

Lianhe Credit Research

OCTOBER

联合

信用研究

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

地方政府债务进一步分化  
部分省份降杠杆幅度较大

周期产业对区域经济影响作用凸显

财政收入恢复式增长, 收支紧平衡态势仍存



联合资信



联合评级



# 联合资信获得 国家发改委评级机构信用评价第一名



中华人民共和国国家发展和改革委员会  
National Development and Reform Commission

关于公布2020年度企业债券主承销商和信用评级机构信用评价结果的通知  
2021/08/20 财企司

国家发展改革委办公厅关于公布2020年度  
企业债券主承销商和信用评级机构信用  
评价结果的通知  
发改办财企〔2021〕636号

**2020年度企业债券信用评级机构信用评价结果**

排名	信用评级机构名称	得分
1	联合资信评估股份有限公司	88.27
2	中证鹏元资信评估股份有限公司	88.17
3	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	84.58
4	中诚信国际信用评级有限责任公司	82.55
5	远东资信评估有限公司	73.89
6	东方金诚国际信用评级有限公司	72.32
7	大公国际资信评估有限公司	70.76

2021年8月20日，国家发展改革委（以下简称“发改委”）办公厅在发改委官网公布了2020年度企业债券主承销商和信用评级机构信用评价结果，联合资信以88.27分的成绩获得信用评级机构第一名。

发改委公布上述评价结果的同时指出，发改委鼓励和支持评价结果优良的主承销商和信用评级机构积极参与企业债券工作，将在政策研究、品种创新、业务指导等方面提供更多机会和条件。鼓励债券发行人在遴选主承销商和信用评级机构的过程中，充分运用信用评价结果，发挥优胜劣汰的市场机制作用。

本次信用评级机构信用评价的对象为2020年度开展企业债券评级业务的7家机构。本次信用评价指标体系的设置遵循客观公正、科学规范、定量与定性相结合的原则，具体包括信用行为指标、业务指标、专家及机构评价指标三大部分。评价开展过程中，采取多方参与的方式，包括省级发展改革部门、债券受理审核和登记托管机构、发行人、投资人、会计师事务所等有关单位及

相关领域专家参与了评价工作。参评机构和专家分别对受评机构的信用情况、专业能力、业务合规性、承销和存续期管理服务质量、评级结果和评级服务质量等各个方面进行评价。

近年来，面对国际国内资本市场的创新发展以及评级行业的竞争，联合资信始终秉持“以真诚为委托人服务，以专业为使用者尽责”的初心，深耕评级理论研究，狠抓评级质量提升，加大风险排查和风险预警力度，全力为服务国内实体经济发展助力。与此同时，联合资信加大国际化进程，在服务中资企业“走出去”过程中初步开创了良好的发展态势。联合资信始终坚信，合规经营、强化基础研究和评级技术的提升是公司赖以生存和可持续发展的基石，联合资信将持续以科学风险识别、及时风险揭示、夯实信息披露等为手段，为境内外投资者提供高质量评级产品，为建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场贡献力量！

主办单位 Sponsors

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

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

薛逸竹 Xue Yizhu

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

内部刊物 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

市场部门联系人  
Marketing Department Contact

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

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

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

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

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

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

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

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

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

投资人服务热线  
Investor Service Hotline

陈叶 Chen Ye

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

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

# Contents

2021 OCTOBER

目录

## 特别策划 Feature

- 1** 周期产业对区域经济影响作用凸显  
——区域信用风险观察半年报(2021年半年报)  
联合资信 宏观研究部
- 6** 财政收入恢复式增长, 收支紧平衡态势仍存  
——2021年上半年区域财政分析报告  
联合资信 宏观研究部
- 11** 地方政府债务进一步分化, 部分省份降杠杆幅度较大  
——2021年上半年地方政府债务报告  
联合资信 宏观研究部

## 宏观研究 Macroeconomic Research

- 17** 经济继续稳定修复, 消费拖累经济增长  
联合资信 宏观研究部
- 24** 信用环境有望优化, 结构性紧缩持续存在  
——2021年下半年宏观信用风险展望  
联合资信 宏观研究部

## 行业研究 Industry Research

- 30** 经济承压背景下, 水务行业投资有望加速  
且产能将逐步释放——2021年水务行业展望报告  
联合资信 薛琳霞 宋金玲 陈铭哲 王文才
- 44** 2021年上半年电力行业信用风险总结与展望  
联合资信 黄露
- 51** 银行业2021年上半年观察报  
联合资信 张哲铭 殷达 许国号
- 56** “15号文”及“补充通知”对城投非标融资  
都有什么影响?  
联合资信 非标评级部

## 债券市场 Bond Market

- 58** 2021年二季度资产支持证券市场研究报告  
联合资信 薛逸竹 王正清 陈诣辉
- 65** 引导评级机构以评级质量为核心实现可持续发展  
联合资信 董欣焱 林青

## 信用评级 Credit Rating

- 66** 三因素分析法在工商企业经营分析中的应用探索  
——以毛利率波动效果分析为例  
联合资信 杨涵杨 恒孙菁

- 76** “双指引”对债权投资计划信用评级的借鉴作用  
联合资信 非标评级部

## 评级表现 Credit Rating Performance

- 80** 二季度新增违约数量较少, 信用等级转为调降趋势  
——2021年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告  
联合资信 债券市场研究部

## 信用风险 Credit Risk

- 87** 信用风险事件统计
- 88** 违约案例 四川蓝光发展股份有限公司

## 政策资讯 Policy & Information

- 91** 政策指南
- 93** 市场动向

## 市场数据 Market Data

- 94** 债券发行利率走势
- 96** 宏观经济及债券市场数据

## 评级小贴士 Credit Rating Tips

- 79** 关于革命老区振兴发展债务融资工具的一些基础知识



联合资信



联合评级

# 周期产业对区域经济影响作用凸显

## ——区域信用风险观察半年报(2021年半年报)

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

2021年上半年,我国经济稳定修复,工业生产较快增长;固定资产投资持续修复,其中房地产投资支撑有力,基建低位运行,制造业投资加速修复;消费市场温和复苏,但与疫情前水平仍有一定差距;进出口规模创历史同期最高水平,外贸继续支撑我国出口高增长。

分地区看,2021年上半年,东部地区中长三角省域间差异仍旧较小,受益于高附加值产业集中,区域经济运营态势良好,经济增速保持全国中上水平。京津冀地区省域差异较大,其中北京工业占比虽小,但受益于汽车制造等产业触底回升,工业增加值同比高速增长;河北受制于钢铁限产减产政策,2021年上半年工业经济运行情况表现不佳,下半年随着限产减产工作在多省部署,江苏、山东等钢铁主要产区的工业经济亦将受到一定影响,但由于钢铁产业在上述省份工业经济中的主导性较河北低,因此产业政策对经济的影响程度或相对较小;天津整体表现落后于东部地区,或主要因2020年以来信用环境紧张导致投资增速缓慢所致。海南受益于自由贸易港的大力发展,投资、消费领域经济效应突出。

东北地区2021年上半年GDP两年年均复合增长率差异较大,其中吉林作为汽车制造主要产区,同样受益于汽车制造业景气度回升,2021年上半年工业经济增长快,而同地区的辽宁和黑龙江,在产业转型升级方面仍有较大挑战,经济发展表现疲软,且东北三省消费修复仍不及疫情前水平。

中部地区经济整体呈现崛起态势,其中湖北主要受低基数影响,2021年上半年经济快速增长,但较疫情



前仍未完全释放增长潜力。其余多数中部省份投资增速快,消费修复势头突出,特别是江西、山西,随着煤价铜价等工业品价格上涨,作为上述资源的主要产区,固定资产投资加快带动经济高速增长。

西部地区经济增速相对较慢,但个别省份表现亮眼,如新疆投资增速位列全国第一,广西、重庆受益于汽车产业,内蒙古为煤炭主要产区,投资拉动效应明显,虽在全国经济排名靠后,但与自身往年情况比较,仍大为改善。云南、贵州两省往年经济数据位居前列,主要依靠基建投资拉动,导致政府债务管控加严期间经济运行状况表现不佳。西北其余省份经济增速仍旧相对落后,特别是青海2021年上半年投资成为全国为数不多负增长省份,经济发展潜力仍需挖掘。

2021年下半年,各省份间经济格局变动不大,对周期产业倚重程度较深的省份将持续受到下半年周期行业走势影响。长期看,随着碳达峰、碳中和工作的推进,河北、山东、江苏、内蒙古、山西、辽宁等碳排放量大省

或将步入转型阵痛期，而时期的长短取决于产业升级转型速度的快慢，在绿色转型升级中步伐快的省份将带头迈向高质量发展阶段。

## 一、区域<sup>1</sup>经济修复情况

2021年上半年，我国国内生产总值53.2万亿元，按可比价格计算，累计同比增长12.7%，两年年均复合增长率<sup>2</sup>为5.3%，经济稳定修复。

从各省经济总量看，东部地区依托于长三角和珠三角的产业优势以及临港口的地理位置优势，经济规模一直维持领跑全国的态势（见图1），2021年上半年，广东、江苏GDP均超5万亿元；山东、浙江其次，超3万亿元；超2万亿省份有7个，以中部省份为主；超1万亿省份有8个；1万亿以下有10个，以西部省份为主。

2021年上半年，多数省份经济高速增长，特别是海南自由贸易港建设经济效应突出，但受制于限产政策影响，河北经济增长相对缓慢。从各省经济增速看，2021年上半年，湖北因低基数影响以GDP同比增速<sup>3</sup>28.5%位列

全国第一，但两年年均复合增速仍为全国最低，经济修复仍有待时日；海南以GDP同比增速17.5%位列全国第二，投资及消费增速均有领先表现，自2020年6月《海南自由贸易港建设总体方案》发布，今年7月又推出全国首张负面清单，使海南高水平对外开放进程加快；其余省份GDP同比增速多集中于10.0%~13.0%，仅青海、西藏、河北、辽宁增速相对较低，GDP同比增速低于10.0%，其中河北受钢铁减产限产政策影响大。

比较GDP两年年均复合增长率、2018年上半年及2019年上半年GDP同比增速（见图2），东部地区江苏、山东、浙江，以及重庆、广西、甘肃GDP增速修复快，GDP两年年均复合增速接近2018年及2019年上半年水平；海南、吉林两省GDP两年年年复合增速超过往年水平，经济发展势头良好；除湖北外，中部地区中多数省份GDP两年年年复合增速位列全国前列，但河南或受“永煤事件”影响导致经济修复较慢；东部主要省份经济增长延续坚挺态势，而天津或受区域信用环境紧张影响较大，GDP两年年年复合增速仅为3.5%，位列东部地区最后一位；东北除吉林增势较好外，黑龙江和辽宁增势仍旧相对落后；西南省份增势略好于西北省份。

图1 各省GDP总量及增速



注：1. 湖北2021年上半年GDP同比增速28.5%，为便于同水平比较，图中不显示；  
2. 新疆数据未公布  
数据来源：各省统计局、Wind，联合资信整理

## 二、汽车产区工业增速较快，钢铁限产效应显现

2021年上半年，全国规模以上工业增加值同比增长15.9%，两年平均增长7.0%，高于近几年同期水平，工业生产稳中加固。

分省份看，2021年上半年，绝大多数省份工业增加值修复势头良好，汽车行业景气度提升对汽车主要产区

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

<sup>2</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年年均复合增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率（不变价），下同。

<sup>3</sup>GDP同比增速为不变价增速，下同。

提升效应明显。2021年上半年，北京（同比增速41.4%）和湖北（同比增速34.9%）领跑全国（见图3），其中北京工业增加值实现高速增长，一方面北京作为全国汽车主要产区，受益于2020年9月以来汽车产业景气度触底提升，一方面也由于北京第二产业基数小（2020年第二产业占比15.8%，位列全国最低），低基数效应明显。同样的，国内主要汽车产区2021年上半年工业增加值增速均高于全国平均水平，包括广东、吉林、湖北、广西、重庆。特别的，相较于省内产业综合多元的广东而言，由于汽车产业在吉林、广西、重庆工业经济中占比高，对上述省份工业增加值拉动更为突出，特别是吉林（2019年吉林省汽车制造业工业企业利润总额占全省工业企业利润总额的79%，2020年数据暂未获取），汽车制造业景气度回升，推动吉林工业经济运行状况扭转往年颓势。

钢铁限产减产工作导致2021年上半年河北工业增加值增速垫底，下半年减产工作将延伸至江苏、山东等主要钢铁产区。2020年末举行的全国工业和信息化工作会议曾提出坚决压缩粗钢产量，确保2021年粗钢产量同比下降。作为钢铁产量最大的河北省唐山、邯郸等地带头在上半年压减粗钢产量，导致2021年上半年河北工业增加值增速同比增长8.7%，位列全国末位。下半年，随着限产减产工作在多省部署，江苏、山东等产钢大省工业经济运营状况亦将受到一定影响，但相较于河北不同的是，钢铁产业在上述省份工业经济中的主导性较河北低，因此产业政策对经济的影响效应或不会那么明显。

河北、山东、江苏、内蒙古、山西、辽宁等碳排放量大省工业经济将面临较大绿色转型压力。我国碳排放量最大的行业主要为电力及钢铁行业，其中电力行业碳排放量约占总排放量的二分之一，钢铁约占四分之一。由于缺失最新数据，参考2018年各省碳排放量数据，河北、江苏、辽宁、山东和山西的钢铁行业碳排放量位列全国前位，特别是河北。电力行业方面，依次是山东、内蒙古、江苏、河北、山西等。随着碳达峰、碳中和工作的推进，碳排放权逐步演化为一种资产，排放量越大意味着支出越多，成本越高，河北、山东、江苏、内蒙古、山西、辽宁等碳排放量大省或将步入转型阵痛期，而时期的长短取决于产业升级转型速度的快慢，在绿色转型升级中步伐快的省份将带头迈向高质量发展阶段。

### 三、需求同步改善，投资拉动属性明显

#### 固定资产投资

2021年上半年，全国固定资产投资（不含农户）25.6万亿元，同比增长12.6%，两年年均复合增长率4.4%，低于疫情前2019年上半年水平（5.9%），固定资产投资继续修复。

从投资增速较快的省份看，新疆投资表现亮眼，煤炭、有色价格上涨带动主要产区投资增加（见图4）。2021年上半年，湖北受低基数影响，固定资产投资实现超高速增长（83.6%），但仍未修复至疫情前水平，较2019年上

图2 各省GDP增速修复情况



注：新疆数据未公布  
数据来源：各省统计局、Wind，联合资信整理

图3 各省工业增加值同比增长速



注：红色圆点为主要汽车产区2021年上半年工业增加值同比增长速，绿色圆点为2021年上半年工业增加值增速排名全国末三位  
资料来源：Wind，联合资信整理

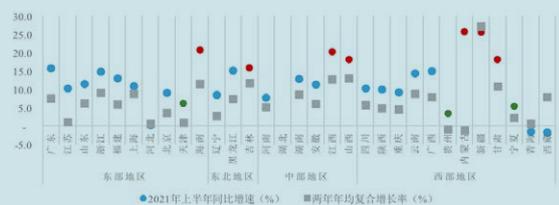
半年两年年均复合增速为-10.3%。内蒙古、新疆固定资产投资增速分别为25.7%和25.6%，较为显著地高于其他省份，其中新疆近两年均保持了高速增长态势（27.1%，全国两年年均复合增速第一名），该省房地产投资贡献度较大。此外，东部地区的海南，中部地区的山西、江西，西部地区的甘肃，东北地区的吉林2021年上半年同比增速（高于15.0%）及两年年均复合增速（高于10.0%）均位于全国前列，高强度投资带动区域经济增长。2021年上半年，煤炭、有色等大宗商品需求增长带动价格冲高，加之碳达峰工作推动设备技术更新升级，相关行业固定资产投资快速增长，山西、内蒙古等主要煤炭产区，以及江西等主要铜产区（以铜为主要有色金属代表，且近年铜材行业集中度提高，省内工业地位倚重程度亦较高，其余有色金属产地较为分散且省内倚重程度一般），固定资产投资增速加快。

从投资增速较慢的省份看，地方政府债务负担一定程度上限制了地方政府的投资冲动。2021年上半年，固定资产投资同比增速位于全国末位的省份集中在西部地区，特别是青海、贵州、宁夏以及东部地区的天津，两年年均复合增速亦低，由于上述省份债务负担均较重，在不断强调不发生系统性风险的边际限制下，沉重的地方政府债务负担抑制了地方政府通过大力推进投资拉动地方经济的冲动。此外，河北房地产投资表现不差，但固定资产投资低速增长（2021年上半年同比增长0.4%）更多或是受环保因素影响。

从分项房地产投资增速看，西部、东北区域间增速差异大，东部及中部区域间差异小。2021年上半年，全国房地产投资同比增长15.0%，两年平均增长8.2%，对固定投资起到支撑作用。分省份看，2021年上半年，除湖北由于低基数原因致增速超高外，西北地区的新疆（66.7%）、宁夏（24.4%）、西藏（23.6%）、甘肃（18.9%）、青海（17.2%）2021年上半年均实现同比快速增长，特别是新疆房地产投资实现超高速增长。东部地区房地产投资增速区域间差异小，投资增速快，其中江苏、山东、浙江等房地产投资增速在14.0%~16.0%。东北地区，吉林房地产投资增速远高于黑龙江和辽宁。中部地区房地产投资增速区域差异小，增速一般，除湖南增速较快外，河南、安徽、江西、山西房地产投资增速在11.0%~14.0%。此外，重庆（1.1%）、贵州（1.8%）房地产投资增速位列全国末位，2021年上半年房地产投资乏力。

对比固定资产投资与房地产投资增速，京冀及西北省份房地产投资拉动效应明显（见图5）。2021年上半年，全国固定资产投资中房地产和制造业投资拉动作用明显，而基建则维持低位运行。由于分省份的制造业和基建投资月度数据缺失，比较固定资产投资增速与房地产投资增速，可观测该省投资增长的主要动因是否为房地产投资。具体看，仅广东、江西、山西、重庆的固定投资增速明显大于房地产投资增速，大部分省份的固定投资增速依赖于房地产投资支撑，与全国投资结构相同，特

图4 各省固定资产投资增速



注：由于湖北固定资产投资增速（同比增速83.6%，年均复合增长率-10.3%）较其他省份增速差异较大，为利于其他省份同水平比较，图中不显示湖北数据  
数据来源：Wind，联合资信整理

图5 2021年上半年各省固定投资及房地产投资同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

别是河北、北京，以及西北的新疆、宁夏、青海及西藏，房地产投资拉动效应明显。

## 消费修复仍待时日

2021年上半年，我国社会消费品零售总额（以下简称“社零”）21.19万亿元，同比增长23.00%，两年年均复合增长率为4.39%，较疫情前水平仍有一定差距。

分省份看（见图6），2021年上半年海南社零同比增长以46.4%位居全国第一，两年年均复合增长率10.8%，位列全国第三，得益于海南2020年7月免税新政，海南免税额度大幅提升且商品种类增多，同时为避免免税市场垄断，海南还开放了更多免税经营店资质，带动海南免税品消费繁荣发展。2021年上半年，中部省份如湖北、江西、山西、安徽的社零同比增速高于27.0%，中部崛起主要体现在消费板块。从两年年均复合增长率来看，除暂未公布社零的山东外，有8个省份增速仍为负，包括湖北、天津、东北三省，以及新疆、内蒙古、西藏等边境省份。

## 出口集中于东部沿海

外贸方面，我国出口主要集中在东部沿海省份。首先，我国出口贸易格局是高度集中于东部沿海省份，以2021年上半年数据参考（见图7），广东、江苏、浙江出口金额分别占同期全国的23.3%、15.0%和14.0%；其次是山东、上海、福建，出口占比是5%~7%；其余省份出口份额均低于3%，相应的，出口对区域经济拉动作用很小。

2021年上半年，全国货物贸易出口1.5万亿美元，增长

38.6%。具体看出口份额高的省份（见图8），除上海外，其余省份出口增速均处高位，带动经济正向增长。

展望未来，短期内，东部地区高附加值产业集中，经济增长韧性强，但易受到出口替代效应的影响；中部工业经济运行势头良好，下半年仍旧受到核心产业景气度的影响；东北地区依旧面临较大转型压力；西部地区过往通过投资拉动的经济高速增长将难以再现，基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长。中长期看，随着碳达峰、碳中和政策的逐步落地，河北、山东、江苏、内蒙古、山西、辽宁等碳排放大省或将步入阵痛转型期，而时期的长短取决于产业升级转型速度的快慢，在绿色转型升级中步伐快的省份将带头迈向高质量发展阶段。■

图6 2021年上半年各省社会消费品零售总额增速



注：山东数据未公布

数据来源：Wind，联合资信整理

图7 2021年上半年出口金额及全国占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图8 主要省份出口金额增速



数据来源：Wind，联合资信整理

# 财政收入恢复式增长, 收支紧平衡态势仍存

## ——2021年上半年区域财政分析报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

2021年上半年, 各省一般公共预算收入规模与经济总量相关性较高, 地区差距仍然较大。东部地区财政实力较强, 财政收入质量较高, 其中广东一般公共预算收入突破7000亿元, 规模优势突出; 北京和江浙沪地区税收占比较高, 营商环境良好; 上海是全国唯一实现一般公共预算收支盈余的地区。中部地区收入规模比较均衡、各省份差距相对较小, 财政自给率处于40%~60%的区间。东北、西部地区尤其是西北省份的收入规模、财政自给率水平较低, 财政实力较弱, 对中央补贴的依赖度较高。

受益于经济稳定修复和大宗商品涨价等因素, 除黑龙江和西藏外的29个省份一般公共预算收入两年平均增长为正, 整体财政收入恢复情况较好; 受压减一般性财政支出的持续影响, 各省一般公共预算支出的修复相对较为缓慢, 14个省份上半年支出规模两年平均增速为负值, 不及2019年同期水平。财政自给能力方面, 随着财政收入的修复增长以及支出压缩, 26个省份财政自给率较2019年同期均有所上升, 仅山西、海南、广西、黑龙江、西藏5个省份财政自给率下降, 其中山西、海南和广西主要是由于收入修复不及支出导致财政自给能力降低, 而黑龙江和西藏则主要受收入端拖累。

上半年各区域政府性基金收入规模分化程度较大, 土地市场呈现“量缩价涨”的特点, 在“双集中”供地以及楼市调控政策的影响下, 房地产企业拿地资金更集中于热点城市, 未来土地市场分化程度或将进一步加大。由于上年同期基数普遍较低, 公布数据的25个省份除黑龙江外均实现正增长, 13个省份实现20%以上的增速, 其中浙

江、广东、山东等地在基数较大的情况下仍呈高速增长态势。受上半年专项债发行滞后拖累, 多数省份政府性基金预算支出同比有所下降, 仅浙江、上海、湖北、重庆和陕西5个省份实现正增长。

由于上年同期疫情平稳后财政收入基数抬高, 预计下半年财政收入增幅将逐步回落, 全年财政收入或将呈现“前高后稳”运行态势。财政收入承压的同时刚性支出不减, 各地财政特别是基层财政收支矛盾仍然比较突出, 各地财政紧平衡态势仍存, 需重点关注财源基础薄弱、对中央补贴依赖度高的地区。上半年出台的“双集中”供地政策旨在降低土地市场热度, 未来或将对政府性基金收入产生一定影响。此外, 随着下半年专项债发行加快, 政府基金性支出力度有望同步加大。

### 一、各省一般公共预算情况

2021年上半年我国经济稳定修复, 拉动税收收入较快增长, 财政收入呈现恢复式增长。全国一般公共预算收入11.71万亿元, 同比增长21.80%, 其中地方一般公共预算收入6.25万亿元, 同比增长20.60%, 各地财政收入普遍回升。财政支出方面, 全国一般公共预算支出12.17万亿元, 同比增长4.50%, 其中地方一般公共预算支出10.65万亿元, 同比增长6.40%, 财政支出“压一般、保重点”, 基本民生支出得到较好保障。

#### 一般公共预算收入情况

2021年上半年, 各省一般公共预算收入规模与经济

总量相关性较高,地区差距仍然较大(见图1)。一般公共预算收入规模较高的省份集中在东部地区,中部地区收入规模比较均衡、各省份差距相对较小,东北、西北地区大部分省份收入处于较低水平。上半年广东实现一般公共预算收入7599.57亿元,规模遥遥领先,超过第二的江苏(5647亿元)近2000亿元;浙江、上海和山东排名靠前,一般公共预算收入规模超过4000亿元;中部地区各省一般公共预算收入规模比较均衡,差距相对较小;新疆、黑龙江、吉林、海南、甘肃、宁夏、青海和西藏收入规模均不足800亿元,以上省份除海南外均集中在东北、西北地区。

2021年上半年各省一般公共预算收入均实现正增长,由于上年同期基数较低,近一半地区实现了20%以上的增速;剔除基数效应后,仅黑龙江和西藏一般公共预算收入规模仍未达到2019年同期水平。其中湖北一般公共预算收入同比增速为65.43%,主要是2020年上半年的疫情导致财政收入出现断崖式下滑、同期基数过低所致。

从两年平均增速<sup>1</sup>来看,上半年29个省份两年平均增长为正,整体财政收入恢复情况较好,主要受益于经济稳定修复和大宗商品涨价等因素。其中经济发达的浙江、江苏、山东、福建等东部地区主要是受益于上半年工

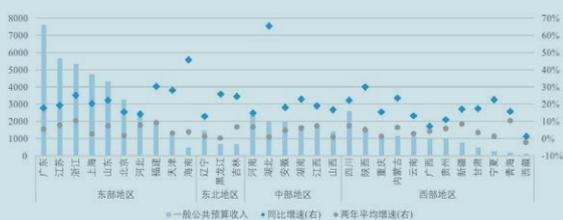
业生产和出口的强势;资源丰富的青海、新疆、江西等省份则受益于国际大宗商品价格攀升,区域企业效益改善明显,带动增值税、企业所得税、资源税等税收收入实现较快增长;东北地区表现较为突出的吉林则是受益于汽车制造业景气度回升,经济增势较好。上半年北京、上海、广东财政收入两年平均增速表现中等,或与局部散发疫情、防控措施严格有关。而黑龙江和西藏一般公共预算收入规模仍未达到2019年同期水平,两年平均增速为负值,其中黑龙江在产业转型升级方面仍有较大挑战,上半年经济表现较为疲软,税收收入增长乏力。

2021年上半年,各省财政收入质量存在分化,超半数省份税收占比在65%~75%之间(见图2)。一般情况下税收占比的水平与经济发展程度匹配程度较高,但也会受到各地的征收非税费用水平、财政收支管理等方面的影响。浙江、北京、上海、江苏、海南、湖北和陕西的税收比重超过80%,财政收入含金量较高,非税收入占比较低,营商环境良好;而经济大省中,广东、山东税收比重不到80%,四川、福建、河南不到70%;河北和贵州最低,仅为61%,财政收入质量相对较差,需要进一步加强财政收支管理,加强收入调度和税费征管,优化营商环境,确保财政收入持续稳定增长。

## 一般公共预算支出情况

2021年上半年,各省一般公共预算支出分化程度与

图1 2021年上半年各省一般公共预算收入情况(单位:亿元、%)



数据来源:各省市市政府、财政厅官网,联合资信整理

图2 2021年上半年各省税收收入占比情况



数据来源:各省市市政府、财政厅官网,联合资信整理

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响,方便财政实际运行情况进行分析判断,文中使用的两年年均复合增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率,下同。

收入情况相比较小，东北和西北地区省份支出规模普遍较低。广东一般公共预算支出规模最大，超过8000亿元，江苏、山东、浙江、河南和四川超过5000亿元，海南、青海、西藏和宁夏一般公共预算支出规模不足1000亿元。

上半年各省一般公共预算支出的修复较为缓慢，14个省份上半年支出规模两年平均增速为负值，未回到2019年同期水平（见图3）。上半年一般公共预算支出修复较慢主要有两方面的原因：一是随着地方政府债务管控加强、项目投资审核趋严，贯彻政府“过紧日子”要求，削减或取消低效无效支出，进一步压减一般性支出；二是上半年经济稳定修复，逆周期调节必要性下降，财政支出增长较慢。其中山西、河北一般公共预算支出两年平均增速最高，在6%左右；贵州一般公共预算支出两年平均增速最低，仅为-12.47%，主要是卫生健康、一般公共服务和基建相关支出较2019年大幅下降。

### 收支差额与财政自给率情况

2021年上半年，多数省份均收不抵支，仅上海实现财政盈余，浙江和天津基本实现收支平衡。中部、西部地区收支缺口较大，东部地区收支缺口较小。河南、四川收支缺口最大，超过3000亿元。收支缺口小于1000亿的省份中，福建、北京、天津、浙江等东部省份财政收支平衡压力相对较小，而西藏、青海和宁夏主要是由于财政

体量较小所致，财政自给率更适合进行各省财政收支平衡情况的横向比较。

上半年大部分省份一般公共预算收支差额同比有所收窄，只有江西、四川、广西、甘肃、贵州和西藏6个省份收支差额进一步扩大，财政收支平衡压力上升（见图4）。

财政自给率超过60%的省份均分布在东部地区，中部地区省份处于40%~60%的区间，财政自给率不足40%的省份集中在东北和西部地区，对中央补贴的依赖度较高（见图5）。其中上海财政自给率最高，超过120%；浙江、北京、天津和广东自给率超过80%，财政自给能力较高；中部地区省份财政自给率处在40%~60%的区间，分化程度相对较小；吉林、黑龙江、贵州、广西等财政自给率不足40%的省份集中在东北和西部地区，地区财政平衡性较差，对中央补贴的依赖度较高；西藏自给率水平最低，仅为11.18%。

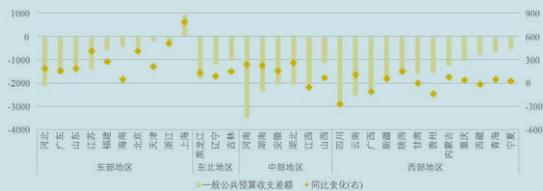
除西藏外，其他省份财政自给率同比均有所上升，主要是收入端改善较快而支出端修复相对缓慢，财政平衡能力较2020年上半年回升；与2019年同期相比，26个省份财政自给率均有所上升，山西、海南、广西、黑龙江、西藏5个省份财政自给率有所下降，其中山西、海南和广西主要是由于收入修复不及支出导致财政自给能力降低，而黑龙江和西藏则主要受收入端不及2019年同期拖累。

图3 2021年上半年各省一般公共预算支出情况（单位：亿元、%）



数据来源：各省市府、财政厅官网，联合资信整理

图4 2021年上半年各省一般公共预算收支差额情况（单位：亿元）



注：同比变化=2021年收支差额-2020年收支差额，由于多数省份收支差额为负值，同比变化为正则说明收支差额缩窄

数据来源：各省市府、财政厅官网，联合资信整理

## 二、各级政府性基金预算情况

2021年上半年,全国政府性基金预算收入3.91万亿元,同比增长24.10%。地方政府性基金预算收入3.71万亿元,同比增长24.10%,其中国有土地使用权出让收入3.44万亿元,同比增长22.40%,主要是2020年同期基数相对较低以及2021年部分城市土地出让价格有所上涨等。全国政府性基金预算支出4.17万亿元,同比下降7.80%。地方政府性基金预算支出4.07万亿元,同比下降8.60%,主要是新增专项债券发行减少,安排的支出相应减少,其中国有土地使用权出让收入相关支出3.29万亿元,同比增长14.1%。

### 政府性基金收入情况

2021年上半年,各区域政府性基金收入规模的分化明显(见图6),东部浙江、广东、山东三省收入规模突出,超过2000亿元;中部地区政府性基金收入规模在1000~2000亿元之间;西部多数省份和东北地区政府性基金收入规模不足1000亿元,相对较低。其中,浙江政府性基金收入最高,超过5000亿元,主要由于杭州、宁波、绍兴、温州等地土地市场成交活跃度高;甘肃、内蒙古和海南政府性基金预算收入规模不足300亿元,土地市场活跃度较低。上半年土地市场呈现“量缩价涨”的特点,在“双集中”供地政策以及楼市调控政策的影响下,房地产

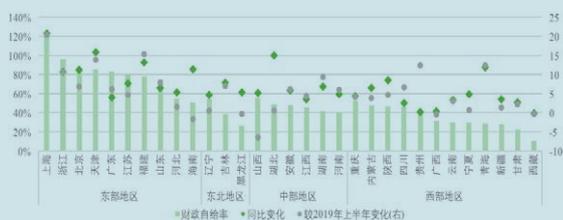
企业资金收紧,为了增加优质土地储备,拿地资金更集中于热点城市,尤其是长三角地区,优质地块竞争激烈、溢价率高,未来土地市场分化程度或将进一步加大。

由于上年同期基数普遍较低,公布数据的25个省份除黑龙江外均实现正增长,13个省份实现20%以上的增速,主要是土地出让金同比高增长带动。政府性基金收入同比增速较低的黑龙、贵州、广西等省份土地出让收入同比有所下降;北京土地出让收入同比增速相对较低主要是由于上年基数效应不明显,2020年上半年北京加快推进土地上市节奏,推动重点项目实施,完成了预算的69.50%,而今年上半年完成年度预算的73.10%,虽然收入同比增速较低,但时间进度有所加快,主要是落实“双集中”供地政策,首批供应土地的相关收入于6月集中入库。

### 政府性基金支出情况

各地政府性基金支出规模分布与收入比较相似(见图7),东部浙江、广东、山东三省支出规模较大,超过3000亿元;中部省份支出规模在1000~2000亿元之间;西部多数省份和东北地区支出规模较小。仅浙江、上海、湖北、重庆和陕西5个省份政府性基金预算支出同比实现正增长,其他省份均不及上年同期水平,主要是在上年同期抗疫特别国债资金、新增专项债券资金等支出规模较大的高基数下,今年逆周期调节必要性下降,专项

图5 2021年上半年各省财政自给率情况(单位: %、百分点)



数据来源:各省市府、财政厅官网,联合资信整理

图6 2021年上半年各省政府性基金收入情况(单位: 亿元、%)



注:江苏、山西、青海、宁夏、西藏和新疆数据尚未公布

数据来源:各省市府、财政厅官网,地方2021年上半年财政预算执行情况报告,联合资信整理

债恢复常态化管理,同时为避免债券资金闲置,上半年中央财政向地方下达新增政府债券额度时间滞后,政府专项债券发行和支出进度有所放缓。

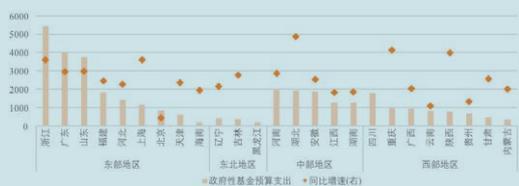
### 三、下半年展望

2021年以来,积极的财政政策突出强化“提质增效、更可持续”,在“稳增长”压力相对较小的情况下,财政政策更加注重精准有效,实施新的结构性减税举措,进一步加大对小微企业和个体工商户税费优惠,激励企业加大研发投入,延续执行企业研发费用加计扣除75%政策,将制造业企业研发费用加计扣除比例提高到100%<sup>2</sup>。下半年将继续保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,加快下半年预算支出和地方政府债券发行进度,聚焦支持实体经济和促进就业,推进重大工程、基本民生项目等重点建设,做好地方政府债务存量风险化解和增量风险防范工作。

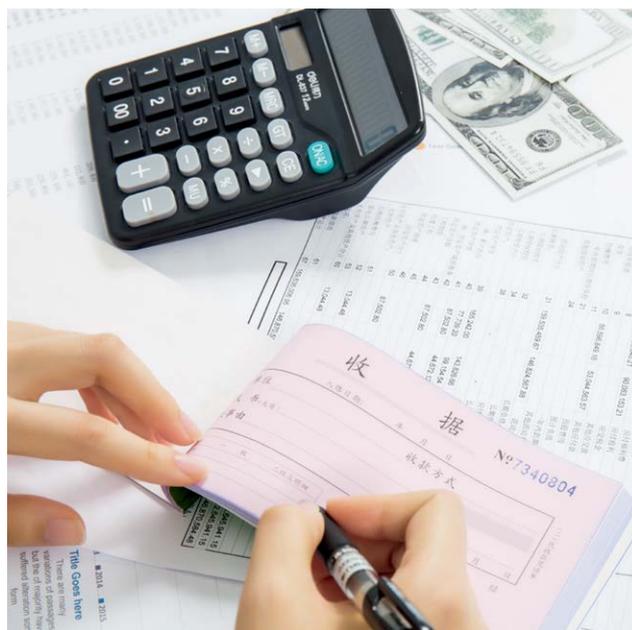
由于2020年下半年疫情平稳后财政收入基数抬高,预计下半年财政收入增幅将逐步回落,全年财政收入或

将呈现“前高后稳”运行态势。在房地产相关政策收紧、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱、消费与接触性服务业恢复仍然疲软等影响下,下半年经济增长面临下行压力;同时,提高企业研发费用加计扣除比例并提前享受新增减税政策的减收效果<sup>3</sup>在今年下半年将有所体现,财政收入承压。另一方面,疫情常态化防控、民生建设、基层“三保”等重点支出需求较大,再加上化解政府隐性债务、清欠中小企业账款等刚性支出,各地财政特别是基层财政收支矛盾仍然比较突出,各地财政紧平衡态势仍存,需重点关注财源基础薄弱、对中央补贴依赖度高的地区。上半年出台的“双集中”供地政策旨在降低土地市场热度,未来或将对政府性基金收入产生较大影响。此外,随着下半年专项债发行加快,政府基金性支出力度有望同步加大。 ▮

图7 2021年上半年各省政府性基金支出情况(单位:亿元、%)



注:江苏、山西、青海、宁夏、西藏和新疆数据尚未公布  
数据来源:各省市政府、财政厅官网,地方2021年上半年财政预算执行情况报告,联合资信整理



<sup>2</sup> 资料来源:《财政部 税务总局关于进一步完善研发费用税前加计扣除政策的公告》(2021年第13号)。

<sup>3</sup> 根据《国家税务总局关于发布〈企业所得税优惠事项办理办法〉的公告》(国家税务总局公告2015年第76号)的规定,研发费用税前加计扣除政策属于汇缴享受优惠项目,当年的研发费用在次年所得税汇算清缴时享受加计扣除优惠。根据《财政部 税务总局关于进一步完善研发费用税前加计扣除政策的公告》(2021年第13号),从2021年1月1日起,企业10月份预缴申报当年第3季度(按季预缴)或9月份(按月预缴)企业所得税时,可以自行选择就当年上半年研发费用享受加计扣除优惠政策。

# 地方政府债务进一步分化, 部分省份降杠杆幅度较大

## ——2021年上半年地方政府债务报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

2021年上半年经济稳定修复, 逆周期调节必要性下降, 新增地方政府债券额度推迟下达, 叠加专项债的监管加强、项目资金审核趋严等因素, 地方政府债务增长放缓。总体来看, 2021年上半年各区域债务主要呈现以下的特点:

**区域债务情况进一步分化。**地方政府债务规模较大的省份主要集中于东部地区, 如山东、江苏、广东、浙江等省, 部分省份增速也较高。截至2021年上半年末, 山东地方政府债券余额超过江苏, 以1.83万亿元位居第一; 江苏由于城投债务规模较大, 广义债务余额达8.74万亿元, 位居各省之首。西北和东北地区政府债务规模和广义政府债务规模均相对较小, 且债务余额增速相对较低, 2021年上半年区域债务分化格局进一步加剧。

**各省广义杠杆率相较(狭义) 杠杆率更加分化, 主要是城投债务规模差异较大所致。**中部地区杠杆率水平相对较低且均衡; 东部、西部地区各省杠杆率分化程度较大, 其中青海杠杆率接近80%, 贵州杠杆率接近60%, 两省广义杠杆率也在110%以上, 另外天津和甘肃的广义杠杆率达到120%左右的水平, 区域债务风险值得关注; 东北地区各省杠杆率在40%左右, 相对较高, 但城投债务规模相对较小, 广义杠杆率相对较低。

**部分负担较重的省份降杠杆力度较大,**贵州、青海、宁夏、天津等省份实现一定幅度的降杠杆, 其中贵州杠杆率下降2.55个百分点至60%以下, 广义杠杆率下降5.28个百分点至124.62%, 广义杠杆率排名升至全国最高; 天



津广义杠杆率大幅下降8.70个百分点至123.85%, 排名下降至第二。

**部分省份广义债务显性化程度提高。**天津、黑龙江、新疆、青海城投占比较上年末下降超过2个百分点, 在不断加大对地方政府隐性债务管理力度的背景下, 广义债务向政府债券倾斜。其中天津、黑龙江和青海在城投有息债务规模下降的同时政府债券增长相对较快, 反映出区域债务的化解更多通过地方政府债券来实现。

未来, 地方政府债务存量风险化解和增量风险防范仍是政策主线, 还需持续关注高杠杆省份地方政府债务风险情况, 特别是天津、贵州、青海和甘肃等地降杠杆情况。

## 一、我国地方政府总体债务情况

在经历2020年为对冲疫情的阶段性宽松后，2021年上半年地方政府债务增长放缓，地方政府债券发行缓慢。截至2021年6月末，全国地方政府债务余额27.58万亿元，同比增速下降至14.18%（见图1）。上半年新增地方政府债券累计发行1.48万亿，仅占下达新增限额的34.68%，其中新增专项债发行仅占下达新增限额的29.25%（见图2），而2019年和2020年上半年发行进度均超过60%，相比之下今年发行节奏明显偏慢，一方面是2020年为对冲疫情，专项债发行额度大幅提高，仍存在部分资金闲置，财政资金较为充裕，一定程度上降低了地方政府发债需求；另一方面是由于2021年上半年经济稳定修复，逆周期调节必要性下降，新增地方政府债券额度推迟下达，叠加专项债的监管加强、项目资金审核趋严，导致上半年地方政府债券发行较慢。

截至2021年6月末，全国地方政府广义债务<sup>2</sup>规模达到67.88万亿元，同比增速从上年末的16.94%下降至

13.74%。地方政府广义债务结构方面，2021年上半年末全国城投企业有息债务占政府广义债务余额总和的比重（以下简称“城投占比”）为59.68%，与上年末基本持平，城投有息债务规模与地方政府债券余额增长同步放缓。

2021年上半年我国地方政府杠杆率有所下降，由2020年末的25.26%降低至2021年上半年末的25.23%。地方政府杠杆率先降后升，二季度地方政府杠杆率有所回升，与新增专项债发行于4月开始加速有关。广义杠杆率有所上升，由2020年末的62.17%上升至2021年上半年末的62.28%。

## 二、地方政府债务情况

### 地方政府债券余额情况

截至2021年上半年末，各区域地方政府债券余额规模分化明显，东部和西南地区地方政府债券余额较高，均值超过1万亿；中部、东北地区地方政府债券余额均值分别为9467.26亿元、7170.11亿元；西北地区地方政府

图1 地方政府债务余额情况(单位:万亿元、%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 新增专项债发行进度



数据来源: Wind, 联合资信整理

<sup>1</sup> 财政部下达2021年新增地方债限额为4.27万亿，其中新增一般债限额0.80万亿，新增专项债限额3.47万亿。

<sup>2</sup> 由于地方政府隐性债务数据不便获取，本文采用政府债券余额与城投有息债务之和作为政府广义债务，尽可能作为最大口径的政府债务加以测算。样本选取方面，以2020年末有存续债的城投企业为样本，剔除有母公司发债的子公司及未披露2021年半年报数据的企业后，得到城投企业样本1782家，根据其所属省份分别计算各省城投企业有息债务规模。

债券余额最低，均值仅不到5000亿元（见图3）。具体来看，截至2021年上半年末，东部地区的山东、江苏、广东和浙江四省地方政府债券余额超过1.50万亿，其中山东地方政府债券余额超过江苏，以1.83万亿元位居第一；海南、山西、甘肃、青海、宁夏和西藏6个省份地方政府债券余额不到5000亿元。

债务余额增长方面，上半年除了上海没有发行地方债、债务余额较上年末下降之外，其他省份均有不同程度的增长。上半年西藏由于基数较小，债券余额增长最快；新疆、黑龙江、福建增长超过12%，或是上半年这三省地方债发行节奏较快带动；山东、广东、四川在债务规模较大的基础上仍然达到了10%以上的增长；宁夏、贵州、海南地方政府债券余额增长不到2%。

### 地方政府广义债务余额情况

各省政府广义债务规模较政府债务差异更大，东部地区广义债务余额均值超过3万亿，西南和中部地区在2.4万亿左右，东北和西北地区广义债务规模较小，均值不到1万亿。截至2021年上半年末，江苏政府广义债务规模仍位居首位，超过8万亿，比规模排名第二的浙江高出近3万亿，主要是江苏城投企业众多，有息债务规模接近7万亿，远远超过其他省份；浙江、山东政府广义债务规模超过4万亿；内蒙古、山西、黑龙江等7个省份政府广义债务余额不到1万亿（见图4）。

地方政府广义债务增长方面，浙江、广东等头部省份在广义债务规模较大的基础上仍然较快增长；四川、

广西、江西、安徽、甘肃广义债务增长10%左右，城投债务和政府债券均增长较快；而新疆、黑龙江、西藏等省份广义债务增长较快主要是地方政府债券增长带动；天津、贵州、青海、宁夏等省份广义债务增长不到2%，其中天津和青海主要是城投有息债务规模收缩所致。

从地方政府广义债务结构上看（见图5），截至2021年上半年末，中部、西南和东部地区平均城投有息债务占比超过50%，西北和东北地区城投占比较低。上半年中部和西南地区各省份城投占比变化不大，变动基本在1个百分点内；东部地区各省份城投占比变化差异较大；西北和东北地区多数省份城投占比有所下降。具体看，上海城投占比大幅上升主要是上半年没有发行地方政府债券所致；江苏、浙江城投占比超过70%且上半年进一步上升；天津、黑龙江、新疆、青海和西藏城投占比较上年末下降超过2个百分点，政府广义债务向政府债券倾斜。其中天津、黑龙江和青海在城投有息债务规模下降的同时政府债券增长相对较快，反映出区域债务的化解更多借助地方政府债券来实现。

图3 2021年上半年末各省地方政府债券余额情况（单位：万亿元、%）



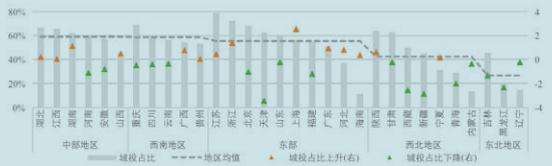
数据来源：Wind，联合资信整理

图4 2021年上半年末各省政府广义债务余额情况（单位：万亿元、%）



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 2021年上半年末各省城投有息债务占比情况（单位：%、百分点）



数据来源：Wind，联合资信整理

### 三、地方政府杠杆率情况

#### 地方政府杠杆率

截至2021年上半年末，各省地方政府杠杆率<sup>3</sup>分化明显（见图6），西北、东北和西南地区杠杆率普遍较高，均值处在40%左右的水平；东部和中部地区杠杆率较低，均值在24%左右。其中，青海的杠杆率最高（79.48%），超过60%的警戒线<sup>4</sup>，反映出债务规模与经济体量的不匹配；贵州杠杆率（58.69%）略低于警戒线；其他省份杠杆率均在50%以下，除天津和海南以外的东部、中部地区省份杠杆率均不到30%，地方经济对债务的承担能力较好。

截至2021年上半年末，13个省份杠杆率较上年末有所下降，18个省份杠杆率有所上升，东北三省和西南地区多数省份均有所上升。各省杠杆率的变化主要由分子端债务增长驱动，地方政府债券余额增长较快的省份杠杆率均有所提升。具体来看，贵州、宁夏、海南和内蒙古杠杆率明显下降，其中贵州下降2.55个百分点至60%以下；而新疆、黑龙江、西藏杠杆率上升超过2个百分点。

#### 广义杠杆率

截至2021年上半年末，西南、西北地区广义杠杆率较

高，均值分别为88.69%、78.67%；中部、东部和东北地区广义杠杆率较低，均值在60%左右；但东部地区内部分化明显，杠杆较高的天津和杠杆较低的上海、广东相差较大；而中部地区内各省份差距相对较小。其中，贵州和天津的广义杠杆率<sup>5</sup>最高，超过120%；青海、甘肃广义杠杆率也超过110%；其他省份均在90%以下（见图7）。

与2020年末相比，19个省份广义杠杆率有所上升，12个省份有所下降。天津、贵州、青海、宁夏、海南和湖北广义杠杆率下降超过3个百分点，其中高杠杆的天津、贵州、青海和宁夏主要是债务端增长较慢从而实现了较大程度的去杠杆；而湖北和海南则主要是分母GDP提升的带动，广义杠杆率常态化回归。另一方面，广义杠杆率较高的甘肃、新疆上半年增长超过2个百分点，区域对广义债务的负担能力进一步下降。

### 四、总结

2021年上半年，我国经济稳定修复，逆周期调节必要性下降，新增地方政府债券额度推迟下达，叠加专项债的监管加强、项目资金审核趋严等因素，地方政府债务增长放缓。总体来看，2021年上半年各区域债务情况主要呈现以下的特点（见表1）：

图6 2021年上半年末各省杠杆率情况（单位：%、百分点）



数据来源：Wind，联合资信整理

图7 2021年上半年末各省广义杠杆率情况（单位：%、百分点）



数据来源：Wind，联合资信整理

<sup>3</sup> 财地方政府杠杆率为地方政府债券余额 / 该省4个季度滚动GDP之和。

<sup>4</sup> 参考欧盟《马斯特里赫特条约》规定，国际普遍使用的警戒线为60%。

<sup>5</sup> 地方政府广义杠杆率为地方政府广义债务余额 / 该省4个季度滚动GDP之和。

区域债务情况进一步分化。地方政府债务规模较大的省份主要集中于东部地区,如山东、江苏、广东、浙江等省,债务余额增速均在6%以上,截至2021年上半年末,山东地方政府债券余额超过江苏,以1.83万亿元位居第一;江苏由于城投债务规模较大,广义债务余额达8.74万亿元,位居各省之首。西北和东北地区政府债务规

模和广义政府债务规模均相对较小,且债务余额增速相对较低,2021年上半年区域债务分化格局进一步加剧。

各省广义杠杆率相较(狭义)杠杆率更加分化,主要是城投债务规模差异较大所致。中部地区杠杆率水平相对较低且均衡;东部、西部地区各省杠杆率分化程度较大,其中青海杠杆率接近80%,贵州杠杆率接近60%,

表1 2021年上半年各省债务及杠杆率情况

省份	政府债券余额 (万亿元)	政府债券 余额增长	广义债务余额 (万亿元)	广义债务 余额增长	杠杆率	杠杆率变化 (百分点)	广义杠杆率	广义杠杆率变化 (百分点)	
西南地区	贵州	1.11	1.70%	2.36	1.80%	58.69%	-2.55	124.62%	-5.28
	云南	1.02	6.68%	2.33	5.79%	38.85%	0.04	88.98%	-0.65
	重庆	0.73	8.92%	2.36	7.29%	27.43%	0.54	88.31%	0.43
	广西	0.80	7.43%	1.77	9.30%	33.83%	0.09	74.36%	1.47
	四川	1.42	11.71%	3.47	10.57%	27.38%	1.30	67.18%	2.54
西北地区	甘肃	0.42	10.21%	1.14	9.57%	43.74%	1.21	117.78%	2.58
	青海	0.25	4.86%	0.35	1.89%	79.48%	-0.52	111.65%	-4.00
	新疆	0.70	15.24%	1.27	9.27%	47.53%	3.55	86.60%	2.09
	陕西	0.75	3.16%	2.06	4.89%	26.90%	-0.92	73.93%	-1.26
	宁夏	0.19	0.78%	0.27	1.03%	44.30%	-2.63	64.91%	-3.68
	内蒙古	0.85	3.70%	0.98	3.26%	45.48%	-1.91	52.37%	-2.44
中部地区	西藏	0.04	17.60%	0.09	11.69%	21.82%	2.41	43.47%	2.76
	江西	0.79	10.55%	2.30	10.66%	28.10%	0.42	82.06%	1.30
	湖南	1.22	3.76%	3.23	6.81%	27.45%	-0.68	72.68%	0.34
	湖北	1.05	4.74%	3.11	5.54%	21.48%	-1.53	63.86%	-4.03
	安徽	1.06	11.90%	2.48	9.83%	25.49%	0.93	59.52%	1.09
	河南	1.09	11.37%	2.66	8.34%	18.61%	0.89	45.59%	0.97
东部地区	山西	0.48	5.09%	0.83	5.99%	24.68%	-1.18	42.51%	-1.65
	天津	0.70	10.13%	1.87	0.07%	46.41%	1.28	123.85%	-8.70
	浙江	1.56	6.44%	5.63	11.88%	22.21%	-0.42	80.34%	2.45
	江苏	1.82	6.08%	8.74	8.44%	16.36%	-0.34	78.61%	0.13
	山东	1.83	10.58%	4.49	9.95%	23.15%	0.53	56.85%	0.99
	北京	0.67	10.02%	2.07	6.52%	17.01%	0.25	53.03%	-0.92
	海南	0.26	1.73%	0.29	2.16%	43.13%	-3.12	48.59%	-3.30
	河北	1.15	5.39%	1.82	6.79%	29.72%	-0.31	47.25%	0.13
	福建	0.93	12.40%	2.06	9.45%	19.87%	0.98	43.95%	1.04
	上海	0.67	-2.11%	1.54	3.61%	16.24%	-1.53	37.13%	-1.25
东北地区	广东	1.67	10.34%	3.36	12.43%	14.06%	0.40	28.32%	1.31
	吉林	0.55	6.46%	1.00	3.85%	42.25%	0.50	77.49%	-1.02
	黑龙江	0.62	12.42%	0.78	9.17%	43.23%	2.70	54.22%	1.87
	辽宁	0.98	7.28%	1.15	6.99%	36.80%	0.44	43.18%	0.40

注:各地区省份按照广义杠杆率由高到低排序,增速或变化值为较上年末比较的结果  
数据来源:Wind,联合资信整理

两省广义杠杆率也在110%以上,另外天津和甘肃的广义杠杆率也在120%左右的水平,区域债务风险值得关注;东北地区各省杠杆率在40%左右,相对较高,但城投债务规模相对较小,广义杠杆率相对较低。

部分负担较重的省份降杠杆力度较大,贵州、青海、宁夏、天津等省份实现一定幅度的降杠杆,其中贵州杠杆率下降2.55个百分点至60%以下,广义杠杆率也下降了5.28个百分点至124.62%,广义杠杆率排名升至全国最高;天津广义杠杆率大幅下降8.70个百分点至123.85%,排名下降至第二。

部分省份广义债务显性化程度提高。天津、黑龙江、新疆、青海城投占比较上年末下降超过2个百分点,在不断加大对地方政府隐性债务管理力度的背景下,广义债务向政府债券倾斜。其中天津、黑龙江和青海

在城投有息债务规模下降的同时政府债券增长相对较快,反映出区域债务的化解更多通过地方政府债券来实现。

由于2021年上半年杠杆率的变化会受到各地地方政府债券发行进度的影响,用2021年上半年各地政府债券新增量与2020年全年新增量的比值代表各地的发行进度来看,辽宁、福建、新疆、黑龙江上半年发行进度较快,政府杠杆率和广义杠杆率均有所提升,下半年杠杆率上升空间可能相对有限;而发行进度较慢的上海、海南、宁夏、贵州等省份随着地方债发行加速,下半年政府杠杆率或将有较为明显的提升。未来,地方政府债务存量风险化解和增量风险防范仍是政策主线,还需持续关注高杠杆省份区域债务风险情况,特别是天津、贵州、青海和甘肃等地降杠杆情况。■



# 经济继续稳定修复, 消费拖累经济增长

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

## 一、宏观经济运行回顾

2021年上半年, 我国经济稳定修复, 结构有所改善但仍未实现根本性的好转, 消费拉动弱于疫情前水平是GDP增速的主要制约。上半年工业生产较快增长, 工业增加值两年平均增速<sup>1</sup>高于近几年同期水平, 由于碳达峰工作的推进以及环保限产措施的实施, 钢铁、有色和水泥等部分行业产能扩张空间有限。服务业与疫情前水平仍有一定差距, 主要受局部性疫情影响, 住宿和餐饮、租赁和商务服务业拖累明显。

需求方面, 上半年固定投资持续修复, 其中房地产投资是固定投资的主要支撑、但出现边际减弱的趋势, 基建低位运行, 制造业投资加速修复; 消费市场温和复苏, 与疫情前水平仍有一定差距, 餐饮等接触型消费受疫情反复影响仍处于收缩区间, 受缺芯等影响二季度以来汽车销售增速有所放缓, 尤其是6月增速回落显著, 消费市场复苏基础仍有待加强; 上半年进出口规模创历史同期最高水平, 海外产需缺口支撑出口增长, 国际大宗商品涨价、人民币升值等多重因素使得进口金额快速增长。

### 经济稳定修复, 消费拉动仍弱于疫情前水平

**经济稳定修复。**2021年上半年, 我国国内生产总值53.22万亿元, 不变价累计同比增长12.70%, 两年平均增

长5.31%, 较一季度加快0.31个百分点, 低于2019年上半年水平。消费拉动弱于疫情前水平是GDP增速的主要制约: 从两年平均来看, 上半年消费虽然是拉动经济增长的主引擎, 但对GDP的拉动仍低于疫情前水平, 是上半年GDP两年平均增速不及2019年同期的主要原因。从环比来看, 二季度环比增长1.30%, 较一季度明显加快, 与2019年水平相近, 二季度经济平稳修复。

### 工业生产稳中加固, 第三产业仍是经济修复的主要拖累

从三大产业来看, 第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看(见表1), 上半年第一、二产业增加值两年平均增速<sup>2</sup>已经高于疫情前2019年上半年的水平, 恢复情况良好; 而第三产业仍未回到疫情前水平, 且恢复空间仍然较大, 主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

工业方面, 2021年上半年, 全国规模以上工业增加值同比增长15.90%, 两年平均增长6.95%, 较一季度加快0.16个百分点, 高于疫情前同期水平, 月度环比保持在

表1 三大产业增加值同比增速(单位: %)

产业	2021年上半年	两年平均增速	2019年上半年
第一产业	7.80	4.29	3.10
第二产业	14.80	6.12	5.00
第三产业	11.80	4.89	7.20

数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

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

<sup>2</sup> 三大产业增加值增速均为不变价增速, 下同。

0.50%~0.70%之间, 工业生产稳中加固。工业企业产能利用率处于高位。一、二季度全国工业产能利用率均处于2013年以来同期较高水平, 企业设备闲置的成本压力有所缓解。

分三大门类看, 制造业工业增加值增长最快, 两年平均增长超过疫情前正常水平, 继续发挥支撑工业稳定增长的重要作用; 采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业(公共事业) 两年平均增长低于疫情前正常水平。

从主要行业工业增加值两年平均增速来看(见图1), 医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业以及汽车制造业较2019年同期有较大提升, 主要是出口带动; 而黑色、有色金属冶炼及延压加工业和非金属矿物制品业较2019年下降较大, 或是由于我国碳达峰工作的推进以及环保限产措施的实施, 钢铁、有色和水泥行业产能扩展空间有限。

服务业与疫情前水平仍有一定差距。上半年第三产业增加值累计同比增长11.80%, 两年平均增长4.89%, 低于2019年同期水平, 虽较一季度有所加快, 但仍有较大的向上修复空间。主要行业增加值两年平均增速方面, 仅交通运输、仓储和邮政以及房地产两个行业恢复至疫情前水平, 住宿和餐饮、租赁和商务服务业拖累明显, 两年平均增速仍处于负值区间。

### 投资持续恢复, 制造业投资增长加速

固定资产投资继续修复。2021年上半年, 全国固定

资产投资(不含农户) 25.59万亿元, 同比增长12.60%, 6月份环比增长0.35%; 两年平均增长4.40%, 比一季度加快1.50个百分点, 低于疫情前2019年上半年水平。

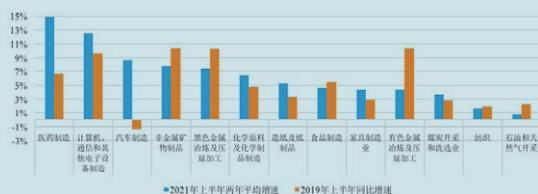
上半年投资三大领域依旧呈现“房地产>基建>制造业”的格局, 三大领域两年平均增长均未达到疫情前水平。其中上半年房地产开发投资是固定投资的主要支撑, 但出现边际减弱的趋势, “三条红线”“限贷令”以及部分地区出台的限售、限贷政策效果开始显现; 上半年基建投资低位运行, 主要是受到上半年专项债推迟发行、财政资金支出缓慢的影响; 上半年制造业投资两年平均增速逐月提升态势明显, 在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下, 制造业投资加速修复。

### 消费市场温和复苏, 餐饮收入修复仍不稳定

2021年上半年, 我国社会消费品零售总额21.19万亿元, 同比增长23.00%, 两年平均增速4.39%, 较一季度小幅加快, 与疫情前水平仍有一定差距, 在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。

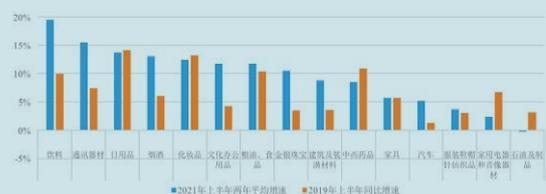
中低端商品零售和接触性服务是消费的主要拖累, 消费市场复苏基础仍需加强。从两年平均增速来看, 商品零售与餐饮收入均未恢复到疫情前水平。其中商品零售与疫情前差距主要体现在限额以下的部分, 限额以下商品零售两年平均增速显著低于疫情前水平。限额以上商品零售修复较好, 多数商品零售额两年平均增速超过2019年同期水平(见图2), 其中石油及制

图1 主要行业上半年工业增加值增长情况



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图2 上半年限额以上商品零售额增速情况



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

品主要是由于价格因素拖累两年平均增速为负；汽车销售上半年整体情况较好，但近几个月受芯片供应短缺以及排放标准升级切换期等影响，二季度以来汽车销售增速有所放缓，尤其是6月增速回落显著。餐饮收入受局部疫情影响仍处于收缩区间，较疫情前水平差距仍然较大。

### 海外产需缺口支撑出口增长，进出口规模创新高

2021年上半年，我国货物贸易进出口总值2.79万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口1.52万亿美元，增长38.60%；进口1.27万亿美元，增长36.00%；贸易顺差2515.20亿美元。

海外产需缺口支撑我国出口增长。2021年上半年主要经济体PMI显著上升，全球经济恢复态势良好，海外需求旺盛但产需依然存在较大缺口使得我国出口维持高景气度。但海运领域出现的集装箱运力紧张、运价高涨问题对出口产生一定的负面影响。从主要出口产品对整体出口同比增速的拉动来看（见图3），自动数据处理设备及其零部件、家用电器和服装及衣着附件对出口增速的拉动较高；纺织纱线、织物及制品从上年同期的主要拉动转变为主要拖累。主要出口商品拉动格局的变化反映出随着疫情影响逐渐减弱，今年上半年以计算机、家用电器、手机等“宅经济”耐用消费品代替防疫物资，成为拉动出口增长的重要动力。

国际大宗商品涨价、人民币升值等多重因素使得进口金额快速增长。主要进口商品方面（见图4），上游铁

矿砂及其精矿、原油和未锻造的铜及铜材以及钢材进口金额增长主要由价格大幅增长拉动；煤及褐煤由于价格暴涨抑制了进口数量，使得进口金额同比为负；集成电路和汽车呈现量价齐升、数量增速更高的特点。此外，年初以来人民币汇率三大指数同步提升，人民币升值一定程度上也对扩大进口产生了积极作用。

### 上半年CPI温和上涨，PPI涨幅高位回落

**CPI温和上涨。**2021年上半年，全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.50%，处于近年来比较低的水平，整体呈现先升后降的趋势。具体来看，食品价格略有下降，主要是猪肉价格大幅下降拉动；非食品价格有所上涨，汽油等能源相关价格上涨较多。此外，服务价格同比逐月回升，其中，机票、酒店住宿等出行旅游类服务价格回升尤为明显。

**PPI高位回落。**2021年上半年，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨5.1%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5月当月同比涨幅逐月走高至9.00%；6月涨幅小幅回落至8.80%。从行业来看，受输入性因素影响，与进口大宗商品关联程度较高的煤炭、石油、钢材、有色金属等三黑一色行业价格同比上涨较多，在一定程度上挤压了中下游企业的利润空间。6月国内大宗商品保供稳价政策效果初步显现，市场供求关系趋于改善，工业品价格涨势有所趋缓。受原材料保供稳价政策影响，钢材、有色金属等行业价格过

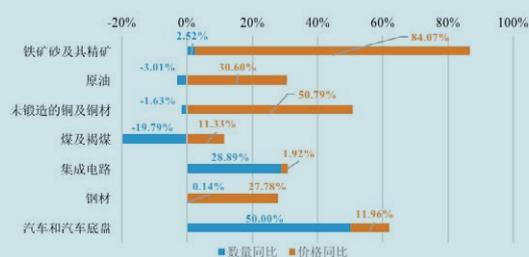
图3 上半年主要出口产品对整体出口同比增速的拉动



注：由于口径问题，图中自动数据处理设备及其零部件、家用电器、手机和通用机械设备仅有2021年数据

数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图4 上半年主要进口商品数量与价格累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

快上涨势头得到初步遏制，价格略有下降。高温天气导致动力煤需求较旺，但在增产增供措施的影响下，煤炭开采和洗选业价格涨幅有所回落。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大。

### 社融存量增速回落，信贷需求旺盛

2021年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势，截至6月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在11.00%（见图5）。上半年新增社融17.74万亿元，虽同比少增3.09万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。其中6月新增社融规模3.67万亿元，创历史同期最高水平，6月新增人民币贷款依旧是主力支撑，表外融资规模持续压降。

从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，新增人民币贷款创历史同期最高。企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项，其中企业债券净融资同比少增1.84万亿元，除上年高基数影响之外，上半年企业债券发行利率较上年同期显著升高、4月底出台政策加强公司债信息披露要求和限制发行规模以及募集用途等因素可能也对企业发债产生一定抑制作用；政府债券净融资同比少增1.35万亿元，主要是上年同期政府债券发行放量的高基数效应以及今年地方债发行推迟导致。

上半年M1同比增速持续回落，M2同比增速先降后升。二季度以来M2-M1剪刀差继续走阔（见图6），主要是于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金

流压力，使得M1增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增5015亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累M2的增长。

### 制造业生产扩张整体稳定，非制造业景气度下行

2021年上半年制造业PMI运行在51%左右，制造业生产扩张整体稳定。6月制造业PMI微降0.10个百分点至50.90%（见图7），制造业景气有所回落。生产指数较上月回落，但仍位于荣枯线以上，主要是近期部分企业生产活动受到芯片、煤炭、电力供应紧张以及设备检修等因素影响，生产扩张有所放缓；新订单指数也位于荣枯线以上，且较上月小幅上升0.2个百分点，反映出市场需求保持增长。

2021年上半年非制造业商务活动指数呈现下行趋势，整体均处于荣枯线以上（见图8）。6月非制造业商务活动指数为53.50%，低于上月1.70个百分点，非制造业

图5 社融增量结构和存量增速 (单位: 万亿、%)



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图6 M1、M2同比增速



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图7 制造业PMI



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理



扩张力度有所减弱。其中，服务业商务活动指数高位回落，但仍位于扩张区间，主要是受局部地区疫情反复等因素的短期影响；建筑业在高位景气区间平稳运行。

### 外汇储备规模基本稳定，人民币较为坚挺

截至2021年6月末，我国外汇储备规模为3.21万亿美元，较5月末小幅下降78亿美元，外汇储备规模保持基本稳定。2021年上半年美元兑人民币经历了“贬值—升值—贬值”的波动，5月31日央行宣布上调外汇存款准备金率后，6月人民币兑美元扭转了二季度以来的升值趋势，但人民币三大汇率指数上半年一直处于升值的趋势，表明人民币较为坚挺，主要是由于我国疫情相对较为稳定，经济增长领先其他经济体，风险相对较小。

图8 非制造业商务活动指数



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

### 就业形势不断改善

2021年上半年就业形势总体不断改善。一季度受春节因素和部分地区散发疫情的影响，各月调查失业率相对较高，二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，调查失业率连续下降至6月的5.00%，低于上年同期0.70个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为5.20%，低于5.50%左右的政府预期目标。

## 二、宏观政策聚焦

2021年以来，积极的财政政策突出强化“提质增效、更可持续”，在“稳增长”压力较小的情况下，财政政策更加注重精准有效，财政部下发文件，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”，进一步提高了专项债的发行门槛，下半年将继续聚焦支持实体经济和促进就业，用好地方政府专项债等资金，推进重大工程、基本民生项目等重点建设。货币政策方面，上半年坚持稳健的货币政策，保持灵活精准、合理适度，稳字当头，下半年货币政策还是以“稳”为主，更加注重支持中小微企业、劳动密集型行业。汇率方面，预计下半年将继续“保持人民币汇率在合理水平上波动”的政策。2021年以来中央层面出台多项政策推动实现“碳中和”目标，预计下半年政策或将逐步落地。

## 三、2021年下半年经济前瞻

## 经济继续稳健增长，增长重心回归内需

2021年上半年经济稳定修复，工业生产、出口表现

强势，局部性疫情对服务业影响较大。未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响将进一步减弱，服务业仍有较大的恢复空间，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，2021年经济

表2 2021年上半年中央主要政策

	时间	部门/文件名称	主要内容
货币 政策	2021/7/9	央行	决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。
	2021/5/31	央行	自2021年6月15日起,上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点,即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。
	2021/5/25	货币政策委员会二季度例会	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,把握好政策时度效,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定;健全市场化利率形成和传导机制,完善央行政策利率体系,优化存款利率监管,调整存款利率自律上限确定方式:由原来的按照存款基准利率倍数确定的利率上限改为在存款基准利率基础上加点确定。
	2021/5/21	金融稳定发展委员会会议	金融系统要坚持大局意识,坚持稳字当头,科学精准实施宏观调控,把握好度,不搞急转弯。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,继续实施直达实体经济的政策工具,重点围绕服务好实体经济,稳企业保就业。
	2021/4/1	央行等五部委	进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策,实施期限至2021年底。
	2021/3/24	货币政策委员会一季度例会	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,把握好政策时度效,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。较之前的表述删除了“不急转弯”这样的表述。
	2021/3/12	《政府工作报告》	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配,保持流动性合理充裕,保持宏观杠杆率基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定;多渠道增加居民收入,加快电商、快递进农村,扩大县乡消费,稳定增加汽车、家电等大宗消费,发展健康、文化、旅游、体育等服务消费。
财政 政策	2021/6/28	《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》	通过事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等环节,推动提升债券资金配置效率和使用效益;对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”。
	2021/6/3	财政部	财政部下达2021年新增地方政府债务限额42676亿元。其中,一般债务限额8000亿元,专项债务限额34676亿元。
	2021/5/26	国常会议	进一步落实“六稳”“六保”政策,保持必要支持力度。落实落细减税降费措施。
	2021/4/30	政治局会议	积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。
	2021/3/12	《政府工作报告》	积极的财政政策要提质增效、更可持续,广义赤字来看,2021年赤字率拟按3.2%左右安排,地方政府专项债券拟安排3.65万亿元,不再发行抗疫特别国债,建立常态化财政资金直达机制并扩大范围。
	2021/3/6	《2020年中国财政政策执行情况报告》	将精准有效实施积极的财政政策,推动经济运行保持在合理区间,进一步完善并抓好直达机制落实,扩大中央财政直达资金范围,提高直达资金管理水平和;2021年积极的财政政策将在扩大内需、科技创新、保障民生、乡村振兴和绿色发展等领域持续发力。
2021/2/3	《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》	启动中央财政支持“专精特新”中小企业高质量发展政策。在“十四五”期间,中央财政将通过中小企业发展专项资金累计安排100亿元以上奖补资金。	
碳中和	2021/5/27	《银行业金融机构绿色金融评价方案》	方案将于2021年7月1日开始实施。绿色金融评价工作将每季度开展一次,人民银行将依据定量和定性两类评价指标对上述银行进行考核;绿色信贷、绿色债券正式被纳入业务评价体系。
	2021/3/13	“十四五”规划	在建设现代化基础设施体系、深入实施制造强国战略等多个方面提出绿色发展,产业布局优化和结构调整,力争实现碳达峰、碳中和目标。
	2021/3/12	《政府工作报告》	2021年要降低单位GDP的能耗3%的年度目标;要不断优化产业结构和能源结构,大力发展新能源,在确保安全的前提下积极有序发展核电。
	2021/2/26	中国水泥协会调研座谈	立足国家碳达峰碳中和目标,深入研究行业碳排放现状与问题,明确碳达峰路线图,分阶段提出达峰任务目标及相应技术、政策措施,积极探索碳中和实现路径,进一步提升行业绿色竞争力。
	2021/2/25	生态环境部例行新闻发布会	制定十四五空气质量全面改善行动计划;严格控制增量,落实产能置换要求;较强存量治理,坚持增气减煤同步、推动电代煤。
2021/1/13	《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	加快推进应对气候变化与生态环境保护相关职能协同、工作协同和机制协同,加强源头治理、系统治理、整体治理,以更大力度推进应对气候变化工作,实现减污降碳协同效应,为实现碳达峰目标与碳中和愿景提供支撑保障。	

	2021/6/9	座谈会	提出要密切跟踪大宗商品价格走势, 切实做好价格预测预警工作, 进一步了解相关市场主体经营情况, 摸排违法违规涨价线索, 配合相关部门进一步加强期现货市场联动监管, 规范价格行为, 维护市场秩序。
	2021/5/31	中央政治局会议	进一步优化生育政策, 实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。
	2021/5/23	国家发展改革委等5部门约谈会	有关重点企业要提高站位, 树立大局意识, 促进上下游行业协调发展, 维护行业良好生态; 要强化法律意识, 依法合规有序经营, 带头维护大宗商品市场价格秩序, 不得相互串通操纵市场价格、捏造散播涨价信息, 不得囤积居奇、哄抬价格。
	2021/5/19	国常会议	部署做好大宗商品保供稳价工作, 落实提高部分钢铁产品出口关税、对生铁及废钢等实行零进口暂定税率、取消部分钢铁产品出口退税等政策, 促进增加国内市场供应; 加强大宗商品进出口和储备调节; 着力调结构, 抑制高耗能项目。
其他	2021/3/26	《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	要求银行业金融机构从贷前、贷中、贷后管理三个环节着手, 强化审慎合规经营, 严防经营用途贷款违规流入房地产领域。
	2021/3/22	《加快培育新型消费实施方案》	开展车联网电信业务商用试验, 加快全国优势地区车联网先导区建设, 探索车联网产业发展和规模部署。
	2021/2/18	自然资源部	土地市场动态监测与监管系统要求“22个重点城市”实现“两集中”, 2021年发布住宅用地公告不能超过三次; 截至6月底, 有22个城市完成首批土地集中供给。
	2021/1/5	《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》	释放汽车消费潜力, 鼓励有关城市优化限购措施, 增加号牌指标投放。开展新一轮汽车下乡和以旧换新, 鼓励有条件的地区对农村居民购买3.5吨及以下货车、1.6升及以下排量乘用车, 对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车, 给予补贴。

数据来源: 政府网站, 联合资信整理

增速或将达到8.50%左右, 经济增长重心回归内需。

具体来看, 未来随着疫情逐渐稳定, 服务业及居民消费支出将继续修复, 缺芯情况逐步缓解将推动汽车销售好转, 消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中, 受调控政策影响, 下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势; 受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降, 基建投资未来扩张空间有限, 预计基建投资保持低速增长; 在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下, 制造业投资增速有望进一步加快, 成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等影响下, 下半年出口承压, 同比增速或将放缓。

### CPI温和上涨, PPI短期维持相对高位

CPI方面, 预计年内CPI整体温和上涨。食品方面, 夏粮丰收使得粮食价格有望继续保持稳定; 猪肉价格在中央和地方启动猪肉储备收储工作下有一定的支撑, 猪肉价格有望保持稳定态势。食品价格在粮食丰收、猪肉价格保持稳定的情况下, 总体上涨压力不大。服务价格

方面, 今年上半年服务价格持续受到局部疫情反复的影响, 目前处于近年来的低位。随着疫苗接种范围不断扩大, 疫情影响不断减弱, 餐饮、住宿、旅游的等服务消费需求持续恢复, 居民服务性消费支出不断改善, 服务价格或将小幅回升。

PPI方面, 6月国内大宗商品保供稳价政策效果已经初步显现, 市场供求关系趋于改善, 工业品价格涨势有所趋缓, 但国际大宗商品价格仍有韧性, 短期内或将维持相对高位。后续随着基数效应逐步消退和全球供给恢复带来的输入性影响减弱, PPI或将从高位回落。此外, 我国大宗商品对外依存度较高, 进口价格上涨增加生产成本, 可能会对企业利润空间造成压力, 需要重点关注生产端修复情况与国际大宗商品等价格变化。

### 信用环境优化, 但房地产等领域的结构性紧缩或将持续

上半年社融存量增速持续下行, 与我们此前预期保持一致。下半年随着全面降准、加强对中小微和制造业企业的政策支持以及政府债券发行加速, 社融增速整体有望企稳后小幅回升, 不排除个别月份出现波动。部分领域的结构性信用紧缩或将持续, 主要体现在对涉

房资金严查、非标融资的压降和对地方政府隐性债务的监管等方面。

### 人民币三大汇率指数延续波动上行，美元兑人民币震荡贬值

人民币三大汇率指数上半年一直处于升值的趋势，表明人民币较为坚挺，预计下半年人民币三大汇率指数将延续波动上行趋势，但上行趋势或将放缓，主要是由于我国经济较其他国家率先恢复的优势依然存在，且国内疫情控制相对稳定，但随着海外疫苗的逐步普及，海外经济逐步修复，我国与海外的经济修复优势逐步收窄，因此人民币汇率指数上行放缓。但美元兑人民币或将震荡贬值，从基本面看，下半年在基数的影响下我国经济增速逐季下行，而美国随着疫苗的推广，经济有望进一步修复；从货币政策端看，6月美联储定下了鹰派议息的基调，叠加美国通胀预期抬升。综合来看，美元指数有望进一步走强，美元兑人民币汇率或将震荡贬值。 ▮

在，且国内疫情控制相对稳定，但随着海外疫苗的逐步普及，海外经济逐步修复，我国与海外的经济修复优势逐步收窄，因此人民币汇率指数上行放缓。但美元兑人民币或将震荡贬值，从基本面看，下半年在基数的影响下我国经济增速逐季下行，而美国随着疫苗的推广，经济有望进一步修复；从货币政策端看，6月美联储定下了鹰派议息的基调，叠加美国通胀预期抬升。综合来看，美元指数有望进一步走强，美元兑人民币汇率或将震荡贬值。 ▮

## 信用环境有望优化，结构性紧缩持续存在 ——2021年下半年宏观信用风险展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

2021年上半年，货币政策基本回归常态，在信用扩张放缓和名义GDP增长提速的共同作用下，我国实体经济部门杠杆率逐季下降，非金融企业部门降杠杆贡献最大。信用结构方面，企业部门与政府部门信用扩张均有所放缓，信用总量占比同步降低；而居民部门信用扩张有所加快，占比小幅提高。

上半年企业部门信用风险总体稳定。银行贷款不良率小幅回落，信贷质量保持基本稳定。债券市场信用风险继续释放，一季度地方国企信用利差维持高位，高杠杆、弱资质国企信用风险加速暴露；二季度国、民企信用利差出现分化，民企违约数量有所增加。非标违约风险上行，房企非标违约增多。

未来我国经济增长面临下行压力以及结构性问题，仍然需要适度的信用扩张政策支持。下半年随着全面降准、对中小微和制造业企业的政策支持效果进一步显

现，实体企业的信用环境有望优化，宏观杠杆率总体保持稳定。

下半年部分领域的结构性信用紧缩或将持续，主要体现在从融资端和需求端共同限制房地产资金来源、加强地方国有企业债务风险管理和进一步规范城投融资等方面，房企、城投、地方国企融资环境受到一定限制。此外，还需关注不良率升高、非标融资持续压降对债券市场产生的负面影响。在低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的煤炭、冶金、化工等行业的尾部企业将面临持续经营及债务违约风险。

### 一、2021年上半年宏观经济运行概况

2021年上半年，我国经济稳定修复，结构有所改善但仍未实现根本性的好转，消费拉动弱于疫情前水平是



需求方面，上半年固定投资持续修复，其中房地产投资是固定投资的主要支撑、但出现边际减弱的趋势，基建低位运行，制造业投资加速修复；消费市场温和复苏，与疫情前水平仍有一定差距，餐饮等接触型消费受疫情反复影响仍处于收缩区间，受缺芯等影响二季度以来汽车产销增速有所放缓，尤其是6月增速回落显著，消费市场复苏基础仍有待加强；上半年进出口规模创历史同期最高水平，海外产需缺口支撑出口增长，国际大宗商品涨价、人民币升值等多重因素使得进口金额快速增长。相关经济数据详见表1。

## 二、2021年上半年宏观信用状况分析

GDP增速的主要制约。上半年工业生产较快增长，由于碳达峰工作的推进以及环保限产措施的实施，钢铁、有色和水泥等部分行业产能扩张空间有限。服务业与疫情前水平仍有一定差距，主要受局部性疫情影响，住宿和餐饮、租赁和商务服务业拖累明显。

### 宏观信用总量扩张及其结构状况<sup>1</sup>

#### 1. 融资成本稳中有降，高于上年同期水平

2021年上半年，货币政策基本回归常态，信贷力度总体稳固，贷款利率稳中有降，公司债发行利率呈下行趋势，但仍明显高于上年同期。二季度公司债发行加权平

表1 2018—2021年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年一季度	2021年上半年
GDP	91.93	98.65	101.60	24.93	53.22
GDP增速	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)	12.70(5.31)
规模以上工业增加值增速	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)	15.90(6.95)
固定资产投资增速	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)	12.60(4.40)
社会消费品零售总额增速	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)	23.00(4.39)
出口增速	9.87	0.51	3.63	48.90	38.60
进口增速	15.83	-2.68	-0.64	28.70	36.00
CPI增速	2.10	2.90	2.50	0.00	0.50
PPI增速	3.50	-0.30	-1.80	2.10	5.10
城镇失业率	4.90	5.20	5.20	5.30	5.00
全国居民人均可支配收入增速	5.60	5.80	2.10	13.70(4.53)	12.00(5.14)

注：1. GDP总额按现价计算，单位为万亿元；2. 出口增速、进口增速均以美元计价；3. 增速均为累计同比增长，GDP增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，指标值为期末数；5. 2021年数据中括号内为两年平均增速  
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

<sup>1</sup> 本报告的宏观信用取狭义，指实体经济部门信用，未包括金融部门信用。

均利率明显下降(见图1),可能是由于一季度信用风险事件增多,导致市场风险偏好降低,高级别发行人占比提高,从而拉低了平均利率。

## 2. 宏观信用扩张放缓,居民部门信用扩张加速

2021年上半年,社融存量同比增速整体呈下行趋势。截至6月末,社会融资规模存量达到301.56万亿元,同比增速较上年末下降2.30个百分点至11.00%(见图2)。上半年新增社融17.74万亿元,虽同比少增3.09万亿元,但却是仅次于上年的历史同期较高值,反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。

2021年上半年我国实体经济部门信用扩张整体呈现放缓的趋势。截至2021年6月末,我国实体经济部门信用总量达到284.03万亿元<sup>2</sup>,较上年末净增15.72万亿元;同比增长10.53%,增幅较上年末回落2.63个百分点,基本下降至疫情前的水平(见图3)。

上半年企业部门与政府部门信用扩张均有所放缓,信用总量占比同步降低;而居民部门信用扩张有所加快,占比小幅提高。截至2021年6月末,我国企业部门信用量占比(59.07%)仍然最大,较上年末下降0.22个百分点;同比增长7.15%,较上年末下降3.27个百分点,主要是上年同期为对冲疫情流动性宽松的背景下,企业

大幅增加的短期债务在今年上半年集中到期,叠加非标融资持续压降以及对房地产、城投相关行业融资监管力度加强,企业部门信用扩张受限。居民部门是上半年唯一信用扩张加快的部门,信用量占比(23.68%)较上年末上升0.33个百分点,主要是一季度楼市火热、居民中长期贷款大幅增加带动,二季度以来由于对消费贷以及房贷的监管加强信用扩张有所放缓。政府部门信用量占比(17.22%)小幅下降0.09个百分点,信用扩张有所放缓,主要是上年高基数和今年专项债推迟发行所致。

## 3. 实体经济部门杠杆率有所下降,主要受非金融企业部门杠杆率下降拉动

2021年上半年,在信用增速回归常态和名义GDP增长提速的共同影响下,我国实体经济部门杠杆率呈逐季

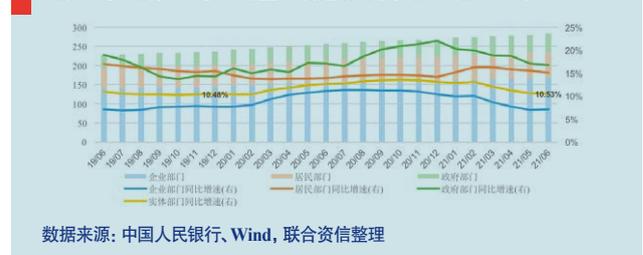
图1 金融机构人民币贷款利率及公司债发行利率走势



图2 新增社融构成及存量同比增速(单位: 万亿、%)



图3 实体经济部门信用总量及增速情况(单位: 万亿元、%)



<sup>2</sup> 宏观信用总量一般被定义为政府、非金融企业和居民三大部门信用量/有息债务量之和。本报告利用人民银行公布的金融数据确定各部门债务量, 加总得到信用总量数据。其中非金融企业部门信用量包括企业贷款、企业债券余额以及企业非标融资总额(包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票); 居民部门信用量为住户部门银行贷款; 政府部门信用量为政府债券余额, 包括中央政府债券余额和地方政府债券余额。

下降的趋势(见图4)。截至上半年末,实体经济部门宏观杠杆率为259.76%,较上年末下降4.33个百分点<sup>3</sup>。

三部门杠杆率均有所下降(见图5)。非金融企业部门杠杆率(153.43%)依旧最高,连续四个季度下行,较上年末下降3.13个百分点,主要受企业债券融资扩张放缓以及非标融资持续压缩影响,对实体经济部门杠杆率的下降拉动最大;居民部门和政府部门杠杆率分别下降了0.22和0.98个百分点,二季度政府部门杠杆率小幅回升,与专项债发行加速有关。

#### 4. 企业部门中长期信贷增长较快,非标融资持续压缩

企业部门信用结构进一步分化。在上年同期高基数影响下,截至2021年6月末,企业部门信贷融资、债券融资以及非标融资存量同比增速均有所下降(见图6)。信贷融资基本保持平稳增长,同比增速小幅下降1.58个百分点至10.78%。2021年上半年非金融企业部门新增人民币贷款8.37万亿元,为仅次于上年同期的历史较高值。从结构来看,中长期贷款仍是主导地位,新增6.62万亿元,创历史新高,反映出企业资本开支需求旺盛;新增短期贷款与票

据融资同比少增,反映出企业流动性管理诉求趋于正常。债券融资下降明显,同比增速大幅下降10.98个百分点至6.72%。上半年新增债券融资规模不及上年同期的一半,除上年高基数影响之外,上半年企业债券发行利率较上年同期显著升高、4月底出台政策加强公司债信息披露要求和限制发行规模以及募集用途等因素可能也对企业发债产生一定抑制作用。非标融资持续压降,同比增速进一步下降3.96个百分点至-9.84%。上半年非标融资规模收缩8437亿元,同比多减8698亿元。

#### 宏观信用风险状况及其分布

2020年为对冲疫情影响,我国宏观杠杆率大幅上

图4 实体经济部门宏观杠杆率(单位: %)



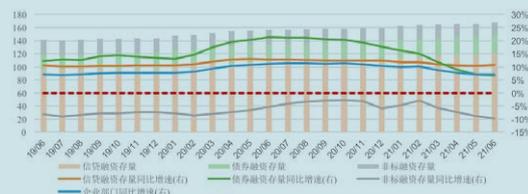
数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

图5 各部门宏观杠杆率(单位: %)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

图6 企业部门信用结构变化情况(单位: 万亿元、%)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

<sup>3</sup> 本文借鉴 BIS 及中国社科院的方法, 将我国实体经济部门杠杆率定义为非金融企业部门、居民部门和政府部分的杠杆率之和。各部门的杠杆率计算公式为: 部门债务(信用)总量 / 4 个季度滚动名义 GDP。如注释 4 所述, 由于本文采用的统计口径较窄, 所以杠杆率数据与 BIS 及中国社科院的数据存在差异, 但变化趋势一致。

升。2021年上半年在信用增速回归常态和名义GDP提速的共同影响下,实体经济部门杠杆率下降4.33个百分点至259.76%,但仍处于高位,客观上积累了较高的信用风险。由于政府部门显性债务和居民部门债务的债务率相对较低,我国宏观信用风险主要集中在企业部门,因此本部分主要对企业部门信贷、债券和非标市场信用风险情况进行分析。

### 1. 银行贷款不良率小幅回落,商业银行信贷质量保持基本稳定

截至2021年6月末,我国商业银行不良贷款余额2.79万亿元,较上年末增加892.78亿元;商业银行不良贷款率1.76%,较上年末下降0.08个百分点(见图7),主要是国内经济延续良好复苏态势,叠加监管部门引导金融机构强化风险防范、加大不良处置力度,使得商业银行信贷资产质量保持稳定。此外,去年为对冲疫情影响出台的普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策,进一步延长至2021年底,有利于稳定企业现金流,缓释流动性风险,对商业银行不良贷款率的稳定具有积极效果。

### 2. 债券市场信用风险继续释放,二季度国、民企信用利差出现分化

2021年上半年,债券市场新增违约主体18家,到期违约金额合计约778.97亿元,较上年同期有所上升,债券市

场信用风险继续释放。从信用利差来看(见图8),在上年四季度连续发生大型国企的违约事件后,地方国企的产业债信用利差迅速走高,与民营企业产业债信用利差之差(图8中灰色部分)缩窄近80bp,今年一季度仍保持在较低的150bp左右,与一季度国企违约事件频发<sup>4</sup>相印证,高杠杆、弱资质国企信用风险继续暴露;二季度国、民企利差出现分化,民营企业信用利差上行,地方国企信用利差呈下行趋势,反映出二季度民企违约数量有所增加,信用风险上升,市场对地方国企的担忧情绪有所缓和。

### 3. 非标违约风险上行,房企非标违约增多

受益于宽松的再融资政策,2020年以来非标违约有所减少,而2021年随着货币政策恢复常态化,非标违约数量再次上升,2021年1—5月违约非标产品数量超过300个<sup>5</sup>,高于上年同期,非标违约风险上行。房地产行业涉及的非标违约数量最多且有所增加,违约主体除一些地方性小型开发商之外,还有陷入债务危机的华夏幸福等大型全国性房地产企业,或是受调控政策升级影响,房地产企业融资端、销售端承压,资金面紧张。

## 三、2021年下半年宏观信用展望

经济增长面临下行压力以及结构性问题,宏观信用

图7 商业银行不良贷款(单位:万亿元、%)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

图8 产业债信用利差中位数(单位: bp)



环境将进一步优化。在海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等影响下，前期表现强势的工业生产和出口下半年或将承压，且房地产投资、制造业PMI等指标已经出现下滑趋势，下半年经济增长面临下行压力；疫情对消费与接触性服务业的恢复影响仍然较大，经济增长内部结构性问题仍然存在，经济增长仍然需要适度的宏观信用扩张及流动性的支撑。随着全面降准、对中小微和制造业企业的政策支持效果进一步显现，实体企业的信用环境有望优化，宏观杠杆率总体保持稳定。

**下半年部分领域的结构性信用紧缩或将持续。**随着经济逐步恢复，经济结构调整和风险防化解成为高质量发展的政策主线，并将贯穿于未来较长时期。2021年下半年，部分领域的结构性信用紧缩或将持续，主要体现在从融资端和需求端共同限制房地产资金来源<sup>6</sup>、加强地方国有企业债务风险管理<sup>7</sup>和进一步规范城投融资<sup>8</sup>等方面，房企、城投、地方国企融资环境受到一定限制。

**警惕不良贷款推升债券市场信用风险。**今年以来受局部疫情、大宗商品上涨以及海运价格高企等多方面影响，中下游企业面临成本上升等经营困难，使其信用风险上升。同时，尽管针对中小企业的延期还本付息政策进一步延期至年底，但仅仅具有一定的滞后效应，届时贷款不良率仍存在进一步上升的可能，导致融资环境收紧，企业流动性紧张，推升债券市场信用风险。

**非标市场信用风险或将向债券市场传导。**随着2021年底“资管新规”及配套政策措施过渡期的临近，非标融资规模将进一步压缩，同时总体信用环境也在边际收紧的情况下，非标融资规模依然较大企业的信用风险或将进一步释放，对信用债的偿付能力产

生负面影响。此外，对非标融资依赖性较大的房地产企业和城投平台在政策收紧的背景下，融资环境将愈发紧张，流动性下降，信用风险上升。

**在低碳和环境政策趋严的背景下，高耗能、高排放、环保设施较差的煤炭、冶金、化工等行业的尾部企业将面临持续经营及债务违约风险。**为了实现碳达峰、碳中和目标，各地方和行业将陆续出台具体的行动方案，强化对相关行业发展的限制约束作用。这种约束表现在能源结构调整、压降高耗能高排放行业产能、大规模的节能减排技术改造（增加企业成本费用）等方面，从产能和成本两个方面对相关行业的发展构成强约束。此外，政府还通过项目审批、土地使用及绿色金融和财税等政策工具，支持绿色低碳行业企业发展，收紧原材料重化工等高耗能行业的融资环境，将影响到此类企业债务融资的可持续性。///



<sup>6</sup> 2020年8月住建部、央行发布的“三道红线”政策使房企融资端受到严格管控；2021年初的房地产贷款集中度管理制度以及各地楼市限购限贷等调控措施，从销售端对房企资金回笼造成限制。

<sup>7</sup> 2021年3月，国资委发布《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，提出建立健全地方国有企业债务风险监测预警机制、分类管控资产负债率、保持合理债务水平等要求。

<sup>8</sup> 2021年7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》，主要强调了严禁新增隐债、妥善化解存量隐债、强化风险管理等监管要求。

# 经济承压背景下, 水务行业投资有望加速 且产能将逐步释放 ——2021年水务行业展望报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 薛琳霞 宋金玲 陈铭哲 王文才

近年来, 水务行业持续发展, 城镇化进程推动水务行业在需求端持续扩容, 水务行业产能有所增长。2021年以来, 经济持续恢复, 宏观政策保持连续性和稳定性, 在经济仍然承压的背景下, 预计会带动行业投资的加速。节水提效和加大城镇污水建设等政策的出台, 为供水行业提标改造和城镇污水处理扩产提供空间, 资金和技术实力较强行业龙头成为异地扩张重要主体, 水务行业仍保持区域垄断和行业龙头的竞争格局。2020年, 水务企业营业收入持续增长, 债务负担有所加重, 投资规模的增长使得现金流整体呈现净流出态势。随着在建项目的逐渐完工投产, 预期水务行业未来几年产能将进一步释放。

## 一、行业概况

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

从最上游水源供给方面来看, 我国水资源总量丰富, 但区域分布不均衡。根据《2020年水资源公报》, 2020年, 我国水资源总量31605.2亿立方米。近年来, 我国水资源开发总量基本维持在20%~25%之间, 主要来

源于地表水, 地表水占比在95%以上, 地下水占比不足5%。水资源区域分布上, 我国水资源主要分布在南方区域, 北方水资源仅占水资源总量的20%左右, 但我国北方人口约占全国人口的近一半, 经济总量约占全国经济总量的40%, 我国水资源分布与人口和区域经济发展不匹配, 广大北方和部分沿海地区水资源严重不足, 其中, 部分省份人均水资源量不足1000立方米, 人均水资源量匮乏成为制约区域水务企业发展的重要因素。目前, 我国主要通过南水北调和沿海地区海水淡化方式解决水资源缺乏和区域分布不均衡问题。通过南水北调工程三条调水线路, 与长江、淮河、黄河、海河互联互通, 改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。海水淡化方面, 海水淡化主要分布在沿海且水资源相对缺乏区域, 近年来, 我国海水淡化设计产能逐年增长, 但规模仍较小。

从水质来看, 我国地表水质有所改善, 但北方区域水质较南方仍差。我国水质分为I~劣V, 其中I~III类水质通过加工处理可作为饮用水源。根据《中国生态环境状况公报》, 2020年, 我国地表水中I~III类水质占比83.4%, 较2019年上升8.5个百分点, 污染水质占比有所下降, 地表水质有所改善; 分区域来看, 西北诸河、浙闽片河流、长江流域、西南诸河和珠江流域水质为优, 黄河流域、松花江流域和淮河流域水质良好, 辽河流域和海河流域为轻度污染。地下水水质总体较差, I~III类水质仅占13.60%。

从需求端来看，水务行业产业链的下游主要涉及居民生活、生产等方面用水，2020年用水总量有所下降。2020年，我国用水总量5812.9亿立方米，受新冠疫情、降水偏丰等因素影响，较2019年减少208.3亿立方米。其中工业和生活用水占比在35%左右，农业用水占比在60%，生态环境用水占比较小。从变化趋势来看，受工业节能减排提质增效影响，工业用水占比略有下降；受城镇化进程带来的城镇人口逐年增长影响，城镇生活用水占比持续增长。农业用水方面，在加强农业节水等政策影响下，近年来农业用水占比逐年下降。在环保生态治理等因素影响下，生态环境用水占比逐年增长，但仍维持较低占比。

城镇化进程推动用水人口持续增长，城市生活用水成为供水行业需求端的主要来源。近年来，随着城镇化进程推进，城镇用水人口持续增加，2019年城镇用水人口增至9.83亿人，其中城市用水人口占比68.06%，县城用水人口和乡镇用水人口占比分别为15.36%和16.58%。2019年，我国城镇用水总量达874.9亿立方米，较2018年增长1.73%；其中城市用水628.30亿立方米，占城镇用水总量的70.59%；按用途划分，生活用水占比最高，其次是生产用水和公共服务等方面用水。

污水处理行业需求量增速高于同期用水需求增速，污水处理行业需求端发展较快，城市生活污水处理成为污水处理行业需求端的主要来源。污水排放量是衡量污水处理行业需求端的重要指标。2019年，全国城市和县城污水排放量656.95亿立方米，较2018年增长5.82%；其中城市污水排放量554.65亿立方米，占比84.43%；按性质分，生活污水占全国污水排放总量的60%以上；整体看，污水处理行业需求持续增长。

供水和污水处理需求的增加推动我国水务行业整体运营能力的提升。2019年，我国城镇供水能力达4.67

亿立方米/日<sup>1</sup>，较2018年增长20.98%。全国城市和县城污水处理能力2.15亿立方米/日，较2018年增长6.44%。我国水务行业整体运营能力进一步提升。

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

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

## 二、行业环境

### 宏观环境及对水务行业影响

2021年以来，我国宏观经济持续恢复、稳中向好，宏观政策保持连续性和稳定性。财政支出节奏偏慢，防风险和调结构成为阶段性任务；专项债发行缓慢，在经济仍然存在稳增长压力的背景下，下半年专项债发行节奏有望加快，预计会带动水务行业投资的加速；坚持稳健货币政策，并适度向实体经济融资倾斜。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好，积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。财政方面，受经济持续恢复及大宗商品价格的原因，上半年全国财政收入恢复性增长，财政支出节奏偏

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

慢，上半年全国一般公共预算支出12.17万亿元，同比增长4.50%，支出进度仅为全年预算的48.65%，防风险和调结构成为阶段性任务；上半年房地产市场景气度较高，土地出让金收入增速较高，但受到上半年专项债发行偏慢的影响，政府性基金支出显著弱于收入，截至2021年7月底，专项债发行1.35万亿元，仅占全部新增额度的37.1%。货币金融政策方面，央行对货币政策的指引为“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义增速基本匹配”，坚持稳健的货币政策，但同时实体经济上，落实和发挥好结构性货币政策的牵引带动作用，在信贷增长缓慢地区、小微企业以及绿色低碳等方向上进行支持倾斜。

2020年在基建补短板和提高有效投资提供资金支持背景下，全年水务建设、生态保护等水务项目发行专项债金额合计3223.71亿元，是2019年发行金额的4.26倍。2020年以来，积极的财政政策促进水务项目专项债发行规模快速增长。2021年上半年，受今年下达额度较晚以及监管加强对专项债审核影响，上半年地方政府债发行进程有所放缓，水务相关专项债发行金额347.10亿元，仅为2020年全年的10.77%，在经济仍然存在稳增长压力的背景下，下半年专项债发行节奏有望加快，预计会带动水务行业投资的加速。

### 行业政策及对水务行业影响

2020年以来，水务行业政策重点体现在用水提质增效，实施严格节水制度；加快城镇污水设施建设和污水排放检测，进一步释放污水处理产能；推进水费改革提升水务行业盈利空间；通过中央，地方和外部融资等方式保证项目建设资金。预期我国水务行业在提质增效，扩展污水产能方面将得到突破。

国家发改委、水利部等多部委新出台水务行业相关文件（见表1），主要通过以下三个方面确保水务行业健康、可持续发展。（一）要求实施严格的节约用水制度，控制用水总量；在《国家节水行动方案》要求下，我

国将进一步实施最严格的节水制度，通过降低漏损率，提高用水效率，降低单位产能水资源使用量，并在用水总量上进行严格控制。（二）加快城镇污水设施建设，加强污水排放监测，进行污水处理收费标准改革。相关政策要求要加快推进生活污水收集处理设施改造和建设，规范工业污水集中处理设施，监测重点排污企业污水排放；并要求地方各级政府尽快将污水处理费收费标准调整到位，原则上应当补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本并合理盈利，并综合考虑企业和居民承受能力，完善差别化定价，统筹使用污水处理费与财政补贴资金，通过政府购买服务方式向水务企业支付服务费。（三）中央预算、地方财政、金融机构和社会资本等多方参与，解决污水处理、水利设施和生态治理等项目资金需求。政策要求，对于生态保护等重点项目，可纳入中央项目储备库管理，加快中央预算执行，进一步理顺中央与地方收入划分和完善转移支付制度改革中统筹考虑地方环境治理的财政需求，建立健全常态化、稳定的中央和地方环境治理财政资金投入机制。加大财政投入力度，研究探索规范项目收益权、特许经营权等质押融资担保，鼓励金融机构为污水处理提质增效项目提供融资支持。营造良好市场环境，吸引社会资本参与设施投资、建设和运营。通过政府和社会资本合作方式，吸引社会资本参与农村生活污水治理。对补短板的社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例。

以上政策将对水务行业在提质增效、扩大产能、提升盈利空间等方面产生重要影响。提质增效方面，根据政策要求，我国将持续实施严格节水政策，提高用水效率、降低漏损率、控制用水总量，2019年，我国公共供水管网漏损率达14.12%，仍然较高，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。2020年，我国用水总量5812.9亿立方米，考虑到未来我国经济持续发展，城镇用水持续增加，我国用水总量控制将面临

一定挑战,未来节水及相关配套项目将成为水务行业发展的方向。**扩大产能方面**,在加快城镇污水建设和加强污水排放监测等指导下,我国污水处理覆盖范围和治理对象将扩大,需求端的增长将推动城镇生活和工业污水处理量的进一步释放,且在中央预算、地方财政等资金支持下,水务行业投资将加快进行,从而进一步促进水务行业产能的提升。**在提升盈利空间方面**,在节水政策下,预期政府可能将通过水价的调节作用促进节水目标的实现,水价有望持续增长。此外,在污水处理收费标准改革政策指导下,要求污水处理费定价机制需要考量补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本并合理盈利,该政策预期将有效推进我国水费征收的

市场化改革,提升我国水务行业盈利水平。但考虑到水务行业涉及国计民生,公益性较强,短期内水价涨幅空间仍有限。

### 三、行业周期性及目前所处阶段

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

表1 近年来水务行业重要政策汇总

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2019年4月	《国家节水行动方案》	到2020年,全国公共供水管网漏损率控制在10%以内。到2022年,万元国内生产总值和工业增加值用水量较2015年分别降低30%和28%,农田灌溉水有效利用系数提高到0.56以上,全国用水总量控制在6700亿立方米以内,并在2035年,全国用水总量控制在7000亿立方米以内。
2019年4月	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019—2021年)的通知	加快推进生活污水收集处理设施改造和建设,要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口。推进污泥处理处置及污水再生利用设施建设。规范工业企业排水管理,经济技术开发区等工业集聚区应当按规定建设污水集中处理设施。加大财政投入力度。地方各级人民政府要尽快将污水处理收费标准调整到位,原则上应当补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本并合理。
2019年7月	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》(中农发〔2019〕14号)	到2020年,东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区,农村生活污水治理率明显提高,村庄内污水横流等情况基本消除。农村生活污水治理设施建设由政府主导,地方财政补助、村集体负担、村民适当缴费等方式建立长效管控机制,通过政府和社会资本合作方式,吸引社会资本参与农村生活污水治理。
2019年11月	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点。
2019年11月	南水北调后续工程工作会议	当前扩大有效投资要把水利工程及配套工程建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目建设,并进一步强调要注重发挥财政资金、专项债券资金对基建投资的带动作用。
2020年2月	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设。
2020年3月	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	进一步理顺中央与地方收入划分和完善转移支付制度改革中统筹考虑地方环境治理的财政需求,建立健全常态化、稳定的中央和地方环境治理财政资金投入机制。提高治污能力和水平,对重点排污企业安装监测设备。建立健全“污染者付费+第三方治理”等机制,按照补偿处理成本并合理盈利原则,综合考虑企业和居民承受能力,完善差别化定价。
2020年3月	《关于加强生态环保资金管理推动建立项目储备制度的通知》财资环〔2020〕7号	大气、水、土壤污染防治,农村环境整治,海洋生态保护修复等重点生态保护修复项目可纳入中央项目储备库管理,加快中央预算执行,尽快形成有效投资。
2020年7月	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》(发改环〔2020〕1234号)	明确指出强化污水处理能力建设,对重点区域污水处理能力和设施排放标准提出更高要求。
2021年1月	《关于推进污水资源化利用的指导意见》(发改环资〔2021〕13号)	加快推动城镇生活污水、工业废水、农业农村污水资源化利用。
2021年8月	《城镇供水价格管理办法》	对调整城镇供水价格行为进行了细化和规定,包括水价的制定和调整、水价分类及计价方式、相关收费、调价程序和信息公开、水价执行和监督等方面的内容。
2021年8月	《城镇供水定价成本监审办法》	对实施城镇供水价格指定或者调整过程中的成本监审行为进行了细化,包括定价成本构成、定价成本和有效资产核定、经营者义务等内容。

资料来源:联合资信整理

### 水务行业周期性

水务行业属于弱周期行业。生活用水除个别年份外，整体发展稳定；生产用水易受经济和政策影响出现波动，但近十年增速保持窄幅震荡。

供水和污水处理量是衡量水务行业发展的重要指标，它不仅是水务行业投资规模的结果反映，也直接决定了水务行业收入，并间接影响水务行业利润。联合资信通过水务行业处理量指标简析水务行业周期性特点。通过分析1978年以来水务行业处理量规模和增速发现（见图1），水务行业处理量整体呈现增长趋势；增速方面，整体稳定在一定区间，但部分年份有所波动。整体看，水务行业整体周期性不明显，属于弱周期行业。

从具体子行业来看（见图2），除2006年居民生活用水有所波动外<sup>2</sup>，其他年份居民生活用水总量增速保持稳定，生产用水在2012年之前波动较大，之后年度增速变动与生活用水趋同。从具体波动来看，生产用水波动与我国水务政策密切相关，2006年，我国在《十一五规划纲要》中首次提出“节能减排”使得我国生产用水量同比下降，加之经济危机因素影响，生产用水量在2007—2009年同比增速为负，之后随着经济发展用水量同比增速又有所回升。2011年，“十二五”规划出台《“十二五”节能减排综

合性工作方案》，使得用水总量同比增速有所下降，但政策之后保持相对稳定。根据《国家节水行动方案》要求，到2022年，万元国内生产总值和工业增加值用水量较2015年分别降低30%和28%，预期我国生产用水效率将有所增长，进而对冲因经济总量的持续增长对生产用水总量需求的增加，工业生产整体用水总量预期保持稳定。

### 水务行业目前所处阶段

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

供水方面，从用水普及率来看（见图3），近年来，我国城市、县城、建制镇和乡用水普及率小幅增长，基本保持稳定，2016年以来地级市和县城用水普及率均在90%以上，乡镇用水普及率相对较低，未来尚有一定空间；从固定资产投资来看，我国供水固定资产投资相对稳定，我国供水行业整体处于成熟期。

污水处理方面，从污水处理率来看（见图4），近年来，我国地级市和县城污水处理率快速发展，2017年以来污水处理率在90%以上，基本处于成熟期。但是，我国乡镇污水处理尚不完善，联合资信通过污水处理总量

图1 1978年以来我国城乡供水和污水处理总量及变动情况



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

图2 近年来我国城市生活和生产用水总量同比变动情况



资料来源：城乡建设统计年鉴

<sup>2</sup> 2006年城市居民用水总量同比有所波动可能与自2006年起按城区人口和城区暂住人合计口径统计原因所致。

与用水总量的比率估算我国整体污水处理率, 2019年整体污水处理率估算值仅为70%左右, 与城市和县城污水处理率尚有差异, 乡镇污水处理空间较大。从固定资产投资规模来看(见图5), 近年来, 我国排水固定资产投资规模持续增长, 2019年增速有所放缓, 供水固定资产投资规模保持相对稳定; 排水固定资产投资规模与供水固定资产投资规模差距较大。

再生水方面, 近年来, 我国市政再生水利用规模较小, 市政再生利用率不足20%。2021年, 国家发改委、水利部等在《关于推进污水资源化利用的指导意见》等多部文件中提到要强化污水再生利用, 到2025年, 全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到25%以上, 京津冀地区达到35%以上。总体看, 我国再生水利用还不完善, 尚处于导入期。

#### 四、行业竞争态势分析

水务行业涉及国计民生, 且易受区域管网等物理因素限制, 行业进入壁垒较高。水务行业整体呈现以地方水务企业为主, 且区域垄断性突出; 头部水务企业利用资金和技术优势进行跨区域扩张, 竞争有所加剧。但考虑到行业的特殊性, 联合资信认为水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断和行业龙头并存趋势。

图3 城乡用水普及率变化情况(单位: %)



注: 1. 用水普及率=非农业用水人口数/非农业人口数×100%; 2. 2006年用水普及率出现波动系自2006年起, 用水普及率指标按城区人口和城区暂住人口合计为分母计算口径变动原因所致

资料来源: 城乡建设统计年鉴

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

水务企业类型和竞争格局方面, 目前, 我国行业内分布的水务企业大致可分为三种, 国有水务企业(央企和地方国企)、外商投资水务企业和民营水务企业(见

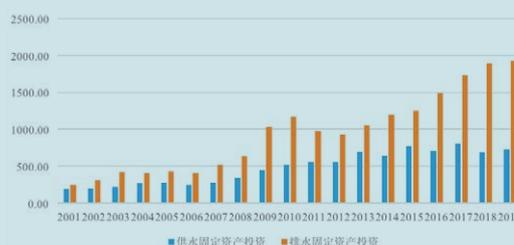
图4 城县污水处理率变化情况(单位: %)



注: 由于乡镇污水处理量尚未获取, 联合资信通过污水处理总量与供水总量的比率估算目前我国整体污水处理率

资料来源: 城乡建设统计年鉴

图5 近年来城县供排水固定资产投资情况(单位: 亿元)



资料来源: 城乡建设统计年鉴

表2)。其中,国有地方水务企业最为普遍,多为所在地方原事业单位改制形成,其业务结构相对单一,以服务所在区域供水和污水处理为主业,区域垄断性突出,是水务行业的主力军。部分实力较强的区域(北京、深圳、成都、重庆等地)地方国有水务企业和央属水务企业基于雄厚的股东背景、资金实力和技术水平,通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张,获取供水和污水处理业务特许经营权,并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业,对原区域内地方水务企业产生一定竞争。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平,尤其在污水处理行业处于技术领先地位,但进入中国水务市场数量较少。民营水务企业所占市场份额较小,主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争,面临较大投资和回款压力。

未来竞争方向方面,近几年,随着我国生态治理和环保力度加大,出现黑臭水体治理、水环境综合治理,污泥处置等水务衍生行业。水务衍生行业对资金实力和技术水平要求较高,水务衍生业务仍将继续成为实力较强的央企或经济发达区域地方国企积极参与对象;一般的地方国有水务企业受限于资金和技术水平,参与度不高。此外,伴随经济发达的城市水务行业进入

成熟期,需求增长放缓,相关配套设施还不健全的区县级城市及乡镇地区成为实力较强的水务企业异地扩张的机会。一方面,区县乡镇之前尚未完全建立完备的供排水管道,准入的物理限制较低,且受制于区域财力不足等因素影响,该区域更愿意接纳外部水务企业进入;另一方面,随着近年来我国污水排放标准提升,对水务企业的污水处理技术要求越加严格,对于技术实力不强且财政实力有限的区域则会考虑技术先进的污水处理企业进入。

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

## 五、行业增长与盈利能力

### 行业增长趋势

供水方面,我国城市用水普及率较高,供水能力增长逐渐放缓;乡镇供水尚有一定开发空间。十三五期间,行业漏损率控制进度低于政策预期,在节水提效政

表2 我国主要的水务企业及运营情况(单位:万吨/日)

类型	代表企业	供水和污水产能	覆盖区域
地方国企	北京首创股份有限公司	3048	覆盖山东、安徽、江苏、四川、河北等部分区县
地方国企	北控水务集团有限公司	2652	覆盖广东、湖南、云南等地,并涉及葡萄牙等地
地方国企	北控水务(中国)投资有限公司	2436	广东、湖南、云南等地
地方国企	深圳市水务(集团)有限公司	1281	以深圳市范围内为主,同时涉及浙江、安徽等地
地方国企	广州市水务投资集团有限公司	1064	广州市范围内
央企	中国水务投资有限公司	829	山东、浙江、江苏和黑龙江等地
地方国企	上海水务资产经营发展有限公司	752	上海市范围内
地方国企	重庆市水务资产经营有限公司	650	重庆市范围内
地方国企	成都市兴蓉环境股份有限公司	648	以成都市范围内为主,并涉及甘肃、陕西、深圳等地
地方国企	北京城市排水集团有限责任公司	423	北京市范围内

注:企业类型根据企业实际控制人类型划分

资料来源:联合资信整理

策指导下, 老旧供水管网改造为水务企业投资增长释放一定空间。

城市供水方面, 随着城市化进程推进, 城市用水人口持续增加, 2019年城市用水人口增至5.18亿人, 同比增长2.92%。同期, 城市供水能力达3.09亿立方米/日, 较2018年下降1.01%, 主要系我国大力倡导节约用水, 自来水生产供应相应调整所致。2019年, 我国城市供水总量达628.30亿立方米, 较2018年增长2.23%。用水结构中, 居民家庭用水占比最高, 为46.97%, 生产运营用水占比30.43%, 其他为公共服务等方面用水。2019年, 我国城市供水管道长度92.01万公里, 较2018年增长6.37%; 城市用水普及率进一步上升至98.78%。2019年, 城市供水行业固定资产投资560.1亿元, 较2018年略有上升, 整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业处于平稳发展状态。

乡镇供水方面, 2019年, 我国乡和建制镇用水人口1.82亿人, 同比增长1.11%, 乡镇年用水总量141.66亿立方米, 同比下降2.84%。2019年, 我国乡、镇的用水普及率分别为80.5%和89%, 较城市98.78%的用水普及率尚有差异, 乡镇供水市场尚有一定开发空间。

此外, 根据我国节水政策要求, 到2017年全国公共供水管网漏损率控制在12%以内; 到2020年控制在10%以内, 水资源节约和循环利用达到世界先进水平; 2019年, 我国公共供水管网漏损率达14.12%, 进度与政策要求相比较为滞后, 未来城市老旧供水管网改造仍将是水务行业投资的重要内容。

随着“十三五”期间污水处理基础设施的持续投入, 我国城市污水处理率已达到96.81%。根据规划, “十四五”期间, 我国污水基础设施建设主要是补短板, 投资强度较“十三五”期间有所下降, 预计未来污水

处理能力仍将保持增长, 但增速将有所放缓。对于财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力仍应保持关注。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类, 以生活污水为主。近年来, 生活污水占全国污水排放总量的60%以上(见图6)。2019年, 全国城市污水排放量554.6亿立方米, 较2018年增长6.43%。同期, 全国城市污水处理能力1.79亿立方米/日, 较2018年增长5.82%, 显著高于同期城市供水能力增速。2019年, 全国城市污水处理率增至96.81%, 同比增长1.32个百分点, 城市污水处理率进一步上升。2019年, 全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为803.7亿元, 同比增长0.13%。2016—2019年, 我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计2547.00亿元, 同期县城污水处理及其再生固定资产投资563.23亿元<sup>3</sup>。我国城市污水处理率很高, 乡镇污水处理率整体处于较低水平, 以建制镇为例, 2019年全国建制镇污水处理率为54.43%, 其中污水处理厂集中处理率为45.26%, 明显低于全国城市污水处理率, 也低于同期建制镇供水普及率88.98%的水平。

根据《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》, “十四五”期间, 主要在补齐城镇污水管网短板, 提升收集效能; 强化城镇污水处置设施弱项, 提升处理能力以及推进污水资源化利用三方面推进设施建设; 计划新增和改造污水收集管网8万公里, 新增污水处理能力2000万立方米/日, 新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1500万立方米/日, 新增污泥无害化处置设施规模不少于2万吨/日。随着“十三五”全国城镇污水处理体系的基本建立, “十四五”规划设施建设目标较“十三五”期间显著减少, 建设内容更加注重“补短板”, 预计相关固定资产投资金额会有所下降, 而随着

<sup>3</sup> 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》, 城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资, 县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露, 尚未统计在内。

污水处理及再生利用设施的投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业仍处于发展期。部分污水处理厂运营初期，政府给与一定保底污水量的结算支持，对于一些财政实力较弱区域，应关注污水处理费回收情况。此外，在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

### 水价变动趋势

近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2020年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进及节水政策指导下水价调控作用的发挥，预期城市供水价格未来温和上涨。

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

量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

截至2021年3月底，我国重点城市居民生活用水平均自来水价格为2.33元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。2020年以来，在全国省会城市和计划单列市中，昆明市将第一阶段供水价格从2.45元/立方米调整至3.20元/立方米，上海市拟将第一阶段供水价格从1.92元/立方米调整至2.27元/立方米，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；加快建立健全以“准许成本加合理收益”为基础的供水定价机制，未来水价调整节奏有望加快。根据《城镇供水价格管理办法》（发改委令住建部令第46号），居民生活用水阶梯水价设置应当不少于三级，级差按不低于1:1.5:3的比例安排；非居民用水及特种用水实行超定额累进加价制度，原则上水量分档不少于三档，二档水价加价标准不低于0.5倍，三档水价加价标准不低于1倍，缺水地区要根据实际情况加大加价标准。目前各类型用水级差普遍小于上述要求，在政策指导下，预期自来水水价格将温和增长。

近年来，我国各地污水处理价格呈上升趋势，但大部分城市收费标准仅基本满足国家规定收费标准下限，部分城市未来仍有较大上调空间。

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，

图6 近年来我国城市污水处理变动情况



资料来源：城乡建设统计年鉴

非居民不低于1.40元/吨。2020年,在全国省会城市和计划单列市中,太原市城区污水处理收费有所调整,居民用水污水处理收费标准由0.50元/立方米调整为0.95元/立方米,其他省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来,我国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势,但该价格仅基本满足国家规定收费标准下限,并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如拉萨、海口、深圳等地,污水处理价格处于0.80元/吨~0.90元/吨,尚未满足国家规定最低收费标准0.95元/吨。整体看,污水处理价格仍处低位,部分城市尚有较大上调空间。

### 水务企业增长与盈利能力

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

2018—2020年,根据联合资信口径的水务企业样本<sup>4</sup>实现营业收入合计分别1993.59亿元、2243.01亿元和2427.96亿元,年均复合增长10.36%(见图7)。同期,水务企业利润总额合计分别为282.05亿元、319.09亿元和314.38亿元,年均复合增长5.58%。水务企业营业收入整体上呈增长趋势,利润总额波动增长,主要系水务工程施工、水环境整治、污水处理业务增加等因素综合影响所致。2021年一季度,水务企业实现营业收入合计583.51亿元<sup>5</sup>,同比增长37.52%,主要系2020年一季度受疫情影响,企业停工,用水量减少所致,受此影响,2021年一季度,水务企业实现利润总额合计79.76亿元,同比增长218.55%。2020年水务企业其他收益对利润总额的贡献由2019年的26.56%上升至29.22%,仍保持在较高水平,水务企业利润总额对政府补助的依赖程度仍较高。

2018—2020年,水务企业平均总资产收益率波动下降,分别为3.21%、3.34%和2.90%。受股权投资收益变动、相关成本以及融资财务费用增加等影响,水务企业整体盈利能力有所波动。未来随着在建水务项目逐渐完工运营,产能得以释放,预计行业整体盈利能力有望提升。

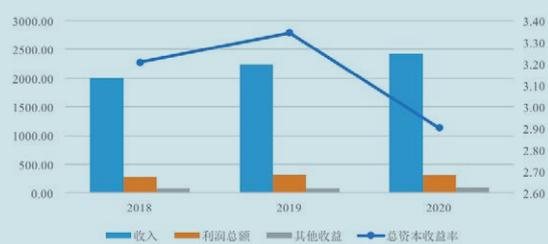
## 六、行业杠杆与偿债能力

### 水务企业现金流情况

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

2018—2020年,水务企业经营活动现金流入量合计不断增长,分别为2788.24亿元、3096.38亿元和3162.45亿元;水务企业经营活动净现金流量合计同时呈增长趋势,分别为521.06亿元、553.00亿元和591.28亿元。同期,水务企业平均现金收入比分别为103.35%、99.75%和102.39%,收现质量较为稳定且表现较好。2021年一季度,水务企业经营活动平均现金流入量14.01亿元,同比增长10.84%;水务企业平均经营活动净现金流量0.12亿元,同比下降52.98%。

图7 水务企业营业收入和利润总额变动情况(单位:亿元、%)



资料来源:联合资信整理

<sup>4</sup> 联合资信口径水务企业样本分析系以2020年底供水和污水收入占营业收入的45%及以上样本口径为基础对比近三年指标变化情况,样本企业共计56家。

<sup>5</sup> 未获取部分企业2021年一季度数据,样本企业共计46家。

随着水利基础设施建设的投入以及PPP模式项目的推进，水务企业投资活动整体表现为大额的现金流出。2018—2020年，水务企业投资活动现金净流出分别为1244.34亿元、1444.22亿元和1344.42亿元，绝大部分来自购建固定资产、无形资产的现金流出，符合水务行业总体发展趋势。2021年一季度，水务企业投资活动现金净流出为347.42亿元，同比增长6.26%。未来随着污水处理及水环境治理领域的需求增长，预计大额投资需求仍将持续。

### 水务企业有息债务情况

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

2018—2020年，水务企业有息债务逐渐增长，年均复合增长12.61%。2020年底，水务企业有息债务规模合计6869.77亿元，主要系水务及相关基建工程业务规模扩大所致。其中，长期债务占比较高，近三年分别为71.03%、72.03%和69.32%，2020年底长期债务占比减少主要系部分长期债务转入短期债务核算。2020年底与2021年一季度底，水务企业应付债券占全部有息债务的比重分别为19.81%和19.72%，保持相对稳定，水务企业融资仍以银行借款为主。

2018—2020年，水务企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均小幅逐渐上升，2020年底分别为57.84%和44.97%，但跨区域投资和从事水利水电建设工程的水务企业债务负担上升明显，样本中有约36%的企业资产负债率超过65%。

### 水务企业偿债能力

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

短期偿债能力方面，2018—2020年，水务企业经营性现金流入/短期债务平均值分别为13.46倍、12.78倍和4.40倍，主要系三家水务企业短期债务数额较小；剔除以上三家水务企业，经营性现金流入/短期债务平均值分别为7.96倍、2.88倍和4.34倍。同期，水务企业现金类资产/短期债务分别为18.33倍、13.31倍和2.41倍，剔除上述三家水务企业后，水务企业现金类资产/短期债务平均值分别为5.00倍、1.69倍和2.17倍。水务企业整体短期偿债能力良好。

长期偿债能力方面，2018—2020年，受水务投资需求增加、盈利水平增速相对缓慢影响，水务企业全部债务/EBITDA分别为2.10倍、10.33倍和10.52倍，整体长期偿债能力较为稳定且整体偿债能力较强（2018年整体债务规模较小），预计未来行业偿债能力将继续保持稳定；因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。

## 七、发债企业信用表现

### 水务企业信用级别分布和调整情况

水务企业数量众多，主要分布在各地级市或区县，企业单体规模较小，由于债券发行门槛较高，水务行业发债企业数量较少。截至2021年6月21日，存续发债水务企业的主体信用级别主要分布在AA、AA+和AAA，占比分别为27.54%、40.58%和26.09%，其中AAA级别的水务企业存续债券余额1137.34亿元，规模占比最大。

2020年以来，69家存续发债水务样本企业中有8家主体信用级别发生了变化，其中5家公司级别上调，3家公司级别下调（见表3）。

### 水务企业债券发行情况

2020年，市场资金面整体较上年宽松，在再融资需求的推动下，非金融企业前期积累的融资需求得到一定释放，同时在环保治污政策不断推进、水利项目投资规

模持续加大的背景下, 2020年, 共有41家水务企业发债, 较上年持平, 共计发行债券92只, 发行数量同比下降3.16%; 发行规模合计664.90亿元, 同比增长7.83%, 发行时间相对集中在2020年上半年。2021年1—6月, 共有29家水务企业发债, 共计发行债券47期, 发行规模340.40亿元, 相当于2020年全年发行规模的51.20%, 发行规模较去年同期下降6.84%。

从发行品种看(见表4), 2020年, 水务企业发行债券品种以中期票据和短期融资券为主, 合计发行数量和发行规模分别占当年发行总量的72.83%和64.58%; 2021年上半年, 水务企业发行品种及发行规模中短期融资券占比最大, 分别占当期发行总量的59.57%和49.62%。

2020年, 水务企业短期债券发行期数及规模继续上升, 各别发行主体中, AA级主体发债期数仍然最多, 发行规模延续了向高级别集中的趋势。

2020年以来发行短期债券的水务企业主体级别均在AA及以上级别, 短期融资券(含超短期融资券, 下同)为主要短期债券品种。2020年以来, 水务企业所发行其他短期债券品种很少, 钱江水利开发股份有限公司及云南水务投资股份有限公司分别于2020年2月和3月发行期限0.49年定向债务工具, 金额均为1亿元; 水发集团有限公司于2020年9月和2021年1月分别发行15亿元和5亿元短期公司债。

从短期融资券发行期数来看, 2020年AA级主体所

表3 2020年至今水务企业主体级别变动情况

企业名称	调整前级别	调整后级别	调整理由
上海水务资产经营发展有限公司	AA+	AAA	资本实力有所增强, 财务杠杆小幅下降; 排水业务收入和毛利率大幅提升。
江西洪城环境股份有限公司	AA	AA+	--
北京桑德环境工程有限公司	AA	C	公司再融资能力下降, 财务杠杆和短期债务规模很高, 流动性压力进一步增加, “17桑德工程MTN001”等债券违约。
呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司	AA	AA-	存在多笔未决诉讼, 被列入失信执行人名单, 融资能力显著下降; 到期债务集中兑付压力大, 资产流动性减弱。
广东顺德控股集团有限公司	AA+	AAA	资产规模稳步提升, 资本结构保持稳健, 营业收入及利润总额较上年大幅增长。
云南省水利水电投资有限公司	AA	AA+	资产及权益规模显著增加, 债务指标明显改善, 未来权益规模及收入有望进一步增长。
上海巴安水务股份有限公司	AA	CCC	2019年公司盈利能力趋弱; 应收款项占用大量流动资金, 现金回款情况不佳; 债务规模持续提升, 短期偿债压力较大; 股权收购推升公司流动性压力以及实际控制人股权质押比例较高; “17巴安债”兑付存在较大不确定性。
宁波原水集团有限公司	AA	AA+	--

注: 江西洪城环境股份有限公司及宁波原水集团有限公司主体级别调整系新聘评级机构授予级别较原有级别调高

资料来源: 联合资信整理

表4 2019—2021年6月水务企业发行债券情况(单位: 期、亿元)

债券类型	发行期数				发行规模				每期平均发行规模			
	2019年	2020年	增幅	2021年1—6月	2019年	2020年	增幅	2021年1—6月	2019年	2020年	增幅	2021年1—6月
PPN	6	4	-33.33%	2	33.5	17	-49.25%	20.00	5.58	4.25	-23.84%	10.00
短期融资券	37	39	5.41%	28	159.5	234.2	46.83%	168.90	4.31	6.01	39.44%	6.03
公司债券	14	16	14.29%	8	139	178.5	28.42%	68.50	9.93	11.16	12.39%	8.56
可交换债/可转债	1	1	0%	0	4.6	18	291.3%	0.00	4.60	18.00	291.3%	0.00
企业债券	4	4	0%	0	44	22	-50%	0.00	11.00	5.50	-50%	0.00
中期票据	33	28	-15.15%	9	236	195.2	-17.29%	83.00	7.15	6.97	-2.52%	9.22
合计	95	92	-3.16%	47	616.6	664.9	7.83%	340.40	6.49	7.23	11.4%	7.08

注: 上述发行情况统计截至2021年6月21日, 下文同

资料来源: 联合资信整理

发期数最多，占比为41.03%，较去年基本持平。同期，AA+级主体所发短期债券占比下降至20.51%，AAA级主体发展短期债券期数占比上升至38.46%；AA-级主体仍然未发行短期债券。短期融资券发行期数呈现向AAA级别集中趋势。

从短期融资券发行规模来看，2020年，AA+级水务企业所发短期融资券规模占比下降至24.12%，AA级水务企业所发短期融资券规模占比下降至18.23%，短期融资券发行规模呈现向AAA级集中的趋势。

2021年1—6月，各主体级别水务企业所发行短期融资券期数及发行规模占比较2020年全年变动不大，按期数统计，AA级、AA+级及AAA级发行主体发行短期融资券期数占比分别为28.57%、32.14%和39.29%；按发行规模统计，AA级、AA+级及AAA级所发短期融资券的规模占比分别为28.57%、32.14%和39.29%。

整体来看，水务企业选用短期债券进行融资的频率及规模有所增加，发行规模的增长主要来自AAA主体所发的短期融资券及短期公司债。2020年全年累计使用短期债券融资较大的企业为水发集团有限公司（65亿元）和广东粤海控股集团有限公司（50亿元）。

2020年以来，水务企业所发中长期债券的信用级别呈现向AAA级集中的趋势。

2020年水务企业所发中长期债券（指发行期限在1年以上的债券，下同）的信用级别全部集中在AA以上级别。从发行期数来看，AAA级中长期债券的发行期数占比（48.00%）位居第一，较上年（36.84%）有所提升；其次为AA+级中长期债券，发行期数占比（26.00%）较上年（45.61%）有所下降；AA级中长期债券的发行期数占比（26.00%）较上年（17.54%）有所增长；水务企业所发中长期债券发行期数呈现向AAA级集中的趋势。

从发行规模来看，AAA级中长期债券的发行规模占比（58.50%）位居第一，较上年（49.33%）有所提升；其次为AA+级中长期债券，发行规模占比（23.93%）较上年（40.34%）有所下降；AA级中长期债券的发行规模占比

（17.57%）较上年（10.33%）有所增长；水务企业所发中长期债券发行规模亦呈现向AAA级集中的趋势。

2021年1—6月，水务企业所发中长期债券的期数全部集中在AA以上级别，共发行18期，AAA级占比44.44%，占比最大，为主要发行主体，AA+级和AA级占比均为27.78%；发行规模合计166.50亿元，AAA级所发中长期债券的规模占比为56.46%，AA+级和AA级水务企业所发中长期债券规模占比分别为25.83%和17.72%。

### 水务企业发债利率、利差水平

2019年以来，新冠肺炎疫情突发事件及后续疫情的控制进展对我国宏观经济及货币、财政政策的制定带来较大影响，水务企业债券发行利率随之有所波动；水务企业不同级别、不同期限发行利差呈波动态势。

2019年至2021年6月，除AA级别水务企业债券发行利率波动上升外，其他级别水务企业所发行不同期限债券利率均波动下降（见图8）。2020年，水务企业短期债券的平均发行利率为3.16%，较上年的3.80%大幅下降。2021年1—6月，水务企业短期债券平均发行利率（3.53%）较2020年有所上升，且较上年同期平均发行利率（2.97%）也有所上升。

由于各级别水务企业发行不同期限的公司债、企业债数量较少，本文选取期间内水务企业三年期和五年期中期票据的平均发行利率分析。2020年，水务企业三年期和五年期中期票据的平均发行利率分别为4.04%和3.70%，

图8 2019年—2021年6月水务企业平均发行利率（单位：%）



资料来源：联合资信整理

较上年同期限利率(4.26%和4.30%)有所下降。2021年1—6月,水务企业三年期和五年期中期票据的平均发行利率分别为4.00%和3.98%,较2020年利率均值有所波动。

从发行利差看(见图9),水务企业债券不同级别、不同期限发行利差呈波动态势。其中,AAA主体发行利差波动较小,其他企业发行利率区间及利差波动较大,主要系水务企业样本企业偏少,市场认可度差异较为明显,不同时间段发行企业的差异对发行利率及利差影响很大。2020年及2021年1—6月,水务企业债券不同级别、不同期限发行利差详见表5及表6。

图9 2019年—2021年6月水务企业平均发行利差(单位:BP)



资料来源:联合资信整理

## 八、行业展望观点

水务行业属于弱周期行业,受宏观经济、行业政策等方面影响较其他行业相对较小,整体发展较为稳定。供水方面,城市供水进入平稳发展状态,乡镇供水尚有一定开发空间;在节水提效政策指导下,老旧供水管网改造为水务企业投资增长释放一定空间。污水处理方面,随着国家政策逐渐向节能环保方向倾斜,对污水处理基础设施投资加大,污水处理能力预期将进一步提升,污水处理行业尚有较大增长空间,但应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力。随着水价改革,未来水务行业整体盈利较有所提升,但水务行业涉及民生,公益性较强,短期内盈利增幅仍有限。随着我国城镇化进程推进,城镇居民人口的增长,生活、生产用水等需求端的增长推动水务行业产能持续释放,预期水务行业整体收入将持续增长。且在增加有效投资等政策指导下,水务行业投资增速有所加快。整体看,水务行业信用风险很低,整体信用展望为稳定。NA

表5 2020年—2021年6月各级别水务企业所发短期债券的利率和利差分析统计情况

主体级别	2020年					2021年1—6月				
	样本(个)	利率		发行利差		样本(个)	利率		发行利差	
		区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)		区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)
AA	17	2.07~6.1	3.48	154.78	-3.59	8	3.3~6.5	3.89	164.27	17.59
AA+	9	2~5.3	3.56	158.37	102.15	9	3.03~6.7	3.71	146.68	57.68
AAA	16	1.49~4.12	2.59	56.22	--	12	2.6~4.58	3.15	89	--

注:级差为本信用级别的利差均值减去比该信用级别高1个子级的利差均值

资料来源:联合资信整理

表6 2020年—2021年6月各级别水务企业所发长期债券的利率和利差分析统计情况

主体级别	2020年					2021年1—6月				
	样本(个)	利率		发行利差		样本(个)	利率		发行利差	
		区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)		区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)
AA	13	3.45~7.5	5.18	287.05	126.61	5	4.7~7.5	5.41	256.75	97.4
AA+	13	0.2~6.5	4.2	160.44	49.88	5	3.85~6	4.44	159.35	64.98
AAA	24	2.05~4.8	3.5	110.56	--	8	3.38~5.14	3.8	94.37	--

资料来源:联合资信整理

# 2021年上半年电力行业信用风险总结与展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 黄露

2021年上半年，全国全社会用电量随经济修复性增长而同比增长16.2%；同期，电力投资及电力供应能力稳步提升，清洁能源增量明显。整体看，全国电力供需总体平衡，局部地区部分时段电力供应偏紧。企业层面，2021年上半年电力企业发债规模同比变化不大，仍以短期债券为主。由于煤炭价格整体呈快速上涨趋势，火电企业经营压力明显提升。

预计2021年下半年，电力供需仍将保持相对平衡的快速增长，非化石能源占比将进一步提高。受电力市场化改革持续推进以及“碳达峰”“碳中和”目标等因素影响，电源结构将逐步向绿色低碳转型，技术落后、装机规模小的火电机组仍面临关停压力；清洁能源电量对火电电量挤占程度加剧，火电机组调峰作用将逐步凸显。煤炭价格整体呈快速上升趋势，部分火电企业于二季度开始出现亏损，若下半年煤炭价格无法得到有效控制，火电企业亏损数量及亏损程度将进一步扩大，电力行业整体经营压力也将加大。信用债方面，电力行业发债企业主要为央企和地方国企，企业整体资质好，融资渠道通畅且融资能力强。下半年，虽然电力行业到期兑付债券规模较大，但行业整体偿债风险可控。

## 一、2021年上半年电力行业运行情况

2021年上半年，全国电力供需总体平衡，局部地区部分时段电力供应偏紧。经济复苏带动电力需求增速提升，煤炭市场供不应求加剧煤价攀升，火电企业经营压力明显提升。

## 全社会用电情况

2021年上半年，全国全社会用电量3.93万亿千瓦时，同比增长16.2%（见图1），主要系在疫情影响下2020年同期基数较低所致。

分产业看，疫情得到控制后的经济复苏阶段，各产业用电量均同比快速回升，其中第二产业用电量贡献度高。2021年上半年，第一产业用电量451亿千瓦时，同比增长20.6%，主要由于国家深入推进乡村振兴战略，带动第一产业用电潜力持续释放。第二产业用电量26610亿千瓦时，同比增长16.6%，增速较上年同期提高19.1个百分点。其中高技术及装备制造业、其他制造业行业、消费品制造业、四大高载能行业用电量同比增速分别为27.3%、22.3%、22.2%、13.7%，虽含上年同期疫情因素影响，高载能行业开工率普遍不足，但相较于2019年也保持较高增速，表明第二产业整体规模提升，带动用电量增加。从增速结构看，国内高技术及装备制造业用电量增速明显高于同期制造业平均水平，反映出当前制造业升级态势明显，新动能成长壮大。第三产业用电量6710亿千瓦时，同比增长25.8%，增速较

图1 2020—2021年分月全社会用电量及其增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

上年同期提高29.8个百分点，其中住宿和餐饮业（增速36.8%）、租赁和商务服务业（增速34.9%）、批发和零售业（增速32.9%）用电量同比增速均超过30%。城乡居民生活用电量5568亿千瓦时，同比增长4.5%，增速较上年同期回落2.1个百分点，综合反映进入2021年后，疫情对居民生活影响程度明显减弱。

分区域看，东部地区用电量同比增速领先，西部和东部地区两年平均增速超过全国平均水平。2021年上半年，东、中、西部和东北地区全社会用电量同比分别增长17.7%、16.9%、14.8%和9.6%；两年平均增速分别为7.8%、6.5%、8.7%和4.4%。2021年上半年，28个省份全社会用电量同比增速超过10%，其中，西藏、湖北、广东、浙江、云南、江苏和江西等7个省份用电量同比增速超过20%。

## 电力生产供应情况

### (1) 电力投资

2021年上半年电力投资同比增长6.8%，非化石能源发电投资占电源投资比重高。

2021年上半年，全国主要发电企业电源工程完成投资1893亿元，同比增长8.9%。其中，水电475亿元，同比增长19.1%；火电202亿元，同比增长10.3%；核电226亿元，同比增长44.3%；风电826亿元，同比降低3.2%。水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的91.7%，同比降低0.5%。同期，全国电网工程完成投资1734亿元，同比增长4.7%。

### (2) 装机容量

电源投资增速带动电力装机容量提升，煤电装机占比下降，电源结构绿色低碳转型趋势明显。

2021年上半年，全国基建新增发电设备装机容量5187万千瓦，同比增长1492万千瓦，其中水电和风光电新增装机容量分别同比增加400万千瓦和452万千瓦。截至2021年6月底，全国全口径发电装机容量22.6亿千瓦，同比增长9.5%。全国全口径非化石能源发电装机占总装机容量的比重为45.4%，同比提高3.2个百分点。全口径煤电装

机容量占总装机容量比重降至48.2%，同比降低3.3个百分点，在“碳达峰”“碳中和”目标下，电力行业绿色低碳转型趋势明显。

### (3) 利用小时及发电量

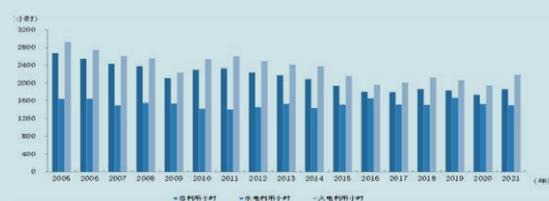
受全社会用电需求的快速回升，火电和核电机组平均利用小时增幅较为明显。

2021年上半年，全国发电设备累计平均利用小时1853小时，同比增加119小时，较2019年同期增加19小时（见图2）。分电源结构看，水电、风电和光伏发电效率主要受自然条件变化影响，2021年上半年，上述发电设备平均利用小时同比变化不大。受疫情得以控制后全社会用电需求快速回升的影响，可自主调峰及稳定发电的火电增幅较为明显。其中，燃煤发电设备平均利用小时为2257小时（江西和甘肃超过2500小时），同比增加254小时；燃气发电设备平均利用小时为1328小时，同比增加132小时。

伴随装机容量的提高以及机组平均利用小时的同比回升，全国发电量保持较快增长，市场电量占比进一步提高。

2021年上半年，全国规模以上电厂总发电量为3.87万亿千瓦时，同比增长13.7%（见图3），增速同比提高15.1个百分点。分电源结构看，受降水偏少等因素影响，全国规模以上电厂水电发电量仅增长1.4%；受电力消费快速增长、水电发电量低速增长的影响，火电发电量同比增长15.0%，核电发电量同比增长13.7%；受装机规模增幅较大影响，全口径并网风电和并网太阳能发电量同比分别增长44.6%和24.0%。从区域划分看，2021年上半

图2 2005年以来历年1—6月份机组平均利用小时情况



资料来源：《2021年1—6月份电力工业运行简报》

年，跨区输出电量同比增长13.0%，跨省输出电量同比增长13.7%。其中，西北区域外送电量1582亿千瓦时，内蒙古外送电量1153亿千瓦时，是外送电量规模最大的省份，同比增长23.6%。2021年上半年，全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量17023亿千瓦时，同比增长41.6%。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为13773亿千瓦时，同比增长43.4%，占全社会用电量比重为35%，同比提高6.4个百分点。

### 行业效益和煤炭成本

行业整体保持盈利，但受煤炭成本快速上升影响，行业中亏损企业的亏损规模快速增加。

2021年上半年，电力、热力的生产和供应业利润总额2024.9亿元。虽行业整体盈利，但由于煤炭成本于二季度快速拉升，3—6月，电力、热力和供应业亏损企业月度亏损总额合计由第一季度的833亿元上升至1290亿元，行业单月利润总额由3981亿元下降至3023亿元。针对火电企业出现成本倒挂的问题，部分地区已出台相关政策，引导电力交易市场价格回调。其中，内蒙古自治区工信厅、内蒙古自治区发改委联合发布《关于明确蒙西地区电力交易市场价格浮动上限并调整部分行业市场交易政策相关事宜的通知》，明确自2021年8月起，蒙西地区电力交易市场燃煤发电电量成交价格以基准价（每千瓦时0.2829元）的基础上可以上浮不超过10%（上限为每千瓦时0.3112元）。

原煤产量增速低于同期煤电发电量增速，二季度市

图3 2020—2021年分月发电量及其增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 场电煤价格快速攀升。

2020年四季度以来，受经济复苏以及冬储影响，煤炭需求加大，带动市场价格快速提高。为合理控制动力煤价格上涨以及确保电煤供应，政策逐步放开鼓励煤炭增产。加之一季度为生产淡季，且部分地区运输相对受限，煤炭采购需求下降，主要电厂煤炭库存下降，导致动力煤价格有所回落。但2021年上半年，全国原煤产量同比增长6.4%，比同期全口径煤电发电量同比增速低8.7个百分点；同期，累计进口煤炭同比下降19.7%。二季度，由于电厂积极补库以备迎峰度夏、大秦铁路检修以及疫情防控致使蒙煤通关量偏低等因素影响，电煤价格迅速攀升，达到2018年以来历史高位。电煤采购及保供工作难度加大，煤电企业燃料成本大幅上涨，6月部分大型发电集团到场标煤单价同比上涨50%左右。煤电企业亏损面明显扩大，部分发电集团6月煤电企业亏损面超过70%、煤电板块整体亏损。主要电厂煤炭库存量明显处于偏低水平。

## 二、2021年以来电力行业主要政策及动态点评

### 关键词1：市场化交易

2021年5月8日，国家发改委、国家能源局发布《关于进一步做好电力现货市场建设试点工作的通知》（发改办体改〔2021〕339号），明确了电力现货试点范围扩大，拟选择上海、江苏、安徽、辽宁、河南、湖北等6省市为第二批电力现货试点。同时，该通知指出要稳妥有序地推动新能源参与电力市场，鼓励新能源项目与电网企业、用户、售电公司通过签订长周期（如20年及以上）差价合约参与电力市场，引导新能源项目10%的预计当期电量通过市场化交易竞争上网，市场化交易部分可不计入全生命周期保障收购小时数，尽快研究建立绿色电力交易市场，推动绿色电力交易。

2021年5月26日，国家发改委、中央网信办、工信部、国家能源局联合发布关于印发《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》（发改高技〔2021〕709

号), 提出支持数据中心集群配套可再生能源电站, 扩大可再生能源市场化交易范围, 鼓励数据中心企业参与可再生能源市场交易。

点评: 电力市场化改革已历时多年, 鼓励引入大数据中心支持, 将有助于市场化交易更便捷、平稳运行; 逐步扩大电力现货市场交易试点范围, 并鼓励新能源参与市场化交易, 有助于提升电价机制灵活性, 加快反映市场供需, 加快发现电力商品价值。

### 关键词2: 新能源

2021年5月21日, 国家发展改革委和国家能源局发布《关于2021年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》(发改能源〔2021〕704号), 明确了各省级行政区今明两年的可再生能源电力消纳责任权重。其中, 各省2021年责任权重确定的保障性并网规模主要用于安排存量项目, 2022年权重指标用于确定2022年度保障性并网规模, 以引导各地区合理安排建设时序、加快推进存量项目建设。

2021年6月24日, 国家能源局综合司发布《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》, 提出加快推进屋顶分布式光伏发展, 拟在全国组织开展整县(市、区)推进屋顶分布式光伏开发试点工作, 并鼓励试点县(市、区)按照有关政策要求, 积极组织屋顶光伏开展分布式发电市场化交易。

2021年6月11日, 国家发展改革委发布《关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知》(发改价格〔2021〕833号), 提出2021年新建项目上网电价按当地燃煤发电基准价执行; 新建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价, 以更好体现光伏发电、风电的绿色电力价值。

点评: 在“碳达峰”“碳中和”大背景下, 预计2025年非化石能源占一次能源消费比重提高至20%左右, 可再生能源消纳权重指标整体提升有助于引导可再生能源的更快增长。依托政府协调, 并充分调动和发挥地方积极性以在整县(市、区)推广分布式光伏, 同时坚持试点

不审批等原则, 也有助于加速可再生能源的扩张以及盘活增量配网业务。但新建项目执行平价上网政策, 行业整体盈利能力或将下行。

### 关键词3: 碳交易

2021年1月5日, 生态环境部发布《碳排放权交易管理办法(试行)》, 自2021年2月1日起施行, 该办法明确了碳市场的参与主体和监管部门等各方的责任、权利和义务。

2021年5月17日, 生态环境部发布《关于发布《碳排放权登记管理规则(试行)》《碳排放权交易管理规则(试行)》和《碳排放权结算管理规则(试行)》的公告》, 进一步规范全国碳市场交易活动。

2021年6月22日, 上海环境能源交易所发布《关于全国碳排放权交易相关事项的公告》。

2021年7月8日, 经国务院常务会议审议通过, 今年7月择时启动发电行业全国碳排放权交易市场上线交易, 并将稳步扩大行业覆盖范围, 以市场机制控制和减少温室气体排放。2021年7月16日, 全国碳排放权交易在上海环境能源交易所正式启动, 首笔全国碳交易价格为52.78元/吨。

点评: 电力行业为首个由试点向全国推广的碳排放交易的行业, 全国推行碳交易有助于提升交易活跃度, 并为可再生能源企业带来额外收益。

### 关键词4: 综合能源

2021年3月初, 国家发展改革委、国家能源局发布《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》(发改能源规〔2021〕280号), 提出了源网荷储一体化和多能互补的实施路径和重点。源网荷储的实施路径方面, 将通过优化整合本地电源侧、电网侧和负荷侧资源, 以先进技术突破和体制机制创新为支撑, 探索构建源网荷储深度融合的新型电力系统发展路径。多能互补的实施路径是利用存量常规电源, 合理配置储能, 统筹各类电源的规划、设计、建设和运营, 优先发展新能源, 积极实施存量“风光水火储一体化”提升, 稳妥推

进增量“风光水(储)一体化”，探索增量“风光储一体化”，严控增量“风光火(储)一体化”。

2021年7月15日，国家发展改革委和国家能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，提出到2025年，要实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变。

点评：建设综合能源系统就是推进源网荷储一体化和多能互补发展。电源、电网、用户均应与能源结构、电力供需和用能需求配置储能紧密结合，且综合能源系统不单是规模的扩大，更对技术进步、标准完善、产业发展、市场培育和商业模式等提出了多维度发展要求，要求注重新型储能的高质量发展。

#### 关键词5：煤炭成本

2021年4月26日，国家发展改革委发布《关于做好2021年煤炭中长期合同监管工作的通知》，对于2021年重点监管的中长期合同(含20万吨及以上的电煤中长期合同)，要求保证月度履约率应不低于80%，季度和年度履约率不低于90%。

点评：大型煤炭生产企业多为央企或国企，中长期合同在整体销售模式中占比高，加强对中长期合同履约率的监管有利于保证煤炭整体供应量，在煤炭价格整体上行背景下，对平稳煤炭价格、缓和火电企业成本压力具有一定积极作用。

#### 关键词6：分时电价

2021年7月26日，国家发展改革委发布《关于进一步完善分时电价机制的通知》，主要从六方面对现行分时电价进行完善，包括明确分时电价机制执行范围、化峰谷电价机制、建立尖峰电价机制、建立健全季节性电价机制和丰枯电价机制、建立动态调整机制以及加强与电力市场的衔接等。

点评：基于电能时间价值差异落实分时电价，有助于引导用户错峰用电，从而在保障电力系统安全稳定运行的情况下，提升系统整体利用效率、降低社会总体用电成本；同时也为抽水蓄能和新型储能发展创造更大空间，对“碳达峰”“碳中和”目标具有积极作用。

### 三、2021年上半年电力企业债券市场表现回顾

2021年上半年，电力行业企业发债规模同比变化不大，集中在高信用等级企业，债券期限仍偏短期，整体发行成本有所下降，且信用利差保持在较低水平。2021年下半年，电力行业企业到期债券规模较大，但由于整体资质好、融资能力强，电力行业整体偿债风险可控。

#### 一级市场概况

2021年上半年，电力行业企业<sup>1</sup>共发行债券224只，

表1 2021年上半年发行债券(不含结构化产品)数量及金额情况(单位:只、亿元)

债券种类	债券数量	债券数量占比	债券金额	债券金额占比
超短期融资券	157	70.09%	2204.60	69.25%
一般短期融资券	4	1.79%	100.00	3.14%
一般公司债	33	14.73%	460.00	14.45%
一般企业债	2	0.89%	20.00	0.63%
一般中期票据	26	11.61%	385.90	12.12%
其他	2	0.89%	13.00	0.41%
合计	224	100.00%	3183.50	100.00%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

<sup>1</sup> 根据 Wind 信用债分类。

发行规模合计3183.50亿元，发债数量及发债总额分别较2020年同期下降10.04%和1.09%（见表1）。2021年上半年，电力行业企业到期债券合计2913.40亿元，行业债券净融资270.10亿元。从发债主体信用等级情况来看，电力行业的发债企业仍集中在高级别企业。2021年上半年新发债电力企业共50家，包括39家AAA级企业、8家AA+级企业和3家AA级企业。2021年上半年，电力行业未发生信用等级迁徙。

从发债期限上来看，电力企业发行债券期限整体偏短期，2021年上半年发行的224只债券中163只债券期限在1年以内（含1年），发行规模2342.6亿元，占总发行额度的73.59%（2020年同期发行短期债券150只，发行规模1825.50亿元，占当期总发行额度的56.72%），主要为银行间超短期融资券产品。中长期债券中，新发行的3年期债券占比高，2021年上半年发行的3年期债券36只，发行规

模500.4亿元，占中长期债券总发行额度的59.51%。

发行成本方面，由于电力行业发债主体主要为高信用等级央企和地方国企，行业利差保持在较低水平。电力行业债券信用利差波动趋势符合产业债信用利差趋势，且因电力行业企业整体资质较好，电力行业债券信用利差水平低于产业债信用利差水平。

### 电力行业<sup>2</sup>2021年上半年财务表现

从财务指标来看（见表2），2021年上半年，电力行业企业资产规模保持增长趋势，流动资产占比较为稳定，总资产周转率同比有所提升；受经济复苏带动电力需求提高，电力行业企业营业总收入同比提升明显，但受煤炭价格上涨以及清洁能源电量占比提升影响，电力行业企业盈利能力及获现能力同比有所下降；债务负担及偿债能力指标同比变化不大。

表2 电力行业企业主要财务指标情况

指标	2020年报		2020年半年报		2021年半年报		
	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	
资产质量	资产总额 (亿元)	537.77	1444.90	488.42	1387.00	561.46	1514.83
	流动资产占比 (%)	16.02	17.58	17.94	19.35	17.81	19.34
	总资产周转率 (次)	0.27	0.32	0.13	0.14	0.15	0.17
盈利能力	营业总收入 (亿元)	116.88	339.06	53.67	151.90	70.87	187.26
	经营性利润 (亿元)	7.92	40.37	2.93	15.57	2.61	17.49
	利润总额 (亿元)	13.47	42.01	7.19	20.35	5.88	21.65
	营业利润率 (%)	10.55	16.37	11.06	18.56	7.00	13.78
	净资产收益率 (%)	6.28	6.42	3.34	3.41	2.42	2.51
现金流	经营活动现金流净额 (亿元)	32.62	93.95	14.34	37.29	13.63	36.54
	现金收入比 (%)	106.85	103.77	103.01	99.92	106.13	101.30
资本结构	所有者权益 (亿元)	171.85	504.13	159.18	460.24	176.98	522.18
	全部债务资本化比率 (%)	57.52	54.92	57.93	56.45	57.39	55.71
	资产负债率 (%)	64.37	62.55	65.66	63.71	64.36	63.13
偿债能力	货币资金/短期债务 (倍)	0.27	0.49	0.35	0.66	0.35	0.59
	流动比率 (%)	0.63	0.72	0.67	0.83	0.77	0.82
	经营现金流动负债比 (%)	0.27	0.31	0.12	0.13	0.11	0.12
	全部债务/经营现金流量净额 (倍)	6.91	9.66	17.42	25.48	17.36	17.23

注：1. 标均未进行年化处理；2. 经营性利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用  
资料来源：Wind

<sup>2</sup> 根据 Wind 信用债分类，截至 2021 年 6 月底有存续债的电力行业企业。

2021年上半年,火电企业财务表现整体符合电力行业变动趋势。主要由于煤炭价格的快速提高,火电企业样本中亏损家数及合计亏损规模同比明显提高,经营性利润同比明显下降。

#### 2021年下半年电力企业债券到期情况

截至2021年6月底,电力行业存续债券共887只,合计余额13888.60亿元。其中,2021年下半年到期金额合计3597.92亿元,9月出现到期兑付峰值730.50亿元(见图4)。但到期规模较大的发行人主要为高信用等级的央企和地方国企,电力行业整体偿债风险可控(见表3)。

### 四、2021年下半年电力行业信用风险展望

根据中国电力企业联合会发布的《2021年上半年全国电力供需形势分析预测报告》,从需求端看,2021年以来我国经济持续稳定恢复,外贸出口高速增长,拉动电力消费需求超预期增长。预计2021年下半年全社会用电量同比增长6%左右,全年全社会用电量增长10%~11%。若冬季出现长时段大范围寒潮天气,则全年全社会用电量增速将可能突破11%。从供给端看,预计2021年全国基建新增发电装机容量1.8亿千瓦左右,年底全国发电装机容量23.7亿千瓦,其中非化石能源发电装机合计达到11.2亿千瓦左右,占总装机容量比重上升至47.3%,比重将有望首次超过煤电。但随着风电和太阳能发电装机比重持续上升,电力系统时段性灵活性调

节能力不足的现象将进一步加剧;此外,西南等部分地区电煤供应偏紧对煤电机组的发电能力形成制约以及部分地区天然气供应紧张将影响气电机组顶峰发电能力等因素,均可能导致部分地区高峰时段电力供应紧张,且电力供应紧张的地区及程度或将超过上年。

受电力市场化改革持续推进以及“碳达峰”“碳中和”目标等因素影响,电源结构将逐步向绿色低碳转型,技术落后、装机规模小的火电机组仍面临关停压力;清洁能源电量对火电电量挤占程度加剧,火电机组调峰作用将逐步凸显。但2021年以来,煤炭价格整体呈快速上升趋势,部分火电企业于二季度开始出现亏损,若下半年煤炭价格无法得到有效控制,火电企业亏损数量及亏损程度将进一步扩大,电力行业整体经营压力加大,或将对整体电力行业信用水平及展望产生不利影响。

信用债方面,由于电力行业发债企业主要为央企和地方国企,企业整体资质好,融资渠道通畅且融资能力强。2021年下半年,虽然电力行业到期兑付债券规模较大,但行业整体偿债风险可控。//

图4 截至2021年6月底存续债券于2021年下半年和2022年到期分布情况(单位:亿元)



资料来源:联合资信根据公开资料整理

表3 2021年下半年到期金额超过100亿元的发债主体情况(单位:亿元)

发债主体	到期金额	发债主体	到期金额
国家电力投资集团有限公司	736.00	中国华能集团有限公司	210.00
中国大唐集团有限公司	340.00	中国长江电力股份有限公司	173.50
中国长江三峡集团有限公司	300.00	华能国际电力股份有限公司	135.00
中国华电集团有限公司	256.00	华电国际电力股份有限公司	126.50
上海电力股份有限公司	219.00	大唐国际发电股份有限公司	100.00

资料来源:联合资信根据公开资料整理

# 银行业2021年上半年观察报

文 | 联合资信评估股份有限公司 张哲铭 殷达 许国号

2021年上半年,我国银行业保持平稳发展态势,信贷资产质量趋于改善,资本保持充足水平。展望未来,人民银行坚持稳健的货币政策,银行体系流动性水平将保持合理充裕,但未来信贷资产质量变化情况仍需关注。

## 关注:

1. LPR改革持续推进,引导实际贷款利率稳中有降,商业银行净息差水平进一步收窄;以LPR为基准的贷款利率定价机制将进一步加大商业银行利率风险管理难度,中小商业银行利率风险面临较大管理压力。

2. 商业银行不良贷款率整体有所下降,但新冠肺炎疫情仍对宏观经济发展产生持续性影响,部分企业经营仍面临一定压力,同时考虑到延期还本付息政策进一步延期至2021年末,商业银行信贷资产质量变化及其对盈利水平可能产生的影响仍需保持关注。

3. 商业银行信贷投放规模的增长在一定程度上加大了资本消耗,资本充足水平略有下降。

## 展望:

1. 国内疫情防控形势保持良好态势,2021年上半年国内生产总值同比增长12.7%,经济持续稳定恢复,生产需求继续回升,银行业信用风险管理压力有望得到持续的缓解。

2. 中国人民银行坚持稳健的货币政策,综合运用中期借贷便利(MLF)、公开市场操作等多种货币政策工具投放流动性,2021年7月15日,中国人民银行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,通过流动性管理优化金融机构资金结构,银行体系流动性水平将保持合理充裕。

3. 2020年11月,国务院批准的用于化解中小银行风险的地方政府专项债券规模2000亿元,随着各地专项债发行工作的逐步推进,部分区域性中小商业银行资本水平将得到一定补充;同时,商业银行无固定期限资本债券发行主体范围不断拓展,资本补充渠道或将进一步拓宽。

## 行业数据

表1 商业银行主要监管指标表(单位:亿元、%)

项目	2020年二季度	2020年三季度	2020年四季度	2021年一季度	2021年二季度
<b>信用风险指标</b>					
关注类贷款	38841.00	38380.00	37763.00	37396.00	37556.00
关注类贷款占比	2.75	2.66	2.57	2.42	2.36
不良贷款余额	27364.00	28350.00	27015.00	27883.00	27908
不良贷款率	1.94	1.96	1.84	1.80	1.76
拨备覆盖率	182.40	179.89	184.47	187.14	193.23
贷款拨备率	3.54	3.53	3.39	3.38	3.39
<b>流动性指标</b>					
流动性比例	58.19	58.63	58.41	58.46	57.62

存贷比	74.60	75.46	76.81	77.15	78.08
流动性覆盖率	142.46	138.67	146.47	141.77	141.21
效益性指标					
净利润(本年累计)	10268.00	15142.00	19392.00	6143.00	11409
资产利润率	0.83	0.80	0.77	0.91	0.83
资本利润率	10.35	10.05	9.48	11.28	10.39
净息差	2.09	2.09	2.10	2.07	2.06
成本收入比	26.93	28.14	31.19	27.12	28.08
资本充足性指标					
核心一级资本充足率	10.47	10.44	10.72	10.63	10.50
一级资本充足率	11.61	11.67	12.04	11.91	11.91
资本充足率	14.21	14.41	14.70	14.51	14.48
杠杆率	6.66	6.72	6.92	6.87	6.86

数据来源: 中国银行保险监督管理委员会, 联合资信整理

## 行业监管政策

表2 2021年上半年银行业主要监管政策

颁布机构	文件名称	主要内容	简要点评
中国银保监会 中国人民银行	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	要求商业银行依法合规开展互联网存款业务, 强化风险管理、强化消费者权益保护, 要求各级监管部门加大监管力度。	有利于商业银行合规稳健经营, 对于弥补制度短板、防范金融风险具有积极意义, 推动商业银行规范开展互联网渠道存款业务。
中国银保监会	《商业银行负债质量管理办法》	明确商业银行负债质量管理内涵和业务范围, 确立负债质量管理体系, 提出了负债质量管理的“六性”要素, 强化负债质量相关监督检查和监管措施。	有助于促进商业银行提升负债业务管理水平, 构建全面、系统的负债业务管理和风险控制体系, 维护银行体系安全稳健运行。
中国银保监会	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	要求商业银行强化风险控制主体责任, 独立开展互联网贷款风险管理, 自主完成对贷款风险评估和风险控制具有重要影响的风控环节, 严禁将关键环节外包; 明确三项定量指标, 包括出资比例、集中度指标、限额指标; 严控跨区域经营, 明确地方法人银行不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。	有助于进一步规范互联网贷款业务行为, 督促商业银行提高经营管理和风险控制水平, 审慎合规开展互联网贷款业务。
中国银保监会住房 和城乡建设部中国 人民银行	《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营, 严防经营用途贷款违规流入房地产领域。同时要求进一步加强中介机构管理, 建立违规行为“黑名单”, 加大处罚问责力度并定期披露。	规范房地产贷款投放, 促进房地产市场平稳健康发展, 同时将释放更多信贷资源服务实体经济发展, 促进金融与实体经济良性循环, 提升金融服务实体经济质效。
中国银保监会	《关于2021年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》	要求商业银行对小微企业保持稳定高效的金融供给; 以支持创新为出发点, 优化金融供给结构; 做优机制体制和专业能力, 实现“敢贷愿贷、能贷会贷”; 多措并举盘活存量信贷资源, 提高金融供给效率; 强化监管引领指导, 推动营造更好外部环境。	进一步贯彻落实金融供给侧结构性改革, 推动更好服务实体经济的战略部署, 持续提升商业银行服务小微企业的质效。

数据来源: 中国银行保险监督管理委员会, 联合资信整理

## 行业主要指标

2021年上半年, 全国银行业金融机构保持平稳发展, 资产负债规模稳步增长, 财务杠杆水平相对稳定。截至2021年6月末, 全国银行业金融机构本外币资产总额336万亿元, 较上年末增长5.09%, 负债总额308万亿元, 较上年末增长5.07% (见图1); 全国金融机构本外币贷款余额191.60万亿元, 较上年末增长7.40%, 全国金融机构本外币存款余额233.20万亿元, 较上年末增长6.78%。自2021年

7月15日起, 人民银行全面下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点 (不含已执行5%存款准备金率的机构), 释放长期资金约1万亿元, 通过流动性管理, 优化金融机构的资金结构。

2021年上半年, 我国持续巩固加强疫情防控和经济社会发展, 经济持续稳定恢复、稳中向好; 随着企业有序复工复产恢复经营, 叠加不良贷款处置力度的加大, 商业银行不良贷款规模增幅明显减小, 关注类贷款规模有

所下降,且随着贷款总额的较快增长,商业银行不良贷款率以及关注类贷款占比较上年末均有所下降,信贷资产质量趋于改善,其面临的信用风险可控。截至2021年6月末,全国商业银行不良贷款余额2.79万亿元,较上年末增长893亿元,不良贷款率为1.76%,较上年末下降0.08个百分点;关注类贷款余额3.76万亿元,较上年末下降207亿元,占贷款总额的2.36%,较上年末下降0.21个百分点(见图2)。从拨备情况来看,商业银行仍保持较大规模的贷款减值准备计提力度,拨备覆盖率有所上升,截至2021年6月末,全国商业银行拨备覆盖率193.23%,较上年末上升8.76个百分点。

2021年6月,1年期和5年期以上LPR分别为3.85%和4.65%,均与上年12月持平;但随着LPR改革潜力持续释放,引导实际贷款利率稳中有降,推动金融系统向实体经济让利。2021年6月,贷款加权平均利率为4.93%,创有统计以来新低,同时负债成本基本保持稳定,导致二季度全国商业银行净息差仍呈收窄态势。但2021年6月21日,市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式,有利于促进银行负债成本的降低,净息差收窄压力或将得到一定缓解。2021年二季度,全国商业银行净息差2.06%(见图3),较2020年四季度下降0.04个百分点;2021年上半年,全国商业银行实现净利润11409亿元,同比增长11.11%。

2021年以来,中国人民银行以每月一次的频率稳定开展央行票据互换(CBS)操作,对于提升银行永续

债的二级市场流动性,支持中小银行发行永续债补充资本发挥了积极作用;但另一方面,信贷投放规模的增长在一定程度上加大了商业银行资本消耗,商业银行资本充足水平略有下降,但资本仍保持充足水平。截至2021年6月末,商业银行资本充足率为14.48%,较上年末下降0.22个百分点;一级资本充足率为11.91%,较上年末下降0.13个百分点;核心一级资本充足率为10.50%,较上年末下降0.22个百分点;核心一级资本净额占资本净额72.47%,较上年末下降0.43个百分点(见图4)。此外,2020年,国务院批准2000亿元专项债券用于地方支持化解中小银行风险,目前已有广东、广西、内蒙古、山西、浙江等12个省份发行了专项债券补充银行资本金,规模合计逾1188亿元。专项债的成功发行一定程度上拓宽了中小银行补充资本的渠道,但其并非资本补充的常态化措施,且部分资金计入负债,在资本补充形式及补充结果上存在一定限制。

图1 全国银行业金融机构资产负债情况(单位:亿元)



数据来源:中国银行保险监督管理委员会,联合资信整理

图2 全国商业银行信贷资产质量(单位:亿元)



数据来源:中国银行保险监督管理委员会,联合资信整理

图3 全国商业银行盈利情况(单位:亿元)



数据来源:中国银行保险监督管理委员会,联合资信整理

## 行业内债券发行统计

根据Wind统计数据, 2021年上半年, 银行业金融机构在银行间市场发行同业存单共计15019只, 发行总量为10.91万亿元, 发行总量较上年同期增加39.12%。

从债券种类来看, 2021年上半年, 商业银行在银行间市场合计发行51只金融债券, 共计募集资金4145.00亿元, 发行票面利率3.18%~4.00%, 发行期限均为3年期。其中, 普通金融债、小微金融债、绿色金融债、双创金融债和三农金融债分别为10只、31只、8只、1只和1只; 按发行规模计算, 占比分别为32.81%、62.53%、2.94%、1.21%和0.51%。商业银行在银行间市场合计发行35只二级资本债券, 共计募集资金1096.20亿元, 发行票面利率3.87%~6.00%, 发行期限包括10年和15年期; 发行32只无固定期限资本债券, 募集资金3105.00亿元, 发行票面利率4.04%~5.20% (见表3)。在监管机构不断推动资本工具创新发展的环境下, 2021年1月, 宁波通商银行成功发行首单转股型无固定期限资本债券, 发行规模为5亿元。

从金融债券发行主体看, 共有42家商业银行发行金融债券, 其中大型商业银行3家、股份制银行8家、城市商业银行21家、农村商业银行8家、外资商业银行2家。金融债券发行主体信用等级均在AA及以上, 按发行规模计算, 主体信用等级AAA、AA+、AA的占比分别为96.28%、3.68%和0.05%。从二级资本债券发行主体看, 共有32家商业银行发行二级资本债券, 其中, 大型商业银行2家、股份制银行1家、城市商业银行12家、农村商业银行



16家、外资商业银行1家。二级资本债券发行主体的信用等级在A及以上, 按发行规模计算, 主体信用等级AAA、AA+、AA、AA-、A+、A的占比分别为91.50%、4.83%、1.37%、0.18%、1.92%和0.19%。从无固定期限资本债券发行主体看, 共有28家商业银行发行无固定期限资本债券, 发行主体有所扩大, 其中国有大型商业银行3家、股份制商业银行3家、城市商业银行16家、农村商业银行5家、民营银行1家, 无固定期限资本债券发行主体信用等级在AA及以上, 按发行规模计算, 主体信用等级AAA、AA+、AA的占比分别为94.30%、4.73%和0.97%。

2021年上半年, 主体级别调整情况 (含评级展望调整) 见表4, 其中3家调升, 3家调降。调升理由主要包括经营区域环境相对较好、地方政府支持力度较大等外部因素和资本实力不断增强、信贷质量处于行业较好水平、市场竞争力较为突出、盈利能力提升等内部因素。调降理由主要包括经营区域地区经济下行等外部因素和资产质量下降、拨备和资本水平不足、盈利能力下滑等内部因素。

除上述表格外, 受盈利及资本等相关指标下降的影响, 2021年4月, 中诚信国际认为广州农村商业银行股份有限公司 (以下简称“广州农商银行”) 在盈利及资本等相关指标弱化明显, 对偿债能力产生不利影响, 且2020年以来, 广州农商银行高管变动较为频繁, 未来发展具有不确定性, 将其评级展望从稳定调整为负面; 2021年7月, 中诚信国际综合考虑广州农商银行增资扩股的稳步推进、区域环境和信用环境良好、作为上市公司较为多元的资本补充渠道等优势将评级展望调整至稳定。

图4 全国商业银行资本状况



数据来源: 中国银行保险监督管理委员会, 联合资信整理

表3 2021年上半年商业银行债券发行情况(单位:家、只、亿元、%、年)

债券类型	客户类型	主体家数	债券只数	发行金额		发行利率		发行期限	
				最低金额	最高金额	最低利率	最高利率	最短期限	最长期限
金融债券	大型商业银行	3	3	100	200	3.30	3.38	3	3
	股份制银行	8	10	100	600	3.18	3.55	3	3
	城市商业银行	21	27	7	150	3.28	4.00	3	3
	农村商业银行	8	9	2	30	3.29	3.70	3	3
	外资商业银行	2	2	10	20	3.50	3.60	3	3
二级资本债券	大型商业银行	2	3	100	300	4.15	4.38	5+5	10+5
	股份制银行	1	1	90	90	4.40	4.40	5+5	5+5
	城市商业银行	12	14	10	60	3.87	5.20	5+5	5+5
	农村商业银行	16	16	0.6	10	4.60	6.00	5+5	5+5
	外资商业银行	1	1	20	20	4.70	4.70	5+5	5+5
无固定期限资本债券	大型商业银行	3	3	300	700	4.04	4.42	5+N	5+N
	股份制银行	3	3	300	415	4.06	4.30	5+N	5+N
	城市商业银行	16	19	5	80	4.80	5.20	5+N	5+N
	农村商业银行	5	6	5	30	4.80	4.90	5+N	5+N
	民营银行	1	1	15	15	4.90	4.90	5+N	5+N

数据来源: Wind, 联合资信整理

## 级别调整情况

表4 2021年上半年商业银行级别调整一览表

发行人	评级调整	本次评级结果	上次评级结果
泉州农村商业银行股份有限公司	调升	AA/稳定	AA-/稳定
浙江桐庐农村商业银行股份有限公司	调升	AA/稳定	AA-/稳定
威海蓝海银行股份有限公司	调升	AA/稳定	AA-/稳定
山西榆次农村商业银行股份有限公司	调降	A-/列入观察名单	A+/负面
四川天府银行股份有限公司	调降	AA+/负面	AA+/稳定
贵州花溪农村商业银行股份有限公司	调降	A+/负面	A+/稳定

数据来源: Wind, 联合资信整理

## 行业展望

2021年上半年,随着我国经济运行持续稳定恢复,生产需求继续回升,银行业整体保持平稳发展态势,资产、负债、利润均保持增长,信贷资产质量趋于改善,资本整体保持充足水平。展望未来,中国人民银行坚持稳健的货币政策,货币信贷和社会融资规模合理适度增长,为货币信贷的增长创造良好条件;同时,商业银行无固定期限资本债券发行主体范围不断扩大,加之用于化解中小银行风险的地方政府专项债券工作的持续推

进,商业银行资本水平将得到一定的补充。另一方面,随着LPR改革潜力持续释放,加之减费让利政策的持续推进,商业银行贷款利率水平或将保持下降趋势,但考虑到存款利率监管优化将推动负债成本下降,商业银行净息差收窄幅度或将得到一定控制。此外,商业银行信贷资产质量趋于改善,但考虑到新冠疫情仍对宏观经济发展产生持续性影响,未来信贷资产质量变化情况仍需关注。综上所述,联合资信认为,在未来一段时间内我国银行业信用水平将保持稳定。 ▮

# “15号文”及“补充通知”对城投非标融资都有什么影响？

文 | 联合资信评估股份有限公司 非标评级部

《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发〔2021〕15号，以下简称“15号文”）主要围绕政府融资平台公司的隐性债务新增与化解方面，做出了明确规定。总体来看，“15号文”多项规定是之前一系列监管政策的延续。下文就“15号文”涉及的几项具体措施，浅谈一下对城投非标融资的影响。

**明确非标产品投资“禁区”；基础产业类非标产品为“15号文”规范范围，城投非标融资进一步受阻**

“15号文”对银行保险机构向政府融资平台提供融资的合规性进行了细化描述，要求严禁新增隐性债务，并对政府违规担保、以国有资产或不合规土地对融资提供的担保、以预期土地出让收入作为还款来源、名股实债等可能新增隐性债务的形式做了强调。“15号文”明确要求银行以及保险资金不得通过理财、信托等非标产品违规向政府融资平台提供融资，明确了非标产品投资“禁区”。

从平台公司融资角度来看，融资平台的偿债资金来源于再融资、内生现金流，再融资的来源分为信贷资金、债券资金及非标资金（含信托、融资租赁），部分投向基础产业（地方公共事业、城市建设等领域）的非标产品，属于“15号文”规范的范围，在“压降融资类信托”的背景下，会因“15号文”受到进一步影响，城投非标融资进一步受阻。

同时，“15号文”中对融资平台公司的识别以财政部监测平台的隐性债务名单为准，也就是说通过查询监测平台看是否有隐性债务来判断企业是否属于涉及隐性债务的融资平台，识别标准更加清晰和明确。

**涉及隐性债务的平台公司，资金使用方面更为严格；同时，“控增量、保存量”为重点目标**

政府融资平台分成两类：不涉及地方政府隐性债务和承担地方政府隐性债务的平台。“不得新增隐性债务”是最基本的要求，对于涉及地方政府隐性债务的平台，“15号文”还提出“银行保险机构不得对其新增流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资”。根据银保监会于2020年9月发布的《债权投资计划实施细则》（银保监办发〔2020〕85号），针对债权投资计划，投资基础设施项目的，在还款保障措施完善的前提下，可以用于补充融资主体营运资金，但比例上限为40%。相比《债权投资计划实施细则》，“15号文”对于涉及地方政府隐性债务的平台公司在保险资金的使用上更加严格，将对保险资金的募集资金用途产生影响，比例上限为40%的流动资金贷款将受到限制，债权投资计划的募集资金规模将较先前下降。

“15号文”补充通知提出，“对于涉及隐性债务的平台公司，各银行、保险机构的存量流动贷款可以视必要情况续作，逐步压缩”“信托和租赁只要没有指定用途的都是流贷，但到期可以续作”。对于平台公司来说，存量债务中通过非标融资来补充流动资金为常用募集资金用途，明确到期可续作，在存量债务上给了一定缓冲，避免出现流动性风险。但至于操作层面如何去“续作”，“15号文”明确要求银行和保险机构自担风险、自负盈亏，需要资金端银行和保险机构去考虑平台公司的存续债务未来如何化解。

**在政策上留有一定回旋空间，对于非标产品而言，出现大规模风险暴露的概率不大**

尽管“15号文”严禁地方融资平台新增隐性债务，



但是同时提出“对必要的在建项目允许在不扩大建设规模和防范风险的前提下，继续提供融资，避免出现工程烂尾。”“对确因经营需要且符合项目融资要求的，必须由客户报本级人民政府书面审核确认，银行保险机构将审核确认情况作为审批融资的前提条件。”“15号文”在政策上避免了一刀切，留有一定回旋空间，也进一步明确了地方政府的管理责任，对单笔项目融资从确认流程上进行了管控。

融资平台筹集资金的用途通常为地方公共事业和城市建设等，自身经营性现金流难以覆盖投资支出，因此严重依赖借新还旧和滚动融资的外部负债。对于一些投向政府融资平台的非标产品而言，由于其融资成本偏高，城投非标融资将成为化解的重要部分之一。“15号文”要求“优先化解期限短、涉众广、利率高、刚性兑付预期强的债务，防范存量隐性债务资金链断裂的风险”。此项规定符合“15号文”要求在严禁新增隐性债务基础上，牢牢守住不发生系统性风险的底线，意在排雷而不是爆雷的整体基调。因此，对于非标产品而言，“15

号文”倾向于逐步化解，而非标产品又为化解债务的对象之一，其出现大规模风险暴露的概率不大。

此外，银保监会针对“15号文”做出了补充通知，要求“隐性债务的识别主体为单一法人”。不以集团为口径，母公司和子公司单独看，不至于出现因集团内某一家公司涉及隐性债务导致整个集团公司融资受到限制。

“标准类债权和合格的资管产品不受约束”，监管不对这类产品进行限制，放宽了标品的限制。

**关注城投企业风险变化：“弱资质城投+隐性债务城投平台”流动性压力继续上升；偏传统类城投企业和偏市场类城投企业或将出现风险分化**

对于弱资质城投，在发债融资层面，2021年初以来交易所和交易商协会参照财政部对地方政府债务风险等级划分，对弱资质城投发债加以约束。财政部依据各地法定政府债务和综合债务等风险情况进行评估，将地方政府债务风险分为红、橙、黄、绿色四个等级，风险依次由高到低，并按照不同分档限制募集资金用途。城投发债融资全面收紧，弱资质城投面临较大的流动性压力。相对来说，弱资质城投由于其发行债券融资受限，本身对于非标融资较为依赖，如同时涉及地方政府隐性债务，在“15号文”的规范下其债务新增以及置换将会受到较大的影响，这一类城投企业流动性压力继续上升。

同时，需要关注偏传统类城投企业和偏市场类城投企业出现的风险分化。“15号文”明确提出“对承担地方政府隐性债务的客户，不得新提供流贷或流贷性质的融资。”补充通知中提出存量流贷逐步压缩，只是控制节奏但最终目的仍是限制流贷。对于主要从事基础设施建设等公益类业务领域的传统类城投企业，其融资的资金流向多用于特定的项目，对流动资金贷款的依赖程度较低，而开展较多市场化业务的城投企业，项目类融资较少，相对于传统类城投企业来说则更多的依赖于流动资金贷款。在“15号文”严格限制流贷的监管背景下，对涉及地方政府隐性债务的城投企业，偏市场类城投企业融资或将受到较大影响，未来两类城投企业风险也将有所分化。▮

# 2021年二季度资产支持证券市场研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 薛逸竹 王正清 陈诣辉



2021年二季度，我国资产支持证券市场在产品创新方面不断取得新突破，为支持实体经济和绿色发展提供了有力支撑，2021年4月15日，国内首单单SPV结构商贸物流产业CMBS成功发行；2021年4月20日，国内首单乡村振兴资产证券化产品成功发行；2021年6月1日，国内首单绿色车贷ABS产品成功落地。

2021年二季度资产支持证券市场增长较为平稳，共发行512单1369只资产支持证券，发行规模7234.57亿元，环比和同比均有所上升，其中银行间ABS同比增幅较大，表现较为突出。资产支持证券发行信用等级主要集中在AAA<sub>sf</sub>和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值分别为124BP、223BP和304BP，各信用等级利差检验均具有显著差异，信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度。

展望2021年三季度，我国资产支持证券市场有望继续增长，支撑市场的有利因素包括货币政策有望更趋灵活、商业银行继续加快住房抵押贷款支持证券的发行、特殊机遇资产规模持续上升推动特殊机遇资产证券化

产品继续增多。2021年三季度，资产支持证券市场到期兑付压力明显缓解，资产支持证券市场信用风险的释放有望放缓，但投资者仍需重点关注房地产类资产证券化产品的政策收紧风险、旅游景区门票类资产证券化产品的基础资产现金流下滑风险、基础设施收益权类资产证券化产品的原始权益人和增信主体经营恶化风险。

## 一、市场要闻概览

### 国内首单单SPV结构商贸物流产业CMBS成功发行

2021年4月15日，由深业资本（深圳）有限公司作为发起机构的“国信证券-深业泰富智慧出行产业园资产支持专项计划”在深圳证券交易所成功发行。该产品是全国首单单SPV结构商贸物流产业CMBS产品，产品标的资产为深业集团有限公司持有的位于深圳市罗湖区的深业车城广场以及家之福家具建材市场，项目规模18.00亿元，其中优先级17.90亿元，占比99.44%，AAA评级，发行利率3.88%；次级档0.10亿元，占比0.56%，无评级。该产品的原始权益人为深业资本（深圳）有限公司，主承销商、发行机构和受托机构均为国信证券股份有限公司。

联合认为此次单SPV结构商贸物流产业CMBS产品的成功发行，对于提高资产证券化金融工具发行效率，拓展商贸物流企业融资渠道，盘活商贸物流企业存量资产做出了有益尝试。相比于传统的“信托+专项计划”双层结构设计，该产品采用无信托单SPV结构，由专项计划直接受让借款债权，将标的物业直接抵押给国信证

券,通过“去通道”方式,节约了信托通道费和产品增值税,有效提升了申报发行效率;同时,该单产品以未来现金流变现的创新融资方式,充分挖掘商贸物流企业的市场价值,盘活商贸物流企业的存量优质资产,助力解决我国商贸物流企业的融资困难问题,为支持我国商贸物流发展事业做出了一定贡献。

### 国内首单乡村振兴资产证券化产品成功发行

2021年4月20日,新希望(天津)商业保理有限公司作为发起机构的“新希望(天津)商业保理有限公司2021年度普惠1号第一期资产支持商业票据(乡村振兴)”在银行间市场成功发行。该产品是国内首单乡村振兴资产证券化产品,产品发行总规模为2.35亿元,其中优先级2.23亿元,占比94.89%,期限1年,AAA评级,发行利率4.10%;次级档0.12亿元,占比5.11%,无评级。该产品的原始权益人为新希望(天津)商业保理有限公司,主承销商为招商银行股份有限公司,发行机构和受托机构为中国对外经济贸易信托有限公司。

联合认为乡村振兴资产证券化产品的成功发行,对金融创新助力乡村振兴起到了积极作用。全面推进乡村振兴,加快农业农村现代化,是实现中华民族伟大复兴的一项重大任务,也是我国在现代化进程中必须解决的问题,然而,农村金融服务长期以来一直是我国金融体系最薄弱的环节之一,虽然“十三五”时期农村金融改革试点取得了显著成效,但挑战依然存在,亟需产品和服务方式的进一步创新升级。此次乡村振兴资产支持商业票据,第一次实现了将ABCP创新产品与乡村振兴的结合,既充分发挥了ABCP创新产品的融资优势,又大力扶持了三农金融产业的振兴发展,是金融行业发挥行业优势,以创新模式助力乡村振兴的重要尝试与成功探索,

为资本市场服务国家战略提供了新的范例。

### 国内首单绿色车贷ABS产品落地

2021年6月1日,由上海汽车集团财务有限责任公司(简称“上汽财务”)作为发起机构的“上和2021年第一期绿色个人汽车抵押贷款资产支持证券”在银行间债券市场成功发行设立。该产品是国内首单绿色个人汽车抵押贷款资产支持证券化产品,产品发行规模9.10亿元,入池基础资产为上汽财务发放的新能源汽车抵押贷款债权及附属担保权益,募集资金将全部投向新的新能源汽车贷款。该产品的原始权益人为上海汽车集团财务有限责任公司,牵头主承销商为国泰君安证券股份有限公司,发行机构和受托机构为上海国际信托有限公司。

联合认为此次绿色车贷资产证券化产品的成功发行,对于丰富我国绿色债券品种,推动新能源汽车行业的发展具有重要意义。2020年以来国家多次就实现“2030年碳达峰,2060年碳中和”的双碳目标做出重要指示,实现国家的绿色与高效发展成为我国重要发展战略之一。然而,长期以来,汽车行业的碳排放问题一直困扰着中国的绿色发展,因此,发展新能源汽车成为我国实现绿色发展的重要途径。此次绿色车贷资产证券化产品的成功落地,为新能源汽车行业注入了新的资金和动力,对于推动新能源汽车行业的发展起到了积极作用,同时,该产品的成功发行,是我国绿色债券的又一次创新,对于资本市场助力我国绿色发展具有一定借鉴作用。

## 二、发行概况

2021年二季度,资产支持证券发行环比、同比均有所上升<sup>1</sup>。具体来看,2021年二季度,我国债券市场共发

<sup>1</sup> 统计期以债券发行日为准,统计范围包括银行间市场、上交所和深交所市场公募和私募发行的资产支持证券,不包括全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场发行的资产支持证券。

行512单1369只资产支持证券，发行单数和只数环比分别上升8.47%和6.79%，同比分别上升8.94%和9.17%；发行规模为7234.57亿元，环比增加13.00%，同比显著增加40.92%。整体看，2021年二季度，资产支持证券市场规模稳步增长（见图1）。

分市场看，2021年二季度，银行间市场共发行186单489只资产支持证券，发行规模为3608.13亿元，发行单数、只数和规模环比、同比均有所增长；交易所市场共发行326单880只资产支持证券，发行规模为3716.43亿元，发行单数和只数环比、同比均小幅下降，发行规模环比、同比均有所增长（见表1）。总体看，银行间市场资产支持证券的发行规模同比增幅高于交易所市场，主要

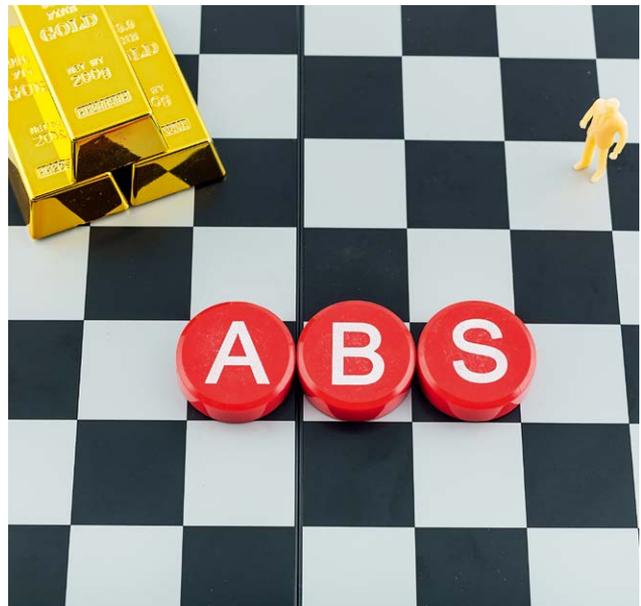


图1 2020年—2021年二季度资产支持证券发行规模及单数走势图



数据来源: Wind, 联合资信整理

源于银行间市场个人住房抵押贷款、应收票据和应收账款等资产支持证券发行量上升所致。

从银行间市场来看，2021年二季度，信贷资产支持证券（以下简称“银行间ABS”）共发行51单136只，发行规模为2047.97亿元，发行单数、只数环比均有所上升，发行规模环比小幅下降，与上年同期相比，发行单数、只数、发行规模均大幅上升；银行间资产支持票据（以

表1 资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数(单)			发行只数(只)			发行规模(亿元)		
	银行间市场	交易所市场	全市场	银行间市场	交易所市场	全市场	银行间市场	交易所市场	全市场
二季度	186	326	512	489	880	1369	3608.13	3716.43	7324.57
二季度环比增幅(%)	30.99	-1.21	8.47	29.02	-2.55	6.79	12.40	13.59	13.00
二季度同比增幅(%)	39.85	-3.26	8.94	45.54	-4.14	9.17	80.33	16.25	40.92

数据来源: Wind, 联合资信整理

表2 银行间市场资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数(单)		发行只数(只)		发行规模(亿元)	
	银行间ABS	银行间ABN	银行间ABS	银行间ABN	银行间ABS	银行间ABN
二季度	51	135	136	353	2047.97	1560.17
二季度环比增幅(%)	21.43	35.00	8.80	38.98	-7.33	55.97
二季度同比增幅(%)	64.52	32.35	61.90	40.08	105.71	55.20

数据来源: Wind, 联合资信整理

下简称“银行间ABN”)共发行135单353只,发行规模为1560.17亿元,发行单数、只数和规模环比、同比均显著增长(见表2)。总体看,二季度银行间ABS发行单数、只数和规模同比增幅较银行间ABN更高,主要源于基础资产为个人住房抵押贷款的资产支持证券发行同比增幅较大,在经济增速逐步恢复、房地产贷款集中度管理政策背景下,RMBS仍然是商业银行高效盘活存量资产、优化资金结构、置换房贷资金的重要工具。

从资产支持证券的承销情况来看,2021年二季度,中信证券股份有限公司、平安证券股份有限公司和中国国际金融股份有限公司的承销金额、承销单数均位居前三位。

按照基础资产类型统计,2021年二季度,应收账款(1520.13亿元)、个人住房抵押贷款(1290.12亿元)和应收票据(1064.00亿元)均超过1000亿元,是发行规模最大的三类基础资产,其次是保理合同债权(710.60亿

表3 资产支持证券基础资产类型发行统计表

基础资产	发行单数(单)	发行只数(只)	发行规模(亿元)
应收账款	92	227	1520.13
个人住房抵押贷款	17	56	1290.12
应收票据	72	210	1064.00
保理合同债权	129	229	710.60
应收租赁款	55	182	639.29
汽车抵押贷款	14	33	598.91
基础设施收费	17	71	382.30
消费性贷款	30	95	328.52
小额贷款	35	125	306.20
商业房地产抵押贷款	10	23	186.14
信托受益权	10	31	86.84
不良贷款	15	30	58.84
企业信贷资产	1	4	24.38
其他收益权	12	47	107.81
其他债权	3	6	20.50
总计	512	1369	7324.57

注:表格按照发行规模由高到低排序,其他收益权、其他债权排在最后;基础资产为其他收益权的ABS项目包括基础资产为棚改/保障房(10单)和物业费收费(2单)的收益权类ABS项目;基础资产为其他债权的ABS项目包括基础资产为补贴款债权(2单)和未列明基础资产类型(1单)的债权类ABS项目  
数据来源:Wind,联合资信整理

元)、应收租赁款(639.29亿元)和汽车抵押贷款(598.91亿元),发行规模均超过500亿元;从发行单数看,保理合同债权(129单)、应收账款(92单)、应收票据(72单)、应收租赁款(55单)和小额贷款(35单)排名前五位(见表3)。

截至2021年二季度末,债券市场上共有3697单9533只资产支持证券存续,本金存量规模为47519.51亿元(见表4)。从存量规模占比来看,前五大基础资产类型分别为个人住房抵押贷款(27.04%)、应收账款(13.47%)、应收票据(10.95%)、保理合同债权(8.19%)和商业房地产抵押贷款(8.00%)。

表4 截至2021年二季度末资产支持证券存量统计表

基础资产类型	存量单数(单)	存量只数(只)	存量规模(亿元)	存量规模占比(%)
个人住房抵押贷款	266	730	12846.92	27.04
应收账款	476	1132	6402.70	13.47
应收票据	417	1022	5202.46	10.95
保理合同债权	667	1169	3889.71	8.19
商业房地产抵押贷款	185	478	3803.38	8.00
应收租赁款	510	1323	2577.29	5.42
消费性贷款	234	653	2498.98	5.26
汽车抵押贷款	96	204	2143.59	4.51
小额贷款	161	509	1677.24	3.53
基础设施收费	179	831	1424.21	3.00
房地产投资信托基金	77	206	1297.98	2.73
信托受益权	135	408	1096.56	2.31
企业信贷资产	34	72	594.58	1.25
不良贷款	70	117	259.46	0.55
信用卡贷款	6	15	257.69	0.54
PPP项目	24	135	211.01	0.44
保单贷款	8	22	203.75	0.43
融资融券债权	6	13	82.00	0.17
其他收益权	118	445	756.64	1.59
其他债权	28	49	293.37	0.62
总计	3697	9533	47519.51	100.00

注:1.基础资产为其他收益权的ABS项目包括基础资产为棚改/保障房(68单)、物业费收费(41单)、客票收费(7单)、土地承包费(1单)和机场航空性收费(1单)的收益权类ABS项目;2.基础资产为其他债权的ABS项目包括基础资产为补贴款债权(15单)、委托贷款(7单)、未列明基础资产(4单)、有限合伙份额(1单)和特殊机遇资产(1单)的债权类ABS项目  
数据来源:Wind,联合资信整理

### 三、信用等级分布

2021年二季度，新发行的资产支持证券中，有739只具有信用评级，总体上集中于AAA<sub>sf</sub>和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行只数占比83.76%，发行规模占比96.26%；AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级资产支持证券的发行只数占比约12.04%，发行规模占比约3.06%（见表5）。

截至2021年二季度末，在存量资产支持证券中，有5072只具有信用评级，集中于AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>三个等级。AAA<sub>sf</sub>级、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的存量只数占比分别为76.42%、18.73%和2.19%，存量规模占比分别为92.38%、6.23%和0.92%（见表6）。

### 四、信用事件

2021年二季度，债券市场上未出现资产支持证券违约，同比未发生变化；48只资产支持证券信用评级下调，同比大幅增加37只；11只资产支持证券被列入评级

观察名单<sup>2</sup>，同比增加5只。

级别下调方面，市场共有8家原始权益人发起的9单48只资产支持证券债项评级发生下调，原始权益人家数同比增加6家，发行单数同比增加7单，只数同比增加37只。本季度资产支持证券发生评级下调的级别变动较小，其中42只债券仅仅下调一个级别。此外，“天风-泛海民生金融中心2018年第一期资产支持专项计划”和“天风-泛海民生金融中心2019年第一期资产支持专项计划”2单4只资产支持证券债项评级大幅下调。本季度级别下调资产支持证券涉及的行业主要为公交客运（18只债券）、文化旅游（17只债券）和房地产（6只债券）。从级别下调原因来看，本季度资产支持证券级别下调主要原因是受新冠疫情影响的集中反映，2020年新冠疫情爆发

表5 2021年二季度资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数	发行只数占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模占比 (%)
AAA <sub>sf</sub>	619	83.76	5337.12	96.26
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	89	12.04	169.59	3.06
AA <sub>sf</sub>	17	2.30	27.33	0.49
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2	0.27	0.51	0.01
A <sub>sf</sub>	2	0.27	3.26	0.06
BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	7	0.95	4.00	0.07
BBB <sub>sf</sub>	1	0.14	1.98	0.04
BBB <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	2	0.27	0.93	0.02
总计	739	100.00	5544.71	100.00

注：该统计以发行人付费评级机构的评级结果为准，对于具有多个发行人付费评级机构出具的评级结果，以较低的信用等级为准，均不考虑未在国内注册的评级机构的评级结果，下同

数据来源：Wind，联合资信整理

表6 截至2021年二季度末存续资产支持证券信用等级统计表

级别	存量只数	存量只数占比 (%)	存量规模 (亿元)	存量规模占比 (%)
AAA <sub>sf</sub>	3876	76.42	31726.92	92.38
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	950	18.73	2141.01	6.23
AA <sub>sf</sub>	111	2.19	317.31	0.92
AA <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	5	0.10	7.28	0.02
A <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	48	0.95	34.39	0.10
A <sub>sf</sub>	10	0.20	16.82	0.05
A <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	5	0.10	4.71	0.01
BBB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	23	0.45	13.23	0.04
BBB <sub>sf</sub>	1	0.02	1.98	0.01
BBB <sup>-</sup> <sub>sf</sub>	13	0.26	7.43	0.02
BB <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	2	0.04	0.27	0.00
BB <sub>sf</sub>	3	0.06	4.49	0.01
B <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	6	0.12	6.90	0.02
B <sub>sf</sub>	4	0.08	13.54	0.04
CCC <sub>sf</sub>	1	0.02	0.50	0.00
CC <sub>sf</sub>	12	0.24	36.76	0.11
C <sub>sf</sub>	2	0.04	9.60	0.03
总计	5072	100.00	34343.13	100.00

数据来源：Wind，联合资信整理

<sup>2</sup> 评级观察名单不包括信用等级发生调整且同时被列入评级观察名单的发行人信息。

以来,我国部分地区的公交客运和旅游景点受到了较大影响,造成了蚌埠市公共交通集团有限公司、青岛极地海洋世界有限公司的车票、门票现金流的大幅下降,并且在短期内难以恢复,由此引发了相关资产支持证券的级别下调。此外,国家对房地产行业的调控也是造成本季度资产支持证券下调的重要原因,2021年国家加大了对房地产行业的调控,去杠杆、降负债成为整治房地产行业的重要任务,在此背景下,负债率较高、扩张较为激进的中国泛海控股集团有限公司深陷债务危机,并造成了相关债券的大幅下调。

被列入评级观察名单方面,市场共有5家原始权益人发起的6单11只资产支持证券被列入评级观察名单,原始权益人家数同比增加1家,发行单数同比增加2单,发行只数同比增加5只。本季度被列入评级观察名单的债券级别主要为AAA级债券(6只)和CC级债券(3

只),主要原始权益人为恒大地产集团有限公司(3只)和固安九通基业公用事业有限公司(3只),行业主要为房地产行业、文化旅游行业和公用事业行业。

## 五、发行利差分析

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失以及有外部增信的样本后,我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率,得到每只资产支持证券的发行利差<sup>3</sup>。

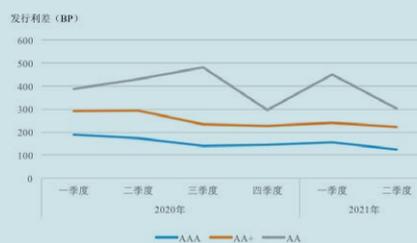
2021年二季度,资产支持证券的发行利率和利差均值均随信用等级的下降而上升,说明信用评级对资产支持证券的信用风险具有较好的区分度(见图2和图3)。AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值分别为124BP、223BP和304BP,AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差均值环比分别下降

图2 2020年—2021年二季度资产支持证券发行利率走势图



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2020年—2021年二季度资产支持证券发行利差走势图



数据来源: Wind, 联合资信整理

表7 2021年二季度资产支持证券发行利差统计表(全市场)

信用等级	样本数量(个)	发行期限均值(年)	发行利率均值(%)	发行利差区间(BP)	发行利差均值(BP)	级差 <sup>4</sup> (BP)	发行利差变异系数(倍)
AAA <sub>sf</sub>	380	2.31	3.83	5~408	124	--	0.56
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	68	1.53	4.79	94~467	223	99	0.42
AA <sub>sf</sub>	12	1.53	5.64	126~525	304	81	0.36

数据来源: Wind, 联合资信整理

<sup>3</sup> 银行间市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中国债到期收益率,交易所市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中国债到期收益率。

<sup>4</sup> 级差为下一等级发行利差均值减去上一等级发行利差均值,例如,AAA<sub>sf</sub>和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>之间的级差为AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>的发行利差均值减去AAA<sub>sf</sub>的发行利差均值,以此类推。

31BP、17BP和146BP；AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差同比分别下降50BP、72BP和125BP。

AAA<sub>sf</sub>级和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级和AA<sub>sf</sub>级之间的级差分别为99BP和81BP，级差随级别的下降而降低，可能受到二季度份所发AA<sub>sf</sub>级资产支持证券的样本数量较少的的影响。AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券的发行利差的变异系数相对较高，说明投资者对AAA<sub>sf</sub>级资产支持证券的信用风险判断存在分化（见表7）。

分市场来看，剔除样本量较少的级别影响，银行间市场与交易所市场所呈现的利差区分度、级差和变异系数的特点与全市场特点基本相同。

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对AAA<sub>sf</sub>、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>和AA<sub>sf</sub>级两两之间的利差分布进行显著性检验。2021年二季度，在95%的置信水平下，AAA<sub>sf</sub>级和AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级、AAA<sub>sf</sub>级和AA<sub>sf</sub>级之间、AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>级和AA<sub>sf</sub>级之间均通过检验，具有显著性差异。整体来看，信用等级对发行利差具有区分性，评级结果得到了投资者认可（见表8）。

## 六、市场展望

### 市场规模有望继续增长

展望2021年三季度，资产支持证券市场将受到诸多因素支撑，发行规模有望稳步增长。一是随着新冠肺炎疫情的反复，我国政府将更侧重疫情防控和稳就业，货币政策有望更趋灵活，市场利率将继续下行，有利于刺激各类资产支持证券的发行；二是住房抵押贷款规模的



持续上升，商业银行将盘活更多住房抵押贷款以提高资产周转率和满足房地产贷款集中度监管政策要求，住房抵押贷款资产支持证券发行规模有望继续扩大；三是随着不良资产和其他特殊机遇资产规模的持续上升，以不良企业信贷资产和不良个人消费贷款等不良债权为基础资产的资产支持证券可能继续增多，新型特殊机遇资产证券化产品发行规模可能扩大。整体来看，2021年三季度，我国资产证券化市场规模有望继续增长。

### 信用风险的释放将有望放缓

2021年三季度，资产支持证券市场将有2119只资产支持证券到期，到期金额约为4320.78亿元，分别比2021年二季度下降43.34%和28.32%，到期兑付压力明显缓解。同时，货币政策有望更趋灵活，监管部门侧重疫情防控和稳就业，在此背景下，资产支持证券市场信用风险的释放有望放缓。但投资者仍需关注房地产类资产证券化产品的政策收紧风险、旅游景区门票类资产证券化产品的基础资产现金流下滑风险、基础设施收益权类资产证券化产品的原始权益人和增信主体经营恶化风险。■

表8 2021年二季度资产支持证券信用等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA <sub>sf</sub>	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	AA <sub>sf</sub>
AAA <sub>sf</sub>	--	0.0000	0.0000
AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>	0.0000	--	0.0065
AA <sub>sf</sub>	0.0000	0.0065	--

数据来源：Wind，联合资信整理

# 引导评级机构以评级质量为核心实现可持续发展

文 | 联合资信评估股份有限公司 董欣焱 林青

8月6日,人民银行会同国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》(以下简称《通知》)。《通知》从提升评级质量、完善公司治理和内控、强化市场约束、优化评级生态、严格监督管理等方面明确了对信用评级行业的监管方向,促进评级行业实现以评级质量为核心的可持续高质量发展之路。

与三月份发布的征求意见稿相比,《通知》与征求意见稿的要求基本一致,但部分规则更加细化、严谨和完善。主要有三点变化:一是删除了“逐步将高评级主体比例降低至合理范围内,形成具有明确区分度的评级标准体系”的表述,调整为“2022年底前建立并使用能够实现合理区分度的评级方法体系,有效提升评级质量”,进一步明确实现评级合理区分的时间限制。二是在连续下调评级的情景中,增加了“除企业并购、分立等正常商业经营的原因引起的评级结果调整之外”的前提条件,结合了评级调整的实操情况,表述更加全面和严谨;三是在引导扩大投资者付费使用范围方面,提出了具体的实施方向,明确在债券估值定价、债券指数产品开发及质押回购等机制安排中可以参考投资者付费评级结果,可以选择投资者付费评级作为内部控制参考。

从《通知》的核心内容来看,首先,引导本土评级机构以评级质量为核心实现可持续长远发展,以市场化认可促使现有评级机构实现评级体系的有效性。《通知》坚持问题导向和结果导向,要求评级机构立足于提升信用评级质量,通过构建以违约率为核心的评级质量验证机制、建立能够实现合理区分度的评级方法体系等,强化评级结果的区分度、准确性、稳定性、有效性和前瞻

性,同时《通知》提出鼓励发行人开展多评级、主动评级、投资者付费评级,发挥双评级、多评级以及不同模式评级的交叉验证作用。未来,评级行业竞争将更趋市场化,推动评级行业竞争格局重塑,信用评级机构的竞争重心将从级别竞争转向评级质量竞争和投资人服务竞争,有助于进一步发挥信用评级在风险揭示和风险定价等方面的作用,更好的充当债券市场“守门人”的角色,推动信用评级行业可持续高质量发展。

其次,通过信息化,提升评级机构业务水平和业务能力。《通知》提出信用评级机构应当不断加强信息化建设,建立与其业务发展相适应的、符合监管要求的数据库和技术系统,通过技术创新和科技应用,为提升评级行业竞争力赋能。信用评级行业高度依赖信息和数据,大数据、人工智能等技术的开发运用,可以增加历史数据与信用风险的关联性,更好地解决评级行业信用体系建设、企业风险事件传导、企业信用风险实时预警等问题,提升评级机构的信用风险揭示水平。

最后,强化评级纪律,规范化管理将是评级机构生存发展的前提。《通知》指出要坚持“自律”与“他律”结合,从规范性、独立性、质量控制、信息披露等方面强化对信用评级行业的要求,同时通过自律组织定期开展市场化评价评估,加强对信用评级机构评级质量和全流程作业合规情况的检查,加强对违法违规信用评级机构及从业人员的处罚力度等方面,压实评级机构责任,提高评级机构违法违规成本,严格对信用评级机构的监督管理。在此背景下,强化合规意识、完善公司治理、加强内部控制、严格坚守评级规范和制度准则,将是评级机构生存发展的重要前提。///

# 三因素分析法在工商企业经营分析中的应用探索

## ——以毛利率波动效果分析为例

文 | 联合资信评估股份有限公司 杨涵 杨恒 孙菁

### 一、研究目的及关键假设

#### 研究目的

毛利率变动是反映工商企业盈利能力走势的核心指标之一。在其他因素不变的情况下，毛利率更高、营业收入规模更大的企业具有更强的自身造血能力，偿债来源更有保障。然而现实分析中，财务分析人员通常只关注企业毛利率的绝对数值变化，而忽视了其对工商企业核心盈利能力指标（净资产收益率）的影响幅度。因此限制了其基于历史数据和企业所处行业的走势，对其未来盈利能力变化趋势形成有效判断。我们希望利用三因素分析法达成如下目标：（1）对毛利率波动对企业净资产收益率的影响进行量化拆解，帮助财务分析人员更有效的发现企业在经营上可能存在的问题，进而对企业未来盈利状况走势判断形成支撑；（2）揭示企业为维持股东收益率，在不同盈利能力下更易采取的发展策略，进而对企业的发展策略进行验证。

#### 研究范围和局限性

本研究主要适用于以盈利为目的的进行生产经营的中国制造类和贸易类工商企业，因此在使用范围和条件假设上具有一定局限性。

（1）由于传统杜邦分析法并不能有效区分金融投资收益和经营性收益对净资产收益率的影响，对于企业持续经营能力也有较强的要求，故此对于依靠股权增值，而非持续盈利实现股东利益最大化的企业、处于创

业阶段尚未达到持续盈利的企业，以及以公共事业为主要业务的企业适用性有较大局限。

（2）本研究在预测部分采用历史回测方法是基于典型家电企业进行的，样本空间相对狭小，对经济周期性造成的短期剧烈波动，以及在其他行业中的普遍适用性尚需进一步检验。

### 二、三因素分析法的概念以相关经验性总结

概要：三因素分析法最初概念源自传统的杜邦分析体系，其核心思想系将企业的净资产收益率的变动归因于销售净利率、资产周转效率和财务杠杆等三方面的变动，进而剥离出三项因素分别对净资产收益率的影响。在总权益乘数恒定情况下，销售净利率（或毛利率）单位变动对净资产收益率的影响与总资产周转率正相关，这一特性使得未来净资产收益率预测成为可能。同时，我们发现在面临销售净利率（或毛利率）下行的情况下，低盈利能力的企业通常倾向于采用扩大周转效率，提升财务杠杆的经营策略；高盈利能力的企业因为自身获利能力强，扩大资产周转效率和财务杠杆带来的利润提升相对扩大自身盈利能力的效果并不明显，并会相应增加公司财务风险，因此在扩大周转效率和提升财务杠杆的愿望较弱；经营亏损企业更加倾向于降低收入规模，降低总资产周转效率。为此我们可以对企业的未来发展策略是否切实可行做出判断。

### 三因素分析简介

传统杜邦分析法的基本思想是将企业净资产收益率分解为销售净利率、总资产周转率和权益乘数的乘积,从而有助于深入分析比较企业经营业绩。其中,销售净利率(Net Profit Margin,以下简称“PM”)、总资产周转率(Total Asset Turnover,以下简称“TAT”)和权益乘数(Equity Multiplier,以下简称“EM”)分别用于反映企业的营业收入获利能力、资产周转效率和财务杠杆。依据传统杜邦分析体系,企业的净资产收益率可以表示为等式(2-1):

$$ROE = \frac{NI}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets} \times \frac{Assets}{Equities}$$

$$ROE = PM \times TAT \times EM \quad (\text{公式 2-1})$$

注: NI为净利润, Sales为营业总收入, Assets为总资产, Equities为所有者权益

三因素分析法即在传统杜邦分析法的基础上进行差分运算,具体得出销售净利率、总资产周转率和权益乘数等三个因素的变动对企业净资产收益率的独立影响的一种方法。

具体来说,企业初始净资产收益率为 $ROE_0$ ,下一年净资产收益率为 $ROE_1$ ,差分过程见图1。通过差分可以得出:销售净利率变动对净资产收益率的影响等于 $(PM_1 - PM_0) \times TAT_0 \times EM_0$ ;总资产周转率变动对净资产收益率的影响等于 $PM_1 \times (TAT_1 - TAT_0) \times EM_0$ ;权益

乘数对净资产收益率的影响等于 $PM_1 \times TAT_0 \times (EM_1 - EM_0)$ 。

### 利用三因素法量化毛利率和销售净利率变动对净资产收益率的影响

依据财务常识可知销售净利率即在毛利率的基础之上扣除税金及附加、期间费用和非经常性损益在营业收入中所占的比重。我们将在表2中以某集团为例,对销售净利率拆分过程进行演示。

**结论:** 我们认为在三因素中,研究毛利或净利率变化对净资产收益率的影响更具有现实意义和可操作性。

在前文中,我们已经通过三因素分析法得出了销售净利率对净资产收益率的影响 $(PM_1 - PM_0) \times TAT_0 \times EM_0$ ,可以推出单位(通常假设为1%)销售净利率对净资产收益率的影响为 $TAT_0 \times EM_0$ ,即我们发现权益乘数不变的情况下,销售净利率对净资产收益率的影响与总资产周转率呈现严格的线性单调关系(见图2)。在不考虑其他因素的情况下,一单位毛利率(假设为1%)的增减会引发销售净利率一单位(1%)变化,因此对净资产收益率的影响也依然为 $TAT_0 \times EM_0$ 。同时,依据财务常识可以得知销售费用、管理费用、研发费用和财务费用、以及非经常性损益也与销售净利率存在与毛利率相同的线性关系。未来财务分析人员可以进一步分析这些费用和损益对净资产收益率的影响。

依据财务分析工作要求,我们可以逐次剥离出总资产周转次数和权益乘数变化对净资产收益率的影响(见表1)。通常在短期内,企业总资产规模发生重大波动可能性低,因此利用偏导数思想,可以将总资产周转率对净资产收益率的影响,近似看成为营业收入波动率对净资产收益率的影响。值得关注的是三因素中除了销售净利率(或毛利率)之外,总资产周转率和权益乘数对净资产收益率的影响均与销售净利率具有高度相关性;而工商企业销售净利率波动通常波动较大,因此通常采用收入增长率和权益乘数预测企业净资产收益率波动不能获得理想效果。此外,依据财务成本管理中全面预算

图1 三因素分析法差分过程示意图

$$ROE_0 = PM_0 \times TAT_0 \times EM_0$$

$$ROE_1 = PM_1 \times TAT_1 \times EM_1$$

$$\Delta ROE = ROE_1 - ROE_0$$

$$\begin{aligned} \text{销售净利率影响} &= (PM_1 - PM_0) \times TAT_0 \times EM_0 & \text{①} \\ \text{总资产周转次数影响} &= PM_1 \times (TAT_1 - TAT_0) \times EM_0 & \text{②} \\ \text{权益乘数影响} &= PM_1 \times TAT_1 \times (EM_1 - EM_0) & \text{③} \end{aligned}$$

$$\Delta ROE = PM_1 \times TAT_1 \times EM_1 - PM_0 \times TAT_0 \times EM_0 = \text{①} + \text{②} + \text{③}$$

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

方法, 制造类工商企业通常采取“以销定产”的经营策略, 工商企业通常应采用销售预算 (经营预算的核心内容) 为全面预算的起点对编制未来年度的利润表预算, 再根据利润表预算编制未来年度的现金流量表和资产负债表预算。因此, 我们认为毛利率和销售净利率充分反映了企业经营预算的核心要义, 对预测企业未来净资产收益率变化具有很强的现实指导意义。杜邦分析法采用的计算指标与国内会计准则相互匹配, 三因素划分可

以在不增加财务分析人员的调整报表负担情况下, 大幅削减计算工作量, 实现EXCEL批量处理的工作目标。

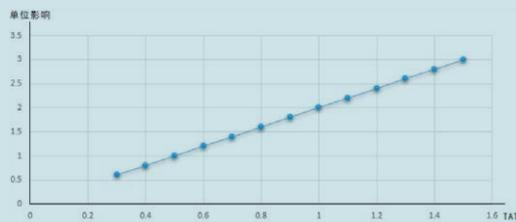
### 经验性结论

在前文中, 我们已经通过差分方法得到了销售净利率和总资产周转率 (或收入) 单位变动对净资产收益率的影响, 即单位销售净利率变动对净资产收益率的影响等于  $TAT_0 \times EM_0$ ; 总资产周转率每增加一次, 对净资产收益率的影响等于  $PM_1 \times EM_0$ 。上述结论可以进一步表述为:

A. 在权益乘数恒定情况下, 销售净利率 (或毛利率) 单位变动对净资产收益率的影响与总资产周转率正相关。值得关注的是由于企业销售净利率通常波动较大, 总资产周转率波动较小, 通常单位销售净利率对净资产收益率的影响更为稳定, 更利于做预测分析。

B. 同时, 我们发现面临销售净利率下行或毛利率的情况下, 低盈利能力的企业通常倾向于采用扩大周转效率, 提升财务杠杆的经营策略; 高盈利能力的企业

图2 不同总资产周转率下销售净利率单位变动对净资产收益率的影响 (单位: 百分点)



注: 假定权益乘数为2恒定不变  
资料来源: 联合资信根据公式测算

表1 三因素对净资产收益率的影响拆分

销售净利率		总资产周转率		权益乘数	
总影响	单位变动影响	总影响	单位变动影响	总影响	单位变动影响
$(PM_1 - PM_0) \times TAT_0 \times EM_0$	$TAT_0 \times EM_0$	$PM_1 \times (TAT_1 - TAT_0) \times EM_0$	$PM_1 \times EM_0$	$PM_1 \times TAT_0 \times (EM_1 - EM_0)$	$PM_1 \times TAT_0$

注: 总资产周转率单位变动影响解读为每增加一次周转次数, 可以带来的净资产收益率增长百分点; 因此做1%收入引发的净资产收益率波动时应在单位变动影响基础上乘以1%  
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表2 某集团 (合并) 销售净利率拆解过程表

项目	细分	2016年	2017年	2018年	2019年
销售 利 润 率 构	营业利润率 (%) (毛利率-税金及附加/营业总收入)	22.01	21.34	21.79	21.30
	期间费用率 (%)	17.27	14.10	13.75	14.09
	其中: 销售费用率 (%)	8.04	6.79	6.62	6.49
	管理费用率 (%)	8.54	6.57	4.06	4.14
	研发费用率 (%)	--	--	2.71	3.03
	财务费用率 (%)	0.70	0.75	0.36	0.43
	减值损失率 (%)	(1.59)	(1.84)	(0.92)	(0.58)
	投资收益率 (%)	0.17	0.19	0.31	0.26
	其他非经常损益率 (%)	(2.59)	(3.37)	(1.43)	0.53
	所得税/营业收入 (%)	1.16	0.88	1.30	1.30
	销售净利率 (%)	2.75	5.01	6.54	6.11

销售 利 润 率 变 动 拆 解	营业利润率变动 (Pct)	--	(0.66)	0.45	(0.49)
	期间费用率变动 (Pct)	--	(3.17)	(0.35)	0.34
	其中: 销售费用率变动 (Pct)	--	(1.25)	(0.17)	(0.13)
	管理费用率变动 (Pct)	--	(1.97)	(2.51)	0.08
	研发费用率变动 (Pct)	--	0.00	2.71	0.32
	财务费用率变动 (Pct)	--	0.05	(0.38)	0.06
	减值损失率变动 (Pct)	--	0.25	(0.92)	(1.50)
	投资收益变动 (Pct)	--	0.01	0.12	(0.05)
	其他非经常损益率变动 (Pct)	--	(0.78)	1.95	1.96
	所得税/营业收入变动 (Pct)	--	(0.28)	0.42	(0.00)
	销售净利率变动合计 (Pct)	--	2.26	1.53	(0.43)

注: 资产减值损益全部依照2020年新会计准则进行调整; 联合资信采用营业利润率代替毛利率进行毛利率分析, 除酿酒、烟草等高消费税企业外, 该项指标与毛利率差异极小  
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

在扩大周转效率和提升财务杠杆的愿望较弱; 经营亏损企业更加倾向于降低收入规模, 降低总资产周转效率。

案例分析: 我们可以通过对五家家电生产企业的财务数据加以分析, 以加深对上述分析方法的理。五家企业分别为上市公司四川长虹、海尔智家、美的集团、珠海格力和非上市集团企业奥克斯集团。我们依据上述五家企业销售净利率和总资产周转率将其划分为不同经营策略组合(如高盈利高周转、高盈利低周转等)。

从横向企业间对比来看(见表3), 基于2016—2019年的财务数据分析, 我们可以看出, 在同样采取中高周转策略(总资产周转次数高于0.9次)的企业中(四川长虹、海尔智家、美的集团), 伴随销售净利率增加, 总资产周转率单位变动对净资产收益率的影响依次递增(即: 四川长虹<海尔智家<美的集团)。由此可以发现, 在周转效率相似时, 高盈利能力企业的周转效率单位变动对净资产收益率影响更为明显。类似可以发现对于同为高盈利能力发行人(美的集团和珠海格力), 周转效率更高的发行人美的集团的销售净利率单位变动对净资产收益率影响更为明显。由此可以证明在销售净利率相似时, 高周转企业的销售净利率单位变动对净资产收益率影响更为明显。

从纵向单个企业自身情况来看, 权益乘数相对恒

定的前提下, 销售净利率更高的年份, 总资产周转率变动的单位影响更高; 总资产周转效率更高的年份, 销售净利率变动的单位影响更高。例如, 2016—2019年, 四川长虹在销售净利率从1.73%下降到0.38%, 其历年总资产周转率对总资本周转率的单位影响也从5.39个百分点下降到1.26个百分点。2016—2018年, 海尔智家的总资产周转率增长, 其单位销售净利率(毛利率)变动对于净资产收益率的影响, 从2.77个百分点增加3.41个百分点。2019年, 海尔智家的总资产周转率回落到1.07次, 介于2017年和2018年之间, 其当年的单位销售净



表3 典型家电企业的净资产收益率对销售净利率和资产周转率的敏感程度分析

发行人	年份	ROE (%)	PM (%)	GM (%)	TAT (次)	EM	三因素分析影响					
							PM			TAT		EM
							总影响	GM	单位影响	总影响	单位影响	
四川长虹	2016	5.79	1.73	14.28	1.12	2.99	15.97	3.73	3.64	-0.24	5.39	-0.26
	2017	3.17	0.85	12.79	1.19	3.14	-2.93	-4.98	3.35	0.16	2.55	0.15
	2018	3.08	0.79	12.47	1.17	3.34	-0.22	-1.19	3.72	-0.05	2.49	0.19
	2019	1.58	0.38	11.51	1.20	3.50	-1.62	-3.73	3.89	0.04	1.26	0.07
海尔智家	2016	17.81	5.62	31.02	0.91	3.49	-2.71	8.50	2.77	-3.61	13.17	5.85
	2017	19.36	5.68	31.00	1.05	3.24	0.20	-0.08	3.17	2.86	19.85	-1.51
	2018	17.72	5.33	29.00	1.10	3.02	-1.21	-6.80	3.41	0.83	17.27	-1.27
	2019	18.98	6.14	29.83	1.07	2.88	2.71	2.77	3.33	-0.53	18.58	-0.92
美的集团	2016	23.00	9.92	27.31	0.94	2.47	0.36	3.64	2.49	-3.30	22.82	1.62
	2017	22.44	7.69	25.03	0.98	2.99	-5.17	-5.27	2.32	0.73	19.03	3.89
	2018	23.42	8.27	27.54	0.99	2.85	1.68	7.31	2.92	0.44	24.74	-1.15
	2019	23.51	9.05	28.86	0.93	2.81	2.20	3.76	2.83	-1.75	25.81	-0.36
珠海格力	2016	28.27	14.10	32.70	0.60	3.32	3.20	0.50	2.07	-0.85	46.94	-0.08
	2017	33.68	15.00	32.86	0.70	3.22	1.81	0.31	2.00	4.69	49.82	-1.09
	2018	28.45	13.19	30.23	0.80	2.71	-4.08	-5.90	2.24	4.17	42.42	-5.32
	2019	22.16	12.38	27.58	0.71	2.53	-1.74	-5.71	2.16	-2.94	33.55	-1.62
奥克斯集团	2016	11.28	6.58	29.72	0.61	2.80	9.57	5.64	2.16	-1.76	20.39	-1.18
	2017	12.80	5.55	29.91	0.69	3.33	-1.77	0.31	1.71	1.28	15.55	2.01
	2018	5.36	1.93	23.34	0.91	3.06	-8.35	-15.15	2.31	1.37	6.42	-0.46
	2019	7.52	2.97	22.25	0.88	2.87	2.89	-3.02	2.78	-0.24	9.10	-0.50

注: ROE指净资产收益率、PM指销售净利率、GM指毛利率、TAT指总资产周转率、EM指权益乘数  
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

利率(毛利率)变动对于净资产收益率的影响也介于2017年和2018年之间。

从单位变动影响的稳定性来看(见表4),我们发现对于所有选取的家电企业发行人其销售净利率的标准差及标准差/均值都相对较小。若假设销售净利率的变动和总资产周转率的变动影响服从正态分布,则实际值分布于均值3倍标准差之外概率非常低。基于上述假设则销售净利率变动影响表现更为稳定,更利于做未来盈利能力预测。

### 未来发展方向预测

依据常识性结论,在企业不能获得有效外部融资支撑的情况下,销售净利率(或毛利率)单位变动对净

资产收益率的影响与总资产周转率呈正比。因此,在面临销售净利率(毛利率)下降的情况时,为了维持股东回报率(净资产收益率)不变或持续增长,工商企业都有提升周转效率的意愿。然而,销售净利率较低(正值)的企业在未来发展中扩增周转效率(提升收入规模),提高财务杠杆的主观意愿更为强烈;销售净利率较高的企业,则对调高总资产周转率和财务杠杆意愿较低;销售净利率为负值企业,增加总资产周转效率和财务杠杆会造成经营亏损持续放大,在未来发展中更倾向于采用剥离盈利能力较差业务,降低资产负债率的策略(见表5)。同时值得指出的是不同企业之间由于细分产品差异很大,其总资产周转率和资产负债率绝对数值之间可比性相对较弱。为此,我们仍然采用2016—2019年典型

家电企业财务数据为案例进行分析。我们按照销售净利率对五家家电制造企业进行排序,由最低到最高分别为四川长虹、奥克斯集团、海尔智家、美的集团和珠海格力(见图3)。由于产品线存在差异,其总资产周转率和财务杠杆水平大致呈现出伴随盈利能力提升而下降的趋势,但可比性相对较弱。然而,从趋势分析上看(见表6),近年来家电行业销售净利率大致呈逐年下降态势,销售净利率最低的四川长虹在典型家电企业中保持了最高的总资产周转率和财务杠杆,同时两项指标均保持逐年持续增长的趋势;伴随销售净利率提升,家电企业总资产周转率和财务杠杆表现出增速放缓或者小幅波动的趋势;盈利能力最强的珠海格力在面临销售净利率和毛利率下滑的情况下,维持了行业内最低的周转效率和财务杠杆。

图3 典型家电企业经营策略象限图(单位:%、次)



注:假定权益乘数为2恒定不变  
资料来源:联合资信根据公式测算

### 三、毛利率波动的预测作用及现实应用

概要:依据三因素分析法可以得出单位销售利润率(毛利率)对净资产收益率的影响在长期中趋于稳定,且伴随总资产周转率的增长呈现增长趋势。我们将通过历史回测(Back Test)的方式证明,销售净利率(毛利率)在预测净资产收益率方面行之有效。此外,

表4 典型家电企业的销售净利率和资产周转率对净资产收益率的敏感程度的稳定性分析

发行人	项目	销售净利率变动影响	总资产周转率变动影响
四川长虹	$\sigma$	0.22	1.75
	$\sigma/X$	0.06	0.60
海尔智家	$\sigma$	0.28	2.89
	$\sigma/X$	0.09	0.17
美的集团	$\sigma$	0.28	2.98
	$\sigma/X$	0.11	0.13
珠海格力	$\sigma$	0.10	7.11
	$\sigma/X$	0.05	0.16
奥克斯集团	$\sigma$	0.44	6.31
	$\sigma/X$	0.20	0.49

注: $\sigma$ 销售变动的标准差, $X$ 指代均值, $\sigma/X$ 用以表示相对于均值来说波动率的大小;以上数据根据2016—2019年年报数据获得  
资料来源:联合资信根据公开资料整理

表5 各类盈利能力企业未来发展策略分析

项目	销售净利率低	销售净利率高	销售净利率为负
总资产周转率(收入)	扩大	维持或少量提升	收缩
权益乘数(财务杠杆)	提升	维持或少量提升	降低

资料来源:联合资信根据公开资料整理

表6 典型家电企业发展策略情况

项目	销售净利率		总资产周转率		财务杠杆	
	高中低	趋势	高中低	趋势	高中低	趋势
四川长虹	最低	逐年下降	最高	持续增长	最高	持续增长
奥克斯集团	中低	逐年下降	中低	波动增长	中等	小幅波动
海尔智家	中等	相对稳定	中高	波动增长	中等	持续下降
美的集团	中高	波动下降	中等	保持稳定	中等	小幅波动
珠海格力	最高	波动下降	最低	小幅波动	最低	持续下降

注:不同企业某一项目的高中低等级相同意味这些企业的该项目数值差异微小  
资料来源:联合资信根据公开资料整理

我们也将结合具体案例对单位毛利率变化影响的预测效果进行实证分析。

### 回测

我们的建模思路为假设财务分析人员可以根据自己对某一行业的判断，完美预测出下一年某发行人的毛利率波动，那么他是否可以根据当期单位销售净利率或毛利率波动对净资产收益率的影响，较为准确的预测出未来一年毛利率的波动对下一年净资产收益率的影响。为达到对预测效果的检验目的，我们可以采用回测的方法。回测是基于真实历史数据、真实交易规则进行统计、运算的技术，即使用历史上一段时间已经发生的数据进行交叉检验，借以验证预测模型的有效性的测试方法。在本次回测思路为：

A. 假设对由远到近不同时间节点  $t \in (1,2,3,4,\dots,n)$  的企业财务数据均为已知，则我们可以依据三因素法对每期销售净利率、毛利率波动对净资产收益率的总影响和单位影响进行拆分。

B. 假设在历史时点  $t_i$ ，财务分析人员准确预测到下一期 ( $t_{i+1}$ ) 销售净利率和毛利率的变动 ( $\Delta PM_{i+1}$  和  $\Delta GM_{i+1}$ )，并采用当期的单位销售净利率变动对净资产收益率的影响，对其造成的下一期净资产收益率变动进行预测。

C. 用  $t_i$  时刻，财务分析人员得出的对  $t_{i+1}$  时刻的预测值与  $t_{i+1}$  时刻真实的值做比较，若批量检测结果显示，大多数预测结果误差率在较小范围内（比如实际值  $\pm 30\%$ ），则回测结果认为预测模型真实可靠。反之，回测结果不能支持预测模型有效。

D. 同理，我们可以验证总资产周转率波动率在预测净资产收益率方面的有效性。

为了验证毛利率波动对净资产收益率的预测效果，我们依旧采用前文中的五家典型家电企业2016—2019年的财务数据做回测（见表7）。依据三因素分析法，我们可以对任意一年销售净利率、毛利率和总资产周转率对净资产收益率的影响进行量化拆分。假设财务分析人员准确预测到了每一个企业在未来一年的毛利率的变动，我们依据前述的回测思想，用2016年的历史数据预测2017年净利率、毛利率和总资产周转率波动分别造成的净资产收益率变动，并计算误差比率；用2017年历史数据预测2018年结果，依次类推。回测结果显示，对于销售净利率和毛利率的预测误差幅度（误差率的绝对值）在10%以内的预测结果占60%，20%以内的占80%，全部预测误差幅度均控制在30%以内。总资产周转率对净资产收益率的预测偏差相对较大，误差幅度在30%以内的仅占到66.67%。通过回测可以发现，采用毛利率波动预测净资产收益率变动

表7 典型家电企业回测结果

发行人	年份	销售净利率						总资产周转率		
		实际影响	预测影响	误差率 (%)	毛利率			实际影响	预测影响	误差率 (%)
					实际影响	预测影响	误差率 (%)			
四川长虹	2017	-2.93	-3.18	8.61	-4.98	-5.41	8.61	0.16	0.35	111.78
	2018	-0.22	-0.20	-9.89	-1.19	-1.07	-9.89	-0.05	-0.05	2.44
	2019	-1.62	-1.55	-4.37	-3.73	-3.57	-4.37	0.04	0.08	97.79
海尔智家	2017	0.20	0.18	-12.58	-0.08	-0.07	-12.58	2.86	1.90	-33.63
	2018	-1.21	-1.12	-6.99	-6.80	-6.33	-6.99	0.83	0.96	14.96
	2019	2.71	2.77	2.45	2.77	2.84	2.45	-0.53	-0.50	-7.05
美的集团	2017	-5.17	-5.55	7.32	-5.27	-5.66	7.32	0.73	0.87	19.92
	2018	1.68	1.33	-20.57	7.31	5.80	-20.57	0.44	0.34	-23.09
	2019	2.20	2.27	3.02	3.76	3.87	3.02	-1.75	-1.67	-4.13

珠海格力	2017	0.20	0.18	-12.58	-0.08	-0.07	-12.58	2.86	1.90	-33.63
	2018	-1.21	-1.12	-6.99	-6.80	-6.33	-6.99	0.83	0.96	14.96
	2019	2.71	2.77	2.45	2.77	2.84	2.45	-0.53	-0.50	-7.05
奥克斯	2017	-1.77	-2.24	26.10	0.31	0.39	26.10	1.28	1.68	31.08
	2018	-8.35	-6.20	-25.74	-15.15	-11.25	-25.74	1.37	3.33	142.22
	2019	2.89	2.40	-17.01	-3.02	-2.51	-17.01	-0.24	-0.17	-29.43

注: 误差率计算方式为(预测值-实际值)/实际值\*100%

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

相对有效; 而采用营业收入或资产周转效率预测净资产收益率波动效果较差, 不适合用作预测分析。

## 现实应用

前文中, 我们通过回测的方式证明财务分析人员可以通过销售净利率(或毛利率)的未来走势预估出发行人的净资产收益率的变动情况。现实工作中, 财务分析人员可以利用这一特性对发行人的盈利能力和未来发展策略做趋势判断和盈利能力下降的归因分析。

### 趋势预判

现实场景中, 财务分析人员通常可以依据行业发展状况和发行人自身特点, 大致预估其销售净利率走势。根据三因素分析法, 我们不难发现只要财务分析人员对销售净利率的走向及幅度有大致正确的判断, 即使不能准确预测到具体变动数值, 财务分析人员的预测结果仍然可以发挥有效预测作用。此外, 我们在前文中已经指出低盈利高周转企业在面临销售净利率下降时更倾向于采用提高周转率的方式, 在边际亏损情况下应采用收缩经营规模的策略, 因此我们也可以依据发行人目前的实际经营情况, 去推测其未来发展战略是否切实可行。

### 案例1: 某服装品牌项目

某服装品牌是一家境内经营的多品牌时装企业。财务分析人员发现尽管该公司近年来收入持续上涨, 但几乎所有收入增长都源于品牌店面数量的增长, 根据公开资料测算单个店面年收入常年维持在100万元左右水平, 整体营运效率并没有提升。同时, 受成衣

行业景气度下行影响, 公司营业收入综合毛利率则由2015年的65.3%持续下降到2018年上半年的63.0%; 同时受线上销售促销费增长, 公司期间费用率从2015年的49.7%稳步增长至2018年上半年的54.4%。进一步观察, 剔除非经常性损益之后, 销售净利率已经从2015年的8.9%下降到2018年上半年的2.5%; 净资产收益率则由2015年的19.9%骤降到2017年的8.7%。依据三因素法测算, 2017年, 销售净利率对净资产收益率的单位变动影响约为2.44个百分点, 若叠加服装行业毛利率下行因素、存货资产跌价和期间费用的影响, 销售净利率至少在短期内要下降4个百分点以上, 届时净资产收益率将下滑约9.8个百分点, 到达负值, 并且这一状况在短期内将无法扭转。这一预测结果意味公司维持现有销售规模只能加速亏损, 未来降低经营规模, 压缩期间费用是最有效减亏的手段。此外, 在公司账面资金已经严重不足的情况, 该品牌仍然于2018年分两次向全体股东进行大额分红。种种情况表示大股东持续经营意愿不强烈。

2018年报发布后, 该品牌的毛利率逆势上涨, 但期间费用推动下销售净利率和净资产收益率纷纷转为负值。2019年之后, 该品牌高级管理人员纷纷离职, 各类资产公开对外销售, 实际控制人股权相继被轮候冻结。最终被会计师事务所出具了保留意见审计报告。2019年业绩显示, 当期公司营业收入规模降至77亿元, 毛利率大幅下降至58%, 期间费用率竟增至77%, 净资产收益率更是大幅降至约-200%。目前, 该公司已经面临退市风险。

尽职调查中公司介绍自己的未来发展计划如下：未来三到五年，公司将通过投资并购进军海外市场；通过优化与拓展销售渠道，建立广覆盖的线下全直营零售网络，并将推动O2O战略，完善销售体系。未来，公司将丰富产品线、扩大市场覆盖区域。然而，财务分析人员估计该公司未来只有缩减自己的收入规模，减少业务辐射半径，降低期间费用才能勉强达到盈亏平衡，在失去外部融资环境支持的情况下，公司未来发展计划可能加速其走向亏损的过程。

### 归因分析

除趋势预判功能之外，我们还可以运用三因素分析法，对发行人的盈利能力下降做归因分析，进而在进场访谈前提炼访谈中需要着重了解的关键点，有效设计访谈提纲。我们将以某锂电池生产企业为例进行说明。

#### 案例2: 某锂电池企业项目

行业背景：近年来，新能源汽车行业退补形势日趋明显，汽车主机厂竞争日趋白热化。同时，工信部颁发的新能源电池厂商牌照增多，主机厂对汽车续航里程要求日益升级，倒逼电池生产企业压缩利润空间，提升研发支出。在多重竞争因素驱使之下，新能源电池市场份额迅速向比亚迪、宁德时代等大厂集中，中型电池生产企业盈利能力日趋下降。

某电池厂财务及经营状况概要：公司于2017年完成借壳上市，主要生产新能源车用电池组，产能规模处于国内中等偏上水平。近年来，公司持续增加对新型电池生产线的投入，固定资产投资支出从2017年的13.6亿增加到2019年的19.7亿元。有息债务从2017年的30亿元增加到2019年底的99亿元。公司受行业冲击影响，公司净利润持续下降，在2019年底出现亏损。

分析过程：我们用三因素法对该锂电池厂的财务数据进行拆解（见表8和表9）。我们发现2018年以来，公司净资产收益率大幅下降，2018年和2019年分别下降了3.37和6.27个百分点。其中，销售净利率是净资产

收益率下降的核心原因，贡献了3.53和6.22个百分点，而总资产周转率和财务杠杆贡献相对较低。因此，在盈利能力分析时，财务分析人员应着重分析公司销售净利率急速下滑的原因，以及利润边际未来消失的可能性之上。具体而言，我们可以看到该电池企业的经营性利润边际（（营业总收入-营业总成本）/营业总收入\*100%）在近年来出现快速坍塌，从2017年的13.26%下降到2019年的2.34%，说明公司锂电池产品经营性盈利能力已经出现下滑。

A. 公司近年来毛利率呈现波动下滑趋势在很大程度上造成了销售净利率的下滑（累计下滑16.40个百分点，毛利率贡献6.59个百分点）。

B. 期间费用逐年增长是销售净利率下滑的重要因素，其中管理和研发费用累计贡献3.54个百分点，研发费用在近年来呈快速增长趋势；财务费用在债务增长推动之下呈现快速增长趋势，贡献为4.87个百分点。

C. 公司销售净利率始终大于经营性利润边际，说明公司对非经常性损益依赖很强，我们应当先剔除非经常性损益影响，再看电池厂的销售净利率。我们发现，扣除非经常性损益后，电池厂的销售净利率在2019年就已经亏损。

初步分析结论：经进场前初步分析，我们认为该电池厂的盈利能力持续恶化，未来毛利率的进一步下行

表8 某锂电池厂三因素分析结果

项目	2017年	2018年	2019年
销售净利率 (%)	17.37	11.35	0.97
总资产周转率 (次)	0.28	0.25	0.20
权益乘数 (倍)	2.07	2.41	2.78
净资产收益率 (%)	10.18	6.80	0.53
△ROE (%)	-	-3.37	-6.27
销售净利率影响 (Pct)	-	-3.53	-6.22
总资产周转率影响 (Pct)	-	-0.80	-0.12
权益乘数影响 (Pct)	-	0.95	0.07

注：公司借壳上市前财务数据不具可比性  
资料来源：公开资料整理

会造成企业出现亏损。再不能增加外部融资渠道的情况下,公司未来经营策略很可能会做出相应的调整。

**A.** 公司所处的市场竞争环境激烈,公司生产的汽车锂电池产品销售单价很可能继续下行;锂电池产品更新换代迅速必然造成原有产品生产线升级改造需求日益强烈;这意味着在未来相当长一段时间,公司产品毛利率提升可能性不大,公司研发支出,财务费用将保持持续增长态势,期间费用率将持续增长。此外,公司主要客户新能源汽车主机厂获取补贴速度和力度都持续下降,未来很可能继续将营运资本占用向供公司传导,公司资金占用成本和坏账损失都有可能相应增长。

**B.** 目前,非经常性损益是扭亏的重要原因,应观察其是否具有可持续性;若非经常性损益与收入同步增长,持续增加收入很可能造成企业出现亏损;未来企业的经营策略很可能由扩张转为收缩。

**访谈提纲设计:** 基于上述分析,我们认为对于企业盈利能力的分析应该重点放在企业在短期内是否具有维持经营性利润边际的可能,以及企业是否针对经营持续恶化的情况作了相应的战略调整,是否具备扩展融资渠道的可能性。

**A.** 短期内,电池企业是否可以通过任何方式提升毛利率。

**B.** 短期内,电池企业是否有可能减缓研究和投资支出,合理控制期间费用。

**C.** 反映在公司利润表中的非经常性损益是否具有持续性,是否可以持续达成扭亏意图。

**D.** 企业未来有很重方式拓展融资渠道,是否针对客观不利的行业情况做出了相应的经营策略调整。

#### 四、三因素分析法在评级体系中的进一步验证方向

通过研究,我们发现使用三因素分析法可以在一

定程度上帮助财务分析人员预测工商企业未来盈利能力走势,判断工商企业未来发展规划是否可行。然而,我们对于三因素分析法的论证依然面临一定挑战。首先,本研究假设企业以正常生产经营为目的,股东投入净资产的目的是为了创造利润,对财务报表真实性也有较高要求。然而这一假设可能对中国企业并不普遍适用。一方面,对于承担过多公共社会职能的国有企业,其销售净利率中通常包括大量的非经常性损益影响,是否扩大营业收入规模通常取决于是否达成某一社会利益目标,而非单纯为股东创造财富。对于这类企业,三因素分析法的预测作用可能会大打折扣。另一方面,对于民营企业和上市公司而言,由于民营股东自身利益与小股东和债权人存在差异,股东于管理层存在代理人问题,内部审计和外部审计也可能无法发挥预期作用,进而造成财务数据失真。其次,本研究使用的三因素分析法基于传统杜邦分析体系,这意味着利润分解过程中无法具体区分非经常性损益和融资成本(利息

表9 某锂电池厂利润表各项要素占营业总收入占比情况(单位: %)

项目	2017年	2018年	2019年
营业总收入	100.00	100.00	100.00
营业总成本	86.74	97.24	97.67
计算: 经营性利润边际	13.26	2.76	2.34
计算: 毛利率	39.13	29.19	32.54
期间费用率	21.28	21.07	29.44
销售费用率	6.98	5.49	6.73
管理费用率	13.30	6.70	8.02
研发费用率	--	6.78	8.82
财务费用率	1.00	2.10	5.87
销售净利率	17.37	11.35	0.97
销售净利率(调整)	9.89	2.89	-9.12
净资产收益率	10.18	6.81	0.58
净资产收益率(调整)	5.90	0.90	-4.73
总资产周转率(次)	0.28	0.25	0.20
权益乘数(倍)	2.07	2.41	2.78
销售净利率单位影响(倍)	0.59	0.60	0.55

注: 调整值为预估的剔除非经常性损益(不含减值损失)后的数值,若当年出现亏损则企业所得税率估计为零

资料来源: 公开资料整理

费用)带来的影响,因而在很大程度上限制了其使用范围。最后,对净资产收益率的分析虽然体现了企业的经营获利能力、营运效率和杠杆水平,但是忽略了经营回款能力和利润规模之间的差异,以及有息债务负担和经营负债之间的差异。

针对上述问题,未来针对三因素分析法的研究可以做出进一步拓展。第一,我们可以将基于三因素分析法的毛利率变动分析的应用范围在横向上拓展到中国债券市场存续的全部工商企业,在纵向上覆盖10年以及更长时间

间的范围,论证核心其在供应链环节、融资环节和季节性上的分析效果是否可以经受住经济周期和行业周期考验,发现不同行业、不同规模的发行人是否在毛利率的影响上具有相近特征。第二,我们可以对企业销售净利率做阈值划分,对于已经明显不具备盈利能力但仍然持续经营的国有企业视为具备公共利益属性的企业,我们认为工商企业评级体系对其进行信用分析的应用效果较弱,转而分析其享受的政府支持力度是否对其信用等级提供有效支撑更具备合理性。■

## “双指引”对债权投资计划信用评级的借鉴作用

文 | 联合资信评估股份有限公司 非标评级部

### 一、“双指引”出台背景

2020年以来,中国银行保险监督管理委员会(以下简称“银保监会”)持续开展“两压一降”,压降信托通道业务规模,压缩违规融资类业务规模,降低金融同业通道业务,加大对表内外风险资产的处置。截至2021年6月底,融资类信托规模为4.13万亿元,较2020年底压降0.73万亿元,较2019年底压降1.70万亿元,压降规模显著(见图1)。

受信托计划规模下降,2020年中国银保监会办公厅颁布《债权投资计划实施细则》(银保监办发〔2020〕85号),以及保险投资资金总盘量增长等多重因素影响,中国保险资产管理业协会(以下简称“保资管协会”)旗下登记(注册)的保险债权投资计划数量及金额均有大幅提升。2021年1—6月,保资管协会共登记

227只债权投资计划,其中投入基础设施类(交通、市政、水利)的占比60.79%。

针对保险债权投资计划快速发展的态势,为规范企业融资行为,落实保险资管机构主体责任,促进保险

图1 近些年信托资产规模及融资类信托占比



资料来源: 信托业协会, 联合资信整理

债权投资计划市场健康发展,保资管协会于2021年8月印发《债权投资计划登记业务指引(第1号)》(以下简称“《指引1号》”)和《债权投资计划募集说明书信息披露指引》(以下简称“《募集指引》”)。

## 二、外部评级关于“双指引”的若干思考

此次“双指引”主要阐明了债权投资计划需要重点关注的部分事项,作为债权投资计划产品发行的参与方之一,“双指引”的出台对评级机构在实际操作、合规风险评判等方面亦具有重要指导意义,下面主要从部分关键条款结合评级实践进行分析。

### 债权投资计划募集资金用途

(1) 在满足《债权投资计划实施细则》等监管规定要求下,投资基础设施项目的债权投资计划可以使用不超过40%的募集资金用于补充融资主体的营运资金。

(2) 受托人应审慎核实资金用途,不得以补充融资主体营运资金或者偿还股东借款等方式直接或变相将债权投资计划募集资金违规投向房地产企业。

投资基础设施项目的债权投资计划可以使用不超过40%的募集资金用于补充融资主体的营运资金。但对于承担地方政府隐性债务的城投企业,根据2021年7月9日银保监会发布的《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(以下简称“《15号文》”)及其补充通知规定:各银行保险机构对承担地方政府隐性债务的客户不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资,且不得为其参与地方政府专项债券项目提供配套融资,仅在必要情况下可对在建项目继续提供融资。此外,《募集指引》指出对于投资项目还款来源涉及地方政府的,应对融资主体举借债务的行为是否符合国家有关地方政府性债务管理的相关文件要求、是否新增地方政府债务出具明确的合规结论。

由此推断,一般情况下,未来债权投资计划的“补流”仅适用于非房地产且非承担地方政府隐性债务的企业。

值得注意的是,“双指引”保留对地产融资的高压限制。即对于非承担地方政府隐性债务的城投企业,若旗下有房地产业务,补充营运资金亦会受到限制;若股东为房地产企业,偿还股东借款会受到限制。

### 债权投资计划的信用增级有效性

(1) 如担保人子公司中有担保公司的,可根据担保子公司具体情况,合理剔除担保子公司对外担保金额及担保子公司所有者权益后,计算担保比例。受托人在计算前述担保比例时,应采用经审计的同一时间节点数据为计算依据。

根据《债权投资计划实施细则》第七条的规定,设置保证担保的,同一担保人全部对外担保金额占其净资产的比例不超过50%。此外,企业集团提供担保的,净资产采用归属于母公司股东权益。

对于房地产企业,存在采用境外架构实际控制的非并表公司,此类公司融资通常需要母公司的担保,且房地产企业存在大量的合作项目以及明股实债的融资,其少数股东权益金额往往较大。分析师在核查担保有效性时,应格外注意房地产公司对外担保金额/归属于母公司股东权益是否>50%。

(2) 设置抵押或质押担保的,经评估的担保财产价值不应低于债权投资计划存续期内待偿还的全部本金和全部收益的1.5倍。

《指引1号》对经评估的担保财产价值由“不低于待偿还本金和收益的1.5倍”修订为“不应低于债权投资计划存续期内待偿还的全部本金和全部收益的1.5倍”,强调债权投资计划整个存续期内均不得低于1.5倍。

担保财产价值以委托人提供的《资产评估报告》作为依据,在此基础上分析师仍需进行实地调研核实相关数据准确性。在实际评级过程中,分析师需关注担保

财产价值是否能满足内部抵押增级的需求,并不定期对担保财产价值进行评估核查。

(3) 风险缓释措施(如有)信息披露要点:根据实际情况披露风险缓释措施的安排以及与风险缓释措施相关主体的情况。

对于债权投资计划中设置风险缓释措施(例如差额补足承诺)的,分析师需要详细的阐述风险缓释措施的要点及安排,并判断该风险缓释措施是否具有担保效力。

### 基础设施项目的认定

(1) 商场、酒店、办公楼(写字楼)、公寓等具有商业不动产属性的项目不应纳入基础设施项目范围。

(2) 受托人可结合《国家发展改革委关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》(发改投资〔2016〕1744号)《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发〔2018〕101号)《中国证监会、国家发展改革委关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(证监发〔2020〕40号)等文件中有关基础设施项目的规定,结合拟投项目的立项核准或备案等文件、拟投项目建设内容及实际用途、拟投项目经营模式、用地审批程序、用地性质等,就基础资产类别进行认定并出具明确意见,并就拟投资项目证照手续等文件的取得是否符合拟投项目所在行业的要求、拟投项目建设内容所应履行的立项、开发、建设、运营等程序进行审慎核实。

《指引1号》除列举了明显具有商业不动产属性的项目外,对基础设施项目的认定基本延续有关部门对基础设施领域的原则规定。此外,基础设施项目设立主体以城投企业为主,考虑到《15号文》中不得新增地方政府隐性债务的规定,预计未来基础设施类项目还款来源将发生重大变化,项目筛选亦会更加严格。

### 商业不动产项目的相关要求

(1) 应审慎核实拟投资项目证照取得情况,严格按照《保险资金投资不动产暂行办法》(保监发〔2010〕80号)关于项目证照的要求,将募集资金投资于已经取得国有土地使用权证和建设用地规划许可证的项目和已经取得国有土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证的在建项目等符合条件的商业不动产项目。

(2) 应明确项目资本金符合《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》(国发〔1996〕35号)、《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》(国发〔2015〕51号)等相关规定中关于资本金性质、资本金到位以及资本金比例等要求。经审计的计入权益的注册资本、资本公积、未分配利润或者经验资的注册资本等符合法律法规规定条件的资金可作为项目资本金。对于未分配利润作为项目资本金的,股东应出具在债权投资计划存续期内不分配利润的决议。

《指引1号》规定经审计的项目公司注册资本(或经验资)、资本公积和未分配利润方可计入项目资本金。若项目资本金的认定以最新的季度财务数据为准,分析师必须采用经审计的季度财务报告;对于未分配利润作为项目资本金的,股东应出具在债权投资计划存续期内不分配利润的决议。同时,《指引1号》明确要求计入项目资本金的前提是计入权益类科目,因此股东借款是无法计入项目资本金的。

### 三、结论

《指引1号》和《募集指引》的主要对象为保资管机构,对其开展债权投资计划业务的基本要求和操作指引。作为债权投资计划参与机构之一的外部评级机构,“双指引”对评级机构评级业务实操中,关于投资项目、还款来源、担保增信措施等方面均有一定的借鉴作用。■

## 评级小贴士

# 关于革命老区振兴发展债务融资工具的一些基础知识

## 为什么推出革命老区振兴发展债务融资工具？

支持革命老区振兴发展是“十四五时期”落实区域协调发展战略的重要任务之一，2021年1月，国务院发布《关于新时代支持革命老区振兴发展的意见》，明确“鼓励商业性金融机构通过市场化方式积极参与革命老区振兴发展”。在此背景下，交易商协会借鉴前期债务融资工具市场助力脱贫攻坚、乡村振兴相关实践经验，探索推出革命老区振兴发展债务融资工具，通过市场化手段拓宽革命老区振兴发展的融资渠道，支持革命老区深化发展。

## 革命老区振兴发展用途需满足哪些要求？

一是募集资金用于革命老区区划范围内的建设发展，对发行人注册地无区域要求；二是募集资金应投向符合条件的革命老区振兴发展领域，可用于经营性项目建设或置换经营性项目借款，项目运作需要符合国家法律法规规定，合法合规文件齐全，并具有市场化的投资收益机制。

## 革命老区包括哪些区域？

此次支持的革命老区包括赣闽粤原中央苏区、陕甘宁、左右江、大别山、川陕等革命老区，以及其他在党中央、国务院及相关部委文件中有明确认定的革命老区。革命老区的具体区划范围需有相关文件进行佐证，如国家发改委批复的革命老区振兴发展规划等。

## 募集资金具体支持哪些方向？

革命老区振兴发展用途投向的领域需为《关于新时代支持革命老区振兴发展的意见》明确支持的领域，具体包括以下方向：一是巩固拓展脱贫攻坚成果；二是促进大中小城市协调发展；三是对接国家重大区域战略；四是完善基础设施网络；五是培育壮大特色产业；六是提升创新驱动发展能力；七是弘扬传承红色文化；八是促进绿色转型发展。

资料来源：国务院《关于新时代支持革命老区振兴发展的意见》；中国银行间市场交易商协会《革命老区振兴发展债务融资工具创新自律问答》

# 二季度新增违约数量较少, 信用等级转为调降趋势 ——2021年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

2021年上半年, 我国债券市场平稳运行, 违约风险暴露更为有序, 信用风险整体可控; 信用等级转为调降趋势, 针对潜在风险主体的等级调整更充分、更全面。

违约情况方面, 2021年上半年我国债券市场新增违约发行人18家, 主要为海航系企业和华夏幸福基业股份有限公司及其母子公司, 违约风险暴露基本在市场预期范围内。等级调整方面, 公募债券发行人信用等级调整率较2020年上半年有所下降, 调整趋势由调升转为调降。信用等级迁移方面, 样本数量较多的AA-级及以上级别均呈向下迁移趋势。利差表现方面, 信用等级与债券发行利率均值、利差均值基本呈负向关系, 主要券种不同信用等级利差间均存在显著性差异, 信用评级能够较好反映发行人信用风险差异。

## 一、违约情况统计分析

### 信用风险预期管理能力增强, 违约风险暴露更为有序

2021年上半年, 我国债券市场新增18家违约<sup>1</sup>发

行人, 共涉及到期违约债券<sup>2</sup>59期, 到期违约金额<sup>3</sup>约778.97亿元, 新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数及违约规模较2020年上半年(13家、44期和554.21亿元)、2020年下半年(17家、46期和427.26亿元)均有所增加。新增18家违约发行人中(见表1), 有11家为海航系发行人, 包括海航集团有限公司、海南航空控股股份有限公司(上市公司)等; 有4家为房地产行业企业或关联企业, 包括华夏幸福基业股份有限公司(上市公司)及其母公司华夏幸福基业控股股份公司、从事产业新城开发的全资子公司九通基业投资有限公司, 以及重庆协信远创实业有限公司; 有1家为历史违约发行人紫光集团有限公司(2020年11月违约)的全资子公司北京紫光通信科技集团有限公司; 另有中药企业同济堂医药有限公司、摩托车制造企业隆鑫控股有限公司在统计期内新增违约。

从首次违约时间来看, 2021年一季度、二季度新增违约发行人家数分别为13家、5家。剔除海航系发行人破产重整因素后, 2021年上半年我国债券市场新增违约

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

<sup>2</sup> 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

<sup>3</sup> 债券未偿付本金和利息之和, 以下同。

发行人家数(剩余7家)处于历年较低水平(见图1);得益于实体经济稳定修复以及政策层面加强地方国有企业债务风险管控的各项措施,违约风险整体可控,新增违约发行人以民营企业(5家)为主,且主要为历史违约发行人的关联企业或信用风险早已显现并逐步暴露的弱资质企业,债券市场信用风险预期管理能力增强,违约风险暴露更为有序。

## 二、等级调整与等级迁移分析

### 信用等级调整情况

#### 1. 等级调整相对稳定,信用等级转为调降趋势

2021年上半年,我国公募债券市场共有102家发行人主体信用等级发生调整,调整率为1.81%,较2020年上半年(3.66%)有所下降(见表2)。其中,主体信用等

级被调升的发行人有12家,主体信用等级被调降的发行人有90家,调升率和调降率分别为0.21%和1.60%;调升率较2020年上半年(2.76%)明显下降,调降率较2020年上半年有所上升,信用等级转为调降趋势。评级展望方面,评级展望被调升的发行人有2家,评级展望

图1 2019年至2021年上半年各季度违约情况统计



表1 2021年上半年债券市场违约发行人明细

	发行人	Wind三级行业	所属地区	企业性质	是否上市	违约时间	期初级别	期末级别
海 航 系	海航集团有限公司*	航空	海南	国有	否	2021/2/10	AAA/稳定	C
	海南航空控股股份有限公司*	航空	海南	国有	是	2021/2/10	AAA/稳定	C
	海航机场集团有限公司	交通基础设施	海南	国有	否	2021/2/10	AA+/稳定	C
	三亚凤凰国际机场有限责任公司	交通基础设施	海南	国有	否	2021/2/10	AA+/稳定	C
	天津航空有限责任公司*	航空	天津	国有	否	2021/3/13	AA+/稳定	C
	海航航空集团有限公司*	航空货运与物流	海南	国有	否	2021/2/10	AA/稳定	C
	西部航空有限责任公司	航空	重庆	国有	否	2021/3/13	AA/--	C
	云南祥鹏航空有限责任公司	运输	云南	国有	否	2021/2/10	AA-/负面	C(终止评级)
	海航资本集团有限公司	商业服务与用品	海南	国有	否	2021/2/10	AA-/负面	C
	海航基础产业集团有限公司	综合类	海南	国有	否	2021/2/10	A/负面	C
海航酒店控股集团有限公司	酒店、餐馆与休闲	上海	国有	否	2021/3/13	无评级	无评级	
地 产 行 业	华夏幸福基业股份有限公司	房地产管理和开发	河北	民营	是	2021/2/27	AAA/稳定	C
	华夏幸福基业控股股份公司	房地产管理和开发	河北	民营	否	2021/6/15	AAA/稳定	C
	九通基业投资有限公司	综合类	河北	民营	否	2021/6/1	AA+/稳定	C
	重庆协信远创实业有限公司	房地产管理和开发	重庆	合资	否	2021/3/9	AA/稳定	C
	同济堂医药有限公司	制药	湖北	民营	否	2021/4/26	BBB/--	C
隆鑫控股有限公司	汽车	重庆	民营	否	2021/5/6	BB+/负面	C	
北京紫光通信科技集团有限公司	电子设备、仪器和元件	北京	国有	否	2021/4/26	无评级	无评级	

注: 期初为2021年1月1日, 期末为2021年6月30日; \*所示违约主体2020年未进行跟踪评级(含评级推迟), 其期初级别信息均为评级机构2019年所出具; 海航酒店控股集团有限公司于2020年12月23日被终止评级; 评级展望列示为“-”表示发行人被列入评级观察名单, 下同  
资料来源: Wind, 联合资信整理

被调降的发行人有24家，评级展望调降数量较2020年上半年有所增加。

整体来看，2021年上半年评级调整更为充分、全面、灵活，更加注重等级调整的连续性，使用展望调整揭示信用风险的频次增加。

## 2. 信用等级/评级展望调升数量较少，调升趋于谨慎

2021年上半年，我国公募债券市场共有14家发行人信用等级/评级展望发生调升，其中等级调升12家，展望调升2家（见表3）。信用等级/评级展望发生调升的发行

人主要为国有企业（10家），民营企业、集体企业各有1家。整体来看，当前实体经济下行压力仍然较大，企业生产经营面临的不确定性加大，评级机构调升行动趋于谨慎。从调升原因来看，一方面是部分城投类企业因区域经济实力增强、主营业务专营优势强、主体地位重要性凸显、资产或股权划入、外部支持力度大等因素获得调升，另一方面是部分企业因营收/利润水平大幅增长、资本实力提升、负债结构优化等因素获得调升，同时部分风险企业信用状况有所改善，债务规模有所下降或实现扭

表2 2020年上半年和2021年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行主体	信用等级		评级展望		合计	
	2020H1	2021H1	2020H1	2021H1	2020H1	2021H1
样本数量(家)	5577	5629	5577	5629	5577	5629
调升数量(家)	154	12	3	2	157	14
调降数量(家)	50	90	16	24	66	114
调升率	2.76%	0.21%	0.05%	0.04%	2.82%	0.25%
调降率	0.90%	1.60%	0.29%	0.43%	1.18%	2.03%

注：统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限视同其所发债券的有效期限；评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数；评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升，由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降

资料来源：Wind，联合资信整理

表3 2021年上半年公募债券市场发行人信用等级/评级展望调升明细

发行人	期初级别	期末级别	企业性质	调整类型
张家港市直属国有资产经营有限公司	AA+/稳定	AAA/稳定	国有	等级调升
承德市国控投资集团有限责任公司	AA/稳定	AA+/稳定	国有	等级调升
南充发展投资(控股)有限责任公司	AA/稳定	AA+/稳定	国有	等级调升
湖南金阳新城建设发展集团有限公司	AA/稳定	AA+/稳定	国有	等级调升
景德镇陶文旅控股集团有限公司	AA/稳定	AA+/稳定	国有	等级调升
镇江交通产业集团有限公司	AA/稳定	AA+/稳定	国有	等级调升
南通产业控股集团有限公司	AA/稳定	AA+/稳定	国有	等级调升
国泰租赁有限公司	AA+/稳定	AAA/稳定	国有	等级调升
湖北省文化旅游投资集团有限公司	AA+/稳定	AAA/稳定	国有	等级调升
英科医疗科技股份有限公司	AA-/稳定	AA/稳定	民营	等级调升
浙农集团股份有限公司	A+/稳定	AA/稳定	集体	等级调升
青海盐湖工业股份有限公司	BB/--	BBB/--	国有	等级调升
杭州市国有资本投资运营有限公司	AA+/稳定	AA+/正面	国有	展望调升
大连时泰城市建设发展有限公司	AA+/负面	AA+/稳定	国有	展望调升

资料来源：Wind，联合资信整理

亏为盈，信用等级/评级展望获得调升。信用等级/评级展望获得调升的发行人未呈现出明显的行业或区域特征。

### 3. 等级调降主体呈现出一定的区域、行业特征<sup>4</sup>

**区域方面**，信用等级/评级展望调降的发行人主要分布在广东（17家）、北京（12家）、海南（8家）、江苏（8家）、贵州（7家）等地，呈现出一定的区域特征（见图2）。具体来看，广东17家调降主体中有15家为民营企业，江苏6家调降主体均为民营企业；广东、江苏经济发展水平高，民营经济活跃、市场主体数量较多，区域内部分弱资质民营企业抗风险能力不足，在新冠肺炎疫情持续影响、行业竞争加剧等不利外部环境的冲击下，出现经营业绩下滑、盈利能力下降甚至严重亏损等问题，信用等级/评级展望发生调降。海南8家调降主体均为海航系企业，为海航集团流动性事件暴露后信用风险的集中、定向释放与处置。北京总部经济发达，此前存在激进投资、盲目扩张/转型的大型集团公司、重点风险客户的

信用风险开始加速暴露，例如华融、泛海、清华系校企（紫光、启迪）、东方园林等。贵州7家调降主体基本为信用状况存在瑕疵的城投企业（6家），其普遍存在区域财政实力明显下降、融资环境不佳、短期偿债压力大、债务逾期、涉诉、或有负债风险等情形。

**行业方面**，信用等级/评级展望调降主体行业（Wind三级行业）分布整体较为分散，但房地产管理和开发行业（11家）、建筑与工程行业（8家，剔除6家城投类企业后）、调降主体家数相对较多。受房地产行业调控政策、融资环境趋紧等因素影响，部分刚性债务规模高企、短期偿付压力集中的房地产企业信用风险逐渐暴露；同时新冠肺炎疫情冲击下，部分建筑与工程行业企业面临订单收缩、营收下滑、停产停工、行业竞争加剧等问题，信用水平有所下降。

### 4. 大跨度评级调整数量有所增加

2021年上半年，我国公募债券市场共有38家发行人（双评级去重后为33家）发生大跨度评级调整<sup>5</sup>现象，均为调降，较2020年上半年（23家，双评级去重后为19家）有所上升（见表4）。一方面，公募债券市场大跨度评级调整的数量仍然较多，评级预警行动相对滞后；另一方面，发生大跨度评级调整的发行人中，约75%在统计期内发生2次以上的信用等级调降，多调比例较2020年上半年（约58%）有所上升，评级调整的梯度有所改善。

### 信用等级迁移矩阵<sup>6</sup>

#### 1. AA级及以上级别发行主体占比有所下降

截至2021年上半年末，我国公募债券市场发行主体信用等级仍集中在AA级及以上级别，但占比

图2 信用等级（含展望）调降主体区域分布图



<sup>4</sup> 该部分内容发行人数量均对双评级去重处理。

<sup>5</sup> 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人期初、期末主体信用等级调整超过3个子级以上（含3个子级）。例如，期初等级为AA，期末等级调整为A，等级调整跨越AA-和A+，则为发生大跨度调整；不同评级机构对同一发行主体的大跨度评级调整各计为1次。

<sup>6</sup> 信用等级迁移矩阵的计算方法采用Cohort法，即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计，不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况，亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

表4 2021年上半年公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

发行人	期初等级	展望	期末等级	展望
渤海租赁股份有限公司	AAA	稳定	A-	负面
华夏幸福基业股份有限公司	AAA	稳定	C	--
华夏幸福基业控股股份公司	AAA	稳定	C	--
海航集团有限公司	AAA	稳定	C	--
海南航空控股股份有限公司	AAA	稳定	C	--
海航机场集团有限公司	AA+	稳定	C	--
三亚凤凰国际机场有限责任公司	AA+	稳定	C	--
天津航空有限责任公司	AA+	稳定	C	--
泛海控股股份有限公司	AA+	--	A	负面
中国泛海控股集团有限公司	AA+	负面	A (终止评级)	负面
海口美兰国际机场有限责任公司	AA+	--	C	--
搜于特集团股份有限公司	AA	稳定	A	负面
宁夏晟晏实业集团有限公司	AA	稳定	BB	负面
鸿达兴业股份有限公司	AA	稳定	B	负面
海航航空集团有限公司	AA	稳定	C	--
重庆协信远创实业有限公司	AA	稳定	C	--
海航资本集团有限公司	AA-	负面	C	稳定
西部航空有限责任公司	AA-	--	C	--
云南祥鹏航空有限责任公司	AA-	负面	C (终止评级)	--
深圳洪涛集团股份有限公司	AA-	负面	A-	负面
树业环保科技股份有限公司	AA-	稳定	BBB+	负面
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	AA-	稳定	BBB+	负面
上海新文化传媒集团股份有限公司	AA-	负面	BBB	负面
蓝盾信息安全技术股份有限公司	AA-	负面	BBB-	负面
西藏金融租赁有限公司	A+	--	BBB	--
广东太安堂药业股份有限公司	A+	--	BBB-	负面
亿达发展有限公司	A	负面	BBB	负面
海航基础产业集团有限公司	A	负面	C	--
浙江亚太药业股份有限公司	A-	负面	BB	负面
同济堂医药有限公司	BBB-	--	C	--
隆鑫控股有限公司	BB+	负面	C	--
鸿达兴业集团有限公司	BB	--	C	--
紫光集团有限公司	B	--	C	--

注：主体等级不为C级、评级展望为空表示发行人被列入评级观察名单；不同评级机构对同一发行人均发生大跨度评级调整的情况，如果期初和期末级别信息均相同，仅列示一条记录  
资料来源：Wind，联合资信COS系统

(89.47%) 较2020年上半年末(91.29%)有所下降(见图3)。其中，AA级发行主体占比仍然最高(35.02%)，但较2020年上半年末下降0.81个百分点；AAA级发行主体占比(28.27%)较2020年上半年末下降1.68个百分点，AA+级发行主体占比(26.18%)较2020年上半年末

上升0.67个百分点。信用等级调降趋势下，公募债券市场发行主体信用等级中枢有所下移。

2. 主要级别均呈向下迁移趋势，AA+级至AA-级稳定性有所上升

从信用等级迁移矩阵来看，在样本数量较多的AA-

级及以上级别中,各别稳定性均较好,级别未发生迁移的比率均在90%以上,AA+级、AA级和AA-级稳定性较2020年上半年均有不同程度上升;各别均呈向下迁移趋势,且级别越低、向下迁移比率越高(见表5)。

### 三、主要券种利差分析

2021年上半年,央行继续实施稳健的货币政策,综

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

2021年上半年,信用等级(商业银行二级资本工具为债项级别,其他券种均为主体级别)与债券发行利率均值、利差均值基本呈负向关系,即信用等级越高,发行利率均值、利差均值越低(见表6)。使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对样本数量较多<sup>7</sup>的超短融、短融、中票、公司债、企业债、商业银行债等的利差进行显著性检验<sup>8</sup>,参与检验的各别主体所发超短融、短融以及各别中票、公司债、企业债不同信用等级利差之间均存在显著性差异,信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

图3 2020年上半年末和2021年上半年末我国公募市场债券发行主体信用等级分布图



资料来源:联合资信COS系统

表5 2021年上半年我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1360	99.26	0.15	0.15	--	--	--	0.07	--	--	--	0.37
AA+	1264	0.24	98.50	0.79	0.08	--	0.08	--	--	--	--	0.32
AA	1691	--	0.35	98.29	0.89	0.18	0.06	--	--	--	--	0.24
AA-	328	--	--	0.30	93.60	2.13	2.13	0.30	0.30	0.30	0.30	0.61
A+	98	--	--	1.02	--	95.92	1.02	1.02	--	1.02	--	--
A	10	--	--	--	--	--	90.00	--	--	--	--	10.00
A-	4	--	--	--	--	--	--	75.00	--	--	--	25.00
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	2	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+及以下	29	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3.45	96.55

注:统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体;迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况,无法体现各家评级机构的具体迁移情况;统计期初为2021年1月1日,期末为2021年6月30日,下同

资料来源:联合资信COS系统

<sup>7</sup> 参与利差显著性检验的各别样本数量大于等于10。

<sup>8</sup> 在95%的置信水平下,当P值小于5%,则检验结果显著,否则不显著。

表6 2021年上半年主要券种分级别利差统计

债券类型	期限	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP,%)			交易利差 (BP,%)			
				区间	均值	均值	级差	变异系数	样本数量	均值	级差	变异系数
超短融	270D	AAA	202	2.50~7.30	3.09	74.64	NA	70.27	186	73.86	NA	43.24
		AA+	221	2.78~7.10	3.93	157.70	83.05	62.56	214	156.14	82.27	62.80
		AA	113	3.08~6.50	4.78	244.12	86.42	37.00	110	240.10	83.96	36.75
短融	1Y	AAA	65	2.79~5.30	3.48	96.33	NA	55.76	63	99.19	NA	52.87
		AA+	101	3.08~7.00	4.27	178.17	81.85	58.52	99	173.20	74.01	57.24
		AA	65	3.43~6.60	5.01	250.77	72.59	36.51	63	245.93	72.73	36.10
中票	3Y	AAA	337	3.25~6.80	3.85	101.49	NA	43.67	332	101.02	NA	41.40
		AA+	316	3.50~7.50	4.48	164.41	62.92	46.17	310	162.35	61.32	45.79
		AA	111	3.94~7.50	5.39	254.81	90.40	35.95	104	247.60	85.26	36.30
	5Y	AAA	67	3.70~5.37	4.16	116.15	NA	29.02	67	116.76	NA	29.02
		AA+	15	4.00~5.00	4.54	152.24	36.08	21.11	15	151.90	35.14	21.15
公司债	3Y	AAA	222	3.25~7.00	3.77	92.83	NA	42.47	81	85.80	NA	28.38
		AA+	81	3.50~6.95	4.62	178.29	85.46	47.16	12	182.33	96.53	62.56
		AA	7	4.10~8.35	5.49	269.16	90.87	64.88	1	154.91	-27.42	NA
	5Y	AAA	71	3.55~4.48	3.91	92.71	NA	18.93	12	88.40	NA	24.30
		AA+	6	3.98~4.60	4.35	136.59	43.88	16.25	2	127.14	38.73	31.45
企业债	5Y	AAA	222	3.25~7.00	3.77	92.83	NA	42.47	81	85.80	NA	28.38
		AA+	81	3.50~6.95	4.62	178.29	85.46	47.16	12	182.33	96.53	62.56
		AA	7	4.10~8.35	5.49	269.16	90.87	64.88	1	154.91	-27.42	NA
	7Y	AAA	71	3.55~4.48	3.91	92.71	NA	18.93	12	88.40	NA	24.30
		AA+	6	3.98~4.60	4.35	136.59	43.88	16.25	2	127.14	38.73	31.45
		AA	1	7.60~7.60	7.60	461.01	324.42	NA	0	NA	NA	NA
商业银行债	3Y	AAA	65	2.79~5.30	3.48	96.33	NA	55.76	63	99.19	NA	52.87
		AA+	101	3.08~7.00	4.27	178.17	81.85	58.52	99	173.20	74.01	57.24
		AA	65	3.43~6.60	5.01	250.77	72.59	36.51	63	245.93	72.73	36.10
商业银行二级资本工具	5Y	AAA	4	3.87~4.40	4.14	115.11	NA	19.42	4	115.80	NA	20.49
		AA+	12	4.30~5.20	4.64	166.32	51.21	14.09	12	167.11	51.30	14.01
		AA	5	4.60~4.80	4.76	177.68	11.36	5.18	5	178.78	11.67	4.86
		AA-	2	4.80~5.20	5.00	202.79	25.11	16.07	1	228.26	49.48	NA
	10Y	A+	1	5.30~5.30	5.30	224.60	21.81	NA	1	226.74	-1.52	NA
		A	8	5.20~6.00	5.56	255.57	30.97	9.13	1	251.63	24.89	NA
		A-	2	5.00~5.50	5.25	227.27	-28.30	17.33	1	254.80	3.17	NA
10Y	AAA	1	4.38~4.38	4.38	114.36	NA	NA	1	114.90	NA	NA	

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

资料来源：Wind，联合资信整理

# 债市信用风险事件统计

## 一、违约情况

2021年8月—9月，债券市场<sup>1</sup>新增违约<sup>2</sup>主体1家，涉及到期违约债券1期，到期违约规模约7.01亿元。另有11家重复违约<sup>3</sup>主体，共涉及到期违约债券15期，到期违约规模合计约154.21亿元。

截至9月30日，2021年我国债券市场新增违约主体21家，涉及到期违约债券81期，到期违约规模约981.07亿元，较上年同期（19家、63期、707.38亿元）均有所增加。重复违约主体23家，涉及到期违约债券62期，到期违约规模合计约600.22亿元，较上年同期（18家、47期、277.25亿元）均有所增加（见表1）。

## 二、信用等级调整<sup>4</sup>情况

2021年8月—2021年9月，债券市场有2家发行人主体级别发生上调，有17家发行人主体级别发生下调，5家发行人主体展望发生下调。

截至9月30日，2021年我国债券市场有16家发行人主体级别发生上调，较上年同期（220家）大幅减少，有122家发行人主体级别发生下调，较上年同期（73家）大幅增加。有4家发行人主体展望发生上调，与上年同期（4家）一致，有45家发行人主体展望发生下调，较上年同期（25家）有所增加（见表2）。

表1 2018年—2021年9月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2018年			2019年			2020年			2021年1—9月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	42	109	900.38	49	140	914.50	30	98	1019.36	21	81	981.07
重复违约	9	20	126.15	28	67	416.57	19	59	375.58	23	62	600.22

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

表2 2018年—2021年9月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
调升数量（家）	254	218	231	16	28	12	5	4
调降数量（家）	97	86	94	122	21	21	28	45

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

<sup>1</sup> 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

<sup>2</sup> 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>）。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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

# 四川蓝光发展股份有限公司

### 一、主体概况

四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）前身系成立于1993年的成都迪康制药有限公司，于1999年变更为四川迪康科技药业股份有限公司（以下简称“迪康药业”），并于2001年在上海证券交易所挂牌上市；2008年6月，蓝光投资控股集团有限公司（以下简称“蓝光集团”）通过司法拍卖获得迪康药业29.90%的股份，成为公司控股股东；2015年4月，迪康药业通过发行股份的方式购买了四川蓝光和骏实业股份有限公司100%股权。此次重大资产重组完成后，公司

借迪康药业上市并更为现名。公司主营业务为房地产开发，并辅以生物医药等业务。公司是民营企业，第一大股东是蓝光集团，持股比例为58.31%，实际控制人为自然人杨铿。

公司于2019年7月10日发行9亿2年期中期票据“19蓝光MTN001”，因公司盈利能力下降，加上债务负担沉重，受限资产规模较大，公司流动性枯竭，2021年7月12日，“19蓝光MTN001”未能按期足额兑付本息，发生实质性违约。此后公司其他存续债券也相继发生违约，详见表1。

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
19蓝光MTN001	2019/7/10	2021/7/11	2021/7/12	9.68	--	AA+/AA+/稳定	中期票据	中诚信国际	本息违约
19蓝光02	2019/7/19	2022/7/23	2021/7/23	10.76	--	AA+/AA+/稳定; AA+/AA+/稳定	公司债	东方金诚/ 中诚信国际	本息违约
16蓝光01	2016/9/12	2021/9/14	2021/7/28	12.57	--	AA/AA/稳定	公司债	中诚信国际	本息违约
19蓝光01	2019/3/15	2022/3/19	2021/7/28	7.42	--	AA+/AA+/稳定; AA+/AA+/稳定	公司债	东方金诚/ 中诚信国际	本息违约
19蓝光04	2019/8/2	2022/8/6	2021/7/28	3.20	--	AA+/AA+/稳定; AA+/AA+/稳定	公司债	东方金诚/ 中诚信国际	本息违约
20蓝光02	2020/3/12	2023/3/16	2021/7/28	7.70	--	AA+/AA+/稳定; AA+/AA+/稳定	公司债	东方金诚/ 中诚信国际	本息违约
20蓝光04	2020/7/29	2023/7/31	2021/7/28	8.56	--	AAA/AAA/稳定	公司债	大公国际	本息违约
20蓝光MTN001	2020/5/7	2023/5/11	2021/7/28	5.08	--	AA+/AA+/稳定	中期票据	中诚信国际	本息违约
20蓝光CP001	2020/7/28	2021/7/29	2021/7/29	7.46	--	A-1/AAA/稳; A-1/AA+/稳定	短期融资券	大公国际/ 中诚信国际	本息违约
20蓝光MTN002	2020/9/28	2022/9/29	2021/7/31	10.58	--	AAA/AAA/稳定	中期票据	大公国际	本息违约
20蓝光MTN003	2020/10/23	2022/10/26	2021/7/31	15.80	--	AAA/AAA/稳定	中期票据	大公国际	本息违约
21蓝光MTN001	2021/3/10	2023/3/11	2021/7/31	10.28	--	AAA/AAA/稳定	中期票据	大公国际	本息违约
16蓝光MTN003	2016/8/10	2021/8/12	2021/8/12	3.01	--	AA/AA/稳定	中期票据	中诚信国际	本息违约

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

## 二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2020-04-17	公司发布2019年年报, 资产总计2018.90亿元, 同比增长33.81%; 负债总计1627.70亿元, 同比增长31.49%; 资产负债率80.62%; 营业收入391.94亿元, 同比增长27.17%; 归母净利润34.59亿元, 同比增加55.53%。
2020-10-23	公司公告, 将子公司成都迪康药业股份有限公司100%股权转让给第三方。
2021-04-12	公司发布2020年年报, 资产总计2582.64亿元, 同比增长27.92%; 负债总计2118.68亿元, 同比增长30.16%; 资产负债率82.04%; 营业收入429.57亿元, 同比增长9.6%; 归母净利润33.02亿元, 同比减少4.53%; 经营性净现金流流出61.27亿元, 由净流入转为净流出。
2021-04-20	公司公告, 下属全资子公司蓝光和骏将其持有的四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司65.04%的股份转让给碧桂园服务。
2021-06-01	公司公告, 控股股东蓝光集团以持有的公司股票作为担保品的股票质押交易及融资融券业务根据协议约定将被相关金融机构强行处置; 同日, 因盈利能力下滑、转让对公司利润贡献较大的子公司、短期债务压力较大以及被纳入被执行人名单, 大公国际将公司主体评级展望调整为负面。
2021-06-03	由于外部环境及政策变化加大公司经营及再融资压力、存续非银借款占总债务比重高、非银借款偿付能力弱、年内债券偿付压力大、公司少数股东权益占比较高、土地储备略显不足或将加大其未来资本支出压力等因素, 中诚信国际将“16蓝光MTN003”“19蓝光MTN001”“20蓝光MTN001”“16蓝光01”“19蓝光01”“19蓝光02”和“19蓝光04”“20蓝光02”的债项信用等级由AA+调降至AA, 并将主体和债项信用等级列入可能降级的观察名单。
2021-06-04	公司公告, 董事长离任; 同日, 因公司土地储备及区域多样性一般、在建项目未来投资规模较大面临融资压力、经营性净现金流恶化、负面舆情、关联方往来款较多和有息债务规模较大等因素, 东方金诚将公司主体信用等级由AA+调降至AA, 评级展望为负面, 并下调“19蓝光01”“19蓝光02”“19蓝光04”和“20蓝光02”信用等级为AA。
2021-06-09	由于公司控股股东股份质押比例较高、盈利水平下降、经营性现金流大幅净流出、土地储备质量下降、短期有息债务规模大和负面舆情等因素, 大公国际将公司主体信用等级由AAA调降至AA, 评级展望维持负面, 将“21蓝光MTN001”“20蓝光MTN002”“20蓝光MTN003”和“20蓝光04”的信用等级由AAA调整为AA。
2021-06-11	公司公告, 由于公司控股股东蓝光集团股票质押违约, 中航信托股份有限公司将蓝光集团持有蓝光发展的15493万股申请司法冻结, 被冻结股份占公司总股本比例为5.10%; 同日, 公司持有的全资子公司蓝光和骏因合同纠纷被司法冻结, 冻结股权金额合计17.87亿元。
2021-07-02	公司公告, 由于公司控股股东蓝光集团合同纠纷, 其持有公司的23532万股被申请司法冻结, 被冻结股份占公司总股本比例为7.75%; 同日, 公司总裁离任; 同日, 由于当前公司流动性紧张、负面舆情较多及再融资能力减弱, 债券回售可能性加大, 面临集中偿付压力, 东方金诚将蓝光发展主体信用等级由AA下调至BBB, 评级展望为负面, 将“19蓝光01”“19蓝光02”“19蓝光04”和“20蓝光02”的债项信用等级由AA调降至BBB。
2021-07-05	中诚信国际将公司主体信用等级由AA调降至A, 将“16蓝光01”“19蓝光01”“19蓝光02”“19蓝光04”“20蓝光02”“16蓝光MTN003”“19蓝光MTN001”和“20蓝光MTN001”的债项信用等级由AA调降至A, 将“20蓝光CP001”的债项信用等级由A-1调降至A-2, 并将主体和债项信用等级继续列入可能降级的观察名单; 大公国际将蓝光发展主体信用等级由AA调整为A+, 评级展望维持负面, “21蓝光MTN001”“20蓝光MTN002”“20蓝光MTN003”和“20蓝光04”信用等级调整为A+, “20蓝光CP001”信用等级调整为A-2。
2021-07-08	公司公告, “19蓝光MTN001”本息兑付存在不确定性; 同日, 大公国际将公司主体信用等级由A+调整为BBB-, 评级展望维持负面, “21蓝光MTN001”“20蓝光MTN002”“20蓝光MTN003”和“20蓝光04”信用等级由A+调整为BBB-, “20蓝光CP001”信用等级调整为A-3; 中诚信国际将公司主体信用等级由A调降至B, 将“16蓝光MTN003”“19蓝光MTN001”“20蓝光MTN001”“19蓝光02”的债项信用等级由A调降至B, 将“20蓝光CP001”的债项信用等级由A-2调降至C, 并将主体和债项信用等级继续列入可能降级的观察名单。
2021-07-09	大公国际将公司主体信用等级由BBB-调整为CCC, 评级展望维持负面, “21蓝光MTN001”“20蓝光MTN002”“20蓝光MTN003”和“20蓝光04”信用等级由BBB-调整为CCC, “20蓝光CP001”信用等级由A-3调整为C; 同日, 东方金诚将公司主体信用等级由BBB调降至B, 评级展望为负面, “19蓝光01”“19蓝光02”“19蓝光04”和“20蓝光02”的债项信用等级由BBB调降至B。
2021-07-12	“19蓝光MTN001”未能按期兑付债券本息, 发生实质性违约; 同日, 中诚信国际将蓝光发展主体信用等级由B调降至C, 将“19蓝光MTN001”的债项信用等级由B调降至C, 并将主体和上述债项信用等级撤出可能降级的观察名单, 将“20蓝光MTN001”的债项信用等级由B调降至CCC, 将“16蓝光MTN003”“19蓝光02”的债项信用等级由B调降至CC, 并将上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单; 同日, 东方金诚将公司主体信用等级由B下调至C, “19蓝光01”“19蓝光02”“19蓝光04”和“20蓝光02”的债项信用等级由B调降至C。
2021-07-13	大公国际将蓝光发展主体信用等级由CCC调整为C, “21蓝光MTN001”“20蓝光MTN002”“20蓝光MTN003”和“20蓝光04”信用等级由CCC调整为CC。
2021-07-26	中诚信国际将“19蓝光02”信用等级由CC调降至C, 并将债项信用等级撤出可能降级的观察名单。

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源: 联合资信整理

## 三、主体违约原因

房地产政策收缩背景下激进扩张, 拿地成本走高但销售趋弱, 公司盈利能力下降

近年来, 我国各地方政府出台房地产相关调控政

策, 行业整体景气度较低。而蓝光发展却逆势急速扩张, 以成渝地区为大本营, 不断向华中、华东、华北和华南等多区域三四线城市布局, 公司新增土储数量爆发增加, 2020年公司新增拿地60宗、拿地金额428.46亿元, 达公司历史顶峰; 同时, 在急速扩张过程中, 蓝

光发展多次高溢价拿地，土地成本不断攀升，2020年，公司新增土地储备楼面均价为5986元/平方米，较2019年增长33.83%，对盈利能力形成了一定的侵蚀。此外，公司土地储备中位于三线及以下城市的项目占比较高，项目去化及销售回款压力较大，为加大回款规模，公司降低了三四线城市销售价格，公司项目平均销售价格自2018年起不断下降。在公司项目平均销售均价下降，同时新增土地楼面均价上升的背景下，2020年公司营业利润和净利润分别下降10.59%和11.61%，公司盈利能力承压。

### 公司债务负担沉重，债务集中到期，偿债能力严重不足

2018—2020年公司负债总额持续增长，分别为1237.88亿元、1627.70亿元和2118.68亿元，资产负债率持续高居80%以上；同时公司融资成本较高，截至2020年末，公司债务中非标占比约为30%，综合融资成本高达8.20%。整体看，公司债务负担沉重。此外，公司存在较大短期偿付压力，截至2020年末，公司

短期有息债务达到339.63亿元，占总息债务规模的44.21%，货币资金无法覆盖短期债务，EBITDA对利息保障倍数仅为0.88，公司偿债能力严重不足。

### 受限资产规模较大，外部融资不畅导致流动性枯竭

截止2021年6月末，公司货币资金余额为100.29亿元，较2020年底（297.43亿元）大幅减少，且其中96.71%的资金处于受限状态无法自由动用；公司所有受限资产账面价值高达517.95亿元，占资产总额的比例为23.48%，占净资产的比例为230.14%，其中抵质押存货475.98亿元。此外，公司股权质押比例较高，截至2021年5月18日，公司控股及其一致行动人累计质押公司股份占其所持股份的51.94%，占公司总股本比例的30.29%。整体来看，公司受限资产规模较大、股权质押比例较高，使其财务弹性较低，备用流动性接近枯竭。而房地产债务融资监管趋严叠加评级下调、股权冻结、高管频繁变动等负面舆情频出，严重冲击了公司的再融资能力，最终引发债务违约。■

表3 主要财务指标

财务指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年上半年
资产总额 (亿元)	733.65	952.40	1508.81	2018.90	2582.64	2205.93
所有者权益 (亿元)	140.10	190.46	270.93	391.21	463.96	225.06
长期债务 (亿元)	180.34	223.43	385.31	362.85	428.59	259.38
全部债务 (亿元)	266.23	306.39	537.24	605.01	768.21	686.41
营业收入 (亿元)	213.29	245.53	308.21	391.94	429.57	119.31
利润总额 (亿元)	14.68	17.74	33.77	55.90	49.47	-50.79
EBITDA (亿元)	18.77	23.06	40.71	63.88	61.08	--
经营性净现金流 (亿元)	-26.88	75.54	4.62	38.33	-61.27	5.21
营业利润率 (%)	17.55	18.57	23.42	23.71	18.53	-7.13
净资产收益率 (%)	6.35	6.57	9.21	10.63	7.92	--
资产负债率 (%)	80.90	80.00	82.04	80.62	82.04	89.80
全部债务资本化比率 (%)	65.52	61.67	66.48	60.73	62.35	75.31
流动比率 (%)	163.31	164.02	162.87	146.99	143.63	121.74
全部债务/EBITDA (倍)	14.18	13.29	13.20	9.47	12.58	--
EBITDA利息倍数 (倍)	0.94	1.05	1.34	1.19	0.88	--
经营现金流流动负债比 (%)	-6.81	14.54	0.55	3.08	-3.67	--

资料来源：联合资信COS系统

# 政策指南 Policy Guidelines

## 人民银行等五部门联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》

2021年8月6日,为促进我国债券市场信用评级行业规范发展,人民银行会同国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》。《通知》遵循市场化、法治化、国际化改革方向,从加强评级方法体系建设、完善公司治理和内部控制机制、强化信息披露等方面对信用评级机构提出了明确要求,同时强调优化评级生态,严格对信用评级机构监督管理。此举将有利于提升信用评级质量和区分度,进一步发挥信用评级在风险揭示和风险定价等方面的作用,营造公平、公正的市场环境,推动信用评级行业更好服务于债券市场健康发展大局。

(摘自中国人民银行官网, 2021年8月6日)

## 央行试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级要求

为进一步提升市场主体使用外部评级的自主性,推动信用评级行业市场化改革,2021年8月11日,中国人民银行发布〔2021〕第11号公告,决定

试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级要求。试点期间,非金融企业发行债务融资工具暂时停止适用《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第九条的规定。

(摘自中国人民银行官网, 2021年8月11日)

## 交易商协会发布《关于取消非金融企业债务融资工具信用评级要求有关事项的通知》

交易商协会于2021年8月13日发布《关于取消非金融企业债务融资工具信用评级要求有关事项的通知》。《通知》明确,取消企业注册发行债务融资工具需披露信用评级报告及跟踪评级安排的要求。企业选择披露的,应按照交易商协会自律管理规定和评级协议约定,披露评级结果在有效期内的债务融资工具评级报告。信用增进机构信用评级相关信息披露要求参照发行企业执行。交易商协会根据人民银行《公告》取消债务融资工具强制评级要求,将进一步提升市场主体使用外部评级的自主性,推动信用评级行业市场化改革。

(摘自交易商协会官网, 2021年8月13日)

## 中国人民银行发布《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》

2021年9月15日,为规范开展内地与香港债券市场互联互通南向合作(以下简称“南向通”),便利境内债券市场机构投资者有序配置全球债券,中国人民银行发布《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》。《通知》明确“南向通”遵循内地与香港现行法律法规,相关交易结算活动遵守交易结算发生地的监管规定及业务规则。“南向通”将于2021年9月24日上线。“南向通”是中央政府支持香港发展、推动内地与香港合作的又一项重要举措,有利于稳步推动我国金融市场双向开放,扩展内地机构投资者的投资渠道,有利于助力香港融入国家发展大局,巩固香港的国际金融中心地位,保持长期繁荣稳定。

(摘自中国经济网, 2021年9月16日)

## 央行等六部门联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》

为深入贯彻落实党的十九届五中全会、中央经济工作会议重要精



神,完善债券市场法制,建立完善制度健全、竞争有序、透明开放的多层次债券市场体系,2021年8月18日,人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会、证监会和外汇局联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》。

《意见》从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性、强化信用评级机构监管、加强投资者适当性管理、健全定价机制、加强监管和统一执法、统筹宏观管理、推进多层次市场建设、拓展高水平开放等十个方面,对推动公司信用类债券市场改革开放和高质量发展提出了具体意见。

(摘自中国人民银行官网,2021年8月18日)

### 上交所试点债券市场信息披露直通车

2021年9月6日,为进一步提高

公司债券和资产支持证券信息披露的质量和效率,上交所发布了《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第2号——公司债券和资产支持证券信息披露直通车业务》和《上海证券交易所债券存续期业务指南第2号——公司债券和资产支持证券信息披露直通车业务》,标志着上交所正式推出债券市场信息披露直通车制度。《指引》明确了公司债券和资产支持证券直通车基本安排,规定了直通车适用范围和业务办理原则,并在附件中给出信息披露公告类别索引,对直通车公告范围和披露路径进行了详细区分。《指南》对公司债券信息披露流程、资产支持证券信息披露流程、直通车业务办理注意事项等具体操作问题进行了梳理,提升市场主体使用的便利性和友好性。

(摘自上交所官网,2021年9月6日)

### 绿色债券标准委员会发布《绿色债券评估认证机构市场化评议操作细则(试行)》及配套文件

为贯彻党中央、国务院关于碳达峰、碳中和重大决策部署,完善绿色标准体系顶层设计和系统规划,推动绿色债券高质量发展,在人民银行、证监会等主管部门的指导下,2021年9月24日,绿色债券标准委员会发布《绿色债券评估认证机构市场化评议操作细则(试行)》及配套文件。《操作细则》及配套文件具体从多维度量化职业能力标准、多元化引入参与评议机构和多环节加强执业检查三方面规范评估认证机构行为,旨在培育一批独立、专业、有市场声誉的第三方机构,有利于提升国内绿色债券市场质量,推动行业自律和规范发展,打造中国绿色债券在国际市场的品牌和影响力。

(摘自中国证券报,2021年9月24日)

# 市场动向 Market Trends

## 全国首单革命老区振兴发展债务融资工具成功发行

2021年8月24日，临沂投资发展集团有限公司2021年度第二期定向债务融资工具（革命老区）成功簿记，系全国首单革命老区振兴发展债务融资工具。本期债务融资工具简称“21临沂投资PPN002（革命老区）”，发行总额5亿元，期限3年，票面利率4.97%，募集资金全部用于沂蒙革命老区振兴发展，具体用于临沂临港高端不锈钢与先进特钢制造产业集群项下年产270万吨优特钢项目建设。该项目投产后，一方面将巩固加强临沂本地市场传统优势，延长产业链，提升产品制造能力，打造先进特钢制造产业集群；另一方面将有效带动沂蒙革命老区就业人口增加，提高居民的生活水平，助力“打造革命老区高质量发展沂蒙样板”。

（摘自临沂市国资委官网，2021年8月25日）

## 全国首单公共租赁住房类REITs产品成功发行

2021年8月18日，全国首单公共租赁住房类REITs产品——“国开-北京保障房中心公租房资产支持专项计划”成功发行，发行总额4亿元，其中，优先级规模3.8亿元，次级规模

0.2亿元，期限18（3+3+3+3+3）年，优先级票面利率3.35%，创今年以来不动产资产证券化产品新低，创公租房资产证券化产品有史以来最低。作为全国首单公租房私募REITs产品，本次专项计划为公租房资产开展私募REITs融资所涉及的各个环节包括资产估值、资产转让、税务处理等探明了道路，为公租房资产合法合规开展私募REITs融资进行了有益探索，对公租房公募REITs的推出起到了重要引导作用。

（摘自人民资讯网，2021年8月29日）

## 全国首单农垦类企业乡村振兴债务融资工具成功发行

2021年8月25日，全国首单农垦类企业乡村振兴债务融资工具——安徽省农垦集团有限公司2021年度第一期超短期融资券（乡村振兴）成功发行，募集资金主要用于农产品加工企业原材料采购。通过从市场募集资金，主要用于降低企业采购大米、小麦和糯米等农产品的资金成本，有助于扩大企业所需农产品加工原材料采购。此次债券的成功发行，在为企业提供资金支持的同时，间接带动乡村农作物种植规模的稳定和扩大，增加种粮农民收

入。随着农产品生产规模的扩大，还将带动养殖、屠宰、加工、物流等产业在乡村的发展，推动乡村形成较为完整的一体化食品供应链条，对带动乡村居民就业、提升人均收入、实现乡村振兴有积极促进作用。

（摘自东方财富网，2021年9月14日）

## 全国首单纯信用类小微企业不良贷款ABS产品成功发行

2021年9月13日，“建鑫2021年第六期不良资产支持证券”成功发行，成为银行间市场首单以纯信用类不良小微企业经营贷款为基础资产的资产支持证券。本期资产支持证券总发行规模为2.31亿元人民币，分为优先档和次级档资产支持证券，规模分别为1.75亿元和0.56亿元。最终优先档票面利率为2.89%，发行价格创小微企业不良资产支持证券历史新低。本次成功发行对于我国金融机构普惠金融的创新金融工具具有重要意义。一方面，本期资产支持证券的认购结果体现了投资者对于普惠金融的认可；另一方面，有助于盘活金融机构普惠金融信贷资产，减少资金占用，降低普惠金融的综合融资成本。

（摘自中国证券网，2021年9月22日）

## 1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

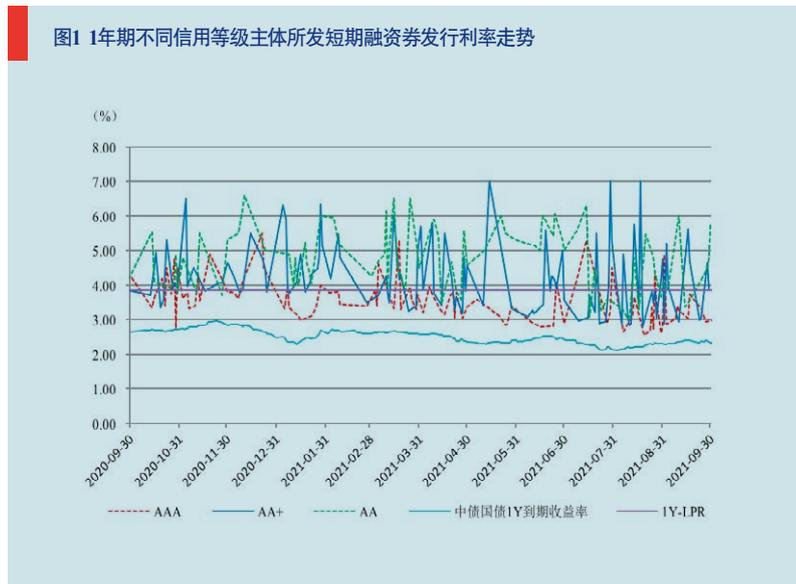
2021年8月至9月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计16000.00亿元，逆回购到期8500.00亿元，实现净投放7500.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作12000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）13000.00亿元，合计回笼资金1000.00亿元。同时，央行还对金融机构开展常备借贷便利（SLF）操作投放25.20亿元。在此背景下，2021年9月，1年期短融和5年期中票的平均发行利率（4.06%和3.97%）较2021年8月（3.74%和3.88%）均有所上升，3年期公司债和7年期企业债平均发行利率（3.81%和5.26%）较2021年8月（3.89%和5.40%）均有所下降。

表1 2021年8月—9月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2021年8月	2021年9月	2021年8月	2021年9月	2021年8月	2021年9月	2021年8月	2021年9月
AAA	3.26	3.49	3.33	3.51	3.67	3.76	5.27	5.22
AA+	3.88	4.09	4.64	4.29	3.87	3.98	4.54	4.90
AA	4.09	4.61	4.77	4.59	7.50	7.00	6.90	7.60
平均发行利率	3.74	4.06	3.89	3.81	3.88	3.97	5.40	5.26

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

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2021年8月至9月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈小幅上升态势，2021年9月，AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.49%、4.09%和4.61%）较8月（3.26%、3.88%和4.09%）均有所上升。

2021年8月至9月，交易所国债3年期到期收益率呈平稳态势。2021年9月，3年期AAA级公司债的平均发行利率（3.51%）较8月（3.33%）有所上升，AA+级和AA级公司债的平

均发行利率(4.29%和4.59%)较8月(4.64%和4.77%)均有所回落。

2021年8月至9月,银行间固定利率国债5年期到期收益率呈平稳态势。2021年9月,5年期AAA级和AA+级中期票据的平均发行利率(3.76%和3.98%)较8月(3.67%和3.87%)均有所上升,AA级中期票据的平均发行利率(7.00%)较8月(7.50%)有所下降。

2021年8月至9月,银行间固定利率国债7年期到期收益率呈平稳态势。2021年9月,7年期AAA级企业债的平均发行利率(5.22%)较8月(5.27%)略有下降,AA+级和AA级企业债的平均发行利率(4.90%和7.60%)较8月(4.54%和6.90%)均有所上升。

当前,全球疫情仍在持续演变,外部环境更趋复杂严峻,国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。在此背景下,预计未来我国货币政策将保持灵活精准、合理适度,保持流动性的合理充裕,同时进一步聚焦服务实体经济、深化金融供给侧结构性改革、推动金融高水平双向开放。 



图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图



图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2018年—2021年9月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.6	6.1	2.3	82.3	9.8
规模以上工业增加值	6.2	5.7	2.8	--	11.8
固定资产投资总额(不含农户)	5.9	5.4	2.9	39.8	7.3
社会消费品零售总额	9	8	-3.9	31.8	16.4
出口总额	7.1	5	4	15.5	22.7
进口总额	12.9	1.6	-0.7	12.8	22.6
CPI	2.1	2.9	2.5	--	0.6
PPI	3.5	-0.3	-1.8	--	6.7
社会融资规模存量	10.3	10.7	13.3	308.0	10.0
M2余额	8.1	8.7	10.1	234.3	8.3
人民币贷款余额	13.5	12.3	12.8	189.5	11.9

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

2018年—2021年9月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月	2021年1—9月 同比(%)	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月	2021年1—9月 同比(%)
政府债	1100	1254	2024	1460	-16.38	82484.15	85325.18	140690.98	93041.39	-13.08
国债	172	159	176	109	-13.49	40843.47	41689.90	76252.85	37582.90	-25.52
地方政府债	928	1095	1848	1351	-16.60	41640.67	43635.27	64438.13	55458.49	-1.98
央行票据	0	7	12	9	0.00	0.00	320.00	610.00	450.00	-2.17
同业存单	27286	27892	28610	22128	7.33	210832.40	179712.73	189719.80	158792.90	19.69
金融债	1123	1315	1734	1345	-1.54	54449.40	68140.30	89658.21	61624.45	-13.28
政策银行债	618	696	788	572	-15.51	36605.10	40356.00	50928.70	35497.60	-14.37
商业银行债	107	96	84	79	25.40	5175.20	4329.50	6754.80	5492.55	2.10
商业银行次级债券	67	88	126	92	16.46	4007.20	11651.00	12636.90	6370.10	-35.18
保险公司债	10	9	21	15	15.38	605.00	566.50	780.00	373.00	-34.96
证券公司债	210	183	359	346	36.22	4718.90	4558.30	8752.81	8267.70	36.76
证券公司短期融资券	57	176	295	187	-21.43	1425.00	4491.00	7983.00	4526.00	-30.41
其它金融机构债	54	67	61	54	28.57	1913.00	2188.00	1822.00	1097.50	-13.92
企业债	282	394	388	379	42.48	2390.08	3631.19	3945.49	3547.00	21.46
公司债	1517	2463	3622	2990	10.70	16491.75	25501.83	33729.15	25815.34	2.10
一般公司债	796	891	1213	1083	21.28	10034.78	10937.11	15248.07	12632.84	13.57
私募债	721	1572	2409	1907	5.48	6456.97	14564.73	18481.07	13182.50	-6.91
中期票据	1413	1677	2119	1892	10.77	16943.65	20318.60	23469.92	18835.65	-0.42
短期融资券	2919	3509	4848	3951	3.73	31254.30	36195.19	50055.43	39156.19	0.32
一般短期融资券	429	468	513	421	0.96	4783.30	4826.20	4924.78	3531.10	-11.92
超短期融资债券	2490	3041	4335	3530	4.07	26471.00	31368.99	45130.65	35625.09	1.72
定向工具	766	863	1026	1013	26.00	5458.87	6192.12	7071.85	6387.19	12.44
国际机构债	3	9	4	6	50.00	54.60	135.00	110.00	125.00	13.64
政府支持机构债	25	18	15	10	-9.09	2530.00	1650.00	1730.00	900.00	-32.33
资产支持证券	2738	4199	5487	4325	17.78	20141.75	23403.06	29081.72	22279.86	30.17
交易商协会ABN	248	695	1094	981	28.91	1261.25	2887.36	5108.96	4199.82	31.72
银保监会主管ABS	449	566	522	397	48.69	9323.35	9433.36	8230.48	6206.77	58.19
证监会主管ABS	2041	2938	3871	2947	11.46	9557.15	11082.33	15742.29	11873.26	18.69
可转债	95	154	217	87	-43.87	795.52	2707.63	2769.71	1930.30	21.39
可交换债	28	60	42	22	-38.89	464.74	824.15	461.39	265.24	-39.49
项目收益票据	0	0	3	9	350.00	0.00	0.00	24.00	64.30	278.24
标准化票据	0	4	57	1	-98.11	0.00	13.80	61.18	0.50	-98.98
合计	39295	43818	50208	39627	7.22	444291.20	454070.77	573188.82	433215.31	2.24

注: 本表统计口径为Wind中截至2021年10月18日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2020年及之前的数据进行追溯调整  
资料来源: Wind



## 联合资信评估股份有限公司

联合资信评估股份有限公司（简称“联合资信”）前身为成立于2000年的联合资信评估有限公司，2020年9月17日更为现名。联合资信是目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一，总部设在北京，股东为联合信用管理有限公司、Feline Investment Pte. Ltd.（其为新加坡政府投资公司—GIC的全资下属公司）和海南联信嘉禾管理咨询合伙企业（有限合伙）。

公司经营范围包括：信用评级和评估、信用数据征集、信用评估咨询、信息咨询；提供上述方面的人员培训。目前开展的主要业务包括对多边机构、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级。

联合资信已经完成向中国人民银行和中国证券监督管理委员会备案，取得国家发展和改革委员会

和中国银行保险监督管理委员会认可，是中国银行间市场交易商协会理事单位，具有从事银行间市场、交易所市场的资信评级业务资格。

联合资信拥有一支团结、高效、专业、具有高度责任感的管理团队和专业分析师队伍，服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，在国内信用评级行业树立了良好的社会形象，赢得了市场参与方的广泛肯定，在历次银行间市场参与者对评级机构的评价活动中名列前茅。联合资信将秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，致力于为投资者提供独立、客观、公正的信用评级服务，为投资者的投资决策提供重要参考；真诚、努力地为发行人、委托人提供信用评级服务，拓展融资渠道、降低融资成本；致力于为金融债券市场及时揭示信用风险，提供信用风险信息，促进金融债券市场健康发展；致力于研究信用风险运行规律，努力为我国市场经济乃至世界社会经济发展做出重要贡献。



联合资信公众号



投资人服务专线

Add: 17/F, PICC Building, 2 Jianguomenwai Street, Chaoyang District Beijing, PRC, 100022

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC大厦17层

电话 (Tel): +86(10)85679696 传真 (Fax): +86(10) 85679228 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com



专业·尽责·真诚·服务

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

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

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

编辑部：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编：100022 电话：(010) 85679696 传真：(010) 85679228 Email: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)