石油贸易高度依赖，受全球石油需求疲软以及石油供给过剩等因素影响，国际石油贸易明显下滑。根据IMF数据显示，2020年“OPEC+”经常账户余额（CAB）相当于GDP的平均比重下降至-4.71%，不仅由上年的盈余转为赤字而且降幅还高达6.82个百分点，如果各国经济稳步重启以及“OPEC+”严格落实减产协议，则原油市场有望在2021年呈现明显复苏态势，预计CAB相当于GDP的比重会回升至-3.24%，较2020年回升1.47个百分点；2020年“OPEC+”只有4个国家的经常账户处于盈余状态，但该数字在2019年有11个国家保持经常账户盈余；目前，伊拉克、阿尔及利亚、阿曼和科威特为贸易失衡最为严重的国家，CAB相当于GDP的比重分别高达-21.66%、-18.28%、-14.19%以及-10.24%；相反，巴西和尼日利亚是少数本年表现优于上年的国家，2020年CAB相当于GDP的比重分别较上年增长0.92和0.47个百分点。

从外部风险点看，“OPEC+”的贸易失衡会增大其外部风险敞口：一是自3月“OPEC+”减产协议谈崩后国际油价开启恐慌性下跌，暴露出部分国家本币汇率贬值的风险。由于OPEC成员国多采用盯住美元的汇率制度，因此汇率风险主要针对非OPEC国家。以俄罗斯为例，3月5日俄罗斯卢布兑美元汇率为0.0151，之后受石油减产协议谈崩以及沙特率先开启价格战的影响，3月24日俄罗斯卢布兑美元迅速下降至0.0124，在短短20天内俄罗斯卢布贬值幅度高达18.30%，本币大幅贬值会带来输入性通货膨胀以及外汇储备严重缩水等风险，对其外币债务偿付造成一定压力。二是“OPEC+”各国往往通过石油贸易来积累大量外汇储备，石油贸易失衡会削弱各国的石油创汇能力并降低各国外汇储备规模。根据世界银行数据显示，截至2018年末，沙特、俄罗斯以及巴西外汇储备规模在“OPEC+”中处于优势地位，分别高达5094.69亿美元、3815.92亿美元以及3747.10亿美元；但是，巴林、加蓬、刚果以及赤道几内亚的外汇储备规模极低，分别仅有23.34亿美元、13.21亿美元、4.24亿美元以及0.49亿美元，外汇储备匮乏导致其抵御外部风险的能力极低，一旦石油贸易失衡会加剧其外部脆弱性。

4. 预计2020年“OPEC+”将全部陷入经济衰退，并伴随通胀压力加剧和失业率上升的风险

从经济增速看，新冠疫情正处于以新兴经济体和低收入国家为代表的第三阶段，欧美疫情出现触顶迹象但新兴市场仍在快速蔓延。在新冠疫情尚未得到有效控制的背景下，多国政府采取包括宵禁、出行限制、关闭边境以及居家令等严格的公共卫生防御举措，不仅导致各行各业停工停产使全球经济陷入“供需两弱”的局面。石油需求端疲软制约国家油价企稳复苏，使得石油出口国经济增长承压，而全球经济更面临自二战以来最大的衰退压力。根据IMF数据显示，预计2020年“OPEC+”平均实际GDP增速显著下降至-6.55%，较上年大幅下滑6.46个百分点，其中伊拉克和美国的经济衰退最为明显，分别下降8.64和8.24个百分点；预计2020年“OPEC+”全部23个样本国家均陷入经济衰退，但在2019年仅6个国家陷入经济负增长；利比亚、委内瑞拉以及墨西哥为2020年度经济表现最差的国家，经济增速分别下降至-58.66%、-15%以及-6.63%。

从经济风险点看，一是存在通货膨胀压力。为缓解国际油价暴跌对经济造成的影响，多国央行积极出台宽松的货币政策，2020年以来美国（-150bp）、科威特（-125bp）、墨西哥（-125bp）、沙特（-125bp）等央行纷

纷通过降息的方式向市场释放流动性。多国央行共同放水救市在一定程度上加剧货币超发现象，预计2020年“OPEC+”平均CPI增幅会上升至5.83%，较上年增长1.02个百分点，其中利比亚和安哥拉通胀压力上升最为明显，分别增长17.69和3.64个百分点。二是失业问题显著扩大。受局部军事冲突、产业结构单一以及国际制裁等因素影响，“OPEC+”中部分国家结构性高失业问题突出，2019年伊朗、阿尔及利亚以及巴西的失业率均超过10%。本次疫情暴发叠加油价下跌使部分国家的失业问题进一步恶化，预计2020年“OPEC+”平均失业率攀升至9.17%，较上年增长2.39个百分点；其中伊朗、阿尔及利亚以及巴西等国的就业市场恶化明显，失业率分别上升至16.33%、15.09%以及14.70%的历史高位。

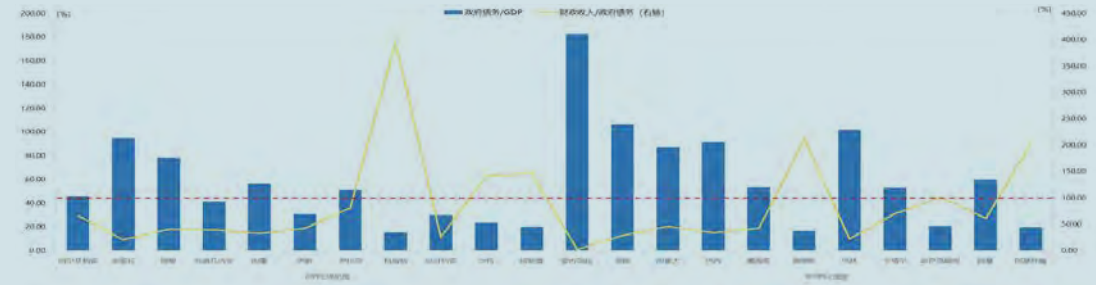
石油出口国的债务偿付风险

1. “OPEC+”的政府债务偿付实力呈现明显差异，其中“高负债穷国”存在较大的本币债务违约风险

从债务偿付实力看（见图12），“OPEC+”的政府债务偿付实力呈现明显差异。一方面，“OPEC+”中部分国家呈现“高负债穷国”的特征，2019年委内瑞拉、巴林和安哥拉的名义GDP总量仅为701.40亿美元、381.84亿美元以及915.27亿美元，由于经济体量很小，抵御外部风险冲击的能力很差。此外，委内瑞拉、巴林和安哥拉的政府债务相当于GDP的比重分别高达182.45%、101.71%以及94.99%，但财政收入对政府债务的偿付实力仅为2.28%、22.03%以及21.02%，说明“高负债穷国”存在较大的本币债务违约风险。“高负债穷国”多经济结构单一且主要依赖石油经济来维持财政收支平衡，2020年受新冠疫情冲击石油价格大幅下跌，导致“高负债穷国”财政收入对政府债务的偿付实力大幅下滑，本币债务违约风险进一步上升。另一方面，“OPEC+”中部分石油出口大国经济体量庞大且政府债务管理得当，本币债务偿付压力极低。2019年科威特（15.25%）、俄罗斯（16.49%）、阿联酋（20.14%）和沙特（23.19%）的政府债务保持在极低水平，财政收入对政府债务的偿付实力很强，分别高达394.69%、211.75%、146.03%以及141.96%，说明即便遭受油价低迷冲击，石油大国的抗风险能力很强，本币债务的违约风险依旧很低。

从主权基金保障看，主权财富基金可以为政府债务偿付提供有力保障，有效增强政府债务的偿付实力。根据全球主权财富基金协会（SWFI）的数据显示，在全球主权财富基金全球排名前91位中，“OPEC+”有37只主权财富基金入围，其中阿布扎比投资局（阿联酋酋长国之一）、科威特投资局以及公共投资基金（沙特）位列全球第三、第四以及第九位，资产管理规模分别高达5796.21亿美元、5336.50亿美元以及3600亿美元。仅这三只主权基金就已分别覆盖本国政府债务，阿联酋、科威特以及沙特主权财富基金对本国政府债务的覆盖率

图12 2019年“OPEC+”政府债务和偿付情况



数据来源：IMF

分别达到7.10倍、25.93倍以及1.99倍，政府债务几乎不存在违约风险。

2. 石油出口大国凭借充足的外汇储备拥有强劲的外债偿付实力，但“高负债穷国”的外币违约风险显著上升

从外部风险缓冲能力看，充足的外汇储备可以缓冲外债压力，“OPEC+”中石油大国的外汇储备相对充裕，为油价下跌以及贸易失衡提供充足保障。截止2018年末，沙特和俄罗斯的外汇储备规模相当于GDP的比重分别高达63.14%和28.73%，显著高于加蓬、刚果以及赤道几内亚等国的外汇储备水平。以俄罗斯为例，由于俄罗斯外汇储备中约20%为黄金，随着近年来国际金价的持续上涨，俄罗斯外汇储备大幅提升，对外债的覆盖程度超过 110%，为外债的偿还提供了充足的保障。此外，俄罗斯主权财富基金规模高达约1,500 亿美元（相当于 GDP 总量的 11%），也对政府债务的偿还提供了充足的保障。据俄罗斯财政部测算，如果未来6~10 年内国际油价保持在 25~30 美元/每桶，该基金也足以弥补相关收入损失。

从外债偿付实力看，一方面，考虑到2020年国际油价可能会下降至35~45美元/桶，使“OPEC+”中对贸易盈亏平衡要求较高的国家，如阿尔及利亚（112.20美元/桶）、阿塞拜疆（80.73美元/桶）、伊朗（79.33美元/桶）以及哈萨克斯坦（77.07美元/桶），面临更大的外部风险敞口。以哈萨克斯坦为例，截止2018年末，哈萨克斯坦的外债水平高达92.06%，在外债本就高企的情况下，油价低迷进一步影响到哈萨克斯坦的国际收支平衡，预计2020年经常账户余额会由盈余转为赤字，因此经常账户收入对外债的保障能力也会大幅下降。另一方面，部分“高负债穷国”外汇储备对外债的偿付压力较大，尤其是外债结构中短期负债占比较高，存在较大的流动性风险。截止2018年末，巴林、卡塔尔、哈萨克斯坦以及阿曼的外债水平分别高达147.61%、94.40%、92.06%以及65.37%，外汇储备对外债总额的保障能力仅为4.49%、16.10%、19.50%以及34.80%，尤其是在油价下跌的冲击下，“高负债穷国”外汇储备进一步缩水，存在较大的外币债务违约风险。

套利叠加实体投资不确定推升结构性存款规模 货币信用传导效率及效果受限

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 宏观研究部

2020年以来，结构性存款[1]规模创新高，据央行数据，5月结构性存款余额为11.84万亿，较4月减少0.3万亿，较2019年末大幅增长23.3%；前5个月结构性存款增量超过2017年全年增量水平，接近2018年全年增量。2020年以来资金利率差异为企业进行结构性存款套利提供了可行性。根据融360最新统计数据显示，5月结构性存款平均最高收益率为4.54%，环比小幅下降43BP，但依然远高于企业资金成本，企业资金套利存在空间。但企业热衷于资金套利的根本性原因在于企业对未来投资存在较大的不确定性，降低了企业的实体投资热情。

一、结构性存款持续增加，创历史新高

结构性存款最早在2002年开始出现，外资银行首先推出了此类产品，中资银行随后也开始陆续推出结构性存款，但其后期发展一直不温不火，直至2018年资管新规禁止银行发行保本理财产品，结构性存款规模开始快速发展，2019年初在套利的催生下结构性存款再次快速增长，但很快迎来监管的关注，结构性存款规模进入小幅下行的趋势。但2020年以来，结构性存款再次快速上升：截至2020年5月末，结构性存款规模为11.84万亿，较2019年末增长2.24万亿；1-5月增量超过2017年全年增量水平，接近2018年全年增量，在经过2019年规模压降185.84亿以后，结构性存款规模出现反弹。由于结构性存款规模大幅增长的背后是套利行为，因此2020年初以来结构性存款的快速增长引来市场及监管的关注。结构性存款成为套利工具主要有两方面原因：一方面是结构性存款类似于存款，但又与金融衍生品挂钩，能够提供高于一般存款的收益，但又有针对衍生品设置触发概率极低的行权条件的特点，使得结构性存款基本能够实现较高收益但又有保本的基本功能，从而使得结构性存款成为保本理财的替代产品大受欢迎；另一方面我国的利率“两轨”制造成存款利率与市场利率并不一致，当市场利率下行时存款利率仍然保持一定的刚性不受影响。

中小型商业银行单位结构性银行存款是年初以来结构性存款快速上涨的主要推动因素。2020年以来，为了冲击疫情对企业造成的影响，央行持续推出宽松的货币政策，在此背景之下，金融数据连续录得较好的增长，货币、信贷、社融三大数据呈现全面上升的态势。但在宽信用政策之下，资金套利的现象严重凸显。2020年以来，结构性存款不断上升，其中单位结构性存款增长尤为显著，4月更是创下历史新高，5月以来监管开始监管层着力整顿结构性存款、打击资金空转套利，通过窗口指导要求商业银行年内对结构性存款“压量控价”，高增长趋势暂停，5月结构性存款余额为11.84万亿，较4月减少0.3万亿，较2019年末大幅增长23.3%。从银行类型看，

[1] 银保监会在《商业银行理财业务监督管理办法》中将结构性存款定义为“商业银行吸收的嵌入金融衍生产品的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或者与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得相应收益的产品”。

中小型商业银行的结构性存款占比最大，占全部结构性存款的64.24%，大型商业银行的结构性存款占全部结构性存款余额的35.76%；从结构上看，单位结构性存款是本次结构性存款大幅上涨的主要推动因素，截至5月末，单位结构性存款余额为7.3万亿，占全部结构性存款的61.63%，较2019年末增长1.88万；居民结构性存款余额4.54万亿，较2019年末增长0.36万亿。整体看，2020年以来中小型银行单位结构性存款新增规模占全部增量的58%，成为结构性存款快速增长的主要推动因素。

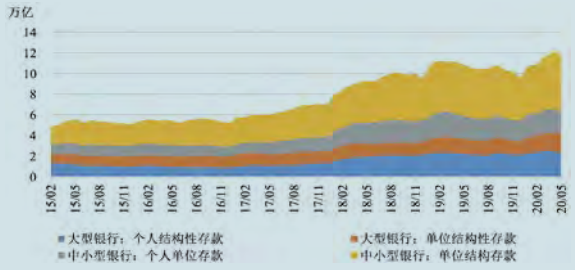
二、资金利率差异叠加对未来投资的不确定性，推升了结构性存款规模

本次的套利与以往略有不同，本次进行套利的主体主要是企业而非金融机构。企业通过较低成本的“信贷+债券+票据”，获得资金转而存为结构性存款以获取利息差额收入，或者企业先在银行存入结构性存款再进行转贴现获取利息差收入。从资金来源看，宽松的货币政策形成的较低的资金利率为企业提供了较为充裕的资金来源；从投资收益看，结构性存款的收益持续走高，形成了一定的资金利率差，为企业套利提供了操作空间。

从资金来源端看，2020年货币政策结束2019年来的偏紧转为较为“灵活适度”宽松政策以应对突如其来的疫情对经济产生的冲击，宽口径货币供给M2同比增速自2017年4月以来再次重回两位数增长，信贷、企业债券融资大幅上涨，远高于去年同期值，但伴随着企业融资的大幅上涨是单位结构性存款快速增加。

从资金成本端看，2020年年初以来，为了对冲疫情的影响，宽松的货币政策不断出台，连续的全面降准、定向降准和降息依次实施。4月3日央行宣布自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，超过市场预期，进一步打开了资金利率下行的空间，隔夜利率首次“破1”，创下了历史最低值。货币宽松传导至债券市场，债券的发行利率连续走低，为企业发行债券获取低成本资金创造有利条件。从社融细分项上看，4月企业债券净融资9015亿元，同比多增5066亿元；信贷方面，前4个月人民币贷款持续增长，4月新增人民币贷款17000亿，高于市场预期，同比多增6818亿元，同比增速录得13.1%，贷款增速明显回升。与之对应的是“资金价格”下降，截至4月底，一年期的3A级企业债收益率降至1.76%，一年期LPR降至3.85%，企业资金成本有较为明显的下降。而5月结构性存款业务受到窗口指

图1 结构性存款规模及构成



数据来源：Wind

表1 人民币和企业债券融资、结构性存款变动

日期	当月新增人民币贷款（亿元）			当月企业债券净融资（亿元）			单位结构性存款（亿元）		
	2019年	2020年	同比变动	2019年	2020年	同比变动	2019年	2020年	同比变动
01-31	35668.36	34924.00	-744.36	4828.90	3950.00	-878.90	64171.74	63351.21	-820.53
02-28	7640.64	7202.00	-438.64	874.93	3894.00	3019.07	64531.37	63666.58	-864.79
03-31	19584.40	30390.00	10805.60	3546.22	9922.00	6375.78	64164.12	68259.94	4095.82
04-30	8732.83	16239.00	7506.17	3948.86	9252.00	5303.14	65528.81	74277.94	8749.13
05-31	11855.46	15502.00	3646.54	1032.90	2971.00	1938.10	64691.70	72961.40	8269.70

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

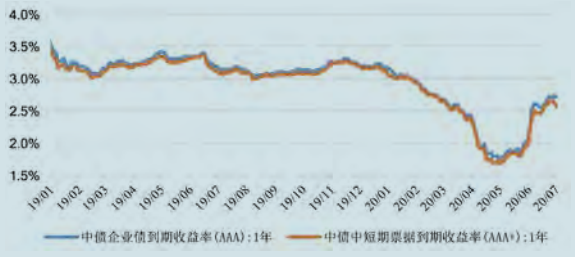
导规模增长趋势暂停，相应的5月企业债券融资下降至2971亿元，环比骤降67.89%。

与企业资金成本下降相对的是结构存款投资收益自年初以来持续走高，为企业套利提供了操作空间。根据融360不完全统计数据显示，结构性存款利率自2月以来开始逐渐上升，5月份发行的结构性存款平均期限为141天，平均预期最高收益率为4.54%，环比下降43BP；5月份共有1357只人民币结构性存款，平均期限为133天，共811只产品披露了到期收益率，平均到期收益率为3.67%，环比上涨4BP。在5月份到期的同时披露预期最高收益率和到期收益率的人民币结构性存款中，有52.5%达到了预期最高收益率，环比上升2.2个百分点。

从企业性质看，本次结构性存款结构化较为严重，国企可能在其中贡献了绝大部分增量。从社融细分项上看，3、4月企业信贷、未贴现银行承兑汇票以及企业债券融资是社融高增的主要驱动力，也是企业融资的主要来源：从信贷角度看，4月新增人民币贷款1.7万亿，同比多增6818亿元；其中，4月份企（事）业单位贷款增加9563亿元，同比多增6092亿元，是4月人民币多增的主要驱动力。而从企业性质来看企业债券融资，国企同样是债券融资的主力军，占全部融资额的90%左右，而民企只占全部债券融资额的不到9%。从这个角度分析，年初以来的社融资金大部分流向了国企，使得国企成为结构性存款的主要资金来源。且从行业来看，资金大部分流入基建、房地产相关行业以及城投类企业，受疫情冲击较大的批发和零售贸易的占比有所下降，资金流向与实际资金需求有一定的差异，这也使得资金流入企业有能力进行结构性存款套利。

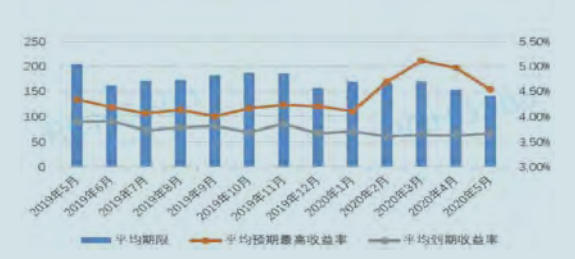
企业进行套利的可行性条件是资金利率差的存在，但根本原因是企业对未来实体投资存在较大的不确定性。自年初以来受到新冠疫情的影响，我国经济出现较深度的负增长，生产、需求一度出现“停滞”状态，3月以来随着国内疫情逐渐得到控制，生产、需求都在逐渐恢复，但海外疫情依然未得到控制，国内需求依然受到抑制，经济仍然存在较大的下行压力。在这种背景之下，企业对未来的投资回报存在较大的不确定性，降低了企业的投资热情，促使企业将富余资金进行金融投资以获取利差收益。这一点可以从M2与M1的剪刀差得到一定的印证：货币供应结构中，如果企业对未来预期谨慎，企业会更倾向于金融投资，将存款定期化，M2占比会更高；如果企业对未来增长前景乐观，准备补库存或

图2 前4个月企业融资成本显著下降



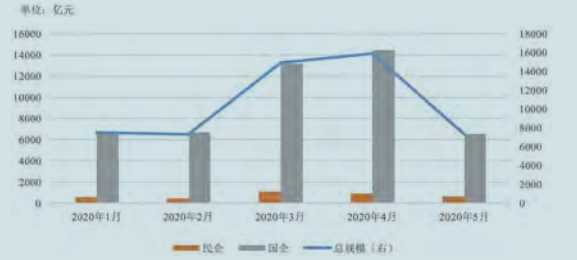
数据来源：Wind

图3 结构性存款平均预期最高收益率和平均到期收益率



数据来源：融360

图4 不同性质企业新发债券融资规模



数据来源：Wind

者扩大资本开支，企业会选择将存款活期化，以随时应对补库存和扩大资本开支所需要的现金，这时企业账户上活期存款的部分占比会相对较高，M1上升。2020年以来，在货币资金宽松的背景下，M2与M1的剪刀差反而走阔，反映了企业投资活跃度低，对未来的信心不足。

三、单位结构性存款高企的影响

因此结合上文分析推测，2020年以来的企业部分融资通过结构性存款等工具进行金融市场投资进行套利，并未完全进入实体经济，这也解释了2020年4月固定资产投资增速低迷的部分原因。企业进行资金套利客观原因是由于资金成本利率较低，与结构性存款等工具存在可套利的空间，但根本原因是实体投资回报低于套利收益，企业对未来经济投资存在较大的不确定性。

从货币政策效果看，结构性存款背后的企业套利行为与货币政策意图相违背，不利于货币信用直达经济体的效率及效果。年初以来货币政策意图是帮助企业对冲疫情带来的流动性危机，促进经济恢复增长，但企业的套利行为使得资金流入金融市场，阻碍了宽货币信用政策向实体经济的传导。从实体企业角度来看，一方面企业的套利行为使得经济并未流入实体生产活动，经济的恢复程度有所降低。另一方面结构性存款虽然有助于扩大银行的存款规模，但是结构性存款高于一般存款的收益推升了银行的负债成本，从而抑制了贷款成本下降的空间，与政策降低实体融资成本的意图相违背。

5月媒体报道银保监会对部分银行进行窗口指导，明确要求压降结构性存款规模，在年底前逐步将结构性存款规模压降至年初规模的三分之二；6月12日北京银保监局发布《关于结构性存款业务风险提示的通知》，要求严控结构性存款业务总量及增速。监管政策的目的是防止资金空转，疏导货币政策有效的传导至实体经济。短期来看，对结构性存款规模的控制可能会导致中小型银行负债端缩表，对中小型银行造成压力，从银行负债端看，中小型银行结构性存款占其全部存款余额的8.56%，远远高于大型银行的4.52%，显示了中小型银行更为依赖于结构性存款，因此压缩结构性存款将对中小型银行负债端造成较大的压力，中小型银行可能会面临流动性压力；同时可能会使得企业债券融资下降，从而拖累社融增速，5月企业债券融资环比骤降67.89%。但长期看，监管并未完全禁止结构性存款业务，而是规范其发展，同时结构性存款压降一定程度上打击了银行高息揽储的行为，有利于引导银行负债端成本下降，从而向企业让利空间增大，有利于货币政策的传导。另一个角度看，随着经济的逐渐恢复，央行也需要从季度宽松的货币环境中退出，这与央行领导在6月18日的上海陆家嘴金融论坛的发言论调相一致，因此对结构性存款规模压缩的监管指导或是前期宽松货币政策退出的一个信号，后期货币政策或将边际收紧。

水务行业展望报告

文丨联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王 治 楚方媛 张 铖 郭欣宇 杜 晗

水务行业包含自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用等方面，行业上游依赖区域内水资源禀赋，下游依赖于居民生活和生产用水需求。目前我国水资源呈现南多北少，水质呈现南优北劣的状况。在城镇化进程推动下，用水和污水处理需求持续增长，促进水务行业整体产能持续扩容。2019年以来，在宏观政策逆周期调节背景下，水务行业在政府债券、外部融资等方面获得有力支持，水务企业债券发行量明显增加，宽信用政策效果明显，融资成本呈下降趋势，行业内投资增速有所加快；伴随着节水提效和加大城镇污水建设等政策的出台，供水行业提标改造和城镇污水处理扩产空间进一步释放，资金和技术实力较强的行业龙头成为异地扩张的重要主体。

2019年，部分城市水价进一步调升，水务企业收入和利润总额均呈现增长趋势，收现能力较强。同时，随着项目投资进度的加快，水务企业投资活动净流出进一步扩大，债务负担有所加重，偿债能力有所弱化，但整体偿债风险可控。2020年一季度，水务企业收入同比变化不大，新冠肺炎的爆发对我国水务行业影响有限。

一、行业概况

水务行业产业链主要涉及从自然水体中取水、水的加工处理、供应和污水处理等环节。产业链的最上游是水源的获取；水资源的丰富程度、水质的优劣直接影响水务行业原水获取的难易程度和水生产的成本。水务行业下游主要是城镇居民生活、生产等方面用水需求，城镇人口的增长，环保节水等政策的要求对水务行业下游需求端产生重要影响。

从最上游水源供给方面来看，我国水资源总量丰富，但区域分布不均衡。2019年，我国水资源总量28670亿立方米，居全球第四。近年来，我国水资源开发总量基本维持在20%~25%之间，主要来源于地表水，地表水占比在95%以上，地下水占比不足5%。水资源区域分布上，我国水资源主要分布在南方区域，北方水资源仅占水资源总量的20%左右，但我国北方人口约占全国人口的近一半，经济总量约占全国总经济总量的40%，我国水资源分布与人口和区域经济分布不匹配，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足，其中，部分省份人均水资源量不足1000立方米，人均水资源量匮乏成为制约区域水务企业发展的重要因素。目前，我国主要通过南水北调和沿海地区海水淡化方式解决水资源缺乏和区域分布不均衡问题。通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。海水淡化方面，海水淡化主要分布在沿海且水资源相对缺乏区域，近年来，我国海水淡化设计产能逐年增长，但规模仍较小。截至2018年底，我国海水淡化设计能力达118.91立方米/日，主要集中在天津和山东。

从水质来看，我国地表水质有所改善，但北方区域水质较南方仍差。我国水质分为Ⅰ~劣Ⅴ，其中Ⅰ~Ⅲ类水质通过加工处理可作为饮用水源。根据《中国生态环境状况公报》，2018年，我国地表水中Ⅰ~Ⅲ类水质占比71%，较2017年上升3.1个百分点，污染水质占比有所下降，地表水质有所改善；分区域来看，长江、珠江、浙闽片河流水质较好（除巢湖中度污染，太湖和滇池轻度污染），北方（除西

北，西北水质较好）水质处于轻度污染状态，尤其是海河流域和辽河流域水质主要处于中度污染状态。地下水水质总体较差，Ⅰ～Ⅲ类水质仅占13.80%。

从需求端来看，水务行业产业链的下游主要涉及居民生活、生产等方面用水。2018年，我国用水总量6015.50亿立方米，其中工业和生活用水占比在35%左右，农业用水占比在60%，生态环境用水占比较小。从变化趋势来看，受工业节能减排提质增效影响，工业用水占比逐年下降；受城镇化进程带来的城镇人口逐年增长，城镇生活用水占比持续增长。农业用水方面，在加强农业节水等政策影响下，近年来农业用水占比逐年下降。在环保生态治理等因素影响下，生态环境用水占比逐年增长，但仍维持较低占比。

对于水务企业来说，水费收入的稳定性和持续性是其核心竞争力。目前我国水务企业的水费收入主要来源于城镇自来水费和污水处理费。受目前配套设施尚未健全及农村水费征收尚未完全普及等因素影响，我国农村水费征收范围和收入规模有限。因此，目前，联合资信水务行业需求端研究主要针对城镇生产和生活方面的供水和污水需求。

城镇化进程推动用水人口持续增长，用水需求持续增长，城市生活用水成为需求端的主要来源。近年来，随着城镇化进程推进，城镇用水人口持续增加，2018年城镇用水人口增至8.3亿人，同比增长3.80%；其中城市用水人口占比60.60%，县城用水人口和乡镇用水人口占比分别为17.71%和21.08%。2018年，我国城镇用水总量达874.9亿立方米，较2017年增长2.80%；其中城市用水614.62亿立方米，占城镇用水总量的70.25%；按用途划分，生活用水占比最高，为52.55%，其次是生产用水和公共服务等方面用水。

污水处理行业需求量增速高于同期用水需求增速，污水处理行业需求端发展较快，城市生活污水成为污水处理行业需求端的主要来源。污水排放量是衡量污水处理行业需求端的重要指标。2018年，全国城市和县城污水排放量620.52亿立方米，较2017年增长5.63%，高于同期用水需求增速；其中城市污水排放量521.12亿立方米，占比83.98%；按性质分，生活污水占全国污水排放总量的60%以上；整体看，污水处理行业需求持续增长。

供水和污水处理需求的增加推动我国水务行业整体运营能力的提升。2018年，我国城镇供水能力达3.86亿立方米/日[1]，较2017年增长4.63%。全国城市和县城污水处理能力2.02亿立方米/日，较2017年增长6.79%。我国水务行业整体运营能力进一步提升。

此外，随着我国经济的持续发展，城镇化进程的持续推进，居民生活用水和生产用水需求仍将持续稳步增长。加之国家政策对水务相关设施投资的倾斜，及相关配套资金的大力支持，促进我国供水和污水产能的进一步释放。联合资信认为，水务行业从供需两端均将保持稳步增长趋势。

二、行业环境

宏观环境及对水务行业影响

新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延背景下，宏观政策整体仍发挥着逆周期调节的重要作用。在积极的财政政策指导下，水务行业专项债发行规模快速增长，为其投资建设提供资金支持，水务行业投资规模预期将呈现快速增长趋势。在稳健货币政策指导下，水务行业发债成本预期将维持较低水平。

2019年，我国宏观政策的主基调是加强逆周期调节。财政方面，主要是大规模降税降费，大幅扩大地方

[1] 由于城乡统计年鉴尚未披露乡镇供水能力，故该数据仅包含城市和县城供水能力。

政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，引导信贷市场利率实质性下降。2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，我国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，进一步提前下达地方政府债券额度，大力减轻企业负担，增加有效投资。截至2020年3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通、生态环保、农林水利、市政和产业园区等领域重大基础设施项目建设。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造较好的货币金融环境。

2020年4月17日召开的中央政治局会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行。具体安排上，会议确定要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资等措施。上述政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于我国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

在基建补短板和提高有效投资提供资金支持背景下，2019年，水务建设、生态保护等水务项目发行专项债金额合计756.42亿元，是2018年发行金额的1.69倍。2020年以来，积极的财政政策促进水务项目专项债发行规模快速增长，2020年一季度，水务相关专项债发行金额1187.39亿元，超过2019年全年发行规模，积极的财政政策为水务相关项目投资提供资金支持，水务相关项目投资预期进入快速增长阶段。

在稳健的货币政策指导下，降低企业融资成本，开通债券融资等渠道等措施刺激水务行业发债规模快速增长，发行利率有所下行。根据wind水务行业口径，2019年，水务行业发债规模[2]较2018年增长20%，2020年，水务行业发债规模延续2019年快速增长趋势，1—4月份发债规模占2019年全年的75%，较上年同期增长254%，水务行业发债增速较快；考虑到专项债配套资金补充支持，及整体降杠杆控风险的要求，未来水务行业发债进度预期同比有所放缓，但仍保持一定规模。发行成本方面，在降融资成本政策指导下，水务行业发债成本持续下降，2019年，水务行业整体发债平均成本较2018年下降1.11个百分点，2020年1—4月，发债成本进一步下降，水务行业平均发行成本较2019年下降0.60个百分点。考虑到中央政治局会议提出的稳健的货币政策要更加灵活适度，运用多种方式引导利率下降，未来预期水务行业发债成本预期将维持较低水平。

行业政策及对水务行业影响

2019年以来，水务行业政策重点体现在用水提质增效，实施严格节水制度；加快城镇污水设施建设和污水排放检测，进一步释放污水处理产能；推进水费改革提升水务行业盈利空间；通过中央，地方和外部融资等方

[2] 以水务企业发行中期票据为统计口径。

式保证项目建设资金。预期我国水务行业在提质增效，扩展污水产能方面将得到突破。

2019年以来，国家发改委、水利部等多部委新出台水务行业相关文件，主要通过以下三个方面确保水务行业健康、可持续发展。第一，要求实施严格的节约用水制度，控制用水总量。在《国家节水行动方案》要求下，我国将进一步实施最严格的节水制度，通过降低漏损率，提高用水效率，降低单位产能水资源使用量，并在用水总量上进行严格控制。到2020年，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内。在2035年，全国用水总量控制在7000亿立方米以内。第二，加快城镇污水设施建设，加强污水排放监测，进行污水处理收费标准改革。相关政策要求要加快推进生活污水收集处理设施改造和建设，规范工业污水集中处理设施，监测重点排污企业污水排放；并要求地方各级政府尽快将污水处理费收费标准调整到位，原则上应当补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本并合理盈利，并综合考虑企业和居民承受能力，完善差别化定价，统筹使用污水处理费与财政补贴资金，通过政府购买服务方式向水务企业支付服务费。第三，中央预算、地方财政、金融机构和社会资本方等多方参与，解决污水处理、水利设施和生态治理等项目资金需求。政策要求，对于生态保护等重点项目，可纳入中央项目储备库管理，加快中央预算执行，进一步理顺中央与地方收入划分和完善转移支付制度改革中统筹考虑地方环境治理的财政需求，建立健全常态化、稳定的中央和地方环境治理财政资金投入机制。加大财政投入力度，研究探索规范项目收益权、特许经营权等质押融资担保，鼓励金融机构为污水处理提质增效项目提供融资支持。营造良好市场环境，吸引社会资本参与设施投资、建设和运营。通过政府和社会资本合作方式，吸引社会资本参与农村生活污水治理。对补短板的社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例。

以上政策将对水务行业在提质增效、扩大产能、提升盈利空间等方面产生重要影响。提质增效方面，根据政策要求，我国将持续实施严格节水政策，提高用水效率、降低漏损率、控制用水总量，2018年，我国公共供水管网漏损率达14.62%，较2020年10%的目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。2018年，我国用水总量6015.50亿立方米，在目标控制总量限额以内，但考虑到未来我国经济持续发展，城镇用水持续增加，我国用水总量控制将面临一定挑战，未来节水及相关配套项目将成为水务行业发展的方向。扩大产能方面，在加快城镇污水建设和加强污水排放监测等指导下，我国污水处理覆盖范围和处理对象将扩大，需求端的增长将推动城镇生活和工业污水处理量的进一步释放，且在中央预算、地方财政等资金支持下，水务行业投资将加快进行，从而进一步促进水务行业产能的提升。在提升盈利空间方面，在节水政策下，预期政府可能将通过水价的调节作用促进节水目标的实现，水价将持续增长。此外，在污水处理收费标准改革政策指导下，要求污水处理费定价机制需要考量补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本并合理盈利，该政策预期将有效推进我国水费征收的市场化改革，提升我国水务行业盈利水平。但考虑到水务行业涉及国计民生，公益性较强，短期内水价涨幅空间仍有限。

三、行业周期性及目前所处阶段

从行业周期来看，水务行业属于弱周期行业；受部分年度政策导向，行业发展略有波动。从目前所处阶段来看，我国供水普及率较高，供水行业处于成熟期；近年来污水行业快速发展，地级市和县城污水处理接近成熟期，但乡镇污水空间巨大，污水行业整体仍有较大成长空间。再生水规模较小，整体发展仍处于导入期。

水务行业周期性

水务行业整体周期性不明显，属于弱周期行业。生

表1 近年来水务行业重要政策汇总

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2019年4月	《国家节水行动方案》	到2020年，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内。到2022年，万元国内生产总值和工业增加值用水量较2015年分别降低30%和28%，农田灌溉水有效利用系数提高到0.56以上，全国用水总量控制在6700亿立方米以内，并在2035年，全国用水总量控制在7000亿立方米以内。
2019年4月	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知	加快推进生活污水收集处理设施改造和建设，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口。推进污泥处理处置及污水再生利用设施建设。规范工业企业排水管理，经济技术开发区等工业集聚区应当按规定建设污水集中处理设施。加大财政投入力度。地方各级人民政府要尽快将污水处理费收费标准调整到位，原则上应当补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本并合理。
2019年7月	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》（中农发〔2019〕14号）	到2020年，东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，农村生活污水治理率明显提高，村庄内污水横流等情况基本消除。农村生活污水治理设施建设由政府主导，地方财政补助、村集体负担、村民适当缴费等方式建立长效管控机制，通过政府和社会资本合作方式，吸引社会资本参与农村生活污水治理。
2019年11月	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2019年11月	南水北调后续工程工作会议	当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点，推进南水北调后续工程等重大水利项目建设，并进一步强调要注重发挥财政资金、专项债券资金对基建投资的带动作用
2020年2月	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	进一步理顺中央与地方收入划分和完善转移支付制度改革中统筹考虑地方环境治理的财政需求，建立健全常态化、稳定的中央和地方环境治理财政资金投入机制。提高治污能力和水平，对重点排污企业安装监测设备。建立健全“污染者付费+第三方治理”等机制，按照补偿处理成本并合理盈利原则，综合考虑企业和居民承受能力，完善差别化定价。
2020年3月	《关于加强生态环保资金管理推动建立项目储备制度的通知》财资环〔2020〕7号	大气、水、土壤污染防治，农村环境整治，海洋生态保护修复等重点生态保护修复项目可纳入中央项目储备库管理，加快中央预算执行，尽快形成有效投资。

资料来源：联合资信整理

产用水易受经济和政策影响出现波动，但近年来整体发展稳定。

供水总量和污水处理量是衡量水务行业发展的重要指标，它不仅是水务行业投资规模的结果反映，也直接决定了水务行业收入，并间接影响水务行业利润。联合资信通过水务行业处理总量指标简析水务行业周期性特点。通过分析1978年以来水务行业处理量规模和增速发现，水务行业处理量整体呈现增长趋势；增速方面，整体稳定在一定区间，但部分年份有所波动。整体看，水务行业整体周期性不明显，属于弱周期行业。

图1 1978年以来我国城乡供水和污水处理总量及变动情况

注：污水处理总量中不包含乡和建制镇数据；受城乡建设局部分年度统计口径有所变动，剔除因口径变动导致增速大幅波动年份。
资料来源：城乡建设统计年鉴

从具体子行业来看，除2006年居民生活用水有所波动外[3]，其他年份居民生活用水总量增速保持稳定，生产用水在2012年之前波动较大，之后年度增速变动与生活用水趋同。从具体波动来看，生产用水波动与我国水务政策密切相关，2006年，我国在《十一五规划纲要》中首次提出“节能减排”使得我国生产用水量同比下降，加之经济危机因素影响，生产用水量在2007年和2008年同比增速为负，之后随

[3] 2006 年城市居民用水总量同比有所波动可能与自 2006 年起按城区人口和城区暂住人合计口径统计原因所致。

着经济发展用水量同比增速又有所回升。2011年，十二五规划出台《“十二五”节能减排综合性工作方案》，使得用水总量同比增速呈现大幅下降，但政策之后保持相对稳定。根据《国家节水行动方案》要求，到2022年，万元国内生产总值和工业增加值用水量较2015年分别降低30%和28%，预期我国生产用水效率将有所增长，进而对冲因经济总量的持续增长对生产用水总量需求的增加，工业生产整体用水总量预期保持稳定。

水务行业目前所处阶段

供水行业处于成熟期，污水行业城乡发展存在差异，乡镇污水空间较大，整体污水行业仍有较大成长空间。再生水规模较小，整体发展仍处于导入期。

图2 近年来我国城市生活和生产用水总量同比变动情况

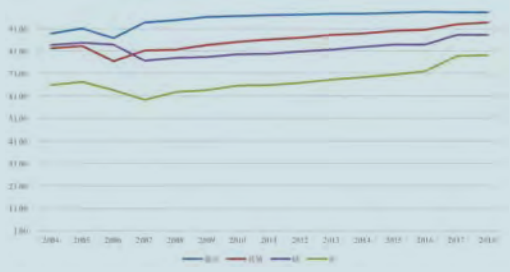
资料来源：城乡建设统计年鉴

供水方面，从用水普及率来看，近年来，我国城市、县城、建制镇和乡用水普及率小幅增长，基本保持稳定，地级市和县城用水普及率均在90%以上，乡镇用水普及率相对较低，未来尚有一定空间；从固定资产投资来看，我国供水固定资产投资相对稳定，我国供水行业整体处于成熟期。

污水处理方面，从污水处理率来看，近年来，我国地级市和县城污水处理率快速发展，污水处理量在90%左右，基本处于成熟期。但是，我国乡镇污水处理尚不完善，联合资信通过污水处理总量与用水总量的比率估算我国整体污水处理率，2018年整体污水处理率估算值仅为70%左右，与城市和县城污水处理率尚有差异，乡镇污水处理空间较大。从固定资产投资规模来看，近年来，我国排水固定资产投资规模持续增长，与供水固定资产投资规模差距逐年拉大，随着排水固定资产的持续投入，我国污水处理能力将进一步释放，我国污水处理行业持续进入快速发展时期。

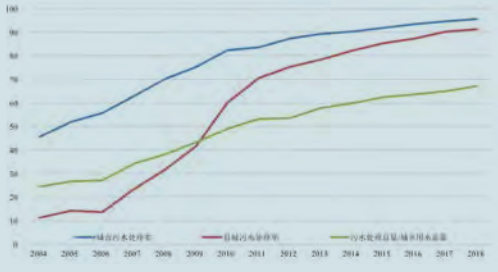
再生水方面，近年来，我国市政再生水利用规模较小，市政再生利用率不足20%。2019年，国家发改委、水利部在《国家节水行的方案》等多部文件中提到要强化污水再生利用，到2020年，缺水城市再生利用率达20%以上。总体看，我国再生水利用还不完善，尚处于导入期。

图3 城乡用水普及率变化情况（单位：%）



注：1. 用水普及率=非农业用水人口数/非农业人口数×100%；2. 2006年用水普及率出现波动系自2006年起，用水普及率指标按城区人口和城区暂住人口合计为分母计算口径变动原因所致；3. 由于乡镇污水处理量尚未获取，联合资信通过污水处理总量与供水总量的比率估算目前我国整体污水处理率
资料来源：城乡建设统计年鉴

图4 城县污水处理率变化情况（单位：%）



注：1. 用水普及率=非农业用水人口数/非农业人口数×100%；2. 2006年用水普及率出现波动系自2006年起，用水普及率指标按城区人口和城区暂住人口合计为分母计算口径变动原因所致；3. 由于乡镇污水处理量尚未获取，联合资信通过污水处理总量与供水总量的比率估算目前我国整体污水处理率
资料来源：城乡建设统计年鉴

四、行业竞争态势分析

水务行业涉及国计民生，受政府强力监管，且易受区域管网等物理因素限制，行业准入壁垒较高，有效地限制了竞争者数量。水务行业整体呈现以地方水务企业为主，且区域垄断性突出；头部水务企业利用资金和技术优势进行跨区域扩张，竞争有所加剧。但考虑到行业的特殊性，联合资信认为水务行业仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升同时并存的竞争格局。

水务行业准入方面，水务行业涉及国计民生，行业准入须满足相应资质，后期运营模式、收费标准及环保标准等方面均须接受政府相关部门的批准和监督，市场化程度较低。此外，在水务行业供产销的链条中，重要的环节是通过供水管网将水源输入至下游需求端，同时将污水通过排水管网输送至污水处理厂进行加工处理，水务行业特殊的运营方式决定了其具有较高的管网建设以及设备采购成本，易受区域管网等物理因素限制，且大部分城市供水业务已经进入成熟发展期，区域内供水设施及管网建设已趋近饱和，较高的污水处理技术水平和管理经验要求对新参与者设置较高门槛，整体看，水务行业进入壁垒较高。

水务企业类型和竞争格局方面，目前，我国行业内分布的水务企业大致可分为三种，国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。部分实力较强的区域（北京、深圳、成都、重庆等地）地方国有水务企业和央属水务企业基于雄厚的股东背景、资金实力和技术水平，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等方式在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，对原区域内地方水务企业产生一定竞争。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少。民营水务企业所占市场份额较小，主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争，面临较大投资和回款压力。

未来竞争方向方面，近几年，随着我国生态治理和环保力度加大，出现黑臭水体治理、水环境综合治理，污泥处置等水务衍生行业。水务衍生行业对资金实力和技术水平要求较高，水务衍生业务仍将继续成为实力较强的央企或经济发达区域地方国企积极参与对象；一般的地方国有水务企业受限于资金和技术水平，与其参与度不高。此外，伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的区县城市及乡镇地区成为实力较强的水务企业异地扩张的机会。一方

面，区县乡镇之前尚未完全建立完备的供排水管道，准入的物理限制较低，且受制于区域财力不足等因素影响，该区域更愿意接纳外部水务企业进入；另一方面，随着近年来我国污水排放标准提升，对水务企业的污水处理技术要求越加严格，对于技术实力不强且财政实力有限的区域则会考虑技术先进的污水处理企业进入。

综上，地方国有水务企业区域垄断性突出，实力较强的地方国有企业和央企等行业龙头利用资金和技术优势积极参与水务衍生行业投资及财政实力偏弱的区县城镇供排水项目。但水务行业涉及国计民生，竞争格局基本稳定，预期水务行业整体仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升同时并存的竞争格局。

五、行业增长与盈利能力

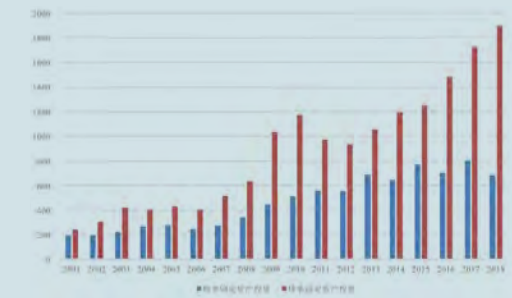
行业增长趋势

供水方面，城市供水进入平稳发展状态，乡镇供水尚有 一定开发空间；在节水提效政策指导下，老旧供水管网改造为水务企业投资增长释放一定空间。

城市供水方面，城市化进程推动我国城市供水能力和供水总量逐年增长；城市用水普及率较高。城市供水行业固定资产投资规模稳中小幅波动。整体看，我国城市供水行业进入平稳发展状态。2018年，城市用水人口增至5.03亿人，同比增长4.16%。同期，城市供水能力达3.12亿立方米/日，较2017年增长2.42%，仍保持平稳增长。2018年，我国城市供水总量达614.6亿立方米，较2017年增长3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为39.3%，生产运营用水占比26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018年，我国城市供水管道长度86.51万公里，较2017年增长8.49%；城市用水普及率进一步上升至98.36%。2018年，城市供水行业固定资产投资543.0亿元，较2017年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

乡镇供水方面，2018年，我国乡和建制镇用水人口1.8亿人，同比增长1.8%，乡镇年用水总量145.8亿立方米，同比增长0.9%。2018年，我国乡镇的用水普及率分别为

图5 近年来城县供排水固定资产投资情况（单位：亿元）



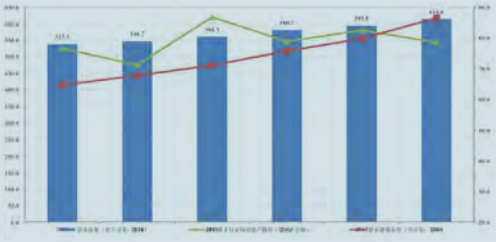
资料来源：城乡建设统计年鉴

表2 水务行业竞争格局（单位：万吨/日）

类型	代表企业	供水和污水产能	覆盖区域
地方国企	北京首创股份有限公司	2678	覆盖安徽、江苏、河北等部分区县
地方国企	北控水务集团有限公司	2016	覆盖广东、湖南、福建等地，并涉及澳大利亚等地
地方国企	北控水务(中国)投资有限公司	1527	广东、湖南、山东等地
地方国企	深圳市水务(集团)有限公司	1227	以深圳市范围内为主，同时向江苏、浙江等地
地方国企	广州市水务投资集团有限公司	889	广州市范围内
地方国企	重庆市水务资产经营有限公司	790	重庆市范围内
央企	中国水务投资有限公司	752	山东、江苏、上海和浙江等地
地方国企	成都市兴蓉环境股份有限公司	592	以成都市范围内为主，向海南、江苏、甘肃等地
地方国企	北京城市排水集团有限责任公司	423	北京市范围内
地方国企	上海水务资产经营发展有限公司	700	上海市范围内
民企	北京桑德环境工程有限公司	323	北京、广东、江苏、浙江等地
央企	重庆康达环保产业(集团)有限公司	311	山东、河南、安徽等地

注：企业类型根据企业实际控制人类型划分，2019年，重庆康达环保产业(集团)有限公司实控人变更为中国水务投资有限公司
资料来源：联合资信整理

图6 我国城市供水能力和固定资产投资情况



资料来源：城市建设统计年鉴

79.2%和88.1%，较城市98%的用水普及率尚有差异，乡镇供水市场尚有一定开发空间。

此外，根据我国节水政策要求，到2020年，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018年，我国公共供水管网漏损率达14.62%，较2020年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为水务行业新的增长点。

近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，污水处理行业尚有较大增长空间，但应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的60%以上。2018年，全国城市污水排放量521.1亿立方米，较2017年增长5.84%。同期，全国城市污水处理能力1.69万立方米/日，较2017年增长7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018年，全国城市污水处理率增至95.49%，同比增长0.95个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为802.6亿元，同比增长78.04%。2016—2018年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计1743.3亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资387.2亿元[4]，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资5600亿元目标尚有较大空间。此外，我国乡镇污水处理率整体处于较低水平，2019年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城镇污水排放量未来或将显著增长。在国家水务相关专项债、中央和地方财政预算等政策和资金支持背景下，预期污水处理基础设施投资将持续加大，污水处理能力预期将进一步提升，污水处理行业尚有较大增长空间。但污水处理结算模式一般属于政府采购模式，当地政府的财政实力对水务企业现金回款及补助到位情况影响很大，对于一些财政实力较弱区域，应关注污水处理费回收情况。此外，在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

水价变动趋势

近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2019年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，及节水政策指导下水价调控作用的发挥，预期城市供水价格未来仍有进一步上调空间。

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用

[4] 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内。

水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高；受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

2019年，我国重点城市居民生活用水平均水价为2.28元/立方米，较2018年增加0.09元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

2019年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在0.2元/立方米~0.5元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在2020年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间

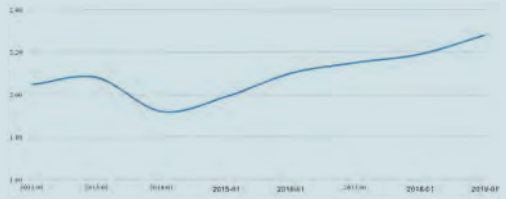
从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委相关政策要求，城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，非居民不低于1.40元/吨。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于1.00元/吨，该价格仅基本满足国家规定收费标准下限，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于0.50元/吨~0.90元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准0.95元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

水务企业增长与盈利能力

受益于水务工程施工、水环境整治、污水处理业务的增加，水务企业收入和利润总额均持续增长，但利润总额对政府补助的依赖程度仍较高。

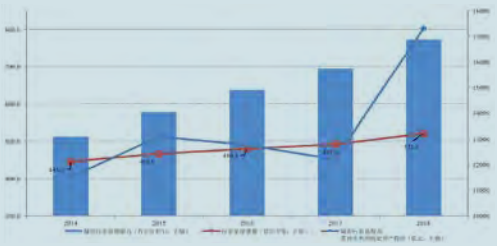
2017—2019年，联合资信口径的水务样本企业[5]

图8 重点城市居民生活用水平均水价变动情况（单位:元/立方米）



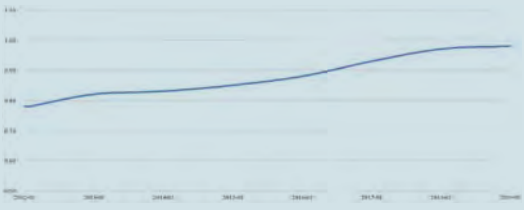
注：1. 选取样本为省会城市和计划单列市居民生活用水第一阶梯水价，居民生活用水水价不包含污水处理费、水价附加等。2. 当居民生活用水上涨时，生产用水、特种用水等均会出现不同程度上涨，因此，联合资信通过选取居民生活用水变动情况反映整体水价变动趋势。
资料来源：wind，联合资信整理

图7 近年来我国城市污水处理变动情况



资料来源：城乡建设统计年鉴

图9 重点城市居民生活污水处理均价变动情况（单位：元/吨）



注：选取样本为36个大中城市居民生活污水处理平均价格
资料来源：wind，联合资信整理

[5] 联合资信口径水务企业样本分析系以2019年底供水和污水收入占营业收入的45%及以上样本口径为基础对比近三年指标变化情况。

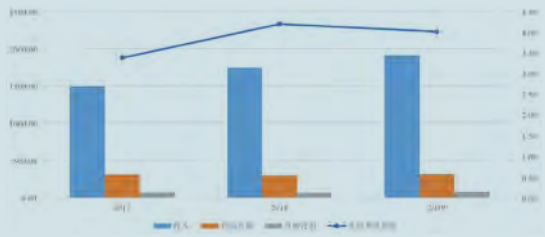
实现营业收入合计分别1494.62亿元、1742.67亿元和1912.98亿元，年均复合增长13.13%。同期，水务企业利润总额合计分别为311.91亿元、300.47亿元和320.07亿元，年均复合增长1.30%。水务企业营业收入和利润总额整体上呈增长趋势，主要系水务工程施工、水环境整治、污水处理业务增加等因素综合影响所致。2020年一季度，水务企业平均实现营业收入7.09亿元，同比增长1.25%。同期，水务企业有息债务规模增长，利息费用对利润总额侵蚀加剧，受此影响，2020年一季度，水务企业平均实现利润总额0.71亿元，同比下降28.14%。2019年水务企业其他收益对利润总额的贡献由2018年的22.46%上升至23.50%，仍保持在较高水平，水务企业利润总额对政府补助的依赖程度仍较高。2017—2019年，水务企业平均总资本收益率波动增长，分别为3.38%、4.20%和4.01%。受股权投资收益变动、相关成本以及融资财务费用增加等影响，水务企业整体盈利能力有所波动。未来随着在建水务项目逐渐完工运营，产能得以释放，预计行业整体盈利能力有望提升。

六、行业杠杆与偿债能力

水务企业现金流情况

水务企业现金流状况较好，收现能力较强，投资活动现金流出规模较大，未来随着污水处理及水环境治理领域的需求增长，预计投资需求仍将持续较大规模。

图10 水务企业营业收入和利润总额变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信整理

2017—2019年，水务企业经营活动现金流入量合计不断增长，分别为1824.83亿元、2008.74亿元和2085.63亿元；水务企业经营活动净现金流量合计同时呈增长趋势，分别为248.46亿元、310.06亿元和342.98亿元。同期，水务企业平均现金收入比分别为102.99%、103.49%和101.04%，收现质量较为稳定且表现较好。2020年一季度，水务企业经营活动平均现金流入量11.53亿元，同比变化不大；受经营活动现金流出大幅减少影响，水务企业平均经营活动净现金流量0.42亿元，同比增长62.86%，可能系疫情影响下企业收缩现金支出所致。

随着水利基础设施建设的投入以及PPP模式项目的推进，水务企业投资活动整体表现为大额的现金净流出。2017—2019年，水务企业投资活动现金净流出分别为708.35亿元、948.15亿元和1123.51亿元，绝大部分来自购建固定资产、无形资产的现金流出，符合水务行

业总体发展趋势。2020年一季度，水务企业投资活动现金净流出为6.54亿元，同比下降0.5%。未来随着污水处理及水环境治理领域的需求增长，预计大额投资需求仍将持续。

水务企业有息债务情况

受水务工程投资需求增加影响，水务企业债务规模持续增长，以长期债务为主，债务负担小幅上升但整体可控，其中跨区域投资的水务企业债务负担上升明显。

2017—2019年，水务企业有息债务持续增长，年均复合增长10.80%。截至2019年底，水务企业有息债务规模合计4271.37亿元，主要系水务及相关基建工程业务规模扩大、融资需求上升所致。其中，长期债务占比不断上升，近三年分别为70.91%、70.98%和72.55%，2019年长期债务占比增长主要系长期项目贷款逐步落地，整体融资环境好转所致。2019年底与2020年3月底，水务企业存续债券余额占全部有息债务的比重分别为18.57%和18.86%，保持相对稳定，水务企业融资仍以银行借款为主。

2017—2019年，水务企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均小幅上升，2019年底分别为59.21%和43.45%，但跨区域投资和从事水利水电建设工程的水务企业债务负担上升明显，样本中有约41%的企业资产负债率超过65%。

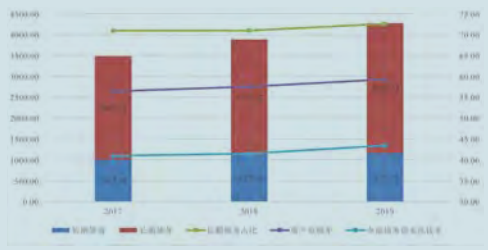
水务企业偿债能力

水务企业的整体偿债能力较好，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定，因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。此外，联合资信将持续关注水务企业对外资金拆借回收情况。

短期偿债能力方面，2017—2019年，水务企业经营性现金流入/短期债务平均值分别为11.37倍、13.79倍和15.39倍，主要系三家水务企业短期债务增长比例小于其经营性现金流入增长比例且数额较小所致；剔除上述三家水务企业，经营性现金流入/短期债务平均值分别为2.85倍、3.33倍和2.36倍。同期，水务企业现金类资产/短期债务分别为18.49倍、19.07倍和17.57倍，剔除上述三家水务企业，水务企业现金类资产/短期债务平均值分别为1.66倍、1.91倍和1.45倍。水务企业整体短期偿债能力较好。

长期偿债能力方面，2017—2019年，受水务投资需求增加、盈利水平增速相对缓慢影响，水务企业全部债务/EBITDA持续增长，分别为6.95倍、7.73倍和8.74倍，但整体长期偿债能力仍然较强，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定。因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。同时，考虑到水务企业和区域内城投企业可能通过往来款形式进行资金拆借，水务企业部分融资并非用于自身经营，从而加剧了水务企业的债务负担。

图11 水务企业债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信整理

图12 水务企业偿债能力变动情况（单位：倍）

注：图中数据为剔除三家水务企业后的相关指标数据
数据来源：联合资信整理

动力锂电池行业季度报告

文 | 联合信用评级有限公司 孙长征

一、行业整体运行情况

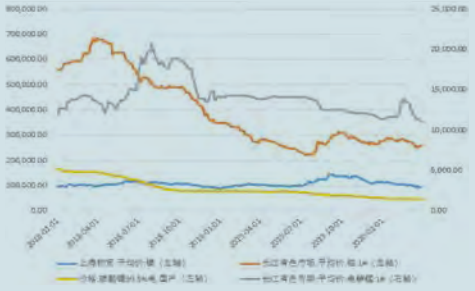
2019年，动力电池行业主要原材料价格整体有所下降，对电池制造类企业业绩增长形成了助推，但给上游资源类企业带来了较大的业绩压力。因新能源汽车产销量下降，动力电池行业增幅明显收窄，电池装机量同比增长9.3%至62.2GWH；其中三元电池装机量同比增长26.2%至38.8GWH，磷酸铁锂电池装机电量同比下降7.37%至19.98GWH；从行业集中度看，前十名企业装机电量合计约占总装机电量的88%，较上年提高约5个百分点，其中宁德时代装机电量继续保持快速增长，市场占有率已逾50%，行业龙头地位稳固。2020年一季度，因新冠肺炎疫情及补贴政策退坡抑制了新能源汽车产销，我国动力电池装机量大幅下降。

动力锂电池的主要原材料为锂盐（碳酸锂和氢氧化锂等）和三元材料（镍、钴、锰）。近年来，碳酸锂、氢氧化锂等锂盐产品国内产能充足，因生产成本较低、产能逐步释放，价格总体呈阶梯式下降趋势，根据wind数据，2019年国产碳酸锂（99.5%）均价较2018年下降40.90%。三元材料方面，2019年，动力锂电池主要原材料镍、钴、锰的市场价格较2018年总体有所下降，各类具体原材料价格走势存在一定分化。其中，镍价先扬后抑，整体有所上升，上海物贸镍价2019年底为11.42万元/吨，较2018年底上涨27.65%；2019年平均值为11.16万元/吨，较2018年平均值高6.59%。钴价于2019年上半年大幅下降后，下半年企稳并有所回升，长江有色市场钴（1#）价2019年底为27.60万元/吨，较2018年底下降21.14%；2019年平均值为27.86万元/吨，较2018年均值下降48.10%。锰价上半年波动很小，下半年出现明显下跌，长江有色市场电解锰（1#）价格2019年底为1.14万元/吨，较2018年底下降19.79%；2019年平均值为1.33万元/吨，较2018年均值下降13.44%。2020年一季度，锂盐和三元材料价格分别有不同程度的下降，截至3月31日，国产碳酸锂（99.5%）价格、上海物贸镍价、长江有色市场钴（1#）价和长江有色市场电解锰（1#）价格较2019年底分别下降6.56%、17.65%、7.04%和2.64%。

从新能源汽车产销量来看，2019年，我国新能源汽车产销分别完成124.2万辆和120.6万辆，同比分别下降2.3%和4.0%。其中纯电动汽车生产完成102万辆，同比增长3.4%；销售完成97.2万辆，同比下降1.2%；插电式混合动力汽车产销分别完成22.0万辆和23.2万辆，同比分别下降22.5%和14.5%。从动力电池装机量看，根据中国化学与物理电源行业协会动力电池应用分会研究部统计数据，2019年国内动力电池装机总电量约62.2GWh，同比增长9.3%，增速大幅下降。

从电池技术路线看，2019年，三元电池装机总量约38.75GWh，同比增长26.22%；磷酸铁锂电池装机电量约19.98GWh，同比下降7.37%。锰酸锂电池、钛酸锂电池等

图1 2018年以来动力锂电池主要原材料价格走势



资料来源：Wind

装机电量占比很小，装机量整体有所下降。从不同车型情况看，2019年新能源乘用车装机电量42.23GWh，装机电量占比达67.71%；新能源专用车装机量5.41GWh，装机电量占比达8.67%；新能源客车装机量14.73GWh，装机电量占比达为23.62%。

从行业集中度看，2019年，装机电量排名前10名的动力电池企业分别为：宁德时代、比亚迪、国轩高科、力神、亿纬锂能、中航锂电、孚能科技、时代上汽、比克和欣旺达，较上年变化不大；前10名企业装机总电量合计约54.88GWh，约占装机电力总额的88%，较上年上升约5个百分点，集中度进一步提高。其中，宁德时代装机电量为32.31GWH，同比增长37%，占总装机量的比重达51.8%，较上年上升10.5个百分点，行业呈现强者更强的市场竞争格局。

2020年一季度，受新冠肺炎疫情和补贴下降等因素影响，我国新能源汽车产销量分别为10.5万辆和11.4万辆，同比分别下降60.2%和56.4%。受其影响，2020年一季度我国动力电池装机量约5.68GWh，同比大幅下降54%。其中，不同车型（新能源乘用车、客车和专用车）、不同技术路线（三元电池和磷酸铁锂电池）电池装机电量降幅相差不大。行业主要参与者中，宁德时代和比亚迪仍排名前两位；LG化学和松下因向特斯拉供货而跻身装机电量前10名行列，行业竞争格局略有变化。

二、行业动态

特斯拉中国工厂二期项目启动；国产Model 3启动降价攻势

2020年1月3日，特斯拉官方宣布国产版Model 3售价下调，基础版车型售价从35.58万元下调至32.28万元，补贴后售价降至29.9万元。2020年1月7日，特斯拉在上海举行国产Model 3交付仪式，向10名社会车主交付Model 3，并宣布位于上海临港的超级工厂二期项目正式启动，将生产中国版model Y。

点评：特斯拉上海超级工规划产能为50万辆纯电动整车，其中一期为25万辆 Model 3等系列车型，经过一年的建设后，目前一期产能已爬坡至15万辆/年的水平。此次特斯拉官降拉开Model 3在中国降价的序幕，考虑到中国工厂较美国工厂单位产能的资本开支低65%左右、零部件的本土化进程不断深入以及相比自主竞品电动车型的溢价，国产特斯拉的售价还有进一步下探的空间。随着特斯拉中国工厂二期项目建设的建成、投产以及产能的逐步爬坡，特斯拉产销量有望逐步增长并形成消费热点，有望对动力锂电池产业链相关企业形成较强的拉动作用，宁德时代等电池制造龙头企业有望从中受益。

国家电网通过不同方式启动新一轮充电桩建设

2020年3月15日，国家电网下属的国网电动汽车公司发布消息：为响应家“新基建”号召，正式开展“寻找合伙人”活动，邀请符合条件的合伙人与国家电网一同共建享充桩。2020年4月14日，国家电网在北京召开视频会议，宣布启动新一轮充电桩建设：2020年计划安排投资27亿元，新增充电桩7.8万个。这些新项目分布在北京、天津、河北、上海、江苏、湖南、青海等24个省（市），涵盖公共、专用、物流、环卫、社区以及港口岸电等多种类型。7.8万个充电桩中，包括居住区充电桩5.3万个，公共充电桩1.8万个，专用充电桩0.7万个，岸电设施150个。

点评：充电设备不足是制约新能源汽车发展的重要因素之一，在新基建和补贴的带动下，充电桩建设需求有望提升，国网或为此轮充电桩建设主力，国网充电桩招标或迎来拐点。国家电网本次启动的项目投资规模大，对刺激新能源汽车消费、带动产业链发展具有推动作用。

工信部公示2019年度乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分情况

2020年4月7日，工信部公示2019年度乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分情况。在119家国内乘用车企中，70家企业获得新能源汽车正积分，20家车企新能源

汽车积分为零，29家企业新能源汽车积分为负。其中比亚迪汽车获得新能源汽车积分最多达47.86万分，一汽大众产生的新能源汽车负积分最多达-14.53万分。在27家进口乘用车企方面，6家车企获得新能源汽车正积分，其中特斯拉获得新能源汽车正积分最多达27.13万分。16家车企新能源汽车积分为零。5家车企新能源汽车积分为负，其中丰田中国产生新能源汽车负积分最多达-2.21万分。

点评：“双积分”政策是保证我国新能源汽车及动力电池行业长期增长的主要政策，但因需要综合考虑企业的实际情况、外资股东的感受等因素，初始版本考核条件较为宽松，经过不断修正，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、暂停高油耗产品生产等处罚；在其负积分抵偿归零前，对油耗不达标产品，不予列入车型公告，也就意味着不能对外销售。一汽大众、丰田中国等合资企业负积分积累较多，若工信部坚持执行有关政策，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。

双积分政策尚未达到政策初衷，但工信部在政策推进中存在较大的执行空间，未来可通过调整有关系数、技术标准等，灵活应对产业发展中出现的问题，在促进传统节能的基础之上，提升电动比例，对冲补贴政策退坡所带来的影响。

三、行业内上市公司运行情况

2019年，受产品价格下降以及其他业务拉升影响，资源类企业营业收入规模有所分化，净利润大幅减少；因同业竞争激烈，在价格传导机制作用下，材料类企业营业收入及净利润均有所减少；电池制造类企业营业收入及净利润整体保持高速增长，龙头集中效应进一步突出。截至2019年底，资源类企业应收账款规模整体下降明显，同时周转速度有所放缓；材料类企业应收账款规模个体差异较大，周转速度整体变化较小；电池制造类

企业应收账款规模整体有所增长，周转速度略有提升。各类企业杠杆水平较上年底变动不大。

从产业链不同环节看，资源类企业方面，2019年，锂、钴行业继续周期性调整，产能过剩局面仍在延续，锂盐、钴等产品价格继续下行，资源类样本企业面临“量升价跌”的局面，并直接导致营业收入的减少（赣锋锂业和华友钴业营业收入有所增长，主要系发展锂电池业务和贸易业务所致）。主要产品价格下降，盈利空间受到压缩，其中，天齐锂业出现较大规模亏损。

材料类企业方面，2019年，锂盐、钴等资源类产品价格大幅下跌有利于材料类企业的成本控制。但因产品同质化严重、行业竞争激烈，加之下游需求增速放缓，在价格传导机制作用下，锂电材料价格同比大幅下降，除部分电解液制造企业（新宙邦、天赐材料）营业收入小幅增长外，材料类样本企业营业收入下降明显，毛利率总体有所降低。同时，因产业链地位较低，议价能力弱，2019年，材料类企业坏账及存货跌价损失普遍有所增加。受上述因素影响，2019年，材料类样本企业净利润大幅减少，其中当升科技、天赐材料、诺德股份出现亏损。

电池制造类企业方面，2019年，在技术路线、产品质量、补贴政策等多重因素作用下，尾部企业快速出清，电池制造类样本企业营业收入和净利润整体保持高速增长（国轩高科和鹏辉能源净利润出现不同程度下降，主要系计提较大规模信用减值及存货跌价损失所致），同时，龙头集中效应进一步突出，宁德时代营业收入及净利润分别占样本企业营业收入及净利润合计的43.96%和61.05%，同时贡献了样本企业整体收入增量的64.95%和净利润增量的70.70%。

从应收账款情况看，截至2019年底，受产品价格影响，资源类样本企业应收账款规模下降明显，剔除华友钴业贸易收入大幅增长产生的干扰因素外，整体应收账款周转速度有所减缓；材料类样本企业应收账款规模个体差异较大，周转速度整体变化较小；电池制造类样本企业应收账款规模整体有所增长，应收账款周转

表1 2019年动力电池行业上市公司营业收入和净利润情况（单位：亿元、%）

分类	代码	公司名称	营业收入	同比变化	净利润	同比变化
资源	002466.SZ	天齐锂业	48.41	-22.48	-54.82	--
	002460.SZ	赣锋锂业	53.42	6.75	3.53	-71.13
	603799.SH	华友钴业	188.53	30.46	1.08	-92.91
	300618.SZ	寒锐钴业	17.79	-36.06	0.14	-98.07
	算术平均		77.04	8.19	-12.52	--
材料	300037.SZ	新宙邦	23.25	7.39	3.29	0.01
	300073.SZ	当升科技	22.84	-30.37	-2.09	--
	600884.SH	杉杉股份	86.80	-1.96	3.75	-69.93
	002709.SZ	天赐材料	27.55	32.44	-0.29	--
	600110.SH	诺德股份	21.50	-7.38	-0.97	--
	300409.SZ	道氏技术	29.86	-15.73	0.20	-94.73
	300340.SZ	科恒股份	18.40	-16.45	0.30	-44.16
	算术平均		32.89	-5.84	0.60	-85.54
电池	002074.SZ	国轩高科	49.59	-3.28	0.48	-91.69
	300014.SZ	亿纬锂能	64.12	47.35	15.49	165.69
	300438.SZ	鹏辉能源	33.08	28.80	1.81	-33.63
	300207.SZ	欣旺达	252.41	24.10	7.50	6.27
	000049.SZ	德赛电池	184.43	6.92	6.70	27.44
	300750.SZ	宁德时代	457.88	54.63	50.13	34.18
	算术平均		173.58	31.43	13.68	28.20

资料来源：Wind，联合评级整理

表2 截至2019年底动力电池行业上市公司应收账款变化情况（单位：亿元、%、次）

分类	代码	公司名称	应收账款	较年初增长	应收账款周转率	较上年同期增加
资源	002466.SZ	天齐锂业	3.52	-39.19	10.41	-3.43
	002460.SZ	赣锋锂业	9.15	-8.65	5.57	-1.06
	603799.SH	华友钴业	8.68	-5.19	21.14	8.39
	300618.SZ	寒锐钴业	3.04	-7.79	5.62	-6.20
	算术平均		6.10	–13.68	10.68	0.57
材料	300037.SZ	新宙邦	7.54	-6.45	2.98	0.01
	300073.SZ	当升科技	5.72	-34.60	3.16	-0.93
	600884.SH	杉杉股份	29.72	5.05	2.99	-0.20
	002709.SZ	天赐材料	9.01	23.34	3.38	0.43
	600110.SH	诺德股份	6.78	9.68	3.32	-0.45
	300409.SZ	道氏技术	3.12	-43.01	6.95	-0.42
	300340.SZ	科恒股份	8.07	-19.94	2.03	-0.38
	算术平均		9.99	–5.64	3.54	–0.28
电池	002074.SZ	国轩高科	56.07	12.12	0.94	-0.26
	300014.SZ	亿纬锂能	20.94	15.25	3.28	0.47
	300438.SZ	鹏辉能源	15.16	-2.34	2.16	0.27
	300207.SZ	欣旺达	51.04	7.60	5.13	0.50
	000049.SZ	德赛电池	39.25	-5.46	4.57	0.14
	300750.SZ	宁德时代	83.39	33.96	6.29	1.78
	算术平均		44.31	13.17	3.73	0.48

资料来源：Wind，联合评级整理

速度略有提升。

从杠杆水平看，截至2019年底，样本企业资产负债率较上年底变动不大。其中，材料类公司资产负债率整体处于合理区间；资源类和电池制造类公司资产负债率整体偏高，其中部分公司的资产负债率在65%以上，需关注高杠杆经营模式下，内外部环境变化对相关企业所造成的冲击。

四、债券市场跟踪

2020年第一季度，动力电池企业仅发行一只债券，为宁德时代发行的“20CATL01”，未发生违约和信用等级被下调的情况；行业即将到期债券规模不大。

2020年第一季度动力电池企业债券发行和兑付情况

2020年第一季度，动力电池行业中有一家企业发行

表3 动力电池行业上市公司资产负债率情况（单位：%）

分类	代码	公司名称	2018年底	2019年底
资源	002466.SZ	天齐锂业	73.26	73.23
	002460.SZ	赣锋锂业	41.00	40.32
	603799.SH	华友钴业	55.87	58.63
	300618.SZ	寒锐钴业	44.96	40.84
	算术平均		53.77	53.26
材料	300037.SZ	新宙邦	35.42	34.33
	300073.SZ	当升科技	24.94	28.99
	600884.SH	杉杉股份	46.60	46.49
	002709.SZ	天赐材料	39.89	41.01
	600110.SH	诺德股份	66.28	65.76
	300409.SZ	道氏技术	55.18	51.22
	300340.SZ	科恒股份	60.30	60.15
	算术平均		46.94	46.85
电池	002074.SZ	国轩高科	58.47	58.07
	300014.SZ	亿纬锂能	63.10	61.96
	300438.SZ	鹏辉能源	53.13	53.13
	300207.SZ	欣旺达	71.12	69.11
	000049.SZ	德赛电池	74.33	67.43
	300750.SZ	宁德时代	52.36	56.01
	算术平均		62.08	60.95

资料来源：Wind，联合评级整理

表4 2020年第一季度动力电池行业公司债发行情况（单位：亿元、%）

发行人	债券简称	发行额度	发行方式	票面利率	期限	主体评级	债券评级	发行日期
宁德时代	20CATL01	30.00	公开发行	3.63	5年	AAA	AAA	2020-01-14

资料来源：Wind，联合评级整理

表5 2020年第一季度动力电池行业公司债到期兑付情况（单位：亿元、%）

发行人	债券简称	债券本金	票面利率	主体评级	债券评级	兑付日期
华友钴业	18华友01	1.00	7.80	AA	AA	2020-01-20
天齐锂业	18天齐01	3.00	7.30	AA+	AA+	2020-03-04

资料来源：Wind，联合评级整理

表6 2020年第二季度动力电池行业到期债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	偿还金额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率
17欣旺01	4.80	2017-06-12	2020-06-12	3年	6.05
17欣旺02	1.20	2017-08-16	2020-08-16	3年	5.80
17欣旺03	1.80	2017-08-16	2020-08-16	3年	6.10

资料来源：Wind，联合评级整理

债券，为宁德时代发行的“20CATL01”。

2020年第一季度，动力电池行业中有2家企业的共2期债券到期兑付。

2020年第一季度动力电池企业信用评级变动

2020年第一季度，动力电池行业未出现企业信用等级被上调或下调的情况。

2020年第二季度和第三季度动力电池行业到期债券基本情况

2020年第二季度和第三季度，动力电池行业到期债券共3支，发行人均为欣旺达，偿付金额合计7.80亿元。其中“17欣旺01”已于6月12日兑付。

五、信用风险展望

受补贴政策下滑、汽车市场整体不景气以及新冠肺炎疫情等因素影响，截至2020年3月，我国新能源汽车销量已连续9个月同比下滑。

展望2020年第二季度，在补贴退坡、双积分政策调整尚未到位的形势下，市场大环境仍存在不确定因素，但总体向下空间有限。汽车市场在经历了连续两年的销量下行后，车辆更新需求正在逐步积累；而随着国内新冠肺炎疫情的稳定，以及特斯拉中国超级工厂产能的逐步释放、产品价格的下调，消费热点有望逐步形成，长期看，新能源汽车产销量将逐步回升，其需求对动力电池企业（特别是龙头企业）的增长仍将继续带来一定拉动。随着双积分政策的持续实施和不断优化，动力电池行业围绕产品价格、性能、交货能力等方面的竞争将进一步加剧，“强者更强，弱者更弱”的两极分化现象可能出现，头部企业凭借其在技术、规模和成本控制等方面的优势，有望在竞争中占据主导地位；而部分规模小、研发能力不足、资金实力弱的企业将面临更加恶劣的生存环境，需密切关注其信用风险。联合评级对2020年第二季度动力电池行业的展望为“稳定”。

《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》对融资担保行业影响解读

文丨联合信用评级有限公司 金融机构评级部

近日，财政部出台了《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》，引导政府融资担保机构、再担保机构充分发挥政策性职能，扶持小微及“三农”经济发展，并提出适当放宽对融资担保机构盈利能力考核，有利于解决融资担保公司风险与收益匹配度低的问题，政府性担保机构定位为提供准公共性服务。融资担保机构业务结构将发生变化，对融资担保行业的发展将产生较深远的影响，行业信用风险将分化，获得政策扶持及资金支持力度较大融资担保机构将保持较强的代偿能力。

近日，根据国务院金融委统一部署，各主要金融委成员单位推出了多条金融改革措施，旨在完善金融服务，防范金融风险，深化金融改革开放。其中，财政部出台了《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》（以下简称“《指引》”），是推动各级政府性融资担保机构聚焦支小支农、降低担保费率，充分发挥风险分担作用，帮助企业复工复产、渡过难关的举措。联合评级关注到此指引并非独立的新政策，从2017年国务院出台的《融资担保公司监督管理条例》（国令第683号），到2018年银保监会发布的《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1号），再到国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6号）（以下简称“6号文”），一系列关于融资担保行业的政策是具有明显连贯性和逐渐细化趋势的。

近年来，国家积极推进普惠金融，支持小微企业及“三农”发展。作为促进政策落地的主要一环，融资担保机构也是国家重点强调对象，国家重视政府性融资担保体系建设，希望融资担保公司能更聚焦支小支农，充分发挥政策功能作用。

此前“6号文”发布后，对省级国有融资担保机构影响较大，但由于未提出明确的细则，导致在实施过程中效果不显著，同时，原有存在的对政府性融资担保机构盈利性考核的矛盾始终未能解决。针对之前问题，《指引》对以下方面进行了细化和明确。

一是明确了政府性担保机构定义，实行名单制管理。《指引》明确提出政府性担保、再担保机构指依法设立，由政府及其授权机构、国有企业出资并实际控股，以服务小微企业和“三农”主体为主要经营目标的融资担保、再担保机构。省级财政部门会同有关部门确定本地区政府性融资担保、再担保机构名单，监管将对担保机构名单制管理，扶持小微及“三农”客户的融资担保机构定位为准公共性产品，在政策扶持及考核方面将形成差异。

二是提高单户金额，加大资金扶持力度。在“6号文”中支小支农单户担保金额标准为500万元，《指引》中提出单户金额在1,000万元，单户担保金额大幅提升，提高了服务范围，更贴近实际。

三是在盈利、国有资本保值增值方面适当放宽考核。《指引》提出“绩效评价结果与政府性融资担保、再担保机构获得政策扶持、资金支持、薪酬激励等紧密相关”，其中绩效评价结果与担保公司所获得的支持情况相关度很高。《指引》明确降低国有资本保值增值率指标考核占比，发挥政府性融资担保逆周期调节作用，鼓励政府性融资担保机构发挥政策作用。以往由于担保业务收

取1%~2%担保费，承担100%代偿风险，造成风险与收益匹配度低，《指引》考虑到收益考核限制了担保机构向小微及“三农”客户展业，因此放宽对盈利、国有资本保值增值指标考核，这将对融资担保机构业务开展具有较大指引作用。

四是建立了明确的考核评价指标体系。《指引》提出的考核评价包括政策效益、经营能力、风险控制和体系建设四个维度，其中针对风险控制指标中考核强调“是否存在为地方政府或其融资平台融资提供担保、向非融资担保机构进行股权投资、偏离主业擅自扩大经营范围、重大审计问题、受到监管处罚或负面评价、发生重大风险事件等情况”，如出现上述情形造成严重后果的融资担保机构，担保机构绩效评价将下调至“中”（不含）以下。

联合评级认为《指引》的出台，将引导融资担保机构回归主业，符合国家提出的“六保六稳”经济发展基调。首先由于融资担保业务风险与收益匹配度差，近年来国内经济下行压力加大，代偿压力持续上升，原有的商业模式很难延续，行业内民营或是实力偏弱的融资担保公司纷纷退出，融资担保行业面临巨大生存压力，亟待转型、寻找出路。目前行业主要的参与机构多为国有的大型融资担保公司，其亦面临行业发展的困境。若按照《指引》定义的政策性融资担保机构来看，行业前十大担保机构中，大部分省级平台担保机构存量担保业务以债券等金融产品担保为主，按《指引》要求需进行业务结构调整，以获取更多政策支持，以实现企业可持续发展，融资担保机构信用风险也将出现分化，获得政策扶持及资金支持力度较大融资担保机构将保持较强的代偿能力。其次从行业竞争格局来看，行业集中度上升缓慢，一方面由于债券发行市场较2015年及2016年增速放缓，主要从事资本市场担保的融资担保机构业务规模增速放缓，另一方面若聚焦小微及“三农”客户，单笔规模偏小，整体增量上升缓慢，综上因素影响，融资担保行业集中度上升缓慢，目前省级融资担保机构的担保放大倍数普遍偏低，未来业务发展空间较大。同时，由于《指引》的相关考核以及后续的政策支持多来自当地政府，且支小支农业务具有明显区域性，因此未来融资担保机构的区域集中度或将提高，所处区域的产业结构特点、区域信用风险以及政府实力均将对融资担保机构代偿能力产生较大影响。再次《指引》着力引导政府性融资担保机构回归担保主业、聚焦支小支农，由于小微和“三农”企业天然的高风险属性，业务结构的调整或将对融资担保业务资产质量造成一定冲击，代偿率或将上升，同时受费率下降及业务规模增速放缓影响，政府性担保机构盈利能力或将进一步下降，更多依赖政策性支持。另外因业务发生的滞后性及存量融资担保解保和新增的代谢需要时间，因此《指引》短期对融资担保机构影响一般，但影响是长远的。最后对于融资担保行业的信用风险变化方面，联合评级认为虽然经济下行压力较大，行业代偿率普遍抬升，但符合《指引》标准的政府性融资担保机构仍将保持很强担保能力和较低的信用风险，而无法获取相关支持的融资担保机构将面临较大系统风险，信用水平下降趋势不变。同时，从对融资担保机构评级的角度看，未来是否为纳入《指引》名单中的政府性融资担保机构，也将是评级的重要考量因素之一，同时，盈利相关指标或将被弱化。

简评《金融租赁公司监管评级办法（试行）》

文 | 联合资信评估有限公司 林璐

2020年7月3日，中国银保监会发布了《金融租赁公司监管评级办法（试行）》（以下简称《办法》）。租赁行业快速发展，各类租赁公司业务快速扩张，虽然金融租赁公司一直受到银保监会的相对强监管，但快速发展的业态仍使得部分机构管理质效及风险管控相对滞后。此次《办法》的出台，进一步完善了金融租赁公司监管规制，加强金融租赁公司的监管力度，有利于提升金融租赁公司监管效能，促进金融租赁公司向高质量发展。

《办法》适用于成立已满一个完整会计年度的金融租赁公司，于每年5月底前完成上一年度评级工作。《办法》适用于在中国境内依法设立且开业时间已满一个完整会计年度以上的金融租赁公司，对新设金融租赁公司有一定的适应过渡期。金融租赁公司的监管评级周期为一年，评价期间为上一年1月1日至12月31日，年度评级工作原则上应于每年5月底前完成。

监管评级要素包括资本管理（15%）、管理质量（25%）、风险管理（35%）、战略管理与专业能力（25%）等内容。《办法》规定，金融租赁公司监管评级要素包括资本管理、管理质量、风险管理、战略管理与专业能力等四方面内容，监管评级要素由定量和定性两类评级指标组成。各监管评级要素的标准权重分配如下：资本管理（15%）、管理质量（25%）、风险管理（35%）、战略管理与专业能力（25%）。金融租赁公司业务发展对资本金需求大，加之监管对杠杆水平设有限制，故资本管理是监管考察的一大重点；风险防范及风险管控是各类金融机构的首要任务，此次《办法》也将风险管理内容设置了最高权重；为促进金融租赁公司由高速发展转向高质量发展，管理质量及专业能力等内容也被监管设为重点考察方向。

监管评级结果分为5级7档，级数越大评级越差，同时对重大涉案、财务造假、受到监管处罚等情况考虑下调评级。金融租赁公司的监管评级级别和档次分为1级、2级（A、B）、3级（A、B）、4级和5级共5个级别7个档次，级数越大表明评级越差，越需要监管关注。监管评级得分在90分（含）以上为1级；70分（含）至90分为2级，其中：80分（含）至90分为2A，70分（含）至80分为2B；50分（含）至70分为3级，其中：60分（含）至70分为3A，50分（含）至60分为3B；40分（含）至50分为4级；40分以下为5级。此外，《办法》规定：发生重大涉刑案件、存在财务造假、被给予行政处罚和被采取监管强制措施的，应区别情形确定是否采取下调措施，且监管评级结果应低于2级；无法正常经营，出现严重信用危机，严重影响债权人利益和金融秩序稳定的，监管评级结果应为5级。对于重大涉案、财务造假、受到监管处罚的金融租赁公司，将视情形下调监管评级。

监管评级结果对于金融租赁公司业务开展存在支持及限制作用，同时较低的监管评级可能对股东产生不利影响。监管评级结果将成为金融租赁公司业务开展的市场准入参考因素，对监管评级为1级的金融租赁公司，在创新业务试点等方面给予适当支持；对监管评级为3级及以下的金融租赁公司，开展业务活动将受到一定监管限制；对监管评级为4级的金融租赁公司，可区别情形依法采取责令暂停部分业务，限制分配红利和其他收入，责令调整董事、高级管理人员或限制其权利，责令控股股

东转让股权或者限制有关股东的权利等措施；对监管评级为5级的金融租赁公司，将采取一定救助措施，无法救助的可启动市场退出机制。从以上规定可知，提升监管评级，更有利于金融租赁公司在创新业务等方面得到监管支持，提升自身业务竞争力；而对于监管评级较低的金融租赁公司，自身业务开展受到限制的同时，也可能对其股东产生不利影响。

监管评级要素的定性和定量评级指标有待明确。由于银保监会一直参照商业银行来对金融租赁公司进行监管，此次《办法》也在一定程度上参考了《商业银行监管评级办法》。但此次《办法》还只是试行版本，对于监管评级要素只设定了四大方向，具体考察的定性及定量指标尚未明确。结合《商业银行监管评级办法》及《金融租赁公司管理办法》可以推断，资本充足状况相关指标（例如资本充足率等）、资产质量相关指标（例如不良融资租赁资产率、融资集中度、融资租赁资产损失准备充足率等）、公司治理及内部控制相关指标（例如关联度等）将是监管考察的范畴。

债券市场发行注册制度不断完善，信用评级行业对内对外开放步伐加速——2020年二季度我国债券市场政策回顾

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 董欣焱 郝帅

2020年二季度，随着国内复产复工的持续推进，各主要经济指标均有所改善，经济呈现弱势复苏态势。在此背景下，监管部门出台多项举措，支持债券市场定向扩容，支持民营、中小微企业债券融资，同时完善债务融资工具发行注册制度，加快信用评级行业对内对外双向开放，在违约持续发生的背景下，强化债券市场风险管控，完善违约处置机制。总体来看，我国债券市场支持实体经济能力和水平持续提升，对外开放步伐不断加速。

一、支持债券市场定向扩容，继续支持民营、中小微企业债券融资

支持债券市场定向扩容。一是创设短期公司债券，推动公司债发行。5月19日，沪深交易所发布《关于开展公开发行短期公司债券业务试点有关事项的通知》，允许符合条件的发行人在试点期内面向专业投资者公开发行期限在1年以内的短期公司债券。此前交易所的短期公司债以证券公司债和私募城投债为主，通知的出台填补了交易所债券市场公募“短融”产品的空白，有助于拓宽企业融资渠道，降低融资成本，推动交易所公司债发行量增加。二是鼓励中小银行和证券公司发行债券补充资本。5月27日，银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，明确提出放宽保险资金投资的资本补充债券发行人条件，取消可投债券的外部信用等级要求等，此举有利于支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构，降低发债成本，促进银行资本补充债券的发行。5月29日，银保监会发布《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》，允许证券公司公开发行次级债券，支持证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种并统一规范了机构投资者的范围，对证券公司补充资本、拓宽融资渠道起到积极的推动作用，证券公司次级债券发行规模将进一步增加。三是统一绿色债券发行标准，鼓励绿色债券发行。5月29日，央行、证监会、发改委联合发布《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2020年版）〉的通知（征求意见稿）》，新版目录的出台有助于统一国内绿色债券支持项目和领域，加快国内绿色债券市场融合，规范绿色债券市场的发展。与前几版绿色债券指导文件[1]相比，新版目录进一步丰富绿色债券支持产业项目范围，有助于更多类型的节能环保企业发行绿色债券融资，推动绿色债券市场进一步扩容。四是拓宽债转股资产募资渠道，促进可转债和债转股专项债券等发行。5月6日，银保监会发布《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》，明确金融资产投资公司可通过发行债转股投资计划[2]开展资

[1] 《绿色产业指导目录（2019 年版）》、《绿色债券支持项目目录（2015 年版）》和《绿色债券发行指引》

[2] 债转股投资计划应当主要投资于市场化债转股资产，包括以实现市场化债转股为目的的债权、可转换债券、债转股专项债券、普通股、优先股、债转优先股等资产。

产管理业务，金融资产管理公司、保险资管机构、国有资本投资运营公司、保险资金、养老金等均可依法投资债转股投资计划，此举进一步拓宽了市场化债转股资产的募资渠道，从投资端为可转债和债转股专项债券等的扩容提供了机遇。五是推动县域专项企业债券发行。6月24日，发改委发布《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引（征求意见稿）》，拟推出县城新型城镇化建设专项企业债券，由市场化运营的公司法人主体发行，募集资金主要用于县城（含县级市城区）建设项目，重点包括县城产业平台配套设施建设项目、县城智慧化改造建设项目和县城新型城镇化其他领域建设项目，此举有助于县级城投平台发行债券融资，推动相关企业债券发行。

继续支持民营、中小微企业债券融资。5月22日，政府工作报告指出，强化对稳企业的金融支持，支持企业扩大债券融资，一定要让中小微企业贷款可获得性明显提高，一定要让综合融资成本明显下降。5月26日，人民银行、银保监会等八部委联合发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》，提出进一步发挥民营企业债券融资工具支持作用，推动信用风险缓释工具和信用保护工具 发展，推广非公开发行可转换公司债融资工具，有助于促进民营、中小微企业债券融资规模进一步增长。6月3日，交易商协会创新推出资产支持商业票据（ABCP），ABCP是指单一或多个企业（发起机构）把自身拥有的、能够产生稳定现金流的应收账款、票据等资产出售给特定目的载体（SPV），并由SPV以资产为支持进行滚动发行的短期证券化类货币市场工具，ABCP的推出将供应链金融与中小微企业融资有机结合，为直接发债融资较为困难的中小微企业，提供其通过出售应收账款等资产支持的方式进行融资的可能，此举有助于降低中小微企业的融资门槛，提高其融资的可得性。6月28日，人民银行发布《标准化票据管理办法》，明确标准化票据的定义、参与机构、基础资产、创设、信息披露、投资者保护、监督管理等内容。票据是中小企业重要的融资渠道之一，标准化票据以票据作为基础资产，联通票据市场和债券市场，有利于发挥债券市场的专业投资和定价能力，增强票据融资功能和交易规范性，此次管理办法的出台对推动中小企业融资起到了积极作用。

二、完善债市体制机制，推动债券市场互联互通

完善债券市场体制机制。一是完善疫情期间发债主体信息披露制度。4月，交易商协会、沪深交易所相继发布《关于疫情防控期间债务融资工具定期财务信息披露相关安排的通知》等6项通知[3]，对疫情防控期间公司信用类债券财务信息披露工作作出安排，切实解决发行人和中介机构因疫情影响可能面临的困难，对做好疫情防控期间公司信用类债券的发行和信息披露工作起到积极的作用。二是完善银行间债券市场债务融资工具发行注册制度。4月16日，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程（2020版）》及《非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系（2020版）》等制度，升级发行人分层分类机制[4]，优化信息披露要求和注册发行流程。6月12日，交易商协会发布《非金融企业短期融资券业务指引》等6项自律规则[5]，内容涉及完善产品指引规则，完善中介服务规则和整合优化发行相关自律规则三类制度。6月30日，交易商协会发布由《非金融企业债

[3] 包括《关于疫情防控期间债务融资工具定期财务信息披露相关安排的通知》、《关于支持做好公司债券及资产支持证券 2019 年年度报告披露工作的通知》、《关于支持做好债券及资产支持证券 2019 年年度报告等相关公告披露工作的通知》、《关于疫情防控期间注册发行阶段企业 2019 年年报和 2020 年一季度财务报表披露相关安排的通知》和《关于延长公司债券募集说明书引用的财务报表有效期有关事项的通知》。

[4] 将原来“两类”架构升级为“两层四类”，适当扩大储架发行便利适用范围，拓展统一注册模式至资产支持票据等特殊产品和定向发行方式。

[5] 包括《非金融企业短期融资券业务指引》《非金融企业超短期融资券业务指引》及《非金融企业中期票据业务指引》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》《非金融企业债务融资工具发行规范指引》《非金融企业债务融资工具簿记建档发行工作规程》6 项自律规则。

务融资工具定向发行注册工作规程（2020版）》，与《非金融企业债务融资工具定向发行注册文件表格体系（2020版）》及《债务融资工具定向发行协议（2020版）》共同构成的定向发行制度体系3.0版，优化发行人分层与主承销商差异化管理，增强注册发行便利与投资人保护效力。上述政策有助于进一步提升企业注册发行便利，完善债务融资工具发行和管理制度，提高债务融资工具服务实体经济的能力和水平。

推动债券市场互联互通。5月14日，央行、银保监会等四部委联合发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，明确提出有序推进粤港澳金融市场和金融基础设施互联互通。优化完善“沪港通”、“深港通”和“债券通”等金融市场互联互通安排，支持符合条件的港澳金融机构和非金融企业在内地发行金融债券、公司债券和债务融资工具，逐步拓宽发行主体范围、境内发行工具类型和币种等。同时提出鼓励大湾区企业利用港澳平台为绿色项目融资及认证，支持广东地方法人金融机构在香港、澳门发行绿色金融债券及其他绿色金融产品，支持香港打造粤港澳大湾区绿色金融中心，建设国际认可的绿色债券认证机构。上述措施有助于进一步推动港澳和内地债券市场的互联互通。

三、便利境外机构参与我国债券市场，推动信用评级行业双向开放

一是进一步便利境外机构参与我国债券市场。5月7日，人民银行、国家外管局联合发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利了境外投资者参与我国金融市场，推动我国金融市场对外开放。二是继续推进熊猫债市场制度建设。5月27日，金稳委办公室提出11条金融改革措施，其中包括发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》，进一步完善熊猫债信息披露要求，细化熊猫债发行规则，鼓励有真实人民币资金需求的发行人发债，稳步推动熊猫债市场发展，此举有助于规范熊猫债市场、推动债券市场对外开放。三是持续推动评级行业对内对外开放。5月14日，人民银行营业管理部对惠誉评级在我国境内设立的独资公司——惠誉博华信用评级有限公司予以备案。惠誉评级公司成为继2019年标普全球公司之后第二家获准进入中国市场的外资信用评级机构。5月27日，金稳委在11条金融改革措施中提出，推动信用评级行业进一步对内对外开放，允许符合条件的国际评级机构和民营评级机构在我国开展债券信用评级业务，鼓励境内评级机构积极拓宽国际业务。6月22日人民银行召开2020年征信工作电视电话会议也指出要继续推动信用评级市场对内对外开放，在完善备案制的基础上建立健全信用评级机构质量考评体系。截至6月底，已有8家机构[6]完成信用机构备案，国际机构和民营信用评级机构的“入场”将激活行业竞争，加速优胜劣汰，对推动我国信用评级行业高质量发展具有重要意义，我国信用评级行业对内对外开放步伐将进一步加快。

四、加快地方政府债券发行使用进度，防范地方政府债务风险

加快地方债发行使用进度，优化专项债资金使用范围。继3月31日国常会确定“再提前下达一批地方政府专项债额度”之后，4月14日，国务院常务会议再次提及“抓紧按程序再提前下达一定规模地方政府专项债”。经国务

[6] 分别为惠誉博华信用评级有限公司、联合资信评估有限公司、标普信用评级（中国）有限公司、蚂蚁信用评估有限公司、上海资信有限公司、惠誉众信用评级（浙江有限公司）、中债资信评估有限公司和安融信用评级有限公司。

院批准并依法向全国人大常委会备案，财政部于4月底提前下达了第三批2020年地方政府新增专项债券额度1万亿元，加上前两批提前下达的2020年新增地方政府债券额度1.85万亿元，新增债券提前下达额度已达2.85万亿元。6月8日，全国财政厅长座谈会指出，加快政府债券发行使用，坚持“资金跟着项目走”的原则，将专项债券资金主要用于中央确定的重点领域、重大战略项目，带动民间投资，有效支持补短板、惠民生、促消费、扩内需。在上述政策引导下，2020年二季度，全国各地发行新增地方政府专项债券1.32万亿元，发行规模同比增长61.57%。

持续加强地方政府债务风险管控。4月3日，财政部副部长许宏才在新闻发布会上表示，在更好发挥专项债券作用的同时，也要注重防范风险，做到早见成效、选好项目、合格合规和全程监控。6月8日，全国财政厅长座谈会强调，加强地方政府债务管理，高度重视防范债务风险工作，强化违法违规举债责任追究，不因应对疫情就忽视债务风险，不因财政困难就违规举债制造新的风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线，地方政府债务风险防控工作持续加强。

五、债券市场信用风险持续发生，违约处置机制不断完善

债券违约持续发生。2020年二季度，我国公募债券市场新增违约发行人6家，涉及到期违约债券9只，到期违约规模合计55.39亿元，新增违约发行人家数、到期违约债券期数和到期违约债券规模均较上年同期（10家、13只、57.71亿元）均有所减少。另有8家之前已发生违约的发行人再次未能按时偿付所发债券的利息或本金，涉及到期违约债券共计11只，到期违约规模合计96.02亿元。本季度，新增违约发行人仍主要为民营企业。

违约处置机制不断完善。4月9日，国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》指出，统一公司信用类债券信息披露标准，完善债券违约处置机制。4月17日，银行间市场达成首笔到期违约债券跨境交易[7]，为境外投资机构提供了有效退出渠道，也进一步促进了市场有效出清，妥善化解信用风险。5月至6月，交易商协会先后发布4批受托管理人名单，涵盖了商业银行、信托公司、律师事务所、金融资产管理公司等多种不同机构类型，银行间市场引入多元化专业机构担任受托管理人，有利于发挥受托管理人在资产处置、法律服务方面的专业优势，解决当前债务融资工具持有人集体行动困难、与司法程序衔接不畅等问题，进而推进市场化的违约处置机制建设，增强投资者保护。

[7] 交易标的为“19 方正 MTN001”，成交价格 20 元，券面金额共计人民币 2000 万元，卖方为境外资管产品，通过境内做市机构中信证券达成交易，工商银行作为境外机构的结算代理人完成交易结算。

2020年二季度债券市场运行报告
——债券发行量持续增长，债券市场机制体制进一步完善

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 董欣焱 刘晓光 郝帅

一、债券产品发行利率

2020年二季度（以下简称“本季度”），前期在防控新冠肺炎疫情背景下，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）等工具，合理安排工具搭配和操作节奏，于4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，并于2020年4月15日和5月15日分两次对中小银行实施定向降准，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元，保持了市场流动性的合理充裕。此外，央行通过下调公开市场操作和MLF操作利率引导贷款市场报价利率（LPR）进一步下行[1]，推动实体经济融资成本降低。进入5月下旬后，随着国内疫情防控常态化和复产复工的持续推进，各主要经济指标均有所好转，央行开始边际收紧流动性，货币政策松紧适度，资金利率中枢有所上行。整体来看，本季度货币市场利率呈现先降后升的态势。

本季度，银行间固定利率国债一年期到期收益率呈先降后升走势，本季度平均水平（1.54%）较上季度（2.03%）和上年同期（2.65%）分别下降49BP和111BP。一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势大致接近，本季度的平均发行利率（3.13%）较上季度（3.73%）下降60BP，较上年同期（4.36%）下降123BP。

本季度，交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率呈先降后升走势。本季度，交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率平均水平分别为1.89%、2.20%和2.62%，较上季度（2.41%、2.64%和2.81%）分别下降52BP、44BP和19BP，较上年同期（2.96%、3.13%和3.33%）分别下降107BP、93BP和71BP。三年期公司债和五年期中期票据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，二者均值分别为3.67%、3.67%，较上季度（3.81%和3.80%）分别下降14BP、13BP，同比较上年同期（4.62%、4.80%）分别下降95BP和113BP。七年期企业债的平均发行利率为5.53%，较上季度（5.39%）上升14BP，较上年同期（6.91%）下降138BP。

二、债券市场发行情况

本季度，债券市场共发行各类债券12.96万亿元，环比和同比分别增加17.22%、29.96%，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。其中，政府债、金融债、政府支持机构债券、中期票据、资产支持证券（交易所）、非金融企业资产支持票据以及可转债环比和同比均大幅增加，证券公司债发行量环比出现大幅下降、同比有所上升。截至2020年二季度末，我国债券市场主要债券品种存量规

[1] 4月20日，一年期LPR由4.05%降至3.85%，五年期LPR由4.75%降至4.65%。

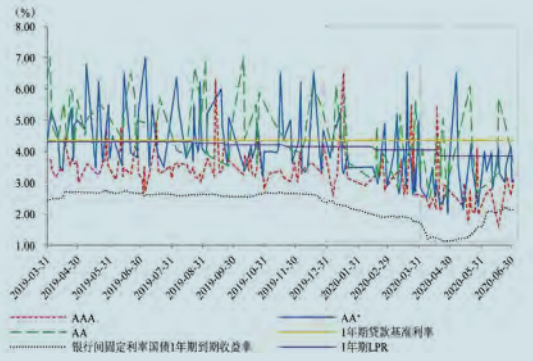
模达到104.96万亿元，较上季度末继续增加4.09%。

非金融企业所发债券情况

1. 债券发行量同比大幅增加

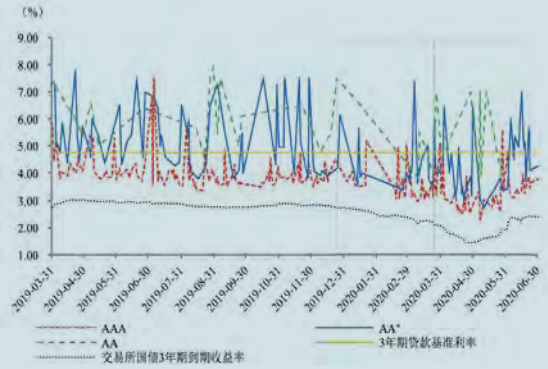
本季度，非金融企业所发债券[2]的发行家数、发行期数和发行规模分别为2996期、1627家和30031.39亿元，同比均增长50%以上，而环比变化不一，其中发行期数、发行规模环比均增长8%以上，发行家数则环比下降8.08%。本季度非金融企业所发债券发行量同比大幅上升，主要是受疫情叠加经济下行的双重影响，实体企

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



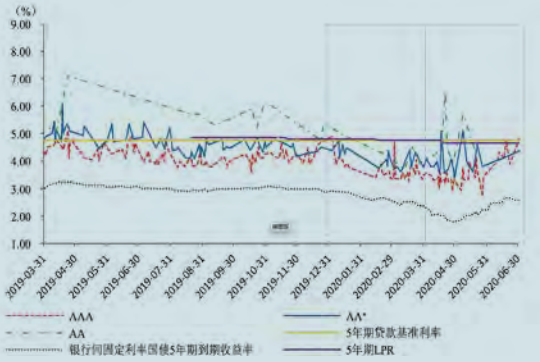
注：1. 统计期以起息日为准 2. 对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年 3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券
资料来源：联合资信COS系统

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势



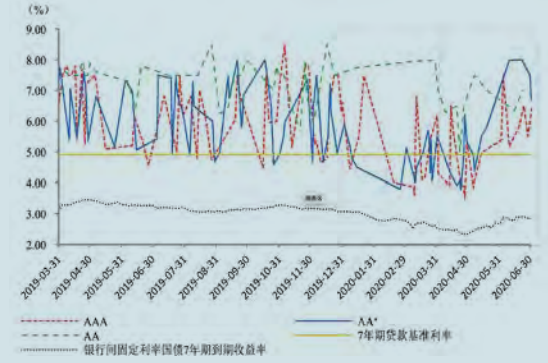
注：1. 统计期以起息日为准 2. 对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年 3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券
资料来源：联合资信COS系统

图3 5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：联合资信COS系统

图4 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：联合资信COS系统

[2] 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。

表1 2020年二季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2019年二季度发行情况		2020年一季度发行情况		2020年二季度发行情况		2020年二季度末存量	
	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)
政府债	336	19377.96	505	20728.17	579	34687.97	6034	414101.07
国债	26	5148.50	25	5436.20	39	15115.90	259	174407.55
地方政府债	310	14229.46	480	15291.97	540	19572.07	5775	239693.52
央票	0	0.00	3	160.00	3	150.00	3	150.00
金融债	123	7682.40	158	9652.60	199	13951.30	1356	226367.10
政策性银行债	66	3922.40	99	5826.80	146	9632.50	275	163100.43
商业银行债券	39	3066.00	35	2919.30	36	3685.80	827	53355.17
非银行金融机构债券	18	694.00	24	906.50	17	633.00	254	9911.50
政府支持机构债券	10	800.00	4	420.00	11	1280.00	162	16925.00
企业债券	93	740.50	64	792.00	94	1115.10	2526	22852.27
一般企业债	86	687.00	63	788.00	91	1089.10	2391	21938.81
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	6	42.80
项目收益债	7	53.50	1	4.00	3	26.00	129	870.66
中期票据	376	3926.30	522	5330.77	666	7427.10	6013	74089.82
短期融资券	762	7770.40	1290	13743.80	1317	13149.40	2915	28358.29
一般短期融资券	112	965.70	154	1437.70	134	1394.60	536	5627.40
超级短期融资券	650	6804.70	1136	12306.10	1183	11754.80	2379	22730.89
证券公司短期融资券	38	919.00	83	2300.00	84	2429.00	82	2369.00
资产支持证券(银行间)	148	2329.38	70	1187.80	88	1090.66	1012	13629.66
资产支持证券(交易所)	723	2744.97	669	2505.51	913	3189.11	5635	18789.07
非金融企业资产支持票据	182	681.23	149	662.11	255	1014.74	1142	4705.71
非公开定向债务融资工具	216	1365.40	286	2069.42	275	1983.60	2967	22086.77
公司债	565	6224.81	835	7904.26	919	8339.79	7946	81693.14
一般公司债	212	2620.80	282	3350.35	312	3593.91	3546	43556.45
私募债	353	3604.01	553	4553.91	607	4745.88	4400	38136.69
证券公司债	48	1323.80	81	1884.50	68	1379.18	628	14184.64
可转债	31	303.61	42	416.78	52	507.13	326	4375.98
可交换债	15	373.32	10	135.04	15	135.64	126	218 3.90
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	19	96.60
同业存单	6836	43078.60	6912	40627.50	6552	37647.00	15228	102288.66
国际机构债	2	45.00	0	0.00	2	80.00	17	319.60
合计	10504	99686.69	11683	110520.27	12092	129556.72	54137	1049566.28

注: 1. “非银行金融机构债”中包含保险公司资本补充债、资产管理公司金融债、证券公司金融债以及其它金融机构债，不包括证券公司债；
2. “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；
3. “公司债”不包含证券公司债券；
4. 证券公司债券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；
5. 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；
6. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺少发行信息，本表统计口径为Wind中截至2020年4月10日已披露的数据，并会对之前数据进行追溯调整；
7. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据、企业债券及公司债等债券统计中

资料来源：联合资信COS系统、中国债券信息网、上海清算所、Wind

业有较大的融资需求，加之本季度市场利率水平整体较上年同期有所下降，监管层鼓励疫情地区、疫情防控企业、民企、中小微企业等债券融资，二季度债务融资规模有所增加。二季度平均发行规模为10.02亿元，环比、同比均略有下降。

短融和超短融发行量同比增幅显著。本季度，共有116家企业发行短融[3]134期，发行规模为1394.60亿元，发行期数、发行家数和发行规模同比增幅均在19%以上，环比则均有所下滑，发行期数、发行家数、发行规模环比分别下降12.99%、7.20%、3.00%，平均发行规模（10.41亿元）环比、同比增幅均在11%以上，发行期限仍主要为1年。本季度，共有595家企业发行超短融1183期，发行规模11754.8亿元，发行期数、发行家数和发行规模同比增幅均在62%以上，环比则变化不一，其中发行期数、发行家数分别上升5%左右，发行规模下降4.48%，平均发行规模（9.94亿元）环比和同比均下降5%以上，发行期限仍以270天为主。

中票发行量有所上升。本季度，共有514家企业发行中票666期，发行规模为7427.10亿元，发行期数、发行家数和发行家数环比和同比增幅均在26%以上，平均发行规模（11.15亿元）环比和同比增幅均超6%。本季度中票的发行期限仍主要集中于3年期和5年期[4]，发行期数之和占中票总发行期数的比重为78.83%，环比和同比分别下降约8个百分点和5个百分点。特殊期限中票[5]共发行257期，占中票总发行期数的38.59%，环比、同比均上升超8个百分点。其中，可续期中票发行122期，在中票总发行期数中的占比18.32%，环比、同比均上升超过5个百分点。

企业债发行量环比大幅增加。本季度，共有86家企业发行企业债[6]94期，发行规模1115.10亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在40%以上，同比来看，发行期数和发行家数变化不大，发行规模增幅显著，达50.57%。企业债发行量的大幅增加一方面是由于企业债自3月1日由核准制改为注册制，审核流程大幅简化，发行条件进一步放宽，推动了企业债的发行；另一方面，受融资环境改善、国内复工复产的推进，基建投

表2 2020年二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	1183	4.14	82.00	595	6.06	62.57	11754.80	-4.48	72.75	9.94	-8.27	-5.08
短融	134	-12.99	19.64	116	-7.20	19.59	1394.60	-3.00	44.41	10.41	11.48	20.70
中期票据	666	27.59	77.13	514	26.60	65.81	7427.10	39.33	89.16	11.15	9.20	6.79
企业债	94	46.88	1.08	86	43.33	-4.44	1115.10	40.80	50.57	11.86	-4.14	48.97
公司债	919	10.06	62.94	736	12.88	64.29	8339.79	5.92	34.41	9.07	-3.76	-17.51
一般公司债	312	10.64	47.87	228	15.15	47.10	3593.91	7.27	38.18	11.52	-3.04	-6.55
私募债	607	9.76	71.95	516	10.49	73.74	4745.88	4.93	31.68	7.82	-4.41	-23.42
合计	2996	10.51	66.91	1627	-8.08	52.34	30031.39	8.26	61.09	10.02	-2.04	-3.48

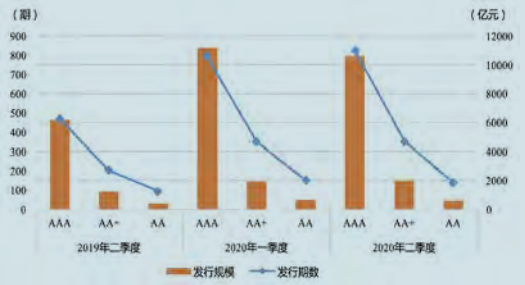
注：发行人家数按不同券种发行人去除重复后统计
资料来源：联合资信COS系统

[3] 不加特殊说明均不含超短融。
[4] 不含可续期债券，按债券发行完整期限统计。
[5] 特殊期限中票包括可续期中票、具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票。
[6] 包含集合债及项目收益债。

资作为“稳增长”的重要手段，本季度城投企业债发行量有所增长。本季度，企业债的平均发行规模为11.86亿元，环比下降约4%，同比则增幅超48%。从发行期限来看，企业债发行仍主要集中在7年期，7年期企业债发行期数在企业债券总发行期数中的占比（60.64%）环比变化不大，同比下降约10个百分点。本季度项目收益债仅发行3期，规模为26.00亿元。

公司债发行量有所增加。本季度，共有228家企业累计发行公司债312期，发行规模3593.91亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在7%以上，同比增幅均在38%以上。本季度，公司债平均发行规模为11.52亿元，环比和同比降幅均在3%以上。公司债发行期限仍主要集中在3年期和5年期，两者发行期数在公司债总发行期数中的占比（67.95%）环比和同比分别下降约4个百分点。私募债方面，根据Wind截至2020年7月12日已披露的数据，本季度私募债发行期数（607期）、发行家数（516家）和发行规模（4745.88亿元）环比增幅均在4%~11%之间，同比增幅均在30%以上。

图5 2020年二季度短融发行主体信用等级分布情况



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

2. 发行主体/债项信用等级向高等级集中

本季度，短融[7]发行主体的信用等级分布在AAA级至AA级，无AA-级主体发行短融。

从发行期数来看，AAA级主体所发短融的期数仍最多，在总发行期数中的占比为62.64%，环比、同比均略有上升；AA+级主体所发短融的期数占比为26.80%，环比、同比均变化不大；AA级主体所发短融的期数占比（10.55%）环比、同比均略有下降。短融发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看，AAA级主体所发短融仍为发行规模最多的主体级别，占比为80.68%，环比变化不大，同比略有上升；AA+级主体所发短融规模占比为14.85%，环比变化不大，同比略有下降；AA级主体所发短融规模占比（4.47%）环比、同比均变化不大。短融发行规模呈现向AAA级集中趋势。

整体来看，短融发行主体的信用等级呈现向AAA级集中趋势。

本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债[8]信用等级仍主要分布在AAA级至AA级，AA-级样本较少。

从发行期数来看，非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行期数仍最多，在总发行期数中的占比（56.06%）环比和同比均有不同程度上升；其次为非金融企业所发AA+级中票、企业债、公司债，其发行期数在总发行期数中的占比（26.68%）环比略有下降、同比略有上升；非金融企业所发AA级和AA-级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比（16.51%和0.56%）环比和同比均有不同程度下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看，非金融企业所发AAA级中票、

[7] 含超短期融资券，以下同。
[8] 以下关于非金融企业所发债券的分析样本中均不包含私募债。

企业债、公司债发行规模仍远高于其它级别，在总发行规模中的占比（73.41%）环比和同比均有不同程度上升；非金融企业所发AA+级、AA级和AA-级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比（17.66%、8.52%和0.28%）环比和同比整体均有不同程度下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模呈现向AAA级集中趋势。

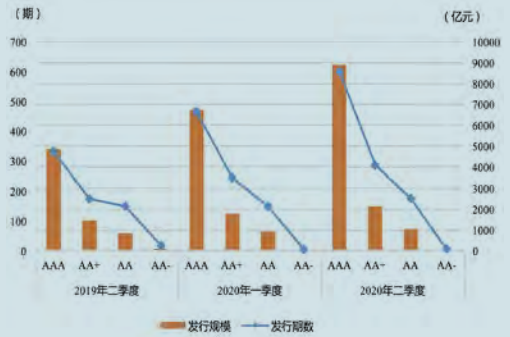
3. 国有企业债券发行量占比进一步提升

从发行主体的所有制性质来看，本季度，国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，发行债券期数和规模分别为2162期、23151.17亿元，在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为90.73%和91.78%，同比、环比均略有上升，集中度进一步提高；民营企业所发债券期数和规模分别为153期、1370.74亿元，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6.42%和5.43%，环比和同比均变化不大。外资企业、公众企业、集体企业和其它企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少。

4. 债券发行地区集中度有所提升

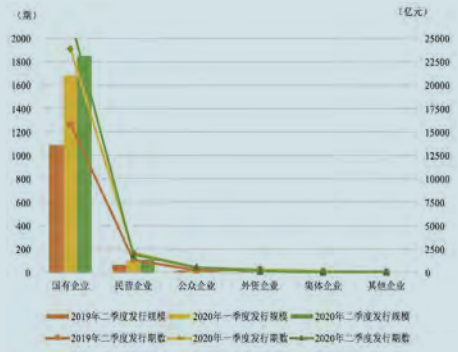
本季度，江苏省的非金融企业所发债券的发行期数（503期）超越北京位居第一位，发行规模（3735.95亿元）位居第四位；北京的非金融企业所发债券的发行期数（451期）和发行规模（10800.3亿元）分别位居第二、第一位，发行优势仍然显著。与上季度和上年同期相比，本季度债券发行期数前十位地区非金融企业所发债券期数和规模均有所增加，江苏、浙江、山东和四川、湖南地区非金融企业所发债券期数和规模环比和同比增幅均超过60%，湖南取代上季度的天津跻身本季度发行期数前十地区。从发行地区集中度来看，本季度发行债券期数前十位地区的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例（74.19%、80.37%）环比略有上升，同比发行期数占比变化不大，规模占比略有上升，债券发行的地区集中度有所提升，依旧主要来

图6 2020年二季度非金融企业发行中票、企业债、公司债信用等级分布情况



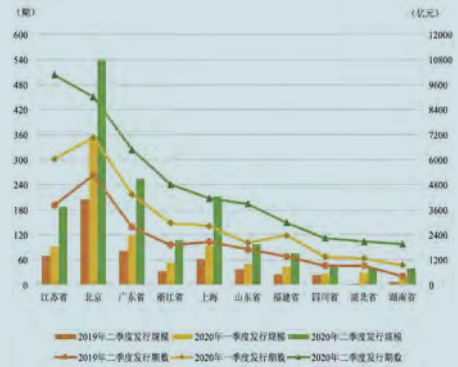
注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入
资料来源：联合资信COS系统

图7 2020年二季度短融、超短融、中票、企业债、公司债发行主体性质分布情况



注：以2020年二季度发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

图8 2020年二季度非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况



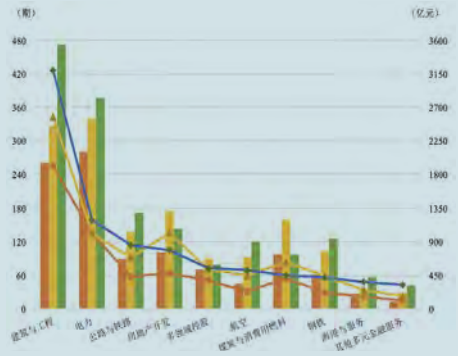
注：以2020年二季度发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

自于经济较为发达地区。

5. 债券发行主体行业集中度保持相对稳定

本季度，建筑与工程[9]、电力、公路与铁路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（426期、3550.30亿元）均位居首位。除房地产开发、多领域控股、煤炭与消费用燃料、钢铁行业外，其他发行债券期数前十位行业企业所发债券的发行期数和发行规模环比、同比均有所上升；海港与服务、其他多元金融服务行业企业所发债券期数和规模环比、同比增幅均超过40%，建筑与工程、电力、公路与铁路以及航空行业企业所发债券期数和规模环比、同比增幅均超过10%。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（53.48%、54.46%）环比、同比均略有上升，行业集中度总体保持相对稳定。

图9 2020年二季度非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况



注：1.按照Wind四级行业划分 2.以2020年二季度发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信COS系统

6. 担保债券市场认可度一般

本季度，共有108期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为696.34亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行规模的4.52%和2.75%，环比和同比均略有下降。

其中，具有担保条款的短融、超短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为1期、10期、32期、31期和34期，发行规模分别为4.00亿元、51.50亿元、181.50亿元、219.20亿元和240.14亿元。其中，保证担保106期，抵押担保2期，保证担保仍为主要增信方式。

分别以担保后债项级别为AAA级的3年期公司债和5年期中票[10]为样本进行分析发现，采用担保方式发行的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率[11]分别高出59BP和53BP，表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有一定的风险溢价要求，担保债券市场认可度一般，但不排除样本较少可能会对结果产生影响。

非政策性金融债券发行情况

本季度，共有108家金融机构发行非政策性金融债217期[12]，总发行规模为9785.98亿元，非政策性金融债发行期数环比略有减少、同比大幅增加，发行家数、发行规模环比和同比均有不同程度增加，平均发行规模（45.10亿元）环比和同比均有所增加。

具体来看，商业银行金融债（含商业银行其他一级资本工具[13]、商业银行二级资本工具）发行期数和发行规

[9] 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。
[10] 本季度 7 年期 AAA 的企业债大多采用保证担保，因此可比债券较少，不纳入统计。
[11] 通过计算经担保提升债项等级的中票、公司债与在其起息日前后 15 日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率均值的差，再取差值的平均值。
[12] 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。
[13] 目前该分类下均为商业银行永续债。

模（48期、5344.80亿元）环比和同比均有不同程度上升，主要是由于疫情后商业银行对小微企业信贷支持力度逐步加大，商业银行资本补充债券以及小微债发行需求加大。证券公司所发债券期数和规模（152期、3808.18亿元）环比有所下降，同比显著上升，主要是受到利率下行以及券商流动性需求提升等因素影响发行量同比大幅上升，但由于一季度融资成本持续友好，证券公司发行债券集中落地，二季度发行节奏略有放缓，环比有所下降。保险公司债发行7期，发行规模371.00亿元，环比、同比均显著上升；其它金融机构债发行期数和发行规模（10期、262.00亿元）环比和同比有不同幅度的下降。

从级别来看，除证券公司短融和证券公司短期公司债券外，非政策性金融债券[14]的债项级别以AAA及AA+为主，二者发行期数（76期）和发行规模（6485.60亿元）的占比分别为79.17%和96.87%，较上季度（87.50%、97.99%）与上年同期（85.07%、97.23%）均有所下降。

资产支持证券发行情况

本季度，在银行间债券市场上，资产支持证券发行期数（88期）和发行规模（1090.66亿元），环比增减不一，同比均减少50%左右，主要受疫情影响，个人房贷、信用卡贷款、消费贷款等银行信贷资产生成速度下降，导致存量资产出表需求不足，商业银行的发行需求大幅降低，发行明显放缓；非金融企业资产支持票据（ABN）发行期数（255期）和发行规模（1014.74亿元）环比和同比增幅均超过40%。在交易所债券市场上，资产支持证券发行期数（913期）和发行规模（3189.11亿元）环比和同比增幅均在15%以上。由于企业融资需求旺盛且市场利率较低，以非金融企业为发行主体的企业资产支持证券和资产支持票据不断扩容。整体来看，本季度交易所发行的资产支持证券在期数和规模上超过银行间债券市场。

本季度，国内首单地方AMC特殊机遇资产证券化产品[15]、首单桥梁基础设施资产支持专项计划[16]和首单不良个人住房抵押贷款支持证券CRMW[17]发行成功发行。

债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行规模环比有所增加

本季度，绿色债券发行期数为52期，发行规模

表2 2020年二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（%）
商业银行金融债	48	37.14	23.08	44	46.67	37.50	5344.80	83.08	74.32	111.35	33.50	41.64
证券公司债	68	-16.05	41.67	38	-7.32	15.15	1379.18	-26.81	4.18	20.28	-12.82	-26.46
证券公司短融	84	1.20	121.05	30	3.45	57.89	2429.00	5.61	164.31	28.92	4.35	19.57
保险公司债	7	75.00	250.00	7	75.00	250.00	371.00	134.07	241.94	53.00	33.75	-2.30
其它金融机构债	10	-50.00	-41.18	10	-28.57	-23.08	262.00	-64.97	-56.69	26.20	-29.95	-26.38
合计	217	-2.69	50.69	108	13.68	27.06	9785.98	22.17	62.50	45.10	25.55	7.83

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

[14] 不包含私募债。
[15] 4月24日，华泰-浙商资产一期资产支持专项计划在上交所簿记成功，本次产品发行规模为5亿元，产品期限不超过2年，按季度摊还本息，主体和债项评级均为AAA。该产品以特殊机遇资产债权作为基础资产，最终发行利率为2.8%，认购倍数为2倍。
[16] 6月9日，中交集团所属中交路建在深交所成功簿记发行“中联前海开源-中交路建清西大桥资产支持专项计划”，发行规模47.05亿元，产品期限约24年（2N+1），优先级最低发行票面利率3.48%。
[17] 6月29日，中信证券以建鑫2020年第三期不良资产支持证券优先档为标的债务，在银行间市场成功发行，发行总规模为8.75亿元，期限为1031天，有效支持了27.50亿元标的债券发行。

为614.23亿元，发行期数环比减少1.89%、同比增加33.33%，发行规模环比增加22.09%、同比减少15.69%。本季度新发绿色债券共涉及42家发行人[18]，新增绿色债券发行人有23家。本季度新发绿色债券包括商业银行债、公司债（含私募债）、项目收益票据、中票、超短融、企业债、地方政府债和资产支持证券，公司债（含私募债）的发行期数（22期）和发行规模（197.03亿元）均最多。新发绿色债券仍主要集中在AAA级，发行期数和发行规模占比分别42.55%和64.52%，较上季度（40.43%和54.30%）有所提升，较上年同期（45.95%和76.09%）均略有降低。绿色债券发行主体涉及建筑与工程、交通基础设施、电力等12个行业，其中建筑与工程行业发行期数占比最大（25.53%），商业银行行业发行规模占比最大（21.21%）。从地区分布来看，江苏地区发行人所发绿色债券期数（8期）最多，北京地区发行人所发绿色债券规模（145.00亿元）最大。从发行成本来看，66.67 %的绿色债券发行利率低于可比债券[19]的平均发行利率，占比较上季度（67.86%）略有减少。46.15%的绿色债券采取了第三方认证[20]。从资金投向来看，本季度绿色债券资金投向主要是清洁能源和清洁交通领域。

2. 熊猫债发行规模大幅增加

本季度，我国债券市场共有15家发行人发行18期熊猫债，发行规模为276.00亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度（6家、10期、130.00亿元）和上年同期（8家、10期、120.40亿元）均有所增加。债券类别涉及超短融、中票、PPN、公司债、国际机构债和其他金融机构债，其中发行期数最多的券种为超短融（5期），发行规模最大的券种为国际机构债（80亿元）。熊猫债发行主体仍主要为中资背景境外企业，亚投行成功发行首笔熊猫债[21]。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2.94%，较上年同期和上季度分别下降70BP和3BP。

三、未来债市展望

第一，市场流动性仍将保持合理充裕，债券发行规模有望稳定增长。一是新冠肺炎疫情防控对经济造成的冲击尚未消退，经济下行压力依然较大，在此背景下，央行仍将采取稳健的货币政策，强化逆周期调节，7月1日，央行下调了再贷款、再贴现利率[22]，释放货币政策仍将持续引导利率下行的信号，但随着经济稳步复苏，预计下半年流动性或会出现边际收紧。整体来看，市场流动性仍将保持合理充裕，有利于债券发行。二是政策鼓励地方政府专项债补充中小银行资本金，利好中小银行可转债的发行。7月1日国常会决定，在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径，有助于降低中小银行转债发行难度，下半年中小银行可转债发行有望放量。三是政策鼓励短期公司债、银行资本补充债券、证券公司次级债、可转债、县域专项企业债和绿色等领域债券的发行也有助于推动相关债券发行量的

[18] 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。

[19] 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可续期债券；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。

[20] 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）。

[21] 6 月 11 日，亚投行在中国银行间债券市场发行首笔 30 亿元人民币熊猫债。本次发行债券的期限为 3 年，票 面利率为 2.40%，债券认购总额为发行面值的 2.78 倍，本次债券发行面向境内和境外机构投资者，境内投资占比 35%，境外投资占比 65%。

[22] 央行下调支农再贷款、支小再贷款利率 0.25 个百分点，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率下调至 1.95%、2.15% 和 2.25%；下调再贴现利率 0.25 个百分点至 2%；下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点至 1.75%。

增长。四是保险资金有望大规模进入债券市场。6月18日，银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛上指出保险机构要加大对企业中长期债券的投资，保险资金投资企业债券潜力巨大，未来保险资金的进入有望推升债券市场需求，促进企业中长期债券发行。五是积极财政政策将持续发力，7月国常会指出，各地要加快专项债发行和使用，对项目短期内难以建设实施、确需调整资金用途的，原则上要于9月底前完成并按程序报备。地方政府专项债发行和使用进度的提前将进一步推动债券发行量增加。

第二，债券市场体制机制将进一步完善。一是明确界定标债与非标债，规范债券市场投资。近期，随着《标准化债权类资产认定规则》的正式发布，标准化债权、非标准化债权均有了明确的认定规则，有助于引导债券市场规范化发展。二是继续完善债券市场发行注册制度，落实配套细则。《新证券法》实施以后，配套制度不断完善，7月28日，《企业债券审核工作规范（试行）》正式发布，就企业债券审核程序、各方职责、工作时限、办理方式等进行了较为明确的规定，有助于进一步规范企业债券注册发行审核工作，下一步，监管部门还将继续从业务流程等方面制定配套细则，完善债券市场发行注册制度。三是推动债券市场互联互通。近期，人民银行和证监会联合发布公告[23]，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，债市基础设施互联互通实现后，现券可以跨市场发行与交易，预计交易所、外汇交易中心和托管机构近期将出台相关细则落实公告要求，明确互联互通的具体细则，这有助于便利债券跨市场发行与交易，促进资金等要素自由流动，提高债券市场的运行效率，促进我国债券市场高质量发展。

第三，债券市场对外开放步伐将进一步加速。一是深入推进熊猫债市场制度体系建设。随着金稳委在11条改革措施中指出进一步完善熊猫债信息披露要求，细化熊猫债发行规则，《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》有望于近期正式发布，促进外国政府类机构和国际开发机构熊猫债业务规范化发展，提升银行间市场对外开放水平。二是信用评级行业对内对外开放步伐进一步加速。随着金稳委和央行相继提出推动信用评级行业进一步对内对外开放，近期，国际评级机构和民营评级机构陆续完成信用评级备案[24]，推动了我国信用评级行业的长足发展，我国信用评级行业对内对外开放进程将进一步加速。三是进一步加强对外开放措施配套制度建设。7月3日，在债券通开通三周年之际，人民银行提出未来将继续加强金融市场基础制度建设，持续提升债券市场深度广度，“债券通”将继续推动机制创新，优化风险对冲机制和评级、税收等配套制度安排，进一步提高国际投资者入市便利度，满足其对人民币资产的配置需求。

第四，债券市场信用风险仍将持续发生，违约后续处置制度将不断完善。2020年下半年，新冠肺炎疫情防控对我国经济的不利影响以及经济结构调整仍在持续，中小企业和消费类、交通运输、地产及贸易类行业内资质较差的企业信用风险将有所上升；同时，下半年我国债券市场信用债总偿还量约5.88万亿元[25]，其中7月、8月和9月单月的偿还量均在1万亿元以上，偿还压力较大，预计下半年风险事件仍会持续发生，但信用风险总体可控。在此背景下，监管层将继续加强风险管控，完善债券违约处置机制。随着《关于公司信用类债券违

[23] 7 月 19 日，人民银行、证监会联合发布《中国人民银行 中国证券监督管理委员会公告（〔2020〕第 7 号）》。
[24] 截至 2020 年 7 月 3 日，已有 14 家企业完成信用评级备案，其中外资评级机构 2 家， 有 6 家企业在 7 月完成信用评级备案。
[25] 总偿还量含到期还款、回售以及将于 2020 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 2019 年情况大致相当。

约处置有关事宜的通知》[26]和《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》[27]的相继发布，我国债券违约处置效率将进一步提升。预计未来我国将继续从强化信用债存续期监管、加强市场中介机构监管力度等方面防控和化解债市信用风险，加快完善市场化、法治化的债券违约处置机制。

整体来看，目前全球疫情和经贸形势的不确定性依然很大，今年政府报告指出不设定GDP目标，但淡化增长目标并不意味着没有目标，报告强调要集中精力抓好“六稳”、“六保”工作，在发挥好积极财政政策的同时加大货币金融政策支持实体经济力度。在此背景下，我国宏观政策逆周期调节力度有望进一步加大，稳健的货币政策更加灵活适度，维持债券市场流动性合理充裕，未来债券发行量有望实现稳定增长；同时，在债券市场体制机制不断完善的背景下，我国债券市场对外开放程度有望持续提升；债券市场信用风险仍将持续暴露，但信用风险总体可控，违约后续处置制度将不断完善。

[26] 7月1日，央行等部门正式发布了《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，相较于征求意见稿，通知主要有三点变化：一是明确了受托管理人制度，允许债券持有人会议决定更换受托管理人；受托管理人因怠于履职造成持有人损失的，应当承担赔偿责任。二是明确破产企业的信息披露义务，进入破产程序的企业，其信息披露义务人应当持续披露相关信息。三是将“发挥投资者保护条款重要作用”明确为“在债券发行文件中明确违约处置机制”，支持在债券募集文件中约定发行人违约后的处置机制。

[27] 7月15日，最高法正式印发了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，从司法处置角度给出债券违约案件处置方法，通过七个方面、34条规定对诉讼主体资格认定、案件的受理管辖和诉讼方式、投资者保护、发行人责任、中介机构责任和发行人破产管理人的责任进行了进一步的明确和细化。

评级小贴士

关于标准化票据的一些基本知识

为规范标准化票据业务，支持中小金融机构流动性，服务中小企业融资和供应链金融发展，人民银行于2020年6月28日发布《标准化票据管理办法》（以下简称“管理办法”），自2020年7月28日起实施。

标准化票据的定义

《管理办法》规定，标准化票据是指存托机构归集核心信用要素相似、期限相近的商业汇票组建基础资产池，以基础资产池产生的现金流为偿付支持而创设的等分化受益凭证，属于货币市场工具。

创设、托管、清算和交易

存托机构应在标准化票据创设前披露基础资产清单，并向投资者公布标准化票据的认购公告。标准化票据认购成功的次一工作日前，票据市场基础设施应完成基础资产的登记托管，标准化票据登记托管机构应完成标准化票据的登记托管，存托机构可自行组织标准化票据认购或委托金融机构承销。标准化票据的登记托管、清算结算适用《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》及中国人民银行有关规定，交易流通适用《全国银行间债券市场债券交易管理办法》的有关规定，在银行间债券市场和票据市场交易流通，适用于现券买卖、回购、远期等交易品种。

基础资产的符合条件

根据《管理办法》，基础资产应符合承兑人、贴现行、保证人等信用主体的核心信用要素相似、期限相近；基础资产依法合规取得，权属明确、权利完整，无附带质押等权利负担；基础资产可依法转让，无挂失止付、公示催告或被有关机关查封、冻结等限制票据权利的情形；承兑人、贴现行、保证人等信用主体和原始持票人最近两年内无重大违法、违规行为；法律法规和中国人民银行规定的其他条件。

资料来源：中国人民银行公告〔2020〕6号《标准化票据管理办法》

2020年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 债券市场研究部

一、2020年上半年我国债券市场违约情况回顾

债券市场违约事件持续发生，违约数量和违约率均有所下降

2020年上半年，我国债券市场新增14[1]家违约发行人，共涉及到期违约债券45期，到期违约金额合计约554.96亿元，新增违约发行人家数及涉及到期违约债券期数较2019年上半年（25家，58期）和2019年下半年（21家，50期）均有所下降，到期违约金额较2019年上半年（269.74亿元）和2019年下半年（426.23亿元）均有所上升。2020年上半年，我国债券市场重复违约[2]发行人13家，涉及到期违约债券27期，到期违约规模合计约163.75亿元，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2019年上半年（21家，43期，241.56亿元）和2019年下半年（26家，55期，338.36亿元）均大幅下降。从违约率来看，2020年上半年我国公募债券市场违约率[3]（0.69%）较2019年（0.82%）有所下降。

截至2020年上半年末，我国债券市场累计有202家发行人发生违约，共涉及到期违约债券481期，到期违约金额合计约3710.30亿元。

2020年上半年债券市场违约事件持续发生主要受新冠疫情冲击影响，疫情爆发后企业盈利能力下降，流动性压力增加，企业信用风险有所上升，但2020年上半年债券市场整体处于宽信用环境，违约数量边际减少。

1. 受新冠疫情冲击影响，全球经济增速持续放缓，企业盈利能力下降

2020年以来，突发的新冠疫情给全球经济带来了沉重打击，国际方面，新冠疫情重灾区从亚太地区向欧美地区蔓延，又从欧美地区向印度、巴西等新兴市场蔓延，在此背景下，国际货币经济组织下调2020年全球经济增长至-4.9%。国内方面，我国经历了一季度疫情最严重时期的经济停滞，到二季度经济缓慢复苏重启，目前国内上游生产供给已经能够保证正常的生产运行，但是下游需求仍未能恢复至疫情前的水平。一季度国内GDP同比实际增速（-6.8%）跌落负值，较上年同期（6.4%）

图1 2012年—2020年上半年我国债券市场新增违约主体及涉及违约债券情况

注：不含技术性违约
数据来源：WIND、联合资信COS系统、联合资信整理

[1] 2020 年上半年，“18 北大科技 ABN001 优先级”发生违约，其原始权益人“北京北大科技园建设开发有限公司”不计入新增违约主体，仅将违约债券计入新增到期违约债券，其到期违约规模计入总到期违约规模中，以下统计同。
[2] 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。
[3] 2020 年上半年违约率计算的统计区间为 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日。

大幅下跌，二季度国内GDP同比实际增速（3.2%）触底回升，上半年国内GDP累计同比实际增速（-1.6%）较上年同期（6.3%）明显下降。同时，2020年上半年全国规模以上工业增加值累计同比增速（-1.3%）较上年同期（6.0%）亦大幅下跌，为近年来最低值。

在全球经济增速整体跌入负值的背景下，国内上半年供给不畅、需求减少以及全部工业品价格指数（PPI）暴跌对企业的盈利产生不利影响。2020年上半年，全国规模以上工业企业实现利润总额约2.51万亿元，同比下降12.8%[4]，降幅虽然较1—3月（-36.7%）有所收窄，呈现企稳态势，但较上年同期（-2.4%）仍大幅回落；工业企业营业利润率为5.0%，虽较1—3月（3.9%）有所上涨，但仍低于上年同期（5.7%）。

截至2020年6月末，我国工业企业亏损家数（100030家）较上年同期（74749家）增加33.83%，亏损额（6016.9亿元）较上年同期（4667.7亿元）增加28.91%，企业盈利能力下降导致整体信用风险继续加大。

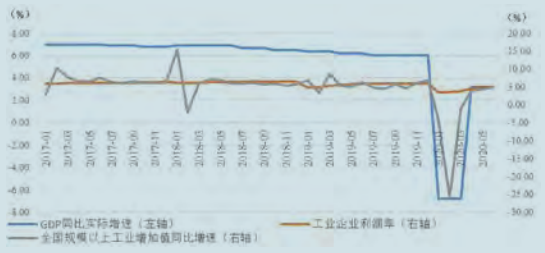
2. 疫情背景下的“宽信用”推动违约情况边际改善

2020年上半年，为应对新冠疫情对实体经济的冲击，缓解众多中小微企业经营困难的局面，监管层加大宏观政策逆周期调节力度，宽信用政策频出。货币政策方面，央行连续运用传统货币工具及创新货币工具，通过降准、降息、新增再贷款再贴现额度及贷款支持工具和贷款延期支持工具等方式支持实体经济信用修复及扩张；财政政策方面，财政部发行特别国债、提前下达地方政府专项债加大对实体经济的刺激作用；金融政策方面，沪深交易所及银行间交易商协会针对受疫情影响严重地区的企业建立债务发行“绿色通道”，鼓励中小金融机构多渠道补充资本金，引导金融切实服务实体经济。在此背景下，2020年上半年国内广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年同期，国内信用环境有所修复，整体融资环境较2019年有所改善，新增和重复违约主体及涉及违约债券期数均有所减少。但个别企业因行业景气度下行、自身经营问题严重、对外担保规模较大、资产遭冻结等因素导致信用风险加大，再融资能力受到限制，无法应对短期债务到期偿还的压力。

违约主体仍以民营企业为主，但国有企业信用风险有所暴露

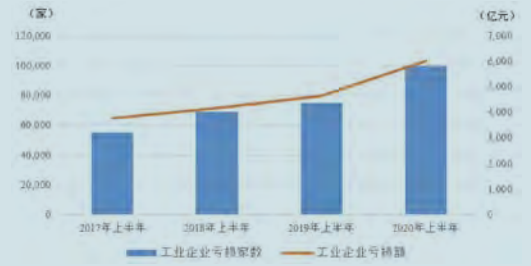
2020年上半年，新增违约发行人仍主要集中于民营企业，但国有企业信用风险有所暴露。具体来看，新增违约民营企业9家，占比64.29%，较上年同期（24家，85.72%）大幅下降；新增违约国有企业3家，占比21.43%，

图2 近年我国部分宏观经济指标变化情况



数据来源：WIND、联合资信整理

图3 2020年上半年我国工业企业亏损家数及亏损额度变化情况



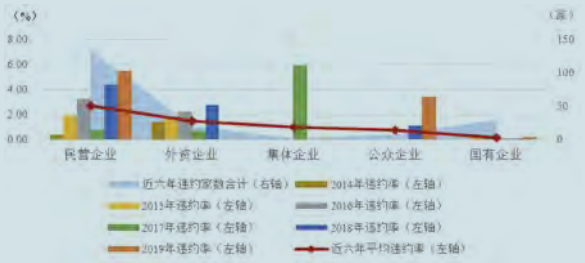
数据来源：WIND、联合资信整理

[4] 按可比口径计算。

而上年同期无新增违约国有企业。从违约金额来看，2020年上半年新增违约民营企业涉及到期违约金额约92.45亿元，占新增违约主体总到期违约金额的16.66%，较2019年上半年（255.36亿元，94.33%）和2019年下半年（302.13亿元，89.30%）均明显下降；新增违约国有企业涉及到期违约金额446.12亿元，占新增违约主体总违约金额的80.39%，较2019年下半年（111.73亿元，26.22%）大幅上升。从近六年不同类型企业平均违约率来看，民营企业一直是我国债券市场的违约“高发地”。

从等级调整来看，2020年上半年我国公募债券市场民营企业发行人信用等级被调降数量最多，为18家共23次，地方国有企业发行人被调降8家共8次，中央国有企业发行人被调降2家共3次；2020年上半年我国公募债券市场民企调降率为3.96%，较2019年上半年（5.68%）有所下降；2020年上半年公募债券市场国有企业（包含中央国有企业和地方国有企业）调降率为0.25%，较2019年上半年（0.20%）小幅上升。

图4　2014—2019年我国公募债券市场分企业类型违约主体家数及违约率统计



注：按近六年平均违约率由高到低进行排序
数据来源：WIND、联合资信COS系统、联合资信整理

图5　我国工业企业中民营企业与国有企业经营情况对比

数据来源：WIND、联合资信整理

2020年上半年，民企违约事件频发与国企信用风险有所暴露主要包括以下原因：

1. 国有企业和民营企业受新冠疫情冲击影响均较大，盈利能力大幅下滑

2020年上半年，受新冠疫情影响国内经济经历了停滞-缓慢复苏-正常运转的过程，民营企业和国有企业均受到较大影响，盈利能力大幅下降。民营企业方面，2020年上半年工业企业中民营企业营业利润率为4.58%，同比小幅下降0.21个百分点，民营企业亏损数量同比增速31.10%，较上年同期（6.10%）显著上升；国有企业方面，2020年上半年工业企业中国有企业营业利润率为5.26%，同比下降1.46个百分点，降幅高于民营企业，国有企业亏损数量同比增速11.80%，较上年大幅上升。由于民营企业在产业链大多处于市场化程度较高的行业，竞争的白热化使其营业利润率仍然低于国有企业，企业亏损数量增速仍然显著高于国有企业。

2. 民营企业融资能力仍弱于国有企业

2020年上半年，我国加大宏观政策调节力度，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，财政部和央行分别通过提前下达新增地方政府专项债和运用多种货币政策工具的方式支持实体企业复工复产，融资环境整体有所改善，但受民营企业自身经营困

境、盈利和偿债能力较弱以及违约事件持续发生等因素影响，民营企业融资环境相较国有企业仍然较为紧张。

从净融资规模来看，2020年上半年，我国主要信用债[5]市场中民营企业净融资额720.22亿元由负转正，较2019年上半年（-955.21亿元）和2019年下半年（-2179.05亿元）净融资额均大幅改善，国有企业净融资额2.97万亿元，已超2019年全年净融资额2.68万亿元。从债券发行利率来看，2018年以来民营企业及国有企业平均发行成本均开启下行趋势，但民营企业融资成本仍维持高位。2020年上半年，国内货币信用政策整体宽松，同时民营违约主体有所出清，国有企业信用风险呈逐渐暴露的趋势，民营企业与国有企业平均发行利差略有收敛，以发行样本较多的AA+级民营企业及国有企业3年期公司债发行成本为例，2020年上半年民营企业平均发行利率下行幅度略大于国有企业下行幅度。

3. 民营企业经营治理缺陷仍然凸显，部分资质较差的国有企业风险显著暴露

2020年上半年，在宏观经济下行和新冠疫情冲击的背景下，采取激进投资策略、存在实际控制人风险、财务造假、信息披露质量不佳等问题的民营企业经营和财务状况进一步恶化，无法应对外部不利因素的冲击，信用风险加速暴露。此外，部分国有企业长期经营不善，主营业务状况不佳，推高企业信用风险，最终无法偿还到期债务。

图6　2016—2020年上半年AA+级民营企业及国有企业3年期公司债平均发行利率

数据来源：WIND、联合资信整理

民营企业经营治理缺陷主要体现在两个方面，第一，民营企业前期大规模举债进行激进扩张，在投资盈利不达预期和自身盈利弱化的背景下，企业后续面临较大的经营和资金压力，例如中融新大集团有限公司近年来进行大量对外投资活动，包括耗资55亿元收购多家相关公司股份，以控制位于秘鲁的39个矿井所有权，但截至2019年末收购的矿井仍未开发利用，后续存在较大的经营压力及不确定性，公司的投资资金需求严重依赖于债务融资，导致不断推高债务负担，加大了短期流动性压力。其次，激进的大规模并购造成企业大量的资金被占用、股权质押比例高企导致再融资能力恶化，也导致商誉规模大幅攀升，带来商誉减值风险。如新华联控股有限公司，近年来公司在其经营主业之外的金融板块和文旅板块投入大量资金，投资项目频繁踩雷，公司受限资产较高，股权质押比例高企，再融资能力严重受限，疫情影响下公司文旅、零售、餐饮、石油贸易等业务收入明显下降，资金链持续紧张；宜华企业（集团）有限公司通过并购实现在医疗健康领域的扩张，其从事的医疗后勤和工程建设业务自2018年以来面临开工率不足、经营效率下降和业绩大幅下滑的问题，合作医疗业务2019年因受政策调整影响而无法持续，2019年计提高额商誉减值导致公司大幅亏损。

第二，实际控制人风险、财务造假、信息披露质量不佳等内部治理问题导致企业信用质量下降，引发外部再融资能力恶化，最终使民企陷入债务困境。宜华企业（集团）有限公司自2018年以来实际控制人多次被媒体曝出负面消息，2019年因信息披露违规被证监会立案调查，负面舆情频发，公司再融资能力明显恶化；康美药

[5] 主要包含非政策性金融债、短期融资券（含超短期融资券）、中期票据、企业债、公司债（含私募债）、定向工具，以下同。

业股份有限公司此前因“存贷双高”、“控股股东质押比例高”、“虚增收入”等问题被市场质疑，公司因信息披露违规问题被证监会立案调查，后又被爆出控股股东转移公司资金至关联账户炒作公司股票、实际控制人马国田卷入多起官员受贿案等事件，内部治理恶化推高公司信用风险；北京信威通信技术股份有限公司早在2016年因股东减持、实际控制人履历等事项被市场质疑，2017年和2018年公司均被出具非标准保留意见的审计报告，表明公司对外信息披露质量较差，导致公司再融资能力和流动性进一步恶化。

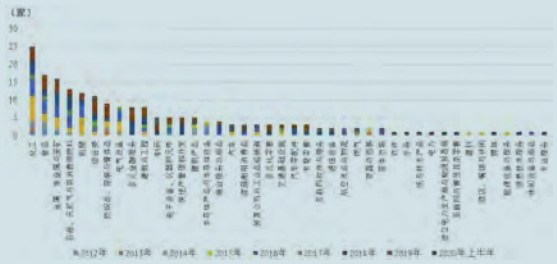
国有企业方面，部分企业主营业务经营能力恶化，公司盈利和现金流表现不佳导致自身造血能力不足，无法支撑企业经营扩张，债务负担较大，企业信用风险加速暴露。北大方正集团有限公司长期经营不善，近年来信息技术这一主营业务处于亏损状态，房地产和金融作为公司主要利润来源也面临较大经营压力，公司多元化经营导致债务负担较重，融资弹性较差的同时缺乏有效的外部支持，最终无法偿还到期债务；中国吉林森林工业集团有限责任公司主营业务受行业环保政策趋严且行业竞争激烈的影响，经营性业务持续亏损，短期流动性压力持续加大，加之公司流动性严重不足，再融资能力受限，公司面临较大的偿债压力；青海省投资集团有限公司主营业务中电解铝业务近年来整体盈利较低，且经营高度依赖央企托管，公司铝材加工业务和电力销售业务2018年以来均亏损严重，在此基础上，公司有息债务逾期规模较大，因美元债券违约产生诉讼较多，子公司股权基本被司法冻结，最终引发流动性危机。

违约主体行业覆盖面有所扩大

2020年上半年，我国新增违约主体涉及行业11个，与往年相比，新增水务，纸与林木产品和软件行业发生违约，违约行业覆盖面进一步扩大；行业分布较为分散，制药、汽车和综合类行业企业违约家数均为2家，其余行业违约家数均为1家。2020年上半年，受宏观经济增速放缓与新冠肺炎疫情冲击影响，部分行业内资质较差企业盈利能力恶化，流动性紧张，违约风险加大，整体来看各行业违约主体较为分散，未呈现明显的行业特征。从近六年公募债券市场不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在化工，食品，机械，石油、天然气与供消费用燃料，电子设备、仪器和原件，电气设备，金属、非金属与采矿等行业。

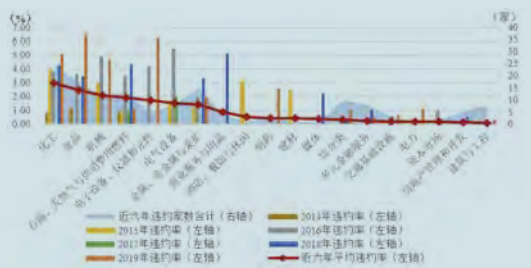
从等级调整来看，2020年上半年，我国公募债券市场综合类和房地产管理和开发行业发行人调降家数（4家）最多，金属、非金属与采矿行业发行人调降家数为3家，电气设备，机械，家庭耐用消费品，汽车，石油、天然气与供消费用燃料行业发行人调降家数均为2家，其余行业均为1家。调降率方面，2020年上半年我国公募债券市场互联网软件与服务、家庭耐用消费品、信息技术服

图7　2012—2020年上半年我国债券市场新增违约主体行业分布



数据来源：WIND、联合资信整理

图8　2014—2019年我国公募债券市场分行业违约主体家数及违约率统计



数据来源：WIND、联合资信整理

务、软件、汽车、纸与林木产品行业发行人调降率较高，均在10%以上；其次为电气设备和纺织品、服装与奢侈品行业，发行人调降率均在5%以上。

违约发行人主要分布在民营企业较多的地区

2020年上半年，我国债券市场新增违约主体主要分布在北京（4家），广东和重庆次之（分别为3家和2家），其余省份违约较少（均为1家）。其中，广东和北京新增违约主体家数连续三年均在3家以上。从新增违约主体债券到期违约规模来看，北京（468.77亿元）和广东（37.06亿元）地区违约规模占全部新增违约主体到期违约规模的比例逾90%。从地区来看，2020年上半年违约发行人集中于民营企业较多的地区。从近六年公募债券市场不同地区企业平均违约率来看，四川、辽宁、福建、云南等经济较不发达地区平均违约率较高。

从等级调整来看，2020年上半年，我国公募债券市场中北京（7家）和广东（6家）地区企业调降家数较多，山东次之（5家），吉林、辽宁和重庆地区调降家数均为2家，其余省份调降家数较少（均为1家）。调降率方面，2020年上半年我国公募债券市场中，西藏、青海、海南和吉林调降率相对较高，其余省份调降率较低。其中，西藏、青海和海南地区主要受样本量偏少影响；吉林地区民营企业和国有企业均出现多家企业违约，加之其经济增长低迷，市场对其债券认可度较低导致信用风险较高。

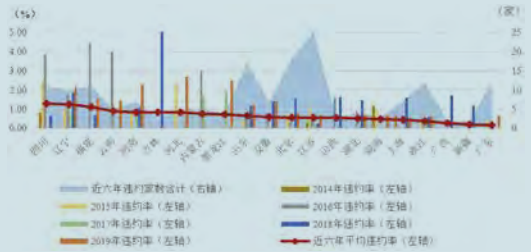
新增违约主体中上市公司占比有所下降

2020年上半年新增违约主体中上市公司有3家，占比达到21.43%，较上年（18家，39.13%）有所下降。整体来看，2020年上半年新增违约主体中上市公司占比有所下降，可能由于在新冠肺炎疫情对宏观经济造成较大冲击的背景下，上市公司较非上市公司的抗风险能力强，上半年政策支持较大情况下，上市公司融资环境恢复良好，导致新冠肺炎疫情对上市公司的不利影响低于非上市公司。

疫情下更多企业采用信用风险缓释措施以平稳市场出现较大的波动

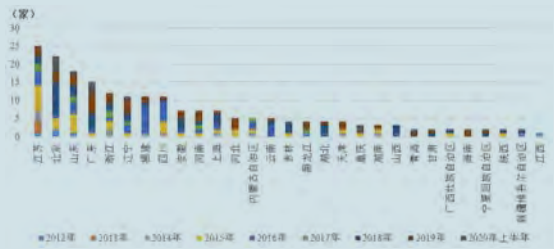
2019年以来，在我国债券市场化转型和监管制度博弈背景下，债券市场信用风险“花式”暴露，2020年监管部门提出将积极引导投资者对疫情防控期间到期的公司债券，通过与发行人达成展期安排、调整还本付息

图10 2014—2019年我国公募债券市场分地区违约主体家数及违约率统计



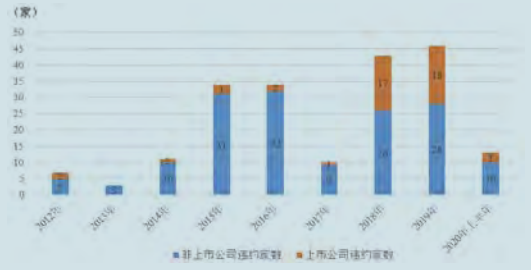
数据来源：WIND、联合资信整理

图9 2012—2020年上半年我国债券市场新增违约主体地区分布



数据来源：WIND、联合资信整理

图11 2012—2020年上半年我国债券市场新增违约主体上市情况统计



数据来源：WIND、联合资信整理

周期等方式，帮助发行人度过困难期。2020年上半年，在延续此前出现的展期、场外兑付和永续债不赎回/利息递延方式的基础上，新增债务置换方式达到信用风险延缓。

2020年上半年，北京桑德环境工程有限公司发行置换票据“20桑德工程EN001”，专项用于以非现金方式部分置换“17桑德工程MTN001”，是银行间首单债券置换案例，但随后原债券与新置换票据仍相继发生实质性违约。此后“17华昌01”与“20瓦房02”也相继采用债券置换方式缓解偿债压力。2020年上半年部分发行人同时涉及多种信用风险暴露方式，如中融新大集团有限公司同时采用债券展期和场外兑付方式、北京桑德环境工程有限公司同时采用债券展期和债务置换方式延缓部分债务风险。同时，债券市场采用展期方式的发行人较上年有所增加，且部分发行人在债券展期后仍有其他债券发生违约情况，如北京桑德环境工程有限公司、中融新大集团有限公司、新华联控股有限公司。此外，永续债续期延息现象也持续受到市场关注，其中不少发行人也因流动性紧张而发生信用风险事件，如新华联控股有限公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司。

整体来看，发行人多样化的信用风险缓释方式虽然在短期上缓解了发行人的偿债压力，但并没有从根本上解决发行人偿债能力较低的问题，信用风险仍然较大。

二、2020年下半年我国债券市场信用风险展望

2020年下半年全市场集中到期债券情况

从全市场债务到期规模来看，2020年下半年我国债券市场主要信用债总偿还量约为5.49万亿元[6]，较上半年（约为4.41万亿元）继续增长，其中7月、8月和9月单月的偿债量均在1万亿左右，单月偿债压力较大。

从企业性质看，2020年下半年国有企业到期规模约为4.43万亿元，较上半年增长22.28%；民营企业债务到期规模约为3557.70亿元，较上半年增长58.64%，增幅较大；公众企业债务到期规模约为5752.18亿元，较上半年增长19.93%；其他类型企业债务到期规模约为1300亿元，较上半年增长47.31%。

从城投企业债券到期规模看，2020年下半年，城投企业总偿债量约为1.43万亿元，较上半年（1.09万亿）有所上升。其中8、9月份偿债规模均在2600亿左右，单月偿债压力较大，从地区分布看，江苏、浙江、天津、北京和重庆的城投企业债务到期规模较大，其中江苏到期规模超3000亿元，其他四省市债务到期规模均在700亿元至1000亿元之间，下半年需加强对这些地区城投企业流动性状况的关注。

从行业分布看，2020年下半年综合类（6918.68亿元）、建筑与工程（6269.78亿元）、资本市场（6164.77亿

表1 2020年上半年我国债券市场信用风险缓释措施

信用风险暴露形式	涉及发行人
债券置换	北京桑德环境工程有限公司、华昌达智能装备集团股份有限公司、瓦房店沿海项目开发有限公司
债券展期	北京桑德环境工程有限公司、中融新大集团有限公司、新华联控股有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、山东如意科技集团有限公司、三亚凤凰机场有限责任公司、海南航空控股股份有限公司、海航资本集团有限公司、重庆爱普地产（集团）有限公司
场外兑付	中融新大集团有限公司
永续债不赎回/利息展期	三亚凤凰国际机场有限责任公司、海航集团有限公司、天津航空有限责任公司、新华联控股有限公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司

资料来源：公司公告及公开新闻媒体报道，联合资信搜集整理

[6] 总偿还量含到期还款、回售以及将于2020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2019年情况大致相当。

元）、电力（4252.05亿元）、石油、天然气与供消费用燃料（3883.83亿元）、商业银行（3325.74亿元）、房地产管理和开发（3165.11亿元）、金属、非金属与采矿（2975.96亿元）、交通基础设施（2723.05亿元）和多元金融服务（2162.73亿元）行业的债券到期规模较大，其中房地产管理与开发（62.36%）、金属、非金属与采矿（53.75%）和建筑与工程（48.41%）行业的债务到期规模环比增幅均在50%左右，偿债压力明显上升。

从地区分布看，2020年下半年北京（1.41万亿元）、上海（6372.59亿元）、广东（6042.15亿元）、江苏（5124.04亿元）和山东省（2289.52亿元）的债券到期规模较大，河北、重庆和河南三省信用债到期规模增速最快，环比增幅均超过50%，同比增幅均超过20%，下半年偿债压力相对较大。

2020年下半年信用风险展望

1. 债券市场违约风险仍将持续暴露，但信用风险整体可控

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是新冠肺炎疫情防控对我国经济造成的不利影响仍将持续，南方洪灾也可能对经济产生阶段性扰动，部分相关企业面临的生产经营压力将持续加大。二是上半年为应对疫情冲击，央行采取宽松的货币政策，支持实体经济恢复生产，近期随着复产复工的持续推进，经济稳步回升，货币政策开始出现边际收紧，向常态化回归，市场利率水平有所提升。此外，根据国常会目标“引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元”，今年上半年非金融企业信用类债券净融资额已较去年全年增加近0.8万亿，预计下半年监管支持力度可能会边际减弱，信用债发行规模或有所下降。在此背景下，一些受疫情影响严重的行业、信用资质较差的企业信用风险将会持续暴露。

信用风险整体可控。一是在经济下行压力加大的背景下，央行仍将采取稳健的货币政策，强化逆周期调节，维持市场流动性合理充裕，有利于债券发行。此外，海外疫情扩散蔓延，主要发达国家采取宽松的货币政策刺激经济，我国货币政策的操作空间有所加大。二是新《证券法》正式实施后，公司债公开发行以及企业债发行开始实行注册制，新《证券法》放宽了债券发行条件，简化了发行注册流程，有利于降低企业融资难度，提高企业融资效率。三是上半年央行相继出台政策鼓励短期公司债、银行资本补充债券、证券公司次级债、可转债、县域专项企业债和绿色等领域债券的发行，有助于推动相关债务主体融资。在上述背景下，我国债券市场信用风险总体可控。

2. 民营企业信用风险仍然较大，需警惕受疫情影响较重、信用资质较弱、短期集中兑付压力较大的民企信用风险

民营企业信用风险仍然较大。一是民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大，近年来投资者对民企的风险偏好有所下降，民企融资环境持续恶化，加剧民企流动性风险。二是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限。尽管政府通过创设信用风险缓释工具等方式支持民企融资，一定程度上有助于促进民企债券发行，但存在市场化不足，发行体量相对较小等问题，对缓解低资质民企融资困境帮助有限。三是个体信用资质较弱的民营企业信用风险将持续暴露。疫情防控常态化和经济下行压力较大将持续对企业经营与现金流产生重要影响，在民营企业融资成本相对较高的背景下，个体信用资质较弱的民营企业信用风险将显著升高，从已有案例违约特征看，建议重点关注前期投资激进且债务结构失衡、公司治理问题导致负面舆情频发，财务造假等信用质量不佳的民营企业。

3. 城投企业整体信用风险不大，关注非标信用风险的持续暴露。

城投企业整体信用风险不大。一是今年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，经济发展仍要“稳”字当头，在此背景下宽信用政策将得以延续，城投企业再融资环境相对宽松。二是积极财政政策将持续发力，今年4

月国务院联防联控机制新闻发布会提出今年专项债的资金应继续重点用于国务院常务会议确定的重大基础设施项目建设，对今年新增专项债券，适当提高用于符合条件的重大项目资本金的比例，城投企业作为基础设施建设的主要力量，新基建加码有利于改善企业业务经营能力，且用于基建的政府专项债资金和财政配套资金的流入，也将改善城投企业的现金流情况。三是今年6月，发改委发布《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引（征求意见稿）》，拟推出县城新型城镇化建设专项企业债券，有助于推动县级城投平台发行债券融资。四是监管层将继续加强地方政府债务管理，高度重视防范债务风险工作，积极推动隐性债务化解，以债务置换等方式为城投企业缓解债务压力，城投企业整体信用风险不大。

城投企业信用状况将进一步分化，关注非标债务信用风险。一是疫情之下，城投企业信用风险的分化将进一步加剧，财政实力本身较弱、各类园区、疫情重灾区的城投企业的信用风险需甄别关注。二是2019年以来城投企业非标信用风险事件显著增加，涉及城投企业主要分布在贵州、云南、内蒙古、河南、湖南、青海、陕西、四川等地，其中贵州省涉及城投企业最多，是非标违约的重灾区，从行政级别看，非标违约主要集中在区县级城投企业，下半年，再融资环境恶化的地区非标信用风险将持续暴露。

4. 适当关注房地产行业信用风险，关注消费类、交通运输和贸易等行业内低资质企业信用风险。

适当关注房地产行业信用风险。一是疫情期间房地产行业经营、回款及开发速度受到不利影响。二是近期以深圳为代表的部分热点城市房价明显上涨，引发了中央对于房价问题和房地产占用金融资源过多问题的担忧，7月初以来，各地已经陆续出台政策收紧购房资格，从需求端对房地产市场进行调控。三是下半年地产行业偿债整体较大，偿债规模较上半年大幅上升，在“房住不炒”的政策基调下，房地产行业融资政策难以松动，若融资政策进一步收紧，下半年房企现金流将更为紧张。需进一步关注销售回款较差、高杠杆、激进扩张、业务布局区域景气度较低的房企信用风险。

消费类行业和交通运输行业受新冠肺炎疫情影响较大，在新冠肺炎疫情常态化防控的背景下，将持续导致酒店、餐馆与休闲、媒体、多元化零售、消费品经销商等行业受到冲击；导致旅客出行和出游需求大幅减少，全国铁路、道路、水路、民航发送旅客人次均较历年大幅下滑，消费类、交通运输行业内企业经营难以快速改善，部分低资质信用主体或会遭遇短期的流动性困难，信用风险值得关注。贸易行业方面，疫情仍在全球蔓延，世界经济严重衰退，国际贸易和投资大幅萎缩，叠加中美经贸摩擦的影响，相关贸易行业企业经营环境继续恶化，由于贸易行业自身毛利率偏低，经营环境恶化对企业盈利冲击较大，需警惕行业尾部主体的信用风险。

5. 适当关注东北、江浙等区域的信用风险

一是东北地区由于重工业企业较多，产业转型压力大，区域经济活力不足等问题导致部分企业面临较大的经营压力，此外，上半年疫情对东北地区冲击持续时间较长，且近期疫情又出现反复，区域内企业经营持续受到冲击，信用风险较大。二是江浙地区经济发展水平较高，但民营企业居多且以贸易、制造业和出口加工型为主，新冠肺炎疫情下，世界各国经济严重衰退，国际贸易大幅萎缩，对江浙地区出口类企业的不利影响仍将持续，且下半年江浙地区企业偿债压力相对较大，区域信用风险值得关注。

2020年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王自迪 闫瑾 吴旻

本文从违约情况、信用等级迁移和利差三个方面对2020年上半年我国债券市场评级表现进行分析并对评级质量进行检验。研究结果显示，违约情况方面，2020年上半年我国债券市场新增违约主体14家，较2019年上半年和2019年下半年均有所减少，信用风险有序释放；信用等级迁移方面，发行人主体信用等级呈现调升趋势，调整率较2019年上半年略有上升，评级稳定性略有下降；利差方面，信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，主要券种不同信用等级利差间基本存在显著性差异。总体来看，我国债券市场信用评级能够较好反映受评主体信用风险差异。

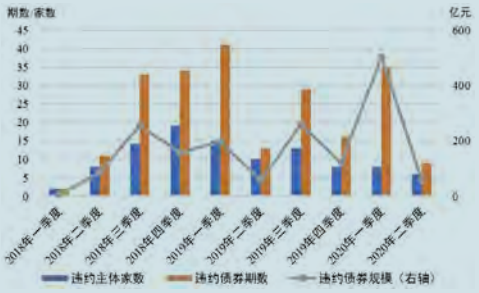
一、违约情况统计分析[1]

信用风险有序释放，违约常态化发生

2020年上半年，我国债券市场新增14家违约[2]发行人，共涉及到期违约债券[3]45期，到期违约金额[4]约554.96亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较2019年上半年（25家，58期）、2019年下半年（21家、50期）均有所减少，到期违约金额较2019年上半年（269.74亿元）和2019年下半年（426.23亿元）均有所增加。分季度来看，2020年一季度、二季度新增违约发行人家数分别为8家和6家，较2019年一季度、二季度均有所减少；同时，由于部分违约发行人破产重整、存续债券立即到期应付，多期到期债券未能偿付、构成违约，2020年一季度到期违约债券期数（35期）、到期违约金额（503.06亿元）均处于较高水平。

此外，2020年上半年另有13家在2020年初之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

图1 2018年至2020年上半年各季度违约情况统计



资料来源：联合资信COS系统

[1] 根据最新信息披露情况，报告对历史数据进行了追溯调整。

[2] 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。

[3] 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

[4] 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

本金（重复违约），共涉及到期违约债券27期，到期违约金额约163.75亿元，其中18期债券为首次到期违约，涉及到期违约金额约83.51亿元；重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数、到期违约金额较2019年上半年（21家，43期，163.75亿元）和2019年下半年（26家，55期，338.36亿元）均有所减少。随着债券市场风险主体逐步出清，违约发行人存量债券陆续到期，同时违约债券处置机制、破产法律制度等体制机制得以建立健全，债券市场重复违约量或将继续减少。

2020年上半年新增违约发行人仍以民营企业为主，但部分国有企业信用风险开始暴露，新增违约发行人中有3家为上市公司；新增违约发行人行业、地区分布均较为分散，未呈现出明显特征（详见表1）。公募债券市场方面，2020年上半年公募债券市场发行人违约家数[5]（13家）较2019年上半年、2019年下半年（均为16家）略有减少，违约级别范围与2019年上半年基本一致（详见表2）。

2020年上半年新增违约发行人中，中融新大集团有限公司（简称“中融新大”）和宜华企业（集团）有限公司（简称“宜华集团”）均存在激进扩张、过度融资现象，导致债务规模较大且短期债务沉重，现金流持续承压，中融新大和宜华集团同为民营企业，两家公司受到民营企业融资环境结构性趋紧影响逐渐丧失融资能力，最终资金链断裂发生违约。北京信威通信技术股份有限公司海外业务存在较高的不确定性且业务模式为买方信贷，该模式下公司通过现金质押为合作客户进行担保，导致公司资产规模中受限比例较高，流动性高度紧张，同时公司短期债务占比较高，集中偿债压力较大，最终流动性枯竭发生违约。中国吉林森林工业集团有限责任公司所从事的林木采伐、加工业务受政策影响较大，禁止商业性采伐、环保监管等政策因素导致公司业务陷入停

表1 2020年上半年我国债券市场违约发行人明细

发行人	Wind三级行业	所属地区	企业性质	是否上市	违约时间	期初级别	期末级别
中融新大集团有限公司	贸易公司与工业品经销商	山东	民营	否	2020/4/20	AA+/稳定	BB/负面
新华联控股有限公司	综合类	北京	民营	否	2020/3/6	AA+/稳定	C
北京桑德环境工程有限公司	水务	北京	中外合资	否	2020/3/6	AA/稳定	CC
重庆力帆控股有限公司	汽车	重庆	民营	否	2020/1/15	AA-/稳定	C
力帆实业（集团）股份有限公司	汽车	重庆	民营	是	2020/3/16	AA-/稳定	C
宜华企业（集团）有限公司	家庭耐用消费品	广东	民营	否	2020/5/6	AA-/--	C
北大方正集团有限公司	互联网软件与服务	北京	中央国有	否	2020/2/18	A/负面	C
青海省投资集团有限公司	金属、非金属与采矿	青海	地方国有	否	2020/6/19	BBB/负面	C/稳定
康美药业股份有限公司	制药	广东	民营	是	2020/2/3	BBB/--	C
东旭集团有限公司	综合类	河北	民营	否	2020/1/20	BBB/--BBB/负面	CC/稳定
中国吉林森林工业集团有限责任公司	纸与林木产品	吉林	地方国有	否	2020/5/18	BB+/--	C
大连天神娱乐股份有限公司	软件	辽宁	公众	是	2020/1/20	BB/负面	C/稳定
北京信威通信技术股份有限公司	通信设备	北京	民营	否	2020/6/1	AA/稳定	终止评级
康美实业投资控股有限公司	制药	广东	民营	否	2020/6/24	无评级	无评级
康美实业投资控股有限公司	制药	广东	民营	否	2020/6/24	无评级	无评级
康美实业投资控股有限公司	制药	广东	民营	否	2020/6/24	无评级	无评级

注：评级展望列示为“--”表示发行人被列入评级观察名单
资料来源：Wind

[5] 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。

表2 2018年至2020年上半年我国公募债券市场发行主体违约率/数量（单位：家、%）

发行人	2018			2019			2019H1	2019H2	2020H1
	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率	违约数量	违约数量	违约数量
AAA	705	1	0.14	815	2	0.25	1	1	--
AA+	882	1	0.11	971	9	0.93	2	7	2
AA	1970	20	1.02	1790	4	0.22	1	3	1
AA-	385	3	0.78	295	5	1.69	4	1	3
A+	75	1	1.33	70	4	5.71	1	3	--
A	17	2	11.76	22	3	13.64	2	1	1
A-	8	0	0.00	8	0	0.00	--	--	--
BBB+	5	0	0.00	4	1	25.00	1	--	--
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	2	--	3
BBB-	2	1	50.00	1	1	100.00	1	--	--
BB+	5	0	0.00	2	0	0.00	--	--	1
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	2	--	1
BB-	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
B+	0	0	0.00	1	0	0.00	--	--	--
B	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--	--
B-	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--	--
CCC	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
CC	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
C	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
无评级	38	0	0.00	38	0	0.00	--	--	--
合计	3990	30	0.75	3907	32	0.82	16	16	12

注：1. 发行人样本为当年年初存续的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等的发行人主体，并剔除此前已发生违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形；2. 发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；3. 对发行人而言，若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；4. 部分债券发行人期初不具有有效信用等级，例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等，均计入无评级样本中；5. 合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数；6. 发行人主体违约率 = 当年新增违约的发行人家数 / 发行人样本家数；7. 2018年公募债券发行人中新增31家违约主体，其中永泰集团有限公司期初无公募债券存续，未计入违约样本，山东金茂纺织化工集团有限公司期初具有不同级别双评级；2019年公募债券发行人中新增32家违约主体，其中三胞集团有限公司期初具有不同级别双评级；2020年上半年公募债券发行人中新增13家违约主体，其中北京信威通信技术股份有限公司在违约前被终止信用评级，未纳入违约数量统计

资料来源：联合资信COS系统

滞，且公司战略转型未达预期、经营业绩持续恶化、短期流动性压力持续加大；青海省投资集团有限公司（简称“青海省投”）主营业务发展质量不佳、盈利能力恶化，近两年来公司连续亏损且发生多笔债务逾期，同时由于债务违约涉及诉讼较多，公司所持子公司股权基本处于冻结状态，融资能力严重受限；最终吉林森工和青海省投均被债权人申请重整并获法院受理，其存续债券立即到期应付，两家公司均未能偿付到期债券，构成违约。

违约风险预警能力有所提升

2020年上半年我国债券市场14家新增违约主体中有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风险预警[6]，首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间均在1个月以上，其中1～3个月（含）有6家，6～12个月（含）有5家，1年以上有5家。整体来看，评级机构对违约主体的信用风险预警能力较2019年下半年和2019年上半年有所提升，但预警及时性仍有待提高。

[6] 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

表3 新增违约主体首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布 （单位：家）

时间	1个月以内	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1年以上
2020年上半年	--	6	--	5	5
2019年下半年	5	3	2	2	6
2019年上半年	2	4	7	7	1

注：若违约发行人具有双评级或多评级则按不同评级机构等级调整情况分别统计

表4 2019年上半年和2020年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表（单位：家、%）

发行主体	信用等级		评级展望		合计	
	2019年上半年	2020年上半年	2019年上半年	2020年上半年	2019年上半年	2020年上半年
样本数量	5200	5577	5200	5577	5200	5577
调升数量	139	154	9	3	148	157
调降数量	44	50	15	16	59	66
调升率	2.67	2.76	0.17	0.05	2.85	2.82
调降率	0.85	0.90	0.29	0.29	1.13	1.18

注：1. 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；2. 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；3. 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；4. 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；5. 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；6. 调升率/调降率=统计期内发生信用等级（或评级展望）调升/调降的数量与样本数量的比率，以下同

二、信用等级迁移分析[7]

信用等级调整情况

1. 主体信用等级呈现调升趋势，评级稳定性略有下降

2020年上半年，我国公募债券市场共有204家发行人主体信用等级发生调整，调整率为3.66%，较2019年上半年（3.52%）略有上升。其中，主体信用等级被调升的发行人有154家，主体信用等级被调降的发行人有50家，调升率和调降率分别为2.76%和0.90%，较2019年上半年（2.67%和0.85%）均略有上升。整体来看，2020年上半年我国公募债券市场发行人主体信用等级仍呈调升趋势，调整率较2019年上半年略有上升，评级稳定性略有下降。

评级展望方面，2020年上半年我国公募债券市场评级展望被调升的发行人有3家，较2019年上半年（9家）有所减少；评级展望被调降的发行人有16家，与2019年上半年（15家）基本一致。债券市场违约常态化背景下，发行人评级展望下调已成为评级机构揭示信用风险的重要手段。

2. 民营企业调降率有所下降，国有企业调降率略有上升

企业性质方面，2020年上半年我国公募债券市场主体信用等级被调升的发行人主要为国有企业（含地方国有企业和中央国有企业），占比（85.71%）较2019年上半年（82.73%）有所上升；信用等级被调降的发行人主要为民营企业，占比（62.00%）较2019年上半（70.45%）有所下降。国有企业信用等级调升率（3.00%）和调降率（0.30%）较2019年上半年（2.75%和0.19%）均有不同程度上升；民营企业信用等级调升

[7] 统计样本包括短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等券种的发行人主体。

率（2.50%）较2019年上半年（1.98%）有所上升，调降率（3.88%）较2019年上半年（4.73%）有所下降。新冠肺炎疫情持续影响下，我国实体经济领域出现不同程度经营困难，部分盈利能力弱化、债务负担重且短期偿债压力较大、缺乏有效外部支持的国有企业信用风险有所显现。而随着债券市场信用风险有序释放，部分“问题”民营企业逐步出清，民营企业整体信用状况有所改善，信用等级调降趋势有所放缓。

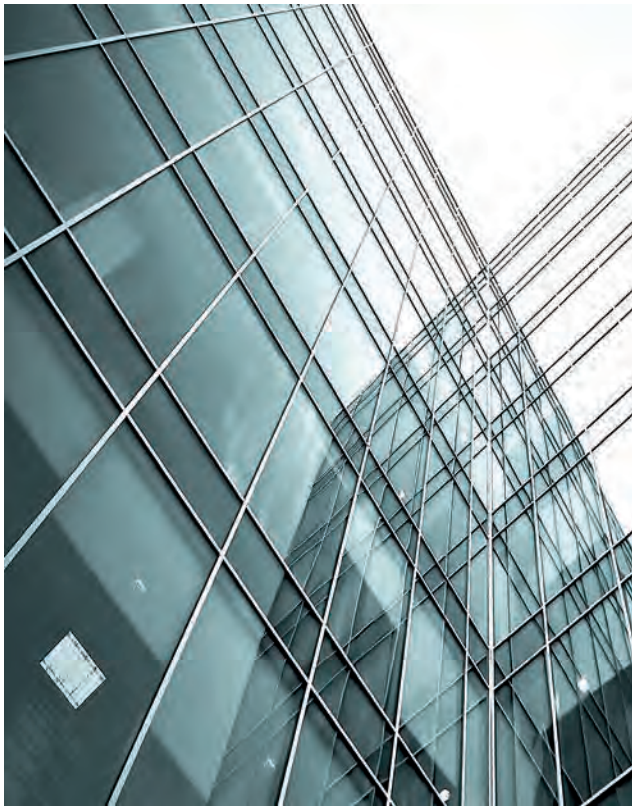
3. 房地产管理和开发行业发行主体信用风险有所分化

行业方面，信用等级被调升的发行主体分布在建筑与工程、房地产管理和开发、综合类、多元金融服务等行业[8]（10家以上）；信用等级被调降的发行主体行业分布相对分散，主要涉及综合类（6家）、房地产管理和开发（5家）、建筑与工程（3家）、制药（3家）以及金属、非金属与采矿（3家）等行业。受益于市场资金面的合理充裕，房地产企业的流动性整体得以改善，信用状况有所提升，但行业内企业信用风险出现一定程度分化，信用等级调升率（5.91%）和调降率（1.18%）均较高。

地区方面，在样本数量相对较多（发行主体家数超过100家）的地区中，江苏（32家）、浙江（23家）、福建（10家）、河南（9家）等地发行主体信用等级被调升的数量相对较多，区域内发行主体调升率也较高，分别为4.51%、4.68%、5.29%、7.14%；北京（10家）、广东（9家）、山东（6家）等地发行主体信用等级被调降的数量相对较多，区域内发行主体调降率也较高，分别为1.86%、1.89%、1.63%。

4. 大跨度评级调整数量仍然较多

2020年上半年，我国公募债券市场共发生23次大跨度评级调整[9]现象，涉及发行主体19家，与2019年上半年（23次，21家）大致相同。从企业性质来看，发生大跨度调整的发行主体主要为民营企业（12家），其次为国有企业（4家），公众企业有2家，中外合资企业有1家；从地区分布来看，发生大跨度调整的发行主体分布于广东（5家）、北京（3家）以及山东、重庆（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，涉及综合类行业、金属、非金属与采矿行业以及汽车、家庭耐用消费品、制药、软件等行业。



[8] 如无特殊说明，本文所称行业均指 Wind 三级行业。

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

表5 2020年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

序号	发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	备注
1	中融新大集团有限公司	AA+	稳定	BB	负面	调降
2	新华联控股有限公司	AA+	稳定	C	--	调降
3	山东地矿集团有限公司	AA	--	A	--	调降
4	浙江亚太药业股份有限公司	AA	负面	A-	负面	调降
5	凯撒同盛发展股份有限公司	AA	--	BBB	--	调降
6	华讯方舟科技有限公司	AA	稳定	BBB	负面	调降
7	宜华健康医疗股份有限公司	AA	负面	BB+	负面	调降
8	宜华生活科技股份有限公司	AA	负面	B	--	调降
9	北京桑德环境工程有限公司	AA	稳定	CC	--	调降
10	宜华企业（集团）有限公司	AA-	--	C	--	调降
11	力帆实业（集团）股份有限公司	AA-	稳定	C	--	调降
12	重庆力帆控股有限公司	AA-	稳定	C	--	调降
13	北大方正集团有限公司	A	负面	C	--	调降
14	华昌达智能装备集团股份有限公司	BBB+	--	BB+	--	调降
15	东旭集团有限公司	BBB	负面	C	稳定	调降
		BBB	--	C	--	调降
16	青海省投资集团有限公司	BBB	负面	C	稳定	调降
17	康美药业股份有限公司	BBB	--	C	--	调降
18	中国吉林森林工业集团有限责任公司	BB+	--	C	--	调降
19	大连天神娱乐股份有限公司	BB	负面	C	稳定	调降

注：1. 主体等级不为C级、评级展望为“--”表示发行人被列入评级观察名单；2. 不同评级机构对同一发行人均发生大跨度评级调整的情况，如果期初和期末级别信息相同，仅列示一条记录

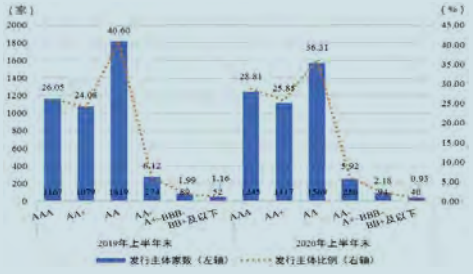
资料来源：Wind，联合资信COS系统

信用等级迁移矩阵[10]

1. AA+级及以上级别发行主体占比进一步提升

截至2020年上半年末，我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在AA-级及以上级别，占比（96.90%）较2019年上半年末（96.85%）变化不大。其中，AA级发行主体占比仍然最高（36.31%），但较2019年上半年末下降4.29个百分点；AAA级和AA+级发行主体占比为28.81%和25.85%，较2019年上半年末分别上升2.76个百分点和1.77个百分点；AA-级发行主体占比（5.92%）较2019年上半年末下降0.19个百分点（详见图2）。近两年来我国债券市场违约常态化发生，投资者风险偏好有所下行，新发行债券主体信用等级呈现向高级别集中趋势，发行人信用等级中枢有所抬升，截至2020年上半年末AA+级及以上级别发行主体占比过半且有所上升。

图2 2019年上半年末和2020年上半年末我国公募债券市场发行主体信用等级分布图



资料来源：联合资信COS系统

[10] 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. 级别向上迁移趋势更为明显，AA+级和AA级稳定性略有下降

从信用等级迁移矩阵来看，在样本数量较多的AA-级及以上级别中，各级别稳定性均较好，级别未发生迁移的比率均在90%以上，AA+级和AA级稳定性较2019年上半年均有不同程度下降；除AAA级未发生迁移外，各级别均呈现向上迁移趋势且上移趋势较2019年上半年基本均有所加强。

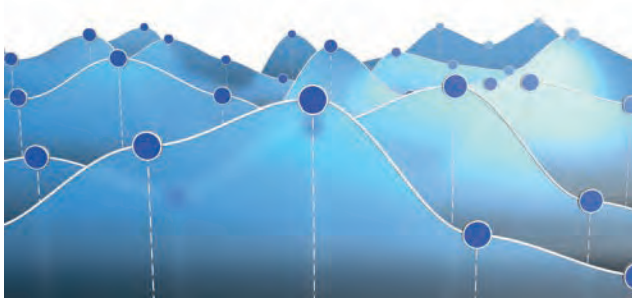


表6 2020年上半年我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA–	A+	A	A–	BBB+	BBB	BBB–	BB+及以下
AAA	1179	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
AA+	1122	5.88	93.40	0.18	0.27	--	--	--	--	--	--	0.27
AA	1648	--	4.19	94.42	0.91	0.06	0.06	0.06	--	0.12	--	0.18
AA-	253	--	--	4.35	93.28	0.79	0.79	--	--	--	--	0.79
A+	73	--	--	--	2.74	95.89	1.37	--	--	--	--	--
A	11	--	--	--	--	9.09	72.73	--	--	--	--	18.18
A-	1	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB+	1	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--
BBB	6	--	--	--	--	--	--	--	--	33.33	--	66.67
BBB-	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--
BB+及以下	26	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；2. 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；3. 统计期初为2020年1月1日，期末为2020年3月31日，下同

资料来源：联合资信COS系统

表7 2019年上半年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	1117	99.64	0.18	-	-	-	0.18	-	-	-	-	-
AA+	1077	5.01	94.15	0.46	0.19	-	-	-	-	-	-	0.19
AA	1874	-	3.36	96.05	0.48	-	-	-	-	0.05	-	0.05
AA-	280	-	-	5.00	93.21	0.36	-	-	0.36	-	-	1.07
A+	64	-	-	-	3.13	95.31	-	-	-	-	-	1.56
A	16	-	-	-	-	-	75.00	-	-	-	-	25.00
A-	7	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
BBB+	3	-	-	-	-	-	-	-	66.67	-	-	33.33
BBB	4	-	-	-	-	-	-	-	-	50.00	-	50.00
BBB-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00
BB+及以下	37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；2. 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；3. 统计期初为2020年1月1日，期末为2020年3月31日，下同

资料来源：联合资信COS系统

三、主要券种利差分析

2020年上半年，为应对新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来的冲击，扎实做好落实“六稳”“六保”[11]工作，支持实体经济复工复产，央行稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，进一步疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策精准滴灌作用。具体来看，央行综合运用降准[12]、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）、抵押补充贷款（PSL）等总量和结构性政策工具，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕。同时央行通过降低公开市场操作和MLF操作利率引导贷款市场报价利率（LPR）进一步下行[13]，推动降低实体经济融资成本；通过创设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两个新型货币政策工具，支持中小企业发展和稳企业保就业。在此背景下，债券市场资金面保持稳定，利率水平整体下行但仍保持在合理区间。

2020年上半年，短融、中票、企业债、公司债、商业银行债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值、利差均值越低。使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对样本数量较多[14]的短融、中期、公司债等的利差进行显著性检验。结果表明，各级别主体所发短融、各级别中票及公司债样本中，同券种、同期限、不同信用等级的债券利差均存在显著性差异，信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

表8 2020年上半年主要券种分级别利差统计

债券类型	发行期限（年）	信用等级	样本数量	发行利率（%）		发行利差（BP、%）			交易利差（BP、%）			
				区间	均值	均值	级差	变异系数	样本数量	均值	级差	变异系数
短融	1	AAA	101	1.50~6.50	2.92	119.33	--	84.28	97	125.84	--	78.03
		AA+	104	2.00~6.80	3.56	180.91	61.58	65.96	103	177.73	51.89	64.59
		AA	69	2.40~7.00	4.07	236.14	55.23	44.17	68	234.13	56.40	42.63
中票	3	AAA	271	2.05~6.00	3.17	117.12	--	47.06	264	120.23	--	45.57
		AA+	231	2.80~8.00	4.10	203.15	86.04	51.91	224	198.39	78.16	49.86
		AA	151	3.10~7.60	5.04	296.28	93.12	39.45	143	288.93	90.54	38.68
	5	AAA	161	2.70~4.77	3.50	118.89	--	30.40	155	121.55	--	28.79
		AA+	81	3.23~5.10	3.96	160.54	41.66	27.39	81	161.30	39.75	27.21
		AA	12	3.70~6.50	4.59	238.21	77.66	39.68	12	238.93	77.63	40.05
企业债	5	AAA	29	3.17~5.03	3.68	135.07	--	28.54	27	133.90	--	26.98
		AA+	8	3.60~7.50	4.96	280.06	144.99	48.62	6	229.78	95.88	41.22
		AA	1	4.48~4.48	4.48	188.90	-91.16	--	--	--	--	--
	7	AAA	6	3.46~4.37	3.92	129.51	--	17.89	6	127.21	--	19.25
		AA+	19	3.77~6.00	4.53	193.69	64.18	35.64	18	186.38	59.17	31.33
		AA	13	5.00~8.00	7.04	441.40	247.71	17.72	9	411.37	224.99	18.63

[11] 六稳工作即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，六保工作即“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”。

[12] 央行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放长期资金 8000 多亿元；于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，考核参与机构 2019 年度普惠金融领域贷款情况，对达标机构给予 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金优惠，新达标机构净释放长期资金约 4000 亿元；在此之外，对此次考核中得到 0.5 个百分点存款准备金优惠的股份制商业银行额外降准 1 个百分点，释放长期资金约 1500 亿元，需全部用于发放普惠金融领域贷款。

[13] 2020 年 2 月 3 日，央行下调 7 天逆回购利率 10BP 至 2.40%，3 月 30 日再次下调 7 天逆回购利率 20BP 至 2.20%；2 月 17 日，央行下调 MLF 利率 10BP 至 3.15%；2 月 20 日，1 年期 LPR 由 4.15% 降至 4.05%，5 年期 LPR 由 4.80% 降至 4.75%。

[14] 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。

公司债	3	AAA	176	2.29~7.30	3.25	117.94	--	61.22	62	115.56	--	44.60
		AA+	68	2.74~7.50	4.28	218.02	100.08	53.08	12	225.01	109.45	40.39
		AA	14	3.75~7.00	5.20	327.67	109.65	45.16	3	197.89	-27.12	21.38
	5	AAA	85	2.95~6.30	3.60	123.27	--	40.44	26	115.23	--	17.98
		AA+	7	3.54~4.49	3.97	162.00	38.72	29.65	1	104.29	-10.94	--
商业银行债	3	AAA	25	1.99~3.73	2.75	65.65	--	24.38	25	66.64	--	25.67
		AA+	12	2.80~3.80	3.26	138.06	72.41	27.17	11	135.42	68.78	26.94
		AA	2	3.75~3.90	3.83	191.12	53.06	29.55	2	187.96	52.54	27.79
		AA-	1	4.50~4.50	4.50	221.85	30.74	--	--	--	--	--
		A+	1	4.00~4.00	4.00	259.05	37.20	--	--	--	--	--
	5	AAA	4	2.67~3.10	2.96	67.71	--	16.22	4	68.32	--	12.88
商业银行二级资本工具	5	AAA	4	3.10~3.75	3.37	121.73	--	10.09	4	124.89	--	15.01
		AA+	2	4.30~4.38	4.34	171.29	49.56	0.08	2	176.12	51.23	2.70
		AA	4	4.50~5.18	4.80	235.73	64.44	4.56	3	232.53	56.41	8.97
		AA-	5	4.90~5.50	5.15	274.93	39.20	10.53	1	230.01	-2.52	--
		A+	4	4.65~5.50	4.99	237.72	-37.21	16.21	--	--	--	--
		A	2	5.00~5.80	5.40	297.91	60.18	17.18	1	266.28	36.27	--

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

资料来源：Wind

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2020年6—7月，债券市场新增违约[1]主体5家，涉及到期违约债券12期，到期违约规模约77.98亿元。另有11家重复违约[2]主体，共涉及到期违约债券13期，到期违约规模合计约77.12亿元。

截至7月31日，2020年我国债券市场新增违约主体16家，涉及到期违约债券58期，到期违约规模合计约652.83亿元，新增违约发行人家数、到期违约债券期数较上年同期（32家、73期）有所减少，到期违约规模较上年同期（418.20亿元）有所增加。重复违约主体14家，涉及到期违约债券32期，到期违约规模合计约190.86亿元，较上年同期（22家、48期、273.12亿元）均有所减少。

二、信用等级调整[3]情况

2020年6—7月，债券市场有161家发行人主体级别发生上调，有34家发行人主体级别发生下调，有4家发行人主体展望发生上调，有16家发行人主体展望发生下调。

截至7月31日，2020年我国债券市场有215家发行人主体级别发生上调，有54家发行人主体级别发生下调，主体调升家数较上年同期（195家）有所上升，下调家数较上年同期（70家）有所下降。有4家发行人主体展望发生上调，有16家发行人主体展望发生下调，主体展望发生上调和下调的家数较上年同期（11家，18家）均有所下降。

表1 2017年—2020年7月我国债券市场违约情况

	2017年			2018年			2019年			2020年1—7月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	10	12	43.00	43	110	910.90	46	136	859.90	16	58	652.83
重复违约	13	29	204.58	9	20	126.15	28	67	420.69	14	32	190.86

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元
数据来源：联合资信COS系统、Wind

表2 2017年—2020年7月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2017年	2018年	2019年	2020年1—7月	2017年	2018年	2019年	2020年1—7月
调升数量（家）	386	253	211	215	73	27	12	4
调降数量（家）	66	96	85	54	37	21	21	16

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）。
[2] 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。
[3] 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
宜华企业（集团）有限公司

一、主体概况

宜华企业（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宜华集团”）是广东省家具制造行业民营企业。公司成立于1995年4月5日，前身是澄海宜华企业（集团）有限公司，2000年3月，公司更名为宜华企业（集团）有限公司。公司主营业务为家具和地板的生产与销售以及房地产业务的开发与经营。

公司于2017年5月3日在银行间市场发行了总额为10亿元的一般中期票据“17宜华企业MTN001”，到期日为2022年5月2日。2020年以来，新冠肺炎疫情对公司正常生产经营造成了极大的影响，公司经营性现金回笼基本处于“冻结”状态，公司流动性紧张，短期偿债压力较大。加上公司持有的大部分宜华生活科技股份有限公司（以下简称“宜华生活”）和宜华健康医疗股份有限公司（以下简称“宜华健康”）股权处于司法冻结状态，公司再融资能力受到很大限制。2020年5月6日，宜华企业在上海清算所发布公告，“17宜华企业MTN001”应于5月2日（实际付息日为5月6日）付息。截至付息日终，公司未能足额偿付利息。本期“17宜华企业MTN001”应付利息0.65亿元，后续公司将继续通过多种途径努力筹措资金，尽快向持有人支付本期中期票据的利息。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
17宜华企业MTN001	20170428	20220502	20200506	0.65	--	AA+/AA+/稳定	中票	中诚信国际	利息违约

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

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2018-04-17	公司发布2017年年度报告，公司实现营业收入113.13亿元，比上年同期增长58.26%；实现归属于公司股东的净利润9.63亿元，比上年同期增长136.8%。经营活动产生的现金流量净额17.23亿元，比上年同期增长487.96%。
2018-07-24	基于对公司主体长期信用以及偿还能力的综合评估，评级机构认为公司债务到期不能偿还的风险较低，维持公司主体信用等级为AA+，评级展望维持稳定，维持“17宜华企业MTN001”的债项信用等级为AA+。
2019-04-25	公司发布“宜华企业（集团）有限公司2017年度第一期中期票据2019年付息公告”。
2019-04-30	公司发布2018年年度报告，公司实现营业收入108.79亿元，比上年同期下降3.83%；实现归属于公司股东的净利润4.46亿元，比上年同期下降53.64%。经营活动产生的现金流量净额41.17亿元，比上年同期增长139.02%。
2019-07-03	公司公告关于所持上市公司“宜华生活”部分股份被司法冻结。根据资料显示，公司向天津康宏医疗投资有限公司（以下简称“天津康宏”）借款人民币2.10亿元，2019年7月1日，天津康宏因投资借款纠纷向天津市第三中级人民法院申请司法冻结宜华集团持有的宜华生活部分股份。

2019-07-19	公司公告关于所持上市公司“宜华生活”部分股份被司法冻结。根据资料显示，2019年7月15日，浙商产融控股有限公司因投资借款纠纷向杭州市中级人民法院申请司法冻结宜华集团持有的宜华生活部分股份。
2019-07-30	基于对公司主体长期信用以及偿还能力的综合评估，评级机构认为公司债务到期不能偿还的风险较低，但同时认为公司偿债压力较大，持有部分上市公司股份被司法冻结，影响其再融资能力，维持公司主体信用等级为AA+，维持“17宜华企业MTN001”的债项信用等级为AA+，并将公司主体及债项列入观察名单。
2019-09-02	公司发布公司债“16宜华01”票面利率调整暨投资者回售实施办法的公告，公司选择在存续期后两年上调“16宜华01”票面年利率370个基点至7.50%。
2019-09-05	公司公告关于所持上市公司“宜华生活”部分股份被司法冻结。根据资料显示，公司因与宁波颐和医养企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称为“宁波颐和”）合同纠纷，涉及金额人民币1亿元。2019年9月4日，宁波颐和向浙江社宁波市中级人民法院申请司法冻结本公司持有的宜华生活部分股份。
2019-12-23	评级公司发布关于下调宜华企业（集团）有限公司主体及相关债项信用等级的公告。受核心主业经营承压、未来一年债务集中到期、公司持有部分上市公司股份被司法冻结等因素影响，评级机构决定将公司主体信用等级由AA+下调至AA-，债项信用等级由AA+下调至AA-，并将主体及债项信用等级列入可能降级的观察名单。
2020-02-04	公司公告关于所持上市公司“宜华健康”部分股份被司法冻结。根据资料显示，浙商产融控股有限公司因投资借款纠纷向杭州市中级人民法院申请司法冻结宜华集团持有的宜华健康部分股份。
2020-03-11	公司发布公司债“19宜华02”票面利率调整暨投资者回售实施办法的公告，公司选择在存续期后两年上调“19宜华02”票面年利率200个基点至8.50%。
2020-03-23	公司发布关于变更会计师事务所的公告，公司拟改聘中天运会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2019年度财务报告和内部控制审计机构，聘期一年。
2020-04-20	公司发布关于变更会计师事务所的公告，公司拟改聘亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2019年度财务报告和内部控制审计机构，聘期一年。
2020-04-24	评级公司发布关于下调宜华企业（集团）有限公司主体及相关债项信用等级的公告。受公司子公司2019年经营均出现亏损、未来一年债务集中到期、公司持有部分上市公司股份被司法冻结等因素影响，评级机构决定将公司主体信用等级由AA-下调至A，债项信用等级由AA-下调至A，并继续将主体及债项信用等级列入可能降级的观察名单。
2020-04-26	子公司宜华生活于2020年4月26日发布《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》，因宜华生活涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对宜华生活进行立案调查。
2020-04-29	公司下属上市子公司宜华生活发布了由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“亚太”）为宜华生活出具的无法表示意见审计报告和内部控制审计报告，称中国证监会立案调查尚未有最终结论及宜华生活与货币资金相关的内部控制存在重大缺陷等事项导致亚太对宜华生活财务报表整体发表无法表示意见。
2020-04-30	公司下属上市公司易华健康医疗股份有限公司（以下简称“宜华健康”）发布了由永拓会计师事务所（特殊普通合伙）出具的带强调事项段的无保留意见审计报告，显示宜华健康净利润大额亏损且资产负债率处于很高水平。
2020-05-06	公司发布公告，宜华企业(集团)有限公司2017年度第一期中期票据未足额偿付债务融资工具利息。
2020-05-07	评级公司发布关于下调宜华企业（集团）有限公司主体及相关债项信用等级的公告。基于公司已构成实质违约，评级公司决定将宜华集团主体信用等级由A下调至C，将“17 宜华企业 MTN001”的债项信用等级由A下调至CC，同时将上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单。

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况
资料来源：联合资信COS系统

三、违约原因分析

新冠肺炎疫情影响公司正常生产经营，对公司流动性造成较大影响

2020年以来，新冠肺炎疫情在国内外持续爆发，公司正常复工复产以及上下游企业正常生产经营均受到较大影响。公司经营性现金回笼基本处于冻结状态，同时公司整体维护成本较高，流动性进一步恶化。

公司盈利能力下降，近一年债务集中到期

2018年，公司营业收入为108.80亿元，比上年下降3.83%，实现归属于公司股东的净利润4.46亿元，比上年同期下降53.64%。2019年三季报显示归属于公司股东的净利润-0.24亿，同比上年同期8.68亿大幅下降，公司盈利能力明显恶化。同时公司近一年面临债务集中到期，2020年到期债务约141.07亿元，同比上升84.86%，公司面临较大短期偿付压力。

持有上市公司股份质押比例高且频繁遭司法冻结，外部融资渠道受阻

公开资料显示，公司持有的66.22%“宜华生活”股份及67.47%“宜华健康”处于质押状态，质押比例较高显示公司对外部流动性需求较大。同时2019年以来，公司与多家外部企业陷入投资借款纠纷，所持部分上市公司“宜华

生活”和“宜华健康”股份遭到司法冻结，其中所持“宜华生活”遭冻结占比66.22%，所持“宜华健康”遭冻结占比34.56%，较大规模冻结比例增加公司再融资难度。

子公司存在存贷双高现象

根据宜华生活2019年三季报，宜华生活账面货币资金余额达到26.64亿元，有息负债达到66.73亿元，公司在储备大量货币资金的情况下依然大额举债，存在明显的存贷双高现象，市场对宜华生活的财务质量产生疑问。

根据宜华集团2019年三季报，宜华集团合并报表账面货币资金高达32.63亿元，有息负债高达227.27亿元，亦显示出“高存高贷”现象。对于宜华集团来说，盈利来源则主要是来自投资收益和子公司的股份分红，如果子公司财务质量无法保证，则会对宜华集团的盈利能力造成较大影响。

表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年三季度
资产总额（亿元）	231.68	443.12	515.38	556.31	559.54
所有者权益（亿元）	100.70	189.98	217.84	226.86	230.66
长期债务（亿元）	50.15	113.77	150.24	132.16	78.75
全部债务（亿元）	99.05	178.92	217.71	243.38	227.27
营业收入（亿元）	56.55	71.42	113.13	108.80	55.30
利润总额（亿元）	8.14	12.02	20.26	10.57	0.91
EBITDA（亿元）	16.89	24.29	38.36	29.19	11.03
经营性净现金流（亿元）	-9.60	2.93	17.23	41.18	12.71
营业利润率（%）	29.51	33.15	36.81	31.27	31.93
净资产收益率（%）	6.83	3.86	7.42	3.75	0.33
资产负债率（%）	56.54	57.13	57.73	59.22	58.78
全部债务资本化比率（%）	49.59	48.50	49.98	51.76	49.63
流动比率（%）	157.76	177.54	177.52	119.98	103.30
全部债务/EBITDA（倍）	5.86	7.37	5.67	8.34	20.60
EBITDA利息倍数（倍）	2.99	3.09	3.32	2.40	1.09
经营现金流动负债比（%）	-12.60	2.24	12.38	21.80	5.24

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

人民银行发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》

《意见》从落实中小微企业复工复产信贷支持政策、开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程、改革完善外部政策环境和激励约束机制、发挥多层次资本市场融资支持作用、加强中小微企业信用体系建设、优化地方融资环境、强化组织实施七个方面，提出了30条政策措施。推动金融支持政策更好适应市场主体的需要，进一步疏通内外部传导机制，促进中小微企业融资规模明显增长，推动加快恢复正常生产生活秩序，支持实体经济高质量发展。

（摘自中国人民银行网站，2020年6月1日）

人民银行发布《标准化票据管理办法》

为规范标准化票据融资机制，更好服务中小企业融资和供应链金融发展，中国人民银行制定了《标准化票据管理办法》。标准化票据以票据作为基础资产，联通票据市场和债券市场，有利于发挥债券市场的专业投资和定价能力，增强票据融资功能和交易规范性。《管理办法》的出台，进一步规范了票据业务和票据市场，打通了服务中小微企业、供应链企业的融资渠道，使中小微企业在贴现之外增加了一个融资渠道。

（摘自中国人民银行网站，2020年6月28日）

坚持市场化、法治化原则 加快完善规则统一的债券违约处置机制

近日，人民银行会同发展改革委和证监会联合发布《中国人民银行、发展改革委、证监会关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，围绕构建统一的债券违约制度框架，对债券违约处置应遵循的基本原则，受托管理人制度和债券持有人会议的功能作用，发行人、债券持有人及各类中介机构的职责义务和权利进行规范，同时针对发行人恶意逃废债、债券募集文件薄弱、市场化违约处置机制不健全等若干问题统一解决方向，推动债券市场违约处置向市场化、法治化迈进。

（摘自中国人民银行网站，2020年7月1日）

推动银行间与交易所债券市场基础设施互联互通促进债券市场要素自由顺畅流动

为贯彻落实全国金融工作会议关于推进金融基础设施互联互通的要求，近日，人民银行、证监会联合发布公告，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。人民银行、证监会将加强监管合作与协调，共同对通过互联互通开展的债券发行、登记、交易、托管、清算、结算等行为实施监督管理。债券市场基础设施实现互联互通，有利于切实便利债券跨市场发行与交易，促进资金等要素自由流动，形成统一市场和统一价格，为货币政策顺畅传导和宏观调控有效实施奠定坚实基础。

（摘自中国人民银行网站，2020年7月19日）

最高法发文明确债券违约处置六大要点

最高人民法院（下称最高法）正式印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》。“纪要”针对近年来我国债市在改革发展、风险防控中遇到的实践问题，依托新证券

法，重新明确了债券纠纷诉讼主体资格认定、债券案件管辖与诉讼方式、债券持有人权利保护、债券发行人的民事责任，以及其他责任主体的连带赔偿责任等内容。“纪要”的出台标志着债券违约处置的法治化征程再迈坚实一步。

（摘自新华网网站，2020年7月16日）

国家发展改革委办公厅发布《关于统一延长企业债券核准批复文件有效期的通知》

为做好疫情防控常态化下企业债券工作，优化企业债券发行环境，实现与注册制的有效衔接，近日，国家发展改革委办公厅发布《关于统一延长企业债券核准批复文件有效期的通知》。通知规定，发行人不需要另行申请，批文有效期自动延长。这一便利的政策安排，发行人可自主灵活选择发行窗口完成债券发行工作。核准制下批文有效期最多可延长至2021年6月30日，对于实现核准制与注册制下企业债券发行的有效衔接，推动企业债券注册制改革不断深入具有积极意义。

（摘自中国债券信息网，2020年6月29日）

市场服务再谋新篇 上交所拟出台定向可转债业务规则

近期，上交所发布《上海证券交易所上市公司向特定对象发行可转换公司债券业务实施办法（征求意见稿）》，公开向市场征求可转债业务规则相关意见。定向可转债将通过交易所的交易系统进行转让、转股，投资者完全可以在网上完成定向可转债的转让、转股、回售等申报操作。随着业务规则的进一步明确，定向可转债作为上市公司并购重组的支付工具和融资工具的发展将进入快车道。目前，上交所已启用定向可转债专用代码段，用于登记、转让、转股和回售等业务，交易系统技术开发工作正稳步推进。

（摘自上海证券交易所，2020年7月1日）

《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》发布

为切实提高银行间债券市场服务实体经济的质效，持续完善债务融资工具市场多层次制度体系，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程（2020版）》。一是优化发行人管理的层次性，提升企业注册发行便利。二是提升主承销商参与的便利性，进一步激活各类主承销商参与热情。三是完善注册发行机制安排，提升注册发行便利性和灵活性。四是优化风险防范机制及信息披露安排，在加强投资人保护的同时，提升信息披露可获取性。

（摘自中国银行间市场交易商协会网站，2020年6月30日）

允许地方专项债合理补充中小银行资本金

7月1日召开的国务院常务会议决定，在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。一是优先支持具备可持续市场化经营能力的中小银行补充资本金，增强其服务中小微企业、支持保就业能力。二是以支持补充资本金促改革、换机制，将中小银行完善治理、健全内控机制等作为支持补充资本金的重要条件。三是压实地方政府属地责任、银行及股东主体责任、金融管理部门监管责任，在全面清产核资、排查风险并依法依规严肃问责的前提下，一行一策稳妥推进补充资本金，地方也要充分挖掘其他资源潜力给予支持。四是加强监管和全过程审计监督。对专项债合理补充资本金建立市场化的到期及时退出机制，严防道德风险。

（摘自中国债券信息网，2020年7月2日）

市场动向 Market Trends

国内首批5单试点项目落地 交易商协会推出资产支持商业票据

交易商协会在现行资产支持票据（ABN）规则体系下，研究推出资产支持类融资直达创新产品——资产支持商业票据（ABCP），并推动试点项目落地。ABCP是指单一或多个企业（发起机构）把自身拥有的、能够产生稳定现金流的应收账款、票据等资产按照“破产隔离、真实出售”的原则出售给特定目的载体（SPV），并由特定目的载体以资产为支持进行滚动发行的短期证券化类货币市场工具，为企业提供了兼具流动性和资产负债管理的新型工具。即传统ABN产品的短期限、滚动发行版本。截至目前，已成功推动首批5单ABCP试点项目落地，合计发行规模为33.24亿元，对应支持和服务供应链上游约270家小微企业，帮助其实现融资14.11亿元。

（摘自21世纪经济报道，2020年6月2日）

国务院部署万亿专项债投向 重点支持“两新一重”

截至7月中旬，经全国人大批准的3.75万亿元新增地方政府专项债已发行2.24万亿元、支出1.9万亿元，全部用于补短板重大建设，对应对疫情影响、扩大有效投资、稳住经济基本盘发挥了积极作用。此外，还有约1.5万亿元专项债等待发行，国务院要求各地要加快专项债发行和使用，支持“两新一重”、公共卫生设施建设。今年专项债重点支持的“两新一重”建设，即主要加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。

（摘自第一财经，2020年7月16日）

央企信用保障基金成立 专项化解和处置央企债券风险

7月23日，央企信用保障基金成立仪式在京举行。央企信用保障基金由中国国新联合31家中央企业共同出资发起设立，以市场化方式募集设立，总规模1000亿元，首期规模100亿元，专项用于防范化解和处置央企债券风险。国务院国资委党委委员、副主任袁野表示，通过设立央企信用保障基金，建立常态化、规范化、市场化央企债券兑付风险化解机制，有利于进一步巩固央企资金安全，在非常时期牢牢守住不发生系统性风险的底线，是主动作为、防范化解央企债券兑付风险的先手和实招，对于增强中央企业抗风险能力具有十分重要的作用。

（摘自证券时报，2020年7月24日）

标准化票据新规正式实施首批创设产品集中披露

《标准化票据管理办法》7月28日起正式实施。当日，上海票据交易所共披露了14单标准化票据产品创设文件，包括“平安证券中核华兴”、“苏银亨通”、“宁行票企赢”、“海通证券齐鲁交通”等，合计创设规模达11.44亿元左右，承兑人信用等级最低AA，产品最低融资利率为2.5%。具体看，在此次首批项目中，除“宁行票企赢”基础资产是“为贴现银票”，其他产品均是“为贴现商业汇票”。另外，从产品期限看，此批产品中，有5单的期限接近一年期，其余多为半年期以下。

（摘自新华网，2020年7月29日）

1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

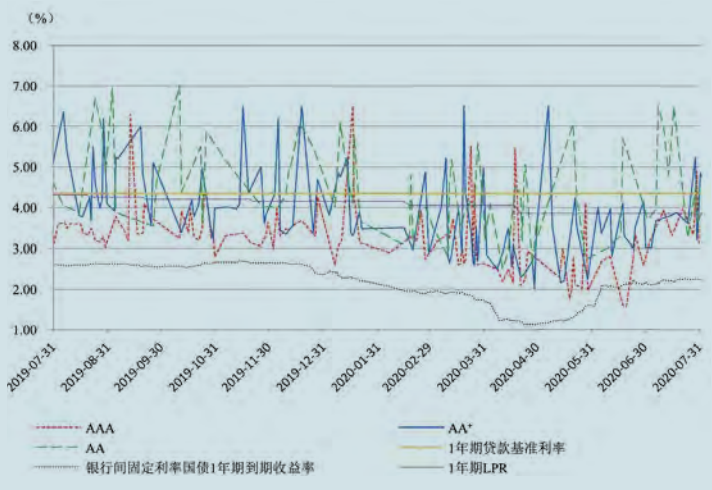
2020年6月至7月，在着力稳企业保就业，防范和化解重大金融风险背景下，央行继续实施稳健中性的货币政策，通过多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计23100.00亿元，逆回购到期27000.00亿元，实现净回笼3900.00亿元；通过中长期借贷便利（MLF）和常备借贷便利（SLF）分别实现净投放6000.00亿元和99.30亿元，通过定向中期借贷便利（TMLF）净回笼2977.00亿元。在此背景下，2020年7月，1年期短融、3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（4.13%、4.21%和4.28%）较2020年6月（3.37%、4.15%和4.05%）均有所上升，7年期企业债的平均发行利率（5.85%）较2020年6月（6.49%）有所下降。

表1 2020年6月—7月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2020年6月	2020年7月	2020年6月	2020年7月	2020年6月	2020年7月	2020年6月	2020年7月
AAA	2.60	3.76	3.55	4.00	4.05	4.24	5.86	5.79
AA+	3.63	3.96	4.97	4.79	4.08	4.42	8.00	5.76
AA	4.23	4.75	--	4.85	--	--	7.21	6.70
平均发行利率	3.37	4.13	4.15	4.21	4.05	4.28	6.49	5.85

注：1年期短融信用等级为主体级别，其余券种信用等级为债项级别

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2020年6月至7月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈小幅上行走势，2020年7月，AAA级、AA+和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.76%、3.96%和4.75%）较6月（2.60%、3.63%和4.23%）明显上升。

2020年6月至7月，交易所国债3年期到期收益率呈上涨态势。2020年7月，3年期AAA级公司债的平均发行利率（4.00%）较6月（3.55%）有所上涨，3年期AA+级

公司债的平均发行利率（4.79%）较6月（4.97%）有所回落。

2020年6月至7月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈上涨态势，5年期中期票据平均发行利率走势与银行间固定利率国债5年期到期收益率的走势大致相同。2020年7月，5年期AAA和AA+级中期票据的平均发行利率（4.24%和4.42%）较6月（4.05%和4.08%）有所上升。

2020年6月至7月，银行间固定利率国债7年期到期收益率呈上涨态势。2020年7月，7年期AAA、AA+和AA级企业债的平均发行利率（5.79%、5.76%和6.70%）较6月（5.86%、8.00%和7.21%）有所回落，主要受6月部分建筑与工程行业企业和民营企业所发债券票面利率较高影响。

当前，国内新冠肺炎疫情已得到初步控制，复产复工较为顺畅，宏观经济逐渐走向复苏，但海外疫情依然反复，多国确诊人数仍未见拐点，全球经济仍存在较大不确定性。预计央行货币政策将更加灵活适度，注重精准导向，保持金融总量适度、合理增长，着力稳企业保就业，防范和化解重大金融风险，加大货币政策逆周期调节力度应对经济下行压力，未来市场利率水平有望保持稳定。

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

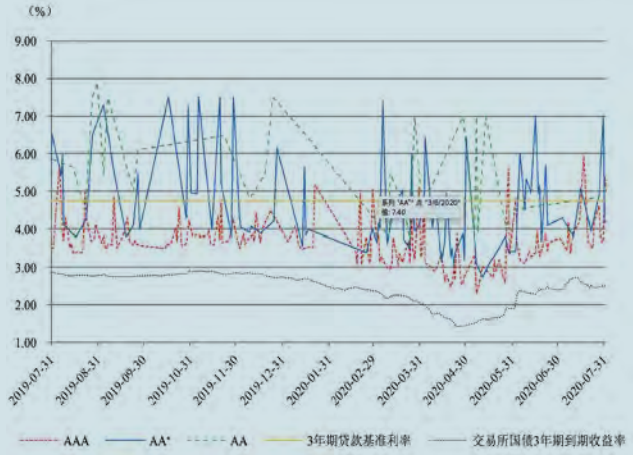


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

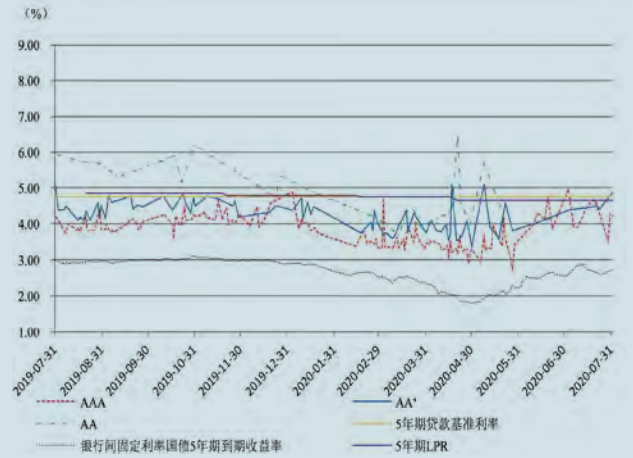
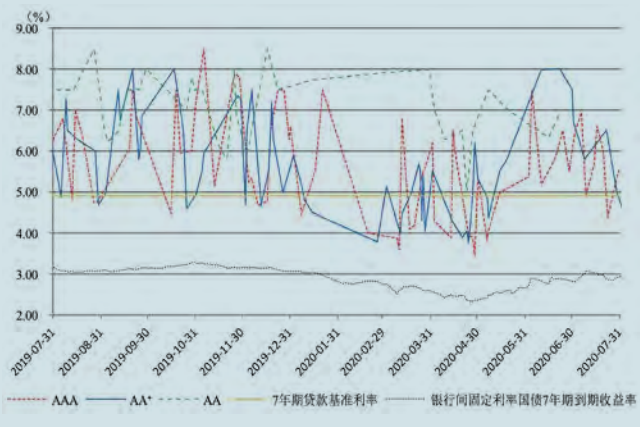


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2017年—2020年7月我国主要宏观经济指标同比增长情况（%）

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—7月	
				数值（万亿元）	同比
GDP	6.9	6.6	6.1	--	--
规模以上工业增加值	6.6	6.2	5.7	--	-0.4
固定资产投资总额（不含农户）	7.2	5.9	5.4	32.9	-1.6
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	20.4	-9.9
出口总额	10.8	7.1	5.0	9.4	-0.9
进口总额	18.7	12.9	1.6	7.8	-2.6
CPI	1.6	2.1	2.9	--	3.7
PPI	6.3	3.5	-0.3	--	-2.0
社会融资规模存量	14.1	10.3	10.7	273.3	12.9
M2余额	8.1	8.1	8.7	212.6	10.7
人民币贷款余额	12.7	13.5	12.3	166.2	13.0

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

资料来源：Wind，联合资信整理

2017年—2020年7月我国债券发行情况

券种类别	发行期数（期）					发行规模（亿元）				
	2017年	2018年	2019年	2020年1—7月	2020年1—7月同比（%）	2017年	2018年	2019年	2020年1—7月	2020年1—7月同比（%）
政府债	1290	1080	1241	1176	27.83	83089.34	77147.45	80694.27	69100.28	18.35
国债	156	152	146	87	-7.44	39508.40	35506.77	37059.00	31628.20	27.12
地方政府债	1134	928	1095	1089	31.84	43580.94	41640.67	43635.27	37472.08	11.84
央行票据	0	0	7	7	250.00	0.00	0.00	320.00	360.00	800.00
金融债	787	729	818	542	-19.58	38726.51	41404.20	54665.50	36289.70	-10.24
政策性银行债	545	489	549	410	-24.35	28819.78	29703.80	35405.50	25861.10	-17.51
商业银行债券	198	174	184	89	0.00	8707.73	9182.40	15980.50	8839.10	10.63
非银行金融机构债券	44	66	85	43	0.00	1199.00	2518.00	3279.50	1589.50	-0.62
政府支持机构债券	25	46	46	4	0.00	3010.00	4170.00	3720.00	600.00	100.00
企业债券	382	282	394	177	-20.98	3730.95	2390.08	3631.19	2075.70	10.95
一般企业债	349	257	372	173	-17.62	3530.25	2260.68	3448.89	2045.70	16.42
项目收益债	33	25	22	4	-71.42	200.70	129.40	182.30	30.00	-73.61
中期票据	910	1399	1655	1335	41.12	10212.55	15893.65	18638.60	15170.37	27.90
短期融资券	2134	2912	3503	3165	61.65	23361.90	30664.30	35805.19	30552.40	49.70
一般短期融资券	463	422	462	325	20.82	3949.70	4193.30	4436.20	3343.60	20.73
超短期融资券	1671	2490	3041	2643	56.49	19412.20	26471.00	31368.99	27208.80	53.21
证券公司短期融资券	19	57	176	197	173.62	392.00	1425.00	4491.00	5431.00	201.89
资产支持证券（银行间）	400	449	566	181	-48.13	5972.29	9323.35	9433.36	2607.02	96.08
资产支持证券（交易所）	1932	1992	2841	1836	30.40	8201.11	9473.80	10952.16	6647.31	22.54
非金融企业资产支持票据	113	248	695	475	71.48	574.95	1261.25	2893.77	1907.11	-58.27
非公开定向债务融资工具	725	766	863	621	5.13	5954.61	5458.87	6192.12	4420.92	5.53
公司债	1199	1520	2465	1998	73.14	11008.75	16491.70	25501.84	18485.01	48.18
证券公司债	264	210	174	184	55.94	6339.40	4718.90	4033.30	4247.26	36.82
可转债	52	83	151	127	53.02	949.37	793.12	2695.19	1282.19	21.88
可交换债	80	28	60	31	0.00	1172.84	464.74	824.15	336.87	-55.79
项目收益票据	5	0	0	0	--	21.10	0.00	0.00	0.00	--
同业存单	26931	27301	27892	15657	6.00	201872.40	210832.40	179712.73	95379.90	3.30
国际机构债	4	4	9	3	-57.14	60.00	60.00	135.00	100.00	-13.04
合计	37252	39106	43556	27716	30.23	404650.07	431972.80	444339.37	294993.04	27.63

注：1.绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中；2.“非银行金融机构债”中包括保险公司债、资产管理公司债等，不包括证券公司债；3.“政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券；4.“公司债”不包含证券公司债；5.证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券；6.资产支持证券（银行间）指在银行间债券市场发行的资产支持证券；资产支持证券（交易所）指在交易所债券市场发行的资产支持证券；7.由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺失发行规模信息，本表统计口径为Wind中截至2020年8月14日已披露的数据，并会对之前的数据进行追溯调整。

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合信用博士后工作站
出站报告和中期报告评审会顺利召开

2020年8月20日上午，联合信用管理有限公司博士后科研工作站（以下简称“联合信用博士后工作站”或“工作站”）举行了工作站出站报告和中期报告评审会。

工作站本次申请出站报告评审的博士后科研人员为王海潮博士。首先，王海潮博士介绍了其在站期间的工作成果，接着，向评审专家汇报了其出站报告《基于大数据的地方政府债务风险防范研究》。报告梳理了我国地方政府债务风险的机理与现状，借鉴国外地方政府债务风险防范的经验，探索建立了基于大数据的地方政府债务风险防范系统，为防范地方政府债务风险提供了新的途径。

然后，评审委员会的专家对王海潮博士的出站报告进行了认真的评审，认为报告选题具有重要的理论价值和现实意义。同时，评审专家就理论的可验证性、理论的具体应用、未来研究方向等方面提出了建设性的意见和建议。评审委员会经评议后决定，王海潮博士的出站报告达到了博士后出站的要求。

工作站本次申请中期报告评审的博士后科研人员为胡乾慧博士。胡乾慧博士介绍了中期报告《财务造假的影响因素与识别研究》。报告回顾了国内外财务造假理论和实证研究，分析了我国企业财务造假的影响因素，探索构建了财务造假识别模型。

评审委员会的专家对胡乾慧博士的中期报告进行了认真的评审，认为报告选题具有理论价值和实践意义。同时，评审专家就财务造假的多重因素、财务造假的影响因素与识别模型的一致性、未来研究方向等方面提出了建设性的意见和建议。评审委员会经评议后决定，胡乾慧博士的中期报告通过了评审考核。

联合信用博士后工作站成立于2013年12月，于2014年开始着手招收博士后科研人员，已与清华大学、北京大学、中国社会科学院、西安交通大学、对外经贸大学、北京交通大学等众多高等学府签署联合培养博士后科研人员协议。

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