

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

2019年中国债券市场违约回顾与展望
局部性信用收缩依然存在，债券违约潮或将回落
新冠疫情叠加油价暴跌
全球金融市场动荡或将进一步持续

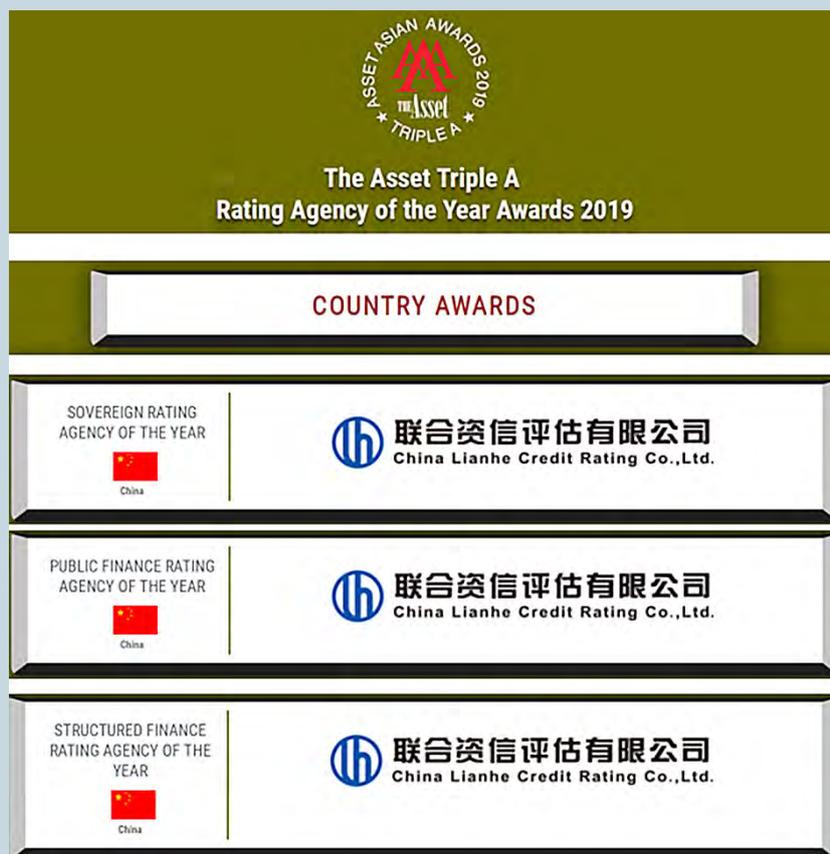


联合资信



联合评级

联合资信再次荣获多项 《财资》年度评选荣誉



日前，由专业投资者及财经分析员组成的评审团经过专业、审慎、严格的评估，《财资》“2019年度最佳评级机构”（The Asset Triple A Rating Agency of the Year Awards 2019）评选结果公布，联合资信共获得三项殊荣：

中国最佳主权评级机构

中国最佳公用事业评级机构

中国最佳结构化融资评级机构

以上殊荣代表着联合2019年度在主权、公共财政以及结构化融资评级业务领域的服务和业绩得到了专业投资者的认可。在此次年度评选中，联合旗

下的联合评级国际有限公司荣获“中国最佳国际评级机构”荣誉。

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。多年来，联合每年在国内多项相关年度评选中频频斩获殊荣。一系列荣誉见证了联合在信用评级领域的不凡实力、专业服务和领先地位。

未来，联合资信仍将秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，不忘初心，开拓进取，为投资者、发行人、承销商等市场参与者提供高质量的信用评级服务。

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 李新建 李少龙
李为峰 李泽堃 李珍 李信宏 李振宇 李琳 李晶 杨世龙 杨东伟 时南 吴金善 吴冷 何昊洛 张兆新 张连娜 张学群
张莉 陈茵 陈家林 陈超 陈雅丽 邵天 邵立强 林光美 罗文辉 罗伟成 罗娟 金磊 周晓辉 周捷 周旭 赵东方
郝大为 袁芳 聂逆 高宇欣 高景楠 高鹏 常丽娟 崔彦达 鹿永东 蒋建国 韩夷 雷君 谭宝坪 翟晓靖 魏凯

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

刘晓光 Liu Xiaoguang

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

刘强 Liu Qiang

电话(Tel): (8610) 8567 9696-8811 | 13701082612 邮箱(Email): liuqiang@lhratings.com

成斐 Cheng Fei

电话(Tel): (8610) 8567 9696-8388 | 13917320804 邮箱(Email): chengfei@lhratings.com

马新疆 Ma Xinjiang

电话(Tel): (8610) 8567 9696-8836 | 13301118401 邮箱(Email): maxj@lhratings.com

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

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 APRIL

目录

特别策划 Feature

- 1** 2019年中国债券市场违约回顾与展望
——债券市场信用风险持续暴露，
新冠肺炎疫情背景下债市信用风险可控
联合资信 联合评级 胡颖 吴昊 夏妍妍 刘艳
- 11** 局部性信用收缩依然存在，债券违约潮或将回落
——联合2020年宏观信用风险展望
联合资信 联合评级 马顺福 吴玥 侯睿 王妍 王信鑫 丁继平
- 26** 新冠疫情叠加油价暴跌，全球金融市场动荡或将进一步持续
联合资信 胡前方

宏观研究 Macroeconomic Research

- 32** 定向降准力度超前，结构性货币政策持续加力
联合资信 联合评级 马顺福 侯睿 王妍 王信鑫 吴玥 丁继平
- 35** 多重不确定性下的2020年全球信用风险展望
联合资信 主权部
- 42** 意大利遭遇新冠疫情“至暗时刻”，主权债务违约风险有所上升
联合资信 主权部
- 46** China's Economic Structural Adjustment Encountered
Virus Outbreak, Short-term Fluctuation Will Not Affect
Long-term Economic Trend
Lianhe Ratings Global Zhao Lin Joyce Huang

行业研究 Industry Research

- 48** 新冠肺炎疫情下航空运输业展望下调为负面
联合资信 联合评级 赵传第 文中 胡元杰
- 53** 新冠肺炎疫情下房地产企业流动性压力测试
联合评级 艾仁智 李晶 冯磊 王安娜 支亚梅
- 57** 建筑施工企业财务变动趋势及风险关注
联合评级 闫蓉 张宁 楚方媛
- 65** 浅析新型冠状病毒肺炎疫情对地方资产管理公司的影响
联合资信 张博 朱天昂

债券市场 Bond Market

- 67** 公司债、企业债发行注册制正式实施 我国债市市场化改革取得新突破
联合资信 联合评级 孙健 夏妍妍
- 70** 2019年度绿色债券运行报告
——我国绿色债券市场环境不断完善，绿色债券发行量大幅增长
联合资信 联合赤道 董欣焱 刘晓光 林青

评级表现 Credit Rating Performance

- 79** 2019年度公司债市场与利差分析报告
——发行利差同比收窄，信用等级对利差区分显著
联合资信 联合评级 闫瑾 陈诣辉

信用风险 Credit Risk

- 90** 信用风险事件统计
- 91** 违约案例 金洲慈航集团股份有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 94** 政策指南
- 96** 市场动向

市场数据 Market Data

- 98** 债券发行利率走势
- 100** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 31** 关于注册制下公开发行债券的一些基本知识



联合资信



联合评级

2019年中国债券市场违约回顾与展望

——债券市场信用风险持续暴露， 新冠肺炎疫情背景下债市信用风险可控

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡颖 吴旻 夏妍妍 刘艳

2019年，我国债券市场信用风险继续暴露，新增46家违约发行人，共涉及到期违约债券136期，到期违约规模合计约838.23亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较2018年继续增加，但到期违约规模较2018年有所下降。重复违约发行人28家，涉及到期违约债券66期，到期违约规模合计约364.73亿元，重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约规模较2018年均大幅上升。2019年，我国公募债券市场违约率为0.82%，较2018年继续提高。

不同于上一轮（2014年至2017年）信用风险暴露主要受行业周期性影响，2018年以来违约的发生主要与金融强监管叠加政府债务严监管有关，2019年虽然市场资金面相对宽松，但监管政策的延续导致市场风险偏好下降，企业再融资受限、资金链断裂导致违约发生。具体来看，2019年债券市场违约主要呈现以下特点：

1. 近两年，我国公募债券市场较高信用等级发行人（AA+及以上级别）主体违约率持续上升。
2. 民企仍是违约高发地，融资环境仍相对较差、融资成本攀升导致其内在偿债能力继续削弱。
3. 2019年新增违约主体行业分布仍较为分散，电力行业企业首次发生违约，违约行业覆盖面进一步扩大。
4. 违约率较高的省份多为经济较为落后地区。广东、辽宁新增违约主体较多，河北、黑龙江、河南和辽宁地区发行人违约率较高，均在2.00%以上。
5. 上市公司违约率仍维持在较高水平，前期激进扩

张加重企业债务负担，违规行为增加以及股东高比例质押股票背景下企业再融资渠道受限是上市公司违约的主要原因。

6. 2019年我国债券市场还出现了债券展期、场外兑付、发行人要求回售撤回、永续债通过利率调升进行展期或利息递延等情况，信用风险暴露形式更加多样化。

展望2020年，我国债市违约事件仍将持续发生，但在政策呵护背景下风险仍在可控范围；民营企业信用风险继续处于较高水平，需警惕受疫情影响较大、信用资质较弱、短期集中兑付以及发生负面事件的民企信用风险；城投企业整体信用风险不大，但非标产品违约的概率或继续加大；关注消费类、交通运输、建筑、房地产等行业内低资质企业信用风险，以及某些经济欠发达地区、山东以及民营企业较多、受疫情影响较大地区发行人的信用风险。

一、2019年我国债券市场违约情况回顾

债券市场信用风险持续暴露

2014至2017年我国债券市场信用风险暴露主要受行业周期性影响，煤炭、钢铁、有色等过剩产能行业景气度持续低迷，导致相关行业企业的信用风险集中暴露。2018年以来，我国债券市场违约的发生主要与金融强监管叠加政府债务严监管导致市场资金面偏紧、债券大额集中兑付、流动性收紧等有关。2019年，虽然市场资金面

相对宽松,但全球经济增长放缓、下行压力加大,中美贸易摩擦持续,主要信用债总偿还量¹(约为9.28万亿元)仍处于较高水平,同时严监管政策延续,资管新规导致企业非标融资渠道受限,违约常态化发生背景下市场参与方风险偏好有所下降等诸多不利因素导致我国债券市场信用风险持续暴露。

2019年,我国债券市场新增46家违约发行人²,共涉及到期违约债券136期,到期违约金额合计约838.23亿元,新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较2018年(43家,110期)继续增加,但到期违约金额较2018年(908.29亿元)有所下降。2019年,我国债券市场重复违约³发行人28家,涉及到期违约债券66期,到期违约规模合计约364.73亿元,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2018年(9家,20期,

126.15亿元)大幅上升。从违约率来看,2019年我国公募债券市场违约率(0.82%)较2018年(0.75%)进一步提高,债券市场信用风险持续暴露(详见图1)。

截至2019年,我国债券市场累计有188家发行人发生违约,共涉及到期违约债券419期,到期违约金额合计约2919.44亿元。

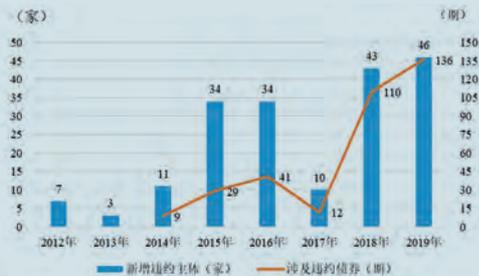
较高信用等级主体违约率持续上升

2018年以前,我国公募债券市场高信用等级发行人(AA+及以上级别)未出现违约事件。近两年,公募债券市场各信用等级(尤其是较高信用等级)发行人主体违约率持续上升。2019年,AAA级发行人主体违约率为0.25%,较上年(0.14%)有所上升,AA+级发行人主体违约率为0.93%,较上年(0.11%)显著上升。与国际三大评级机构相比,近两年我国公募债券市场高信用等级发行人主体违约率也明显偏高,主要由于我国公募债券市场高信用等级发行人占比较高,在经济下行、金融强监管背景下高信用等级发行人信用状况有所分化。

民营企业仍是违约高发地

2019年,新增违约发行人仍主要为民营企业(36家),占比为78.36%,较上年(31家,72.09%)继续上升,国有企业(6家)、公众企业(3家)和外商独资企业(1家)仍然较少;此外,2019年民营企业重复违约发行人

图1 2012年—2019年我国债券市场新增违约主体及涉及到期违约债券情况



资料来源:联合资信COS系统

¹ 主要信用债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、资产支持证券。总偿还量含到期还款、赎回和回售的规模。

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

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

为19家, 涉及到期违约规模合计约267.41亿元。从违约金额来看, 2019年新增违约民企涉及到期违约金额约662.54亿元, 占新增违约主体总到期违约金额近80%, 但较上年(777.67亿元, 85.62%)均略有下降, 其他类型企业违约规模均较少。从违约率来看, 2019年我国公募债券市场民企违约率最高, 为5.48%, 较上年(4.37%)继续上升。

从近六年公募债券市场平均违约率来看, 民营企业均明显高于其它企业类型, 是我国债券市场的违约“高发地”(详见图2)。

图2 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
资料来源：联合资信COS系统

表1 2017年—2019年我国公募债券市场债券发行人主体违约率统计

发行人主体级别	2017年			2018年			2019年		
	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)
AAA	592	0	0.00	705	1	0.14	815	2	0.25
AA+	808	0	0.00	882	1	0.11	971	9	0.93
AA	2020	3	0.15	1970	20	1.02	1790	4	0.22
AA-	401	0	0.00	385	3	0.78	295	5	1.69
A+	57	0	0.00	75	1	1.33	70	4	5.71
A	21	0	0.00	17	2	11.76	22	3	13.64
A-	9	0	0.00	8	0	0.00	8	0	0.00
BBB+	10	1	10.00	5	0	0.00	4	1	25.00
BBB	13	0	0.00	5	0	0.00	6	2	33.33
BBB-	6	1	16.67	2	1	50.00	1	1	100.00
BB+	6	0	0.00	5	0	0.00	2	0	0.00
BB	7	2	28.57	3	0	0.00	2	2	100.00
BB-	3	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
B+	0	0	0.00	0	0	0.00	1	0	0.00
B	1	0	0.00	2	1	50.00	0	0	0.00
B-	2	0	0.00	2	1	50.00	0	0	0.00
CCC	1	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
CC	1	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
C	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
合计	3861	7	0.18	3990	30	0.75	3907	32	0.82

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或双评级或多评级，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

资料来源：联合资信COS系统

从等级调整来看,2019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⁴最多,为37家,较上年(41家)略有减少,调降率为7.69%,较上年(7.50%)略有上升;国有企业发行人信用等级被调降的有27家,与上年(28家)相当,调降率为0.89%,与上年相同;公众企业发行人信用等级被调降4家,调降率同比提高2.30个百分点;外资企业发行人信用等级被调降3家,调降率同比下降1.74个百分点;集体企业发行人无信用等级被调降。2019年,我国公募债券市场民营企业仍为调降率最高的企业类型。

与2018年类似,2019年民企违约仍主要受宏观经济下行、融资环境恶化以及自身经营治理不完善的影响,具体分析如下:

1. 民企偿债能力继续削弱

近年来,在我国宏观经济增速放缓和经济去杠杆的背景下,民营企业盈利能力持续承压。2019年,规模以上工业企业中民营企业营业利润率下降至5.25%,低于国有企业(5.67%),且民营企业亏损数量同比增速(14.50%)显著高于国有企业(-1.60%)。

经济下行背景下市场需求继续疲软以及信用分化下财务费用抬升是导致民营企业内在偿债能力进一步削弱的主要原因。2019年前三季度,产业债民营企业财务费用中位数⁵约为1.81亿元,较上年同期增长28.53%,增幅显著高于国有企业⁶(12.53%)。其中,民营房地产行业发行人财务费用中位数同比大幅增长93.39%,民营其他行业发行人财务费用中位数同比增长14.89%。

从现金回笼情况看,2019年前三季度,产业债民企发行人中房地产行业发行人销售商品、提供劳务收到的

现金和现金比率中位数较上年同期有所增加,而其他行业民企发行人上述指标整体较上年同期略有下降。整体来看,2019年前三季度,房地产行业民企发行人加快了现金回笼速度,但其他行业民企发行人现金回笼情况不及上年同期。

2. 2018年以来的民企“融资难、融资贵”问题并未能得到实质性解决

由于上年违约事件频发且多为民营企业,导致市场对民企承压能力普遍的不认可,加之融资政策趋严叠加投资者避险情绪,信用分层趋势明显,民营企业融资环境更为恶劣,再融资能力持续下降、融资成本上升。尽管央行灵活运用多种货币政策工具维持流动性合理充裕,降低存款准备金率、改革LPR形成机制等措施加强金融服务实体经济,通过民营企业债务融资支持工具等支持相关企业融资,但民营企业“融资难、融资贵”问题难以得到实质性解决。

从净融资规模来看,2018年以来,民营企业再融资压力有所增大,民营企业净融资额由正转负,仅2019年,民

图3 2016—2019年民营企业及国有企业主要信用债发行规模及增速



⁴ 本文信用等级调整不含展望,且调整家数、调整率均按发行人主体进行统计,即当同一发行人发生多次信用等级调整或存在双评级等情况时按一家发行人样本进行统计,不重复统计。

⁵ 本文选取了发布2018年和2019年三季度财务报告的2395家主要信用债(不含非政策性金融债、资产支持证券)发行人作为样本进行统计,数据来源于Wind。

⁶ 不含城投企业。

民营企业净偿还规模就在510亿元上下,偿债压力较大。

从债券发行利率来看,尽管2019年市场资金面较为充足及相关支持政策使得民营企业融资成本有所下降,但降幅仍显著低于国有企业,发行成本仍较高,民营企业与国有企业发行成本分化明显。以发行样本较多的AA+级民营企业及国有企业所发3年期公司债为例,2019年民营企业的平均发行利率(6.88%)较上年(7.10%)略有下降,但仍处于相对高位,而国有企业(4.79%)较上年(6.20%)显著下降(详见图4)。

3. 民企经营治理缺陷凸显

与2018年相比,2019年企业违约仍主要受宏观经济下行、融资环境恶化的影响,同时企业战略决策失误、关联方及上下游资金占用严重、实际控制人风险及内控风险、区域互保联动风险等因素导致一些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,是不少企业发生违约的重要原因。

第一,激进扩张和业务转型战略下形成较大的资金占用和持续大规模的资本性支出,导致企业对债务融资依赖性提高,陷入“借新还旧”债务模式,其偿债能力严重依赖再融资,而由于短期内盈利能力无法兑现,不足以支撑资产规模的快速扩大。随着刚性债务规模持续增长,公司流动性持续承压,最终资金链断裂、丧失偿债能力。

首先,激进的大规模并购一般伴随股东的高比例质

押,市场信心下降、投资人的风险偏好降低、股权质押引起控制权变更、市值下跌等因素导致公司和股东融资风险的相互传导与叠加。同时激进的大规模并购也导致商誉规模大幅攀升,带来商誉减值风险。例如东旭光电近年来资本运作频繁,经营领域涉猎广泛,投资性现金流长期呈现大幅度净流出,股权高比例质押,在企业长期经营获现能力不足、债务集中到期时,发生多类型债务逾期、股权被悉数冻结,失去偿债能力。金贵银业、三胞集团、庞大汽贸、秋林集团以及天翔环境等主体违约也大多与大规模投资并购有关。

其次,部分违约主体还存在多元化布局、业务战略转型失败情况。例如,贵人鸟在体育产业相关领域多元化发展,在经纪、游戏保险领域和健身等领域也积极布局,但多元化并购扩张导致其现金流不足、业务管理等环节缺乏经验,各领域业务未达预期目标;金洲慈航经营范围为黄金珠宝加工等业务,2015年通过收购丰汇租赁将主营业务转为对资金需求较高的融资租赁、委托贷款等金融业务,导致公司过度举债,但由于公司风控能力不足,项目资金无法回收,最终无法偿债。大连天宝、宝塔石化及国购投资等企业也存在类似问题。

此外,激进扩张战略进一步导致关联方及上下游资金占用严重,企业应收款项高企,资产质量较差,最终内部流动性枯竭。如大连天宝、宝塔石化、天翔环境、南京建工及北讯集团,应收款项占流动资产比例均在50%以上,资产实际变现能力较弱,内部流动性严重不足。

第二,实际控制人风险、内控风险及信息披露风险给企业经营发展带来较大影响,引起再融资环境急剧恶化,同时存在大股东资金占用,导致企业实际流动性不足,最终发生违约。民营企业的经营易受实际控制人影响,实际控制人可能利用职权便利违规挪用占用公司资金,公司也更易出现财务信息造假、信息披露不尽责等问题。例如辅仁药业、康得新货币资金被控股股东大规模侵占挪用;金贵银业和刚泰控股出现实际控制人违规担保、占用公司资产并引发多起诉讼案件,内部控制流程存

图4 2016—2019年AA+级民营企业及国有企业3年期公司债平均发行利率



资料来源:联合资信COS系统

在重大缺陷；山东胜通存在虚构客户、虚增收入、固定资产和存货的行为；秋林集团违规使用募集资金，董事长与副董事长失联；宝塔石化票据业务涉嫌违法犯罪，实际控制人及多名高管被刑事调查。

第三，区域内互保现象严重，企业个体风险与区域风险联动，引发互保联动风险。东辰控股与山东胜通等违约企业存在互保现象，互保对象中山东大海、金茂纺织、金信新材料等已破产重整，引发互保联动风险，互保公司间发生多起担保代偿纠纷，导致相关公司偿债能力严重恶化。

违约主体行业分布仍较为分散

2019年，我国新增违约主体涉及行业20个，与往年相比，新增电力行业的企业发生违约，违约行业覆盖面进一步扩大；化工，食品，综合类，纺织品、服装与奢侈品以及多元金融服务行业企业违约家数较多（均为4家），其次为金属、非金属与采矿和建筑与工程行业（均为3家），行业分布较为分散。从2019年公募债券市场违约率来看，食品，电子设备、仪器和元件，化工行业企业违约率较高，均在5%以上，其次为机械和制药行业企业，均在2%以上。总体来看，化工行业企业违约家数和违约率连续两年均较高，主要是受到经济增速放缓、供给侧结构性

改革的影响；食品行业和纺织品行业企业违约家数和违约率同比均有所上升，食品行业主要受需求萎缩、原材料价格波动等不利因素影响，纺织品行业受到汇率波动及全球贸易摩擦影响，且行业抗风险能力较差。

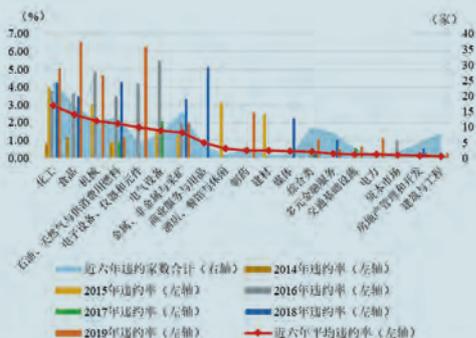
从近六年公募债券市场不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在化工，食品，机械，石油、天然气与供消费用燃料，电子设备、仪器和原件，电气设备，金属、非金属与采矿等行业（详见图5）。

从等级调整来看，2019年，我国公募债券市场建筑与工程行业和商业银行发行人调降家数（均为6家）最多，机械行业发行人调降家数（5家）次之，纺织品、服装与奢侈品，化工，金属、非金属与采矿，汽车和食品行业发行人调降家数均为4家，房地产管理和开发、家庭耐用消费品行业发行人调降家数均为3家。调降率方面，2019年我国公募债券市场汽车和互联网软件与服务行业发行人调降率较高，均在20%以上，汽车行业企业调降率较高主要是由于上游钢材价格高位震荡、下游需求下降、购置税优惠等扶持政策退出等因素导致企业盈利能力有所下降，互联网软件与服务行业企业调降率较高主要受该行业企业样本量偏少影响（仅为3家）；其次为家庭耐用消费品，纺织品、服装与奢侈品和机械行业，发行人调降率均在10%以上。

违约率较高的省份多为经济较为落后地区

2019年，我国债券市场新增违约主体主要分布在广东（6家）和辽宁（4家），江苏、北京、山东、浙江、河南和河北次之（均为3家），其余省份违约较少。其中，广东、北京和山东地区新增违约主体家数连续两年均在3家以上，这些地区民营企业均较多，山东地区低等级发行人（AA-及以下）占比偏高，且互保圈风险持续暴露；辽宁新增违约家数较多，是由于辽宁低等级发行人占比偏高，整体信用质量不佳，地区经济发展较为落后。从新增违约主体债券到期违约规模来看，山东（106.92亿元）、安徽（105.92亿元）、江苏（103.03亿元）、北京

图5 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



注：1. 仅列出2019年样本数多于30家的行业；2. 按近六年平均违约率由高到低进行排序
资料来源：联合资信COS系统

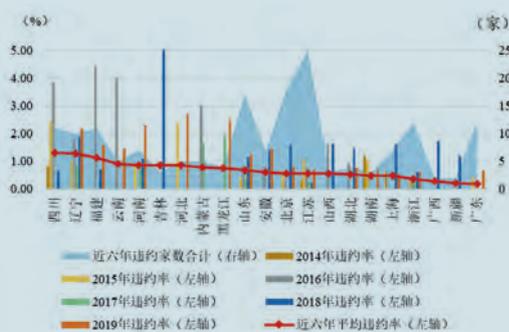


(101.36亿元)、浙江(96.07亿元)、河北(66.52亿元)和青海(63.02亿元)地区违约金额占全部新增违约主体到期违约规模的近80%。

从公募债券市场违约率来看,2019年,河北、黑龙江、河南和辽宁地区发行人违约率均在2.00%以上,且河北和黑龙江地区发行人违约率高于2.50%。与上年相比,河北、黑龙江、云南和河南地区发行人违约率上升幅度较大。从地区来看,违约发行人更多位于民营企业较多及经济较为落后的地区。

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(详见图6)。

图6 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



注: 1. 仅列出2019年样本数多于30家的地区; 2. 按近六年平均违约率由高到低进行排序
资料来源: 联合资信COS系统

从等级调整来看,2019年,我国公募债券市场中北京(8家)和山东(7家)地区企业调降家数较多,广东和江苏次之(均为5家),吉林、辽宁和浙江地区调降家数均为4家,其余省份调降家数较少。调降率方面,2019年我国公募债券市场中,青海、海南、宁夏和吉林调降率相对较高,其余省份调降率较低。其中,青海、海南、宁夏地区主要受样本量偏少影响;吉林地区民营企业 and 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以及地方政府对发行人的外部支持能力不足导致信用风险较高。

上市公司违约率维持高位

2018年以来,上市公司违约事件频发,2019年新增违约主体中上市公司有18家,占比达到39.13%,较上年(17家,39.53%)均变化不大。从公募债券市场违约率来看,2019年上市公司违约率为1.53%,较上年(1.84%)略有下降,而2018年以前上市公司违约率维持在0.50%以下,上市公司违约率仍维持在较高水平(详见图7)。

整体来看,与上年相似,2019年上市公司违约水平维持高位,主要受到以下因素影响:一是前几年并购重组案例较多,激进扩张使得企业债务负担较重,但商誉规模的快速增长在一定程度上可能会低估企业的债务

图7 2014—2019年我国公募债券市场上市公司主体违约家数及违约率统计



资料来源: 联合资信COS系统

负担,当企业未来的获利能力不能实现,那么将会导致商誉减值,净资产缩水,对企业的信用水平和再融资产生不良影响,如三胞集团、国购投资等。二是部分上市公司违规行为增加,在信息披露、财务信息真实性等方面受到监管机构问询函、警示函的频次明显上升,上市公司内控制度不完善导致声誉受损,再融资渠道进一步受限。三是上市公司股东高比例质押股票,导致融资弹性下降,同时股价大幅下跌导致的强制平仓风险可能引发资金链进一步收紧,导致违约的发生,如康得新、宝塔石化、庞大汽贸等。

信用风险暴露形式更加多样化

2019年我国债券市场还出现了债券展期、场外兑付、发行人要求回售撤回、永续债通过利率调升进行展期或利息递延等情况,虽然受债券设置宽限期等条款、场外兑付信息不透明等因素影响,有些行为无法将其认定为违约,但上述行为无疑是在我国债市市场化转型和监管制度博弈下的信用风险暴露形式。如美兰机场、刚泰控股发生债券展期后发生违约的情况;金洲慈航、三胞集团等进行场外兑付,最终偿付信息缺乏透明度;金洲慈航、天广中茂等出现大规模撤销回售情况;中信国安虽然通过永续债利息递延方式“临时缓解”偿债压力,但偿债能力并未得到改善,之后出现多只债券陆续违约。

二、2020年我国债券市场违约情况展望

债券市场违约事件将持续发生,但总体风险仍可控

在我国宏观经济增速持续下行的背景下,2019年末爆发的新冠肺炎疫情又对中国经济产生较大不利影响,导致2020年中国经济下行压力继续增大。但在“全面建设小康社会、两个翻一番”⁷的目标引领下,2020年财政政策将更加积极,货币政策将保持稳健,基于经济发展的韧性以及各项稳增长措施,当前中国经济增长不存在失速风险。具体来看,地方债发行提前放行、阶段性减免企业社保缴费和企业缓缴住房公积金等多项稳增长政策相继出台;春节假期后央行超预期释放流动性并且下调MLF中标利率,保持市场流动性合理充裕;监管部门相继通过设立绿色通道、支持借新还旧和协商展期或续贷、减免金融中介费用等措施缓解受疫情影响较重企业的短期流动性问题;中美第一阶段经贸协议也将陆续落地。上述政策为促进中国经济增长和企业生产经营创造了积极的环境,年内更多减税降费和市场化降息、降准政策仍然可期,有助于推动债券融资成本的下降和发行量的增加。

从偿债规模来看,2020年我国债券市场主要信用债到期总规模或超过10万亿元⁸,较2019年(约为9.28万亿元)继续增加,偿债压力仍然较大。到期信用债的企业

表2 2019年我国债券市场“花式”信用风险暴露形式

信用风险暴露形式	涉及发行人
债券展期	美兰机场、刚泰控股、庞大汽贸、奥马电器、大连天宝、北讯集团、金洲慈航、南京建工
场外兑付	宜华集团、天广中茂、天房集团、金贵银业、海航航空
回售撤回	金洲慈航、天广中茂
永续债不赎回/利息递延	中信国安、中城建、海航航空、森工集团、湖北宜化

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

⁷ 针对2020年全面建成小康社会的宏伟目标,十八大报告中首次提出“实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番”的新指标。

⁸ 在估算2020年到期信用债的总规模时,由于尚没有2020年超短融和回售债券数据,为了与2019年可比,2020年超短融按照2019年的数据计算,回售规模按照附回售条款的存续债券规模的30%计算。在统计具体信用债到期规模时,只计算正常到期的债券,不含回售和赎回等情况,为保持同期可比性,剔除了2019年到期的超短融,在统计具体行业、地区和企业性质的信用债到期规模时,均采用该方法。

主体评级主要集中在AA级(含)以上,但涉及到期债券期数和规模的占比(53.90%,80.52%)较上年分别回落约10个和5个百分点。整体来看,债市违约事件仍将持续发生,但在经济增长相对平稳和政策呵护背景下总体风险仍可控。

民营企业信用风险继续处于较高水平,需警惕受疫情影响较大、信用资质较弱、短期集中兑付以及发生负面事件的民企信用风险

民营企业受外部经济波动和行业因素影响较大,2019年下半年以来,违约有向中高信用等级民企蔓延渗透的趋势。而违约常态化叠加违约向上渗透,使得投资者对民企的风险偏好进一步下降,民企融资环境更加恶化,从而导致恶性循环。尽管政府通过推出民营企业债务融资支持工具、建立纾困基金等方式支持民企融资,一定程度上促进了民企发债情况的改善,但在实操层面这些措施对缓解低资质民企融资困境帮助有限。2019年中小银行信用风险事件爆发、同业刚兑信仰被打破导致信用分层现象明显,尽管后续在监管预期管理和定向宽松等措施后有所改善,但弱资质主体面临的信用风险依旧较大。此外,新冠肺炎疫情也使得民营、中小企业流动性风险面临更严峻挑战。目前疫情对部分企业采购、生产、销售、现金流回款造成冲击,企业的正常偿债资金筹集活动也将受到影响,尤其是民营、中小企业可能会遭遇短期流动性困难,信用风险有所上升。但春节过后央行通过公开市场操作保持市场流动性合理充裕⁹,未来市场利率水平大概率下行,有利于债券发行,同时中央等监管部门相继出台文件提出对疫情防控期间到期公司债券支持发新还旧等措施一定程度上将对民营企业信用风险起到缓释作用。从到期情况来看,2020年

民企所发主要信用债占主要信用债到期期数和规模的比例(26.45%和14.16%)较上年均变化不大。

城投企业整体信用风险不大,但非标产品违约的概率或继续加大

一方面,当前中国经济仍面临一定的下行压力,在稳增长、稳投资的背景下宽信用政策仍将延续,城投企业整体再融资环境仍将保持相对宽松;2019年监管发布政策允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金,进一步拓宽基建项目资金来源,同时积极鼓励银行、保险公司等金融机构提供配套融资支持,这对参与重大项目建设的城投企业有利;监管层加强地方政府债务风险防范、积极推动隐性债务化解,2019年监管部门已允许融资平台公司债权人将到期债务转让给金融资产投资公司(AMC),AMC将继承原债务合同中的还款承诺、还款来源和还款方式等权益,这有利于融资平台债务化解。此外,各地开展了多种地方政府债务化解路径探



⁹2020年2月3日,央行以利率招标方式开展1.2万亿元逆回购操作,其中7天期和14天期逆回购中标利率分别为2.40%和2.55%,较上次下调10BP。

索和实践,如“镇江模式”“陕西模式”“湖南模式”等,进行存量债务重组、推进融资平台转型等。从到期量来看,2020年,城投债到期规模约为4947.39亿元,较上年有所下降。在加强风险防范、积极推进债务化解的背景下,城投企业整体信用风险不大。

另一方面,城投企业信用状况将进一步分化,刚兑信仰或被逐步打破。2019年城投企业非标产品违约事件较上年显著增长,违约产品多为信托计划,违约主体集中在贵州、云南、内蒙古等中西部地区,随着地方政府债务风险管控力度的加强,城投企业与地方政府的信用关联性持续削弱,非标产品违约的概率或继续加大。在城投企业信用状况分化加剧的背景下,经济发展稳定、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司,其发展及信用基本面将得到支撑,区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、债务集中到期、非标债务及或有债务规模大的城投企业的信用风险较高。

关注消费类、交通运输、建筑、房地产等行业内低资质企业信用风险

消费类行业方面,新冠肺炎疫情将导致酒店、餐馆与休闲、媒体、多元化零售、消费品经销商等行业短期内受到巨大冲击。疫情持续期间居民自我隔离、严禁人员聚集,上述行业企业经营受到重大影响,行业内部分企业或遭遇短期的流动性困难,信用风险变化值得关注,但2020年上述行业企业信用债到期规模不大,风险总体可控。

交通运输方面,“春运”期间原本是行业的盈利高峰期,但疫情蔓延使得旅客出行需求大幅减少,部分城市因应对疫情而采取封城封路等措施,节后出行人次同比减少70%左右,全国铁路、道路、水路、民航发送旅客人次均出现大幅下滑,相关企业信用风险值得关注。2020年,公路与铁路运输、海运、航空、航空货运和交通基础设施行业企业主要信用债到期规模约为3233.73亿元,行业企业偿债压力有所增加。

建筑与工程作为强周期行业,近两年在国内房地产宏观调控政策持续加码以及基础设施投资增速放缓影响下,发展速度不断承压,行业将进入低速增长阶段,行业企业整体业绩增长及资金周转压力加大。2020年建筑与工程行业企业主要信用债到期规模逾5000亿元,行业企业偿债压力仍然较大,需关注因“垫资拼业务”导致自身偿债风险和流动性风险持续加大的迹象,尤其对于行业地位相对较低的民营企业,受制于融资能力、成本波动转嫁能力等较弱,资金周转风险表现得更为突出。

房地产行业方面,2020年房地产管理和开发行业企业主要信用债到期规模逾4000亿元,较上年继续增加,房企融资压力依然较大,在“房住不炒”的政策基调下,需关注现金流较差、负债率较高、业务重点布局下沉城市房企的信用风险。

此外,2020年,资本市场、多元金融服务、商业银行、综合类行业主要信用债到期量均超过5000亿元,上述行业偿债压力相对较大。

关注某些经济欠发达地区、山东以及民营企业较多、受疫情影响较大地区发行人的信用风险

从违约主体地区分布来看,2020年违约发行人将更多集中在某些经济欠发达、民营企业较多以及受疫情影响较大的地区等。东北地区和山东等省份由于重工业、周期性企业占比较多,产能过剩叠加下游需求低迷仍将是2020年面临的主要矛盾,某些经济欠发达地区GDP增速仍处于下行区间,区域信用风险仍较大。2020年,北京市、广东省、上海市、江苏省、重庆市、天津市和浙江省等省份和直辖市的信用债到期规模较大,均在2000亿元以上,偿债压力相对较大。除海南、湖北、甘肃、安徽、福建、吉林和内蒙古等少数地区信用债到期规模同比下降外,大部分地区信用债到期规模同比均有所上升,山西省、西藏自治区、上海市、香港特别行政区和河北省同比增幅较大。///

局部性信用收缩依然存在, 债券违约潮或将回落

——联合2020年宏观信用风险展望

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 马顺福 吴玥 侯睿 王妍 王信鑫 丁继平

一、2019年经济运行及政策回顾

全球经济增长放缓, 下行压力加大

2019年10月, 国际货币基金组织年内第四次下调全球经济增长速度至3.0%, 比年初预测下调了0.7个百分点。实际情况看, 2019年以来全球经济总体延续增长态势, 但未来经济增长的动力减弱, 主要发达经济体美国、欧元区、日本三季度GDP增长分别为1.9%、1.1%和1.8%¹, 日本和欧元区增速有所回升, 美国增速继续下滑; 新兴市场国家经济总体呈现疲弱态势, 印度、墨西哥出现不同程度下滑, 巴西、俄罗斯、南非等虽有所反弹, 但仍处于较低增速水平。

全球增长疲软的原因, 主要是在美国等国家发动国际贸易冲突的影响下, 关税的提高和持续的贸易政策不确定性, 导致全球制造业活动和贸易环境恶化, 损害了投资和对资本品的需求。世界贸易组织2019年10月预测, 2019年全球商品贸易增速仅为1.2%, 大幅低于2018年3%的增速, 比2019年4月的预测2.6%进一步大幅调低。

国内经济增速继续下行, 消费者价格与生产者价格持续背离, 就业压力较大, 财政收支缺口扩大

2019年以来中国经济增速继续下行, 全年同比增长6.10%, 为2008年国际金融危机以来之最低增速; 其



中第一季度GDP同比增长6.50%, 第二季度同比增长6.30%, 第三、第四季度均同比增长6.00%, 逐季下滑态势明显。2019年下半年以来生产者出厂价格指数持续下降, 而消费者价格指数在猪肉价格飙升的带动下持续攀升, 形成生产消费价格的显著背离, 企业经营持续承压。另外, 2019年就业形势虽然较为平稳, 但稳就业压力增大; 财政在增长放缓和降税降费、增加政府支出等的作用下, 收支缺口有所扩大。

1. 需求端: 内需总体放缓, 固定资产投资增长持续处于回落状态, 实物消费和服务消费增长同步放缓, 货物贸易总额同比减少

内需总体放缓。2019年第四季度, 最终消费、资本

¹美国和日本的数据为环比折年率, 欧元区数据为同比增长率。

形成和净出口三大需求对GDP同比增长的拉动分别为3.47、2.66和-0.13个百分点，与上季度相比，最终消费和净出口的拉动均略有下滑，最终资本形成的拉动明显上升，稳投资政策措施的效果显现；全年来看，三大需求对GDP同比增长的拉动分别为3.53、1.90和0.67个百分点，与上年同期（4.76%、2.74%和-0.59%）相比，最终消费和资本形成即内需的拉动均大幅回落，净出口的拉动由负转正，回升较大（详见图1）。

固定资产投资增长持续处于回落状态。2019年1—12月，中国全社会固定资产投资55.15万亿元，同比增长5.4%，增速较上年同期回落0.5个百分点，呈逐月波动下行态势。其中，制造业投资增速继续放缓，1—12月制造业投资累计同比增长3.1%，较上年同期大副下滑，是影响固定资产投资增长的最大拖累因素。基建投资1—12月累计增长3.8%，呈现前半年有所回升，下半年又趋回落的特点；房地产投资增速仍在较高区间，但亦出现下行迹象（详见图2）。

国内消费方面，实物消费和服务消费增长同步放缓，汽车销售持续下降。虽然社会消费品零售总额仍然保持在8%的较高水平，但2008年以后基本呈持续回落态势。这其中受到汽车销售滑坡的影响较大，汽车销售量2018年下半年步入负增长区间，2019年初下降幅度一度高达15%以上，随后降幅有所收窄，截止12月底中汽协汽车累计销量同比下降8.2%，仍处于快速下降轨道；当月同比下降0.12%，降幅较上月（3.57%）大幅收窄。

外贸方面，对主要发达经济体的出口下降。中国海

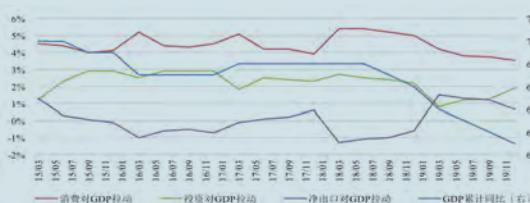
关总署公布的数据显示，2019年中国货物贸易进出口总值31.5万亿元人民币，较2018年同比增长3.4%。其中，出口17.2万亿元，同比增长5.0%。以美元计，2019年中国进出口贸易总额为4.58万亿美元，同比减少1.0%。其中出口2.50万亿美元，同比增长0.5%。出口增速受全球经济增长放缓和贸易冲突的影响出现明显下降，进口受国内需求低落的影响增速下滑，净出口呈下滑态势。2019年，我国对美、欧、日出口累计同比增速分别为-12.5%、4.9%、-2.6%，对总出口增速的拖累较大，尤其对美出口大幅下降，反映出中美贸易摩擦的负面影响。

2. 供给端：工业生产承压，服务业起到主要支撑作用；工业增加值增速回落，工业利润及收入利润率增长同步回落

工业生产承压，服务业起到主要支撑作用。2019年，三大产业同比增长3.1%、5.7%和6.9%，均维持下滑态势；对GDP累计同比增长的拉动分别为0.23%、2.24%和3.62%，贡献率分别为3.8%、36.8%和59.4%，第三产业的贡献率有所下降但仍维持较高水平，对维持经济较高速增长起到了主要支撑作用。

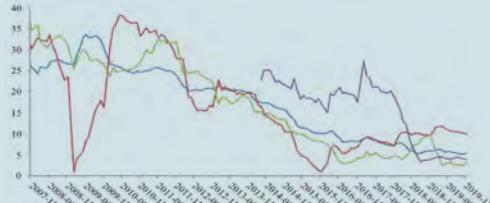
工业生产较为低落，工业增加值增速回落，工业利润及收入利润率增长同步回落。2019年，全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点，运行于近10年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，表明工业企业经济效益较差（详见图3）。

图1 中国GDP增长率及三大需求拉动情况



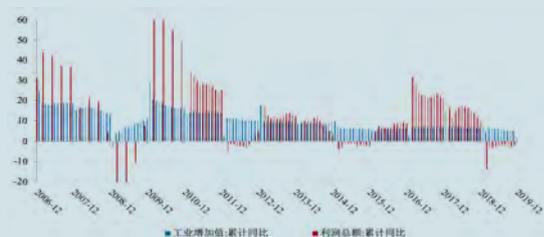
数据来源：Wind，联合资信整理

图2 固定资产投资增长（累计同比，%）



数据来源：Wind，联合资信整理

图3 工业增加值和利润总额同比增长(%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

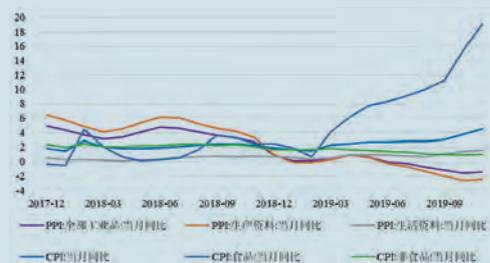
3. CPI与PPI走势持续背离

2019年受猪肉价格暴涨的影响，CPI迅速走高，带动消费品价格随之上行，但服务价格呈缓慢回落态势，一定程度上抑制了CPI的上升幅度。与此同时，PPI继续处于下降之中，造成CPI与PPI的背离。CPI快速上升引发通胀预期，对实施更加宽松的货币政策产生掣肘（详见图4）。

4. 财政收支缺口扩大，财政压力较大

伴随经济增长放缓和大规模减税降费政策的实施，国家财政收入增长放缓，而财政支出大幅增长，导致财政收支差额扩大。2019年1—11月国家公共财政收支差额3.33万亿元，较去年同期大增1.39万亿元。地方财政收支状况更差，2019年1—11月，地方公共财政收入7.32万亿元，支出13.68万亿元，收支差额7.36万亿元，基本与收入持平；地方政府性基金收入6.44万亿元，支出7.37万亿元，收支差额0.93万亿元。从地方财政收支的增长情况来看，2019年以来地方公共财政收

图4 2017年以来CPI和PPI走势



数据来源: Wind, 联合资信整理

支增长均趋于下滑，但支出增长远高于收入增长；政府性基金支出在2018年末和2019年初急剧增长，然后快速回落，但仍然保持高位增长，而政府性基金收入则保持了较持续的增长过程。由此可见，地方政府性基金收入的高增长对其公共财政收入增长的下滑，起到了一定的缓冲作用。财政收支缺口的放大，对中央和地方均构成较大财政压力，对政府债务扩张形成较大约束（详见图5）。

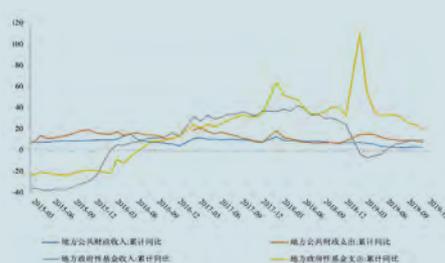
5. 就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019年1—11月，31个大城市调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2019年主要宏观政策及效果

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模减税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标2万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，于2019年9月完成2.15万亿元发行额度，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性

图5 地方财政收支增长情况(%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次²，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了10多年来新的降息进程，实现一年期LPR报价下降11个基点³，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，自贸区试点深入推进、范围扩大。同时深化国资国企、财税金融、土地、市场准入、社会管理等领域改革，强化竞争政策的基础性地位，创造公平竞争的制度环境，鼓励中小企业加快成长。

总体上看，政策效果与预期目标之间存在一定差距。财政方面，2019年前10月减税降费达近2万亿元，全年有望达到2.3万亿，有利于企业盈利改善和居民消费收入水平的提高，但企业经济效益和居民消费提高并不明显。专项债扩大发行提高有效投资，助力基建投资有所回升，但基建及总体投资增速回升依然较缓；货币金融方面，降准降息保持流动性合理充裕，实体经济融资成本有所降低，但企业尤其是中小企业及民营企业融资难融资贵问题依然存在，中小银行流动性紧张依然存在。其他改革发展政策，对优化营商环境，降低制度性成本，提高市场主体的信心和活力有所提升，但从民间投资增长等表现看，仍有待进一步落实。总体上看，政策效果与预期目标之间存在一定差距。这与复杂的外部环境有关，也与国内经济结构性周期性等问题加大，以及政策的实施受到防范风险等约束条件限制有关，需要循序渐进，继续推进。

二、2019年宏观信用及债券市场发展

2019年以来宏观信用总体有所扩张⁴，同时局部性信用收缩压力依然存在

1. 在逆周期调控政策的作用下，宏观信用总体有所扩张
一般而言，随着宏观信用的扩张或收缩，宏观杠杆率和货币供应量等宏观变量会发生同向变化，故我们可以利用宏观杠杆率或货币供应量同比增长数据的变化，来观察中国宏观信用周期的大概循环变化。总体上看，自1998年以来，M2同比增速和宏观杠杆率的同比增速基本上同步同向变动，期间大致出现三个较明显的信用周期，其中2008年6月至2011年6月是波动最大的一个周期，反映了国际金融危机后中国在四万亿刺激计划推动下的宏观信用急剧扩张，及其后的快速收缩。2016年开始实施去杠杆政策之后，宏观信用规模持续收缩，到2018年底基本企稳。2019年以来，随着国家逆周期调节力度的加大，宏观杠杆率增速有所反弹，M2增速基本趋稳，长期来看二者均处于历史低位区间。据此判断，中国宏观信用可能重启了新一轮扩张周期，但扩张速度较前两轮缓慢，全面的信用宽松尚未出现（详见图6）。

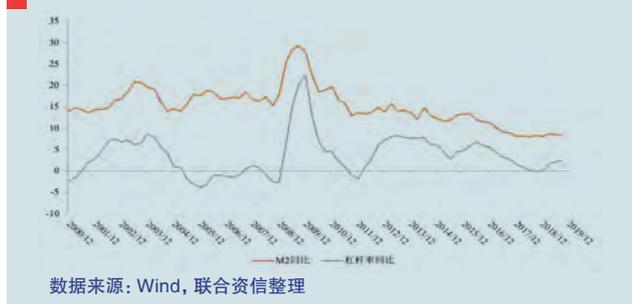
社会融资规模存量的持续增长，明显的反映了长期以来宏观信用规模总体上持续扩张的走势，但扩张速度具有显著的周期性：2010—2011年，社融存量增速急剧下滑，2014—2015年仍快速下滑，2017—2018年再次快速下滑，2018年四季度以来扩张速度略有回升。

² 央行于2019年1月15日、1月25日、9月16日降准三次，共降低存款类金融机构存款准备金率1.5个百分点；另外于2019年10月15日、11月15日分两次额外对服务省域内的中小银行实施定向降准，降准幅度共1个百分点。

³ 1年期LPR于2019年8月20日、9月20日和11月20日下调三次，分别下调0.06、0.05和0.05个百分点；5年期LPR仅于11月20日下调一次，下调0.05个百分点。

⁴ 本文所称“宏观信用”，即央行官方所称之“社会信用”。官方之称谓，可能是与“社会融资”相对应，本无疑义。但国家近年来大力加强“社会信用体系”建设，后者与全社会各种“失信”行为相对应，两个“社会信用”非指一物，故本文专以“宏观信用”替代央行所称之“社会信用”。

图6 中国宏观信用周期(%)



本轮宏观信用扩张缓慢,市场方面的原因在于流动性分层的加剧⁵。尽管2018年以来央行运用多种货币政策工具向银行系统投放货币,降低存款准备金率,保持流动性合理充裕,实现货币市场利率在2018年以来的较低区间平稳运行,但由于货币政策传导机制不畅,信贷市场利率仅出现微小下调,从而影响了商业银行的信用创造机能,抑制了信用的自然扩张,造成银行系统与实体部门之间的流动性分层。2018年以后,随着货币政策的逐渐宽松,货币市场利率下行,国债招标加权利率出现快速下行走势;而信贷市场方面,2019年1—12月,累计新增人民币贷款16.88万亿元,同比2018年(15.67万亿元)增长缓慢。从银行贷款的利率走势上看,在2018年四季度明显下调后,2019年一季度有所反弹,二季度稍有回落,三季度与二季度基本持平,并未随银行流动性放松而显著下行,表明信用扩张速度受到流动性分层的较大抑制。此外还可能是由于宏观杠杆率总体偏高,信用风险高发,政府坚决不搞“大水漫灌”式金融刺激等政策因素限制所致。

2. 在宏观信用继续弱势扩张的同时,局部性信用收缩仍较为明显,民营企业仍是信用收缩的主要载体

局部性信用收缩,主要表现是非标融资继续收缩、

部分融资主体的信贷受到政策限制、部分主体债券融资难度加大等方面,具体表现是国有企业受负债率监管指标约束新增融资减少,民营企业信用融资全面下降。局部性信用收缩的原因是多方面的,既可能由宏观经济的结构性变化所产生,也可能由宏观政策的局部性调整而产生;既可能由局部性信用质量下降所引发,也可能是外部(放贷银行或投资者)风险偏好的降低所致。2019年以来局部性信用风险主要有以下表现:

(1) 表外信用收缩持续推进,下半年收缩速度有所趋缓。此类信用收缩主要由金融去杠杆及理财新规等金融监管政策所产生。从规模及占比来看,委托贷款为非标融资的主要形式,其次是信托贷款,未贴现银行承兑汇票占比最小。2017年之前,委托贷款一直处于高速增长阶段且基本稳定;信托贷款从2016年开始快速增长,一直持续到2017年三季度;未贴现银行承兑汇票初期有一个较大的下降期,2016年四季度增速快速反弹,从-30%以上的负增长迅速反弹至2017年10月的20%,其后开始进入下降通道。总体看,非标融资最高于2018年2月达到27.7万亿元,其后在去杠杆的影响下持续收缩,2019年11月缩小到22.36万亿元的最低水平,共缩小17.4%。中国三大非标规模增长自2017年四季度开始快速下滑,2018年底开始企稳,2019年委托贷款和信托贷款降幅有所收窄。原因可能是2018年四季度开始,在经济下行压力加大,资管新规等一系列政策温和过渡,去杠杆政策边际松动,但总体上收缩的态势没有改变。

(2) 尽管宏观杠杆率在2019年有所回升,但企业部门杠杆率有所下降。中国宏观杠杆率从2009年开始持续上升,2017—2018年基本平稳,2019年小幅上升,表示宏观信用有所扩张。但这个扩张是因为政府部门和

⁵ 市场一般从两个方面看待流动性分层现象。一是银行系统内,大中小银行的流动性差异较大,出现分层;二是指银行部门与实体企业部门的流动性差较大。前者流动性较为充裕,后者却较差。这里讨论第二种情况,第一种情况在后文“中小银行流动性状况”部分讨论。

居民部门扩张所致，实体企业部门不但没有扩张，反而是收缩的，主要原因是在国资委降杠杆政策的约束下，国有企业的债务融资受到较严格限制，同时民营企业债务融资继续下滑。数据显示，2019年前三季度，中国实体企业部门杠杆率下降2.1个百分点至155.62%。而同期政府部门和居民部门的杠杆率分别上升2.3和3.1个百分点。实体企业部门杠杆率的下降，主要可能是在随着经济增长放缓，以及外贸出口的下降，内外需双双疲软的情况下，本来负债率较高的企业融资需求下降所致。政府部门和居民部门杠杆率上行。主要系2019年专项债发行规模和居民贷款购房保持了较高的增长速度。

(3) 民营企业是信用收缩的主要载体，全年债券净融资为负。2019年，虽然得到政策较大支持，如监管要求大型银行对民企的贷款要达到其新增贷款的30%，创设民企债券融资风险缓释工具(CRMA)、各地成立民营企业纾困基金等，但在经济下行压力加大、民营信用风险大量暴露的影响下，民营企业融资环境继续恶化。以债券融资为例，2019年民营企业债券融资净额为负，信用收缩明显；民企债券违约的高发，也说明在其流动性出现困难，急需信贷融资的时候难以获得银行贷款，而银行针对民企存在一定的断贷抽贷情况，可见民营企业信贷规模也可能处于收缩之中(详见图7)。

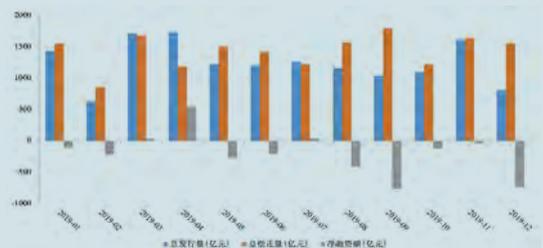
(4) 在“房住不炒”政策的导向下，2019年房地产企业融资受到诸多限制，尤其是4月份以后信用收缩明显。在“房住不炒”、不将房地产作为短期刺激经济的手段等房地产调控政策的作用下，监管部门2019年以来对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准，特别是严格控制带有投机性的开发和个人贷款，限制房地产开发信托融资和开发商境外债券融资等政策措施，房地产行业信用规模受到抑制。据中国信托业协会发布的信托公司主要业务数据显示，截止2019年9月31日，信托资金投向房地产的余额为2.78万亿元，较上季度末减少1481亿元，环比下降5.1%，此为2015年4季度以来，首次出现新增规模环比负增长。2019年房地产开发

企业债券融资持续下降，同时债券到期量巨大，导致全年行业净融资为负，信用规模出现收缩(详见图8)。

(5) 区域信用分化，部分信用环境较差地区信用收缩较明显。从前三季度新增社会融资规模来看，2019年全国宏观信用规模继续扩张，但西藏、甘肃、北京和重庆四省市信用规模出现较大收缩，收缩幅度达到96.7%、37.2%、29.3%和9.7%。尽管收缩的地区占比较小，但也说明了宏观信用的区域性分化。根据社融规模的构成，上述地区主要是人民币贷款和企业债券融资降幅较大，信用收缩明显。进一步考察各地企业债券融资情况，2019年前三季度辽宁、黑龙江、重庆、四川和青海企业债券融资为负增长，陕西和北京为同比负增长。其原因可能是在经济增速下滑背景下，企业效益下滑，经营困难，因而信用风险较为突出，融资难度加大所致。

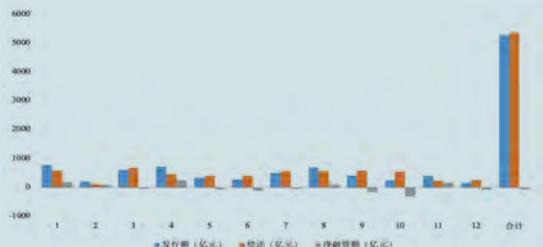
城投企业是区域经济的代表，也是地方信用状况的主要代表。城投企业融资渠道主要有银行贷款、非标融资和债券融资。随着非标融资的萎缩，城投行业的信用

图7 2019年民营企业债券净融资额为负(亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图8 2019年房地产开发企业债券净融资额为负



数据来源: Wind, 联合资信整理

总体上也有所收缩。2018年以来城投非标融资违约事件多次出现,反映出部分城投企业经营及再融资状况恶化,信用收缩有所强化。

(6) 流动性分层加剧,尤其是包商事件后,中小银行流动性一度趋紧,信用收缩较为明显。2019年以来,随着经济下滑,流动性在大中小银行之间分层加剧,以城商行和农商行为代表的中小银行长期积累的风险开始暴露,流动性更趋紧张,中小银行发行的同业存单利率明显上行,同业存单发行失败的情况也时有出现,导致包商银行等风险事件发生。从银行贷款不良率看,城商行不良率从2016年末的1.48%上升至2019年6月末的2.3%,上升了85个基点(BP),同期不良余额则从1498亿元上升到3771亿元,翻了一番还多;农商行不良率从2016年末的2.49%上升至2019年6月末的3.95%,并曾在2018年中达到过4.29%,同期不良余额则从2349亿元大幅上升至5866亿元。包商银行事件之后,监管层支持中小银行补充资本金,情况有所企稳,但总体造成中小银行信用的较大收缩。

2019年信用债市场发行继续扩大,债券违约规模有所增加

信用债是企业直接融资的重要渠道,虽然在社会融资规模中的占比并不高⁶,但也是宏观信用的重要构成部分。2019年宏观信用的总体表现,在信用债市场也有明显反映。

1. 2019年债券融资规模持续增长,净融资规模逐年增加,发行利率总体波动下行,发行主体等级主要集中在AA+及以上

债券融资规模持续增长,发行结构基本稳定。2019年债券市场累计发行7135期主要信用债债券,同比增长21.24%;发行规模10.3万亿元,同比增长22.91%,其中短期融资券发行规模同比下降。超短期融资券和中期票据仍为非金融企业的主要融资工具,规模合计占比48.56%。企业债券和金融债券发行期数和发行规模占比均明显上升(详见表1)。

债券净融资逐年增加。截止2019年11月底,非金融企业债券融资存量23.1万亿元,占社融存量总额(221.3万亿元)的10.4%,是除人民币贷款之外的第二大融资方

表1 2019年主要信用债发行情况

债券类型	2019年						2018年			
	发行期数			发行规模			发行期数		发行规模	
	期数(期)	同比增幅(%)	占比(%)	规模(亿元)	同比增幅(%)	占比(%)	期数(期)	占比(%)	规模(亿元)	占比(%)
超短期融资券	3038	22.16	42.58	31313.99	18.48	30.47	2487	42.26	26430.00	31.61
短期融资券	462	7.94	6.48	4436.20	-7.16	4.32	428	7.27	4778.30	5.72
公司债券	893	12.33	12.52	10910.11	8.79	10.62	795	13.51	10028.28	12.00
中期票据	1650	17.44	23.13	18587.40	10.32	18.09	1405	23.87	16848.25	20.15
企业债券	364	42.75	5.10	3353.49	50.48	3.26	255	4.33	2228.58	2.67
金融债券	430	47.26	6.03	23176.00	77.18	22.55	292	4.96	13080.40	15.65
资产支持证券	289	30.77	4.05	10843.78	6.82	10.55	221	3.76	10151.91	12.14
国际机构债	9	350.00	0.13	135.00	147.25	0.13	2	0.03	54.60	0.07
总计	7135	21.24	100.00	102755.97	22.91	100.00	5885	100.00	83600.32	100.00

数据来源: Wind, 联合资信整理

⁶ 根据人民银行数据,2019年11月累计新增规模占比为13.5%,年初以来呈波动上升态势。存量规模占比基本稳定维持在10%左右,2019年11月为10.4%。

式; 2019年, 非金融企业在债券市场共发行信用债9.19万亿元, 总偿还量6.98万亿元, 净融资额2.21万亿元⁷, 分别较上年同比增长7.27%、5.70%和1.57%, 近3年净融资额逐年增加。

2019年信用债发行利率在2018年的基础上继续波动下行。其中短期融资券(包括一般短期融资券和超短期融资券, 下同)发行利率下降幅度最大, 2019年12月的加权平均发行利率为2.90%, 同比下降29.00%; 其次为企业债, 2019年12月加权平均发行利率为5.00%, 同比下降17.97%。中期票据和公司债的发行利率变化不大。

2019年债券发行主体的等级分布仍主要集中在高等级区。从发行规模上看, AA+及以上等级主体发行规模占比为61.68%, 较2018年(63.73%)略有下降, 较2017年(57.12%)有所上升; 从发行只数上看, AA+及以上等级主体发行只数占比65.32%, 较2018年(63.84%)和2017年(55.9%)均有所上升。发行主体向高等级集中的情况, 反映了市场在低等级主体债券违约多发的情况下, 投资者风险偏好下降。

推迟或取消发行债券期数和规模大幅减少。2019年推迟或取消发行的债券总计339期, 规模合计2378.56

亿元, 均较上年大幅度减少, 说明2019年债券融资环境较上年显著改善(详见表2)。

2019年推迟或取消发行的债券发行主要为国有企业(地方国有企业和中央国有企业), 占比约90%, 较2018年提高10%; 民营企业占比约7%, 较2018年下降约6%。反映出有条件进行债券融资的民营企业数量减少, 民营企业的融资的需求更为迫切, 比较能够接受较高的融资成本; 相对而言, 国企的融资渠道更多, 债券融资需求可能并不强烈, 对融资成本更敏感, 容易做出推迟甚至取消发行的选择。

2. 随着局部性信用收缩深化, 信用债违约规模及期数增加, 新增违约主体数量与上年持平, 主体评级预警总数较上年略有增加

2019年债券市场信用风险整体维持在较高水平, 共有180支债券发生违约, 涉及发行人共65家, 新增违约主体40家, 违约金额合计1466.04亿元。2019年公募债券市场的主体违约率为0.73%, 较2018年下降0.15个百分点。2019年债券市场信用风险进一步释放, 债券违约主体、违约期数、违约规模, 均较2018年均有所增加, 呈现风险加速暴露的态势(详见表3)。

2019年债券违约的主要特点有: 民企仍是主力, 但弱质国企违约增加, 中央和地方国企均有新增违约。违约行业以商贸、化工、食品、有色金属冶炼、建筑、综合等集中度较低行业为主。从近两年公募债违约主体行业分布看, 国企集中的钢铁、煤炭、重型机械、船舶等行业

表2 2018—2019年主要信用债推迟或取消发行情况

债券类型	2019年情况		2018年情况	
	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)
超短期融资券	53	314.00	136	859.55
短期融资券	65	302.20	143	662.10
公司债券	27	279.84	32	215.30
中期票据	181	1295.10	304	1945.60
企业债券	18	138.00	37	256.50
金融债券	--	--	4	13.80
资产支持证券	3	119.73	6	131.51
总计	339	2378.56	662	4084.36

数据来源: Wind, 联合资信整理

表3: 2015—2019年新增债券违约情况

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
债券期数(期)	27	56	34	125	180
债券规模(亿元)	121.77	393.77	312.49	1209.61	1466.04
新增违约主体数(个)	25	29	9	40	40

数据来源: Wind, 联合资信整理

⁷ 包括非金融企业在银行间和交易所市场发行的企业债、公司债、中期票据、短期融资券(包括超短期融资券)和定向融资工具。

业较少,进入门槛较低、非国有控股企业集中的行业较多。地区上仍集中于东部发达地区。信用风险表现多样化,债券展期、劝退回售、场外兑付现象增多;公司治理问题凸显,主要涉及公司管理层及实际控制人风险、股权或资产冻结质押风险、信息披露违规风险、担保及关联方风险。

此外,2019年主体评级预警总数较上年略有增加,四季度明显下降。2019年主体评级预警总数540次/家,较上年(529)略有增加。其中评级调低217次,较上年(242次)有所减少,评级展望调低54次,较上年(37次)有所增加,评级展望负面151家,较上年(140)有所增加,列入评级观察的企业118家,较上年(110家)略有增加;分季度看,第四季度预警总数明显减少,较上年同期显著降低。评级预警与违约存在一定时滞,一般违约在评级预警后半年到一年发生,2019年较高的评级预警数量,预示2020年仍存在违约高发的可能。

三、2020年宏观经济及政策前瞻

2020年经济走势前瞻

2019年底中国主要经济指标虽有所好转,但经济增长回升的动力仍显不足,外部环境仍存在较大不确定性,2020年依然面临较大的下行压力。年初出现的黑天鹅事件——新冠肺炎快速在全国的蔓延,导致疫情严重地区乃至全国生产流通大面积停滞并波及国际社会,短期内将加速经济下行,长期拖累2020年经济增长。

1. 新冠肺炎疫情迅速蔓延,对经济社会短期冲击较大

1月突然爆发的新冠肺炎较2003年初的SARS疫情传染性更强、扩散速度更快、影响范围更广、危害程度更大,对经济社会的冲击更大,短时间内引起国内外政府与社会的强烈反应。武汉及湖北其他城市率先封城、实施交通管制、关闭生产经营场所,并迅速波及到全国各地;全国各省市陆续宣布启动“重大突发性公共卫生事件一级响应”,为中国历史上前所未有的;国务院通

知春节假期延长,各地全面延长10天甚至更长,实施隔离防控与人口流动限制,号召或规定民众居家隔离,企业大面积停产停工;国外政府纷纷采取停飞中国航班、阻止中国人入境、限制与中国的经贸往来等措施以防疫情传入;WHO于1月30日将新冠肺炎列为“国际关注的重大公共卫生事件”,引起国际社会对疫情的更高警惕。可以说,此次突发新冠疫情较SARS引起国内国际社会更大反应,对经济社会冲击亦更大。

2. 突发的黑天鹅事件——新冠肺炎疫情对2020年全球经济将产生广泛影响,势必拖累全球经济增长

尽管存在贸易及地缘政治等多重不确定性影响,但随着美联储快速降息并开启扩表,全球利率水平在2019年大幅度下行对需求的刺激,促进工业生产的恢复及库存回补需求,从而对全球经济增长产生支撑。同时,中美贸易谈判第一阶段协议的签署及英国脱欧的尘埃落定,全球贸易有望逐渐恢复,2020年全球经济可能保持平稳。但在受到新冠肺炎疫情影响后,中国进口商品、中国游客出国旅游大幅下降,中国之外各国之间因为防控疫情而导致人员往来及国际贸易下降,同时全球供应链也受到较大冲击。以上因素将对各国旅游业、制造业及相关产业造成较大影响,拖累各国经济增长。

3. 疫情可能使国内经济短期内加速下行,中长期拖累2020年经济增长

2019年3季度开启的各项稳增长政策措施,推动经济状况在年底出现企稳,2020年经济下行趋势或将放缓。但在空前疫情影响下,2020年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面,春节是传统的消费高峰期,包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等,而今年因为防范疫情,绝大部分人群都在家里自我隔离,网购由于配送问题亦大幅减少,消费数据相当惨淡。投资方面,由于隔离限制与人口流动限制,大量工人(尤其是农民工)返城问题突出,生产活动无法进行,制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面,虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施,但是一些国家已

经分别采取了限制措施、并提升了风险等级。外国供应商要考虑新增中国某个企业为供应商，中间需要经过初步洽谈、产品测试、验厂、打样、谈判、签约等环节。上述多个环节涉及外国采购商到华的国际旅行。目前，这类新增中国企业为供应商的协商过程，可能受到干扰、甚至面临暂停，进而影响到潜在的国际贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累2020年经济增长。对经济增长的长期拖累，将视疫情控制的持续时间而定，持续时间越长，对经济增长的拖累将越严重。

4. 受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加

2019年主要是以猪肉为主食品价格大幅上涨，带动CPI迅速攀升。理论上讲，2020年随着食品价格的扩散效应，非食品价格或将联动上涨，其中服务价格回升压力较大（2019年主要受通讯等价格下降拖累）。如果在基建等带动下PPI止跌回升，则2020年或将面临全面的通胀压力，从而对货币金融政策的放松产生加大约束。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使PPI的继续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复工，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

2020年宏观政策前瞻

根据2019年以来国内外经济形势及未来走向，我们预计2020年宏观政策将保持稳定，继续延续2019年的基本宏观调控基调，继续实施逆周期调节，推进落实减税降费、降低实体经济融资成本，同时加强基建补短板、深化对外开放、推进重点行业及区域发展。考虑到年初突发的新冠肺炎疫情对经济的冲击可能远大于2003年的SARS疫情之冲击，逆周期调节的力度将会进

一步加强，疫情防控和恢复经济将成为短期乃至较长期的政策重心。

1. 中央经济工作会议定调稳字当头的政策主线，克服疫情对经济造成的冲击并尽快恢复经济稳定发展，将成为上半年乃至全年的政策重心

2019年12月6日中共中央政治局会议明确2020年经济要“保持经济运行在合理区间”“加强基础设施建设”“提升科技实力和创新能力”，经济工作的目标是稳增长，而稳增长的重要抓手是稳投资和创新。12月12日中央经济工作会议，对2020年政策做了定调，即“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。在这一总体要求下，“六稳”工作仍是主线，深化供给侧结构性改革将持续发力，“量的合理增长”和“质的稳步提升”并重，以“确保全面建成小康社会”。会议强调，“财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”。会议指出，2020年要“保持宏观杠杆率基本稳定”，与上年“结构性去杠杆”的提法明显不同，这意味着若2020年经济继续下行，则适当加杠杆、扩信用的可能性较大。疫情发生后，中央政治局在20天内连续召开三次会议，研究部署疫情防控及经济恢复工作，指出要加大宏观政策调节力度，要更好发挥积极的财政政策作用，保持稳健的货币政策灵活适度，针对疫情带来的影响，研究制定相应政策措施，支持企业复工复产，稳定经济发展。可以预期，若新冠肺炎疫情不能在短期内解除，则克服疫情对经济造成的冲击并尽快恢复经济稳定发展，将成为年初乃至全年的政策重心。

2. 为应对新冠肺炎疫情的冲击，逆周期调节力度或将进一步加大

由于新冠肺炎疫情对经济的冲击可能远大于2003年的SARS疫情之冲击，至少上半年宏观政策进一步宽松的可能性更大。疫情爆发以来，相关部门已经及时出台了更加有力的政策措施，帮助企业度过难关。财税方



面，2月5日召开的国务院常务会议确定，自1月1日起暂时实施四项财税政策⁸，在进一步降低防疫用品生产企业、相关运输物流企业、医药企业等相关企业生产运营成本，推动防疫物资和医药产品加大供给的同时，对产业链上下游也将具有积极的扩散效应。另外各地各部门也相继出台系列税费减征缓征等措施，大力减轻企业负担，支持企业开工复产。货币金融方面，中国人民银行、财政部、银保监会等部门于1月31日联合下发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，就保持流动性合理充裕、加大信贷支持力度等问题做出安排；中国证监会于2月2日表示，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧；2月5日国务院常务会议还确定用好专项再贷款政策，支持银行向重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重

点企业包括小微企业，提供优惠利率贷款，由财政再给予一半的贴息，确保企业贷款利率低于1.6%。同日中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》，要求建立债务融资工具注册发行绿色通道，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业债务融资工具注册发行等注册发行便利政策。这些政策措施的实施，无疑加大了逆周期调节的力度，对熨平疫情的负面影响及全年经济增长均将产生积极作用。

3. 受新冠疫情压力，财政政策或将转为更加积极

根据中央经济会议对2020年的财政工作的原则安排，2020年财政将以提质增效为核心，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。2018年12月的中央政治局会议的相关内容“积极的财政政策要加力提效，实施时更大规模的减税降费，较大幅度提高地方政府专项债规模。”比较分析连续两次中央经济工作会议关于财政政策的两种表述，可以看出2020年财政政策的力度远弱于2019年，低于市场预期：立足点变为压缩支出，提质增效，只提供兜底性的保障，积极财政的底色有所淡化；没有提降税降费，也没有再提增加专项债规模等市场期待的举措。2019年12月26日召开的全国财政工作会议延承中央经济工作会议精神，没有提出任何稳增长逆周期调控的具体措施。以此可以预计，若2020年不出现更严重的经济下行，积极的财政政策可能并不会出现。反之如果经济下行压力加大，则政府可能在增值税税率并档改革、消费税改革及降低企业所得税等方面出台政策，从而为减轻企业税收负担，增强市场主体信心和活力创造更好的财税环境。目前来看，年初突发的

⁸ 一是对防控重点物资生产企业扩大产能购置设备允许税前一次性扣除，全额退还这期间增值税增量留抵税额；二是对运输防控重点物资和提供公共交通、生活服务、邮政快递收入免征增值税；三是对相关防疫药品和医疗器械免收注册费，加大对药品和疫苗研发的支持；四是免征民航企业缴纳的民航发展基金。

新冠疫情可能改变上述财政政策基调，转而实施更加积极的财政政策，加大资金投入，保障好各地疫情防控资金需要，同时研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施，缓解企业经营困难。

4. 稳健的货币政策继续支持实体经济发展，确实降低企业融资成本，支持疫情防控和经济恢复

2019年11月5日，央行下调MLF操作利率，11月18日7天期国债逆回购利率，11月20日LPR报价随之下调。降准或结构性降准的空间较大，同时通过MLF操作利率，引导LPR每月报价小幅下调，实现常规性降息，实质性降低企业信贷市场利率，提振市场主体的预期和信心。12月28日央行发布公告，决定自2020年1月1日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同，并且将存量浮动利率贷款全面转向LPR定价，有利于全面降低贷款成本，减轻企业财务负担⁹。另外一系列针对新冠疫情的支持性货币金融政策，如尽快降息降准，开通信贷、债券发行绿色通道便利企业融资，鼓励开展疫情防控及经济恢复等方面的金融产品创新等，也将成为货币金融政策关注的一个主要方面。

5. 进一步支持中小银行补充资本金，增强其资金投放能力和抗风险能力

另外，进一步支持中小银行补充资本金，增强其信贷投放能力和抗风险能力，也是缓解流动性分层和局部性信用收缩的政策方向。创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要灵活适度，运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞“大水漫灌”，保持物价水平总体稳定。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务

重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，优化融资结构和信贷结构，加大对推动高质量发展的支持力度，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环。进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。

四、2020年宏观信用及债券市场风险展望

2020年宏观信用或将继续弱势扩张，局部性信用收缩继续存在，新冠肺炎疫情短期在一定程度上加剧信用风险

1. 宏观信用继续弱势扩张

在需求弱化、增长放缓以及增长动力转换无法短时间内完成替代的情况下，中国经济增长仍然主要依靠债务推动，客观上需要宏观信用扩张，对经济注入流动性和低成本资金。但通胀预期制约，宏观杠杆率高企，企业债务负担较重，信用风险加大的背景下，信用扩张的幅度难以提高，“宽信用”的局面依然难以快速出现。

2. 宏观信用结构将有所调整

2019年12月12日中央经济会议指出，要保持宏观杠杆稳定，预示着2020年宏观杠杆率将继续稳定在当前250%左右的可能性较大。当前，企业部门杠杆率150%以上，处于高位并隐含较大信用风险；居民杠杆率50%

⁹具体安排是自2020年3月1日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以LPR为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于2020年8月31日前完成。同时对个人商业性住房贷款利率的加点方式、重定价周期和重定价日确定、浮动利率转换为固定利率的执行标准等做出了明确规定。

以上,虽然与发达国家比较不算高,但近年以来增高太快,且居民杠杆率较高已经对一般消费产生抑制,居民杠杆率进一步上升空间有限。另一方面,政策上以政府投资提振固定资产投资的要求强烈,2020年不仅地方政府债券可能大幅增加,中央政府债券及其他负债亦将提高。这种情况导致的结果,将是政府部门加杠杆,居民部门稳杠杆降杠杆,企业部门降杠杆,从而导致宏观信用结构有所调整。这种结构的调整,相对有利于降低宏观信用风险,但也将使企业部门的信用有所收缩。

3. 企业部门局部性信用收缩或将继续

在企业部门内部,由企业所有制性质、行业经济周期、企业经营及治理等差异所产生的信用配置不平衡问题由来已久,而在宏观信用结构调整的背景下,部分行业及企业的信用收缩或将继续。由于2019年的部分违约主体仍有大量债券未到期,明年到期后继续违约的可能比较大;有些经营恶化,流动性困难,再融资环境趋紧的发行人,信用风险不断积累,在金融、房地产、城投等一些信用状况较好的行业领域,有的企业信用风险在持续积聚,如中小银行、中小房企和信用资质较差的城投平台等,本来就积累了较大的信用风险,加上2020年到期及回售债务规模仍然较大,局部性新增债券违约不容忽视。

4. 新冠肺炎疫情短期在一定程度上加剧信用风险

疫情对部分企业采购、生产、销售、现金流回款造成冲击,企业的正常偿债资金筹集活动也将受到影响,不排除部分企业会遭遇短期的流动性困难,进而导致无法按期偿付债券本息。由于信用在企业产业间的广泛关联性和联动性,若无有效政策措施干预,预计将在一定程度上加剧信用风险。总体来看,疫情短期内对中小企业的偿债能力提出更为严峻的挑战,但国有大中型企业的信用能力不会受到实质性影响。

2020年债券发行规模将维持增长,但发行结构或有调整

1. 债券发行规模将维持增长

债券融资作为直接融资的主要渠道,在2020年继续

扩大的可能性较大。一方面,在稳增长稳就业的压力下,通过债券融资增加投资,缓解企业流动性压力的需求仍然较为强烈;另一方面,存量债券到期压力下,企业续发债券的融资需求不减。而相对宽松的货币金融政策环境,以及债券融资成本随市场利率下降为企业债券融资均提供了较好条件。但由于企业自身的资信条件及政策导向的作用,债券融资的结构性调整不可避免。2019年,债券发行主体主要集中在国有企业和上市公司,行业上看主要集中在基建等。2020年这些行业依然肩负稳增长稳就业的重任,融资环境较为宽松。在这些主体融资需求的推动下,债券市场总体发行规模或将继续维持高位。

2. 债券发行成本将进一步降低

2019年下半年以来,在经济下行压力加大的背景下,我国货币政策趋于宽松,流动性合理充裕,市场利率中枢逐步下移,债券发行成本持续下降。2020年货币政策宽松趋势难以改变,央行降准降息的空间仍然较大,货币政策向债券市场的传导机制较为畅通,可以预期信用债发行利率将进一步下行,企业债券融资成本进一步下降。

3. 地方政府专项债的发行规模进一步扩大

2019年第四季度,在本年度地方政府专项债额度发行完毕的情况下,财政部提前下达2020年专项债额度1万亿元,并于2020年初开始发行。市场普遍预期2020年地方政府专项债规模将较上年增加,达到3万亿元左右。地方政府专项债的大规模发行,对企业信用债的发行或将产生一定挤出效应,从而改变债券融资结构。品种上看,短融和中票仍将是企业信用债券的主流产品,企业债占比或将在加强基建投资的政策作用下有所提高,金融债或将在对中小银行补充资本支持政策的作用下提高占比;期限上,长期化趋势将可能在地方政府专项债的引领下有所发展;主体信用等级分布上,向高等级集中的趋势仍将持续。

4. 产业债发行将延续分化特征

钢铁、煤炭等国企占比较高的中上游行业,受益于

前期“去产能、降杠杆、结构调整”取得明显成效，资产负债率降低，集中度提升，信用风险相对较低，产业债发行规模将保持稳定；交通运输、电力、港口、建筑等行业在基建稳增长发力背景下容易得到更多政策支持，产业债发行规模亦将继续增长。比较而言，难以直接受益于政策利好、民企占比高、行业格局不稳定的中下游行业信用风险相对较大，债券融资规模或将继续萎缩。

5. 民营企业债券发行可能进一步萎缩

由于自身融资条件的恶化，信用风险高企，民营企业债券融资受到更大限制，市场对民营企业债券融资的非风险溢价要求更高，相应的融资成本依然较高。从债券融资结构看，在支持政策弱化及自身信用质量下滑的情况下，民企债券融资规模趋于缩小是大概率事件。

6. “疫情债”等创新债券获政策支持

为积极应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情，保障银行间债券市场平稳运行，加大对疫情防控地区的金融支持力度，交易商协会建立了债务融资工具注册发行“绿色通道”，并加快研究推出了“疫情防控债”，允许对募集资金用于疫情防控相关用途的债务融资工具名称添加“疫情防控债”标识，鼓励参与各方加大宣传力度，提升市场影响力。2月10日，上海银行牵头主承销的深圳航空有限责任公司2020年度第4期超短期融资券（简称“20深航（疫情防控债）SCP004”）成功完成簿记。本期债券发行规模5亿元，期限179天，票面利率2%，募集资金部分用于补充深圳航空为助力疫情区抗

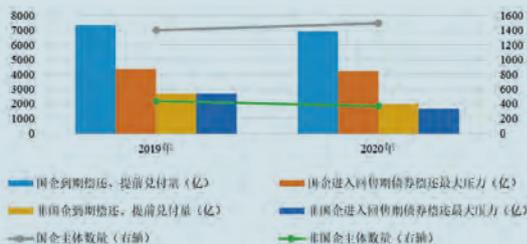
击疫情而免费运输救援物资、医务人员，为旅客免费办理退票、改票等而支出的运营资金。预计随着疫情防控的深入及疫后经济恢复的需要，相关创新性债券融资产品将陆续推出，这有助于在更好地服务疫情防控及疫后经济恢复的同时，丰富债券产品，扩大市场规模。

2020年非金融企业信用债违约潮或将有所回落，局部性信用风险仍需关注

1. 过去两年非金融企业信用风险已有较充分释放，低等级发行主体2020年偿还压力有所缓解，加之新冠疫情压力下政策支持呵护力度的加大，2020年债违约潮或将有所回落

首先，经过2018—2019年债券违约的集中爆发，较差资质发行人信用风险已经得到一定程度释放，同时违约潮产生的投资者风险偏好下降，使近两年新发债主体资质相对较优，维持了存量债券发行人总体上较强的经营管理、盈利能力和流动性调节能力，同时政府一系列政策的支持，也为其再融资环境的改善和化解流动性风险创造较好条件，发生违约的概率有所降低。其次，2020年低等级发行人的偿债压力较上年有所缓解。根据我们对AA+以下等级发行主体最大偿债压力的统计（详见图9），2019年低等级发行主体的最大偿债压力为1.7万亿元，而2020年下降至不到1.5万亿元，偿债压力明显缓解。其中国企到期偿还、提前兑付和最大回售量略有下降，非国企到期偿还、提前兑付和最大回售量均明显下降；从主体数量上看，2020年国企偿债数量较上年有所增加，而非国企的数量有所减少。非国企发行人偿债数量和最大偿债量的降低，为2020年违约规模下降提供了基本保证。综上所述，可以预计2020年债券违约潮或将有所回落。再次，由于新冠肺炎疫情对经济的较大冲击，财税部门府为了帮助企业度过难关，出台系列减税降费，减轻企业负担、提高企业盈利水平的政策措施；同时金融监管部门实施融资“绿色通道”、支持“疫情债”等相关创新融资工具的推广使用等便利措施，进一步优

图9 2020年非金融企业偿债压力将有所缓解



数据来源：Wind，联合资信整理

化融资环境,降低融资成本。以上政策措施将改善企业流动性紧张状况,降低企业违约的信用风险。

2. 级别信用利差尚处高位,局部性信用风险仍需关注

从高低级别债券信用利差来看,2019年总体上有所收敛,但仍处于历史高位。高低级别债券之间的信用利差是资本市场度量违约预期大小的一种有效方法,2018年以来,无论产业债还是城投债,AA级与AAA级之间的级别利差快速走高,在2018年年底达到了历史的高位,比以往高位高达100BP左右。在此期间,出现了中国资本市场上未曾有过的债券违约高峰。2019年以来,高低级别利差总体有所收敛,反映了市场对违约预期有所降低,但总体仍处于较高水平,这意味着2020年仍会是债券市场违约高发的一年,但总体会有所回落。民企和国企产业债的利差在2019年四季度下降明显,但仍处于高位水平,民企仍是债券市场违约的主要组成部分(详见图10)。

3. 民营企业受疫情冲击更大,信用风险相对较高

2019年,民营企业债券融资净额为负,主要是新发行规模大幅下降,同时到期及回售规模较大,显示出民营企业信用收缩十分明显。近年来民营企业债券发行发展迅速,存续债主体已有800家左右。大部分民营企业主要分布于行业集中度较低的下游产业,激烈的市场竞争对其盈利水平产生了较大约束;其中部分民营企业盲目多元化发展、治理结构不完善,内控机制不健全,容易引发财务风险,信用质量相对较弱。2019年受到信用等级下调的民营企业数量占比较大,有些已经发生违约,

有些处于潜在违约状态。2020民营企业债券到期仍较集中,信用风险仍然较大。更为值得关注的是,民营企业主要集中在受新冠疫情冲击最大的餐饮、零售、娱乐、旅游、酒店等行业,疫情以来的停业已经造成多数企业现金流紧张,短期信用风险剧增。

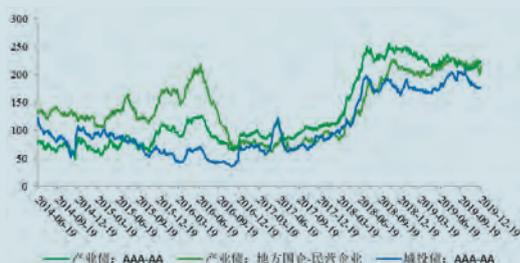
4. 房地产行业信用风险有所提高,新冠疫情更令其雪上加霜

在“房住不炒”政策的导向下,2019年房地产企业融资受到诸多限制。2020年房地产政策继续维持“稳房价、稳地价、稳预期”的三稳政策,但在房价涨幅继续下滑,部分一二线城市房价有所下降,销售量萎缩的趋势下,2020年房企持续盈利压力加大,自身偿债能力下降;另一方面,2020年地产债偿还规模有所增大,达到5890亿元,其中有近50%的规模附有回售条款,在房企融资政策收紧环境下,地产债的实际偿还压力依然较大。本次疫情导致房企售楼部关闭,工地施工延期,房地产投资和销售增速大概率下行,流动性更趋紧张,部分经营惨淡的企业更是雪上加霜。从这个意义上看,2020年房地产开发行业的信用风险或将有所提高,尾部企业债券违约的概率加大。

5. 城投平台的潜在信用风险或将进一步暴露

如果将“16呼和经开PPN001”的延期兑付视为续约,则2019年城投公司依然艰难地保持了零违约的记录。但据不完全统计,截至2019年底,城投企业已经发生非标融资违约事件60起左右。这主要是监管趋严下非标融资大幅收缩的结果,已有数家城投公司主体评级被下调、评级展望负面及列入信用观察名单;同时城投非标融资违约事件较为频发,反映出其经营及再融资的难题,具有较强的金融脆弱性。这类城投的再融资,对政府支持的依赖性较强,一旦政府放弃或无力支持,随时有暴雷之风险。2019年Wind口径城投债共发行3.15万亿元,偿还2.18万亿元,净融资近1万亿元。即使在净融资规模为正的情况下,部分城投非标违约仍然较多,债券违约风险已经显现。2020年在基建投资加大,地方政府对城投依赖加大的背

图10 主要利差比较 (BP)



数据来源: Wind, 联合资信整理

景下, 城投融资环境或将保持较为宽松, 但由于到期规模较大(到期偿还额1.81万亿, 略少于2019年), 偿债压力同样较大; 随着城投公司的融资平台功能的逐渐剥离以及地方政府总体债务高企、财政收入增速下滑, 地方政府对城投公司支持力度或将有所弱化, 叠加监管趋严, 非标及私募产品违约继续增多等因素的影响, 部分城投公司评级下调的可能性增大, 一些资质较差的城投公司(地方政府财力弱、自身经营绩效差)信用风险或将陆续暴露。

6. 受新冠肺炎疫情冲击较大的部分发债主体短期偿债能力承压

首先是湖北及周边等疫情较重地区的企业受疫情影响可能较长时间内无法开工复产, 造成企业经营现金流紧张, 短期内存在较大的偿债压力。其次是全国各地

普遍延长假期, 推迟开工复工时间, 导致大量抗风险能力较差的中小企业尤其是民营企业面临较大的持续经营风险, 为其提供产品或服务的部分上游发债主体由于销售下降、回款困难而面临较大的偿债压力。第三, 重点关注交通运输、旅游酒店、餐饮、文化娱乐等行业信用风险。本次新冠肺炎疫情乐观估计3月份平息, 但其对消费者心理的影响可能会持续较长的时间, 因而难以在短期内恢复正常运营, 中短期信用风险较大。尤其是其中的民营企业, 资金链条本来普遍处于紧绷状态, 再加上生产经营基本停滞、筹资活动短期内难以正常开展、固定支出不变, 疫情带来的额外人工开支、订单交付延误等困难, 使其债券到期偿还及回售压力攀升, 蕴含的信用风险或将加速暴露。■

新冠疫情叠加油价暴跌 全球金融市场动荡或将进一步持续

文 | 联合资信评估有限公司 胡前方

新冠疫情爆发致使全球经济预期恶化, OPEC+减产协议破产加剧原油价格下行, 引发市场恐慌情绪攀升; 从历次减产表现来看, OPEC+实际减产力度松懈, 各国财政压力不同, 内部分歧由来已久, OPEC+联盟破裂风险显著上升, 对能源市场影响力将显著下降, 短期内油价仍有下探空间; 同时, 全球经济低速增长环境对原油需求形成持续抑制, 多重不确定下全球经济前景难言明朗, 原油需求回升乏力, 无减产协议下的油价市场将有利于过剩产能快速出清, 油价或将长期低迷。在新冠疫情蔓延全球背景下, 油价暴跌引发金融市场震荡, 将对前期积累的资产泡沫产生挤出效应, 金融市场的脆弱性将暴露的更彻底, 或将引发新一轮经济衰退。

新冠疫情爆发致使全球经济预期恶化, OPEC+减产协议破产加剧原油价格下行, 引发市场恐慌情绪

自新冠疫情爆发以来, 全球经济前景预期恶化, 原油价格自2020年初以来表现出明显下滑行情(详见图1)。作为全球最大原油进口国, 中国受疫情防控防疫影响推迟复工复产, 旅游消费、交通运输等经济活动急剧萎缩, 能源需求大幅下滑。2月以来, 多个国际机构下调全球经济增长预期。IMF预计2020年全球经济增速将低于2019年的2.9%。经合组织认为2020年全球经济增速为2.4%, 低于2019年增速, 且若疫情恶化则仅增长1.5%。亚洲开发银行预计新型冠状病毒疫情将使今年全球经济增长减少0.1至0.4个百分点; 国际投资机构高盛表示,

随着遏制病毒传播措施的影响从中国溢出到世界其他地区，最新爆发的冠状病毒疫情将会拖累今年的全球经济增长，2020年全球GDP增长将受到0.1至0.2个百分点的打击。全球经济预期恶化使得全球能源需求受到压制，国际油价持续走低。截至2月28日，伦敦布油（以下简称“布油”）由年初66.34美元/桶下滑至50.09美元/桶，最低时突破50关口，下探至48.94美元/桶，累计收跌24.5%；NYMEX原油价格（以下简称“美油”）则由年初的61.18美元/桶下跌至45.26美元/桶，累计收跌26.0%。

在此背景下，此次OPEC+减产协议的破产对国际原油价格形成巨大打击，并引发市场恐慌情绪。作为全球原油供应国联盟，OPEC+减产协议一度被市场寄予厚望。OPEC+联盟提供了全球近40%的原油供应，减产协议对保证油价减缓下跌趋势至关重要。然而3月6日，OPEC+进一步减产协议破裂，引发市场对原油过剩的担忧，布油和美油盘中最大跌幅均超过9%，创2008年以来最大的单日跌幅。3月9日，原油大幅低开，布油大跌31%，美油跌幅超过24%；另一方面，作为避险资产的黄金则一举突破1700美元/盎司大关。

另一方面，原油的金融属性决定了原油价格对稳定市场信心的重要作用，过低的油价将会对全球金融市场带来冲击。从VIX恐慌指数与油价的相关性来看（详见图2），原油价格的下跌往往刺激市场恐慌情绪上升，而油价的上升则会缓解市场恐慌情绪。此次国际油价的

暴跌后，VIX恐慌指数急剧上升至54.4，单日增幅达到近30%。市场恐慌情绪迅速蔓延至全球股市，中东、欧洲、亚太和美国股市均出现大幅下跌行情。

实际减产力度松懈，各国财政压力不同，OPEC+分歧由来已久，协议破产引发OPEC+联盟破裂风险显著上升，对能源市场影响力将显著下降，短期内油价仍有下探空间

从此轮减产协议实施以来，OPEC+内部减产纪律松懈，实际减产完成度不高。此轮减产协议始于2019年初，在当时OPEC公布的减产配额表中，在OPEC减产的成员国中，沙特承担了40%的减产比例，在非OPEC减产国家中，俄罗斯承担了62%的减产比例，沙特和俄罗斯承担了主要减产任务。协议在6月延长，减产目标定为120万桶/日，12月减产目标上升至170万桶/日。其中OPEC成员国减产比例为70%，减产任务为118.4万桶/日，非OPEC产油国减产比例为30%，减产任务为51.4万桶/日。从2019年下半年减产执行情况来看，截至2020年2月，合计7个月中，OPEC只有2019年9月份完成减产目标，超额生产则是常态。伊拉克、尼日利亚、阿联酋、厄瓜多尔，和俄罗斯等国均未完成减产目标。OPEC+内部实际减产效果并未达到预计效果，国际油价反弹的动力不足。

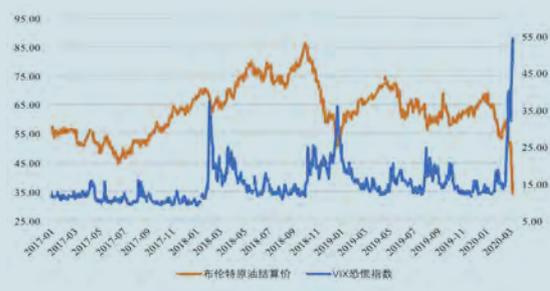
另一方面，OPEC+内各国财政压力不同，导致各国对原油价格的需求不同，这也是各国对减产协议产生分歧的根本原因所在。从2019年OPEC+各国财政盈余状

图1 2020年全球原油价格走势



数据来源：Wind布油收盘价

图2 原油价格走势与市场情绪波动



数据来源：Wind

况来看(详见图3),除了科威特、卡塔尔和阿塞拜疆保持了相当于GDP的5%以上的财政盈余之外,俄罗斯、安哥拉和哈萨克斯坦财政状况暂时良好,稍有盈余;而其余OPEC+产油国均面临不同程度的赤字状况。其中,利比亚因国内战争等负面因素影响,财政急剧恶化,2019年财政赤字率近30%。利比亚2020年初因为国内动乱原油供应一度停滞,预计其财政压力将继续上升。沙特作为OPEC内主要减产国,近几年国内财政状况持续恶化,2019年财政赤字达到6.1%。低油价对财政压力较大的OPEC+国家将产生直接冲击。

正因如此,沙特选择深化减产达到保油价进而保障财政收入的目的。但这一提议遭到俄罗斯的抵制,沙特转而降价寻求市场份额来达到保证收入的方式。俄罗斯随后也表态将在下月增产。双方的价格战将对OPEC+联盟稳定能源价格的功能和作用产生致命打击,同时带动其他OPEC+产油国,特别是财政压力较大的国家,加入增产大军。在沙特、俄罗斯表态增产后,阿联酋和尼日利亚均表示也将在4月增产。在无减产协议约束下,4月份各国原油产量将没有任何限制,预计国际油价仍有进一步下行的空间。

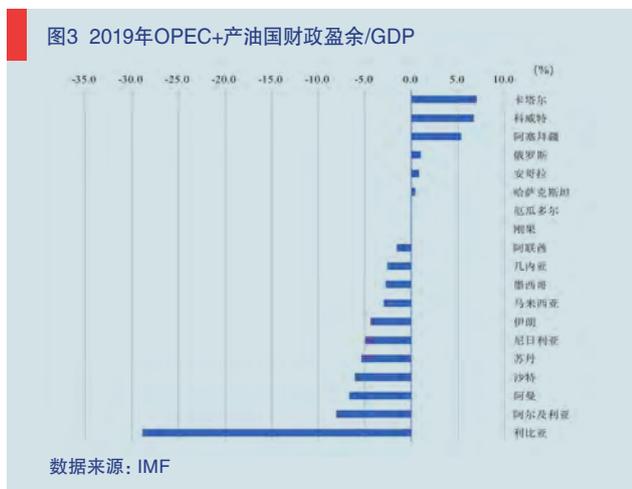
从长期来看,中东地区的盈亏平衡油价普遍在60~80美元/桶的较高区间,沙特的盈亏平衡油价约为

80美元/桶,俄罗斯盈亏平衡油价约在40美元/桶,均高于当前油价。因此,沙特和俄罗斯仍有重回谈判的可能性。

另一方面,此轮协议的破裂将加深OPEC+联盟内部分歧,加大OPEC+联盟分裂风险,降低其对国际能源市场的影响力。自2016年国际原油价格大幅跳水之后,依赖石油收入的经济体陷入困境。OPEC成员国主力沙特携手俄罗斯通过全球减产协议推动油价上升,当时二者原油输出约占全球原油供应的31%,排在全球原油出口的第一和第二位。自2017年减产协议以后,国际油价逐步由30美元/桶攀升至80美元/桶,同时OPEC+这一概念正式形成。OPEC+通过减产成功控制了原油供应,从而在全球原油供应端形成管理决策机制,对全球原油市场产生了深刻影响。然而,随着近几年油价的阶段性波动和各国经济发展需求的变化,OPEC+内部对减产力度出现分歧。特别是作为OPEC+内拥有主要影响力和承担主要减产任务的沙特和俄罗斯。双方国内经济对原油依赖的程度的不同,财政压力不同导致各自对原油价格 and 市场份额的立场产生根本分歧。相比于俄罗斯,沙特经济对石油收入依赖度更高。此轮协议破裂之后,沙特阿美公布月度定价公告,公开宣布降价;随后,俄罗斯的强硬表态则加剧了国际恐慌情绪,国际油价继续下探。二者之间的公开对立深刻揭示了OPEC+的内部分歧。另一方面,随着美国页岩油技术革命,美国能源供应呈现持续上升态势,OPEC+国际原油市场份额占比持续下滑。根据最新OPEC月度报告,2020年2月OPEC原油供应占全球能源供应的27.80%,较上月份下降0.5个百分点,这已经是自去年10月以来连续5个月呈现下滑趋势。

总体看,短期内,在沙特降价增产以及俄罗斯增产带动下,预计其他OPEC+产油国也会陆续加入增产大军,国际油价仍将继续下行。但过低油价对OPEC+内各国财政及经济均带来较大压力,或将促使沙特与俄罗斯重回谈判桌。

图3 2019年OPEC+产油国财政盈余/GDP





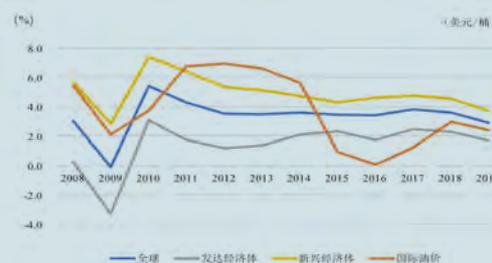
全球经济低速增长环境对原油需求形成持续抑制，多重不确定下全球经济前景难言明朗，原油需求回升乏力，无减产协议下的油价市场将有利于过剩产能快速出清，油价或将长期低迷

全球经济低速增长环境对全球能源需求形成长期抑制，原油需求长期低于原油供应，全球能源过剩是油价增长动力不足的根本原因。当前全球经济仍处在复苏阶段。2008年以来，次贷危机、金融海啸和欧债危机给全球经济带来的阵痛并未全部消除，全球经济仍处在深度调整阶段。在欧美央行超常规货币政策下，全球经济结构性问题并未得到解决，人口老龄化、贫富分化以及经济发展不平衡等问题仍然突出，工业化进程虽有突破，但工业周期调整越发短期化，低通胀一直困扰发达国家，发达国家经济持续增长动力不足。新兴市场国家增长潜力虽然大于发达国家，但随着国际经贸环境和资本市场的高度融合和流通，国际贸易形势的恶化对新兴市场国家影响明显更大，新兴国家对资本市场动荡脆弱性更为明显。另一方面，近年来，在贸易单边主义盛行、民粹主义兴起、国际贸易形势恶化、地缘政治风险事件频发、生态环境恶化等多重因素影响下，发达经济体与新兴国家经济增速均出现放缓，全球经济增长乏力，经济增长长期低速运行，

全球能源需求受到持续抑制（详见图4）。

多重不确定性下全球经济前景难言明朗，各国经济下行压力较大，全球能源需求回升乏力。当前的全球新冠疫情将持续制约需求回升，将成为接下来供应过剩的主要原因。全球范围内交通运输、航空、船运用油及炼厂用油需求减少，当前石油市场过剩幅度或超过200万桶/日，实际上即使OPEC+如期成功减产，也并不能明显改变过剩格局（详见图5）。在4月份无减产协议约束下，各国产油水平将不受限制。同时，美国能源供应仍然表现强劲，目前市场的过剩不能仅靠OPEC+出清，还需要依靠页岩油减产来实现再平衡。中期内低油价将有利于市场过剩产能快速出清。长期来看，在多重不确定性下，全球经济前

图4 全球经济增长及国际油价情况



数据来源: IMF, OPEC

景黯淡，能源需求回升动能不足，市场出清面临多重角力，油价或将进入长期低位常态。

在新冠疫情蔓延全球背景下，油价暴跌引发金融市场震荡，将对前期积累的资产泡沫产生挤出效应，金融市场的脆弱性将暴露的更彻底，或将引发新一轮经济衰退

今年2月初，随着新冠疫情蔓延至亚太和欧洲，全球各主要股市开始出现下滑行情，特别是欧洲股市和亚太股市，均出现明显下跌行情。同时，全球避险情绪上升，全球各债券市场收益率逐步上升，特别是发达国家债券市场受到投资者青睐，美国和欧洲债券市场收益率上升较快。3月6日，OPEC+减产协议破产触发的油价暴跌，引发全球金融市场动荡。3月9日开盘后，全球避险情绪急剧攀升，全球股市、债市和大宗商品价格无一幸免，均出现大幅下跌，而具备避险属性的国债和黄金受到青睐（详见图6）。

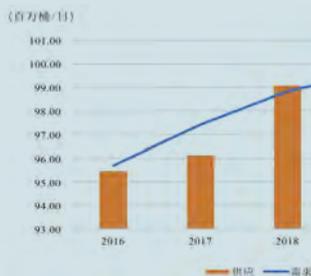
受到全球货币政策持续宽松影响，2019年即使在全球经济增速下滑至近年低点的情况下，全球大类资产仍

然呈现出普涨局面。此次新冠疫情叠加油价暴跌，对全球金融市场产生震荡作用，对前期积累的资产泡沫产生挤出效应，金融市场的脆弱性将暴露的更彻底。金融市场的泡沫风险主要体现在金融市场和实体经济之间的背离。特别是股票市场，由于前期涨幅较大，全球各主要股市均面临持续的回调风险，尤其是以美国为代表的发达国家股市。而从此次全球金融市场表现来看，在此次疫情和油价暴跌冲击下，股票市场脆弱性暴露的更为明显。中东、欧洲、亚太以及美国股市均出现大幅下跌行情，多个国家股市出现熔断暂停交易。

以美国为例，3月9日美国三大股指纷纷暴跌，甚至出现熔断，能源股领跌大盘，市场对美国经济陷入衰退的概率预期已经高达80%。另外，债券市场方面，在原油价格大幅跳水的背景下，美国能源相关的债券指数价格持续走低，指数总回报持续下滑，能源债券违约风险正逐步上升（详见图7）。此前，美联储深夜紧急降息50个BP，尽管美联储强调这是为了遏制疫情对经济产生负面冲击。但历史来看，近20年期间，美联储在2001年科技股泡沫破裂期间和2008年金融危机期间共启动过6次紧急降息，每次紧急降息都伴随着经济下行周期的来临。

在全球主要央行降息节奏放缓、利率水平处于历史低位的情况下，新冠疫情和油价暴跌的双重打击下，全球恐慌情绪急剧攀升，全球金融市场短期内恐难以平稳。而若新冠疫情出现大幅恶化，金融市场震荡影响实体经济增长预期，则不排除全球陷入新一轮衰退的可能性。

图5 国际原油供应与需求



数据来源: OPEC

图6 2020年以来国际商品价格指数回报率变动



数据来源: Bloomberg

图7 2020年至今美国能源债总回报



数据来源: Bloomberg

评级小贴士

关于注册制下公开发行债券的一些基本知识

3月1日,新《证券法》正式落地实施。同日,发改委、证监会、沪深交易所、中债登也发布相关政策文件,企业债、公开发行的公司债正式实施注册制。

发行公司债券的条件

新《证券法》规定,公开发行公司债券应符合“具备健全且运行良好的组织机构”“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”以及“国务院规定的其他条件”三个要求。公开发行公司债券筹集的资金,必须按照公司债券募集办法所列资金用途使用;改变资金用途,必须经债券持有人会议作出决议。公开发行公司债券筹集的资金,不得用于弥补亏损和非生产性支出。

企业债、公司债受理、审核机构

中央国债登记结算有限责任公司为企业债受理机构,中央国债登记结算有限责任公司、中国银行间市场交易商协会为企业债审核机构,发改委对企业债券受理、审核工作及两家指定机构进行监督指导,并在法定时限内履行发行注册程序。

公开发行公司债券,由证券交易所负责受理、审核,并报证监会履行发行注册程序。

证券服务机构责任

新《证券法》规定,证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件,应当勤勉尽责,对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给他人造成损失的,应当与委托人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。

资料来源:《中华人民共和国证券法(2019修订)》;《国家发展改革委关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》;《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》

定向降准力度超前，结构性货币政策持续加力

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 马顺福 侯睿 王妍 王信鑫 吴玥 丁继平

在年初全面降准(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)0.5个百分点,释放长期资金8000亿元的基础上,3月13日,中国人民银行决定于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。在此之外,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。此次定向降准释放长期资金5500亿元,其中对达到普惠金融定向降准考核标准的银行释放长期资金4000亿元,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,释放长期资金1500亿元。

本次定向降准力度超前,对支持民营和小微企业度过难关、复工复产将产生积极的推动作用

与2019年实施的两次定向降准相比,本次定向降准力度超前。2019年5月的定向降准,针对聚焦当地、服务县域的中小银行,实行较低的优惠存款准备金率。同时对仅在本县行政区域内经营,或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行,执行与农村信用社相同档次的存款准备金率(8%),优化了“三档两优”准备金政策框架,释放长期资金约2800亿元。2019年9月,央行决定对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点,于10月15日和11月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点,共释放资金约1000亿元。本次定向降准为普惠金融定向降准,对象为纳入普惠金融考核的大型银行、股份制银行、城商行、较大的农商行和外资银行,降准范围较前两次扩大。本次降准释放长期资金5500亿元,

释放资金规模也较前两次大幅增加。另外本次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,加大了对符合条件的股份制商业银行的存款准备金率优惠力度。当然,三次定向降准也有相同的地方,那就是释放的资金均用于对民营和小微企业发放贷款,聚焦于对民营和小微企业的金融支持。

本次定向降准力度超前,主要原因是新冠疫情对我国经济冲击全面显现,2月制造业PMI(35.7%)、非制造业PMI(29.6%)和核心通胀率(1.0%)均创新低,PPI同比环比增长再次转负为-0.4%和-0.5%。而作为国民经济重要基础的中小微企业和民营企业,受到疫情冲击最大,面临的资金压力更大。通过普惠金融定向降准,为中小微企业、民营企业提供更大力度的信贷支持,帮助中小微企业复工复产,稳定就业,成为当前面临的当务之急。另外,当前疫情已经在世界各国大面积爆发,全球经济脆弱性上升,面临衰退风险,我国发展的外部环境急剧恶化,更增加了我国对内恢复经济稳定发展,巩固以中小微民营企业为重要组成部分的国内经济的重要性迫切性,而定向降准扶持中小微企业无疑更有利于实现这个目标。

此次定向降准释放长期资金有效增加银行支持实体经济的稳定资金来源,每年还可直接降低相关银行付息成本约85亿元,通过银行传导有利于促进降低小微民营企业贷款实际利率,直接支持实体经济。此次普惠金融定向降准中所有大型商业银行都将得到1.5个百分点的准备金率优惠,为发挥定向降准的正向激励作用,支持股份制银行发放普惠金融领域贷款,同时优化“三档两优”存款准备金率框架,对得到0.5个百分点准备金率

优惠的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，同时要求将降准资金用于发放普惠金融领域贷款，并且贷款利率明显下降，从而加大对小微、民营企业等普惠金融领域的信贷支持力度。

疫情以来结构性货币政策持续支持民营和中小微企业，不但增强了民营和中小微企业的持续发展，对维持大中型企业乃至整个经济体系的信用稳定也具有积极的正面效应

2020年1—2月，央行运用多种政策工具累计投放流动性总量超过5.5万亿元，净投放量达6366亿元，维持了市场流动性合理充裕。其中2月3—4日，为对冲疫情影响，央行开市两日公开市场逆回购操作总投放量合计1.7万亿元，创历史新高，有效起到稳定预期、提振信心的作用。同时，央行还通过下调OMO、MLF操作，引导市场利率下行，2月20日1年期和5年期贷款市场报价利率（LPR）也分别下降10个和5个基点，带动信贷市场利率下行，降低企业融资成本。在实施上述整体性全面调控政策，普遍增加市场流动性和降低企业融资成本，支持疫情防控和促进企业复工复产的同时，央行还持续性推出再贷款、再贴现等各种结构性货币政策工具及其他政策措施，加大定向调控力度，帮扶中小微企业民营企业度过难关，复工复产。

1月31日，央行推出3000亿元抗疫专项再贷款，采取名单制，精准为疫情防控重点物资保供企业提供低息贷款。根据央行数据，截至3月13日，人民银行已经发放专项再贷款1840亿元，9家全国性银行和10个省市的地方法人银行向4708家全国性、地方性重点企业累计发放优惠贷款1821亿元，而且这其中多数为中小企业和民营企业。优惠贷款的加权平均利率为2.56%，财政贴息50%以后，企业实际融资成本大约是1.28%，极大的激发了疫情严峻情况下民营和中小微企业的积极性，保障了防控物资的正常供应。2月26日，央行增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。其中，支农、支小再贷款额度分别为

1000亿元、3000亿元，再贴现额度1000亿元，在2020年6月底前，对地方法人银行新发放不高于LPR加50个基点的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金。此次的支农、支小再贷款和再贴现工具资金，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷支持，支持企业复工复产。截至到3月13日，受到5000亿元再贷款再贴现政策支持的地方法人银行已累计发放优惠利率贷款1075亿元，其中涉农贷款205亿元，加权平均利率4.40%，普惠小微贷款385亿元，加权平均利率为4.36%，办理再贴现485亿元，加权平均利率为2.98%，这个利率低于国务院要求的LPR+50个基点目前是4.55%的要求。如此大规模低利率的再贷款再贴现政策操作历史罕见，显示出对民营和中小微企业的重视和支持力度之大。此外我们还注意到，3月1日会同人民银行等五部委联合印发了《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》，规定对符合条件、流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排。受疫情冲击，中小微企业开工率不足，现金流入大幅减少，流动性压力巨大。对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息，将有助于缓解企业财务支出和流动性压力，给予企业一段时间的缓冲期，有利于企业尽快复工复产，也有利于企业保持良好信用记录，激发企业活力，支持实体经济恢复发展。

监管部门近期的信息显示，除了以上普惠金融定向降准、再贷款再贴现这些货币政策工具要加大力度之外，还将加大中小微企业金融专项债券的发行力度，让商业银行有充足的优惠资金来源；支持三家政策性银行对制造业当中的中小微企业、外贸当中的中小微企业，还有春耕备耕和生猪生产产业链上的中小微企业要加大信贷支持力度。

缓解中小微企业和民营企业融资难、融资贵问题，是金融供给侧结构性改革的重要内容，也是高质量发展的内在要求。疫情发生以后，受影响最大的是传统服务业和劳动密集型制造业，这些行业里面多数都是民营中小微企业，也进一步显示出中小微企业在经济发展中的

重要性和脆弱性。所以，金融部门全力支持这些中小微企业渡过难关，事关疫情防控、复工复产、就业稳定和国民经济恢复增长的大局。加大对民营和中小微企业的信贷支持，不仅有助于其自身信用状况的改善和持续性经营，保证全社会就业和市场稳定，同时由于部分民营中小企业在国际国内供应链中的深度融入，以及大部分企业主要集中在直接联结需求端的产业链最下游，所以民营中小企业正常稳定的生产经营，也有助于稳定供应链产业链上大中型企业的生产经营和市场需求，从而发挥提升稳定大中型企业乃至整个经济体系信用的积极作用。

在当前宏观经济形势下，结构性货币政策工具将成为监管部门更加倚重的货币政策调控方式，未来定向降准、再贷款再贴现等工具仍具有运用空间

在经济下行压力加大，疫情影响较大的情况下，为保持经济运行在合理增长区间，稳定就业，要求稳健的货币政策更加灵活适度。同时我国仍处于三期叠加的改革攻坚期，又面临宏观杠杆率高企，外部环境恶化、宏观信用风险较高的约束。在这个背景下，因为结构性货币政策工具具有较为明显的危机救助、精准引导信贷资金流向及银行与实体企业激励相容的政策框架等优势，监管部门更倾向于倚重结构性政策工具，以达到精准施策，优化经济结构、转换增长动能、促进高质量发展，在加大逆周期调节的同时，避免大水漫灌等目的。可以预计，结构性货币政策在帮扶民营中小企业之外，还将在更多领域发挥重要作用，为相关重点项目和产业提供资金支持，提高其财务水平和信用质量，使稳健的货币政策更加灵活适度，对统筹疫情防控和经济社会发展提供更优的货币金融环境。

支持企业复工复产和经济发展、促进贷款利率明显下行是当前货币金融政策首要任务。显然，运用整体性政策工具，保持良好的流动性环境，降低企业融资成本，激发微观主体活力，畅通经济金融的良性循环是重要前提条件。随着国际新一轮降息及量化宽松的启动，我国普遍

降准及继续引导LPR下行的可能性均随之增加。在此基础上，积极运用结构性货币政策工具，如定向降准、再贷款再贴现和抵押补充贷款等结构性工具，加大对重点领域重点行业的定向货币信贷支持，将成为未来货币政策运用的主要方向，相关领域和行业的信用状况也将随之改善。根据前两月我国宏观经济运行表现和疫情全球蔓延的态势，初步估计2020年我国还将继续实施定向降准操作、新增再贷款再贴现额度并扩大应用范围。

近期来看，结构性政策可能在下述方面发力，促进相关领域及行业的信用提升：首先，民营和中小微企业是结构性货币政策工具支持的重点领域，也是央行2018年以来确立的重要政策目标之一。这其中部分技术实力较强、市场空间较大的企业有望在良好信贷和金融服务支持下快速成长，其信用质量亦将有快速提升。其次，在国内疫情防控尚未结束，国际疫情加速爆发的形势下，疫情防控物资设备的生产及公共卫生设施建设可能会较长时期成为定向货币信贷政策支持的重点领域，该领域相关的企业的信用环境或将持续优化，信用水平亦将有所提高；其三，今年为三大攻坚战的收官之年，脱贫和环保领域的重点龙头企业获得定向货币信贷政策支持的可能性比较大，信用质量有望提高。其四，加强产业链协同的支持。目前全球产业链的很多关键节点和核心企业都在中国，加大对这些产业链的核心企业，包括国内产业链核心企业的支持，是我国经济面临的一项重要任务。围绕着核心企业更好地支持上下游的中小企业，形成对整个产业链生态的支持，也是结构性政策灵活作为一个重要方面。其五，加大重大项目的支持。因为重大项目往往涉及到很多比如土建、安装、设备、仪器仪表的采购以及建设需求，产业关联性强，具有较大的杠杆效应，因而也将是结构性政策的重要发力点，相关企业的信用状况亦将因此受益。其六，5G、数据中心等新型基建对我国经济增长动能转换和高质量发展意义重大，是国家重点支持建设领域，同时也需要大量资金，预计将会成为结构性政策工具支持的一个重要方向。■

多重不确定性下的2020年全球信用风险展望

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

展望2020年，政治黑天鹅事件和灰犀牛事件有可能爆发和进一步升温，地缘政治风险预计仍将维持在相对较高水平。新兴经济体与发达经济体的冲突将进一步延续甚至会加剧，人类面临的不断持续恶化的环境生态也给全球经济的可持续发展带来巨大挑战。预计2020年世界主要经济体将继续维持低速增长态势，新冠疫情的全球扩散、经贸和地缘政治的交织冲突或其他黑天鹅事件都有可能加大部分经济体经济下行的风险。全球“降息潮”有望逐步平息，但部分新兴市场国家进一步降息的空间仍存，财政政策或将成为刺激经济增长的新选择。全球大类资产普涨的局面或将难以持续，部分资产波动性或将进一步加大，主要金融市场的脆弱性和所隐含的泡沫风险不可小觑。低息环境下全球债务水平有望持续攀升，部分新兴市场国家仍面临较大的外债偿还压力，汇率风险虽有所降低但仍不容忽视。

政治黑天鹅事件和灰犀牛事件有可能爆发和进一步升温，地缘政治风险预计仍将维持在相对较高水平

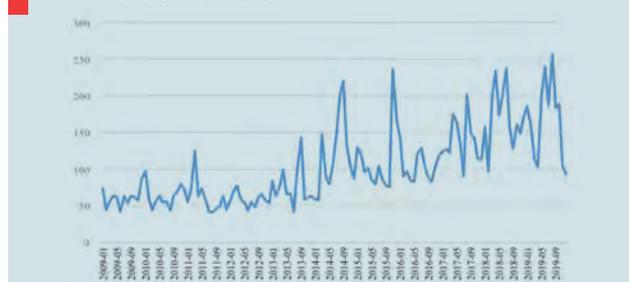
近年来，地缘政治风险一直是全球信用风险最大的不确定性。这一观点在2019年得到了有效印证，民粹主义盛行、大国博弈加剧、地区冲突不断等因素使得全球地缘政治风险总体呈上升之势（详见图1），且各种政治黑天鹅事件和灰犀牛事件有可能在2020年爆发和进一步升温，预计地缘政治风险仍将维持在相对较高水平。

具体来看，中东地区地缘政治风险不断上升，尤其是美国和伊朗之间冲突持续升级。在2019年美国从经

济、政治、外交等多方面彻底封锁伊朗后，2020年初伊朗高级将领苏莱曼尼遭美军空袭身亡使得美伊冲突陡然升级，作为回应伊朗政府宣布进入中止履行伊核协议的最后阶段，并向美军驻伊拉克空军基地发射导弹，双方之间的冲突逐步演变为军事冲突。尽管双方随后均表达了一定程度的克制，但2020年美伊之间爆发大规模军事冲突的可能性仍存。除美伊冲突以外，2020年初巴以冲突也因美国推出的“新中东和平计划”再度加剧，叙利亚局势也因土耳其大军进入骤然紧张。总体看，预计2020年美国因素仍将牵动中东地区地缘政治风险走向，美俄之间的博弈也将进一步加剧，对全球能源安全造成的威胁也将有所加大。

欧洲地区，2019年欧洲多个国家（比利时、奥地利、西班牙等）均陷入了长时间的组阁僵局，以法国“黄马甲运动”为首的民众抗议活动也频频爆发，显示出欧洲各国民粹思潮兴起、主流政党执政困境等问题仍存，且预

图1 全球地缘政治风险指数



注：全球地缘政策风险指数是由美联储委员会经济学家开发的一种基于新闻的地缘政治风险评估方法
数据来源：联合资信整理

计划在短时间内难以解决，尤其是2020年1月底英国正式脱离欧盟后，欧盟在国际舞台上的影响力也将被削弱，未来还有可能会引发“多米诺骨牌”效应，进一步冲击欧洲一体化进程。此外，叙利亚战火的持续可能会使欧洲面临新一轮难民潮的冲击，加剧欧洲政局的动荡。

亚太地区，朝鲜半岛问题在2019年经历了一波三折的过程后已经陷入僵局，朝美双方始终无法弥合在一系列核心问题上的分歧，预计2020年朝鲜半岛局势大幅升级的可能性不大。南亚地区安全环境则呈现进一步恶化趋势，巴基斯坦、印度、缅甸、菲律宾等国恐袭风险有所凸显，印巴边境克什米尔地区紧张局势持续加剧，民族宗教冲突及暴恐威胁不断升级将对区域安全环境造成严重影响。作为全球经济增长最快的地区之一，亚太地区复杂多变的地缘政治局势将在一定程度上对外来投资及经济增长产生影响。

美洲地区，2020年美国大选的进程及最终结果将是影响该地区及全球地缘政治风险走向的重要因素，虽然从目前来看特朗普连任的可能性仍然较大，但不排除其他党内候选人或民主党候选人当选的结果。另一方面，在经济下行压力持续加剧的背景下，拉美地区民粹主义思潮持续高涨，贪污腐败案件频发也进一步加剧了民众和政府之间的矛盾，如何弥合社会分歧、维护稳定安宁、构建更加公正合理的治理体系，将成为拉美各国政府面临的重大考验。

新兴经济体与发达经济体的冲突有可能进一步延续甚至会加剧，对全球现有的经济格局带来挑战的同时，也使得二战后一直倡导的全球化发展战略、全球贸易规则等面临重塑的风险。短期内主要经济体出现经济波动在所难免，全球经济将会产生较大调整也是可预期的

第二次世界大战以来，贸易自由化、生产国际化、资本全球化等趋势推动经济全球化进程持续发展，并通过资源的全球配置极大提升了生产效率，为世界经济的增长提供了强劲的增长动力，但与此同时，由于在经济全

球化的过程中缺乏合理有效的国内政策和全球治理框架而未能兼顾公平，从而导致了不平等问题的加剧。尤其是20世纪80年代以来，经济全球化进程进一步提速，新兴经济体GDP占全球比重已从20%左右上升至40%左右，但新兴经济体人均GDP水平仍不足发达经济体的四分之一，且两者之间的差距呈持续扩大之势（详见图2），不平等开始逐步演变成成为影响全球政治经济发展的灰犀牛事件。

近年来，贸易保护主义崛起、民粹主义盛行等逆全球化现象正是不平等问题的集中体现。具体来说，产生这些现象的原因一方面是部分发达经济体仍然没有摆脱依靠金融和投资扩张应对危机的传统方式，导致新旧动能转换难以接续，经济增长陷入停滞，金融风险持续累积，从而使得社会矛盾集中出现外化；另一方面是经济全球化成效没有惠及所有参与者，特别是许多新兴经济体被排除在经济全球化带来的收益之外，使得孤立主义和反全球化的思潮盛行，加剧了新兴经济体和发达经济体之间的冲突。

展望2020年，新兴经济体与发达经济体的冲突将进一步延续甚至会加剧，这在对全球现有的经济格局带来挑战的同时，也使得二战后一直倡导的全球化发展战略、全球贸易规则等都面临重塑的风险。多边贸易体制改革将是2020年全球经济治理架构改革的重要内容之一，而作为全球两个最重要经济体的中国和美国之间经

图2 发达经济体和新兴经济体经济情况对比



贸关系的调整将对多边贸易体制改革起到至关重要的作用。2019年美国已向世界贸易组织(WTO)提交了有关发展中成员地位以及特殊与区别待遇(S&DT)的改革提案,建议取消四类成员的发展中国家地位及特殊与差别待遇,体现了美国重构与发展中国家整体关系的意图,也凸显了其调整对华经贸关系的诉求。在电商规则磋商、加强通告程序改革等其它方面,中美立场之间的差异及美方的博弈意图也清晰可见。尽管中美双方已在2020年初已经达成第一阶段经贸协议,但双方在WTO层面的博弈预计仍将持续,多边贸易体制改革前景仍然存在较大不确定性。在此背景下,短期内主要经济体出现经济波动在所难免,世界经济将会产生较大调整也是可预期的。

近年来世界各地不断发生的自然灾害事件,提示我们环境问题是全球经济发展面临的重大问题,不断持续恶化的环境生态给全球经济的可持续发展带来巨大挑战

如果把经济金融领域引发强烈负面效应的罕见事件比作“黑天鹅”的话,由于气候变化和环境问题引发的对全球经济造成巨大破坏的事件则可以被形象地比喻为“绿天鹅”。近几十年以来,伴随全球气温的逐步上

升,“绿天鹅”事件等重大自然灾害发生次数总体呈现上升趋势。从近期来看,2018年以来全球多国遭遇了山火、飓风、暴雨、虫灾等自然灾害,全年自然灾害发生次数达到了20世纪80年代平均水平的三倍左右。在引发环境问题的同时,这些自然灾害也使得所在国经济及金融稳定受到威胁。例如,持续长达5个月之久的澳大利亚山火已由环境问题蔓延为经济问题,预计2020年上半年澳大利亚旅游业和支柱产业农业均将遭受重创,损失很可能达到数十亿澳元,预计2019年12月至2020年一季度,澳洲山火将拖累澳大利亚经济增长0.3个百分点左右,而灾后重建也将带来高昂的成本开支,挤占本可以用于投资的资金,进一步拖累经济增长。2020年初爆发的非洲蝗灾将造成农业严重减产,即使从外部进口,也将由于供应减少造成价格暴涨。而在蝗灾爆发之前,东非地区就有2000万人因战乱、周期性干旱和洪灾等原因面临着粮食短缺的威胁,蝗灾的爆发将进一步冲击非洲各国本已脆弱的社会和经济。

自然灾害频发不仅会带来直接经济损失,还会因其破坏社会正常生产活动、增加灾后修复投入而造成更大的间接经济损失,同时也会加重政府的财政负担。根据联合国的统计,在1998—2017年期间,各类自然灾害带来

表1 2018年以来全球主要的自然灾害事件梳理

时间	自然灾害事件	影响
2018年6月	印度东北部的阿萨姆邦特里普拉邦和曼尼普尔邦暴雨和洪水	截至2018年8月12日,洪灾死亡人数已上升到774人,阿萨姆邦有114.5万人受灾,是印度100年来最严重的洪水。
2018年11月	美国加利福尼亚周北部比尤特县天堂镇山火	为加州历史上最具破坏性的一次火灾,失踪人数达到249人,死亡人数近百人,14000座民宅被烧毁,大批居民流离失所。
2019年8月	巴西亚马逊雨林森林大火	过火面积超过80万公顷,二氧化碳含量激增,或引发全球气候大变化。
2019年9月	美国、巴哈马、波多黎各多利安飓风	多国宣布进入紧急状态,造成数百人死亡,数千人失踪。
2019年9月—2020年2月	澳大利亚山火	持续五个月的大火是灾难性的、史无前例的,是对野生动物、环境及生态系统的严重破坏。累计烧毁土地面积达400公顷,大约75%澳民众受到持续数月的山火影响。
2019年10月	美国加利福尼亚州南部圣费尔南多谷爆发山火	截至2019年10月11日,山火已致加州2人死亡,近10万名居民被迫撤离。
2020年2月	美国中西部暴风雪、南部洪灾	从华盛顿到伊利诺斯州的13个州都处于暴雪和洪水的警戒状态,造成多人受伤。
2020年2月	从西非到东非、从西亚到南亚20多个国家遭受蝗虫灾害	沙漠蝗虫在其跨境迁徙中吞噬了数百万公顷的植被,加剧了受灾地区本已脆弱的粮食安全状况,非洲之角国家已经有超过2000万人陷入粮食危机。
2020年2月	英国遭遇最强飓风洛伦佐	截至2020年2月10日,英国各处已发出300余处洪水警报;伦敦、法兰克福和布鲁塞尔的数十架航班被取消;多佛和加来的海港由于海浪而关闭。

数据来源:公开资料,联合资信整理

的全球直接经济损失超过2.9万亿美元，同时造成130万人丧生，44亿人受伤或流离失所。自然灾害对各国经济造成的直接影响平均为GDP的1%左右，但后续所产生的间接经济损失则平均为GDP的2.6%左右。在灾害发生后，各国政府财政状况普遍出现恶化，一方面是因救灾、灾后重建、发放抗灾补助而导致的财政支出增加，另一方面是由于经济活动遭到破坏而导致的税收减少或为提振经济增长而主动减税。

展望2020年，由于全球变暖效应持续，大气、海洋和整个地球系统稳定性变差，全球自然灾害发生频率恐将加大。另一方面，2019年以来美国政府等部分国家出现的“反全球化”、民粹主义盛行等倾向将使应对气候变化的国际合作面临更大难题，尤其是作为碳排放大国的美国于2019年11月宣布正式启动退出“巴黎气候协定”程序，将使得应对全球气候变化行动变得更加困难。此外，2019年以来，全球经济复苏放缓态势明显，加之外部环境不确定性加剧，多国央行为提振本国经济进行了不同程度的降息操作，使得全球进入了低利率甚至负利率时代。“绿天鹅”来临之际，各国能够施展的经济调控手段有所减少，应对气候危机带来的经济风险难度有所加大。从长期来看，多国“绿天鹅”效应的叠加很可能对全球经济及可持续发展造成负面影响，甚至可能引发新一轮金融危机。

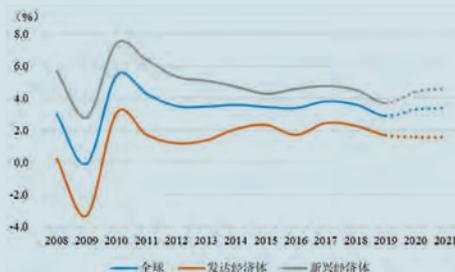
预计2020年世界主要经济体将继续维持低速增长态势，不排除新冠疫情全球扩散的不利影响、经贸和地缘政治的交织冲突或其他黑天鹅事件使部分经济体经济下行的风险加大

2019年，中美贸易摩擦经历了一波三折的过程，全球范围内贸易局势日趋紧张，成为影响全球经济增长的最大不确定性因素，全球经济下行压力也持续加大。具体来看，贸易政策的不确定性已经对美国国内投资产生了负面效应，2019年前三季度美国GDP增速持续下滑，制造业增加值占GDP比值也降至近70多年以来的新低，全

年实现3%的经济增长目标已经无望；受出口疲软和汽车工业拖累，德国经济在2019年三季度险些陷入技术性衰退，法国和意大利两国在四季度双双陷入负增长，使得欧元区全年经济增速仅为1%左右，为2013年欧债危机以来的最低值；受消费税上调影响，日本经济在2019年四季度大幅下滑6.3%，全年经济增速预计将低于1%；新兴市场国家受贸易不确定性及其引发的资本外流、货币贬值等因素影响经济增速显著放缓，尤其是印度、墨西哥、阿根廷等国经济增速下滑幅度较大。在此背景下，预计2019年全球经济增速将跌破3%，达到2009年全球金融危机以来的最低水平（详见图3）。

展望2020年，中美两国于2020年1月达成第一阶段经贸协议在很大程度上降低了全球经济增长的不确定性，再加上日美贸易协议已于2020年1月生效，修订版《美墨加协定》已经获得美国国会批准并由总统特朗普签署，预计将于2020年6月正式生效，全球范围内贸易紧张局势有望得到很大程度的缓和，全球经济增速有望在2020年企稳，但中美经贸磋商可能仍存在反复性，美国和欧盟之间的自由贸易谈判也存在不确定性，因此预计主要经济体仍将继续维持低速增长态势。由于新兴市场国家经济增长受贸易不确定性影响明显更大，因此在贸易不确定性得到缓和的情况下其经济复苏步伐可能更快，在美联储连续三次降息后全球资金对新兴市场的偏好也有望提升，再加上部分新兴市场国家仍有很大的货币政策及财政政策刺激空间，预计2020年新兴市场国家经济复苏

图3 全球经济增速变化情况



数据来源：IMF，联合资信整理

步伐将有所加快，和发达市场国家之间的经济增速差距也有望进一步扩大。此外，2020年初爆发的新型冠状病毒疫情目前已蔓延至全球多个国家和地区，从短期来看本次疫情将对中国及其周边国家和地区经济增长产生较大影响，尤其是那些对中国市场依赖程度较高的国家，但如果疫情进一步恶化或向全球更多国家和地区蔓延，可能会在一定程度上影响全球经济复苏进程。

综合分析，预计2020年全球经济增速有望企稳，其中发展中国家经济复苏势头将更加明显，但新冠疫情全球扩散的不利影响、经贸和地缘政治的交织冲突或其他黑天鹅事件可能会加大部分经济体的经济下行风险。

全球“降息潮”有望逐步平息，但部分新兴市场国家进一步降息的空间仍存，财政政策或将成为刺激经济增长的新选择

2019年，在美国及全球经济下行压力持续加大的背景下，美联储货币政策发生重大转变，全年连续三次降息，并重新开启了扩表进程。受美联储政策变化影响，全球主要央行纷纷“转鸽”，货币政策持续趋向宽松，新兴市场国家则掀起了“降息潮”（详见图4）。据不完全统计，2019年全球至少有35个国家和地区先后宣布降息，降息总次数高达70余次，其中印度、俄罗斯、巴西、印尼、墨西哥等国全年降息次数均达到4次或更多，降息幅度则高达100BP及以上。另一方面，欧元区、日本、英国等部分发达经济体利率已经处于极低水平，甚至为负利

率，因此其货币政策宽松空间极为有限。其中，欧洲央行2019年仅降息一次，降息幅度也只有10BP，但重新启动量化宽松政策；日本央行虽然没有降息，但超宽松货币政策得以维持；在“脱欧”前景不明朗的情况下，英国央行则全年维持利率水平不变。

展望2020年，全球央行宽松货币政策有望得到延续，但进一步降息的空间已经不大，全球“降息潮”有望逐步平息。具体来看，美联储在2020年大选前改变政策立场的可能性较小，近期美国通胀数据的相对良好表现也将对美联储当前的货币政策形成支撑，但在新冠疫情在全球范围内进一步蔓延的情况下，美联储的降息行动有可能会提前；欧洲央行和日本央行在负利率环境下降息空间极为有限，2020年可能会更多地通过加大央行资产购买规模的方式来对冲可能出现的经济下行风险；英国经济下行压力的持续加大及通胀水平不及目标可能会使英国央行在2020年初维持偏鸽态度，但如果英国经济在较为宽松的财政政策和“脱欧”不确定缓和的双重影响下出现明显改善，英国央行的立场可能会有所改变，甚至不排除在2020年四季度加息的可能。另一方面，部分新兴市场国家进一步降息的空间仍存，俄罗斯、印度、巴西、墨西哥等国利率仍维持在4%以上的相对较高水平，进入2020年以来这些国家已经纷纷采取了降息行动，预计全年仍将有两到三次降息。

由于货币政策对经济增长的刺激效果正在逐步减弱，财政政策或将成为部分国家刺激经济增长的新选择。2019年9月，印度政府提出计划在未来5年内投资100万亿卢比（约合1.4万亿美元）用于基础设施建设，以提振经济增长；2019年12月，日本政府正式通过一项总额为26万亿日元（约合2400亿美元）的经济刺激计划，其中财政刺激政策规模占到一半以上；2020年2月，欧洲央行新任行长拉加德表示，欧洲央行的宽松货币政策正在打击储户并刺激资产价格上涨，因此她呼吁政府做更多事情来提振经济，并将财政政策视为下一个可以使用的工具；英国于2020年2月任命了新的财政大臣，此举似乎旨在让

图4 全球主要经济体基准利率变化情况



注：中国基准利率为1年期存款基准利率
数据来源：Wind，联合资信整理

政府推动更大程度的公共投资增长，或许还可以恢复此前没能实现的减税措施。预计2020年将有更多国家加大财政政策力度来刺激经济增长，但财政政策和货币政策能否有效结合在一起推动经济增长仍有待进一步观察。

全球大类资产普涨的局面或将难以持续，部分资产波动性或进一步加大；主要金融市场的脆弱性和所隐含的泡沫风险不可小觑

2019年以来，得益于全球主要央行货币政策趋向宽松、市场风险偏好持续提升等因素，全球主要大类资产迎来普遍上涨，股票市场、债券市场和大宗商品市场的全年回报率分别达到24.0%、6.8%和16.5%，其中以股票、大宗商品为代表的风险资产涨幅显著高于以债券为代表的避险资产涨幅。具体来看，股票市场中发达市场股票表现明显优于新兴市场股票，其中标普500指数更是领涨全球；债券市场中新兴市场债券表现全球最佳，最要得益于新兴市场货币宽松力度更大、市场风险偏好提升等因素；大宗商品市场中能源和贵金属商品表现相对较好，而在全世界贸易保护主义倾向上升、全球经济增长压力持续加大的背景下，工业金属表现相对较差，而农业则成为了唯一全年回报率为负的板块。

进入2020年以来，受美伊冲突、新冠疫情等多重因素影响，全球市场避险情绪显著升温，股票、能源等风险资产表现不佳，双双陷入负回报，而以贵金属和债券为代表的避险资产则表现良好，尤其是黄金价格持续突破近年来新高（详见图5）。展望2020年，全球大类资产普涨的局面或将难以持续，股票、贵金属、能源等部分资产受新冠疫情后续发展不确定性、经贸摩擦和地缘政治风险交织等因素影响波动性或进一步加大。具体来看，股票市场由于前期涨幅较大而面临持续的回调风险，且在全球经济下行压力仍存、复苏基础不稳的情况下，股票市场存在一定的波动风险，尤其是发达国家股市。债券市场方面，在全球主要央行降息节奏放缓、利率水平处于历史低位的情况下，债券收益率下行空间较为有限，对投资者的吸

引力将有所下降，但由于大多数新兴市场利率仍处于相对较高水平，2020年进一步降息的可能性较大，因此新兴市场债券的表现更加值得期待。大宗商品方面，以黄金为代表的贵金属商品有望延续2019年以来的良好表现，新型冠状病毒疫情、中美后续经贸谈判、美国大选、英国“脱欧”等不确定性因素均有可能进一步推升黄金价格，而以石油为代表的能源商品受地缘政治风险、全球供需关系、经济增长前景等因素影响较大，2020年石油价格预计将保持低位震荡态势，整体表现或不及2019年。

另一方面，全球金融市场的脆弱性和所隐含的泡沫风险仍不可小觑，尤其是股票市场。2020年以来，全球股市波动率逐步攀升至近年来的新高，尤其是发达国家股市波动率，自2018年末以来首次超过新兴市场股市波动率（详见图6）。金融市场的泡沫风险则主要体现在金融市场和实体经济之间的背离。2019年在全球经济增速下滑至今年低点的情况下全球大类资产仍然呈现出普涨局面，金融市场和实体经济之间的这种背离主要受到全球货币政策持续宽松的影响。2020年在全球经济下行压力仍存但“降息潮”有望平息的情况下，金融市场所隐含的泡沫风险可能会显著上升。

低息环境下全球债务水平有望持续攀升，部分新兴市场国家仍面临较大的外债偿还压力，汇率风险虽有所降低但仍不容忽视

2019年以来，得益于全球央行货币政策持续趋向

图5 全球主要大类资产2020年初以来回报率走势



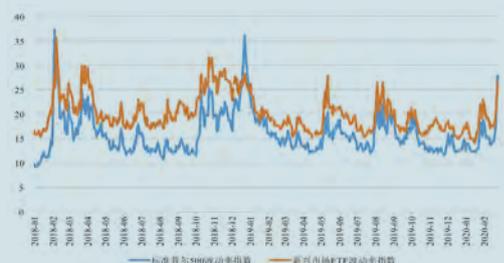
宽松，全球主要市场债务融资成本显著回落，使得各类发行人大量举债来满足其融资或再融资需求。具体来看，2019年全球新增债券发行量达到近38万亿美元，其中新兴市场发行量占比达到28.8%，为近年来的最高值。从发行人国别分布来看，作为全球前三大债券市场的美国、中国和日本发行量占比合计达到近70%，其中美国发行量占比更是高达三分之一以上。从发行主体类型分布来看，政府部门仍是发债的主力，其发行量占比达到68.7%，其次为金融机构（22.4%）。

展望2020年，尽管全球“降息潮”有望逐步平息，但全球主要债券市场上的低息环境有望得到延续，各类发行人用低息债务置换以往高息债务的需求仍将维持在相对较高水平，全球债务水平也将持续攀升，其中政府债务增长趋势将更加明显，这是因为在全球经济下行压力加大的背景下，财政政策预计将成为各国政府刺激经济的新选择，财政支出力度的加大将扩大政府赤字率，进一步提升政府部门的融资需求。另一方面，2020年大量债务到期也会加大各类发行人的“借新还旧”需求，进一步推升全球债务水平。具体来看，2020年全球债务到期量达到逾21万亿美元，其中新兴市场到期量占比达到近30%。从年内分布来看，债券到期高峰主要集中在一季度，一季度到期量占比达到近38%，但由于2020年内仍有可能大量发行短期债务，因此后续债券到期量仍有进一步攀升的可能（详见图7）。从到期国别分布来看，美国、中国和日本到期量占

比合计达到60%，到期债务的集中度较高；此外一些到期占比相对较小的国家也值得关注，例如意大利在面临经济下行压力加大、进一步举债空间有限的情况下可能会面临较大的偿债压力。从到期主体类型分布来看，政府部门面临的偿债压力相对较大，其到期量占比达到67.2%，这也将促使政府部门在2020年持续增加债券发行量来满足其偿债需求，推动全球政府债务水平进一步走高。

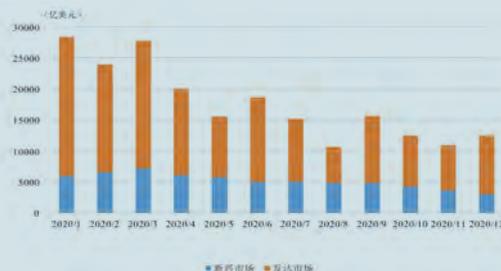
对于新兴市场国家而言，发达国家市场上的低息环境有利于其以低于国内市场的成本开展融资及再融资活动，但同时也进一步加重了其外债负担，使其面临更大的汇率风险。虽然在美联储货币政策转向宽松后新兴市场货币面临的压力已较2018年大幅减轻，但在2020年美联储货币政策宽松力度有望边际减弱的情况下，美元指数下行空间预计有限，仍将对新兴市场货币构成一定压力。另一方面，近年来新兴市场货币开始更多地受到全球贸易政策、地缘政治风险等因素影响，随着全球贸易博弈和地缘政治冲突的长期化，2020年新兴市场货币面临的不确定性或将加大，部分国家汇率仍存在大幅波动的风险，尤其是对于阿根廷、土耳其、南非等外币债务占比较大、外汇储备不足的新兴经济而言，一旦出现经济危机或汇率大幅波动可能导致债务重组甚至违约事件的发生。■

图6 股票市场波动率指数



数据来源: Wind, 联合资信整理

图7 2020年各月全球债券到期分布(截至2019年底统计)



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

意大利遭遇新冠疫情“至暗时刻” 主权债务违约风险有所上升

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

意大利中央地方分权模式动员乏力、老龄化严重的社会结构、财政紧张下医疗资源超负荷及民众执行力度差等诸多弊病造成短时间内其成为海外疫情最严重国家。疫情将严重冲击意大利消费、旅游业及制造业，将令意大利本已处于疲弱增长轨道的经济再次步入衰退。意大利政府应对疫情的政策空间依然受制于欧盟赤字限制以及高企的政府债务，近期违约观测目标主权债利差升至高点，主权债务违约风险受疫情冲击有所上升，但欧洲央行出台的紧急购债计划等措施将为意大利的主权信用状况提供一定支持。

意大利央地分权模式动员乏力、老龄化严重的社会结构、财政紧张下医疗资源超负荷以及民众执行力度差等诸多弊病造成短时间内其成为海外疫情最严重的国家

自1月31日确诊首例新冠肺炎病例以来，意大利疫情快速蔓延，截至3月18日12时，累计确诊人数达35713人，超过伊朗和韩国，成为中国以外疫情最严重的国家。同时，意大利死亡率超过了6%，位居全球首位。

回顾意大利政府出台各项政策的时间线（详见图1），可以看出意大利政策出台不可谓不及时，甚至堪称欧洲警觉性最高、防控举措最严格的国家。早在1月31日，意大利出现首例肺炎病患时，政府即立即做出反应，当日即切断了与中国的直航，并在全国范围内宣布进入紧急状态。2月下旬，对伦巴第大区和威尼托大区实行隔离封锁管控。3月4日，决定封闭全国所有大小学校直至中旬。3月9日，总理孔特宣布限制公共交通与活动，硬核“封国”。然而，此后意大利疫情蔓延非但没有得到有

效遏制，反而进展迅猛，且国内病死率高企。我们认为可以归为以下几个原因：

首先，意大利央地分权的政治体制导致其动员能力乏力。意大利虽然是单一制共和国，但地方大区权力极大。除了享有立法权和财政自治权，在公共卫生等事务上，较中央更有话语权。而意大利中央、地方关系长期不睦，再加上错综复杂的党派之争，令意大利中央政府包括封城在内的各项防疫措施很可能大打折扣。在普遍追求个人自由的意大利民间，政府的政策落实也极受民众意愿的掣肘。疫情发生后，意大利多地民众继续集会，抗议封城，要求“归还自由”，拒绝佩戴口罩，甚至议员带着口罩进入国会也受到嘲讽，民间执行程度差、仅依赖自律也令政策效果难以显现。

其次，病死率高企与意大利老龄化的人口结构显著相关。由于自然寿命延长及生育率下降，意大利目前已是欧洲老龄化程度最高的国家，在全球范围内其老龄化程度仅次于日本。根据2019年的数据，意大利65岁以上人口占总人口的比重已超过了22%。而老年人免疫力弱且

图1 意大利疫情发展及主要政策出台时间线



多患有基础疾病，一旦感染新冠肺炎容易引发并发症迅速发展为重症致死。根据中国疾病预防控制中心对中国新冠肺炎不同年龄段的病死率的统计，新冠肺炎致死率与年龄呈现明显正相关，其中80岁及以上的病死率高达14.80%。

此外，医疗资源绷紧及重症挤兑下超负荷也是造成意大利疫情现状的原因。意大利的医疗资源本就处于绷紧状态。根据2018年联合国开发计划署的《人类发展指数与指标》报告，据每万人床位数将全球189个国家划分为高中低三个层次，其中意大利仅位于居中水平，每万人床位数为34，远低于德国（82）、法国（64）、芬兰（55）等欧洲国家。而近年由于经济下滑、债务高企，意大利医疗卫生开支遭到连年削减，导致本已吃紧的医疗资源更为紧缺。数据显示，意大利最近5年被迫关闭了近800家各类医疗机构，医生和护士缺口分别超过5万。疫情爆发后，重症患者挤兑医疗系统，令前线医疗资源超负荷运转，并在短期内无力扩大医疗救治资源的情况下形成了恶性循环。

疫情将严重冲击意大利消费、旅游业及制造业，将令意大利本已处于疲弱增长轨道的经济再次步入衰退

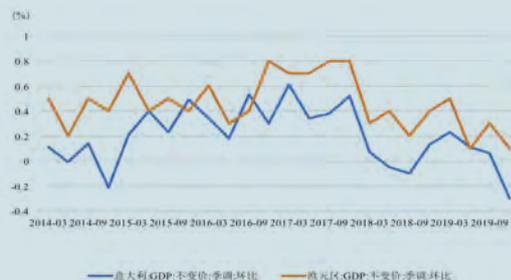
自2008年以来，意大利经济先后遭到国际金融危机、欧洲主权债务危机和经济危机的沉重打击。尽管期间一些年份有所恢复，但是恢复幅度比较小，远不及德

国与法国。近年来，意大利经济本就处于疲弱增长的通道。尤其是2018年以来，意大利民粹政府上台后奉行扩张性财政政策，意大利与欧盟之间围绕预算问题引发的冲突不断，政治风险显著上升，市场对意大利新政府财政政策和经济前景缺乏信心令融资成本大幅上升，叠加内需不振等内部原因，经济增速陡然滑落。2018年第二和第三季度，意大利经济环比分别萎缩0.10%，连续两个季度经济下滑，陷入“技术性衰退”，并成为2013年以来首个进入经济衰退的欧盟经济体。2019年意大利GDP仅增长0.30%，是2016—2019年的最低值，增速继续在盟底部徘徊，经济增长尽显疲态。近五年，意大利平均经济增速显著低于欧元区的平均水平（详见图2）。

此次疫情的爆发及蔓延将令意大利经济形势雪上加霜。意大利是典型的以消费为引擎的经济体，近年最终消费占GDP的比重达到了80%。意大利疫情此次最严重的北部地区是意大利经济最发达的区域，疫情最严重的伦巴第、威尼托、艾米莉亚-罗马涅、皮埃蒙特和马尔凯五个大区占到了意大利GDP的50%左右，总人口的40%左右。而疫情防控措施导致大型活动停办、航班取消、交通限制，居民对疫情的担忧进一步推迟或降低消费。据估算，意大利疫情将直接导致旅游、餐饮、酒店等行业损失580亿欧元左右。

此外，从意大利的产业结构看，其三大产业占GDP的比重分别约为2%、24%和74%。意大利第二产业主要是制造业，且以分散在全国的集群性中小企业为主，占到全国企业数的99%以上，是著名的“中小企业王国”，疫情冲击之下以中小企业为主的制造业结构应对外部冲击的能力相对薄弱，叠加全球疫情发展下外部需求疲弱，停工停产或将导致大量企业迎来破产潮，对制造业造成严峻冲击。而第三产业方面，由于大型赛事、时尚走秀以及餐饮等行业的暂停，预计服务业和旅游业在疫情期间也将损失惨重。在缺乏强力政策支持的情境下，意大利2020年前三季度很可能出现连续衰退，就业、家庭收入、投资、企业利润和通胀全线下滑，2020年

图2 意大利经济近年处于疲弱增长轨道



数据来源：欧盟统计局

全年经济预计下滑2%左右，极端情况下甚至可能下滑6%~7%。

从前瞻性指标看，2020年2月意大利制造业PMI指数48.70，较前值下滑0.20，已连续17个月处于荣枯线以下的收缩区间。2020年1月由于中美贸易摩擦缓和，外部需求预期改善，市场情绪趋于平复，意大利制造业产出一度环比显著增长3.70%，超出市场预期，但新冠肺炎爆发打破全球复苏势头，意大利各项严格的防控措施、以中小企业为主的产业结构、对未来疫情发展的担忧将对供给端和需求端造成双重打击，大幅拖累制造业景气度。2020年2月意大利消费者信心指数111.50，较上月环比下滑，且近年一直处于下降通道。新冠肺炎不仅直接延缓或降低家庭消费意愿，还将因经济放缓导致工资收入下滑、失业率上升，预计意大利消费者信心会延续下滑趋势。以前瞻性指标佐证，意大利经济陷入衰退也将成为大概率事件（详见图3）。

意大利政府应对疫情的政策空间依然受制于欧盟赤字限制以及高企的政府债务，近期违约观测目标主权债利差升至高点，主权债务违约风险受疫情冲击有所上升，但欧洲央行出台的紧急购债计划等措施将为意大利的主权信用状况提供一定支持

应对目前疫情造成的经济冲击需要意大利政府强有力的财政货币政策出台，但目前看意大利政府的政策空

间依然受制于欧盟赤字限制以及高企的政府债务。意大利此前已与欧盟围绕预算案摩擦不断，一度濒于“超额赤字程序”受罚的境地。2019年10月底欧盟委员会对意大利2020年财政预算草案初步评估显示，意大利明年的预算草案可能违反了欧盟的财政规则，如果意大利不提供足够的澄清，或对计划中的预算做出改变，这一警告可能为制裁程序铺平道路。意大利或将再次面临相当于GDP总量0.20%~0.70%的高额罚款。2019年，意大利政府财政赤字率约为2.20%，在欧盟各国中处于较高水平，仅低于法国和罗马尼亚，但经过多年的财政整固改革，意大利、包括主要脆弱国家的财政赤字水平及财政状况均较次贷危机和欧债危机期间有了显著的改善（详见图4）。

疫情之下，为保护经济，意大利政府还将可能采取“大规模休克疗法”，抵押贷款、税收等均按下暂停键，同时政府还将出台数百亿欧元的经济和社会纾困救助计划，诸多措施均将进一步加大财政负担，为意大利财政状况雪上加霜。同时，采取隔离措施对意大利企业发展造成很大的影响，也会进一步对财政收入形成压力，2020年意大利政府财政赤字水平很可能突破3%的欧盟规定红线。目前，尽管意大利因疫情寻求扩大欧盟放松财政限制，但同时增加政府支出会导致债务进一步高企，令意大利的财政债务前景出现恶化。

同时，欧债危机以来，意大利政府债务一直处于高企状态，始终无法摆脱欧元区债务脆弱国家的行列。截

图3 意大利经济增长前瞻性指标

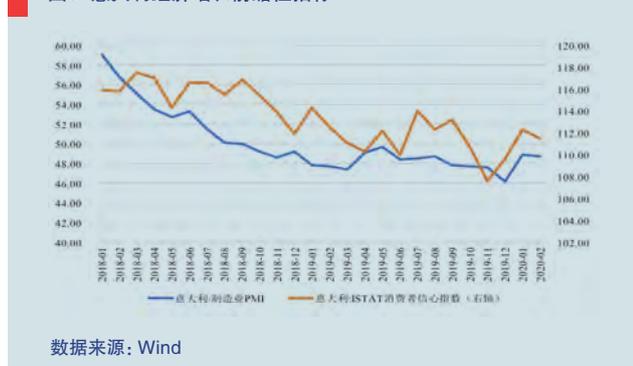


图4 次贷及欧债危机以来欧洲主要脆弱国家财政赤字水平



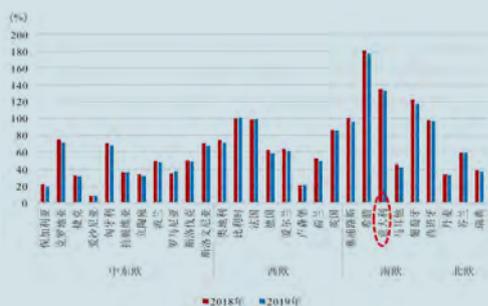
至2018年底，意大利一般政府债务总额与GDP的比值为134.80%，较上年上升2.6个百分点，在欧盟各国中仅低于希腊，且近年连续呈现高位上升的趋势，政府债务负担不断加重，估计2019年仅将略有下降（详见图5）。与次贷危机及欧债危机时期相比，目前意大利及欧洲主要脆弱国家的债务水平并未出现明显下行，债务高企带来的风险仍在积聚，债务状况较为脆弱。较高的负债比例意味着对外部冲击的抵御能力较差，外部危机带来的收入减少可能会影响高负债部门的正常还本付息从而形成违约。

在疫情冲击下，市场也开启了避险模式，对意大利这类主权高负债国家信誉及银行业风险质疑情绪加深，导致意大利国债收益率大幅上升。2020年2月疫情发生后，意大利10年期国债利差快速上升，3月17日已上升至逾277个BP，意大利与德国国债利差的走阔表明投资者对意大利衰退风险的担忧，市场资金流向更为避险的德国国债（详见图6）。疫情冲击降低意大利的财政收入、增加财政支出，对债务率已经高企的意大利而言，债务违约风险上升，国债利率预计维持高位震荡。同时，意大利5年信用违约互换（CDS）利差也已经陡升至高位，3月17日已达到270个BP，较年初大幅上升超过140个BP。但从目前看，意大利CDS水平仍低于欧债危机期间的均值，且在欧洲央行支持政策下近日已出现明显回落，3月19日—20日已回落至193BP左右的水平，较前期高点下降逾70个BP。

回顾历史，意大利主权债收益率上升往往是其主权偿债能力出现恶化的观测信号。自从欧洲主权债务危机爆发后，在欧洲央行的支持下，意大利银行不断买入意大利国债，充当着“边际买家”的角色，目前意大利未偿还国债中本国银行持有比例高达逾30%。由于市场对于高负债国家的政府信誉存在质疑，导致主权债收益率大幅上升，银行业所持的政府债因此严重贬值，银行业的购债意愿下降的同时，国外投资者也在抛售又进一步推高了主权债的收益率。与此同时，主权债务成本上升推高了实际利率和银行的融资成本，银行业只好通过提高贷款利率将融资压力转嫁给企业和家庭，形成恶性循环，最终引发了欧债危机。

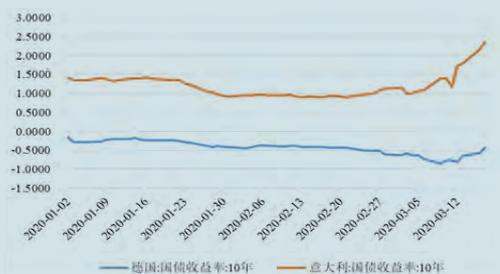
目前，已有黎巴嫩这类高负债水平国家由于国内经济陷入衰退、流动性枯竭令政府丧失实际债务偿付能力而导致的主权违约事件发生。我们认为，以意大利为代表的南欧脆弱国家的主权债务违约风险受疫情冲击有所上升。但另一方面，欧洲央行为欧元区注入流动性的举措将为意大利等欧元区国家的主权信用提供一定支撑。继3月12日欧洲央行宣布2020年年底额外增加1200亿欧元资产购买计划，同时使用流动性工具以及灵活银行业监管等措施应对新冠疫情后，3月18日晚欧洲央行再次宣布了一项7500亿欧元的债券购买计划，将为欧元区注入额外流动性，欧洲央行购债等支持性措施预计将为意大利等国家的主权信用提供一定支撑。//

图5 意大利在欧盟各国中债务水平仅次于希腊



数据来源：欧盟统计局

图6 意大利与德国10年期国债利差疫情以来快速走高



数据来源：Wind

China's Economic Structural Adjustment Encountered Virus Outbreak, Short-term Fluctuation Will Not Affect Long-term Economic Trend

Lianhe Ratings Global Zhao Lin Joyce Huang

Since around the beginning of 2020, China has encountered a new type of coronavirus pneumonia ("COVID-19") epidemic and it remains unclear when the epidemic will be under control. The transmission speed of COVID-19 is different from that of SARS in 2003. Because the public transportation is more convenient and the number of migrants in China is huge, it poses a greater challenge to the infection prevention and control of the epidemic and the ability of local health systems in reacting to the public health emergencies. As COVID-19 generally has an incubation period of about 14 days and the symptoms of some infected patients are not significant, there is an unavoidable time lag in the publicly disclosed confirmed and suspected cases. Relying on the currently available statistics to predict the turning point of COVID-19 can be challenging.

The epidemic to some extent reflects certain characteristics of China's political system. As the information delivery takes time, the regions with higher administrative levels are more likely to quickly receive assistance from the central government than those with lower administrative levels. The regions with lower administrative levels usually have fewer resources available to tackle the emergencies and have smaller buffers. In addition, the central government's strong ability to allocate human and other resources in a short period of time has been demonstrated.

The Epidemic Inevitably Has an Impact on the Economy in the Short Term; Credit Divergence Accelerates

China's current economy is more dependent on the tertiary industry than 17 years ago when SARS occurred. The outbreak during the Spring Festival has a direct impact on transportation, entertainment, catering, real estate, etc., and indirectly affects the secondary and primary industries. The epidemic needs a large amount of financial and material resources from the central and local governments, which will deplete the fiscal funds. The Chinese economy is facing difficulties to overcome amid its structural adjustment process, while the epidemic has temporarily interrupted the normal operation of social and economic activities, which will also pressure China's GDP growth in the next 6 to 12 months.

Local government financing vehicles ("LGFVs") have generally relied on government support to maintain their normal operation and solvency, while the level of support varies depending on the importance of each LGFV. The outbreak has impaired the fiscal position of governments at various levels. As a result, we expect China's local governments to be more prudent in providing support to LGFVs in order to maximize the effectiveness of their more constrained financial resources. Assessing the credit quality of LGFVs will become more important.

¹Coronavirus Disease 2019, WHO

²Severe Acute Respiratory Syndrome, WHO

³Industries classification please refer to http://www.stats.gov.cn/tjsj/zbj/s/201912/t20191202_1713058.html, National Bureau of Statistics

Affected by the epidemic, property development projects across China are facing suspension of construction and sales. This has increased the pressure on property developers' short term liquidity, which may spill over into the financial system. Government policies for property developers can alleviate the impact of the epidemic to a certain extent. However, before such policies take effects, some property developers with intrinsic weakness due to smaller scale or higher liquidity pressure may not be viable during this difficult period. Credit divergence in the Chinese property industry is expected to accelerate as a result of the outbreak.

Regulators Take Multiple Measures to Support Liquidity; Long-term Economic Trend Continues

Although COVID-19 will inevitably have an impact on the economic development in the short term, Chinese regulators have adopted a series of

proactive policies to respond, aiming at the financial market and economic stability.

From the perspective of local government fiscal revenue, local governments may try to moderately increase the revenue of government fund income to ease fiscal pressure in the short term in the context of large fiscal expenditure for the epidemic prevention and control. However, the land auction situation is subject to the operation and financial condition of property developers, which are largely influenced by the financing policy for the real estate industry in the coming period. This dynamic situation will pose a challenge to regulators. In the long run, China's overall economic development trend still mainly depends on the economic fundamentals and financial policies. We expect that the long-term economic development will continue steadily advancing. 



新冠肺炎疫情下航空运输业展望下调为负面

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 赵传第 文中 胡元杰

新型冠状病毒肺炎疫情(以下简称“新冠肺炎疫情”或“疫情”)的爆发和肆虐对居民生活及国民经济造成重大负面影响。航空运输作为重要的交通出行及运输方式,疫情爆发以来,经济下行叠加限制出行、延迟复工等冲击航空客货运输需求,境内航空运输企业在积极驰援武汉、全力防控疫情的同时,同样承担着巨大的经营及财务压力。目前我国国内疫情基本得到控制,但短期内需求恢复乏力、国际疫情的爆发仍将影响航企整体运营,预计2020年航企收入及利润水平将同比大幅下滑,偿债能力一定时期内将受到一定影响。

一、疫情对航空运输行业影响

新型冠状病毒肺炎疫情的爆发和肆虐对居民生活及国民经济造成重大负面影响。根据国家统计局公开数据,2020年1—2月,我国规模以上工业增加值同比下降13.5%,服务业生产指数同比下降13.0%,全国固定资产投资(不含农户)同比下降24.5%,货物进出口总额同比下降9.6%,新冠肺炎疫情给经济运行带来较大冲击。目前,国内疫情已基本有效控制,但随着疫情在境外大范围蔓延,中国作为全球化世界经济体的重要一员,仍将面临重大挑战,疫情防控重心也由区域防控转变为输入型防控,未来疫情发展仍存在较大不确定性。航空运输作为重要的交通出行及运输方式,尤其在跨境长距离客运领域持续占据主流地位。疫情爆发以来,经济下行叠加限制出行、延迟复工等冲击航空客货运输需求,境内航空运输企业在积极驰援武汉、全力防控疫情的同时,

同样承担着巨大的经营及财务压力。

根据民航局例行月度发布会公布数据,受疫情影响,1月民航运输生产同比有所下滑,全行业共完成运输总周转量101.0亿吨公里,同比下降4.9%;其中,旅客运输量5060.2万人次,同比下降5.3%,国内航线旅客运输量4401.1万人次,同比下降7.0%;完成货邮运输量60.6万吨,同比下降9.8%;航班正班客座率为76.7%,同比下降5.1%。2月,疫情对全行业冲击进一步加剧,当月全行业实现运输航空飞行28.9万小时,同比下降70.5%;共完成运输总周转量25.2亿吨公里,同比下降73.9%;完成旅客运输量834.0万人次,同比下降84.5%;完成货邮运输量29.7万吨,同比下降21.0%,疫情对航空客运负面影响更为突出。2月全行业共保障各类飞行15.7万班,日均5425班,日均同比下降67.3%。受航线减少影响,全国航班正常率同比提高16.6个百分点至97.2%。春节作为航空业传统旺季,受限制出行、航班取消影响,春运期间,全行业共保障各类飞行41.2万班,日均11302班,同比下降32%;共发送旅客3839万人次,同比下降47.5%。

3月12日,民航局发展计划司巡视员张清在新闻发布会上表示,受疫情影响,民航企业、尤其是航空运输企业面临较大经营压力。2月,全行业共亏损245.9亿元,其中,航空公司亏损209.6亿元,创单月亏损最大纪录。根据公开资料,2018年我国全行业航空公司累计实现营业收入6130.2亿元,利润总额250.3亿元;2019年前三季度,国内三大航(中国国航、东方航空、南方航空)累计实现营业收入3131.42亿元,利润总额214.70亿元。预计新冠肺炎疫情对2020年航企利润影响大,民航企业面临极大

经营挑战。根据三大航及海航控股公布的数据，因疫情自1月下旬集中爆发，各航司1月主要运营指标同比小幅下滑，2月经营数据则呈现全面断崖式下滑，客运量指标同比降幅超过80%。

相较于大型航司的“困难”，中小型航空运输企业面临更加严峻的形势。代表性中小型航空运输企业吉祥航空、春秋航空2月经营指标快速下滑，同比降幅小于大型航企。但中小型航空运输企业在航线资源获取、上游议价能力等方面弱于大型航企，尤其在航班大量取消、收入锐减的情况下，以支线航空及旅游航线为主的航企生产经营压力更为突出。

受OPEC减产谈判破裂影响，2020年至今国际原油价格大幅下滑，3月17日OPEC一揽子原油价格30.36美元/桶，较年初70.87美元/桶大幅下降57.11%；航空煤油出厂价由2020年初4985元/吨降至3月初4215元/吨。油价大幅

下降有利于航空运输企业控制运营成本，但疫情影响下该因素对各航空运输企业的正面影响相对较小。

目前，各家航司也积极开源，频频花式自救：四川航空、厦门航空分别开通了外卖火锅及企业团餐预定业务；部分航司通过削减航班、员工轮休、推迟飞机引进计划等方式节约成本；各航司推动复工复产包机及国际包机，逐步恢复航班正常运营；债券市场方面，截至目前，四川航空、春秋航空等均成功发行疫情防控专项债券，积极储备资金缓解流动性压力。

二、政策支持

新型肺炎疫情期间，为缓释航班大面积停飞、免收退票费等对航空运输企业运营和流动性的影响，并保障应急抗疫运输任务，中央相关部委、地方政府和机场管

表1 大型上市航空运输企业2020年1—2月主要经营数据同比变化情况(单位: %)

项目	中国国航			南方航空			东方航空			海航控股		
	1月	2月	累计									
收入客公里	-2.90	-80.50	-40.90	-2.42	-85.11	-46.04	-1.28	-83.74	-42.27	-3.57	-93.02	-61.85
载客人数	-4.10	-82.90	-43.10	-4.61	-86.38	-46.28	-5.41	-87.48	-46.17	-4.32	-93.49	-64.82
可用座公里	1.20	-68.10	-31.90	2.31	-73.07	-34.29	5.80	-72.66	-32.32	5.13	-86.17	-53.40
客座率	-3.30	-32.60	-10.90	-3.72	-38.11	-11.94	-5.41	-34.24	-12.15	-6.84	-43.22	-15.50
收入吨公里	-5.60	-76.80	-39.20	-4.44	-75.40	-37.03	6.88	-80.40	-39.37	-3.09	-91.58	-59.76
综合载运率	-4.20	-18.50	-7.10	-5.02	-15.25	-7.09	-4.86	-21.45	-8.03	-8.06	-21.21	-11.94

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表2 主要中小型上市航空运输企业2020年1—2月主要经营数据同比变化情况(单位: %)

项目	吉祥航空			春秋航空		
	1月	2月	累计	1月	2月	累计
收入客公里	-3.57	-76.56	-40.36	-8.70	-65.94	-29.21
载客人数	-4.32	-76.56	-40.44	-2.44	-67.74	-31.43
可用座公里	5.13	-59.16	-26.39	17.35	-49.71	-15.30
客座率	-8.28	-37.25	-16.08	-7.85	-30.37	-15.12
收入吨公里	-3.09	-73.82	-37.93	6.13	-63.45	-28.02
综合载运率	-11.69	-24.76	-12.54	-7.81	-23.39	-12.58

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

理机构密集出台各种政策为民航企业发展纾困、有序推动复工复产、促进行业稳定发展。

中央部委层面，除减征社保费、医保费以及缓缴公积金等普适性政策外，相关部委针对交通运输行业，特别是航空运输行业，出台了一系列缓解疫情消极影响的政策，涉及实施积极财政政策、积极推进降费减负、加大基础设施投资、促进航空运输发展、优化政务服务工作等方面。第一，积极财经政策方面，主要包括落实免征航空公司应缴纳的民航发展基金、对疫情期间国际航空运输和国务院联防联控机制部署的重大运输飞行任务给予资金支持、对执行疫情防控任务的通航企业给予补贴等。第二，推进降费减负方面，主要包括免收国务院联防联控机制部署的重大运输飞行任务相关收费，明确对于政府管理的机场、空管、航油等收费项目适当降低收费标准，对于市场调节的收费项目鼓励相关单位适当降低现行收费标准等。第三，加大基础设施投

资方面，支持民航发展基金补助相关单位紧急购置或开发应对疫情的专用固定资产设施设备，支持重大建设项目科学有序开工复工，落实现行民航发展基金政策，更好支持航空公司提升安全能力，支持空管、信息、供油等关系国家、行业和公众利益战略性基础设施规划建设，加大政府资金支持力度等。第四，促进航空运输发展方面主要包括实施灵活的运力引进政策，优化航线航班许可管理，积极出台适应航空公司恢复生产需求的换季航班时刻政策，积极支持并协助航空公司恢复国际航线等。第五，优化政务服务工作方面包括调整行政审批工作方式，采用网上办理、非现场办理等形式转变监管方式，提升监管效能。

部分地方政府和机场管理机构在积极落实中央部委相关支持政策的基础上，结合当地复工复产的实际情况，对政策加以补充，包括免缴新增及复航航班起降服务费用、免缴复工复产包机航班起降服务费用、提供停

表3 新冠肺炎疫情期间对航空运输行业主要支持政策梳理

发布日期	发布单位	政策或会议名称	政策要点
2020.1.31	中国人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》(银发[2020]29号)	对物流运输行业，不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款。
2020.2.5	国务院	国务院常务会议	对运输防控重点物资和提供公共交通取得的收入免征增值税；免征民航企业缴纳的民航发展基金。
2020.2.7	财政部、国家发改委	《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》(财政部 国家发展改革委公告2020年第11号)	免征航空公司应缴纳的民航发展基金。
2020.2.7	财政部、税务总局	《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》(财政部 税务总局公告2020年第8号)	对运输疫情防控重点保障物资取得的收入，免征增值税；交通运输行业企业2020年度发生的亏损，最长结转年限延长至8年；对提供公共交通运输服务取得的收入，免征增值税。
2020.2.14	银保监会	《关于进一步做好疫情防控金融服务的通知》(银保监办发[2020]15号)	全力做好运输物流相关企业的融资支持，用足用好中央政策，专设机制、充分授权、主动对接，降低融资成本，提供优惠利率和优质金融服务。
2020.3.3	国务院	国务院常务会议	降低部分政府管理的机场服务保障环节收费；对疫情防控期间执行应急运输任务的交通运输企业，属于政府购买公共服务的，各级财政要给予补偿；鼓励保险公司适当减免疫情期间停运的飞机保险费用。
2020.3.5	财政部、民航局	《关于民航运输企业新冠肺炎疫情防控期间资金支持政策的通知》(财建[2020]30号)	疫情防控期间(2020年1月23日至2020年6月30日)，中央财政对执飞国际定期客运航班的中外航空公司，以及执行重大运输飞行任务的航空公司给予资金支持。共飞国际定期客运航班每座公里给予补贴0.0176元，独飞航班每座公里0.0528元。执行重大运输飞行任务的航班疫情结束后据实结算，按运输成本给予适当补助。
2020.3.9	民航局	《关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》(民航函[2020]145号)	对执行重大运输飞行任务的航空公司，机场管理机构免收航空性业务收费和地面服务收费，空管单位免收进近指挥费和航路费；降低航空公司机场、空管收费标准；支持航空公司根据市场需求灵活调整航班计划、国际航线结构和航权额度，简化航线航班审批程序、时刻协调程序等，缩短国际航线开航(复航)审批时限；暂停考核航空公司航班计划执行率、时刻执行率和航班正常率。

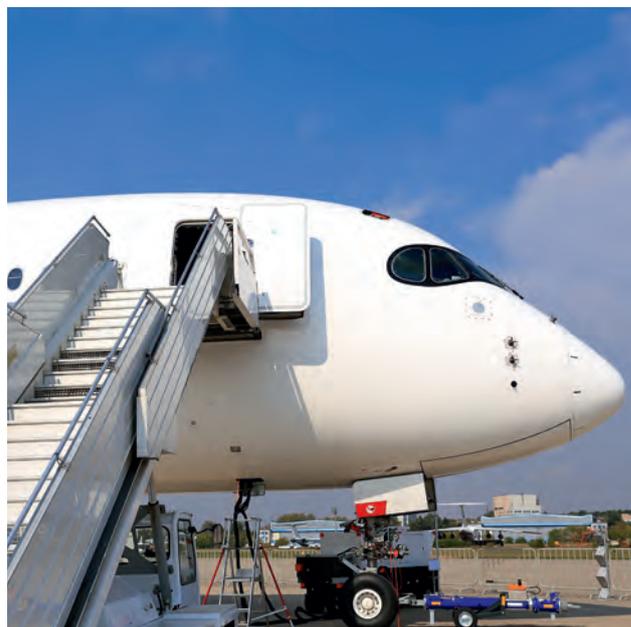
资料来源：联合资信根据公开资料整理

机位放置暂时停飞运力、对部分航线给予政策补贴、缩短航空运输企业航线补贴的结算周期等。

三、疫情对航空运输企业偿债能力的影响

航空运输业是重资产行业，航空运输企业飞机引入、日常运营、基地建设等对外部融资的依赖较大。通过对公开披露2019年三季报且债务数据可得(估算)的9家主要航空运输企业数据进行梳理，截至2019年9月底，9家航企中仅2家企业资产负债率低于60%，3家航企全部债务资本化比率低于50%，债务负担整体处于较重水平。若考虑绝大部分样本企业未执行新租赁准则，一旦经营租赁入表后，样本企业实际债务水平将高于上述指标值。新冠肺炎疫情对航企营业收入及现金流的影响将进一步传导影响其整体偿债能力，债务负担重、短期债务比重高的航企面临的资金周转及偿债压力明显加大。

航空运输企业外部融资渠道一般包括银行借款、债券、租赁等。受益于国家政策利好及存在抵押物等因素，疫情影响下，银行借款滚动接续的可能性较高，有利于缓解航企短期偿债压力；债券作为较为便利的融资渠道，近期监管机构在提高审批效率、优先保障疫情防控债等方面的支持措施有利于航企债券的借新还旧及



滚动发行；而融资/经营租赁款具有一定的支出刚性，不同于航油、起降费等变动成本，融资/经营租赁款作为固定成本，在飞机停飞无法产生客货运收入时仍需按计划支付，故债务结构中租赁负债比重高的航企偿债压力相对较大。

短期偿债能力方面，因航空运输企业经营获现能力强，账面现金类资产储备一般不多，较大规模的票款预售能一定程度缓解短期资金压力，故航企现金短期债

表4 2019年9月底部分航企债务规模、结构及负担情况(单位:亿元、%)

公司名称	短期债务	长期债务	全部债务	短期债务占比	资产负债率	全部债务资本化比率	执行新租赁准则	债务结构(估算)
南方航空	544.81	1261.45	1806.26	30.16	73.89	69.68	是	租赁负债70%；债券17%；其他13%
中国国航	368.94	999.28	1368.22	26.96	64.81	57.46	是	租赁负债67%；债券20%；其他13%
东方航空	396.23	1218.23	1614.46	24.54	74.51	69.24	是	租赁负债65%；债券28%；其他7%
海航控股	992.97	42.64	1035.61	95.88	65.01	60.05	否	融资租赁7%；债券16%；其他77%
四川航空	71.38	148.35	219.73	32.49	82.89	78.87	否	融资租赁30%；债券7%；其他63%
山东航空	11.39	24.95	36.34	31.34	68.84	40.51	否	融资租赁65%；其他35%
吉祥航空	50.59	76.53	127.12	39.80	55.77	50.03	否	融资租赁16%；其他84%
春秋航空	56.94	40.54	97.48	58.41	49.43	39.61	否	融资租赁12%；债券2%；其他86%
华夏航空	17.71	34.94	52.65	33.64	72.49	68.35	否	融资租赁52%；其他48%

注：1.受限于三季报披露详实程度，部分债务数据为估算数；2.新租赁准则下，经营租赁入表，与融资租赁合并计入企业债务
资料来源：根据公开资料整理

务比指标普遍偏弱。以固定资产等非流动资产为主的资产结构也使得航企流动比率、速动比率偏低。疫情影响下,航班的大规模取消及停运对航企票款回流产生很大影响,加之免费退票政策使得航企面临大规模的即期资金支出需求,对航企现金流形成明显挤压,短期债务规模大、账面资金储备不足的航企承压。融资便利方面,授信充足且未使用额度大、资产抵质押比率低的航企间接融资渠道相对畅通;直接融资方面,上市航企具备发行股票、定向增发等直融渠道,但因直融项目运作周期较长,对于缓解航企短期偿债压力影响有限。

从航企财务数据看,2003年5家样本上市航企主营业务收入整体呈下降趋势,毛利率水平明显下滑,利润总额大幅减少且部分航企利润亏损。样本航企整体负债水平

很高,部分航企通过发行股票等形式降低负债率。

根据非典期间的经验和新冠肺炎疫情目前的态势,本次新冠肺炎疫情对航空运输企业经营及偿债能力短期内产生很大影响。目前我国国内疫情基本得到控制,但短期内需求恢复乏力、国际疫情的爆发仍将影响航企整体运营,预计2020年航企收入及利润水平将同比大幅下滑,偿债能力一定时期内将受到一定影响。近期航油价格的下降将对航空运输企业利润水平形成一定支撑,叠加国家、金融机构各种政策支持利好,负债水平合理、经营稳健、地位突出的航空运输企业整体偿债能力有望保持稳定,短期债务规模大、融资渠道受限的航空运输企业将面临较大的经营及债务偿还风险。总体看,近期我国航空运输业信用风险展望为负面。

表5 2019年9月底部分航企短期偿债能力指标及融资渠道情况(单位:倍、亿元、%)

公司名称	现金短期债务比	流动比率	速动比率	经营现金流流动负债比	授信情况		资产受限比率		债务结构(估算)
					总授信	尚未使用	2018年底	2019年9月底	
南方航空	0.02	19.13	16.74	27.95	2788.07	2077.37	36.23	--	是
中国国航	0.22	32.67	29.34	39.94	1295.26	1065.74	35.53	38.12	是
东方航空	0.04	25.57	22.35	27.91	627.20	488.96	4.96	--	是
海航控股	0.40	43.51	43.36	3.84	1182.10	72.15	32.02	29.21	是
四川航空	0.15	36.33	32.66	21.98	581.30	359.9	51.76	43.39	否
山东航空	0.53	31.16	29.46	38.07	200.00	174.40	24.13	21.04	是
吉祥航空	0.58	70.90	68.71	25.07	--	--	7.34	--	是
春秋航空	1.45	114.33	112.73	34.27	343.56	240.78	24.61	28.26	是
华夏航空	0.52	110.07	106.98	24.05	2790*	1051*	6.17	1.84	是

注:1.华夏航空授信情况为截至2018年6月底数据;2.债务结构中其他包括银行借款、信托借款等资料来源:根据公开资料整理

表6 2003—2005年部分航企主要财务数据(单位:亿元、%)

公司名称	主营业务收入			主营业务毛利率			利润总额			经营性净现金流			资产负债率		
	2002年	2003年	2004年	2002年	2003年	2004年	2002年	2003年	2004年	2002年	2003年	2004年	2002年	2003年	2004年
南方航空	188.06	173.51	241.94	30.25	18.03	20.24	10.32	-3.62	3.92	47.75	28.42	43.10	70.83	65.53	70.66
中国国航	256.26	244.47	348.46	28.22	21.56	25.34	10.49	1.60	32.23	70.97	76.32	81.66	93.22	89.37	71.01
东方航空	133.91	139.99	198.93	23.67	15.89	18.95	2.62	-4.10	9.15	21.60	40.47	42.17	78.47	84.22	84.27
海航控股	50.28	53.72	84.10	28.88	2.74	24.30	1.41	-14.75	0.77	10.62	-6.45	31.94	82.71	91.95	91.55
山东航空	15.97	17.24	22.29	19.72	20.82	20.82	-0.48	0.26	0.12	0.61	3.03	4.04	83.98	85.92	84.73

资料来源:根据Wind资讯整理

新冠肺炎疫情下房地产企业流动性压力测试

文 | 联合信用评级有限公司 艾仁智 李晶 冯磊 王安娜 支亚梅

2020庚子年春节，COVID-19疫情迅猛地冲击中国乃至全球；这无疑让地产行业迎来了休眠期，房企销售现金回笼基本中断。本文将试图通过模拟房企现金对刚性支出的保障月数的方式来分析地产企业面临的不同压力；从流动性压力测试结果来看，房地产行业虽然普遍呈现流动性承压，但整体情况尚可。但是刚性支出保障月数2个月以下的风险类企业占比8.26%、2~5个月的一般类企业占比15.60%，我们就影响这两类地产企业流动性的因素做了进一步具体分析。

一、研究背景及模型假设

日前，无锡、西安、上海等多地出台有关稳定房地产发展的多项举措，其中，上海市规划和自然资源局印发《关于全力应对疫情支持服务企业发展的若干土地利用政策》，为消除疫情对合同履约的影响，调整土地价款交付方式和期限。在此背景下，土地出让金、工程款等支出均存在一定弹性，房企面临的刚性支出主要包括需及时偿还的借款、利息支出及员工工资支出等。

为了探讨本次疫情对房企的短期流动性的影响，我们以可获取的最新一期¹财务数据来模拟2019年期末现金及现金等价物余额对短期债务、利息支出及工资支出等刚性支出的保障月数来进行风险企业的初步筛选，但由于数据的可获得性问题，未考虑办公用地租金支出项

等；其核心公式为：刚性支出保障月数=12*期末现金及现金等价物余额/(短期债务+利息支出+支付给职工或为职工支付的现金)。

预计疫情的直接影响可能在4—6月份渐渐消退，考虑极端情况，在疫情持续期间，经营活动现金无流入，投资活动暂停，筹资活动无流入且全年债务均匀到期，我们认为刚性支出保障月数在2个月以下的为风险类企业，2~5个月的为一般类企业，5个月以上的为相对安全类企业。

但该模式存在一定的局限性：合作开发会导致财务数据对债务负担的失真、数据以最新一期模拟替代期末数据可能存在较大出入、疫情期间房企现金流基本停滞的假设过于极端。

二、模型结果及分析

行业整体表现

行业整体刚性支出保障月数尚可，但风险类房企仍有一定比例；布局三四线的房企、开发类的房企以及高周转类的房企风险系数相对更高

我们对236家发债样本企业进行统计，剔除无法获取财务数据的房企，样本房企合计218家，中位数为9.32个月，四分位数为5.20个月；从具体表现来看，刚性支出保

¹最新一期数据以企业公布的2019年三季报为准，如企业三季报未公布，则以2019年半年报为准。

障月数2个月以下的合计18家、占比8.26%，刚性支出保障月数在2~5个月的合计34家、占比15.60%（详见图1）。

从经营模式来看，自持物业类房企除个别企业外表现整体优于开发类房企，刚性支出保障月数一般在8~10个月左右，安全程度相对较高，且受疫情影响相对较小；自持物业体量较大的开发类企业对其自身安全性也有一定辅助作用。

从区域分布来看，由于部分私募债房企无法获取经营数据，因此从可获取区域分布的204家房企来看，剔除权重因素的影响，布局三四线城市的房企保障月数属于风险类的占比明显高于其他类别。从历史来看，春节期间返乡置业需求会大幅上涨，而对于缺乏基本面支撑的三四线城市对此类需求存在一定依赖，本次疫情的短期冲击对于人口外流较多的三四线城市房地产市场影响更大；叠加三四线布局受疫情影响最大的分析判断，以三四线为主要布局的房企未来受冲击更大（详见图2）。

从周转效率看，剔除权重因素影响，高周转和低周转的房企保障月数属于风险类的占比明显高于其他类别，说明高周转和低周转的经营特点均会导致流动性紧张。但从疫情影响上来说，高周转型房企开发环节节奏较为紧凑，对时效性要求较高，开发和销售暂停带来的影响更为明显；低周转型房企时间安排较为充裕，叠加一季度为销售淡季影响，疫情冲击影响相对较小，故高

周转型房企综合来看风险相对更高（详见图3）。

下文我们将对于流动性压力较大的风险类和一般类房企特征，根据各经营/财务维度中各类保障月数的房企占比和整体样本中各类保障月数房企的占比进行对比，进而重点分析得出相关结论。

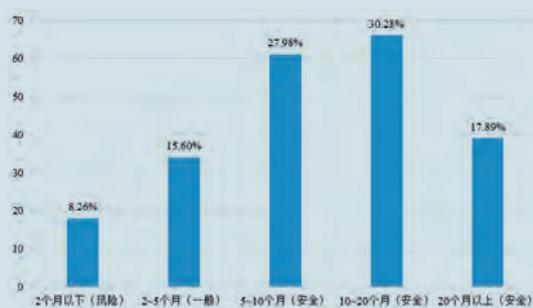
风险类房企深度分析

从经营角度来看，风险类房企往往布局于三四线且普遍存在存货管理问题，多面临库存去化风险；此外，高周转模式下的风险类房企受疫情影响更大。从财务角度来看，风险类房企普遍规模较小，且多出现净利润率和销售毛利率背离的情况，费用控制能力有待提升，同时现金流情况较差。

1. 经营分析

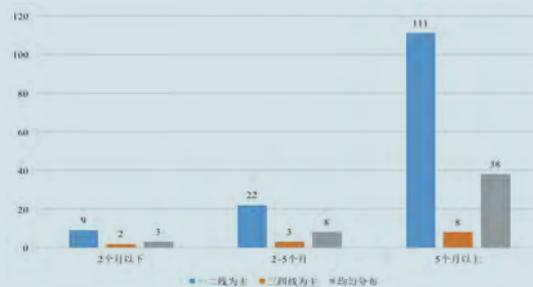
从区域分布情况来看，可获取经营布局的样本企业

图1 极端假设下房企刚性支出保障月数保障情况



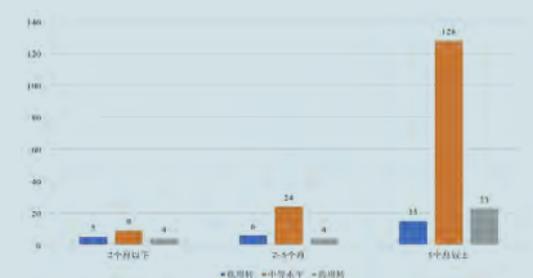
资料来源：联合评级搜集整理

图2 各区域布局房企保障月数情况 (单位：个)



资料来源：联合评级搜集整理

图3 各周转效率房企保障月数情况 (单位：个)



注：存货周转率在0.05以下属于低周转，0.25以上属于高周转
资料来源：联合评级搜集整理

共204家；主要布局三四线²的房企共13家，其中风险类房企占比15.38%（布局以三四线为主且保障月数在2个月以下的房企在主要布局三四线房企中的占比），远高于行业整体平均值6.86%（保障月数在2个月以下的房企在全行业中的整体占比），说明布局三四线的房企风险系数相对较高（详见表1）。

从经营特点来看，主要以高周转模式为主的房企共31家，风险类房企占比12.90%，高于行业整体平均值8.26%；主要以低周转模式为主的房企共26家，风险类房企占比19.23%，高于行业整体平均值8.26%，说明低周转

表1 各区域布局房企保障月数占比情况

区域布局	2个月以下	2-5个月	5个月以上	合计
一二线为主	6.34%	15.49%	78.17%	100.00%
三四线为主	15.38%	23.08%	61.54%	100.00%
均匀布局	6.12%	16.33%	77.55%	100.00%
行业整体平均水平	6.86%	16.18%	76.96%	100.00%

资料来源：联合评级搜集整理

表2 各周转效率房企保障月数占比情况

周转效率	2个月以下	2-5个月	5个月以上	合计
低周转	19.23%	23.08%	57.69%	100.00%
中等水平	5.59%	14.91%	79.50%	100.00%
高周转	12.90%	12.90%	74.19%	100.00%
行业整体平均水平	8.26%	15.60%	76.15%	100.00%

资料来源：联合评级搜集整理

表3 各类房企存货去化速度情况（单位：年）

存货充足率	2个月以下	2-5个月	5个月以上	合计
低于2.5年	8.33%	13.89%	77.78%	100.00%
2.5-4.5年	1.59%	9.53%	88.89%	100.00%
4.5年以上	9.17%	20.18%	70.64%	100.00%
行业整体平均水平	6.73%	15.87%	77.40%	100.00%

注：1. 存货充足率=（存货/（1-销售毛利率）-预收款项）/近两年销售商品提供劳务收到现金的平均值；2. 上述样本企业已剔除纯租赁类房企

资料来源：联合评级搜集整理

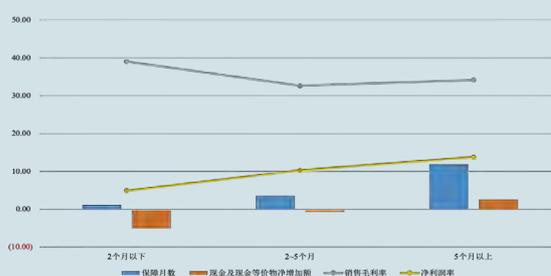
与高周转均会导致房企流动性的紧张，但从疫情影响上来说，高周转节奏快环节一环扣一环，打乱节奏的后果更大（详见表2）。

从存货充足率来看，我们认为2.5~4.5年是相对合适的水平，通过对房企存货去化周期的模拟数据来看，风险类房企存货去化可满足2.5~4.5年区间的企业仅1家，远低于行业平均水平，说明风险类房企普遍存在存货管理上的问题；其中存货充足率在4.5年以上的房企中风险类房企占比为9.17%，低于2.5年的占比8.33%，均高于行业平均水平6.73%，说明风险类房企存货管理的问题更倾向于库存去化问题，难以消耗现有库存（详见表3）。

2. 财务分析

从刚性支出保障月数小于2个月的房企来看：①该类房企一般规模体量较小，权益规模大部分在100亿元以下，同时销售商品提供劳务获取的现金一般在50亿元以下（含供应链类业务的房企除外）；②该类房企现金流状况较差（筹资前净现金流为负高度依赖外部融资或筹资前净现金流虽然正常但筹资活动现金流大额流出）；③该类房企一般销售毛利率远高于行业平均水平但净利润率远低于行业平均水平，形成了毛利率和净利润率的反向差异，需重点警惕该类企业（详见图4）。

图4 各类房企财务指标中位数情况对比（单位：月、亿元、%）



资料来源：联合评级搜集整理

² 四线布局建筑面积或货值占比超过50%称为以三四线为主。

从风险类房企来看，其最明显的财务特征为销售毛利率和净利润率的差异，说明该类房企的期间费用控制能力往往较弱且收入规模相对较小，该类房企需要引起重点关注；此外，部分企业可能会涉及到供应链类业务，在考虑上述情况时建议将该部分收入剔除后再进行对比分析。

一般类房企深度分析

从经营角度来看，一般类房企往往以低周转率为特征，前期快速扩张但目前面临库存去化慢的窘境，存在潜在经营危机；从财务角度来看，一般类房企的公司管理战略往往相对激进，留存现金相对较小，同时杠杆运用充分，再融资空间相对较小。

假如疫情持续到3月底，则期末现金及现金等价物刚性支出保障月数在2~5个月的房企（合计36家）相对安全；若疫情持续时间更长，则会将影响蔓延至该类房企，另外应该对未来三个月内面临刚性兑付/回售的房企进行重点关注，债券的刚兑可能会加重流动性风险。

1. 经营分析

从经营特点来看，可获取财务数据的样本企业共218家；主要以低周转模式为主的房企共26家，一般类房企占比23.08%，高于行业整体平均值15.60%；主要以高周转模式为主的房企共31家，一般类房企占比12.90%，低于行业整体平均值15.60%，说明一般类房企主要以低周转为主。

从存货的去化速度来看，一般类房企存货去化可满足2.5~4.5年区间的企业共6家，占比为18.18%，低于行业平均水平30.29%；同时，存货去化可满足4.5年以上的企业共22家，占比为66.67%，说明一般类房企中大部分是存货去化较慢的问题。

进一步来看，存货去化可满足4.5年以上的22家房企往往存在全部债务资本化比率较高的特征，伴随着高债务的问题，说明前期高杠杆拿地开发但受区域调控政策的冲击往往会出现潜在经营危机。

2. 财务分析

由于一般类房企与风险类房企存在不一样的财务特征及表现，其规模、现金流及销售毛利率、净利润率均与风险类房企不同，因此无法按照上文的财务分析角度来进行深度分析；但上文我们可以发现其债务问题较为明显，因此下文我们将以现金政策和债务杠杆的角度对一般类房企进行财务分析。

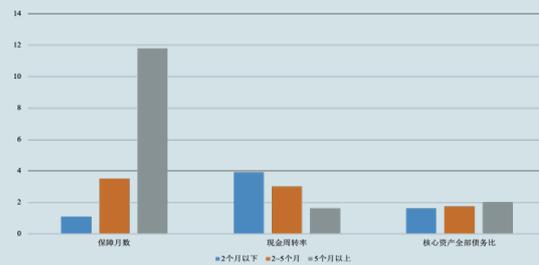
从现金政策来看，即现金周转率指标来看和期末现金及现金等价物刚性支出保障月数呈现显著负相关关系。一般类房企主要是公司管理层对现金的整体管理策略使得留存现金较低所致，主要与公司管理风格有关。

从核心资产全部债务比来看，核心资产全部债务比（即再融资空间）和期末现金及现金等价物刚性支出保障月数呈显著正相关关系。一般类房企主要是公司债务杠杆相对合理，整体再融资空间优于风险类房企，但显著低于保障月数为5个月以上的房企（详见图5）。

三、结论

从流动性压力测试结果来看，房地产行业普遍呈现流动性承压的特点。虽然整体情况尚可，但布局三四线的房企以及高周转类的房企危险系数往往相对更高；在疫情的持续影响下，一方面，重点布局湖北省的房企受到

图5 各类房企财务指标中位数对比（单位：月、倍）



注：1. 现金周转率=主营业务收入/现金平均余额；2. 核心资产全部债务比=(现金类资产+预估的存货货值-预收账款+投资性房地产*0.6)/全部债务
资料来源：联合评级搜集整理

最为明显的影响；另一方面，销售端的停滞对高周转企业影响进一步放大，同时相对依赖返乡置业需求的人口净流出类三四线城市将受到明显冲击。

具体来看，安全系数最低的房企往往是规模体量较小且主要布局三四线的企业，同时往往伴随着较差的现金流和获现能力，此类房企需要引起我们的高度预警；若疫情持续时间超出一般预计，则具有潜在经营风险的房企也会遭到冲击，主要特征为前两年高杠杆进行规模扩张且面临去化窘境的房企，周转速度及再融资空间相对较低。 ▮



建筑施工企业财务变动趋势及风险关注

文 | 联合信用评级有限公司 闫蓉 张宁 楚方媛

建筑施工行业作为强周期行业，近两年在国内房地产宏观调控政策持续加码以及基础设施投资增速放缓影响下，发展速度不断承压。在此背景下，行业内企业的业务增速、盈利空间、现金流质量、债务偿还压力等均呈现不同程度的变化。本文选取108个发债企业样本，从资产管理维度、盈利维度、运营维度、偿债维度以及现金流维度，通过采用中位数、平均数等指标值对企业财务变动特点进行分析，同时将不同企业性质、不同细分行业财务表现与行业整体水平进行比较，进而甄别企业财务风险，以加强对建筑施工企业信用风险的研判。

一、资产管理维度

建筑施工企业具有轻资产运营特征，流动资产占比通常较大（通常在70%左右）；流动资产主要由存货和应

收账款构成，两者约占流动资产的60%；大规模的存货和应收账款对企业资金形成较大占用，对企业资金周转及项目正常运行造成压力。因此，在衡量建筑施工企业资产管理效率时，本文选取（存货+应收账款）/流动资产以及（长期应收款+无形资产）/资产总额指标判断企业对下游客户的垫资规模。另外，选取（长期应收款+应收账款）/（应付账款+应付票据）反映议价能力及实际垫资压力。

占款程度

建筑施工行业在产业链中地位相对弱势，企业具有垫资运营的特点。整体来看，以民营企业为主的装饰装修与园林工程细分行业垫资压力更大。近年来投融资类项目的广泛参与导致国有企业对下游客户长账期垫资规模持续扩大。我们需关注以民营企业为主的装饰装修以及园林施工企业因“垫资拼业务”使得自身偿债风险和流

动性风险持续加大的迹象；同时关注国有企业投融资项目回款风险。

建筑施工企业存货中一般情况下含有大量完工未结算的工程款，相当于未来的应收账款，本文选取（存货+应收账款）/流动资产这一指标衡量建筑施工企业传统施工业务的占款情况。投融资项目（PPP项目为主）占款方面，建筑施工企业PPP项目投入往往在无形资产及长期应收款中反映，因此，本文用（长期应收款+无形资产）/资产总额来衡量企业的长期垫资情况。

从指标值来看，近五年，建筑施工行业整体垫资规模占总资产比例小幅下降，但维持在50%以上。其中，（存货+应收账款）/流动资产比例中位数在60%左右小幅波动；（长期应收款+无形资产）/资产总额比例中位数由2014年的5.24%上升至2018年的7.59%。

分企业性质来看，地方国有企业及中央国有企业整体垫资情况低于行业平均水平（详见表1），2018年，中央国有企业的（存货+应收账款+合同资产）/流动资产比值中位数为55.13%，较上年进一步下降，一方面系企业加大下游业主欠款回收力度，另一方面由于中央国有企业确认收入的PPP项目应收款主要反映在“长期应收款”。此外，我们还注意到，尽管民营企业的垫资比例波动下降，但仍明显高于行业中位数（2018年为64.75%）体现其在行业中相对弱势的地位。分行业来看，装饰装修与园

林工程行业垫资情况远高于行业中位数，2018年分别为64.75%和72.59%，垫资比例较高，除该类企业主要以民企为主外，还与近年来园林工程企业纷纷加入新兴的生态治理、特色小镇等领域导致该领域行业竞争加剧，业主方议价能力强有关。

PPP项目的高收益特点以及对施工业务的带动效果吸引了大批建筑施工企业参与其中，但项目款较长的回款周期以及本金的长期占用导致其对资本实力要求非常高。这给以短期债务为主的建工类企业的资金链带来巨大压力。

通过对比我们可以看出，近五年，建筑施工行业整体采用PPP模式进行建设的项目占款程度呈波动上升趋势（详见表2），2018年，建筑施工行业（长期应收款+无形资产）/资产总额中位数上升至7.59%。其中，具备融资及项目获取优势的地方国企以及央企的占款程度显著高于民营企业。细分行业中，基础建设和园林工程细分行业PPP项目投入占比相对较大，占款比例较其他细分行业高。

综合来看，我们需关注以民营企业为主的装饰装修以及园林企业在行业下行压力加大背景下由于行业弱势地位、盲目扩张投资类项目等因素导致偿债风险和流动性风险持续加大的迹象；关注PPP项目参与较多的中央、地方国有企业（尤其关注企业子公司）由于占款周期延长导致的资金链持续紧张。

表1 建筑施工行业近五年占款情况分布（%）

项目	2014	2015	2016	2017	2018	
按企业性质分类	民企	69.04	69.24	67.50	65.69	64.75
	建筑施工行业	61.84	59.63	58.96	59.44	59.41
	地方国企	59.89	56.48	58.96	56.78	58.51
	央企	59.98	58.40	56.70	59.00	55.13
按细分行业分类	基础建设	57.07	55.21	55.60	56.55	54.41
	房屋建设	64.38	60.88	58.95	59.08	60.75
	装饰装修	75.14	75.90	78.05	71.39	64.75
	园林工程	66.36	74.60	72.61	69.47	72.59

注：1. 本表占款情况通过样本的（存货+应收账款）/流动资产*100%数值中位数反映，数值越大，占款越严重。2018年通过（存货+应收账款+合同资产）/流动资产*100%指标反映占款情况；2. 除特别说明，本文列表均采用中位数分析
资料来源：Wind，联合资信整理

表2 建筑施工行业近年来PPP项目占款情况分布(%)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	
按企业性质分类	民企	0.83	0.83	2.13	1.77	2.93
	建筑施工行业	5.24	4.86	5.23	6.27	7.59
	地方国企	6.28	5.34	5.10	6.38	7.25
	央企	11.02	10.13	9.07	10.68	9.03
按细分行业分类	基础建设	8.80	7.31	7.93	9.03	8.41
	房屋建设	3.33	1.38	3.48	4.46	5.02
	装修装饰	1.18	0.83	0.65	1.31	2.56
	园林工程	2.68	5.25	6.87	5.62	11.44

注: 1.本表通过PPP项目占款情况通过(长期应收款+无形资产)/资产总额*100%中位数反映,数值越大,占款越严重;2.剔除水利水电系因质保金重分类造成长期应收款大幅增长的样本

资料来源: Wind, 联合资信整理

议价能力

近年来,建筑施工企业议价能力整体呈现弱化趋势;细分行业中,装饰装修和园林工程企业议价能力较低,房建和基建企业议价能力相对较强。不同性质企业中,民企议价能力最弱,并有进一步弱化趋势;央企对上游供应商占款规模往往大于其对下游客户的应收款规模。建议关注以民营企业为主的装饰装修行业以及园林行业实际垫资压力加大情况下短期流动性风险。

对于建筑施工企业而言,通过加强上下游收付款进度的协调管控可以有效缓解企业资金链压力;能否在尽可能减少对下游业主垫资(应收账款+长期应收款)的同时,加大对上游供应商的占款,很大程度代表了企业的议价能力(实际垫资压力)。本文选取指标(应收账款+长期应收款)/(应付账款+应付票据)反映建筑施工行业议价能力,该指标越高,议价能力越弱。

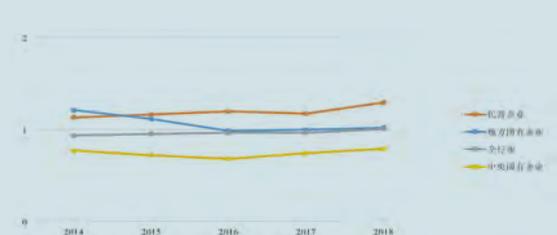
通过对比我们发现整体建筑施工行业议价能力有所弱化,(应收账款+长期应收款)/(应付账款+应付票据)指标中位数由2014年的0.93倍上升至2018年的1.00倍。从不同性质企业来看(详见图1),中央国有企业产业链议价优势非常明显,议价指标中位数在0.8倍以下,民营企业则持续大于1,议价能力最弱,并有进一步弱化趋势。

从细分行业来看(详见图2),基础设施建设及房屋

建筑类企业议价能力相对于以民营为主的装饰装修与园林工程企业较强,指标值中位数在0.8倍~0.9倍之间。

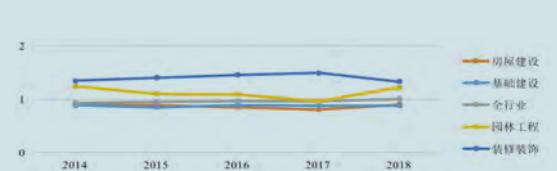
建筑施工企业议价能力的强弱直接决定了其对上游供应商和下游业主方业务往来账期的谈判空间,及应对成本上涨的转嫁能力,进而影响建筑施工企业的盈利空间和回款情况。对于议价能力弱的企业,往往面临上游供应商账期压缩,下游业主方账期拉长,最终面临回

图1 不同企业性质的建筑施工企业议价能力情况(倍)



注: 此处使用(长期应收款+应收账款)/(应付账款+应付票据)比值中位数反映不同性质企业议价能力
资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 不同细分行业内建筑施工企业议价能力情况(倍)



注: 此处使用(长期应收款+应收账款)/(应付账款+应付票据)比值中位数反映不同性质企业议价能力
资料来源: Wind, 联合资信整理



款压力和流动性风险；此外，议价能力弱的企业，在原材料价格上涨的背景下，往往面临对上游成本议价能力弱，且对下游成本转嫁能力不足，进而压缩盈利空间的局面。因此，我们建议关注以民营企业为主的装饰装修行业以及园林行业由于议价能力不足导致的盈利空间受限以及短期流动性风险。

二、盈利维度

建筑施工行业资金、技术壁垒低，竞争程度激烈，企业盈利空间相较于其他行业处于偏低水平。本文通过观察毛利率、期间费用占比、净资产收益率等指标判断企业盈利能力变化趋势。

近年来，受上游原材料价格上涨和“营改增”综合影响，建筑施工行业毛利率有所下降，整体在10%~12%之间。民企对上游成本传导能力有限，毛利率水平下降明显；房建企业对宏观经济和政策变动较敏感，毛利率水平波动下降。期间费用占比较高等因素导致民营企业净资产收益率明显低于央企。总体来看，关注民企房建企业和园林企业对上游原材料成本上涨的转嫁能力以及企业融资成本控制情况。

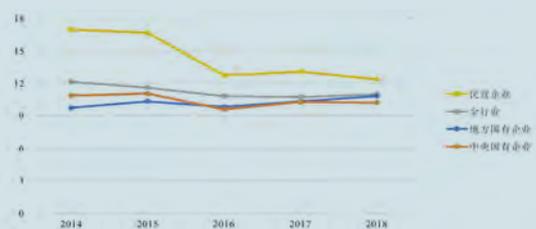
近年来，建筑施工行业毛利率整体在10%~12%之间波动，并在2016年和2017年维持相对低位。2016年以来，“供给侧”改革背景下，建筑施工企业原材料中主材价格和人工成本快速增加导致营业成本增长；同时“营改增”税制综合因素作用下建筑施工行业毛利率整体有所下降。2018年以来，随着建筑施工企业整体上游成本到下游价格的逐渐传导，2018年，建筑施工行业整体毛利率水平有所企稳。

分企业性质来看（详见图3），民企对原材料价格上涨和税改因素更加敏感，2016年毛利率同比下降幅度最大。2018年，央企和地方国企上游原材料价格传导至下游效果相对明显，毛利率有所企稳；同期，受上下游议价能力较弱影响，民企上游原材料成本转嫁压力较大，毛

利率进一步小幅下降；受益于严格的成本控制及民企主要分布在毛利率较高的装饰装修和园林工程细分行业，使得民企毛利率较其他性质企业仍维持高位。但值得关注，部分企业在行业整体盈利能力下行背景下，毛利率仍逆周期上升，应对其财务真实性进行谨慎分析。

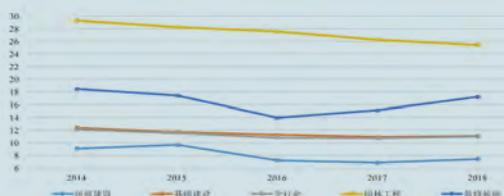
从细分行业来看（详见图4），房屋建设行业由于工程技术含量相对较低，进入门槛低，竞争较为激烈，毛利率在细分行业中最低，且对宏观环境和政策最为敏感，毛利率波动较大；2018年，毛利率维持在8%左右，同比有所增长，但不同类型房建企业增速呈现分化，2018年以来，房屋建筑中民营企业毛利率增速乏力，央企和地方国企毛利率增速较快，地方国企充分利用所在区域龙头优势，使得其2018年毛利率在房建行业中最高。受细分领域专业化程度较高影响，园林工程毛利率整体保持最高，但呈现逐年下降趋势，主要系园林工程以民企为主，上游原材料成本转嫁压力较大。由于样本中基建企业占比较大，基建毛利率走势与建筑施工行业毛利率

图3 近五年不同性质企业毛利率变化情况（%）



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 建筑施工企业不同细分行业毛利率分布及变动情况（%）



资料来源：Wind，联合资信整理

变动趋势基本一致，整体呈现先降后升趋势。

期间费用方面，近年来，建筑施工企业期间费用率逐年增长（详见表3）。2018年，行业期间费用率增至6.62%，主要系人工成本上涨使得管理费用增加所致。按企业性质分类，民企期间费用率最高，央企和国企期间费用率较建筑施工行业中位数较低。从细分行业来看，不同细分行业期间费用率分化明显，园林工程和装饰装修企业期间费用率相对较高，2018年分别为15.28%和10.22%。

从期间费用构成来看，建筑施工企业作为劳动密集企业，管理费用在三费中占比相对较高，在65%左右；央企和地方国企管理费用在三费中占比显著高于民企，主要与央企和地方国企组织架构和管理人员配置有关。建筑施工行业财务费用占期间费用30%左右；不同性质企业财务费用占比有所分化，民营企业财务费用占期间费用比重相对较高，财务费用或将成为侵蚀民企利润的重要因素，建议关注民营房企后续融资成本变化情况及财务费用把控情况；从趋势来看，受央企和地方国企降杠杆的严格要求，两者财务费用在期间费用中占比整体呈现下降趋势；但考虑到央企和地方国企利息支出普遍存在资本化现象，央企和地方国企实际财务费用占比可能高于上述比值。

净资产收益率反映企业净资产整体盈利情况。近年来，建筑施工行业净资产收益率水平整体逐年下降，

2018年降至7.38%；这与行业毛利率水平变化趋势一致。

从企业性质来看，央企净资产收益率最高，2018年为8.58%；地方国企和民企净资产收益率均低于行业中位数。从细分行业来看，房建和基建净资产收益率相对较高，园林工程和装饰装修企业净资产盈利指标较弱。

此外，考虑到建筑施工企业挂靠现象客观存在，而挂靠收入及利润的支配权不属于被挂靠方，识别该部分收入利润有助于判断企业实际盈利能力。未分配利润占比以及往来款规模过大的情况值得注意。

三、营运维度

受行业特性影响，建筑施工企业整体营运效率较低。本文最终选取的衡量企业营运能力的指标有：净资产周转率、存货周转率、应收账款周转率。从指标变动趋势等特征分析识别细分行业或企业资金周转及资产收益率下行风险。

近五年，建筑施工行业运营效率整体有所下降。不同性质企业运营效率分化明显，民企周转效率最低，并呈下降趋势。央企运营效率在2018年有所好转，但考虑到PPP项目投资规模较大因素影响，央企实际运营效率或低于指标值。从细分行业来看，房建周转效率整体处于较高水平，受房地产调控影响，房建周转效率持续下降；建议关

表3 建筑施工行业近年来期间费用结构分布情况(%)

财务费用/期间费用	2014	2015	2016	2017	2018
民营企业	34.85	33.16	29.99	30.13	27.61
地方国有企业	32.41	30.13	24.68	27.35	25.42
中央国有企业	25.77	23.09	20.62	23.14	18.62
管理费用/期间费用	2014	2015	2016	2017	2018
民营企业	58.44	57.35	60.59	57.28	57.10
地方国有企业	61.36	61.66	67.43	64.48	65.14
中央国有企业	68.33	71.65	75.04	73.15	74.77

注：为保持数据可比性，2018年管理费用中仍包含研发费用
资料来源：Wind,联合资信整理

注园林工程及装饰装修行业周转率对基建及房建行业的周转依存度,并关注进一步下降带来的资金周转风险。

近年来,建筑施工行业运营效率整体有所下降,主要表现在近年来建筑施工行业净资产周转率、存货周转率和应收账款周转率呈现总体为下降趋势,2018年上述周转率分别为2.32次、3.10次和4.46次。分不同性质企业来看,2016年以来,建筑施工行业中民企在以上三个指标表现最差,2018年分别为1.84次、2.07次和2.40次,显著弱于行业水平。考虑到民营施工企业相对弱势的市场地位,收入增长往往以更大规模、更长周期的垫资为代价,其经营效率下行压力较大,建议关注民营施工企业未来存货周转和回款情况。央企的三个指标整体也呈现下降趋势,但绝对值与其他性质企业相比表现最好,主要与央企在市场中积累的声誉,谈判能力较强有关;2018年,央企存货和应收账款周转指标有所好转,但考虑到作为PPP项目主要参与主体,央企的长期应收款相关指标在资产总额中占比快速增长,其实际运营效率或将并未得到实质改善。地方国企三个指标与行业指标基本契合,2018年,地方国企存货周转率和净资产周转率在2.5~3次左右,应收账款周转率4.46次。

从细分行业来看,房建运营效率基本维持行业较高水平,但近年来,受房地产市场控房价相关政策影响,部门房地产企业面临一定的去化压力和资金周转压力,进而影响对房建施工企业结算和回款进度,近年来,房建施工行业运营效率持续下降。受整体外部环境影响,基建行业运营效率同步呈现下降趋势,但基建运营效率与房建差距逐渐减少。由于装饰装修和园林工程处于建筑施工行业产业链末端,议价能力较房建和基建更低,运营效率处于行业中较低水平。其中,装饰装修和园林工程行业大部分属于房建或基建工程的细分分包行业,园林工程行业的存货周转变现能力很大程度上取决于发包方的运营效率,伴随着房建运营效率的下降,装饰装修和园林施工行业运营效率持续处于较低水平,并有可能进一步下降。

综合来看,我们需重点关注园林施工及装饰装修周转率对基建及房建行业的周转依存度,并关注其进一步下降带来的资金周转风险。

四、偿债维度

在行业增速下行压力加大、下游回款风险逐渐显现的背景下,高负债(尤其是短期债务占比大)运营的建筑施工企业偿债风险尤其突出。另外对于短债长投较为严重的企业,债务与项目周期的匹配度值得关注。偿债维度主要从债务水平以及短期债务偿还能力变化情况进行分析,具体指标包括全部债务资本化比率、短期债务占比以及现金类资产/短期债务等。

国有建筑施工企业债务水平整体高于民企;不同细分领域企业债务水平变动趋势出现分化;民营类及园林类企业债务指标上升明显,短期债务占比高于行业整体水平。我们需重点关注由于永续债、明股实债,以及最终回购责任在施工方的非并表PPP项目SPV公司对公司实际债务水平的影响;重点关注园林类及装饰装修类企业短期债务风险。

债务负担方面,从指标绝对值来看,近五年样本数据显示建筑施工企业资产负债率中位数维持在75%左右的高位,全部债务资本化比率中位数基本位于50%以上(详见表4)。其中,传统的基建、房建施工企业债务水平高于细分领域的装饰装修及园林工程板块样本,与园林及装饰细分领域发债企业多为民营上市企业,股权融资渠道畅通且间接债务融资能力相对较弱有关。得益于较低的融资成本以及有利的融资环境,规模较大的国有企业债务水平整体更高。即使是同一信用级别的企业,国有企业较民营企业仍具备融资优势,使得同一信用级别的国有企业负债水平明显高于民营企业。从变化趋势来看,不同性质的企业债务水平出现分化,民营企业债务水平近五年整体呈现小幅波动上升态势,国有企业(尤其是中央国有企业)债务指标有所好转。究其原因,我们认为主

要系国企降杠杆的政策要求、永续债以及明股实债导致的指标误差。另外，细分行业的债务水平变动出现分化，传统的基建、房建施工企业债务水平有所下降，装修装饰及园林企业有息债务指标上升明显，这与园林企业大量签订PPP项目有关、装修装饰企业规模相对较小有关。

短期偿债能力方面，本文首先对近五年建筑施工企业短期债务占比情况进行分析以了解建筑施工企业面临的短期流动性风险压力，再通过现金类资产对短期债务的覆盖判断公司解决短期流动性风险的能力。

从短期债务占比变化情况来看，近五年，样本企业短期债务占比全部债务比例呈现快速下降趋势，从2014年的60.77%降至2018年的55.85%。其中，民营企业上述指标由2014年的70.15%降至2018年的68.50%；民营企业整体指标平均值高于中央及地方国有企业且降幅低于

中央及地方国有企业。分行业来看，园林类企业（集中于民营企业）上述指标由2014年的61.86%上升至2018年的75.95%。整体来看，随着承接项目的周期拉长，行业内企业债务结构有所优化。民营类及园林类企业短期债务占比高于行业整体水平。一方面可能受该类企业承接的长周期项目占比较低影响，另一方面，民营类企业融资能力较弱导致该类企业短期债务占比偏低。

从现金类资产对短期债务的覆盖程度判断，在近五年整体收入水平实现稳定增长的情况下，现金类资产对于短期债务的覆盖比率维持在0.8~1倍之间（详见表5）。其中园林类及装修装饰类企业指标明显弱化，传统施工行业情况较为平稳。另外，中央国有企业上述指标值整体优于地方国有企业，民营企业该指标表现最弱且呈现下降趋势。近三年内，民营企业为在高利润空间的诱导

表4 建筑施工行业近年来全部债务资本化比率分布情况(%)

	项目	2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	39.13	42.14	38.04	39.83	41.72
	建筑施工行业	54.94	53.85	49.36	50.36	52.02
	地方国企	64.72	62.67	61.58	58.77	60.42
	央企	57.52	55.53	51.50	51.68	50.82
按细分行业分类	基础建设	60.06	57.80	52.14	53.65	53.19
	房屋建设	54.62	53.18	50.23	50.56	50.31
	装修装饰	17.29	23.90	36.86	35.47	45.90
	园林工程	40.90	43.82	35.34	40.80	39.44

资料来源: Wind, 联合资信整理

表5 建筑施工企业近年来现金短期债务比分布情况(倍)

	项目	2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	0.56	0.55	0.78	0.65	0.53
	建筑施工行业	0.80	0.91	0.94	0.96	0.81
	地方国企	0.72	1.01	1.13	1.14	0.84
	央企	1.08	1.19	1.35	1.23	1.16
按细分行业分类	基础建设	0.82	1.02	1.14	1.01	0.88
	房屋建设	0.67	0.73	0.89	0.93	0.73
	装修装饰	1.47	0.67	0.81	0.79	0.54
	园林工程	1.43	1.13	0.97	0.72	0.50

资料来源: Wind 联合资信整理



下即使缺乏配套资金仍承接了大量承接PPP等投融资类项目，“短债长投”使得该类企业资金链愈发紧张。

综合来看，我们需重点关注由于永续债、明股实债，以及最终回购责任在施工方的非并表PPP项目SPV公司对公司实际债务水平的影响；重点关注园林类及装修装饰类企业短期债务风险。

五、现金流维度

近年来，建筑施工企业的高收入增速往往来自给下游提供更高的垫资施工规模或对下游付款进度降低要求等竞争手段。这些手段使得企业现金回款较慢，而相较于利润较低，现金回款情况由于在财务报表中没有直接体现从而相对隐蔽，因此当建筑企业营业收入增幅较大时需要尤其关注现金回款情况。另一方面在后期资金的使用过程中，建筑施工企业往往缺乏事先对资金流入与流出的适当安排，导致资金流出与资金流入不能合理的进行匹配。这些影响表现在财务方面，则会因资金链的断裂直接损害企业获取盈利的原动力，使企业发生信用危机的可能性直接被放大。对于现金流的分析我们主要通过筹资前后现金流的对比，来判断企业对于现金流的把控能力。

受垫资情况加剧影响，筹资前现金流缺口有所扩大；地方国有企业受地方政府投资压力转移影响，融资压力大幅增加。在当前经济增速下行及投资者风险偏好因素影响下，民营企业筹资能力明显弱化；筹资活动现金持续净流出企业值得关注。

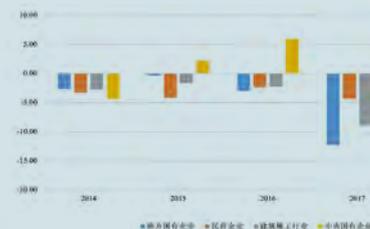
现金流方面，整体来看，受下游房地产企业资金逐步趋紧，叠加规范地方政府融资行为等因素影响，基建下游行业整体融资环境收紧，建筑施工企业垫资情况加剧；因此，样本企业近五年经营现金流表现有所弱化。考虑到企业往往将PPP等投资类项目资金收支放入投资活动，筹资前净现金流更能体现建筑施工企业经营资金平衡情况。近五年，样本企业筹资前净现金流为

负的企业比例分别为64.81%、54.63%、54.72%、74.53%和65.09%。从筹资前净现金流中位数来看（详见图5），样本企业筹资前净现金流缺口整体有所扩大，在2017年达到峰值。其中，地方国有企业筹资前净现金流为负的企业占比增幅较大，由2014年的68.75%增至2018年的81.25%；中央国有企业由55.88%增至61.76%；民营企业上述指标在2018年降至56.76%。地方国有建筑企业的业务在省内占比往往较大，且主要以基础设施类项目建设为主，受政府融资平台债务控制等因素影响，部分地方投资压力向项目承接主体转移，导致近两年地方国有建筑类企业融资压力大幅增加。细分行业来看，园林、装饰类企业筹资前净现金流为负的企业占比（70%~90%之间）普遍高于基建类企业，房建类企业占比最低。

筹资活动现金流分析中，我们更关注企业在经营及投资活动现金净流出时的再融资能力。筹资活动现金的持续净流出值得关注。从近五年筹资活动现金流情况来看，民营企业筹资情况有所恶化，净流出企业数量有所增长，2018年增加至17家；中央及国有企业整体呈下降趋势。

总体来看，在中国经济增速下行，投资增速放缓，建筑业将进入低速增长阶段背景下，建筑施工企业整体业绩增长及资金周转压力加大。建议关注建筑施工企业因“垫资拼业务”导致自身偿债风险和流动性风险持续加大的迹象。尤其对于行业地位相对较低的民营企业，受制于融资能力、成本波动转嫁能力等较弱，资金周转风险表现得更为突出。

图5 建筑施工企业近五年筹资活动前现金流分布情况（亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

浅析新型冠状病毒肺炎疫情对地方资产管理公司的影响

文 | 联合资信评估有限公司 张博 朱天昂

新型冠状病毒肺炎疫情发展至今已经对国家、企业及个人造成深远影响，住宿餐饮、旅游、房地产、航空运输等多个行业受到明显直接冲击，作为国民经济“晴雨表”的金融市场也在全球股市动荡中表现得“风雨交加”。本文主要关注我国金融市场中的重要一员、同时被广泛认为具有逆周期属性的地方资产管理公司在本次疫情下所面临的影响和机遇。

2020年新年，突如其来的新型冠状病毒肺炎笼罩了全国，全国各省（自治区、直辖市）均受到不同程度的波及。大到宏观经济、各类产业，小到企业及个人都或多或少受到此次疫情的影响，影响程度较大的当属住宿餐饮、旅游、房地产、航空运输等行业。为此，国家出台多项政策稳定市场情绪并提供流动性支持，例如适当下调金融机构贷款利率、阶段性减免企业社保并缓交企业住房公积金、出台支持疫情防控税收优惠政策等，为稳经济、保民生、助企业打出组合拳。众所周知，金融市场是国民经济的晴雨表，上述行业受挫的同时也会进一步传导至金融业，而地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”）作为金融市场的重要参与者、维护地方金融稳定的利器，同样要投身这场疫情防控战役中。江苏省地方金融监督管理局近日印发《关于有效发挥地方金融从业机构作用全力支持新冠肺炎疫情防控工作若干措施的通知》，号召政银企和地方资产管理公司多方联动，为受疫情影响而暂时陷入困境的中小企业提供债务重组、流动性支持等金融服务，支持地方资产管理公司在证券交易所发行专项债券用于受疫情影响的中小企业纾困，发挥地方AMC助力中小企业发展的作用。本文从以下几方面关注此次疫情对地方AMC的影响。

1. 延期复工和自我隔离等措施对地方AMC业务拓展及项目推进造成一定困难。地方AMC在进行不良资产收购处置的过程中大都需要现场尽调，如在拟收购抵押物为房产的不良债权的时候，地方AMC需对房产的地理位置、权属状况、质量情况等多个方面进行考察，以确定是否收购以及收购价格等，同时从自身风控出发，现场尽调也是一个很重要的环节。因此，此次疫情下各类企业延期复工、员工居家隔离并暂停出差活动将对存续项目和储备项目的推进造成一定影响。但另一方面，此次疫情也让大家看到了金融科技应用的好处，目前已经有部分金融科技公司在探索金融科技在不良资产行业的创新与应用，其所研发的不良资产管理系统能够覆盖越来越多项目的投前、投后阶段，信息技术对工作提供的辅助、对工作效率的提升在特殊时期尤为显著，这也是地方AMC今后需要加强的地方。

2. 房地产市场活跃度及未来房价预期对地方AMC资产管理带来挑战。地方AMC的经营发展与房地产市场息息相关，一方面其收购的金融不良债权背后往往是抵押给银行的房地产，处置债权即意味着处置房地产；另一方面地方AMC目前开展较多的非金融机构不良资产收购重组业务也经常围绕房地产公司展开。根据Wind数据统计，2020年2月10日至2020年2月16日，全国30个大中城市商品房成交套数为3024套，而2019年2月11日至2019年2月17日（即春节假期后第一周）该数字为18641套，房地产交易市场活跃度降至冰点。从房地产市场预期价格来看，价格“看衰”者普遍居多。“非典”期间我国房地产市场有所受挫，不过由于2003年全国房地产市场价格仍处于上升通道，

负面影响有限。与之前相比，我国房地产市场目前处于降温期，房地产市场饱和度较高，因此此次疫情下房地产市场局部价格预计会受到一定影响。假设未来一段时间某区域内房地产市场活跃度仍无法恢复且价格显著回落，此区域内地方AMC存量不良资产的处置难度将会提高，处置收益也将受到一定影响。

3. 疫情加大地方AMC流动性管理压力。目前来看，我国地方AMC的财务杠杆水平不算太高，行业平均值在50%~60%之间，但呈现不断上升的态势，其在资本市场的融资行为也有所增多。从资产端来看，由于地方AMC主要通过处置持有的不良资产来获取流动性，而疫情对不良资产处置的负面影响将导致其所持有的资产流动性下降。从负债端来看，地方AMC主要通过银行借款及其他金融机构借款进行融资，需按照项目周期情况进行融资期限匹配；受不良资产处置周期拉长影响，地方AMC的负债流动性管理压力将被动加大。不过我们也可以看到，在目前政策红利下，部分金融机构以较低成本发行了疫情防控专项债券，因此对于融资能力强、综合实力较强的地方AMC来说，或许同样能够借此机会优化负债结构并降低负债成本。但对于银行授信规模小、融资渠道不够畅通的地方AMC来讲，融资压力的加大或将导致负债不确定性的增加。上述因素都将对地方AMC的流动性管理带来一定挑战。

4. 以自主处置不良资产为主要经营模式的地方AMC受疫情影响的可能性更大。对于以通道业务、结构化业务为主的地方AMC来说，受疫情影响程度较小，因为此类业务模式下，公司以获取固定收益为主，基本不参与不良资产的真实处置，本身就具有低风险属性。但是对于以自主处置为主的地方AMC，尤其是部分资本实力偏弱、财务杠杆水平偏高的公司来说，受处置进展放缓、流动性管理压力增加等方面的影响程度将更大。

5. 机遇亦是检验，特殊时期地方AMC更应发挥自身化解风险的作用。疫情目前虽然只持续了一个月的时间，但是很多企业已经感到明显的经营压力，无法正常运营



使很多企业财务状况吃紧。根据目前专家的判断，肺炎疫情防控成果已经向积极的方向发展，但还会持续多久、会对宏观经济及各行各业造成多大程度的影响都难以得到明确的答案。但不可否认的是，疫情持续时间越久，就会有越多的企业面临经营和财务困境，并可能进一步导致银行业不良贷款的增加。企业纾困、银行化解不良的需求在未来一段时间内或将显著增加，预计资产管理公司将迎来一个较好的发展机遇，同时这也将检验地方AMC能否进一步按照监管导向，更好地发挥其在化解区域风险、促进经济发展中所扮演的角色。

此外，备受外界关注的首家外资控股AMC——橡树资本已于2020年2月17日落户北京。它能否为国内不良资产管理行业带来新的经营理念、经营模式和技术创新，并促进行业的健康发展值得期待。

总体看，此次新型冠状病毒肺炎疫情对于地方AMC短期的业务开展、流动性、盈利水平都将产生或多或少的影响，但由于不受到疫情的正面冲击，所受到的影响多为从其他行业领域传导而来，整体而言负面影响有限，但仍需关注部分综合实力一般、杠杆水平偏高的地方AMC因流动性管理压力上升对短期经营带来的影响。从长期来看，此次疫情对于实体经济、中小企业、银行资产质量等方面的负面影响都将转化为地方AMC的发展机遇，地方AMC的逆周期属性接下来或将得到进一步凸显。///

公司债、企业债发行注册制正式实施 我国债市市场化改革取得新突破

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 孙健 夏妍妍

近年来,我国金融领域持续推行简政放权,监管部门出台了一系列举措大幅精简审批备案事项,优化审批备案流程,提高监管透明度。2020年3月1日,《中华人民共和国证券法》(以下简称“新《证券法》”)正式实施,根据国务院办公厅关于贯彻实施新《证券法》的工作安排,证监会和发改委分别发布通知,明确公司债公开发行以及企业债发行实行注册制,并规定了发行受理、审核等相关业务要求。随后,沪深交易所、中债登分别发布相关业务安排的通知。2020年3月2日,新《证券法》正式实施后的第一个工作日,沪深交易所合计受理了5个公开发行公司债券项目,首批“注册制”公司债券正式落地。公司债、企业债发行注册制的正式实施标志着我国债市发行注册制的全面推行,债市市场化改革取得新突破。在当前中国经济结构性调整以及受到新冠疫情不利影响的双重压力下,公司债、企业债发行注册制的实施也体现了监管层宽信用、政策导向,有利于降低企业融资难度,提高企业融资效率,支持实体经济增长。

债券发行注册制全面推行,发行效率显著提高,债券市场化程度将显著提高

我国证券发行的注册制改革经历了一个较长的发展过程:1990年中国证券市场诞生,对证券发行实行审批制,行政审批主导证券发行;1999年我国第一部《证券法》颁布,证券发行由审批制过渡到核准制,向市场化方向迈进。多年来监管部门对一些券种的发行制度进行了探索,为注册制的全面推行积累了重要的制度和实践

基础。随着公司债和企业债完成由核准制向注册制的转变,我国债券市场主要信用债中,除金融机构债以外,短融、超短融、中票、企业债、一般公司债(即公开发行的公司债)、信贷资产支持证券、资产支持票据均已实行注册制,私募债、同业存单、企业资产支持证券实行备案制,信用债市场已基本实现向备案制/注册制的市场化转型,债券市场化程度将显著提高。

从审核的严格程度来看,核准制更严,备案制/注册制较松。在核准制下,证券监管机构不仅要申报文件的真实性、准确性和完整性进行审查,还要对发行人的营业性质、财务状况、发行数量和价格等条件进行实质性审查,并据此做出是否核准申请的决定。备案制下,监管机构不进行实质性审查,且私募债和企业资产支持证券发行均为事后备案,如私募债备案“不代表协会合规性审查,不构成市场准入”。注册制下,证券监管机构只对申报文件的真实性、准确性和完整性作形式审查,且为事前注册。根据证监会的安排,证券交易所负责公司债公开发行的受理、审核,报证监会履行发行注册程序;根据发改委的安排,中债登为企业债发行的受理机构,中债登和银行间市场交易商协会为审核机构,发改委对企业债券受理、审核工作及两家指定机构进行督导,并在法定时限内履行发行注册程序。发改委还取消了企业债券申报中的省级转报环节,企业债发行将更加便捷。相比核准制,注册制大幅简化了审批程序,将显著提高债券发行效率。

债券发行条件放宽利于企业融资，债市支持实体经济直接融资能力增强

新《证券法》规定，公开发行公司债券应符合“具备健全且运行良好的组织机构”“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”以及“国务院规定的其他条件”三个要求，删除了对筹集资金投向、债券利率、发行人的净资产规模和累计债券余额占净资产比例四个方面的要求，新增了对发行人的组织机构的要求。其中，最重要的变化之一就是放宽了公司债、企业债的发行条件，一是取消了原证券法要求的“公司公开发行债券，股份有限公司净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元”的规定，为轻资产企业、中小微企业、新兴产业企业和科创企业等开辟了新的融资渠道，也能够更好服务于当前实体经济的现实需要；二是取消了原证券法要求“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”的规定，既能避免对不同行业企业因财务杠杆存在显著差异的“一刀切”，也有利于缓解为扩大债券融资规模而通过财务造假扩大净资产规模的问题。

取消净资产限制以及累计债券余额限制具有重大意义。一方面，对于公司债、企业债发行的增加以及缓解目前一些企业的信用风险都具有积极意义，尤其在当前稳投资、稳增长以及实施注册制的背景下企业债或迎来显著增长。另一方面，发行限制的放宽使得企业融资自主权更大，债券发行的市场化程度更高。当然这也是双刃剑，发行自主权扩大就意味着要强化自我约束，投资者要自我承担更多投资风险。在目前经济存在下行压力以及违约发生常态化背景下，发行人更应当进行科学决策而不能盲目融资。为了控制此类风险，国务院办公厅《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》也明确要求，“申请公开发行公司债券的发行人，除符合证券法规定的条件外，还应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量”。因此，发行人须进一步加强自身流动性管理、债务管理、投融资管理，提高财务管理水平，提高资金宽

裕度，同时做好压力测试和危机应对预案。此外，目前监管机构及相关自律组织在债券流通、投资的门槛方面仍对信用评级有要求，因此债券发行条件的放宽主要将使中高信用等级主体受益。

强化事中、事后监管，对证券服务机构履职尽责和投资者提出更高要求

信息披露的真实、准确和完整是注册制运行良好的重要前提条件。此次改革在放宽发行限制的同时，明确了以信息披露为核心的注册制监管理念，并提高违法违规处罚力度，压实各参与方法律责任。信息披露方面，相关监管机构明确指出发行人是信息披露的第一责任人，应当遵循真实、准确、完整、及时、公平的原则，按照法律法规及有关规定，通过指定的渠道披露信息，并承担相应的法律责任。承销机构、信用评级机构、会计师事务所等中介机构应勤勉尽责、诚实守信，对债券发行人进行充分的尽职调查，协助做好信息披露等工作，对所出具的专业报告和专业意见负责。提高违法违规处罚力度方面，新《证券法》显著加大了对债券发行参与方违法违规的处罚力度，如在第一百八十一条中规定发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假记载内容，尚未发行证券的罚款由原来的“三十万元以上六十万元以下”提升至“二百万元以上二千万元以下”；已发行证券的，罚款由原来非法所募资金金额的“百分之一以上百分之五以下”提升至“百分之十以上一倍以下”；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，罚款由原来的“三万元以上三十万元以下”提升至“一百万元以上一千万元以下”。此外，新《证券法》还明确了证券服务机构的民事责任，为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告以及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，如有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，除能证明自己没有过错外，应当与委托人承担连带赔偿责任。

对证券服务机构来说,债券发行注册制的全面推行对证券服务机构履职尽责能力提出了更高要求,法律责任风险显著增加。各类证券服务机构都应积极转变服务理念、完善工作流程和方法。评级机构应当持续完善评级技术和方法,提高评级质量,更好揭示信用风险。对投资者来说,新《证券法》新增了“投资者保护”一章,对投资者分类、投资者保护机构、保护机制等做出了明确的规定,有利于更好地保护投资者的合法权益。但同时也必须看到,随着注册制的实施,监管机构仅对发行材料进行“形式性”审查,客观上对投资人辨别、研究发行人信息真实性、准确性等方面的能力提出了更高要求,在债券市场违约常态化的背景下,投资者应正确认识风险和收益的关系,树立风险自担、损失自担的投资理念,不断提高风险识别、风险控制能力,必须更多关注企业的资产负债结构(可用资产负债率和全部债务资本化比率等指标来衡量)和现金流量(可用现金流及其与债务的关系来衡量),并积极运用法律手段维护自己的合法权益。

配套政策将陆续落地,相关体制机制仍待完善

目前,相关受理、审核机构尚未出台注册制配套细则,改革要求与现有一些发行规则和指引也存在需要相衔接的问题,有关监管部门明确表示将尽快制定受理业务流程等配套制度,适时对外发布,预计将会很快出台。此外,为了维护债券市场的健康平稳发展,建议监管层从以下几方面继续完善相关体制机制:

一是推动信用风险衍生品市场发展,促进信用风险的揭示和对冲。我国信用风险缓释工具仍处于初级阶段,产品结构相对简单,二级市场流动性较差,交易尚不活跃,未来应继续加强信用衍生品定价理论研究,探索适合我国市场的信用风险缓释工具定价模型,同时采取措施继续鼓励信用风险缓释工具的创设与交易,发挥信用风险缓释工具的积极作用。

二是进一步完善违约判定标准及违约后处置法治化建设,提升处置效率,保护投资人合法权益。近期,我



国债市花式违约层出不穷,对违约的判定分歧较大,投资者因无法确认违约事件而难以采取有效的法律措施等,市场对失信者的约束力量弱化。虽然债券匿名拍卖、到期违约债券转让业务以及特定债券转让结算服务的推出丰富了债券违约后续处置方式,也有利于投资者保护,但我国仍缺乏法律层面关于债券违约后债权人权益保护的相关规定,建议从法律层面为违约后处置以及投资者权益保障提供依据,强化违约对发行人的威慑力和惩罚力度。

三是拓展双评级适用范围。双评级对丰富投资者的信息选择、减少信息不对称、提升评级质量等方面具有积极作用,在债券发行注册制全面推行、债市扩容的背景下,监管层应择机推动债券双评级制度,更好地发挥信用评级揭示信用风险的作用。

总体来看,新《证券法》将显著提高我国债券市场的发行效率并拓宽相关企业的融资渠道,以信息披露为核心的注册制监管进一步压实相关参与方的法律责任,给证券服务机构和投资者都带来了更大挑战。作为我国债市发展过程中的重要历史性事件,债券发行注册制的全面推行将推动债市相关体制机制不断完善,相关配套政策也将陆续出台,我国债券市场将朝着更加市场化、法治化的方向发展。///

2019年度绿色债券运行报告

——我国绿色债券市场环境不断完善，绿色债券发行量大幅增长

文 | 联合资信评估有限公司 联合赤道环境评价有限公司 董欣焱 刘晓光 林青

2019年，国际绿色债券发行量较上年大幅增加，参与主体继续扩大，新发绿色债券共涉及51个国家和地区，其中有8个为新增国家，美国、中国和法国仍然在全球绿色债券市场发行规模排名前三。我国绿色债券市场稳步发展，绿色债券市场制度体系不断完善，发行期数、发行家数和发行规模较上年均大幅增加；绿色债券期限以3年和5年期债券为主，AAA级集中度有所上升；国有企业仍是绿色债券的主要发行人；募集资金主要投向清洁能源、清洁能源和污染防治领域。展望2020年，国际绿色债券发行量有望稳步增长，国内绿色债券市场也将进一步发展和完善。

一、2019年国际绿色债券发行量大幅增加

2019年，国际绿色债券发行量延续了2013年以来的增长趋势。根据气候债券倡议组织（CBI）的统计，2019年全球绿色债券发行期数为1788期，发行规模达到2577亿美元（约1.80万亿人民币），创下新的全球记录，发行规模较上年（1706亿美元）增长51.06%，与2018年5.24%的同比增幅相比，发行增速明显加快，主要由于2019年欧洲市场绿色债券发行规模大幅增长74.00%。

2019年，国际绿色债券共涉及发行人（含ABS）496家，涵盖多边开发银行、主权国家、地方政府、政府支持机构、金融机构、非金融企业等多种类型，绿色债券发行人家数较上年增长55.00%，其中250家为新增发行人，绿色债券的参与主体不断扩张。

分发行人类型来看，非金融企业绿色债券发行规模超越金融机构绿色债券排在第一位，共发行593亿美元，是上年（295亿美元）2倍多，占全球年度总发行规模的23%，高于2018年的17%。其中，排名前三位的非金融企业苏伊士环能（Engie）、中美能源控股（MidAmerican Energy）和葡萄牙能源公司（Energias de Portugal SA）均为能源行业企业，三家企业发行总规模接近90亿美元。金融机构绿色债券发行规模排在第二位，达到550亿美元，占总发行规模的21%。

分地区来看，2019年全球新发绿色债券共涉及六大洲的51个国家和地区，其中有8个¹为新增国家。美国、中国和法国仍然位居全球绿色债券发行规模前三，绿色债券发行规模分别为513亿美元、313亿美元和301亿美元，合计占全球总发行规模的44%，但较上年占比（47%）有所下降。

从募集资金投向来看，2019年新能源行业、建筑行

¹包括巴巴多斯（Barbados）、俄罗斯（Russia）、肯尼亚（Kenya）、巴拿马（Panama）、希腊（Greece）、乌克兰（Ukraine）、厄瓜多尔（Ecuador）和沙特阿拉伯（Saudi Arabia）。

业和交通行业仍为绿色债券募集资金投向最大的三大领域，资金规模合计占比81%。

2019年，国际绿色债券新标准出炉，各个国家或地区也纷纷发布了绿色债券相关政策，推动绿色债券发展。具体来看，2019年6月，欧盟委员会技术专家组(TEG)发布了《欧盟可持续金融分类方案》(以下简称《分类方案》)、《欧盟绿色债券标准》(EU-GBS Report)等报告，其中《分类方案》通过对67项能有效减缓和应对气候变化的经济活动设立技术筛查标准，为投资者和企业识别绿色经济活动提供了有效的分类工具，是欧盟发展可持续金融的基础。《欧盟绿色债券标准》主要包括四大核心内容，一是绿色债券的募集资金应被用于以下绿色项目的融资或再融资：绿色项目应至少有助于实现《分类方案》的六大环境目标²中的一个、满足“无重大损害原则”以及遵守国际劳工组织8项核心公约的最低社会保障。二是该标准明确了供发行人使用的绿色债券框架的范围和内容³，以便发行人详细说明拟募集资金用途的所有关键方面。三是要求发行人定期发布绿色债券募集资金使用报告和环境影响报告，并在定期报告中尽可能使用定量指标。四是对绿色债券在发行前和发行后进行认证，建议由欧洲证券和市场管理局(ESMA)作为绿色债券授权认证机构。《欧盟绿色债券标准》与国际资本市场协会(ICMA)的《绿色债券原则》基本保持一致⁴。欧盟可持续金融和绿色债券标准的出台，表明绿色债券在欧盟市场不断系统化、制度化和主流化。2019年12月，CBI公布了最新的CBI绿色债券认证标准的3.0版本，与此前版本相比3.0版本对绿色债券申请文件框架进行了升级更新，一是明确了绿色债券认证的信息披露要求⁵，二是增

加生物质能源等行业作为绿色项目投向领域。本次更新进一步满足了市场对提升透明度和协调绿色定义等方面的需求，使得CBI绿债标准与最新的《欧盟绿色债券标准》、ICMA的《绿色债券原则》以及印度、日本、东盟国际此前推出的相关绿债指导标准相容。此外，7月，英国政府提出《英国绿色金融战略》，提出将建立清晰和统一的绿色金融标准，推动英国金融体系的绿色化发展。12月，印度尼西亚金融服务监管局(OJK)制定了全面的可持续金融路线图，明确未来十年绿色金融发展路径，路线图中提到印尼将建立绿色债券和绿色指数模型，为企业及项目提供可持续融资。各国绿色债券标准的逐步明确和统一以及绿色金融战略的持续推进，对绿色债券的规范化发展起到了重要的推动作用。

二、我国绿色债券市场持续发展

我国绿色债券市场环境不断完善

1. 绿色债券市场制度体系不断完善，促进绿色债券市场发展

绿色金融标准化建设稳步推进。2019年3月6日，国家发改委、中国人民银行等七部委联合印发了《绿色产业指导目录(2019年版)》(以下简称《目录》)及解释说明文件，首次从产业的角度厘清绿色产业和项目的标准与范围。在此之前，我国存在两个官方认定的绿色债券标准，绿色金融债、绿色公司债和绿色债务融资工具的界定均参照绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录(2015版)》，而绿色企业债则以发改委发布的《绿色债券发行指引》作为判定标准。以上两份文件在绿色债

² 包括：气候变化减缓、气候变化适应、海洋与水资源可持续利用与保护、循环经济、废弃物防治与回收、污染防治、保护健康的生态系统。

³ 包括发行人计划达到的环境目标及发行理由、选择绿色项目的过程、绿色项目描述及与分类方案的一致性、追踪所得款项的收入管理和报告等。

⁴ 主要体现在四大核心内容的绿色债券框架的大部分内容以及外部认证要求与ICMA倡导的《绿色债券原则》保持一致。

⁵ 发行前信息披露要求中，将原“内部流程控制”变更为了“募集资金用途”和“募集资金管理”两项。发行后信息披露要求中，在“报告”板块，要求发行人在债券存续期内就债券的进展情况提供年度报告。

券判断标准上大体一致，但分类方法、涵盖范围存在差异，项目领域存在交叉覆盖。与《绿色债券支持项目目录（2015版）》和《绿色债券发行指引》相比较，《目录》辐射的范围更广，覆盖了绿色产业的上、中、下游。其中首次加入绿色服务产业一级目录大类，新增高效节能装备制造等多个二级目录大类，扩展了绿色建筑和绿色交通二级目录涵盖的范围，并在引导绿色产业升级、促进高质量发展方面予以侧重。此外，《目录》首次将“城市慢行系统建设和运营”纳入绿色交通，一定程度上体现了对非机动车发展的鼓励，与国际绿债标准趋同。《目录》为各方制定相关政策措施提供了“绿色”判断标准，将成为完善绿色债券标准的重要基础和参考，对于提高绿色债券识别能力、规范绿色债券市场发展具有重大意义。

鼓励发展绿色金融，推动绿色债券发行。1月11日，发改委、财政部等部门联合印发《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》的通知，支持有条件的生态保护地区政府和社会资本按市场化原则共同发起区域性绿色发展基金，支持以PPP模式规范操作的绿色产业项目，鼓励有条件的非金融企业和金融机构发行绿色债券。1月22日，生态环境部、全国工商联联合印发《关于支持服务民营企业绿色发展的意见》，提出加快推动设立国家绿色发展基金，鼓励有条件的地方政府和社会资本共同发起区域性绿色发展基金，鼓励民营企业设立环保风投基金，发行绿色债券。以上政策的推出有利于促进绿色金融发展，推动绿色金融产品创新，加大绿色债券发行。

加强引导绿色投资，推动绿色债券市场化发展。4月25日，《“一带一路”绿色投资原则》签署仪式在北京举

行，20余家国际大型机构的代表出席了签署仪式。这一原则⁶的签署，标志着“一带一路”投资绿色化迈向新的阶段。6月27日，上海证券交易所和中证指数有限公司正式发布上证绿色债券AAA指数、上证高等级绿色债券指数、上证绿色企业债指数等72条指数，以反映沪市相应级别或相应券种的绿色债券的整体表现，为投资者提供新的分析工具和投资标的。以上措施，通过引导投资者树立绿色投资理念，推动绿色债券市场化发展。

2. 地方绿色金融体系建设稳步推进，推动地方绿色债券快速发展

推动试验区发行绿色债务融资工具。2019年5月，央行印发《关于支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具的通知》，通过支持绿色金融改革创新试验区内企业注册发行绿色债务融资工具，探索扩大绿色债务融资工具募集资金用途，鼓励试验区内企业通过注册发行定向工具、资产支持票据等不同品种的绿色债务融资工具，促进地方绿色债券市场的进一步发展。

扩大绿色金融改革创新试验区试点范围。继2017年6月14日，国务院常务会议决定在浙江、江西、广东、贵州、新疆5省（区）建设绿色金融改革创新试验区后，2019年1月，发改委等部门印发的《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》提出适时扩大绿色金融改革创新试验区试点范围，2019年12月，兰州新区获批成为绿色金融改革创新试验区。兰州新区绿色金融改革创新试验区将围绕九项任务开展工作，依托“一带一路”借鉴国内外绿色金融发展经验，提升金融业开放合作水平，为西部地区深化金融改革创新和助推绿色发展崛起积累经验、提供示范。截至目前我国共有六个绿色金融改革创新试验区。

⁶ 绿色投资原则包括：将可持续性纳入公司治理，充分了解环境、社会和治理（ESG）风险，充分披露环境信息，加强与利益相关方沟通，充分运用绿色金融工具，采用绿色供应链管理，通过多方合作进行能力建设。

推动地方绿色金融体系建设，鼓励绿色债券发展。

2019年，广州、吉林、广西等省区纷纷发布关于构建绿色金融体系的指导意见或规划方案，其中鼓励绿色债券发展是构建地方绿色金融体系的重点内容之一，具体来看，7月29日，广州市发布《关于促进广州绿色金融改革创新发展的实施意见》提出完善绿色金融市场体系、加强绿色信贷产品创新力度等。11月，吉林省和广西省相继印发文件明确提出推动地方绿色金融体系建设，鼓励地方绿色债券发行。截至目前，全国已有近20个省/市出台了地方绿色金融发展规划和实施意见，地方绿色金融体系建设不断完善和推进。

建立地方绿色金融标准体系。1月18日，赣江新区发布《绿色金融标准体系》，将综合环境效益评估值从高到低排序，将绿色企业分为深绿、中绿、浅绿、非绿四个等级。对于经评估认定的绿色企业、绿色项目提出了一次性奖励、财政补助、信贷补贴等一系列配套的激励政策。6月13日，贵州省发布《贵州省绿色金融项目标准及评估办法（试行）》，重点围绕生态利用产业、绿色能源、清洁能源、建筑节能与绿色建筑、生态环境保护及资源循环利用、城镇、园区绿色升级、生物多样性保护等七大产业，制定了绿色项目评估标准。12月13日，成都市发布了四川首个地方绿色金融认定标准，包括绿色企业评价办法和绿色项目评价办法，绿色企业评价办法将所有企业分为深绿、绿、非绿三个等级，绿色项目评价办法将对相应项目进行打分评级，地方政府将实施差异化激励机制，助推绿色企业和项目顺利融资。加上此前浙江省湖州市发布的《绿色融资项目评价规范》《绿色融资企业评价规范》等文件，我国已有4个省/市发布了地方绿色金融标准，地方绿色金融标准体系的建设和完善为绿色债券标准化奠定了基础，助推地方绿色债券市场规范化发展。

绿色债券财政激励政策不断落地。1月8日，广州市人民政府印发《关于支持广州区域金融中心建设的若干规定》，鼓励绿色债券发展，对认定为绿色债券的，给予最高不超过100万元的补贴。8月14日，江苏省印发《江苏省

绿色债券贴息政策实施细则（试行）》《江苏省绿色产业企业发行上市奖励政策实施细则（试行）》《江苏省环境污染责任保险保费补贴政策实施细则（试行）》《江苏省绿色担保奖补政策实施细则（试行）》4个文件，明确绿色债券贴息、绿色产业企业上市奖励、环责险保费补贴、绿色担保奖补等政策的支持对象、奖补金额及申请程序，打出“组合拳”为企业绿色发展添动力。截至目前，我国已有十余个省/市发文明确提到对绿色债券或其发行企业进行财政贴息。地方绿色债券财政补贴措施的不断出台，为绿色债券发行提供了实质性激励，切实推动地方绿色债券市场快速发展。

3. 绿色金融国际化持续推进，加强我国绿色债券市场国际影响力

绿色债券跨境合作持续增强，提高我国绿债市场的国际影响力。3月27日，上海证券交易所与卢森堡证券交易所签约开展绿色债券信息合作，启动绿色债券东向展示，即卢交所挂牌的绿色债券信息将在上交所网站展示；同日，深圳证券交易所与卢森堡证券交易所正式启动“绿色固定收益产品信息通”，将通过卢交所官方网站展示深交所绿色债券及ABS产品相关信息。此次沪深交易所与卢交所的跨境绿色债券信息展示，有助于深化绿色债券领域跨境合作，推动全球绿色债券发展。

建设粤港澳大湾区国际金融枢纽，大力发展绿色金融。2月18日，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》（以下简称《纲要》），将建设国际金融枢纽、大量发展特色金融产业、有序推进金融市场互联互通作为粤港澳大湾区金融发展规划的主要内容。《纲要》围绕绿色金融对香港、广州、澳门、深圳等城市做出不同的规划，具体内容包括支持香港打造大湾区绿色金融中心，建设国际认可的绿色债券认证机构，研究在澳门建立以人民币计价结算的证券市场、绿色金融平台、中葡金融服务平台等。《纲要》的发布对于推动大湾区深度融入国际金融市场、推进我国绿色金融国际化、加快构建和引领绿色金融国际标准具有重要意义。

2019年我国绿色债券发行量大幅增长

2019年,随着绿色债券市场制度体系进一步完善、绿色债券财政激励政策不断落地,国内企业环保意识和绿色投资理念不断提升,加之绿色债券具有审核时间快等优点以及近年来国内通过政策利率引导整体市场利率下行,有效降低了发行债券的成本,我国绿色债券市场快速发展。2019年,我国绿色债券⁷共计发行192期,发行规模为2803.44亿元,发行期数和发行规模较上年(129期、2208.53亿元)分别增长48.84%和26.94%。2019年,除资产支持证券外,我国新发绿色债券共涉及121家发行人,较上年增长37.50%,其中90家为2019年新增发行人,绿色债券市场参与主体不断增多。此外,境内发行人在境外合计发行15期绿色债券,与上年持平,但发行规模(超过98.48亿美元⁸)较上年(约64亿美元)有所增加。2019年我国新发绿色债券呈现如下特征:

1. 绿色私募债发行量翻番,银行间市场仍是绿色债券主要发行场所

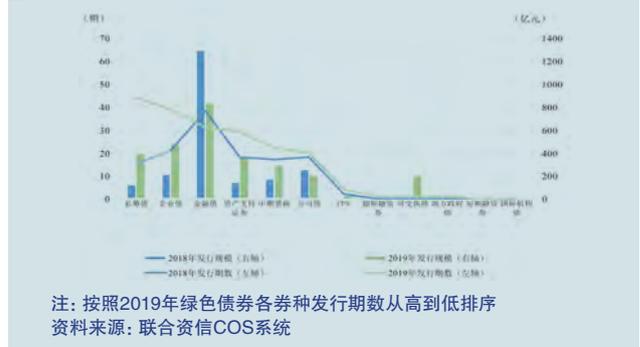
2019年,我国新发绿色债券涵盖了债券市场大多数信用债品种,包括金融债、企业债、公司债、中期票据、资产支持证券、私募债、PPN、可交换债、超短期融资券与地方政府债,与往年相比,2019年首次出现绿色超短期融资券、绿色可交换债与绿色地方政府债券,绿色债券品种进一步丰富。具体来看,2019年绿色私募债发行期数为44期,较上年增长193.33%,首度超越绿色企业债、绿色公司债及绿色金融债,跃居首位,发行规模为393.97亿元,较上年增长227.24%,仅次于绿色金融债和绿色企业债位于第三位;绿色金融债发行期数和发行规模(31期、833.5亿元)较上年(38期、1289.2亿元)有所下滑,但发行规模仍最大,发行期数则降至第三;绿色企业债发行期数和发行规模(39期、479.60亿元)较上年(21期、213.70

亿元)增幅明显,发行期数、发行规模均位列第二;绿色公司债发行期数(20期)较上年(18期)略有上升,但发行规模(201.80亿元)较上年(256.10亿元)有所下滑;绿色中期票据发行期数和发行规模(22期、296.20亿元)较上年(17期、172.80亿元)也保持增长趋势。此外,2019年绿色资产支持证券发行单数和发行规模(29单、363.57亿元)较上年(18单、141.34亿元)也有所提升。

2019年,银行间市场仍为绿色债券的主要发行场所,发行绿色债券期数和规模(110期、1846.85亿元)较上年(82期、1723.82亿元)有所上升,发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比分别为57.29%和65.88%,占比较上年分别下降约6个和12个百分点。交易所市场共发行绿色债券82期,发行规模为956.59亿元,发行期数和发行规模较上年分别增长74.47%和97.35%,主要由于交易所市场发行的绿色私募债和绿色资产支持证券发行量增长较多。

2019年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场⁹发行期数和总发行总规模的比例分别为0.44%和0.63%,占比较上年(1.21%、1.58%)有所下降,绿色债券仍有较大发展空间(详见图1)。

图1 2018—2019年绿色债券券种分布



⁷ 包括资产支持证券,以下如无特殊说明均包含资产支持证券。资产支持证券按单数统计,以下同。

⁸ 发行规模按发行币种分别合计3亿欧元、76亿美元、96.50亿人民币和40亿港元;数据来源于中国金融信息网。

⁹ 包括金融债(政策性银行债、商业银行债和其他金融机构债)、企业债、中期票据、集合票据、短期融资券、证券公司短期融资券、资产支持证券、PPN、公司债(一般公司债和私募债)、证券公司债、可交换债、可转债和项目收益票据。

2. 募集资金主要投向清洁交通、清洁能源和污染防治领域

在绿色债券资金用途方面,2019年,根据央行发布的《绿色债券支持项目目录(2015年版)》划分,已明确和可估算¹⁰具体投向的绿色债券募集资金主要用于污染防治、清洁交通和清洁能源领域,其中投向清洁能源领域的资金占募集资金总规模的26.04%,较上年(17.42%)大幅提升,超越污染防治领域、清洁交通领域,重回第一位;投向清洁交通领域的资金占募集资金总规模的26.01%较上年(18.50%)大幅上升;投向污染防治领域的资金占募集资金总规模的12.73%较上年(21.80%)明显下降。2019年,未能明确估算具体资金用途的绿色债券主要为部分信息披露不完全的绿色金融债以及非公开发行的私募债和资产支持证券,占募集资金总规模的12.51%,占比较上年(8.75%)明显上升。受绿色私募债发行量大幅增长影响,绿色债券募集资金信息披露透明度有所下降(详见图2)。

3. 专业咨询机构占据绿色债券第三方认证市场主流地位

2019年共有112期绿色债券进行第三方评估认证,其中专业咨询机构、信用评级机构占据了主要市场份额,共为94期绿色债券提供第三方认证,在进行第三方认证的绿色债券总期数中的占比高达83.93%。与上年相比,专业咨询机构进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比(42.86%)较上年(33.68%)有所上升,信用评级机构进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比(41.07%)较上年(26.32%)上升明显,会计师事务所进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比

(14.29%)较上年(28.42%)有所下降。具体来看,为绿色债券提供第三方认证最多的机构为联合赤道、中诚信和安永,分别认证了28期、23期和13期。

4. 绿色债券期限以3年、5年期为主,发行期限较为灵活

2019年,除了12期永续期债券外,我国绿色债券¹¹发行期限分布于270天~30年¹²,其中270天、20年、30年期为新增绿色债券发行期限,绿色债券发行期限更为丰富,但本年未发行1年期绿色债券。绿色债券发行期限仍主要集中在3年期和5年期,其中,3年期绿色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模的中的占比(38.04%、44.84%)较上年分别下降约12个和24个百分点,5年期绿色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模的中的占比(35.58%、37.59%)较上年分别上升约12个和25个百分点,可能是受到绿色项目多为中长期项目的影响。

5. 绿色债券信用资质整体较好,AAA级集中度进一步上升

2019年,我国发行的绿色债券仍主要集中在AA+级

图2 2018—2019年绿色债券资金用途统计(单位:亿元)



注:外环为2019年数据,内环为2018年数据
资料来源:根据公开资料整理

¹⁰ 绿色金融债募集资金主要用于绿色信贷,为环保、节能、清洁能源和清洁交通等支持环境改善、应对气候变化的绿色项目提供资金,但其具体资金投向领域在发行阶段大部分缺乏明确条款。对于已披露绿色储备项目的绿色金融债,可按照各项目授信额度在储备项目授信总额度的比例估算绿色金融债对其投资金额;估算方法为:绿色项目投向资金=该绿色项目授信额度×债券募集资金/所有储备项目授信总额度。

¹¹ 本部分及以下部分均不包含资产支持证券。

¹² 包括2、3、4、5、7、10、15、20年期。



(含)以上,发行期数和发行规模在具有评级的绿色债券发行总期数和总规模中占比分别为85.19%和93.76%,较上年(85.56%、97.39%)小幅下降。其中AAA级绿色债券共发行80期,发行规模为1736.63亿元,在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比分别为59.26%和80.66%,较上年(58.76%、77.20%)进一步上升,占比仍然最大;AA+级绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比较上年有所下降,发行期数和规模占比仍位居第二;其次为AA级绿色债券,其在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比较上年有所上升;AA-级以下绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比仍然较低,且进一步下降。另有1期绿色政策性金融债、21期绿色私募债和2期绿色PPN无评级。整体来看,我国绿色债券信用资质良好,AAA级集中度

较上年有所上升(详见图3)。

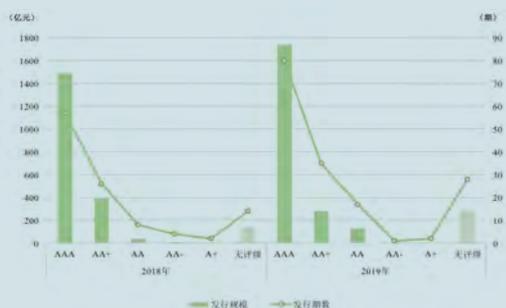
6. 发行主体行业分布更为广泛,建筑与工程发行期数最多

2019年,我国绿色债券发行主体合计121家,其中90家为2019年新增发行人,发行主体共涉及商业银行、建筑与工程、电力等在内的25个行业,新增燃气、海运、制药、食品、半导体产品与半导体设备5个行业,发行主体行业分布更为广泛。其中,建筑与工程行业企业所发绿色债券期数(35期)超越商业银行位居第一,发行人家数和发行规模分别为27家和311.14亿元,同比分别增长125.00%和201.49%,增幅显著;商业银行所发绿色债券期数27期规模达773.50亿元,规模仍位居首位,但发行期数与规模均较上年下降28%以上,电力行业企业和交通基础设施行业企业所发绿色债券期数(19期、15期)和发行规模(460.4亿元、231.43亿元)均较上年增长100%以上,分别居于第三、四位(详见图4)。

7. 国有企业仍是绿色债券的主要发行人,民营企业绿债发行期数大幅增长

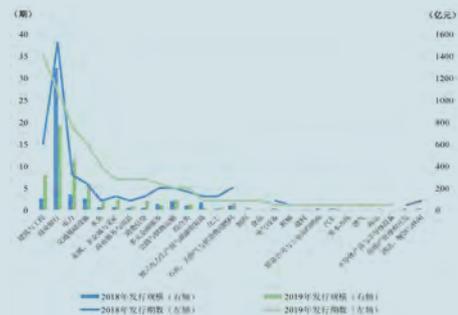
2019年,我国绿色债券发行主体仍主要集中于国有企业(105家),所发绿色债券期数(144期)较上年增长54.84%,发行规模(1949.37亿元)较上年增长66.20%;国有企业所发绿色债券期数在绿色债券发行总期数占比为88.34%,占比同比增加了近5个百分点,发行规

图3 2018—2019年绿色债券级别分布



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

图4 2018—2019年绿色债券发行人行业分布



注:1.行业划分依据Wind三级行业分类标准;2.按照2019年绿色债券发行期数由高到低排序
资料来源:联合资信COS系统

模占比为79.90%，占比同比增加了约23个百分点。民营企业所发绿色债券期数（11期）较上年增长83.33%，发行期数超越公众企业位居第二，但发行规模（50亿元）仍然较低。公众企业¹³发行8期绿色债券，发行规模为440.5亿元，发行期数与规模分别较上年下降20.00%和47.87%，发行规模排名仍位居第二。本年度无外资企业发行绿色债券。

8. 东部地区仍为绿色债券主要发行区域

2019年，我国绿色债券发行人涉及地区¹⁴（24个）与上年（25个）相差不大。由于北京、浙江、广东、山东和江苏地区经济较为发达，金融活跃度较高，大型商业银行和国企较多，这些地区绿色债券发行期数较多（22期、22期、19期、19期和13期），合计占绿色债券总发行期数的比例为50.31%。从发行规模来看，北京市绿色债券发行规模最高为612.00亿元，占总发行规模的比例为25.08%；其次分别为广东（254.00亿）、山东（221.50亿）、江苏（209.94亿元）。整体来看，东部地区企业仍保持较高绿色债券发行量。

9. 超六成绿色债券发行成本仍具有一定优势

2019年，我国共有72期绿色债券的发行利率低于可比债券¹⁵的平均发行利率，占比达到67.29%，较上年（61.64%）有所上升。具有成本优势的绿色债券以国有企业（56期）为主。由于现阶段绿债发行数量与规模仍然较小，统计分析受发行主体性质、行业等多种因素影响而存在局限性。

三、2020年绿色债券市场将进一步发展和完善

展望2020年，随着各国政府和监管机构对绿色债券



的日益重视，各国有望继续出台绿色债券相关政策推动绿色债券市场的规范发展，国际绿色债券发行量将继续保持增长态势，绿色债券发行人或将进一步扩容，绿色债券在行业、地区等方面将更加多元化，绿色债券国际合作也将不断加深。与此同时，我国绿色债券市场也将进一步发展和完善，主要体现在以下几个方面：

绿色债券标准体系建设不断推进

国内和国际绿色债券标准统一化趋势进一步清晰。2019年，《绿色产业指导目录（2019年版）》的发布对我国绿色产业的范畴做出统一界定标准，是制定绿色债券标准的重要基础和参考，我国绿色债券标准将逐渐“统一化”。此外，由于能源结构以及所处社会发展阶

¹³ 公众企业指向不特定对象公开转让股票，或向特定对象发行或转让股票使股东人数超过200的股份有限公司。

¹⁴ 包括省、直辖市及境外，按发行人注册地进行统计。

¹⁵ 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。

段的不同,我国与国际上普遍使用的绿色债券标准略有差异,主要体现在国际标准对化石燃料使用、温室气体排放的控制以及对非机动车发展的鼓励等方面。近年来,我国一直在开展绿色债券国际标准一致化研究工作,未来,我国绿色债券标准与国际标准的一致化工作有望推进,通过建立国内外绿色债券的标准互认和转换机制,促进绿色债券在国内外的双向流动和投资。

绿色债券发行量有望保持稳定增长

一是市场利率水平有望继续下行。在经济下行压力加大的背景下,2019年12月,中央经济工作会议明确提出继续实施稳健的货币政策,同时受2019年底以来新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响,春节过后央行通过公开市场操作和下调MLF利率以及1年期和5年期贷款市场报价利率(LPR)等一系列货币政策措施保持市场流动性合理充裕,降低社会融资成本,预计2020年市场流动性将保持合理宽松,宽信用格局有望延续,市场利率水平有望小幅下降,有利于绿色债券发行继续增加。二是绿色债券融资需求较大。绿色经济和低碳转型已成为近年来的发展主流,再加上我国绿色债券相关机制的完善以及鼓励绿色债券发展政策的不断发布和落地¹⁶,我国绿色融资需求将进一步提升,此外2020年将有超过1300亿元规模的绿色债券到期,绿色债券市场也存在一定的再融资需求。三是《“一带一路”绿色投资原则》等绿色投资方面政策的落地以及绿色债券指数的发布有助于推动我国绿色投资理念的形成,进而从投资端带动绿色债券发行。四是绿色债券发展空间广阔。2019年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场总发行期数和发行规模的比例均不足1%,我国绿色债券在债券市场的占有率有较大提升空间。鉴

于以上因素,2020年我国绿色债券发行量有望保持稳定增长趋势。

地方绿色债券市场建设稳步推进

在《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》《关于支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具的通知》等政策的指导下,国家绿色金融改革创新试验区有望迎来新一轮扩容,绿色金融改革创新试验区的绿色债券市场发展也将得到大力推动,试验区内的成功经验将会得到复制和推广,预计未来将有更多地区出台绿色金融、绿色债券等方面的政策,再加上此前各地方绿色金融发展规划、实施意见以及绿色债券激励政策等的逐步落地,地方绿色债券市场建设步伐将不断加快。

绿色债券国际化不断推进

一是随着沪深交易所与卢交所开展绿色债券信息合作,我国债券市场对境外绿色债券发行人与投资人的吸引力有望进一步提升,我国绿色债券市场国际化程度不断加深。二是随着粤港澳大湾区金融发展规划的推进,大湾区有望成为国际金融枢纽,大湾区内绿色金融将得到大力发展,有助于推动我国绿色金融国际化,进一步提高我国在国际绿色债券市场的影响力。三是近年来我国与其他国家或机构积极开展关于绿色金融的研究,中英金融工作组在跨境绿色资本流动、绿色资产证券化(ABS)和“一带一路”投资绿色化等领域开展了一系列研究,随着国际绿色金融市场的发展,未来我国绿色金融领域的国际合作将进一步加强,有望在绿债标准、投资、研究等领域进行深入合作,促进我国绿色债券市场与国际接轨。///

¹⁶2020年1月3日,银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》,提出大力发展绿色金融,积极发展绿色债券和绿色信贷资产证券化,依法合规设立绿色发展基金。

2019年度公司债市场与利差分析报告

——发行利差同比收窄，信用等级对利差区分显著

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 闫瑾 陈诣辉

2019年(以下简称“本年度”),中国人民银行(以下简称“央行”)实施稳健的货币政策,市场流动性整体维持合理充裕状态,市场利率水平下行,加之公司债到期高峰背景下再融资需求提升,公司债发行规模持续增长。本年度,我国公司债市场共有1544家发行人发行公司债¹2836期,发行规模合计33574.07亿元,发行家数、发行期数和发行规模同比均有所增加,其中私募债发行家数、期数和规模占比最高。本年度交易所债券市场新推出熊猫可交换债券、公募绿色可交换债券、粤港澳大湾区专项公司债券等公司债券新品种,均已完成首次发行。

本年度交易所发行的公司债发行主体级别和债项级别主要集中于中高等级,其中,一般公司债发行主体级别和债项级别均集中于AAA级;有评级信息披露的私募债发行主体级别主要集中于AA级,债项级别主要集中于AA+级;可转债发行主体级别和债项级别均主要集中于AA级;可交换债发行主体级别和债项级别均主要集中于AA+级;证券公司债发行主体信用等级主要集中于AAA级。

本年度各期限各等级一般公司债平均发行利率和发行利差同比均有所下行。剔除样本量少的五年期AA级一般公司债后,在95%的置信水平下,其他各期限各等级一般公司债的利差差异均显著,整体来看,信用等级对一般

公司债风险定价具有良好的区分性。

本年度公司债市场评级调整频率较上年有所下降,评级稳定性有所提升。其中,交易所债券市场存续的一般公司债、私募债、可交换债发行人级别(含展望)呈现调降趋势,大跨度调整全部为负面调整;可转债、证券公司债级别(含展望)呈现调升趋势,无大跨度调整。

本年度公司债市场违约事件有所增加,民营企业占比最高,新增违约发行人主要集中于建筑与工程、金属、非金属与采矿、纺织品、服装与奢侈品、化工、食品等行业,违约行业覆盖面有所收缩;违约发行人主要分布于广东、山东、浙江、河北等地,主要集中在东南沿海、经济较发达区域以及过剩产能行业集中区域。

展望2020年,受全球新型冠状病毒肺炎疫情蔓延、全球经济增速下行的影响,国际市场预期处于低利率环境。同时,国内经济下行压力加剧,我国仍将实施稳健的货币政策,发行利率有望继续下行。在公司债推行注册制、发债主体扩容等一系列利好因素的影响下,预计公司债发行规模将持续增长,发行主体和债项级别仍以中高等级为主。受益于流动性的充裕和资金成本下行,公司债发行利差或将收窄,不同资质企业信用利差仍将继续分化。在违约常态化背景下,弱资质民营企业仍将为评级调整以及违约的“高发地”。

¹包含一般公司债、私募债、证券公司债、可转换公司债(以下简称“可转债”)、可交换公司债(以下简称“可交换债”)。

一、市场政策

规范债券发行业务，强化信息披露和风险管控

2019年12月13日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）和深圳证券交易所（以下简称“深交所”）同期发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》，明确发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券，关联方认购债券应当在发行结果公告中就相关认购情况进行披露，承销机构及其关联方参与认购应当报价公允和程序合规等要求。上述政策的出台有利于提升我国公司债券发行的市场化水平，促进债券市场健康稳定发展。

12月20日，中国证券业协会对《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》进行了修订，要求承销机构项目不得涉及负面清单限制的范围，包括“最近24个月内公司财务会计文件存在虚假记载，或公司存在其他重大违法行为”等十一类发行人以及“地方融资平台公司”“典当行”等五类特殊行业或类型的发行人。以上举措为进一步防范非公开发行公司债券业务风险，推进风险管理控制工作提供了依据。

12月28日，《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）由第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议修订通过，并于2020年3月1日起施行。《证券法》删除了公司债发行主体累计债券余额限制、净资产规模限制、筹集资金投向以及债券发行利率限制等规定，但新增了公司债券发行主体需符合具备健全且运行良好的组织机构的条件。此举旨在鼓励上市公司通过债券市场融资，同时进一步强化了对公司治理水平的关注。

扩大发债主体范围，有效服务实体经济

2月14日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，提出扩大定向可转债适用范围和发行规模，扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债，鼓励金融机构加大对民营企业债券投资力度，从而全面提高

金融机构服务实体经济能力。

3月上旬，沪深交易所窗口指导放松地方融资平台发行公司债的申报条件，对以借新还旧为目的发行的公司债，放开政府收入占比50%的上限限制，同时要求募集资金用途仅限于偿还交易所公司债。以上措施有利于缓解融资平台短期偿债压力，促进其到期债务的按期偿付。

8月30日，上交所、全国股转公司、中国证券登记结算有限公司（以下简称“中国结算”）共同制定并发布了《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》，将非公开发行可转换公司债券发行主体范围由创新创业公司扩展至非上市公司，对全国股转系统挂牌公司和非挂牌公司分别规定了相应的转股操作流程，强化了持续性信息披露要求。此举进一步落实了深化投融资体制改革的要求，有利于探索债券市场服务支持新模式。

优化债券市场运行机制，加强评级行业监管

3月29日，上交所发布《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》，指出对于公开发行且上市时同时采取竞价、报价、询价和协议交易方式的公司债券，如存续期内债券信用评级调整为AA级（不含）以下的，交易方式应当调整为仅采取报价、询价和协议交易方式。以上举措有助于加强债券上市管理，进一步推动债券市场平稳有序发展。

7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了11条金融业进一步对外开放的政策措施，包括允许外资机构对交易所债券市场的所有种类债券评级、获得银行间债券市场A类主承销牌照等。此举有助于扩大外资评级机构的业务范围，提升金融业对外开放水平，进而促进公司债市场的国际化发展。

11月29日，央行、国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、财政部、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）联合发布《信用评级业管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》），对信用评级行业统一监管制度框架、信用评级机构管理、信用评级从业人员管理、信用评

级程序及业务规则、独立性要求、信息披露要求、监督管理和法律责任等方面作出了具体规定。《暂行办法》于12月26日正式实施,此举加强了评级行业监管,有利于债券市场有序健康发展。

健全信用风险分担,支持民营、中小微企业债券融资

1月18日,沪深交易所与中国结算联合发布《信用保护工具业务管理试点办法》,明确了信用保护工具总体业务框架、参与者要求、业务开展模式、交易结算方式、信息披露以及风险防控安排等内容,试点初期暂仅推出信用保护合约业务,主要涉及公司债券(不含次级债券)、可转债及沪深交易所认可的其他债务。4月4日,深交所发布《信用保护工具业务指引》和《信用保护工具业务指南第1号——信用保护合约》,8月13日,上交所发布《信用保护工具交易业务指引》,上述法规明确了相关业务流程和业务要点,有助于进一步健全信用风险分担机制,提高债券市场服务民营和中小微企业的能力。继2018年中信证券、国泰君安证券、中信建投证券、华泰证券、广发证券和中国证券金融股份有限公司创设多单民营企业信用保护合约后,2019年3月,海通证券在上交所创设首单资产支持证券信用保护合约,向海通恒信租赁小微3号资产支持专项计划优先A-3级资产支持证券投资者创设名义本金0.30亿元的信用保护合约,为资产支持证券提供信用增进支持;4月,海通证券向宜华集团2019年公开发行公司债券(第一期)品种二投资者创设名义本金1亿元的信用保护合约,打消了投资者对民企债券的顾虑,帮助宜华集团顺利发行了债券。

4月8日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》,要求进一步完善债券发行机制,使用信用风险缓释凭证等债券融资支持工具支持民营企业债券融资,大力发展高收益债券、私募债、双创专项债务融资工具等产品,推动建立促进中小企业发展的长效机制,提升中小企业创新和专业化能力水平。



12月6日,上交所发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》,在前期信用保护合约试点基础上,开展信用保护凭证业务试点。12月17日,首批四单信用保护凭证落地,合计名义本金1.33亿元,有效支持债券融资44.60亿元。首批信用保护凭证通过信用增进方式,有效的支持了民营企业、中小微企业的债券融资。

违约处置法规进一步完善,配套机制逐步落地

4月9日,北京金融资产交易所推出以动态报价机制为核心的到期违约债券转让业务,提高违约债券处置效率,为无意参与债券重组的投资者提供了退出通道。5月24日,中国结算正式发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》及《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》,指出在特定债券风险处置的重要节点,发行人均应履行相关信息披露义务,以确保转让业务平稳有序开展。上述举措为建立市场化、法治化违约处置机制提供实践场所,为打好防范化解金融风险攻坚战夯实基础。

7月16日,发改委、证监会等13部委联合发布《加快完善市场主体退出制度改革方案》,提出规范市场主体退出方式、健全清算注销和市场主体退出甄别和预警机

制、完善破产法律制度以及金融机构退出制度等要求，证监会等相关机构负责落实强化企业信息披露义务，研究建立预重整和庭外重组制度，依法支持交易所上市公司通过并购重组实现退出等工作。上述举措进一步丰富完善了我国债券违约处置机制，有利于畅通公司债市场主体退出渠道，降低退出成本。

二、发行概况

公司债发行期数、发行家数和发行规模持续增加

本年度我国债券市场共有1544家发行人发行公司债2836期，发行规模合计33574.07亿元²，公司债发行期数、发行家数和发行规模同比分别增长55.06%、59.34%和49.42%。公司债发行规模增加的主要原因是本年度市场利率水平下行，公司债进入兑付高峰背景下借新还旧需求增加，交易所放松城投公司发行公司债申报条件以及政策支持中小、民营企业债券融资。

私募债发行期数、家数和规模占比最高

分券种来看，本年度私募债在公司债总发行期数、总发行家数和总发行规模中的占比均最高，分别为55.50%、59.00%和43.38%，同比分别上升约16个、14个和15个百分

点，私募债发行规模超过了一般公司债的发行规模；一般公司债占比次之，分别为31.42%、30.44%和32.58%，同比分别下降约12个、13个和12个百分点；可转债占比分别为4.51%、8.29%和8.01%，发行期数、发行家数占比与上年基本持平，发行规模占比上升约4个百分点；可交换债和证券公司债占比相对较小，可交换债发行期数、发行家数和发行规模占比与上年基本持平，证券公司债发行家数、发行期数和发行规模占比同比均有所下降（详见表1）。

公司债市场创新品种扩容，总体发展势头良好

2019年公司债市场首次发行熊猫可交换债、公募绿色可交换债和粤港澳大湾区专项公司债券，发行期数分别为1期、1期和3期，发行规模分别为15亿元、200亿元和20亿元。

首单熊猫可交换债券（“19蓝思EB”）于2019年4月3日在深交所发行，发债主体为蓝思科技（香港）有限公司，规模15亿元，期限3年，票面利率3.00%。该债券的发行拓宽了境外机构在我国境内债券市场的融资渠道。

首单公募绿色可交换债券（“G三峡EB1”）于2019年4月10日在上交所发行，发债主体为中国长江三峡集团有限公司，规模200亿元，期限5年，票面利率0.50%，创公募可交换债票面利率新低。该债券的发行对贯彻执行国务院关于建立我国绿色金融体系的战略规划，引领我国清洁能源领域融资方式，深化国有企业改革等方面，具有重要的战略意义。

首单粤港澳大湾区专项公司债券（“19深湾01”）于2019年5月23日在深交所成功发行，发债主体为深圳市投资控股有限公司，规模10亿元，期限为3+2年，票面利率3.72%，募集资金用于深港科技创新特别合作区深方片区项目开发建设及偿还项目前期相关借款。此举是深交所贯彻落实《粤港澳大湾区发展规划纲要》的有益探索，对

表1 公司债发行情况 单位：家、期、亿元

券种	2019			2018		
	发行家数	发行期数	发行规模	发行家数	发行期数	发行规模
一般公司债	470	891	10937.11	427	796	10034.78
私募债	911	1574	14564.73	439	725	6460.47
可转债	128	128	2689.79	70	70	790.20
可交换债券	40	60	824.15	25	28	464.74
证券公司债	60	183	4558.30	59	210	4718.90
总计	1544	2836	33574.07	969	1829	22469.08

注：发行家数为各券种发行人去重后的发行家数合计统计量，以下数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理

² 按起息日统计，以下同。

于发挥资本市场服务实体经济作用、助力大湾区高质量发展具有积极意义。

此外,公司债市场于2019年4月3日首次创设以“一带一路”项目公司债券为参照债务的民营企业债券融资支持工具,此举是继《信用保护工具业务管理试点办法》发布以来的交易所市场首单信用保护工具。该信用保护工具的参照实体为特变电工股份有限公司,参照债务为一般公司债“19特电01”,规模5亿元,期限为2+1年,票面利率4.28%,募集资金用于“一带一路”项目建设及运营。本次民营企业债券融资支持工具通过出售信用保护合约的方式,重点支持优质民营企业解决融资难、融资贵问题。

绿色债券、扶贫专项债、纾困专项公司债、住房租赁专项公司债等原有创新债券品种,在本年度度保持了增长态势,发行期数和发行规模均有所增长。2019年,绿色债券、扶贫专项债、纾困专项公司债和住房租赁专项公司债发行期数分别为69期、28期、40期和15期,同比分别增长109.09%、300.00%、471.43%和87.50%;发行规模分别为832.17亿元、189.60亿元、476.20亿元和152.17亿元,同比分别增长121.03%、626.44%、332.91%和21.46%。受益于政策利好,加之上年基数较低,扶贫专项债和纾困专项公司债发行规模增加明显。创新创业债券和“一带一路”公司债券发行期数分别为15期和6期,发行规模分别为31.10亿元和67.00亿元,同比均有不同程度下降。

三、级别分布

一般公司债发行主体级别和债项级别均集中于AAA级,发行人以地方国企为主

从级别分布来看,2019年一般公司债发行呈现如下特征:

一般公司债发行主体级别分布于AAA~A+级。其

中,AAA级发行人占比(55.32%)最高,与上年基本持平;AA+级发行人占比(31.70%)次之,同比上升约7个百分点;AA级发行人占比(12.55%)居于第三,同比下降约7个百分点;AA-级发行人占比(1.06%)仍较小,与上年基本持平;A+级发行人占比(0.21%)最低。整体来看,受本年度国内债券违约常态化、投资者信用风险偏好下降,以及低等级债券融资成本提高或发行困难等因素影响,公司债债项和主体级别均向AAA级集中。

一般公司债债项级别分布于AAA~AA级。其中,AAA级债券占比(73.51%)最高,与上年基本持平;AA+级占比(21.66%)次之,同比上升约4个百分点;AA级债券占比(4.83%)居于第三,同比下降约4个百分点。

一般公司债发行人主要来自于地方国有企业(224家,占比47.66%)、中央国有企业(125家,占比26.60%)和民营企业(77家,占比16.38%)。其中,地方国有企业和中央国有企业占比较上年(比例分别为42.39%和14.89%)均有所上升,民营企业占比较上年(33.43%)有所下降,可能与本年度民营企业债券违约较多、资质较好的企业更易发行公募债有关。

从行业分布来看³,一般公司债发行人行业仍以房地产管理和开发、多元金融服务、综合类为主(189家,占比40.21%),较上年(185家,占比36.80%)上升约3个百分点。

私募债发行主体级别集中于AA级,债项级别主要分布于AAA级~AA级,发行人以地方国企为主

从级别分布来看,2019年有评级信息披露的私募债发行呈现如下特征:

私募债发行主体级别分布于AAA~A级。其中,AA级发行人占比(54.02%)最高,同比上升约6个百分点;AA+级发行人占比(33.18%)次之,与上年基本持平;AAA级发行人占比(12.46%)居于第三,同比下降约3个百分点;

³ 行业分类标准为 Wind 三级行业分类,以下同。

AA-级发行人占比(1.98%)较小,与上年基本持平。

私募债债项级别主要分布于AAA~AA级。其中,AA+级债券占比为39.48%,同比上升约8个百分点;AA级债券占比为30.36%,同比下降约2个百分点;AAA级债券占比为29.96%,同比下降约6个百分点。

私募债发行人仍主要集中于地方国有企业(820家,占比90.01%),较上年(325家,占比74.37%)上升约16个百分点。

从行业分布来看,私募债发行人行业仍以建筑与工程、综合类、房地产管理和开发、多元金融服务为主(648家,占比71.13%),较上年(285家,占比60.78%)上升约10个百分点。

可转债发行主体级别和债项级别均集中于AA级

从级别分布来看,2019年有评级信息披露的可转债发行呈现如下特征:

可转债发行主体级别主要分布于AA~A+级。其中,AA级占比(40.94%)最高,同比增加约10个百分点;AA-级占比(24.41%)次之,同比下降约10个百分点;A+级占比(15.75%)居于第三,同比上升约8个百分点。整体来看,有评级信息披露的可转债中,债项级别重心较上年

有所下移,主体级别重心较上年有所上移。

可转债债项级别分布于AAA~A+级。其中,AA级占比(44.44%)最高,同比上升约4个百分点;AA-级占比(22.22%)次之,同比下降约6个百分点;A+级占比(15.08%)居于第三,同比上升约7个百分点(详见图1)。

可交换债发行主体级别和债项级别均集中于AA+级别

从级别分布来看,2019年有评级信息披露的可交换债发行呈现如下特征:

可交换债发行主体级别主要分布于AAA~A+级。AA+级占比(33.33%)最高,同比上升约6个百分点;AAA级占比(29.17%)次之,同比下降约11个百分点;AA级占比(25.00%)居于第三,同比上升约5个百分点。整体来看,有评级信息披露的可交换债中,债项和主体级别重心较上年均有所下移。

可交换债债项级别分布于AAA~AA级。AA+级占比(41.18%)最高,同比下降了30个百分点;AAA级占比(35.29%)次之,同比上升了7个百分点;新增AA级债项占比(23.53%)最低。

证券公司债发行主体信用等级主要集中于AAA级

从证券公司债发行主体的级别分布来看,2019年证券公司发行人主体级别分布与上年基本一致。其中,AAA级别发行人在普通证券公司债、次级债和短期证券公司债发行人中的占比分别为76.92%、58.14%和50.00%,同比分别上升15个、32个百分点和下降90个百分点;AA+级别发行人在普通证券公司债、短期证券公司债和次级债发行人中的占比分别为20.51%、50.00%和32.56%,同比分别下降27个、50个百分点和上升8个百分点;AA级别(4家)和AA-级别(1家)发行人数量仍相对较少。

从证券公司债债项级别分布看⁴,在有评级信息

图1 可转债及其发行人信用等级分布情况 单位:期、家



⁴ 由于市场原因,短期证券公司债的债项级别既有用短期评级符号表示的,也有用长期评级符号表示的,故未进行短期证券公司债的债项级别分布统计。

披露的债券中,普通证券公司债债项级别AAA级占比(87.64%)最高,次级债债项级别AA+级占比(62.22%)最高。相较于上年,2019年普通证券公司债债项级别中枢有所上移,而次级债债项级别中枢有所下移(详见表2)。

整体来看,本年度一般公司债发行主体级别和债项级别均集中于AAA级,发行人以地方国企为主;有评级信息披露的债券中,私募债发行主体级别主要集中于AA级,债项级别主要集中于AA+级,发行人以地方国企为主;可转债发行主体级别和债项级别均主要集中于AA级;可交换债发行主体级别和债项级别均主要集中于AA+级;证券公司债发行主体信用等级主要集中于AAA级,证券公司债中普通证券公司债债项级别以AAA级为主,次级债债项级别以AA+级为主。由此可见,本年度公司债发行主体级别和债项级别集中于高信用等级,主要是受本年度国内债券违约常态化、投资者信用风险偏好下降以及低等级债券发行困难等因素的影响。

表2 2018—2019年证券公司债债项级别分布情况 单位:期

债项级别	2019年		2018年	
	普通证券公司债	次级债	普通证券公司债	次级债
AAA	78	4	61	4
AA+	9	28	15	30
AA	2	13	0	9
AA-	0	0	0	0
总计	89	45	76	43
未披露	0	27	26	19
总计	89	72	102	62

数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理

四、发行利率及利差分析⁵

各债项级别一般公司债平均发行利率同比均有所下行

本年度,央行继续实施稳健中性的货币政策,综合运用多种货币政策工具,保证资金面的整体稳定。在我国经济下行压力加剧、中美贸易摩擦升温等不确定性因素影响的背景下,央行采取逆周期调节措施,分别于1月⁶、5月⁷和9月⁸实施降准;同时,央行通过公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响,合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,维持资金面的松紧适度,保持流动性合理充裕。

在此背景下,交易所市场资金面整体稳定,利率水平表现平稳。具体来看,交易所3年期和5年期国债到期收益率从2018年年初高利率水平震荡下行,至2019年一季度跌至历史低位,之后维持平稳态势。本年度交易所3年期和5年期国债平均水平分别为2.84%和3.02%,较上年(3.30%和3.44%)均有所下降。

从发行利率来看,本年度AAA级、AA+级和AA级3年期一般公司债的平均发行利率分别为3.56%、3.77%和4.07%,同比分别下降93BP、100BP和115BP;AAA级、AA+级和AA级5年期一般公司债的平均发行利率分别为3.91%、4.19%和4.77%,同比分别下降77BP、84BP和74BP。整体来看,平均发行利率基本呈现随级

⁵ 由于私募债信息披露有限,可转债、可交换债和证券公司债样本量相对较小,而且具有明显的样本差异,且可转债和可交换债均含有期权价值,证券公司债各信用等级的发行利率显著低于一般公司债,因此本节仅对一般公司债进行发行利率和发行利差分析。

⁶ 央行分别于2019年1月15日和1月25日下调金融机构存款准备金0.5个百分点;另外,1月2日,央行决定自2019年起将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万”调整为“单户授信小于1000万元”。

⁷ 2019年5月15日央行决定开始对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率,分三次实施到位:自5月15日起,下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点;自6月17日起,再次下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率1个百分点;自7月15日起,下调服务县域的农村商业银行基准档人民币存款准备金率至8%。

⁸ 央行决定于2019年9月16日全面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)。在此之外,为促进加大对小微企业的支持力度再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点,于10月15日和11月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点。

别的降低和期限上升而逐步上行的趋势。

一般公司债平均发行利差同比有所收窄

本年度统计样本为发行规模相对较大的3年期和5年期⁹一般公司债，共计541期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述541期一般公司债作为利差分析样本。

本年度，各期限各级别一般公司债平均发行利差同比均有所收窄，表明市场风险溢价要求普遍下降，主要原因可能是在违约事件常态化的背景下，投资者对违约风险的容忍度提升。本年度，一般公司债债项等级对利差均值呈现出明显的区分度，债券信用等级越低，平均发行利差均值越高。3年期AA+~AAA级级差仍然较大，表明投资者对AA+级的公司债风险溢价要求较高，可能是由于部分A+、AA-级民营发行人通过担保增信方式发行了AA+级债券，导致投资者对于AA+级债券风险溢价要求较高；5年期AA~AA+级级差较大，可能受5年期AA级一般公司债样本量较少的影响。3年期AAA级和AA+级、5年期AA级一般公司债发行利差的变异系数较高，可能存

在投资者对部分3年期AAA级和AA+级、5年期AA级一般公司债的信用风险认可度不一致的现象（详见表3）。

一般公司债信用等级利差区分度较好

我们使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法，对本年度3年期和5年期不同信用等级的一般公司债发行利差的差异性进行了显著性检验。检验结果显示，除了样本量少的5年期AA级一般公司债之外，在95%的置信水平下，各期限各级别一般公司债利差差异显著，表明信用等级对一般公司债风险定价具有较好的



表3 一般公司债发行利率及利差情况

日期	期限(年)	债项级别	样本数	发行利率(%)		发行利差		
				区间	均值	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
2019	3	AAA	306	3.33~7.50	4.00	114.43	--	54.80
		AA+	100	3.78~7.80	5.28	242.75	128.32	50.26
		AA	24	4.50~7.90	6.27	343.46	100.71	34.14
	5	AAA	101	3.60~6.80	4.22	121.76	--	36.58
		AA+	7	4.48~6.45	5.06	207.61	85.85	33.70
		AA	3	4.80~8.40	6.53	344.95	137.34	52.45
2018	3	AAA	197	3.92~7.00	4.67	144.51	--	37.08
		AA+	36	4.33~8.18	6.22	299.42	154.91	36.15
		AA	16	5.90~8.50	7.39	416.79	117.37	17.87
	5	AAA	42	4.18~5.47	4.73	141.74	--	20.06
		AA+	6	5.50~7.80	6.50	309.35	167.61	26.19

注 1. 发行利差，即债券发行利率与其起息日同期限同市场固定利率国债收益率的差额；2. 级差指某信用等级的利差均值减去比该信用等级高一个子级的利差均值，AAA级无级差；3. 变异系数为利差的标准差与利差均值的比
资料来源：联合资信COS系统

⁹ 如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为3年。

区分度,市场投资者对评级机构所评的债券评级结果认可度整体较高(详见表4)。

整体来看,在债券市场违约常态化的背景下,AA+和AA级发行利差同比收窄明显。剔除少数样本,全市场所评的一般公司债各信用等级之间的发行利差具有良好的区分性。

五、评级调整

一般公司债级别(含展望)变动呈现调降趋势,整体调整率有所下降

本年度,交易所债券市场存续的一般公司债发行人

表4 2019年一般公司债债项等级对利差影响的显著性检验¹⁰

期限(年)	信用等级	AAA	AA+
3	AA+	0.000	--
	AA	0.000	0.000
5	AA+	0.000	--
	AA	0.006	0.170

资料来源:联合资信COS系统

表5 2019年一般公司债发行人主体评级调整情况

级别调整	2019年				2018年			
	等级调整	展望调整	合计	大跨度调整	等级调整	展望调整	合计	大跨度调整
样本数量(家)	1451	1451	1451	101	1373	1373	1373	112
调整数量(家)	101	15	116	30	112	11	123	37
--调升数量	52	4	56	0	64	6	70	0
--调降数量	49	11	60	30	48	5	53	37
调整率(%)	6.96	1.03	7.99	2.07	8.16	0.80	8.96	2.69
--调升率	3.58	0.28	3.86	0.00	4.66	0.44	5.10	0.00
--调降率	3.38	0.76	4.14	2.07	3.50	0.36	3.86	2.69
--调升率/调降率	106.12	36.36	93.33	0.00	133.33	120.00	132.08	0.00

注: 1. 发行人样本数量为统计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有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限, 以下同; 3. 评级展望调升和调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计; 4. 展望调整指统计期内存续、到期或新发债券发行人的主体信用等级在统计期内未调整, 但评级展望发生了调整。如果期初或期末无评级展望或为观望的发行人在展望调整样本中显示, 但不视为展望发生调整, 不列入展望调整统计; 5. 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况, 指发行人主体信用等级在统计期内调整超过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-、A+、A三个子级, 则视为发生大跨度调整; 6. 由超过一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, 即同一主体可被计数多次, 以下同; 7. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升, 反之视为调降; 8. 调升率或调降率 = 年内发生信用等级(或评级展望)调升或调降的数量与年初样本数量的比
数据来源: 联合资信COS系统

级别变动(含展望)合计116家,调整率为7.99%,同比下降1个百分点,评级稳定性有所提升。级别(含展望)调升率为3.86%,同比下降1个百分点;调降率为4.14%,同比略有上升;调升率/调降率为93.33%,同比下降约40个百分点。2019年,我国一般公司债市场发行主体信用等级出现大跨度评级调整合计30家,调整率为2.07%,同比下降约1个百分点,全部为负面调整(详见表5)。

私募债级别(含展望)变动呈现调降趋势,整体调整率有所下降

本年度,交易所债券市场存续的私募债发行人级别变动(含展望)合计73家,调整率为7.53%,同比下降1个百分点,评级稳定性有所提升。级别(含展望)调升率为3.20%,调降率为4.33%,调升率/调降率为73.81%,同比均有所下降。2019年,我国私募债市场发行主体信用等级出现大跨度评级调整合计26家,调整率为2.68%,与上年基本持平,全部为负面调整。

本年度,交易所债券市场存续的可转债发行人级

¹⁰ 由于5年期AA级样本量较少(3期),显著性检验剔除相关样本。

别变动(含展望)合计8家,调整率为3.67%,同比上升1个百分点,评级稳定性有所下降。级别(含展望)调升率为2.29%,调降率为1.38%,同比均有所上升;调升率/调降率为166.67%,同比有所下降。2019年,我国可转债市场无发行主体信用等级出现大跨度评级调整情况。

可交换债级别(含展望)变动呈现调降趋势,整体调整率有所下降

本年度,交易所债券市场存续的可交换债发行人级别变动(含展望)合计1家,且为大跨度调整,调整率为0.68%,同比下降3个百分点,评级稳定性有所提升。

证券公司债级别(含展望)变动呈现调升趋势,整体调整率有所下降

本年度,交易所债券市场存续的证券公司债发行人级别变动(含展望)合计2家,且全部为调升企业,调整率为2.15%,同比下降3个百分点,评级稳定性有所提升。2019年,我国证券公司债市场未出现发行主体信用等级大跨度评级调整情况。

六、违约事件概况¹¹

违约事件增加,违约私募债占比增幅显著,民营企业占比较高

本年度,公司债市场新增38家违约发行人,涉及违约债券95期,违约金额¹²合计550.30亿元,新增违约主体数量、违约期数和违约金额同比分别增加5.56%、48.44%和15.47%。共计19家重复违约发行人,涉及违约



债券48期,违约金额合计294.24亿元。2019年总违约家数(57家)、期数(143期)和规模(844.54亿元)较2018年(40家、73期、527.30亿元)同比分别增加42.50%、98.89%和60.16%。

本年度,分券种来看,一般公司债发行人违约规模占比仍然最高,违约家数、违约期数和违约规模分别为47.14%、43.06%和52.61%,同比分别下降3个、10个和21个百分点;私募债发行人违约家数、违约期数和违约规模占比分别为45.71%、51.05%和42.33%,同比分别上升7个、20个和21个百分点;可交换债发行人违约家数和违约期数占比分别为7.14%和5.56%,同比分别下降4个和10个百分点,违约规模占比5.05%,与上年基本持平。整体来看,私募债违约期数和违约规模占比增幅显著,可能与受政策利好中小企业发债数量增加,但弱资质企业偿债风险仍高企有关。

本年度,公司债市场新增违约发行人主要为民营企业(31家),占比81.58%;新增违约发行人涉及建筑与工程(4家)、多元金融服务(4家)、金属、非金属与采矿(3

¹¹ 联合(联合资信和联合评级)认为当出现下述一个或多个事件时,即可判定主体和债券为违约:一是债务人未能按照合同约定及时支付债券本金和/或利息;二是债务人被法院受理破产申请,或进入破产清算程序、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(例如和解或重整中的债务重组),债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股(根据转换协议将可转债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,在债务人发生上述第二种情况时,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;二是单纯由技术原因或管理失误而导致长期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。

¹² 违约金额为债券未偿付本金和利息之和,以下同。

家)、纺织品、服装与奢侈品(3家)、化工(3家)、食品(3家)等13类行业,违约行业覆盖面有所收敛;违约事件发生在广东(6家)、河北(3家)、山东(3家)、浙江(3家)等19个省市,主要集中在东南沿海、经济较发达区域以及过剩产能行业集中区域。

七、未来展望

市场政策：多措并举支持民企融资，防范化解债市重大风险

2020年,在新型冠状病毒肺炎疫情蔓延、经济增速下行的影响下,监管机构有望实行多种金融专项政策助力疫情防控,进一步完善信用风险保护工具配套制度,创新民企融资支持方式,拓宽资本市场服务实体经济新渠道,进一步优化债券交易规则及技术平台,并加快推出违约处置机制,改进二级市场流动性,推动公司债市场的长期健康发展。

发行利率：货币政策松紧适度，发行利率有望继续下行

2020年,新冠肺炎疫情的爆发对我国经济发展造成较大不利影响,我国宏观经济面临下行压力,预计我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,央行可能下调准备金率,维持流动性合理充裕,2020年市场整体利率中枢有望继续下移。

发行规模：发行规模或将继续增长，民企债券融资渠道有望拓宽

随着外资机构投资便利程度提高,中国债券资产配置价值凸显,中国债券对海外资金吸引力提高。国内方面,市场利率水平下行、公司债推行注册制、城投松绑将有助于公司债发行规模进一步增长,加之公司债发债主体审核标准逐步放宽、信用风险保护工具落地,民营企业的债券融资规模有望增加。整体来看,公司债市场仍将保持扩容态势。

信用利差：公司债发行利差或将收窄，不同资质企业的信用利差仍将继续分化

2020年,受益于流动性的充裕和资金成本下行,公司债发行利差或将收窄。在违约常态化背景下,2020年民企违约事件仍将持续发生,市场对于弱资质民企信用风险担忧不减,预计不同资质企业的信用利差仍将继续分化。

违约风险：信用风险总体可控，弱资质民营企业的信用风险仍将持续暴露

2020年,受新冠肺炎疫情蔓延和宏观经济增速下行的影响,我国公司债市场违约事件仍将持续发生,弱资质民营企业信用风险较高,中小房地产企业、交通运输企业的信用风险不容小觑。

民营企业方面,央行和有关部门、一些地方政府相继出台一系列措施促进民营企业融资,缓解民营企业融资难融资贵问题,优质民企信用风险或将有所缓解,但是信用资质较弱、存在激进投资扩张以及受新冠肺炎疫情影响较大的民营企业信用风险仍然较高,市场对其风险态度仍趋谨慎。

房地产行业方面,中央仍坚持“房住不炒”定位,预期2020年房地产调控政策仍然不会明显放松,房地产销售压力仍存,再加上2020年房企面临债券集中到期情况,房地产企业流动性压力仍然较大,尤其是中小房地产企业信用风险将继续加大。

交通运输行业方面,新冠肺炎疫情的蔓延、国际贸易摩擦加剧,或导致部分交通运输企业经营环境恶化,企业效益下滑,现金流减少,信用风险加大。

虽然债券市场违约事件仍将持续发生,但在积极财政政策 and 稳健货币政策的影响下,我国债券市场爆发系统性债务危机的可能性不大。

整体来看,预计2020年我国债券市场信用风险总体可控,公司债发行规模继续增长,发行利率中枢下移,不同等级、不同资质企业信用利差将继续分化,弱资质民营企业信用风险仍然较高。 ▮

信用风险事件统计

一、违约情况

2020年2—3月,债券市场¹新增违约²主体5家,涉及到期违约债券29期,到期违约规模约463.94亿元。另有6家重复违约³主体,共涉及到期违约债券15期,到期违约规模合计约74.21亿元。

截至3月31日,2020年我国债券市场新增违约主体6家,涉及到期违约债券30期,到期违约规模合计约473.28亿元,新增违约发行人家数、到期违约债券期数较上年同期(15家、41期)有所减少,到期违约规模较上年同期(194.63亿元)有所增加。重复违约主体6家,涉及到期违约债券18期,到期违约规模合计约85.88亿元,

较上年同期(15家、24期、130.68亿元)均有所减少。

二、信用等级调整⁴情况

2020年2—3月,债券市场有9家发行人主体级别发生上调,有16家发行人主体级别发生下调,有1家发行人主体展望发生上调,有1家发行人主体展望发生下调。

截至3月31日,2020年我国债券市场有14家发行人主体级别发生上调,有20家发行人主体级别发生下调,主体调升和下调家数较上年同期(19家、22家)均有所减少。有1家发行人主体展望发生上调,较上年同期(0家)有所增加,有1家发行人主体展望发生下调,较上年同期(2家)有所减少。

表1 2017年—2020年3月我国债券市场违约情况(单位:家、期、亿元)

	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	10	12	43.00	43	110	910.90	46	136	859.90	6	30	473.28
重复违约	13	29	204.58	9	20	126.15	28	67	420.69	6	18	85.88

注:违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金

数据来源:联合资信COS系统、Wind

表2 2017年—2020年3月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
调升数量(家)	386	253	211	14	73	27	12	1
调降数量(家)	66	96	85	20	37	21	21	1

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

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

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

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

⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

金洲慈航集团股份有限公司

一、主体概况

金洲慈航集团股份有限公司(以下简称“金洲慈航”或“公司”)是广东省民营企业,主要从事黄金饰品加工销售业务,2015年公司收购丰汇租赁有限公司,增加融资租赁和委托贷款业务。公司控股股东为深圳前海九五企业集团有限公司,持股比例为37.04%。自然人朱要文为公司的实际控制人。

公司于2017年3月31日发行5.20亿元3年期一般公司债券“17金洲01”,到期日为2020年4月5日,债券附第二年末投资者回售选择权。2019年5月15日,公司因流动资金紧张未能按时兑付回售款和利息,发生实质性违约,违约本息合计约1.40亿元。

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金洲01	20170331	20200405	20200405	1.40	--	AA/AA/稳定	公司债	大公国际	本息违约

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

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2017-06-08	公司评级展望被调整为负面,主要由于公司金融业务仍存在逾期项目且委托贷款业务新增大额逾期项目,受限资产规模仍较大及债务规模增长较快等。
2018-04-27	公司发布2017年年报,公司营业收入116.98亿元,同比增长10.73%,利润总额和经营性净现金流分别为13.46亿元、11.94亿元,较2016年均有所减少。
2018-06-15	公司拟筹划出售全资子公司金洲慈航(浙江)投资有限公司100%股权。
2018-06-26	公司主体级别由AA级下调至AA-级,评级展望稳定,主要由于公司面临的偿债环境一般,同时受限资产规模很大,影响资产流动性及再融资能力。
2018-07-16	公司拟以持有的丰汇租赁有限公司(以下简称“丰汇租赁”)70%股权作为置出资产,与中国庆华能源集团有限公司持有的全资二级子公司内蒙古庆华集团腾格里精细化工有限公司100%股权的等值部分进行置换。
2018-08-31	公司因关联交易未依法履行审议程序及信息披露义务、2017年度报告不准确及存在遗漏被证监会黑龙江监管局责令改正。
2019-01-24	公司发布控股子公司丰汇租赁及二级子公司霍尔果斯丰赢企业管理有限公司的涉诉事项,可能会对公司2017年度利润造成影响。
2019-01-31	公司发布业绩预告,因境内资金市场银根紧缩、财务费用增加,2018年公司归属于上市公司股东的净利润预计为-6.50亿元至-5.00亿元。同日,公司公告称拟将其持有的丰汇租赁90%股权转让予深圳深德泰资产管理有限公司。
2019-03-11	公司主体级别由AA-级下调至A级,主要由于金洲慈航盈利能力大幅下滑,经营获现及资产变现能力下滑,且债务融资渠道受阻、获得外部支持的难度加大,导致其偿债来源下降,整体偿债能力恶化,同时金洲慈航面临重大资产出售、法律诉讼等不确定事项,可能会对其财务状况及偿债能力产生重大不利影响。
2019-03-22	“17金洲01”2019年第一次债券持有人会议通过《关于要求发行人确认“17金洲01”详细偿债计划及偿债资金来源的议案》《关于要求发行人对“17金洲01”提供增信措施的议案》《关于同意缩短“17金洲01”持有人会议公告期限等事项的议案》。
2019-04-08	公司发布回售结果公告,“17金洲01”的回售申报数量为520万张,回售金额为人民币5.56亿元(含利息),经与投资者协商,投资者撤回80%的申报,即回售金额为1.40亿元,回售资金到期日延期至2019年4月15日。回售部分债券的本金及利息,将由公司自行负责办理。

2019-04-15	公司公告称, 经公司与投资人协商一致, “17金洲01”公司债兑付日延期至2019年5月15日。
2019-04-26	公司主体级别由A级下调至BB级, 评级展望为负面, 主要由于金洲慈航经营业绩下滑, “17金洲01”回售资金的兑付日连续两次延期, 表明其偿债来源持续恶化, 资金链趋紧, 偿还债务能力较弱。
2019-04-30	公司发布2018年年报和2019年一季度报, 2018年公司营业收入为104.80亿元, 同比下降10.41%; 利润总额及归属于上市公司股东的净利润均由盈转亏, 分别为-31.04亿元和-28.47亿元, 同比分别减少44.50亿元和38.69亿元。2019年一季度, 公司营业收入为5.89亿元, 利润总额及归属于上市公司股东的净利润分别为-9.00亿元和-8.05亿元。
2019-04-30	会计师事务所对公司年报审计出具非标准保留意见审计报告, 无法判断公司资产减值损失的计提是否合理, 无法判断存货账面价值与实际数量和金额是否一致。
2019-05-15	公司发布公告称因流动资金紧张, 未能如期兑付“17金洲01”本金和利息。
2019-05-17	公司主体级别被下调至C级, 主要由于“17金洲01”构成实质性违约。

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源: 联合资信整理

三、违约原因分析

黄金加工业务毛利率较低, 存货规模攀升存在虚增利润的嫌疑

金洲慈航黄金业务以黄金类产品批发为主, 毛利率较高的来料加工业务规模仅占黄金业务营业收入总额的2%至3%左右, 整体毛利率长期维持在较低水平, 总体来看, 公司黄金业务盈利状况较弱。根据公司在深交所年报问询函回复中所披露信息, 2017年公司前五大客户企业法人均为朱姓或金洲慈航高管, 而张安勇、朱国林等更是同时出现在前五大客户与前五大供应商企业股东名单中, 公司黄金业务存在上下游关联方资金循环。从存货来看, 2017年末公司存货规模由上年的9.60亿元大幅攀升至22.98亿元, 2018年末进一步增加至41.94亿元, 主要为以黄金制品为主的库存商品, 但由于“表示无法判断公司资产负债表日存货账面记录与实际数量及金额是否一致”, 审计机构出具了持保留意见的审计报告, 公司存货真实性存疑。

市场流动性收紧、项目暴雷等因素导致公司经营亏损

2015年公司收购丰汇租赁, 增加融资租赁与委托贷款业务, 2015—2017年丰汇租赁为金洲慈航贡献近八成利润, 然而公司融资租赁业务整体融资利率较高, 且下游客户较为集中, 其中包括丹东港集团、大连特钢等违

约企业, 2017年公司部分客户被列入失信被执行名单, 涉及对公司长期应收款12亿元。受境内资金市场银根紧缩、融资成本上升等因素影响, 2018年以来, 公司融资规模受到较大限制, 融资租赁项目投放额减少, 并处理了部分存续的低收益、高风险项目, 导致盈利能力大幅下滑。2018年丰汇租赁发生利息费用11.91亿元, 计提资产减值损失19.27亿元, 全年丰汇租赁净亏损22.33亿元。2018年公司营业收入为104.80亿元, 同比下降10.41%; 利润总额及归属于上市公司股东的净利润均由盈转亏, 分别为-31.04亿元和-28.47亿元, 同比分别减少44.50亿元和38.69亿元。

债务负担重且短期债务占比高, 外部融资不畅导致流动性枯竭。

2015年公司通过溢价36.65亿元收购丰汇租赁, 增加融资租赁与委托贷款业务, 公司资产负债率大幅上升。2016年公司资产负债率73.01%, 同比上升近15个百分点。2018年公司资产负债率升至78.63%且短期债务占比超过80%, 短期偿债压力较大。随着丰汇租赁经营状况恶化, 公司融资渠道收窄, 货币资金枯竭, 截至2018年末公司未使用授信额度仅剩7.89亿元, 同期货币资金可动用规模仅1.85亿元。2018年末公司已出现债务逾期, 同时公司关联交易曝光、管理层变动、涉诉及资产出售等负面事件进一步降低了公司的融资能力, 最终资金链断裂。■



表3 主要财务指标

财务指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
资产总额(亿元)	28.60	191.01	342.45	360.76	310.58
所有者权益(亿元)	14.05	80.06	92.43	99.09	66.36
长期债务(亿元)	--	28.35	87.18	72.60	29.22
全部债务(亿元)	10.74	93.59	232.10	194.94	156.39
营业收入(亿元)	103.33	99.23	105.64	116.98	104.80
利润总额(亿元)	1.79	3.99	14.42	13.46	-31.04
EBITDA(亿元)	2.48	4.81	16.53	16.56	-19.05
经营性净现金流(亿元)	-1.41	0.94	15.50	11.94	-30.38
营业利润率(%)	4.64	7.53	18.21	14.23	2.01
净资产收益率(%)	10.32	3.83	12.18	11.20	-46.30
资产负债率(%)	50.86	58.09	73.01	72.53	78.63
全部债务资本化比率(%)	43.34	54.50	71.80	67.02	71.33
流动比率(%)	191.13	107.24	86.42	92.49	79.49
全部债务/EBITDA(倍)	4.32	19.47	14.05	11.77	-8.21
EBITDA利息倍数(倍)	3.98	6.67	8.19	5.49	-1.60
经营现金流流动负债比(%)	-9.72	1.22	9.89	6.77	-15.02

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额

2020年2月11日,为贯彻落实党中央、国务院决策部署,加快地方政府债券发行使用进度,经国务院决定并报全国人民代表大会常务委员会备案,财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元,其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元。加上此前提前下达的专项债务1万亿元,共提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元。

(摘自中华人民共和国财政部网站, 2020年2月11日)

2020年专项债不得用于土储、棚改,新增应急医疗、老旧小区改造等投向

近期监管部门下发要求,明确2020年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域,同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项目。这意味着在1.29万亿提前批专项债不得用于土储、棚改后,后续至少1.7万亿专项债也不得用于这两个领域。这将对投资形成有效拉动,进而稳增长。

(摘自21世纪经济报告, 2020年3月20日)

央行采取措施便利和支持金融机构和企业发行债券

2020年1月31日,央行、财政部、证监会等部门联合发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》,要求通过优化公司信用类债券发行工作流程,对募集资金主要用于疫情防控以及疫情较重地区金融机构和企业发行的债券建立注册发行“绿色通道”,依法妥善安排受疫情影响公司债券发行人年报披露,延长债券发行许可有效期,对疫情防控确有需要的可取消企业借用外债限额等措施,强化对疫情防控工作的支持。2月7日,央行发布《关于疫情防控期间金融机构发行债券有关事宜的通知》,疫情防控期间,金融机构发行各类金融债券、资产支持证券、证券公司短期融资券可通过网上报送申请相关材料、可申请延长债券额度有效期、灵活安排债券发行及存续期管理等相关工作以及建立“绿色通道”支持募集资金主要用于疫情防控以及受疫情影响较重地区金融机构发行债券,便利和支持金融机构在疫情防控期间融资。上述措施有利于强化金融支持防控新冠肺炎疫情的积极作用。

(摘自中国人民银行网站, 2020年2月7日)

发改委就企业申请延长外债备案登记证明有效期事宜发布通知

为支持新型冠状病毒感染肺炎疫情疫情防控工作,保障企业借用外债平稳有序进行,稳定市场预期,国家发改委发布关于办理企业外债备案登记证明有效期延期有关事宜的通知。已取得外债备案登记证明的企业,如确因疫情影响未能在有效期内完成外债发行的,可在有效期届满的20个工作日内向发改委提出关于延长有效期的书面申请。对符合条件的企业,有效期可延长6个月。

(摘自中华人民共和国国家发展和改革委员会网站, 2020年2月4日)

发改委发布关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知

2020年2月8日,国家发改委办公厅发布《关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知》,进一步强化金融对疫情防控工作的支持。包括三方面内容:第一,多措并举支持疫情地区和疫情防控企业的债券融资需求,支持企业债券募集资金用于疫情防控相关医疗服务、科研攻关、医药产品制造以及疫情防控基础设施建设等项目,允许企业债券募集资金用于偿还或置换前期因

疫情防控工作产生的项目贷款，鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券，允许符合条件企业申请发行新的企业债券专项用于偿还2020年内即将到期的企业债券本金及利息；第二，通过设立申报“绿色通道”、实行非现场业务办理等措施最大限度简便疫情防控期间企业债券业务办理；第三，切实做好债券存续期信息披露和本息兑付工作。

(摘自中华人民共和国国家发展和改革委员会网站, 2020年2月8日)

发改委发布关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知

2020年3月1日，国家发改委发布《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》，自3月1日起，企业债券发行由核准制改为注册制，国家发展改革委为企业债券的法定注册机关，中央国债登记结算有限责任公司为受理机构，中央国债登记结算有限责任公司、中国银行间市场交易商协会为审核机构。此外，《通知》还明确企业债券发行人应当具备健全且运行良好的组织机构，最近三年平均可分配利润足以支付企业债券一年的利息，应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量，鼓励发行企业债券的募集资金投向符合国家宏观调控政策和产业政策的项目建设。

(摘自中华人民共和国国家发展和改革委员会网站, 2020年3月1日)

证监会：疫情防控期间到期的公司债券将设立绿色通道支持发新还旧

为缓解受疫情影响较大企业到期公司债券的还本付息压力，证监会相关部门负责人表示，一方面，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，证监会通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧；另一方面，证监会和证券交易所积极引导证券公司等中介机构做好相关风险监测和市场服务，督促受托管理人积极履职，加强与投资者的沟通协调，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、调整还本付息周期等方式，帮助发行人度过困难期。

(摘自北京商报, 2020年2月2日)

证监会发布关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知

2020年3月1日，证监会发布《公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》，自2020年3月1日起，公司债券公开发行实行注册制。公开发行公司债券，应当符合修订后的《中华人民共和国证券法》《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》规定的发行条件和信息披露要求等。公开发行公司债券，由证券交易所负责受理、审核，并报证监会履行发行注册程序。上海、深圳证券交易所应

当督促承销机构、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构诚实守信、勤勉尽责，按照执业规范和监管规则对公司债券发行人进行充分的尽职调查。

(摘自中国证监会网站, 2020年3月1日)

交易商协会发布《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》

2020年2月3日，为积极应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情，保障银行间债券市场平稳运行，加大对疫情防控地区的金融支持力度，中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》，就建立债务融资工具注册发行绿色通道，延长企业注册和发行环节相关时限，稳妥做好疫情防控期间注册发行各项工作，稳妥开展存续期合规管理相关工作，切实做好存续期偿付风险监测、防范与处置等五方面工作作出具体安排。

(摘自中国银行间市场交易商协会网站, 2020年2月3日)



市场动向 Market Trends

全国首批疫情防控债券发行 募集资金合计21亿元

日前,上清所开设“绿色通道”支持三家公司完成了全国首批疫情防控债券发行登记相关工作,并对上述债券全额减免发行登记费和付息兑付费,募集资金合计21亿元,相关资金直接用于火神山、雷神山医院的建设及相关抗病毒药物的生产研发。这三家公司分别为珠海华发集团有限公司、四川科伦药业股份有限公司和中国南山开发(集团)股份有限公司。受疫情影响,首批疫情防控债券发行登记时间要求较为紧迫,均为T日信息披露、T+1日债券发行。

(摘自新浪财经, 2020年2月5日)

发行百亿元疫情防控债 沪深交易所支持“输血”抗疫

2月2日证监会副主席李超提出,充分发挥资本市场机制功能,优先为疫情严重地区相关企业提供高效便捷的直接融资服务。证券交易所发布了《关于疫情防控期间债券业务安排有关事项的通知》,就疫情防控特殊时期相关业务实施做出调整和衔接安排,提供专门服务通

道便利。2020年2月7日至14日,沪深证券交易所债券市场簿记完成、实现发行的疫情防控债及疫情防控资产支持证券(ABS)产品规模达105.3亿元。同时,另有总规模达28亿元的疫情防控债获得批复。

(摘自新浪财经, 2020年2月17日)

农发行首发支持企业复工复产主题债券

中国农业发展银行在中央国债登记结算有限责任公司通过公开招标方式,成功发行市场首单1年期支持企业复工复产主题金融债券30亿元。这是继近期推出市场首单疫情防控主题债券、“战疫情、助脱贫”双主题金融债券以及境外鼠年首单点心债等一系列战“疫”债券后,农发行及时响应中央关于加大疫情防控金融服务力度的精神的又一发债创新举措。本次募集资金将用于支持受疫情影响企业的复工复产、帮扶遇困小微企业,以及保障农副产品生产和春耕备耕等相关领域的贷款投放。此次发行利率为1.8506%,比上一日收益率水平低16个基点,认购倍率为16.04倍。

(摘自中国债券信息网, 2020年2月20日)

到期偿还规模递升 券商发债融资额大增

近日,包括东兴证券、中信证券等多家券商集中发债融资。数据显示,截至2月24日,今年以来的证券公司债、证券公司短融发行规模合计约为2160亿元。去年同期,这一数据仅为935亿元。券商发债规模大增,一个重要原因是券商此前发行的存量债券的到期规模今年将增加不少。而今年券商发债的净融资额比去年同期还少。据统计,今年以来,券商发债的净融资规模约为150亿元,去年同期规模接近250亿元。证监会有关负责人指出,证监会会同人民银行积极支持证券公司通过在银行间市场和交易所市场发行特种金融债券、短期融资券、公司债券等多种方式补充流动性,提高相关融资额度,支持证券公司通过增发股份等方式补充资本金。

(摘自上海证券报, 2020年2月25日)

银行间市场首单债券置换业务完成

2020年3月2日,债务融资工具发行人北京桑德环境工程有限公司发布公告,因受疫情影响公司目前流动性紧张,故计划发行债务融资

工具, 对其兑付存在不确定性的存续债项“17桑德工程MTN001”进行置换。这是银行间市场债券置换业务的首单试点项目。本次置换标的“17桑德工程MTN001”将于2020年3月6日到期, 规模为5亿元。为置换此即将到期的债券, 北京桑德拟新注册一期置换票据, 金额不超过5亿元, 期限不超过3年。按照置换要约, 对于置换标的全体持有人, 按照1:1比例将旧债券置换为新债券, 投资者有权选择在2020年12月6日将其持有的品种全部或部分按票面金额回售给发行人, 或放弃回售选择权而继续持有。3月6日, 上海清算所支持完成首单置换票据“20桑德工程EN001”的登记确权, 置换标的“17桑德工程MTN001”同等面额债券注销。

(摘自每日经济新闻, 2020年3月6日)

新证券法激活代表人诉讼, 首例落在债市

近日, 杭州市中院发布《“15五洋债”“15五洋02”债券自然人投资者诉五洋建设集团股份有限公司等人证券虚假陈述责任纠纷系列案件公告》, 标志着我国证券民事赔偿代表人诉讼第一案正式启动。2018年7月, 五洋建设集团股份有限公司通过粉饰报表的财务手段, 将公司包装成优良资产, 制作虚假申报材料骗取发行公募债, 令证监会开出

首张欺诈发行罚单。杭州市中院表示, 在证券民事赔偿诉讼领域采取人数不确定的诉讼代表人制度, 既扩大了诉讼容量, 又简化了诉讼程序, 实现案件审理的集约化和诉讼经济。不仅合乎我国证券市场法治化的发展趋势, 也是化解证券纠纷司法需求与司法资源之间矛盾的有效途径之一。

(摘自第一财经日报, 2020年3月16日)

首单公募短期公司债面世

3月19日, 光明食品(集团)有限公司2020年公开发行短期公司债券(第一期)完成发行, 由中银证券牵头主承销, 在上交所上市, 发行规模10亿元, 债券期限为180天, 发行票面利率为2.05%。本期债券是新《证券法》于3月1日正式实施后, 交易所市场公开发行的首单短期公司债券, 标志着期限一年以内的公募

短期公司债券创新品种正式落地。公募短期公司债券的推出, 填补了交易所公募短期产品的空白, 能更好地满足发行人以及投资机构对多种期限结构的需求。

(摘自新浪财经, 2020年3月20日)

公司债实施“注册制”首月交易所受理超过百单

2020年3月2日, 新证券法实施后的第一个工作日, 沪深交易所合计受理了5个公开发行公司债项目, 首批“注册制”公司债高效、平稳落地。从宣布公开发行公司债实施注册制, 到首批“注册制”公司债券获得受理, 仅用了一个工作日的时间。据不完全统计, 3月1日至3月30日, 沪深交易所受理的注册制下公司债券公开发行共计104单, 拟发行金额约5327.38亿元。

(摘自新浪财经, 2020年3月31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2月至3月，在防控新冠肺炎疫情背景下，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28700.00亿元，逆回购到期33800.00亿元，实现净回笼5100.00亿元；通过中长期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）分别实现净投放3000.00亿元、13.90亿元以及2.00亿元。3月16日，央行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，在此之外，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。以上定向降准共释放长期资金5500.00亿元。在此背景下，2020年3月，1年期短融和7年期企业债的平均发行利率（3.60%和5.23%）较2020年2月（3.58%和5.23%）均有所上升，3年期公司债、5年期中票的平均发行利率（3.69%和3.68%）较2020年2月（3.90%和3.74%）有所下降。

表1 2020年2月—3月债券平均发行利率(%)

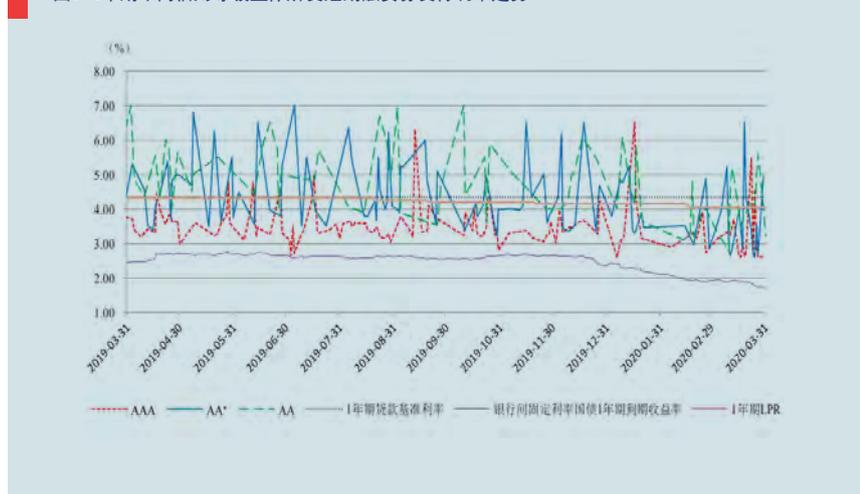
信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2020年2月	2020年3月	2020年2月	2020年3月	2020年2月	2020年3月	2020年2月	2020年3月
AAA	3.24	3.09	3.96	3.35	3.52	3.57	—	4.91
AA+	4.12	3.71	3.70	4.44	4.05	3.85	3.79	4.96
AA	3.73	4.17	—	4.93	4.15	4.05	—	7.97
平均发行利率	3.58	3.60	3.90	3.69	3.74	3.68	3.79	5.23

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

2020年2月至3月，银行间固定利率国债1年期到期收益率明显回落，2020年3月，AAA级和AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.09%和3.71%）较2月（3.24%和4.12%）明显回落，AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（4.17%）较2月（3.73%）有所上升，主要受部分建筑与工程、石油、天然气与供消费用燃料行业企业所发债券票面利率较高影响。

2020年2月至3月，交易所国债3年期到期收益率呈回落态势，3年期公司债的平均发行利率走势和3年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2020年3月，3年期AAA级公司债的平均发行利率（3.35%）较2月（3.96%）有所回落，3年期AA+级公司债的平均发行利率（4.44%）较2月（3.70%）有所

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



上升,主要受部分民营企业发行债券票面利率较高影响。

2020年2月至3月,银行间固定利率国债5年期到期收益率呈回落态势,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3月,5年期AAA级中期票据的平均发行利率(3.57%)较2月(3.52%)略有上升,5年期AA+级和AA级中期票据的平均发行利率(3.85%和4.05%)较2月(4.05%和4.15%)均有所回落。

2020年2月至3月,银行间固定利率国债7年期到期收益率呈回落态势。2020年3月,7年期AA+级企业债的平均发行利率(4.96%)较2月(3.79%)明显上升,主要受部分建筑与工程行业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,但海外疫情依然扩散严重,多国宣布进入紧急状态并采取抗疫措施,全球经济下行压力剧增。在此背景下,4月3日,央行决定于2020年4月15日和5月15日分两次对中小银行定向降准,每次下调0.5个百分点,共释放资金约4000亿元,同时决定于4月7日下调金融机构在央行超额存款准备金利率37个基点至0.35%。预计央行将加大宏观政策实施力度,降低社会融资成本,引导信贷资源更多支持受疫情冲击较大的中小微企业和民营企业,支持实体经济增长,未来市场利率水平有望小幅回落。 ▮

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

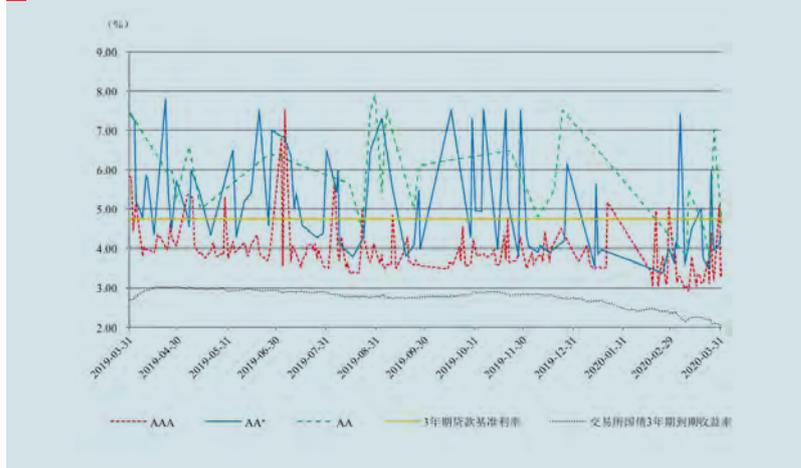


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势



2017年—2020年3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—3月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.9	6.6	6.1	20.7	-6.8
规模以上工业增加值	6.6	6.2	5.7	--	-8.4
固定资产投资总额(不含农户)	7.2	5.9	5.4	8.4	-16.1
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	7.9	-19.0
出口总额	10.8	7.1	5.0	3.3	-11.4
进口总额	18.7	12.9	1.6	3.2	-0.7
CPI	1.6	2.1	2.9	--	4.9
PPI	6.3	3.5	-0.3	--	-0.6
社会融资规模存量	14.1	10.3	10.7	262.2	11.5
M2余额	8.1	8.1	8.7	208.1	10.1
人民币贷款余额	12.7	13.5	12.3	158.8	12.7

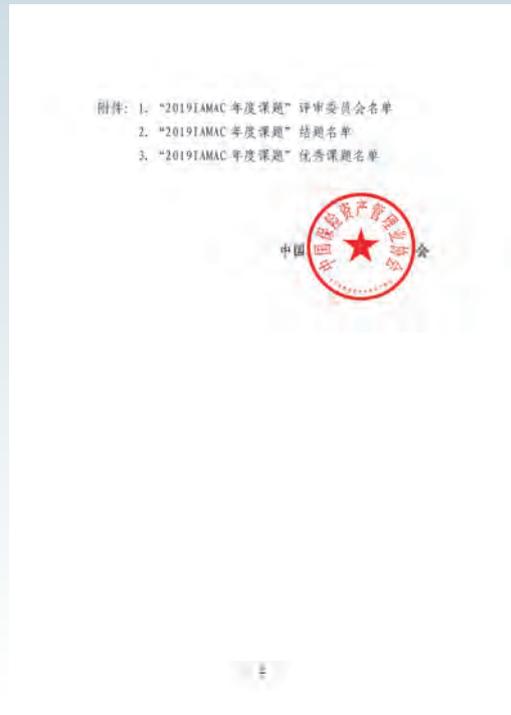
注: 1.GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率; 2.出口总额、进口总额计价货币为人民币
资料来源: Wind, 联合资信整理

2017年—2020年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月	2020年1—3月 同比(%)	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月	2020年1—3月 同比(%)
政府债	1290	1080	1241	505	43.06	83089.34	77147.45	80694.27	20728.17	9.98
国债	156	152	146	25	-10.71	39508.40	35506.77	37059.00	5436.20	-8.14
地方政府债	1134	928	1095	480	47.69	43580.94	41640.67	43635.27	15291.97	18.28
央行票据	0	0	7	3	200.00	0.00	0.00	320.00	160.00	966.67
金融债	787	729	818	158	-39.92	38726.51	41404.20	54665.50	9652.60	-46.29
政策性银行债	545	489	549	99	-51.23	28819.78	29703.80	35405.50	5826.80	-58.76
商业银行债券	198	174	184	35	-18.60	8707.73	9182.40	15980.50	2919.30	-6.34
非银行金融机构债券	44	66	85	24	41.18	1199.00	2518.00	3279.50	906.50	24.86
政府支持机构债券	25	46	46	4	-33.33	3010.00	4170.00	3720.00	420.00	0.00
企业债券	382	282	394	64	-38.46	3730.95	2390.08	3631.19	792.00	-5.98
一般企业债	349	257	372	63	-36.36	3530.25	2260.68	3448.89	788.00	-0.65
项目收益债	33	25	22	1	-80.00	200.70	129.40	182.30	4.00	-91.87
中期票据	910	1399	1655	522	27.94	10212.55	15893.65	18638.60	5330.77	7.51
短期融资券	2134	2912	3503	1290	43.49	23361.90	30664.30	35805.19	13743.80	46.36
一般短期融资券	463	422	462	154	20.31	3949.70	4193.30	4436.20	1437.70	22.62
超短期融资券	1671	2490	3041	1136	47.34	19412.20	26471.00	31368.99	12306.10	49.75
证券公司短期融资券	19	57	176	83	336.84	392.00	1425.00	4491.00	2300.00	389.36
资产支持证券(银行间)	400	449	566	70	7.69	5972.29	9323.35	9433.36	1187.80	-4.09
资产支持证券(交易所)	1932	1992	2841	648	30.91	8201.11	9473.80	10952.16	2424.47	21.31
非金融企业资产支持票据	113	248	695	149	10.37	574.95	1261.25	2893.77	662.11	27.60
非公开定向债务融资工具	725	766	863	287	5.13	5954.61	5458.87	6192.12	2069.42	5.53
公司债	1199	1520	2465	835	112.47	11008.75	16491.70	25501.84	7873.42	82.33
证券公司债	264	210	174	81	44.64	6339.40	4718.90	4033.30	1884.50	32.99
可转债	52	83	151	42	-8.70	949.37	793.12	2695.19	416.78	-66.49
可交换债	80	28	60	10	0.00	1172.84	464.74	824.15	135.04	-32.32
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	6912	23.27	201872.40	210832.40	179712.73	40627.50	0.36
国际机构债	4	4	9	0	-100.00	60.00	60.00	135.00	0.00	-100.00
合计	37252	39106	43556	11663	27.66	404650.07	431972.80	444339.37	110408.38	3.82

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4月10日已披露的数据, 并会对之前的数据进行追溯调整
资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合资信《中国债券市场违约问题研究》荣获“2019 IAMAC年度优秀课题”



近日,中国保险资产管理业协会“2019 IAMAC年度课题”结题评审工作圆满完成。联合资信评估有限公司申报的《中国债券市场违约问题研究》荣获“优秀课题”,课题组负责人为联合资信副总裁李振宇先生,核心成员为债券市场研究部刘艳、夏妍妍、王自迪。

“2019 IAMAC年度课题”评审委员会由来自保险资管协会、业界及高校的28位专家组成,分别从观点创新性、方法科学性、学术规范性、政策适用性等角度对课题进行评审。最终,55项课题顺利通过评审,准予结题,创下历届结题课题数量之最。同时,综合专家评审意见,最终10项课题荣获“优秀课题”,《中国债券市场违约问题研究》位列其中。

债券市场是我国资本市场的重要组成部分,近年来我国债券市场快速发展,但与此同时,债券违约风险也

在不断累积并逐步暴露,为保障资金安全,投资者愈发需要加强风险识别与风险管理能力。《中国债券市场违约问题研究》对我国债券市场违约发展历程、违约率变化情况、违约特点及原因、违约后处置与回收情况等进行了系统论述,并对未来信用风险发展态势进行了展望。该系统性研究对债券市场其他参与者如监管机构、债券发行人、信用评级机构、信用咨询机构等也有一定的参考和借鉴意义。

作为中国信用评级行业的领先机构,联合资信持续关注我国信用风险领域政策及市场动态,从理论研究及实际需求出发,积极参与各监管机构相关课题研究,得到了高度认可。未来,联合资信将继续强化研究及相关服务能力,提供更高质量的信用风险服务和产品,更好为投资人服务。



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