

# 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

## 民营企业的信用环境变化、经营能力及竞争力表现 债券市场为中小企业 提供融资的路径演化及信用风险分析



联合资信



联合评级

# 联合资信、联合国际双双蝉联 《亚洲金融》2022年度最佳评级机构大奖



亚洲金融日前公布2022年度国别奖（Country Awards）评选结果，联合资信与联合国际双双蝉联“中国最佳境内评级机构”和“最佳中资离岸债券评级机构”大奖。

《亚洲金融》被誉为亚洲最具权威性和代表性的资本市场专业月刊，其主办的“年度成就大奖”（FinanceAsia Achievement Awards）和“中国颁奖盛典”（China Awards）是亚太区最具影响力和公信力的行业奖项评选之一，旨在表彰获奖机构过去一年在金融市场的卓越成就与绝佳表现，所颁奖项备受业界推崇。

该奖项是以参选机构的整体服务质量、持续执行力和市场领先的技术与技术创新和市场占有率与市场反馈等多个维度为评判标准。此次蝉联夺魁是对联合资信在评级领域的专业性和出色表现的高度认可，也是对联合

资信对中国资本市场的发展建设发挥的重要作用的充分肯定，彰显了联合资信在国内信用评级行业的领先地位。过去一年，联合资信面对国际国内环境的剧烈变化和行业变革，与资本市场的发行人和投资人共克时艰，坚守评级初心，在日常管理中坚决贯彻以评级质量立司的原则，保持战略定力，表现出较强的发展韧性。

未来，联合资信将一如继往秉持空杯心态，守正创新，匠心独运，砥砺前行！在国际国内风云变幻的复杂形势和疫情叠加下全球经济面临巨大的不确定性，中国的信用评级行业面临前所未有的重大变革，在此空前的艰难时刻，联合资信始终坚守“做好资本市场守门人”的初心使命，升级革新“更加注重ESG和可持续发展”的信用评级技术，不负行业信任与各方重托，真诚服务，专业尽责，为资本市场发展贡献更多力量。

# 联合

# Lianhe Credit Research 信用研究

## 主办单位 Sponsors

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

联合资信评估股份有限公司  
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 王安娜 王丽娟 王金磊 王治 王宝卉 王娟 王越 艾仁智 申中一 田小卫 冯磊 成斐  
朱海峰 朱琳 任红 庄园 刘克东 刘洪涛 刘振 刘晓佳 刘晓濛 刘强 刘颖 刘睿 闫昱州 孙汝汀 杜涵  
李小建 李天娇 李云 李少龙 李为峰 李珍 李振宇 李晶 杨世龙 时南 张兆新 张丽 张连娜 张学群 张祎  
张莉 张雪 陈茵 陈凝 邵天 邵立强 林光美 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉 周捷 周旭 官雪 郎朗  
孟悦 赵东方 赵晓丽 赵鹏程 袁芳 贾二柳 徐阳 高宇欣 高景楠 高鹏 高鑫磊 唐玉丽 黄凯伦 鹿永东 蒋建国  
韩夷 谭心远 谭宝坪 魏凯

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

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

## 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

2022 JUNE

目录

## 特别策划 Feature

- 1** 民营企业的信用环境变化、经营能力及竞争力表现  
联合资信 研究中心
- 9** 债券市场为中小企业提供融资的路径演化及信用风险分析  
联合资信 公用事业二部

## 宏观研究 Macroeconomic Research

- 18** 变革与重构: 2022年全球信用风险熵增研究  
联合资信 程泽宇 胡前方
- 26** 本轮美联储加息下的国际资本流动新趋势?  
联合资信 主权部
- 31** 疫情叠加外部局势冲击经济复苏进程, 困难领域个别行业信用风险值得关注——宏观经济信用观察季报 (2022年3月)  
联合资信 研究中心

## 行业研究 Industry Research

- 40** 银行业季度观察报  
联合资信 张哲铭 谷金钟 刘敏哲
- 44** 货运市场整体平稳, 航空客运持续低迷——交通运输行业一季度信用观察  
联合资信 霍正泽 彭雪绒 崔晓彤 王昱

## 债券市场 Bond Market

- 50** 2022年一季度债券市场发展报告  
联合资信 研究中心
- 59** 发行规模有所收缩, 发行利差整体下行——一季度城投债市场回顾与展望  
联合资信 公用事业四部
- 63** 地方债整体发行前置, 规模增长利率下行——2022年一季度地方政府债券市场分析  
联合资信 公用事业一部

## 信用评级 Credit Rating

- 70** 存续期跟踪评级要点之应收账款ABS  
联合资信 李雅楠

## 国际评级 International Credit Rating

- 76** 国际评级行业发展与监管动态报告  
联合资信 研究中心

## 信用风险 Credit Risk

- 89** 信用风险事件统计
- 90** 违约案例 山东如意科技集团有限公司

## 政策资讯 Policy & Information

- 93** 政策指南
- 95** 市场动向

## 市场数据 Market Data

- 96** 债券发行利率走势
- 98** 宏观经济及债券市场数据

## 评级小贴士 Credit Rating Tips

- 75** 关于资产担保债务融资工具 (CB) 的一些基础知识



联合资信



联合评级

# 民营企业的信用环境变化、经营能力及竞争力表现

文 | 联合资信评估股份有限公司 研究中心

## 一、近年来民营企业的信用环境变化

自2018年起，我国民营企业面临的信用环境整体较为严峻，不过不同时期，原因不一，可以以2020年为分界点，从疫情前和疫情后来观察。疫情前，民企所面临的信用环境较为恶劣主要是受宏观“去杠杆”以及违约高发所致。具体来看，2018年，在经济去杠杆、金融强监管、美联储缩表和加息、中美贸易战等宏观不确定性因素较大的背景下，企业融资渠道收紧，再融资压力增大，我国债券市场违约事件频发，特别是民营企业违约大幅增加。2019年，虽然市场资金面相对宽松，但监管政策的延续导致市场风险偏好下降，企业再融资受限，债券市场信用风险继续暴露，民营企业依然是我国债券市场的违约“高发地”，因此市场整体对民企投资较为谨慎。

疫情发生后，民企所面临的信用环境较为恶劣主要是疫情导致的封控管控以及经济整体承压，投资消费低迷等带来的外部环境不友好，加之民企自身抗风险能力较弱所致。具体来看，2020年，新冠肺炎疫情给国内实体经济特别是中小民营企业造成较大冲击，民企盈利能力下降，流动性压力加大，信用风险显著上升，所面临的信用环境仍较为严峻。2021—2022年，我国经济进入快速复苏后的降速期，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，同时疫情反复、严峻复杂的国际环境等外生因素也给国内经济发展带来了诸多挑战。在此背景下，民企自身抗风险能力较弱，外部信用环境较为严峻，受到的冲击依然较大。

## 外部融资环境的负面冲击

### 1. 净融资额

自2018年以来，民营企业债券净融资额的变化以及其与国企业的差异反映出其整体在外部融资环境的负面冲击下，所面临的融资难困境。2018年—2022年1季度，民企债券净融资额除2020年上半年和2022年一季度短暂为正外，其余季度均为负值，特别是各年的下半年，民企净融资额负值均较大；而同期国企净融资额均为正值，特别是民企为正值时，国企净融资更高，两者分化进一步加剧（见图1）。这说明市场整体环境较差、外部融资环境负面冲击较大时，民企融资非常困难；市场环境放松时，民企融资虽然好转，但从获利力度上不如国企。

### 2. 发债利差

自2018年以来，民营企业信用利差的变化以及其与国企信用利差的差值反映出其在外部融资环境收紧的情况下，所面临的融资贵困境。自2018年宏观“去杠杆”以来，叠加疫情爆发经济下行等因素，民企的信用

图1 民企、国企2018年—2022年Q1债券净融资额分布



数据来源：Wind，联合资信整理

利差以及其与国信的信用利差差值一直处于高位。这说明外部融资环境收紧会导致民企融资成本上升，使民企融资贵的问题更为凸显。2022年初，民企与国信的利差差值有所收窄，这或与今年出台的一系列支持民企融资的政策有关（见图2）。

### 3.发行期限

自2018年以来，民营企业发债期限越来越短，2022年新发债券中1年期以下占比已超过一半，反映出民企在外部信用环境变差的情况下，所面临的流动性紧张困境。从发行期限的分布来看，民营企业自2018年起新发债券中，中短期占比越来越高，1年以内的新发债券占比已经从2018年的33%增长至2022年1季度的52%（见图3）。与民营企业相比，同期国有企业各年新发债券期限分布则较为均衡（见图4）。民企发债期限越来越短，一方面表明民企流动性较为紧张，需频繁地

借新还旧；另一方面也凸显市场对投资民企信心不足，更趋谨慎。

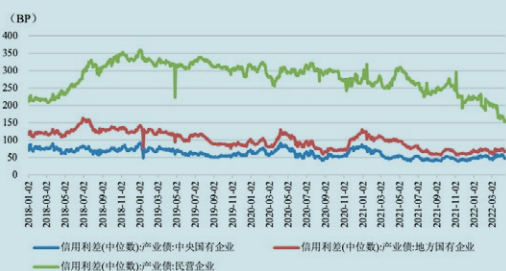
### 新冠疫情对民企经营的重大影响

距新冠疫情爆发已有2年多时间，这期间疫情形势复杂严峻，出现反复多点爆发情形，各地为了有效遏制疫情蔓延，纷纷出台各项管控措施。受此影响，各地停工停产时有发生，居民消费预期和工厂开工率下降，企业收入规模下降。此外，大宗商品价格大幅上涨带动成本上升，而民企集中于产业链中下游，受到的冲击尤其明显，经营出现较大困难。

分时间看，2020年初和2022年3月中旬以后当日全国（不含港澳台）新型冠状病毒肺炎新增确诊病例数量居高，同时，2020年7月、2020年年底、2021年7月、2021年底当日新增也较多，反映出疫情多点散发、出现反复的情况。

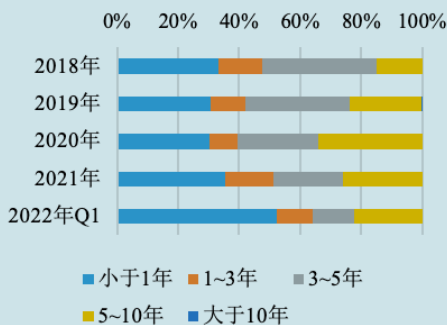
为了快速遏制疫情发展，各地政府纷纷采取放假、停工、停课等措施，但这也会对经济生产和消费者信心造成影响。在疫情发展较为严峻的2020年初和2022年3月中旬后，工业开工指数和消费者信心指数也明显下滑。其中，民企由于大多处于整个国民经济产业链中的中下游及竞争性行业，自身抗风险能力不强，叠加停工停产等抗疫政策，其开工率大幅下滑，客户需求

图2 民营、央企和地方国企2018年—2022年Q1信用利差变化



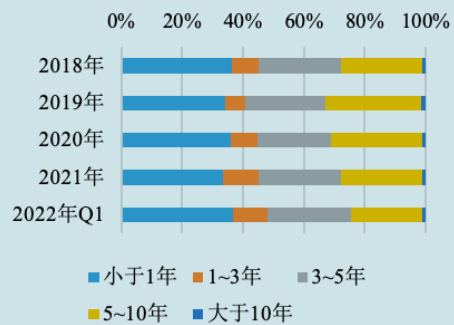
数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2018年—2022年Q1民企发债期限占比情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 2018年—2022年Q1国企发债期限占比情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

减少,收入规模下降,而刚性支出仍然存在,在应对疫情的停工停产措施中受到的冲击尤其大。

### 流动性问题导致债券违约显著增加,进一步恶化了民企的信用环境

2018年外部融资环境收紧导致部分企业出现流动性危机,进而引发了一波债券违约潮,当年违约企业高达43家,同比增长258.33%;违约债券达到143只,同比增长191.84%;违约债券金额升至1055.32亿元,同比增长294.93%。民营企业由于受到的流动性冲击最大,因此债券违约增长高于整个市场,且占据违约债券的大部分,在违约企业中占比约70%,违约债券只数和金额占比均超过70%(见表1)。

尽管政府后续采取了一系列措施以缓解民营企业的流动性困境,但民营企业的信用状况未得到明显改善,加之始自2019年底的新冠疫情对企业的正常经营形成重大冲击,使得2019—2021年民营企业的债券违约保持高位运行,且占据违约债券的大部分(见图5)。

从违约率看,民营企业的违约率大幅高于整个债券市场的违约率,市场形成了对民营企业高信用风险特征的认识,使得民营企业融资更为困难,面临严峻的信用环境。2017—2021年间,民营企业年度违约率最高达到7.00%,平均年度违约率为4.35%,而整个债券市场的年

度违约率最高为1.29%,平均年度违约率为0.91%,两者相差很大,使得民营企业发行债券较难,且发行成本较高。自2018年起,民营企业的年度债券净融资额均为负,其中2018年为-1289.48亿元,2019年达到-2020.38亿元,2020年收窄为-109.73亿元,2021年又攀升至-1897.14亿元。

总的来看,自2018年外部融资环境收紧后,民营企业面临更大的流动性压力,部分民营企业出现流动性危机甚至发生债券违约,债券违约的频频发生又加剧了投资者对民营企业信用能力的担忧,从而进一步恶化了民营企业的融资环境和信用环境。

### 信用评级变化反映了民企的信用能力整体弱化

自2018年以来,民营企业的信用评级变化反映出其整体信用能力不断弱化,信用评级机构通过评级调整对

图5 2017—2021年我国债券市场及民营企业违约债券只数、金额趋势



数据来源: 联合资信COS系统

表1 2017—2018年我国债券市场违约及民营企业债券违约统计表

项目	2017年	2018年	同比增长(%)
全市场违约企业家数(家)	12	43	258.33
民营企业违约企业家数(家)	7	30	328.57
民营企业所占比例(%)	58.33	69.77	11.43
全市场违约债券只数(只)	49	143	191.84
民营企业违约债券只数(只)	33	106	221.21
民营企业所占比例(%)	67.35	74.13	6.78
全市场违约债券金额(亿元)	267.22	1055.32	294.93
民营企业违约债券金额(亿元)	164.07	819.18	399.29
民营企业所占比例(%)	61.40	77.62	16.23

注: 同比增长计算公式除“民营企业所占比例”为“2018年数据减去2017年数据”外,其余均为“(2018年数据/2017年数据-1)\*100”

数据来源: 联合资信COS系统

民营企业的违约风险进行了提示和预警。从评级调整看, 2017—2021年间, 民营企业的评级调整率先降后升, 评级调升率整体呈下行趋势, 而评级调降率则整体呈上升趋势。与整个债券市场相比, 民营企业的评级调整率明显高于债券市场总体, 评级调升率整体低于债券市场总体, 评级调降率则显著高于债券市场总体。2017年, 民营企业的评级调升率尚高于评级调降率6.68个百分点, 但自2018年发生逆转, 其评级调降率显著高于评级调升率, 直至2021年评级调降率高于评级调升率9.57个百分点(见表2)。

从评级分布看, 2021年末与2018年初相比, 民营企业的评级分布整体向右偏移, 高信用级别企业占比下降, 而低信用级别企业占比显著上升(见图6), 具体为: AAA级占比提升4.17个百分点, 源于期间部分优质头部民企评级提升; AA+级占比下降2.78个百分点, 源于向上或向下迁移; AA级占比大幅下降17.50个百分点, 该等级民营企业受到的流动性冲击较大, 导致信用恶化后评级下调数量较多; BB+级及以下占比大幅上升9.17个百分点, 部分民营企业由于流动性冲击信用能力恶化, 被降至投资级以下甚至出现债务违约。而同期整个债券市场的评级分布则变化不大, 仍整体呈左偏分布, AAA级和AA+级占比均有所上升, AA级和AA-级占比有所下降, BB+级及以下占比上升约2个百分点, 总体分布略向右有所偏移。因此, 评级分布反映出整个债券市场受评主体的信用能力略有弱化, 但民营企业的信用能力则出现显著弱化。

### 复杂严峻的外部环境将持续对民企的信用能力构成挑战

2022年以来, 我国经济发展环境的复杂性、严峻性和不确定性上升, 将对民营企业的信用能力构成持续的挑战。由于新冠疫情的散发和多发, 我国局部区域采取了更为严格的管控措施, 停工停产企业增多, 从而导致供应链受到较大冲击, 部分企业缺工缺料而无法正常运转和经营, 例如因上海疫情导致芯片短缺, 直接波及下游众多汽车制造商。乌克兰危机的爆发, 引发了国际大宗能源和商品的价格大幅上涨, 甚至出现供应短缺, 而我国民企集中于产业链的中下游, 上游成本的上涨显著压缩了民企的盈利空间, 对部分民企来说是雪上加霜。国际局势也日趋动荡, 中资企业的海外拓展遭遇了前所未有的困难, 一是从海外获取技术和核心部件受到越来越多的限制, 美国把更多中资企业列入实体企业清单, 对包括华为在内的高科技企业实行核心部件出口限制; 二是中资企业的海外市场被压缩, 部分国家加

图6 2018年初和2021年末我国发债民营企业的评级分布



表2 2017—2021年我国债券市场和民营企业评级调整统计表

年份	全市场调整率 (%)	民企调整率 (%)	全市场调升率 (%)	民企调升率 (%)	全市场调降率 (%)	民企调降率 (%)
2017年	8.43	12.38	7.19	9.53	1.24	2.85
2018年	6.35	11.81	4.58	4.60	1.76	7.20
2019年	5.20	7.68	3.76	2.15	1.44	5.54
2020年	5.70	9.17	4.07	2.94	1.63	6.23
2021年	2.57	9.82	0.28	0.13	2.29	9.69

数据来源: 联合资信COS系统



大对中资企业的反倾销反补贴调查，甚至直接以所谓的国家安全为由把中资企业的产品排除在外；三是中资企业的海外融资受到更多限制，美国将更多中概股列入退市名单，中资美元债的发行规模也大幅缩减，发行成本显著上升。总的来看，在复杂严峻的外部环境下，由于民营企业自身抗风险能力相对更弱，其信用能力前景整体难以乐观。

## 二、民企的信用能力变化对经营能力的影响

由于信用环境的恶化和信用能力的弱化，民营企业的正常经营受到较大的冲击，反映在其自2018年以来，经营效率和盈利能力整体呈下降趋势，且对未来预期减弱，在长期资产投资和研发支出方面出现较大的波动。鉴于数据的可得性，本报告选取我国沪深交易所上市民企以及发债民企作为样本，并剔除了2017—2021年间数据不全的样本，共获得2740个有效民企样本，本节均基于该样本群进行分析。

### 民营企业的经营效率显著下降

2018年以来，民营企业的经营效率整体呈下行走势。从样本企业的存货周转率均值来看，2018—2020年同比分别下降11.23次、7.44次和24.03次，反映出民营企业销售不畅，存货积压较为严重。2021年我国经济从疫情中快速复苏，民营企业的存货周转率有所反弹，同比上升1.42次，但相比2017年仍处于底部区域。从样本企业的总资产周转率均值看，2018—2021年间呈持续下行趋势，其中2019年和2020年降幅较为明显，分别下降0.04次和0.07次。总体来看，自2018年以来，在信用环境、新冠疫情、供应链不畅和全球经济复苏乏力等因素冲击下，我国民营企业的经营效率下降较为显著，目前仍在底部区域徘徊。今年由于新冠疫情的散发和多发，我国各地加强了封控和管控措施，部分民营企业被迫停工停产，经营效率可能进一步下行。

### 民营企业的盈利能力持续降低

随着经营效率的下降，民营企业的盈利能力也持续走低。2018—2021年间，民营企业的净资产收益率均值分别下降1.90、0.83、0.98和7.06个百分点。2021年由于大宗原材料价格的大幅上涨，民营企业大多处于产业链的中下游，且成本转嫁能力较弱，因此盈利水平下降幅度较大。民营企业的总资产报酬率均值在2018—2021年间持续下降，各年分别下降1.09、0.45、0.55和1.97个百分点，说明民营企业的盈利空间在不断收窄。由于疫情防控带来的需求端和供给端冲击，民营企业的盈利能力在2022年或将进一步恶化，甚至出现较大面积的亏损企业。

### 民营企业的长期资产投资和研发投入增长出现较大波动

由于盈利能力下降，现金流收紧，民营企业对未来的预期趋于谨慎，在长期资产和研发方面的投入增速出现较大波动。为保证数据的可靠性，本报告采用现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目作为长期资产投资的统计数据。2017—2021年间，民营企业的长期资产投资规模整体呈增长趋势，但增速出现较大波动，2019年长期资产投资增长率仅4.93%，比上年大幅下降31.32个百分点，2020年随着鼓励民企投资政策的出台，长期资产投资增速出现反弹，2021年我国经济从疫情中显著复苏，带动民企长期资产投资增速进一步走高。由于“研发费用”在利润表中单独列示自财政部发布《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》财会〔2018〕15号后开始，因此对“研发费用”的统计期间为2018—2021年，该期间研发费用规模呈增长态势，但增速也出现波动，2020年同比增长率为15.06%，比上年下降8.01个百分点，2021年由于加大研发费用在所得税中加计扣除的税收优惠政策推出和经济的快速复苏，民营企业的研发费用增速出现反弹。由于新冠疫情防控的收紧，国际局势动荡和经济增速减弱，2022年民营企业的长期资产投资和研发投入的增速可能再次走低。

### 三、经营能力的下降削弱了民企的整体市场竞争力

自2018年以来,流动性冲击导致民营企业债务违约上升,进而恶化了民营企业的信用环境,削弱了其信用能力,继而降低了民营企业的经营能力,最终对民营企业的市场竞争力带来重大影响。以下从我国民营企业在国内五百强和世界五百强的排名变化来分析其市场竞争力的变化,并通过典型民企的案例分析予以展示。

#### 民企在国内和世界五百强企业排名中的变化分析

我们采用中国企业联合会和中国企业家协会联合发布的中国企业五百强名单,通过对比分析民营企业2021年和2018年在五百强名单中的数量占比和排名变化来分析其整体市场竞争力的变化。2018年,中国企业五百强名单中有231家民营企业,所占比例为46.20%;2021年,中国企业五百强名单中民营企业为210家,减少21家,所占比例为42.00%,下降4.20个百分点,由此可见民营企业的整体市场竞争地位有所下降。从排名看,与2018年相比较,2021年有87家民营企业的排名上升,但有144家民营企业排名下降,其中63家民营企业退出了五百强名单,民营企业的市场地位总体上出现明显下降。在2018年中国企业五百强中,有36家企业发生债务违约,其中民营企业28家,占比超过四分之三;发生债务违约的28家民营企业,有18家退出五百强名单,7家排名下降,仅3家排名上升,可见债务危机是导致民营企业市场地位下降的重要原因之一。

根据《财富》杂志的世界五百强排名,2021年有143家中国企业入围,比2018年增加23家,所占比例为28.60%,比2018年提高4.60个百分点,其中民营企业为34家,比2018年增加12家,所占比例为6.80%,比2018年提高2.40个百分点(见图7)。由此可见,中国企业在全球经济中的竞争地位显著提升,民营企业在全球经济中的竞争地位也有所上升。

从排名变化看,在2021年世界五百强排名中,有105家中国企业的排名发生变化,其中94家排名上升,11家排名下降,其中民营企业有22家排名发生变化,20家上升,2家下降,可见尽管2018年以来全球经济出现一定的动荡,但中国企业和民营企业在世界经济中的竞争地位整体处于上升趋势。

为什么民营企业在国内的竞争地位整体明显下降,但在世界五百强中的排名反而上升呢?原因在于进入世界五百强的中国民营企业大多为头部企业,在国内五百强中的排名均在150名以内,且在所属行业的排名基本位于前十以内,甚至为行业领头羊企业,如华为投资控股有限公司、腾讯控股有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、恒力集团有限公司、碧桂园控股有限公司等,在“马太效应”下这些企业的市场竞争力进一步增强,而中部和尾部的五百强民企的市场竞争力则出现一定下降。

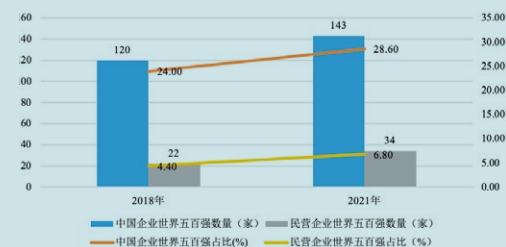
综合来看,自2018年以来,民营企业的信用环境有所恶化,其整体信用能力出现弱化,进而导致经营能力和市场竞争力整体被削弱,但在“马太效应”作用下,行业头部民企的市场竞争力反而进一步增强,而中部和尾部民企由于抵抗重大冲击的能力偏弱从而市场竞争力出现下降。

#### 典型民企竞争力变化的案例分析

##### 1. 庞大汽贸集团股份有限公司

庞大汽贸集团股份有限公司(以下简称“庞大汽

图7 2018年和2021年世界企业五百强中中国企业和民营企业数量及占比对比



数据来源:《财富》杂志,联合资信整理

贸”)是我国一家以汽车销售服务为主业的大型汽车营销企业,2017年营业收入为704.85亿元,在中国企业五百强中排名第225位。2018年以来,由于外部融资环境收紧,庞大汽贸的流动性问题进一步加剧:一方面,由于汽车经销行业具有重资产、低毛利的特点,汽车经销商的大量资金沉淀在固定资产和存货上,一旦销售周转不畅,资金链就会收紧,2018年我国汽车销量出现负增长使公司经营承受较大压力;另一方面,庞大汽贸及其实际控制人庞庆华于2017年5月受到证监会的监管处罚,使投资者和金融机构对其丧失信任,加剧了其融资困境,数家银行从其抽贷逾200亿元,使其陷入严重的流动性危机。从债券市场融资看,庞大汽贸2016年及以前的债券净融资额总体为正,其中2016年债券净融资额为28亿元,但2017年的债券净融资额为-31亿元,出现大额净流出。庞大汽贸的融资活动净现金流在2017年为-9.48亿元,2018年更是出现巨额净流出,为-40.95亿元,反映出公司的外部融资环境出现严重恶化。

融资环境收紧使庞大汽贸资金异常紧张,缺乏足够的资金采购汽车,销售出现大幅下滑,2018年营业收入比2017年减少284.52亿元,降幅达到40.37%,2019年营业收入进一步减少199.50亿元,跌至220.83亿元,相比2017年缩水超过三分之二。庞大汽贸的汽车采购量和销量大幅下滑,使其未达成厂家年度任务目标,因此无法足额取得厂家优惠政策和返利支持,而汽车生产商提供的返利是汽车经销商经营业绩的重要组成部分,进而导致其营业成本大幅增加,盈利水平急剧下降。庞大汽贸2017年利润总额为6.13亿元,2018年则出现巨额亏损,为-60.85亿元,经营亏损使其现金流进一步恶化,导致其信用能力严重受损,评级机构将其信用评级由AA降至AA-,2019年在其出现债券延期兑付后继续下调至CC。

在营业收入大幅缩水,盈利能力急剧恶化,现金流出现枯竭后,庞大汽贸的市场竞争力显著被削弱,市场地位也快速跌落。2018年,庞大汽贸在中国企业五百强中排名第240位,比上年下降15位;2019年,庞大汽贸由于

营业收入进一步大幅收缩,退出中国五百强企业名单。

## 2. 重庆力帆控股有限公司

重庆力帆控股有限公司(以下简称“力帆控股”)是一家以乘用车及配件、摩托车整车及配件、内燃机及配件等业务为主业的大型民营企业,2017年在中国五百强企业中排名第376位。由于外部融资环境收紧,2017—2019年间,力帆控股的融资现金流出现大额净流出,分别为-12.79亿元、-54.34亿元和-3.51亿元,债券发行加权利率也从2016年的6.22%升至2017—2018年的7.50%。融资活动的大额现金净流出加剧了力帆控股的流动性危机,其现金类资产/短期债务2017—2019年间分别为0.34、0.18和0.08,出现持续下降,且受限资产规模逾百亿元,所占比例较高,再融资能力逐步丧失。

流动性问题严重影响了力帆控股的正常经营,公司2019年的整车销量为25627辆,其中:传统燃油车销量为22536辆,同比下滑75.52%;新能源汽车销量为3091辆,同比下滑69.49%。而我国2019年汽车产销量分别为2572.1万辆和2576.9万辆,仅分别同比下降7.5%和8.2%,力帆控股的销量下滑幅度明显高于行业平均水平。在经营效率方面,力帆控股的总资产周转率总体呈下降趋势,2017—2020年间分别为0.31、0.28、0.23和0.25。在盈利能力方面,力帆控股则急剧恶化,2017年和2018年的利润总额分别为3.56亿元和2.48亿元,2019年发生90.20亿元的巨额亏损。在投资方面,力帆控股出现了明显收缩,2017—2020年间的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为7.28亿元、6.95亿元、3.12亿元和0.91亿元,呈连续大幅下降趋势。

伴随着经营能力的显著下降,力帆控股的市场竞争力被严重削弱,其乘用车市场占有率由2017年的0.54%降至2019年的0.10%,2020年市场占有率几乎可以忽略。在中国五百强企业排名中,力帆控股2018年为366名,2019年大幅降至421名。2020年,由于债务危机爆发,力帆控股经营几近陷入瘫痪,营业收入大幅减少,最终退出中国五百强企业名单。

### 3. 东旭集团有限公司

东旭集团有限公司（以下简称“东旭集团”）是一家集半导体光电显示材料、高端装备制造、环保新能源、新能源汽车、前沿新材料等产业为一体的综合型民营企业集团，2018年在中国企业五百强中排名第419位。2018年以来，在去杠杆政策的影响下，民营企业融资难和融资贵的问题变得更为突出，东旭集团遭遇了银行的抽贷行为，一家银行在公司归还20亿元信用贷款后没有续贷，直接引发了公司的流动性危机。从东旭集团的融资活动净现金流看，2017年为大额净流入327.47亿元，但此后各年均均为净流出，2018—2021年间分别为-18.37亿元、-156.74亿元、-37.63亿元和-6.02亿元。东旭集团的流动性问题在短期偿债能力指标上也得到反映，其现金类资产/短期债务2017—2021年间出现持续下降，分别为2.86、1.85、0.12、0.05和0.04。此外，东旭集团的受限资产占比较高，尽管其账面现金余额较高，但大多属于专项款、信用证、保证金等受限资金，据其控股子公司东旭光电对交易所问询函的回复，截至2019年11月15日，账面139.1亿元货币资金中受限和专项资金合计为136.6亿元，实际可自由动用部分仅2.5亿元。

受流动资金持续紧张影响，东旭集团的高端装备和建筑安装工程业务订单均大幅减少，营业收入连续下降，2018—2021年间的营业收入分别为509.50亿元、340.03亿元、168.05亿元和135.05亿元。东旭集团的经营效率也持续下降，2017—2021年间，应收账款周转率分别为3.98、3.06、1.93、1.12和1.01，总资产周转率分别为0.23、0.26、0.17、0.09和0.08。在盈利能力方面，东旭集团则由盈转亏，出现巨额亏损，2017—2021年间的利润总额分别为41.74亿元、37.60亿元、-324.26亿元、-78.31亿元和-81.53亿元。由于资金紧张，东旭集团的投资出现大幅下降，2017—2021年间的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为65.89亿元、105.54亿元、52.84亿元、6.28亿元和6.19亿元。在研发方面，东旭集团的研发费用投入则大幅减少，2019年的研发费用为

12.09亿元，2020年降至3.42亿元，2021年进一步收缩至2.44亿元。整体来看，受资金周转问题困扰，东旭集团的经营能力被严重削弱。

随着经营能力的严重削弱，东旭集团的市场竞争力显著下降，2019年，东旭集团在中国企业五百强中排名第338位；2020年，由于债务危机爆发，东旭集团的营业收入大幅收缩，退出了中国企业五百强名单。

## 四、总结及建议

我们梳理了民营企业自2018年以来在信用能力、经营能力和市场竞争力方面变化的线索，有以下发现：

（一）自2018年民营企业发生债券违约潮以来，尽管监管部门采取了一系列政策和措施对其纾困，但民营企业的信用和融资环境并未明显改善，其信用能力也整体呈下降趋势。

（二）民营企业的信用能力弱化对其正常经营造成显著不良影响，自2018年以来，民营企业的经营效率和盈利能力整体呈下降趋势，在长期资产和研发方面的投资出现较大波动，整体经营能力被削弱。

（三）受信用能力和经营能力削弱的影 响，民营企业的市场竞争力也整体下降，反映在其市场地位降低，更多民营企业在中国企业五百强中排名下降或退出中国企业五百强名单。

（四）基于“信用环境——信用能力——经营能力——市场竞争力”的传导机制，在民营企业的信用能力受损后，通过经营层面最终导致其市场竞争力下降，可见金融信用环境对实体经济具有重要影响，保持稳定可预期的金融信用环境对实体经济的平稳运行至关重要。

在当前需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，促进民营经济的稳定发展对稳住经济大盘、解决就业具有重大的贡献和作用，结合上述分析，我们提出以下建议，以供决策参考：

(一) 在实施宏观财政和货币政策时,既要防止“大水漫灌”,更要防止“一刀切”做法,需要进一步提高政策实施的精准性。总量化的财政货币工具难以解决结构性问题,还可能加剧结构性矛盾,如在“去杠杆”进程中,总体的融资政策收紧并没有充分考虑到民企的流动性更为脆弱,以致引发了民企的一波债券违约潮。

(二) 由于民营企业通常缺乏有效的外部信用支持,在经营和财务上具有更高的脆弱性,而民营企业又拥有更高的经济活力和技术创新能力,在实施具体政策时,要充分考虑到民营企业的特点,需要深入调查和研究,摸清不同行业、不同区域的民营企业的现实情况和问题,提高政策的针对性和适用性。

(三) 当前新冠疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多,我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性

上升,更要充分认识到民营企业在促进经济稳定增长、解决就业和产业转型升级方面的重要作用,适宜出台更多鼓励和支持民营经济发展的政策和措施,而不宜发布紧缩政策。

(四) 在解决民营企业“融资难、融资贵”问题上,需要充分发挥多层次资本市场的作用,一是大力发展新三板市场,推动更多中小企业登陆北京证券交易所,提高民营企业的股权融资可及性,以有效降低民营企业的杠杆率;二是要积极推动高收益债券市场和可转债、结构化债券(如知识产权证券化)的发展,做好民营企业债券融资支持机制建设,借助担保公司、信用增进公司、信用风险缓释工具等为民营企业发行债券增信,提高民营企业债券融资的可及性,并适度分散民营企业的信用风险。///

## 债券市场为中小企业提供融资的路径演化及信用风险分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 公用事业二部

### 一、中小企业概况

我国依据从业人员、营业收入、资产总额等指标或替代指标将企业按规模划分为大型、中型、小型及微型等四种。不同类型企业规模及数量差别明显,中小企业数量最多,且又以小微企业为主。中小企业对国民经济的重要性得到了国家层面的认可,在融资促进方面获取了充分关注和专项支持。

#### 中小企业概况及分类标准

中小企业是推动国民经济发展、构造市场经济主

体和促进社会稳定的基础力量。为改善中小企业经营环境,促进中小企业发展,2002年,第九届全国人民代表大会常务委员会通过了《中华人民共和国中小企业促进法》,规定该法所指中小企业是在境内依法设立的,人员规模、经营规模相对较小的企业,包括中型企业、小型企业和微型企业(本文所指中小企业口径与此相同)。

为贯彻落实《中华人民共和国中小企业促进法》及《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》(国发〔2009〕36号),工信部、国家统计局等四部委于2011年制定了《中小企业划型标准规定》。同

年，国家统计局制定了《统计上大中小微型企业划分办法》，按照行业门类、大类、中类和组合类别，依据从业人员、营业收入、资产总额等指标或替代指标，将我国的企业按照16个行业划分为大型、中型、小型、微型等四种类型，其框架延续至今。不同行业的企业类型划分指标阈值范围差异较大，大型、中型和小型企业须同时满足所列指标的下限，否则下划一档；微型企业只须满足所列指标中的一项即可。总体上看，企业类型主要依据规模进行划分，大型企业划分指标下限一般是中型企业划分指标下限的5~40倍（如以从业人员划分倍数则较小），中型企业划分指标下限与小型企业划分指标下限的比例大致也在这个倍数，微型企业则不设下限，不同类型企业规模差异明显。

中小企业主体众多，生命周期普遍较短，详细数据统计较为困难。2013年，国家工商总局全国小型微型企业发展报告课题组首次从官方口径对中国小微企业的大致情况进行了分析（见表1），并指出：相同资本投入，小型微型企业的就业岗位单位产出最高，可吸纳就业人员平均比大中型企业多4倍至5倍，是解决我国城镇就业和农村富余劳动力向非农领域转移就业问题的主渠道。

我们对国家统计局2020年工业企业规模以上指标统计数据及《统计上大中小微型企业划分办法》的

分类标准进行交叉对比，以此规模比例为基础推算，2020年中国企业法人单位数中，中型企业有24.12万户，小微企业有2476.48万户，如包含个体工商户则为1.18亿户。上述测算系根据工业企业规模分布情况进行推算，实际情况可能与测算存在差异，可以看出，中小企业中中型企业数量较小，小微企业数量占据了绝对优势。

中小企业对国民经济贡献巨大。2018年8月20日，国务院促进中小企业发展工作领导小组第一次会议指出，中国中小企业具有“五六七八九”的特征，即贡献了50%以上的税收，60%以上的GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量。

### 中小企业融资概况

鉴于中小企业在国民经济发展中的重要地位，《中华人民共和国中小企业促进法》在财税支持、融资促进上对中小企业设立了制度性的支持，安排中小企业发展专项资金、中小企业发展基金、税收优惠等财税支持；规定中国人民银行应当综合利用货币政策工具，鼓励和引导金融机构加大对小型微型企业支持，银行监管机构对金融机构为小型微型企业提供金融服务进行差异化监管；健全多层次资本市场体系，促进中小企业利用多种方式直接融资。

从中小企业的融资实践来看，由于中小企业抗风

表1 企业法人单位数量统计表（单位：万户）

项目	2013年底	2020年工业企业法人单位数	2020年企业法人单位数
企业数量	1527.84	405.11	2505.55
按规模分：大型企业数量	--	0.80	4.95
中型企业数量	--	3.90	24.12
小型、微型企业数量	1169.87	400.41	2476.48
按所有制分：私营企业	1096.67	--	2390.31
私营企业中小微企业比例	80.72%	--	--
非私营企业（含外资企业）	431.17	--	115.24
个体工商户	4436.29	--	9287.20

注：2020年企业法人中大型、中型和小微企业数量根据当年工业法人单位中按规模分布比例进行估算  
资料来源：全国小型微型企业发展报告课题组，国家统计局，国家市场监督管理总局规划司，联合资信整理

险能力较弱；绝大多数为民营企业<sup>1</sup>，财务信息产生及内部控制系统一般不完善，一般在进行外部融资时处于劣势，不同渠道资金成本差异很大。2018年6月，中国人民银行行长易纲在第十届陆家嘴论坛上就小微企业融资渠道及融资成本进行了阐述，小微企业融资来自于正规金融机构和民间融资的比例大致为六四开，金融机构小微企业贷款利率远低于网络借贷及民间借贷。

银行融资方面，政策发力点主要针对中小企业中的小微企业。2014年起，人民银行引入定向降准考核，对满足审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到标准的商业银行实施优惠准备金率；2017年，央行决定将此前对小微企业和“三农”领域实施的定向降准政策拓展和优化为统一对普惠金融领域贷款达到一定标准的金融机构实施定向降准政策；2019年起，人民银行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。

多重发力下，2021年末，中国普惠小微贷款余额19.23万亿元，同比增长27.3%，延续上年（30.3%）的高增速。贷款成本方面，2021年上半年，企业类贷款年化利率为4.62%，较上年末下降0.05个百分点。其中，普惠型小微企业贷款年化利率为5.65%，较上年末下降0.23个百分点。普惠型小微企业贷款利率较高，但贷款成本下行较快。

债券市场融资方面，监管机构及主管部门为支持债券市场向中小企业提供资金不断创新债券品种，针对中小企业的特点专项设置了融资工具，主要包括中小企业集合债券、中小企业集合票据、小微企业专项金融债、小微企业增信集合债券等，拓宽了中小企业的融资渠道。下面本文将着重分析债券市场为中小企业提供资金的演变过程及过程中所暴露的信用风险。

## 二、债券市场为中小企业提供融资情况及演变过程

### 债券市场为中小企业提供融资涉及的债券种类

为健全多层次资本市场体系，促进中小企业利用多种方式融资，国家发改委、银行间市场交易商协会等主管部门进行了一系列尝试，推出了多项为中小企业提供资金的债券品种（见表2）。

#### (1) 中小企业集合债券

中小企业集合债券是指通过牵头人组织，以多个中小企业构成的集合为发行主体，发行企业各自决定发行额度，分别负债，使用统一的债券名称，统收统付，向投资人发行的约定到期还本付息的一种企业债券形式。首单中小企业集合债券为发行于2007年的“07深中小债”，2015年后无新增发行。

#### (2) 中小企业集合票据

中小企业集合票据是指2个（含）以上、10个（含）以下具有法人资格的中小非金融企业，在银行间债券市场以“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式共同发行的，并约定在一定期限还本付息的债务融资工具。2010年，首批共发行三只中小企业集合票据，2015年以后未见新增注册。

#### (3) 中小企业私募债

中小企业私募债是非上市的在中国境内注册为有限责任公司或股份有限公司的中小微企业，委托证券公司在中国境内以非公开方式发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。2012年，首单中小企业私募债“12苏镀膜”成功发行；2015年，《公司债券发行与交易管理办法》及后续配套文件发布后，原《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》及《深圳证券交

<sup>1</sup>系2020年4月16日，国务院联防联控机制举办新闻发布会上，工业和信息化部中小企业局领导介绍。

易所中小企业私募债券业务试点办法》予以废止，中小企业私募债不再作为单独债券品种。

#### (4) 小微企业增信集合债券

小微企业增信集合债券，又称小微企业扶持债券，是指以地方融资平台为发行主体，面向机构投资者发行，再将募集资金以银行委托贷款的方式发放给小微企业的一种直接融资债务工具。

#### (5) 小微企业贷款专项金融债券

小微企业贷款专项金融债券（以下简称“小微金融债”）是商业银行发行的、募集资金专项用于小微企业贷款的金融债券，与商业银行普通金融债偿还次序一致。

实际上，小微企业增信集合债券及小微金融债虽然募集资金用途是定向投放小微企业，但与传统的中小企业集合债券、中小企业集合票据中小企业私募债已经有较大差异，发行主体分别为城投公司和商业银行，债券信用风险与所投向的小微企业关系不大。

### 增信措施分析

中小企业集合债券、中小企业集合票据及中小企业私募债券发行主体为中小企业，大部分需要设立增信措施。小微企业增信集合债券及小微金融债发行主体为区域城投企业和商业银行，其发行对增信措施依赖小。

中小企业集合债券均设置不可撤销连带责任保证保，担保人为专业担保公司或信用资质较好的同属地城投公司。

中小企业集合票据除“10诸暨SMECN2”和“12慈溪SMECN2”未设置担保措施外，其他均设置担保措施，担保方以专业担保公司为主，个别集合票据由当地城投公司提供担保。

中小企业私募债券892期债券中仅有38只未设置增信措施，其他均设置了增信措施，主要包括连带责任担保、抵押担保、质押担保及保证担保，以连带责任担保为主，占增信措施比例为93.91%，担保人以当地城投为主。

小微企业增信集合债券大部分未设置担保人，所发放小微企业贷款的本息到期收回是小微企业增信集合债券本息偿付的基础。但是，小微企业增信集合债券同时采取了多层次风险缓释信用安排措施，一是发行人设立风险储备基金，债券转贷后可取得相应的利差收入，并由委贷银行设立风险储备基金账户进行管理，转贷中出现不良贷款导致本金损失时，将以该账户资金为限于本期债券还本付息。二是政府设立风险缓释基金，由政府按照小微企业增信集合债发债规模5%的比例设定政府风险缓释基金，保障还本付息安全。如果上述风险储备基金和政府风险缓释基金仍不能满足债券本息偿付的需

表2 中小企业相关债券品种主要发行条款对比

	中小企业集合债券	中小企业集合票据	小微企业增信集合债券	小微企业贷款专项金融债券	中小企业私募债
主管机构	国家发改委	中国银行间市场交易商协会	国家发改委	人民银行/中国银行间市场交易商协会	交易所
批准制度	实际上已停止发行	注册制，实际上已停止发行	目前实行注册制	目前实行审批制	备案制，实际上已停止发行
涉及企业	没有限制	2~10个，中小型非金融企业	委贷对象集中度要求	发行主体为金融机构，募集资金全部用于发放小微企业贷款	发行主体为中小企业
融资期限	3~7年，集中于7年（设置提前偿还条款）和3+3年	一般为1~3年	3~7年，集中于3+1年	--	一年以上，一般为1~3年
募集资金用途	一般为项目投资	不需要具体的建设项目	不需要具体的建设项目	全部用于发放小微企业贷款	--
特殊条款	大部分设置提前偿还条款	一般不设分期偿还条款	大部分设置回售及调整票面利率选择权	一般不设分期偿还条款	--
增信情况	全部包含不可撤销连带责任担保	包含不可撤销连带责任担保	大部分未设置担保增信	不设置担保增信	第三方担保和资产抵押、质押；商业保险
是否公开发行	是	是	是	是	否

资料来源：联合资信根据公开资料整理



求, 将由发行人以自身日常经营收入补偿。

小微金融债发行主体均为商业银行, 主体信用等级较高, 在发行时一般不设置担保措施。

## 评级方法分析

### (1) 集合类

从主体评级来看, 集合债券(票据)的主体是由多个独立的中小企业主体按照融资规模组合而成, 所以集合债券(票据)主体评级与集合债券各个主体独立的信用等级密切相关。没有外部增级措施的情况下, 任何一家发债主体违约都会导致整个集合债券的违约; 如果定义集合债券的各发行主体任何一家及以上违约, 就是集合债券主体违约, 则集合主体违约率的大小与每个主体违约概率的大小和集合各主体之间的相关性有密切关系。

从债项评级来看, 集合债券(票据)一般都有相应的信用增级措施, 虽然增级本身并不能改变集合债券偿债主体违约的可能性, 但有些增信措施可以改变债项的违约概率, 有些增信措施能改变违约损失概率和损失金额的大小。集合债券(票据)的债项级别和具体的增级措施有关。当存在债项信用增级措施时, 集合债券(票据)出现一个或以上中小企业主体违约并不一定等同于集合债券(票据)债项违约。

从评级实务来看, 联合资信主要采用以下评级方法: 首先对于作为发债主体的每一家中小企业, 单独进行主体评级, 揭示各家中小企业主体本身的信用风险。其次, 如果债项是由保证担保进行信用增级, 将重点考察担保方的信用状况, 集合债券(票据)的债项级别主要取决于担保方的信用等级。第三, 如果是采用偿债基金的增级方式, 主要考察偿债准备金对债券发行额度覆盖程度的高低, 集合债券中各主体的相关程度, 以及发债金额的分布情况等。

### (2) 非集合类

非集合类债券的评级与联合资信一般企业主体及债项评级方法一致。

## 发行情况分析

以中小企业为直接发行主体的专项债券品种已逐渐退出市场; 以城投、银行为发行主体, 募集资金专项用于小微企业贷款的小微企业增信集合债券及小微金融债发行规模增长迅速, 规模远超中小企业为直接发行主体的债券品种, 成为债券市场支持中小企业融资的主要渠道。

### (1) 中小企业集合债券

2007年以来, 中小企业集合债券共有16期成功发行, 发行规模合计59.72亿元, 其中安徽、江苏、湖南等11个省份发行了中小企业集合债券, 单只债券发行规模在1.75亿元至10.00亿元之间, 大部分在5亿元以下, 发行规模较小; 票面利率为4.66%到9.5%之间。

中小企业集合债券的发行人主体级别分布在BB~A级; 发行时债项级别分布在A+~AAA级, 其中AA+级数量较多(8期), AA级和AAA级各有5期和2期。中小企业集合债券均设立不可撤销连带责任担保, 其中担保方为同一属地城投公司合计7期, 专业担保公司合计9期。

2015年“15湖南中小债”发行后, 中小企业集合债券未有新增发行。

### (2) 中小企业集合票据

截至2021年9月底, 中小企业集合票据共有126期成功发行(2007年开始发行), 发行规模合计300.42亿元, 涉及发债省份22个, 发行规模前三位分别为山东省(66.50亿元)、江苏省(54.57亿元)、浙江省(34.52亿元), 合计占发行规模的比例为51.79%, 集中度较高; 单期平均发行规模为2.38亿元, 平均发行票面利率为6.03%。银行间市场交易商协会最近一次接受中小企业集合票据注册是在2015年4月, 后续未再有新增注册。

中小企业集合票据发行时主体级别在B~A+之间(见表3), 主要集中在BBB- (24期)、BBB (29期)、BBB+ (22期) 级及A-级 (23期), 合计占比77.78%。从发行时的债项信用等级分布来看, 已发行中小企业集合票据主要集中在AA-到AAA之间, 个别票据债项分别采用优先级及高收益级进行发行, 高收益级债项评级较低。

### (3) 中小企业私募债

截至2021年9月底,中小企业私募债共发行892期,募集资金规模合计1359.23亿元(见表4),发行主体涉及民营企业、国有企业及中外合资企业等。中小企业私募债发行时大部分采用无评级发行,债项评级(如有)以AA为主。分年度来看,中小企业私募债品种在2012—2015年之间有债券发行,其中2012—2014年发行金额逐年增长,并于2014年达到峰值,发行金额为658.79亿元。

### (4) 小微企业增信集合债券

截至2021年9月底,小微企业增信集合债券共发行95期,募集资金规模合计642.10亿元。分年度来看,2013—2016年,在政策的鼓励支持下,小微企业增信集合债券发行量呈稳步增长态势,2016年发行量达到峰值。随着地方投融资平台转型及地方政府隐性债务治理的持续推进,2017年以来小微企业增信集合债券发行量明显回落,2019年,未有小微企业增信集合债发行。2020年,为加强金融

对疫情防控的支持,国家发改委鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券,允许债券发行人使用不超过40%的债券资金用于补充营运资金,同时将委托贷款集中度的要求放宽,该政策于2021年继续执行。受政策利好影响,2020年,全国小微债发行金额增加至59亿元,2021年1—9月,小微债发行金额增加至72.6亿元,已经超过2020年全年水平,增长趋势明显。从发行地域来看,2013年以来发行小微企业增信集合债券的省份共有22个,其中山东省、江苏省及新疆维吾尔自治区位居前三,发行时间主要集中在2018年以前;2020年以来,发行规模较大的地区为河南省、福建省及四川省。

小微企业增信集合债券发行时主体级别主要集中在AA级(69期),其次为AA+级(21期)和AA-级(4期),AAA级发行人仅有1家(见表5)。从债项信用等级分布来看,已发行小微企业增信集合债券级别较高,均在AA级以上。小微企业增信集合债券大部分未设置增信措施,设置增信措施的小微企业增信集合债券包括不可撤销连带责任担保14期(其中担保方为城投公司的6期、担保公司的8期)、抵押担保2期。

### (5) 小微金融债

截至2021年9月底,小微金融债共发行196期,募集资金规模合计11610.8亿元(见表6),发行主体涉及大型商业银行、全国性股份制银行及城商行等,发行主体丰富。分年度来看,2018,中国人民银行等五部委联合印发了《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》(银发〔2018〕162号),鼓励银行业金融机构发行小微企业金融债券,放宽发行条件,加强后续督导,对于发行小微企业贷款资

表3 中小企业集合票据发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模(亿元)
A-1	11	25.415
AA	23	63.95
AA-	2	7.00
AA+	20	40.90
AAA	68	162.37
B	2	0.785
总计	126	300.42

资料来源:联合资信根据公开资料整理

表4 中小企业私募债发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模(亿元)
无评级	705	1034.66
AA-	31	39.77
AA	124	233.17
AA+	25	47.05
AAA	1	1.00
其他	6	3.58
总计	892	1359.23

资料来源:联合资信根据公开资料整理

表5 小微企业增信集合债券发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模(亿元)
AA	64	422.50
AA+	20	122.60
AAA	11	97.00
总计	95	642.10

资料来源:联合资信根据公开资料整理

产支持证券和小微企业金融债券的金融机构, 人民银行给予适当支持。在政策的鼓励下, 小微金融债发行规模大幅增长(见图1), 2021年1—9月发行量已经达到3406亿元, 平均每期发行金额68.10亿元。

### 三、信用风险分析

中小企业信用风险较高, 尤其是民营主体表现出较高的违约率。从中小企业私募债发行人样本数据来看, 民营发行主体的累计违约比例为9.06%。债券市场通过认购小微金融债或当地城投企业发行的小微企业增信集合债券的方式能够较好满足各方诉求。

截至2021年11月底(下同), 中小企业集合债券已发生4起发行人主体违约事件<sup>2</sup>, 包括“11豫中小债”“13云中债”“14扬州中小债”和“12合肥中小债”, 主体违约后债券均由担保方代偿, 债券未发生违约。中小企业集合票据发生14起担保方代偿。上述发行人主体违约事件的发生主要由于以下几方面的原因: ①所在行业低迷, 市场竞争激烈, 产品结构单一, 企业竞争力较弱导致生产经营停滞, 经营情况恶化; ②上游原材料价格波动较大, 企业成本控制能力较弱, 出现经营性亏损, 资金链断裂; ③与关联方资金往来或对外担保金额较大, 关联方经营情况恶化导致自身出现流动性风险; ④股东实力较弱, 当经营情

况恶化、银行抽贷时外部支持有限。

小微企业增信集合债券及小微企业金融债信用风险一般与使用资金的中小企业无关, 发行主体主要为城投及银行, 其中小微企业增信集合债券尚未发生信用风险事件; 小微企业金融债未发生违约。到目前为止, 仅发生两起信用等级下调情况, 系“19阜新银行”及“16盛京银行02”于2021年7月29日及2021年7月30日债项级别被下调, 主要系新冠疫情影响下区域经济低迷、投放客户或行业集中度较高、信贷资产质量及拨备覆盖水平下滑等原因导致主体信用等级降低所致。

中小企业私募债共发行892期, 从中小企业私募债发行主体来看, 共有667个发行主体, 其中民营企业342个(不含外商独资及中外合资)。根据Wind数据, 共35期中小企业私募债发生信用风险事件, 涉及债券金额49.35亿元。其中, 已兑付11期(具体信用事件包括兑付预警5起、评级下调1起, 未按时还本付息及担保方代偿6起), 后续均兑付; 24起实质违约, 实质违约金额29.1亿元。中小企业私募债累计违约主体31个<sup>3</sup>, 全部为民营企业。发行中小企业私募债的主体违约比例为4.65%; 其中民营企业的违约比例为9.06%, 显示出民营中小企业私募债发行主体较高的信用风险。

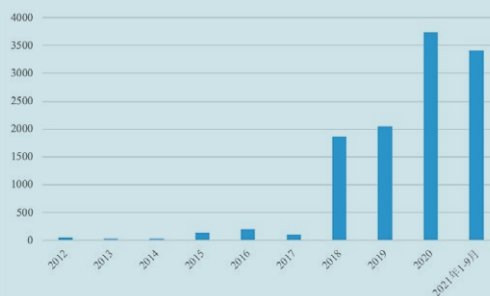
中小企业绝大部分是民营企业, 为更加全面地了解

表6 小微金融债发行情况

发行时债项等级	债券期数	发行规模(亿元)
A+	3	22.80
AA-	9	60.00
AA	21	278.00
AA+	73	1325.00
AAA	90	9925.00
总计	196	11610.80

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图1 历年小微金融债发行规模(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

<sup>2</sup> 为同一只集合债券内的多个主体发生违约视为一起, 下同。

<sup>3</sup> 不含仅发生评级下调未查询到违约的个体; 由于中小企业私募债公开披露信息很少, 因此无法对债项违约情况进行统计。

中小企业发债主体的信用状况，我们查询了中小企业私募债中的民营发债主体的工商信息，以获取其在债券兑付后的信用状况，将发债主体列入失信被执行人、法定代表人限制高消费、进入破产程序等情况视为违约，作为对中小企业信用风险的补充研究材料。根据上述信息，中小企业私募债券正常兑付的312个民营中小企业主体在债券兑付后发生违约147个，占比为47.16%，违约时间主要在债券兑付后的5年内。

根据《中国小微企业金融服务报告（2018）》数据，中国中小企业的平均寿命在3年左右，发债中小企业作为中国中小企业中具有一定竞争优势的个体，其生存时间显然要长于中国中小企业3年的平均寿命，但考虑到样本民营中小企业发行主体在私募债兑付后5年内近半发生违约，中小企业自身生命周期短，素质偏弱，信用风险偏高是主承销商、担保方及债券投资者等债券市场参与者无法回避的问题。

如中小企业直接作为发债主体，其公开资料少，与投资人之间产生了较为严重的信息不对称；为分散单个中小企业信用风险而设立的集合发行安排增加了协调成本，且很大程度上仍然需要依赖增信措施。相比之下，商业银行实行属地经营，分支网点众多，了解当地企业实际经营情况，在处理中小企业贷款方面积累了丰富的经验，在为中小提供资金方面具有较大优势。债券市场通过认购小微金融债或者认购当地城投企业发行的小微企业增信集合债券，再由商业银行负责向小微企业发放贷款及贷后管理，可以满足债券投资者的风控要求，同时为小微企业贷款的发放提供资金来源，能够较好满足各方诉求。

#### 四、未来展望及政策建议

综上所述，从近年来中小企业相关债券的发行和兑

付情况来看，以中小企业为主体发行的信用债中，国有企业信用风险较低，民营企业违约率较高。现有投资者结构下，中小企业作为发行主体直接发行（集合）债券困难较大，需要配合增信措施以控制信用风险。近年来，以银行及当地城投企业为发行主体的小微金融债及小微企业增信集合债券发行规模快速扩张，已远超其他中小企业债券品种累计融资规模，是政策导向与市场资金选择的综合结果。因此，小微金融债及小微企业增信集合债券能够较大规模为中小企业提供资金，市场认可度高，未来一段时间内仍将是债券市场为中小企业提供融资的主流方式。

丰富多层次资本市场体系，促进中小企业利用多种方式融资一直是政策鼓励的方向。我们注意到，近年来，民营企业信用债发行占比及净融资额占比整体呈快速下降趋势。2016—2021年，民企信用债发行占比<sup>4</sup>从9.62%下降至4.04%，净融资占比从16.35%下降至-3.64%。2022年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》提出，“促进多种所有制经济共同发展”“完善民营企业债券融资支持机制”，后续证监会也宣布拟推出创新创业公司债券、优化融资服务机制、发挥市场化增信作用，便利回购融资机制，证券公司分类评级导向等七大政策措施支持民营企业融资。考虑到民营企业与中小企业的高度重合性，对于中小企业债券融资，建议在以下方面提高政策针对性：

#### 发展高收益债券市场，培养中小企业债券的投资者及市场参与者

当前我国债券发行端与投资端都存在一定程度的外部评级门槛，一般为AA及以上，对于中小企业而言，达到该发行门槛困难。因此，在现在债券市场基础上，借鉴国际经验，如20世纪90年代美国证监会（SEC）颁布实施的《144A规则》，创新发行方式，以私募发行方

<sup>4</sup>信用债发行本处仅统计国有企业（含集体企业）及民营企业，所有制分类为 Wind 口径。

式控制风险，在严格控制合格投资者标准的前提下放宽转售限制和持有人数限制，提高发行效率，形成高收益债投资市场。允许主流投资者如保险公司、证券公司、基金管理公司、商业银行等合格机构投资者在限定范围内投资低评级中小企业债券。在中小企业发行的债券条款设计上，赋予投资者更多的自主权，灵活设置转股条款，做好尽职免责规则，培养中小企业债券投资者及市场参与者。

### 完善信息披露，加强投资者保护

相比大型企业，中小企业信用资质较低、违约风险偏高，投资者对中小企业所发债券的风险溢价要求较高，当投资者风险偏好下行时中小企业通过债券市场进行融资的难度进一步加大。为鼓励投资者加大对中小企业所发债券的认可与支持，建立健全完善的投资者保护机制以及市场化、法治化的违约处置机制至关重要。第一，通过完善信息披露制度、债券持有人会议规程和受托管理人制度、强制实施债券的偿债保障条款等举措保护投资人合法权益；第二，尽快建立统一、完备的债券市场交易信息系统及信息披露平台，对地方金融交易所、区域股权交易中心固定收益类产品信息进行整合，所有固定收益类产品的发行、上市、挂牌、交易、转让等信息统一上报系统并予以及时披露；第三，强化风险监测预警，充分利用大数据等信息技术构建更加完善的信用分析体系，扩大中小企业信用档案覆盖面，加强对中小企业信用风险的跟踪预警；第四，加强债券市场违法违规处罚力度，对发行人形成有效信用约束；第五，进一步完善债券违约处置机制，近年来相关监管机构在违约债券的处置方面进行了诸多实践探索，如开展匿名债券拍卖业务、为特定债券提供转让结算服务等，未来应进一步推动企业破产前自主和解结算的制度化，推动司法机关和地方政府等有效完善破产重整和破产清算制度，提高违约处置效率，建立一整套完整的包括自主和解结算、破产重整

和清算、过错追责等违约事后处置机制。

### 完善担保体系，丰富增信手段

生命周期短，信用水平低是中小企业融资难、融资贵问题的症结所在。完善担保体系、通过风险分担和信用增进促进小微企业融资是国际社会解决小微企业融资难、融资贵问题的普遍做法。例如，德国建立了一套联邦政府、州政府、开发性金融机构、州立担保银行、商业银行等共同参与的社会化融资担保体系，开发性金融机构德国复兴信贷银行（KfW）在政府政策扶持下以较低成本发行债券募集资金，通过转贷方式经由商业银行向小微企业发放贷款，并由担保银行和商业银行共同承担贷款风险，而联邦政府和州政府则共同向担保银行提供反担保。各环节环环相扣，担保银行、放贷机构及两级政府共同分担担保风险。目前我国对小微企业的信用增信措施主要包括保证担保增信和信用风险缓释工具。保证担保增信方面，作为发展多层次中小企业金融服务的重要举措，应当在信用担保公司的数量与质量上实现双突破，提高担保机构本身的信用能力和信用水平，突出公益性，加强服务的广度与深度，缓解中小企业融资中遇到的信用瓶颈问题，同时，也要保证担保机构运营的持续性，通过再担保分担担保机构经营风险。

信用风险缓释工具方面，目前银行间市场及交易所市场均推出了相应品种，主要包括信用风险缓释合约（CRMA）、信用风险缓释凭证（CRMW）、信用违约互换（CDS）、信用联结票据（CLN）等六种，实际创设以CRMW为主。2018年以来CRMW发行大量增加，对缓解民营企业融资难、融资贵问题发挥了一定的积极作用，但目前信用风险缓释工具标的主体多为大中型企业，对中小企业无法提供有效支持。探索适合中小企业发债主体的信用风险缓释工具，如由熟悉发行人的当地银行或企业进行创设，可丰富中小企业增信渠道，助力优质的中小企业参与债券市场融资。■

# 变革与重构：2022年全球信用风险熵增研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 程泽宇 胡前方

## 一、熵的概念引入

1865年，德国物理学家克劳修斯提出了熵的概念，熵是一种不确定性的定量化度量，反映系统无序程度的一个状态变量。熵的概念被用来解决物理学领域中的热力学问题，随之产生了著名的热力学第二定律，即孤立系统的能量运动是一种不可逆的过程，且总是朝着熵增的方向进行演变，熵增过程表现为系统无序度的增加，使系统功能和结构趋于更加混乱和未知；熵减过程表现为系统有序度的增强，使系统功能和结构趋于更加良性的循环状态。熵的定律具有一定地普适性，不仅可以描述热力学系统还可以运用在管理学、决策学、安全学等，只要系统中存在大量的微观状态都是可以适用的。经济领域中存在着大量的微观主体，无时无刻不在进行着物质、能量和信息交换，因此熵的定律在经济领域这个庞大而复杂的系统也同样适用。

考虑到近年来世界经济系统受到诸多熵增因素的影响，从2020年的新冠疫情暴发到2022年的俄乌战争冲突以及美联储货币政策收紧，全球经济系统逐步向更加无序的方向发展，当下世界进入到一个混乱和撕裂的时代。尤其是2022年，虽然新冠疫情的影响已经被世界所主动淡化，但因此而带来的社交习惯改变以及行业生态更迭已经对旧的经济系统造成巨大冲击。此外，世界经济系统还受到黑天鹅事件（俄乌战争冲突）与灰犀牛事件（通胀压力蔓延、美联储货币政策收紧）的叠加影响，逐步进入到后疫情时代。在后疫情时代下，来自外部与

来自系统内部的熵增风险不断积累，令爆发金融危机、债务危机以及经济危机的风险进一步走高，因此我们将熵的概念引入信用风险研究，通过对可能发生的熵增风险进行分析，预测未来后疫情时代下不同国家的信用风险变化。

## 二、熵增风险分析

### 熵增风险一：俄乌战争冲突爆发，对全球政治格局以及大宗商品市场产生直接影响

2022年以来，乌克兰与俄罗斯的地缘政治矛盾不断升级。2月24日，俄罗斯总统普京宣布在顿巴斯地区发起特别军事行动令局势迅速升级，俄罗斯启动海、陆、空三路纵队闪击乌克兰境内多处重要军事基础设施，乌克兰全境进入战时紧急状态。俄乌战争的全面爆发打破了自1991年冷战结束以来的稳定局面，也放大了大国间的地缘政治利益博弈。俄罗斯把乌克兰视为与西方世界的战略缓冲区，一旦乌克兰加入北约或部署北约的进攻性武器，那么乌克兰将成为北约围堵俄罗斯的“桥头堡”，所以阻止乌克兰加入北约是俄罗斯的必行之举。美国试图乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和打压，乌克兰危机对于美国具有“遏俄控欧”的双重意义，既可以借助将美国军事管控范围延伸至黑海关键要塞，进一步挑战俄罗斯的防御边界并挤压和削弱俄罗斯的战略空间，又可以拉拢欧洲盟友共同对抗俄罗斯，加强欧盟国家对美安全依赖。俄乌战争冲突会对世界经济系统产生多米

诺骨牌效应，并动摇自1991年以来相对稳定的世界政治格局，今后将围绕以美国为首的北约以及以俄罗斯为首的阵营可能会在全球能源规则、经贸规则以及军事规则方面重新制定和洗牌，世界逐步形成以中东欧地区东部边界为前沿的新型“冷战”格局。

俄乌战争爆发会对大宗商品价格以及全球供应链产生外溢效应。能源方面，战争爆发后布伦特原油一度逼近140美元/桶，冲上2008年7月以来盘中高位；截至4月10日，ICE布油较年初累计上涨接近30%（见图1）。欧洲大陆基准荷兰天然气期货日内涨幅曾接近80%，创历史新高。能源价格上涨带动运输成本走高，再加上欧美等西方国家与俄罗斯之间相互加码制裁，令全球运输业大幅承压，由于运输行业是全球供应链的重要组成部分，供应链断裂压力向各行各业传导。工业方面，俄罗斯和乌克兰是全球重要的有色金属以及稀有气体的出口国，俄罗斯在全球镍、钨、铝的出口占比均超过25%，具有世界领先地位；俄乌地区是氖、氩、氙等稀有气体的重要产地，乌克兰供应了全球70%的氖、40%的氩和30%的氙，这三种气体均为制造芯片的重要材料。俄乌冲突导致相关产品价格上涨，并传导至锂电池、芯片等多个中游产业供应短缺，进而加剧下游汽车产业的产能受限问题。粮食方面，俄罗斯和乌克兰都是粮食生产大国，战争爆发后，美国小麦和玉米期货一度涨停，大豆价格则创下2012年以来最高水平，豆油大涨5.4%触及2008年以来最高价格。乌克兰、俄罗斯和白俄罗斯因战争因素相

继发布粮食出口禁令，加剧了全球对粮食供给短缺的担忧，带动全球粮食价格走高并推升下游食品价格上涨。

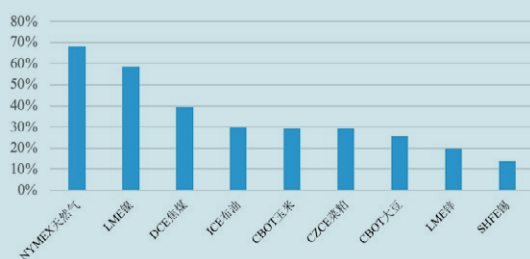
整体看，俄乌战争冲突所带来的熵增风险对现有经济系统造成多维度冲击，对全球政治格局、大宗商品价格以及供应链条均产生一定损耗，增加了整个经济系统的无序性。如果未来俄乌战争陷入持久战，将会对对俄贸易依赖的原独联体国家、对俄能源依赖的欧洲国家以及对俄乌粮食依赖的中东北非国家造成较大的外溢冲击。

## 熵增风险二：美联储收紧货币政策直接影响全球经济复苏，增大债务危机以及金融危机爆发的可能性

3月16日，美联储将联邦基金利率的目标区间上调25个BP至0.25%~0.50%，这是美联储自2018年12月以来的首次加息，预计未来加息节奏会更加“鹰派”。美联储3月会议纪要进一步强化了5月将联邦基金利率上调50个BP，并同步开始缩减资产负债表的市场预期。美联储货币政策的收紧直接影响全球经济的复苏节奏：一是基准利率调整向货币供给传导，美联储通过加息来降低美元的流动性供给，起到抑制流动性过剩以及缓解通胀压力的作用，缩减流动性可能会削弱经济的活跃度，进而令全球经济复苏承压。二是基准利率调整向信贷成本传导，美联储加息直接带动10年期美国国债收益率走高，进而增加政府债务的利息偿付压力；此外，基准利率走高还会传导至企业以及居民的贷款利率，对居民消费能力以及企业投资能力形成一定挤出效应，令高负债贫困家庭或企业的债务违约风险进一步走高。三是基准利率调整向国际资本流动传导，美联储加息会提升美元价值，相应加速国际投机热钱回流美国市场。特别是对于依靠自然资源出口和外资发展的新兴经济体来说，受其经济结构单一、长期国际收支失衡以及外汇储备不足等因素影响，热钱撤离新兴经济体将加剧其本币出现大幅贬值的风险。

美联储收紧货币政策会增大债务危机以及金融危机爆发的可能性。20世纪70年代，美联储加息诱发

图1 主要大宗商品年初以来涨跌幅



数据来源：Wind，联合资信整理

了拉美债务危机。在两次石油危机爆发的背景下，美联储货币政策由宽松转为紧缩带动短期Libor走高，导致拉美国国家利息偿付压力大幅提高；同时，美元走强带动国际资金流动方向逆转，导致拉美国国际收支入不敷出以及外汇储备缩水，对外债的偿付能力大幅削弱，1982年墨西哥短期外债水平接近12%（见图2），爆发债务危机并传导至拉美地区。1995年，美联储加息诱发了东南亚金融危机。美联储重回加息周期使美元币值逐步走高，导致大量短期资本撤离亚洲资本市场，刺破了东南亚等国的股市泡沫和地产泡沫，在经济面大幅下滑的背景下各国币值高估问题愈加明显，迫使泰国等改固定汇率为浮动汇率，进一步加剧其本币汇率贬值，最终导致东南亚地区股汇双杀，并进一步演化为区域性金融危机。2008年，美联储加息诱发了美国次贷危机。2003—2006年美联储连续17次上调联邦基金利率425个BP，连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因。此外，利率快速上扬导致信用紧缩，不仅抑制了居民消费还使居民住房抵押偿付实力承压，次级贷款抵押风险向房地产以及金融衍生品市场传导，最终次债危机逐步传导至金融危机。

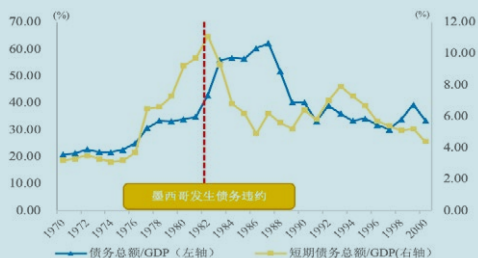
整体看，美联储货币政策收紧所带来的熵增风险会暴露出现有经济系统中的薄弱环节，进一步加剧了整个经济系统的无序和混乱。如果美联储继续保持“鹰派”加息，不仅会加剧美国虚拟经济泡沫破裂以及经济陷入

疲软，还会加剧新兴经济体的资本外逃风险以及“高负债穷国”的短期债务偿付压力。

### 熵增风险三：本轮通胀压力受到货币流动性过剩与供需结构性失衡的双重影响，通胀压力向生产和消费传导所带来的熵增风险会削弱现有经济系统的稳定性

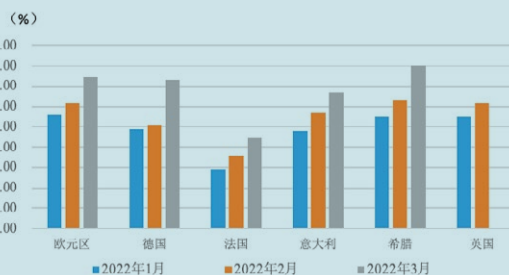
本轮通胀压力受到货币流动性过剩与供需结构性失衡的双重影响。一方面，新冠疫情暴发后各国积极救市，释放出空前流动性并造成全球货币超发，仅2020年全球流通中的广义货币就增加了12.7万亿美元，再叠加货币乘数效应，估计全球释放的流动性增加了超过100万亿美元，流动性过剩推升全球通胀压力走高。另一方面，本轮通胀压力还受到供需失衡的结构性因素影响。新冠疫情暴发初期受隔离政策影响，需求端断崖式萎缩，随着疫情得到一定控制，被压抑的需求得到释放；但受全球供应链断裂以及基础能源价格上涨等因素影响，供给端生产动力不足，供求失衡带动基础物价上涨。尤其是俄乌战争冲突爆发，对全球大宗商品价格以及主要供应链均造成显著冲击，进一步带动全球通胀压力走高。欧元区3月消费者价格指数（CPI）同比上涨7.5%，较2月上漲2个百分点，其中能源产品价格同比上涨44.7%，是推动该地区通胀上升的最主要推手。分国别来看，德国、法国、意大利和希腊的CPI分别升至7.3%、4.5%、6.7%和8.0%（见图3），分别创自1981年、1997年、1991年和1994年以来新高。

图2 1970—2000年拉美地区债务水平情况



数据来源：世界银行，联合资信整理

图3 2022年以来欧洲主要经济体CPI增幅



数据来源：Wind，联合资信整理



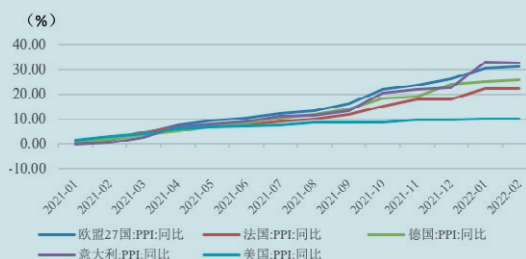
通胀压力会向生产端和消费端传导，或加剧全球经济的“滞胀”风险。从生产端看，2月美国和欧元区的PPI分别同比上涨超过30%和10%（见图4），均创1982年有数据统计以来新高。能源价格仍是推升PPI上涨的主要因素，带动生产价格上涨近40%。生产端通胀压力走高还导致全球生产能力受限，3月欧元区制造业PMI下降至56.5，创2021年1月以来新低。从消费端看，全球主要经济体已经出现消费低迷态势，2月欧元区零售销售环比增长0.3%，显著低于预期水平。尤其是在俄乌战争爆发后，美国和欧盟的燃油成本涨幅较为显著，线上零售行业也出现小幅下滑。因劳动力短缺带动的工资水平上涨对消费者购买力的支撑作用有限，预计未来持续高企的商品价格对消费的抑制作用将进一步加剧。

整体看，考虑到本轮通胀具有较强的结构性特征，加息很难在短期内抑制通胀压力，通胀压力向生产和消费传导所带来的熵增风险会削弱现有经济系统的稳定性，或令大宗商品进口依赖国陷入经济“滞胀”风险。

### 三、熵增模型

通过对各国内外外部风险因素的考察，我们选取了16个内外因素指标构建信用风险评价体系，利用熵权法对全球各国内外外部风险进行了综合评价，并对其中30个重点关注国家进行了三种熵增情景测试。

图4 2021年以来主要欧美国家PPI增幅



数据来源: Wind, 联合资信整理

### 内外部因素指标体系

在综合考察影响各国稳定性的多个内部和外部因素的前提下，我们结合指标经济内涵和数据的可得性，最终选取了16个指标，内部和外部因素各8个（见表1）。同时，我们利用熵权法确定指标权重。熵值是一种物理计量单位，熵越大说明数据越混乱，携带的信息越少，效用值越小，因而权重也越小。熵权法是结合熵值提供的信息值来确定权重的一种研究方法，可以充分利用指标的区分信息并排除人为主观因素的影响。

在内外评价排名的基础上，我们建立了二象限矩阵，并以各国与原点的距离为基础划分安全区、低风险、中风险和高风险区域，划分标准见表2。

表1 指标体系

类型	指标
内部指标	政局稳定性
	GDP增速
	CPI增幅
	失业率
	人均GDP
	不良贷款率
	政府债务率
	政府利息支出比GDP
外部指标	外部战争冲突
	经常账户余额/GDP
	国际投资净头寸/GDP
	FDI流入/GDP
	外债总额/GDP
	外汇储备/短期外债
	实际有效汇率波动率
	国际储备货币排名

数据来源: 联合资信整理

表2 区域划分标准

划分区域	距离 (0-100)
安全区	小于等于25
低风险	小于等于50
中风险	小于等于75
高风险	大于75

数据来源: 联合资信整理

### 重点国家和熵增情景测试

利用专家意见对美联储加息、俄乌战争冲突以及通胀压力走高三种熵增场景进行评价，并以此为基础判断计算重点国家的熵增程度，搭建后疫情时代下的各国秩序分布。同时，与旧格局进行比较，找出其中跨区域风险变动的国家（见表3）。

### 模型结果分布

从发达经济体样本看（见图5），虽然俄乌战争冲突对欧洲发达经济体造成一定外溢影响，但美联储加息对

这些国家所产生的影响相对有限，发达经济体因其自身抗风险能力较强而受熵增风险冲击较小，其中德国和日本均处于安全区域，其余美国、英国、法国等发达经济体均处于低风险区。

从新兴经济体样本看，新兴经济体受熵增风险影响较大，其中俄罗斯受欧美制裁加码影响，预计将由低风险区域跌入高风险区域；墨西哥和印度尼西亚受美联储加息及物价上涨影响，预计将由低风险区域跌入中风险区域；土耳其受熵增风险影响较大，预计将由中风险区域跌至高风险区域。

从前沿国家样本看，熵增风险增大暴露出前沿国家自身严重的脆弱性，受战争直接影响的白俄罗斯将由中风险区域跌入高风险区域，斯里兰卡以及伊朗预计也将由中风险区域跌至高风险区域，乌克兰、蒙古、埃及、格鲁吉亚以及巴基斯坦因自身抗风险能力较差，预计将继续处于高风险区域。

表3 重点国家情况

序号	类别	区域	国家或地区	熵增幅度
1	发达经济体	北美洲	美国	10.00%
2	发达经济体	欧洲	德国	19.25%
3	发达经济体	亚洲	新加坡	19.25%
4	发达经济体	大洋洲	澳大利亚	14.50%
5	发达经济体	欧洲	法国	19.25%
6	发达经济体	欧洲	英国	23.50%
7	发达经济体	亚洲	韩国	19.00%
8	发达经济体	亚洲	日本	19.00%
9	发达经济体	欧洲	意大利	23.50%
10	发达经济体	欧洲	希腊	23.50%
11	新兴经济体	欧洲	波兰	32.00%
12	新兴经济体	亚洲	沙特阿拉伯	28.00%
13	新兴经济体	北美洲	墨西哥	28.00%
14	新兴经济体	欧洲	俄罗斯	60.00%
15	新兴经济体	亚洲	印度尼西亚	32.00%
16	新兴经济体	亚洲	印度	32.00%
17	新兴经济体	南美洲	巴西	36.25%
18	新兴经济体	非洲	南非	28.00%
19	新兴经济体	亚洲	土耳其	36.25%
20	新兴经济体	南美洲	阿根廷	32.50%
21	前沿国家	亚洲	格鲁吉亚	43.75%
22	前沿国家	亚洲	孟加拉	32.00%
23	前沿国家	非洲	埃及	40.00%
24	前沿国家	欧洲	白俄罗斯	44.00%
25	前沿国家	亚洲	斯里兰卡	47.50%
26	前沿国家	非洲	尼日利亚	36.00%
27	前沿国家	亚洲	巴基斯坦	40.00%
28	前沿国家	亚洲	蒙古	43.75%
29	前沿国家	欧洲	乌克兰	51.00%
30	前沿国家	亚洲	伊朗	36.00%

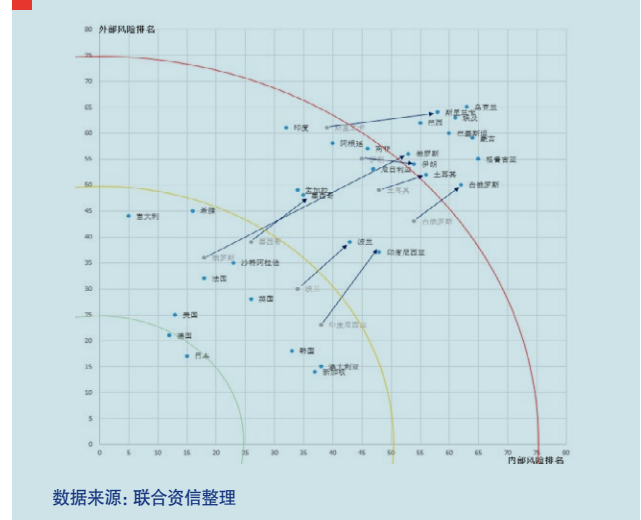
数据来源：联合资信整理

## 四、熵增对后疫情时代各国信用风险的影响

### 发达经济体的信用风险变化

1. 熵增风险或令美国经济面临“硬着陆”，存在结构性

图5 样本国家熵增模型结果



## 通胀高企、股市震荡回调以及企业融资环境恶化等问题

熵增风险或令美国经济面临“硬着陆”。一是随着美国需求端显著复苏，市场对原材料的需求保持强劲增长，但全球粮食、工业金属以及能源等大宗商品价格受俄乌战争冲突而大幅上涨，再叠加美国劳动力市场依旧短缺，导致美国结构性通货膨胀愈演愈烈，2022年3月美国CPI同比增幅上涨至8.5%，创1981年以来新高。

二是美联储为抵御疫情冲击而释放空前流动性，推高美国房地产泡沫以及股市膨胀，2022年1月美国单独购房价格指数上涨至373.4，较2020年1月增长近33%；截止2021年末道琼斯指数、标普500指数以及纳斯达克指数自疫情以来分别暴涨26%、46%以及72%。本轮美联储“鹰派”收紧货币政策或导致美国房地产降温，根据房地美4月14日公布的数据显示，30年期抵押贷款利率平均水平从4.72%进一步跃升触及至5%。抵押贷款利率上升使得房价降温，抵押贷款银行家协会追踪购房贷款申请量的指数本周比去年同期下降了6%。但引发类似于2008年次贷危机的可能性较小，主要是因为美国家庭净储蓄率自4.8%（2008年）后不断走高至12.5%（2021年），充足的家庭储蓄对利息升高的抵御能力较强。另一方面，股票市场受美联储收紧货币政策以及俄乌战争冲突影响较大，截止4月14日，道琼斯指数、标普500指数以及纳斯达克指数分别较年初下跌4.9%、6.7%以及12.8%，存在股市震荡回调的可能。

三是长期美债收益率是美国债券市场的定价基础，其波动直接影响各信用等级发行主体的借贷成本。以1997年以来各信用等级的企业债数据为分析样本，其中投资级级别（BBB级及以上）发行主体的债券收益率与10年期美债收益率高度相关（相关系数均超过0.8），AAA、AA、A以及BBB级等投资级别企业债的平均收益率基本是在10年期美债收益率的基础上分别上浮50个BP、55个BP、97个BP以及170个BP所得。本轮美联储收紧货币政策会带动长期美债收益率走高，截止4月11日，10年期美债收益率上升至2.79%，较年初上涨

142个BP，相应带动AAA、AA、A以及BBB级企业债收益率上涨123个BP、138个BP、149个BP以及155个BP，美国投资级企业债融资成本明显走高。4月初一度出现10年期和2年期国债收益率倒挂的现象，暗示美国经济面临一定衰退风险。如果未来美联储加息节奏更加鹰派，将继续带动各期限利率水平提高，企业的金融条件收紧以及融资环境也相应恶化，尤其会令中小企业、低评级企业的再融资成本增加，导致企业的信用违约与破产风险进一步增大。

## 2. 熵增风险会加剧欧洲经济和政治的失衡，能源危机叠加难民危机，令欧盟内部稳定性大幅下滑

由于欧洲国家地理位置临近俄罗斯且对俄罗斯的能源进口依赖很高，2021年欧盟47%的天然气进口、46%的煤炭进口以及25%的原油进口都来自于俄罗斯，俄罗斯是欧盟的第一大能源出口国。俄乌战争爆发破坏了欧洲能源供给的稳定，由于德国（49%）、意大利（46%）、波兰（40%）、法国（24%）等国对俄罗斯的天然气依赖较高，面临较大的能源供给短缺风险，但英国因对俄能源以依赖较小而冲击有限。目前欧洲天然气库存处于近10年来最低水平，截至4月12日，欧洲天然气库存占储存能力的比重为27.3%，较年初（53.6%）大幅下滑26.3个百分点，欧盟天然气储备严重不足。如果来自俄罗斯的天然气供应被切断，欧洲的天然气库存面临枯竭风险，被视为“欧洲天然气价格风向标”的TTF荷兰天然气4月期货价格一度飙升至近193欧元/兆瓦时的新高，相当于每立方米的天然气价格超过2欧元。如果俄乌地缘政治冲突进一步升级，会令对能源进口依赖较高的欧洲国家面临能源断供和输入性通胀压力上升的风险，欧元区3月CPI增幅飙升至7.5%，令经济增长进一步承压。

此外，俄乌冲突的外溢效应可能会引发难民危机。目前，已经有大量难民涌入波兰、罗马尼亚以及匈牙利等东欧国家，根据联合国预测，预计将有超过400万难民流入中东欧国家，受难民危机继续发酵的影响，波兰将由

低风险地区跌入中风险地区。难民潮不仅将引发一系列社会民生问题，还将削弱东欧国家的政治稳定性，而且安置难民所需的财力和物力都将加剧东欧国家的财政压力和经济负担，给欧洲的区域稳定带来诸多不确定性。

## 新兴经济体的信用风险变化

### 1. 熵增风险加剧新兴经济体的外部风险，面临本币贬值以及金融市场动荡等问题

美联储收紧货币政策导致美元逐步走强，全球美元流动性收紧加速国际投机热钱回流美国市场，新兴经济体热钱撤离加剧了本币的贬值风险。特别是对于依靠自然资源出口和外资发展的新兴经济体来说，受其经济结构单一、长期国际收支失衡以及外汇储备不足等因素影响，其货币或将出现大幅贬值风险。比如，1998年亚洲金融危机的时候，前期美联储加息导致大量短期资本撤离亚洲资本市场，在经济面大幅下滑的背景下各国币值高估问题愈加明显，索罗斯的量子基金趁机狙击泰铢，由于泰国外汇储备有限，最终不得不放弃固定汇率而改成浮动汇率制度，最终导致泰铢大幅贬值将近60%。泰国宣布实行浮动汇率后，亚洲其他国家也不得不改固定汇率为浮动汇率，导致货币价格纷纷下跌，马来西亚林吉特以及菲律宾比索在同一时期分别贬值46%和41%。自2022年年初至今，土耳其里拉(-11.0%)、阿根廷比索(-7.6%)以及墨西哥比索(-5.6%)都出现了明显贬值，进一步暴露出这些国家的币值脆弱性，并加剧其外部风险敞口走扩。

另一方面，新兴经济体的国内资本市场发展程度不高，对外部融资渠道（尤其是美元融资）更为依赖，疫情以来全球主要经济体保持在低/负利率水平，低廉的外部融资成本促使新兴发展中经济体加大了外部融资力度，截至2021年三季度新兴发展中经济体的平均外债水平（即外债相当于GDP的比值）已上升至41%，其中阿根廷、土耳其以及波兰的外债水平超过50%，外债压力较大。美联储开启加息会带动美债利率走高，可能会导

致新兴经济体的债务偿付压力骤增。此外，疫情期间新兴经济体采取积极的救市举措，催生了金融市场泡沫和债务高杠杆问题，美联储加息导致全球风险偏好下行，新兴市场权益资产估值收缩，或刺破新兴经济体的资本市场泡沫并加剧金融市场动荡。

### 2. 欧美制裁加码将严重拖累俄罗斯的经济表现，令俄罗斯债务违约风险显著走高

俄乌战争爆发后，俄罗斯遭到欧美等西方国家史无前例的制裁。欧美扩大俄罗斯的主权债务禁令，限制美国个人与企业参与俄罗斯联邦中央银行、俄罗斯联邦国家财富基金和俄罗斯联邦财政部所发行新债券的二级市场交易，切断了俄罗斯政府的重要融资渠道。同时，欧美冻结了俄罗斯以美元、欧元、英镑、日元等货币计价的外汇储备，使俄罗斯可使用的外汇储备规模缩水约50%至3000亿美元左右，以此来限制俄罗斯对外贸易结算、破坏俄罗斯的金融稳定性。俄罗斯年内共有约237亿美元的主权债务需要兑付，为了在受到制裁的情况下保持偿还债务的能力，俄罗斯总统普京3月5日签署法令，允许俄罗斯和俄罗斯公司以卢布向外国债权人支付以其他货币计价的证券。但美国随后在4月4日禁止一直以代理银行的身份处理俄罗斯主权债券付款的摩根大通向俄债务持有人支付到期的5.5亿美元本金及8400万美元息票。如果俄罗斯在30天的宽限期内无法以指定货币付款，将构成实质违约，这将是俄罗斯自1998年以来的首次违约，也会是自1917年十月革命以来的首次外债违约，届时俄罗斯将难以进入国际借贷市场。

欧美除了在金融领域对俄严厉制裁，在能源领域的制裁也不断加码。3月8日美国宣布将禁运俄罗斯石油、液化天然气和煤炭，从核心上制约俄罗斯的能源优势；4月7日，欧盟宣布将对俄罗斯煤炭实施禁运，并在俄乌战争期间对俄罗斯船只关闭欧盟的港口；4月8日美国总统拜登签署法案“停止进口俄罗斯石油法案”，美国暂停与俄正常贸易关系并取消俄“最惠国”贸易地位。受欧美制裁影响，大量船东明确拒绝运输俄罗斯的

乌拉尔原油,同时俄罗斯原油买家在支付、开立信用证、获得保险等方面都面临较大阻力,导致俄罗斯的乌拉尔原油现货价格大幅打折。布伦特原油与乌拉尔原油的现货价差在20美元/桶时,达到俄罗斯的贸易盈亏平衡点;价差扩展到25美元/桶时,达到俄罗斯的财政盈亏平衡点,自4月以来,价差不断走扩并升高至35.7美元/桶,国际油价波动会直接影响俄罗斯的国际收支以及财政表现,俄罗斯2022年或将陷入贸易和财政双赤字的局面,再叠加本币贬值以及供应链受限,经济也有陷入衰退的风险。

## 前沿国家的信用风险变化

1. 熵增风险加剧中东北非国家的粮食危机,对该地区粮食依赖国的政治和社会稳定性造成严重冲击

熵增风险进一步暴露出前沿国家的脆弱性,尤其是俄乌战争爆发对全球的粮食价格及其供应链造成严重冲击。根据联合国粮农组织数据显示,俄乌农产品出口对象主要是已饱受粮价高涨煎熬的发展中经济体,全球大约26个国家对俄罗斯和乌克兰的小麦进口依赖度超过50%,其中刚果、黎巴嫩以及埃及等国对俄乌小麦的依赖程度超过70%。作为全球最大的小麦进口国,埃及对俄乌小麦进口依赖度高达80%,目前埃及政府已经通过打击囤粮和哄抬粮食价格,寻求包括美国、阿根廷和加拿大等国以粮食出口的方式保障本国的物价稳定和粮食供应。全球的粮食储备已经连续第五年萎缩,俄乌冲突将令全球粮食价格进一步升高,将饥荒程度推向前所未有的水平,在2020年已有7.2亿~8.1亿人陷入饥饿,预计2022年饥饿人数会进一步走高。此外,2008年全球粮价暴涨导致埃及、海地等超过30个依赖粮食进口的中东北非国家面临粮食危机,多国爆发大规模抗议活动,并成为“阿拉伯之春”的重要导火索之一。如果粮食危机持续发酵,会对中东北非粮食依赖国的政治和社会稳定性造成严重冲击,甚至有可能再次爆发类似于“阿拉伯之春”的颜色革命。

2. 原独联体国家面临贸易供应链断裂、经济增长承压以及债务违约概率增大等风险

由于原独联体国家与俄罗斯的贸易以及经济紧密相连,对俄罗斯贸易依赖程度(对俄进出口总额/进出口总额)最高的是白俄罗斯(43.5%),其次为吉尔吉斯斯坦(29.5%)、亚美尼亚(26.7%)以及哈萨克斯坦(24.3%)。原独联体贸易多处于俄罗斯供应链的中游,受战争以及制裁影响,俄罗斯—原独联体—欧洲国家的供应链上已经出现钢材、钾肥、镍以及板坯等中下游供应链趋于紧张的问题,存在一定供应链断裂的风险并进一步传导至经济表现。原独联体国家经济结构单一且经济体量较小,抵御外部风险冲击的能力很弱,欧美制裁的外溢效应或令其违约风险走高。白俄罗斯的外汇储备对其短期外债的覆盖率仅为80%左右,短期债务偿付压力很大;今年5月白俄罗斯将有一只价值5000万美元的主权债务到期偿付,如果欧美制裁持续升级或对白俄罗斯的偿付能力造成一定削弱。另一方面,美联储货币政策转向或加速原独联体资本外逃,进而加剧本国货币的汇率波动,外部风险敞口或进一步增大;再加上原独联体国家外汇储备较为匮乏,白俄罗斯和格鲁吉亚的外汇储备分别仅有75亿美元和41亿美元,抵御汇率波动的能力严重不足,且短期外债的违约风向也进一步走高。

3. “高负债穷国”短期内面临较大的债务违约风险,抵御风险冲击的能力很弱

俄乌战争冲突带动油气和粮食等大宗商品价格上涨,对于资源依赖进口以及本身外汇储备匮乏的“高负债穷国”将是致命打击,比如作为岛国的斯里兰卡,其生活必需品严重依赖进口,因政府无力支付5200万美元的进口柴油贷款,国内已经陷入交通瘫痪、必需品和电力短缺的困境。俄乌战争的外溢效应叠加美联储加息,会加大“高负债穷国”的债务偿付压力。美联储加息将带动美元走强,显著抬升债务偿付成本并增大融资压力,导致“高负债穷国”外汇储备对短期债务的覆盖

程度下滑，同时增大其借新还旧的阻力。斯里兰卡截至2022年3月末外汇储备仅有17.2亿美元，对短期外债的覆盖程度仅为0.7倍（见图6）。4月12日斯里兰卡财政部表示，在与IMF达成贷款重组计划前将暂停偿还外债，包括在国际资本市场发行的债券以及与商业银行或机构贷款人签订的外币贷款协议或信贷安排。斯里兰卡将有约40亿美元的外债将于2022年年内到期，其中包括一笔10亿美元的主权国际债券将在7月到期。4月18日，斯里兰卡需偿付两笔主权国际债券的利息（合计7800万美元），考虑到斯里兰卡经济已濒临崩溃、外汇储备严重不足，预计30天宽限期过后出现实质违约的可能性很大。此外，蒙古、格鲁吉亚、老挝以及柬埔寨等国由于本国融资能力有限以及外汇储备严重匮乏，转而通过举借外债的方式补充资金，导致疫情后外债压力大幅走高，外债水平平均超过70%。本轮美联储或在2022—2024年间累计

加息10次，上调超过250个BP，直接加重这些国家的外债再融资压力，并严重削弱其偿债能力。

整体看，熵增风险令全球经济系统向更加无序的方向发展，2022年我们将重点关注欧盟能源短缺危机、俄乌冲突地缘政治再度升级的风险、中东北非地区的粮食危机以及“高负债穷国”的债务违约风险。■



## 本轮美联储加息下的国际资本流动新趋势

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部

在5月4日的美联储议息会议上，货币政策委员会投票后决定将联邦基金利率的目标区间上调50个BP至0.75%~1.00%，并宣布6月开始缩减负债表的规模（“缩表”），虽然这是美联储2000年以来首次加息50个BP，但“鹰派”程度低于市场预期。在此背景下，我们推出《本轮美联储加息下的国际资本流动新趋势》，主要探讨本次美联储加息下的国际资本流动所呈现出的一些新趋势，即欧元、日元以及人民币等主要货币汇率有所走弱，国际资本转而流向“资源导向型”以及“雁阵模式升级型”国家。

本次美联储加息节奏“鹰中偏鸽”，有助于缓解市场对于激进加息的恐慌，被动过渡式缩表有助于缓冲流动性紧缺以及资本市场剧烈波动，以实现美国经济的“软着陆”；虽然本次“议息日”美股强劲反弹，但加息影响会逐步传导至信贷成本抬升以及国际热钱流动，加剧全球资本市场的短期震荡波动

2022年以来美国通胀压力持续高企，3月CPI增幅进一步走高至8.6%，创1981年12月以来的最大增幅。但受俄乌冲突扰动以及中国供应链趋紧等因素影响，美国一季度年化GDP环比增速意外下降至-1.4%，显著低

于市场预期的增长1%，令美国经济复苏前景承压。在此背景下，美联储主席鲍威尔强调了俄乌冲突对于通胀上行构成较大压力，但也表明了核心PCE有望逐步见顶且预计通胀势头将趋缓，因此本次美联储加息节奏“鹰中偏鸽”。美联储上调联邦基金利率50个BP至0.75%~1.00%区间，打消了市场对于激进加息的恐慌，隔夜美股在美联储加息后大涨，创下2008年12月以来美联储“议息日”的最佳表现。

本次美联储议息会议也明确了缩表节奏。新冠疫情以来，美联储开启大规模量化宽松，美联储总资产由约4.2万亿美元（2020年初）大幅扩张到目前的8.9万亿美元（截至2022年4月27日），涨幅超过100%，因此本轮美联储货币政策调整需要配合缩表来调节美联储、财政部以及商业银行之间的美元流动性。本次美联储采取被动缩表的方式，即美联储持有债券到期后并不用做再投资，同时美联储宣布将从6月1日开始以每个月475亿美元上限的速度缩表，其中包括300亿美元的美国国债和175亿美元的抵押贷款支持证券（MBS），3个月后再将每月缩表上限逐步提高至950亿美元，既起到紧缩资产端和负债端的作用，又起到缓冲流动性紧缺以及资本市场剧烈波动的作用。

美联储加息和缩表共同配合，主要是为了通过加息来作用于银行间同业拆借利率，直接影响美国短端借贷利率；通过缩表来减少美联储对各类证券（包括国债和MBS等）的持有规模，当美联储停止再投资甚至大量抛售久期较长的国债后美债长端利率将趋势性上行，因此可以实现从长端和短端共同调整利率走势的目的。如果后续美国通胀压力得到有效控制，美联储可能会校准加息节奏。预计美联储2022年的中性利率在2%-3%之间，那接下来美联储3次议息会议的加息幅度有望保持在50个BP左右，暂时排除了未来一次加息75个BP的激进加息路径，美联储希望通过相对温和且不引发经济衰退的方式抑制通胀，以实现经济的“软着陆”。值得注意的是，虽然本次“议息日”美股强劲反

弹，但加息50个BP的影响会逐步通过信贷成本传导路径以及国际资本流动传导路径，来直接抬升信贷成本以及加速国际热钱流动，对风险资产造成较大冲击，美国三大股指在随后两天再次走跌，进一步加剧全球资本市场的短期震荡波动。

**以史为鉴，美联储利率政策和货币供应量的变化会对全球的货币政策和资本市场产生较大影响，宽松的货币政策会向全球转嫁经济危机，紧缩的货币政策会打破国际资本流动的稳定，甚至增加部分国家的外债偿付压力及爆发债务危机的可能性**

1976年“牙买加体系”正式实施之后，国际储备货币的多元化在一定程度上削弱了美元的国际地位，但美元依旧凭借美国自身的信用而牢牢占据国际货币霸主地位，美联储也在一定程度上充当了世界的中央银行，其利率政策和货币供应量的变化对各国央行的货币政策以及资本市场波动均产生较大影响。新冠疫情暴发后，美联储通过宽松的货币政策向全球转嫁经济危机，美元作为世界贸易以及资本跨境流动等经济往来的主要结算货币，美元利率水平变动会导致国际资本在不同的金融市场之间快速流动，随之而来的是美元资本流向全球债市、股市以及地产等领域，除了带动其他国家通胀走高外，还催生了这些国家的资本以及资产泡沫。

美联储加息一直都是国际金融不稳定因素的重要来源，势必会影响全球金融市场的均衡以及国际资本流动的稳定。美联储收紧货币政策会加速国际投机热钱回流美国市场，对其他国家（尤其是经济结构相对脆弱的新兴经济体）的资本市场造成巨大冲击，导致这些国家的长期投资难以持续，增加其发生金融危机的风险。比如1998年亚洲金融危机，在亚洲“四小龙”和“五小虎”的经济奇迹下，亚洲国家金融自由化步伐加快，造成短期投机资本大量流入，1995年流入印尼、泰国、马来西亚以及菲律宾的热钱合计超过100亿美元，创历史新高。随后，美联储重回加息周期带动美元币值逐步

走高，导致大量短期资本撤离亚洲资本市场并重返美国市场，美国热钱流入规模由1875.7亿美元（1998年）增长至4419.7亿美元（2000年），涨幅超过135%；但东南亚四国则由资本流入转为资本流出，1998年合计资本流出15.8亿美元，在1999年小幅复苏后，2000年再度资本流出合计超过40亿美元（见图1）。资本外逃导致印尼卢比、泰铢、马来西亚吉特以及菲律宾比索以及在1998年期间分别大幅贬值150%、89%、57%以及55%，加剧了东南亚各国的金融市场动荡和实体经济恶化。股市泡沫和地产泡沫被刺破后，1998年泰国、菲律宾、马来西亚和印尼等国的上市公司市值相当于GDP的比值分别较上年大幅下滑38个、52个、210个以及27个百分点。

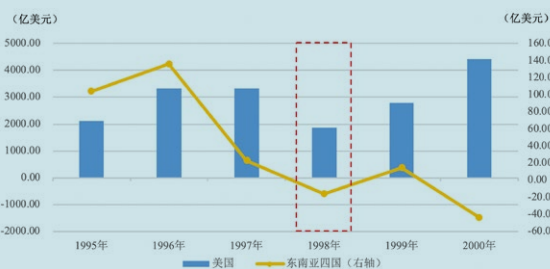
随着美联储加息进程的推进，外债借入国的货币面临较大的贬值压力，本币贬值虽然有利于出口，但会增加外债偿还压力以及发生货币危机和债务危机的概率。比如20世纪70—80年代，拉美国家正处于经济起步阶段，但由于国内银行储蓄水平较低，掣肘政府和企业的投资规模并限制其资本积累，因此拉美国家多采取对外举债的方式来发展本国经济，欧美国家商业银行贷款利率较低且实际利率甚至为负，促使墨西哥、阿根廷以及巴西等拉美国家借入大量以美元计价的政府债务。两次石油危机爆发促使美联储货币政策由宽松转为紧缩，由于拉美国家的借贷利率是以3个月或6个月LIBOR为基础调整，当利率陡然上升后利息偿付压力大幅提高，1982年墨西哥外汇储备对外债总额的保

障能力仅为2.1%（见图2），再加上美元走强以及墨西哥比索贬值，1982年墨西哥发生主权外债违约，随后巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继爆发债务危机。

本轮美联储收紧货币政策加速国际热钱回流美国，美国债市因兼顾避险和投资属性而受到投资者的青睐，但新兴经济体热钱转向流出并创新冠疫情暴发以来新高；在美元指数走强、欧洲地缘政治风险犹存以及中日经济政策维持相对宽松的背景下，欧元、日元以及人民币等主要货币汇率有所走弱

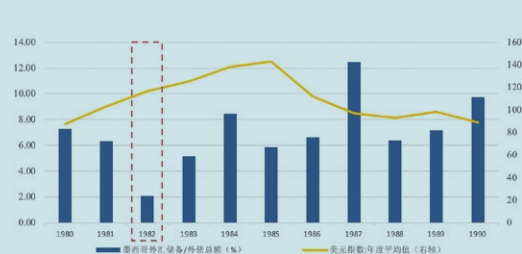
从资金流动情况看，自本轮美联储加息预期增强以来，2021年7月起流入美国股市和债市的资金规模呈现上升趋势；进入2022年后，前两个月净流入美国的资金规模分别达到588.2亿美元和1417.3亿美元，其中美国股市依旧呈现净流出状态，1月和2月净流出规模分别为690.0亿美元和105.7亿美元，但流出规模明显收窄；美国债市保持净流入状态，由1278.2亿美元（1月）上升至1523.0亿美元（2月），说明热钱逐步回流美国时选择相对安全的投资标的，美国债市因兼顾避险和投资属性而受到投资者的青睐。在美联储3月第一次正式加息25个BP后，新兴经济体由资金流入转为资金流出，净流出新兴经济体的资金规模走高至98亿美元（见图3），创新冠疫情暴发以来新高，其中净流出新兴经济体股市的资金规模攀升至67亿美元，创2021年7月以来新高；净流出新

图1 1998年亚洲金融危机期间美国以及亚洲国家的热钱流入情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 拉美债务危机期间美元走势及墨西哥外债偿付情况



数据来源: Wind, 联合资信整理



兴经济体债市的资金规模上涨至31亿美元，创2020年3月以来新高，热钱撤离新兴市场的趋势较为显著。

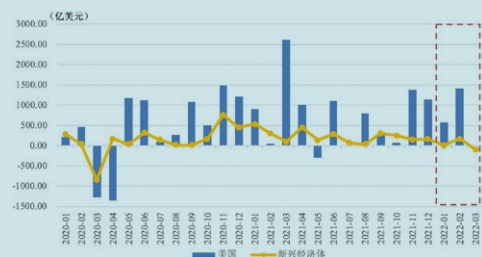
从汇率波动情况看，本轮美联储加息对汇率市场的影响逐步显现，截至2022年3月末，美元的供应量为21.9万亿美元，本次美联储上调联储基金利率50个BP，相应带动再贴现率走高；由于货币乘数与再贴现率呈反比，货币乘数随之下降，预计5月末市场上的美元供应量将下降至21万亿美元左右，继续带动美元走强。5月4日，美元指数一度逼近104关键点位，创近20年以来新高。在美元指数走强的背景下，欧元、日元以及人民币等主要货币汇率却纷纷走跌（见图4）。欧元方面，欧元区经济表现不佳，同时俄罗斯宣布对欧洲两国禁运天然气，表明俄罗斯和欧盟地区的紧张关系再度加剧，欧洲地区面临的经济增长放缓压力和地缘政治风险均有所提升，导致欧元承压下行，5月5日欧元兑美元收于1.0542，创2017年以来新低。日元方面，由于日本央行继续维持超宽松的货币政策，日美货币政策分化导致日元进一步承压下行，5月5日美元兑日元突破130关口，创近20年以来新高。人民币方面，人民币自美联储紧缩升温以来呈现波动走软态势，再加上3月国内停工停产对出口有所影响以及俄乌冲突背景下外部需求有所走弱，供需两端承压对人民币走势有所拖累，此外中美货币政策分化走势的继续加大导致外资回流美国，进一步令人民币承压，5月6日离、在岸人民币汇率双双跌破6.65的重要点位。

本次美联储加息下的国际资本流动具有一些新特征，“资源导向型国家”凭借自身禀赋优势，对俄乌冲突风险形成有效缓冲，吸引了大量国际避险资本流入；疫情防控下中国二季度经济将面临较大挑战，处于中国“雁阵模式”向下转移的国家则彰显出一定短期替代优势

本次美联储加息下的国际资本流动具有一些新特征，受欧洲地缘政治风险犹存、日本经济政策维持相对宽松以及中国疫情防控升级加剧供应链紧张等因素影响，国际资本转而流向“资源导向型”以及“雁阵模式升级型”国家。一方面，俄乌冲突爆发加剧了全球粮食危机、能源供应短缺以及全球供应链紧张，“资源导向型国家”凭借自身资源充足的禀赋优势对俄乌冲突风险形成有效缓冲，因此吸引了大量国际避险资本流入。根据国际货币基金组织（IMF）预测数据，高油价将有望推动沙特经济迈入高速增长模式，3月沙特石油产量增至约1030万桶/天，同比增长26.7%，被列为该国近20年来最快的增速，IMF将2022年沙特的GDP增速预测定在了7.6%，较原先预测提高了2.8个百分点。在此背景下，沙特全指自新冠疫情暴发以来大幅上涨了64.3%，领跑全球股市表现。此外，其他产油国（如阿联酋以及尼日利亚）也吸引了大量外资流入，助推阿联酋DFM综指以及尼日利亚综指分别大幅上涨35%和89%。

另一方面，疫情防控下中国二季度经济将面临较大挑战，中国央行货币政策预计将继续加大稳健的货币政策趋向宽松。在此背景下，处于中国“雁阵模式”

图3 2020年以来美国和新兴经济体资金净流入情况



数据来源：IIF、Wind，联合资信整理

图4 2022年以来主要国家货币汇率涨跌幅

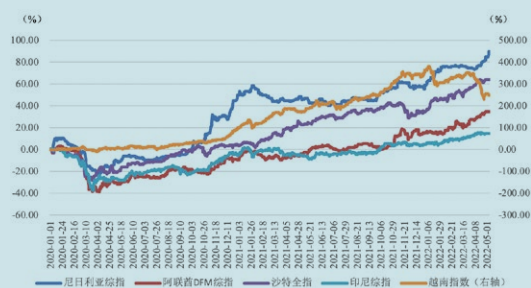


数据来源：Wind，联合资信整理

向下转移的国家（如印度尼西亚、越南等）彰显出一定短期替代优势。以越南为例，越南经济发展具有一定后发优势，一是借助欧美以及中国等国家产业转移的机会，积极发挥自身资源禀赋优势并大力发展劳动密集型工业，吸引电子产品、纺织品服装、鞋等行业外商投资建厂，目前“越南制造”已驰名全球，有助于加强投资对经济的拉动作用；二是越南作为东南亚人口第三大国，具有一定人口红利优势，年轻化的人口结构有助于提振消费市场；三是在中美经济博弈之际，越南加速与多国的贸易谈判，其中“全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）”已经于2019年生效，贸易对经济的拉动作用也持续增强。尽管新冠疫情对越南的三驾马车均造成一定冲击，但越南仍是亚太地区少数保持经济正增长的国家，越南2022年一季度的GDP增速高达5.0%，预计全年增速可能达到8.5%；越南外贸强劲

复苏，一季度出口总额达到1767.5亿美元，同比增长了14.4%。因此，越南吸引了大量国际资金流入，即便是在美元持续走强的背景下，越南盾较年初仍小幅升值0.1%；越南股票指数自疫情以来涨幅将近250%，成为国际资本的投资首选之一（见图5）。

图5 2020年以来部分国家股指涨跌幅



数据来源: Wind, 联合资信整理



# 疫情叠加外部局势冲击经济复苏进程 困难领域个别行业信用风险值得关注 ——宏观经济信用观察季报（2022年3月）

文 | 联合资信评估股份有限公司 研究中心

## 一、宏观经济与行业运行

2022年一季度，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大。经初步核算，一季度国内生产总值27.02万亿元，不变价同比增长4.80%（见图1），较2021年四季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，虽高于2021年但不及疫情前水平。3月消费、汽车产销以及房地产链条等相关指标增长放缓，基建投资、财政提前发力对经济形成一定的支撑。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落，有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对我国经济增长的预测。未来经济增长压力仍然较大，目前政策需要统筹平衡疫情防控和经济增长，在外需逐步回落的同时加大稳内需力度，以保证经济的平稳增长。

图1 GDP当季同比增速（不变价）



注：2021年数据为两年平均增速，下同  
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

### 生产端：3月工业生产低迷拖累一季度整体增速，钢铁、汽车行业承压

3月工业生产低迷拖累一季度整体增速。2022年一季度，在一系列工业经济增长政策措施持续作用下，工业经济运行总体平稳，规上工业增加值同比增长6.50%，1—2月工业生产增长总体较为强劲，3月受疫情防控措施影响，部分企业出现减产停产，物流供应链受到冲击，工业增加值同比增速大幅回落至5%（见图2），明显低于季节性水平，拖累一季度整体增速。

<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2021年两年平均增速为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

工业行业方面，煤炭开采业增加值增长较快且3月继续加速，主要受能源、原材料市场保供持续加力拉动；医药、电子设备制造业增加值保持10%以上的较快增长，主要是受到出口高景气的带动；受季节性需求回落影响，饮料制造、食品制造、纺织业等消费制造业增加值同比增速3月有所回落；受疫情和缺芯等多方面因素影响，3月车企的生产能力和效率都有所降低，汽车产能扩张受限；钢铁生产同比持续下降，主要受到房地产降温的拖累。

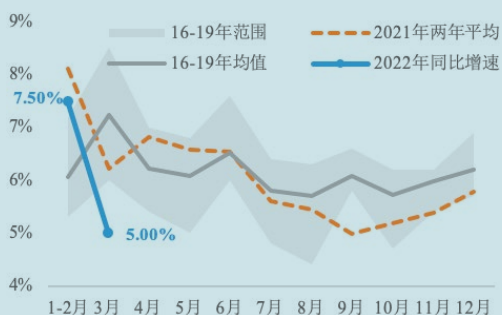
本轮疫情对服务业生产造成较大冲击。受大规模疫情影响，3月服务业生产指数同比下降0.90%（见图3），接触型服务领域受到较大冲击。从行业来看，一季度信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业以及金融业发展较好，增加值同比增长超过5%；而房地产、住宿和餐饮行业增加值同比有所下降，受疫情影响较大。值得关注的是，3月以来受疫情影响，物流运输不畅，客运低位运行，交通运输行业受到较大冲击。从数据来看，3月交通运输、仓储和邮政业生产指数同比下降8.10%，影响服务业生产指数下降0.80个百分点；营业性货运量同比下降1.90%，客运量同比下降43.50%。

**需求端：房地产链条持续低迷，3月汽车销售和出口增长回落**

固定投资总体平稳，基建投资发力明显，制造业

投资边际回落，房地产投资继续恶化。2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，虽然较1—2月有所回落，但仍然在相对高位（见图4）。三大领域投资方面，房地产开发投资继续恶化，一季度房地产销售面积与销售额同比下降超过10%，销售端恶化抑制地产投资，房企对于拿地、新开工较为谨慎；基建投资继续发力，重大工程项目集中落地开工，体现了财政提前发力、稳增长政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落，政策利好、出口和工业生产的强势仍是支撑因素。未来，随着专项债券资金拨付使用进度加快、条件成熟的重大项目继续推动，基建投资有望持续发力，扩大投资对经济的拉动作用。

图2 工业增加值当月同比增速



注：2021年数据为两年平均增速

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

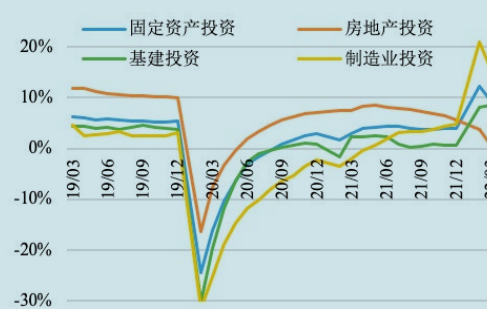
图3 服务业生产指数当月同比增速



注：2021年数据为两年平均增速

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4 固定资产投资累计同比增速



注：2021年数据为两年平均增速

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

本轮疫情对消费市场冲击较大，房地产链条商品销售低迷。2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.30%，1—2月在春节和冬奥的带动下消费修复有所加快，但3月本轮大规模疫情波及全国30个省市，居民出行消费明显减少，当月社零同比增速大幅回落至负值区间（见图5），其中餐饮收入同比大幅下降16.40%，限额以上商品方面，饮料、粮油食品、药品等基本生活类商品消费韧性显现；油价上涨支撑石油及制品销售额实现较快增长；金银珠宝、服装鞋帽等消费升级类商品3月零售额同比下降超过10%；受商品房销售额大幅下降拖累，家具、建筑及装潢材料等房地产链条商品销售低迷；3月汽车销售增长再次转负，主要受到汽车产能承压、部分汽车价格上调、产品交付周期延长以及消费动能不足等因素影响。

一季度出口保持较高景气度，3月进口增速转负。

2022年一季度我国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，进口6579.80亿美元，贸易顺差1629.40亿美元。一季度出口同比增速整体保持较高的增速水平，但3月出口增速有所回落且进口增速转为负增长（见图6），在外部环境更趋严峻复杂的背景下，叠加上年高基数效应，后续稳外贸需要付出更大努力。主要出口商品方面，2022年一季度汽车和汽车底盘出口金额保持较高增速，但3月出现较大回落；家

用电器出口同比增速持续为负。

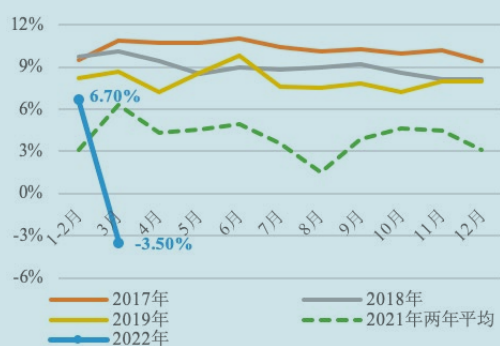
**价格：石油石化产品价格抬升，中下游行业成本压力仍然较大**

一季度CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。CPI方面，受国内多点散发疫情和国际能源价格波动等共同影响，2022年一季度CPI同比增长1.10%（见图7），猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。PPI方面，受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素影响，一季度PPI同比增长8.70%，各月PPI同比增速回落幅度有所减缓，环比增速由降转涨，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治冲突等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

一季度PPI-CPI剪刀差继续收窄，但PPI回落节奏有所放缓，中下游企业的成本压力仍然较大，盈利情况改善预期转弱。向前看，俄乌地缘政治冲突对原油、天然气、有色金属、化肥以及粮食等重要大宗商品的供应造成冲击，供应链受阻、运输和交易成本上升，国际大宗商品大概率继续在高位波动，我国输入型通胀压力仍存。

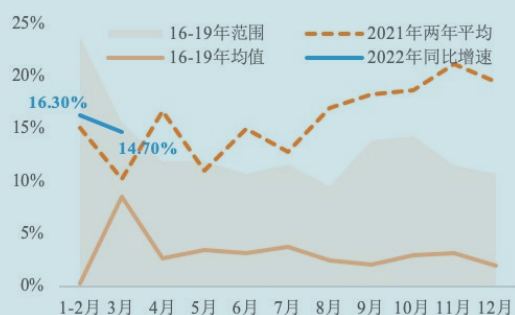
汇率方面，2022年一季度人民币对美元即期汇率呈“先升后贬”态势。1—2月，人民币对美元即期汇率延续去年四季度以来的升值趋势，主要受益于三方面因素：一

图5 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

是在稳增长政策支持下中国经济持续稳定恢复，出口继续保持韧性；二是欧洲央行与英国央行释放鹰派信号，在一定程度上抑制了美元指数上行；三是俄乌冲突爆发后人民币表现出一定的避险属性。进入3月，人民币对美元即期汇率呈现震荡贬值态势，主要是由于三方面原因：一是3月初国内爆发新一轮大规模疫情，对经济运行造成严重冲击；二是中美货币政策加速分化，导致中美利差持续收窄；三是3月11日美国证监会问责五家中概股公司，导致外资快速流出。

展望后市，从基本面看，受本轮大规模疫情冲击影响，短期内我国经济下行压力有所加大，但经济长期向好的基本面没有改变；美国经济自去年以来表现强劲，但持续的高通胀将拖累美国经济复苏。从政策面看，面对新的经济下行压力，我国稳健的货币政策实施力度将进一步加大；为遏制不断飙升的通胀，美联储将加速收紧货币政策。综上所述，短期内受中美经济基本面和货币政策分化影响，资本外流压力或有所加剧，人民币汇率存在一定贬值压力；中长期看人民币汇率仍有较强的基本面支撑，有望保持在合理均衡水平上的基本稳定。

### 就业：服务业受疫情影响用工需求减弱，稳就业压力加大

一季度我国城镇调查失业率均值为5.50%，同比上升0.10个百分点。其中，1—2月就业情况总体稳定，全国城

镇调查失业率接近上年同期水平，环比小幅上升主要是春节假期的影响，符合季节性变化规律；而3月以来国内局部疫情加重，交通运输、住宿餐饮、批发零售、文化旅游等服务行业受影响较大，用工需求减弱，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。

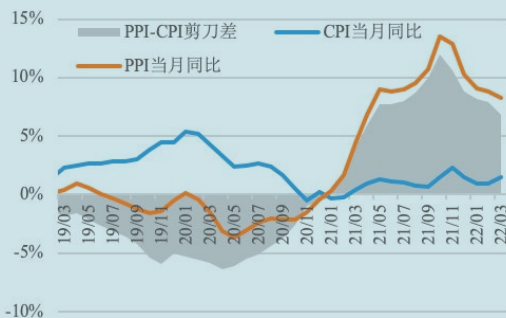
## 二、宏观信用环境

2022年一季度，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，推动社融总量大幅扩张，但信贷结构欠佳反映出实体经济融资需求仍较弱。央行灵活运用多种货币政策工具，加大对实体经济的支持力度，市场流动性总体上合理充裕，企业融资成本稳中有降。

### 社融总量扩张，信贷结构欠佳，企业债券融资结构分化

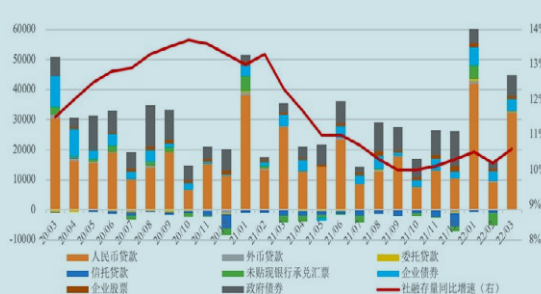
社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.6%，增速较上月末高0.4个百分点（见图8）。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。由于从发债到形成实物量之间存在一定时滞，因此当前的高规模发

图7 CPI、PPI增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图8 社融存量增速和增量结构（单位：亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

债或对二季度的基建投资形成有利的资金支持。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款、企业债券净融资、信托贷款，一季度较上年同期分别多增4258亿元、多增4050亿元、少减1879亿元。展望后市，在稳增长诉求下积极的财政政策和稳健的货币政策将适时加力，推动社融总量继续扩张。

信贷总量回升但结构欠佳，反映出实体经济融资需求依然较弱。2022年一季度金融机构新增人民币贷款8.34万亿元，比上年同期多增6636亿元；3月末金融机构人民币贷款余额201.01万亿元，同比增长11.4%，增速与上月末持平，出现企稳现象。从结构看，居民端贷款同比大幅少增，显示居民消费意愿和购房意愿偏弱，一季度居民短期贷款少增3886亿元，中长期贷款少增9100亿元；企业端贷款结构进一步短期化，表明企业融资需求依然较低，一季度企业短期贷款同比多增1.03万亿元，票据融资同比多增1.28万亿元，但中长期贷款同比少增5200亿元，说明短期贷款和票据融资冲量是企业贷款同比大幅多增的主要支撑因素。展望后市，随着国内疫情防控形势逐步好转、房地产调控政策进一步放松及结构性货币政策持续发力，信贷结构有望逐步改善。

非金融企业债券净融资规模扩张，结构分化较为显著。一季度在稳增长政策发力下，企业部门信用债净融资1.31万亿元，较上年同期多增4051亿元，企业债券净融资规模继续扩张，但结构分化较为显著。从行业结构看，产业债市场信用明显扩张，城投债信用扩张有所放缓。从企业性质看，国企债和民企债市场信用均有所扩张，但值得关注的是，3月民企债市场信用由扩张转为收缩；从区域结构看，区域信用延续分化态势，其中3月内蒙古、广东、甘肃等省市信用收缩较为明显（详见《信用总量大幅扩

张，结构分化依然显著——从2022年3月社融数据看我国宏观信用状况》）。

### 市场流动性合理充裕，企业融资成本稳中有降

市场流动性合理充裕。2022年一季度央行稳健的货币政策灵活适度，更加主动有为，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，保持了市场流动性合理充裕。面对因春节假期、缴准、税期、财政收支及政府债发行等因素导致的短期资金面扰动，央行通过灵活开展公开市场操作维持资金面稳定，保持银行体系流动性合理充裕，存款类金融机构7天质押式回购利率（DR007）等短期市场利率围绕政策利率中枢小幅波动。企业融资成本稳中有降。1月17日央行下调MLF和7天逆回购利率10个基点，带动1年期、5年期LPR报价分别下调10个和5个基点。受此影响，一季度企业贷款利率下行至4.4%，较上年同期下降21个基点<sup>2</sup>；公司债、企业债和中期票据加权发行利率稳中有降。展望后市，央行稳健的货币政策将更加积极有为，保持市场流动性合理充裕，同时引导金融向实体经济合理让利，推动企业融资成本进一步降低。

## 三、宏观政策环境

2022年一季度，我国经济发展面临的国内外环境复杂性不确定性加剧，有的超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

<sup>2</sup> 见2022年4月18日人民银行网站《人民银行、外汇局出台23条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务》，原文为“今年以来人民银行引导市场利率下行0.1~0.15个百分点，带动一季度企业贷款利率同比下降0.21个百分点至4.4%，为有统计以来的记录低点”。

### 稳健的货币政策灵活适度，加大金融对实体经济的支持

实施两项直达工具接续转换，加大对小微企业的信贷支持力度。2022年1月1日人民银行下发通知，自2022年1月1日起实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换。一是将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，金融机构与企业按市场化原则自主协商贷款还本付息。从2022年起至2023年6月底，人民银行按照地方法人银行普惠小微贷款余额增量的1%提供资金，鼓励持续增加普惠小微贷款。二是从2022年起，将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的4000亿元再贷款额度可以滚动使用，必要时可再进一步增加再贷款额度。符合条件的地方法人银行发放普惠小微信用贷款，可向人民银行申请支农支小再贷款优惠资金支持。采用市场化方式对两项直达工具进行接续转换，有助于在保持和巩固对市场主体支持力度的同时，用更可持续的方式继续做好金融支持保市场主体工作。

适时运用降准、降息等货币政策工具，促进社会综合融资成本降低。2022年1月17日，人民银行下调1年期MLF利率10个基点至2.85%，下调7天逆回购利率10个基点至2.10%，市场利率随之下行。1月20日，1年期LPR下降10个基点至3.70%，5年期LPR下降5个基点至4.60%。2022年4月15日，人民银行宣布于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。此次降准共计释放长期资金约5300亿元，降低银行业金融机构资金成本65亿元。降准和降息有助于进一步优化金融机构资金结构，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，通过金融机构传导促进社会综合融资成本降低，进一步激发市场主体的融资需求。

适时灵活运用再贷款等结构性货币政策工具，加大

对实体经济的支持力度。人民银行货币政策委员会2022年第一季度例会指出，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持。4月6日召开的国务院常务会议指出，增加支农支小再贷款，推动中小微企业融资增量、扩面、降价；支持重点领域和薄弱环节融资，设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，人民银行对贷款本金分别提供60%、100%的再贷款支持。充分发挥结构性货币政策工具的“精准导向”作用，有助于加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，更加有效地支持实体经济发展。

### 积极的财政政策适当靠前发力，不断提升政策效能

地方政府专项债发行前置，投资拉动效能加速释放。2022年政府工作报告指出，今年我国拟安排新增地方政府专项债券额度3.65万亿元，其中1.46万亿元的新增专项债券额度已于2021年年底提前下达。专项债的使用强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。一季度新增专项债发行1.30万亿元，占全年新增专项债券额度的35.6%，占提前下达新增专项债券额度的88.9%。4月12日国务院政策例行吹风会提到，去年12月提前下达的1.46万亿元新增专项债券额度力争在今年5月底前发行完毕，今年3月底分配下达的额度，尽快启动发行并在今年9月底前全部发行完毕。专项债作为积极财政政策的重要抓手，今年发行使用进度明显快于往年，有助于加速释放其拉动有效投资、稳定宏观经济的重要作用。

实施更大力度组合式减税降费，支持市场主体纾困发展。2022年政府工作报告指出，今年要坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举，实施新的更大



力度组合式减税降费：一方面，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围；另一方面，大规模实施增值税留抵退税政策，全年退税规模1.5万亿元，减轻企业资金压力，帮助企业纾困发展。3月以来，财政部会同税务总局、科技部等部门相继印发多个公告<sup>3</sup>，明确减税降费实施细则。此外，人民银行于3月8日宣布向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付。总体来看，减税降费对提振市场主体信心、稳定市场预期、扩大有效投资、拉动终端消费、推动经济平稳健康发展发挥重要作用。

#### 房地产及城投调控政策边际放松，融资环境或将有所改善

高层对房地产市场调控政策边际放松，“稳地产”信号更加明确。3月16日国务院金融委会议指出，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后，多部委召开专题会议，传达学习国务院金融委会议精神，并针对房地产市场进行表态。财政部表示，房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。人民银行表示，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险。银保监会表示，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购

贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。证监会表示，继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险。外汇局表示，配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展。3月份以来，全国已经有一百多个城市的银行自主下调了房贷利率，部分省级市场利率定价自律机制也配合地方政府的调控要求，下调了本城市首付比例下限和利率下限。多部委联合表态叠加各地因城施策放松调控，释放了更加明确的“稳地产”信号，对于提振房地产行业信心、稳定市场预期具有重要意义，有助于一定程度上扭转购房者的悲观情绪，释放部分购房需求。

加快推进保障性租赁住房建设，推动构建多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2022年2月8日，人民银行、银保监会联合发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度。2月25日，银保监会、住建部联合发布《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》，要求银行保险金融机构发挥自身优势，把握保障性租赁住房融资需求特点，提供与需求相契合的金融支持；要求各地推动保障性租赁住房相关配套措施尽快落地，加强保障性租赁住房项目监督管理，做好项目准入管理，为银行保险机构开展业务提供支持；要求各方加强风险管控，防范好相关金融风险。3月18日，证监会表示，目前正在会同相关部委研

<sup>3</sup>相关公告主要包括《财政部 税务总局关于促进服务业领域困难行业纾困发展有关增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2022 年第 11 号）、《财政部 税务总局关于中小微企业设备器具所得税税前扣除有关政策的公告》（财政部 税务总局公告 2022 年第 12 号）、《财政部 税务总局关于进一步实施小微企业“六税两费”减免政策的公告》（财政部 税务总局公告 2022 年第 10 号）、《财政部 税务总局关于进一步实施小微企业所得税优惠政策的公告》（财政部 税务总局公告 2022 年第 13 号）、《财政部 税务总局关于进一步加大增值税期末留抵退税政策实施力度的公告》（财政部 税务总局公告 2022 年第 14 号）、《财政部 税务总局关于对增值税小规模纳税人免征增值税的公告》（财政部 税务总局公告 2022 年第 15 号）、《财政部 税务总局 科技部关于进一步提高科技型中小企业研发费用税前加计扣除比例的公告》（财政部 税务总局 科技部公告 2022 年第 16 号）。

究推动保障性租赁住房REITs试点工作, 尽快推动项目落地, 拓宽保障性租赁住房建设资金来源, 促进行业向新发展模式转型, 实现平稳健康发展。

城投平台融资或将边际放松, 有助于改善融资环境, 缓释城投行业信用风险。2022年4月18日, 人民银行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》(以下简称“央行23条”), 其中第十一条“加大对有效投资等金融支持力度”中指出“要在风险可控、依法合规的前提下, 按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求, 不得盲目抽贷、压贷或停贷, 保障在建项目顺利实施”。考虑到当前我国经济发展面临的国内外环境复杂性不确定性日益加剧, 经济新的下行压力有所加大, 我们认为城投平台监管政策后续或将边际放松, 这将对城投融资形成利好, 有效缓解城投平台的流动性压力和信用风险, 但具体影响如何仍待观察。

#### 四、行业信用风险观察

本轮疫情对物流行业冲击较大, 政策支持有望缓释行业信用风险

物流不畅、运力不足叠加成本上行, 物流行业信用风险抬升。3月初本轮疫情爆发以来, 全国多地防疫管控措施升级, 道路通行不畅, 特别是从上海辐射长三角的跨省物流大通道受阻断流。物流企业在本轮疫情冲击下主要面临以下三点困难: 一是物流不畅。PMI数据显示, 3月供应商配送时间指数逆季节性跌至2020年3月以来的最低点(见图9), 物流运输不畅, 交货周期延长; 高频数据方面, 3月下旬以来, 整车货运流量指数同比下降超过20%。二是运力不足。受疫情防控影响, 很多一线岗位从业人员或是被隔离、或是被迫就地休息、无法顺利上路, 造成从业人员出现短缺, 运力供给明显不足。三是成本压力上升。成本上升主要系燃油涨价所致, 此外还受到人员货物防疫监测、隔离等产生的时间成本和酒店住宿、餐饮费等额外费用上升的影响。总

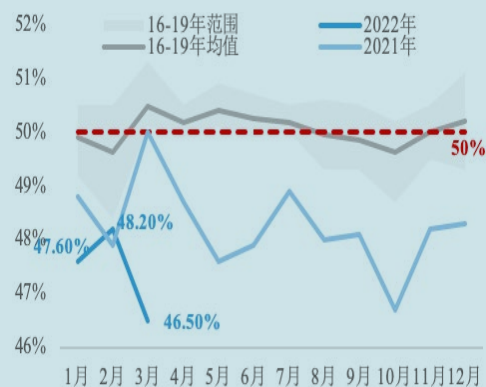
之, 本轮疫情以来, 物流企业在业务完成量以及收入减少的同时, 有形、无形成本都在增加, 短期内行业信用风险有所上升。

本轮疫情凸显了物流稳定的重要性, 近期一系列的政策、会议以及多部门表态, 均提出要加大对物流行业的支持和帮扶力度, 物流行业的信用风险有望得到逐步缓释。《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》提到, 大力发展第三方物流, 促进全社会物流降本增效; 银保监会要求银行业保险业通过加大资金支持、帮扶重点群体等方式全力以赴帮助货运物流行业纾困解难, 将普惠型小微企业贷款适当向运输企业和个体工商户倾斜; 国务院召开的全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议, 要求着力稳定产业链供应链, 通过2000亿元科技创新再贷款和用于交通物流领域的1000亿元再贷款撬动1万亿元资金, 建立重点产业和外贸企业白名单等; 交通运输部出台十项措施保障物流畅通, 促进产业链供应链稳定, 努力实现“民生要托底、货运要畅通、产业要循环”, 或将对物流业恢复发展和信用风险缓释产生积极作用。

房企销售回款承压明显, 短期内资金面压力依然较大

2022年一季度房地产销售持续下探。2022年以来,

图9 供应商配送时间



数据来源: Wind, 联合资信整理

多地适度放开限购限售，降低公积金使用门槛、调降房贷利率、加快房贷审批节奏，但在政策放松的同时，一季度房地产销售面积与销售额同比下降超过10%，3月销售额同比下降至26.16%。房地产销售端恶化抑制房地产投资，房企对于拿地、新开工也较为谨慎（见图10）。

房企销售回款承压明显，短期内资金面压力依然较大。从房地产资金面来看，一季度房地产企业到位资金3.82万亿元，同比下降19.60%，资金面压力仍然较大。分项来看（见图11），房地产销售疲弱带动定金及预收款以及个人按揭贷款同比降幅有所扩大，其中个人按揭贷款下滑幅度更大，反映出尽管当前银行房贷环境有所放松，但居民购房需求仍然不足；自筹资金同比下滑幅度有所收窄，占比较上年同期明显上升，与之对应的是定金及预收款占比的下降，反映出目前在销售回款承压的情况下，房地产企业更多的通过自筹资金的方式来缓解现金流压力，而对自筹资金的依赖性提高也意味着个体风险以及资金链的脆弱性提高。

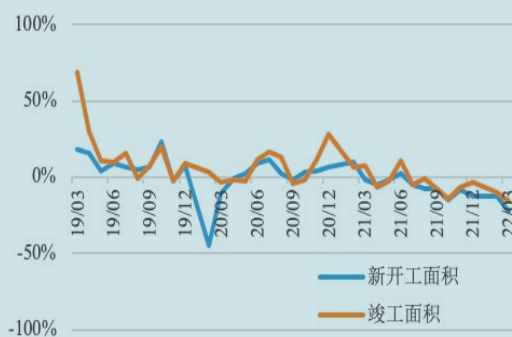
总体来看，2022年各部门纷纷释放出维稳信号，优化房地产调控政策，房企资金面有望边际改善，但行业仍处在深度调整阶段，基本面回暖的速度还取决于政策措施的实施力度等多方面因素，居民购房情绪、金融机构和房企的信心和预期恢复可能还需要一定的时间，

且今年房地产到期债务的规模较大，短期内房企资金面压力依然较大，行业信用风险或将继续释放。

汽车业供需两端以及成本压力均较大，行业信用风险有所上升

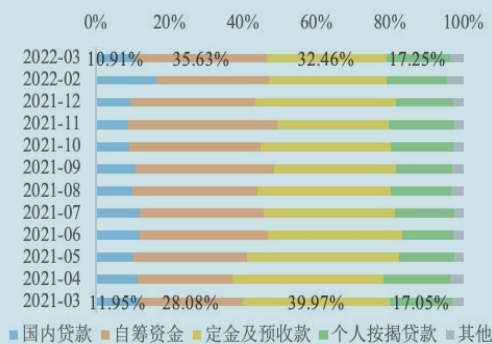
汽车业供需两端以及成本压力均较大，行业信用风险有所上升。2022年一季度，汽车产销分别完成648.4万辆和650.9万辆，同比分别增长2.0%和0.2%；3月汽车产销分别完成224.1万辆和223.4万辆，同比分别下降9.1%和11.7%，3月产销低迷拖累一季度数据。供给端，受3月以来多地爆发的新一轮疫情影响，长春、上海两个汽车产业重地的疫情尤为严峻，整车及零部件厂商停工停产，且电池、芯片、汽车零部件等原材料供应紧张，对汽车产能扩张产生抑制作用；需求端，疫情防控对于汽车的线下销售影响也较大，供给不足导致产品交付周期延长、部分汽车价格上调以及油价上涨等因素也对汽车销售造成抑制；成本端，近期主要原材料价格有所上涨，汽车制造的成本压力仍存，尤其是对中小厂商盈利能力产生的负面影响较大。总体来看，在供需两端以及成本压力均增大的背景下，汽车行业收入及现金流承压，个别弱资质、偿债负担重和对海外供应链依赖度高的企业信用风险或将有所上升。■

图10 房屋新开工、竣工情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图11 房地产各项资金来源当月占比情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

# 银行业季度观察报

文 | 联合资信评估股份有限公司 张哲铭 谷金钟 刘敏哲

## 一、行业数据

表1 商业银行主要监管指标表

项目	2020年四季度	2021年一季度	2021年二季度	2021年三季度	2021年四季度
<b>信用风险指标</b>					
关注类贷款 (亿元)	37763.00	37396.00	37556.00	37813.00	38079.00
关注类贷款占比 (%)	2.57	2.42	2.36	2.33	2.31
不良贷款余额 (亿元)	27015.00	27883.00	27908.00	28335.00	28470.00
不良贷款率 (%)	1.84	1.80	1.76	1.75	1.73
拨备覆盖率 (%)	184.47	187.14	193.23	196.99	196.91
贷款拨备率 (%)	3.39	3.38	3.39	3.44	3.40
<b>流动性指标</b>					
流动性比例 (%)	58.41	58.46	57.62	58.62	60.32
存贷比 (%)	76.81	77.15	78.08	79.14	79.69
流动性覆盖率 (%)	146.47	141.77	141.21	142.22	145.30
<b>效益性指标</b>					
净利润 (本年累计) (亿元)	19392.00	6143.00	11409.00	16876.00	21841.00
资产利润率 (%)	0.77	0.91	0.83	0.82	0.79
资本利润率 (%)	9.48	11.28	10.39	10.10	9.64
净息差 (%)	2.10	2.07	2.06	2.07	2.08
成本收入比 (%)	31.19	27.12	28.08	28.98	32.08
<b>资本充足性指标</b>					
核心一级资本充足率 (%)	10.72	10.63	10.50	10.67	10.78
一级资本充足率 (%)	12.04	11.91	11.91	12.12	12.35
资本充足率 (%)	14.70	14.51	14.48	14.80	15.13
杠杆率 (%)	6.92	6.87	6.86	6.99	7.13

数据来源: 中国银行保险监督管理委员会, 联合资信整理

## 二、行业监管政策

表2 2021年第四季度以来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
中国人民银行 中国银保监会	《系统重要性银行附加监管规定 (试行)》	对于我国系统重要性银行确定附加监管指标要求 (包括附加资本、杠杆率等); 明确恢复和处置计划要求; 明确审慎监管要求, 包括信息报送与披露、风险数据加总和风险报告、公司治理要求等。	发布我国19家系统重要性银行名单; 对系统重要性银行提出更高的资本和杠杆率要求, 推动系统重要性银行提高损失吸收能力; 要求系统重要性银行预先筹划重大风险情形下的应对预案, 提高风险可处置性; 从宏观审慎管理角度, 强化事前风险预警, 与微观审慎监管加强统筹; 同时, 对系统重要性银行的资本管理能力提出了更高要求, 要求建立资本内在约束机制, 提高资本内生积累能力。

中国人民银行中国银保监会 财政部	《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》	建立了总损失吸收能力监管体系；设定了风险加权比率和杠杆比率两个监管指标；明确了各类外部总损失吸收能力工具的合格标准，进一步理顺了各类工具的损失吸收顺序；确定了监管范围和监管主体。	实施《办法》将引导全球系统重要性银行健全风险处置机制，提高稳健经营水平，更加注重业务发展与风险抵御能力相匹配，有利于控制其非理性扩张和系统性风险的积累，促进其向多元化、综合化的方向转型。
中国银保监会	《银行保险机构关联交易管理办法》	《办法》包括总则、关联方、关联交易、关联交易的内部管理、报告和披露、监督管理、附则等，吸收整合银行业保险业两方面制度优势，实现监管标准一致性基础上的差异化监管。银行保险机构应当维护公司经营独立性，提高市场竞争力，控制关联交易的数量和规模，重点防范向股东及其关联方进行利益输送风险，避免多层嵌套等复杂安排。	《办法》在管理机制、穿透识别、资金来源与流向、动态评估等方面提出了具体要求，全面加强银行保险机构关联交易管理。

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

### 三、行业主要指标

2021年，人民银行按照稳健的货币政策灵活精准、合理适度的要求，综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、再贷款、再贴现和公开市场操作等货币政策工具投放流动性，银行体系流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。2021年12月，人民银行年内再次下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的机构），释放长期资金约1.2万亿元，通过流动性管理持续优化金融机构资金结构。2022年4月，为进一步优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，中国人民银行决定将于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）；为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城市商业银行和存款准备金率高于5%的农村商业银行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点，此次降准共计释放长期资金约5300亿元。

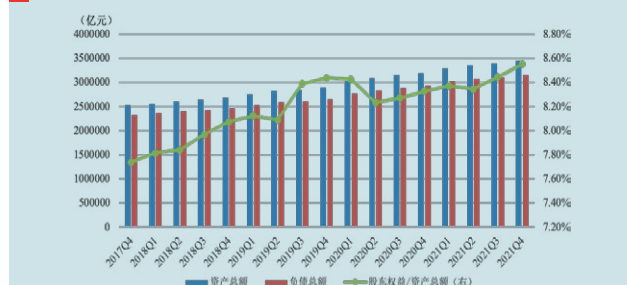
2021年第四季度，全国银行业金融机构保持平稳发展，资产负债规模稳步增长。截至2021年末，全国银行业金融机构本外币资产总额344.76万亿元，较上季度末增长1.59%，负债总额315.28万亿元，较上季度末增长1.47%（见图1）；全国金融机构本外币贷款余额198.51万

亿元，较上季度末增长1.51%；全国金融机构本外币存款余额238.61万亿元，较上季度末增长1.28%。

2021年第四季度，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；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，商业银行不良贷款率以及关注类贷款占比较上季度末均有所下降，信贷资产质量趋于改善。截至2021年末，全国商业银行不良贷款率为1.73%，较上季度末及上年末分别下降0.02和0.11个百分点；关注类贷款占比为2.31%，较上季度末和上年末分别下降0.02和0.26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，拨备覆盖率相对稳定；截至2021年末，全国商业银行拨备覆盖率196.91%，较上季度末下降0.08个百分点，较上年末增长12.44个百分点。

2021年12月，1年期LPR为3.80%，较上季度下调0.05

图1 全国银行业金融机构资产负债情况



数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

个百分点，5年期以上LPR为4.65%，与上季度持平，LPR的下降引导贷款利率整体有所下行；另一方面，随着存款利率监管措施的优化落实，存款利率自律上限由存款基准利率上浮改为加点确定，引导中长期存款利率下行，同时银行通过优化存款结构控制付息成本，商业银行负债成本有所降低，净息差较上季度基本保持稳定。2021年四季度，全国商业银行净息差2.08%（见图3）；2021年四季度，全国商业银行实现净利润4965亿元，较上季度下滑9.17%，主要是四季度核销规模加大导致减值损失规模增加等因素所致。2022年1月，1年期LPR为3.70%，5年期LPR为4.60%，较2021年12月分别下降10个和5个基点，引导实际贷款利率进一步下行，同时考虑到疫情背景下低定价水平的普惠贷款及抗疫贷款投放占比的提升，金融系统逐步向实体经济让利，贷款利率承压，需关注未来贷款利率定价水平及净息差的变化情况。

2021年以来，信贷投放规模的增长以及资管新规背景下部分表外理财资金陆续回表都在一定程度上加大了商业银行资本消耗，但中国人民银行以定期开展央行票据互换（CBS）操作，对于提升银行永续债的二级市场流动性以及支持中小银行发行永续债补充资本发挥了积极作用，商业银行发行资本性债券的积极性有所提升，永续债及二级资本债券发行规模稳步上升，商业银行资本充足水平较上季度末略有上升。截至2021年末，商业银行资本充足率为15.13%，较上季度末和上年末分别上升0.33和

0.43个百分点；一级资本充足率为12.35%，较上季度末和上年末分别上升0.23和0.31个百分点；核心一级资本充足率为10.78%，较上季度末上升和上年末分别上升0.11个和0.06个百分点；杠杆率为7.13%，较上季度末上升0.12个百分点（见图4）。

#### 四、行业内债券发行统计

根据Wind统计数据，2021年第四季度，银行业金融机构在银行间市场发行同业存单共计7821只，发行总量为5.91万亿元，发行总量较上季度上升18.67%。

从债券种类来看，2021年第四季度，18家商业银行在银行间市场合计发行23只金融债券，共计募集资金2203.00亿元，发行票面利率2.80%~4.00%，发行期限均为3~5年期。其中，普通金融债、小微金融债、绿色金融

图2 全国商业银行信贷资产质量



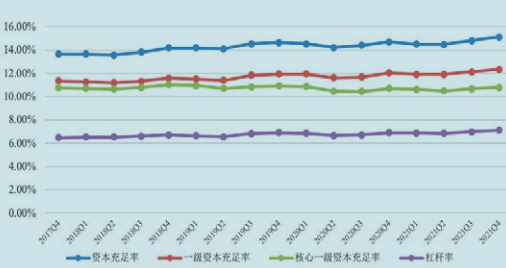
数据来源：中国银行保险业监督管理委员会，联合资信整理

图3 全国商业银行盈利情况



数据来源：中国银行保险业监督管理委员会，联合资信整理

图4 全国商业银行资本状况



数据来源：中国银行保险业监督管理委员会，联合资信整理

债和三农金融债分别为11只、5只、6只和1只；按发行规模计算，占比分别为76.71%、16.34%、6.90%和0.05%，其中普通金融债及绿色金融债发行规模占比较上季度有所增长，小微金融债发行规模占比有所下降。2021年第四季度，25家商业银行在银行间市场合计发行33只二级资本债券，共计募集资金3178.13亿元，发行规模较上季度大幅上升，发行票面利率3.48%~5.50%，发行期限包括10年和15年期；17家商业银行发行了19只无固定期限资本债券，募集资金2466.5亿元，较上季度大幅上升，发行票面利率3.64%~6.50%（见表3）。

从金融债券发行主体看，2021年第四季度共有18家商业银行发行金融债券，其中股份制银行4家、城市商业银行10家、农村商业银行2家、外资商业银行2家。金融债券发行主体信用等级均在AA-级及以上，按发行主体家数计算，主体信用等级AAA、AA+、AA、AA-的占比分别为66.67%、16.67%、11.11%和5.56%。从二级资本债券发行主体看，共有25家商业银行发行二级资本债券，其中，大型商业银行3家，股份制银行2家、城市商业银行7家、农

村商业银行13家。二级资本债券发行主体的信用等级在A级及以上，按发行主体家数计算，主体信用等级AAA、AA+、AA、AA-、A+、A的占比分别为44.00%、8.00%、16.00%、12.00%、16.00%和4.00%。从无固定期限资本债券发行主体看，共有17家商业银行发行无固定期限资本债券，发行主体有所增加，其中大型商业银行3家，股份制商业银行2家、城市商业银行9家、农村商业银行3家，无固定期限资本债券发行主体信用等级在AA级及以上，按发行主体家数计算，主体信用等级AAA、AA+、AA的占比分别为58.82%、17.65%和23.53%。

## 五、级别调整情况

2021年第四季度，商业银行主体级别调整情况（含评级展望调整）见表4；其中2家商业银行主体信用等级调升，无商业银行主体信用等级调降。调升理由主要为经营区域环境相对较好等外部因素和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。

表3 2021年第四季度商业银行债券发行情况

债券类型	客户类型	主体家数	债券只数	发行规模(亿元)		发行利率(%)		发行期限(年)	
				最低规模	最高规模	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	/	/	/	/	/	/	/	/
	股份制银行	4	5	300	400	2.97	3.03	3	3
	城市商业银行	10	13	5	180	2.80	4.00	3	5
	农村商业银行	2	2	1	2	3.50	3.60	3	3
	外资商业银行	2	3	5	20	3.35	3.75	3	5
二级资本债券	大型商业银行	3	8	80	500	3.48	3.80	5+5	10+5
	股份制银行	2	4	50	400	3.62	3.85	5+5	10+5
	城市商业银行	7	8	5	60	3.90	5.20	5+5	5+5
	农村商业银行	13	13	0.85	100	3.64	5.50	5+5	5+5
	外资商业银行	/	/	/	/	/	/	/	/
无固定期限资本债券	大型商业银行	3	3	200	400	3.65	3.76	5+N	5+N
	股份制银行	2	2	250	430	3.69	4.85	5+N	5+N
	城市商业银行	9	11	1.5	400	3.84	6.50	5+N	5+N
	农村商业银行	3	3	5	5	5.1	5.2	5+N	5+N
	民营银行	/	/	/	/	/	/	/	/

数据来源: Wind, 联合资信整理

## 六、行业展望

2021年第四季度，我国经济持续稳定恢复，工业生产持续发展，银行业整体保持平稳发展态势，资产和负债规模均保持增长，信贷资产质量持续改善，拨备保持充足水平，资本水平稳步提升。展望未来，中国人民银行将实施稳健的货币政策灵活精准、合理适度，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；商业银行二级资本债券及无固定期限资本债券发行主体范围及发行规模不断扩大，商业银行资本补充渠道持续

拓宽，资本水平或将得到进一步的提升。另一方面，2021年12月以来，LPR下降引导实际贷款利率下行，同时考虑到疫情背景下低定价水平的普惠贷款及抗疫贷款投放占比的提升，金融系统逐步向实体经济让利，贷款利率承压，需关注未来贷款利率定价水平及净息差的变化情况。此外，得益于商业银行较大规模核销不良贷款，商业银行信贷资产质量持续改善；但考虑到疫情反复仍对宏观经济发展产生持续性影响，未来商业银行资产质量及盈利能力变化情况仍需关注。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。///

表4 2021年第四季度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
江苏东台农村商业银行股份有限公司	调升	AA/稳定	AA-/稳定
江苏阜宁农村商业银行股份有限公司	调升	AA-/稳定	A+/稳定

数据来源: Wind, 联合资信整理

# 货运市场整体平稳，航空客运持续低迷

## ——交通运输行业一季度信用观察

文 | 联合资信评估股份有限公司 霍正泽 彭雪绒 崔晓彤 王昱

### 一、政策环境

2021年12月，民航局修订并重新发布《客舱装载货物运输（第二版）》，对客舱构型改变、装载货物及货物安全等方面做出规定，其中规定民航客机不允许通过改变客舱构型（即“客改货”）在客舱地板上装载货物，已经改变客舱构型开展相关运行的航空公司需在2022年6月28日前恢复客舱构型。

《客舱装载货物运输（第二版）》着重于安全角度，有效期自2022年1月1日至2022年12月31日。相较第一版主

要有三点不同，一是不允许通过改变客舱构型（即拆除客舱内的全部或部分旅客座椅）在客舱地板上装载货物；二是航空公司应对在客舱装载的货物进行充分的风险评估，建立货物白名单制度和托运人（及代理人）白名单制度，明确客舱中可以载运的货物品名和涉及的托运人（及代理人）；三是对于已经改变客舱构型开展相关运行的航空公司，需要于2022年6月28日前恢复客舱构型。

2022年2月，国务院发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，针对公路水路铁路运输业和民航业，在税收、补助资金、融资等方面出台了纾困



## 扶持措施。

2022年2月，国务院发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，规定暂停铁路运输企业、航空运输企业预缴增值税一年。同时，针对公路水路铁路运输企业，鼓励金融机构按市场化原则对信用等级较高、承担疫情防控和应急运输任务较重的交通运输企业加大融资支持力度；鼓励符合条件的交通运输企业发行公司信用类债券。针对民航业，地方可根据实际需要，统筹中央对地方转移支付以及地方自有财力，支持航空公司和机场做好疫情防控；研究协调推动中国航空油料集团有限公司与上游企业协商取消航空煤油价格中包含的海上运保费（2美元/桶）、港口费（50元/吨）等费用；鼓励符合条件的航空公司发行公司信用类债券，对受疫情影响严重的航空公司和民航机场注册发行债务融资工具建立绿色通道。

## 二、行业运行状况

### 航空运输业

受疫情反复、“3.21”坠机事故等影响，国内民航旅客周转量恢复不及预期；境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响仍在持续；民航货邮业务恢复情况良好，货邮周转量已超过疫情前水平，但考虑到民航局对“客改货”出台的规范政策，或将致使部分民航货运运力向客运回流，民航货运运力承压的同时，进一步加剧客运航线竞争。

2022年1—2月，我国民航客运周转量为940.45亿人公里，较上年同期增长17.24%，为2019年同期的49.03%。

国内航线方面，一季度，受疫情反复和“内防反弹”的政策方针影响，民航业国内航线航班数恢复不及预期。具体来看，1—2月，国内航线客运周转量同比增长17.96%，但香港、苏州、呼和浩特等地疫情反复，国内航线客运周转量仍未恢复至疫情前水平，相当于2019年同

期的66.23%；3月，吉林、上海等地疫情爆发，全国本土新增确诊病例激增，叠加“3.21”坠机事故对民航业的不利影响，部分航班取消，主要航司国内航线运力收缩，客座率下降。

国际航线方面，境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响持续，我国民航局对国际航班的管制仍严格，受“外防输入”政策的影响，国际航班旅客周转量进一步下降。2022年1—2月，我国民航国际航线客运周转量为9.9亿人公里，较上年同期下降25.56%，为2019年同期的1.93%。国际航线的长期低迷，致使国内航司将国际航线运力投放至国内航线，持续加剧行业竞争。

货邮运输方面，2022年1—2月，民航货邮周转量为43.76亿吨公里，较上年同期增长2.48%，相当于2019年同期的121.35%。民航货邮运输业务稳定，需关注民航局对“客改货”出台的规范政策对航空公司业务的影响。

### 铁路运输行业

2022年1—2月，铁路客运量较上年同期有所增长；同期货运量较为稳定，已超过疫情前水平。

2022年1—2月，铁路客运量累计3.69亿人次，同期增长22.95%，为2019年同期的64.27%。货运方面，1—2月铁路货运量累计7.80亿吨，较上年同期变动不大，为2019年同期的117.22%，超过疫情前水平。

### 航运行业

2022年一季度，受港口拥堵持续，欧美地区物流及供应链供给受阻等因素，叠加我国部分地区疫情蔓延、出货遭遇困难的影响，中国出口集装箱综合运价指数冲高回落仍维持高位。由于“能耗双控”政策及冬奥会、春节影响，大宗商品进口需求下降，企业补库存需求推延至3月，中国进口干散货运价指数先降后升。受俄乌冲突影响，原油运价大幅提升。

2022年一季度，中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）冲高回落，1月末突破3500点，创历史新高，主

要是欧美国家疫情反复，对物资需求持续提升，以及港口拥堵持续，欧美地区物流及供应链供给持续受阻等因素影响；3月份以来，上海等地疫情蔓延，出口困难，CCFI有所回落但仍维持高位。截至2022年一季度末，CCFI一季度平均值为3444.33点，环比增长5.47%。

中国进口干散货运价指数 (CDFI) 方面，2022年1月末至2月中旬，受冬奥会及春节影响，钢厂产能有所缩减，铁矿砂需求下降，CDFI出现下跌。由于2021年四季度的“能耗双控”政策叠加1—2月冬奥会及春节因素，企业补库存需求推延，3月以来，大宗商品进口需求增加，以铁矿石和煤炭为主的原材料运价大幅提升，带动干散货市场运价增加，截至3月末，CDFI报收于1599.29点，环比增长20.80%。

油品运输方面，2022年2月俄乌冲突爆发之后，随着欧美多个国家将俄罗斯列入制裁名单，欧洲原油供给逐步转向中东国家，运输成本升高推动波罗的海原油运价指数 (BDTI) 大幅提高。截至2022年一季度末，BDTI报收于1279.00点，环比增长62.72%。

### 三、债券市场分析

#### 债券发行情况

2022年一季度，交通运输行业债券发行数量和金额较上季度均有所增加，债券发行主体级别仍以高级别为

主，债券类型仍以超短期融资债券为主。

2022年一季度，交通运输行业合计发行债券50只，较上季度增长47.06%，较上年同期增长31.58%（见表1）；发行金额为814.50亿元，较上季度增长45.11%，较上年同期下降28.55%。其中，航空运输行业发债规模较上季度增长较快；铁路运输行业发债规模较上年同期大幅下滑，主要系中国国家铁路集团有限公司发债规模下降所致；公路运输行业在2022年一季度未发行债券。

从发行主体信用等级分布来看，2022年一季度共有15家主体发行债券，其中AAA级别的主体13家，较上季度新增1家；AA+级别的主体2家。发行规模来看，AAA级别的主体发行债券规模占交通运输行业总发行规模的比重为98.53%，较上季度变化不大，债券发行主体级别仍以高级别为主。

从债券品种来看，2022年一季度共发行超短期融资债券34只、中期票据4只和公司债12只（含非公开发行债券2只），发行规模占比分别为77.29%、4.79%和17.93%，超短期融资债券发行规模占比较大。其中超短期融资债券和公司债发行规模占比较上季度分别增长59.57%和85.28%，均系航空运输行业新发债券所致。

#### 债券发行利率和利差分析

2022年一季度，央行继续实施稳健的货币政策，交

表1 2022年一季度交通运输行业债券发行数量及金额 (单位: 只、亿元)

主要子行业	2022年一季度 发行数量	发行数量变化		2022年一季度 发行金额	发行金额变化	
		较2021年一季度	较2021年四季度		较2021年一季度	较2021年四季度
航空运输	38	26.67%	80.95%	698.50	1.82%	61.13%
铁路运输	6	50.00%	-14.29%	59.00	-85.95%	-32.03%
航运	6	50.00%	50.00%	57.00	67.65%	119.23%
公路运输	--	--	-100.00%	--	--	-100.00%
合计	50	31.58%	47.06%	814.50	-28.55%	45.11%

注: 上表中发行债券类型不包含资产支持证券和政府支持机构债

资料来源: 数据来源于Wind债券数据库, 选自申万行业-SW交通运输、Wind运输行业、证监会行业-CSRC交通运输行业, 剔除物流和城市基础设施企业, 数据由联合资信整理

通运输行业发行利率区间上下限及发行利差均环比均有所下降。

2022年一季度，国内经济保持恢复态势，央行继续实施稳健的货币政策并加大跨周期调节力度，社会融资规模增量达12.06万亿元。在此背景下，交通运输行业AAA级别主体发行利率区间上限及下限均低于上季度，AA+级别主体债券发行利率区间较上季度略有下降（见表2）。

发行利差方面，2022年一季度，交通运输企业平均发行利差环比有所下降且低于上年同期水平（见图1）。从发行主体信用等级来看，AA+级别主体平均发行利差为69.11BP，较上季度下降36.14BP，较上年同期下降52.81BP。AAA级别主体平均发行利差为33.50BP，较上季度下降7.15BP，较上年同期下降26.83BP。其中航空运输企业平均发行利差为28.48BP，较上季度增长10.56BP，较上年同期下降22.94BP（见图2）。

## 四、存续及到期债券情况

### 存续债券情况

截至2022年一季度末，交通运输行业存续债券中公司债和中期票据规模较大，发行主体仍以航空运输和铁路运输行业为主，债券品种结构较上季度末无较大变化。

截至2022年一季度末，交通运输行业存续发债主体41家，存续债券共199只，较上季度末增加25只；存续债券余额合计3666.56亿元，较上季度末增加328.05亿元。分行业来看，航空运输和铁路运输仍为存续债券规模较大的行业，分别占48.09%和36.72%。从债券品种来看，公司债（含可转债）存续债券余额规模最大（占44.25%），其次为中期票据（占31.53%）和短期融资券（占20.43%），债券品种结构较上季度末无较大变化。

图1 交通运输企业发行利差情况（单位：BP）



资料来源：Wind，联合资信整理

图2 航空运输企业发行利差情况（单位：BP）



资料来源：Wind，联合资信整理

表2 交通运输行业发行利率区间比较情况

发行主体信用等级	类别	2021年一季度	2021年四季度	2022年一季度
AAA	短期债券	2.08%~3.09%	2.10%~3.13%	2.00%~2.46%
	中长期债券	3.40%~3.99%	2.90%~4.30%	2.73%~4.27%
AA+	短期债券	3.30%~4.00%	2.85%~3.40%	2.46%~3.20%
	中长期债券	4.49%	3.88%	--

注：短期债券系发行期限在1年以内（含）的债券，中长期债券系发行期限在1年以上的债券  
资料来源：Wind，联合资信整理

### 到期债券情况

2022年二季度，交通运输行业面临到期的债券规模较大，其中航空运输行业的短期融资券占比较大，主体级别以AAA为主。

债券到期情况方面，2022年二季度交通运输行业将有29只债券到期，到期债券余额合计517.97亿元，较上季度增加136.47亿元，仍以航空运输企业的超短期融资券为主，其中民营企业到期债券余额合计44.77亿元（见图3）。到期债券的发行主体共12家，主体级别仍以AAA为主（见图4）。2022年二季度交通运输企业面临回售债券3只，待回售债券余额合计35.73亿元，主要来自航空运输企业和铁路运输企业。

### 企业偿债能力情况

航空运输企业持续亏损对其偿债能力造成负面影响，2021年以来，航空运输企业短期偿债能力持续下降，整体债务负担明显加重。2022年，疫情反复叠加“3.21”坠机事故，航空运输企业经营及偿债能力持续受到冲击，债务负担重、现金类资产储备不足、持续亏损的企业债券兑付情况需关注。航运企业短期偿债能力较强，仍需关注疫情反复、海上供应链不稳定等因素对航运行业带来的不利影响。

自疫情爆发以来，航空运输行业持续亏损，对其偿债能力造成负面影响。2021年前三季度，航空运输企业流动比率小幅下降，现金短期债务比略有下降，整体短期偿债压力较大；全部债务资本化比率波动上升，债务负担有所加重（见表3）。2022年以来，疫情反复叠加“3.21”坠机事故，航空运输企业经营及偿债能力持续受到冲击，债务负担重、现金类资产储备不足、持续亏损的企业债券兑付情况仍需关注。

2021年前三季度，航运行业流动比率及现金短期债务比均持续增长且维持在较高水平，全部债务资本化比率小幅上升（见表4）。2022年以来，全球航运需求旺盛，但受港口持续拥堵影响，集装箱短缺及舱位不足等因素对海上供应链造成的短期压力难以纾解，疫情反复下货运港口运营熔断等风险持续存在，或对航运企业短期偿债能力造成不利影响。

## 五、行业展望

疫情管控对交通运输行业负面影响持续，维持航空运输行业评级展望为负面，重点关注航空运输行业的信用风险分化。

2022年一季度，国内多地疫情反复，民众出行需求

图3 交通运输行业子行业到期债券情况

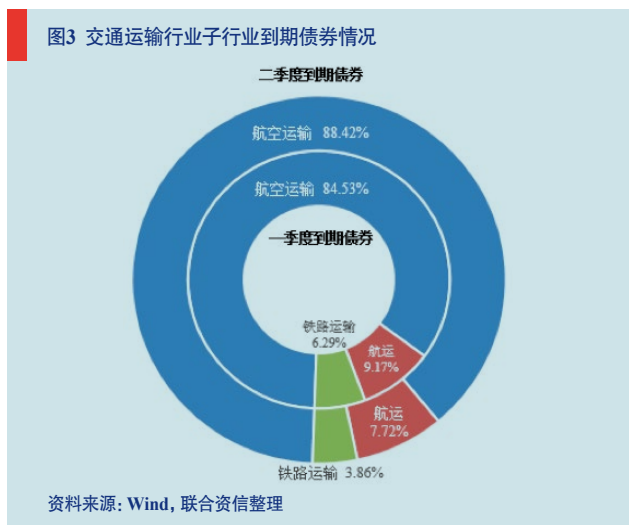
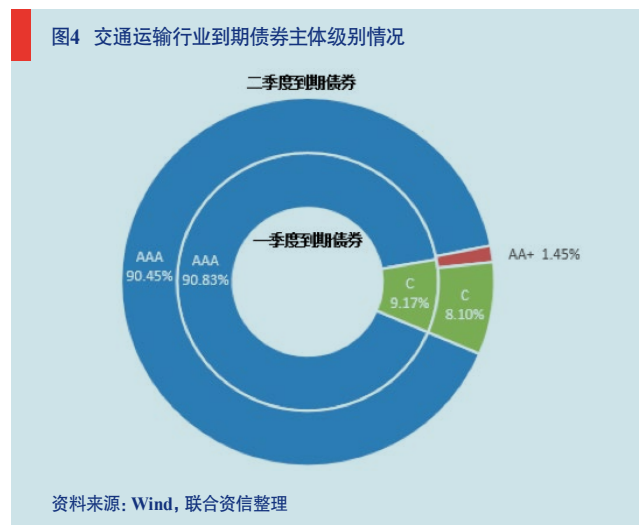
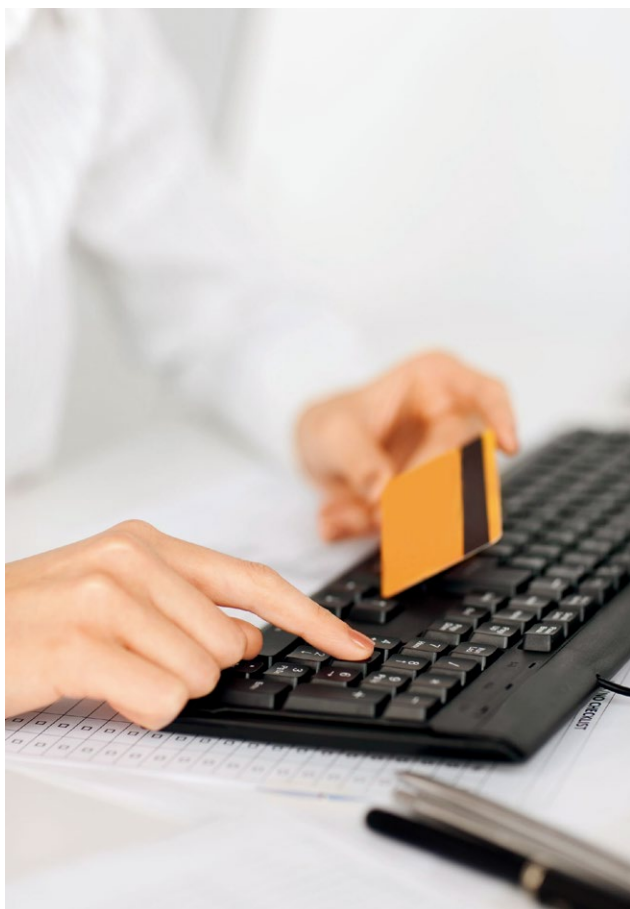


图4 交通运输行业到期债券主体级别情况





不振，航空和铁路客运恢复情况仍不及预期。航空和铁路货运业务恢复情况良好，运量均超过疫情前水平。航运方面，受欧美疫情反复、港口拥堵持续等因素影响，我国出口集装箱运价高企，国内企业对原材料需求带动进口干散货运价提升，地缘政治冲突导致原油运价大幅增长。从债券发行情况看，交通运输行业债券发行数量和金额均较上季度有所增长，发行利率上下限及发行利差均较上季度均有所下降。

短期来看，国内疫情仍呈现点多、面广及频发的特征，在“外防输入、内防反弹”双重压力下，交通运输行业恢复仍有较大的不确定性。部分航空运输业发债主体短期偿债能力有所下滑，持续亏损对企业再融资能力造成不利影响，考虑到国内疫情反复、叠加“3.21”坠机事故对航空运输企业经营及偿债能力产生的重大冲击以及国际市场恢复尚需时间等因素，维持航空运输行业评级展望为负面。需关注短期债务规模大、账面资金储备不足且可获得的外部支持有限的航空运输企业债券兑付情况。■

表3 2019—2021年“三大航司”盈利能力情况

公司	2019年			2020年			2021年		
	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)
中国东方航空股份有限公司	1208.60	43.02	11.05	586.39	-164.81	-21.12	671.27	-175.13	-19.68
中国国际航空股份有限公司	1361.81	91.05	16.64	695.04	-184.75	-9.13	745.32	-218.35	-15.54
中国南方航空股份有限公司	1543.22	40.70	11.86	925.61	-151.86	-2.89	1016.44	-139.03	-2.90
平均数	1371.21	58.26	13.18	735.68	-167.14	-11.04	811.01	-177.50	-12.71

资料来源: Wind, 联合资信整理

表4 交通运输主要子行业偿债能力情况

行业	2021年3月末			2021年6月末			2021年9月末		
	流动比率 (%)	现金短期债 务比(倍)	全部债务资本 化比率(%)	流动比率 (%)	现金短期债 务比(倍)	全部债务资本 化比率(%)	流动比率 (%)	现金短期债 务比(倍)	全部债务资本 化比率(%)
航空运输	46.27	0.54	64.49	45.54	0.51	60.28	44.95	0.51	65.04
航运	105.54	1.01	42.71	120.38	1.61	42.93	125.94	2.75	44.78

注: 1. 上表未包含未披露2021年3—9月末财务数据的公司; 2. 租赁负债计入航空运输行业全部债务  
资料来源: Wind, 联合资信整理

# 2022年一季度债券市场发展报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 研究中心

## 一、债券市场政策回顾

2022年一季度, 国外疫情持续, 地缘政治冲突升级, 外部环境更趋复杂严峻, 国内疫情呈点多、面广、频发特点, 经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。在此背景下, 监管部门出台多项举措, 支持债券市场定向扩容, 完善债市体制机制, 推动信用评级行业高质量发展, 加强地方政府债务风险管控。

### 支持债券市场定向扩容

**支持民营企业债券融资。**2022年3月5日, 2022年《政府工作报告》指出落实支持民营经济发展的政策措施, 鼓励引导民营企业改革创新, 完善民营企业债券融资支持机制。2022年3月28日, 证监会发布公告指出拟于近期推出一系列政策措施, 进一步拓宽民营企业债券融资渠道, 主要措施包括推出科技创新公司债券、将优质民企纳入成熟知名发行人名单、推出信用保护工具、放宽受信用保护的民营企业债券回购质押库准入门槛、将民营企业债券相关指标纳入证券公司分类评价体系、加强宣传推介力度、提升信息披露质量七个方面。同日, 沪深交易所也相继表态将进一步完善民营企业债券融资支持机制并提出系列落实措施。随着上述政策的相继落地, 民营企业的融资渠道将进一步拓宽, 民企尤其是优质民企的融资环境也有望得到改善。

**支持绿色债券发行。**2022年3月2日, 上交所发布《“十四五”期间碳达峰碳中和行动方案》, 指出加快绿色债券发展, 一是扩大绿色债券发行规模, 主要包括推

动地方政府绿色专项债券的发行, 开展宣传培训支持绿色债券在上交所发行, 深化绿色债券创新, 推动绿色债券质押回购, 推动绿色债项资产证券化等相关措施。二是完善绿色债券制度建设, 主要包括完善绿色债券相关标准防止“漂绿”行为, 强化对绿色债券募集资金、项目进展和环境效益的监督, 规范绿色债券评估认证。三是推动绿色债券投资, 主要包括推动政府部门对绿色债券给予财政支持, 在交易系统推出绿色债券专栏提升其市场影响力等。此外, 2022年3月7日, 深交所推出绿色债券创新品种, 首批专项服务海洋经济发展的绿色债券在深交所成功发行, 募集资金专项用于支持海洋保护和海洋资源可持续利用相关项目。上述政策的发布有助于进一步拓宽绿色债券市场的广度和深度, 推动绿色债券市场提质扩容。

**支持乡村振兴主题债券发行。**2022年1月4日, 中共中央国务院发布《关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》(2022年中央一号文件), 指出支持地方政府发行政府债券用于符合条件的乡村振兴公益性项目。2022年3月30日, 人民银行发布《关于做好2022年金融支持全面推进乡村振兴重点工作的意见》, 支持符合条件的农机装备研发企业发行公司信用类债券, 拓宽资金来源; 支持符合条件的企业发行乡村振兴票据等债务融资工具促进乡村发展; 鼓励符合条件的金融机构发行绿色金融债券, 支持农业农村绿色发展; 鼓励商业性金融机构发行“三农”专项金融债券, 拓宽可贷资金来源; 继续支持发行地方政府专项债券, 用于补充中小银行资本。上述政策有助于进一步

推动“乡村振兴”主题相关债券的发行。

### 进一步完善债市体制机制

**推动银行间和交易所债券市场互联互通。**2022年1月20日,沪深交易所、同业拆借中心、中证登和上清所联合发布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》,办法称互联互通是指银行间债券市场与交易所债券市场的投资者通过两个市场相关基础设施机构连接,买卖两个市场交易流通债券的机制安排。办法明确了互联互通的债券品种,指出互联互通债券的交易结算时间和方式仍按各自交易场所的原有规定,规定投资者通过互联互通取得的债券由其所在市场的登记托管结算机构作为名义持有人持有,此外还对“通银行间”和“通交易所”交易结算的流程和相关主体的责任义务进行了明确。办法的发布有助于便利债券跨市场发行与交易,提升境内外投资者对两市场信用债的参与程度。

**完善债券交易规则。**2022年1月27日,沪深交易所分别发布《上海证券交易所债券交易规则》《深圳证券交易所债券交易规则》及3个配套指引<sup>1</sup>,将债券交易规则从交易所交易规则中分离出来,形成了“1+3”的交易规则体系。从内容上看,规则进一步拓宽参与主体,引入债券交易做市商制度;进一步完善交易规则,新增多种交易方式,同时对交易要素进行调整,引入交易解除机制等;进一步加强债券交易风险管控。规则及配套指引的发布标志着交易所正式建立了相对独立和完善的债券交易规则,有助于提升债券市场的流动性和稳定性,也有助于便利境外机构投资者参与我国债券市场。

**规范债券借贷业务。**2022年1月30日,人民银行发布《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》,办法指出债券借贷是指债券融入方提供一定数量的履约保障品,从

债券融出方借入标的债券,同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券,并由债券融出方返还履约保障品的债券融通行为。内容涉及履约保障品、主协议、集中债券借贷、风险控制等多个方面,办法的发布为机构开展债券借贷业务提供了更多便利,有助于提升债券借贷市场活跃度和运转效率。

**规范专项债务融资工具发行。**2022年3月18日,交易商协会发布《非金融企业债务融资工具专项产品指南(2022年版)》,从募集资金管理、发行注册要求和存续期信息披露三个方面规范了创投债务融资工具、绿色债务融资工具等19项债务融资工具专项产品的业务要求,有助于进一步规范专项债务融资工具的注册发行工作,提升专项债务融资工具的信息披露透明度。

### 推动信用评级行业高质量发展

2022年3月29日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》,指出强化市场信用约束,支持评级机构运用大数据等技术加强跟踪监测预警,健全市场化的风险分担、缓释、补偿机制。同时指出培育专业信用服务机构,在确保安全前提下,各级有关部门以及公共信用服务机构依法开放数据,支持评级等市场化信用服务机构发展。此外,意见还指出加快征信业市场化改革步伐,培育具有国际竞争力的信用评级机构。政策的发布有助于推动评级行业进一步加强风险预警能力,提升评级质量,积极“走出去”,实现评级行业高质量健康发展。

### 加强地方政府债务风险管控

2022年1月26日,国务院发布《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》,对于贵州如何防范化

<sup>1</sup>《上海/深圳证券交易所债券交易规则适用指引第3号——债券做市业务》《上海/深圳证券交易所债券交易规则适用指引第2号——债券通用质押式回购交易》《上海/深圳证券交易所债券交易规则适用指引第1号——债券交易参与人管理》。

解债务风险，意见明确遏制新增隐性债务，稳妥化解存量隐性债务。在落实地方政府化债责任和不新增地方政府隐性债务的前提下，允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转。完善地方政府债务风险应急处置机制。在确保债务风险可控的前提下，对贵州适度分配新增地方政府债务限额，支持符合条件的政府投资项目建设。研究支持在部分高风险地区开展降低债务风险等级试点。意见的发布有助于推动贵州区域债务风险的化解，对全国其他高风险地区降低债务风险具有一定的借鉴意义。

## 二、债券市场整体情况

### 利率债

#### 1. 利率债收益率总体呈先降后升的态势

本季度，国外疫情持续，地缘政治冲突升级，外部环境更趋复杂严峻和不确定；而国内疫情发生频次有所增多，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。在此背景下，央行继续贯彻执行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，维持市场流动性的合理充裕；同时，货币政策前瞻性持续增强，确保资金供给总量稳定，通过快速反应和有效作为提振市场主体信心。

整体来看，一季度利率债收益率总体呈先降后升态势（见图1）。从利率债收益率走势看，主要分为三个阶段。第一阶段：年初至1月下旬，利率债收益率整体

下行。在市场经济下行压力加大和实体融资需求持续偏弱的背景下，央行加大了逆周期调节力度，政策应靠前发力，分别推动1年期MLF和7天期OMO利率下调10BP，1年期和5年期LPR分别下调10BP和5BP，随着降息落地利率债收益率整体下行。第二阶段：1月下旬至2月下旬，利率债收益率有所回升。随着2021年底降准和2022年初降息等靠前发力的稳增长政策连续落地，市场对宽信用的担忧情绪加重，叠加1月信贷社融数据超预期，地产相关利好政策频出，利率债收益率水平有所回升。第三阶段：2月下旬至3月底，利率债收益率陷入震荡行情。此阶段，在俄乌局势激化、疫情全国多点散发、房地产政策边际回暖、多地下调房贷利率以及1—2月的经济数据大超市场预期等多因素的共同影响下，利率债收益率陷入震荡行情。

#### 2. 地方政府专项债额度发行前置，利率债发行量同比有所增长

本季度，债券市场共发行利率债4.82万亿元，环比小幅下降3.23%，同比增长22.55%。其中，地方政府债发行1.82万亿元，较2021年一季度增长1倍，主要由于全年专项债额度发行前置所致。截至本季度末，我国债券市场利率债品种存量规模为75.77万亿元，较上季度末（73.77万亿元）继续增长。

#### 3. 利率债交易量环比和同比均有所增长

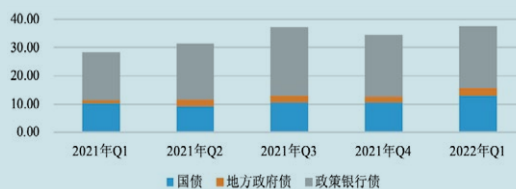
利率债仍是我国债券主要交易品种。本季度，利率债交易规模达37.52万亿元，环比和同比分别增长8.75%和32.45%（见图2），或受到一季度疫情反复下的国内经济下

图1 利率债收益率走势



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 主要利率债交易情况 (单位: 万亿元)



资料来源: Wind



行压力加大,市场对降准降息预期升温,加大了对利率债配置的影响。其中,国债、地方政府债以及政策性银行债的交易量同比和环比均有所增长。

## 信用债

### 1. 各期限信用债发行利率有所下行

本季度,一年期短融、三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率分别为3.76%、3.49%、3.62%和4.83%,较上季度(4.01%、3.74%、3.71%和5.96%)分别下降25BP、25BP、9BP和113BP,较上年同期(4.33%、4.10%、4.42%和5.87%)分别下降57BP、61BP、80BP和104BP。分级别来看,AAA级、AA+级和AA级一年期短融、三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率均较上季度、上年同期有所下降。整体来看,各期限信用债的发行利率均有所下行,或受信用债资产荒下配置需求推动所致。

### 2. 信用债发行情况

(1) 企业债新品种债券发行势头良好,环比和同比明显增长

本季度,非金融企业所发债券的发行期数和规模总量环比和同比均有不同程度增长。其中,私募债发行量环比和同比均下降约30%,降幅明显,可能与城投私募债发行量减少<sup>2</sup>及监管对部分低资质发行人审核趋严有关;企业债发行期数和发行家数同比增长显著,增幅分别为54.55%和48.19%,环比也有所增长,可能与企业债新品种债券<sup>3</sup>保持良好的发行势头有关,一季度企业债创新品种共发行225.20亿元,在企业债发行规模中占比23.10%。截

至2022年一季度末,非金融企业债券存量为25.84万亿元,环比增长4.41%。

(2) 中小银行融资需求旺盛,商业银行债发行量同比有所增长

本季度,共有118家金融机构发行非政策性金融债233期<sup>4</sup>,总发行规模为9718.75亿元,非政策性金融债发行期数和规模环比均有所下降,同比均有所增长(见表1)。其中,商业银行债(含商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具<sup>5</sup>、商业银行二级资本工具)发行规模同比有81.28%的大幅增长,主要由于本季度中小银行融资需求旺盛所致。截至2022年一季度末,非政策性金融债券存量为10.55万亿元,环比增长4.85%。

(3) 个人住房抵押贷款新增规模下降,银行间资产支持证券发行量环比大幅下降

本季度,银行间资产支持证券、交易所资产支持证券和非金融企业资产支持票据的发行期数和发行规模环比和同比均有所下降,且降幅较大,尤其是银行间资产支持证券发行期数和规模环比降幅均在60%以上(见表2),可能受春节因素、个人住房抵押贷款新增规模下降导致的RMBS发行量降低等影响。截至2022年一季度末,资产支持证券存量为4.84万亿元,环比下降5.39%。

本季度,资产证券化产品持续创新。2022年一季度,全国首单科技创新企业资产证券化产品在银行间债券市场成功发行,该产品的创设有助于缓解中小型科技创新企业融资难的问题。

(4) 银行负债端资金压力有所减轻,同业存单发行量

<sup>2</sup> 投私募债的发行量占私募债发行总量90%左右的比例,2022年一季度城投私募债仅发行437期、3229亿元,发行量环比和同比均大幅减少40%左右,导致私募债整体发行量降幅较大。

<sup>3</sup> 包括发改委专项债、绿色企业债、永续期企业债、小微企业增信集合债和发改委项目收益债。

<sup>4</sup> 包括商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

<sup>5</sup> 目前该分类下均为商业银行永续债。

小幅下降

本季度，其它信用债<sup>6</sup>的发行期数、发行家数和发行规模环比和同比均小幅下降（见表3）。其中，同业存单发行量较多，发行规模同比小幅下降4.33%，环比下降9.36%，可能由于一季度银行负债端资金压力有所减轻。其余券种发行量较少，本季度无项目收益票据和标准化

票据发行。截至2022年一季度末，其它信用债存量为15.58万亿元，环比增长5.26%。

### 3. 信用债交易量环比小幅下降，同比显著增长

本季度，信用债交易规模为28.42万亿元，环比小幅下降3.29%，同比大幅增长41.35%（见图3），主要由于2021年一季度信用债市场受永煤违约事件影响交易量较低。

表1 2022年一季度非政策性金融债券发行情况

券种类别	发行期数			发行家数			发行规模			2022一季度末存量	
	本季度(期)	同比(%)	环比(%)	本季度(家)	同比(%)	环比(%)	本季度(亿元)	同比(%)	环比(%)	本季度(亿元)	环比(%)
商业银行债券	70	37.25	-9.09	57	21.28	-3.39	6275.50	81.28	-20.30	71347.45	6.76
证券公司债	99	13.79	-3.88	46	21.05	31.43	2002.25	-11.83	-25.70	22306.25	-1.24
证券公司短融	53	1.92	-35.37	24	0.00	-22.58	936.00	-27.72	-33.66	2170.00	27.72
保险公司债	6	-14.29	50.00	6	-14.29	50.00	165.00	-26.67	-0.60	3139.00	5.55
其它金融机构债	5	-64.29	0.00	4	-66.67	-20.00	340.00	5.75	319.75	6523.00	0.15
合计	233	10.43	-14.02	118	11.32	1.72	9718.75	28.31	-20.51	105485.70	4.85

资料来源: Wind

表2 2022年一季度资产支持证券发行情况

债券类型	发行期数			发行规模			2022一季度末存量	
	本季度(期)	同比(%)	环比(%)	本季度(亿元)	同比(%)	环比(%)	本季度(亿元)	环比(%)
资产支持证券(银行间)	66	-47.20	-65.08	977.88	-55.75	-62.63	16733.91	-4.41
资产支持证券(交易所)	558	-38.34	-33.17	1879.68	-42.64	-50.92	22319.13	-7.86
非金融企业资产支持票据	208	-18.11	-51.29	1149.50	14.92	-49.03	9366.08	-0.85
合计	832	-35.20	-42.66	4007.06	-38.23	-53.95	48419.12	-5.39

注: 1. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 2. 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券

资料来源: Wind

表3 2022年一季度其它信用债发行情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			2022一季度末存量	
	本季度(期)	同比(%)	环比(%)	本季度(家)	同比(%)	环比(%)	本季度(亿元)	同比(%)	环比(%)	本季度(亿元)	环比(%)
可转债	32	-8.57	3.23	32	-8.57	3.23	806.75	6.30	-8.68	7431.49	5.99
可交换债	3	-50.00	-75.00	3	-50.00	-72.73	38.00	2.65	-77.82	1347.04	-8.88
国际机构债	1	-66.67	-66.67	1	-66.67	-66.67	30.00	-62.50	-40.00	410.00	-2.38
同业存单	6865	-8.39	-12.22	250	-4.58	-11.35	53554.90	-4.33	-9.36	146577.30	5.40
合计	6901	-8.50	-12.28	284	-7.79	-12.88	54429.65	-4.31	-9.57	155765.83	5.26

资料来源: Wind

<sup>6</sup>包括可转债、可交换债、项目收益票据、标准化票据、国际机构债和同业存单。

分券种来看,主要信用债中,短期融资券(含超短期融资券)的交易量环比和同比均有所上升,但环比增幅较小,均在5%以下;公司债、中票、定向工具及可转债的交易量同比均小幅上升,环比均小幅下降;企业债的交易量环比和同比均小幅下降。

### 三、债券市场运行特征

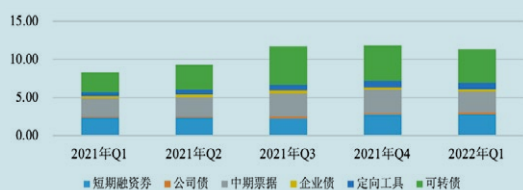
#### 非金融企业所发债券信用等级集中度保持稳定,无债项评级债券占比有所增长

本季度,非金融企业所发债券的信用等级仍主要分布在AAA级至AA级<sup>7</sup>,在总发行期数和规模中的占比分别为99.93%和99.97%,AA级以下级别数量较少。AAA级的发行期数和发行规模仍为最多,占比分别为55.19%和72.52%,环比和同比变化不大;而AA级发行期数和发行规模占比环比和同比均有小幅增长。

整体来看,本年度非金融企业债券或主体的信用等级仍集中在AA+及以上级别,AAA级和AA+级债券总占比环比和同比略有下降,信用等级集中度整体变化不大。

自2021年取消强制评级后,无评级债券占比持续

图3 主要信用债交易情况(单位:万亿元)



资料来源: Wind

提升。2022年一季度无债项评级非金融企业债券共2289期,占比74.95%,较2021年四季度(1901期、占比69.61%)有所增长。其中,无债项评级短融、中票和一般公司债分别占其总发行期数的比例为86.47%、54.80%和24.02%,较2021年四季度(79.75%、49.48%和10.82%)均有所增长。

#### 国有企业发行规模仍占据主导地位,民营企业融资环境有所改善

从发行主体的企业性质来看,本季度,国有企业<sup>8</sup>依然是非金融企业所发债券最多的企业类型,在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为95.08%和94.01%,同比均略有增长,环比均略有下降。其中,地方国有企业发行期数和规模环比均有小幅增长;中央国有企业发行期数和规模环比小幅下降(1.13%和5.47%),同比有所增长(25.84%和17.32%);民营企业所发债券期数和规模环比增幅较大(55.74%和126.11%),同比有所下降(-10.38%和-26.70%)。公众企业、集体企业和其他企业<sup>9</sup>本季度所发债券的期数和规模仍然较少,占总发行期数和总发行规模的比率均不足3%。

从净融资情况来看,本季度,地方国有企业净融资规模环比和同比分别增长4.45%和29.69%;中央国有企业净融资规模环比下降20.62%,同比大幅增长393.41%。而民营企业净融资规模持续为负,但净融资流出规模环比和同比均有所下降。

#### 不同地区债券发行和净融资规模变化情况持续分化

从发行主体的所属地区来看,本季度,北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行规模位列前三位,江

<sup>7</sup>短融、超短融、短期公司债和其他无债项评级的债券使用其发行主体信用等级,其他为债项信用等级;信用等级统计样本不包含私募债。

<sup>8</sup>包括中央国有企业和地方国有企业。

<sup>9</sup>含外资企业。

苏、浙江、北京的非金融企业所发债券的发行期数位列前三位。发行规模排名前十的地区中，天津地区发行期数和规模同比增幅较显著，均在50%以上；福建和上海地区发行期数和规模环比增幅较显著。发行规模排名前十以外的地区中，宁夏、黑龙江和河南地区的发行期数和规模同比增幅较显著，宁夏和甘肃地区环比增幅较显著。

从净融资情况来看，本季度，广东、北京和江苏地区净融资规模位列前三位。在净融资规模排名前十的地区中，江苏和江西地区的净融资规模同比有较大的降幅，均在30%以上；北京净融资规模环比有较大的降幅；上海净融资规模环比和同比均有较大的增幅。在净融资规模排名前十之外的地区中，山西、天津和河南的净融资规模同比由负转正，增幅较大；内蒙古、天津和重庆的净融资规模环比由负转正，增幅较大。

### 行业集中度略微下降，净融资规模变化情况持续分化

从行业分布来看，本季度建筑与工程、综合类和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位，建筑与工程、综合类和综合支持服务行业企业所发债券的发行期数位居前三位。其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数和规模均位居首位，但发行期数与发行规模环比和同比均有不同程度下降。从行业集中度来看，本季度非金融企业所发债券规模前十位行业的发行期数和发行规模在总发行期数和规模中的占比有小幅下降，行业集中度略微下降。

从净融资情况来看，本季度，建筑与工程、综合类和电力行业净融资规模位列前三位。在净融资规模排名前十的行业中，除建筑与工程和公路与铁路行业净融资规模同比有不同程度的降幅外，其它行业净融资规

模同比均有所增长；煤炭与消费用燃料、航空和食品加工与肉类行业环比有较大的增幅。在净融资规模排名前十之外的行业中，净融资额较多的公路运输行业的净融资规模同比有所增长，环比有所下降。

### 新品种债券发行保持良好势头

2022年一季度，我国债券市场新品种债券仍保持良好的发行势头。本季度共发行“碳中和债”41期，合计发行规模624.80亿元；发行“可持续发展挂钩债券”7期，发行规模108.00亿元；发行“乡村振兴债”21期，合计发行规模229.33亿元；发行“科技创新债券”4期，合计发行规模43.61亿元<sup>10</sup>，满足了实体经济的融资需求。

### 信用利差和期限利差整体走阔

#### 1. 中短期票据信用利差<sup>11</sup>和期限利差整体走阔

信用利差方面，本季度，除1年期、3年期AA级信用利差呈收窄态势外，其余各期限信用等级中短期票据信用利差均呈走阔态势（见表4），其中5年期各信用等级信用利差走阔幅度较3年期和1年期更大，5年期AAA级信用利差走阔幅度整体较AA+及AA级更大。整体来看，一季度多数品种信用利差走阔，尤其是高等级、长周期品种走阔幅度更大，反映出资产荒背景下，投资者在短端资质下沉，而对于长久期债券仍较为规避。

期限利差方面，1—3月上旬，各信用等级5-1Y期限利差呈持续上行态势，3月上旬至3月底，各信用等级5-1Y期限利差开始收窄，且AA级收窄幅度更大（见图4）。整体来看，一季度各信用等级5-1Y期限利差较季初均有所走阔，表明投资者对长周期债券品种的风险偏好有所降低。

<sup>10</sup> 部分“可持续发展挂钩债券”、“碳中和债”、“乡村振兴债”和“科技创新债券”的分类存在重合的情况，统计时分别计入各券种，故存在重复计入的情况。

<sup>11</sup> 信用利差为中债中短期票据到期收益率与中债国开到期收益率的差值。

## 2. 城投债和产业债信用利差整体均有所走阔

本季度，各级别3Y产业债和3Y城投债信用利差较季初均有所走阔。具体来看，各级别城投债、AAA级和AA+级产业债信用利差均较季初走阔超15BP，而AA级产业债信用利差较季初变化不大。分月份来看，1月至3月中旬各级别城投债及产业债信用利差均呈震荡上升态势，3月中旬以来，城投债及产业债信用利差有所收敛。

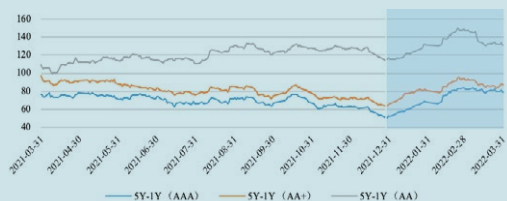
### 信用债违约边际改善，风险企业主要集中于房地产行业

一季度，我国债券市场新增3家违约发行人<sup>12</sup>，共涉

及到期违约债券9期，到期违约金额合计约66.60亿元，新增违约发行人家数、期数和规模较2021年一季度（13家、49期和653.55亿元）均有所下降，较2021年四季度（1家、1期和5.36亿元）均有所增长。新增违约发行人均为民营企业，行业分布主要集中在房地产开发行业。此外，有3家企业通过展期缓解到期兑付压力，为后续现金流的改善创造可能。整体来看，本季度信用债违约边际有所改善，但仍存一定的隐性信用风险。

一季度，我国债券市场重复违约<sup>13</sup>发行人4家，涉及到期违约债券5期，到期违约规模合计约17.22亿元，重复违约发行人家数、期数和规模较2021年一季度（18家、35期和328.68亿元）、2021年四季度（7家、10期和30.69亿元）均有所下降。

图4 2022年一季度中短期票据期限利差情况（单位：BP）



资料来源：Wind

## 四、债券市场展望

第一，稳健的货币政策实施力度或进一步加大，市场流动性仍将保持合理充裕。今年政府工作报告和央行

表4 2022年一季度中短期票据信用利差情况（单位：BP）

信用等级	1年期			3年期			5年期		
	年初	变化	平均	年初	变化	平均	年初	变化	平均
AAA	38.74	1.76	43.49	32.83	13.18	36.92	47.60	20.53	59.51
AA+	51.50	1.77	54.98	53.69	13.20	54.08	74.55	14.54	81.94
AA	65.50	-0.23	65.89	107.69	-8.80	97.34	135.55	9.54	141.84

注：变化情况为季末利差与季初利差的差值

资料来源：Wind

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

<sup>13</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。

货币政策委员会一季度例会均指出，稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，同时强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，稳定宏观经济大盘。一季度国内经济复苏遭遇疫情多地散发，经济下行压力加大。二季度是全年经济稳增长的发力期，货币政策要更好的发挥总量与结构的双重功能，加大对经济稳增长的支持力度。

4月15日，央行宣布于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率<sup>14</sup>，向市场释放了金融持续加大力度支持稳增长明确信号。未来，货币政策将延续稳健基调，同时随着降准等总量工具的落地，结构性政策也有望加快推出。此外，在经济下行压力较大、疫情发展仍存不确定性的背景下，不排除央行有灵活降息的可能。

第二，债券市场发行量有望稳定增长。在市场流动性仍将保持合理充裕、债券机制体制不断完善的背景下，政策持续支持各品种债券的发行，债券发行规模有望稳定增长，具体来看：城投债发行规模有望增长。2022年4月18日央行、外管局发布《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（“23条”），通知提到要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求政策支持民营企业债券融资；此外，2022年4月26日召开的中央财经委第十一次会议和4月29日召开的政治局会议均提到要全面加强基础设施建设。在稳增长的背景下，二季度城投企业融资的资金供给端或将边际放松，债券发行规模有望增长。民营企业债券融资渠道有望进一步畅通。今年《政府工作报告》强调将落实支持民营经济发展的政策措施，

完善民营企业债券融资支持机制。此外，证监会发布公告指出拟于近期推出一系列政策措施，进一步拓宽民营企业债券融资渠道；沪深交易所也相继表态将进一步完善民营企业债券融资支持机制并提出系列落实措施。二季度监管层有望从多角度着力畅通民营企业债券融资渠道，推动解决民营企业的融资难题。此外，政策支持鼓励科技创新、绿色经济发展、商业银行资本补充以及乡村振兴等领域债券发行，将推动相关领域债券发行量的增长。

第三，债券市场机制体制将进一步完善。一季度，沪深交易所、同业拆借中心等部门从推动银行间和交易所债券市场互联互通、完善债券交易规则、规范专项债务融资工具发行等方面进一步完善了债券市场体制机制。4月10日，《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》再次强调推动债券市场基础设施互联互通，实现债券市场要素自由流动。二季度监管层有望从多角度继续完善债券市场体制机制建设，推动债券市场基础设施互联互通，促使债市服务实体经济的功能得到更好发挥。

第四，信用风险仍将持续暴露，但市场出现系统性风险的可能性较低。当前国外疫情持续，国内经济仍然承压，尤其叠加近期上海等多地疫情持续发酵，管控措施趋向严格，制造业、服务业及建筑业均受到一定影响。在此背景下，负债率较高、短期偿债压力较大、经营管理能力较弱的企业信用风险仍值得关注。此外，二季度我国债券市场信用债总偿还量约3.27万亿元<sup>15</sup>，偿还压力较一季度有所上升。整体来看，二季度信用风险事件或将持续发生，但在流动性保持合理充裕、我国经济运行持续

<sup>14</sup> 4月15日，央行宣布于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

<sup>15</sup> 总偿还量含到期还款、提前兑付以及将于2022年二季度发行且于季内到期超短融的情况，假定超短融发行与到期、提前兑付与2021年二季度情况大致相当。

稳定恢复的背景下，债券市场信用风险整体可控。

第五，房地产行业监管政策边际宽松，房企信用分化仍将持续。2021年下半年以来，住建委等多部门相继释放积极信号，强调要支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。2022年一季度，中央继续释放积极信号，同时多座城市在“因城施策”下灵活调整商品房销售政策。4月，央行、外管局发布的《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（“23条”）中提到各地可以合理确定辖区内最低首付比例和最低贷款要求。在稳增长的宏观背景下，预计二季度房地产行业将迎来多地因城施策政策

宽松，更多城市或将减少居民购房方面的障碍，如松绑限购限售限贷放、降低首付比例等，维护房地产业良性循环和健康发展。此外，一季度，房地产市场风险事件仍在继续发酵，阳光城、大发地产、禹洲集团和祥生控股等多家房企美元债发生实质性违约。截至2022年一季度末数据显示，2022年房地产行业中资美元债仍处于到期高峰，到期规模合计377.9亿美元，其中6月和7月是地产板块偿债高峰期，偿债压力仍然较大。整体来看，在“良性循环”下稳健经营的优质房企外部融资渠道或有所修复，但对深陷债务泥潭、经营管理能力较弱的房企改善程度有限，行业信用分化仍将持续。//

## 发行规模有所收缩，发行利差整体下行 —— 一季度城投债市场回顾与展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 公用事业四部

### 一、政策环境

稳增长压力凸显，积极的财政政策靠前发力，地方政府专项债限额提前下达，发行节奏加快，确保形成有效投资。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，叠加需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，2022年积极的财政政策提升效能，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑

作用。专项债方面，2022年新增地方政府专项债限额3.65万亿，额度提前下达同时国常会要求2021年底提前下达额度5月底前发行完毕、2022下达额度9月底前发行完毕。一季度地方政府债发行加速，且以新增专项债为主，确保有效拉动固定资产及基础设施建设投资。

两部委发文保障融资平台公司合理融资需求，资金供给端或将边际放松。

2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》从加大对重点项目资金支持力度、合理购买地方政府债券、市场化原则保障融资平台公司合理融资需求等多个方面要求金融机构加大对有效投资的金融支持力度，支持地方政府适度超前开

展基础设施投资，保障在建项目顺利实施。《通知》是为落实稳定经济发展决策做出的积极部署，为保障有效投资的资金需求从资金供给端对相关政策进行调整，城投企业融资的资金供给端或将边际放松。

## 二、一季度城投债市场回顾

### 发行概况

严监管态势延续，一季度城投债发行规模及净融资规模均有所下降。受沪深交易所公司债审核趋严影响，城投企业公司债终止审核规模较大，发行规模及净融资规模明显收缩；募集资金用途仍受到严格限制，超过90%用于偿还债务；区县级城投企业受监管影响较大，城投债净融资大幅下降。

一季度，城投债发行规模13913.22亿元，同比和环比分别下降5.08%和0.19%；净融资规模6057.13亿元，同比和环比分别下降12.80%和4.90%（见图1）。2022年以来，市场流动性保持合理充裕，一季度城投债发行规模虽略有下降，但从单季发行规模来看仍属较大。

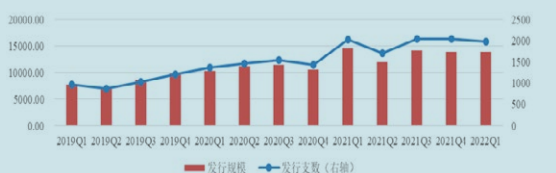
一季度，严监管态势延续，沪深交易所持续对城投企业公司债分档审核，终止审查城投债金额达1564.85亿元，城投企业公司债发行规模同比和环比降幅均超过20%，其中私募公司债降幅分别达33.02%和28.05%；同时，公司债发行规模占比同比下降17.18个百分点、环比下降11.18个百分点（见图2）。从募集资金用途上看，城投企业公司债超过90%的募集资金用于偿

还债务，剩余部分用于补充营运资金、项目建设及产业基金投资等。净融资方面，城投企业公司债净融资规模同比和环比下降均超过25%，降幅明显。

从主体信用等级上看，AA+级及以上主体发行规模占比超过75%，且发行规模同比和环比均呈增长趋势，AA级及以下主体发行规模同比和环比则均呈萎缩态势。受监管政策收紧影响，投资者风险偏好继续降低。净融资方面，AA+级及以上主体净融资规模占比超过87%，但AA级及以下主体净融资规模同比有所增长，但环比下降明显。

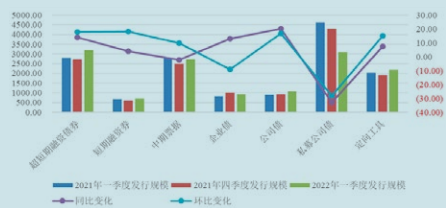
从行政级别上看，地市级和区县级主体仍是城投债发行主力，一季度地市级和区县级城投债发行规模占比分别为47.62%和28.96%（见图3）。但区县级主体发债受监管限制影响更大，城投债发行规模同比和环比均呈萎缩态势，降幅分别为18.55%和13.69%；省级主体发行规模同比和环比均快速扩张，增幅分别为56.22%和30.90%。净融资方面，区县级城投债净融资规模同比和环比分别下降42.53%和25.91%，降幅显著。

图1 2019年以来城投债分季度发行情况（单位：亿元、支）



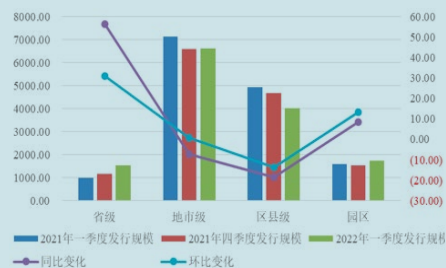
资料来源：联合资信根据Wind整理

图2 各品种城投债发行规模变化（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

图3 各行政级别城投债发行规模变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据Wind整理



## 分区域发行情况

大部分地区城投债发行规模出现不同程度下降，江苏、浙江、湖南等主要发债地区城投债净融资出现不同程度收缩。河南、天津融资环境有所修复，城投债发行及净融资改善。东北、西北和西南地区城投债净融资存在缺口，部分地区城投债余额持续收缩。

一季度，江苏城投债发行规模仍大幅领先其他地区，不同地区城投债发行规模分化明显（见图4）。河南“永煤事件”影响逐步消退，天津市政府多次召开恳谈会，两地融资环境有所修复，城投债发行规模同比大幅上升。而江苏、浙江、江西和湖南发行规模同比有所萎缩，主要系区县级城投企业较多，严监管下区县级城投债发行受到一定限制。此外，贵州、青海、辽宁等地发行规模明显下降。净融资方面，主要发债省份净融资规模同比和环比均出现不同程度收缩，河南、天津、吉林城投债净融资转正，东北、西北和西南地区城投债净融资存在缺口，贵州、甘肃、辽宁、内蒙古等地城投债融资延续2021年四季度以来净流出状态，城投债余额持续收缩。

从行政级别上看，浙江、江苏、四川、湖南、辽宁等地区区县级城投债发行规模占比较高，陕西园区主体发债规模占比超过50%，其他地区仍以地市级主体为发债主力。净融资方面，广西、甘肃、贵州、黑龙江、内蒙古、辽宁、青海地市级城投债净融资为负，柳州市城投企业债

券发行规模明显下降，兰州市受到负面舆情影响，导致广西和甘肃地市级城投债净偿还规模较大；贵州、辽宁、云南、黑龙江区县级城投债净融资为负。

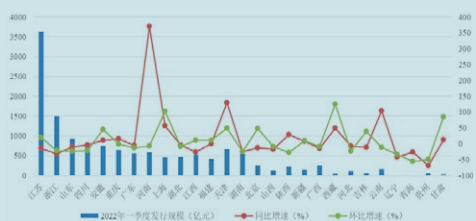
## 发行利率和利差

发行利率及发行利差整体下行，但不同区域有所分化。贵州城投债发行利差整体走扩，陕西和河南区县级及园区城投债发行利差上行明显。

受益于稳健货币政策的持续实施，2022年一季度，城投债发行利率和发行利差整体延续2021年的下行趋势。分级别来看，除AA级和AA+级中长期城投债发行利率持续下降外，其他各等级城投债发行利率均表现为“先升后降”的倒“V”态势；AA+级中长期和AAA级城投债发行利差表现较为平稳，AA级城投债发行利差呈“先降后升”的“V”型走势。

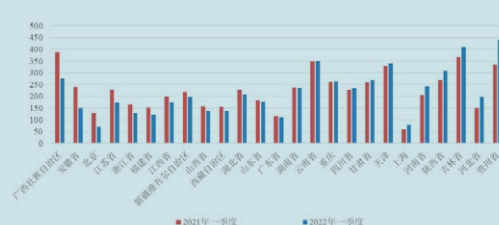
分区域来看，贵州、河南和陕西城投债整体发行利率同比上升，其他地区城投债发行利率均呈不同程度的下降。发行利差方面，贵州、河北、吉林、陕西和河南等地城投债发行利差同比均呈走扩趋势（见图5），其中贵州城投债发行利差同比上升超过100BP，陕西和河南区县级及园区城投企业发行利差上行明显，较2021年全年分别上升约50BP和20BP；安徽、北京、江苏、浙江、福建等地区城投债发行利差均有所收窄，柳州市城投债发行占比明显下降，带动广西城投债发行利差下行。

图4 一季度各地区城投债发行规模及变化情况



注：内蒙古自治区、黑龙江省、宁夏回族自治区和海南省一季度未发行城投债  
资料来源：联合资信根据Wind整理

图5 各地区城投债发行利差变化情况（单位：BP）



资料来源：联合资信根据Wind整理



### 三、二季度城投债市场展望

#### 城投债发行

资金供给端有望边际放松，货币政策更加宽松，二季度城投债发行规模或将增长，有助于城投企业缓释化债压力。

相较2021年“防风险”大年而言，2022年“稳增长”重要性有所上升，防风险和稳增长兼顾的大背景下，城投企业面临投资和化债双重压力。投资方面，财政部提前下达政府专项债额度，国常会要求规定期限内发行完毕，同时政策上鼓励金融机构合理购买地方政府债券。为扩大有效投资、尽快形成实物工作量，预计二季度地方政府债券仍将加速发行，一定程度上可满足重大项目投资资金需求，缓解城投企业投资压力。

化债方面，两部委发文保障融资平台公司合理融资需求，资金供给端有望边际放松。同时考虑到2022年以来货币政策更加宽松，央行降息降准，市场流动性更加充裕，二季度城投债发行或迎来窗口期，发行规模或将增长，有助于缓解城投企业存量债务化解压力。

#### 城投债到期压力

城投债到期兑付压力分化仍明显。天津、青海、甘肃、吉林、山西等地面临城投债兑付压力较为集中；2021年以来区县级城投企业再融资能力弱化，部分地区区县级城投债占比高，且一季度城投债净融资收缩明显，加大二季度城投债到期兑付压力。东三省、西南地区、华北地区部分省份政府性基金收入下降较明显，对城投企业的回款、获取政府支持及债务偿还产生负面影响。

截至一季度末，存续城投债余额14.07万亿，较2021年底增长4.50%。其中，江苏省城投债余额近3万亿，占存续城投债券余额的20.66%，居于首位；浙江、山东、四川和湖南位列其后，上述五个省份城投债余额合计占55.02%，存续城投债区域分布仍较集中。二季度到期城投债5726.46亿元，假设含权债券全部选择行权，二季度到期城投债规模合计8403.54亿元，其中，江苏、浙江、山东、天津及四川城投债到期规模位列前五，而天津、青海、甘肃、吉林、山西二季度到期城投债规模占存续城投债比重较高，占比均超过10%，需关注债券集中兑付压力（见图6）。

从行政级别来看，二季度到期城投债以地市级和区县级城投债为主，占比分别为41.79%、和32.85%。2021年以来，地方政府隐性债务高压监管下，行政层级较低、信用资质较弱的城投企业融资政策收紧程度更大，区县级城投企业再融资能力有所弱化。四川、山东和福建等地二季度区县级城投债到期规模占比高，均超过35%，同时

图6 二季度城投债到期区域分布情况(单位:亿元、%)



资料来源：联合资信根据Wind整理

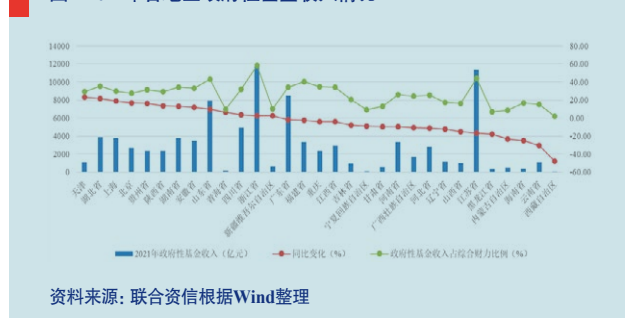
考虑到一季度区县城投债净融资规模明显收缩，需关注以上地区二季度城投债到期兑付压力。

一季度城投债净融资仅为二季度到期城投债规模（考虑含权，下同）的0.72倍。具体来看，各省份差异较大，大部分省份一季度城投债净融资无法覆盖二季度到期规模，江苏、天津、湖南、贵州和云南差额较大。

2021年过半数省份政府性基金收入同比下降（见图7），东三省、西南地区、华北及华中地区部分省份政府性基金收入下降较明显，云南下降超30%，海南、内蒙古、黑龙江下降均超过20%，山西、辽宁、河北、广西下降均超过10%。2022年一季度土地市场延续2021年下半年以来低迷态势，短期内景气度难以改善，土地出让金收入是城投企业回款及获得政府支持的重

要资金来源，土地出让金下滑将导致城投企业债务化解更加依赖再融资，偿债压力加大。需关注政府性基金收入下滑以及综合财力对土地财政依赖度高的地区城投债偿还压力。■

图7 2021年各地区政府性基金收入情况



## 地方债整体发行前置，规模增长利率下行 ——2022年一季度地方政府债券市场分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 公用事业一部

### 一、地方政府债券相关政策梳理

2022年以来，国内疫情多点散发，经济下行压力有所加大；同时，全球疫情仍在持续，俄乌冲突导致风险挑战增多，外部环境更趋复杂和严峻。从经济数据看，2022年第一季度，我国实现国内生产总值27.02万亿元，按可比价格计算，同比增长4.8%，环比增长1.3%，整体延续恢复发展态势。但受上海和北京等地疫情防控形势影响，经济发展面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，保持

经济平稳运行难度加大。同时，新的经济下行压力对财政收入增长形成制约，疫情形势变化亦加大了财政收入增长的不确定性。在稳增长重要性提高以及坚决遏制新增地方政府隐性债务的政策背景下，地方政府债作为重要的逆周期调控工具持续发力。整体看，2022年以来，地方政府债券相关政策主要体现在发行前置、提升效能和防范风险等方面（见表1）。上述政策向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心。相关政策举措主要涉及以下几个方面：

一是继续做好“六稳”“六保”工作，一季度地方债发行前置，2022年专项债下达额度9月底前发行完毕。2021年12月，财政部已向各地提前下达2022年新增地方政府债务限额1.79万亿元，其中一般债务限额0.33万亿元，专项债务限额1.46万亿元；2022年《政府工作报告》确定今年地方政府新增债务限额为4.37万亿元，其中新增一般债限额0.72万亿元，较上年小幅下降0.1万亿元；新增专项债额度3.65万亿元，与上年持平，较为充足的限额为继续做好“六稳”“六保”工作提供重要支撑。在稳增长要求下，2022年，地方债发行明显前置，一季度地方债共计发行1.82万亿，其中新增一般债2720亿元，新增专项债1.3万亿，置换和再融资债券2545亿元。2022年3月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署用好政府债券扩大有效投资，会议提出抓紧下达剩余专项债额度，向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜，要求2021年提前下达的额度5月底前发行完毕，2022年下达的额度9月底前发行完毕。

二是更好发挥专项债效能，合理扩大专项债使用范围、扩大有效投资。2022年《政府工作报告》提出，要用好政府投资资金，带动扩大有效投资，今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。同日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）《关于2021年国民经济和社会发展计划执行情况与2022年国民经济和社会发展计划草案的报告》亦强调积极扩大有效投资，要求高质量建设“十四五”规划102项重大工程项目，适度超前开展重大基础设施建设；财政部《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》针对专项债券投向及资金监管等提出，要做深做细专项债券项目储备，用好用足专项债券作为重大项目资本金政策，优化专项债券投向领域，严格资金使用监管，重点支持在建和能够尽快开工的项目。

三是规范专项债券的发行使用，遏制新增地方政府隐性债务，加强财政金融领域风险防控。2022年1月，中央经济工作会议指出要坚决遏制新增地方政府隐性债务，正确认识和把握防范化解重大风险。会议强调规范专项债券的发行使用，需要从预算约束、严格监管和信息公开等方面，加强“借、用、管、还”全过程的规范管理和风险防范。2022年3月，第十三届全国人民代表大会第五次会议提出要持续推进防范化解地方政府隐性债务风险，坚决遏制隐性债务增量，稳妥处置一些地方的高风险金融机构，设立金融稳定保障基金，运用市场化、法治化方式化解风险隐患，稳妥有序缓释债券市场风险。同时，财政部提出要强化预算约束和政府投资项目管理，支持地方有序化解存量隐性债务，支持部分有条件的地区稳妥推进全域无隐性债务试点，推动地方融资平台公司市场化转型。

## 二、2022年一季度地方政府债券市场回顾

### 发行概况

2022年一季度，地方政府债券发行规模同比增幅显著，以新增债券为主，并延续了以专项债券为主的融资结构。2022年一季度，地方政府债券累计发行589支，金额合计18246.19亿元，相当于2021年全年的24.38%，同比增长103.84%。其中，新增债券15701.49亿元，再融资债券2544.71亿元。由于2022年存量地方政府债券的到期时间集中在下半年，一季度新发行债券以新增债券为主，再融资债券发行规模较小。从资金用途看，2022年一季度新发行地方政府债券中专项债券占比为80.13%，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构。从净融资额来看，2022年一季度地方政府债券到期金额为1802.34亿元，净融资额为16443.85亿元。

2022年第一季度，新发地方政府债券期限趋向长期化，加权发行期限增至14.64年。2018—2020年，10年期及以上地方政府债券发行规模占比分别为17.86%、46.91%

和76.64%。2019年，财政部23号文发布，不再限制地方政府债券期限比例结构，随后10年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升。2020年11月发布的财政部36号文提出，地方财政部门应当均衡一般债券期限结构：年度新增一般债券平均发行期限应当控制在10年以下（含10年），再融资一般债券期限应当控制在10年以下（含10

年）；专项债券期限与项目期限相匹配，再融资专项债券期限原则上与同一项目剩余期限相匹配。受该政策影响，2021年长期债券发行占比和加权发行期限有所下降，10年期及以上债券占比降至62.04%。由于36号文主要针对一般债券发行期限提出控制要求，2022年一季度债券发行结构以专项债券为主，因此10年期及以上债券占比

表1 2022年以来地方政府债券相关重要政策概要

发布日期	发布主体	政策名称	政策要点
2022.1.21	国务院	地方债管理要稳增长防风险	防范化解法定债务风险，重点在规范专项债券的发行使用。专项债不能重发行、轻管理，需要从预算约束、严格监管和信息公开等方面，加强“借、用、管、还”全过程的规范管理和风险防范。防范化解地方政府隐性债务风险，要坚决遏制增量、妥善化解存量，要做到“谁家的孩子谁抱”，各自承担责任、风险
2022.2.22	国务院	国新办：财政改革与发展工作介绍	2022年积极财政政策要适当靠前发力，用好政策工具箱，打足提前量，早出台政策，早落地见效。一是地方政府专项债券加快发行和使用进度，二是财政直达机制减少资金“在途”时间，三是减税降费精准聚焦中小微企业，四是养老金按时足额发放有保障
2022.3.5	国务院	《政府工作报告》	提升积极的财政政策效能，赤字率拟按2.8%左右安排、比去年有所下调，有利于增强财政可持续性。要用好政府投资资金，带动扩大有效投资。2022年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目
2022.3.5	发改委	《关于2021年国民经济和社会发展计划执行情况与2022年国民经济和社会发展计划草案的报告》	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。积极扩大有效投资，适度超前开展重大基础设施建设。持续推进防范化解地方政府隐性债务风险，坚决遏制隐性债务增量
2022.3.5	财政部	《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》	2022年赤字率拟按2.8%左右安排，全国一般公共预算支出安排26.71万亿元。优化财政支出结构，优先支持重点项目，适度超前开展基础设施投资，加大对科技攻关、生态环保、基本民生、现代农业等领域及区域重大战略的支持力度 2022年安排新增地方政府专项债券额度3.65万亿元，经报全国人大常委会备案，已提前下达新增专项债券额度1.46万亿元。坚持“资金跟着项目走”，优化专项债券投向领域，严格资金使用监管，扩大有效投资 坚决遏制新增地方政府隐性债务，强化预算约束和政府投资项目监管，支持地方有序化解存量隐性债务。支持部分有条件的地区稳妥推进全域无隐性债务试点，推动地方融资平台公司市场化转型
2022.3.17	发改委	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	统筹运用中央预算内投资、地方政府专项债券、县城新型城镇化建设专项企业债券、开发性政策性及商业性金融机构信贷等资金，在不新增隐性债务的前提下支持符合条件的项目。加强存量低效建设用地再开发，合理安排新增建设用地计划指标
2022.3.29	国务院	国务院常务会议	抓紧下达剩余专项债额度，向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜。去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕。更好发挥专项债效能，坚持既利当前又惠长远，加大惠民生、补短板等领域投资，支持新基建等增后劲、上水平项目建设。合理扩大专项债使用范围，在重点用于交通、能源、生态环保、保障性安居工程等领域项目基础上，支持有一定收益的公共服务等项目。坚持资金跟着项目走，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量
2022.4.19	中央全面深化改革委员会	《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	要压实地方各级政府风险防控责任，完善防范化解隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资行为。要严肃财经纪律，维护财经秩序，健全财会监督机制
2022.4.28	中央财经委员会	中央财经委员会第十一次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础
2022.4.29	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设

资料来源：联合资信整理

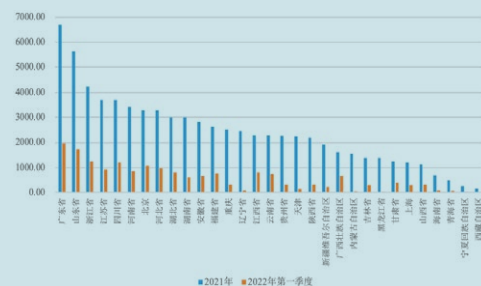
快速反弹至75.23%。从加权发行期限看, 2019年—2021年及2022年第一季度, 地方政府债的加权期限分别为10.29年、14.65年、11.95年和14.64年, 其中一般债券的加权发行期限分别为12.13年、14.70年、7.71年和8.70年, 专项债券的加权发行期限分别为9.02年、14.62年、14.17年和16.11年。

为助力稳增长, 2022年第一季度地方政府债发行前置, 年内再融资债券的发行压力较大。从发行节奏看(见表2), 2019年, 随着财政部开始提前下达下一年度的地方政府债务限额, 以及存量地方政府债券的到期规模进入快速增长阶段, 地方政府债券的发行节奏开始提前; 2020年, 地方债发行相对均匀的分布在前三季度, 保持了与2019年相近的季度发行节奏。2021年, 受新增政府债务限额未提前下达影响, 1—2月未发行新增债券, 3月份经全国人大审议批准限额后, 新增债券逐步发行; 2021年地方债发行集中在后三季度。2022年, 在稳增长要求下, 地方政府债发行前置, 2022年一季度, 全国地方政府债券的发行规模相当于2021年全年的24.38%, 其中专项债发行规模占比为80.13%, 较2021年进一步提升; 较高占比除了对冲疫情的负面影响外, 也是出于推进项目落地速度、提

高年内资金使用效率的考量。2021年, 通过再融资方式偿还的地方政府债券占比为70.96%, 考虑到2022年4—12月地方政府债券到期规模合计25876.94亿元, 年内再融资债券的发行压力较大。

各省市发行规模仍保持明显分化。从发行区域的分布情况看, 2022年第一季度, 除西藏自治区外, 全国各省级行政区和5个计划单列市均有地方政府债券发行, 但各省市发行规模分化较为明显(见图1)。整体看, 发行规模前三名的地区为广东省、山东省和浙江

图1 2021年及2022年一季度各省(市)地方政府债券发行规模对比(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

表2 全国地方政府债券发行时间分布(单位: 亿元)

月份	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	4179.66		7850.64		3623.36		6988.57
2	3641.72	32.20%	4379.22	24.99%	557.24	11.96%	5070.95
3	6245.13		3875.23		4770.51		6186.67
4	2266.76		2867.60		7758.23		--
5	3043.22	32.74%	13024.58	29.11%	8753.43	32.69%	--
6	8995.51		2866.78		7948.68		--
7	5625.17		2722.38		6567.76		--
8	5694.69	30.94%	11997.22	34.02%	8797.28	30.40%	--
9	2195.81		7205.44		7378.44		--
10	964.60		4429.27		8688.60		--
11	457.89	4.13%	1383.64	11.87%	6803.81	24.95%	--
12	379.874		1836.13		3178.97		--
合计	43690.06	100.00%	64438.13	100.00%	74826.30	100.00%	18246.19

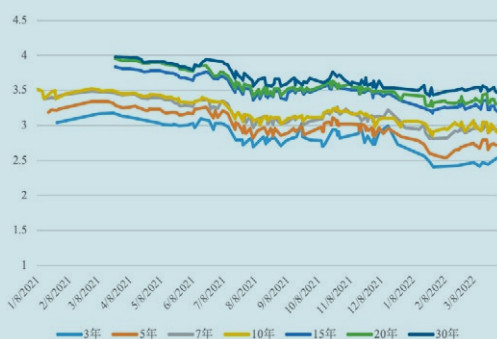
资料来源: 联合资信根据Wind资讯整理

省，其2022年一季度的发行规模分别相当于2021年全年的29.50%、30.95%和29.72%，均超过全国24.38%的平均水平。从净融资额来看，广东省和山东省净融资额超1500亿元，浙江省和四川省净融资额超千亿，河北省、江苏省和湖北省等11个省份净融资额超500亿。

## 利率与利差分析

发行利率整体显著下降。发行利率方面，2021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。2022年以来，国务院和国家发改委多次强调保持宏观政策连续性、积极扩大有效投资、加强财政金融领域风险防控；部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长。在宽松适度的货币政策和使用政府债券扩大有效投资背景下，2021年—2022年3月，地方政府债券发行利率整体呈下降走势；2022年一季度，3~7年期地方政府债发行利率下降明显，10年期及更长期限地方政府债发行利率亦有所走低，2022年3月，3年期地方政府债券平均发行利率2.47%，7年期政府债券平均发行利率2.95%，10年期平均发行利率2.97%（见图2）。

图2 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



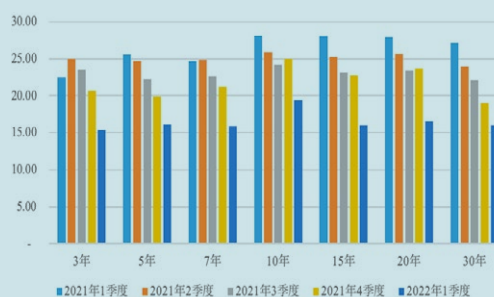
资料来源：联合资信根据Wind整理

各期限发行利差和中长期品种的区域利差均有所收窄。发行利差方面，以同期限中债国债到期收益率为基准，2021年，7年期及以下地方政府债券平均利差除二季度小幅上升外，全年呈下降趋势（见图3）；10年期及以上期限地方政府债券平均利差在一季度和四季度小幅上升，全年呈波动下降趋势；2022年一季度，各期限地方政府债券平均利差环比均大幅下降。分区域看，以发行规模最大的10年期地方政府债券为样本，利差下降幅度最高的为天津市的12.87bp，降幅超过10bp的省份还包括河北省和湖南省；在利差整体下行的大背景下，内蒙古自治区、陕西省、云南省和江苏省2022年一季度发行利差环比不降反升，其中江苏省利差上行后仍处于较低水平，其余三省的利差水平则超过27bp。各省份间发行利差最大值与最小值差异由2021年四季度的18.20bp小幅下降至2022年一季度的17.42bp，省份间发行利差差异有所收窄。

## 项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券发行概况

专项债募集资金主要投向结构变化不大。2022年一季度，专项债募集资金主要投向结构较2021年全年变化不大，仍以棚改、城市基础设施和产业园区类项目等为主（见表3）。其中，用于城市基础设施建设的专项债券发行金额相当于2021年全年的80.43%。

图3 各季度政府债加权平均利差对比（单位：bp）



资料来源：联合资信根据Wind整理

### 三、地方政府债券未来展望

2022年发行节奏整体前置，二季度或为发行高峰。以往年度，地方债发行高峰通常集中在6—8月，2022年发行节奏则明显前置。2021年底召开的中共中央政治局会议强调，2022年经济工作要稳字当头，保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资；年初以来，各地疫情扩散带来的经济下行压力及财政缺口，也进一步凸显了地方政府债在稳增长、调周期方面的重要度。3月29日，国务院常务会议部署专项债，要求2021年底提前下达的专项债额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕；3月30日，财政部即向各地下达了剩余的新增专项债券限额，这一下达时点较往年明显提前。2022年新增地方政府专项债额度3.65万亿元，预计各地将在二季度完成大部分新

增专项债的发行工作，并于三季度完成扫尾，下半年地方债发行则将以再融资债券为主。

地方政府隐性债务严监管政策仍将持续。2021年12月，财政部在“加强和完善地方政府专项债券管理国务院政策例行吹风会”上指出，将会同有关部门健全依法从严遏制新增隐性债务、稳妥化解存量隐性债务的体制机制，有效防范化解重大风险。2022年，地方政府隐性债务严监管态势仍在持续，在加强完善现有管控政策落实的基础上，监管层有望出台更多政策压降、化解地方政府隐性债务，防范地方政府隐性债务风险。2022年一季度，广东省成为全国首个宣布完成隐性债务清零的省份，目前北京、上海、西藏等地亦在推进试点工作。隐性债务存量化解为长期过程，后续政策有望循序渐进，逐步趋稳。

专项债资金监管将继续强化。2021年12月，财政

表3 专项债主要资金用途及占比(单位:亿元)

项目	2020年		2021年		2022年一季度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
棚改	3945.31	14.75	4221.76	20.79	1403.25	18.32
土储	--	--	--	--	--	---
城乡发展	3718.27	13.90	2132.98	10.50	938.89	12.26
城市基础设施	3610.72	13.50	2192.94	10.80	1763.85	23.03
水利环保	3223.71	12.05	971.82	4.79	536.98	7.01
收费公路	1895.67	7.09	1324.32	6.52	493.78	6.45
产业园区	2963.65	11.08	3677.90	18.11	1008.50	13.17
民生事业	3509.95	13.12	1933.13	9.52	598.42	7.81
交通基础设施	1890.90	7.07	1108.94	5.46	650.49	8.49
教育医疗	664.29	2.48	114.96	0.57	6.00	0.08
铁路轨道	566.08	2.12	114.00	0.56	13.00	0.17
文旅	136.87	0.51	9.96	0.05	--	--
乡村振兴	123.22	0.46	421.39	2.08	128.49	1.68
旧改保障房	141.74	0.53	487.82	2.40	118.68	1.55
支持中小银行	353.00	1.32	1594.00	7.85	--	---
合计	26743.39	100.00	20305.92	100.00	7660.34	100.00

注:表中合计数与当年新增专项债发行总额间的差异主要系部分专项债募投资金涉及多用途,不便统计;尾差系四舍五入所致  
资料来源:联合资信根据Wind整理





部提出综合考虑高风险地区的情况合理安排专项债券额度，在高风险地区、债务风险指标相对高的地区明确不得将专项债券用于非必需的建设项目，同时2022年1月1日起对专项债券项目实行穿透式监测，及时掌握项目资金使用、建设进度、运营管理等情况。2022年以来，湖南、辽宁、山西等多地发文提出建立穿透式监测机制。在2022年4月12日国新办举行的政策例行吹风会上，财政部副部长许宏才表示，今年7月将实现对专项债项目的穿透式监测，通过信息化手段，穿透了解项目单位建设运营情况，重点掌握债务资金从国库拨付到项目单位以后的情况，及时掌握专项债券资金使用、项目建设、运营管理等情况，夯实专项债券全生命周期管理基础。整体看，专项债资金监管将继续强化。

**地方政府债券发行定价将更加市场化。**2018年8月，财政部对地方债发行利率进行指导，要求地方债承销商投标利率较相同期限国债利率前五日均值至少上浮40bp；2019年1月，财政部将投标区间下调为上浮25bp。2020年11月，财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。2021年以来，广东、江苏、浙江、河北、北京等省试点地方债市场化发行，多支地方债发行利率突破“同期限国债平均收益率上浮25bp”的隐性限制。未来地方政府债券发行定价将更加市场化，一、二级市场联动将加强，资质较优区域的融资成本有望降低。//

# 存续期跟踪评级要点之应收账款ABS

文 | 联合资信评估股份有限公司 李雅楠

## 一、应收账款资产证券化概述

### 近三年发行情况

从发行情况来看，2019—2021年，应收账款资产证券化产品在交易所市场和银行间市场共发行280单，发行规模4083.24亿元（见图1），近三年来，应收账款资产证券化产品发行规模逐年递增；截至2021年末，处于存续期的应收账款资产证券化产品合计234单，存续规模合计3237.39亿元。

### 常见交易结构

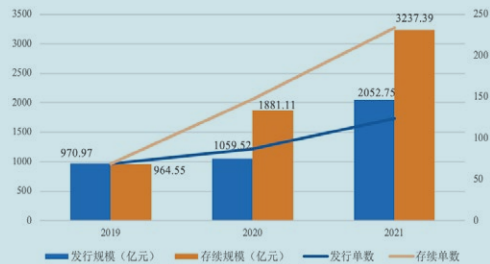
应收账款是指企业因履行合同项下销售商品、提供劳务等经营活动的义务后获得的付款请求权<sup>1</sup>。实操中，不同行业应收账款在合同金额和付款周期上存在差异，

我们根据其所属行业特征一般分为基建类、贸易类和医药类应收账款。

应收账款资产证券化，是由企业作为发起人，将其所拥有的符合标准的应收账款组建基础资产池出售/转让给资产支持专项计划/资产支持票据等特殊目的载体（SPV），由计划管理人/受托人发行设立的资产证券化产品。以在交易所发行的资产专项计划产品为例，交易结构见图2。

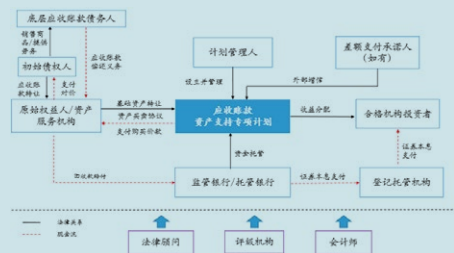
考虑到不同行业的应收账款差异较大，在专项计划的交易结构设置上也会有所不同。对于基础资产账期较短和封包期较长的情况，专项计划一般会设置循环购买结构，具体而言：账期较短的基础资产，如贸易类应收账款结算周期通常为3~6个月不等，医药类应收账款结算周期通常为6~9个月不等，往往存在资产期限和专项计划期

图1 应收账款资产证券化产品2019—2021年发行情况及存续规模统计



资料来源：CNABS，联合资信整理

图2 应收账款资产支持专项计划交易结构



注：实操中初始债权人与原始权益人可能为同一主体，具体的项目结构设置将根据应收账款的实际情况有所调整

<sup>1</sup>该定义来自于上海证券交易所、深圳证券交易所和机构间报价系统三大资产支持证券挂牌交易场所于2017年12月15日发布的《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》和《企业应收账款资产支持证券信息披露指南》。

限不匹配的情况；在资产证券化推进的过程中，从资产封包到产品发行往往存在一定的时间周期，期间初始入池的应收账款很可能已经实现了部分回款，通过循环购买结构避免资金闲置或融资效率的降低。

对于循环购买交易结构，专项计划的存续期会被划分为循环购买期和摊还期。在循环购买期内，基础资产回收款归集转付至专项计划账户，在支付完专项计划各项费用和优先级证券的收益后，剩余部分资金将用于购买新的、符合合格标准的基础资产进入资产池；循环购买期届满进入摊还期，专项计划将停止循环购买，基础资产回收款将在支付完专项计划的各项费用和优先级证券的收益后用于过手摊还优先级证券本金。循环购买的频率将根据基础资产的回款情况按月、按季度、按半年进行，或者设置回款达到一定的金额等条件，触发临时循环购买安排。

对于非循环购买交易结构，专项计划一经设立将不再有新的资产循环入池，初始的资产池所产生的回款将被直接用于支付专项计划各项支出。

由于应收账款都是无息资产，一般通过设置折价购买<sup>2</sup>来覆盖资产证券化产品利息及相关税费的支出。对于循环购买结构，可在期初一次性折价购买或循环购买期间不断折价购买；对于非循环购买结构，通常在期初一次性折价购买。

## 二、跟踪评级关注要点

### 存续期证券的兑付情况

存续期间，需关注证券的兑付情况。首先，根据交易结构的安排，确认专项计划是否设置循环购买结构以及兑付的频率；其次，通过《资产服务机构报告》《收益分

配公告》等中介机构报告披露的资产证券化产品的兑付情况，确认优先级产品是否得到了及时、足额的偿付。

需要注意的是，对于设置了循环购买结构的应收账款ABS产品，首先需要确认截至跟踪评级的时间点专项计划的循环购买期是否已经结束，然后，对仍处于循环购买期内的产品，确认是否按交易安排及时、足额支付优先级利息，剩余的资金是否按交易安排用于循环购买新的资产；对处于摊还期的产品，确认专项计划账户资金是否按交易安排足额兑付优先级证券本息。

### 交易结构安排执行情况

#### (1) 专项计划触发事件

交易结构的设计上，专项计划往往会设置加速清偿事件、权利完善事件、提前结束循环购买事件、差额支付启动事件（如有）、违约事件等信用触发事件，以期在资产池信用质量发生负面变化时，通过改变交易结构安排进行风险缓释，包括结束循环购买、通知相关权利义务方进行账户变更、改变现金流支付顺序以更好地保障更高等级优先级证券的兑付等措施。跟踪评级中，应关注基础资产池的变化是否触发相关事件安排，以及触发后的处置是否严格按照交易文件的约定，优先级证券的偿付是否得到了保障。

#### (2) 循环购买情况

循环购买的结构下，跟踪期内，应关注基础资产的循环购买情况。首先，通过每一次循环购买的资产清单，核对循环购买资产是否满足入池资产合格标准的要求，进而确认循环购买后资产池整体质量是否会发生负面变化。

此外，就循环购买安排，我们会进一步核对（a）是否按照交易文件约定的触发条件启动的循环购买、循环购

<sup>2</sup>一般情况下，基础资产购买价格 = 应收账款金额 \* 折价率，具体的购买价格根据应收账款的实际情况及项目的交易结构设置确定。

买的价格是否按照交易文件的约定执行；(b) 通过历史循环购买情况，结合循环购买金额、循环购买价格和账户余额等信息计算循环购买指标以评估循环购买效率，进而评估循环购买后是否存在基础资产池存续规模不足而对证券的兑付带来不利影响。

## 基础资产质量

### (1) 基础资产的信用水平

跟踪评级时，应根据资产服务机构提供的截至跟踪基准日的资产池清单，了解跟踪期内资产池的变动情况，具体而言：包含截至跟踪基准日剩余未偿应收账款金额、应收账款笔数、期限、行业和地区集中度、重要债务人（如有）、提前结清金额。

需要特别说明的是，应重点关注不合格资产的情况。一般情况下，交易文件中会约定，存续期内发现不合格资产后的相关处置机制。跟踪评级时，通过《资产服务机构报告》《资产管理报告》等中介机构报告中披露的有关不合格资产的情况，对相关责任方是否按约定对不合格资产进行了处置加以尽调核实：若进行赎回/回购处置的，相应的赎回/回购价款是否按时足额支付至专项计划账户；若进行置换处置，置换后的资产是否满足基础资产合格标准，置换部分的资产信用水平，进而评估其对优先级证券产品的兑付的影响。

### (2) 基础资产回款情况

跟踪期内，应持续关注基础资产的回款情况。近年来，受宏观经济环境和新冠疫情的影响，底层债务人的正常经营受到一定影响：如医药类应收账款的债务人多为公立医院，疫情发生后一直奋战在抗击疫情的最前沿，基建类应收账款的债务人多为国央企背景企业，在抗击疫情的过程中也承担着一定的社会职责，疫情的发生对公立医院及部分国央企背景企业的正常经营造成了一定的冲击，极有可能影响到基础资产的正常回款情况，导致基础资产池发生不同程度的延期甚至违约情形。若《资产服务机构报告》显示在产品存续过程中已出现上述情况，

一方面，需要将已披露的基础资产回款情况，与首评阶段的现金流回款情况进行对比，以评估对证券兑付的影响；另一方面，应及时向原始权益人/资产服务机构了解是否对基础资产制定了相应的展期政策，是否启动催收等后续的处置程序。

此外，通过监管账户和托管账户的流水信息，核对基础资产回收款归集和转付情况。实操中，部分应收账款的债务人存在无法变更回款账户，如医药类应收账款，通常由债务人医院先支付至初始债权人医药公司的收款账户，由医药公司转付至原始权益人开设的监管账户中，再转付至托管账户，即基础资产回款需经过初始债权人和原始权益人的收款账户而存在较高的混同风险，因此在跟踪评级时，应通过账户流水信息和底层债务人付款凭证信息（如数量较多可视情况抽查），核对转付金额和转付时间，确保归属于专项计划的回款按时足额划转至专项计划账户。

## 专项计划各参与机构表现

### (1) 各中介机构

跟踪期内，应关注各参与机构自身经营情况是否稳定，是否按照约定按时披露《资产管理报告》《托管报告》等，信息披露是否真实完整，其履职能力是否稳定。

### (2) 原始权益人/资产服务机构

跟踪期内，应持续关注原始权益人/资产服务机构业务稳定性和履约情况。通过收集原始权益人/资产服务机构业务数据、财务数据及历次披露的《资产服务机构报告》等资料，了解跟踪期内其主体财务状况是否稳定、业务投放是否稳定、主要产品类型是否发生变化，评估主体是否存在因经营情况恶化而挪用基础资产回收款的潜在风险；此外，循环购买的结构下，通过主体的业务投放稳定性进而评估是否有充足的基础资产用于循环购买。

### (3) 增信方

跟踪期内，应关注增信方主体资信水平和偿债能力的变化。通过收集企业的公开信息及补充提供资料（如

有),了解企业的股权关系、内控管理是否调整,经营范围、营收实现情况、财务数据表现、对外担保情况,以评估其整体偿债能力的变化、信用等级和评级展望是否发生变化。

### 量化测试分析

一般情况下,我们会通过组合资产信用风险分析、关键债务人违约压力测试和现金流压力测试三大模型对证券进行量化测试分析。跟踪评级时,我们将根据剩余资产池的情况对剩余证券产品重新进行量化测试分析,根据最终模型结果判断剩余证券产品信用等级的变化情况。具体而言,首先,应尽可能的收集债务人相关资料,重新进行影子级别的判定,相关资料包括公开信息、财务经营数据、历史表现等,特别地,对于公立医院作为债务人的,其影子级别的认定更多的是考虑当地政府财政情况及医院自身等级情况。其次,根据剩余资产池的情况重新进行三大模型测试分析。当资产池中出现逾期基础资产时,我们会结合尽调情况对基础资产预期现金流回款进行置后调整,再进行现金流压力测试分析;当资产池中出现违约基础资产时,我们会结合尽调情况对违约资产回收率设置较大的折扣,并对现金流回款进行置后调整,再进行现金流压力测试分析。

循环购买的交易结构下,跟踪评级时,如专项计划仍处于循环购买期,截至跟踪基准日剩余资产池的质量明显优于基础资产合格标准的最低要求的,未来仍将进行多次循环购买的情形下,如后续循环购买基础资产质量下降,将对优先级证券带来不利影响,因此我们会补充进行敏感性分析测试(见表1)。一般情况下,我们将在满足基础资产合格标准要求的前提下,从资产池集中度和债务人信用水平两个角度对资产池进行调整,重新进行三大模型测试,综合量化测试结果进一步判定剩余优先级证券的信用等级。

需要说明的是,虽然基础资产信用质量可能发生负面变化,但并不代表量化测试结果一定会变差。具体而

言:对于设有循环购买结构的项目,基础资产折价购买所带来的超额抵押,可能会使得剩余优先级证券所获得的信用支持进一步提升;另一方面对于已经结束循环购买或者不设置循环购买结构的项目,部分优先级证券的兑付会使得剩余优先级证券获得的信用支持提升,这两种信用支持的提升很有可能会比基础资产质量下降的影响更大,从而抵销基础资产恶化带来的不良影响,也可能带来信用等级的提升。因此,在评价优先级证券产品的质量变化时,需要综合考虑基础资产和量化测试结果的影响。

## 三、跟踪评级时常见的问题

### 基础资产的延期和违约表现

作为资产证券化产品的基础,基础资产的回款现金流是资产支持证券还本付息的第一来源,基础资产的表现是评估资产支持证券能否及时足额偿付的关键。实操中,由于应收账款债务人表现差异较大,部分债务人资信水平较弱,抗风险能力较差,在受到新冠疫情等外部冲击时其正常经营将受到很大影响进而影响其偿债能力。存续期内若资产池内出现大面积的基础资产延期甚至违约的情况,基础资产回收款也将受到重大的影响,严重者将影响ABS优先级产品本息的正常兑付。

对于延期和违约的资产,分析人员需要评估该资产对资产证券化产品的整体影响。首先应统计延期和违约资产的金额和占比情况,就延期或违约的债务人进一步

表1 敏感性分析变量调整情况概要

基础资产变量因素	加压调整方式
资产池集中度	其他条件不变,减少债务人户数
债务人信用水平	其他条件不变,将部分债务人影子级别进行下调处理
资产池集中度&债务人信用水平	其他条件不变,同时减少债务人户数,并下调部分债务人影子级别

注:实操中资产池调整的幅度将根据资产池的实际情况有所调整

了解其真实的偿债能力变化；其次，了解基础资产是否设置保证人连带责任担保等担保措施，违约资产是否启动催收程序并持续关注后续资产的处置情况；最后，了解资产的相关表现是否触发了专项计划的加速清偿事件、提前结束循环购买事件，事件触发后的执行情况。

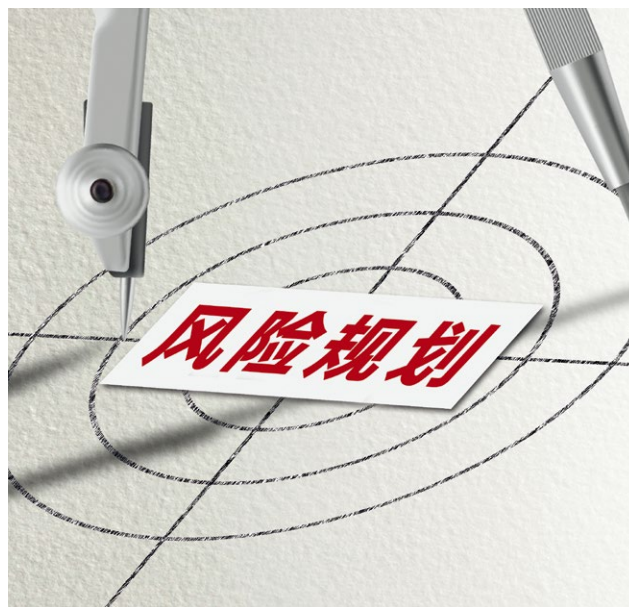
### 资金混同风险

根据交易结构安排，基础资产回款一般由底层债务人支付至原始的收款账户，部分应收账款的原始收款账户可能由初始债权人而非原始权益人开设，然后由收款账户划转至监管账户，再由监管账户划付至专项计划账户，因而存在一定的混同风险；此外，应收账款类型的资产在实操中结算周期较长，划转频率一般设置为按季或者按月，该种设置不利于混同风险的缓释。

跟踪评级时，通过收集监管账户和专项计划账户的全部回款和流水信息，并抽查部分底层债务人还款凭证信息，以确认基础资产回款安排是否严格按照交易文件约定进行；此外，还应关注初始债权人（如有）、原始权益人的财务和经营情况，确保其不会因为自身经营出现问题而导致归属于专项计划的基础资产回款出现被挪用的情形，必要时，会抽查初始债权人（如有）、原始权益人的业务管理系统，确认其是否按照交易文件的约定将归属于专项计划的基础资产与企业自身的其他资产进行了严格的区分。

### 循环购买风险

循环购买的交易结构下，跟踪评级时，需要重点关注资产池是否存在循环购买不足或循环购买资产质量波动的情况，具体而言：（1）通过循环购买价格、循环购买金额及账户余额等信息评估是否存在循环购买率不足，导致超额利差不及预期，进而对现金流造成不利影响；（2）通过收集循环购买资产清单及底层合同信息，判定循环入池资产较首评资产池的变化，如债务人集中度、行业集中度、地区集中度和剩余期限的变化等，进



一步评估新增资产的加入是否会导致整体资产池质量较首评发生变动。

## 四、总结

近年来，应收账款ABS发行规模逐年增长，存量规模增长迅速，应收账款ABS存续期管理的重要性日益突出。跟踪评级时，首先，应关注交易结构安排是否严格按照约定进行，具体而言：优先级产品是否得到及时、足额偿付，基础资产回款是否按约定归集和转付，循环购买结构下循环购买资产是否满足合格标准以及是否存在循环购买不足的情况等。其次，应关注基础资产质量变化：资产池较首评的变动情况、不合格资产的处置情况等，对于出现延期和违约的资产，需重点关注原因及后续处置措施。再次，对资产池重新进行三大模型测试，对于循环购买带来资产质量波动的情形，视情况补充敏感性分析，综合量化测试结果判定优先级证券信用等级是否发生变化。最后，应关注资产服务机构、增信方（如有）等参与机构的履约情况，以评估其对资产证券化产品的影响。 ▮

## 关于资产担保债务融资工具 (CB) 的一些基础知识

### 资产担保债务融资工具 (以下简称“CB”) 的产品定位和法律关系是什么?

CB定位于“资产和主体双重追索的结构化融资工具”，从法律关系上，CB属于“债券”，为债权债务法律关系；从产品分类上，属于结构化产品。

### CB有哪些特点?

一是偿债来源更为多样，投资人可实现对发行人及资产的“双重追索”。从偿债方式上，资产担保债务融资工具可约定主体或资产现金流作为偿债来源。根据CB的法律关系，投资人对发行人具有完全追索权；同时，发行人需在债券存续期内持续管理资产池，投资人在发行人不履行债务或出现风险时可就资产处置所得价款优先受偿。二是交易结构更加灵活，包括抵质押模式和结构化模式等。在抵质押模式基础上，可开展结构化模式，引入信托计划等破产隔离载体，实现更好的投资人保护效果。三是可借助结构化技术设置分层、信用触发机制等安排。可根据不同资产的现金流流入和期限结构进行分层设计，并根据发行人主体信用的变化等设置相应信用触发机制，更好地满足投资者风险配置的需求。

### 企业注册发行CB应符合哪些规定?

企业应按照《非金融企业债务融资工具注册发行规则》《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》等交易商协会相关自律规则，编制CB单独的注册文件在交易商协会进行注册。完成注册后，交易商协会将向企业出具文号为“CB”的《接受注册通知书》；企业应按照《非金融企业债务融资工具发行规范指引》和《非金融企业债务融资工具簿记建档发行工作规程》开展发行工作。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《资产担保债务融资工具创新试点启动》

# 国际评级行业发展与监管动态报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 研究中心

## 一、全球债券市场

2020年,疫情对全球经济造成严重冲击,全球经济深度衰退。在此背景下,全球主要国家和地区央行均采取了超常规货币政策,其中美联储和英国央行通过“降息+量化宽松”政策刺激经济,欧央行和日本央行维持基准利率不变,但均推出量化宽松政策刺激经济。受此影响,主要国家和地区的10年期国债收益率整体呈震荡下行走势。主要债券品种发行和托管总量方面,各主要经济体债券发行量和托管量较上年均有不同程度的上升。

### 国债收益率整体呈震荡下行走势

2020年,受新冠肺炎疫情冲击,全球经济深度衰退,主要经济体经济大幅下滑,相继推出超常规货币政策,在此背景下,美国、德国、法国、英国的10年期国债收益率均整体呈震荡下行走势,其中,德国、法国的10年期国债收益率进入并维持在负值区间。

2020年,在新冠肺炎疫情冲击下,美国经济增速陡降,全年GDP同比实际增速-3.40%<sup>1</sup>,较上年(2.30%)下降5.7个百分点。出于对疫情蔓延造成经济风险的担忧,2020年3月3日,美联储将联邦基金利率目标区间下调

50BP至1.00%~1.25%<sup>2</sup>;3月15日,美联储再次将联邦基金利率目标区间下调100BP至0.00%~0.25%,同时推出7000亿美元量化宽松计划<sup>3</sup>,3月23日,美联储宣布实施开放式的资产购买计划,开启无限制的量化宽松,除3、4月份之外,每月的资产购买规模维持在1200亿美元。在此背景下,美国10年期国债收益率整体呈“L型”走势,具体来看,一季度,第一波疫情蔓延导致全球金融市场剧烈震荡,10年期国债收益率急剧下行,于3月初降至0.54%;3月上旬开始,市场大幅波动引发了流动性危机,使得国债等安全资产遭到抛售,10年国债收益率大幅上升至1.18%,后随着美联储推出“降息+资产购买”政策,市场流动性缓解,10年国债收益率回落;4月下旬,美国各州开始重启经济,疫情经历“二次反复”,10年期国债收益率出现阶段性震荡,但整体保持稳定;8月初,10年国债收益率下行至全年最低点0.52%,此后,经济复苏预期叠加通胀回升预期增强,10年国债收益率震荡回升,但仍处于1.00%以下。整体来看,美国全年10年期国债收益率平均水平为0.89%,较上年(2.14%)下降1.25个百分点。

2020年,受新冠肺炎疫情冲击,欧元区经济深度衰退,全年GDP同比实际增速由上年的1.30%下降至-6.60%<sup>4</sup>。其中,德国2020年全年GDP同比实际增

<sup>1</sup>数据来自美国经济分析局。

<sup>2</sup>指美国同业拆借市场的利率(The interest rate at which depository institutions lend reserve balances to other depository institutions overnight)。

<sup>3</sup>美联储在3月15日发布的联邦公开市场委员会声明中指出,委员会将在未来几个月内将其持有的国债数量增加至少5000亿美元,并将其持有的机构抵押贷款支持证券增加至少2000亿美元。

<sup>4</sup>数据来自欧盟统计局。



速-5.00%<sup>5</sup>，较上年(0.60%)下降5.60个百分点；法国全年GDP同比实际增速-8.30%<sup>6</sup>，较上年(1.50%)下降9.80个百分点。2020年欧洲央行维持存款便利利率(-0.50%)，再融资利率(0.00%)、边际贷款利率(0.25%)不变。同时，为应对疫情对欧元区经济构成的严重风险，欧洲央行进一步加大资产购买力度，一方面，扩大常规资产购买计划(APP)，3月12日，欧洲央行宣布2020年年底额外增加1200亿欧元资产购买计划；另一方面，针对疫情推出紧急抗疫购债计划(PEPP)，3月18日，欧洲央行宣布推出总额7500亿欧元的新冠疫情紧急资产购买计划(PEPP)，该计划将执行至2020年底。6月4日议息会议，欧央行将购买规模进一步扩大至1.35万亿欧元，将购债计划至少延长到2021年6月底。12月10日议息会议，欧央行将资产购买规模扩大至1.85万亿欧元，同时将购债计划延长至2022年3月，并将PEPP回收的本金再投资延长至2023年底。在此背景下，德国和法国10年期国债收益率呈震荡下行走势，具体来看，一季度，德国和法国10年期国债收益率迅速下行进入负值区间，3月上旬开始，市场流动性危机，国债遭到抛售，10年期国债收益率大幅上升，3月中旬，欧央行实施量化宽松等措施后，市场流动性缓解，10年期国债收益率回落，后随着第二波疫情到来，下半年10年期国债收益率持续在负值区间震荡下行。整体来看，德国和法国全年10年期国债收益率平均水平分别为-0.48%和-0.14%，较上年(-0.22%和0.13%)分别下降0.26和0.27个百分点。

2020年，受新冠肺炎疫情冲击，英国经济出现断

崖式下滑，全年GDP同比实际增速-9.70%<sup>7</sup>，较上年的1.70%大幅回落11.4个百分点。2020年3月11日，英国央行将基准利率<sup>8</sup>下调50BP至0.25%，3月26日，英国央行将基准利率再下调15BP至0.10%，并将央行债券购买计划规模增加2100亿英镑至6450亿英镑。6月18日议息会议，英央行将购债计划规模扩大至7450亿英镑。11月5日议息会议，英央行再将购债规模扩大至8950亿英镑。在此背景下，英国10年期国债收益率持续震荡下行。具体来看，第一波疫情冲击下，一季度英国10年期国债收益率持续震荡下行，3月中上旬由于全球市场出现流动性危机，英国10年期国债收益率出现大幅反弹，后随着英央行推出“降息+量化宽松”救市政策，市场流动性危机有所缓解，10年期国债收益率继续震荡下行，下半年在持续量化宽松和第二波疫情冲击下，10年期国债收益率呈震荡走势，但整体保持稳定。整体来看，英国全年10年期国债收益率平均水平为0.37%，较上年(0.93%)下降0.56个百分点。

2020年，受新冠肺炎疫情冲击，日本经济增速继续下滑，全年GDP同比实际增速由上年的-0.70%放缓至-4.50%<sup>9</sup>。日本央行继续将政策利率<sup>10</sup>维持在-0.10%的水平，10年期国债收益率维持在0.00%左右<sup>11</sup>不变。日本央行主要通过扩大资产购买计划等手段加大货币政策宽松力度，3月16日，日本央行宣布将积极购买国债；同时将交易所交易基金(ETFs)购买规模每年由6万亿日元增至12万亿日元、日本房地产投资信托基金(J-REIT)购买规模由900亿日元增至1800亿日元；并承诺9月底前追

<sup>5</sup>数据来自德国联邦统计局。

<sup>6</sup>数据来自法国国家统计局。

<sup>7</sup>数据来自英国统计局。

<sup>8</sup>指再回购利率(The interest rate the bank of England pays to commercial banks that hold money with the former)。

<sup>9</sup>数据来自日本内阁府。

<sup>10</sup>指银行间无担保隔夜拆借利率。

<sup>11</sup>日本央行于2016年9月开始修订政策框架，引入收益率曲线控制(YCC)政策，不宣布政府债的购买规模，而是设定10年期日本国债收益率的目标区间为“接近于零”。

加购买商业票据和企业债合计2万亿日元。4月27日，日本央行宣布将无限量购买日本国债。在此背景下，日本10年期国债收益率在0.00%左右水平波动。整体来看，日本全年10年期国债收益率平均水平为0.01%，较上年(-0.09)上升0.10个百分点。

### 主要经济体债券发行总量显著增长

2020年，美国主要债券品种的发行总量为10.96万亿美元，较上年增加46.92%，增幅显著。其中，国债发行量为3.90万亿美元，同比增长32.71%，增速较上年上升23.37个百分点；地方政府债发行量为0.48万亿美元，同比增长13.64%，增速较上年下降9.30个百分点；企业债<sup>12</sup>和结构融资产品的发行量分别为2.28万亿美元和4.30万亿美元，较上年分别增长60.38%和60.64%，增速均较上年增长50个百分点左右，资产支持证券取代国债成为发行量最大的券种。

2020年，欧元区主要债券品种的发行总量为6.26万亿欧元，同比增长19.92%。其中，国债发行量为2.74万亿欧元，较上年增长51.12%，取代企业债成为发行量最大的券种；地方政府债发行量为0.79万亿欧元，较上年增长45.06%，增幅显著；企业债发行量为2.54万亿欧元，较上年小幅下降3.93%；结构融资产品发行量为0.19万亿欧

元，较上年下降11.86%。

2020年，日本主要债券品种的发行总量为250.23万亿日元，较上年增长45.64%，增幅显著。其中，日本国债发行量为221.42万亿日元，较上年增长54.85%，仍为发行量最大的券种；地方政府债发行量为6.99万亿日元，较上年增长8.39%；企业债和结构融资产品发行量分别为16.65万亿日元和5.17万亿日元，较上年分别小幅下降1.37%和5.98%。

### 主要经济体债券托管总量有所增长

截至2020年末，美国债券托管总量为47.43万亿美元，较上年增长14.85%，国债、地方政府债、企业债、结构融资产品托管量均较上年有不同程度增长；欧元区国家债券托管总量为15.39万亿欧元，较上年增长8.07%，其中企业债和结构融资产品托管量较上年均小幅下降，国债和地方政府债托管量较上年均有所上升；日本债券托管总量为1234.07万亿日元，较上年增长8.38%，各券种托管量较上年均有不同程度增长（见表1）。

## 二、国际评级行业发展动态

截至2020年末，美国认可的全国性评级机构

表1 主要经济体债券托管情况表

债券类型	美国(亿美元)			欧元区(亿欧元)			日本(亿日元)		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
国债	156079.67	166733.27	209731.29	74458.29	75580.88	87203.31	9629123.21	9775504.92	10651576.28
地方政府债	38605.33	38695.45	39529.05	6735.44	6865.14	8432.68	614777.18	615219.32	622584.39
企业债	85667.70	88657.88	97563.87	46529.54	49861.14	48322.58	708877.83	771434.52	824128.50
结构融资产品	113479.58	118908.00	127498.94	10144.23	10085.99	9928.06	203246.11	223850.30	242374.64
合计	393832.28	412994.6	474323.15	137867.50	142393.15	153886.63	11156024.33	11386009.06	12340663.81

数据来源：美国证券业及金融市场协会(Sifma)、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

<sup>12</sup>包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。

(NRSROs) 为9家<sup>13</sup>，较上年无变化。截至2020年末，通过欧洲证券和市场管理局 (European Securities and Markets Authority, 以下简称ESMA) 注册的评级机构共36家，较上年减少6家，认证家数为3家<sup>14</sup>，较上年减少1家。2020年，惠誉5家欧洲分支机构<sup>15</sup>先后与惠誉爱尔兰合并为一家；此外，ESMA取消了波兰INC (INC Rating Sp. z o.o.) 的注册资格，并取消美国KBRA (Kroll Bond Rating Agency) 评级机构的认证资格。

### 国际三大评级机构业务存量略有收缩，但依然占据优势地位

近年来，国际评级行业继续稳步发展，标普、穆迪和惠誉三家评级机构一直占据优势地位，但评级业务总量持续呈现小幅收缩趋势 (见表2)。根据美国证券交易委员会 (Securities And Exchange Commission, 以下简称SEC) 的监管年报，截至2020年底，国际三大评级机构存

续评级业务总量约为202万个，较上年减少0.23%。从各家机构评级业务情况来看，截至2020年底，标普存续评级业务量较上年小幅上升0.79%，穆迪和惠誉的存续评级业务量均有所下滑，降幅分别为0.52%和3.42%。从产品类别上看，国际三大评级机构所评工商企业存续评级业务量较上年均有小幅上升，上升幅度均不超过3.00%；国际三大评级机构所评政府证券存续评级业务量较上年变化不一，其中穆迪和惠誉均小幅下降，下降幅度分别为 (0.25%、4.16%)，标普则较上年小幅上升1.34%；国际三大评级机构所评资产支持证券存续评级业务量均较上年变化不一，其中标普和惠誉均较上年小幅上升 (0.77%、0.08%)，穆迪较上年小幅下降4.00%。

从市场份额来看，截至2020年底，国际三大评级机构存续评级业务量在所有NRSROs存续评级业务量合计中的占比为94.72%，较上年 (95.13%) 略有收缩 (见表3)。其中，标普存续评级业务量仍然占据优势地位，占

表2 国际三大评级机构各品种评级存续业务量 (单位: 个)

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
政府证券评级	901312	914907	927144	571308	562320	560892	195667	185367	177665
全球企业评级	120061	117496	113402	69560	70007	69835	59682	58807	56956
金融机构评级	58989	55608	50798	37315	35583	34540	36862	35312	33440
保险机构评级	6562	6770	6846	2462	2516	2557	3260	3302	3198
工商企业评级	54510	55118	55758	29783	31908	32738	19560	20193	20318
资产支持证券评级	36838	36539	36821	50055	49388	47411	32902	34080	34108
合计	1058211	1068942	1077367	690923	681715	678138	288251	278254	268729

注：本表评级品种依据NRSRO划分标准分类，具体包含政府证券评级、金融机构评级、保险机构评级、工商企业评级、资产支持证券评级，其中政府证券评级是指政府证券发行人、市政证券发行人或外国政府发行人所发行债券的债券及其主体评级，下表同  
数据来源：SEC年报

<sup>13</sup> 9家NRSROs包括7家美国本土评级机构：穆迪、标普、惠誉、贝氏评级 (A.M.Best Rating Services, Inc., 下文简称贝氏)、伊根琼斯评级 (Egan-Jones Ratings Company, 下文简称伊根琼斯)、Kroll Bond Rating Agency, Inc (下文简称KBRA) 和 DBRS, Inc. (下文简称DBRS)，2家非美国机构：日本 Japan Credit Rating Agency, Ltd. (下文简称JCR)、墨西哥 HR Ratings de México, S.A. de C.V. (下文简称HR Ratings)。

<sup>14</sup> 注册的信用评级机构包括本土信用评级机构20家、标普 (1家在欧分支机构)、穆迪 (7家在欧分支机构)、惠誉 (3家在欧分支机构)、DBRS (2家在欧分支机构)、KBRA 欧洲评级机构、贝氏 (2家在欧分支机构)；3家认证的信用评级机构分别是日本的JCR、墨西哥的HR Ratings和美国的伊根琼斯。

<sup>15</sup> 分别为惠誉德国有限公司、惠誉法国有限公司、惠誉波兰公司、惠誉意大利公司和惠誉评级西班牙公司。

比50.42%，较上年占比（50.12%）略有上升；穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为31.73%和12.58%，较上年均有小幅下降。从产品类别来看，国际三大评级机构所评的各品种存续评级业务量占比均较上年变化不大；资产支持证券产品评级存续业务量市场占有率最高的仍为穆迪，其他产品类别存续评级业务量市场占有率排名第一的机构仍为标普。

从收入状况<sup>16</sup>来看，2020年标普和穆迪的总业务收入分别为74.42亿美元和53.71亿美元，分别较上年增长11.09%和11.22%，继续保持增长态势（见表4）。评级业务收入方面，标普和穆迪的评级业务收入分别为36.06亿美元和32.92亿美元，分别较上年增长16.10%和15.67%。

评级收入上升主要由于新冠肺炎疫情背景下企业为应对流动性风险，融资需求增加，叠加疫情下货币政策宽松，企业融资成本较低，债券发行量有所增长，带动了评级业务收入的提升。非评级业务收入方面，2020年标普和穆迪的评级业务收入分别为38.36亿美元和20.79亿美元，分别较上年增长6.76%和4.84%，标普非评级业务收入的增长主要收益于市场情报（Market Intelligence）方面收入的增长；穆迪非评级业务收入的增长主要受研究、数据及分析（RD&A）和企业风险解决方案（ERS）两个领域收入的强劲增长的影响。

从分析师数量来看，SEC监管年报显示，截至2020年末，国际三大评级机构分析师数量为4691人，较上年

表3 国际三大评级机构所评各品种存续业务量市场份额占比（单位：%）

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
政府证券评级	53.38	54.32	54.89	33.83	33.39	33.20	11.59	11.01	10.52
全球企业评级	48.16	40.02	38.91	27.9	23.84	23.96	23.94	20.03	19.54
金融机构评级	37.23	37.18	35.48	23.55	23.79	24.12	23.26	23.61	23.35
保险机构评级	31.72	32.25	32.24	11.9	11.99	12.04	15.76	15.73	15.06
工商企业评级	45.98	44.79	43.88	25.12	25.93	25.77	16.5	16.41	15.99
资产支持证券评级	24.51	23.57	23.56	33.31	31.86	30.33	21.89	21.98	21.82
合计	49.53	50.12	50.42	32.34	31.96	31.73	13.49	13.05	12.58

数据来源：SEC年报

表4 国际三大评级机构业务收入情况

项目	标普(亿美元)			穆迪(亿美元)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
评级业务收入	28.83	31.06	36.06	26.93	28.46	32.92
非评级业务收入	33.75	35.93	38.36	17.50	19.83	20.79
合计	62.58	66.99	74.42	44.43	48.29	53.71

注：1. 标普非评级业务主要包括标普指数（Indices）、普氏（Platts）和市场情报（Market Intelligence）；2. 穆迪非评级业务主要包括固定收益产品定价服务，研究、数据及分析（Research, Data and Analytics），企业风险解决方案（The Enterprise Risk Solutions）以及其他专项服务（Professional Services）

资料来源：标普和穆迪公司年报

<sup>16</sup> 由于惠誉为非上市公司，其年报披露时间不固定，截至本报告发布日，惠誉2017年至2020年财务数据尚未公布。

(4568人) 小幅增长。标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为1560人、1830人和1301人, 较上年均有不同程度的增长, 其中穆迪增幅最大, 为5.66%, 标普和惠誉上升幅度均不超2.00%。国际三大评级机构分析师数量占所有NRSROs评级机构分析师总数的83.69%, 占比较上年(82.96%) 小幅上升。

业务发展方面, 2020年, 国际三大评级机构通过收购、共同创建平台等方式在数据分析、ESG及KYC (Know your customer) 等领域进行业务拓展, 进一步拓宽研究领域, 提升专业服务能力, 加强品牌影响力(见表5)。

### 国际中小评级机构市场份额整体保持增长态势<sup>17</sup>

2020年, 美国认可的中小评级机构整体仍然保持平

稳发展, 中小评级机构市场份额较上年略有上升, 评级收入占比和分析师数量整体有所收缩。

从市场份额来看, 截至2020年底, 美国认可的中小评级机构存续评级业务量的市场占有率为5.28%, 较上年(4.87%) 略有上升, 其中, DBRS<sup>18</sup>市场占有率仍然较高, 为2.89%, 较上年进一步增长。在资产支持证券评级方面, 美国认可的中小评级机构的存续评级业务量市场份额进一步上升, 共占比24.29%, 较上年增长1.70个百分点, 其中, DBRS表现依旧突出, 市场份额由上年的14.33%进一步升至15.02%; 其次为KBRA, 市场份额持续增长, 占比9.26%, 较上年(8.25%) 小幅增长。在保险机构评级方面, 贝氏的市场份额为34.14%, 与上年基本持平, 仍占据市场优势地位。其他各中小评级机构所评

表5 2020年国际三大评级机构业务发展情况

评级机构	时间	收购公司概况	持股	商业领域	目的或影响
标普	1月	RobecoSAM是一家为企业提供可持续发展实践的年度评估的机构	--	ESG	此次收购将有助于提升标普ESG领域的市场地位
	2月	Regulatory DataCorp (RDC) 是KYC数据和尽职调查服务的美国供应商	100%	KYC	此次收购是对穆迪2017年收购公司数据供应商Bureau van Dijk (BvD) 的补充, 该项交易将有助于深化BvD的信息组合和分析能力
	3月	RBA International是一家总部位于英国的在线零售银行培训和认证提供商	100%	金融培训与认证	此次收购将提升穆迪分析金融培训和认证业务的能力
	8月	马来西亚评级公司 (Malaysian Rating Corporation Berhad) 是一家服务于马来西亚国内债券市场的信用评级机构	少数股东	信用评级	这项投资加强了穆迪在东南亚和全球国内债券市场的影响力, 并提升了其作为伊斯兰金融领袖的地位
穆迪	10月	Acquire Media为全球媒体行业内容参与解决方案领先提供商	100%	数据	此次收购增强了穆迪向市场参与者提供预警信息和实时见解的能力, 并提升了其在KYC领域的领导地位
	11月	妙盈科技 (MioTech) 为亚洲市场提供ESG和KYC相关数据和见解	少数股东	ESG和KYC	这项投资将有助于穆迪发展中国区ESG和KYC
	12月	Catylist, Inc为面向经纪人的商业地产 (CRE) 解决方案提供商	100%	商业地产	此次收购将促进穆迪CRE平台的发展, 显著增强其对地产数据的覆盖, 并将其分析解决方案的应用范围扩大至经纪人市场
		ZM Financial Systems (ZMFS) 为美国银行业风险与财务管理软件领先提供商	100%	风险解决方案	此次收购将扩展穆迪分析 (Moody's Analytics) 的企业风险解决方案套件, 提高穆迪在综合风险评估领域的领先地位

注: 1. “--”表示未获得相关的资料; 2. 少数股东指所持股份未超过50%

资料来源: 联合资信整理

<sup>17</sup> 数据来源为美国证券交易委员会 (SEC) 年度监管报告。

<sup>18</sup> 由于 DBRS 将晨星添加为附属机构, 本报告期内 DBRS 统计数据中包括了 2019 年 7 月 2 日后晨星部分, 下同。

各类别存续评级业务量市场份额均在7.83%以下，市场份额占比与上年变动不大。

从收入状况来看，2020年美国认可的中小评级机构评级业务收入占有NRSROs机构总收入的5.90%，占比较上年（6.70%）有所下降。

从分析师数量来看，截至2020年末，美国认可的中小评级机构分析师数量为914人，较上年末减少24人，主要受DBRS的分析师数量减少的影响<sup>19</sup>，其他中小评级机构的分析师数量均有不同程度增加，其中HR的分析师数量增幅最为显著，为21.20%。整体来看，中小评级机构分析师数量在所有NRSROs分析师总量中的占比小幅下降，由2019年的17.04%下降至2020年的16.18%。

### 三、国际三大评级机构评级情况

2020年，受新冠疫情冲击影响，全球经济严重衰退。在此背景下，企业盈利能力下降，流动性压力加大，信用状况转弱，全球企业评级的违约率明显上升，全球企业评级整体延续上年的调降趋势，且调降比例有所加大。国家主权评级方面，受新冠疫情爆发及油价暴跌的影响，部分国家经济、财政状况恶化，国际三大评级机构所评的主权评级违约率较上年大幅上升；国际三大评级机构所评国家主权评级均由上年调升趋势变为调降趋势。结构融资产品评级方面，国际三大评级机构的违约率表现不一，其中标普和惠誉所评结构融资产品的违约率较上年均有所下降，而穆迪所评结构融资产品的违约率略有上升；国际三大评级机构所评结构融资产品评级调整趋势表现变化不一，其中标普所评结构融资产品评级由上年调升趋势转为调降趋势，而惠誉所评结构融资产品评级仍呈调

升趋势。截至2020年末，国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品评级的等级分布较上年变化不大，而投资级占比变化不一。

#### 全球企业和国家主权违约率均明显上升

2020年，受新冠疫情冲击影响，全球经济严重衰退，企业信用恶化。在此背景下，国际三大评级机构所评全球企业违约率和国家主权违约率较上年均有不同程度上升。结构融资产品方面，标普和惠誉所评结构融资产品违约率较上年有所下降，穆迪所评较上年略有上升。

2020年，国际三大评级机构所评国家主权共有6个国家<sup>20</sup>出现违约，创下了有史以来单年违约数量最高记录。标普、穆迪和惠誉违约率分别为4.48%、4.17%和4.20%。主权违约主要集中于拉丁美洲、中东和非洲国家，这些国家或地区主要受到新冠疫情的冲击的影响，国家财政收支状况恶化，偿债能力减弱。

2020年全球企业违约率大幅上升。标普、穆迪和惠誉所评全球企业违约率分别为2.74%、3.14%和1.60%，较上年增幅显著。全球企业债券违约事件主要集中于石油与天然气行业以及受疫情影响较大的零售和商业服务业。在地域上集中于北美、拉丁美洲以及欧洲地区。

结构融资产品违约率方面，2020年国际三大评级机构所评结构融资产品违约率表现不一（见表6）。具体来看，标普和惠誉所评结构融资产品的违约率均较上年有所下降，分别为1.37%和0.57%，且标普所评全球结构性融资年度违约率降达到了2009年以来的最低水平。而穆迪所评结构融资产品的违约率为0.30%，较上年有所上升。从产品类型看，住房抵押贷款支持证券（RMBS）违约率最高，标普和惠誉所评违约率分别

<sup>19</sup> 2019年，DBRS和将晨星添加为附属机构，在合并之前，两家公司共计515名分析师，2019年底，合并后共有475名分析师；2020年底合并后的实体共有428名分析师，企业合并后的调整或是分析人员减少的主要驱动因素。

<sup>20</sup> 分别是阿根廷、伯利兹、厄瓜多尔、苏里南、黎巴嫩和赞比亚。

为2.17%和1.20%，其次为商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS），标普和惠誉所评违约率分别为0.74%和0.40%，资产支持证券（ABS）的违约率较低。从区域来看，违约仍主要集中在美国和欧洲地区。

### 全球企业和国家主权信用评级均呈调降趋势

2020年，在新冠疫情冲击背景下，全球经济深度衰退，企业信用状况弱化，国际三大评级机构所评全球企业评级延续上年调降趋势，且调降趋势进一步加大。国际三大评级机构所评国家主权评级均由调升趋势转变为调降趋势。国际三大评级机构所评结构融资产品评级调整趋势变化不一，其中标普所评结构融资产品评级由上年调升趋势转为调降趋势；而惠誉所评结构融资产品评级仍呈调升趋势，但调升趋势较去年明显减弱。

2020年国家主权评级整体呈明显调降趋势。其中，标普国家主权评级上调率和下调率分别为1.49%和19.41%，穆迪国家主权评级上调率和下调率分别为3.49%和20.14%，惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为1.26%和20.13%，均由上年的调升趋势转为调降趋势。信用等级调升主要集中于中欧和东欧地区；等级调降集中于受新冠疫情爆发及油价暴跌影响严重的非洲、

中东和拉丁美洲地区。

2020年全球企业评级调降趋势进一步扩大。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为2.80%和18.50%，惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为4.30%和16.80%，穆迪的级别偏移（Rating drift）<sup>21</sup>由上年的-5.00%下降至-22.00%。国际三大评级机构调降趋势进一步加大。从地域分布来看，等级调降主要集中于北美、欧洲、中东和非洲地区。从行业分布来看，等级调降主要集中于酒店、运输及能源行业的非金融企业。

2020年结构融资产品评级调整趋势表现变化不一（见表7）。2020年，标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为3.70%和7.60%，由上年调升趋势转为调降趋势。而惠誉所评结构融资产品上调率和下调率分别为6.40%和3.90%，仍呈调升趋势，但调升趋势较去年明显减弱。其从产品类型来看，住房抵押贷款支持证券（CMBS）级别调降幅度最大。从地域分布来看，等级调升与调降均主要集中美国和欧洲地区。

### 全球主要品种等级分布较上年末变化不大

截至2020年末，国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品的信用等级分布较

表6 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况（单位：%）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
国家主权违约率	0.78	0.77	4.48	0.75	0.00	4.17	0.00	0.90	4.20
全球企业违约率	1.03	1.30	2.74	1.15	1.53	3.14	0.65	0.80	1.60
投资级违约率	0.00	0.06	0.00	--	--	--	0.00	0.09	0.00
投机级违约率	2.10	2.54	5.50	2.30	3.20	6.70	2.00	2.20	4.60
结构融资产品违约率	1.86	1.82	1.37	0.02	0.00	0.30	0.82	0.64	0.57

注：1. 三大国际采取的违约率统计方法有所不同，其中标普和惠誉采用的是静态池分析技术，而穆迪采用的是动态群组分析技术；2. “--”表示官方未公布相关数据  
资料来源：国家主权、全球企业及结构融资产品违约率数据来自标普、穆迪和惠誉违约率与迁移报告

<sup>21</sup> 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。

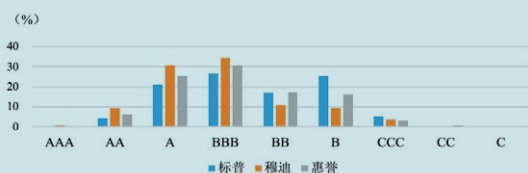
上年末变化不大。投资级占比方面，穆迪和惠誉所评国家主权评级投资级占比较上年末均小幅下降，标普所评国家主权评级投资级占比较上年末略有上升；标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比较上年末均小幅下降；国际三大评级机构所评结构融资产品的投资级占比较上年末均小幅上升。

国家主权评级方面，截至2020年末，标普、穆迪和惠誉国家主权信用等级分布较为分散，BB级及以上分布较为平均，与上年末分布变化不大。其中，标普、穆迪和惠誉所评B级占比均最高，分别为30.77%、30.86%和20.25%。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为54.89%、47.79%和62.34%，其中标普的投资级占比较上年（54.62%）略有上升，穆迪和惠誉的投资级占比较上年（50.36%和63.40%）小幅下降。

截至2020年末，国际三大评级所评全球企业主体的信用等级仍主要集中在A级~B级（见图1），标普、穆迪和惠誉所评A级~B级全球企业主体的占比分别为90.15%、85.72%和89.53%，其中标普、穆迪和惠誉所评全球企业占比较高的均为BBB级（或Baa级），占比分别为26.67%、34.45%和30.54%。截至2020年末，标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为52.17%、75.42%和62.67%，较上年末占比（52.73%、74.75%和65.25%）均小幅下降。

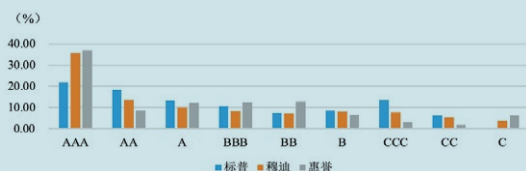
结构融资产品评级方面，截至2020年末结构融资产品的等级分布仍较为分散（见图2），其中AAA级占比最高，标普、穆迪和惠誉AAA级占比分别为21.77%、35.83%和36.83%，AA级~CC级分布较为平均。截至2020年末标普、穆迪和惠誉所评结构融资产品的投资

图1 截至2020年末国际三大评级机构所评全球企业信用等级分布图



数据来源：穆迪、惠誉和标普“信用评级表现统计”信息披露文件 (Exhibit 1 to Form NRSRO)，联合资信整理

图2 截至2020年末国际三大评级机构所评结构性融资产品信用等级分布图



数据来源：穆迪、惠誉和标普“信用评级表现统计”信息披露文件 (Exhibit 1 to Form NRSRO)，联合资信整理

表7 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品信用等级调整情况 (单位: %)

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>国家主权评级</b>									
上调率	10.85	13.85	1.49	6.52	7.69	3.49	10.00	11.00	1.26
下调率	7.76	4.62	19.41	10.41	5.59	20.14	8.00	9.00	20.13
<b>全球企业评级</b>									
级别偏移 (Rating drift)									
上调率	9.02	6.30	2.80	2.00	-5.00	-22.00	8.40	9.60	4.30
下调率	8.71	9.00	18.50				9.50	9.90	16.80
<b>结构融资产品评级</b>									
上调率	13.10	7.20	3.70	8.58	--	--	10.90	13.50	6.40
下调率	8.20	4.70	7.60	1.72	--	--	3.50	2.90	3.90

资料来源：标普和惠誉评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告，2020年惠誉国家主权评级调整数据由违约率与迁移报告中的上调及下调次数与2020年初所评的全部主体个数的比值求得；穆迪主权评级调整数据来源于违约率与迁移报告；2018年结构融资产品评级调整数据来源于ESMA，截至本报告发布日ESMA尚未更新2019—2020年数据



级占比分别为63.96%、67.74%和70.07%，较上年末占比（63.29%、66.58%和68.47%）均小幅上升。

## 四、信用评级国际监管动态

2020年以来，国际评级行业的监管重心是继续加强内部控制建设与防范利益冲突，加强对信用评级数据获取与使用的监管，加强和规范信息披露要求，完善法律责任追究制度和提高审查报告透明度等。

### 美国信用评级监管动态

#### 1. 继续开展对ESG因素及产品、突发公共事件应对、贷款抵押债券（CLOs）、商业房地产、低投资级公司和市政债券等方面的专项风险评估

在对ESG因素及产品专项风险评估方面，SEC认为ESG领域发展迅速，NRSROs和非NRSROs之间的竞争加剧，存在的潜在风险包括：评级机构未根据评级方法或流程应用ESG因素、未充分披露评级行动中应用的ESG因素、评级过程中未对使用附属机构或第三方的ESG数据进行有效的内部控制、评级机构在评级和提供非评级ESG产品和服务中可能存在利益冲突。

在对突发公共事件应对的专项风险评估方面，SEC指出NRSROs因新冠疫情引发的经济冲击而下调信用评级，并对评级方法、宏观经济的假设和预测进行了调整，其潜在风险包括：NRSROs是否充分引用和披露相关调整措施、NRSROs在新冠疫情之前收集的评级相关数据是否被调整以反映新冠疫情的影响，SEC认为这些风险可能会对特定行业的评级和监管产生较大的影响。

在对CLOs评级专项风险评估方面，SEC发现部分NRSROs在评级过程中进行定性调整时可能存在不遵守相关评级政策、程序和方法的情形，这些行为可能导致

评级符号使用不一致。

在对商业房地产相关评级方面，SEC指出商业房地产面临的困境，可能会对与之相关的信用评级产生影响，如部分NRSROs可能存在不遵守相关评级政策和程序的情况；在数据使用方法方面，部分NRSROs可能存在未采用与确定基础房地产和房地产估值的现金流相关的数据的情况。

在对消费者资产支持证券专项风险评估方面，SEC指出新冠疫情的冲击降低了消费者的收入，对消费者资产支持证券的评级产生了潜在影响，加重了其偿付风险。SEC发现如果各NRSROs不遵守其相关的评级政策、程序和方法，对疫情下借款人的服务、披露口径、宽限、延期、展期和违约定义缺乏标准化，就会隐藏潜在风险，对消费者资产支持证券的信用评级造成影响。

在对低投资级公司专项风险评估方面，SEC指出过去几年BBB级别的美国公司债券的比例不断增加，在2020年达到了历史最高水平。SEC发现如果NRSROs未对相关债务进行有效监管，不遵守相关评级政策、流程和方法，将会对低投资级公司的信用评级构成风险。

在对市政证券专项风险评估方面，SEC指出一家NRSRO没有及时发现它所收到的关于证券清偿时间的信息是错误的，也没有在评级监督程序中发现评级错误。SEC认为这是潜在的风险，特别是对于拥有大量市政评级的NRSROs来说，他们可能缺乏足够的控制措施来检测评级错误，或者未遵守明确撤销市政评级时间的政策和程序。

#### 2. 提高评级机构年度审查报告的透明度

2021年3月11日，SEC投资者咨询委员会（Investor Advisory Committee，以下简称IAC）<sup>22</sup>批准了市场结构小组委员会关于提高SEC信用评级办公室（OCR）对NRSROs的年度审查报告的透明度的建议。现阶段

<sup>22</sup>《多德-弗兰克法案》第911条规定，IAC负责就监管重心、证券产品监管、交易策略、收费结构、信息披露的有效性以及保护投资者利益、促进投资者信心和证券市场诚信的举措向委员会提供建议。《多德-弗兰克法案》授权IAC提交调查结果和建议供委员会参考。

SEC检查报告中仅对存在问题的NRSROs进行匿名处理，或只将这些评级机构描述为“较小的NRSROs”或“较大的NRSROs”。IAC认为，如果SEC能够提高其年度检查报告的透明度，投资者将从中受益，信用评级机构将更加负责任，市场透明度也将得到提升。因此，IAC建议OCR在其报告中明确指出存在重大行为缺陷的NRSROs，并建议年度检查报告的格式应进行修改，以符合上市公司会计监督委员会（PCAOB）年度公共检查报告所使用的方法<sup>23</sup>。该建议有利于帮助信用评级使用者充分地评估不同评级机构的政策和程序，提高投资者的甄别能力，减少对不可靠和不准确的评级的依赖。

### 3. 加强对评级结构化产品的监管处罚

DBRS因对CLOs评级政策和程序设计不合理被SEC提起诉讼。2021年9月13日，SEC称DBRS未能按照证券交易法<sup>24</sup>的要求建立、维护、执行和记录合理的评级政策和程序，以评估CLO组合票据的发行人违约、未能及时付款或不按照证券条款向投资者付款的可能性。DBRS对CLO组合票据的信用评级仅限于偿还组合票据的额定本金余额，而并不涉及应付给CLO组合票据持有人的超出额定余额的现金流。根据证券的支付条款（包括优先权条款），支付额定余额并不是对CLO组合票据持有人的全部承诺，持有人有权获得CLO组合票据组成部分的所有本金和利息收益，这些收益的总额可能超过额定余额。最终，DBRS同意支付100万美元的民事罚款，并承诺审查并修改其与违规行为相关的内部政策和程序。

前信用评级机构晨星因对商业抵押贷款支持证券（CMBS）进行评级时违反了的信息披露和内部控制相关规定被SEC提起诉讼。2021年2月16日，SEC起诉晨星在2015年至2016年评级的30个CMBS业务中，晨星公司未披露CMBS评级模型中调整“特定贷款”压力的方法，SEC称，晨星未公开的调整通过缓解模型压力而调高信用增级，使支付评级费用的发行人受益，使他们能够向投资者支付更低的利息。同时，SEC起诉晨星未能建立和执行有效的内部控制来管理相关业务。

### 4. SEC延长授予日本JCR在公司治理方面的豁免指令

根据2018年8月17日SEC颁布的授予JCR临时有条件豁免的指令，日本法律规定所有日本信用评级机构遵守相关公司治理的要求<sup>25</sup>与证券交易法第15条<sup>26</sup>的规定有所差异，但JCR表示，公司现已建立了确保遵守这些条件的流程，并且其监督委员会符合证券交易法中适用于NRSROs董事会的要求。因此SEC认为，为了公众利益和保护投资者，可以授予JCR临时免除遵守证券交易法第15条的规定至2021年8月20日。2021年8月20日，SEC宣告该豁免自动延长至2023年8月20日。

## 欧盟信用评级监管动态

### 1. ESMA提出修订《信用评级条例》，改进获取和使用信用评级的方式

2021年9月30日，ESMA发布《关于改进获得和使用信用评级的意见》（以下简称“意见”）。意见指出，ESMA发现用户通过评级机构网站和欧洲评级平台

<sup>23</sup> PCAOB的公开检查报告没有指明审计工作被检查的具体客户，但他们提供了大量的信息来评估审计师的表现，包括以图表的形式说明在该审计事务所检查的所有审计中含有重大缺陷的百分比，重大缺陷按照受影响的账户或交易类型进行分类，并以多段叙述的形式进行描述。

<sup>24</sup> 指美国《1934年证券交易法》。

<sup>25</sup> 为确保信用评级业务的公平和适当，日本法律要求日本评级机构建立一个“监督委员会”作为其内部监督机构，以及至少三分之一的监督委员会成员（至少两个）是“独立成员”，并禁止公司董事担任独立成员。

<sup>26</sup> 1934年证券交易法第15E（t）条要求每个NRSRO实施特定的公司治理措施。包括：要求每个NRSRO拥有一个董事会；规定了这种董事会的具体强制性职责；规定至少一半（不少于两名）的董事会成员应独立于NRSRO，部分独立董事应包括NRSRO的评级用户；规定NRSRO董事会的独立成员的报酬不得与NRSRO的业务表现挂钩，并确保他们判断的独立性，独立董事的任期应是事先约定的固定期限，不超过5年，不得延期。

(ERP) 获取和使用信用评级存在障碍<sup>27</sup>, 并强调了用户通过信用评级附属机构使用信用评级和相关产品的担忧<sup>28</sup>。为了确保在欧盟使用的信用评级是独立、客观和高质量的, ESMA 认为需要修改法律, 以确定在什么条件下可以获取信用评级机构的信用评级并用于监管报告。ESMA 提出应修订《信用评级条例》, 以规范信用评级附属机构的信用评级和配套服务, 明确信用评级机构是否可以将信用评级及相关产品服务外包进行收费以及哪些信息的提供可以进行收费, 明确《信用评级条例》中关于信用评级的质量、及时性和准确性的规定应同样适用于相关配套服务; 规定信用评级机构网站 ERP 公布的信用评级必须以机器可读的格式获取, 并可在有限时间内下载以用于监管报告, 无需签订收费的数据许可证。

## 2. 更新评级机构法规应用要求和实践

2021年7月29日, ESMA 更新了关于信用评级机构的第462/2013号法规的实施情况 Q&A 文件<sup>29</sup>, 更新前文件共包括6个部分的12个问答, 修订后包括7个部分的15个问答, 新增“市场滥用监管 (MAR) 和信用评级机构监管 (CRAR) 之间的相互作用”部分, 明确了信用评级、评级展望以及与之相关的信息在向公众披露之前都被认定为内部信息; 在信用评级机构的公开网站上披露之后, 信用评级、评级展望以及与之相关的信息不再被视为内部信息; 如果一个信用评级机构以订阅的方式发布其信用评级, 仅向其订阅者披露信用评级之后, 信用评级也不再被视为内部信息。

## 3. 完善向信用评级机构收取费用流程

2021年6月21日, ESMA 发布《关于ESMA向评级机构收取费用的最终报告技术建议》, 对1月29号发布的咨询文件<sup>30</sup>做出了修订和确认, 简化了适用营业额的计算方式<sup>31</sup>; 确认提高信用评级机构的基本注册费为40000欧元; 新注册的评级机构如果属于某个评级集团或第三国评级集团, 需支付初始监管费用, 如果不属于某个集团, 则在注册当年和之后第二年免于缴纳监管费; 年适用营业额低于400万欧元的评级机构豁免年度监管费, 年适用营业额在400万欧元至1500万欧元之间的评级机构需支付其适用营业额0.5%的年度监管费, 年适用营业额超过1500万欧元的评级机构支付其适用营业额超出部分与所有适用营业额超过1500万欧元的注册评级机构的总适用营业额之比的年度监管费; 经认证的评级机构豁免初始监管费, 仅需在每年3月31日支付6000欧元的年度监管费。

## 4. ESMA 发布多个指南进一步完善评级机构信息披露要求

规范初步审查和初步评级披露要求。2021年5月26日, ESMA 发布《关于初步审查和初步评级披露要求指南的咨询文件》(以下简称“咨询文件”), 咨询文件主要介绍了开展评级披露的必要性和法律依据、公开披露的内容、公开披露的时间、访问公开披露的方法等内容。在公开披露的时间方面, (1) 评级机构应确保其提供了初步审查或初步评级的公司或债务工具的清单在每月的第一个星期三公布; (2) 在提供初步审查或初步评级后

<sup>27</sup> ESMA 发现, 为了将信用评级用于监管目的, 用户必须签订数据许可证以获取信用评级数据源和平台服务, 且评级机构网站和 ERP 免费提供的信用评级由于不能以机器可读的格式访问或大量下载而没有用于监管报告。

<sup>28</sup> 《2018 年专题报告》证实, 在欧盟经营的三大评级机构非直接而是通过其附属公司向用户发布信用评级, 且这些信用评级机构表示, 他们对其附属机构所发布的信用评级相关产品的质量或准确性不承担任何责任, 也没有配套措施对其服务和收费进行监督。

<sup>29</sup> 该文件第一版于 2013 年 12 月 17 日发布, 旨在明确评级机构法规, 尤其是评级机构法规 (2013 年 5 月 21 日第 462/2013 号法规) 的应用要求和实践。它回答了市场参与者 (包括信用评级机构) 提出的与评级机构法规实际应用相关的问题。

<sup>30</sup> 2021 年 1 月 29 日, ESMA 发布《关于向信用评级机构收费的咨询文件》, 阐述了 ESMA 关于简化注册费、年度监管费和认证费的计算和管理以及将评级机构的费用收取过程与 ESMA 的其他监管任务相统一的建议。

<sup>31</sup> 适用营业额的计算修改为: 在某一财政年度 (N) 的适用营业额将根据其 N-2 年的经审计账目计算, 且需在 N-1 年的 9 月 30 日之前提交给 ESMA; 适用营业额应被视为评级机构在其经审计的账户中报告的年度总收入; 希望从其年度总收入中扣减的信用评级机构应依据《信用评级条例》区分来自信用评级活动、辅助服务和其他服务的收入。

的30个自然日内，评级机构应更新其已提供初步审查或初步评级的公司或债务工具的名单；(3) 如果暂时不能确定是否为企业或债务工具提供信用评级，则应在为企业或债务工具提供信用评级的月份结束后30天内将其列入名单。在公开披露的内容方面，评级机构应确保在其提供初步审查或初步评级的每一个实例中都包括以下信息：(1) 机构或债务工具的名称；(2) 机构的全球法人机构识别编码 (LEI) 或债务工具的国际证券识别编码 (ISIN)；(3) 机构类别或债务工具的资产类别；(4) 提供初步审查或初步评级的日期。访问公开披露的方法方面，在公开披露信息时，评级机构应确保：(1) 公开披露需使用ESMA提议的标准化模板；(2) 标准化模板在评级机构网站的查看需无注册障碍；(3) 评级机构需将标准化披露模板在其网站上的位置通知ESMA，以便ESMA在其网站的某个部分加入该位置的链接。

**完善信用评级机构向ESMA提交定期信息的规定。**2021年4月7日，ESMA发布了《信用评级机构向ESMA提交定期信息指南—第二版》。该指南明确了评级机构应提交的信息<sup>32</sup>，详细划分了A类和B类两种不同报告频率<sup>33</sup>、报告期和提交的截止日期，用图示规定评级机构应向ESMA提交其内部组织架构所包含的信息，以便ESMA统一对评级机构进行持续监管。新指南还明确了ESMA对评级机构提交用于计算监管费和评级机构市场份额信息的要求。计算监管费方面，规定评级机构应最迟在每年5月31日前向ESMA提交其上一年度的年度审计账目以供计算监管费，计算监管费需参考评级机构营业额<sup>34</sup>；计算市场份额方面，由于计算评级机构市场份额与计算监管费的基础相同，计算监管费适用营业额

的准则也适用于计算评级机构的市场份额。

**加强信用评级的披露要求。**2021年3月12日，ESMA在2019年版《适用于信用评级的信息披露要求指引——最终报告》的基础上更新《适用于信用评级的披露要求指南》。ESMA要求，信用评级或评级展望应附有新闻稿或报告，说明信用评级或评级展望的基本要素，至少包含关于信用评级是否已根据评级机构条例背书的明确声明或标识符、明确说明信用评级是否为主动信用评级等要素。如果ESG因素是导致信用评级或展望变化的关键驱动因素，ESMA要求在随附的新闻稿或报告中概述信用评级或展望变化背后的关键驱动因素是否符合评级机构对ESG因素的分类、确定ESG作为关键驱动因素、解释为什么这些ESG因素对信用评级或展望至关重要以及附上评级机构网站链接，链接需包含如何将ESG因素视为信用评级的一部分的解释，或说明如何在该机构的评级方法或模型中考虑ESG因素的文件。

#### 5. 加强对利益冲突的监管处罚

2021年3月30日，ESMA对穆迪集团的五家公司处以罚款，这些公司位于法国、德国、意大利、西班牙和英国，罚款总计370.3万欧元，同时ESMA发布了违反信用评级机构条例 (CRAR) 有关独立性和避免股东利益冲突的公告。ESMA指出穆迪分公司违规行为涉及：(1) 违反了禁止对持有本评级机构10%股权的股东或本评级机构董事会成员出具评级的规定；(2) 未披露与5%所有权相关的利益冲突；(3) 对股东利益冲突的内部政策和程序管理不充分。ESMA对穆迪分公司监管处罚旨在避免股东对评级过程的干扰，强化评级机构利益冲突管理，有助于保护投资者利益。//

<sup>32</sup> 指南主要描述了 ESMA 会给每个评级机构分配一个报告日程安排表，依据不同评级机构的情况分配 A 或 B 两种不同的类型，评级机构应根据两个类型中的一个，按季度、半年度、年度、半年或临时的方式向 ESMA 提交信息，如果文件是以英语以外的语言提交的，这些文件的需以 pdf 格式或其他机器可读的格式提交。

<sup>33</sup> A 类包括年度、半年度和季度，B 类包括双年度和年度。

<sup>34</sup> 如果评级机构的年总收入为 1000 万欧元以上并来自非评级活动或非辅助服务，评级机构应向 ESMA 提供此类活动和服务的详细说明；如果一个年总收入在 1000 万欧元以上的评级机构向不同客户提供信用评级活动和辅助服务，可以从辅助服务产生的收入计算中扣除相关收入，并向 ESMA 提供其内部结构的详细描述，以及相关政策和流程（如有）。

# 债市信用风险事件统计

## 一、违约情况

2022年4月—5月，债券市场<sup>1</sup>新增违约<sup>2</sup>主体3家，涉及到期违约债券7期，到期违约债券规模27.33亿元。另有重复违约<sup>3</sup>主体4家，共涉及到期违约债券5期，到期违约规模合计约39.14亿元。

截至5月31日，2022年我国债券市场新增违约主体6家，涉及到期违约债券24期，到期违约债券规模156.65亿元，均较上年同期（16家、56期和745.55亿元）有所减少。重复违约主体6家，涉及到期违约债券10期，到期违约规模约56.41亿元，均较上年同期（21家、46期和381.84亿元）有所减少（见表1）。

## 二、信用等级调整<sup>4</sup>情况

2022年4月—5月，债券市场有1家发行人主体级别发生上调，有15家发行人主体级别发生下调，有2家发行人主体展望发生上调，1家发行人主体展望发生下调。

截至5月31日，2022年我国债券市场有1家发行人主体级别发生上调，较上年同期（4家）有所减少，有38家发行人主体级别发生下调，较上年同期（49家）有所减少。有3家发行人主体展望发生上调，较上年同期（1家）有所增加，有4家发行人主体展望发生下调，较上年同期（7家）有所减少（见表2）。

表1 2019年—2022年5月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2019年			2020年			2021年			2022年1—5月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	49	140	914.50	30	98	1019.36	23	87	1015.76	6	24	156.65
重复违约	28	71	418.09	19	63	367.41	27	79	743.28	6	10	56.41

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 2019年—2022年5月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2019年	2020年	2021年	2022年1—5月	2019年	2020年	2021年	2022年1—5月
调升数量（家）	218	235	17	1	12	5	3	3
调降数量（家）	86	93	138	15	21	24	50	4

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2021年（含）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

## 山东如意科技集团有限公司

### 一、主体概况

山东如意科技集团有限公司（以下简称“如意科技”或“公司”）前身为成立于2001年的济宁如意创业有限公司，经多次增资及股东变更，后更名为现名。公司主要从事纺织服装制造、棉花、羊毛等的收购、加工及销售、服装、服饰、家用纺织品零售及品牌运营等业务，业务涉及纺织、服装、贸易等板块。公司是中外合资企业，北京如意时尚投资控股有限公司持股79.48%，邱亚夫为

公司的法定代表人和实际控制人。

公司于2017年12月12日发行3年期中票“17如意科技MTN001”，发行规模10亿元，票面利率为7.50%。如意科技前期激进并购导致债务高企，在行业下行和疫情因素影响下盈利能力下滑，加之外部融资渠道受阻，在短期债务集中到期压力下，2020年12月14日，“17如意科技MTN001”未能按时兑付本息，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	首次违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
17如意科技MTN001	2017/12/12	2020/12/14	2020/12/14	10.75	--	AA/AA/正面	中期票据	大公国际	本息违约
19如意科技MTN001	2019/3/15	2022/3/15	2020/12/15	1.50	--	AA+/AA+/稳定	中期票据	大公国际	利息违约
18如意01	2018/9/17	2023/9/18	2021/9/22	1.19	--	AA+/AA+/稳定	公司债	大公国际	利息违约

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

资料来源：联合资信COS系统

### 二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2018-04-27	公司发布2017年年报，资产总计623.44亿元，同比增长12.58%；负债总计354.17亿元，同比下降1.57%；资产负债率56.81%；营业总收入357.38亿元，同比增长22.87%；净利润28.47亿元，同比增长7.90%
2018-08-15	如意科技子公司山东如意毛纺织服装集团股份有限公司公告称，如意科技拟以18.10元/股的价格，要约收购如意集团3000万股的股份，同时，如意集团与银川市城市建设投资控股有限公司达成了有限合伙出资份额转让意向
2019-04-04	公司持有的山东如意毛纺织服装集团有限公司6051万股股份被冻结
2019-04-30	公司发布2018年年报，资产总计687.23亿元，同比增长10.23%；负债总计395.03亿元，同比增长11.54%；资产负债率57.48%；营业总收入342.82亿元，同比减少4.07%；净利润23.37亿元，同比减少17.89%
2019-10-18	公司公告，济宁市城建投资有限责任公司受让北京如意时尚投资控股有限公司持有公司26%的股权，股权转让价款35亿元，2019年10月15日，双方签署《股权转让协议》。上述交易完成后，公司实际控制人未发生变化，济宁市城建投资有限责任公司成为公司第二大股东

2019-11-26	由于公司短期偿债压力较大,公司及实际控制人多次被纳入被执行人名单,公司持有子公司的股权全部被冻结及质押,大公国际将如意科技及“15如意债”“17如意01”“17如意科技MTN001”“18如意01”“19如意科技MTN001”列入信用观察名单
2020-03-11	由于如意科技面临的法律风险和财务风险上升,短期偿债压力很大,且再融资能力受限,债务偿还能力下降,大公国际将如意科技主体信用等级调整为AA-,评级展望调整为负面,“17如意科技MTN001”“18如意01”及“19如意科技MTN001”信用等级均调整为AA-,并移出信用观察名单,“15如意债”信用等级维持AA+
2020-03-13	大公国际终止如意科技主体及“15如意债”“18如意01”“17如意科技MTN001”和“19如意科技MTN001”的信用等级,原信用等级有效期截至2020年3月13日
2020-03-17	公司公告,持有人会议决议“19如意科技MTN001”本息展期,并达成利息延期支付协议,约定本期利息延期3个月至2020年6月15日完成支付
2020-06-15	公司公告,第二次持有人会议决议“19如意科技MTN001”2020年付息时间再次延期至2020年12月15日
2020-06-30	公司发布2019年年报,资产总计761.63亿元,同比增长10.83%;负债总计451.88亿元,同比增长14.39%;资产负债率59.33%;营业总收入348.00亿元,归母净利润6.16亿元,同比下降67.99%;经营活动产生的现金流净额15.03亿元,同比下降53.04%;筹资活动产生的现金流净额-79.06亿元,同比下降2849.81%
2020-07-30	公司被杭州市中级人民法院列为被执行人
2020-10-28	公司公告,正在与债券持有人就“18如意01”回售本金的支付进行协商和解,已经陆续与部分持有人签订和解协议,拟分期兑付
2020-11-10	如意科技被济宁市中级人民法院列为被执行人,执行标的为3400万元
2020-12-14	公司未能按期兑付“17如意科技MTN001”本息,构成实质性违约

注:表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源:联合资信整理

### 三、违约原因分析

#### 持续并购导致公司债务负担较重,短期债务偿付压力大

如意科技自2010年开始高速扩张,通过发债、抵押贷款、担保贷款等方式筹措资金,持续收购海外时尚和奢侈品公司股权,再融资压力增大的同时,债务风险不断积累。2010—2016年,公司先后收购日本服装巨头瑞纳公司、苏格兰企业Carloway、德国西装生产企业Peine Gruppe、法国轻奢集团SMCP; 2017年以来,公司加快了并购的节奏,先后收购美国英威达公司旗下服装和高级纺织品业务、利邦男装、英国雅格狮丹公司、创新成衣设计制造和供应商Bagir公司,2018年又以6亿欧元收购瑞士皮具公司巴利(Bally)多数股权。2010—2018年,如意科技投资性现金流持续为负,净流出金额合计424.72亿元。然而,大量并购海外知名服装企业没有为如意科技带来可观收益,随着短期借款增加,公司流动性风险不断攀升。2019年,公司净利润同比下降68.65%,短期债务占比同比上升17.72个百分点至52.08%,而货币资金同比减少35.57%,短期债务高企,资金显著减少,存在无法兑付短期集中债务的风险。

#### 外部经营环境严峻,盈利能力减弱

近年来受纺织服装行业竞争加剧影响,公司外部经营环境不利,盈利能力持续下滑。2017—2019年,公司净利润分别为28.47亿元、23.37亿元和7.33亿元,毛利率分别为27.25%、26.07%和23.87%,公司盈利能力持续下降。2019年公司净资产收益率较上年下降5.63个百分点,公司依靠自有资本获取收益的能力减弱,自身造血能力不足。此外,随着行业竞争加剧和公司大规模扩张,公司销售费用大幅增加,2019年期间费用率为27.76%,对净利润侵蚀严重。2020年,受疫情冲击,公司销售收入进一步萎缩,营业收入下降至4.85亿元,经营性现金净流入额较2019年大幅下降53.04%,公司流动性承压。



## 法律诉讼频繁，股权冻结，对外担保规模较大，融资渠道受阻

截至2019年末，因买卖合同和租赁借贷合同纠纷，公司所持重要上市子公司山东如意毛纺服装集团有限公司全部股份6051万股均处于质押、冻结状态，公司失去重要子公司控制权，再融资压力增大；如意科技对外担保余额21.73亿元，绝大部分为民营互保，且部分被担保企业多次被列入失信被执行人，或有风险偏大。同时，如意科技及其实际控制人邱亚夫自2020年多次被列为被执行人，公司的财务风险和法律风险不断攀升。此外，2020年6月，济宁城投宣布退出成为如意科技第二大股东的协议。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流净额持续下降，2019年净流出额为79.06亿元，如意科技融资渠道受阻，资金严重不足，最终引发违约。



表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额 (亿元)	344.39	553.75	623.44	687.23	761.63	348.82
所有者权益 (亿元)	114.47	193.94	269.27	292.20	309.74	117.81
长期债务 (亿元)	65.10	132.67	156.15	168.52	129.77	76.26
全部债务 (亿元)	135.01	223.78	233.38	256.72	270.79	142.51
营业收入 (亿元)	227.70	290.87	357.38	342.82	348.00	105.01
利润总额 (亿元)	9.50	28.57	30.82	30.92	10.19	3.70
EBITDA (亿元)	19.24	48.72	51.01	54.87	52.54	--
经营性净现金流 (亿元)	15.84	40.63	40.89	32.01	15.03	5.44
营业利润率 (%)	17.57	20.59	26.84	25.62	23.41	14.70
净资产收益率 (%)	6.13	12.87	10.57	8.00	2.37	--
资产负债率 (%)	66.76	64.98	56.81	57.48	59.33	66.23
全部债务资本化比率 (%)	54.12	53.57	46.43	46.77	46.64	54.75
流动比率 (%)	137.50	127.88	184.60	169.17	136.74	132.90
全部债务/EBITDA (倍)	7.02	4.59	4.58	4.68	5.15	--
EBITDA利息倍数 (倍)	3.05	4.01	3.81	3.64	2.33	--
经营现金流动负债比 (%)	11.08	19.46	23.57	15.67	5.78	--

资料来源：联合资信COS系统



# 政策指南 Policy Guidelines



## 发改委等四部门：完善民营企业债券融资支持机制 全面实行股票发行注册制

2022年5月10日，国家发展改革委、工业和信息化部、财政部和人民银行发布《关于做好2022年降成本重点工作的通知》，通知提出，建立健全多层次资本市场，完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展；持续深化新三板改革，进一步提升直接融资服务能力。

*(摘自国家发展和改革委员会网站，2022年5月10日)*

## 三部门发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》

2022年5月27日，为统筹同步推进银行间和交易所债券市场对外开放，人民银行、证监会、外汇局联合发布公告〔2022〕第4号《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》。《公告》简化了境外机构投资者的入市程序，将可投资范围扩展到交易所债券市场，允许境外机构投资者自主选择银行间债券市场结算代理与托管银行模式。《公告》是深入推进中国债券市场制度

型开放的重要一步，有利于健全多元化投资者队伍，提升债券市场的流动性与稳健性。

*(摘自人民银行网站，2022年5月27日)*

## 交易商协会和沪深交易所推出科创类债务融资工具

2022年5月20日，交易商协会发布《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》，表示交易商协会将科创类融资产品工具箱升级为科创票据，并对科创票据的定义、分类和配套设施进行了介绍。同日，

沪深交易所按照证监会统一部署，分别发布了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第4号——科技创新公司债券》和《公司债券创新品种业务指引第6号——科技创新公司债券》，正式推出科技创新公司债券特定品种，对相关制度安排予以明确，对后续科技创新公司债券的发行上市申请及挂牌转让等业务行为作出规范。本次交易商协会的科创票据和证监会的科技创新公司债券，进一步聚焦于科技创新领域，支持主体范围广、给予多项配套安排，是债券市场产品多样化建设和转型升级的成果之一，有利于引导促进资金向科创企业流动，有利于解决科创企业融资难、融资贵的问题。

*(摘自交易商协会和上海证券交易所、深圳证券交易所网站, 2022年5月20日)*

### 交易商协会发布四项制度 助力债务违约风险化解

2022年5月5日，为进一步提升银行间债券市场支持服务实体经济的能力，交易商协会发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具置换业务指引》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南(2022版)》《银行间债券市场自律管理措施实施规

程》四项制度，将债券置换和同意征集机制引入银行间债券市场，优化债券违约及风险处置机制，明确自律管理措施实施规程，有效提升了银行间市场债务管理机制，增加了对投资者的保护力度。

*(摘自证券日报, 2022年5月6日)*

### 交易商协会启动资产担保债务融资工具创新试点

为贯彻落实党中央、国务院关于加快发展保障性租赁住房政策精神，充分发挥资产信用，服务稳市场主体保就业，2022年5月27日，中国银行间市场交易商协会发布《关于开展资产担保债务融资工具相关创新试点的通知》。资产担保债务融资工具作为国际市场发展较为成熟的结构化融资产品，有助于企业盘活存量资产、拓宽企业直接融资渠道。资产担保债务融资工具创新试点的启动，为银行间市场助力保障性租赁住房发展探索了新路径。

*(摘自交易商协会网站, 2022年5月27日)*

### 中国证券业协会修订发布《非公开发行公司债券报备管理办法》

2022年5月13日，为进一步规范非公开发行公司债券报备管理，适应上位法修订内容，中国证券业协会修订发布《非公开发行公司债券报

备管理办法》，自2022年8月1日起正式施行。本次修订的主要内容是明确发行报备管理机制，调整报备情形和报备义务人内涵外延，适应上位法修订；统一报备程序，优化材料清单，规范补正管理，重点监测防范发行人直接或间接认购行为；强化自律管理职责，引导报备义务人建立健全内部报备工作机制，对频繁迟报、错报或出现漏报的报备义务人视情形采取自律措施。

*(摘自证券日报, 2022年5月13日)*

### 上海清算所发布现金要约收购和置换业务操作须知

为提升银行间债券市场服务实体经济能力，进一步支持现金要约收购、债券置换等发行人主动债务管理业务常态化开展，上海清算所于2022年5月9日发布《银行间市场清算所股份有限公司现金要约收购业务操作须知》和《银行间市场清算所股份有限公司置换业务操作须知》。两项操作须知细化了发行人、投资人及专业机构在标的债券锁定、资金划付及注销、新发债券登记等各环节业务流程及操作要求，有利于进一步完善业务规则体系，保障发行人主动债务管理工具的稳妥有序落地，强化对投资人合法权益的保护。

*(摘自上海清算所网站, 2022年5月9日)*

# 市场动向 Market Trends

## 首单民营企业债券融资专项支持计划项目落地

2022年5月10日,晶科科技2022年面向专业投资者公开发行乡村振兴碳中和绿色公司债券(第一期)成功发行,由专项支持计划与金融机构联合为“GC晶电01”提供1亿元增信支持,规模5亿元,期限2年,票面利率5.5%,募集资金主要用于乡村振兴、绿色碳中和光伏电站项目。这是交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划后落地的首单项目,吸引了多家机构积极认购,5.5%的票面利率创近期同期期限AA评级民营企业债券最低水平,帮助企业在优化债务结构的同时,显著降低融资成本。

(摘自中证报,2022年5月12日)

## 宝钢股份发行国内首单低碳转型绿色公司债

5月24日,宝山钢铁股份有限公司发行2022年面向专业投资者的低碳转型绿色公司债券(第一期),是全国首单低碳转型绿色公司债券,发行规模5亿元,发行期限为3年,发行利率2.68%,债券募集资金拟全部投放于宝钢股份子公司湛江钢铁氢基竖炉系统项目。该项目采用

氢基竖炉低碳冶金代替常规高炉冶金流程,远期可实现清洁能源的替代,对于实现我国“2030年碳达峰,2060年碳中和”的目标、响应绿色发展理念具有重要积极意义。(摘自新浪财经,2022年5月24日)

## 全国首单“一带一路科技创新”公司债券落地

2022年5月24日,广州港股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券(用于“一带一路”)(第一期)成功发行,发行规模10亿元,发行期限3年,最终票面利率为2.78%,全场认购倍数5.66倍,募集资金全部用于偿还“一带一路”科技创新项目的有息债务。此次债券发行有助于加快广州港下属南沙新沙港区重大港口智能系统创新升级及规模化应用,大幅提升智慧港口建设及上下游供应链现代化、智能化、数字化水平。

(摘自东方财富网,2022年5月25日)

## 全国首单“中债民企债券融资支持工具+高成长债”落地

2022年5月25日,浙江恒逸集团

有限公司2022年度第五期短期融资券(高成长债)落地,是全国首单中债民企债券融资支持工具和搭载该工具的高成长债项目。项目由中债信用增进公司与浙商银行联合创设信用风险缓释凭证1.7亿元,支持恒逸集团发行债券金额5亿元,较前期债券发行利率下降20BP,节约财务成本约100万元。本次科技创新主题的“高成长债”体现了十四五规划“坚持创新驱动发展”的精神,具有鲜明的主题特色和示范效应。

(摘自证券时报,2022年5月26日)

## 全国首单绿色碳中和科技创新债落地

2022年5月27日,江苏永钢集团有限公司发行2022年绿色科技创新公司债券(专项用于碳中和),发行规模为1亿元,票面利率5%,这是全国首单绿色碳中和科技创新公司债。本期债券募集资金将全部用于科创升级项目——80MW超高温亚临界煤气发电项目的设备采购、项目建设和运营,募投项目属于绿色项目,预计年温室气体减排量可达42.21万吨二氧化碳当量,有助于碳达峰与碳中和愿景实现。

(摘自东方财富网,2022年5月27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

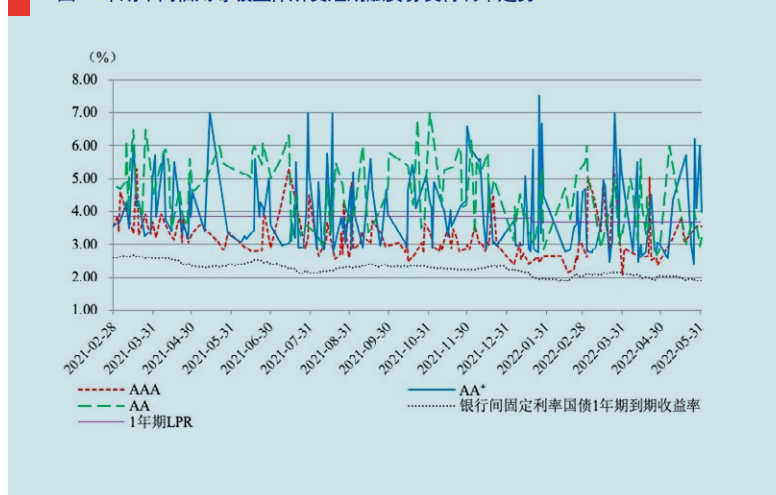
2022年4月至5月, 央行继续实施稳健的货币政策, 通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看, 4月央行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构), 共计释放长期资金约5300亿元; 5月下调5年期LPR报价15个基点至4.45%; 实施逆回购共计4200.00亿元, 逆回购到期10700.00亿元, 实现净回笼6500.00亿元; 开展中长期借贷便利(MLF)操作2500.00亿元, 到期中长期借贷便利(MLF)2500.00亿元, 投放与到期量完全对冲。在此背景下, 2022年5月, 3年期公司债和5年期中票的平均发行利率(3.28%和3.46%)均较4月(3.43%和3.70%)有所下降; 1年期短融和7年期企业债的平均发行利率(3.79%和5.13%)均较4月(3.32%和4.75%)有所上升。

表1 2022年4月—5月债券平均发行利率(%)

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2022年4月	2022年5月	2022年4月	2022年5月	2022年4月	2022年5月	2022年4月	2022年5月
AAA	2.83	3.35	3.30	3.11	3.57	3.42	4.40	4.78
AA+	3.12	4.26	3.69	3.97	3.84	3.63	5.14	5.47
AA	3.81	3.62	3.74	--	4.62	--	--	--
平均发行利率	3.32	3.79	3.43	3.28	3.70	3.46	4.75	5.13

注: 1年期短融及其他债券无债项评级债券信用等级为主体级别, 其余债券信用等级为债项级别

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2022年4月至5月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈波动下行态势。2022年5月, AAA级和AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(3.35%和4.26%)较4月(2.83%和3.12%)均有所上升, AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(3.62%)较4月(3.81%)有所下降。

2022年4月至5月, 交易所国债3年期到期收益率呈先升后降态

势。2022年5月，3年期AAA级公司债券的平均发行利率（3.11%）较4月（3.30%）有所回落，AA+级公司债券的平均发行利率（3.97%）较4月（3.69%）有所上升。

2022年4月至5月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈先升后降态势。2022年5月，5年期AAA级和AA+级中期票据的平均发行利率（3.42%和3.63%）均较4月（3.57%和3.84%）有所下降。

2022年4月至5月，银行间固定利率国债7年期到期收益率呈先升后降态势。2022年5月，7年期AAA级和AA+级企业债的平均发行利率（4.78%和5.47%）均较4月（4.40%和5.14%）有所上升。

当前，受国际环境更趋复杂严峻和国内疫情冲击明显的超预期影响，我国经济下行压力进一步加大。在此背景下，央行落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”总体要求，继续加大宏观政策调节力度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。展望后市，预计国内疫情防控形势将逐步改善，但当前经济恢复基础尚不牢固，宏观政策或将继续加码发力，为市场提供充裕的流动性的同时，加大小微民营企业的纾困力度。 ▮

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

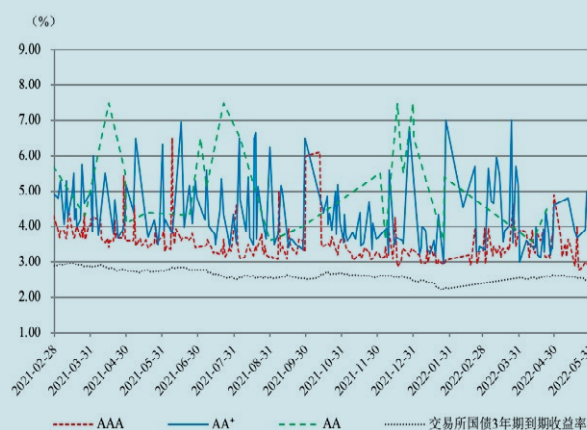


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势图

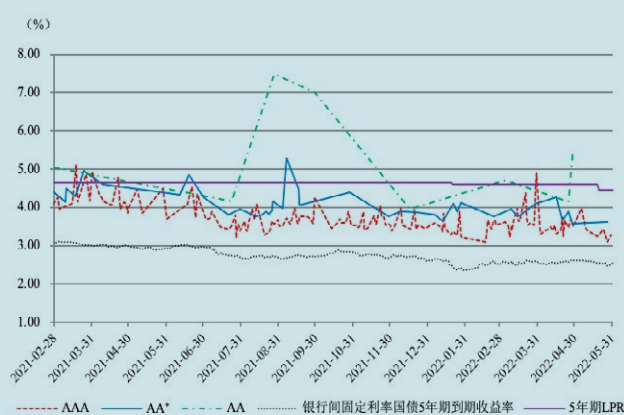
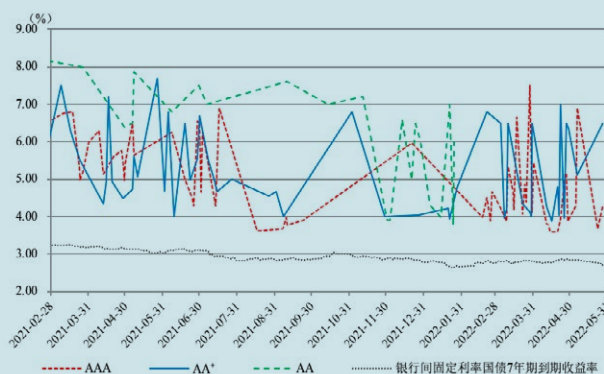


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2019年—2022年5月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2019年	2020年	2021年	2021年1—5月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.0	2.2	8.1	--	--
规模以上工业增加值	5.7	2.8	9.6	--	3.3
固定资产投资总额(不含农户)	5.4	2.9	4.9	20.6	6.2
社会消费品零售总额	8	-3.9	12.5	17.2	-1.5
出口总额	5	4	21.2	8.9	11.4
进口总额	1.7	-0.2	21.5	7.1	4.7
CPI	2.9	2.5	0.9	--	1.5
PPI	-0.3	-1.8	8.1	--	8.1
社会融资规模存量	10.7	13.3	10.3	329.2	10.5
M2余额	8.7	10.1	9.0	252.7	11.1
人民币贷款余额	12.3	12.8	11.6	203.5	11.0

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

资料来源: Wind, 联合资信整理

2019年—2022年5月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2019年	2020年	2021年	2022年1—5月	2022年1—5月 同比(%)	2019年	2020年	2021年	2022年1—5月	2022年1—5月 同比(%)
政府债	1254	2024	2148	1005	102.62	85325.17	140690.98	136632.90	60043.75	17.43
国债	159	176	159	58	-19.44	41689.90	76252.85	61816.60	27759.20	4.88
地方政府债	1095	1848	1989	947	123.35	43635.27	64438.13	74816.30	32284.55	30.89
央行票据	7	12	12	5	0.00	320.00	610.00	600.00	250.00	0.00
同业存单	27892	28610	29909	11335	-9.54	179712.73	189719.80	217761.60	89573.20	-5.33
金融债	1315	1734	1894	609	-23.20	68140.30	89668.21	90083.66	32691.82	-15.26
政策银行债	696	789	847	273	-36.81	40356.00	50948.70	51610.50	18895.60	-25.97
商业银行债	96	84	103	63	53.66	4329.50	6754.80	7710.55	4986.57	39.76
商业银行次级债券	88	126	145	40	-21.57	11651.00	12636.90	12025.73	3962.50	42.30
保险公司债	9	21	19	7	-22.22	566.50	780.00	539.00	170.50	-31.80
证券公司债	183	359	449	141	-4.73	4558.30	8752.81	10962.38	2867.65	-25.61
证券公司短期融资券	176	295	269	78	-8.24	4491.00	7983.00	5937.00	1409.00	-30.11
其它金融机构债	67	60	62	7	-74.07	2188.00	1812.00	1298.50	170.50	-31.80
企业债	394	388	489	222	21.31	3631.19	3945.49	4379.80	1691.07	-5.83
公司债	2463	3622	4047	1395	-9.47	25501.83	33729.15	34428.73	12403.97	-7.53
一般公司债	891	1213	1422	579	14.43	10937.11	15248.07	16382.13	6422.59	3.74
私募债	1572	2409	2625	816	-21.16	14564.73	18481.07	18046.60	5981.38	-17.19
中期票据	1677	2119	2555	1152	24.81	20318.60	23469.92	25389.65	11543.95	24.63
短期融资券	3509	4848	5147	2243	2.98	36195.19	50055.43	51940.71	22398.56	-0.14
一般短期融资券	468	513	582	250	13.64	4826.20	4924.78	5234.78	2262.62	32.85
超短期融资债券	3041	4335	4565	1993	1.79	31368.99	45130.65	46705.93	20135.94	-2.85
定向工具	863	1026	1406	534	-0.93	6192.12	7071.85	8605.83	3456.78	-3.66
国际机构债	9	5	9	3	0.00	135.00	120.00	175.00	115.00	43.75
政府支持机构债	18	15	20	10	42.86	1650.00	1730.00	1900.00	1000.00	100.00
资产支持证券	4199	5483	5880	1517	-29.24	23403.06	29054.71	31433.21	7131.32	-36.06
交易商协会ABN	695	1090	1406	407	-72.20	2887.36	5081.96	6451.17	2241.89	-57.79
银保监会主管ABS	566	522	586	113	-75.75	9433.36	8230.48	8827.98	1354.04	-28.16
证监会主管ABS	2938	3871	3888	997	365.89	11082.33	15742.28	16154.06	3535.39	-10.66
可转债	154	219	119	48	-7.69	2707.63	2778.27	2828.47	1014.49	-9.58
可交换债	60	42	34	11	0.00	824.15	461.39	436.60	167.23	78.00
项目收益票据	0	3	8	0	--	0.00	24.00	49.30	0.00	--
标准化票据	4	57	1	0	--	13.80	61.18	0.50	0.00	--
合计	43818	50207	53678	20089	-6.19	454070.77	573190.38	606645.96	243481.14	-1.85

注: 本表统计口径为Wind中截至2022年6月24日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2021年及之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind

# 联合赤道环境评价有限公司

联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）成立于2015年，是国内最大的信用信息服务机构之一“联合信用管理有限公司”的控股子公司，始终专注于绿色金融与可持续发展领域服务，是具有“绿色金融+节能环保+环境检测”多重专业技术优势的第三方评估认证机构。

联合赤道以“塑天地之本源，传人类之文明”为使命，借鉴“赤道原则”理念，以环保专业人才队伍为核心，以成为绿色金融与可持续发展咨询领域领军企业作为公司的战略愿景，为市场提供商业银行绿色金融债咨询、信贷客户赤道原则评估、绿色债券评估认证、企业主体绿色评级、社会责任咨询、地方政府绿色金融咨询、绿色企业绿色项目评估等绿色金融咨询业务。

联合赤道凭借专业全面的技术实力、强大的环保专家

人才团队、积极探索的创新精神，创新研究并发布国内首个“主体+债项”完整绿色认证方法体系，得到了国内监管部门和中国金融学会绿色金融专业委员会的高度认可。联合赤道是中国人民银行研究局绿色金融标准工作组成员单位、中国金融学会绿色金融专业委员会的理事单位，具备绿色金融评估认证领域的国际国内权威资质。联合赤道在国内绿色债券评估认证市场占有率持续领先，企业主体绿色评级业务得到认可，工商银行环境压力测试等课题受到广泛关注。联合赤道是中国绿金委绿色项目数据库建设的牵头第三方机构，也是国家发改委指定的唯一环境信用体系建设的第三方服务机构，依托兼容、环保大数据平台，自主开发了绿色金融服务平台。联合赤道已成为国内首批被广泛认可的绿色金融评估认证机构之一。





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)