Lianhe Credit Research

联合

信用研究

主办单位:联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

JUNE

新型冠状病毒疫情下的全球债务风险剖析 2019年度我国公募债券市场违约 处置和回收情况研究

Fluctuation

CREDIT RISK

Page And Recovery

Fluctuation

CREDIT RISK

Figure And Recovery

Fluctuation

RATING

INDUSTRY

EXPORT





联合资信

联合评级

联合资信成为 评级业管理新规实施后 首家完成备案的本土评级机构

2020年6月8日,联合资信评估有限公司(以下简称"联合资信")成功向中国人民银行完成备案,成为评级业管理新规实施后首家完成备案的本土信用评级机构。联合资信作为具有二十年评级历史的中国本土最大评级机构之一,在依法合规经营的基础上,积极履行监管要求。

联合资信自成立以来,坚守"独立、客观、公正、科学"的评级精神,以勤勉尽责、合规经营为工作底线,切实为资本市场各参与方提供优质的评级服务,始终保持规模领先地位。联合资信总裁万华伟先生这样阐述公司坚守的经营理念。

2019年11月29日,中国人民银行、国家发展和改革委员会、财政部、中国证券监督管理委员会联合发布《信用评级业管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),并于2019年12月26日正式实施。

《暂行办法》明确规定监管主体包括信用评级行业主管部门和业务管理部门,中国人民银行是信用评级行业主管部门;设立信用评级机构、评级机构设立分支机构、评级机构发生变更等事项,均应向所在地的信用评级行业主管部门省一级派出机构办理备案。





主办单位 Sponsors /—

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

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

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

编委会

Editorial Committee /

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

闫瑾 Yan Jin

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(TeI):(010)85679696 | 邮箱(Email):lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228 网址(Website):www.lhratings.com | 邮编(Postal Code):100022

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

市场部门联系人 Marketing Department Contact

刘强 Liu Qiang

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

成斐 Cheng Fei

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

马新疆 Ma Xinjiang

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

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

投资人服务热线 Investor Service Hotline

张丰 zhang Feng

电话(Tel): (8610)8567 9696-2015 | 13811521663 邮箱(Email)zhangfeng@lhratings.com

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

特别策划 Feature

- 1 新型冠状病毒疫情下的全球债务风险剖析 联合资信 艾仁智 李为峰 胡前方 王倩
- 7 2019年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究 联合资信 联合评级 郝帅 闫瑾 刘晓光
- 18 境外美元债波动对中资房地产企业信用风险影响研究 联合资信联合评级 艾仁智 李晶 冯磊 罗星驰

宏观研究 Macroeconomic Research

25 短期因素推升出口增速,二季度外贸环境不容乐观 ——2020年4月进出口数据点评 联合资信联合评级 宏观研究部

行业研究 Industry Research

- 29 工业经济大幅滑坡,制造业蕴含较大信用风险——新冠肺炎疫情以来工业经济运行及信用风险观察联合资信联合评级 马顺福 丁继平 侯睿 王妍 王信鑫 吴玥
- 35 后疫情时代,我国原料药行业面临机遇下的隐忧 联合评级 唐玉丽
- **40** 浅谈新冠肺炎疫情对保险行业的影响 联合资信 郎朗 谢冰姝

债券市场 Bond Market

- 43 2020年一季度债券市场运行报告 ——债券市场存量规模破百万亿,逆周期调节政策下债 券发行量将继续增长 联合资信联合评级 董欣焱 胡颖 夏妍妍 刘艳
- **52** 2020年一季度城投债市场分析 联合资信 张建飞 许狄龙 马玉丹 丁晓
- 59 Chinese LGFV Offshore US Dollar Bond Market: The Impactof COVID-19 Epidemic on Highly-Rated Chinese LGFVIssuers Likely Remains Moderate Lianhe Ratings Global Joyce Huang Jessie Liu

国际评级 International Credit Rating

61 国际评级行业发展与监管动态报告 联合资信 联合评级 债券市场研究部

评级表现 Credit Rating Performance

76 2020年一季度中国债券市场评级表现和评级 质量研究报告

联合资信 联合评级 王自迪 闫瑾 吴旻

信用风险 Credit Risk

- 84 信用风险事件统计
- 85 违约案例 青海盐湖工业股份有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 88 政策指南
- 90 市场动向

市场数据 Market Data

- 92 债券发行利率走势
- 94 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

42 关于资产支持票据 (ABN) 的一些基础知识





联合资金



联合评级

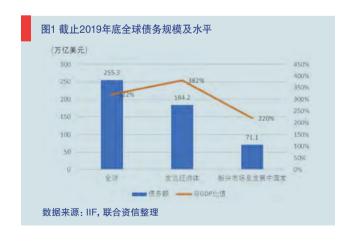
新型冠状病毒疫情下的全球债务风险剖析

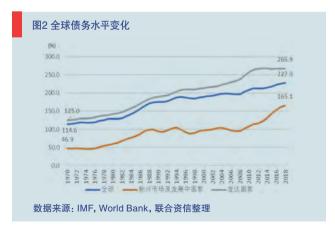
文 | 联合资信评估有限公司 艾仁智 李为峰 胡前方 王倩

2008年以来,全球债务水平不断升高,而在新冠疫情冲击下全球债务规模进一步扩大,加剧了全球债务安全的脆弱性,尤其是通讯及能源行业企业面临更大的偿债风险。目前,美国已演变为全球疫情的"震中",油气、航空、交通运输等受疫情影响较为严重的行业信用风险更加突出;欧洲银行业资产质量将再次面临疫情冲击下的考验,部分国家主权债务风险凸显;新兴市场受到的冲击尤为严重,部分新兴市场国家爆发债务危机的可能性较大。

一、新冠疫情进一步加大全球债务规模

自20世纪70、80年代以来,随着大规模石油美元的 回流以及以美国为代表的发达经济体金融工具创新的 不断拓展,以发达国家为主的债务经济型发展模式日益 兴起。"债务经济"一词,最初源于美联储前主席格林斯 潘对美国债务经济的实质的解读。他认为,"美国增加债务能力是全球化的一种职能,因为负债能力的显著提高与成本的降低以及国际金融载体范围的扩大休戚相关。"美元作为国际储备货币,美国可以通过贸易赤字、财政赤字等形式直接输出美元债务,而其他国家为了保证自己持有的美元价值又不得不去购买具备保值属性的美国国债及其他金融资产,这样美国的债务则成为了一种循环往复,只需付息不需还本的永续债务。美国也就不需要担心债务负担即可通过向全球举债而不是一般实际经济生产活动就可以达成经济增长的一种经济模式。这种"债务经济"往往表现为一国总投资大于总储蓄,储蓄不断减少的同时国内外债务不断攀升,经济体依靠债务维持运行的过程。根据国际金融协会(IIF)的数据显示,截至2019年年末,全球债务规模达到255万亿美元,与全球GDP比值已经超过322%,创下历史新





¹ 郭敏,安亚琼,发达国家债务经济可持续性现状与趋势,2013

高。其中,发达经济体总债务规模达到184.2万亿美元,政府部门是主要债务人;而新兴市场及发展中国家总债务规模约为71.1万亿美元,接近一半来自于非金融企业部门(图1、图2)。

从全球债务结构来看,近年来尤其是2008年以后,发达国家政府债务水平迅速上升,2018年已经达到GDP比值的104.2%;私人部门债务水平则在2008年之后逐步趋缓。而新兴市场及发展中国家在政府部门的债务负担表现较为平稳,但私人部门债务水平快速攀升,2018年私人部门债务与GDP比值达到116.6%,与发达国家私人部门的债务水平差距持续缩小(图3、图4)。

进入2020年以来,受新冠疫情的影响,各国更是通过信贷和发行债券的方式,增加市场的流动性以缓解疫情对经济的冲击,相应地各相关国家的债务规模也随之扩大。仅在2020年3月份,全球政府主权债券单月发行总额飙升至2.1万亿美元,是2017—2019年平均水平(0.9万亿美元)的两倍多,创历史高位。

二、疫情加剧了全球债务安全的脆弱性

疫情对全球经济冲击的路径分析

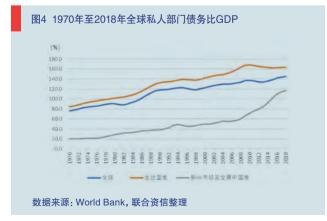
1. 疫情冲击下,全球通讯及能源行业企业面临更大的 偿债风险;当前阶段美国已演变为全球疫情的"震中",油 气、航空、交通运输等受疫情影响较为严重的行业信用风险 更加突出,欧洲银行业资产质量将再次面临疫情冲击下的考验,部分国家主权债务风险凸显

从全球企业存量债务的行业分布看,目前全球企业 高收益级债券存量占存续债券10%以上的行业包括了通 讯、能源、可选消费、材料、医疗、科技以及必选消费, 其中通讯及能源等受疫情影响较为严重行业的高收益 级别债券占存量债券的比重均超过了20%。本次新冠肺 炎疫情持续影响全球经济增长前景,石油需求增长仍趋 于黯淡,油价被"极端情景"不断拉低,这对全球能源 企业偿债能力形成较大冲击。从通讯行业的情况来看, 由于疫情上导致的停工停产、国际物流受阻等原因,极 有可能使芯片等广泛用于通讯行业的基础元件供应产生 "断点",影响企业的生产以及出口活动,对行业内企业 的盈利能力产生负面冲击。

从疫情扩散形势看,自1月底在武汉爆发以来,2月中旬以后新冠疫情在东亚日韩、欧洲及美国加速扩散。2020年3月以来,美国和欧洲演变成为全球疫情的"震中"。作为"震中"的美国,自2020年年初以来,美国全行业企业债信用利差均有不同程度的走高,其中油气、汽车、金属及采矿、媒体及娱乐等行业所发企业债利差走扩程度更加明显(图5)。1月1日至3月27日期间,油气行业所发企业债信用利差扩大了逾800个BP,主要受到新冠疫情叠加国家油价暴跌影响,行业信用风险陡增。

随着欧洲3月疫情加重的影响,市场对于爆发新一





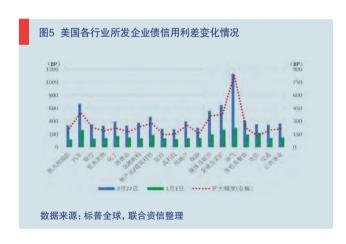
轮欧债危机的担忧有所增强,欧洲部分国家主权债遭到 大规模抛售,"欧洲五国"中西班牙、意大利和葡萄牙主 权债CDS有所上升,而这些国家正是欧洲受新冠疫情冲 击最为严重的国家(图6)。尽管和欧洲危机时期相比这 些国家当前的CDS水平仍处于相对低位,但随着疫情对 经济打击的进一步显现以及有可能再次重来,未来不排 除有进一步上升的可能。由于这些国家的主权债券有很 大一部分为欧洲其它地区和国家的银行所持有,因此这 些国家的主权债券价格的大幅下滑使得银行业资产面 临一定减值风险,银行业资产质量将受到一定考验。

2. 随着疫情的不断扩散,对于新兴经济体和发展中国家的经济冲击,主要表现为主权债务危机和企业债务危机 所致的金融机构危机

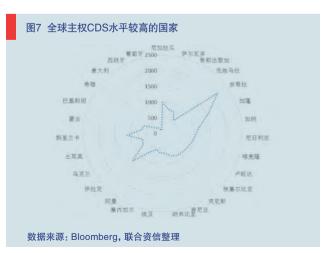
随着疫情的不断扩散,新兴经济体和发展中国家由

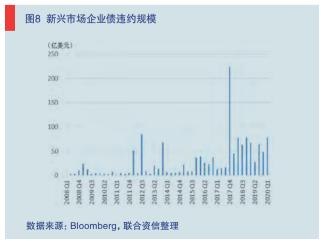
于医疗基础设施不完善、经济基础薄弱等原因受到的冲击更为严重,黎巴嫩、阿根廷、厄瓜多尔、赞比亚等国相继出现不同程度的主权债务违约事件,其他新兴市场国家主权CDS也都出现了不同程度的上升,尤其是非洲地区多国主权CDS均已升至1,000个BP以上,发生主权违约事件的概率大幅上升(图7)。在此背景下,新兴市场国家企业部门在全球金融市场融资的成本及难度将大幅上升,一旦疫情进一步加重,新兴市场国家企业债违约风险也有所上升。2020年一季度,新兴市场企业债违约规模达到78亿美元,同比和环比均有不同程度的上升,且随着疫情的持续蔓延及主权信用状况的整体恶化仍有上升的可能(图8)。

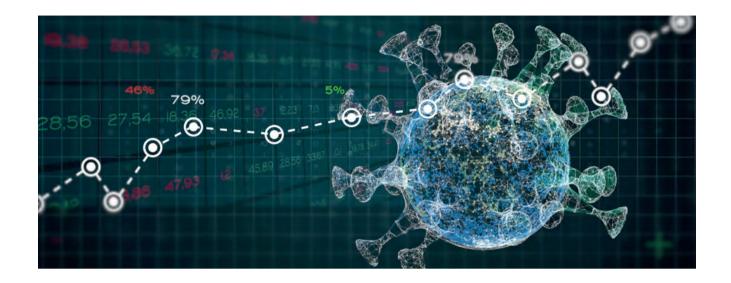
在主权债和企业债风险大幅上升的情况下,新兴市场金融机构爆发危机的可能性也大幅上升。一方面,金











融机构持有的主权债和企业债面临较大减值风险,疫情冲击下不良贷款率可能会大幅上升,金融机构资产质量或将显著恶化;另一方面,由于新兴市场国家央行纷纷跟随美联储降息,金融机构净息差显著收窄,再加上宏观经济下行压力持续加大,金融机构盈利能力也面临很大的考验。

疫情下金融危机——经济危机——债务危机之间的相互 传递和交叉风险分析

从历史情况来看,金融危机、经济危机和债务危机 之间具有一定的线性关系:金融危机的爆发会导致市场 流动性大幅收紧,大量企业因融资困难而破产,从而引 发经济危机;经济危机的出现又使得企业偿债能力持续 恶化,金融机构不良贷款率上升,政府债务水平大幅上 升,从而引发大规模债务危机。"2008年全球金融危机 爆发——2009年全球经济陷入衰退——2010年欧债危 机爆发"即是这种关系的具体体现。

在疫情冲击之下,这三者之间的关系变得更加错综复杂。首先,疫情加速了这三者之间的相互传递,引发了全球市场避险情绪的大幅上升,加速了局部或初期的金融危机向实体经济传导,同时使得企业偿债能力大幅恶化,出现债务危机的可能性大幅上升;其次,疫情提升

了这三者的交叉风险,部分脆弱的新兴市场国家可能会 出现三种危机并存的局面,例如阿根廷;最后,疫情缩 短了这三者的爆发周期,尤其是经济危机,疫情引发的 停工停产、消费下滑、外贸停滞等问题使得全球经济在 2020年陷入衰退成为大概率事件,经济危机已不可避 免,但如果采取得当措施,金融危机和债务危机有可能 会推迟或大幅缓解。

疫情是压垮全球债务危机的最后一根稻草吗

2008年全球金融危机以来,全球债务经济的延续 在很大程度上得益于发达国家央行采取的宽松货币政 策,充裕的流动性使得各类债务主体能够以较低的成本 "借新还旧",维持高额的债务。然而,新冠疫情的爆发 使得全球流动性大幅收紧,融资成本及难度均大幅提 升,爆发债务危机的可能性有所增加。

从目前来看,债务危机在部分新兴市场国家和发展中国家爆发的可能性较大。首先,尽管在疫情爆发后全球融资成本均有上升,但随着各国政府纷纷出台大规模的货币及财政刺激政策,市场流动性紧张状况得到一定程度的缓解,发达经济体企业债期权调整利差(OAS)明显回落。并且,由于市场避险情绪的上升,新兴市场面临的资本外流压力加大,企业债OAS回落幅度有限,新

兴市场仍面临较高的再融资风险(图9); 其次, 市场避险情绪下新兴市场货币面临极大的贬值压力, 2020年年初以来已有8个新兴市场国家的货币贬值幅度达到10%以上, 这将使得新兴市场国家外债偿还压力进一步上升, 尤其是那些外债水平较高、短期债务占比较高、外汇储备不足的国家; 最后, 新兴市场国家对大宗商品出口的依赖程度普遍较高, 而在新冠疫情影响下全球大宗商品价格预计将在未来很长一段时期内维持低位, 将使得新兴市场国家出口减少、经济面临下行压力, 削弱各类型债务主体的偿债能力(图10)。

但从长期来看,如果疫情造成经济停摆的时间过长,全球经济或将陷入长期衰退,经济衰退下企业盈利状况持续恶化;同时,市场悲观情绪的大幅有可能再度上升,使得现有采取的货币及财政刺激政策失灵,发达经济体也将很难独善其身。

三、如何走出债务危机的阴影

前三次债务危机的化解

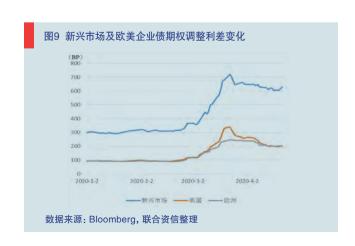
自1970年布雷顿森林体系解体以来,全球共经历了四次大型债务浪潮,前三次债务浪潮最终都演变为债务危机,而目前正处于第四次债务浪潮之中。因此,从前三次债务化解之道上中,寻找破解危机之道。

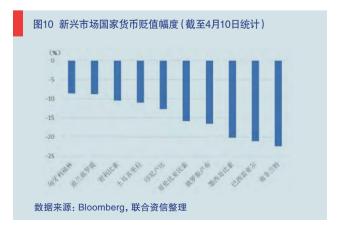
1970年爆发的拉美债务危机主要是在欧美低利率

环境下大举借债而导致,危机爆发后,拉美国家主要采取三种债务化解方式:一是进行债务展期和重组,拉美国家将大量的短期债务调整为中长期债务,旨在降低利息支出负担,但此举只能缓解短期债务压力,并不能彻底解决债务危机;二是执行"布雷迪计划",由于债务延期和重组很难解决债务国偿付能力不足的问题,因此美国出台"布雷迪计划"对债务国进行债务减免,并发行不良贷款互换的"布雷迪债券",真正缓解拉美国家的债务偿付压力;三是各国采取严厉的紧缩政策,拉美各国按照IMF的要求而采取货币贬值、提高利率以及控制工资增长等紧缩政策来改善国家的资产负债表状况,但对经济发展造成一定阻碍。

1990年爆发的亚洲债务危机主要是由过快的金融自由化以及企业在国际市场上过度举债导致,危机爆发后各国主要采取三种债务化解方式:一是完善汇率和国际收支制度,亚洲国家纷纷采取审慎的货币政策和财政政策,有效保证外汇储备日益上升,逐步扭转以往严重依赖海外短期资金流入的局面;二是严格监管银行体系,各国政府对银行不良贷款进行冲销以及重组整体资本结构,并强化对金融系统的审慎监管;三是重组企业资产负债表,各国政府对企业资产负债状况进行重新整理,金融危机前的过度投资被逐一清理。

2000年—2003年在美联储长期低利率的货币政策下,信贷膨胀问题也随之而来,多余的流动性从实体企





业流入到资本市场,滋生大量资本泡沫和高杠杆问题。 在危机爆发后,各国主要采取三种债务化解方式:一是加强对金融的监管,自2008年金融危机后采取严格的金融监管政策,通过《多德弗—兰克法案》成立金融稳定监管委员会,负责监测和处理威胁国家金融稳定的系统性风险;二是采取紧缩的财政政策,尤其是欧洲各国在欧债危机后开始大量削减财政支出,严格控制政府债务和财政赤字;三是通过对银行部门重组和去杠杆恢复银行的生存能力,以确保市场信贷融资渠道畅通,增强国内金融机构的生存能力。

本轮债务危机的化解建议

和前几波债务浪潮不同,本轮债务浪潮覆盖了所有 新兴市场及发达国家,因此我们从不同区域情况入手, 根据前三次债务化解方法而提出以下建议:

1. 对美国而言,需加大政府救市力度以防范金融风险进一步传导,其中尤为关注高收益债券和CMBS有可能爆发的违约

借鉴美国次债危机的经验,政府需要注资金融底层标的以稳定金融机构信用,防范金融风险传导。美联储出台7,000亿美元的量化宽松计划,其中有2,000亿美元用作购买抵押贷款支持证券;同时,美联储将针对存款机构的紧急贷款贴现率下调125个BP至0.25%,并将贷款期限延长至90天。由于住房抵押贷款仍然是主要金融衍生品的底层标的,如果居民大幅失业导致还款能力下降,极有可能造成房屋抵押贷款底层标的出现违约,相应加剧上层金融衍生品的违约风险。因此,以上举措主要是为了保护金融机构健康运营,以防止银行系统发生传导性金融危机。

在本轮债务浪潮中,美国非金融企业违约风险上升。受美联储低利率的鼓舞,美国企业大规模举债导致杠杆不断加大,并利用债务收益来回购股票。但随着新冠肺炎的全球蔓延以及美国股市的多次熔断,使企业流动性遭受重大打击。因此,美联储出台2,000亿美元计划将用于购买公司债券,其中一半直接从一级市场购买公

司债券和贷款,另一半用于购买二级市场债券和ETF。 此举有助于稳定公司债市场稳定,在一定程度上缓解企业的资金紧缺问题。

2. 对欧洲国家而言, 需通过债务延期或重组、财政紧缩等举措防范短期主权债务违约

目前,欧洲的意大利、西班牙、德国、法国以及英国都是疫情重灾区,欧洲经济面临衰退的风险。为托底经济,多国均出台财政救市计划,导致政府债务压力进一步上升,此外今年4月和7月是欧洲主权债务偿还的高峰期,短期主权债务违约风险增大。因此,借鉴欧债危机以及拉美债务危机的经验,欧洲各国应与IMF等国际金融组织就短期债务进行延期或重组,待疫情逐步控制和好转后采取审慎的财政政策,以达到平衡财政收支结构和降低政府债务的目的。

3. 对新兴经济体而言, 需通过借助国际援助以及经济改革等方式化解部分国家的主权债务和公司债券的违约风险

一方面, 受疫情蔓延全球石油需求疲软以及本轮石油 价格战的影响,部分石油输出国财政收入对政府债务的 偿付实力大幅下滑。另一方面,由于美股出现史诗级的连 续暴跌,使美元需求不断升温并加剧了多种新兴市场货币 的大幅贬值,进一步加剧新兴经济体的资本流出和外汇储 备消耗,对其外币债务偿付造成一定压力。整体看,新兴 经济体的风险主要是由于自身经济结构、汇率制度不完善 导致,通过借鉴拉美以及亚洲债务危机的化解经验,一是 建议各国加大对本国汇率和国际收支制度的完善,采取审 慎的货币政策和财政政策,保证外汇储备日益上升,逐步 扭转以往严重依赖海外短期资金流入的局面。二是建议 各国进行经济结构改革,降低对单一资源或单一行业的依 赖,建立多元化经济结构并扩大消费对经济的拉动作用。 三是建议各国寻求国际金融机构的帮助,以缓解短期债务 偿付压力。目前已经有超过90多个国家因为经济受疫情冲 击而向IMF请求援助,IMF准备利用总额度1万亿美元的贷 款储备帮助成员国应对此次危机。



2019年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 郝帅 闫瑾 刘晓光

违约常态化背景下,我国公募债券市场违约回收率 水平较低。截至2019年末,公募债券市场整体回收率约 为11.17%,较2018年末有所下降。

2019年我国违约处置制度进一步完善,公募债券市场市场化、法治化处置违约债务水平大幅提升。违约处置方式包括:破产重整、破产和解、破产清算、债务重组、处置质押物和自筹资金,其中采用破产重整方式的发行人家数和债券数量最多且进一步增加,公募债券市场违约主体首次采用预重整处置方式,且出现破产和解申请案例。

现阶段,我国违约处置方式以破产重整、自筹资金和债务重组方式为主,整体来看违约回收期限较长。在宏观经济下行的大环境下,信用资质较弱的民营企业发行人及部分上市公司持续发生风险暴露。截至2019年末,民营企业和上市公司的公募违约债券的回收率进一步下降,各地区和各行业违约主体的回收水平继续分化。

针对我国违约处置和回收的现状,我们建议继续推进违约处置制度化建设的落实与发展,完善债券违约处置的法律机制安排;提高违约处置的信息披露水平;完善债券市场交易制度;推动风险缓释工具发展。

一、截至2019年末我国公募债券市场违约回 收情况

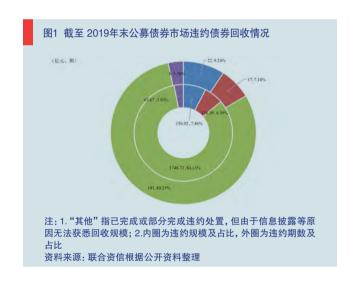
近年来,我国宏观经济增长速度放缓,国内经济存在较大的下行压力。2019年,在宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦等宏观不确定性因素影响的背景下,部分债券发行企业经营面临严峻挑战,债券市场信用风险暴露速度加快,我国债券市场违约事件频发。截至2019年末,我国公募债券市场共有238期债券构成实质性违约¹,违约规模²合计2103.70亿元。

从违约债券回收情况来看,截至2019年末,我国公募债券市场的违约债券共22期实现全部回收,回收规模合计156.92亿元;进行部分回收³的债券有17期,已回收70.98亿元,占相应违约规模(134.39亿元)的52.82%;尚未回收的债券共计191期,违约规模为1748.73亿元;此外,另有3家违约发行人⁴涉及的8期违约债券已完成或部分完成违约处置,涉及违约规模63.66亿元,但由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模(图1)。截至2019年末,公募债券市场整体回收率约为11.17%⁵,较2018年末的回收率(14.91%)⁴有所下降,很大程度上是由于我国回收处置时间整体上较长,2018、2019年违约数量较大,违约后处置时间仍然较短,因此回收较少。此外,从已经处置完成的32期违约债券的回收情况来看,剔除

无法得知回收数据的样本,回收率约为98.54%,较上年(98.01%)略有上升。

二、2019年我国公募债券市场违约处置情况 分析

根据公开数据整理,2019年我国公募债券市场发生违约处置(含确定(或拟定)违约处置方式,但尚未有实质回收进展的情形)的有30个违约发行人,涉及81期违约债券(表1)。违约处置方式涉及破产重整(违约发行人19家、涉及违约债券51期)、破产和解(违约发行人



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

²包括违约利息和本金。

³ 包括已处置完成但未实现全额回收和未处置完成但实现部分回收的情况。

⁴ 沈阳机床股份有限公司、东北特殊钢集团有限责任公司已完成破产重整,但未披露具体回收金额;信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司已向个人投资者派发回售本金,但其具体金额及机构投资者的回售情况不明。

⁵公募债券市场回收率为回收规模与违约规模的比值,剔除无法获悉回收规模的违约债券,以下同。

⁶根据最新信息披露,本报告对2018年数据进行追溯调整,以下同。

1家、涉及违约债券2期)、破产清算(违约发行人2家、 涉及违约债券12期)、债务重组(违约发行人3家、涉及 违约债券7期)方式、处置质押物(违约发行人1家、涉 及违约债券2期)、自筹资金(违约发行人5家、涉及违约 债券7期)。整体来看,2019年进行违约处置的案例较之 前年份明显增多。其中,采用破产重整方式的违约发行 人家数和涉及的债券期数最多且进一步增加, 而采用债 务重组方式处置违约债务的案例较上年略有减少,此 外出现破产和解申请案例。

破产诉讼

破产诉讼是常用的债券违约处置方式,包括破产 重整、破产和解和破产清算。《破产法》规定的破产原

因为: 企业法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。其中,破产清算和 破产和解申请需要以债务人出现以上破产原因为前提, 而破产重整的条件更为宽松,在债务人出现以上破产原 因或发生破产原因的可能时即可提起申请。

具体来看,对于由短期债务高企、暂时性资金流断 裂等短期因素或者行业陷入低迷、企业体制机制陈旧等 原因导致的违约情况,债务人仍有维持价值和经营好转 的希望, 经由债权人或债务人申请, 可以通过破产重整 实现有效资源配置, 使企业重获经营能力, 妥善解决债 务问题。破产和解适用于经营潜力较高的企业,只能由 债务人提出, 主要通过债权人让步的方式, 减免债务数 额或延长债务履行时间,避免债务人破产的发生。破产

表1 2014-2019年我国公募债券市场违约处置情况(单位:家、期)

				201	9年	201	8年	201	7年	201	6年	201	5年	2014	———— 1年
	置方式		违约发 行人	违约 债券											
		破	破产重整	19	51	7	11	2	12	1	2	0	0	1	1
	司法诉	产诉	破产清算	2	12	0	0	0	0	1	2	0	0	0	0
	诉讼	讼	破产和解	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IA.		求偿诉讼	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0
	自主协商		自筹资金	5	7	3	3	6	6	4	6	1	1	0	0
			第三方代偿	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2	0	0
		债	延长兑付期限	3	7	2	7	1	1	1	1	1	1	0	0
无 担			折价兑付	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
担保			变更债权形式	0	0	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0
	倒		拟货物偿付	0	0	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
		组	债务豁免	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
			其他方式	0	0	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
	仲裁			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
有		担保方代偿		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
担 保		:	处置抵质押物	1	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	合计		30	81	17	30	9	19	9	13	4	4	1	1	

注: 1.2019年, 中安科股份有限公司采用债务和解方式处置"16中安消", 债务和解方式涉及延长兑付期限、折价兑付和债务豁免, 因此违约发行人家数和违约债券期 数分别计入债务重组的延长兑付期限、折价兑付和债务豁免方式中; 2019年, 银亿股份有限公司拟进行破产重整, 涉及两期违约债券, 另有两期债券已采用处置质押 物的方式进行违约处置,违约发行人家数和违约债券期数分别计入破产重整和处置抵质押物方式中;2.亚邦投资控股集团有限公司于2016年和2017年间对"15亚邦 CP004"采用自筹资金的方式进行分期偿付,内蒙古奈伦集团股份有限公司于2017年和2018年间对"11蒙奈伦债"采用自筹资金的方式进行分期偿付,金鸿控股集 团股份有限公司于2018年和2019年间对"15金鸿债"采用自筹资金的方式进行分期偿付,山东山水水泥集团有限公司于2018年和2019年间对涉及的五期违约债券采 用延长兑付期限的方式进行分期偿付, 对应发行人家数和违约债券期数按照实际偿还年份分别进行统计;3.同一发行人涉及的一期 (多次违约) 或多期违约债券因违 约时间不同而出现不同年份偿还的情况,对应发行人家数和违约债券期数按照实际偿还年份分别进行统计 数据来源: 联合资信根据公开数据整理

清算一般是企业经营出现不可逆转的恶化,无法通过 重整或和解继续生存下去,由债务人或债权人提出,通 过对债权债务关系的全面清理后退出市场。

1. 破产重整

我国公募债券市场首次出现预重整7违约处置案 例,河南众品食品有限公司(以下简称"众品食品")及其 子公司河南众品食业股份有限公司(以下简称"众品食 ₩")、吉林利源精制股份有限公司(以下简称"吉林利 源")均采用法庭内重整前置程序的预重整方式进行违 约处置。众品食品和众品食业受肉类加工行业竞争激 烈、猪价下降等因素影响,营业收入下滑,流动性紧张, 2019年分别未能按期足额偿付"17众品MTN001""16众 品02"和"16众品01"本息。经由债务人申请,河南省长 葛市人民法院于2019年8月29日对众品食品和众品食业 登记立案重整,先行进行预重整。吉林利源由于业务扩 张导致资金压力增大,债务负担较重,同时经营状况下 行并出现亏损,此外股东质押率较高导致融资能力恶 化,最终于2018年引发"14利源债"实质性违约。经债权 人申请, 吉林省辽源市中级人民法院决定自2019年9月9 日启动对本公司的预重整程序。以上法庭内前置程序的 预重整案例均由法院主导预重整事项,并委派相应管 理人协助法院开展调查,了解公司的资产、负债和经营 情况,负责完成法院要求的可预先处理的重整程序内的 其他事项。在预先调查和判断的基础上, 法院再行决定 是否受理重整申请。预重整在维持债务人基本经营的同 时,可以提升债务人及出资人对其重整程序结果判断的 确定性,有利于降低重整程序成本,提升重整效率。

沈阳机床(集团)有限责任公司(以下简称"沈机集

团")及其子公司沈阳机床股份有限公司(以下简称"沈 阳机床")设置差异化清偿的破产重整方案,对普通债 权区分金融和非金融债权。受机床行业低迷、体制机制 落后影响,沈阳集团和沈阳机床近年来持续亏损,加 之债务规模高企、现金流持续恶化,2019年"15沈机床 MTN001"和"15沈机床股MTN001"相继违约。2019年 债权人先后对沈机集团和沈机股份申请破产重整,11月 16日, 辽宁省沈阳市中级人民法院批准沈机集团及沈阳 机床重整计划并终止两家公司的重整程序。根据沈阳机 床重整计划(草案),对普通债权50万以内部分全额现 金清偿,50万以上部分划分为金融债权和非金融债权。 其中金融债权通过留债、以股抵债方式予以清偿,综合 清偿率约为30%;非金融债权可以按15%的清偿比例一 次性现金清偿,或者按30%的清偿比例在三年内分期清 偿。12月30日,沈机股份重整计划执行完毕。差异化清 偿方案有效提升了重整计划的表决效率, 有利干保护中 小投资者利益, 使人数众多而风险承担能力较低的普 通债权人获得较有保障的清偿数额,兼顾不同类型债 权人清偿的公平性。

丹东港集团有限公司(以下简称"丹东港")是我国公募债券市场首例通过法院强制裁定批准的破产重整案例。丹东港由于所处港口群竞争压力大、过度扩张及债务负担较重等原因,2017年以来5期公募债券相继违约,违约金额合计56.79亿元。2019年4月4日,丹东市中级人民法院(以下简称"丹东中院")裁定受理债权人对丹东港的破产重整申请。根据丹东港重整计划(草案),30万元以下的普通债权将获得现金清偿,30万元以上部分根据不同类别将按照7:1的比例进行债转股或者10%

⁷ 预重整是在美国破产实践中发展起来的一种重整模式,我国现阶段虽然尚未有对预重整专门的立法规范,但在实践中已有较多应用。我国预重整实践中有三种模式:一是在破产申请受理前的法庭外预重整,在该模式下,通常由债权人和债务人、股东等利害关系人自行谈判形成重整方案,之后再由债务人向法院提起破产重整申请,法院批准后按照此前形成的重整方案执行并终结;二是在破产申请受理前的法庭内预重整,在该模式下,法院根据债务人申请登记立案重整,对公司先行预重整,并指定重整工作组为管理人,预重整事项由法院依法进行;三是法院受理破产清算之后的预重整,该模式下,法院受理债务人破产申请后,在宣告债务人破产之前,债权人、债务人、股东等利害关系人在此阶段进行谈判并完成预重整方案,条件成熟时再提出重整申请,由清算程序转重整程序。本年预重整案例均采用第二种模式。

的比例进行现金清偿,综合清偿率约为11.68%。由于其对普通债权人清偿比例较低,且将原出资人权益全部调减为零,重整计划(草案)两次表决均未获得普通债权人和出资人组通过。最终经管理人申请,丹东中院于2019年12月31日强制裁定批准丹东港重整计划并终止重整程序。通过法院强裁重整可以在一定限度内保护债权人利益,避免企业破产清算。

洪业化工集团股份有限公司(以下简称"洪业集 团")与多家公司合并重整计划被裁定批准,制定银行 类金融债权批量转让和部分产能落后公司主体清算方 案。洪业集团由于行业景气度下滑导致部分产能停产, 企业债务负担较重,经营和管理风险持续暴露。2018年 菏泽市中级人民法院(以下简称"菏泽中院")裁定洪 业集团破产重整,所有存续债券立即到期,构成违约。 此后,因洪业集团与山东方明药业集团股份有限公司等 二十九家企业之间存在高度的法人人格混同事实, 菏泽 中院裁定受理洪业集团与其他公司合并重整,所有关联 企业的财产整体合并,债权人在同一重整程序中公平受 偿。2019年7月31日, 菏泽中院裁定批准洪业集团重整计 划并终止重整程序。根据媒体报道,重整计划中银行类 金融债权在重整程序内受偿后,剩余债权将批量转让 给资产公司,由资产公司重组担保债务,便于斩断担保 圈,防止债务违约风险进一步蔓延,一定程度上化解了 区域性金融风险: 其次, 重整计划中做出了关联公司中 具有优质资源的公司主体存续,而部分产能落后公司进 行清算的设计,以提升整体经营效益。

此外,洛娃科技实业集团有限公司、东辰控股集团有限公司、山东胜通集团股份有限公司、精功集团有限公司、青海盐湖工业股份有限公司、亿阳集团股份有限公司和新光控股集团有限公司,已被法院裁定受理重整申请,违约处置进程尚未完成。阳光凯迪新能源集团有限公司、银亿股份有限公司、安徽盛运环保(集团)股份有限公司和东方金钰股份有限公司均已向法院申请重整,但截至2019年末均未被法院裁定受理重整申请。印纪

娱乐传媒股份有限公司正在筹备破产重整申请。

2. 破产和解

北京华业资本控股股份有限公司(以下简称"华业资本")已提交破产和解申请,若被法院裁定将是我国公募债券市场首例通过破产和解方式进行违约处置的案例。华业资本因遭遇高管巨额合同诈骗,导致业绩亏损,资产不足以清偿到期债务,2018年以来"17华业资本CP001"和"15华业债"相继违约。华业资本存在违规担保、董事涉刑以及管理层频繁辞职等负面情况,涉嫌信息披露违规被证监会出具《调查通知书》,可能导致其无法进入破产重整程序,因此华业资本希望通过破产和解程序化解债务危机,经与债权人协商,于2019年9月5日向法院提交破产和解申请。但截至2019年末,法院尚未做出裁定,债权人会议也尚未通过和解方案,华业资本因而还存在被宣告破产的风险。

3. 破产清算

富贵鸟股份有限公司(以下简称"富贵鸟")破产重 整失败,可能采用破产清算方式进行违约回收处置。受 服装行业持续低迷影响, 富贵鸟业绩亏损, 偿债能力恶 化,且存在大额违规担保和资金拆借等情况,2018年未 能按期兑付"14富贵鸟"回售本息,债券受托管理人以 富贵鸟不能清偿到期债务,且明显缺乏清偿能力,但仍 有重整价值为由提出重整申请。2018年7月26日,泉州市 中级人民法院(以下简称"泉州中院")裁定受理重整申 请。由于富贵鸟破产重组计划(草案)对普通债权人的 现金清偿比例较低,导致两次重整计划草案均未获得 债权人通过。管理人随后向法院申请强制批准富贵鸟 重整计划(草案),但由于富贵鸟存在恶意减少债务人 财产以及其他显著不利于债权人的行为,并且重整价值 及挽救可能性较低,泉州中院于2019年8月23日驳回申 请,富贵鸟重整失败,后续可能采取破产清算方式进行 违约回收处置。

上海华信国际集团有限公司(以下简称"上海华信")被法院裁定受理破产清算申请。2018年受控股股

东高管不能正常履职、媒体新闻负面报道等不利因素冲击,上海华信正常生产经营受到重大影响,且频繁遭受诉讼、执行、仲裁,严重缺乏清偿能力,无力清偿对外所欠债务,导致债券陆续违约,法院已于2019年11月15日裁定受理东莞证券股份有限公司对其破产清算申请。

自筹资金

金鸿控股集团股份有限公司、天广中茂股份有限公司、广东东方锆业科技股份有限公司、中国民生投资股份有限公司、华盛江泉集团有限公司5家违约企业采用自筹资金方式进行违约处置。以上企业由于管理层动荡或意外事件等原因,导致短期流动性不足,但尚有资产可供变卖或者抵押,且实际控制人倾向于保留控制权和债券市场融资资格,偿债意愿较强,故采用发行人自筹资金的方式兑付相应的违约债券。通过自筹资金进行违约处置表明企业资金周转率有所提升,经营状况好转,履约能力增强,常见的自筹资金来源包括自有流动资金、自有资产转让变现或抵押资产贷款等。

债务重组

中安科股份有限公司(以下简称"中安科")采用延长兑付期限、折价兑付和债务豁免的组合方式进行违约处置。中安科经营近三年经营持续亏损,短期负债高企,且接连发生高管离职、被证监立案调查及被出具无法表示意见的审计报告等负面事件,导致中安科再融资渠道全面枯竭,最终于2019年触发"16中安消"违约。中安科为维持正常经营、恢复盈利,与债券持有人达成《关于债券和解方案的议案》,该议案于2019年11月25日发布,提出两个和解方案:方案一为债券本金在到期兑付日后展期三年,已签署债务和解协议金额为16.40万元;方案二为债券本金在到期兑付日后展期至2021年1月10日同时本金按六折兑付,已签署债务和解协议金额为5.57亿元。此外,上海睿银盛嘉资产管理有限公司同意豁免"16中安消"项下的债务,截至2019年末,债券持有

人累计对中安科债务豁免的本金、应付未付的利息、罚息合计金额约4.17亿元。采取债务重组方式有利于缓解债务人短期债务问题并优化债务结构,减轻资金负担,但债权人则需做出一定程度的让步。

此外,山东山水水泥集团有限公司(以下简称"山东山水")和雏鹰农牧集团股份有限公司(以下简称"雏鹰农牧")采用延长兑付期限的方式进行违约处置。山东山水自2018年以来陆续与全部债券持有人达成和解协议,通过自有生产经营资金分期兑付违约本金,以最大限度保障债券持有人权益。根据公司公告,截至2019年9月30日,5期公募债券和解金额合计68亿元,已兑付金额合计45.51亿元。雏鹰农牧由于短期资金周转困难,2019年6月27日发布公告称,已与占债券余额98%的债券持有人协商同意展期,但截至2019年末尚未有实质偿付进展。

处置质押物

银亿股份有限公司(以下简称"银亿股份")部分债券采用处置质押物的方式进行违约处置。银亿股份由于盈利能力下滑,关联方资金占用较大,加之短期负债高企,深陷资金链危机,导致2018年以来多期债券违约,公司已于2019年被债权人申请破产重整。其中,"16银亿05""16银亿07"设置质押担保增信方式,部分质押物分别为沈阳银亿房地产开发有限公司五期北至十期11.11%的股权、22.22%的债权,账面金额各为1.08亿元。银亿股份通过处置以上质押物获得沈阳项目合作公司转让股权对价款,债权人有权以该财产折价或者以拍卖、变卖价款优先受偿。截至2019年12月20日,银亿股份用处置款项对"16银亿05""16银亿07"分别偿付0.41亿元和0.36亿元。通过处置质押物可以在不占用自有资金的情况下补偿发行人流动性,盘活公司资产,提高违约债务偿付能力。

综合来看,2019年,违约债务处置的市场化水平进一步提升,破产重整案例显著增多,违约处置效率有所提升。发行人或债权人根据债务主体经营特征、市场价

值以及债务结构和规模、与债权人协商情况等因素,选择多样化、针对性强且灵活度高的违约处置方式,以最大限度地保护债权人利益,并帮助债务主体摆脱财务和经营困境,实现利益相关方的共赢和社会利益的最大化。

三、我国公募债券市场违约回收特点

现阶段,我国违约处置方式以破产重整、自筹资金和债务重组方式为主,整体来看违约回收期限较长。在宏观经济下行的大环境下,2019年信用资质较弱的民营企业发行人及部分上市公司仍持续发生风险暴露,受近两年违约事件频发、违约后处置时间较短影响,截至2019年末,民营企业和上市公司的公募违约债券的回收率进一步下降,各地区和各行业公募违约债券的回收水平继续分化。

违约处置方式以破产诉讼、自筹资金和债务重组为主, 其中破产诉讼的回收水平较低

截至2019年末,我国公募债券市场上的违约处置方式仍然以破产诉讼、自筹资金和债务重组为主(表2)。在已确定(或拟定)违约处置方式的139期公募违约债券中,采用破产重整方式进行违约处置的发行人家数和债券期数最多,较上年末数量明显上升,其次是自筹资金和债务重组方式。从回收率水平来看,自筹资金与债务重组的回收率分别为82.67%和51.88%;而破产诉讼的回收率水平较低,可能受到违约发行人进入破产诉讼的程序复杂,回收期限长,回收的不确定性较高影响。此外,求偿诉讼、第三方代偿两种违约处置的回收率水平较高,回收率均在96%以上;而处置抵质押物违约处置方式的回收率为10.12%,可能是由于抵质押物的变卖时间较长,尚未处置完成。

表2 截至 2019年末债券违约处置方式及分布情况

	违约处置方式		违约处置方式	违约发行人(家)	违约债券期数(期)	违约规模(亿元)	回收规模(亿元)	回收率(%)
	已确定(或拟定)处置方式		(或拟定)处置方式	60	139	1295.28	227.90	18.50
		破	破产重整	30	77	616.09	0.92	
	司法	产诉	破产清算	3	14	315.60	0.00	0.19
	法诉讼	讼	破产和解	1	2	6.50	0.00	
	14		求偿诉讼	1	1	4.02	4.02	100.00
			自筹资金	13	19	120.53	98.23	82.67
无			第三方代偿	3	3	20.22	19.48	96.34
担			延长兑付期限	6	12	136.87	68.57	
保	自主	债务重组	折价兑付	2	2	16.96	3.65	
	协商		变更债权形式	1	3	31.85	31.85	51.88
	[10]		拟货物偿付	1	2	15.83	0.00	31.00
		30.	豁免债务	1	1	11.49	0.00	
			其他方式债务重组	1	2	10.57	0.00	
			仲裁					
有 担			担保方代偿					
保			处置抵质押物	2	3	11.76	1.19	10.12
		未	确定处置方式	30	99	808.42	0.00	0.00
	合计		合计	89	238	2103.70	227.90	11.17

注: 1. 因同一发行人涉及的一期或多期违约债券可能采用不同违约处置方式进行回收, 因此各违约处置方式涉及的发行人家数、违约债券期数和违约规模总和均大于实际违约发行人家数, 实际违约债券期数和实际违约规模的合计值; 2. 表中回收率统计已剔除无法得知回收数据的样本资料来源: 联合资信根据公开信息整理

国有企业违约债券回收率大幅下降,民营企业违约债券 回收率水平仍显著低于国有企业

截至2019年末,我国公募债券市场违约债券发行 人中有14家国有企业, 涉及债券(31期) 违约规模合计 301.50亿元,回收规模为60.31亿元,剔除无法得知回收 数据的样本,国有企业违约债券回收率为24.65%,较 上年末回收率水平(37.22%)明显下降,可能是由于违 约国有企业中采用破产重整方式进行处置的发行人占 比较大,回收处置期限较长。违约发行人中有62家民营 企业, 涉及债券(174期) 违约规模为1562.50亿元, 回收 规模为100.57亿元,剔除无法得知回收数据的样本,民 营企业违约债券回收率仅6.44%,较上年末回收率水平 (8.22%)进一步下降。整体来看,国有企业和民营企业 违约债券回收率水平均有所下降,民营企业违约债券 回收率仍显著低于国有企业回收水平。2019年,多项民 营企业纾困政策陆续出台,对民营企业融资状况改善起 到了一定的促进作用,但在供给侧改革及近年民企违约 潮的影响下,2019年资质较弱的民企的融资渠道仍然有 限,导致回收情况较差。

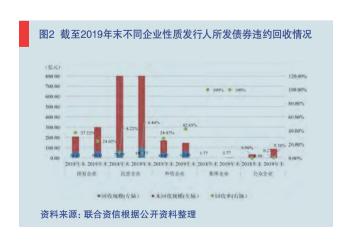
除国有企业和民营企业外,外资企业(8家,涉及债券18期)所发债券违约规模为147.67亿元,回收率为42.65%,较上年末回收率水平(28.87%)有所上升;集体企业(1家,涉及债券1期)所发债券违约规模为3.77亿元,回收率为100%,与上年末回收率水平相同;

公众企业(4家,涉及债券14期)所发债券违约规模为88.27亿元,回收率为0.30%,与上年末回收率基本持平(图2)。

上市公司与非上市公司违约债券回收率进一步下降,上 市公司违约债券回收率仍显著低于非上市公司

截至2019年末,我国公募债券市场债券违约涉及的发行人共计89家,包括29家上市公司和60家非上市公司。目前上市公司所发违约债券(68期)共涉及违约规模542.16亿元,回收规模为24.46亿元,剔除无法得知回收数据的样本,上市公司违约债券回收率仅4.55%,较2018年末回收率(6.49%)进一步下降;非上市公司所发违约债券(170期)共涉及违约规模1561.54亿元,回收规模为203.02亿元,剔除无法得知回收数据的样本,非上市公司违约债券回收率为13.51%,较2018年末回收率(17.02%)小幅下降(图3)。

一般来看,上市公司融资渠道较多,违约债券的回收可能性更大,但近年来部分上市公司治理问题凸显,暴露出严重的股东侵占与关联方资金占用问题;此外,公司存在股票质押和受限比例较高等问题,融资渠道基本丧失,出现债券违约后,短期内违约处置困难。29家上市公司中,有19家为上市民营企业,也在一定程度上降低了上市公司违约债券的回收率。此外,违约债券回收率较低也受到违约后处置时间较短的影响。





各地区违约债券回收情况维持分化态势,广东、山东、 江苏、北京的回收率较上年末降幅显著

截至2019年末,公募债券违约主体地区分布涉及24个省/市/自治区,区域分布较2018年末(涉及21个省/市/自治区)更为分散。从回收率来看,广西壮族自治区、内蒙古自治区的公募违约债券全部回收,违约债券回收率为100%。其次,新疆维吾尔自治区、四川省的回收情况较好,违约债券回收率分别为66.65%和61.67%。而辽宁省、浙江省和安徽省等10个地区的回收率为0。从发生违约回收处置的地区来看,相较2018年末,广东、山东、江苏、北京的违约债券回收率降幅显著,可能由于这些地区民营企业占比较多(图4)。

各行业违约债券的回收情况继续分化,建材、燃气及综 合类行业的回收率水平较上年有所上升

截至2019年末,公募债券违约主体行业分布涉及28个行业,分布较2018年末(25个行业)更为分散,新增电力、电子设备、仪器和元件、信息技术服务行业。其中酒店、餐馆与休闲行业,容器与包装行业的发行人所发公募违约债券全部回收,回收率为100%。其次建材,燃气及综合类的回收情况较好,违约债券回收率分别为63.91%、41.99%、40.86%,且回收率水平较上年均有所

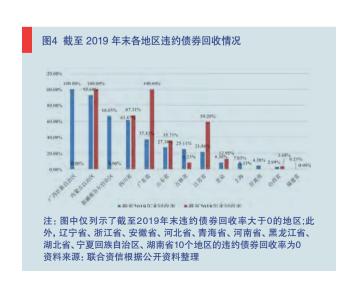
上升; 从其他发生违约处置进展的行业分布来看, 相较 2018年末, 金属、非金属与采矿、食品及机械行业的回收 率降幅显著。电力、电气设备、房地产管理和开发等15个行业的违约债券回收率为0(图5)。

采用破产重整和债务重组方式的回收期限较长,自筹资 金和第三方代偿等方式的回收期限相对较短

截至2019年末,在已经完成违约处置的32期违约 债券中,回收期限为3个月至1年的数量最多,为12期;其 次为1年以上和小于10天,各有9期。从不同处置方式来 看,采用破产重整和债务重组方式的回收期限较长,自 筹资金和第三方代偿等回收时间较短。相较自筹资金、 第三方代偿方式,债务重组所选取的方式、延长的期限 或减免的金额都由双方协商确定,并无明确规定;而破 产重整方式程序复杂,这些因素均导致回收的不确定性 提高,导致回收时间较长。

四、总结与建议

近年来,我国债券市场信用风险持续暴露,违约事件的发生呈现常态化趋势,但刚兑信仰打破时间仍然较短,市场化程度较低,违约回收处置的效率不高、进展





缓慢,在此背景下,我国公募债券市场违约回收率仍处于较低水平。与此同时,我国违约处置制度密集出台,违约发行人选择破产重整回收处置方式的案例进一步增加,市场化、法治化违约处置进程有所加快。但从目前来看,我国信用债违约处置仍面临较大困难,比如违约处置的信息披露透明度有待进一步提高,缺乏风险偏好较高的资金参与到信用风险大的债券交易中或者违约企业后续处置中,风险缓释工具尚不成熟,导致投资者对冲风险的手段较少等。针对我国违约处置和回收的现状,我们建议继续推进违约处置制度化建设,完善债券违约处置的法律机制安排;提高违约处置的信息披露水平;完善债券市场交易制度;推动风险缓释工具发展,为投资人提供适当的对冲风险工具。

推进违约处置制度建设的落实与发展,完善债券违约处 置的法律机制安排

近年来,我国债券市场违约处置制度不断完善,一 是不断推动违约债券转让业务,继2018年中国外汇交易 中心、全国银行间同业拆借中心联合开展债券匿名拍卖 业务后,2019年4月北京金融资产交易所推出以动态报 价机制为核心的到期违约债券转让业务: 2019年5月沪 深交易所联合中国结算为上市期间特定债券、挂牌期间 特定非公开发行债券提供转让结算服务: 2019年12月中 国人民银行发布公告,明确银行间债券市场到期违约债 券转让有关事宜,债券转让业务为投资者提供有效的退 出通道,进一步丰富违约处置方式;二是进一步明确债 券回购违约处置,2019年全国银行间同业拆借中心、中 债登和上海清算所以及北京金融资产交易所均发布了 与债券回购或债券担保违约有关的试行处置细则,各 项细则明确了违约处置的范围、对处置方式和流程等 方面做出细化要求,保障债权方的权益,支持对回购违 约债券通过协议折价、拍卖、变卖进行处置; 三是完善 市场主体退出机制,2019年7月发改委等13部委联合发布 《加快完善市场主体退出制度改革的方案》,要求达到 法定破产条件的市场主体依法通过破产程序进行清理 或推动利益相关方庭外协议重组;四是完善信用债券违 约处置的相关配套机制,2019年12月银行间交易商协会 发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及 风险处置指南》,同时发布受托管理人业务指引和持有 人会议规程,配套机制旨在完善受托管理人和债券持 有人会议制度,明确市场参与各方的职责和权力,丰富 市场化违约债券处置方式,为市场化处置违约债券提 供了操作指南。

我国从制度层面对违约处置进行了规范,健全了债券市场风险防范和化解机制,但这些违约制度仍需要在实践过程中逐步推进与落实,在我国债券市场化进程中不断检验与发展。此外,目前我国债券市场违约处置相关的法律仅有《破产法》,其他配套法律条文较少,为了进一步促进债市的法制化、规范化发展,建议我国进一步完善违约处置的立法工作,从基础法律的顶层设计上提供适用于违约债券的退出渠道,如推动与《破产法》相配套的法律法规、出台专门的司法解释、建立债券集体诉讼制度等方式,进一步完善债券违约处置的法律机制安排。

讲一步提升违约处置信息披露水平

我国监管机构通过对违约处置制度的不断完善,对违约处置的信息透明度提出了相关要求,如《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》(简称《处置指南》)中明确了发行人、主承销商和受托管理人的信息披露职责,在发行人方面,《处置指南》规定发行人应按照相关规则和协议约定,真实、准确、完整、及时、公正地披露信息,包括债务融资工具发生违约及风险时、发行人和持有人自愿协商重组方案的以及进入破产程序的,发行人应及时向其存续的其他债务融资工具的投资人披露相关信息和后续进展情况,或按照相关规则持续披露破产程序进展;在主承销商方面,《处置指南》规定主承销商应积极履行持有人会

议决议披露义务,并督导发行人进行信息披露;在受托管理人方面,《处置指南》要求其至少每月披露一次受托管理职责履行情况。对市场参与者信息披露职责的明确有助于提升违约债券处置透明度。

但现阶段,我国债券市场违约处置的信息透明度仍有待提升,信息披露的规范性较低、披露内容不够充分,违约回收数据披露时间具有严重滞后性,导致影响债权人利益的重大条款与事项不能得到及时有效的公开。此外,通过违约债券匿名拍卖、转让等业务的交易细节和价格仅能通过统一平台的系统进行展示,如全国银行间同业拆借中心的本币交易系统,参与者一般为银行间债券市场合格投资者,直接对市场公开的信息透明度较低,可获取的有效回收处置信息较少,不利于回收处置信息数据的积累,大大降低了投资人对债券预期损失率估计的准确性。因此,我国应继续完善违约处置的信息披露制度,细化相应的规则与法律责任,推动信息披露的标准化、提高信息披露的及时性,进一步提升违约处置过程中各个环节的信息披露水平。

建立和完善债券市场交易制度,提高违约债券的流动性

在美国等成熟债券市场,受益于完善的投资人保护机制、信息披露制度和交易规则以及存在丰富的专业机构投资者,高收益债券和违约债券都有比较活跃的市场交易。活跃的交易市场有助于盘活市场资金、引导风险偏好较大的资金参与到债券市场和违约处置过程中,同时为后续违约回收的统计提供较大支持。

现阶段,我国资本市场的资金来源高度集中于银行 类机构,其风险偏好较低,而部分风险偏好较高的机构 和投资人开始对高收益债或违约债券有一定的投资需 求,而对于部分违约或高风险债券持有人来说,有迫切 出售此类债券的需求。因此,我国可以借鉴成熟市场经 验,进一步根据投资者适当性原则,合理设置违约债券 交易市场的准入条件,并明确相关交易规则、信息披露 规则等;允许并鼓励保险公司、养老基金、债券基金、纾困类基金购买高收益债券和违约债券,培育专业的投资者队伍,为不同风险偏好的机构与投资人提供渠道,参与到已经违约或者存在违约风险的债券中,不仅有助于改善相关债券的流动性,提高市场风险定价能力,而且能推动我国违约债券市场的风险化解。

完善信用风险缓释工具制度,为投资者提供有效的风险 对冲手段

随着违约常态化发生,投资者逐渐开始关注有效的风险对冲手段,以最小化债务违约后所发生的损失。2016年,银行间市场交易商协会在2010年信用风险缓释工具(CRM)试点的基础上,正式发布信用风险缓释工具业务规则和指引;2018年中国人民银行宣布引导设立民企信用风险缓释凭证(CRMW);2019年1月,沪深交易所和上交所分别发布信用保护工具业务试点相关办法与通知,推进交易所市场信用保护工具业务市场化、规范化开展;2019年4月,中共中央办公厅、国务院发布相关指导意见,要求使用CRMW等债券融资支持工具支持民营企业债券融资,进一步稳定和促进民营企业债券融资;此外,2019年银保监会、证监会相继发布指引支持公募基金和保险资金投资信用衍生品。

尽管制度在不断完善,但我国风险缓释工具仍然发展缓慢,已发行的CRMW规定的事件主要以破产和支付违约为主,尚未有加速到期、债务重组等案例。同时,我国信用风险定价能力较低,流动性较差等问题均在一定程度上制约了信用风险缓释工具的发展。因此,我国应继续加强信用风险缓释制度的建设,建立健全定价机制、丰富交易主体数量与结构、在确保标的债务稳定性强且不易引发系统性风险的前提下,加大交易结构层次,提升市场化定价能力。推动信用风险缓释工具的发展,建立市场化的风险防范和化解机制,可以有效分散和对冲债券市场违约风险,降低违约债券的处置成本,促进债券市场的健康发展。 1/6

境外美元债波动对中资房地产企业信用风险影响研究

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 艾仁智 李晶 冯磊 罗星驰

中资地产美元债发行规模自2016年"930新政"后实现爆发式增长,成为中资房企的重要融资渠道之一。近年来,地产债是中资美元债中流动性最强、收益率最高的品种,市场表现较活跃,整体信用风险低于产业债。2020年3月海外疫情蔓延以来,美元流动性紧缺和投资者避险需求导致美股美债等各类资产遭到抛售,中资地产美元债尤其是高收益债受到严重冲击,二级市场价格剧烈波动,一级市场发行停滞,加大了中资房企的再融资压力和融资成本。

2020年4—12月,中资地产美元债整体到期偿付压力一般,但2021年一季度将迎来偿债高峰。受疫情影响,房地产行业整体经营业绩明显下滑,无疑对那些较大依赖自有资金回笼进行偿债的融资主体,加大了其偿债压力;同时,中资地产美元债展期的难度也预计会加大。从短期来看,对于资质状况不高、业绩下滑比较明显、流动性本身比较紧张的房企,其信用风险需要重点关注。

一、海外疫情蔓延后美元债波动情况

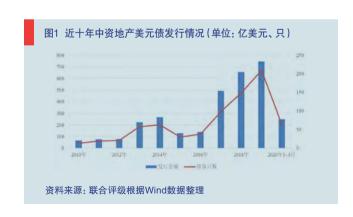
随着海外新冠疫情蔓延,全球经济面临衰退危机,经济停摆造成流动性短缺、违约风险上升,包括美国在内的世界各国在大幅降息的同时开启量化宽松,全球包括黄金、石油、股票等资产大幅下跌,美元流动性持续

紧张。受此冲击,3月中下旬中资美元债尤其是中资地产 美元债出现大幅下跌。

近十年来中资地产美元债发行与存量情况

2016年 "930新政" 后,中资房企美元债发行规模爆发式增长;2020年1月国内疫情爆发后,中资房企美元债单月发行规模达历史新高;目前中资房企美元债存量规模较大,以投机级债券和无评级债券为主。

2013年以前中资地产美元债发展缓慢。2014—2016年前三季度,由于国内监管放松、国外美元升值,中资房企美元债发行规模呈下降趋势。2016年"930新政"后,随着房地产调控收紧,境内房地产融资渠道受到严格监管,房企海外融资意愿上升。中资地产美元债发



¹中资房地产企业在境外发行的以美元以外的其他币种进行交易的债券,也作为广义的美元债纳入统计,债券金额按近期汇率换算成美元。主要业务不在中国大陆的中资房企未纳入统计范围。

行规模于2017年出现爆发式增长,同比增长255.92%至492.45亿美元;2018—2019年,发行规模稳中有增,分别为654.88亿美元和745.76亿美元(图1)。

1月份随着国内新冠疫情的爆发,房企销售端承压。为应对2020年的债券兑付高峰及疫情带来的不确定因素,多家房企积极通过美元债融资,1月份单月融资规模创历史新高。2020年1—3月,中资地产美元债发行金额249.31亿美元,单月发行金额分别为170.25亿美元、34.98亿美元和44.08亿美元。从发行期限来看,龙湖、远洋等房企发行的投资级债券期限较长,可达5~12年;投机级债券期限普遍在1~3年。剔除永续债,新发行债券加权平均期限为4.09年,加权融资成本为8.43%(表1)。

截至2020年3月底,中资地产美元债存量余额2178.41亿美元,拥有存续美元债的中资地产企业90余家。截至2020年3月底,从发行主体的国际信用评级结果来看,实际发行主体级别为投资级的债券余额占23.48%,投机级占68.83%,无级别的占7.69%。从债项级别来看,债项级别为投资级的债券余额占9.08%,投机级的占41.15%,无级别的占49.77%(图2、图3)。

近年来中资地产美元债的市场表现

地产债是中资美元债中流动性最好、外资参与度最高的品种,近年来市场表现较活跃,2019年整体表现较平稳。

2018年,境内房地产融资渠道收紧且行业集中偿债

表1 2020年1—3月美元债发行规模较大的中资房企(单位: 亿美元、年、%)

发行规模	加权平均发行期限	发行利率
60.00	3.33	11.50~12.00
12.00	4.17	6.90~8.05
12.00	3.79	6.75~10.50
10.45	5.62	7.38~7.70
10.00	8.35	5.13~5.63
10.00	9.50	2.38~3.13
7.88	2.90	6.80~9.25
	60.00 12.00 12.00 10.45 10.00	60.00 3.33 12.00 4.17 12.00 3.79 10.45 5.62 10.00 8.35 10.00 9.50

资料来源: 联合评级根据Wind数据整理

压力较大,部分房企境外融资的需求较迫切,境外投资者对中资地产美元债违约风险的担忧也有所加大。此外,在中美贸易战升级、美联储加息等一系列事件影响下,人民币兑美元汇率出现较大幅度贬值。多重因素叠加影响下,2018年中资地产美元债到期收益率整体呈上升趋势。2019年初随着社会融资环境的放松、表外融资显著回暖,房地产市场迎来"小阳春",中资地产美元债到期收益率下行,全年收益率较平稳。

根据兴证固收研究对中资美元债数据的跟踪整理, 从交易量来看,2019年以来,房地产是中资美元债交易 最活跃的行业。在每个月活跃度排名前30的发行主体 中,房地产企业的占比在五成左右。从活跃券估值变动 来看,高收益债券个券估值波动区间较大,投资级活跃 券估值收益率波动幅度较小。高收益活跃券中,与其他 行业相比,中资地产美元债的估值收益率波动幅度始终 位于前列。整体来看,中资地产美元债是中资美元债中





流动性最好、受众最广、外资参与度最高的品种,近年来交易较活跃,价格波动幅度较大。

此次疫情对中资地产美元债的市场冲击

疫情在全球蔓延后,美元流动性危机导致投资者抛售各类资产,美股美债大幅下跌;收益率高、流动性好、杠杆投资者多的中资地产美元债,此次疫情中受到巨大冲击。

2020年初,受中美贸易谈判完成第一阶段目标和解、央行1月降准、海外市场持续低迷等因素影响,中资美元债市场较为火热,中资地产美元债大量发行。春节之后,随着国内疫情的发酵,中资美元债二级市场有所波动,但对一级市场并未造成显著冲击,中资美元债的发行仍较活跃。3月第二周疫情在全球蔓延后,国际金融市场剧烈波动,美元流动性危机出现,美元指数快速上升。美国股市的持续大跌造成投资者抛售资产换取流动性,大量基金面临赎回与追加保证金的压力,造成挤兑效应。避险情绪下,伴随美股波动,美国国债收益率大幅下行,1月期和3月期美国国债收益率跌至负利率水平,甚至10年期国债也遭到抛售。根据ICE债券指数,2020年1—3月,ICE美国高收益公司债指数最高下跌16.24%,一年利差超过900BP。本次高收益债的信用利差水平已达到了欧债危机时的最高利差水平。

在美元流动性紧张,美股、美债、黄金、石油价格全面下跌的背景下,伴随疫情之下投资者出于对资金安全的考虑,资金从新兴市场撤离,基金面临赎回压力,中资美元债市场受到较大冲击。根据Market iBoxx债券指数,3月6—19日,亚洲中资美元投资级别债券到期收益率上涨2.79个百分点,高收益债券到期收益率则上涨7.49个百分点;0—1年期债券、1—3年期债券和3—5年期债券到期收益率分别上涨6.72个百分点、2.79个百分点和2.50个百分点。高收益债券下跌幅度显著高于投资级债券,短期债券下跌幅度显著高于期限较长的债券。高收益债券中,2020年3月,亚洲美元BB级债券指数下跌约



16%, 亚洲美元B级债券指数下跌约24%。

从行业来看,城投债、金融债的持有人以持有到期的配置型投资者主且基金持仓量较小,赎回压力相对较轻,与地产债相比收益率波幅较小;地产债作为中资美元债中交易最活跃的品种,价格波动十分显著,短期债波动幅度尤其剧烈。2020年3月,中国美元公司债指数中,城投债、金融债和地产债的平均到期收益率分别为2.83%、3.35%和11.75%。从Market iBoxx债券指数来看,从3月6日至3月19日,亚洲中资美元债券指数下跌9.10%,亚洲中资房地产债券指数下跌达13.26%。从Market iBoxx债券到期收益率来看,3月6—19日,亚洲中资美元债券到期收益率从3.53%上升至5.97%,亚洲中资房地产债券到期收益率从6.31%上升至11.97%,中资地产美元债到期收益率涨幅达5.66个百分点(图4)。



从发行主体来看,中国恒大、碧桂园、佳兆业、融创中国、禹洲地产等美元债发行规模较大、债券流动性较好的房企,价格下跌幅度较大,融创中国和当代置业均回购了部分将于2020年到期的美元债。本次中资地产美元债价格波动主要源于美元流动性紧张和市场恐慌情绪,遭到抛售的主要是收益率较高、流动性较好、杠杆投资者较多的债券。

3月23日以来,随着美联储无限量QE计划的推出以及中资美元债收益率达到历史高位,部分资金开始进行抄底和套利交易,中资美元债价格呈震荡回升态势。但考虑到海外疫情状况尚未明朗、美元流动性紧张的状况仅得到边际性缓解、全球避险情绪的上升带来的资金回流等不确定性因素,未来一段时期中资美元债仍有再度下行的可能(表2)。

二、美元债波动对中资房地产企业信用风险的 影响

中资地产企业受疫情影响,今年一季度销售额普遍下降;同时境内外债券集中到期规模仍较大,现金流承压。在全球流动性收缩、风险偏好收紧等背景下,中资美元债展期或新增融资将面临一定难度,中资房地产企业信用风险上升。但从我国外汇储备规模和中资美元债存量及到期规模来看,中资美元债违约的系统性风险较小。

2020-2021年中资地产美元债到期情况

中资地产美元债2020年整体到期偿付压力尚可,11 月到期规模相对较大;2021年中资地产美元债偿债压力 较重,一季度为偿债高峰。

2020年4—12月,中资地产美元债到期金额合计205.19亿美元,其中11月到期规模较大,其余月份到期规模一般。2021年,中资地产美元债到期金额合计478.39亿美元,规模大幅增长,其中1—4月为偿债高峰,单月到期金额分别为56.29亿美元、50.77亿美元、49.68亿美元

和98.69亿美元(表3)。

其中,2020年到期的中资地产美元债涉及46家房企,到期规模较大的有中国恒大(17.65亿美元)、绿地控股(14.3亿美元)、佳兆业(11.2亿美元)、绿城中国(11亿美元)、融创中国(10.71亿美元)、中国海外发展(10亿美元)、雅居乐(9亿美元)、华夏幸福(7.7亿美元)、福建阳光集团(6.4亿美元)、弘阳集团(6.3亿美元)等。一些此

表2 2020年3月美国出台的流动性缓释相关政策

时间	政策
3月3日	美联储宣布降息50个基点至1.00%~1.25%
3月16日	美联储宣布降息100个基点至0.00%~0.25%,并宣布7,000亿美元量化宽松计划
3月23日	美联储开启无限量化宽松模式,不限量按需买入美债和MBS
3月27日	美参议院通过2万亿美元救济法案

资料来源: 联合评级根据公开资料整理

表3 2020-2021年中资地产美元债到期情况(单位:亿美元、%)

时间	中资地产美元债到期金额	在中资美元到期金额中的占比
2020年4月	13.59	7.33
2020年5月	22.46	13.69
2020年6月	23.20	22.46
2020年7月	21.70	16.32
2020年8月	24.04	26.23
2020年9月	18.24	23.12
2020年10月	10.11	16.93
2020年11月	52.04	27.60
2020年12月	19.81	11.59
2021年1月	56.29	34.03
2021年2月	50.77	59.85
2021年3月	49.68	34.31
2021年4月	98.69	48.93
2021年5月	17.30	11.80
2021年6月	34.98	24.91
2021年7月	39.13	50.30
2021年8月	23.80	22.33
2021年9月	42.13	19.02
2021年10月	29.09	28.29
2021年11月	16.00	8.50
2021年12月	20.53	13.89

资料来源: 联合评级根据Wind数据整理

前流动性较为紧张的房企也将在2020年面临美元债到期兑付,包括阳光100(4亿美元)、佳源国际控股(2.25亿美元)、泰禾集团(2.11亿美元)等(表4)。

中资地产美元债市场信用风险

近年来,中资地产美元债市场的信用风险低于产业 债市场;2020年3月以来,国际评级下调的中资房企数量 增加,信用风险有所加大。

2018年以来,随着中国经济增速放缓以及去杠杆政策持续实施,中资企业境外债券违约数量和规模达到历史高峰。根据彭博数据,2018年,中资美元债违约规模33.10亿美元,违约主体以能源行业发行人居多。2019年,中资美元债违约规模35.70亿美元,较上年小幅攀升,违约主体包括天物集团、中民投、华晨电力、康得新、兴业太阳能、海口美兰机场与汇源果汁。2018—2019年,中资地产美

表4 2020年4-12月中资地产美元债到期规模较大的房企(单位:亿美元)

房企	到期时间	到期金额
中国恒大	2020年6月	2.00
中国但人	2020年11月	15.65
	2020年5月	4.30
绿地控股	2020年6月	2.00
实验证权	2020年8月	5.00
	2020年10月	3.00
佳兆业	2020年6月	11.20
绿城中国	2020年8月	5.00
纵城中国 ——	2020年11月	6.00
融创中国	2020年7月	6.94
院切中国	2020年8月	3.77
中国海外发展	2020年11月	10.00
雅居乐	2020年5月	5.00
作冶示	2020年11月	4.00
华夏幸福	2020年12月	7.70
福建阳光集团	2020年4月	3.00
伸连阳儿朱凶	2020年9月	3.40
 弘阳集团	2020年5月	2.50
四条四位	2020年12月	3.80

资料来源: 联合评级根据Wind数据整理

元债未出现违约,信用风险低于中资产业美元债。

2020年2月,中民投旗下的亿达中国公告其内部资源将不足以偿付2020年到期的3亿美元票据,拟发行新票据进行要约交换,目前2.47亿美元现有票据已获接纳,剩余未偿付金额0.53亿美元。本次亿达中国美元债违约系近年来首只中资地产美元债违约,但亿达中国违约受母公司中民投影响较大,不具备典型意义。

目前,中资地产美元债评级缺失的情况仍较普遍,近年来国际三大评级机构对中资房企发行人的评级下调频率不高。2020年3月以来,国瑞置业、泰禾集团、新湖中宝、雅居乐等多家房企主体评级下调或展望调整为负面,下调原因主要考虑了在经营环境充满挑战的情况下,债务负担较重的房企再融资压力显著加大(表5)。

同一发行主体的境内外债券的风险传导压力分析

对于美元债占比较高的地产企业而言,在美元流动性稀缺、美元走强的背景下,无疑加大了再融资压力和融资成本。对那些未能把握窗口期及时进行美元债再融资的房企,后续可能需要以自有资金偿债,偿债压力将加大。对那些境内外债务都集中到期的企业,值得关注其流动性风险。

在美元流动性稀缺、美元走强的背景下,美元债一级市场发行难度陡增,融资成本攀升。2020年3月,中资地产美元债发行金额合计44.08亿美元,其中第一周发行29.50亿美元、第二周发行14.58亿美元,第三周以来无新增发行,一级市场停滞。2020年已发行的63只中资地产美元债中,票面利率最高达15%、最低仅2.375%,利率在9%以上的债券26只,占比超过40%,整体融资成本较高。

目前,中资美元债的偿债资金来源主要包括境外发债、境外银团、内保外贷、境内资金出境等。2019年7月12日,发改委发布《关于房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》(发改办外资〔2019〕778号),要求

表5 近年来国际三大评级机构对中资房企主体评级下调情况

房企	评级机构	评级下调时间	评级下调情况
当代置业(中国)有限公司	惠誉	2019年1月	B+下调至B
国瑞置业有限公司	惠誉	2019年4月	B下调至B-,移除负面评级观察名单
国地 <u>国北</u> 行[K公司	恵誉	2020年3月	展望调整为负面
鑫苑地产控股有限公司	标普	2019年9月	B下调至B-
金 夗地厂拴放有收公司	惠誉	2019年10月	B下调至B-
郑州中瑞实业集团有限公司	穆迪	2019年12月	B2下调至B3
亿达中国控股有限公司	标普	2020年3月	CC下调至SD
亿处中国往放有限公司	穆迪	2020年3月	Caa1下调至Caa2
李 工徒国职 <u>小</u> 右阳 八司	穆迪	2018年11月	B2下调至B3, 展望为负面
泰禾集团股份有限公司	穆迪	2020年3月	B3下调至Caa1,展望为负面
新湖中宝股份有限公司	穆迪	2020年3月	B2下调至B3,展望为负面
雅居乐集团控股有限公司	穆迪	2020年4月	展望调整为负面

资料来源: 联合评级根据Wind数据整理

房地产企业发行中长期外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。此外,房企境内发债募集资金用途也受到严格监管,无法通过境内债券融资偿还到期美元债。未来一段时期,若中资地产美元债持续无法新增发行,未能把握一二月份窗口期及时进行境外再融资又面临美元债到期压力的房企可能需要以自有资金偿债,偿债压力将有所增大。

2020年4—12月,境内外债券到期偿付压力均较大的房企包括阳光100、鑫苑置业等房企以美元计价的存量债务占比约为30%,美元债务比例相对较高;其中,鑫苑置业的美元债到期金额在其短期债务中的占比约50%。此外,对那些境内外债务都集中到期的房企,值得关注其流动性风险(表6)。

受疫情影响,房地产行业整体经营业绩出现明显下滑,中资地产美元债的展期预计将面临较大难度。

2020年一季度,房地产市场受疫情冲击影响明显,重点城市成交规模降至近十年同期最低水平,其中2月同比降幅超七成,3月成交规模逐渐回升,但仍不及去年同期。房企短期销售回款承压,叠加偿债规模高企,行业整体再融资压力显著上升。3月以来,多家中

资房企的海外评级下调,国际评级机构高度重视疫情对中资房企再融资造成的压力。近年来,中资地产美元债的展期方式主要包括借新还旧、交换要约、同意征求等,以借新还旧为主。2019年融信中国曾采用交换要约+同意征求的方式对其2021年到期美元债进行展期,当代置业曾采用交换要约的方式对其当年到期美

表6 2020年4—12月境内外债券到期规模均较大的中资房企

发行主体	美元债到期 金额(亿美元)	境内债到期金额 (人民币亿元)	美元债在短期债务中 的占比(%)
绿地控股	14.30	113.68	9.96
绿城中国	11.00	110.41	22.04
融创中国	10.71	85.53	5.52
雅居乐	9.00	57.70	14.89
福建阳光集团	6.40	20.95	9.88
宝龙地产	5.50	34.32	25.13
阳光100	4.00	10.00	26.41
蓝光发展	4.00	57.81	16.62
鑫苑置业	3.00	19.00	54.04
时代中国	3.00	84.16	11.29
泰禾集团	2.11	89.16	4.65
融信中国	2.00	32.07	7.48
		-	

注: 短期债务根据各企业最新一期公开数据统计资料来源: 联合评级根据Wind数据整理

元债进行展期。在行业经营风险上升、投资者避险情绪加重的环境下,中资地产美元债的展期预计将面临较大困难。

从中长期来看,在疫情的影响下,国际市场需求萎缩 以及受去全球化的影响,必然会影响国际收支经常账户 进而造成外汇储备相对下滑的压力,这无疑将加大中资 美元债发行人的偿债风险,也不利于美元负债端的进一 步规模扩张。地产企业受国际市场的影响较小,但受整 体市场资金面的影响较大。

近年来,世界各地的贸易保护主义日益升温,尤其新冠疫情全球蔓延后,各国物流、商流、人流和生产均受到影响,对全球供应链造成严重冲击,可能会进一步促进逆全球化进程。此外,疫情使发达国家更加认识到制造业的重要性,可能导致制造业回流。中国作为全球制造业大国,在加入WTO后的近20年来实现了高速发展,全球化进程对中国经济发展的作用显著。若全球化进程发展逆转,中国在全球产业链中的地位将受到挑战。此外,受疫情影响,国际市场需求下降,将对中国经济增速造成冲击。综合各种因素,未来有可能带来的贸易顺差的收窄和外汇储备的相对下滑,将使中资美元债发行人的偿债风险加大,也会提高中资美元债的发行难度,不利于中资企业美元负债的规模扩张。地产企业由于区域性因素较强,受国际市场的影响较小,但受市场整体美元资金面的影响较大。

三、2020年美元债集中兑付的主要中资房企偿债压力分析

2020年4—12月,存在美元债到期的中资房企共46家。根据这些中资房企今年境外新增融资情况,我们将其分为三类。

第一类中资房企较好地把握了今年美元债发行窗口期,在扣除到期美元债金额后,实现了一定规模的净融资。这类企业包括中国恒大、禹州地产、华夏幸福、阳光城、首创置业、瑞安集团、花样年、绿景中国,尤其中国恒大今年合计发行了60亿美元境外债,票面利率虽高,但加权平均融资成本较2019年有所下降。花样年新发行债券票面利率10.875%,也略低于其2019年美元债利率。绿景中国新发行债券利率则出现显著上升,其过往存续美元债利率仅674%,今年新发行债券票面利率已上升至12.00%(表7)。

第二类房企今年美元债发行金额与到期金额基本 相当,实现了美元债的到期滚动,但部分房企新发行美元债的票面利率较高,将加重财务负担。

第三类房企今年有美元债到期,但目前还有再融资需求的,后续的融资情况视疫情对全球经济的影响程度和地产企业的经营状况而进一步观察。对其中资质状况不高、业绩下滑比较明显、债务集中兑付、短期现金债务比不足一倍、流动性本身比较紧张的房企,其信用风险需要重点关注。

表7 2020年1—3月美元债净融资规模较大的中资房企(单位: 亿美元、%)

房企集团	2020年4—12月美元债到期金额	2020年1—3月美元债发行金额	美元债净融资金额	新发行债券加权平均成本
中国恒大	17.65	60.00	42.35	11.75
禹州地产	2.00	10.45	8.45	7.50
华夏幸福	7.70	12.00	4.30	7.57
阳光城	3.70	7.88	4.18	8.28
 首创置业	1.00	4.50	3.50	3.85
瑞安集团	2.80	5.80	3.00	5.73
 花样年	2.42	4.50	2.08	10.875
绿景中国	3.15	4.50	1.35	12.00

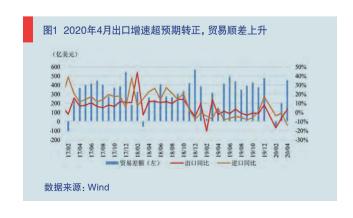
注: 美元债净融资金额等于2020年1-3月美元债发行金额减去4-12月美元债到期金额资料来源: 联合评级根据Wind数据整理

短期因素推升出口增速,二季度外贸环境不容乐观——2020年4月进出口数据点评

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 宏观研究部

按美元计价,2020年前4个月,我国进出口总值1.3万亿美元,下降7.5%。其中,出口6782.8亿美元,下降9.0%;进口6200.5亿美元,下降5.9%。按美元计价,2020年4月当月出口同比增长3.5%(3月为下降6.6%),市场预期-11.0%;进口同比下降14.2%(3月为下降0.9%),市场平均预期下降10.0%;贸易顺差453.4亿美元,市场预期86.8亿美元,3月贸易顺差录得199.0亿美元(图1)。

出口超预期增长,并不预示外需转好;进口增速好于预期,内需上涨不是主要推手;贸易顺差难以继续保持上升趋势。出口数据超预期的好,但并不代表外需转好,去年基数低叠加防疫产品出口增加是主要推动因素,尚不能对我国外贸出口抱有乐观的态度;进口数据下降幅度超出市场预期,一方面是由于国际大宗商品价格超预期走低,另一方面反映了内需不足,同时海外国家停工停产导致的供应链断裂也是进口增速下降的一个推动因素。贸易顺差上升,但后期预计出口继续面临压力,而内需或已经触底支撑进口增速,贸易顺差难以继续上升,甚至可能录得贸易逆差。



一、高新技术、机电及防疫物资出口大幅上升推 动出口增速超预期

4月出口数据超出市场预期值,与4月PMI新出口订单 大幅下滑(4月PMI新出口订单指数录得33.5%,3月值为 46.4%)、欧美等主要出口国家经济收缩数据表现矛盾。 我们分析认为主要有三方面的原因:一是去年低基数; 二是高新技术和机电以及防疫物资出口大幅增加;三是前期订单积压。

基数低。2019年4月出口金额是全年除春节期间外最低值,出口增速从3月的14.0%下降至4月的-2.7%。从历史数据计算,往年4月出口金额占1—4月比重在27.0%~28.0%之间,但2019年4月比重仅26.0%。基数较低,导致今年4月同比增速相对较高。2019年4月出口环比下降0.6%,过去5年平均值为14.5%,若按照历年平均值对2019年4月出口金额进行调整后,2020年4月出口同比增速为0.6%。

高新技术产品和机电产品出口增速上涨也是4月出口增速超预期正增长的推动因素之一。2020年4月高新技术产品和机电分别增长10.9%和5.5%,3月分别下降7.5%和9.0%,环比上涨18.4%和14.4%,分别拉动出口增速3.1和2.1百分点,是出口超预期的主要推动因素(图2)。因其主要出口国家为欧、美、日等发达地区,但欧、美、日2020年4月经济增速出现明显的下降,因此推测机电和高新技术产品出口增速上涨主要是由于前期订单的交付以及生产受限产生的部分需求转移。

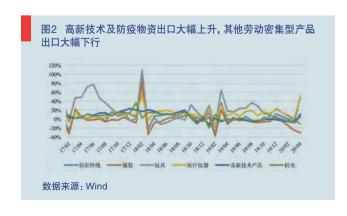
防疫物资出口大幅增加。4月是欧美等发达国家疫情

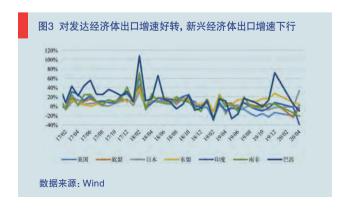
高峰时期,海外疫情扩散增加了全球防疫物资需求,而 海外国家相继宣布实施封锁措施,停工停产导致国内防 疫物资供给的下降,而作为最先复工复产的中国成为防 疫物资的主要供给方: 据海关统计, 3月1日至4月30日, 全 国共验放出口主要防疫物资价值712亿元,4月份以来, 我国出口防疫物资呈明显增长态势, 日均出口额从上旬 的约10亿元,增至近期日均30亿元以上,一个月内持续 增长逾3倍。从海关总署公布的部分出口商品数据来看, 绝大多数商品出口增速都是下降的,但纺织纱线、织物 及制品(包含口置)和医疗仪器及器械增速逆势大幅提 升, 分别增长49.4%(去年同期为下降6.7%) 和50.3%(去 年同期为增长7.2%),防疫物资出口的大幅上涨抵消了 其他商品出口的下降,支撑出口增速上升。从绝对量来 看,4月纺织纱线、织物及制品出口金额达到146.21亿美 元, 创历史最高值, 占全部出口金额的7.3%, 拉动出口 增速2.5个百分点(去年同期值为-0.64个百分点); 医疗 仪器及器械出口金额为15.09亿美元,占全部出口金额的 0.8%, 创历史最高值, 拉动出口增速0.26个百分点(去年 同期值为-0.06个百分点): 两者共计拉动出口增速2.77个 百分点。与居民需求关联较大的其他劳动密集型产品, 增速仅升至0.3%,或反映海外零售需求不足。

但长期看,防疫物资出口高增速难以持续维持,4 月下旬欧美等国家相继宣布复工,5月欧美日等国家将迎来大规模复工,国内生产力的恢复将会减少对我国 防疫物资的需求,同时会减少我国在全球防疫物资供应的份额。

前期积压订单释放支撑出口增速好转。商务部消息,4月大部分外贸企业进入复工复产,前期积压的订单加速生产支撑出口增速的好转。4月制造业PMI生产指数录得53.7%,高于除2017年以外过去6年同期值,显示生产快速恢复,但4月新出口订单指数及新订单指数分别录得33.5%和50.2%,显示需求端不及生产端,前期订单的积压释放是生产加速的一方面原因;从加工贸易进出口增速看,二者增速一般具有一致性,但从3、4月的数据看,二者出现背离,3月来料加工贸易进口增速下滑而出口增速下滑,4月来料加工贸易进口增速下滑而出口增速上涨(4月加工贸易进口同比增速-8.3%,出口同比增速5.4%),显示了外部生产能力下降的情况下前期订单加速生产出口。

从主要出口国家看,对欧美日等国家出口增速好转,对新兴国家出口增速出现下降,对东盟国家出口依然维持高速增长(图3)。4月对美、欧、日出口增速分别为2.2%、-4.5%、33.0%,前值分别为-20.8%、-24.3%、-24.2%,与欧美国家疫情爆发防疫物资需求大幅上升有关,同时4月欧美等国家停工停产使得国内供给急剧下降,而需求下降的滞后性使得进口需求增加,支撑我国对这些地区出口增速,另一方面4月高新技术产品和机电出口高增(主要出口区域是欧美日等国家)是推动对





欧美日出口增速上涨的因素;由于4月印度、巴西和南非等新型经济体疫情开始加速蔓延,我国对其出口增速分别下滑37.2、14.0和13.3个百分点;对东盟出口增长虽有所放缓,但仍实现了4.2%的正增长,支撑出口增速的上涨。

二、大宗商品价格拖累进口增速,产需分化

4月进口同比下降幅度超出市场预期,同样有三方面的原因:一是大宗商品价格超预期下降,导致进口金额增速下降超预期;二是内需不足,库存上升挤压进口需求:三是高基数导致。

价格下跌拖累进口增速,上游"量升价跌",下游"量价齐跌",产需分化明显(表1)。4月主要进口商品中,上游大宗资源品进口价格明显下跌,除了原油进口量同比减少外,铁矿石、铜材等进口数量均实现两位数增长,反映了在基建、建筑行业逐渐恢复的进程中,需求逐渐恢复;但下游需求端出现量价齐跌的情况,汽车及其零部件进口同比下滑63.8%,降幅较上个月扩大50.3个百分点,汽车产业链较长,增速大幅下降体现出需求的走弱和疫情对供应链的冲击。

需求不足叠加库存大量积累挤压进口需求。3月和4月PMI新订单指数分别录得52.0%、50.2%,显示了需求

端修复慢于生产端,汽车等消费品的销售增速下降印证了需求不足这一事实;同时工业企业的库存上升,自2019年12月开始工业企业库存开始上升,但是2020年2月和3月工业企业库存成直线上升趋势,显示了在疫情期间需求不足导致企业积累了大量的库存(图4)。市场需求低迷叠加企业被动补库存,共同拖累进口增速的下降。

去年进口基数低是进口增速下降的另一原因。2019年4月进口同比4.5%,从绝对值看去年4月进口金额处于全年中较高水平,高基数也在一定程度上对本月进口增速形成拖累。同时3月下旬欧美国家相继宣布停工停产,使得供应链出现短缺甚至是断裂,直接影响作为全球供应链中下游的我国进口。

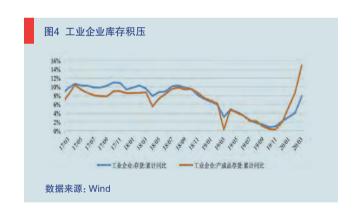


表1 2020年4月进口商品呈上游"量升价跌"、下游"量价齐跌"特征

		发行家数		发行	发行规模		行规模
		本季度 (家)	环比 (%)	本季度 (亿元)	 环比 (%)	本季度 (亿元)	本季度 (亿元)
	铁矿砂及其精矿	18.50%	-0.59%	18.15%	4.14%	-0.29%	4.76%
1.34	原油	-7.54%	4.47%	-49.33%	-9.83%	-45.19%	-13.69%
上游	未锻造的铜及铜材	12.55%	13.31%	-5.20%	4.47%	-15.77%	-7.80%
	煤及褐煤	22.32%	18.53%	7.63%	11.96%	-12.01%	-5.54%
中游	钢材	0.60%	26.67%	-2.58%	-1.38%	-3.16%	-22.14%
TW	汽车和汽车底盘	-61.07%	-25.16%	-63.77%	-13.54%	-6.94%	15.53%
下游	大豆	-12.12%	-13.01%	-14.35%	-14.69%	-2.53%	-1.93%

数据来源: Wind

三、二季度出口继续承压,警惕贸易风险

受疫情影响,海外需求收缩,二季度出口增速继续 承压。国际货币基金组织(IMF)预测2020年全球经济 增长将会下降到-3.0%。其中,发达经济体下降幅度将 达到6.1%,美国下降5.9%、欧盟下降7.1%;新兴市场和 发展中经济体增长率下降1.0%。从目前来看,海外经 济增速下滑已经开始显现,4月美国ISM制造业PMI下 滑至41.5%, 创2009年4月以来最低, 欧元区PMI跌至 33.6%, 基本持平金融危机低点。海外经济的下降导致 需求下降,虽然5月或将迎来海外大规模的复工复产,但 需求恢复尚需要一段时间, 短期内我国出口将继续承 压。同时东盟经济体疫情也开始扩散,对我国的进口 需求下降,前期对我国出口增速的正向拉动作用可能转 负,需求不足将直接导致出口增速的下降。同时4月欧美 国家陆续宣布复工复产,产品生产的恢复将冲击我国产 品的需求,进而使我国出口增速承压。进口方面,随着 我国基建的发力,以及消费政策的刺激,内部需求或将 触底回升,但由于我国企业外贸转内销承担部分国内需 求,进口增速难以达到往年水平。

后续需要警惕中美贸易不确定性的进一步加深。5 月8日上午,中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话,表示将努力为中美第一阶段经贸协议的落实创造有利氛围和条件,推动取得积极成效。贸易协定后第一次正式电话会议的举行,有助于缓解中美贸易的不确定性,但在特殊阶段,不能忽视中美贸易不确定性进一步加深的可能性。根据美中第一阶段贸易协议的文本,中国同意从2020年1月1日至2021年12月31日两年内,在2017年的基础上再购买2000亿美元的美国商品和服务。2020年前4个月自美国进口金额累计为366.92亿美元,同比下降5.4%,为完成中美贸易协定约定,预计后期我国将增加对美进口,成为进口增速的一大支撑点。但在内需恢复尚需时间、出口企业外贸转内 销分担部分市场需求的情况下,扩大自美国的进口可能会挤压部分自其他国家的进口,同时造成我国的进口压力。4月中美贸易顺差进一步扩大,以及后续由于自美进口完成程度可能不及美国预期,可能会进一步加深中美贸易的不确定性,进而加大我国的出口压力。

此外,疫情或将推动"去全球化"的进程,也会对我国出口造成压力。疫情的冲击加大了各国经济增长的压力,美、日等一些国家为了扩大国内就业,缓解产业空心化,维护全球价值链中的"链主"地位,提出将产业链回流国内。产业链的回流,会减少回流国家对我国出口产品的需求,另一方面也会分流海外市场的需求份额,减少我国出口产品的竞争力。

出口的压力给外贸企业带来生存压力,海外需求不足使得出口企业订单骤降,带来生存压力,外贸企业普遍面临在手订单取消或延期、新订单签约困难;而外贸转内销尚存在一定困难,外贸企业营业收入下降的形势下,成本压力凸显。疫情发生后,政府出台多批税费优惠政策支持疫情防控、减轻企业负担,一定程度上缓解了外贸企业的资金压力,但也导致其财务杠杆上升,信用风险不容忽视。



工业经济大幅滑坡,制造业蕴含较大信用风险——新冠肺炎疫情以来工业经济运行及信用风险观察

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

今年年初以来,突发新冠肺炎疫情对工业企业生产经营造成严重冲击,工业增加值大幅下降,企业经济效益大幅滑坡。1—2月规模以上工业增加值累计同比下降13.5%,较上年同期下滑18.8个百分点;营业收入11.6万亿元,同比下降17.7%;利润总额4107.0亿元,同比下降38.3%。工业增加值、营业收入和利润总额的大幅下降,表明在疫情的严重冲击下,工业生产经营活动受到深度抑制,工业经济全面收缩,效益大幅滑坡,企业流动性趋紧,部分企业信用风险上升。

本文采用已公布的工业经济运行数据,从工业三大门类和41个大类行业两个层面,通过对相关关键数据的比较和原因探析,来分析判断工业各层面信用风险现状及未来变化趋势,以期从宏观上对我国工业企业的信用风险有所把握。分析表明,在采矿业、制造业和公用事业(电力热力燃气及水生产和供应业)三大部类层面,制造业蕴含的信用风险最高;在41个大类行业层面,受到内外需求萎缩冲击的非生活必需品制造业和装备制造业经济效益下降幅度最大,信用风险更为集中。

一、新冠肺炎疫情以来工业经济大幅滑坡

2020年以来新冠肺炎疫情冲击对我国工业生产经营的冲击,超过了2008年国际金融危机的冲击。2009年1—2月工业经济也曾大幅收缩,其中工业增加值1月同比下降2.93%,2月即转正为累计同比增长3.8%,但与上年同期(15.4%)和上月(12.9%)相比,增速均大幅回落:利润

总额1—2月累计下降37.27%, 较上年同期(16.5%)和上月 (4.89%) 均大幅下降。与受到金融危机冲击的工业企业 效益相比,2020年1-2月受到疫情的冲击更大,企业效益 下降幅度超过上次。为了应对金融危机冲击,2008年底推 出四万亿刺激计划。在刺激计划的推动下,工业增加值于 2009年2月开始转为负增长,工业利润降幅逐月收窄,到11 月转为正增长,经历了10个月。本次新冠肺炎疫情爆发于 1月下旬,2月份疫情最为严重,2月底防控已经取得初步成 效,中央于2月21日提出了"统筹疫情防控和经济社会发 展"的方针,开始推动分区分级防控,出台一系列政策措 施,促进鼓励企业复工复产。3月国内疫情得到初步控制, 复工复产进度加快,PMI强劲反弹回升,但同时疫情在国 外尤其是欧美国家扩散升级,欧洲已成重灾区,美国疫情 迅速恶化,各国相继进入紧急状态,封锁关闭人流物流 通道,全球经济转向衰退,我国外需大幅收缩不可避免。 这就相当干我国经济受到前所未有的"非典"和"金融危 机"叠加的双重冲击,冲击力度远超2009年,3月工业增长 难有起色,一季度GDP负增长已成定局,也难以如2009年 那样实现经济迅速恢复,全年实现增长目标承压(图1)。

此前公布的1—2月需求端数据也是大幅下降的,而且下降幅度大于供给端。1—2月,社零总额下降20.5%,固定资产投资完成额下降24.5%,净出口同比下降116.0%(图2)。供给端和需求端数据相比较,可以看到需求端受到疫情冲击更大。这个事实意味着,疫情以来工业经济效益的大幅下降,固然有各行业停工停产、物流限制等原因的影响,但需求的大幅萎缩可能是更深层的原因。

二、工业三大部类中,制造业经济效益下降最大

1—2月,工业中三大行业采矿业、制造业和公用事业(电力燃气热气及水的生产和供应)的收入增长分别为-10.5%、-19.1%和-7.6%,其中处于中游的制造业降幅最大,是工业企业营收下降的主要拖累因素(图3)。下游需求的萎缩及制造业企业复工复产的延缓,可能是主要原因。这也表明,工业三大类别中,从营业收入角度看,制造业现金流更为紧张,信用风险恶化更严重。

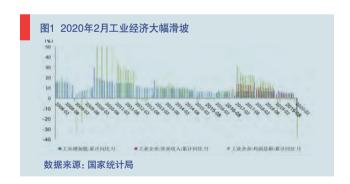
制造业营业收入降幅最大

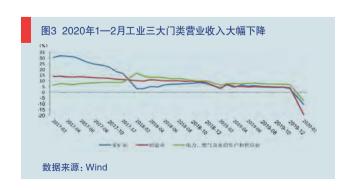
对大多数企业来说,在突遭疫情巨大冲击,生产经营基本停止的情况下,现金流是决定企业生存的关键因素。现金流来自于公司自身和外部融资,而自身现金流可以通过营业收入来度量。2020年2月工业企业营业收入断崖式下降,为自有该项统计数据以来(2017年)最大降幅。其实过去的三年中,工业企业营业收入增速一直处于下降之中,从2017年初的近15%,到2019年底3.8%,

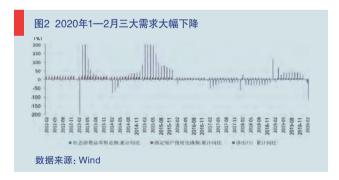
3年下降了11个百分点以上。本次下降幅度20个百分点,远大于过去三年的降幅。营业收入是企业维持现金流的重要保证,本次企业营业收入大幅下降,同时还需要保证最低刚性支出,导致企业现金流紧张,面临现金流断裂的压力,信用风险高企。

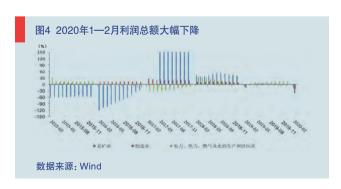
制造业利润总额降幅最大

利润总额上看,也是制造业下降最大。1—2月工业企业利润大幅下降38.3%,其中采矿业下降21.1%,制造业下降42.7%,公用事业下降23.2%,制造业利润下降幅度最大(图4)。利润大幅下降主要是受到新冠肺炎疫情冲击,企业营业收入大幅下降,但用工、折旧等成本及各项费用刚性支出不减,挤压利润空间。1—2月份,规模以上工业企业每百元营业收入中的成本费用为94.19元,同比增加0.85元。此外工业品价格下降也是工业利润下降的主要原因。1—2月份,工业生产者出厂价格同比下降0.2%。重点支柱行业产品出厂价格不同程度下降,如化工下降4.3%、煤炭开采下降4.1%、电子下降2.2%、电力下









降0.9%、汽车下降0.6%。相对于其他行业,制造业利润下降幅度最大,主要是制造业收入下降严重,产成品价格下降较大所致。

制造业运营效率降幅最大

一是应收票据及应收账款回收期大幅拉长。1—2月企业应收票据及应收账款平均回收期出现较大幅度延长,达到71.3天,较上期(53.7天)及上年同期(57.5天)均大幅延长。三大行业看,制造业企业平均到达75.7天,较上期(56天)延长34.8%,较上年同期(60.7天)延长25.0%,说明在疫情冲击下,制造业企业资金周转趋于恶化;公用事业企业的应收账款回收期较上期延长9天,较上年同期延长12.7天,资金周转速度明显放缓;采矿业同比放缓不大,但环比放缓也达到10天(表1)。从理论上讲,应收款项是变现能力最强的流动资产之一,其周转效率降低会影响企业正常资金周转和生产经营活动,为维持企业正常生产经营,企业不得不通过银行借款或其他方式进行融资,这样将增加企业财务费用,影响企业经济效益。

二是企业产成品存货周转天数同比大幅增加。如下表所示,总体上看,1—2月规模以上工业企业产成

品存货周转天数大幅提高至26.1天, 较上月和上年同 期分别增加10.8天和6.8天,增幅63.9%和35.2%。分行 业看,制造业增加最大,达到29.8天,较上月(18.5天) 延长60.5%, 较上年同期(21.4天)延长38.8%, 制造业 产成品存货周转天数大幅延长,表明在重大疫情冲击 下,下游需求萎缩,制造业企业产成品无法及时销售, 造成大量长时间库存和资金占用,不但影响到企业流 动,而且推低出厂价格,削弱企业效益,2月PPI同比回 落0.2%,3月进一步扩大至同比回落1.5%,也从侧面印 证了这个问题(表2)。从所有制结构上看,同样是国有 企业情况较好,股份制企业、外资企业和私营企业库 存天数大幅延长,尤其是私营企业达到28.7天,较上月 延长77.2%, 较上年同期延长54.3%, 处于历史上较长 时期。私营企业的情况说明,疫情对私营企业冲击更 大,产成品库存时间延长,企业内生流动性明显下滑。 简要分析前两个月规模以上工业企业经营指标,企业 短期流动性明显下滑。从企业端资产负债表看,2020 年2月末,我国规模以上工业企业的产成品存货周转天 数及应收账款平均回收期分别为26.1天和71.3天,同比 分别增加6.4和19.1天,企业运营效率下降,导致内生流 动性下滑明显。

表1 工业企业应收票据和账款回售周期大幅延长 (单位:天)

	总计	采矿业	制造业	公用事业
2019年2月	57.5	46.3	60.7	30.0
2019年12月	53.7	41.5	56.0	33.9
2020年2月	71.3	51.6	75.7	42.7

数据来源: 国家统计局、Wind

表2 1—2月产成品库存周期大幅延长 (单位:天)

	总计	采矿业	制造业	公用事业
2019年2月	19.3	14.6	21.4	0.5
2019年12月	16.9	12.2	18.5	0.6
2020年2月	26.1	16.8	29.7	0.9

数据来源: 国家统计局、Wind

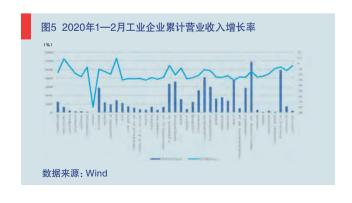
三、41个工业大类中,非生活必需品制造业和装备制造业经济效益下降幅度最大

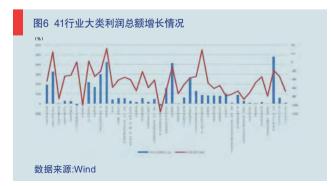
41个行业大类中有22个行业营业收入大幅下降。

从营业收入情况看,在统计范围的41个工业行业大类 中,有2个行业营收逆势增长,其余39个行业均为下 降,其中"其他采矿业"降幅最大,达到80%:降幅最 低的是石油、煤炭及其他燃料加工业, 微降4%(图5)。 我们按营收增长情况,将41个行业分为增长和小幅下 降(降幅低于10%)、中等下降(10-20%)和大幅下降 (20%以上)三大类进行分析。其中增长和小幅下降行 业9个,占比22.0%:中等下降行业10个,占比24.4%:大 幅下降行业22个,占比53.7%。在如此巨大的突发疫情 冲击下,仍能够保持营收增长或只有小幅下降的行业, 其信用资质保持较高水平。这个区间的行业共9个,主 要包括非周期性行业,如公用事业行业、医药制造、烟 草制造,周期性行业,如石油和天然气开采、石油煤炭 及其他燃料加工业、黑色金属矿采选业、金属制品、机 械和设备修理业、开采专业及辅助性活动。其中医药 制造业主要是受到疫情防控的正向影响, 收入降幅比 较小: 概括讲, 收入增长及降幅较小的行业主要是非 周期行业以及周期行业中的上游行业,这些行业受疫 情影响较轻。中等下降行业10个,主要是民生保障行 业、上游采矿业以及下游的计算机、通信和其他电子 设备制造业。这些行业营收下降较小,主要得益于需

求刚性及受疫情冲击较小。大幅下降区间集中了22个行业,主要包括非生活必需品制造业、装备设备制造业等。这些行业生产受疫情影响大,疫情期间停工停产长,产出本身减少。同时需求下降,销量降低;这些影响随着疫情结束会有好转,但海外尤其是欧美疫情的爆发,使外需大幅下降,冲击可能会超过2008年金融危机时期,所以未来收入下降压力仍较大,尤其是其中以海外市场为主的出口型企业,流动性面临更严峻挑战,部分企业信用风险上升。

石油、煤炭及其他燃料加工业、电子、汽车、电气机 械、化丁等重点行业是利润下降的重灾区。从利润总额 看,绝大多数行业利润普遍下降(图6)。1—2月份,41个 工业大类行业中,37个行业利润下降,利润下降行业占 比高达90%以上, 其中33个行业利润降幅在30%以上, 两个行业利润总额为负(石油煤炭及其他燃料加工业利 润总额为-21.1亿元, 开采专业及辅助性活动业亏损16.5 亿元)。按利润增长情况,可将41大类行业分为增长行 业(增速大于零)、中等下降行业(下降30%之内)和大 幅下降行业(下降30%)三大类。其中增长行业4个,占 比9.8%以上;中等下降行业4个,占比9.8%;大幅下降行 业33个,占比80.5%。利润增长行业分别是烟草制品业 (31.5%)、有色金属冶炼和压延加工业(28.3%)、石油 和天然气开采业(23.7%)和农副食品加工业(2.2%)。 这四个行业属于必需品和上游行业, 受疫情冲击较小。 4个中等下降行业主要是生活必需品和药品,具有需求





刚性; 33个大幅下降行业中,石油、煤炭及其他燃料加工业、电子、汽车、电气机械、化工等重点行业利润分别下降116.7%、87.0%、79.6%、68.2%和66.4%,成为利润下降的重灾区。其中石油、煤炭及其他燃料加工业的收入下降并不明显,但利润大幅下降,主要是今年以来终端价格大幅下降所致,电子、汽车等利润大幅下降的原因,则主要是价量齐降造成的。这些行业利润的大幅下降,使企业财务状况恶化,对企业的持续经营带来极大挑战,也对企业融资造成更大困难。

汽车等12个制造业的信用风险尤其值得关注。进一步,我们选出收入下降幅度最大的20个行业和利润下降最大的20个行业中的重复项(表3),即1—2月收入和利润同时大幅下降的行业有12个(剔除了代表性较差的"其他制造业")。这些行业全部属于制造业,多数以出口为主(如纺织业、通用设备制造业、电器机械和器材制造业等),或者为可选消费品行业(如汽车制造业、家具制造业、橡胶和塑料制品业等)。在41个工业大类中,这些行业的收入利润同时大幅下降,表明其流动性和盈利能力受疫情影响更大,可能面临较长期的财务恶化和融资困难,信用风险尤其值得关注。

四、3月制造业PMI大幅反弹,制造业效益下降 或将收窄,但下降压力仍然较大

在2月断崖式回落的基础上,3月PMI(52.0%)及各分项均大幅反弹回升,其中生产指数回升最大,达到54.1%,表明企业复工复产进展较快。但新出口订单、原材料库存、出厂价格、供货商配送时间等分项仍然处于荣枯线以下的收缩区间,制约3月制造业经济指标难以反弹。从企业类型看,3月中小企业PMI虽然回升至荣枯线以上,但由于中小企业复工复产率低,又处于直接连接消费的最下游行业,受需求萎缩影响,中小企业恢复难度更大(图7)。

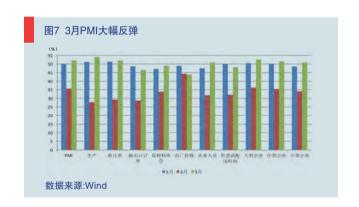


表3 营收和利润总额同时大幅下降的制造业行业

行业	营收额(亿元)	营收增长(%)	利润总额(亿元)	利润增长(%)
汽车制造业	7489.4	-31.0	100.2	-79.6
家具制造业	647.2	-30.6	13.8	-67.5
纺织业	2216.9	-30.5	40.5	-59.3
印刷和记录媒介复制业	631.6	-29.1	16.5	-60.2
化学纤维制造业	835.8	-28.4	4.0	–74.5
橡胶和塑料制品业	2444.7	-26.3	60.1	-52.9
通用设备制造业	3600.4	-25.7	82.1	-62.3
电气机械和器材制造业	5732.4	-25.5	88.8	-68.2
金属制品业	3296.1	-25.2	80.9	-49.0
仪器仪表制造业	618.2	-25.2	8.4	–71.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	983.0	-24.7	9.6	– 75.3
专用设备制造业	2751.0	-22.9	78.0	-55.1

数据来源: Wind

正如统计公报所言,"3月份采购经理指数回升至临界点以上是2月份大幅下降后的反弹,更多反映的是一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善,并不能代表我国经济运行已恢复正常水平。"同步发布的国家统计局对3月PMI数据的权威解读表示,"虽然3月份制造业PMI大幅回升,但调查结果显示,企业生产经营压力仍然较大,本月反映资金紧张和市场需求不足的企业比重分别为41.7%和52.3%,比上月上升2.6和4.1个百分点。"显然,在2月全国经济几乎停摆的基础上,3月以来随着企业复工复产的快速推进,以及全国各地陆续解除对人流物流等的隔离限制,3月PMI数据的强劲反弹是必然的,但经济扩张能力依然较弱,经济下行压力并未明显减轻。

五、制造业企业信用风险展望

今年以来制造业经济效益大幅下降的原因,首先是复工复产并不全面,国有企业复产率较高,私营企业、外资企业复产率并不高。截至3月底,国有企业复产率达到90%以上,而中小企业复产率不足70%,而且员工复岗率更低。其次是物流限制,企业原材料运进和产成品运出均受到各种限制;三是需求疲弱,产品出厂价格下降,压缩了企业利润空间。这些内在原因叠加疫情在海外的蔓延升级,或将在中期推升我国制造业信用风险。

疫情的海外蔓延升级严重冲击我国制造业外需。 此外当前疫情在世界各地多点爆发,呈现快速扩散升级 态势,尤其在欧美表现突出,各国因此采取封锁城市、 关闭出入境通道、停止或大规模减少航班。各国也自3 月以来加强对外来输入性病例管制,暂停航班,取消外 国人签证入境等。在国内疫情初步控制,形势依然严 峻,复工复产仍需推进的情况下,又一次受到疫情在全 球的更大规模爆发,世界经济迅速陷入衰退的双重冲 击,未来我国经济继续承压,利润总额下降持续的可能 大大提高。与2009年的利润下降相比,下降的幅度及持 续的时间都将有过之而无不及。统计数据显示,2009年2月以后,工业企业利润降幅逐渐收窄,前5月累计下降22.85%,前8月累计下降10.61%,前11月转正为7.76%,2010年2月更是在低基数效应下,增幅达到近120%。2009年的下降主要是受到金融危机冲击下,全球经济下行,外需大幅下降,外贸出口大幅下降所致。随后在经济逐渐复苏带动下,外贸恢复,规模以上工业企业利润好转。依此推论,今年在新冠肺炎冲击下,企业利润下降保守估计会持续到年底,下降幅度在10%以上,对企业生产经营构成较大压力,尤其是制造业承压更大,企业财务风险大增,偿债能力面临挑战。

疫情以来的宏观政策对制造业企业的风险可能产生了一定的对冲作用。财政方面大幅度阶段性减税降费,对减轻企业负担及缓解企业流动性发挥了一定对冲作用。货币金融方面通过OMO操作及定向降准等,设立规模较大的再贷再贴额度,为银行体系提供流动性,同时下调LPR,降低企业融资成本。监管部门为企业债券融资和银行贷款创造便利,为企业借新还旧融资开设绿色审批通道,支持债券发行人及银行等债权人对企业债务展期等。这些政策措施在短期内可能发挥了对冲企业信用风险的作用,但在内外需求萎缩的双重冲击下,制造业企业的收入和利润下降,现金流紧张的状况可能长期存在,部分制造业企业的信用风险可能被暂时控制或向后推延,未来随着政策的退出或弱化,爆发信用风险事件的概率仍然很大。



后疫情时代, 我国原料药行业面临机遇下的隐忧

文 | 联合信用评级有限公司 唐玉丽

2020年以来新冠疫情爆发,中国作为疫情最早爆发的区域,经过3个多月的严格防控,目前疫情已基本得到控制,绝大部分企业实现复产,物流体系恢复运转,主要行业产业链生态基本恢复正常。而世界范围内,疫情正在肆虐。欧洲主要原料药生产地意大利、德国、西班牙、日本等均处于疫情发展的关键时期,多国已经采取停工停产、封锁交通、限制出行等隔离措施,预计短期内相关原料药供应将面临较大困难。被称为"世界药房"的印度,出于对国内疫情发展态势的不乐观预估,于2020年3月3日发布出口限制令1,正式限制13种原料药(扑热息痛、替硝唑、甲硝唑、奥硝唑、阿昔洛韦、VB1、VB6、VB12、黄体酮、氯霉素、红霉素盐、新霉素、克林霉素盐)及相应制剂的出口,以优先满足其国内需求为主。

从短期来看,原料药供给端受疫情影响较大,国外原料药产地或不能生产,或限制出口,需求端因疫情刺激导致相关原料药需求增加。国内原料药企业的确迎来抢占相关药品的市场份额、一定时期内迎来上调价格的机会。但从长期来看,在本次新冠疫情带给国内原料药企业短期利好的同时也需要意识到我国原料药企业可能面临的内忧和外患。

一、我国原料药企业面临的"内忧"

规模优势掩盖下的产品结构性风险和同质化竞争风险 我国原料药整体行业低端产能过剩、高端产能不

足、同质化竞争激烈、行业整体利润率低于医药行业平均水平。

据中国海关统计数据显示,原料药进出口额方面,2019年,我国原料药进出口总额达到444.34亿美元,同比增长12.10%。原料药出口区域方面,2019年,我国原料药出口国家和地区合计为189个,其中向亚洲、欧洲、北美洲出口额合计占出口总额的89%;具体来看,2019年,我国原料药出口额前五名的国家分别为印度、美国、日本、德国和韩国。原料药出口量方面,2019年,我国原料药总出口量高达1012万吨,其中,向亚洲市场出口544.61万吨,向欧洲市场出口207.63万吨,向北美洲市场出口78.79万吨。原料药品种方面,据国家发展改革委价监竞争局统计,目前世界范围内能生产的原料药大概为2000多种,其中超过3/4品种我国均能生产。毫无疑问,我国已成为世界药企的原料库。但在规模优势背后,我国原料药行业在产品结构、行业竞争、盈利能力等方面的问题也很突出。

产品结构方面,原料药一般被分为大宗原料药、特色原料药和专利药原料药三大类。三类原料药相比较,呈现出产能过剩局面递减、下游需求递减、行业内企业数量递减、行业同质化竞争程度递减、对营销能力的要求递减、成本和价格敏感性递减、下游需求稳定性递减、产品附加值递减、周期性波动递减的特点,同时,三类原料药也呈现产品技术含量递增、产品价格和利润空间递增、行业进入壁垒递增、下游客户粘性递增的特点。受前

¹出于政治压力及人道考虑,印度已于4月7日放开部分药品的出口禁令。

期进入门槛较低、生产技术要求不高等因素的影响,我 国原料药优势品种主要集中在维生素类、解热镇痛类、 抗生素类以及激素类等大宗原料药, 整体行业呈现低端 产能过剩、高端产能不足、行业整体利润率低于医药行业 平均水平的特点。以2019年出口原料药为例,出口增幅最 大的品类依然集中在抗感染类、激素类、解热镇痛类等 低价传统大宗原料药,而同为原料药出口大国的印度,却 通过从我国大量采购大宗原料药及中间体产品,在其国 内加工成高附加值的制剂或其它产品再出口,以获取高 额利润。行业竞争方面,2019年,我国共有超过12000家 企业经营原料药出口业务,较2018年增加近1/10,原料药 出口企业数量已经连续六年保持增长。大规模的企业数 量导致的后果之一就是产能过剩以及同质化竞争激烈, 以维生素为例,单个维生素品种绝大部分的市场需求, 行业内少数几家头部企业即可满足,其他众多小规模维 生素企业只能艰难求生(表1)。

值得注意的是,针对此次新冠疫情引发的原料药在疫情期间的供需不平衡以及所导致的价格波动,为鼓励原料药出口,2020年3月17日,财政部下达《关于提高部分产品出口退税率的公告》,明确于3月20日起提高1,400余项产品的出口退税率,其中包含例如扑热息痛、阿司匹林等在内的135种原料药产品。同时,习近平主席在2020年的G20峰会上向世界承诺"中国将加大力度向国际市场供应原料药等产品"。可以预见,后续政府为鼓励原料药出口还可能出台相关政策优惠,叠加部分产品价格上涨带来的超额利润等相关利好可能会吸引行业新进者,也可能会促使行业现存者扩大产能,尤其是进

入门槛较低的大宗原料药产能可能进一步增加。一旦后续疫情得到控制,国外原料药生产商恢复生产,当前国内企业为追求短期利好,在产能、产品认证等方面的投入很可能还没带来回报就失去国际竞争力,从而进一步加剧国内企业的同质化竞争。

人口红利下降、环保政策趋严等造成生产成本优势弱化 的风险

一直以来,中国原料药能够占据世界原料药供给举足轻重地位的决定性优势之一就是成本优势,而这一优势的来源主要依赖国内较为完善的上游化工产业链以及低廉的人工和生产成本。但近年来,随着人口红利的逐渐下降、国内环保监管趋严等供给侧改革措施的推进,国内原料药企业的成本优势被大幅弱化。

人工成本方面,据国家统计局数据显示,截至2019年底,中国总人口首次超过14亿,但2019年出生人口数量为1465万人,较上年减少58万人,连续第三年下降,创近20年新低;人口自然增长率(3.34%)和出生率(10.48%)亦连续下降至历史新低;14亿人口中,16至59周岁的劳动年龄人口数量为8.86亿人,较上年减少89万人,适龄劳动人口的减少直接导致人工成本的增加。2018年,医药制造业规模以上企业实现主营业务收入239,863亿元,同比增长12.6%,医药行业从业人员平均涨薪率为13.91%;2019年1季度,医药制造业规模以上企业主营业务收入同比增长9.40%,医药行业从业人员平均涨薪率为13.07%。

国内环保监管趋严等供给侧改革措施方面,自2012 年起,国内针对高污染行业陆续出台一系列管制政策,

表1 主要维生素品种的行业需求及竞争情况

品种	主要下游应用领域	总产能	总需求	技术门槛	主要生产企业	主要生产企业市占率
维生素C	饲料、医药、食品、化妆品	约20万吨	约15万吨	较低	帝斯曼、石药集团、华北制药、东北制药	约70%
维生素E	饲料、医药、化妆品	约15万吨	约10万吨	高	新和成、浙江医药、帝斯曼、巴斯夫	约80%
维生素A	饲料、化妆品	约3万吨	约2万吨	 较高	帝斯曼、巴斯夫、新和成、浙江医药	约80%
维生素B5	 饲料、医药、化妆品	约2.5万吨	约2万吨	 较低	亿帆医药、兄弟科技、巴斯夫、帝斯曼	约70%

资料来源: 联合评级根据公开信息整理

原料药行业受到的环保督查力度持续提升。2019年的"响水爆炸"事件后,针对原料药行业的环保措施进一步趋严。在此进程中,大量的小企业因承受不了大规模的环保支出及无法实现环保达标,被迫退出,而大型原料药企业为了环保达标,不得不投入大规模资金进行生产线、生产工艺的升级改造,使得制造成本大幅提升。以行业头部企业华北制药为例,其近年来已累计投资数亿元新建、改造"三废处理"等环保设施;此外,其每年还需支出更多的设备维护费用。

2020年1月,工业和信息化部、生态环境部、国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局等四部门联合发布《推动原料药产业绿色发展的指导意见》,强调"到2025年,采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高,高端特色原料药市场份额显著提升;产业布局更加优化,原料药基本实现园区化生产,打造一批原料药集中生产基地;清洁生产水平明显提高,单位工业增加值能耗、二氧化碳排放量、用水量以及二氧化硫、氮氧化物、挥发性有机物等主要污染物排放强度逐步下降"。可以预见,在"绿色发展"的政策基调下,未来原料药企业将继续淘汰落后技术和产品,环保相关成本支出将持续增加。

"带量采购"等医疗改革政策影响下,原料药企业面临 盈利空间被压缩和大客户依赖度提升的风险

"带量采购"导致下游制剂企业的竞争重点从营销能力转为药品"性价比",相关成本压力必将传导至上游原料药企业,同时,原料药企业和下游制剂企业的依存度也将大幅提升。在此过程中,特色原料药企业有机会实现从原料到制剂的一体化模式,获取更高利润。

2019年4月,以保障药品质量和供应的同时大幅降价为目标的"带量采购"正式在北京、上海、厦门、西安、重庆等11个城市落地实施。根据国家医保局3月30日发布的《2019年医疗保障事业发展统计快报》显示,截至2019年底,25个中选药品"4+7"试点地区平均采购执行进度为183%,中选药品占全通用名市场份额的78%。

可以预见,未来"带量采购""集采扩围"等医改政策将会成为常态。对于制剂企业来说,中标"带量采购"后,营销费用可能大幅度的下降,但同时产品价格也将大幅下降,直接导致其市场份额的竞争核心由过去很大部分依赖营销能力转为以"性价比"为核心的质量和成本控制能力。为保证质量和降低成本,"带量采购"的中标制剂企业必然会寻求具有规模优势、供应质量较高、供应量充足且稳定的原料药供应商,与其深度绑定,并将价格压力部分传导至原料药供应商,导致原料药盈利空间也被压缩。对于原料药供商来说,未来大品种的药品的市场份额很可能集中于少数几家制剂企业,下游客户集中度将会大幅度提升,其对主要客户的依赖度将会大大提升,一旦下游客户失去相关产品的中标资格,将会大大影响原料药供应企业的业绩。

值得注意的是,在此过程中,特色原料药企业可能 面临新的机遇。由于"带量采购"免除了传统的药品销 售渠道拓展压力,特色原料药企业通过自产自用享有绝 对的原料成本优势,同时,其在开发特色原料药过程中 已经掌握一定的研发能力和生产技术,具备向下游制剂 行业延伸的天然优势,有望通过从原料到制剂一体化生 产的模式实现业务转型和盈利提升。

二、我国原料药企业面临的"外患"

新冠疫情过后,全球原料药供应链重塑可能导致国内原 料药产能过剩加剧的风险

"新冠"疫情直接促使各制药大国及制药巨头均会 重新审视和评估各自制药产业链的抗风险能力并采取措 施降低对中国原料药的依赖程度,加速其原料药"去中 国化"的进程,中国原料药全球供给地位可能被削弱。

自2008年金融危机之后,国际制药巨头辉瑞率先剥离原料药生产业务起,中国和印度逐步迎来原料药产业链向亚洲转移的高光时刻。截至目前,中国和印度已成为世界原料药的最主要生产基地。以美国为例,根据美

国FDA的统计,2018年,美国制药企业所使用的原料药有近90%来自国外,其中约30%的原料药直接来自印度,约15%左右的原料药直接来自中国,但同时,印度的原料药中有70%来自于中国,因此,实际上中国才是制约美国制药行业的关键。

新冠疫情在全球蔓延以来,主要原料药供应国产能 的暂时削减和对药品需求的大增使得众多国家警觉地 意识到各自国内药品生产产业链的脆弱以及对中国原料 药的高依赖度。我国原料药出口的主要目的地国家均通 讨不同渠道表达出对中国原料药依赖程度讨高的担忧。 2020年2月底,美国FDA前负责人Scott Gottlieb在参加有 关美国对流行病防控措施的国会听证会时表示美国对 中国生产的原料药和生产原料药的化学原料同时存在 依赖; 德国著名媒体指出在新冠疫情期间, 如果中国无 法及时供应原料药, 德国制药企业将会无法生产。我国 原料药第一大出口国印度的相关政府人员表示,中国原 料药如果无法持续供应,印度国内大型制药企业最多只 能维持3个月的生产,小型制药企业可能只能维持1个月 的生产。可以预见,通过此次疫情的检验,各制药大国 及制药巨头均会重新审视和评估各自制药产业链的抗 风险能力并采取措施降低对中国原料药的依赖程度。

目前世界范围内的"原料药制造回归"趋势已初见端倪。印度总统莫迪上任以来已多次强调要加强其国内生产基地的建设,并已设立十几亿美元的基金用以支持当地公司在印度建立原料药生产基地;2020年3月,美国国会议员办公室已经开始制定相关法律,用以激励企业把工厂迁回美国;法国生物制药巨头公司赛诺菲已正式计划将其目前的的原料药业务与其在意大利、德国、英国、法国(2个)、匈牙利合计共6个位于欧洲的原料药生产基地合并,在欧洲成立一家新的、独立的原料药公司,用以降低其对亚洲地区原料药的严重依赖。可以预见,如果主要原料药出口国家和地区在未来几年内逐步原料药生产基地转移至其国内或中国以外的区域,叠加国内"带量采购"等医改政策给行业造成的冲击,中国

原料药行业产能过剩的局面势必加重。

值得注意的是,出于各国法律规定、环保要求、产能建设、产业链协同、环境适应度等因素,"原料药生产回归"可能是一个较为漫长的过程,在此过程中,中国原料药企业还有机会通过提升自身的研发和技术能力将业务延伸至制剂类产品的终端市场,以缓解原料药"去中国化"带来的不利影响。

新冠疫情过后,主要国家针对中国原料药的贸易、投资、技术等"狙击"风险

新冠疫情之前,我国原料药主要出口国已经对中国 药品多次采取过贸易措施。新冠疫情后,出于对中国原 料药高依存度的恐慌以及促使本国原料药制造加速回归 的目的,各主要国家针对中国药品的在贸易、投资、技术 等方面的壁垒措施可能加剧,可能导致中国部分可被他 国原料药替代的原料药品种面临出口成本增加、出口价 格大幅被压低、甚至出口受阻等不利局面。

印度一直是提起反倾销申诉和采取反倾销措施的 大国,尤其是在2017年中印在洞朗对峙之后,印度更是 成为全球对华反倾销的头号大国。原料药领域,由于印 度和中国在大宗原料药及特色原料药的发展上交叉产 品较多,近年来,印度采取反倾销措施阻击中国企业的 举动颇多。近年来,几平每年都有印度对华原料药提起 反倾销的事件, 涉及原料药品种包括青霉素工业盐、头 **和曲松钠、扑热息痛、阿苯达唑、维生素、布洛芬等近几** 十余种。美国在2018年"华海缬沙坦事件"之前,其采取 的多轮对华加征关税的贸易对垒措施中,药品一直未被 涉及。"华海缬沙坦事件"之后,美国意识到之前对原料 药的生产国的监管存在漏洞,从而引发其对中国原料药 的关注。本次新冠疫情的出现,其国内药品产业链的脆 弱已经深深刺痛了美国,其对中国原料药的关注已经上 升到国家安全层面。2020年3月,美国共和党参议员汤 姆•科顿就提出拟限制中国生产的原料药在美国药品中 的比例的法案, 若该法案得以通过, 未来制药公司必须 提交其药品中使用的原料药的原产地、美国部分重要联邦行政部门将不得购买含有中国产原料药的药物、在美国投资扩大产能的中国药企都不能以此为由申请减税。可以预见,新冠疫情后,各主要原料药进口国出于保护本国药品产业链安全和供给、加速原料药供应来源回归本国或向中国以外的国家转移等目的,可能采取的提高出口成本、设置出口障碍的、包括分散原料药进口来源、对华原料药强监管、限制使用中国产原料药、采取反倾销和反垄断等贸易措施、限制原料药企业在当地投资、限制相关技术输出等措施在内的不利于国内原料药企业的措施将进一步加剧。

值得注意的是,虽然中国是全球最大的原料药出口国,但近年来,中国对部分慢性病原料药的进口数量也大幅增加,尤其是一致性评价政策实施后,国内制剂企业对高品质原料药的需求大幅增加,例如爱尔兰就是中国心血管原料药的最大进口国。国内企业还需提防相关国家利用这些主要品种对中国采取的抑制措施。

国内制剂企业对药品质量的要求提升、叠加政策红利, 导致进口原料药挤占国产原料药国内市场份额的风险

国家仿制药一致性评价政策将提升对高品质原料药的需求,并考虑到国家针对进口原料药的政策红利,预计未来进口原料药规模还将保持较快速度的增长,挤占国内原料药企业的市场份额。

2019年,我国原料药进口量达到196万吨,同比增长6.24%;进口额107.5亿美元,同比增长24.70%。原料药进口规模的增长原因主要包括:一方面,仿制药一致性评价政策导致下游药企对原料药的质量和供应稳定性要求提升,企业为确保通过仿制药一致性评价,不得不采购部分价格更高、品质也更高的高端原料药和药用辅料;另一方面,国家出台针对进口原料药的加快审批、部分品种实行税率优惠、不再逐批进行强制检验等政策优惠,也为原料药进口提供了便利。毫无疑问,迅速增长的原料药进口规模,将进一步挤压国内原料药企业的生存

空间,尤其是在以阿托伐他汀钙和阿卡波糖为代表的慢病相关的原料药领域。

三、我国原料药行业的信用风险展望

新冠疫情将会促使国内原料药行业态势发生变化。 对各细分子行业影响各有不同,具体如下。

对于大宗原料药行业而言,由于其下游应用广泛, 且市场需求稳定,同时生产工艺和技术差异不大,竞争 重点集中在成本管控和持续供货能力,目前中国较其他 国家较低的生产成本以及规模优势和气候条件优势, 使相关产品在短期内"去中国化"的可能性较小,但需 关注大宗原料药的产能过剩问题。未来,大宗原料药领 域在成本和规模方面具备绝对优势的企业竞争力较强, 包括新和成、华北制药、东北制药等在内的头部企业, 随着行业集中度的提升,其议价权也将得以提高。大量 中小型大宗原料药制造企业信用风险较大。值得注意的 是,在大宗原料药领域,例如依赖发酵生产工艺等对中 国气候依赖严重、以及类似皮质激素等对中国产农作物 依赖重的大宗原料药也将难以"去中国化"。

对于特色原料药行业而言,其下游使用集中在"三高"、抗肿瘤、精神神经、消化系统等慢病用药领域。由于上述领域的药品一般技术含量高、新产品更新迭代快,因此特色原料药竞争重点在于供货资质的认证、上市速度、技术更新能力等方面。值得注意的是,在一致性评价及带量采购政策导致的药品成本敏感性大大加强的催化作用下,特色原料药企业是最可能向下游制剂延伸产业链的一类企业,从而获得从原料到制剂一体化生产的竞争优势。

对于专利原料药行业而言,下游应用主要为原研药,对原料药的研发能力、技术含量及品质把控要求极高。值得注意的是,专利原料药生产企业的下游客户集中度往往很高,对于单一客户的过度依赖可能对其经营带来一定不利影响。

浅谈新冠肺炎疫情对保险行业的影响

文 | 联合资信评估有限公司 郎朗 谢冰姝

2020年春节前后,新型冠状病毒疫情在全国迅速扩散,全国多数地区人民在政府的防疫措施指导下减少外出活动,多数行业受疫情短期冲击影响明显。随着疫情在世界范围蔓延,全球经济短期增长的不确定性增强,疫情对全球产业链、商业模式及展业模式等均形成了一定的影响。对保险行业而言,年初以来Wind行业指数保险行业跌幅超过20%,此次疫情的短期影响冲击较为明显,但疫情在带来危机的同时也为行业带来了发展的新机遇。

一、疫情对保险行业的短期影响

险企无法开展线下营销获客, 保费收入较上年同期 明显下降。年初为险企"开门红"阶段,保险公司的销售 旺季,其业务增长是全年保费收入的主要增长点。但受 疫情影响,从目前已经披露的数据可以看出,各主要上 市险企原保险保费收入同比增速均为下降趋势。其主要 原因为: 一是保险公司新业务开展主要通过保险代理人 或营销人员线下展业,人身保险行业的第二大销售渠道 银保渠道依托于险企合作银行展业, 受疫情影响, 营销 人员无法开展线下业务拓展,银行网点在春节期间延迟 开门、节后网点轮换开门,且受担心传染,客户经理主动 销售保险意愿及客户交谈意愿均显著下降,对新业务的 拓展形成较大冲击; 二是对于财产保险公司主要险种车 险业务收入方面,受疫情影响,2月份我国汽车销量同比 下滑79%,新车销量的大幅下降对车险新业务的开展形 成较大负面影响,2月份我国险企车险业务收入较上年 同期均明显下降: 三是航意险和货物运输险方面, 受货 运流量大幅减少及航班大面积取消影响,以流动货物为 风险标的货物运输保险及航意险业务量均大幅下降,但 我国财产险行业航意险和货物运输险的保费收入整体 占比很小。此外,由于疫情期间多数企业停工停产,且处 于春节期间,居民日常消费增多,导致居民对于现金流 预期趋于保守,多数居民会选择暂停保险产品消费。

新冠肺炎保险责任主要为医疗保险,且确认患者均由国家医疗报销,疫情对保险公司理赔影响范围可控。由于新型冠状病毒肺炎保险责任主要为医疗保险,且商业保险在社会保险赔付之后,对于确认患者其医疗费用均为国家医疗报销,疑似病例的医疗理赔压力不大。同时,新型冠状病毒肺炎属于新型病种,不在各大保险公司已经销售等额重疾险的约定赔付责任中,亦不在意外险的赔付范围内。关于寿险单纯保障身故和全残的保单,由于新型冠状病毒肺炎全残和身故的比例很低,且寿险身故保单赔付基本在50万元保额以下,较2019年1.29万亿元的行业总赔付金额占比较小,且从目前公开的数据看各家险企理赔金额无明显增幅。

新业务的减少和金融市场的动荡对险企资金配置加大难度。由于险企年初保费收入预期大幅下降,使得险资可用资金增速明显放缓。疫情在全球范围内快速蔓延对全球金融市场产生巨大冲击,美股短期内多次熔断,美联储更是在半个月内连续两次紧急降息,直接将联邦基金利率拉低到零;国际市场动荡对国内金融市场亦有影响,从1、2月份我国主要经济运行数据来看,新冠疫情对当前经济运行造成了比较大的冲击。保险资金是债市的最大机构投资者之一,截至2019年末,我国保险资金运用余额为18.53万亿元,其中银行存款与债券投资合计占48.18%,其中债券占比为34.6%;股票和证券投资基金

占比13.15%; 其他投资占比38.67%, 主要为权益投资、投资性房地产及信托计划等非标投资。股票市场方面,受国际金融市场影响, 我国股市发生一定震荡, 短期内对险企投资收益产生较大影响。债券市场方面, 国债利率受此次疫情影响, 持续下跌, 在降准且全球主要央行延续扩表的情况下, 国内利率也下行明显, 利率的震荡下行对险企债券投资的全年利润目标带来挑战。在信托等非标计划投资方面, 在疫情的影响下, 信托公司产品发行规模明显收缩, 随着部分险资投资的非标资产相继到期, 再投压力明显加大。

行业偿付能力充裕,抵御风险能力较好,但部分险企流动性或面临一定压力。由于银保监会对险企偿付能力充足性的监管较为严格,我国保险行业具有充裕的偿付能力有助于其较好的抵御风险。但另一方面,受保费收入下滑,保险公司资金流入规模下降,且险企理赔业务正常支出资金的情况下,对险企流动性形成考验,对有大量中短存续期产品即将到期的险企带来一定的流动性压力。

二、疫情对保险行业带来的机遇

疫情推动险企业务线上化,保险业金融+科技进程加快。疫情期间居民使用数据化办公系统、线上会议软件等线上化系统的频率大幅上升,对于工作和日常生活场景线上化接受程度进一步提高,未来消费者保险消费习惯也将进一步向线上转变,线上自主选择产品也将成为主流。为应对疫情的影响,险企营销人员通过使用线上化系统与软件参与客户沟通与产品推介,以便维护固有客户;同时,部分险企加大线上投入布局力度,通过自主研发高效便捷的线上服务平台或与其他已有平台合作实现在线获客,开拓新客户资源。2020年2月银保监会发布《关于进一步做好疫情防控金融服务的通知》,要求各银行保险机构积极推广线上业务,在有效防控风险的前提下,探索发展非现场核查、核保、核签等方式,切实做到应贷尽贷快贷、应赔尽赔快赔:

疫情期间部分保险公司启动了线上绿色理赔通道和预赔服务,进一步加强线上理赔效率与覆盖面。综上,在疫情的影响下,消费者消费习惯、保险公司营销拓展方式以及理赔均逐步向线上化转型,保险公司通过线上营销在疫情期间维护原有客户的同时拓展新的业务来源,同时业务线上化也有利于保险公司提升运营效率、节约人力成本和管理成本。

保险业形象不断提升, 消费者保险意识得到增强, 健康险销量增加, 社会、企业和个人对保险需求会被激 发,为险企发展迎来新的机遇。疫情发生以来,各大险 个相继出台绿色理赔通道,并向疫区捐赠物资支持,使 险企社会形象和居民认可度得到提升。 同时本次疫情发 生后,消费者的自我防范意识及危机意识将得到提升, 出于风险防范心态,消费者对医疗险、重疾险等人身类 保险的需求量将有所上升,疫情过后,人身险保费收入 或会出现大幅增长:此外,根据目前已经披露数据可见, 1、2月份健康险和意外险保费收入同比环比增速均呈较 好态势。企业相关保险方面,疫情影响会触发突公共事 件公共责任险、中小企业相关企财险和责任险方面的需 求: 并且在政府支持、贷款信用违约风险防范等领域, 财 产险公司相关产品都将有机会参与,因此疫情讨后,对 产险公司各类保险产品需求将被激发,财产险行业产品 收入结构或会出现变化。

长期来看保险公司在资金运用方面压力不大,有利于保险公司开展长期投资和价值投资。与其他金融机构相比,保险行业资金来源较为稳定,资金规模较大且期限较长,保险资金的长期稳定的特性决定其能够承受经济短期波动并进行长久期资产配置,具有社会资金的"蓄水池"和经济"稳定器"的特点。长期来看我国资本市场趋稳,且短期内的资本市场波动有利于保险公司开展长期投资和价值投资。3月25日银保监会发布了《保险资产管理产品管理暂行办法》并于2020年5月1日起施行,该办法对保险资产管理产品设立了统一的监管标准,引导保险公司在做好风险控制的前提下有针对性地将保

险中长期资金投向非标产品。《办法》进一步扩展了保险资管的资金来源,且有利于险企中长期资金入市并对接实体经济,发挥保险资金长期稳定的特点,为国家经济和实体企业经营提供稳定且低成本的资金支持。在该办法的指导下,保险公司可通过创设各类专项保险资管产品,发挥保险资金社会稳定的功能的同时,更好实现长期投资和价值投资,为保险公司长期资金运用方面提供了新的机遇。

疫情过后,由于我国保险业全面对外开放且红利大,国内寿险市场发展空间广阔,外资险企入驻国内市场步伐或会加快,但也存在变数。受疫情影响,多数大型外资企业短期内出现股价下跌或价值缩水等现象,但疫情过后,由于我国保险市场全面开放,且具有广阔的发展空间,外资险企发展进程或外资险企入驻国内市场的发展步伐或会加快,但鉴于此次疫情对国际市场的影响仍需进一步关注,故发展中也存在一定变数。

评级小贴士

关于资产支持票据(ABN)的一些基础知识

企业注册ABN应符合哪些规定

企业发行ABN应按照《非金融企业资产支持票据指引》(2017版)(以下简称《指引》)及《非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系》的相关规定编制注册文件在交易商协会注册。企业和中介机构应根据发行方式的不同,分别按照现行的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》和《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》等自律规则规定开展ABN注册项目申报工作。

不同类型企业注册ABN有哪些方式

按照分层分类管理相关规定,成熟层第一类、第二类企业可就多品种债务融资工具(含ABN)编制同一注册文件,进行统一注册;也可编制ABN注册文件,按产品进行注册。第三类、第四类企业应编制ABN注册文件,按产品进行注册。

企业注册ABN后, 是否需要备案

统一注册模式下,成熟层第一类、第二类企业统一注册多品种债务融资工具(含ABN)后,作为发起机构以其持有的基础资产发行ABN,无须向交易商协会备案。成熟层第一类、第二类企业编制ABN注册文件,按产品进行注册后,以及第三类、第四类企业注册ABN后,应按照《指引》的相关规定,首期发行应在注册后六个月内完成,后续发行应向交易商协会备案。

数据来源:中国银行间市场交易商协会《市场创新自律问答》

2020年一季度债券市场运行报告 ——债券市场存量规模破百万亿, 逆周期调节政策下债券发行量将继续增长

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

一、债券产品发行利率

2020年一季度(以下简称"本季度"),在防控新冠肺炎疫情背景下,央行继续实施稳健的货币政策,综合运用多种货币政策工具,通过公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)等工具,合理安排工具搭配和操作节奏,并于1月6日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点¹,释放长期资金约8000多亿元,于3月16日实施普惠金融定向降准²,释放长期资金5500亿元,保持了市场流动性的合理充裕。此外,央行通过公开市场操作和MLF操作引导贷款市场报价利率(LPR)进一步下行³,推动实体经济融资成本降低。在此背景下,本季度,市场资金面整体较为宽松,利率水平有所下降。

本季度,一年期贷款基准利率维持在2015年四季度以来的4.35%的水平;银行间固定利率国债一年期到期收益率呈波动下行走势,本季度平均水平(2.03%)较上季度(2.60%)和上年同期(2.40%)均有所下降。一年期短融

的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势大致接近,本季度的平均发行利率(3.73%)较上季度(4.03%)下降30BP,较上年同期(4.32%)下降59BP,大部分AAA级主体所发一年期短融的发行利率低于一年期贷款基准利率。

本季度,三年期、五年期、七年期贷款基准利率仍维持在2015年四季度以来的4.75%、4.75%和4.90%的水平;交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率呈波动下行走势。本季度,交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率平均水平分别为2.41%、2.64%和2.81%,较上季度(2.82%、3.01%和3.18%)和上年同期(2.74%、2.97%和3.11%)均有所下降。三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率走势与相应期限的银行间/交易所国债到期收益率的走势大致相同,三者均值分别为3.81%、3.80%和5.39%,较上季度(4.30%、4.38%和6.41%)分别下降49BP、58BP和102BP,较上年同期(4.53%、4.58%和7.32%)分别下降72BP、78BP和

¹中国人民银行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。

² 中国人民银行决定于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准,对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外,对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点,支持发放普惠金融领域贷款。

³ 2020年2月3日,央行下调7天逆回购利率10BP至2.40%,3月30日再次下调7天逆回购利率20BP至2.20%;2月17日,央行下调MLF利率10BP至3.15%;2月20日,一年期LPR由4.15%降至4.05%,五年期LPR由4.80%降至4.75%。

193BP, 大部分AAA级三年期公司债和五年期中期票据的发行利率低于相应期限的贷款基准利率,绝大部分七年期企业债的发行利率高于七年期贷款基准利率。

二、债券市场发行情况

本季度,债券市场共发行各类债券11.04万亿元,环 比和同比均增加约4%,银行间债券市场仍是我国债券 主要发行场所。其中,地方政府债、中期票据、短期融资 券、证券公司短期融资券、公司债4以及证券公司债的发 行量环比和同比均大幅增加;企业债发行量环比和同比 均明显减少;资产支持证券发行量环比出现大幅下降、



同比变化不一。截至2020年一季度末,我国债券市场主要债券品种存量规模首次突破百万亿元达到100.83万亿元,较上季度末继续增加近5%。

非金融企业所发债券情况

1. 债券发行量同比大幅增加

受益于市场资金面整体较为宽松背景下利率水平下降以及监管层鼓励疫情地区、疫情防控企业、民企、中小微企业等债券融资,本季度非金融企业所发债券⁵的期数、家数和规模分别为2711期、1770家和27739.99亿元,环比均增长14%以上,同比均增长40%以上,公司债、短融⁶和超短融发行量同比增幅明显;平均发行规模为10.23亿元,环比变化不大,同比下降5.38%。

短融和超短融发行量增幅显著。本季度,共有125家企业发行短融154期,发行规模为1437.70亿元,发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在25%以上,同比增幅均在10%以上,平均发行规模(9.34亿元)环比下降10.61%,同比略有增加,发行期限仍主要为1年。本季度,共有561家企业发行超短融1136期,发行规模12306.10亿元,发行期数、发行家数和发行规模环比和同比增幅均在28%以上,平均发行规模(10.83亿元)环比和同比均增加3%左右,发行期限仍以270天为主。

中票发行量有所上升。本季度,共有406家企业发行中票522期,发行规模为5330.77亿元,发行期数和发行家数环比和同比增幅均在20%以上,发行规模环比和同比均增加10%左右;平均发行规模(10.21亿元)环比和同比降幅均超10%。本季度中票的发行期限仍主要集中于3年期和5年期7,发行期数之和占中票总发行期数的比重为

⁴不加特殊说明均不含私募债。

⁵ 非金融企业所发债券包含短融、超短融、中期票据(含集合票据和项目收益票据)、企业债(含集合企业债及项目收益债)、公司债券(含 私募债),不包含铁道部、中国铁路总公司及中央汇金公司发行的债券。

⁶ 不加特殊说明均不含超短融。

⁷ 不含可续期债券,按债券发行完整期限统计。

69.35%,环比上升约18个百分点,同比变化不大。特殊期限中票⁸共发行145期,占中票总发行期数的27.78%,环比下降约18个百分点,同比变化不大。其中,可续期中票发行48期,在中票总发行期数中的占比(9.20%)环比下降约18个百分点,同比变化不大,环比降幅显著主要是受到上季度中央国有企业可续期中票发行较多的影响。本季度未发行项目收益票据。

企业债发行量有所下降。本季度,共有60家企业发行企业债⁹64期,发行规模792.00亿元,发行期数和发行家数环比和同比降幅均在35%以上,发行规模环比下降24.56%,同比下降5.98%,发行量下降主要受城投企业债大幅下滑影响,或由于经济增速放缓、信用风险持续暴露以及新冠肺炎疫情背景下市场更偏好相对较短期限的城投债券。本季度,企业债的平均发行规模为12.38亿元,环比和同比均有所增加。从发行期限来看,企业债发行仍主要集中在7年期,7年期企业债发行期数在企业债券总发行中的占比(60.94%)环比变化不大,同比下降10个百分点左右。本季度项目收益债仅发行1期,规模为4.00亿元。

公司债发行量大幅增加。本季度,共有198家企业累计发行公司债282期,发行规模3350.35亿元,发行期数、发行家数和发行规模环比增幅分别为31.16%、15.79%和24.34%,同比增幅均在50%以上。本季度,公司债平均发行规模为11.88亿元,环比和同比降幅均在5%以上。公司债发行期限仍主要集中在3年期和5年期,两者发行期数在公司债总发行中的占比(84.75%)环比和同比分别下降约3个和0.5个百分点。私募债方面,根据Wind截至2020年4月10日已披露的数据,本季度私募债发行期数(553期)、发行家数(467家)和发行规模(4523.07亿元)环比均有所下降,同比增幅均在100%以上(表1)。

2. 发行主体/债项信用等级向高等级集中

本季度,短融¹⁰发行主体的信用等级分布在AAA级 至AA级,无AA-级主体发行短融。

从发行期数来看, AAA级主体所发短融的期数仍最多, 在总发行期数中的占比为61.32%, 环比变化不大, 同比上升7.70个百分点; AA+级主体所发短融的期数占比为27.21%, 环比变化不大, 同比略有下降; AA级主体所发短

表1 2020年一季度非金融企业发行债券情况

		发行期数			发行家数			发行规模		-	平均发行规模	ŧ
债券类型	本季度 (期)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (家)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	本季度 (亿元)	环比 (%)
超短融	1136	42.18	47.34	561	28.08	34.53	12306.10	50.11	49.75	10.83	5.58	1.63
—————————————————————————————————————	154	42.59	20.31	125	31.58	13.64	1437.70	27.47	22.62	9.34	-10.61	1.92
中期票据	522	27.63	27.94	406	28.08	23.78	5330.77	14.80	7.51	10.21	-10.05	-15.97
企业债	64	-39.05	-38.46	60	-36.17	-39.39	792.00	-24.56	-5.98	12.38	23.76	52.78
公司债	835	9.44	112.47	652	2.03	113.77	7873.42	4.59	82.33	9.43	-4.43	-14.18
—————————————————————————————————————	282	31.16	67.86	198	15.79	58.40	3350.35	24.34	53.09	11.88	-5.20	-8.80
私募债	553	0.91	145.78	467	-1.89	152.43	4523.07	-6.42	112.38	8.18	-7.26	-13.59
 合计	2711	24.13	50.28	1770	14.34	45.20	27739.99	23.03	42.19	10.23	-0.88	-5.38

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

⁸ 特殊期限中票包括可续期中票、具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票。

⁹包含集合债及项目收益债。

¹⁰ 含超短期融资券,以下同。

融的期数占比(11.47%)环比变化不大,同比略有下降。短融发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看,AAA级主体所发短融仍为发行规模最多的主体级别,占比为81.28%,环比变化不大,同比上升5.36个百分点;AA+级主体所发短融规模占比为14.05%,环比变化不大,同比略有下降;AA级主体所发短融规模占比(4.67%)环比变化不大,同比略有下降。短融发行规模呈现向AAA级集中趋势。

整体来看,短融发行主体的信用等级呈现向AAA级 集中趋势(图1)。

本季度,非金融企业所发中票、企业债、公司债¹¹信用等级仍分布在AAA级至AA级。

从发行期数来看,非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行期数仍最多,在总发行期数中的占比(53.69%)环比略有下降、同比上升约9个百分点;其次为非金融企业所发AA+级中票、企业债、公司债,其发行期数在总发行期数中的占比(28.11%)环比和同比均有不同程度上升;非金融企业所发AA级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比(17.51%)环比和同比均有不同程度下降。总体来看,非金融企业所发

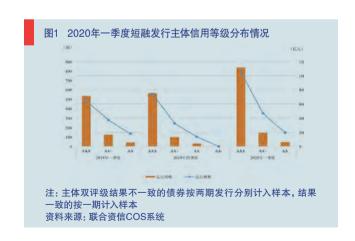
中票、企业债、公司债发行期数呈现向AA+级(含)以上 集中趋势。

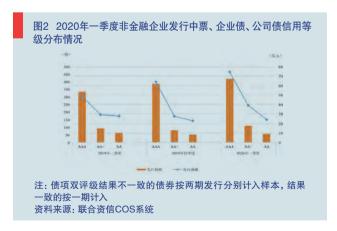
从发行规模来看,非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行规模仍远高于其它级别,在总发行规模中的占比(70.97%)环比略有下降、同比略有上升;非金融企业所发AA+级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比(18.94%)环比和同比均有不同程度上升;非金融企业所发AA级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比(9.76%)环比和同比均有不同程度下降。总体来看,非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模呈现向AA+级(含)以上集中趋势。

整体来看,非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用级别呈现向AA+级(含)以上集中趋势(图2)。

3. 国有企业债券发行量占比有所上升

从发行主体的所有制性质来看,本季度,国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型,发行债券期数和规模分别为1910期、21117.83亿元,在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为88.75%和91.21%,环比均下降3个百分点左右,同比变化不大,集中度仍较高;民营企业所发债券期数和规模分别为169





¹¹以下关于非金融企业所发债券的分析样本中均不包含私募债。

期、1243.89亿元,在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为7.85%和5.37%,环比和同比均变化不大。外资企业、公众企业、集体企业和其它企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少(图3)。

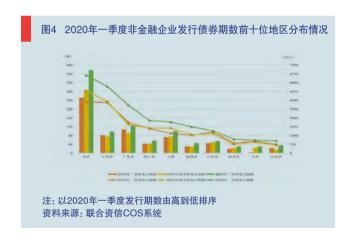
4. 债券发行地区集中度保持相对稳定

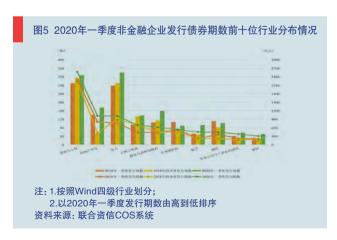
本季度,北京的非金融企业所发债券的发行期数 (353期)和发行规模(7058.10亿元)仍均位居第一,发行优势仍然显著。与上季度和上年同期相比,本季度债券发行期数前十位地区非金融企业所发债券期数和规模均有所增加,福建、山西、湖北和浙江地区非金融企业所发债券期数和规模环比和同比增幅均超过30%,湖北取代上季度的河南跻身本季度发行期数前十地区。从发行地区集中度来看,本季度发行债券期数前十位地区的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例(72.28%、77.14%)环比和同比均变化不大,债券发行的地区集中度保持相对稳定,依旧主要来自于经济较为发达地区(图4)。

5. 债券发行主体行业集中度保持稳定

本季度,建筑与工程¹²、房地产开发和电力行业企业 所发债券的发行期数和发行规模均位居前三位,建筑与

工程行业企业所发债券的发行期数 (343期) 位居首位,电力行业企业所发债券的发行规模 (2548.50亿元) 位居首位。与上季度相比,除公路与铁路行业外,其他发行债券期数前十位行业企业所发债券的发行期数和发行规模均有所上升;与上年同期相比,航空、公路与铁路、煤炭与消费用燃料、建材行业企业所发债券期数和规模增幅均超过40%。从行业集中度来看,本季度非金融企业所发债券期数前十位行业的发行期数和发行规模在总发行期数和规模中的占比 (64.98%、64.23%) 环比变化不大、同比略有下降,行业集中度总体保持相对稳定(图5)。





¹² 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。

6. 担保债券市场认可度一般

本季度,共有84期具有担保条款的非金融企业债券发行,发行规模为577.36亿元,发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行规模的3.89%和2.49%,环比和同比均略有下降。

其中,具有担保条款的短融、超短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为3期、15期、21期、22期和23期,发行规模分别为11.00亿元、62.00亿元、123.80亿元、182.10亿元和198.46亿元。其中,保证担保83期,抵押担保1期,保证担保仍为主要增信方式。

分别以担保后债项级别为AAA级的3年期公司债和5年期中票¹³为样本进行分析发现,采用担保方式发行的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率¹⁴分别高出98BP和89BP,表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有一定的风险溢价要求,担保债券市场认可度一般,但不排除样本较少可能会对结果产生影响。

非政策性金融债券发行情况

本季度,共有95家金融机构发行非政策性金融债223期¹⁵,总发行规模为8010.30亿元,非政策性金融债发行家数环比有所减少、同比有所增加,发行期数、发行规模环比和同比均明显增加,平均发行规模(35.92亿元)环比和同比均有所下降。

具体来看,商业银行金融债(含商业银行其他一级资本工具¹⁶、商业银行二级资本工具)发行期数和发行规模(35期、2919.30亿元)环比和同比均有不同程度下

降;证券公司所发债券期数和规模(164期、4184.50亿元)环比和同比均增幅显著,主要是受到利率下行以及券商流动性需求提升等因素影响;保险公司债发行4期,发行规模158.50亿元;其它金融机构债发行期数和发行规模(20期、748.00亿元)环比和同比有不同幅度的增加(表2)。

从级别来看,除证券公司短融和证券公司短期公司 债券外,非政策性金融债券¹⁷的债项级别以AAA及AA+ 为主,二者发行期数 (77期) 和发行规模 (4426.5亿元) 的占比分别为87.50%和97.99%,较上季度 (75.56%、95.90%)与上年同期 (73.61%、95.61%) 均有所增加。

资产支持证券发行情况

本季度,在银行间债券市场上,资产支持证券发行期数(70期)和发行规模(1187.80亿元)环比均减少65%左右,同比增减不一;非金融企业资产支持票据(ABN)发行期数(149期)和发行规模(662.11亿元)环比均减少约35%左右,同比增幅均超过10%。在交易所债券市场上,资产支持证券发行期数(648期)和发行规模(2424.47亿元)环比均减少35%以上,同比均增加20%以上。本季度资产支持证券发行量环比大幅下降主要受上季度发行量较大影响,但疫情发生后监管部门发布支持融资政策有力推动了资产支持证券的发行,因此同比增加。本季度,交易所发行的资产支持证券在期数和规模上超过银行间债券市场。

本季度,为缓解新冠肺炎疫情冲击,多个"首单"疫情防控资产证券化产品发行上市,如首单小微企业知识

¹³ 本季度 7 年期 AAA 级的企业债大多采用保证担保,因此可比债券较少,不纳入统计。

¹⁴ 通过计算经担保提升债项等级的中票、公司债与在其起息日前后 15 日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率 均值的差,再取差值的平均值。

¹⁵ 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。

¹⁶ 目前该分类下均为商业银行永续债。

¹⁷ 不包含私募债。

表2 2020年一季度非政策性金融债券发行情况

		发行期数			发行家数			发行规模		平均发行规模		
债券类型	本季度 (期)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (家)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)
商业银行金融债	35	-39.66	-18.60	30	-40.00	-18.92	2919.30	-17.42	-6.34	83.41	36.85	15.06
证券公司债	81	118.92	44.64	41	28.13	17.14	1884.50	147.31	32.99	23.27	12.97	-8.05
证券公司短融	83	22.06	336.84	29	0.00	190.00	2300.00	31.81	389.36	27.71	7.98	12.02
	4	100.00	33.33	4	100.00	33.33	158.50	217.00	-59.15	39.63	58.50	-69.36
其它金融机构债	20	42.86	42.86	14	40.00	40.00	748.00	14.20	121.30	37.40	-20.06	54.91
	223	24.58	65.19	95	-11.21	6.74	8010.30	18.72	39.80	35.92	-4.70	-15.37

资料来源: 联合资信COS系统

产权暨疫情防控资产证券化项目¹⁸、首单零售商超行业供应链储架暨疫情防控资产证券化项目¹⁹等。

债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行量同比有所增加

本季度,绿色债券发行期数为53期,发行规模为503.09亿元,发行期数和发行规模环比分别减少3.64%和12.55%,同比分别增加26.19%和0.64%。本季度新发绿色债券共涉及39家发行人²⁰,新增绿色债券发行人有14家。本季度新发绿色债券包括中票、PPN、企业债、公司债(含私募债)、商业银行债、其他金融机构债和资产支持证券,公司债(含私募债)的发行期数(22期)和发行规模(158.50亿元)均最多;新发绿色债券仍主要集中在AAA级,发行期数和发行规模占比分别为40.43%和54.30%,较上年同期(43.24%和56.53%)均略有降低,较上季度(33.33%和41.61%)有所提升;绿色债券发行主体涉及建筑与工程、电力、公路与铁路运输、交通基础设施等13个行业,其中建筑与工程行业发行期数和

发行规模占比均最大(25.53%和23.20%),复合型公用事业行业为本季度绿色债券发行新增行业;从地区分布来看,江苏地区发行人所发绿色债券期数(8期)最多,浙江地区发行人所发绿色债券规模(72.30亿元)最大;从发行利率来看,67.86%的绿色债券发行利率低于本季度同券种、同期限、同级别债券平均发行利率,占比较上季度(64.29%)有所增加;45.28%的绿色债券采取了第三方认证²¹;从资金投向来看,本季度绿色债券资金投向主要是清洁交通和清洁能源领域。

2. 熊猫债发行规模有所减少

本季度,我国债券市场共有6家发行人发行9期熊猫债,发行规模为103.00亿元,发行家数和发行规模较上年同期(7家、155亿元)和上季度(9家、173亿元)均有所减少,发行期数与上年同期持平,较上季度(12期)有所减少。债券类别涉及定向工具(1期)、超短期融资债券(5期)和中期票据(3期)。本季度,熊猫债发行主体包括境外中资背景企业以及外资企业,熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于AAA级。

¹⁸ 浦东科创 1 期知识产权资产支持专项计划(疫情防控 abs)采用储架发行方式,以上海浦创龙科融资租赁有限公司公司为原始权益人,以 原始权益人依据专利许可合同对专利客户享有的专利许可使用费支付请求权、损失赔偿请求权、其他从权利及附属担保权益为基础资产。

¹⁹ 山证汇通 - 供应链 1 期资产支持专项计划(疫情防控 abs)发行规模为 5.40 亿元,期限为 1 年期,由永辉青禾商业保理(重庆)有限公司作为原始权益人、永辉超市股份有限公司作为共同债务人,基础资产为保理融资债权,底层资产为永辉超市各子公司对上游供应商的应付账款。

²⁰ 关于绿色债券发行人和绿色债券发行利率的分析均不包含绿色资产支持证券。

²¹ 没有第三方认证的主要是由发改委审核的绿色企业债以及由交易所进行认可的绿色公司债(含私募债)。

三、未来债市展望

第一,政策逆周期调节力度进一步加大,债券发行 规模将稳定增长。一是在新冠肺炎疫情和世界经贸形势 急剧变化可能对我国经济发展带来冲击的背景下,3月政 治局会议指出稳健的货币政策要更加灵活适度,引导贷 款市场利率下行,4月3日,央行决定于2020年4月15日和5 月15日分两次对中小银行定向降准,每次下调0.5个百分 点,共释放资金约4000亿元,同时决定于4月7日下调金 融机构在央行超额存款准备金利率37个基点至0.35%。 预计市场流动性将继续保持合理充裕, 有利于债券发 行。二是监管层将继续采取措施支持疫情地区和疫情防 控企业发债融资、恢复生产,同时将继续通过加大中小 微企业金融专项债券发行力度等措施支持中小微、民营 企业债券融资,降低其融资成本。3月31日国务院常务会 议也提出"引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿 元,为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道",在此 基础上,我国信用债市场将进一步扩容。三是3月1日新 《证券法》正式实施,明确公司债公开发行以及企业债 发行实行注册制,有利干降低企业融资难度,提高企业 融资效率,同时债券发行条件的放宽22也有利于推动公 司债、企业债扩容。四是财政政策更加积极有为,3月政 治局会议提出适当提高财政赤字率,增加地方政府专项 债券规模, 国务院常务会议也要求"进一步增加地方政 府专项债规模,在前期已下达一部分今年专项债限额的 基础上, 抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专 项债。各地要抓紧发行提前下达的专项债, 力争二季度 发行完毕。"地方政府专项债扩容以及发行、使用进度 的提前也将推动债券发行量进一步增加。

第二,债券市场监管力度进一步加强,相关体制机 制将不断完善。一是为贯彻落实新《证券法》,监管层 将进一步加强对债券市场的监管,加大对欺诈发行、违 规信息披露、中介机构未勤勉尽责以及操纵市场、内幕 交易、利用未公开信息进行证券交易等严重扰乱市场 秩序行为的查处力度。二是公司债公开发行以及企业 债发行虽已正式实行注册制,但相关受理、审核机构尚 未出台具体配套细则,改革要求与一些现行的发行规 则和指引也存在衔接的问题,有关监管部门明确表示 将尽快制定受理业务流程等配套制度,适时对外发布, 预计将会很快出台。4月16日,交易商协会发布相关政策 完善非金融企业债务融资工具公开发行注册制度23,升 级发行人分层分类机制24,优化信息披露要求和注册发 行流程,提升企业注册发行便利,公司信用类债券发行 注册制将进一步完善。三是4月发布的《关于构建更加 完善的要素市场化配置体制机制的意见》明确提出推 进债券市场互联互通、统一公司信用类债券信息披露 标准、加强债券市场评级机构统一准入管理等,债券市 场各项体制机制将不断完善。

第三,债券市场对外开放进程继续加快,国际化水平将进一步提升。3月11日,央行、证监会有关部门负责人表示,将积极扩展境外机构投资者进入交易所债券市场的渠道,研究制定交易所市场熊猫债管理办法,有助于便利境外投资者参与我国债券市场。根据2020年1月16日发布的中美第一阶段经贸协议,"协议生效后3个月内,中国应审核和批准美国服务提供者已提交的尚未批准的任何信用评级服务牌照申请",除标普外,穆迪和惠誉也有望在我国债券市场独立开展业务,一定程度上有利于提高我国评级行业和债券市场发展的国际化水平。此

²² 新《证券法》删除了公开发行公司债券对筹集资金投向、债券利率、发行人的净资产规模和累计债券余额占净资产比例四个方面的要求。

²³ 包括《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程(2020 版)》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系(2020 版)》 等制度

²⁴ 将原来"两类"架构升级为"两层四类",适当扩大储架发行便利适用范围,拓展统一注册模式至资产支持票据等特殊产品和定向发行方式。

外,受益于我国疫情得到有效控制以及人民币资产的相对安全性,境外投资机构在我国债券市场的参与数量和投资规模也有望继续增长,我国债券市场对外开放步伐将进一步加速。

第四,债券市场仍面临较大信用风险,违约后续处置制度将不断完善。虽然近期企业融资环境有所好转,但受新冠肺炎疫情冲击,我国企业生产尚未完全恢复正常,且国外疫情扩散蔓延,我国产业链恢复面临较大挑战,部分企业营收受到冲击,出现信用风险的概率仍然较大。在此背景下,监管层将继续加强风险管控,完善债券违约处置机制。下一步,《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》有望正式出台,建立健全债券市场风险防范及化解机制,促进公司信用类债券市场健康发展。此外,我国将继续从强化信用债存续期监管、加强市场中介机构监管力度、促进信用衍生品发展等方

面防控和化解债市信用风险,债券违约处置机制和方式 也将进一步丰富和完善。

整体来看,今年是全面建成小康社会和"十三五"规划的收官之年,但受新冠肺炎疫情影响,我国经济发展受到较大冲击,一季度经济增速出现负增长,且受海外疫情蔓延扩散影响,二季度我国经济发展仍难以恢复至正常水平,年底实现"两个翻番"目标压力较大,在此背景下,宏观政策逆周期调节力度将进一步加大,稳健的货币政策将更加灵活适度,维持债券市场流动性合理充裕,财政政策将更加积极有为,提高财政赤字率,发行特别国债,地方政府专项债提速扩容,未来债券发行量有望实现增长。在债券市场体制机制不断完善的背景下,我国债券市场对外开放程度有望持续提升,债券市场仍面临较大信用风险,违约处置制度将不断完善。





2020年一季度城投债市场分析

文 | 联合资信评估有限公司 张建飞 许狄龙 马玉丹 丁晓

2020年一季度,受新冠肺炎疫情影响,国民经济出现明显下滑。为稳定经济,国内实行积极的财政政策和稳健的货币政策,资金面进一步宽裕,城投企业再融资环境持续改善。证券法实施、注册制推行及疫情之下相关监管部门积极简化债券发行手续,推动一季度城投债发行规模继续保持增长,3月份单月发行规模达到2018年以来的峰值;发行利率明显下行,利差维持低位。预计后续城投债发行规模将扩大,资金仍主要用于还本付息,发行利率将维持低位。

一、主要政策梳理

央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点

为支持实体经济发展,降低社会实际融资成本,央行决定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。该举措有助于实行稳健的货币政策,保持流动性合理充裕,利好债券发行市场。

出台强化金融支持防疫政策

五部委发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠 状病毒感染肺炎疫情的通知》,针对受疫情影响较大区 域的债券发行开通"绿色通道",有效地提高了疫情期间 债券发行效率。

2020年2月1日,央行、财政部、银保监会、证监会和外汇局联合发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》(银发〔2020〕29号),指出要保持流动性的合理充裕,加大货币信贷的支持力度;对受疫情影响较大领域和地区的融资需求,金融机构要建立、

启动快速审批通道,简化业务流程,提高疫情期间金融服务的效率;对募集资金主要用于疫情防控,以及疫情较重地区金融机构和企业发行的金融债券、资产支持证券、公司信用类债券,开辟了注册发行的"绿色通道",以提高债券发行等服务效率。

企业债(公司债)落实注册制

企业债、公司债发行改为注册制,审核流程进一步简化,审核效率提高,发行条件进一步放宽。

2020年3月1日,国家发展和改革委员会发布《国家发展改革委关于企业债发行实施注册制度有关事项的通知》(发改财金〔2020〕298号),企业债券发行由核准制改为注册制。按照注册制改革的需要,企业债券申报不再采用省级转报流程,而是针对固定资产投资项目的,由省发改委对其出具符合国家宏观调控政策、固定资产投资管理法规制度和产业政策的专项意见,并承担相应责任。据此,企业债发行审核流程得以简化,审核效率同步提高。

中国证券监督管理委员会同步发布《关于公开发行公司债券实行注册制有关事项的通知》和《中华人民共和国证券法》(以下简称《新证券法》),提出公司公开发行公司债券,由证券交易所负责受理、审核,报证监会履行发行注册程序;《新证券法》规定公开发行公司债券删除了对筹集资金投向、债券利率、发行人的净资产规模和累计债券余额占净资产比例四个方面的要求。上述改革,标志着我国债市发行注册制的全面推行,发行条件进一步放宽,有利于降低企业融资难度,提高企业融资效率,支持实体经济增长。

加快地方专项债的发行,加快传统基建及新基建建设

政府相关部门召开多次会议,就关于下达专项债额 度和加快发行进行讨论;整体要求加快地方专项债的发 行及资金使用,加快基础设施建设进程;城投企业投资 建设职能将得到强化,现金流有望改善。

2020年3月31日,国务院常务会议提出,明确要在前期已下达一部分专项债限额的基础上,抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债,按照"资金跟着项目走"原则,对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜,各地要抓紧发行提前下达的专项债,力争二季度发行完毕。

2020年3月27日,中共中央召开政治局会议。会议指出,要加大宏观政策调节和实施力度,增加地方政府专项债券规模,加快地方政府专项债发行和使用,加紧做好重点项目的前期准备和建设工作。

2020年4月3日,国务院联防联控机制新闻发布会提出,今年专项债的资金投向增加城镇老旧小区改造的领域,允许地方应急医疗救助、公共卫生等,特别是加大5G网络,人工智能、物联网等新兴基础设施建设。会上还特别指出,专项债用于重大项目的资本金比例可适当提高,在一定程度上缓解了地方财政压力,有助于加快重大项目落地。

专项债募集资金用于传统基建及新基建领域,专项债发行加速将有力推动基建建设;城投企业作为基础设施建设主体的投资建设职能将得到强化,改善业务经营;同时政府专项债资金、配套财政资金以及银行贷款的现金流入将改善城投企业现金流情况。

二、城投债发行情况

发行概况

疫情之下,市场资金面持续宽裕,城投债发行数量 及规模保持增长,3月发行量创历史单月新高。

为应对新冠肺炎疫情对经济带来的巨大冲击,中央

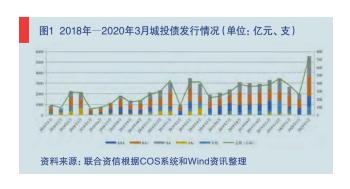
政府持续加大宏观政策力度,采取更加积极的财政政策和有效的货币政策,市场资金面在现有宽裕状态下持续宽松,并打破原有春节假期对市场的影响。2020年一季度,城投债发行数量及规模同比环比均保持增长,共发行城投债1367支,同比、环比分别增加393支和156支;发行规模10362.82亿元,同比、环比分别增长34.55%和3.90%。其中,3月城投债发行支数和规模均为历史单月之最,分别为740支和5664.49亿元(图1)。

各等级发行情况

各级别城投债发行规模增长明显, AA级城投债表现突出, 市场资金配给城投债的级别中枢整体延续下移 趋势。

发行规模方面,一季度各主要级别城投债发行规模 均保持同比增长态势,AAA级、AA+级及AA级城投债 发行规模同比分别增长29.27%、28.58%和50.96%,其中 AA级城投债发行规模增速最快;环比分别变化-13.08%、 26.86%和5.30%,AA+级城投债发行规模增速进一步上 升,在各主要级别城投债中增速最快,而AAA级城投债 发行规模增速较上年四季度出现下降。

发行规模占比方面,一季度AAA级城投债发行规模占比为30.58%,同比、环比分别下降1.25个和5.98个百分点;AA+级城投债发行规模占比为36.55%,同比、环比分别变化-1.70个和6.61个百分点,扭转连续三个季度下降的趋势;AA级城投债发行规模占比为31.03%,同比、环比分别提升3.37个和0.41个百分点,占比持续提升。市场资金面



宽裕利好低级别城投债的发行,市场资金配给城投债的级别中枢整体延续下移趋势(图2)。

发行方式、期限和品种

随着资金面的持续宽松,公募方式发行城投债开始增多,公、私募发行规模占比仍保持均衡态势;发行期限仍以中短期为主,3+2年期占比开始出现下滑。

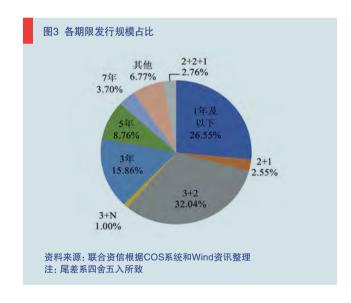
从发行方式看,一季度城投债公募方式和私募方式 发行支数分别为728支和639支,发行规模分别为5580.15 亿元和4782.67亿元,公募、私募方式发行规模占比分别为 53.85%和46.15%,其中公募债发行规模占比同比、环比分 别变化-13.18个和1.42个百分点。一季度,随着资金面的持 续宽松,公募方式发行的城投债开始增多。

从发行期限看,一季度城投债发行期限仍以中短期为主。其中,1年期及以下、3年期和3+2年期发行规模占比较高,分别为26.55%、15.86%和32.04%,环比分别变化0.68个、2.96个和-1.23个百分点,3+2年期发行规模占比开始出现下降(图3)。

从发行品种看,一季度私募公司债仍为城投债主要发行品种,发行规模占比为32.92%,同比提升15.81个百分点,但环比下降5%;其他品种城投债发行规模占比均

出现不同程度下滑,同比降幅较大的包括定向工具、中期票据和企业债,分别下降7.64个、4.53个和4.36个百分点(图4)。

募集资金用途方面,一季度城投债募集资金用途仍以借新还旧为主。此外,为应对新冠肺炎疫情,保障银行间债券市场平稳运行,加大对疫情防控地区的金融支持力度,监管机构对募集资金用于疫情防控相关用途的债券开辟了"绿色通道";一季度,城投债募集资金用途中新增了疫情防控支出,城投企业共发行用于疫情防控的







债券45支,发行规模合计347.50亿元;从实际情况看,所募集资金在满足防疫用途支出外,剩余部分仍主要用于还本付息。

各地区发行情况

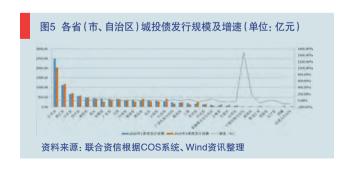
江苏省城投债发行规模进一步增长,发行规模占比仍最大且占比持续提升;宁夏回族自治区发行规模环比增幅最大。

一季度, 江苏省城投债依旧一地独大, 总发行规模为 2489.68亿元, 环比增加455.85亿元, 占同期全国发行总规模的比重提升至24.03%; 浙江省发行规模居全国第二, 为 1108.45亿元, 环比下降5.32%; 辽宁省、黑龙江省、青海省、海南省和宁夏回族自治区发行规模较小¹; 宁夏回族自治区发行规模较小¹; 宁夏回族自治区发行规模36.40亿元, 环比增长1482.61%, 增幅全国最大(图5)。

发行利率和利差分析

疫情之下,市场资金面的进一步宽松推动城投债发行利率快速下行,低级别城投债尤为明显;不同期限城投债发行利差出现分化,长期限城投债发行利差整体收窄,受疫情冲击资金短期避险情绪影响,短期限城投债发行利差整体走阔。

一季度,受益于适量宽松的货币政策不断释放



流动性, 城投企业融资环境明显改善, 各级别、期限 城投债的发行利率均低于2019年同期。环比方面,一 季度各级别、期限城投债的发行利率均快速下行,低 级别城投债表现尤为明显,其中AA级短期城投债平 均发行利率为4.35%,环比下降0.62个百分点,降幅最 大,AA级中长期城投债平均发行利率为5.76%,环比 下降0.57个百分点。分月来看,1月份,AAA级短期城 投债平均发行利率为3.46%,环比提升0.53个百分点, 主要系天津、云南等地区个别主体集中发行成本较高 所致,其余各级别期限城投债平均发行利率环比均明 显下降: 2月, 随着货币政策的进一步宽松, 各级别、 期限城投债的平均发行利率快速下行,创2018年以来 新低: 3月, 低级别长期限城投债平均发行利率有所回 升,高级别短期限城投债的平均发行利率仍延续下行 趋势,其中AAA级短期城投债平均发行利率下行至 2.48%(图6)。

一季度,除高级别短期限城投债外,其余各级别期限城投债的发行利差均较2019年同期收窄,其中AAA级中长期城投债平均发行利差为339.62BP,同比收窄56.02BP,收窄幅度最大。环比方面,不同期限城投债发行利差出现分化,短期限城投债发行利差整体走



¹不含一季度未发行债券的地区。

阔,主要受疫情冲击下市场资金避险情绪影响,其中AAA级短期限城投债平均发行利差为95.07BP,环比扩大52.91BP,走阔幅度最大;长期限城投债发行利差整体收窄,其中AA+级中长期城投债平均发行利差为205.12BP,环比收窄12.81BP,AAA级中长期城投债平均发行利差为发行利差为122.42BP,环比收窄14.96BP。分月来看,1—3月,随着符合预期的宽松货币政策的不断释放,对城投债信用下沉的边际效应渐弱,3月,各期限低级别城投债平均发行利差走阔;短期限城投债平均发行利差区间由12月份的48.16BP和286.45BP变为3月份的70.90BP和251.57BP,中长期限城投债平均发行利差区间由12月份的148.56BP和347.98BP变为3月份的120.43BP和341.18BP(图7)。

三、净融资规模及债券存续情况

一季度城投企业净融资情况

一季度城投企业整体保持较大的净融资规模,其中 江苏省净融资规模全国最大。

一季度城投企业净融资规模达7276.67亿元,其中 江苏省净融资规模为1841.66亿元,占比25.31%,其次为 浙江省(930.53亿元,占12.79%)及山东省(537.03亿元, 占7.38%)。个别省份净融资规模为负,其中辽宁省净融



资流出37.50亿元,反映出东北及西部经济欠发达或下行压力较大地区融资环境不佳(表1)。

一季度末存续城投债情况

一季度末全国存续城投债中江苏省城投债余额占比 最大;存续债券中私募债规模最大,级别以高级别为主。

截至2020年3月底,有存续债券的城投企业共2387家,存续城投债券共10473支,存续债券余额84071.70亿元。从地区分布看,截至2020年3月底,江苏省城投

表1 一季度城投债净融资情况(单位:亿元)

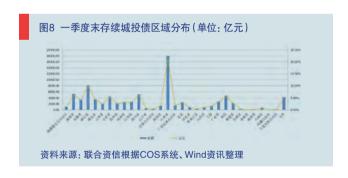
省份	总发行量	总偿还量	净融资额
江苏省	2489.68	648.02	1841.66
 浙江省	1108.45	177.92	930.53
山东省	664.35	127.32	537.03
 四川省	563.74	110.27	453.47
安徽省	435.80	98.96	336.84
重庆	454.74	119.20	335.54
 河南省	353.90	61.69	292.21
 湖南省	486.57	195.00	291.57
福建省	349.65	93.30	256.35
 北京	340.20	82.60	257.60
	423.00	176.85	246.15
 湖北省	349.40	112.76	236.64
 天津	420.48	226.65	193.83
 陕西省	223.16	38.60	184.56
 上海	194.90	20.45	174.45
 云南省	322.30	159.65	162.65
广西壮族自治区	232.90	72.10	160.80
 江西省	291.80	140.62	151.18
河北省	134.50	49.60	84.90
 贵州省	156.10	71.86	84.24
新疆维吾尔自治区	101.20	42.60	58.60
 甘肃省	60.50	6.20	54.30
吉林省	68.00	51.17	16.83
宁夏回族自治区	36.40	30.00	6.40
—————————————————————————————————————	29.00	28.67	0.33
 西藏自治区	0.00	0.00	0.00
 山西省	42.00	42.19	-0.19
 青海省	11.00	17.00	-6.00
黑龙江省	14.10	24.10	-10.00
内蒙古自治区	0.00	18.30	-18.30
辽宁省	5.00	42.50	-37.50
 合计	10362.82	3086.15	7276.67

资料来源: 联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

债券余额为17964.54亿元,占全国城投债券余额的比重为21.37%,占比较为突出;浙江省、湖南省、四川省和重庆市分列二至五名,占比分别为9.63%、6.30%、6.14%和5.65%(图8)。

从债券级别分布看,截至2020年3月底,全国存续城投债券中级别为AAA级、AA+级和AA级分别占比24.97%、19.30%和14.92%,在不考虑未披露级别城投债情况下,仍以高级别城投债为主;从主体级别看,AAA级、AA+级和AA级城投企业债券余额分别占比28.27%、35.57%和34.37%,趋势与债券级别正好相反,可以看出相当一部分低级别城投企业选择以私募形式或增信形式发行债券(图9)。

从存续品种看,截至2020年3月底,全国存续城投债券的品种以私募债、中期票据、一般企业债和定向工具为主,分别占25.41%、24.67%、19.40%和17.05%。私募债存续规模最大,(超)短期融资券虽然单季度发行规





模较大,但存续时间较短,期末余额并不大;一般企业 债虽单季度发行规模较小,但因存续时间相对较长,期 末累积余额规模仍较大(图10)。

2020年到期的存续债券情况

2020年到期的城投债规模大,到期时间集中于下半年;其中江苏省城投债到期规模最大,到期债务主体级别以高级别为主。

存续城投债到期分布方面,在不考虑含权债券行权的情况下,2020年即将到期的城投债券余额共11409.78亿元,二、三、四季度分别为2326.51亿元、4638.51亿元和4444.76亿元。如考虑含权债券行权的情况,2020年将到期的城投债券余额为18330.16亿元,到期规模较大,城投企业还本付息压力较大;其中二、三、四季度分别到期4219.80亿元、7480.23亿元和6630.14亿元,集中于下半年,对于城投企业尚存一定的融资时间便利。一季度净融资规模对二季度到期规模的覆盖程度亦尚可,短期内城投债的偿付风险仍可控。

江苏省2020年到期的城投债规模最大,到期规模占全部到期规模(考虑含权,下同)的21.37%,浙江、湖南分列其次,占比分别为9.63%和6.30%。到期债务中无级别债务的私募债及定向融资工具等占比最大,达52.53%,AAA级、AA+级和AA级,占比分别为13.60%、



14.47%和14.46%; 主体级别中AAA级、AA+级、AA级 分别占比27.63%、36.88%、34.23%, 主体级别以高级别 为主。

四、一季度城投企业级别变动情况及风险事件

一季度城投企业的级别变动以调升为主,信用风险 事件主要为非标产品违约。

一季度,主体级别发生变动的城投企业共13家,其中调升12家,调降1家。调升的企业中,主体级别自AA上调至AA+的城投企业9家,AA+提升至AAA的城投企业3家;其中江苏省5家、河南省3家,山东省2家、山西省1家、浙江省1家,触发调升的因素主要为区域重大利好政策、企业业务地位提升、资本实力增强等。调降的城投企业1家,主体级别自AA下调至AA-,调降原因主要为自身财务状况进一步恶化、资本实力削弱及生产经营重大不确定性等。

负面事件方面,一季度城投企业非标负面事件仍有发生,主要为信托产品到期出现本息延期的情况,发生区域主要集中于贵州省,城投企业的信用风险仍需甄别关注。

五、展望

短期内市场资金面有望进一步宽松。为应对新冠肺炎疫情对国民经济造成的冲击,稳定经济增长,监管和市场对2020年基建投资发力托底经济增长具有共识;为营造良好的资金环境,货币及财政政策边际宽松将是题中之意,短期内市场资金面仍有望进一步宽松,利好城投企业的再融资。

发行规模有望继续扩大,用途仍以借新还旧为主。在 宽松的外部融资环境、较大的还本付息压力下以及高债 务成本置换的理性选择下,城投企业发债动力充足,后 续城投债的发行规模有望继续上升,利率仍将维持低 位。此外,在长时间持续的强监管下,城投企业政府融资功能已基本分割,后续城投债募集资金用途仍将以借新还旧为主。

基建发力强化城投职能,加剧城投分化。城投企业作为基础设施建设的主要力量,新基建加码,将强化城投企业投资建设职能,改善其业务经营能力;用于基建的政府专项债资金配套财政资金、银行贷款等的流入,亦将有利于改善城投企业的现金流情况。由于不同区域基建补短板需求、地方政府财力配套等情况差异较大,基建投资加码也将加剧城投企业分化,区域财政实力较弱、业务地位较边缘的城投企业信用资质或将下降。

疫情之下,城投风险仍需甄别关注。在宽松的资金市场环境以及建设职能强化的背景下,城投债短期内的偿付风险整体可控,相较于其他产业债,城投债公开违约的整体风险依然较低。但从一季度看,新冠肺炎疫情对地方政府税收及财政收入影响明显,全年财政收入情况仍将取决于疫情控制及复工复产的推进情况;疫情之下,城投企业信用风险的分化将进一步加剧,财政实力本身较弱、各类园区、疫情重灾区以及短期存续债务偿还压力较大和负面事件频发区域的城投企业的信用风险仍需甄别关注。



Chinese LGFV Offshore US Dollar Bond Market: The Impact of COVID-19 Epidemic on Highly-Rated Chinese LGFV Issuers Likely Remains Moderate

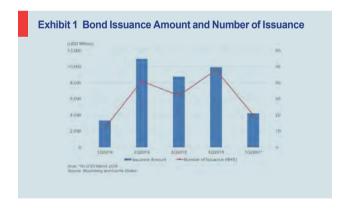
Lianhe Ratings Global Joyce Huang Jessie Liu

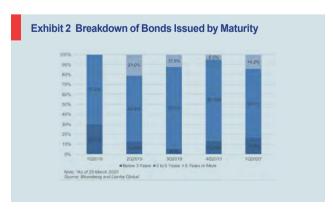
Concerns over the potential negative impact of the COVID-19 epidemic on the global economy caused significant pressure and fluctuation in the capital markets worldwide in 1Q 2020 as investors were rushing for safety by disposing of risky assets. This resulted in widened credit spreads for some Chinese issuers especially non-investment-grade companies in the Chinese offshore USD bond market, although the impact on China's Local Government Financing Vehicles ("LGFVs") was less significant based on their secondary market price performance. We expect that the reduced risk appetite will continue constraining the Chinese offshore USD bond market performance and the bond issuance volume at least in the near term. However, the impact would be relatively moderate for Chinese LGFVs with stronger credit profile. In addition, the challenging condition with potentially wide credit spreads, together with the current NDRC regulation on the use of offshore proceeds, may deter first-time Chinese LGFV issuers to tap the offshore USD bond market to avoid high financing cost and the short to medium tenors will likely remain the main stream.

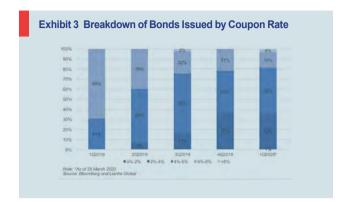
Overview of Chinese LGFV Offshore USD Bond Issuance

The total issuance amount of Chinese LGFV offshore USD bonds recorded about a 27.6% increase to USD4.2 billion and the number of issuance increased by 66.7% to 20 in the first quarter of 2020 (till 25 March 2020), compared with the first quarter of 2019. 3-5 years remained the primary tenors. Bonds with maturity of below 3 years and of 3-5 years accounted for 16.8% and 69.0% of the total issuance amount in 1Q 2020, respectively.

Bonds with maturity of 5 years or more represented 14.2% of the total issuance amount in 1Q 2020, compared with 5.0% in 4Q 2019. We do not see notable change in the financing cost for Chinese LGFVs in 1Q 2020. 46% of the bonds carried coupon rates of 4%-6% in 1Q 2020, followed by the bonds with coupon rates of 2%-4% which accounted for 34% of the total issuance amount(Exhibit 1\2\3).







Secondary Market Performance of Chinese LGFV Offshore USD Bonds

Concerns over the COVID-19 outbreak caused significant volatilities in the capital markets in 1Q 2020. The Chinese offshore USD bond market also experienced heightened fluctuation during the period. Credit spreads generally widened although there were some deviations. The decline in the bond prices was more significant for noninvestment-grade issuers, such as Chinese property developers. On the other hand, the performance of offshore USD bonds issued by investment grade Chinese LGFVs appeared more resilient, which could be partly attributed to their relatively stronger credit profile. In addition, their bond prices might not fully reflect the market turmoil as they were not actively traded in the secondary market(Exhibit 4).

Impact of COVID-19 on Chinese LGFVs in 1Q 2020

Chinese LGFVs have been playing an important role to support local governments' policy initiatives, particularly in supporting infrastructure construction and public facilities and services. Their strategic importance and policy function became more prominent after the COVID-19 outbreak, particularly in the local hospital construction and medical supplies procurement. In addition, Chinese regulators have adopted a series of proactive policies in response to the epidemic, aiming at the financial market and economic stability. We consider that the Chinese government will likely increase infrastructure investment to stimulate economic growth after the epidemic stabilises. Against this background, the regulatory policy and financing environment became more favourable for Chinese LGFVs in 1Q 2020 and we note that Chinese issuers including Chinese LGFVs actively raised funds in 1Q 2020 particularly in areas related to the epidemic prevention and control. This has somewhat released Chinese LGFVs' refinancing pressure and mitigated the potential negative impact on their revenue and liquidity due to the temporary disruption of the epidemic to China's economy. Nevertheless, if the disruption continues for an extended period, this may pressure the credit profile of Chinese LGFVs, particularly for those LGFVs with insignificant government functions, significant commercial activities or located in areas with weaker economic conditions or fiscal positions.

Exhibit 4 Bond Price Changes of Chinese LGFVs

Issuer Name	Issuance Amount (USD Million)	Maturity	Issuance Rating ¹	Price Change ²
Haiguo Xintai Capital Ltd	500	8/10/2022	NR	-10.0%
Chongqing Energy Investment Group Co Ltd	500	18/3/2022	NR	-0.4%
Chouzhou International Investment Ltd	400	18/2/2025	BBB-	-3.6%
Vertex Capital Investment Ltd	500	3/4/2024	NR	0.5%
Caiyun International Investment Ltd	800	8/4/2022	NR	-0.2%
Shangrao Investment Holdings International Co Ltd	500	16/1/2023	NR	-4.4%
Wuhan Metro Group Co Ltd	400		A-	-3.6%
Beijing Capital Polaris Investment Co Ltd	500	26/3/2021	BBB-	0.1%
Shuifa International Holdings BVI Co Ltd	400	17/9/2022	NR	0.0%
Anhui Provincial Investment Group Holding Co Ltd	400	18/10/2021	A-	-1.7%
Chongqing Nan'an Urban Construction & Development Group Co Ltd	500	4/6/2024	BBB	-1.3%
Beijing State-Owned Assets Management Hong Kong Co Ltd	700	26/5/2025	A-	1.3%

Notes: 1. Bloomberg Composite Rating; 2.Between 2 March and 25 March 2020

Source: Bloomberg and Lianhe Global

国际评级行业发展与监管动态报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 债券市场研究部

2018年,全球经济维持缓慢复苏,主要国家和地区的经济走势分化明显,全球主要经济体债券市场发行总量和托管总量均有所增加。国际评级行业稳步发展,国际三大评级机构依然占据优势地位,国际中小评级机构仍呈平稳发展态势。在全球经济缓慢复苏、信贷环境仍处于历史宽松状态,企业盈利状况良好的背景下,2018年国际三大评级机构所评国家主权、全球企业和结构融资产品的违约率基本呈下降趋势,信用等级整体呈调升趋势,截至2018年末,全球企业投资级占比较上年末小幅上升。

2018年以来,国际评级行业的监管重心是加强信息披露监管与内部控制建设、丰富和完善评级机构监管工具、扩大法律责任追究范围。整体来看,国际评级行业的监管措施更趋精细化,监管力度不断增强,有利于国际评级行业健康发展。

一、全球债券市场

2018年,全球经济维持缓慢复苏态势,但由于贸易保护主义倾向抬头和美联储持续加息等因素影响,全球经济增长动能有所减弱,主要国家和地区的经济走势明显分化。在此背景下,全球主要国家和地区央行货币政策也有所差异,美联储和英国央行通过加息继续收紧货币政策,欧洲央行于年底前退出量化宽松政策,而日本央行则

继续维持宽松货币政策。受此影响,主要国家和地区的10年期国债收益率曲线走势分化。主要债券品种发行和托管总量方面,美国和日本债券发行量有所下降,欧元区债券发行量略有上升;各主要经济体债券托管量较上年均有不同程度的上升。

国债收益率呈分化态势

2018年,全球经济延续温和增长,但动能有所放缓。 主要经济体增长态势、通胀水平和货币政策差异明显, 国债收益率走势呈分化态势,波动性较上年略有上升。 其中,美国的10年期国债收益率整体呈波动上行走势;英 国、德国和法国的10年期国债收益率整体呈区间波动走势;日本的10年期国债收益率整体走势仍较为平稳。

2018年美国经济主要受益于减税效应以及海外资金的回流,表现出较为强劲的增长态势,美联储分别于2018年3月、6月、9月和12月将联邦基金利率目标区间各提升25个基点至2.25%~2.50%¹,全年GDP同比实际增速²2.90%,较上年(2.40%)增长0.50个百分点。在此背景下,2018年初美国10年期国债收益率水平延续上年四季度以来上升走势,后续波动上行至最高点3.24%,年末回落至2.69%。美国全年10年期国债收益率平均水平为2.91%,较上年(2.33%)明显上升。

2018年,在全球经济动能减弱和消费能力降低的背

¹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)。

²数据来自美国经济分析局。

景下,欧元区经济呈缓慢复苏趋势,欧洲央行维持三大基准利率水平不变³,10月起将每月净资产购债规模由300亿欧元降至150亿欧元,并于12月底结束债券购买计划,正式退出量化宽松政策,全年GDP同比实际增速由上年的2.50%放缓至1.90%⁴。整体来看,德国和法国10年期国债收益率均于2018年2月上行至全年最高点,之后呈小幅波动下行态势。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0.78%,较上年(0.39%和0.81%)变动较小。

2018年,英国受"脱欧"进程不确定性、制造业和工业产出下滑等因素影响,全年GDP同比实际增速由上年的1.90%放缓至1.30%5。8月,由于英国消费价格指数涨幅高于2.00%的通胀目标,英国央行采取温和加息的策略,将基准利率6从0.50%上调至0.75%,这是英国央行自金融危机以来第二次加息,并维持4350亿英镑资产购买规模不变。11月,欧盟宣布与英国达成延长"脱欧"过渡期的协议,对经济造成一定抑制。整体来看,英国10年期国债收益率全年呈区间震荡态势,于2月和10月分别达到年内高点1.68%和1.70%。英国全年10年期国债收益率平均水平为1.46%,较上年(1.24%)有所上升。

2018年,日本经济复苏态势仍然疲弱,全年经济运行波动较大,上半年维持温和扩张态势,下半年受出口下滑和自然灾害频发的影响趋于收缩,全年GDP同比实际增速由上年的1.90%放缓至0.70%。日本央行延续以量化宽松和负利率政策为核心的货币政策,通过缩减购债规模,维持政策利率-0.10%8以及10年期国债收益率目标0.00%

不变。在此背景下,10年期国债收益率上半年表现较为平稳,下半年政府为平抑流动性购入国债,收益率曲线在窄幅区间内走高后回落。日本全年10年期国债收益率平均水平为0.08%,较上年(0.05%)变动较小(图1)。

债券发行情况

2018年,美国主要债券品种的发行总量略有下降。其中,受益于美国经济良好的发展状况,国债发行量为2.68万亿美元,较上年显著增长20.69%,超过结构融资产品成为发行量最大的券种;地方政府债和企业债⁹的发行量分别为0.35万亿美元和1.33万亿美元,较上年分别下降22.98%和19.48%,降幅较为明显;结构融资产品的发行量为2.42万亿美元,较上年小幅下降2.51%。

2018年,欧元区主要债券品种的发行总量略上升。其中,欧元区国家企业债仍为发行量最大的券种,达2.28万亿欧元,较上年增长4.81%;国债发行量为1.81万亿欧元,较上年下降6.72%;地方政府债和结构融资产品发行量分



³ 指再融资利率 (The interest rate on the main refinancing operations)0.00%、边际贷款利率 (The interest rate on the marginal lending facility) 0.25%、存款便利利率 (The interest rate on the deposit facility) −0.40%。

⁴数据来自欧盟统计局。

⁵数据来自英国统计局。

⁶ 指再回购利率 (The interest rate the bank of England pays to commercial banks that hold money with the former) 。

⁷数据来自日本内阁府。

⁸ 指银行间无担保隔夜拆借利率。

⁹包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券,以下同。

别为0.49万亿欧元和0.27万亿欧元,较上年均有所增长,增幅分别8.04%和4.81%。

2018年,日本主要债券品种的发行总量有所下降。其中,日本国债发行量为150.50万亿日元,仍远超其他券种,但较上年下降5.45%;地方政府债和企业债发行量分别为6.26万亿日元和11.81万亿日元,较上年分别下降0.65%和7.94%;结构融资产品发行量为4.79万亿日元,较上年增长6.52%(表1)。

债券托管情况

截至2018年末,美国债券托管总量为40.01万亿美元, 较上年增长4.94%,除地方政府债托管量较上年略有下 降外,国债、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14.00万亿欧元,较上年增长1.93%,除地方政府债托管量较上年有所下降外,国债、企业债、结构融资产品托管量均小幅上升;日本债券托管总量为1115.60万亿日元,较上年增长1.92%,各券种托管量较上年均有不同程度增长(表2)。

二、国际评级行业发展动态

截至2018年底,美国认可的全国性评级机构 (NRSROs) 仍为10家¹⁰, 较上年无变化。2018年, 欧洲证券和市场管理局 (ESMA, European Securities and Markets

表1 主要经济体债券发行情况表

债券类型		美国(亿美元)			欧元区(亿欧元)		日本(亿日元)		
贝分头里	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
国债	21694.43	22243.39	26845.92	18751.10	19437.82	18131.55	1688548.08	1591689.55	1504983.65
地方政府债	4517.30	4490.10	3458.41	4942.59	4546.21	4911.77	63460.50	62979.73	62572.00
企业债	15275.66	16524.24	13305.77	17756.53	21772.10	22819.75	126535.63	128309.25	118115.93
结构融资产品	23696.11	24850.86	24227.53	2396.00	2365.45	2697.00	45820.86	44935.61	47867.30
合计	65183.50	68108.59	67837.63	43846.22	48121.58	48560.07	1925085.07	1828044.14	1733698.88

注: 1.表中欧元区国家指欧元区19个国家债券统计总数,以下同; 2.日本结构融资产品为财政年度数据,财政年度截止日为每年3月31日,以下同; 3.美国联邦机构证券和欧元区货币金融机构(MFI)证券未纳入该表统计,以下同; 4.根据各经济体最新披露数据,对2016年和2017年数据进行追溯调整,以下同数据来源: 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

表2 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)		
贝分大王	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	
国债	139082.41	144687.81	156079.67	71517.04	73047.03	74458.33	9204399.6	9441047.43	9629123.21	
地方政府债	38716.69	38852.67	38262.05	7048.79	7008.05	6733.96	595470.19	604730.50	614777.18	
企业债	86960.66	90131.17	92293.11	45437.33	45080.79	46516.15	706074.93	707478.48	708877.83	
结构融资产品	104151.19	107624.35	113479.58	12786.88	12303.44	12389.00	179387.35	192768.20	203246.11	
合计	368910.95	381296.00	400114.41	136790.04	137439.31	140097.44	10685332.07	10946024.61	11156024.33	

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

¹⁰10 家 NRSROs 包括 7 家美国本土评级机构:穆迪、标普、惠誉、A.M.Best Rating Services,Inc.(下文简称 A.M.Best)、Egan-Jones Ratings Company、Kroll Bond Rating Agency,Inc(下文简称 KBRA)、Morningstar Credit Ratings.LLC(下文简称 Morningstar),以及 3 家非美国机构:加拿大 DBRS,Inc.(下文简称 DBRS)、日本 Japan Credit Rating Agency, Ltd.、墨西哥 HR Ratings de México, S.A. de C.V.(下文简称 HR Ratings)。

Authority) 通过了北欧信用评级公司 (Nordic Credit Rating AS)、穆迪投资者服务 (北欧)公司 (Moody's Investors Service (Nordics) AB)、A.M.Best欧洲分支机构 (A.M. Best (EU) Rating Services B.V.)、DBRS欧洲分支机构 (DBRS Rating GmbH) 4家评级机构的注册申请,同时取消波兰的 SPMW评级公司 (SPMW Rating Sp. z o.o.)、标普意大利分支机构 (S&P Global Ratings Italy S.r.l)、标普法国分支机构 (S&P Global Ratings France SAS) 3家评级机构的注册资格,截至2018年底,通过ESMA注册的评级机构共44家,较上年增加1家,认证家数仍为4家¹¹。

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。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2018年底,国际三大评级机构存续评级业 务总量约为204万个,较上年减少3.01%,评级业务继续呈 现小幅下降的趋势。从各家机构评级业务情况来看,截至 2018年底,标普、穆迪和惠誉的存续评级业务量均有不同 程度的下滑,降幅分别为1.91%、4.79%和2.67%。从产品类 别上看,国际三大评级机构工商企业存续评级业务量较 上年均有不同程度增长,其中标普涨幅最大,为6.44%;国 际三大评级机构金融机构存续评级业务量较上年变化不 一,其中标普和穆迪均较上年略有增长,而惠誉较上年下 降5.94%; 国际三大评级机构保险机构存续评级业务量与 上年基本持平: 国际三大评级机构政府证券存续评级业 务量较上年均小幅下滑,下滑幅度均不超过5.00%;国际



三大评级机构资产支持证券存续评级业务量较上年变化不一,其中标普和穆迪降幅较大,较上年下降近16.00%,而惠誉存续评级业务量较上年上涨13.03%。

从市场份额来看,截至2018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95.36%,与上年(95.77%)小幅下降。其中,标普存续评级业务量仍然占据优势地位,占比49.53%,较上年占比(49.21%)略有上升;穆迪存续评级业务量为32.34%,较上年占比(33.10%)有所下降;惠誉存续评级业务量为13.49%,与上年(13.46%)基本持平。从产品类别来看,标

¹¹注册的信用评级机构包括本土信用评级机构 22 家、标普(1 家在欧分支机构)、穆迪(8 家在欧分支机构)、惠誉(7 家在欧分支机构)、 DBRS(2 家在欧分支机构)、大公欧洲评级机构、KBRA 欧洲评级机构、A.M.Best(2 家在欧分支机构);4 家认证的信用评级机构分别 是日本的 JCR、墨西哥的 HR Ratings、美国的 KBRA 和 Egan-Jones Ratings Company。

普和穆迪所评资产支持证券产品存续业务量有所收缩,在所有NRSROs所评资产支持证券产品存续业务量中的占比均下降4.00个百分点左右,而惠誉存续业务量占比上升3.44个百分点,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;国际三大评级机构所评的其他产品类别存续评级业务量占比与上年基本持平,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(表3、表4)。

从收入状况来看,2018年标普和穆迪的总业务收入分别为62.58亿美元和44.43亿美元,分别较上年增长3.22%和5.38%,继续保持增长态势。评级业务收入方面,标普评级业务收入为28.83亿美元,较上年下降3.51%,主要是由于美国和欧洲地区企业债评级业务较上年有所下

降,评级业务收入在总业务收入中的占比为46.07%,较上年下降3.21个百分点;穆迪评级业务收入为26.93亿美元,较上年小幅下降2.30%,主要是由于企业债评级业务以及公共财政、项目收益和基础设施评级业务收入有所下降,评级业务收入占总业务收入的60.61%,较上年(65.53%)有所下降(表5)。

从分析师数量来看,根据SEC监管年报显示,截至2018年末,国际三大评级机构分析师数量为4540人,较上年(4353人)增长4.30%。惠誉和穆迪分析师数量分别为1269人和1714人,较上年分别增长7.91%和7.46%,增幅较大;标普分析师数量为1557人,较上年小幅下降1.58%。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84.62%,占比较上年(84.82%)变化不大。

表3 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		
大王	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
政府证券评级	952910	920306	901312	619478	598614	571308	197543	205674	195667	
全球企业评级	116113	114800	120061	97378	67750	69560	66001	61383	59682	
金融机构评级	58582	57091	58989	49472	36631	37315	44965	39189	36862	
保险机构评级	6859	6496	6562	3230	2484	2462	3188	3261	3260	
工商企业评级	50672	51213	54510	44676	28635	29783	17848	18933	19560	
资产支持证券评级	49162	43760	36838	64188	59320	50055	39981	29108	32902	
合计	1118185	1078866	1058211	781044	725684	690923	303525	296165	288251	

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

表4 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		
大王	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
政府证券评级	53.31	52.76	53.38	34.65	34.32	33.83	11.05	11.79	11.59
全球企业评级	35.96	39.58	48.16	30.15	23.35	27.90	20.44	20.82	23.94
金融机构评级	33.60	36.28	37.23	28.40	23.28	23.55	25.82	24.27	23.26
保险机构评级	31.35	31.61	31.72	14.76	12.08	11.90	14.57	15.87	15.76
工商企业评级	39.94	45.66	45.98	35.21	25.53	25.12	14.07	16.88	16.50
资产支持证券评级	28.05	27.73	24.51	36.62	37.60	33.31	22.81	18.45	21.89
 合计	48.92	49.21	49.53	34.17	33.10	32.34	13.28	13.46	13.49

数据来源: SEC年报

表5 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)				
-74	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016		
评级业务收入	25.35	29.88	28.83	23.4	27.55	26.93	8.38		
非评级业务收入	31.26	30.75	33.75	12.64	14.49	17.50	3.33		
合计	56.61	60.63	62.58	36.04	42.04	44.43	11.71		

注: 1.标普非评级业务主要包括标普指数 (Indices) 和市场及商品情报 (Market and Commodities); 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); 2.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年和2018年财务数据尚未公布资料来源: 标普、穆迪和惠誉公司年报

业务发展方面,国际三大评级机构主要在ESG¹²、人 工智能以及数据分析等领域进行业务拓展。标普方面, 2018年3月,标普收购美国人工智能公司Kensho, Kensho 是为金融机构提供机器学习和投研分析服务的公司,此 次收购有助于推动标普金融科技化业务的进程。2019年 12月份,标普收购瑞士资产管理公司RobecoSAM的ESG 评级部门, RobecoSAM是全球专注可持续发展评估的资 产管理公司,此次收购将加快标普ESG风险评估业务的 发展。穆迪方面,2018年8月,穆迪收购美国市场领先的 在线信用培训供应商Omega Performance公司,该收购对 穆迪的信用分析学习解决方案业务构成有益补充:同月, 穆迪收购房地产商业数据公司Reis,旨在整合其海量房产 数据,为房产交易市场提供全方位分析和投资咨询业务。 2019年4月, 穆迪收购Vigeo Eiris的多数股权, Vigeo Eiris 是ESG领域的全球领导者; 10月, 穆迪收购商道融绿公 司的少数股权,商道融绿是中国领先的ESG数据及分析 服务机构,以上收购有助于穆迪ESG风险评估业务的进 一步发展。2019年7月,穆迪收购金融科技公司RiskFirst, RiskFirst是资产管理和养老基金界提供风险解决方案的 公司,此次收购有助于穆迪将其风险解决方案业务范围 扩大至机构买方领域。惠誉方面,2018年5月,惠誉收购信

息供应商Fulcrum Financial Data公司,该公司在企业发债、 杠杆贷款以及特殊情况市场方面有独特的分析和数据服 务能力,此次收购有助于拓展惠誉的投资咨询服务,加强 品牌影响力。

国际中小评级机构仍呈平稳发展态势13

2018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继续增长,评级收入进一步 上升,分析师数量整体保持增长态势。

从市场份额来看,截至2018年底,美国认可的中小评级机构存续评级业务量共占有4.64%的市场份额,较上年(4.22%)小幅增长,其中,DBRS市场占有率仍然较高,为2.39%,较上年略有增长。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20.28%,较上年增长4.06%,其中,DBRS表现依旧突出,市场份额由上年的9.48%进一步升至10.73%;其次为KBRA,市场份额继续增长,占比7.47%,较上年增长2.33%;Morningstar的资产支持证券评级市场份额为2.08%,也较上年(0.47%)小幅上升。在保险机构评级方面,A.M.Best的市场份额为34.78%,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各类别存

¹²ESG 代表环境(Environment)、社会(Social)和公司治理(Governance)。

¹³数据来源为美国证券交易委员会(SEC)年度监管报告。

续评级业务量市场份额均在7.82%以下,市场份额占比与 上年变动不大。

从收入状况来看,2018年美国认可的中小评级机构评级业务收入合计为4.55亿美元,占所有NRSROs机构总收入的6.50%,占比较上年(5.90%)进一步上升。

从分析师数量来看,截至2018年末,美国认可的中小评级机构分析师数量为825人,较上年末增加46人,除HR Ratings的分析师数量略有减少外,其他中小评级机构的分析师数量均有不同程度增加,其中DBRS的分析师数量增幅最为显著,为9.41%。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继续小幅扩大,由2017年的15.18%上升至2018年的15.38%,主要受益于评级业务量的增加与业务的拓展需求。

业务发展方面,2019年5月份,美国评级公司 MorningStar宣布以6.69亿美元收购总部位于加拿大多伦 多的评级机构DBRS。近年来,DBRS在北美中小评级机 构中的市场份额一直居于领先水平,而MorningStar则在 2009年才进入评级市场,市场份额较小,此次并购扩大了 MorningStar全球资产类别的覆盖范围,使其评级业务范 围由金融机构评级、工商企业评级、结构融资产品评级扩 展到政府证券评级和保险机构评级。

三、国际三大评级机构评级情况

2018年,国际三大评级机构所评国家主权违约率较上年均有所下降,国家主权评级整体由上年调降趋势转为调升趋势。地方政府评级方面,穆迪和惠誉所评地方政府评级违约率均为0.00%,惠誉所评地方政府评级仍呈调升趋势,而穆迪由调升转为小幅调降趋势。受益于2018年全球企业盈利较好,流动性表现良好,全球企业评级的违约率整体呈下降态势,全球企业评级也整体呈调升趋

势。在结构融资产品评级中,2018年国际三大评级机构所评结构融资产品的违约率较上年均有不同程度下降,且整体呈明显调升趋势。截至2018年末,全球企业投资级占比较上年小幅上升。

违约率整体呈下降趋势

2018年,全球经济延续缓慢复苏态势,欧洲财政债务 状况有所改善,信贷环境整体仍处于历史宽松状态,企业 盈利状况良好。在此背景下,国际三大评级机构所评国家 主权和结构融资产品的违约率较2017年均有不同程度下 降。国际三大评级机构所评地方政府无违约。标普和穆 迪所评全球企业违约率较2017年均有不同程度下降,惠 誉所评全球企业违约率较2017年略有上升,但仍低于历史 平均水平。

国家主权违约率整体呈下降趋势。2018年,国际三大评级机构所评国家主权共有1个出现违约,较2017年有所减少。具体来看,标普和穆迪所评国家主权各有1个出现违约(均为巴巴多斯政府),违约率分别为0.76%和0.75%;惠誉无所评国家主权出现违约,国际三大评级机构国家主权违约率水平均较上年明显下降。

地方政府违约率仍然较低。2018年,穆迪和惠誉所评地方政府评级违约率均为0.00%;截至2018年上半年,标普无所评地方政府发生违约¹⁴。

全球企业违约率进一步下降。2018年全球经济延续缓慢复苏态势,企业盈利状况良好,违约数量继续减少,全球企业违约率呈下降态势。2018年,标普和穆迪所评全球企业违约率分别为1.03%和1.10%,较上年均有不同程度下降;惠誉2018年所评全球企业违约率为0.65%,较上年略有上升,但仍处于历史低位。全球企业债券违约事件仍主要集中于零售行业与大宗商品行业(包括原油和天然气以及金属与采矿业)企业,在地域上集中于北美市场。

¹⁴ 截至本报告发布日,ESMA 尚未更新标普 2018 年全年的评级数据,以下同。



在结构融资产品评级中,2018年标普、穆迪和惠誉所评结构融资产品的违约率分别为1.90%、0.02%和0.80%,较上年均有不同程度下降。其中穆迪所评的结构融资产品仅美国地区的商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS)出现违约,违约率为0.10%。标普、惠誉的违约率相对较高,从区域来看,违约主要集中在美国和欧洲;从结构融资产品类型的违约率来看,房抵押贷款支持证券(RMBS)的违约率最高,分别为2.50%、1.30%,其次为商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS),违约率分别为2.20%、0.60%,资产支持证券(ABS)的违约率较低,分别为0.10%、0.03%(表6)。

信用等级整体呈调升趋势

2018年,标普和惠誉的国家主权评级由上年调降趋势转为调升趋势,而穆迪的主权评级虽仍呈调降趋势,但调降趋势进一步减弱。国际三大评级机构所评地方政府的等级调整趋势表现不一,其中惠誉所评地方政府评级仍呈调升趋势,穆迪地方政府评级由调升转为小幅调降趋势。受益于全球经济的缓慢复苏,标普和穆迪全球企业评级整体呈明显调升趋势,而惠誉调降趋势进一步减弱。结构融资产品评级方面,国际三大评级机构所评结构融资产品评级整体仍呈调升趋势。

2018年,国家主权评级整体呈调升趋势。具体来看,标普、惠誉的国家主权评级由上年调降趋势转为调升趋势,而穆迪的主权评级仍呈调降趋势,但调降趋势进一步减弱。其中,等级调升主要集中于欧洲地区主权国家,主要是由于欧洲债务危机后,经济延续复苏态势,欧洲地区财政债务状况不断改善;等级调降主要集中于非洲、中东及拉美国家,主要原因仍是受到大宗商品价格下跌、地缘政治风险加剧、外汇波动风险较大等因素的影响。

地方政府评级方面,2018年惠誉所评地方政府评级仍呈调升趋势;而穆迪的地方政府评级由调升转为小幅调降趋势,主要受意大利财政情况恶化,主权信用评级调降的影响¹⁵,意大利多个地方政府评级也被相应下调。截至2018年上半年,标普地方政府评级仍呈调升趋势¹⁶。

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	
짓다	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
国家主权违约率	1.54	4.55	0.76	0.77	2.99	0.75	1.80	1.80	0.00
地方政府违约率	0.46	0.00		0.00	0.00	0.00	0.03	0.17	0.00
全球企业违约率	2.08	1.20	1.03	2.15	1.60	1.10	0.91	0.39	0.65
结构融资产品违约率	3.20	2.10	1.90	1.20	0.05	0.02	1.11	1.80	0.80

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,地方政府违约率数据来源于ESMA

¹⁵2018年10月23日,穆迪宣布将意大利主权信用评级从Baa2级下调至Baa3级。

¹⁶截至 2018 年上半年,标普地方政府评级上调率为 7.54%,下调率为 1.51%。

2018年,全球企业评级整体呈调升趋势。2018年,全球经济延续缓慢复苏态势,市场流动性较好,标普、穆迪全球企业评级调升趋势更加明显;惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为8.40%和9.50%,调降趋势较去年进一步减弱。从行业分布看,级别调升主要发生在金属和矿业领域,耐久性消费品行业企业调降最为明显;从地域分布来看,等级调降集中于美国及拉美地区的非金融企业。

2018年,结构融资产品评级仍呈调升趋势。国际三大评级机构所评结构融资产品评级均呈调升趋势。从产品类型来看,国际三大评级机构所评各类结构融资产品级别均呈调升趋势,其中住房抵押贷款支持证券(RMBS)调升幅度最大;从地域分布来看,等级调升主要集中于欧洲,等级调降主要集中于北美(表7)。

全球企业投资级占比较上年小幅上升

截至2018年末,国际三大评级机构所评国家主权评级、地方政府评级、全球企业评级和结构融资产品的信用等级分布较上年末变化不大,其中国际三大评级机构所

评全球企业投资级占比较上年末均有小幅上升,国家主 权评级、地方政府评级和结构融资产品的投资级占比与 上年末基本一致。

国家主权评级方面,截至2018年末,标普、穆迪和惠 營国家主权信用等级分布较为分散,其中B级占比最高, 分别为30.77%、30.86%、20.25%,BB级及以上分布较为平 均。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为 54.62%、50.36%和63.40%,较上年末占比(53.44%、49.25% 和63.40%)变化不大(图2)。

地方政府评级方面,截至2018年末,穆迪和惠誉地

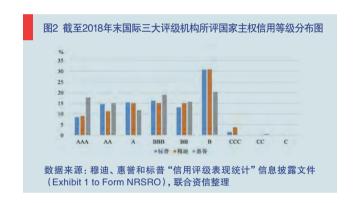


表7 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品信用等级调整情况 (单位:%)

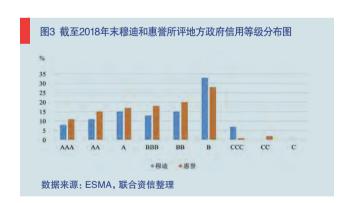
项目		标普			穆迪		惠誉			
沙 日	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
国家主权评级										
 上调率	6.92	7.75	10.85	5.38	9.38	4.04	8.85	8.80	10.00	
下调率	18.46	17.05	7.75	24.73	16.67	9.09	18.58	13.20	8.00	
地方政府评级										
上调率	5.94	13.59		7.19	12.02	8.77	9.17	7.94	1.89	
下调率	6.39	1.46		11.38	3.37	9.65	4.30	4.76	0.81	
全球企业评级										
上调率	7.92	8.96	9.02	5.89	9.69	9.82	7.50	7.20	8.40	
下调率	12.18	8.70	8.71	14.70	9.04	6.42	11.20	9.20	9.50	
结构融资产品评级										
上调率	13.20	9.10	13.10	9.76	7.51	8.58	12.00	10.60	10.90	
 下调率	6.70	5.00	8.20	3.64	2.38	1.72	4.50	5.90	3.50	

资料来源: 标普和惠誉国家主权、全球企业及结构融资产品评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告, 穆迪所有评级调整数据及标普和惠誉地方政府评级调整数据来自ESMA

方政府信用等级分布也较为分散,其中B级占比最高,分别为32.35%、25.00%,BB级及以上分布较为平均。穆迪和惠誉所评地方政府信用等级为投资级的占比分别为46.08%和54.46%,较上年末占比(47.92%和55.45%)变化不大(图3)。

截至2018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,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92.28%、86.15%和91.04%,其中标普所评全球企业占比较高的为BBB级,占比为27.58%;穆迪和惠誉所评全球企业占比最高的为Baa级(BBB级),占比分别为33.25%和33.38%。截至2018年末,标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为53.77%、73.44%和70.60%,较上年末占比(50.59%、71.03%和68.12%)均有小幅上升(图4)。

结构融资产品评级方面,截至2018年末结构融资产品的等级分布仍较为分散,其中AAA级占比最高,标普、穆迪和惠誉AAA级占比分别为20.62%、26.99%和





29.93%, AA级~CC级分布较为平均。截至2018年末标普、穆迪和惠誉所评结构融资产品的投资级占比分别为60.79%、61.92%和61.66%,较上年末占比(60.11%、61.59%和61.33%)变化不大(图5)。

四、信用评级国际监管动态

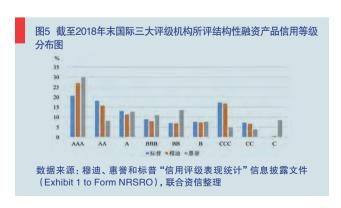
2018年以来,国际评级行业的监管重心是加强信息 披露监管与内部控制建设、丰富和完善评级机构监管工 具、扩大法律责任追究范围。整体来看,国际评级行业的 监管措施更趋精细化,监管力度不断增强,有利于促进 国际评级行业健康发展。

美国信用评级监管动态

1. 加强对贷款抵押债券、市政债券评级和低级别投资级债券领域的专项风险评估工作

SEC每年都会对评级机构开展专项风险评估,2018年以来,SEC主要针对贷款抵押债券(以下简称CLOs)、市政债券和企业债券评级业务展开。

在CLOs评级专项风险评估方面,2018年SEC发现由于贷款市场正在经历再融资的历史高峰,CLOs市场近年来扩张显著,同时更低的再融资利差和延长的期限使得一定数量的CLOs底层资产现金流对证券现金流的覆盖能力下降。鉴于此,SEC对一些NRSROs的CLOs业务人员配



备、培训以及内部控制等方面进行了审查。在此基础上, 2019年SEC进一步审查了一些NRSROs是否在评级过程中 考虑到宽松的贷款条款对信用级别的影响,以及这些评 级机构在对CLOs评级时所做的假设与分析是否合理。

在市政债券评级专项风险评估方面,由于市政债券的评级业务存量在NRSROs所评债券占比最大,为防范潜在风险,2019年SEC审查了一些NRSROs对于市政债券评级的人员配备情况、评级政策和流程与评级方法的一致性、信用风险科技监测手段以及评级方法是否持续更新。

在企业债券评级专项风险评估方面,2019年SEC发现很多公司发行的企业债券信用质量有所下降,低级别投资级债券的数量达到新高并且许多公司的债务水平持续增长。因此,SEC审查了一些NRSROs所评企业债券的评级政策、评级流程、评级方法以及对低级别投资级债券的风险监控措施。

SEC对以上三个方面的专项风险评估,有助于防范评级机构因CLOs资产池质量下降、市政债券评级人员配备不足和评级方法有效性、以及企业债券评级质量下降等因素引发的信用风险。

2. SEC正式将"豁免境外结构融资产品评级遵守17g-5 (a) (3) 款"¹⁷编制为法规

2019年8月7日, SEC宣布正式将"豁免境外结构融资产品评级遵守17g-5(a)(3)款"编制为法规。17g-5(a)(3)条款规定, 受雇的NRSROs在为结构融资产品评级时需要采取措施让非受雇的其他NRSROs能获取该项目首次评级和追踪评级的资料。因在境外结构融资产品评

级中遵守该法规存在与当地法律相互冲突、扰乱当地证券化市场等问题,SEC在2010年首次豁免境外结构融资产品评级遵守17g-5(a)(3)条款,此后SEC又先后执行多次延期决议,免除期限延长至2019年12月2日。

SEC此次正式将豁免境外结构融资产品评级遵守 17g-5(a)(3)款编制为法规,并阐明豁免的条件:(1)证券或货币市场工具发行人不为美国人(由Securities Act Rule 902(k)定义),(2)该NRSRO有充足的证据来确定与该证券或货币市场工具有关的任何发行人、保荐人或承销商对该证券或货币市场工具的发行以及销售都在美国境外进行(该表述由Regulation S定义)。该豁免条件同样应当适用于《交易法》规则17g-7(a)¹⁸和15Ga-2¹⁹。SEC此举有助于减少境外结构融资产品评级过程所面临的不同政策间的冲突。

3. 强化法律责任追究,首次对评级符号使用不规范进行法律追究

穆迪(Moody's)因内部控制不足和评级符号使用不规范问题被SEC处罚1625万美元。2018年,SEC分别对穆迪RMBS评级模型内部控制不足以及评级符号使用不规范问题做出指控,指控内容包括穆迪未能对其在2010年至2013所使用的住宅抵押贷款支持证券(RMBS)评级模型进行有效的内部控制,从而导致评级结果不准确,其中包括54个RMBS案例的最终评级与其模型指示的评级大不相同,且穆迪未能解释出现偏差的原因;穆迪在对26支面额总计约20亿美元的"CLO组合"进行评级时,"CLO组合"所使用的评级符号未能反映其真实的信用风险。2018年8月28日,SEC宣布穆迪已同意支付总计1625

^{17 2009} 年 11 月份,SEC 正式执行《1934 证券交易条例》17g-5(a)(3)条款,根据该条款,受雇的 NRSROs 需做到以下三点:(1)维护有密码保护的网页,在网页中按时间先后顺序列出该受雇的 NRSROs 正在评级的结构融资产品项目信息,内容需包括项目类型、发行人名称、评级发起时间,以及其他 NRSROs 能下载到该项目托管人提供给该评级机构的资料的网址;(2)要求该网页对所有 NRSROs 免费开放;(3)要求受雇的 NRSROs 从所评的项目托管人处获取一份书面声明,声明内容为该托管人承诺向其他 NRSROs 免费提供其向所雇 NRSROs 提供的相同资料。

¹⁸ 规则 17g-7 (a) 要求 NRSROs 在发布评级行动时披露特定信息。

¹⁹ 规则 15Ga-2 要求如果发行人或承销商雇佣 NRSROs 评级机构对资产证券化产品进行评级,发行人或承销商应当披露第三方尽职调查报告中的任何发现及结论。

万美元的罚款。其中1500万美元用来解决SEC对其内控不足的指控,125万美元用来解决其评级符号不规范的指控,这是SEC第一次对评级符号使用不规范采取法律措施。整体来看,SEC对穆迪这两项指控加强了对评级机构贷款类资产支持证券业务的风险监控力度,促进评级机构评级质量提高。

美国证券交易委员会(SEC)起诉涉嫌内幕交易的评级分析师。美国证券交易委员会(SEC)于2018年6月26日起诉涉嫌内幕交易的标普前评级分析师Pinto-Thomaz。该分析师在提供评级咨询服务中将两公司并购的内幕消息透露给其两位友人,两位友人在得知消息后低价购入被并购公司的股票,在并购完成后卖出股票,各自获取19.21万美元和10.68万美元的利润。SEC对上述三位人士涉嫌欺诈为名向法院提起诉讼,要求法院对三位人士进行处罚并追缴非法所得。SEC此次起诉旨在加强评级业务人员的独立性,同时警示评级机构加强对评级业务人员的合规意识。

欧盟信用评级监管动态

1. 持续加强评级质量监管, 完善评级机构内控制度建设

持续加强评级质量监管工作。2018年,ESMA通过与市场参与者接触发现多家评级机构在评级过程中存在评级模型开发、测试和批准的政策和流程不够明确,发布流程不够合理及相应的内控体系缺失等问题。2019年ESMA提出将根据《信用评级机构监管条例》(Credit

Rating Agency Regulation,以下简称CRAR)第8条²⁰及其他相关法规技术标准的要求,对评级机构现有评级方法的变更进行密切监控和评估,以确保变更的评级方法的有效性。ESMA还指出,将继续就评级机构对《关于信用评级机构评级方法有效性检验和审查的指引》²¹的贯彻落实情况进行密切监控,以确保评级公司在评级方法的研发、批准和更新过程有效使用该指引中规定的定性指标、定量指标及相关阈值。上述行动有助于推动评级机构评级质量进一步提升。

加强对评级机构内控制度建设的指引。2018年,ESMA通过对信用评级机构的内控情况的调查,发现被调查信用评级机构的内控程序(主要涉及评级机构是否遵守避免利益冲突的相关法规要求)并不完全符合法规要求。2019年,ESMA将内部控制监管意见进行了汇编并传达给受监管的评级机构,以便评级机构明确了解ESMA关于有效内部控制制度的监管要求。2019年12月5日,ESMA发布《评级机构内部控制准则咨询文件》(以下简称《咨询文件》)对评级机构内部控制制度建设工作进行了公开指导,《咨询文件》提出评级机构内部控制的总体框架²²,并具体阐述了该框架下不同内部控制职能的作用和职责²³,以防止或减轻可能影响评级机构信用评级独立性的潜在利益冲突。

2. 完善信息披露指导文件, 进一步强化信息披露监管工作

完善信用评级机构对ESMA的信息披露指引,提高信息披露的效率及质量。2018年下半年,ESMA明

²⁰《信用评级机监管条例》(CRAR)第8条对评级机构评级方法、模型和假设的使用标准和信息披露标准等方面作了规定。

²¹ 2016 年,ESMA 颁布了《关于信用评级机构评级方法有效性检验和审查的指引》(Guidelines on the validation and review of Credit Rating Agencies' methodologies),旨在从定量和定性分析的角度,对信用评级机构在评级的准确性、预测能力和历史评级稳健性三个方面进行验证和审查的最低标准进行规定。2017 年 3 月 23 日,ESMA 再次发布该指引的全欧盟成员国语言版本,并正式宣布该指引自发布该版本 2 个月后正式生效。

²²框架分为五个部分:控制环境、风险管理、控制活动、信息与沟通和监管活动,同时解释了评级机构应采取哪些措施以达到监管对每个部分提出的要求。

²³包括合规、审查、风险管理、信息安全和内部审核五个职能,ESMA 规定了每个职能的角色、其应该报告什么内容以及其能否与其他角色 进行合并。

确要求简化和标准化若干定期报告模板,减轻受监管 企业的信息披露负担。2019年2月5日, ESMA正式发布 《信用评级机构向ESMA提交定期信息的指南一第2 版》(以下简称《新指南》),对现有《信用评级机构向 ESMA提交定期信息的指南》²⁴(以下简称《老指南》) 进行更新和完善,《新指南》较《老指南》主要有以下 四点变化: 一是基于对不同信用评级机构的监管风险 评估结果, ESMA将信用评级机构分为A类和B类²⁵, 对A、B两类评级机构实行差异化的披露要求²⁶:二是 ESMA将多数信息披露内容要求标准化和模块化,并 对每项信息披露要求制定了详细的指南,提高信息披 露要求的明晰度: 三是ESMA通过减少部分信息²⁷的披 露频率,降低评级机构的信息披露负担和信息披露成 本: 四是增加年度信用评级审查报告、评级方法审查报 告和内控审查报告等信息披露内容,减少ESMA与评级 机构的信息不对称性。

信用评级信息披露要求指引落地,提高ESG因素的信息透明度。ESMA对评级机构信息披露要求的变化还体现在对ESG因素的关注上,2019年7月18日,ESMA发布《适用于信用评级的信息披露要求指引一最终报告》(以下简称《信息披露指引》),《信息披露指引》中除要求评级机构对常规信息进行披露外,还要求评级机构加强信用评估中ESG因素的透明度,ESMA要求评级机构

在对外发布的报告中概述引起信用评级或评级展望变更的驱动因素是否属于该评级机构分类的ESG因素,并确定ESG关键驱动因素,解释ESG因素如何影响信用评级或评级展望,评级机构还需要在对外发布的报告中解释该评级机构的评级方法和评级模型中如何考虑ESG因素。ESG信息披露有助于增强企业信息透明度,降低发行人与投资者之间的信息不对称,保护投资者权益。

3. 完善背书制度²⁸, 加强英国退欧影响监管工作

强化ESMA注册评级机构"背书"的境外评级机构评级结果的统一认证工作。2018年7月,ESMA发布《信用评级机构条例第4条第3款关于认可体系适用的最终报告指引一如何评估境外评级机构评级标准达到"与CRAR规定同样严格"的补充指导》²⁹,列出了ESMA认可的部分评级机构对CRAR条款提出的部分替代性方案,包括与CRA收费相关的要求、评级信息披露要求、评级报告透明度要求、分析师轮换以及将某些信息视为内部信息等方面的要求。新指引生效后,ESMA对境外评级机构的"背书"制度内容将更加明确。

完善应急计划规避英国退欧风险。ESMA在2018年要求有意留在欧盟地区从事评级业务的英国评级机构对英国无序脱欧的情景预先制定应急计划(Contingency Plan),确保相关评级机构在英国退欧后能继续留欧从事评级业务。2019年2月1日,ESMA与英国信用评级机构监

²⁴《信用评级机构向 ESMA 提交定期信息的指引》于 2015 年 3 月 19 日发布。

²⁵信用评级机构的分类根据 ESMA 的内部监督评估结果确定,评估内容包括 CRA 的规模、复杂性、市场渗透率及其他因素。

²⁶ A 类评级机构需要就公司治理、评级方法、内部控制和信息科技报告等方面的部分内容需按季度或半年度向 ESMA 进行披露,而 B 类评级机构则一般只需按年度向 ESMA 进行披露。

²⁷主要涉及向合规部门提交的董事会报告和内部诉讼,包括减少 B 类评级机构董事会报告的披露频率,同时将内部诉讼披露频率此由此前的 按季披露变更为发生后披露。

²⁸ 背书制度(Endorsement Regime)是 ESMA 信用评级监管法律 CRAR 规定下的一种制度,该制度允许欧盟境外评级机构的评级结果在 得到已向 ESMA 注册的评级机构背书的情况下,可在欧盟境内用于监管目的,目前在欧盟境内超过三分之二用于监管目的的信用评级报告 来自背书制度。

²⁹ 该文件与 2017 年 11 月发布的《注册评级机构应用 CRAR 第 4(3)款指引》的不同之处在于,文件指出 ESMA 注册评级机构 "背书" 第三国评级结果效力的标准是境外评级机构的评级结果能在欧盟地区得到承认并使用,第三国评级机构为获得承认可以有以下两种选择: 一是需要满足 CARA 相关认可条款规定的要求,二是可以证明已经建立了与 CARA 认证条款不同但同样严格的内部要求。



管部门英国金融服务监管局(FCA)就互换监管信息及进行监管协同等维护信用评级市场稳定的系列措施达成谅解备忘录。2019年3月15日,ESMA发布《关于英国无序脱欧情况下的信用评级背书制度的公开声明》³⁰,ESMA认为英国针对其退欧制定的英国境内信用评级监管法律框架《2019年第266号》在遵守FCA和ESMA签订的谅解备忘录的条件下符合ESMA的背书标准,英国退欧后,只要相关评级机构的评级结果获得在ESMA注册的评级机构的背书则可以继续在欧从事信用评级工作,否则将失去留欧持续评级资格。

4. 持续加强信用评级费用监管工作

2018年1月11日,ESMA发布《关于信用评级机构和交易数据库机构收费的主题报告》,明确未来对信用评级费用的监管将从评级费用透明度、费用定价和成本监控以及评级行业和评级产品供给端三方面展开。作为后续行动,2019年12月20日,ESMA发布《关于信用评级机构和交易数据库机构收费的后续报告》,重点介绍了信用评级机构在收费透明性、费用制定和成本监控流程方面取得的进步,同时指出评级机构在成本记录和成本监控方面仍需要改善,评级机构应按类别监

³⁰ 文件指出若英国无序退欧,ESMA 将不再承认在英国注册的评级机构为 ESMA 的注册评级机构,而视同境外信用评级机构,英国评级机构的评级结果只有通过 ESMA 的背书制度流程才可在欧盟地区使用。

控费用,不可量化的费用估算也应包括在费用设定过程中,进而向用户展示其收取的费用是基于成本的。由此可看出,ESMA在未来的监管工作中将重点关注评级费用监管措施的落实成效,对评级机构评级费用的监管内容日趋精细化。

5. 加强对评级机构应用新技术的监管, 持续推进云计 算监管, 加强信息和网络安全监管

加强对评级机构应用新技术的监管。2019年,ESMA 提出鉴于许多受监管的评级机构已经使用或正在考虑使 用新技术进行评级,ESMA会评估使用新技术的影响以 及相关风险。ESMA将重点关注与数据相关的技术在评 级过程中的应用风险,探索其对信用评级质量的潜在影响,例如,在评级机构提高评级流程自动化程度的情况 下,ESMA期望同时开发特定的控制措施,减少评级机构 因过度依赖自动化和机器学习产生的偏差,降低因缺乏 分析监督而产生的潜在风险。

推进云计算领域监管,规避数据服务外包风险。 2018年,ESMA进一步推进云计算服务领域的监管工作,旨在探讨云计算外包服务的合规风险,构建一套清晰的云计算服务监管制度。ESMA选取了一些评级机构,就其云计算外包的情况进行检查,找出云计算服务方面存在的具体风险,ESMA已将这些关键风险领域传达给了评级机构的高级管理层和董事会,期望受监管评级公司能在这些风险领域上采取相应措施。此外,ESMA也充分借鉴了国际监管标准、行业领先监管标准以及欧洲银监局关于云计算外包服务监管的意见,借鉴已将数据外包给云计算服务商的注册评级机构的实行情况及策略。

加强信息及网络安全监管。信息安全方面,2018年

ESMA增强了信息安全的评估框架,建立了信息安全事件报告流程,对评级机构提交的相关信息³¹进行了评估,ESMA强调信息安全在控制领域的重要性,希望评级机构能将信息安全从IT部门的职能中独立出来。网络安全方面,2019年,ESMA对部分在欧盟注册的评级机构进行调查,对信用评级机构面临的网络安全风险境况和网络安全风险防御机制及防御能力进行评估,进一步了解评级机构运营中所面临的网络风险以及信用评级机构对网络风险的看法,明确评级机构网络安全控制中存在的问题。

6. 强化法律责任追究工作, 近年来首次对评级机构利 益冲突问题进行监管处罚

2018年,ESMA继续开展"边缘评估"³²,发现5家银行未经注册即发布信用评级产品,并对其进行了处罚,这有助于为在欧盟地区从事信用评级的评级机构创造公平的竞争环境。

2019年3月28日,ESMA对惠誉集团的三家子公司开出巨额罚单,因惠誉(英国)、惠誉(法国)和惠誉(西班牙)三家公司对其共同的自然人控股股东持有的三家上市企业发行的融资工具进行了评级,违反了利益冲突要求,事后未能立即评估是否需要重新评级或撤销评级,同时未能针对利益冲突要求建立一套合适的内部控制机制等原因,ESMA对惠誉三家子公司处以罚款合计513.25万欧元。此前ESMA对评级机构进行处罚的原因主要集中在内控制度存在缺陷和信息披露不规范等方面,而此次高额处罚是ESMA近年来首次因评级机构未尽到规避利益冲突的义务对其进行的法律责任追究,ESMA对信用评级机构的处罚范围进一步扩大,对信用评级机构的处罚力度日趋加强。

³¹例如: IT 治理和策略, IT 和信息安全事件以及重大业务和 IT 项目的项目计划等。

³²自 2017 年起,ESMA 规定在欧洲地区从事信用评级活动的评级机构必须在 ESMA 注册,ESMA 将找出未向 ESMA 注册而在欧盟地区展开信用评级活动的潜在机构的工作称为"边缘评估"(Perimeter Assessment)。

2020年一季度中国债券市场 评级表现和评级质量研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王自迪 闫瑾 吴旻

本文从违约情况、信用等级迁移和利差三个方面对 2020年一季度我国债券市场评级表现进行分析并对评级质量进行检验。研究结果显示,违约情况方面,2020年一季度我国债券市场新增违约主体7家,较2019年一季度有所减少;信用等级迁移方面,等级调整数量整体较少,评级稳定性变化不大;利差方面,信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系,信用等级和利差之间均存在显著性差异。总体来看,我国债券市场信用评级能够较好反映受评主体信用风险差异,但评级机构对违约风险的预警能力仍有待提高。

一、讳约情况统计分析1

信用风险有序释放, 违约常态化发生

2020年一季度,我国债券市场新增7家违约²发行人,均为公募债券市场发行人³,共涉及到期违约债券30期⁴,

到期违约金额约461.54亿元,新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较2019年一季度(15家,41期)有所减少,到期违约金额较2019年一季度(194.63亿元)有所增加。另有6家2020年之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金(重复违约),共涉及到期违约债券18期,到期违约金额约85.88亿元,其中15期债券为首次到期违约,涉及到期违约金额约64.74亿元;重复违约发行人家数、涉及到期违约金额约64.74亿元;重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数、到期违约金额较2019年一季度(15家,24期,130.68亿元)均有所减少。此外,"18北大科技ABN001"发生回售违约,为我国债券市场首单违约的公募资产支持票据。

新增违约发行人仍以民营企业为主,但部分国有企业信用风险开始暴露,新增违约发行人中有3家为上市公司;新增违约发行人行业、地区分布均较为分散,未呈现出明显特征(表1)。公募债券市场方面,新增违约发行人家数(7家)较2019年一季度(9家)略有减

¹根据最新信息披露情况,报告对历史数据进行了追溯调整。

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

³ 发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约发行人:发行人所发公募债券发生违约、发行人发生私募债券违约但违约时仍有公募债券存续,违约包括仅主体违约、主体和债项均发生违约的情况。

⁴到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

⁵债券未偿付本金和利息之和,以下同。

少,新增违约发行人级别范围与2019年一季度基本一致 (表2)。

2020年一季度,经济下行周期叠加新冠肺炎疫情冲击,外部不利环境下部分企业流动性持续恶化,我国

债券市场违约常态化发生。违约发行人中,新华联控股有限公司经营范围较广,业务涉及石油、化工、地产、矿产等多个领域,近年来公司房地产业务转型扩张导致债务规模较快增长、偿债压力大,同时公司资产规模中受

表1 2020年一季度我国债券市场发行主体违约情况

发行人	Wind三级行业	所属地区	企业性质	是否上市	违约时间	期初级别	期末级别
新华联控股有限公司	综合类	北京	民营	否	2020-03-06	AA+/稳定	С
北京桑德环境工程有限公司	水务	北京	中外合资	否	2020-03-06	AA/稳定	B/
重庆力帆控股有限公司	 汽车	重庆	民营	否	2020–01–15	AA-/稳定	С
力帆实业(集团)股份有限公司	· 汽车	重庆	民营	是	2020-03-16	AA-/稳定	С
北大方正集团有限公司	互联网软件与服务	北京	中央国有	 否	2020-02-18	A/负面	С
康美药业股份有限公司	制药	广东	民营	 是	2020-02-03	BBB/	С
大连天神娱乐股份有限公司	软件	辽宁	公众	是	2020-01-20	BB/负面	C/稳定

注: 评级展望列示为 "--" 表示发行人被列入评级观察名单 资料来源: Wind

表2 2018年至2020年一季度我国公募债券市场发行主体违约率/数量(单位:家、%)

<i>→+/</i> /// □		2018			2019		2019Q1	2020Q1
主体级别	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率	违约数量	违约数量
AAA	705	1	0.14	815	2	0.25		
AA+	882	1	0.11	971	9	0.93	1	1
AA	1970	20	1.02	1790	4	0.22		1
AA-	385	3	0.78	295	5	1.69	2	2
A+	75	1	1.33	70	4	5.71	1	
Α	17	2	11.76	22	3	13.64	1	1
A-	8	0	0.00	8	0	0.00		
BBB+	5	0	0.00	4	1	25.00	1	
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	1	1
BBB-	2	1	50.00	1	1	100.00	1	
BB+	5	0	0.00	2	0	0.00		
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	2	1
BB-	1	0	0.00	0	0	0.00		
B+	0	0	0.00	1	0	0.00		
В	2	1	50.00	0	0	0.00		
B-	2	1	50.00	0	0	0.00		
CCC	0	0	0.00	0	0	0.00		
CC	1	0	0.00	0	0	0.00		
C	0	0	0.00	0	0	0.00		
 无评级	38	0	0.00	38	0	0.00		
 合计	3990	30	0.75	3907	32	0.82	9	7

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

限比例较高, 所持有上市公司股权高比例质押, 融资渠 道不畅,疫情影响下公司文旅、零售、餐饮、石油贸易等 业务收入明显下降,资金链持续紧张: 北大方正集团有 限公司多元化经营战略导致负债规模不断扩大,债务压 力沉重,同时公司股权质押比例较高、融资弹性不足, 且缺乏有效的外部支持: 重庆力帆控股有限公司("力 帆控股")和力帆实业(集团)股份有限公司("力帆股 份")为母子公司,近年来汽车行业景气度较差,公司业 务明显下滑、亏损严重,资产负债率不断上升,2019年即 发生多笔债务违约: 康美药业股份有限公司2019年因财 务造假被证监会处罚, 公司真实流动性较为紧张, 未能 偿付到期债券利息及回售本金: 北京桑德环境工程有 限公司盈利能力长期较弱,公司资产负债率较高,且存 在资金被占用、营运资金回笼不及时的情况,短期偿债 压力较大: 大连天神娱乐股份有限公司经营稳定性较 差,2018年公司因商誉减值、股权投资损失等导致巨额 亏损,此后财务状况不断恶化,此外公司诉讼纠纷、监 管处罚等负面事件较多,再融资能力受限。

同时,部分风险主体通过债券置换、展期、回售转售等方式化解信用风险,缓解违约压力。例如,北京桑德环境工程有限公司发行"20桑德工程EN001"用于置换"17桑德工程MTN001",为我国债券市场首单债券置换要约;山东如意科技集团有限公司所发"19如意科技MTN001"与全部持有人达成利息延期支付协议;华晨

汽车集团控股有限公司对其所发"17华汽01"回售部分金额进行转售。

整体来看,近两年来债券市场违约事件较为多发,风险主体陆续出清,存量债券风险逐步化解。随着违约债券处置、投资者保护、破产法律制度等体制机制的建立、完善,债券市场信用风险有序释放。

违约风险预警能力有待提高

2020年一季度我国债券市场7家新增违约主体均具有有效信用等级,违约事件发生前评级机构通过各类评级行动进行风险预警⁶,首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间均在1个月以上,1~3个月(含)有3家,6~12个月(含)有3家,1年以上有1家。整体来看,评级机构对违约主体的风险识别与揭示能力仍然不足,违约主体风险预警及时性有待提高(表3)。

二、信用等级迁移分析7

信用等级调整情况

1. 发行主体信用等级呈现调降趋势, 评级稳定性变化不大

2020年一季度,我国公募债券市场共有34家发行主体信用等级发生调整,调整率为0.69%,较2019年一季度(0.80%)略有下降。其中,信用等级被调升的发行主体有

表3 新增违约主体首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布(家)

时间	1个月以内	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1年以上
2020年一季度		3		3	1
2019年一季度	1	4	3	3	

注: 评级展望列示为 "--"表示发行人被列入评级观察名单资料来源: Wind

⁶ 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

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



14家,信用等级被调降的发行主体有20家,调升率和调降率分别为0.28%和0.41%,较2019年一季度(0.36%和0.44%)均略有下降(表4)。整体看,2020年一季度我国公募债券市场信用等级调整呈现调降趋势,调降趋势较2019年一季度略有加强,但评级稳定性整体变化不大。

评级展望方面,2020年一季度我国公募债券市场 评级展望被调升和调降的发行人各为1家,评级展望调 整数量较少,信用等级调整仍然是评级机构揭示发行主 体信用风险的主要手段。

2. 民营企业调降率仍然较高,但国有企业信用风险有 所显现

2020年一季度,我国公募债券市场信用等级发生

调整的发行主体企业性质呈现出一定程度分化特征,信用等级被调升的发行主体以国有企业(含地方国有企业和中央国有企业)为主,信用等级被调降的发行主体以民营企业为主。具体来看,信用等级被调升的发行主体中国有企业占比为84.62%,较2019年一季度(100.00%)下降15.38个百分点;信用等级被调降的发行主体中民营企业占比为66.67%,较2019年一季度(85.00%)下降18.33个百分点。2020年一季度,国有企业发行主体整体调升率为0.27%,较2019年一季度(0.40%)下降0.13个百分点,调降率为0.12%,较2019年一季度(0.07%)上升0.05个百分点;民营企业发行主体整体调升率为0.37%,较2019年一季度(0.00%)上升0.37个百分点,调降率为

表4 2019年一季度和2020年一季度我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行主体(家、%)	信用	等级	评级	展望	台	计
及仃土(4)(30、70)	2019年一季度	2020年一季度	2019年一季度	2020年一季度	2019年一季度	2020年一季度
样本数量	5010	4917	5010	4917	5010	4917
调升数量	18	14	0	1	18	15
调降数量	22	20	2	1	24	21
调升率	0.36	0.28	0.00	0.02	0.36	0.30
 调降率	0.44	0.41	0.04	0.02	0.48	0.43

注: 1.统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体; 2.发行人主体信用等级的有效期限视同其所发债券的有效期限; 3.评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形; 4.由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时,则按不同评级机构分别纳入统计,即同一主体可被多次计数; 5.评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升,由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降; 6.调升率/调降率=统计期内发生信用等级(或评级展望)调升/调降的数量与样本数量的比率,以下同

1.85%, 较2019年一季度(2.64%)下降0.79个百分点。

总体来看,部分民营企业经营管理能力相对较弱且 缺乏有效的外部支持,在宏观经济下行周期中易受不利 环境冲击,导致信用状况发生恶化;2020年一季度民营 企业调降率仍然较高,但随着近两年民营企业信用风险 逐步释放以及民营企业支持政策陆续出台,低资质主体 不断出清,融资环境整体趋稳,民营企业信用等级调降 趋势有所放缓。与此同时,新冠肺炎疫情影响下,我国 实体经济均出现不同程度经营困难,国有企业整体效益 亦明显下滑,2020年一季度全国国有企业营业总收入同 比下降11.7%,利润总额同比下降13.0%,成本费用利润 率下降3.4个百分点,截至2020年3月末国有企业资产负 债率为64.5%,较2019年3月末增长0.2个百分点⁸;部分国 有企业流动性有所恶化,面临较大偿债压力,国有企业 信用风险有所显现。

3. 信用等级发生调整的发行主体行业、地区分布均较为分散

行业方面,信用等级被调升的发行主体分布在房

地产管理和开发、多元金融服务、建筑与工程、综合类、复合型公用事业等行业";信用等级被调降的发行主体分布在汽车、电气设备、金属、非金属与采矿、综合类、制药、机械、软件等行业。地区方面,信用等级被调升的发行主体分布在江苏、河南、山西、山东、福建、四川、浙江等地;信用等级被调降的发行主体分布在北京、广东、山东、重庆、青海、吉林、西藏、湖北、辽宁等地。

在样本数量相对较多(发行主体家数超过80家)的行业和地区中,多元金融服务行业、房地产管理和开发行业的调升比例相对较高,分别为1.87%和1.29%,金属、非金属与采矿行业的调降比例(2.35%)相对较高;河南省发行主体的调升比例相对较高(3.23%),其次为江苏省(1.09%),重庆市、北京市、辽宁省、广东省发行主体的调降比例相对较高,分别为1.54%、1.42%、1.22%、1.01%。但总体来看我国公募债券市场信用等级发生调整的发行主体未呈现出明显的行业、地区特征,行业和地区分布均较为分散。

表5 2020年一季度我国公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

序号	发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	备注
1	新华联控股有限公司	AA+	稳定	С		调降
2	山东地矿集团有限公司	AA		А		调降
3	北京桑德环境工程有限公司	AA	 稳定	В		调降
4	重庆力帆控股有限公司	AA-	稳定	С		调降
5	力帆实业(集团)股份有限公司	AA-	稳定	С		调降
6	北大方正集团有限公司	А	负面	С		调降
7	华昌达智能装备集团股份有限公司	BBB+		BB+		调降
8	康美药业股份有限公司	BBB		С		调降
9	青海省投资集团有限公司	BBB	负面	С	稳定	调降
10	 大连天神娱乐股份有限公司	BB	 负面	С	 稳定	 调降

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

资料来源: Wind, 联合资信COS系统

⁸数据来源于财政部网站,"2020年一季度全国国有及国有控股企业经济运行情况介绍"。

⁹ 如无特殊说明,本文所称行业均指 Wind 三级行业。

4. 大跨度评级调整数量仍然较多

2020年一季度,我国公募债券市场共发生13次大跨度评级调整¹⁰现象,涉及发行主体10家,较2019年一季度(14次,13家)略有减少,但绝对数量仍然较多。从企业性质来看,发生大跨度调整的发行主体主要为民营企业(4家),其次为国有企业(3家),公众企业有2家,中外合资企业有1家;从地区分布来看,发生大跨度调整的发行主体分布于北京(3家)、重庆(2家)以及广东、湖北、辽宁、青海、山东(各1家)等地;从行业分布来看,发生大跨度调整的发行主体行业类型较为分散,涉及汽车、互联网软件与服务、软件、水务、机械、制药、综合类以及金属、非金属与采矿等行业(表5)。

信用等级迁移矩阵!!

1. AA+级及以上级别发行主体占比进一步提升

2020年一季度末,我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在AA-级及以上级别,占比(97.26%)较2019年同期上升0.7个百分点。其中,AA级发行主体占比仍然最高(38.68%),但较2019年同期下降3.17个百分点;AAA级和AA+级发行主体占比为28.33%和24.48%,较2019年同期分别上升3.76个百分点和0.55个百分点;AA-级发行主体占比(5.77%)较2019年同期下降0.46个百分点。整体来看,AA+级及以上级别发行主体占比进一步提升(图1)。

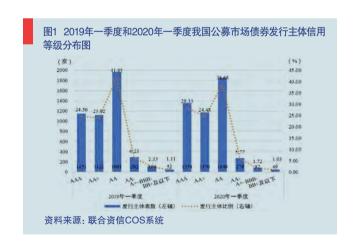
2018年下半年以来我国债券市场违约趋于常态化, 投资者风险偏好有所下降,新发行债券主体信用等级呈 现向高级别集中趋势;同时,随着违约债券处置、投资 者保护等机制的建立健全,债券市场信用风险有序释 放,风险主体逐步出清,我国债券市场信用等级中枢有 所上移。

2. 信用等级迁移数量相对较少, 评级稳定性整体较高

2020年一季度,我国公募债券市场多数发行人和债券尚未进入评级跟踪期,发行主体信用等级迁移数量相对较少,评级稳定性整体较高。从信用等级迁移矩阵来看,样本数量较多的AA-级及以上级别稳定率均在99%以上,其中AAA级未发生迁移,AA+级和AA级呈现向上迁移趋势,AA-级呈现向下迁移趋势,各级别评级稳定性以及迁移趋势与2019年一季度基本一致(表6、表7)。

三、主要券种利差分析

2020年一季度,为防控新冠肺炎疫情、支持实体 经济复工复产,央行实施更加灵活适度的稳健货币



¹⁰ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况,指发行人期初、期末主体信用等级调整超过3个子级以上(含3个子级)。例如,期初等级为 AA,期末等级调整为 A,等级调整跨越 AA-和 A+,则为发生大跨度调整;不同评级机构对同一发行主体的大跨度评级调整各计为1次。11 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法,即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计,不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况,亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

政策,综合运用降准¹²、公开市场操作、中期借贷便利 (MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、常备借贷便利 (SLF)、抵押补充贷款(PSL)等总量和结构性政策工 具,加大逆周期调节力度,保持流动性合理充裕。此外, 央行通过公开市场操作和MLF操作引导贷款市场报价 利率 (LPR) 进一步下行¹³,推动降低实体经济融资成本。在此背景下,债券市场资金面较为宽松,利率水平呈波动下行态势。

2020年一季度,信用等级(短融为主体信用等级,其他券种为债项信用等级)对债券发行利率、利差均值的

表6 2020年一季度我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	Α	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1349	100.00										
AA+	1171	0.42	99.23	0.09	0.09							0.17
AA	1862		0.43	99.25	0.22		0.05					0.05
AA-	273				99.26		0.37					0.37
A+	61					100.00						
А	12						83.33					16.67
A-	2							100.00				
BBB+	2								100.00			
BBB	7									57.14		42.86
BBB-	1										100.00	
BB+及以下	40											100.00

注: 1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体,以下同; 2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况,无法体现各家评级机构的具体迁移情况; 3. 统计期初为2020年1月1日,期末为2020年3月31日,下同资料来源:联合资信COS系统

表7 2019年一季度我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	А	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1146	99.83	0.17									
AA+	1122	0.62	99.11	0.09	0.09							0.09
AA	1967		0.36	99.54	0.10							
AA-	296			0.68	97.62		0.68			0.34		0.68
A+	70					98.57						1.43
А	23						91.30			4.35		4.35
A-	8							100.00				
BBB+	4								75.00			25.00
BBB	6									66.67		33.33
BBB-	1											100.00
BB+及以下	43											100.00

注: 1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体,以下同; 2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况,无法体现各家评级机构的具体迁移情况; 3. 统计期初为2020年1月1日,期末为2020年3月31日,下同资料来源:联合资信COS系统

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

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

影响主要体现在以下方面: (1)短融、中票、企业债、公司债、商业银行债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系,即债券信用等级越高,发行利率均值、利差均值越低; (2)短融、中票样本中,AA+级级差均大于AA级级差,可能是由于投资者对部分AA+级主体所发短融、AA+级中票的风险溢价要求较高; (3)AAA级主体所发短融利差(发行利差和交易利差)变异系数、AAA级3年期公司债发行利差

变异系数较2019年一季度和2019年四季度均有不同程度上行,可能是由于投资者对不同行业、不同企业性质AAA级主体所发短融以及3年期公司债的信用风险溢价要求有所分化; (4)使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对样本数量较多¹⁴的短融、中期、公司债等的利差进行显著性检验,各级别主体所发短融、各级别中票及公司债中信用等级和利差之间均存在显著性差异,信用等级对信用风险表现出较好的区分度(表8)。

表8 2020年一季度主要券种分级别利差统计

短融	年) 1 _ 1 _ 3 _	AAA AA+ AA AAA AAA AA+	样本数量 55 50 39 113 104	区间 2.49~6.50 2.60~6.80 2.80~7.00 2.75~5.70	均值 3.25 3.91 4.23	均值 130.31 192.30	级差 61.99	变异系数 76.82 66.33	样本数量 54	均值 133.39	级差 ———	变异系数 75.25
中票	3	AA+ AA AAA AA+	50 39 113	2.60~6.80	3.91	192.30			54	133.39		75.25
中票	3	AA AAA AA+	39	2.80~7.00			61.99	66.00				
中票	3	AAA AA+	113		4.23	005.00		00.33	50	192.94	59.55	65.99
中票	3	AA+		2.75~5.70		225.98	33.68	43.67	39	227.06	34.12	43.60
中票	3		104	-	3.39	106.15		43.50	111	108.51		42.69
		AA	10-1	3.10~8.00	4.27	194.23	88.08	56.20	103	192.18	83.67	54.49
			79	3.50~7.60	5.11	279.82	85.59	43.21	76	274.07	81.89	42.32
_		AAA	76	2.99~4.14	3.56	99.12		22.71	76	101.32		21.93
5	5	AA+	48	3.50~5.00	4.02	143.65	44.53	22.41	48	144.62	43.30	22.33
		AA	5	3.70~4.88	4.24	164.79	21.15	21.68	5	166.03	21.41	22.23
	5 -	AAA	12	3.20~5.03	3.80	118.69		37.02	12	119.14		36.33
	5 -	AA+	3	3.60~6.30	4.78	234.10	115.42	58.75	3	234.16	115.02	60.67
企业债		AAA	4	3.60~4.27	3.92	128.63		18.67	4	122.90		19.64
7	7	AA+	9	3.79~5.89	4.63	187.37	58.74	35.62	9	192.17	69.27	34.37
		AA	3	7.96~8.00	7.98	519.35	331.98	4.17	1	525.20	333.03	
		AAA	88	2.90~7.20	3.44	108.72		62.92	14	94.47		28.97
3	3	AA+	30	3.19~7.50	4.27	195.55	86.83	57.16	2	299.18	204.70	10.02
公司债		AA	6	3.75~7.00	5.19	292.58	97.03	45.17	2	208.28	-90.90	26.00
	5 -	AAA	45	2.96~6.30	3.73	115.85		51.90	6	96.14		12.56
	5	AA+	3	3.60~4.29	3.96	120.86	5.01	13.47	1	104.29	8.15	
		AAA	15	2.65~3.73	3.02	67.49		26.44	15	69.30		26.13
	3	AA+	6	2.96~3.80	3.43	127.43	59.94	36.43	6	129.94	60.64	36.64
商业银行债		AA	1	4.50~4.50	4.50	221.85	94.42					
5	5	AAA	2	3.10~3.10	3.10	61.01		7.52	2	64.75		20.06
- II (D (= - (D		AA	2	4.80~5.18	4.99	236.38		3.20	1	236.24		
商业银行二级 资本工具	5	AA-	2	4.95~5.50	5.23	255.21	18.83	6.86	1	266.28	30.04	
		А	2	5.00~5.80	5.40	297.91	42.70	17.18	2	251.26	-15.02	8.45

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

¹⁴ 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于10。

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2020年4-5月,债券市场¹新增违约²主体3家,涉及 到期违约债券3期,到期违约规模约18.48亿元。另有7家 重复违约³主体,共涉及到期违约债券8期,到期违约规 模合计约80.62亿元。

截至5月31日,2020年我国债券市场新增违约主体9家,涉及到期违约债券35期,到期违约规模合计约506.17亿元。新增违约发行人家数、到期违约债券期数较上年同期(21家、50期)有所减少,到期违约规模较上年同期(237.87亿元)有所增加;重复违约主体11家,涉及到期违约债券24期,到期违约规模合计约152.09亿

元, 较上年同期(17家、36期、201.51亿元)均有所减少。

二、信用等级调整4情况

2020年4一5月,债券市场有29家发行人主体级别发生上调,有10家发行人主体级别发生下调。

截至5月31日,2020年我国债券市场有43家发行人主体级别发生上调,有32家发行人主体级别发生下调。主体信用等级调升家数较上年同期(55家)有所减少,主体调降家数较上年同期(25家)有所增加;评级展望调升和调降家数均为1家,较上年同期(3家和7家)均有所减少。

表1 2017年—2020年5月我国债券市场违约情况(单位:家、期、亿元)

	2017年				2018年			2019年			2020年1—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	10	12	43.00	43	110	910.90	46	136	859.90	9	35	506.17	
 重复违约	13	29	204.58	9	20	126.15	28	67	420.69	11	24	152.09	

注: 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金

数据来源:联合资信COS系统、Wind

表2 2017年—2020年5月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况 (单位:家)

发行人主体		信用	等级		评级展望				
及11八主体	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月	2017年	2018年	2019年	2020年1—5月	
调升数量	386	253	211	43	73	27	12	1	
调降数量	66	96	85	32	37	21	21	1	

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

数据来源:联合资信COS系统、Wind

¹违约统计包括公募和私募债券市场样本。

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

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

⁴发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例 青海盐湖工业股份有限公司

一、主体概况

青海盐湖工业股份有限公司(以下简称"公司"或"盐湖股份")于1997年8月25日成立于青海省格尔木市,为化工行业企业,主营业务包括氯化钾的开发、生产和销售,盐湖资源综合开发利用等。公司于1997年9月4日在深交所A股上市,前三大股东分别为青海省国资委、中化集团和信达资产,股权占比合计53.78%,实际控制人是青海省国资委,属于地方国有企业。

公司分别于2013年3月6日、2015年6月9日和2016年6月 22日先后发行"12盐湖01""15盐湖MTN001""16青海盐 湖MTN001"),发行规模分别为50亿元、20亿元及15亿 元。由于公司2017年度、2018年度净利润为负值,股票自 2019年4月30日起被实行"退市风险警示"处理。2019年8月16日,盐湖股份因涉及劳务欠款439万元,被债权人格尔木泰山实业有限公司(以下简称"泰山实业")向法院申请破产重整。9月30日,西宁市中级人民法院裁定受理债权人对盐湖股份的重整申请,盐湖股份发生主体违约,

"12盐湖01""15盐湖MTN001""16青海盐湖MTN001" 于2019年9月30日提前到期并停止计息,相关债券未能兑 付构成违约。截至2019年11月30日,公司已通过拍卖或协 议转让的方式开始对亏损资产进行处置,但尚未形成最 终的重整计划草案,出资人权益调整方案与债务清偿方 案等均未确定,相关违约债券目前无实质偿付进展。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
12盐湖01	20130306	20200306	20190930	27.50		AAA/AAA/稳定	公司债	中诚信证券	本息违约
15盐湖MTN001	20150609	20220611	20190930	20.30		AAA/AAA/稳定	中期票据	大公国际	本息违约
16青海盐湖MTN001	20160622	20210624	20190930	15.21		AAA/AAA/稳定	中期票据	大公国际	本息违约

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

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2018/3/31	盐湖股份发布2017年年度报告,当期营业收入为116.99亿元,同比上升12.88%;归属于母公司所有者的净利润—41.59亿元,为近十年来首次亏损;经营性净现金流15.18亿元,较上年下降25.18%;资产负债率73.02%,较上年增加4.81%。
2018/8/15	盐湖股份发布关于控股子公司青海盐湖镁业有限公司(以下简称"盐湖镁业")涉及诉讼暨公司募集资金账户被冻结的公告,盐湖镁业与中国化学工程第三建设有限公司发生建设工程施工合同诉讼纠纷,青海省高级人民法院将盐湖股份2015年非公开发行股票募集资金银行账户之一的部分资金冻结,共计9500万元,被冻结资金账户主要用于150万吨/年钾肥扩能改造工程项目。
2018/12/11	盐湖股份发布关于向控股子公司盐湖镁业提供财务资助的公告,由于盐湖镁业目前处于项目联运试生产的关键时期,经营压力大,资金紧张,拟向盐湖镁业提供 4.59亿元的财务资助。

2019/4/27	盐湖股份发布关于向间接控股子公司青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司(以下简称"蓝科锂业")提供贷款担保的公告,蓝科锂业建设2万吨电池级碳酸锂项目,投资金额为29.86亿元,计划向金融机构申请2.9亿元流动资金,公司拟向蓝科锂业提供不超过10.61亿元的连带担保责任。同日,盐湖股份发布关于公司股票被实行退市风险警示暨停牌的公告,由于公司2017年度、2018年度净利润均为负值,股票自2019年4月30日起被实行"退市风险警示"处理。
2019/4/29	公司发布2018年年度报告,当期营业收入为178.90亿元,同比上升52.92%;归属于母公司所有者的净利润-34.47亿元,同比继续下降17.12%;资产负债率74.95%, 较上年继续上升。
2019/5/11	盐湖股份发布关于公司债券暂停上市的公告,"12盐湖01"自2019年5月17日起在深交所暂停上市,公司仍将进行债券派息及到期兑付工作。"12盐湖01"将于到 期日2020年3月7日一次兑付本金和当期的利息。
2019/6/20	大公国际将公司评级展望由稳定调整为负面,主要由于公司短期债券融资金额较大,存在一定偿付压力。
2019/6/27	中诚信证券将公司主体评级由AAA级下调至AA+级,主要由于公司化工盈利能力较弱,期间费用增长,处于亏损状态。
2019/7/18	大公国际将公司主体评级由AAA级下调至AA+级,主要由于公司化工业务总体运营状况不佳,处于严重亏损状态,持续面临来自安全生产压力以及偿付压力。
2019/8/17	盐湖股份发布关于债权人申请公司重整的提示性公告,2019年8月15日,公司收到债权人泰山实业的《通知书》,泰山实业以公司不能清偿到期债务并且明显缺乏清偿能力为由,向法院提出对公司进行重整的申请,并通过重整程序清偿其相应债权。
2019/8/22	中诚信证券将公司主体评级由AA+级下调至AA级,并将主体列入可能降级的信用评级观察名单,主要由于公司业绩亏损,且受到债权人对公司破产重整申请,面临被终止上市风险。
2019/8/29	大公国际将公司主体评级由AA+级下调至AA-级,评级展望为负面,主要由于公司受到债权人对公司破产重整申请,资金严重短缺且经营困难,银行账户和股权被冻结,严重影响正常生产经营。
2019/9/19	盐湖股份发布关于公司涉及诉讼暨部分银行账户被冻结的公告,冻结公司及控股子公司青海盐湖海纳化工有限公司(以下简称"海纳化工")银行存款6169.53万元或者查封、扣押其同等价值的其他财产。截至公告披露日,公司及子公司累计被冻结银行账户49个,合计实际被冻结金额1.96亿元;冻结公司所持有的青海银行股份有限公司股份3000万股和青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司24.48%的股份。
2019/9/30	2019年9月30日,西宁市中级人民法院裁定受理债权人对盐湖股份的重整申请。
2019/10/1	盐湖股份发布关于法院裁定受理公司重整暨股票被继续实施退市风险警示的公告以及关于控股子公司被申请重整的提示性公告,公司下属控股子公司海纳化工收到债权人河南省防腐保温有限公司(以下简称"河南防腐保温")的《重整申请通知书》,河南防腐保温以海纳化工不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务为由,向青海省西宁市中级人民法院申请对海纳化工进行重整。
2019/12/4	大公国际将公司主体评级由AA-级下调至BB级,主要由于公司债券本息尚未对付,银行贷款逾期,涉讼仲裁涉案金额累计25.9亿元,处于亏损状态。

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

三、违约原因分析

多项目亏损,经营状况恶化

受安全事故、设备未达产、原材料价格上涨以及天然气供给的多重因素影响,2017年以来,公司化工业务总体运营状况不佳。此外,多项目亏损导致经营状况进一步恶化。盐湖股份业务布局涉及镁板块、钾板块、化工板块、锂板块及其他(水泥、酒店、贸易),导致公司违约的主要原因在于新兴业态镁,其中金属镁一体化项目、PVC一体化项目、综合利用一、二期项目等未能按照项目设计规划产生盈利,严重侵蚀公司依靠钾肥、锂业资源形成的利润。2017、2018年,盐湖股份利润总额持续为负。

财务杠杆水平较高,偿债压力大

盐湖股份近十年来投资和并购频繁,由此产生的

累计现金流出约440亿,其中盐湖资源综合利用化工项目的投资额约数百亿元,两个碳酸锂项目的投资额约80亿元,直接或间接参股公司多达40余家。截止2019年三季度,盐湖股份资产负债率高达75.02%,且负债主要以流动负债为主,占到总负债的62.32%,流动负债中短期借款81.85亿元,短期偿债压力极大。

现金流持续承压,流动性枯竭导致破产重整

公司现金类资产自2017年以来呈现逐年下降趋势,2019年三季度末仅为14.91亿元。同时,公司流动比率近五年持续下滑,2019年三季度为31.13%,流动资产已经不能覆盖债务规模;经营现金流动负债比仅为5.42%,公司极易暴露兑付风险。截止2019年三季度,盐湖股份及子公司累计被冻结银行账户70个,合计被冻结近2亿元,银行贷款逾期1.2亿元。盐湖股份已无法开展正常的生产经营,也无法通过再融资获得流动性支持,导致



公司没有可持续的现金流保障,流动性枯竭。与此同时,盐湖股份账面资金(7.26亿元)中大部分现金属于并表子公司所有,公司并无权自由使用,而本部自有资金也已被法院司法冻结,公司已无自有可用资金用以支

付债权人的400余万元历史欠款,最终债权人向法院申请对盐湖股份进行破产重整,法院于2019年9月30日受理破产重整,盐湖股份构成违约。

表3 主要财务指标

财务指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	678.99	807.13	829.46	824.19	749.97	727.07
所有者权益(亿元)	192.80	244.82	263.72	222.36	187.88	181.59
长期债务(亿元)	304.99	341.66	323.87	302.40	210.13	180.09
全部债务(亿元)	385.19	405.27	432.03	432.27	393.03	379.78
营业收入(亿元)	104.74	108.82	103.64	116.99	178.90	154.78
利润总额(亿元)	17.20	7.62	4.89	-41.24	-33.52	0.19
EBITDA(亿元)	33.56	30.42	27.94	-7.84	18.81	0.19
经营性净现金流(亿元)	13.56	7.53	20.29	15.18	71.47	18.42
营业利润率(%)	44.57	45.15	37.44	27.95	21.46	22.73
净资产收益率(%)	6.91	2.22	0.80	-19.29	-19.16	-2.83
资产负债率(%)	71.61	69.67	68.21	73.02	74.95	75.02
全部债务资本化比率(%)	66.76	62.53	62.25	66.20	67.79	67.95
流动比率(%)	67.09	83.54	69.04	58.65	36.48	31.13
全部债务/EBITDA(倍)	11.48	13.32	15.46	-55.15	20.89	1971.82
EBITDA利息倍数(倍)	4.45	3.06	2.58	-0.59	0.92	
经营现金流动负债比(%)	8.02	3.74	9.32	5.43	21.73	5.42

资料来源:联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

金融委办公室发布11条金融改革措施

5月27日, 金融委办公室发布11条 金融改革措施。根据国务院金融委 统一部署,发展改革委、财政部、人 民银行、银保监会、证监会、外汇局 等金融委成员单位,按照"成熟一项 推出一项"原则,将干近期推出11条 金融改革措施:包括发布《商业银行 小微企业金融服务监管评价办法》、 《中小银行深化改革和补充资本工 作方案》、《政府性融资担保、再担 保机构行业绩效评价指引》、《加强 金融违法行为行政处罚的意见》、 《创业板首次公开发行股票注册管 理办法(试行)》、《关于全国中小企 业股份转让系统挂牌公司转板上 市的指导意见》、《标准化票据管理 办法》、《标准化债权类资产认定规 则》、《外国政府类机构和国际开发 机构债券业务指引》,推动信用评级 行业进一步开放,以及引导注册会 计师行业规范发展的相关措施等。

(摘自中国债券信息网, 2020年5月28日)

央行等三部门就《关于印发〈绿色 债券支持项目目录(2020年版)〉 的通知(征求意见稿)》征求意见

5月29日,中国人民银行会同国

家发改委、中国证监会起草了《关 干印发〈绿色债券支持项目目录 (2020年版)〉的通知(征求意见 稿)》,起草说明指出,《绿色债券 目录》(2020年版)对《绿色产业指 导目录(2019年版)》三级分类进行 了细化,增加为四级分类。为保持 《绿色债券目录》(2020年版)的先 讲性以及后续与国际相关标准的 接轨,提升中国在绿色债券标准领 域的国际话语权,四级分类删除了 化石能源清洁利用的相关类别。此 外,为更好地兼顾绿色债券支持绿 色产业链条的完整性及本目录自身 的科学性和可操作性,《绿色产业 指导目录(2019年版)》中涉及的部 分项目相关的贸易和消费融资活动 也纳入《绿色债券目录》(2020年 版)支持范围。

(摘自中证网, 2020年5月19日)

人民银行:取消境外机构投资者额 度限制

5月7日,中国人民银行、国家外 汇管理局发布《境外机构投资者境 内证券期货投资资金管理规定》,明 确落实取消合格境外机构投资者和 人民币合格境外机构投资者境内证 券投资额度管理要求,对合格投资 者跨境资金汇出入和兑换实行登记 管理。实施本外币一体化管理,允许 合格投资者自主选择汇入资金币种 和时机。大幅简化合格投资者境内 证券投资收益汇出手续,取消中国注 册会计师出具的投资收益专项审计 报告和税务备案表等材料要求,改以 完税承诺函替代。明确取消托管人 数量限制,允许单家合格投资者委托 多家境内托管人,并实施主报告人制 度。完善合格投资者境内证券投资 外汇风险及投资风险管理要求。

(摘自新华网, 2020年5月7日)

证监会:延长公司债券募集说明书 引用的财务报表有效期

4月30日,证监会发布通知称, 上市公司、公司债券上市交易的公司 和股票在国务院批准的其他全国性 证券交易场所交易的公司,根据《公 告》的相关要求延期披露经审计的 2019年年度报告的,其公开发行公司 债券募集说明书中引用的2019年三季 度财务报表有效期可申请延长至经 审计的2019年年度报告披露日,经审 计的2019年年度报告披露日原则上 不晚于6月30日。根据前款规定申请 延长公开发行公司债券募集说明书 引用的2019年三季度财务报表有效 期的发行人,可在募集说明书中披露 2019年主要经营业绩。

(摘自21世纪经济报道, 2020年4月30日)

证监会发布《关于修改<证券公司 次级债管理规定>的决定》

5月29日,证监会发布《关于修改《证券公司次级债管理规定》的决定》,自发布之日起施行。此次修改主要包括以下内容:一是允许证券公司公开发行次级债券。二是为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间。三是统一法规适用。将规定中机构投资者定义统一至《证券期货投资者适当性管理办法》要求,将次级债券销售相关要求按照《公司债券发行与交易管理办法》进行调整。四是增加《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》《公司债券发行与交易管理办法》等作为上位法依据。

(摘自中国证监会官网, 2020年5月29日)

沪深交易所:公司债券年报延期披露应不晚于6月30日

4月9日,沪深交易所分别发布 《关于支持做好公司债券及资产支 持证券2019年年度报告披露工作的 通知》和《关于支持做好债券及资产 支持证券2019年年度报告等相关公 告披露工作的通知》,对公司债券、企业债券及资产支持证券2019年年度报告披露工作有关事项作出安排。根据通知,公司债券、企业债券及资产支持证券2019年年度报告最迟可延期至6月30日披露。信息披露义务人延期披露2019年年度报告的,相关证券的2019年年度受托管理事务报告、定期跟踪评级报告的披露时间可以相应顺延,但不得晚于年度报告披露后的两个月。

(摘自中国证券报, 2020年4月9日)

沪深交易所将面向专业投资者开展 公开发行短期公司债券试点

近日,沪深交易所发布了《关于 开展公开发行短期公司债券业务试 点有关事项的通知》,并自5月21日 起实施。根据通知要求,公开发行 短期公司债券,是指依照《证券法》 《公司债券管理办法》及相关规则 公开发行的、期限为1年及以下的公 司债券。具体期限由发行人根据生 产经营资金需求和市场情况确定。 试点期间,拟面向专业投资者公开 发行短期公司债券并在沪深交易所 上市的发行人,应当具备良好的短 期偿债能力并符合下列条件之一: 一是符合适用本所公司债券优化审 核程序要求,且最近三年平均经营

一是符合适用本所公司债券优化审核程序要求,且最近三年平均经营活动现金流量净额为正或最近一年末的速动比率大于1;二是综合实力较强、内部控制和风险控制制度健

全的证券公司; 三是经沪深交易所 认可的其他条件。根据试点开展情况,沪深交易所将适时调整公开发 行短期公司债券的试点范围。

(摘自中国金融经济网, 2020年5月21日)

非金融企业债务融资工具公开发行 注册工作规程发布

4月16日,中国银行间交易商协会发布《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程(2020版)》和《非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系(2020版)》。规程做出以下要求:一是进一步丰富市场分层,将原来"两类"架构升级为"两层四类";二是通过优化主承销商团制度、整合发行前信息披露评议流程等,便利企业灵活把握发行窗口;三是明确对企业发行文件的事中事后评议,完善信息披露评议层次和方式,维护市场规范发展。

(摘自交易商协会官网, 2020年4月16日)



市场动向 Market Trends

金砖银行发行50亿元人民币债券 支持中国抗击新冠肺炎疫情

4月2日,新开发银行(又称"金 砖银行")在中国银行间市场发行 3年期的疫情防控债券,此笔债券 吸引了中国境内外众多高品质的 投资人,成功募集人民币50亿元, 发行利率定价位于投标区间下限。 该债券是多边开发银行在中国发 行的单笔金额最大的本币债券, 也是首笔以人民币定价发行用于 抗击新冠疫情的债券。此次债券 发行的目的是为中国政府在受新 型冠状病毒疫情影响最严重的湖 北、广东、河南三省的公共卫生支 出提供资金支持, 所筹资金将用 于2020年3月19日新开发银行董事 会批准的70亿元人民币紧急援助 贷款项目。

(摘自21世纪经济报道, 2020年4月4日)

首单城投债券置换 大连瓦房店"以旧换新"

4月9日,大连瓦房店沿海项目 开发有限公司发布《瓦房店沿海项 目开发有限公司债券票面利率调 整》的公告。公告显示,公司发行的 "20瓦房02"债券的认购方式不通 过现金认购,而是由投资者以"17瓦房02"债券持有份额作为权利凭证按面值1:1等比例方式认购,也就是以1:1旧债换新债。而瓦房店开发的这则公告虽然标题为债券票面利率调整,但实际是老券的投资人认购新券。这打破了原有的借新还旧做法,即提前先发行新债,用融到的资金,再偿还旧债。也引发了部分债券投资者对于其他城投平台是否会纷纷效仿的担忧。

(摘自新浪财经, 2020年4月13日)

首单增强型并购票据落地

2020年4月10日,由中国银行间市场交易商协会推动的全国首单增强型并购票据暨首单服务国家重大战略并购票据落地。该增强型并购票据为广西交通投资集团有限公司2020年第四期中期票据,发行金额5亿元,期限5年,票面利率3.46%。该票据发行利率创广西壮族自治区近三年同期限、同评级中期票据发行利率新低。票据募集资金用于发行人控股子公司增资,子公司通过补充项目资本金的方式用于高速公路项目建设。

(摘自中国金融经济网, 2020年4月14日)

银行间市场首笔到期违约债券跨境交易达成

2020年4月17日,银行间市场达 成首笔到期违约债券跨境交易,债 券名称为"19方正MTN001",成交 价格20元,券面金额共计人民币两 千万元。"19方正MTN001"于2020 年02月19因发行人进入破产重整程 序提前到期,未按时兑付,属于到 期违约债券。2019年12月31日,中国 人民银行发布第24号公告为银行间 债券市场到期违约债券转让做出 明确规范。2020年3月,交易中心发 布《全国银行间同业拆借中心银行 间市场到期违约债券转让规则》, 进一步明确到期违约债券转让相 关具体事宜,进一步健全银行间债 券市场交易流通制度。

(摘自新浪财经, 2020年4月20日)

全国首支煤炭行业优质主体企业债 券获准发行

2020年4月24日, 兖矿集团有限公司首期优质主体企业债券进行簿记。该债券是首支获得国家发展改革委批复的煤炭开采和选洗业优质主体企业债券, 总核准规模100亿元。本期债券实际发行额为15亿

元,期限为10年,在存续期的第5个年度末附设发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。债券票面利率为3.48%,创同行业企业债券历史最低。

(摘自大众日报, 2020年4月26日)

首单附当期追加选择权优质企业债 券发行

2020年4月27日,中国诚通控股 集团有限公司在中央结算公司完成 发行首单附当期追加选择权优质 企业债券,发行规模30亿元,利率 3.17%,募集资金全部用于市场化债 转股项目,本期债券首次采用当期追 加发行选择权机制,首场发行量为 10亿元,投资者追加申购34.5亿元, 显示了发行人和投资者对于本期优 质企业债券发行定价的共同认可。

(摘自东方财富网, 2020年4月28日)

中国电建发行国内首单工程尾款ABS

2020年5月12日,"中信证券-中国电建工程尾款1期资产支持专项计划" 在上海证券交易所成功发行,该产品是国内首单以工程尾款作为基础资产的资产证券化产品。中国电建为原始权益人、电建基金公司为牵头协调人和财务顾问,该产品储架规模30亿元,其中1期发行规模4.45亿元,期限3年。该产品实现了以工程尾款为基础资产的

直接融资,示范效应和市场影响较大,为其他建筑企业提供了参考和借鉴。

(摘自新浪财经, 2020年5月12日)

国内首单交易型增信债券出炉

中国诚通控股集团有限公司27 日在中央结算公司完成发行首单附 当期追加选择权优质企业债券,发 行规模30亿元,利率3.17%,募集资 金全部用于市场化债转股项目,本 期债券首次采用当期追加发行选 择权机制,首场发行量为10亿元, 投资者追加申购34.5亿元,显示了 发行人和投资者对于本期优质企业 债券发行定价的共同认可。

(摘自东方财富网, 2020年5月12日)

交易商协会发布首批受托管理人名 单发布

2020年5月22日,交易商协会 发布首批受托管理人名单,首批受 托管理人涵盖了商业银行、信托公 司、律师事务所、金融资产管理公 司等多种不同机构类型。农业银 行、民生银行、宁波银行、华润信 托、建信信托、中航信托、汇达资 产、金杜律所、大成律所9家机构 已按照《银行间债券市场非金融 企业债务融资工具受托管理人业 务指引(试行)》完成业务筹备,能 够有效开展债务融资工具受托管 理人业务,标志着银行间债券市场 投资者保护机制建设再次取得实 质性进展。

(摘自交易商协会官网, 2020年5月22日)



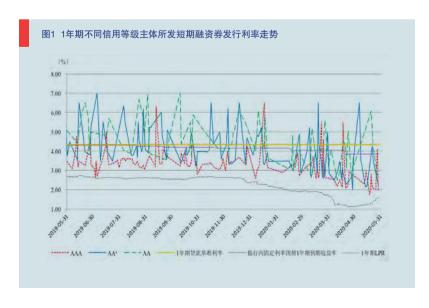
1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和 3年期公司债券发行利率走势

2020年4月至5月, 央行继续实施稳健中性的货币政策, 通过多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕。具体来看, 央行实施逆回购共计7400.00亿元, 通过中长期借贷便利(MLF)和定向中期借贷便利(TMLF)分别实现净回笼2000.00亿元和2113.00亿元。同时,自4月7日起, 央行将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%,有助于鼓励商业银行加大实体经济信贷投放力度。4月15日和5月15日, 央行对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率各0.50个百分点, 释放长期资金合计约4000亿元, 此举将有效增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源, 有助于引导市场利率下行。在此背景下, 2020年5月, 1年期短融、3年期公司债和5年期中票的平均发行利率(3.08%、3.56%和3.71%)较2020年4月(3.04%、3.44%和3.59%)均有所上升, 7年期企业债的平均发行利率(5.14%)较2020年4月(5.18%)有所下降。

表1 2020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	
	2020年4月	2020年5月	2020年4月	2020年5月	2020年4月	2020年5月	2020年4月	2020年5月
AAA	2.44	2.44	2.94	3.31	3.31	3.46	4.42	4.34
AA+	2.80	3.39	4.52	3.25	3.91	4.20	5.24	4.97
AA	3.74	4.36	5.78	5.03	4.74	5.09	6.26	7.24
平均发行 利率	3.04	3.08	3.44	3.58	3.58	3.67	5.18	5.14

注: 1年期短融信用等级为主体级别, 其余券种信用等级为债项级别



2020年4月至5月,银行间固定 利率国债1年期到期收益率呈先降 后升态势,2020年5月,AAA级主体 所发1年期短期融资券的平均发行 利率(2.44%)较4月(2.52%)略有下 降,AA+级和AA级主体所发1年期 短期融资券的平均发行利率(3.39% 和4.36%)较4月(2.80%和3.74%)增 幅明显。

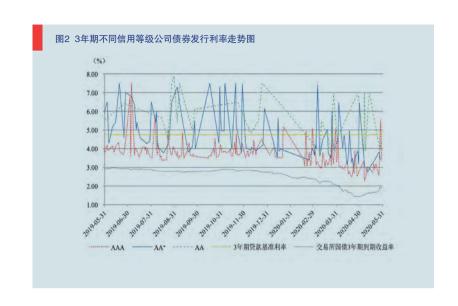
2020年4月至5月,交易所国债3年期到期收益率呈先降后升态势。2020年5月,3年期AAA级公司债的平均发行利率(3.31%)较4月(2.94%)有所上升,3年期AA+和AA级公司债的平均发行利率(3.25%和5.03%)较4月(4.52%和5.78%)有所回落。

2020年4月至5月,银行间固定利

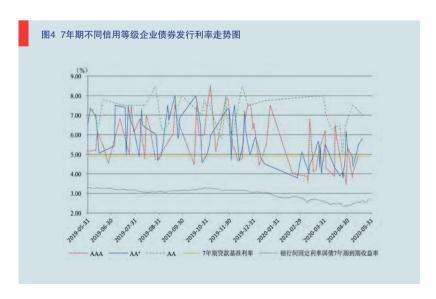
率国债5年期到期收益率呈先降后升态势,5年期中期票据平均发行利率走势与银行间固定利率国债5年期到期收益率的走势大致相同。2020年5月,5年期AAA级、AA+级和AA级中期票据的平均发行利率(3.46%、4.20%和5.09%)较4月(3.31%、3.91%和4.74%)均有所上升。

2020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降 后升态势,2020年5月,7年期AAA 级和AA+级中期票据的平均发行 利率(4.34%和4.97%)较4月(4.42% 和5.24%)略有下降,7年期AA级企 业债的平均发行利率(7.24%)较4月 (6.26%)明显上升。

当前我国经济下行压力犹存,需 要维持流动性的合理充裕,降低债 券融资成本。6月初,央行再次创设 两个直达实体经济的货币政策工具: 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,切 实缓解小微企业还本付息压力。预 计央行将进一步稳定市场预期, 呵护 中小银行季末流动性、推动银行补 资本、防风险,从而维持半年末资金 面企稳。考虑到政府工作报告已经 明确要求降准降息,并推动利率持续 下行,中长期看货币政策不改宽松基 调,今年后续还会有降准降息空间。 加之当前经济呈现弱改善迹象,加大 宏观对冲力度仍有必要,预计央行将 继续灵活运用多种货币政策工具保 持流动性合理充裕。







2017年—2020年5月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—5月		
打 目作小	2017年	201 0 T	2019年	数值(万亿元)	同比	
GDP	6.9	6.6	6.1			
规模以上工业增加值	6.6	6.2	5.7		-2.8	
固定资产投资总额(不含农户)	7.2	5.9	5.4	19.9	-6.3	
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	13.9	-13.5	
出口总额	10.8	7.1	5.0	6.2	-4.7	
进口总额	18.7	12.9	1.6	5.3	-5.2	
CPI	1.6	2.1	2.9		4.1	
PPI	6.3	3.5	-0.3		-1.7	
社会融资规模存量	14.1	10.3	10.7	268.4	12.5	
M2余额	8.1	8.1	8.7	210.0	11.1	
人民币贷款余额	12.7	13.5	12.3	163.4	13.2	

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

2017年—2020年5月我国债券发行情况

政府債 1230 1086 2019年 2020年 5月 2020年 5月 2020年 2019年 2020年 5月 6月比(%) 57 2019年 2020年 15月 7日比(%) 57 2019年 2020年 2	Merci Merci	发行期数(期)				发行规模(亿元)					
国債	券种类别	2017年	2018年	2019年	2020年1—5月	2020年1—5月 同比(%)	2017年	2018年	2019年	2020年1—5月	2020年1—5月 同比(%)
地方政府債 1134 928 1095 890 90.17 45680.94 41640.67 43635.27 30125.69 56.22 央行票据 0 0 7 7 5 400.00 0.00 0.00 320.00 260.00 1633.33 金融債 767 729 818 316 -1.56 3672.651 41404.20 54665.50 23458.10 10.36 政策性银行债 545 489 549 215 3.86 28819.78 29703.80 35405.50 14653.50 -0.39 高业银行债券 198 174 184 69 -8.00 8707.73 9182.00 3795.00 7602.10 445.3 非銀子金融机材信券 44 66 85 32 6667 1199.00 2518.00 3279.50 1202.50 -6.49 政府支持机构债券 25 46 46 10 -28.57 3010.00 4170.00 3720.00 1090.00 6.86 企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 3631.19 1636.80 19.37 一般企业债券 349 257 372 132 -19.51 3630.25 2260.68 3448.89 1614.80 2730 项目收益债 33 25 22 3 3 -75.00 20.70 129.40 182.30 1614.80 2730 項目收益债 33 25 22 3 3 -75.00 20.70 129.40 182.30 1668.67 3664 報期職務券 2134 2912 3603 2227 54.38 2336190 3664.30 36905.19 23162.80 56.77 一般短期職资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 延安公園期職務券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 延安公園期職務券 19 57 176 139 230.95 332.00 1425.00 4491.00 3924.00 2266.73 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3323.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3523.35 933.36 176.95 -343.38 资产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3523.35 933.36 176.95 -343.38 济产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3523.35 933.36 176.95 -343.38 济产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3523.35 933.36 176.95 -343.38 济产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 3523.35 933.36 176.95 -343.38 济产支持证券(保行何) 400 449 566 109 -2781 5972.29 5323.	政府债	1290	1080	1241	933	79.77	83089.34	77147.45	80694.27	42989.49	44.87
央行票据 0 0 7 5 40000 0.00 32000 26000 1633.33 金融機 787 729 818 316 -1.56 38726.51 41404.20 54665.50 23458.10 10.36 政策性银行债 545 489 549 215 3.86 28819.78 29703.80 35405.50 14653.50 -0.39 商业银行债券 198 174 184 69 -8.00 87077.33 9182.40 15980.50 7602.10 44.53 非银行金融机构债券 44 66 85 32 6.67 1199.00 2516.00 3720.00 1090.00 6.89 建成技術物人债券 25 46 46 10 -28.57 3010.00 4170.00 3720.00 1090.00 6.86 建业技術 382 282 394 135 -23.30 3730.05 2290.08 363.19 166.80 1937 世級地債 33 25 22 3 -75.00 200.70 129.40	国债	156	152	146	43	-15.69	39508.40	35506.77	37059.00	12863.80	23.80
金融债 787 729 818 316 -1.56 38726.51 41404.20 54666.50 23458.10 10.36 政策性银行债 545 489 549 215 3.86 28819.78 29703.80 35405.50 14653.50 -0.39 高业银行债券 198 174 184 69 -8.00 8707.73 9182.40 15980.50 7602.10 44.53 非银行金融机构债券 44 66 85 32 6.67 1199.00 2515.00 3279.50 1202.50 -6.49 政府支持机构债券 25 46 46 10 -28.57 3010.00 4170.00 3720.00 1090.00 6.86 企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 36311.9 1636.80 19.37 一般企业债券 349 257 372 132 -19.51 3530.52 2360.68 3448.89 1614.80 27.30 项目收益债 33 25 22 3 -75.00 20.07 129.40 182.30 22.00 -76.58 中期票据 910 1399 1655 1033 51.24 10212.55 15893.65 18638.60 10686.27 36.64 14月期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 30664.30 35805.19 23162.80 56.77 一般短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 3125公司股票融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 3125公司股票融资券 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4296.55 19.27 非全融企业资产支持票据 113 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非全融企业资产支持票据 113 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非全融企业资产支持票据 13 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非全融企业资产支持票据 13 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非全融企业资产支持票据 13 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非全融企业资产支持票据 13 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非全融企业资产支持票据 13 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非安融企业资产支持票据 13 248 695 30.6 25.93 574.95 1261.25 2893.77 12.661 36.56 19.27 非分公司债 19.90 15.20 24.65 14.38 84.83 110.06.75 16491.70 2501.84 1368.04 56.77 证券公司债 19.90 15.20 24.65 14.38 84.83 110.06.75 16491.70 2501.84 1368.04 56.77 正券公司债 19.90 15.20 24.65 14.38 84.83 110.06.75 16491.70 2501.84 1368.04 56.77 正券公司债 19.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.0	 地方政府债	1134	928	1095	890	90.17	43580.94	41640.67	43635.27	30125.69	56.22
政策性银行债 545 489 549 215 3.86 28819.78 29703.80 35405.50 14653.50 -0.39 商业银行债券 198 174 184 69 -8.00 8707.73 9182.40 15980.50 7602.10 44.53 非银行金融机构债券 44 66 85 32 6.67 1199.00 2518.00 3279.50 1202.50 -6.49 政府支持机构债券 25 46 46 10 -28.57 3010.00 4170.00 3720.00 1090.00 6.86 企业债券 382 282 394 135 -233.0 3730.95 2390.08 363119 1636.80 19.37 -极企业债 349 257 372 132 -19.51 3530.25 2806.68 3448.89 1614.80 2730 项目收益债 33 25 22 3 -75.00 20.70 129.40 182.30 22.00 -78.58 中期票据 910 1399 1655 1033 51.24 10212.55 15893.65 1883.66 1868.86 0 10686.27 3664 1911 1911 1911 1911 1910 1911 1910 3064.30 35005.19 23162.20 56.77 -极短期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 30664.30 35005.19 23162.20 56.77 -极短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31388.99 20601.20 59.19 证券公司按证券(银行简) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(银行简) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(银行简) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(银行简) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(宏研所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10662.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开运价债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5964.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 可支持债券 26 21 174 132 33.33 6339.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 10 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 66 21 10 174 132 33.33 639.37 793.12 2651.94 13680.84 56.77 12454 6	央行票据	0	0	7	5	400.00	0.00	0.00	320.00	260.00	1633.33
商业银行债券 198 174 184 69 -8.00 870773 918240 15980.50 760210 44.53 非银行金融机构债券 44 66 85 32 6.67 1199.00 2518.00 3279.50 1202.50 -6.49 政府支持机构债券 25 46 46 10 -28.57 3010.00 4170.00 3720.00 1090.00 6.86 企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 3631.19 1636.80 19.37 一般企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 3631.19 1636.80 19.37 一般企业债 349 257 372 132 -19.51 3530.25 2260.68 3448.89 1614.80 27.30 项目收益债 33 25 22 3 -75.00 200.70 129.40 182.30 22.00 -76.58 中期票据 910 1399 1665 1033 51.24 10212.55 1893.65 18638.60 10686.27 36.64 12月期股资券 2134 2912 3503 22.77 54.98 2336.9 3664.30 3580.519 23162.80 56.77 一般短期股资券 463 422 482 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 18短期股资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19.412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司期限资券 19 57 176 139 23.095 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4288.55 19.27 非金股企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 126.61 36.56 非公开定债务股资工具 725 766 863 471 8.03 5964.61 5458.87 619212 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 8483 11000.75 5458.87 619212 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 8483 11000.75 5458.87 619212 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 8483 11000.75 5458.87 619212 3391.22 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 8483 11000.75 5458.87 619212 3391.22 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 8483 11000.75 793.12 2695.19 666.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 55.74 可交换债 80 283 12.76 12.79 12.79 64763.10 -5.92 11006	金融债	787	729	818	316	-1.56	38726.51	41404.20	54665.50	23458.10	10.36
非银行金融机材债券 44 66 85 32 6.67 1199.00 2518.00 3279.50 1202.50 -6.49 政府支持机构债券 25 46 46 10 -28.57 3010.00 4170.00 3720.00 1090.00 6.86 企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 3631.19 1636.80 19.37 - 般企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 3631.19 1636.80 19.37 - 股企业债券 349 257 372 132 -19.51 3530.25 2260.68 3448.89 1614.80 27.30 項目收益债 33 25 22 3 3 -75.00 200.70 129.40 182.30 22.00 -78.58 中期票据 910 1399 1655 1033 51.24 10212.55 15893.65 18638.60 10686.27 36.64 短期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 3064.30 3590.519 23162.80 56.77 - 根短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 3923.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(复房所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非全融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 126.12 2893.77 122.661 36.68 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5488.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 8483 1100.8.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 46474 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 54.63 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 54.63 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 54.63 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 54.63 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0	政策性银行债	545	489	549	215	3.86	28819.78	29703.80	35405.50	14653.50	-0.39
政府支持机构债券 25 46 46 10 -28.57 3010.00 4170.00 3720.00 1090.00 6.86 企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 3631.19 1636.80 19.37 一般企业债券 389 257 372 132 -19.51 3530.25 2260.68 3448.89 1614.80 27.30 项目收益债 33 25 22 3 -75.00 200.70 129.40 182.30 22.00 -78.58 中期票据 910 1399 1655 1033 51.24 10212.55 15893.65 18638.60 10686.27 36.64 短期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 30664.30 3890.519 23162.80 56.77 一般短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(安房所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 12公元债债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4716.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债债 52 83 151 70 4.48 94.93 7 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 57.50 回版存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 21082.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	商业银行债券	198	174	184	69	-8.00	8707.73	9182.40	15980.50	7602.10	44.53
企业债券 382 282 394 135 -23.30 3730.95 2390.08 3631.19 1636.80 19.37 一般企业债 349 257 372 132 -1951 3530.25 2260.68 3448.89 1614.80 27.30 項目收益债 33 25 22 3 -75.00 20.070 129.40 182.30 22.00 -78.58 中期票据 910 1399 1655 1033 51.24 10212.55 15893.65 18638.60 10686.27 36.64 短期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 30.664.30 35805.19 23162.80 56.77 一般短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券 (银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券 (安房所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际材构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	非银行金融机构债券	44	66	85	32	6.67	1199.00	2518.00	3279.50	1202.50	-6.49
一般企业债 349 257 372 132 -1951 3530.25 226.68 3448.89 1614.80 27.30 项目收益债 33 25 22 3 -75.00 200.70 129.40 182.30 22.00 -78.58 中期票据 910 1399 1655 1033 51.24 10212.55 15893.65 18638.60 10686.27 36.64 短期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 30664.30 35805.19 23162.80 56.77 一般短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(安局所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 333.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 - 21.10 0.00 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 175712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	政府支持机构债券	25	46	46	10	-28.57	3010.00	4170.00	3720.00	1090.00	6.86
項目收益债 33 25 22 3 -75.00 20070 129.40 182.30 22.00 -78.58 中期票据 910 1399 1655 1033 51.24 10212.55 15893.65 18638.60 10686.27 36.64 短期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 30664.30 35805.19 23162.80 56.77 - 般短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 - 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27692 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	企业债券	382	282	394	135	-23.30	3730.95	2390.08	3631.19	1636.80	19.37
中期票据 910 1399 1655 1033 51,24 10212.55 15893.65 18638.60 10886.27 36.64 短期融资券 2134 2912 3503 2227 54,98 23361,90 30664.30 35805.19 23162.80 56,77 ———————————————————————————————————	一般企业债	349	257	372	132	-19.51	3530.25	2260.68	3448.89	1614.80	27.30
短期融资券 2134 2912 3503 2227 54.98 23361.90 30664.30 35805.19 23162.80 56.77 一般短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 2448 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	 项目收益债	33	25	22	3	- 75.00	200.70	129.40	182.30	22.00	-78.58
一般短期融资券 463 422 462 257 24.76 3949.70 4193.30 4436.20 2561.60 39.71 超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10852.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	中期票据	910	1399	1655	1033	51.24	10212.55	15893.65	18638.60	10686.27	36.64
超短期融资券 1671 2490 3041 1970 60.03 19412.20 26471.00 31368.99 20601.20 59.19 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	短期融资券	2134	2912	3503	2227	54.98	23361.90	30664.30	35805.19	23162.80	56.77
 证券公司短期融资券 19 57 176 139 230.95 392.00 1425.00 4491.00 3924.00 266.73 资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 項目收益 17712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4	一般短期融资券	463	422	462	257	24.76	3949.70	4193.30	4436.20	2561.60	39.71
资产支持证券(银行间) 400 449 566 109 -27.81 5972.29 9323.35 9433.36 1776.95 -34.38 资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	超短期融资券	1671	2490	3041	1970	60.03	19412.20	26471.00	31368.99	20601.20	59.19
资产支持证券(交易所) 1932 1992 2841 1205 24.48 8201.11 9473.80 10952.16 4298.55 19.27 非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	证券公司短期融资券	19	57	176	139	230.95	392.00	1425.00	4491.00	3924.00	266.73
非金融企业资产支持票据 113 248 695 306 25.93 574.95 1261.25 2893.77 1226.61 36.56 非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	资产支持证券(银行间)	400	449	566	109	-27.81	5972.29	9323.35	9433.36	1776.95	-34.38
非公开定向债务融资工具 725 766 863 471 8.03 5954.61 5458.87 6192.12 3391.32 14.45 公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	资产支持证券(交易所)	1932	1992	2841	1205	24.48	8201.11	9473.80	10952.16	4298.55	19.27
公司债 1199 1520 2465 1438 84.83 11008.75 16491.70 25501.84 13680.84 56.77 证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	非金融企业资产支持票据	113	248	695	306	25.93	574.95	1261.25	2893.77	1226.61	36.56
证券公司债 264 210 174 132 33.33 6339.40 4718.90 4033.30 2903.68 10.16 可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	非公开定向债务融资工具	725	766	863	471	8.03	5954.61	5458.87	6192.12	3391.32	14.45
可转债 52 83 151 70 4.48 949.37 793.12 2695.19 656.90 -55.74 可交换债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	公司债	1199	1520	2465	1438	84.83	11008.75	16491.70	25501.84	13680.84	56.77
可交換债 80 28 60 19 -13.64 1172.84 464.74 824.15 241.68 -56.83 项目收益票据 5 0 0 0 21.10 0.00 0.00 0.00 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	证券公司债	264	210	174	132	33.33	6339.40	4718.90	4033.30	2903.68	10.16
项目收益票据 5 0 0 0 — 21.10 0.00 0.00 0.00 — 同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 —5.92 国际机构债 4 4 9 1 —50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 —9.09	 可转债	52	83	151	70	4.48	949.37	793.12	2695.19	656.90	-55.74
同业存单 26931 27301 27892 11306 9.79 201872.40 210832.40 179712.73 64763.10 -5.92 国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	可交换债	80	28	60	19	-13.64	1172.84	464.74	824.15	241.68	-56.83
国际机构债 4 4 9 1 -50.00 60.00 60.00 135.00 50.00 -9.09	项目收益票据	5	0	0	0		21.10	0.00	0.00	0.00	
——————————————————————————————————————	同业存单	26931	27301	27892	11306	9.79	201872.40	210832.40	179712.73	64763.10	-5.92
合计 37252 39106 43556 19855 22.13 404650.07 431972.80 444339.37 200197.09 18.13	国际机构债	4	4	9	1	-50.00	60.00	60.00	135.00	50.00	-9.09
	合计	37252	39106	43556	19855	22.13	404650.07	431972.80	444339.37	200197.09	18.13

注: 1.绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中; 2. "非银行金融机构债" 中包括保险公司债、资产管理公司债等,不包括证券公司债; 3. "政府支持机构债券"包括汇金公司发行的债券、铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 4. "公司债"不包含证券公司债; 5.证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 6. 资产支持证券 (银行间) 指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券 (交易所) 指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 7.由于私募债券尚无权废披露口径,部分私募债券缺失发行规模信息,本表统计口径为Wind中载至2020年6月10日已披露的数据,并会对之前的数据进行追溯调整资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind



2020年5月,联合评级国际有限公司("联合国际")在FinanceAsia("亚洲金融")举办的"2020颁奖盛典"上再次荣获"最佳中资离岸债券评级机构"殊荣。该奖项是亚洲金融2019年增设的,评判标准包括市场份额、及时性、完整性、透明度以及评级和研究的准确性,旨在表彰中国评级机构在香港的成长及为中国离岸债券的发行提供评级和研究。

以上奖项的获得表明联合国际在中资美元债市场受到市场参与者的广泛认可,成为国际三大评级机构以外衡量中国境外发行人信用状况的第四个指标。联合国际卓越的研究分析能力和市场推广水平受到了市场参与者的高度评价,并使其能更好地了解中国境外债券发行人的信用。

自2019年1月1日以来,联合国际已经对35笔中资美元债进行评级,总值达102.15亿美元,尤其是在房地产

行业和城投行业的市场份额已遥遥领先于其他中资离 岸评级机构。同时,联合国际也已为18家发行人授予并 发布了国际发行人信用评级(全部为委托评级)。

联合国际作为一家卓越的中资国际评级机构,对中国政府的体系和中国发行人所处的运营环境有着独特的本土见地和理解,这使得我们能够为投资者提供不同于国际三大评级机构的视角。联合国际的国际化经验和专业能力与国际三大评级机构相当,目前约有75%的员工曾长期任职于亚洲的国际评级机构。

联合国际是联合信用管理有限公司("联合信用")的全资子公司。联合信用还控股联合资信评估有限公司("联合资信")。联合资信是目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一,秉持"专业、责任、创新、坚持"的理念,致力于为投资者提供客观、公正、科学的信用评级结果。



专业・尽责・真诚・服务