

Lianhe Credit Research

FEBRUARY

联合

信用研究

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

2021年全球信用风险展望
2021年中国宏观信用风险展望
2020年中国债券市场违约回顾与展望



联合资信



联合评级

联合资信评估股份有限公司

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

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

联合资信已经完成向中国人民银行和中国证券监督管理委员会备案，取得国家发展和改革委员会和中国银行保险监督管理委员会认可，是中国银行间市场交易

商协会理事单位，具有从事银行间市场、交易所市场的资信评级业务资格。

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





主办单位 Sponsors

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

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

张岩 Zhang Yan

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

市场部门联系人 Marketing Department Contact

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

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

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

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

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

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

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

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

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

投资人服务热线 Investor Service Hotline

陈叶 Chen Ye

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2021 FEBRUARY

目录

特别策划 Feature

- 1** 2021年全球信用风险展望
联合资信 主权部
- 9** 信用扩张趋于缓和, 债市风险不可小觑
——2021年中国宏观信用风险展望
联合资信 宏观研究部
- 16** 违约事件持续发生, 债券市场信用风险整体可控
——2020年中国债券市场违约回顾与展望
联合资信 债券市场研究部

宏观研究 Macroeconomic Research

- 26** 经济实现正增长, 内生增长动力加强
——2020年联合宏观信用观察年报
联合资信 宏观研究部

行业研究 Industry Research

- 36** 我国房地产行业未来发展方向和政策走向
——基于香港地产市场比较研究
联合资信 工商评级三部
- 43** 2020年零售行业研究报告
联合资信 徐琛 张梦苏
- 51** 休闲食品行业研究报告
联合资信 刘哲 郭蕾

债券市场 Bond Market

- 60** 疫情风暴过后强势反弹, 中资美元债市场持续火热
——2020年中资美元债市场回顾与2021年展望
联合资信 王倩
- 68** 适度宽松货币政策下债市发行量同比大幅提升, 债券市场机制体制进一步完善
——2020年度债券市场发展报告
联合资信 刘晓光 张岩 郝帅

国际评级 International Credit Rating

- 78** 国际评级行业发展与监管动态报告
联合资信 债券市场研究部

信用风险 Credit Risk

- 89** 信用风险事件统计
- 90** 违约案例 福建福晟集团有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 93** 政策指南
- 95** 市场动向

市场数据 Market Data

- 96** 债券发行利率走势
- 98** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 35** 关于资产支持商业票据 (ABCP) 的一些基础知识



联合资信



联合评级

2021年全球信用风险展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部

一、2021年新冠疫情仍将是影响全球信用风险的最主要因素，病毒变异情况、疫苗接种进度及效果等将决定新冠疫情的后续影响程度

自2020年3月以来，新冠疫情在全球迅速蔓延，共出现了三波疫情高峰，且一波比一波更为严重。当前的第三波疫情高峰自10月份北半球入冬以来开始，全球每日新增确诊病例已连续三个多月维持在40万人以上，更让人不安的是12月以来英国发现了传染性更强的变异新冠病毒，随后南非、尼日利亚、日本、巴西、美国等国又出现至少6种变异新冠病毒，并蔓延至全球多个国家和地区。新冠病毒变异使得当前的疫情形势雪上加霜，截至2020年底全球累计新冠病毒确诊病例已达8000万以上，其中美国和欧洲是当前疫情的重灾区，尤其是美国，其累计确诊病例占到全球的四分之一左右（见图1）。

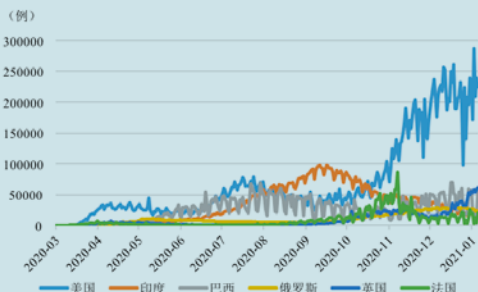
从疫情较为严重的几个国家来看，美国当前每日新

增确诊病例在20万左右，显著高于其它国家，且迟迟未能出现明显拐点；作为最早出现变异新冠病毒的国家，英国当前每日新增确诊病例呈持续上升之势，且已经连续多天达到5万以上；新兴市场国家中印度每日新增确诊病例当前呈平稳下降之势，而巴西当前的情况则不容乐观，且已出现了变异新冠病毒感染病例。鉴于当前的疫情形势，包括德国、英国、日本等在内的全球多国目前已经再次实施了严格的封锁措施或宣布进入紧急状态，并将至少持续一个月时间。

展望2021年，新冠疫情仍将是影响全球信用风险的最主要因素，而新冠疫情的后续发展将在很大程度上取决于病毒变异情况、疫苗接种进度及效果等因素。在基准情境下，新冠疫苗接种将有序开展，且对遏制新冠病毒传播起到较好的作用，使得当前的第三波全球疫情高峰在2021年上半年逐步回落，全球范围内的疫情有望在下半年基本得到有效控制。但这一基准情境面临着诸多挑战：

一是新冠疫苗的接种进度可能不及预期。受有限的产能、严苛的储存及运输条件等因素限制，疫苗全面接种将经历一个从高危易感人群到普通大众、从发达经济体到新兴经济体的漫长过程，因此即便在欧美发达国家，基本完成大多数人的疫苗覆盖最快也需要到二季度，广大发展中国家尤其是欠发达国家受采购资金限制、储运条件不足等因素影响，可能要等到年底才能完成疫苗覆盖。目前，全球新冠疫苗接种率较高的国家主要集中在以色列、阿联酋等中东富国及欧美发达国家，而广大发展中国家中除了东欧部分国家及人口基数较小

图1 新冠疫情较为严重国家每日新增确诊病例变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

的岛国以外接种率普遍较低，疫苗接种的不同步可能会使部分优先接种疫苗的国家面临再度感染的风险，从而使得全球疫情防控进度不及预期。

二是新冠疫苗对遏制新冠病毒传播的效果可能不及预期。美国食品药品监督管理局（FDA）分析认为，新冠疫苗对于不同人种、不同年龄段的群体保护力度有所不同，且存在一定的副作用，这可能会使民众的接种意愿大打折扣。从实际情况来看，当前已有包括美国、以色列、西班牙在内的多国出现了接种新冠疫苗后再次感染的案例，尽管这可能是由于新冠疫苗在接种后大约需要10~14天的时间才能起到保护作用造成的，但这将进一步加剧民众对于新冠疫苗有效性的质疑。此外，未来新冠病毒仍有再次出现变异的风险，这可能会使新冠疫苗的保护作用进一步遭到削弱。

二、新冠疫情加剧了世界运行的不确定性，同时也加剧了分裂和分化，部分国家面临的地缘政治风险或将有所走高

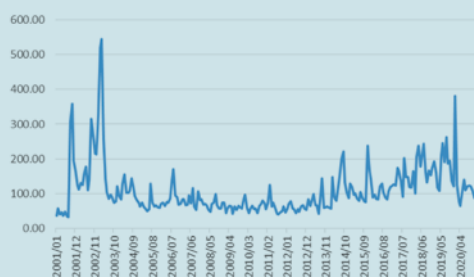
2020年，全球地缘政治风险总体呈下降之势，尽管年初美国暗杀伊朗将军及伊朗袭击美军基地使得地缘政治风险指数陡然上升至2003年伊拉克战争以来的最高水平，但随着这场冲突逐渐平息，地缘政治风险指数开始大幅回落，从全年来看明显低于2018年和2019年的平均水平（见图2）。但新冠疫情加剧了世界运行的不确定性，同时也加剧了分裂和分化，部分国家面临的地缘政治风险则有所走高：中美之间的冲突并未因第一阶段经贸协议的达成而终止，反而有向科技、金融、人文等领域扩大的趋势；亚美尼亚和阿塞拜疆在纳卡地区爆发了战争，导致数千人伤亡；白俄罗斯、吉尔吉斯等独立国家均因政治选举问题出现了不同程度的动荡，并引发了大规模民众游行示威。

展望2021年，美国新政府上台及英国达成脱欧协议有望进一步降低全球面临的地缘政治风险，但后续风险

仍存。由于在执政理念及个人特质方面存在本质不同，拜登政府上台后预计将在很大程度对前任特朗普政府实施的各项政策进行修正，再加上其工作重点将转向国内疫情防控及经济恢复，预计美国和全球其他国家之间的冲突将得到一定程度的缓和，此前向多国发起的贸易战有望得到平息，中美之间的紧张关系也有望得到一定程度的改善，但拜登政府可能会与其他西方国家联合起来遏制中国的影响力，中美之间的竞争关系可能会更加复杂，美国对中国在高科技领域的遏制预计仍将保持高压态势。英国在经历了三任首相的五年谈判之后终于在2020年底和欧盟之间达成了脱欧协议，避免了“硬脱欧”对双方可能造成的混乱局面，但当前的脱欧协议并不涉及服务业、外交、对外安全、国防合作等领域，后续仍存在诸多不确定性，且在英国退出欧盟单一市场和关税同盟后，海关规则、贸易标准等非关税壁垒的产生仍将对英国和欧盟各国之间贸易产生一定冲击。

另一方面，由于当前全球疫情尚未得到有效控制，因疫情导致的国内贫富差距上升及矛盾激化、各国因疫情防控不利相互指责、对新冠疫苗及防疫物资的争夺等均有可能导致地缘政治风险再度上升，对于那些在新冠疫情中受损严重、国内政局长期动荡的发展中国家而言更是如此。以全球和平指数地图为参考，当前全球地缘政治风险较高的国家仍集中在中东及非洲地区。作为全球最大的“火药桶”，中东地区在2021年仍将面临多重矛盾叠加的复杂局面，尤其是特朗普政府留下的“烂摊子”

图2 地缘政治风险指数



数据来源：“Measuring Geopolitical Risk” by Dario Caldara and Matteo Iacoviello, 联合资信整理

依然待解，而新上任的拜登政府忙于控制国内疫情及恢复经济可能无暇顾及，沙特、伊朗、土耳其和以色列四大地区强国可能会为了争夺更多的话语权而加剧彼此之间的冲突。此外，也门、阿富汗、叙利亚等国正面临国内冲突和新冠疫情叠加的风险，战斗和封锁使得人道主义援助更难以接触到需要帮助的人，爆发人道主义危机的可能性较高，部分常年处于战乱之中的非洲国家也面临类似的问题（见图3）。

三、全球经济有望在2021年迎来复苏，但受各国新冠疫情防控情况及基数效应不同等因素影响，经济复苏将呈现明显的差异性，且复苏力度可能会不及预期，而全球产业链在新冠疫情的持续影响下或将加速重构

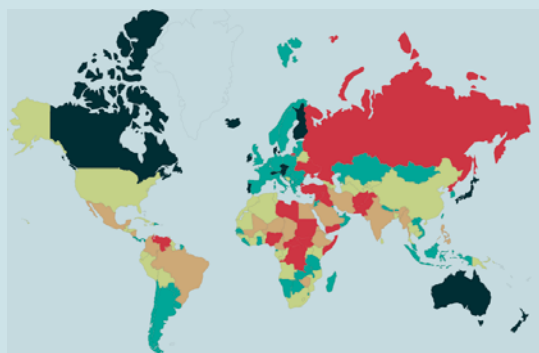
2020年，新冠疫情迅速蔓延使得全球各国普遍采取了不同程度的疫情防控措施，对社会和经济的正常运行均产生了较大影响，供给端和需求端双双遭受打击，国际贸易及交流也大幅减少。根据IMF的预测，2020年全球经济增速将降至-4.4%，显著低于2009年的-0.1%，全球逾五分之四的国家和地区预计将陷入经济衰退，这比2009年时不足一半的国家和地区陷入经济衰退要更加严重。从发达国家来看，发达国家整体经济增速将在2020

年降至-5.8%，其中美国和欧元区的经济恶化情况都要比2009年更加严重；从新兴市场来看，与2009年新兴市场整体仍保持经济增长不同，2020年预计新兴市场将和发达国家同步陷入衰退，但衰退幅度相对较小（见图4）。

展望2021年，全球经济将大概率复苏，且得益于2020年的低基数效应，2021年全球经济增速有望大幅反弹至5.2%左右，但和2010年全球经济复苏时5.4%的反弹幅度相比仍存在一定差距。具体到年内来看，由于当前第三波疫情高峰仍未得到有效控制，全球多国仍在采取较为严格的疫情防控措施，预计2021年一季度全球经济增长仍将趋弱，但随着二季度新冠疫苗的持续接种及新冠疫情逐步得到控制，全球经济增速有望反弹，再加上2020年二季度的超低基数效应影响，全球大部分国家的经济增速高点可能会出现在二季度，三季度和四季度全球经济则有望持续复苏。

从不同的经济体来看，得益于优先接种疫苗及大规模经济刺激措施的持续显现，发达经济体有望率先复苏，全年经济增速有望达到4%左右，达到2000年以来的最高值，其中美国和欧元区的经济增速都有望达到2009年全球经济危机以来的最高值，而日本的经济复苏力度则预计相对较弱；新兴经济体经济复苏虽然可能较晚，但得益于发达经济体需求的增加、国际大宗商品价格的回升的因素，新兴经济体的复苏力度可能会更加强劲，全年经济增速有望达到6%左右，尤其是中国，在基数效应的影响下全年经济增速可能会达到8%以上，印度则因

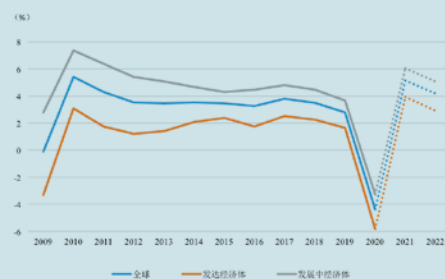
图3 全球和平指数地图



注：越偏近于暖色代表和平指数越高（更加不和平），越偏近于冷色代表和平指数越低（更加和平）

数据来源：经济与和平研究所，联合资信整理

图4 全球经济增长情况及预测



注：2020年数据为估计值，2021年和2022年数据为预测值，以下同
数据来源：IMF，联合资信整理

2020年的低基数效应也有望实现8%以上经济增长。

但上述预测仍面临诸多风险，可能会使2021年全球经济复苏力度不及预期。新冠疫苗接种进度不及预期以及新冠病毒变异风险可能会使得当前第三波疫情高峰迟迟未能出现拐点，部分国家长时间延续或重启严格的疫情管控及隔离措施，使得多国经济在2021年一季度再度陷入衰退，但二季度可能会由于基数效应出现“虚假繁荣”，随后再次陷入相对低迷的状态，这可能会使全球经济复苏的高点推迟到2022年到来。

新冠疫情也将对全球产业链造成持续冲击，全球产业链或将向着区域化及智能化的方向发展及重构。近年来，中美贸易冲突和新冠疫情均对全球产业链造成了巨大冲击，全球各国对于产业链的安全性及多元化程度愈发重视，更加强调减少对外部的依赖，这或将推动制造业加速回流本国或邻近地区，使得全球产业链向着区域化的方向发展。另一方面，疫情期间网上购物、线上办公及会议等相关需求大增使得各国纷纷加强高科技领域的投入，人工智能、物联网、云计算、5G等新一代技术也将推动全球产业链持续迈向智能化。此外，尽管拜登政府上台后中美之间的紧张关系也有望得到一定程度的改善，但中美之间的竞争关系仍将持续，美国对中国在高科技领域的遏制预计仍将保持高压态势，这也将推动全球产业链向着区域化及智能化的方向加速重构，东亚地区、欧盟地区及北美地区这三大全球生产网络或将进一步分化，各地区内部的联系则会更加紧密，而东亚地区得益于疫情率先得到良好控制有望在全球产业链中发挥更加重要的作用。

四、全球宽松刺激政策有望在2021年延续，但后续政府为弥补财政赤字或将逐步减弱财政刺激力度，且财政刺激政策退出的时点可能要比货币刺激政策更早

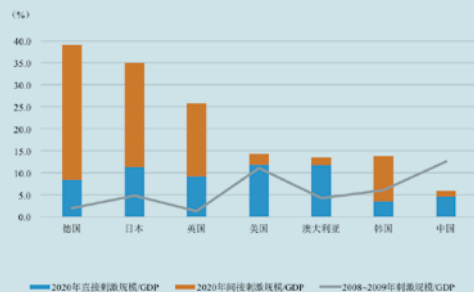
自新冠疫情爆发以来，全球各国政府及央行均采取

了积极的货币及财政政策来刺激经济，宽松力度前所未有。从货币政策来看，2020年3月美联储连续两次紧急降息将基准利率水平降至零附近，同时推出“不限量”量化宽松政策，使得美联储的资产负债表从3月初的4.2万亿美元扩张到年底创纪录的7.4万亿美元。在美联储的带动下，全球央行在2020年再度掀起“降息潮”，其中英国央行经过两次降息后利率水平已经接近于零，而欧洲央行和日本央行由于已经处于零利率或负利率状态并未开展降息行动，但也采取了扩大购债规模等方式来加大宽松力度，中国央行则通过定向降准、调低LPR利率等方式为市场注入流动性。

从财政政策来看，全球各国政府为应对疫情并提振经济而推出的财政刺激计划已高达11.7万亿美元（截至2020年11月统计），相当于全球GDP的近12%，其中包括了直接刺激措施（财政支出和减税）和间接刺激措施（政府贷款、资金注入和担保等）。具体来看，除中国以外全球主要经济体的财政刺激力度均超过了2008—2009年全球经济危机时期，创下历史新高，其中美国财政刺激总规模高达3万亿美元左右（不含2020年12月底通过的9000亿美元财政刺激法案），位居全球之首，而德国财政刺激规模相当于GDP的比值最高，达到近40%，此外日本和英国的财政刺激规模也达到了GDP的20%以上（见图5）。

展望2021年，在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，全球主要央行有望保持当前的超宽松货币政策。

图5 2020年全球部分国家财政刺激情况



数据来源：IMF，联合资信整理

美联储在2020年12月的议息会议重申了将维持利率在当前水平直至确信经济度过危机，实现其最大就业和物价稳定的双重目标，政策利率预测也显示所有决策者都预计到2021年底联邦基金利率将维持在接近零的水平，另一方面美联储官员几乎一致投票决定维持购债计划不变，表示将继续每月至少购买1200亿美元的债券，直到最大就业和价格稳定目标取得“实质性进展”；2020年12月欧洲央行在维持基准利率不变的基础上将紧急资产购买计划规模由此前的1.35万亿欧元扩大至1.85万亿欧元，同时将购债计划延长至2022年3月；日本央行在2020年12月宣布将保持当前货币政策宽松力度，维持利率水平不变，同时把企业融资优惠政策期限延长至2021年9月底，并表示将密切关注日本经济走势，必要时将毫不犹豫继续推出进一步宽松措施。在此背景下，预计2021年除了中国等少数国家央行以外，全球大部分国家央行都将维持当前的超宽松货币政策，出现利率上调的可能性不大，但不排除在新冠疫情控制及经济复苏好于预期的情况下削减资产购买规模或缩短资产购买时间的可能。

从财政刺激政策来看，2020年前所未有的财政刺激使得全球各国政府财政赤字率飙升，财政压力明显加重，预计各国政府为弥补财政赤字将逐步减弱财政刺激力度，2021年将很难再次出现与2020年类似的财政刺激规模。尽管如此，全球各国的财政赤字率仍然偏高，预计2021年全球仅有不足四分之一的国家财政赤字率低于3%的警戒线，除德国以外的欧美主要发达国家财政赤字率仍将维持在6%以上的较高水平，而印度、南非等新冠疫情较为严重的新兴市场国家财政刺激力度减弱的幅度预计相对较小，财政赤字率仍将维持在10%左右的很高水平。在此背景下，全球各国政府整顿财政的需求会更加迫切，财政刺激政策退出的时点可能要比货币刺激政策更早，预计将出现在2021年下半年或2022年初，但也不排除部分国家在新冠疫情加重的背景下再次加大财政刺激力度的可能。

五、以新兴市场为代表的风险资产有望维持上涨趋势，但在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，受财政刺激措施后续可能退出等因素的影响，各类资产的波动性可能会进一步加大

2020年，尽管在新冠疫情的冲击之下全球主要大类资产在3月均出现了巨幅波动，但得益于后续全球政府及央行推出前所未有的超大规模经济刺激计划，全球金融市场逐步趋稳，实现了“股债同涨”的局面。具体来看，得益于3月以来全球市场风险偏好的持续回升及美元资产吸引力的下降，新兴市场股市在2020年领涨全球全年回报率达到近20%，是近年来为数不多的良好表现，日本股市得益于本国疫情的相对良好控制及日元的避险属性同样表现不俗，而欧洲股市则因疫情严重、英国脱欧不确定性等因素表现欠佳；债券市场方面，美国债券得益于美联储的大幅降息及持续提供大规模流动性表现上佳，新兴市场债券也因其相对较高的收益率得到全球资金的追捧，全年回报率仅次于美国债券，而欧洲债券和亚太债券则因欧洲和日本早已陷入负基准利率而表现相对较弱；在所有大宗商品类别中只有能源类全年回报率为负，且下滑幅度超过40%，拖累大宗商品总指数表现较差，另一方面以黄金为代表的贵金属在新冠疫情肆虐全球的背景下避险属性持续凸显，而美元避险属性的减弱则进一步提升了市场对于贵金属的热情，其全

图6 2020年全球主要大类资产回报率



数据来源: Bloomberg, Wind, 联合资信整理

年回报率甚至超过了股市的表现。总体来看，2020年除能源类商品以外全球主要大类资产均实现了正回报，其中贵金属和新兴市场股市表现相对亮眼（见图6）。

展望2021年，在全球经济有望复苏、宽松刺激政策有望延续的背景下，以新兴市场为代表的风险资产有望维持上涨趋势，但涨幅将有所收窄，而以债券为代表的避险资产预计表现相对较差。从历史数据来看，新兴市场资产和美元指数之间存在着较为明显的负相关关系，且近年来日趋明显。在美国当前疫情形势依然严峻、宽松货币政策有望延续、财政和对外贸易双赤字并存的背景下，美元在2021年继续走弱将是大概率事件，美元资产吸引力不足将使得全球资金持续流入新兴市场，新兴市场股市及债市表现在2021年上半年仍然可期，但在美债收益率随着通胀水平逐步回升的情况下，美元可能会触底反弹，全球资金可能会再度回流美国，预计全年新兴市场表现将较2020年有所回落。

美国股市在接连创下新高的情况下仍有较大的冲高回落风险，尤其是在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，而美国债市在当前利率水平已经接近于零且未来大概率回升的情况下预计表现相对较弱，欧洲和日本债市也面临类似的问题。

美元走弱、全球经济复苏及贸易回暖将有利于大宗商品的整体表现，尤其是国际油价在年初OPEC+达成减产协议、页岩油开工率不高的情况下有望延续2020年四季度以来的回升趋势，能源类商品整体有望摆脱2020年大幅下滑的局面，而以黄金为代表的贵金属在美债收益率处于低位和通胀预期回升等因素的支撑下有望延续良好表现，但涨幅或将较2020年有所收窄。

此外，受财政刺激措施后续可能退出等因素的影响，各类资产的波动性可能会进一步加大。新冠疫情的后续发展可能会拖累全球经济复苏进程，全球避险情绪可能会再度大幅上升，以股票为代表的风险资产波动性可能会进一步加大，而贵金属的表现可能会超出预期。另一方面，如果新冠疫情后续得到有效控制且全

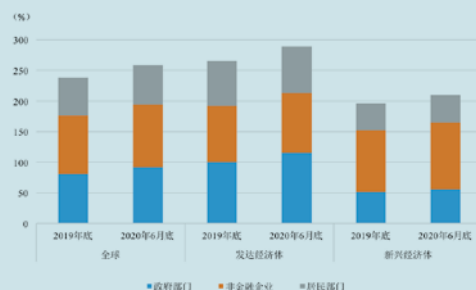
球经济复苏超出预期，部分财政压力较大的国家退出财政刺激政策的时点可能会提前，这也会对各类资产的表现产生一定影响。

六、债务问题仍将是悬在头顶的“达摩克利斯之剑”，受疫情和信用状况分化等因素影响，部分国家的违约风险仍然较大，尤其是那些短期外债偿还压力较大且外汇储备不足的国家，此外对于有过主权违约记录的国家需特别关注

在全球央行持续加大“放水”力度的背景下，政府、企业及居民等部门都加大了借贷力度，全球杠杆率大幅攀升，截至2020年6月底已达近260%，较2019年底提高了约20个百分点。从不同类型的经济体来看，发达经济体杠杆率上升幅度明显更大，且主要集中在政府部门，截至2020年6月底政府部门杠杆率已高达115%左右；新兴经济体政府和居民部门杠杆率上升幅度相对较小，但非金融企业部门杠杆率进一步上升至近110%，明显高于发达经济体非金融部门的杠杆率（见图7）。另据国际金融机构（IIF）数据显示，截至2020年三季度，全球债务规模达到272万亿美元，较去年同期大幅增长8%，创1970年有数据统计以来的新高，表明全球债务压力持续加大。

展望2021年，在全球主要央行将利率维持在极低水平的情况下，全球债务水平预计将进一步上升，但上升幅

图7 全球杠杆率变化情况



数据来源：BIS，联合资信整理

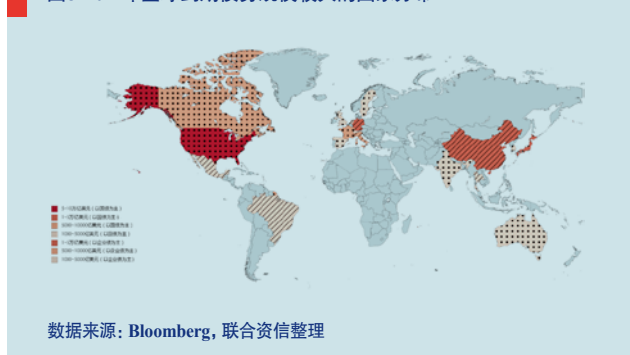
度或将不及2020年。从2021年全球债务到期情况来看，美国以9.4万亿美元高居榜首，其中绝大部分为国债，主要是2020年疫情期间大量发行所致；中国到期债务达到4.6万亿美元，其中三分之二左右为企业债；日本到期债务达到3.3万亿美元，其到期结构与美国类似，国债占据了绝对主流，这也和日本政府杠杆率常年高企有关；除中国以外的其他新兴经济体中巴西和韩国债务到期压力相对较大，尤其是巴西，2021年企业债到期量高达4000亿美元以上，再加上当前巴西疫情防控形势不容乐观，其面临的债务风险预计将大幅上升（见图8）。

在此背景下，债务问题仍将是悬在头顶的“达摩克利斯之剑”，但其是否会真正落下取决于很多因素，其中最重要是再融资成本的变化。在市场流动性持续保持充足的情况下，政府及企业等发债主体能够以较低的成本实现“借新还旧”，使得债务不断滚动，避免违约的发生，但如果未来在经济增长情况向好的情况下央行开展加息，再融资成本的上升可能会引发债务链条的断裂，发生违约的可能性将大幅上升。相对于发达国家而言，新兴市场及发展中国家再融资的成本及难度明显更高，更容易发生违约事件，但2021年对于新兴市场及发展中国家而

言存在着两方面的有利因素：一是美元仍处于下行周期，新兴市场及发展中国家面临的资本流出及货币贬值压力预计相对有限，有利于这些国家的经济恢复及外债偿付；二是以石油为代表的大宗商品预计将明显回暖，而新兴市场及发展中国家对大宗商品的依赖程度明显偏高，这有利于这些国家对外贸易及整体信用状况的改善。

尽管如此，受疫情和信用状况分化等因素影响，部分国家面临的违约风险依然较大，尤其是那些短期外债偿还压力较大且外汇储备不足的国家。从外汇储备对短期外债的覆盖程度来看¹，土耳其、塞舌尔、白俄罗斯和约旦四国持有的外汇储备不足以覆盖未来一年内到期的短期外债，外债偿还存在较大的不确定性，尤其是新冠确诊病例位居全球前十的土耳其，疫情对于经济复苏的持续拖累可能会加剧其外债偿还风险；斯里兰卡、阿根廷和塔吉克斯坦等国外汇储备对短期外债的覆盖程度在100%~150%之间，面临的外债偿还风险也相对较高，其中阿根廷虽然在2020年完成债务重组后外债规模显著降低，但2021年偿债压力仍存，不排除再度出现主权违约的可能；匈牙利、捷克、南非、乌克兰等国外汇储备对短期外债的覆盖程度在150%~200%之间，面临的外债偿还风险相对有限，但如果因为疫情或全球金融环境变化引发货币大幅贬值及再融资成本大幅上升，这些国家可能也会爆发一定的风险（见图9）。从历史情况来看，那些曾经出现过主权违约事件的国家再度出现违约的可能性相对较大，因此我们需对近十年来出现过此类事件的国家予以重点关注，尤其是阿根廷和乌克兰；希腊和塞浦路斯虽然出现过主权违约事件，且外汇储备对短期外债的覆盖程度严重不足（低于50%），但由于这两个国家属于欧元区国家，本币国际化程度很高且外部融资渠道极为通畅，因此面临的相对有限。

图8 2021年全球到期债务规模较大的国家分布



¹ 由于缺失相关数据国家较多（主要集中在中东及非洲地区），因此本文仅讨论部分新兴市场及发展中国家的相关情况，发达国家由于本国货币的国际认可度普遍偏高、持有的外汇储备很少，因此除希腊和塞浦路斯两个有过主权违约记录的国家外并不重点讨论。

此外,对于部分最不发达国家而言,2020年二十国集团发展的暂停债务偿还计划只是延缓了债务危机爆发的时点,并未从实质上解决债务问题,尽管暂停债务偿还计划在2021年有可能会进一步延长,但如果后续没有更加妥善的解决方案,这些国家出现债务违约的可能性将大幅上升。

七、后疫情时代背景下, ESG因素在全球资本市场中发挥的作用将愈发重要

2020年,在新冠疫情肆虐全球、美国加州山火愈演愈烈、黑人平权运动再起波澜的背景下,全球资本市场对于ESG因素的重视程度持续提升,无论在发行端还是投资端都有所体现。2020年,全球发行的ESG债券规模总计高达近7500亿美元,较上年增长了逾30%,创下历史新高,尤其是在新冠疫情爆发之后,ESG债券发行量呈逐季上升之势,仅仅是四季度发行量就超过了2500亿美元。从地域分布来看,欧美发达国家仍是发行ESG债券的主力,尤其是法国和美国,两国2020年ESG债券发行量均在1000亿美元以上,位居全球前两名,而新兴市场国家ESG债券发行量则普遍偏少,其中韩国全年发行量达到220亿美元左右,取代中国成为发行量最大的新兴市场国家。

从投资端来看,2020年ESG主题债券和股票ETF资金流入量总体呈先降后升之势,在3月全球金融市场经历

大幅波动的情况下,ESG主题债券ETF仍保持了较大规模的资金流入,体现了ESG因素对于投资者的较强吸引力。截至2020年底,ESG主题债券和股票ETF存量分别达到1,900亿美元和240亿美元左右,均较年初实现了翻倍,达到了历史最高水平(见图10)。另一方面,全球ESG主题相关投资仍主要集中在债券市场,股票市场投资规模明显偏小,未来仍有很大成长空间。

展望2021年,在各国政府持续加大对气候变化、环境保护、清洁能源等问题关注度的背景下,ESG因素在全球资本市场中发挥的作用将愈发重要,也将得到更多市场参与者的认可。拜登当选美国总统给ESG主题打上了一针强心剂,拜登在总统竞选期就竞选期间提出了一项2万亿美元气候计划,提出将在15年内建立无排放的电网,并到2050年实现整个经济净零排放的目标;在一年前承诺将在2050年实现碳中和目标后,欧盟领导人于2020年12月又达成了一项协议,欧洲将在未来十年间努力减少温室气体排放,减缓气候变化,每个欧盟成员国都同意将欧盟2030年的减排目标从目前的40%提高到55%;中国在2020年公布了“2030年实现碳达峰、2060年实现碳中和”的零碳目标,并随后提出了2030年单位GDP二氧化碳排放降低65%,风电、光电装机总容量达到12亿千瓦以上等具体目标。除了环境因素以外,后新冠疫情时代失业率高企、贫富差距扩大、性别及种族平等社会问题也将受到资本市场更多的关注。///

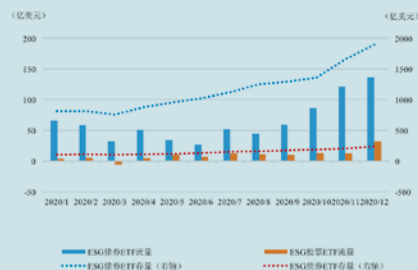
图9 外汇储备对短期外债覆盖程度较低的国家分布



注:统计截至2020年三季度末

数据来源:IMF、世界银行,联合资信整理

图10 全球ESG主题债券和股票ETF情况



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

信用扩张趋于缓和, 债市风险不可小觑

——2021年中国宏观信用风险展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

一、2020年宏观经济运行概况

2020年, 突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。中国疫情于二季度迅速控制, 进入常态化防控, GDP在一季度下降6.80%的情况下, 经济逐季复苏, 主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动, 全年实际GDP同比增长2.30% (见表1), 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。

二、2020年宏观信用状况分析

宏观信用总量扩张及其结构状况¹

1. 利率水平上半年明显下降, 下半年有所回升

2020年上半年, 流动性充裕、信贷条件宽松和利率下降为实体部门信用扩张创造了良好的信用政策环境, 下半年货币政策基调转向“总量适度”, 政策逐步回归常态, 流动性边际收紧, 利率水平整体呈上行趋势, 信用扩张速度随之放缓。面对突如其来的新冠肺炎疫情

表1 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注: 1. GDP总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. 增速及增幅均为累计同比增长数, GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2016—2017年为城镇登记失业率, 2018年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数
数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

¹ 本报告的宏观信用取狭义, 指实体经济部门信用, 未包括金融部门信用。

的严重冲击，央行及时通过下调准备金率²、公开市场操作及MLF操作，保持了市场流动性合理充裕，降低金融机构资金成本；同时通过下调政策利率引导LPR下行³，推动信贷市场和债券市场利率下行，降低实体经济部门融资成本，激发融资需求。2020年，金融机构人民币一般贷款加权平均利率上半年持续下行，二季度达到近10年来最低水平5.26%，下半年小幅回升。债券发行利率也呈现先降后升的趋势，以公司债发行的加权平均票面利率为例，上半年持续下降至二季度最低点3.74%，下半年持续上升。2020年上半年，实体部门融资利率的下行，促进了信用总量的快速扩张，而在下半年利率水平回升的影响下，信用总量扩张有所放缓。

2. 宏观信用快速扩张，政府部门信用量同比增长最快

2020年，我国社会融资规模累计增量为34.86万亿，比上年多增9.19万亿元（见图1）。其中信贷和政府债券是支撑2020年社融多增的主要因素：新增人民币贷款20.03万亿，较上年增加18.64%，在新增社融中占比仍最高（57.46%）；新增政府债券8.34万亿，较上年大幅增加

76.62%，占比（23.91%）进一步上升。截至2020年末，社会融资规模存量达到284.83万亿元，同比增长13.33%，增速为2018年以来最高。

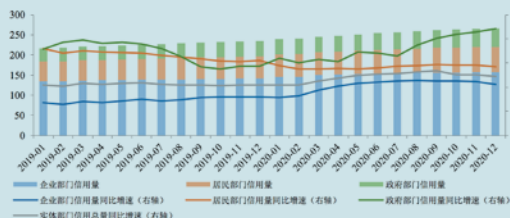
截至2020年末，我国实体经济部门信用总量达到266.21万亿元⁴，较上年末净增29.12万亿元；同比增长12.28%，增幅较上年末（10.49%）明显加快。2020年以来，在经济增速继续下行并受到突如其来的新冠肺炎疫情冲击，宏观政策加强逆周期调节、信用环境宽松的背景下，我国实体经济部门信用总量增速显著加快，三季度末同比上升至高点13.44%，四季度略有回落（见图2）。分部门来看，政府部门信用量同比增速最快，占比同步提高。截至2020年末，我国企业部门信用量156.97万亿元，占比（58.96%）仍然最大，较上年末的59.78%有所下降，比上年末净增15.02万亿元，同比增长10.58%；居民部门信用量63.18万亿元（占比23.73%），净增7.87万亿元，同比增长14.22%；政府部门信用量达到46.06万亿元（占比17.30%），净增8.33万亿元，同比增长20.09%，占比较上年末提高1.39个百分点，成为2020年信用扩张最快的

图1 新增社融构成及存量同比增速（万亿元，%）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理计算

图2 实体经济部门信用总量及增速情况（万亿元，%）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理计算

² 2020年1月6日全面降准0.5%，释放资金8000多亿；3月16日定向降准再次释放资金5500亿；4月再次定向降准，释放资金4000亿。

³ 2020年2月20日，1年期LPR下调10BP至4.05%，5年期LPR下调5BP至4.75%；4月20日，1年期LPR下调20BP至3.85%，5年期LPR下调10BP至4.65%。

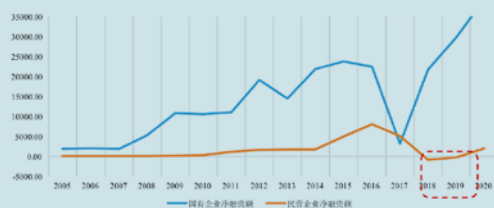
⁴ 宏观信用总量一般被定义为政府、非金融企业和居民三大部门信用量/有息债务量之和。本报告利用人民银行公布的金融数据确定各部门债务量，加总得到信用总量数据。其中非金融企业部门信用量包括企业贷款和企业债券余额，以及企业非标融资总额（包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票）；居民部门信用量为住户部门银行贷款；政府部门信用量为政府债券余额，包括中央政府债券余额和地方政府债券余额。

部门，2020年末地方政府专项债余额12.92万亿元，同比增长36.92%，是政府部门信用扩张的主要力量，主要是为对冲疫情影响，财政赤字扩大、发行抗疫特别国债和地方政府专项债额度大幅提高所致。

3. 实体经济部门杠杆率迅速攀升，非金融企业部门的拉动作用最大

截至2020年末，我国实体经济部门宏观杠杆率262.02%，较2019年末（238.21%）上升23.81%⁵，历史上仅次于2009年的升幅（31.80个百分点）。分季度看，随着经济增速由负转正，杠杆率也经历了升幅由大到小再到下降的过程，前三季度分别上升13.57、7.21和4.12个百分点，四季度下降1.08个百分点。分部门来看，非金融企业部门杠杆率最高，为154.50，较上年末上升10.61个百分点，对实体经济部门杠杆率的上升拉动最大，居民部门和政府部门杠杆率分别上升了6.12和7.09个百分点。2020年中国宏观杠杆率达到历史新高，实体部门债务规模大幅增加，尤其是非金融企业部门杠杆率偏高，信用扩张在稳定经济、缓释风险的过程中发挥了不可忽视的作用。当然，这自然也增加了未来债务到期偿付的压力。

图3 国企和民企债券市场净融资规模比较（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

4. 债券融资增速较快，信用配置呈现较为明显的结构特征

企业部门债券融资增速较快，占比有所提升。疫情严重冲击下，为了稳企保岗，信用环境宽松，企业债券融资增速虽在下半年有所回落，但全年较上年大幅上升，债权融资占比也有所提高，由上年末的16.53%上升至2020年末的17.71%；人民币贷款增速在3—4月份有所上升，此后基本维持在12.70%左右，年末占比有所提高。

在所有制结构方面，民营企业信用扩张速度较慢。民营企业和国有企业在债券市场的融资差距较大（见图3），与国有企业相比，民营企业信用扩张速度较慢，甚至存在阶段性收缩。2020年国有企业债券净融资规模⁶为3.92万亿元；民营企业债券净融资规模1921.20亿元，仅占企业债券融资总额的4.62%。可见即便在信用快速扩张时期，民营企业获得信用资源的占比也较小。

在不同行业的信用资源配置方面⁷，存在一定的行业错配问题。从2020年各行业债券融资规模占比数据可以看到，一是政府鼓励信用支持的占有经济主体地位的制造业债券融资规模占比只有12.05%（见表2），明显低于建筑业和综合类行业的占比；二是服务业尤其是高技术服务业如信息传输、软件和信息技术服务业债券融资占比仅为0.93%，反映出信用资源存在一定的错配问题。

城投平台信用扩张较快。按照Wind口径，2020年城投债发行4.48万亿元，净融资额1.74万亿元，期末城投债余额10.79万亿元，同比增长19.19%，近10年来仅次于2016年的增速（28.01%）。行业分布上，城投平台类公司主要分布在建筑业和综合类行业，这也是这两类债券发行金额占比较大的主要原因。

⁵ 本文借鉴 BIS 及中国社科院的方法，将我国实体经济部门杠杆率定义为非金融企业部门、居民部门和政府部分的杠杆率之和。各部门的杠杆率计算公式为：部门债务（信用）总量 / 4 个季度滚动名义 GDP。如注释 4 所述，由于本文采用的统计口径较窄，所以杠杆率数据与 BIS 及中国社科院的数据存在差异，但变化趋势一致。

⁶ 包括非金融企业发行的企业债、公司债（含私募债）、中期票据、短期融资券（含超短融）、定向工具、可转债、可交换债等。

⁷ 行业中剔除了金融行业，以显示信用资源在实体经济各行业的配置情况。

5. 非标融资收缩幅度减小, 信托贷款收缩尤为明显

宏观信用总量在银行信贷和债券融资大幅增长的推动下急剧扩张的同时, 受金融去杠杆及资管新规等金融监管政策的影响, 2018年以来非标融资规模大幅收缩, 2019年延续收缩态势, 2020年由于受到抗疫特殊时期非标融资监管有所放松, 资管新规过渡期延长的影响⁸, 收缩幅度有所减小。

从构成来看, 委托贷款为非标融资的主要形式, 其次是信托贷款, 未贴现银行承兑汇票占比最小(见图4)。2020年委托贷款降幅持续收窄, 未贴现银行承兑汇票增速冲高回落, 信托贷款延续降幅扩大态势。2020年信托业监管趋严, 监管部门针对信托业出台多项规范措

施, 主要包括限制集合资金信托计划非标投资金额及集中度、压缩信托通道业务、融资类业务。

宏观信用风险状况及其分布

近年来, 我国宏观杠杆率持续上升。截至2020年

图4 非标融资各分项规模及同比(万亿元, %)

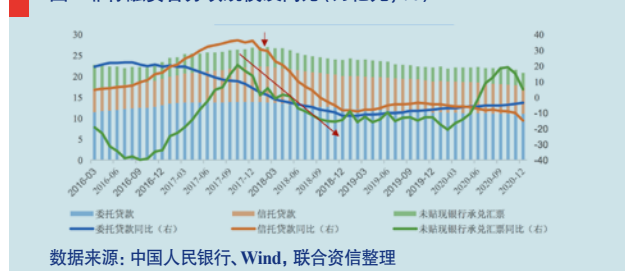


表2 2020年各行业债券发行情况

行业	发行只数	发行只数占比	发行金额(亿元)	发行金额占比
建筑业	3622	26.83%	26940.30	21.79%
综合	2578	19.10%	22783.98	18.43%
制造业	1382	10.24%	14900.77	12.05%
交通运输、仓储和邮政业	1105	8.19%	14163.04	11.46%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1094	8.10%	14162.58	11.46%
采矿业	472	3.50%	7886.16	6.38%
房地产业	846	6.27%	7133.09	5.77%
租赁和商务服务业	1264	9.36%	6994.01	5.66%
批发和零售业	649	4.81%	4616.15	3.73%
水利、环境和公共设施管理业	179	1.33%	1263.23	1.02%
信息传输、软件和信息技术服务业	115	0.85%	1148.58	0.93%
居民服务、修理和其他服务业	49	0.36%	837.10	0.68%
文化、体育和娱乐业	75	0.56%	423.10	0.34%
农、林、牧、渔业	38	0.28%	218.35	0.18%
住宿和餐饮业	20	0.15%	104.54	0.08%
科学研究和技术服务业	11	0.08%	39.36	0.03%
教育	1	0.01%	4.28	0.00%
合计	13500	100.00%	123618.62	100.00%

注: 行业划分采用证监会行业大类, 以下同

数据来源: Wind, 联合资信整理计算

⁸ 央行于2020年7月31日发布《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》，将原本在2020年年底结束的资管新规过渡期延长至2021年底。

末,我国实体经济部门杠杆率达到**262%**,在国际上处于较高水平,客观上已经积累了较高的信用风险。由于政府部门显性债务和居民部门债务的债务率较低,我国宏观信用风险主要集中在企业部门。企业部门通过信贷市场、非标市场和债券市场举债融资,三类债务的信用风险虽各有不同,但各类债务风险具有扩散性和传染性,因此有必要从宏观上对我国主要债务类型的信用风险及其分布情况做全面考察。

1. 银行贷款不良率继续上升

截至**2020**年三季度末,我国商业银行不良贷款余额**2.84**万亿元,较上季度末增加**987**亿元,较上年同期增加**8096.41**亿元;商业银行不良贷款率**1.96%**,较上季度末上升**0.02**个百分点,较上年同期上升**0.1**个百分点,人民银行尚未公布四季度的银行贷款不良率数据,根据近年银行不良逐季上升的趋势及**2020**年的特殊情况推测,四季度商业银行不良数据仍将呈上升之势,总体上**2020**年商业银行信贷资产质量有所下降。人民银行**2020**年5月出台的小微企业贷款延期还本付息政策,对商业银行不良贷款率的稳定具有积极效果。该政策原计划执行至**2020**年末,近期监管部门决定进一步延长至**2021**年3月末。由于小微企业受疫情影响较大,**2020**年入冬以来疫情在国内发生局部爆发,全国局地零星疫情不断,小微企业生产经营仍面临较大困难。实际上,贷款延期仅仅是将小微企业贷款风险后延而已,如果**2021**年3月末取消小微企业贷款延期,可能出现小微企业不良贷款集中暴露的局面。

2. 信托违约事件增加

信托业协会公布的统计数据显示,**2018**年以来,伴随着去杠杆和影子银行监管的加强,叠加经济增速下滑,我国信托业风险项目数和规模呈现快速增长之势,截至**2020**年一季度末,信托业风险资产规模达到**6431**亿元,为**2018**年一季度末的**3**倍多,同期风险项目个数也从**2000**增加到**6000**个以上,增加**2**倍以上。信托业协会在此后季度报告中未继续披露该数据,可能也是行业风险高

企的一个反映。从**2020**年二季度以来信托行业不断暴露的风险事件来看,信托不良率以及风险项目规模大概率还在继续攀升。

3. 债券市场信用风险维持高位, 国企违约金额大幅上升

2020年债券市场共有**150**支债券发生到期违约,新增违约主体**30**家,较**2019**年有所降低,但是到期违约规模却继续扩大,达到**1697.02**亿元的历史新高(见图5),债券市场信用风险呈现高位态势。

2020年民企债券违约情况阶段性改善,而国企违约规模大幅上升。**2018**年和**2019**年非国有企业违约金额增加至**1000**亿元以上,**2020**年新增违约主体数量和违约金额均有所回落(见图6)。**2015**年—**2019**年国有企业新增主体和违约金额均处于较低水平,**2020**年虽然新增违约主体较**2019**年仅增加一家,违约金额却大幅飙升至**699.05**亿元,使得国有企业与非国有企业违约规模差距大幅减小,主要是由于大型国企违约规模较大所致。

永煤等超预期违约事件冲击了“国企信仰”。在**10**

图5 债券市场违约统计



图6 国有企业与非国有企业债券违约比较

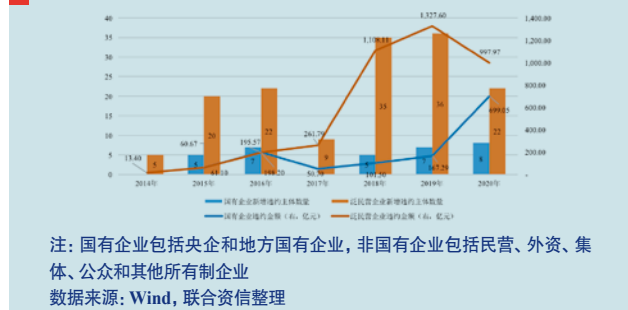
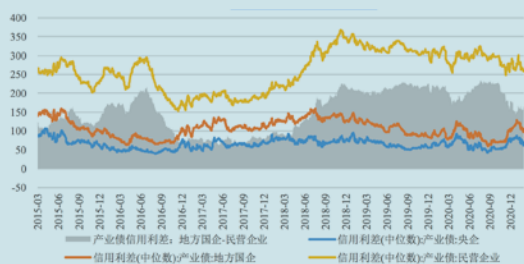


图7 产业债信用利差 (bp)



数据来源: Wind, 联合资信整理

月下旬以及11月连续发生大型国企的违约事件之后,地方国企的产业债信用利差迅速走高,与民营企业产业债信用利差从10月16日的222.96bp到12月25日的142.73bp,缩窄了80bp左右(见图7),反映出超预期违约事件对“国企信仰”的冲击以及市场对地方国企信用风险的担忧。

4. 债券市场信用风险的行业及区域分布

从违约债券的行业分布来看,截至2020年末,规模违约率方面⁹,信息技术业为18.30%,主要受北大方正集团违约规模较大所致,另外批发和零售贸易、制造业规模违约率超过5%,也是违约高发的行业;发行人主体违约率方面,制造业超过15%,农林牧渔业达到了10.53%的比例。总体来看,制造业、批发和零售贸易为信用风险高发行业。

从违约债券的地域分布来看,截至2020年末,规模违约率方面,海南、辽宁、青海、宁夏、黑龙江居前五,为较高的信用风险区;发行人主体违约率方面,海南、宁夏、青海、内蒙古和吉林位居前五,超过了10%的水平。总体来看,违约高发地区集中在经济水平较低、地方财政实力较弱的东北、西南和西北等地区。

三、2021年宏观信用展望

根据中央经济工作会议部署,2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持促进经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,重点落实八项任务¹⁰,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,我国有条件、有基础持续实现更高的经济增长。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响,我们预测2021年我国GDP增长将达到8.5%左右,货币政策大概率边际收紧,信用扩张放缓,违约风险有所增大。

宏观信用扩张仍将延续,但扩张速度趋于放缓

实体经济恢复的基础不牢固,仍然需要适度的信用扩张政策支持。2020年我国迅速控制疫情,取得了GDP同比2.3%的正增长,为改革开放40年以来最低增速,经济增长的基础尚不牢固。疫情变化和外部环境存在诸多不确定性,内部结构性问题仍然存在。在需求弱化、增长放缓以及增长动力转换无法短时间内完成替代的情况下,中国经济增长仍然需要适度的宏观信用扩张政策对经济注入流动性。

政府部门再融资需求依然旺盛。政府部门债务到期规模较大,借新还旧依然是偿债资金的主要来源,客观上要求信贷及债券发行依旧保持增长。仅就地方政府债券来说,2012年以来每年到期偿还量逐年大幅增长,各年发行量也居高不下。2021年我国地方政府债券到期偿还量达到2.67万亿元(不包括城投债),创历史新高,可见政府债券融资需求依然较大,需要相应的信用政策的配合。

地方弱国企面临较大的偿付压力。企业部门方面,

⁹按证监会行业划分统计。某时点的债券规模违约率 = 该时点之前所有到期违约债券规模 / 该时点存量债券余额。

¹⁰中央经济工作会议确定的2021年经济工作八项重点任务,一是强化国家战略科技力量,二是增强产业链供应链自主可控能力,三是坚持扩大内需这个战略基点,四是全面推进改革开放,五是解决好种子和耕地问题,六是强化反垄断和防止资本无序扩张,七是解决好大城市住房突出问题,八是做好碳达峰、碳中和工作。

在债务驱动增长模式短期内无法改变的大背景下，借新还旧依然是大部分企业（尤其是国有企业）债务持续性的保证。2019—2021年国企和民企债券偿还量之和分别为6.84万亿元、8.33万亿元和6.90万亿元¹¹，其中大部分为国有企业债券偿还量（2021年国有企业债券偿还量为6.40万亿元，占比92.6%），2020年国企利润总额仅为3.42万亿元，仅占当年债券偿还量的41.06%，依然需要举债融资，以新换旧。相对而言，民营企业2021年偿债量有所减少，但在民企融资环境较差的情况下，其再融资压力依然较大。

在多种因素约束下，信用扩张的速度必然放缓。2019年以来，我国社会融资规模快速增长，宏观杠杆率有所上升，企业债务负担逐步加重，同时经济增长持续下滑，信用风险进一步上升。2020年四季度以来，随着经济复苏，信用扩张边际收敛，市场利率总体上行（见图8）。以上情况均表明经过2020年上半年的信用急剧扩张后，货币政策逐渐向常态化回归，信用扩张速度随之放缓。

信用利差有所分化，信用分层更是加大

2020年上半年，地方国企与民营企业产业债利差快速上行，产业债、城投债的级别利差大幅下降（见图9），是该时期信用宽松的反映；2020年四季度以来，受永煤违约等风险事件影响，地方国企债券利差迅速上升，民营企业与地方国企之间的利差随之大幅下行，同时随着

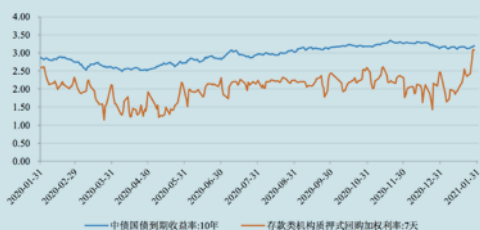
整体信用环境收紧，产业债和城投债级别利差均显著上升，重回高位区间。结合经济增长及政策环境变化趋势分析，未来产业债和城投债级别利差仍有上行空间，国企与民企利差缩小趋势可能维持，总体上呈现违约风险重回高位的特点。

一旦市场流动性收紧，信用市场违约风险不可小觑

首先，信贷市场、非标市场信用风险将向债券市场传导扩散。受疫情影响，信贷市场不良率有所上升，信托等非标市场违约事件大幅增加。一般而言，高负债企业在流动性紧张的情况下，会优先保证公开发行的债券不发生违约，但在企业经营恶化，流动性枯竭的情况下，由于外部融资渠道受限，最后债券违约也在所难免。2020年信贷市场不良率有所提高，政府关于中小企业贷款延期的政策，一定程度是将企业贷款违约潮向后拖延。2021年3月底到期之后，贷款违约可能增加，对债券市场信用产生较大冲击；同样，信托等非标融资一方面受到政策限制，另一方违约事件频发，信托融资快速收缩，将成为导致债券市场违约的重要原因。

第二，高杠杆、弱资质城投公司信用风险显性化趋势加大。近年来城投融资环境有所放松，城投债净融资持续增长，但债务负担同步增加，到期偿还压力加大。2020年尽管没有发生城投债实质性违约，但风险事件时

图8 2020年以来主要市场利率走势（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

图9 主要利差比较（BP）



数据来源：Wind，联合资信整理

¹¹ 包括企业债、公司债（含私募债）、中期票据、短期融资券（含超短期融资券）和定向工具。

有发生，反映出城投自身的盈利能力不足及地方政府支持力度的下降。财政部门2021年将抓实隐性债务化解，坚决遏制隐性债务增量，化解存量隐性债务，在此背景下，部分尾部城投公司发生债务违约的概率将有所增加。区域上看，财力较弱、债务负担较重的东北、西北、西南区域需要重点关注。

第三，产能过剩行业尤其是僵尸国企的大面积出清是大概率事件，综合、房地产、公用事业、交通运输行业信用债到期规模较大，偿债压力较大。永煤、华晨等违约事件发生后，地方国企债券发行大面积取消或延迟发行，类似债券二级市场亦出现大幅折价，严重冲击了地区的融资环境，企业债务融资难度进一步加大。随着经济企稳复苏和宽松政策的陆续退出，多数企业已不像2020年一样可以轻易获取大量低价的信贷资源，发债成本有所回升之余，弱资质公司还要承受资金紧缩和还款压力

升高的双重重压。与此同时，市场担忧一度被新冠疫情耽误的国企去杠杆进程似也重新开始推进。这种情况下，资金自我平衡能力弱、过度依赖外部融资的高杠杆、弱资质国企的信用风险进一步上升。行业上看，债务负担较重、经营业绩较差的产能过剩行业信用风险更为集中，同时到期规模较大的综合、房地产、公用事业、交通运输行业企业信用风险也值得关注。

第四，房地产开发企业信用风险或将进一步释放。“三道红线”政策使房企有息负债将受到严格管控，杠杆将面临有效管制。而近期发布的房地产贷款集中度管理制度及随着房市升温而采取的限购限贷等调控措施，将从需求端对房企资金回笼造成限制。由此可见，2021年房地产企业的信用环境将进一步收紧，部分债务负担重、经营能力弱的尾部房企的信用风险将进一步释放。■

违约事件持续发生，债券市场信用风险整体可控 ——2020年中国债券市场违约回顾与展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

一、2020年我国债券市场违约情况回顾

债券市场违约事件持续发生，违约数量和违约率均有所下降

2020年，新冠肺炎疫情给国内实体经济造成较大冲击，上半年我国GDP累计同比增速首次跌落负值，在政策的支持以及良好的疫情控制措施下，下半年经济逐步恢复并重启，全年GDP同比增速达2.3%。全国规模以上工业增加值累计同比增速、工业企业营业利润率均

经历了上半年跌至历史低点至下半年由负转正的过程。在此背景下，企业盈利能力下降，流动性压力加大，信用风险显著上升。部分企业受疫情冲击过于严重，短期现金流无法覆盖债务敞口，最终形成债券违约，债券市场违约事件持续发生。

为应对新冠疫情对实体经济的冲击，缓解众多中小微企业经营困难的局面，2020年监管层加大宏观政策逆周期调节力度，货币与财政方面宽信用政策频出。在此背景下国内广义货币供应量和社会融资规模增速

有所上升,市场流动性合理充裕,国内信用环境有所修复,整体融资环境较2019年有所改善,加之更多发行主体采用信用风险缓释措施以平稳市场出现较大的波动,如展期兑付、债务置换等,违约情况边际好转,新增和重复违约主体及涉及违约债券期数均有所减少。

2020年,我国债券市场新增30家违约发行人¹,共涉及到期违约债券97期,到期违约金额合计约1002.55亿元,新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数均较2019年(49家,140期)有所下降,但到期违约金额较2019年(914.50亿元)有所上升(见图1)。其中,下半年新增违约发行人数量为17家,较上半年(13家)有所上升,主要受下半年国内经济修复持续向好以及边际宽松的货币政策逐渐恢复常态的影响,融资环境较上半年有所收紧,资质较弱的企业融资能力减弱,信用风险显著增加。

2020年,我国债券市场重复违约²发行人19家,涉及

到期违约债券53期,到期违约规模合计约327.63亿元,重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较2019年(28家,67期,416.57亿元)均有所下降。

从违约率来看,2020年我国公募债券市场违约率(0.61%)较2019年(0.88%)有所下降。

截至2020年末,我国债券市场累计有220家发行人发生违约,共涉及到期违约债券544期,到期违约金额合计约4383.25亿元。

AAA级违约主体增加,影响债市信用环境

2018年以前,我国公募债券市场高信用等级发行人(AA+及以上级别)未出现违约事件。但近年来,公募债券市场高信用等级发行人违约数量有所上升。尤其是2020年三季度以来,我国信用债市场接连发生AAA级发行人违约事件。华晨汽车集团控股有限公司(下文简称华晨)、永城煤电控股集团有限公司(下文简称永煤控股)和紫光集团有限公司三家AAA级国有企业先后违约,对债券市场信用环境造成一定程度冲击,恐慌情绪波及煤炭行业企业以及河南、河北、云南等地区国有企业,债券取消或推迟发行情况增多,相关企业债券被低价抛售,市场悲观情绪阶段性蔓延,投资者风险偏好明显趋紧。

整体来看,2020年,AAA级发行人主体违约率为0.32%,较上年(0.24%)进一步上升,AA+级发行人主体违约率为0.58%,较上年(1.01%)有所下降(见表1)。

图1 2012年—2020年我国债券市场新增违约主体及涉及到期违约债券情况



资料来源: 联合资信COS系统

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

² 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约,在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

表1 2018年至2020年我国公募债券市场发行主体违约率

发行人主体级别	2018年			2019年			2020年		
	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)
AAA	712	1	0.14	824	2	0.24	948	3	0.32
AA+	894	1	0.11	993	10	1.01	1036	6	0.58
AA	1998	20	1.00	1834	6	0.33	1762	7	0.40
AA-	390	3	0.77	324	5	1.54	330	4	1.21
A+	78	1	1.28	77	4	5.19	93	0	0.00
A	17	2	11.76	23	3	13.04	14	1	7.14
A-	8	0	0.00	8	0	0.00	4	0	0.00
BBB+	5	0	0.00	4	1	25.00	3	0	0.00
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	4	2	50.00
BBB-	2	1	50.00	1	1	100.00	0	0	--
BB+	5	0	0.00	2	0	0.00	1	1	100.00
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	1	1	100.00
BB-	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
B+	0	0	--	1	0	0.00	0	0	--
B	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
B-	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
CCC	0	0	--	0	0	--	0	0	--
CC	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
C	0	0	--	0	0	--	0	0	--
合计	4000	30	0.75	3975	35	0.88	4082	25	0.61

注: 1. 发行人样本为当年年初存续的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券(不含私募债)、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等的发行人主体,并剔除此前已发生违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形; 2. 发行人具有不同信用等级的双评级或多评级,则按不同主体信用等级分别纳入统计,即同一主体可被计数多次; 3. 对发行人而言,若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券,则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计(若有); 4. 部分债券发行人期初不具有有效信用等级,例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等,均计入无评级样本中; 5. 合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数; 6. 发行人主体违约率=当年新增违约的发行人家数/发行人样本家数; 7. 2018年公募债券发行人中新增31家违约主体,其中永泰集团有限公司期初无公募债券存续,未计入违约样本,山东金茂纺织化工集团有限公司期初具有不同级别双评级; 2019年公募债券发行人中新增32家违约主体,其中三胞集团有限公司期初具有不同级别双评级; 2020年公募债券发行人中新增23家违约主体,其中北京信威通信技术股份有限公司在违约前被终止信用评级、天津市房地产信托集团有限公司期初无有效信用等级,均按无评级统计

资料来源: 联合资信COS系统

违约主体虽仍以民营企业为主,但国有企业信用风险显著暴露

2020年初新冠肺炎疫情对国有企业和民营企业均产生较大冲击,国有企业和民营企业营业利润率大幅下降(见图2)。但在金融环境的支持和良好的疫情控制措施下,国内经济快速恢复,加之民企支持政策不断加码,民营企业营业利润率率先反弹,甚至一度超过国有企业。截至2020年12月末,国有企业营业利润率为5.38%,相比去年同期仍下降0.29个百分点,民营企业营业利润率为5.33%,较去年同期上升0.08个百分点。

在此背景下,2020年国有企业信用风险明显提升,民营企业信用风险有所缓解,但违约主体数量仍然最多。具体来看,2020年新增违约发行人中国有企业共9家,较上年增加3家,在新增违约主体总数的占比为30%,新增违约国有企业涉及到期违约金额约为670.78亿元,占新增违约主体总到期违约金额66.91%,较上年(111.73亿元,12.22%)大幅上升,国有企业违约家数和涉及到期违约金额达到历史新高点。2020年,新增违约发行人仍主要为民营企业(18家),占比为60%,较上年(38家,77.55%)有所下降。新增违约民企涉及到期违

约金额约为302.66亿元，占新增违约主体总到期违约金额30.19%，较上年（717.25亿元，78.43%）大幅下降。

从违约率来看，2020年我国公募债券市场民营企业违约率仍然最高，为2.69%，但较上年（4.82%）大幅下降。国有企业违约率为0.62%，较上年（0.37%）有所上升（见图3）。从近七年公募债券市场平均违约率来看，民营企业一直是我国债券市场的违约“高发地”。

从等级调整来看，2020年我国公募债券市场民营企业发行人信用等级被调降数量³最多，为52家，较上年略有减少，调降率为6.11%，较上年（7.16%）小幅下降；国有企业发行人信用等级被调降的有30家，调降率为0.66%，均较上年（0.59%）略有上升；公众企业和外资企业发行人信用等级被调降数量分别为4家和6家，调降率分别为2.35%和3.90%，均较上年有所下降；集体企业发行人无信用等级被调降。2020年，我国公募债券市场民营企业仍为调降率最高的企业类型。

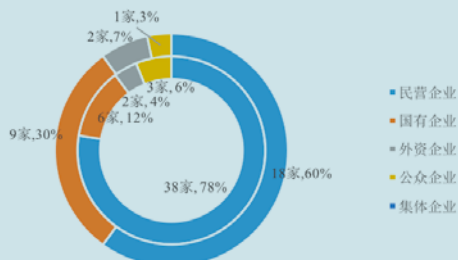
近年来，在宏观经济下行背景下，部分国有企业主营业务经营能力恶化，公司盈利和现金流表现不佳，无法支撑企业过度扩张，债务负担较大，信用风险不断暴露。2020年，受地方国有企业盈利能力持续承压、地方财政对国企救助能力减弱、“子强母弱”型国有企业风

险较大等因素影响，国有企业违约步伐加快，超出市场预期，对市场形成较大冲击。

1. 地方国有企业盈利能力持续承压

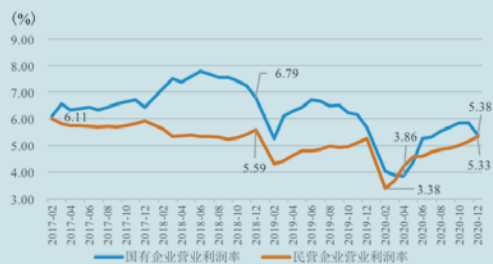
近年来，我国宏观经济增速放缓，2018年以后地方国有企业利润增速趋势性回落，盈利能力持续承压。2020年在新冠肺炎疫情冲击的影响下，地方国有企业利润总额和税后净利润增速持续处于负值区间（见图4）。在此背景下，部分国有企业长期经营不善、主营业务经营能力恶化、债务负担过重的问题进一步被放大，企业信用风险显著提升，叠加有息负债集中到期，流动资产变现能力下降，最终发生债券违约。如中国吉林森林工业集团有限责任公司作为吉林省国有企业，公司主营

图3 2019—2020我国债券市场新增违约主体企业性质分布



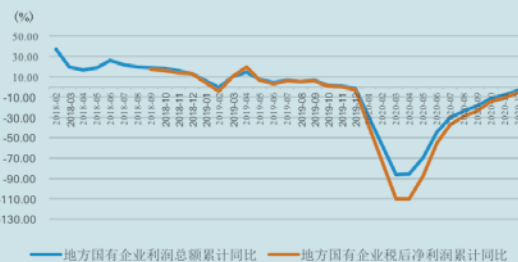
注：外圈为2020年违约主体分布，内圈为2019年违约主体分布
资料来源：联合资信COS系统

图2 我国工业企业中民营企业与国有企业营业利润率对比



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 地方国有企业利润总额及税后净利润累计同比持续下滑



资料来源：Wind，联合资信整理

³ 本文信用等级调整不含展望，且调整家数、调整率均按发行人主体进行统计，即当同一发行人发生多次信用等级调整或存在双评级等情况时按一家发行人样本进行统计，不重复统计。

业务林业资源经营、人造板运营业务受行业环保政策趋严影响，业务收入和利润大幅下滑，自身造血能力恶化，加之公司债务压力较大，流动性紧张，融资渠道明显受限。

2. 地方政府财政受限，对地方国企救助能力和意愿下滑，国企信仰脆弱化

近年来，受减税降费力度增大等因素影响，地方财政收入大幅减少，在刚性支出不变的情况下，地方政府债务负担大幅加重（见图5）。今年以来，在新冠肺炎疫情与中美贸易摩擦加剧的冲击下，地方财政收入更是出现了显著的负增长，同时政府在社会保障和就业、卫生健康等民生方面的支出压力增大，地方政府偿债能力明显减弱，对地方国有企业的支持显著下降。如天津房地产集团有限公司，由于公司前期大规模举债，拿地策略激进，致使公司短期负债比重上升，有息负债不断推升。房地产调控政策收紧以后，公司主营业务下降，预付款项及其他应收款对公司流动资产形成较大挤占，公司流动性压力较大。而天津市国资委受区域经济增速下滑及财政情况不佳影响，无法及时对公司提供外部融资救助，导致公司最终债务违约。

此外，由于部分经营效率低下、产业结构落后的国有企业长期经营和投资回报低于融资成本，长期依赖地方政府救助，但政府救助不仅难度大而且见效慢。同时2020年10月《国企改革三年行动方案》落地，明确了国企改革的方向为开展困难和亏损企业专项治理，抓紧淘汰钢铁、煤炭等行业央企落后产能，加快重组整合和市场出清。在此过程中，地方政府救助意愿边际减退、各利益方相互摩擦博弈均导致地方国企信用风险暴露。如永煤控股违约被市场认为是地方政府选择性的违约行为，即地方政府和地方法院为了保护当地核心资产，在处置资产可以偿债的前提下，划走核心资产从而违约，永煤控股甚至一度被市场质疑为“逃废债”行为。

3. “子强母弱”集团型企业风险暴露较大

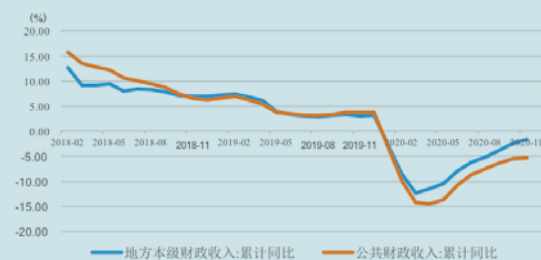
“子强母弱”集团型企业主营业务和资产多集中于

子公司，子公司相对母公司贡献了更多的收入和利润，而母公司层面基本无实质业务，以其他应收款、长期应收款等不易变现的资产为主，与此同时母公司承担了过多的债务发行职责，面临较大的债务压力。如永煤控股，截至2020年三季度，永煤控股的货币资金仅66.69亿元，在合并报表范围内占比较低，表明母公司对现金的掌控程度明显偏弱；而永煤控股其他应收款为321.90亿元，占公司当期总资产的接近50%，且多来自于子公司等关联公司，母公司资金被子公司占用导致公司现金流极度紧张，流动性承压。华晨集团也是典型的“子强母弱”集团企业，尽管公司拥有多个品牌，但整体盈利主要依赖子公司华晨宝马，2019年和2020年上半年公司净利润分别是67.63亿元和40.45亿元，但剔除华晨宝马的利润后分别亏损约8.63亿元和3.4亿元。公司其他自主品牌销售业绩不佳，相关产品营业收入大幅下滑，加之公司将于2022年转让华晨宝马25%股权给宝马公司，优质资产即将转让加剧了市场对公司的担忧，影响了公司再融资能力，最终破产重整。

违约主体行业覆盖面进一步扩大

2020年，我国新增违约主体涉及行业19个，与往年相比，新增材料、复合型公用事业、软件、水务和纸与林木产品行业企业发生违约，违约企业行业覆盖面进一步扩大。汽车行业企业违约家数较多（4家），其次为房地产管

图5 我国地方政府与公共财政收入对比



资料来源: Wind, 联合资信整理

理和开发、制药和综合类行业（均为3家），建筑与工程、金属、非金属与采矿和通信设备行业企业违约家数均为2家，其余行业违约企业均为1家，行业分布较为分散。违约主体家数较多的行业中，汽车行业和房地产管理和开发行业受疫情影响，经营活动严重受阻，加之行业景气度较低，资质较差企业盈利能力恶化，违约风险加大；制药行业违约企业主要为内部控制风险较大的民营企业。

从公募债券市场违约率来看，2020年，贸易公司与工业品经销商和电子设备、仪器和原件行业发行人违约率较高，均在2.00%以上。主要原因为疫情下国内外需求萎缩，企业现金流受限明显、偿债压力较大，信用风险显著上升。

从近七年公募债券市场不同行业企业平均违约率来看，违约主要集中在化工，食品，机械，电子设备、仪器和元件，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿等行业。

从等级调整来看，2020年，我国公募债券市场建筑与工程行业发行人调降家数（9家）最多，综合类行业发行人调降家数（8家）次之，金属、非金属与采矿和房地产管理和开发行业发行人调降家数均为6家，石油、天然气与供消费用燃料，化工和商业银行业务发行人调降家数均为4家。调降率方面，2020年我国公募债券市场金属、非金属与采矿行业的调降率最高（4.41%），其次为石油、天然气与供消费用燃料（3.08%）和化工行业（3.05%）。

违约发行人主要分布北京、广东和辽宁等地区

2020年，我国债券市场新增违约主体主要分布在北京（6家）和广东（5家），辽宁省次之（3家），且上述地区违约主体家数连续两年均在3家以上，其余省份违约较少。从新增违约主体债券到期违约规模来看，北京（489.38亿元）、辽宁（186.65亿元）、福建（116.13亿元）和广东（88.10亿元）地区合计违约金额占全部新增违约主体到期违约规模85%以上。

从公募债券市场违约率来看，2020年，宁夏、青海、

吉林和辽宁地区发行人违约率均在2.00%以上，且宁夏和青海地区发行人违约率高于6.00%，宁夏和青海地区发行人违约率较高主要受该地区企业样本量偏少影响。与上年相比，吉林、重庆、上海、广东和北京地区发行人违约率上升幅度较大。

从近七年公募债券市场不同地区企业平均违约率来看，吉林、河北、内蒙古和云南等地区平均违约率较高。

从等级调整来看，2020年，我国公募债券市场中北京（10家）地区企业调降家数较多，广东和山东次之（均为9家），辽宁和重庆地区调降家数均为5家，其余省份调降家数较少。调降率方面，2020年我国公募债券市场中，海南、西藏、宁夏和吉林调降率相对较高，调降率均在10%以上，其余省份调降率较低。其中，海南、西藏和宁夏地区主要受样本量偏少影响；吉林地区民营企业和国有企业均出现多家企业违约，加之其经济增长低迷，市场对其债券认可度较低以及地方政府对发行人的外部支持能力不足导致信用风险较高。

上市公司违约风险有所下降

2020年新增违约主体中上市公司有6家，占比达到19.35%，均较上年（18家，36.73%）有所下降。从公募债券市场违约率来看，2020年上市公司违约率为0.93%，较上年（2.53%）和2018年（2.16%）均有所下降，但相较于2018年以前上市公司0.50%以下的违约率仍处于较高水平。整体来看，2020年上市公司违约状况有所改善，主要由于2020年为应对新冠肺炎疫情对宏观经济造成的冲击，监管层连续释放呵护融资环境的措施，市场整体流动性较为充足，上市公司融资环境恢复相对良好。

更多企业选择信用风险缓释措施以延缓债务风险

近年来，在违约常态化发生的背景下，债券市场风险持续暴露。政策方面，2020年在疫情防控背景下，2月，交易商协会在《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》中提出将积极引导投资者

对疫情防控期间到期的公司债券，通过与发行人达成展期安排、调整还本付息周期等方式，帮助发行人度过困难期。7月，沪深交易所发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，旨在规范公司债券置换业务、维护债券市场秩序、保护投资者合法权益。实践方面，2020年，发行人采用的信用风险缓释措施主要包括展期兑付、场外兑付和债券置换，以及永续债到期后续期或递延支付利息等。

具体来看，2020年采用展期方式的发行人数量与规模较大，且较上年大幅增加，涉及主体有北京桑德环境工程有限公司、中融新大集团有限公司、新华联控股有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、山东如意科技集团有限公司等多家发行人。其中，6家发行人在债券展期后仍有其他债券发生违约情况，涉及主体为北京桑德环境工程有限公司、宁夏远高实业集团有限公司、延安必康制药股份有限公司、中融新大集团有限公司、山东如意科技集团有限公司和新华联控股有限公司。

债券置换方面，上半年北京桑德环境工程有限公司发行银行间首单债券置换票据“20桑德工程EN001”，专项用于以非现金方式部分置换“17桑德工程MTN001”，但随后原债券与新置换票据相继发生实质性违约。此后，“17华昌01”、“20瓦房02”及“15泛海MTN001”也相继采用债券置换方式缓解偿债压力。

场外兑付方面，2020年债市出现多起发行人与投资人协商场外兑付的案例。3月，中融新大集团有限公司公告将“18中融新大MTN001”2020年度利息的支付方式由场内支付变更为场外支付，但实际场外兑付的债项利率由原先7.5%的下调至3%~4%；同月，山东如意科技集团有限公司公告称，“19如意科技MTN001”的利息将延迟三个月兑付，公司已与投资人达成一致，将采取场外兑付的方法；12月，鸿达兴业股份有限公司未能按

期支付“20鸿达兴业SCP001”本息，公司控股股东鸿达兴业集团与债券持有人达成场外兑付协议。场外兑付具有高度的不透明性，如何公平以及公正的保障投资人的合法权益以及如何防范风险，均是投资人与监管需要关注的方面。

近年来永续债续期延息现象持续受到市场关注，由于永续债通常附带递延支付利息权，即发行人拥有可以递延其应付利息至以后期限而不构成违约的权利。因此，发行人可能因为信用情况恶化而出现利息递延的情况。2020年永续债续期延息涉及主体有新华联控股有限公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司、三亚凤凰国际机场有限责任公司等。

整体来看，上述信用风险缓释方式多是发行人在阶段流动性压力下的被迫选择，虽然在短期内缓解了发行人的偿债压力，但并没有从根本上解决发行人偿债能力较低的问题，信用风险仍然较大。

二、2021年我国债券市场信用风险展望

2021年全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看，2021年我国债券市场主要信用债到期规模⁴约为8.42万亿元，考虑到将于2021年发行且2021年年内到期的超短融，按2020年情况估算，2021年主要信用债到期规模可能达到11.07万亿元，较2020年（10.62万亿元）增长4%左右。

此外，2021年将约有约1.94万亿元信用债进入回售期，按30%的实际回售率估算，2021年回售债券中约有0.58万亿被行权，较2020年（0.37万亿元）增长56.76%。合计来看，2021年主要信用债偿债规模将在11.65万亿元左右。

从偿债节奏看，其中3月和4月单月的偿债量均在1万亿左右，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行

⁴包含到期还款、提前还款。

发生改变。

从级别分布看,AAA级主体所发债券到期规模约为5.85万亿元,占比(69.40%)较上年⁵(70.71%)略有下降,AA+主体所发债券到期规模约为1.53万亿元,占比(18.19%)较上年(16.30%)有所上升,AA级及以下主体所发债券到期规模约为1.04万亿元,占比(12.41%)较上年(12.99%)略有下降,各级别主体偿债压力相对稳定。

从企业性质看,2021年国有企业偿债压力略有上升,其到期规模约为6.78万亿元,较上年(6.27万亿元)增长8.13%;民营企业债务到期规模约为5090.53亿元,与上年(5126.27亿元)基本持平;公众企业债务到期规模约为8938.96亿元,较上年(9666.29亿元)回落7.52%;其他类型企业债务到期规模约为2392.59亿元,较上年(2084.24亿元)增长14.80%。

从城投企业债券到期规模看,2021年城投企业总偿债量约为2.54万亿元,较上年(1.95万亿)增长30.26%。其中3、4月份偿债规模均在3000亿元以上,单月偿债压力较大。

从地区分布看,江苏、浙江省、天津、四川和北京的城投企业债务到期规模较大,其中江苏省到期规模超6000亿元,其他四省市债务到期规模均在1300亿元至2000亿元之间,明年这些地区城投企业偿债压力相对较大。

从区域低级别(AA级及以下)城投企业偿债压力看,江苏、重庆、四川、浙江、湖南等省份的低级别城投企业债务到期规模相对较大,其中江苏省低级别城投主体债务到期规模在1770亿元左右,偿债压力相对较大。

此外,2021年进入回售期的城投企业债券规模约为7929.82亿元,按30%的实际回售率估算,将有2378.95亿元债券行权,较2020年(846.29亿元)增长181.10%。

从行业分布看,2021年综合类(1.24万亿元)、建筑与工程(1.21万亿元)、资本市场(0.87万亿元)、商业银行(0.71万亿)电力(0.59万亿元)、房地产管理和开发

(0.54万亿元)、交通基础设施(0.48万亿元)、多元金融服务(0.44万亿元)、石油天然气与供消费用燃料(0.42万亿元)和金属、非金属与采矿(0.33万亿元)行业的债券到期规模较大,其中多元金融服务(43.81%)、综合类(34.87%)、建筑与工程(32.45%)、电力(27.44%)和房地产管理与开发(24.61%)行业的债务到期规模增幅相对较大,偿债压力明显上升。

从地区分布看,2021年北京(1.88万亿元)、江苏(0.92万亿元)、广东(0.85万亿元)、上海(0.76万亿元)和浙江(0.44万亿元)的债券到期规模相对较大,西藏、海南、福建和湖北的信用债到期规模的增幅均在50%以上,上述地区明年偿债压力相对较大。

2021年信用风险展望

1. 债券市场信用风险仍将持续暴露,但整体可控,预计违约率不高于2020年

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是在国内经济持续回暖,经济内生动能逐步恢复的大背景下,针对疫情出台的各项宽松措施将有序退出,财政政策和货币政策将向常态化回归。二是在“稳杠杆”的长期政策取向,金融资源的配置需要进一步优化,部分过剩产能行业的企业,将难以像过去得到银行信贷或是非标融资的支持,信用风险将加速暴露。三是新冠肺炎疫情尚未完全得到控制,一些受疫情影响严重行业企业、信用资质较差的企业信用风险将会持续暴露。

信用风险整体可控。一是中央经济工作会议提出,宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,货币政策不会出现“急转弯”。二是2020年11月金稳委会议召开,要求严格维护市场公平和秩序,严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产等各类违法违规行为,严厉处罚各种“逃废

⁵ 为保持可比,剔除2020年发行且于2020年年内到期的超短融,以下同。

债”行为，保护投资人合法权益；2021年央行工作会议也指出推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为的查处力度，在此背景下，发行人偿债意愿和地方政府股东协调意愿将有所加强。整体来看，我国债券市场信用风险仍然可控。

2. 民营企业尾部信用风险释放仍将继续，重点关注短期集中兑付压力较大的民企

一是我国民营企业较集中分布于制造业、建筑业和服务业等领域，近年来受终端需求放缓、成本上升、中美贸易摩擦影响，经营普遍承压，2020年在疫情冲击下，民营企业营业利润增速出现断崖式下滑。短期内，疫情对民营企业的冲击还将持续，民营企业经营现金流将持续承压。二是近年来投资者对民营企业风险偏好有所下降，民企融资环境持续恶化，在货币政策向“常态化”回归的背景下，市场信用分化加剧，低资质民企再融资压力相对较大。三是鼓励支持民企融资政策措施成效相对有限。尽管政府通过创设信用风险缓释工具等方式支持民企融资，一定程度上有助于促进民企债券发行，但存在市场化不足，发行体量相对较小等问题，对缓解低资质民企融资困境帮助有限。整体来看，建议重点关注受疫情冲击较重、短期偿债压力较大、杠杆水平过高、财务费用高企、公司治理存在明显缺陷的民营企业信用风险。

3. 国有企业信用风险仍将持续暴露，做好地方“弱国企”的风险排查

一是2020年10月《国企改革三年行动方案》正式落地，提出推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济将是未来国企改革的重点任务之一，在提高国有资本效率的目标下，加快剥离非主营业务和低效无效资产，开展困难企业和亏损企业的专项治理，加快“僵尸企业”的重组整合和市场出清将是明确的方向。二是受疫情影响，地方国有企业盈利能力持续承压，2020年地方国有企业利润总额和税后净利润增速持续处于负值区间。现阶段，新冠肺炎疫情影响尚未完全

消退，内需尚未完全恢复，地方国有企业经营现金流或将持续承压。三是地方政府救助能力有所下降，近年来随着减税降费力度的增大，地方政府的财政收入增速持续下滑，2020年在疫情冲击下，地方财政收入增长率始终处于负值区间，但财政支出仍大，地方政府的救助能力将有所下滑。整体来看，在宏观经济政策转向，国有企业盈利承压和地方政府支持力度减弱的背景下，地方“弱国企”信用风险将有所提升。

4. 城投企业经营环境整体保持稳定，关注层级较低城投企业信用风险

城投企业经营环境整体保持稳定。一是2021年是“十四五”开局之年，也是建党100周年，国内经济将坚持“稳中求进”，宏观政策将保持连续性、稳定性和可持续性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。二是2020年12月，中央经济工作会议指出，2021年投资端要加大新型基础设施投资力度、实施城市更新行动、推动老旧小区改造、建设现代物流体系，要高度重视保障性租赁住房建设等，为城投企业提供一定的项目储备空间。三是2020年8月，《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》正式落地，推出县城新型城镇化建设专项企业债券，由市场化运营的公司法人主体发行，募集资金主要用于县城（含县级市城区）建设项目，重点包括县城产业平台配套设施建设项目、县城智慧化改造建设项目和县城新型城镇化其他领域建设项目，有助于推动县级城投平台发行债券融资。整体来看，城投企业经营环境将保持稳定。

城投企业信用水平分化加剧，关注层级较低的城投企业信用风险。一是2021年城投债到期和回售压力均有所加大。二是随着国内经济逐步企稳，2021年货币政策将逐步向常态化回归，城投企业融资环境面临边际收紧的可能性。三是随着地方隐性债务风险化解工作的推进，地方债务规模管控要求的执行将更为严格，控制高风险区域债务规模的无序扩张，引导区域和城投平台合理举债，通过置换等方式逐步解决历史包袱是大势所

趋。高债务率地区的城投平台新增融资限制将会趋严，其债券市场融资空间将更为受限。四是目前“城投刚兑”虽仍未打破，但2020年陆续出现了瓦房债置换、吉林铁投技术性违约、沈公用债券担保代偿等信用风险事件，城投企业花式违约有所增多。五是城投企业的非标风险频繁暴露，仅就发债城投而言，据不完全统计，2020年以来56个非标风险事件涉及7个省的39家平台。非标信用风险的持续暴露及地方国企信用债违约事件的发生，导致区域再融资环境恶化。未来，城投企业信用水平区域分化将持续加剧，再融资环境恶化地区的城投企业非标信用风险将持续暴露，债务负担重且债务到期集中、直融及非标融资占比高、对外担保规模大、再融资压力大的城投主体信用风险值得关注。

5. 适当关注房地产、煤炭、消费类、交通运输和贸易等行业弱资质企业信用风险

房地产行业方面，一是中央始终坚持“房住不炒”总基调并将其列入“十四五”规划，未来各地对房地产的调控政策仍不会放松。二是自2020年8月“三道红线”新规出台以来，地产行业融资政策进一步收紧，年底出台的房地产贷款集中度管理制度，再度表明监管对于房地产融资收紧的态度，后续随着超限的中小银行对房地产贷款集中度进行调整，踩线较多、规模较小的房企授信额度可能会有所下调，资金来源愈发受限。三是2021年房企境内债和海外债均面临偿债高峰，部分偿债规模较大的房企各类杠杆提升空间均较为有限，再融资压力较大。整体来看，在“房住不炒”的政策基调下，2021年偿债压力较大、负债率较高、流动性比较紧张、经营韧性较弱的民营房企信用风险值得关注。

煤炭行业方面，随着疫情得到控制，经济逐步复苏，明年煤炭总需求量或有所回升，煤炭价格有望保持稳定。但永煤违约对整个煤炭板块形成巨大冲击，投资者对历史债务包袱较重、非煤业务表现较差和偿债压力较大的煤炭企业担忧情绪较重，河南、河北等地国有煤企的再融资压力依然较重，上述煤企的信用风险值得关注。

消费类行业和交通运输行业方面，在新冠肺炎疫情的持续冲击下，航空、机场、旅游、公交、高速等出行板块企业盈利大幅恶化，零售、汽车、纺织服装、传媒和家电等可选消费行业企业盈利也因居民消费能力和消费意愿的下降而表现不佳。目前，国内疫情尚未完全得到控制，新冠疫苗的接种进度可能不及预期，上述板块难以在短时间内恢复到疫情前水平，行业内资质较差、短期偿债压力较大的债务发行人信用风险值得警惕。

贸易行业方面，贸易行业自身毛利率偏低，经营环境恶化对企业盈利冲击较大。当前，疫情造成世界经济严重衰退，国际贸易和投资大幅萎缩，贸易行业企业经营持续承压。2021年，中美关系不确定性仍然较大，疫情冲击短期内难以消退，贸易行业经营环境难言好转，需警惕行业尾部主体的信用风险。

6. 适当关注东北、西北、江浙等区域的信用风险

一是区域债券融资分化进一步加剧。东三省中，2020年黑龙江、吉林省信用债净融资额较上年大幅下滑，辽宁省信用债净融资额依旧为负值；西部地区中，2020年青海省信用债净融资额较上年大幅下滑，依旧为负值，甘肃信用债净融资额增速相对缓慢，宁夏和西藏信用债净融资额依然较低；中部地区中，河北和山西省信用债净融资额增速相对缓慢；此外，2020年海南省信用债净融资额依旧较低，上述地区发债融资能力较弱。二是区域社融分化加剧。近年来，青海、西藏、宁夏、海南、内蒙古和东三省新增社融占比持续较低；2020年，青海、辽宁和黑龙江新增社融增速均出现大幅下滑，上述区域融资能力相对较弱。三是永煤违约后，河南省债券发行规模急剧萎缩，煤炭大省河北和山西债券发行规模大幅下降且产业债信用利差大幅上行，反映出市场对上述区域担忧情绪较重，区域再融资压力较大。四是江浙地区民营企业较多，且以贸易、制造业和出口加工型为主，受疫情影响，世界各国经济严重衰退，国际贸易大幅萎缩，江浙地区出口类企业经营持续承压，2021年江浙地区企业债务到期压力和回售压力仍然相对较大，区域信用风险值得关注。 ▮

经济实现正增长，内生增长动力加强

——2020年联合宏观信用观察年报

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

一、2020年宏观经济运行回顾

全球经济负增长

2020年突如其来的新冠疫情重创全球经济，各国不同程度的封锁措施使经济大幅下滑、失业率飙升，二季度GDP跌幅普遍创历史最低值，国际货币基金组织（IMF）2021年1月发布的《全球经济展望》预测，2020年全球经济将萎缩3.5%，为上世纪30年代大萧条以来最严重的衰退。

疫情对海外经济体的冲击大部分在二季度显现，主要发达经济体美国、欧元区、英国、日本二季度GDP均出现不同程度的负增长，三季度开始反弹；从前三季度累计增长看，美国GDP同比下降3.8%，大幅好于欧元区7.4%、日本5.9%以及英国11.0%的降幅，主要是由于其他主要发达经济体的刺激政策力度及速度不及美国。新兴经济体中，东南亚新兴经济体疫情虽然不及欧美国家严重，但由于是外向型经济体，与欧美国家经济高度相关，因此除了越南外，经济下滑幅度基本与欧美一致；除中国以外的金砖国家，受疫情影响程度不同，经济集体出现下滑，其中印度经济下滑幅度最大。IMF预测，2020年发达经济体同比下降4.9%，其中美国下降3.4%，欧元区下降7.2%，日本下降5.1%，英国下降10.0%；新兴经济体下降2.4%。

经济实现正增长，内生增长动力加强

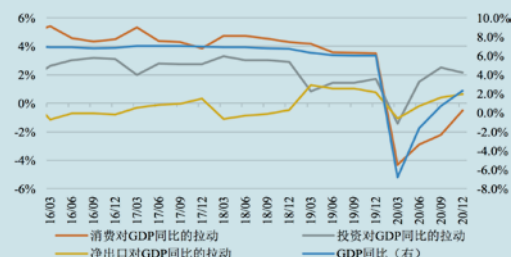
1. 经济实现正增长，结构逐步优化

2020年，在严峻复杂的国内外环境特别是新冠肺炎疫情严重冲击的背景下，我国GDP达到101.6万亿元，历史上首次突破100万亿，全年实现2.3%¹的增长（见图1），经济整体呈现逐季修复的向好态势，预计是2020年全球唯一实现正增长的主要经济体。其中，第三产业仍是拉动GDP增长的主要因素（贡献度47.3%），第二产业对于GDP增长的贡献度（43.3%）明显上升。从三驾马车看，投资再次成为经济增长的主要驱动力。

2. 工业生产逐季回升，服务业稳步恢复

工业生产整体呈现稳步恢复、逐季回升的态势，制造业作为支柱产业对工业的带动作用不断加强。2020年，我国工业增加值31.3万亿元，同比增长2.4%，规模以上

图1 2020年以来实体经济部门的信用总量快速增长（单位：万亿元、%）



数据来源：联合资信根据中国人民银行统计数据计算

¹ 全文提及的 GDP 增速均是指同比实际增速。

工业增加值同比增长2.8%，二者增速均较上年腰斩；分季度看呈逐季回升的态势，且四季度已经恢复至正常的增长水平，12月规模以上工业增加值同比增幅达到7.3%。分三大门类看，2020年，制造业增加值同比增长3.4%，较2019年6.0%的增速有明显下降，但仍继续发挥支撑工业稳定增长的重要作用，其中高技术制造业和装备制造业增加值分别同比增长7.1%、6.6%，增速分别较2019年下降1.7和0.1个百分点，成为带动制造业增加值增长的主要力量；另外，采矿业增加值增长0.5%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值增长2.0%，分别较2019年下降4.5和5个百分点，降幅明显。

服务业增加值在经历年初的大幅下滑之后，呈现逐季恢复的态势。2020年服务业增加值55.4万亿元，同比增长2.1%，且增速呈现逐季回升的趋势，已恢复至上年同期水平。从服务业的主要指标看，服务业生产指数、商务活动指数以及活动预期指数同比增速自三季度以来已经逐步恢复至正常水平，但12月以来国内疫情区域性的反复对服务业的恢复产生了干扰，三个指数在12月均出现不同程度的下降；服务业企业营业收入同样呈现逐步修复的态势，1—11月规模以上的服务业企业营业收入累计同比增长1.6%，虽然已经恢复至正增长，但较正常水平依然有较大的差距。

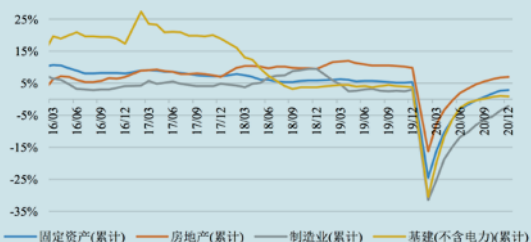
3. 投资稳步恢复，呈现“房地产>基建>制造业”的格局

2020年，我国固定资产投资51.9万亿，同比增长2.9%，增幅较2019年下降2.5个百分点（见图2）。受疫情冲

击，2020年1—2月全国固定资产投资大幅下降24.5%，而后降幅逐月收窄并于9月转正。从投资结构上看，房地产投资是拉动2020年固定投资增速转正的重要力量，呈现“房地产>基建>制造业”的格局。

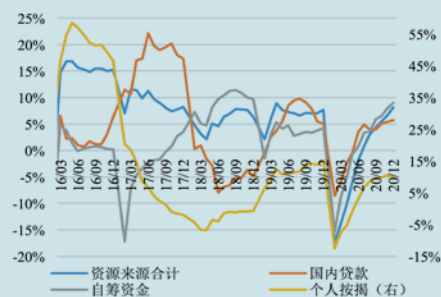
房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量。2020年，我国房地产开发投资14.1万亿，同比增长7.0%，超过固定资产投资整体增速4.1个百分点（见图3~4）。2020年房地产投资实现较快的修复速度，主要有三方面原因，一是在流动性整体宽松的环境下，房企融资情况整体较好，全年房企资金来源同比增长8.1%（2019年为7.6%）；二是疫情后前期受到压制的购房需求反弹，叠加信贷政策的宽松，催生了2020年房地产市场销售的阶段性火爆，房企资金周转加快；三是房地产库存处于较低位置，长周期看房企处于主动补库存阶段，同样支撑房地产投资的修复。

图2 固定资产投资增速



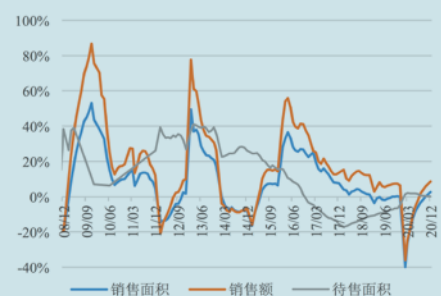
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图3 房地产资金来源累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4 房地产销售及待售累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

基建投资温和增长。2020年，我国基建投资（不含电力）14.0万亿，同比小幅增长0.9%，这主要有两方面原因：一方面是财政支出投向基建的力度大幅下降，不仅是受财政收入下降的影响，更是由于“保增长、保民生、保稳定”等工作要求财政支出增加；另一方面可能与优质基建项目缺失有关。

制造业投资呈现逐渐修复的趋势，经济内生增长动力不断加强。2020年制造业投资19.4万亿，同比下降2.2%，是三大投资领域中唯一增速尚未转正的。受疫情影响全球需求显著下降，制造业投资经历了深度负增长后缓慢修复，但8月以来制造业修复速度明显上升，且从单月增速看，自8月开始制造业投资增速已经超过了去年同期水平，且在11月超过房地产投资增速。**分行业看，2020年医药制造和计算机通讯行业是制造业投资增速修复的两大主要支撑项。**

4. 消费尚未恢复至正常水平

2020年我国社会消费品零售总额为39.2万亿元，同比下降3.9%，较2019年8.0%的增幅下降明显，**虽逐季修复，但尚未恢复至疫情前水平，呈现需求端修复慢于生产端的特点。**拖累2020年消费增速的主要因素有两个：一是疫情防控措施以及消费者对疫情的防范心理导致**线下聚集性消费的大幅下滑**，2020年餐饮收入累计同比下降16.6%，降幅显著；二是**居民收入增速下降且预防性储蓄上升**，2020年居民收入实际同比增长2.1%，实际消费支出同比下降4.0%，居民消费支出增速慢于收入增速，与疫情后居民预防性储蓄上升的特征相一致。12月社会消费品零售总额当月同比增速较11月下降0.4个百分点至4.6%，显示了国内疫情散点式的爆发对消费修复产生的抑制作用。

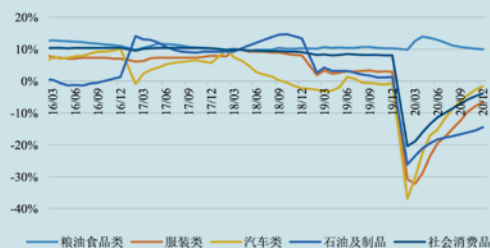
受疫情影响，居家消费需求明显增长，网上消费规模快速增长。2020年，全国网上零售额同比增长10.9%，其中，实物商品网上零售额增长14.8%，明显好于社会消费品零售总额负增长的情况；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为24.9%，占比较2019年进

一步上升。分行业看，粮油食品等生活必需品在疫情冲击下消费增速有所增长后逐步下降至正常水平，全年增长9.9%，增幅与2019年相比变动不大，显示了疫情初期居民出于恐慌心理而大量囤积生活必需品（见图5）；汽车消费在消费政策的支持下快速恢复，全年仅下降1.8%（2019年为-0.8%），与其他类消费品相比降幅较小；石油及相关制品的消费全年同比下降14.5%，并未随着汽车消费的修复而快速回升，一方面是由于汽车销售端的刺激政策集中在新能源汽车，对石油制品的消费需求下降，另一方面与疫情期间油价下降有关。

5. 外贸好于预期，出口总值创历史新高

2020年世界经济增长和全球贸易遭受严重冲击，在外需大幅下降的背景下，我国外贸出口明显好于预期值。2020年全年出口总额17.9万亿，较2019年增长4.0%；进口总额14.2万亿，较2019年下降0.7%；全年实现贸易顺差3.7万亿（2019年为2.9万亿）。分月份看，出口从2020年6月起连续7个月实现正增长，全年出口总值创历史新高，国际市场份额也创历史最好纪录，成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。12月出口增速下降3.6个百分点至10.9%，主要是受海外疫情影响，需求下降；进口增速降幅收窄1.2个百分点至-0.2%，二极管和铜矿砂进口增速大幅上升是进口降幅收窄主要因素。2020年面对疫情的冲击，我国外贸出口依然实现正增长，主要有两方面原因：一方面是防疫物资和手机、电脑等“宅经济”需求上升，疫情期间，海外国家对防疫物资

图5 社会零售总额累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

和“宅经济”产品的需求大增，二者共同拉动整体出口增长3.2个百分点；另一方面是出口替代效应，受疫情影响，全球主要经济体的生产均受到影响，我国工业生产率先恢复且门类齐全，成为全球需求的主要供应源。

6. CPI高点回落，PPI企稳回升

CPI月度同比前高后低。2020年，CPI上涨2.5%，涨幅比上年回落0.4个百分点；其中食品价格上涨10.6%，影响CPI上涨约2.2个百分点，是推动CPI上涨的主要因素。食品中，在非洲猪瘟疫情、周期性因素等共同作用下，猪肉价格上涨49.7%，影响CPI上涨约1.6个百分点，是CPI上升的主要原因。随着疫情防控形势持续向好，生猪产能不断恢复，CPI涨幅逐步回落。12月，受低温天气、需求增加及成本上升等因素影响，CPI同比增长0.2%（11月为下降0.5%）。

PPI整体先降后升。2020年，PPI下降1.8%，降幅比上年扩大1.5个百分点。石油、钢材和煤炭等相关行业价格下降，是影响PPI下降的主要因素。2020年，受国际原油价格震荡下跌叠加疫情等因素影响，国内石油相关行业价格总体下行。石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业等石油相关行业价格全年平均降幅在5.9%~27.4%之间，合计影响PPI下降约1.3个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭合计影响PPI下降约0.3个百分点。12月份，PPI同比下降0.4%，降幅比5月份的低点收窄了3.3个百分点。

图6 新增社融构成及同比增速



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

7. 社融增量逐季下降，货币政策边际收紧

2020年为了对冲疫情的冲击，我国实施稳健的货币政策，全年看，社融累计增量为34.9万亿，比上年增长9.3万亿元；社会融资规模存量同比增长13.3%，比上年末高2.6个百分点（见图6）。从社融构成看，政府债券和信贷是支撑2020年社融多增的主要因素。具体看，2020年累计新增人民币贷款20.0万亿，完成年初的信贷目标，占全部新增社融的57%，较上年下降9个百分点；新增政府债券8.3万亿，占全部新增社融的24%，较上年上升6个百分点。分季看，社融增量呈逐季下降的趋势。12月新增社融1.7万亿，同比减少4821亿元，社融增速较上月下降0.3个百分点至13.3%，主要是由于监管要求“2020年融资类信托规模同比压降20%”以及表外转表内导致信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别减少4629亿元和2216亿元。

8. 制造业稳步恢复，产需不平衡逐步收敛

2020年，我国制造业采购经理指数（制造业PMI）经历了2月断崖式下降、3月“V”形反转后一直处于扩张区间，四季度制造业复苏步伐有所加快。整体看，2020年以来制造业呈现生产修复快于需求的特点，该趋势自三季度以来逐步收窄；分企业类型看，疫情对小型企业的冲击远大于大中型企业。12月，制造业PMI为51.9%，虽略有回落，但连续10个月保持在荣枯线以上，制造业总体保持稳步恢复的良好势头。

2020年，我国非制造业商务活动指数自3月以来一直处于荣枯线上，其中建筑业商务活动指数受益于房地产和基建投资的带动，快速回升至60%上下；服务业商务活动指数也保持较高的景气水平，其中服务业商务活动预期指数自7月以来一直位于60%以上，表明多数服务业企业对市场稳定恢复持续看好。12月，非制造业商务活动指数较11月下降0.7个百分点至55.7%，但依然位于近8年来同期最高值，主要受疫情导致服务业PMI下行影响。

9. 估值因素推动外汇储备增加，人民币兑美元继续升值

截至2020年末，我国外汇储备规模为3.2万亿美元，

较2019年末增加1086亿美元;较11月末上升380亿美元, 外汇储备波动主要是受汇率折算和资产价格变化估值因素的影响。自2020年6月开始,人民币兑美元进入升值通道。截至2020年末,美元兑人民币即期汇率收报6.5398,相对2019年末升值6.9%。6月以来的人民币兑美元升值的主要因素主要有两方面,一是中美经济修复差异,疫情后我国率先修复,2020年成为全球唯一实现正增长的主要经济体,而美国经济修复缓慢,尚处于深度负增长区间;二是中美货币政策差异,为对冲疫情的冲击,美国实施了量化宽松政策,与之相比,我国的货币政策更为收敛,且可能是最早退出宽松货币政策的经济体。2020年参考BIS、SDR货币篮子以及CFETS人民币汇率指数均同步升值,我国经济领先其他经济体支撑人民币的升值。

10. 就业形势整体改善

2020年初,我国在新冠肺炎疫情冲击下,就业市场受到明显影响,随着经济社会秩序持续恢复,各项稳就业政策落地见效,就业形势逐步回稳向好,且结构性问题也得到了改善。2020年2月经济活动受到限制,企业停工停产较多,全国城镇调查失业率升至6.2%的年内高点。随着疫情防控取得积极成效,复工复产市持续推进,经济逐季修复,就业形势整体改善,失业率逐步走低,2020年12月失业率降至5.2%,与2019年同期持平。

二、区域和行业运行特征

2020年,各省经济发展差异较大,财政收支压力突出。GDP增速方面,2020年,除湖北(-5.0%)外,其余省份均实现GDP增长,但内蒙古(0.2%)、辽宁(0.6%)等东北省份增速较小;西藏(7.8%)仍保持较快增长,贵州(4.5%)、云南(4.0%)增速依旧位列全国前列(见表1)。工业增加值方面,2020年,除湖北(-6.10%)、海南(-4.50%)、青海(-0.20%)工业增加值累计同比仍为负值外,其余省份均呈同比增长态势。其中湖北为新冠疫情

国内首发地,导致全省复产复工程度远落后于国内其他省份;海南或因建筑施工投资降幅大导致水泥等主要工业产品产量下挫程度深,使得上述两省份工业修复速度远远落后于全国平均水平(2.80%)。CPI方面,2020年,青海、新疆CPI累计同比增速较低,为1.50%;云南、四川CPI累计同比较高,超过3.0%。财政收入方面,由于部分省份尚未披露12月财政数据,因此暂用前11月数据初步概览各省2020年财政收入变化情况,2020年1—11月,18个省份财政收入呈累计同比下降态势,其中降幅较大的省份主要集中于湖北、天津、黑龙江等省份,一方面受疫情影响较大,另一方面上述省份也受到经济活跃度下降、产业转型期、人口结构变化等外部因素的影响。财政支出方面,2020年1—11月,全国财政支出平均累计同比增速为0.70%,较上年支出总量基本持平,大部分省份增幅较小,河北、海南等省份累计同比增幅超过6%,天津、湖南、贵州等省份财政支出同比下降,可以看出,大部分省份在疫情防控的紧张环境下,更注重支出效率的提升与支出结构的调整,而未因疫情导致支出大面积提升。

2020年,煤炭、钢铁修复态势良好,地产、汽车等销售情况转好。上游行业方面,2020年,煤炭产量同比增长2.6%,价格同比增长9.2%,受12月以来极寒天气影响,用电量需求提升,部分地区煤炭供需偏紧,库存持续下降,推动12月煤炭价格提升;原油方面,美国原油库存同比上升6.4%,布伦特原油期货同比下降22.9%,环比增长14.2%,油价持续在回升通道;钢铁产量同比增长10.0%,重点钢企库存及价格均呈继续增长态势,由于库存增幅较大,预期后期钢材价格将有所回落。12月,水泥价格同比下降6.6%。下游行业方面,2020年,房地产竣工面积同比下降4.9%,12月百城住宅价格维持同比增长3.5%的水平(11月同比3.34%),房地产销售面积和销售额环比分别实现快速增长,房企促销力度较强,通过销售回款保证资金的快速回笼;汽车产量同比下降1.4%,但受益国内市场需求持续恢复,叠加地方刺激政策年底到期,12月汽车销量同比增长6.4%,年底汽车交易市场较为乐观。

三、2020年宏观政策聚焦

2020年宏观政策回顾

2020年，面对新冠疫情对中国经济社会的负面影响，宏观政策发挥了逆周期调节、托底经济、稳定社会的重大作用。

财政政策方面，2020年，为应对疫情导致的财政收入下滑，收支矛盾突出，积极的财政政策发挥了更加积

极有为的财政效力，制定出台了扩大财政赤字、发行抗疫特别国债、新增地方政府专项债券等一揽子政策举措。具体看，政府债方面，将赤字率提高到3.6%以上，发行1万亿元抗疫特别国债，增加1.6万亿元地方政府专项债券，积极扩大有效投资。税费方面，强化减税降费阶段性政策，重点减轻中小微企业、个体工商户和困难行业企业税费负担，预计全年新增减负超过2.5万亿元，同时，对于环保等领域予以支持，包括延长新能源汽车购

表1 2020年12月区域部分宏观数据(单位: %)

省份	GDP	工业增加值		CPI		PPI	财政收入(前11月)	财政支出(前11月)
	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	累计同比
全国	2.3	7.30	2.80	0.20	2.50	-0.40	-5.30	0.70
北京	1.2	13.30	2.30	0.20	1.70	-1.00	-7.60	-4.08
天津	1.5	5.70	1.60	-0.20	2.00	-1.60	-15.40	-7.47
河北	3.9	11.10	4.70	-0.20	2.10	2.60	0.30	7.93
山西	3.6	13.40	5.70	1.10	2.90	2.60	-7.80	6.05
内蒙古	0.2	9.70	0.70	0.40	1.90	2.40	-4.70	4.45
辽宁	0.6	8.10	1.80	0.50	2.40	-1.30	-1.50	5.36
吉林	2.4	7.90	6.90	0.40	2.30	-0.40	-4.50	1.29
黑龙江	1.0	10.10	3.30	0.60	2.30	-5.60	-11.00	4.69
上海	1.7	13.80	1.70	0.10	1.70	-1.60	-1.50	-7.90
江苏	3.7	12.70	6.10	0.50	2.50	-0.70	3.30	6.46
浙江	3.6	10.20	5.40	1.00	2.30	-1.70	2.80	1.64
安徽	3.9	12.00	6.00	0.40	2.70	0.80	--	0.61
福建	3.3	3.20	2.00	-0.10	2.20	-1.40	0.80	-2.68
江西	3.8	9.30	4.60	0.80	2.60	1.20	0.80	4.33
山东	3.6	9.20	5.00	0.00	2.80	0.00	0.90	0.12
河南	1.3	2.80	0.40	0.80	2.80	0.20	2.60	0.70
湖北	-5.0	7.90	-6.10	-0.20	2.70	-0.40	-25.82	2.32
湖南	3.8	8.40	4.80	0.10	2.30	0.50	-1.20	-7.84
广东	2.3	8.50	1.50	-0.20	2.60	-1.20	1.90	1.37
广西	3.7	7.30	1.20	0.30	2.80	0.50	2.80	6.30
海南	3.5	2.70	-4.50	-1.60	2.30	-4.90	-7.50	7.36
重庆	3.9	8.70	5.80	-0.50	2.30	-0.10	-3.70	-3.01
四川	3.8	8.60	4.50	-0.20	3.20	0.00	4.20	4.55
贵州	4.5	12.10	5.00	-0.40	2.60	0.00	-2.50	-7.19
云南	4.0	-5.80	2.40	0.20	3.60	1.40	2.90	1.08
西藏	7.8	15.10	9.60	1.20	2.20	-0.40	-3.30	-2.73
陕西	2.2	0.90	1.00	0.70	2.50	-2.10	-5.80	0.33
甘肃	3.9	5.10	6.50	0.80	2.00	-4.00	1.20	1.66
青海	1.5	-7.60	-0.20	1.00	2.60	-0.90	5.50	2.30
宁夏	3.9	2.60	4.30	0.50	1.50	1.90	-5.20	2.39
新疆	3.4	8.70	6.90	0.70	1.50	-6.20	-7.90	5.20

数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

置补贴政策实施期限、完善可再生能源发电补贴政策等。支出方面，设立了财政资金直达机制，推动资金快速精准投放到终端，省级财政既当好“过路财神”又不当“甩手掌柜”，提高资金下达市县基层的效率，同时，为继续贯彻扶贫、涉农、环保等政策，资金向受疫情影响较重地区、挂牌督战地区、涉农及环保生态区等倾斜。

货币政策方面，2020年，货币政策坚持总量政策适度、降低融资成本、支持实体经济三大政策取向。面对疫情的严重冲击，人民银行继续实施稳健的货币政策。央行资产负债表的规模基本保持稳定。在此基础上，货币政策灵活适度、精准导向，比较好地对冲了疫情以来宏观形势的高度不确定性，金融运行保持基本平稳。具体看，货币信贷方面，2020年，人民银行通过三次降低存款准备金率，为实体经济提供了1.75万亿元长期流动性，累计推出9万多亿元的货币政策支持措施。结构优化方面，加大对实体经济重点领域的精准支持力度，2020年，制造业中长期贷款余额增长35.2%，增速比上年提高20.3个百分点；重点推出普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达实体经济的货币政策工具，设立3000亿抗疫保供专项再贷款、5000亿元复工复产再贷款再贴现和增加1万亿元普惠性再贷款再贴现额度等金融支持抗疫举措，带动普惠小微贷款增长30.3%，比上年高7.2个百分点。利率市场化方面，通过MLF操作，引导LPR下行，推进并完成存量浮动利率贷款定价基准转换，2020年末，全国企业贷款加权平均利率为4.61%，比上年末下降了0.51个百分点。防范化解金融风险方面，实现P2P平台的“清零”，影子银行规模的缩减，同业关联嵌套的减少。汇率方面，2020年，人民币对美元汇率波动，全年人民币对美元汇率均值为6.90元，和2019年均值持平，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，与我国的对外贸易和经济基本面相符。

2021年宏观政策前瞻

随着我国疫情防控进入常态化，经济运行趋向常

态，根据中央经济工作会议部署，2021年，是“十四五”规划开局之年，我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，以扩大内需为战略基点，推进高质量发展。

1. 积极的财政政策提质增效，更可持续

2021年，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，相较于2020年初“更加积极有为”而言，本次会议转变为“更可持续”的表述，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。而“提质增效”则强调两点，一方面将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面，是强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。总体看，意味着2021年的财政政策会继续应对疫情的冲击而保持较高的水平，但相较于2020年，财政政策在边际上同样会有所收紧，同时从支持方向看，会由2020年的“支持基层保工资、保运转、保基本民生”转向“在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为”，短期刺激经济的项目支出将会大大减少。

2. 稳健的货币政策灵活精准、合理适度

2021年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性，实施稳健的货币政策灵活精准、合理适度，强调政策不急转弯，意味着2021年宏观政策会边际收紧。在总量方面，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕的同时，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在结构方面，发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施2020年针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。健全绿色金融标准体系、政策激励约

束体系、产品 and 市场体系等，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动建设碳排放权交易市场为排碳合理定价。利率方面，完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的央行政策利率体系，健全利率走廊机制，推动货币市场基准利率改革，引导市场利率围绕央行政策利率中枢运行。汇率方面，统筹推进金融业开放、人民币汇率形成机制改革和人民币国际化，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。同时，构筑与更高水平开放相适应的监管框架和风险防控体系。

四、2021年宏观经济预测

随着疫情的好转以及各国的刺激政策，经济不断修复，IMF最新发布的报告中预测2021年全球经济增长5.5%。具体看，美国经济增长5.1%，欧元区经济增长4.2%，英国增长4.5%，日本经济增长3.1%，新兴市场和发展中经济体经济增长6.3%。

2020年中国经济逐季向好的态势将延续至2021年，且经济结构或将进一步优化。具体看，2021年随着我国经济的逐步修复，就业压力下降，居民收入增速逐步上升，对消费的抑制作用减弱，消费将继续上升，对经济的拉动作用进一步提升；投资方面，结构将会改善，制造业投资的动力不断加强，或将成为固定投资的主要支撑因素；出口方面，随着全球经济的恢复，海外需求上升，我国出口预计将继续维持高速增长，但同时由于国内需求市场的恢复，进口大概率扩大。整体看，消费和制造业或将成为2021年经济增长的动力引擎，预计2021年经济增速或将达到8.5%左右，且呈现前高后低的趋势。

固定投资结构进一步优化

2021年，制造业投资将延续8月以来稳步修复的趋势，房地产受限于融资端和销售端房地产贷款的限制、

基建投资由于财政力度减弱，增长动力均逐步走弱，固定投资结构将逐步改善。

1. 房地产投资增速大概率放缓

作为固定资产投资的主要支柱，2021年房地产投资将面临回落压力，但预计整体较为温和，不会出现骤降的现象。原因如下：第一，从房地产融资角度看，2021年1月1日开始实施的“三道红线”，对房企带来较大的融资压力，同时2021年稳杠杆政策下社融增速回落是大概率事件，融资环境的收紧也将对房企融资产生较大的压力；第二，从房地产需求端也将受到限制，央行、银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，首次明确指出对于2021年个人住房贷款占比和房地产贷款占比不得超过规定上限，会在一定程度上抑制购房行为；第三，2020年房地产投资增速快速修复，部分是由于土地购置费分期支付效应的支撑，而自2020年9月以来，房企拿地热情下降，土地购置面积增速转为下降，2021年土地购置费对房地产投资增速的支持力度也将下降。综上分析，受限于融资端和销售端资金来源的压力，2021年房地产投资将会面临下行压力，但整体幅度可能较为温和：一方面出于稳定经济和金融市场的需求，房地产市场不会出现大幅度的波动；另一方面新开工和竣工面积差额位于历史高值，房企面临较大的交房压力，可能会加快施工进度，对房地产投资形成支撑。

2. 基建或将保持低速增长趋势

2021年预计在财政政策力度减小、经济增长内生动力加强的情况下，基建投资或将保持低速增长的趋势。第一，财政政策的力度将会减弱，2021年稳杠杆政策下，预计财政赤字率或将由3.6%回归3%左右，同时地方政府专项债规模将同步下降；第二，城投等融资难度上升，2021年是资管新规过渡期的最后一年，非标资产的压降压力较大，叠加2020年信用市场的违约事件对融资造成的影响，城投等融资平台的融资难度或将上升；第三，2021年我国经济内生增长动力不断加强，基建作

为经济托底手段，再次进行大幅度刺激的必要性下降。但由于2021年地方财政收入好转、对财政支出的制约减弱，基建增速也不会大幅下跌，预计将会保持低速增长趋势。

3. 制造业投资动力加强

制造业作为顺周期的行业，预计2021年在需求、盈利以及政策三大因素的支撑下将延续2020年二季度以来的向好态势。第一，需求扩大：随着全球经济的修复，国内外需求进一步扩大；第二，企业盈利能力不断修复：2020年1—11月，制造业企业利润总额累计同比增长6.1%，已经超过2019年盈利水平，而2021年随着工业生产者出厂价格的上升，企业的盈利能力将进一步提升，从而带动企业的投资热情；第三，政策支持：2020年经济工作会议强调“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”，并列为重点工作内容。上述三大因素将共同推升制造业企业扩大供给力度。在产能利用率已经达到历史水平的情况下，扩大生产主要通过扩大投资来实现，制造业投资动力加强，支撑2021年制造业投资的继续修复。

在基数效应下消费会有明显增长

2021年消费预计将继续修复，且受基数影响，在一季度或将实现较高增速。影响2021年消费的主要因素包括：第一，2021年随着经济的继续修复，就业形势整体改善，居民收入增速逐步上升，消费能力上升，带动消费进一步修复；第二，随着疫苗的普及，旅游、休闲娱乐等线下服务业消费修复斜率或将超过2020年下半年，从而带动消费增速的回升；第三，政策方面大力推动扩大消费，2020年中央经济会议强调要“注重需求侧管理”，2020年11月国常会议强调要扩大汽车消费，鼓励各地优化限购措施，汽车消费在2021年或将成为消费政策主要发力点，带动整体消费的回升。综合分析认为，在低基数的基础之上，2021年消费增速将会有大幅增长。但剔除基数效应后，消费预计仍显疲弱，一方面居民收入增

速尚未完全恢复至疫情前的水平，另一方面疫情过后居民储蓄意愿上升，消费支出占比或将下降，且依然存在海外疫情输入的压力。

2021年出口有望继续保持高增长

预计2021年出口有望继续保持较高的增长，整体节奏是前高后低。第一，2021年外需回暖成为影响出口的核心因素。OECD综合领先指标与我国出口同比增速走势高度一致，而OECD综合领先指标目前仍处长期趋势的基准线100以下，表明外需仍有提升空间。IMF预计2021年全球贸易额有望增长8.1%，较2020年大幅增长。第二，2020年大幅提升的出口份额短期内不会骤然下降，受2020年12月以来疫情的影响，海外国家生产恢复再次放缓，短期内我国依然是全球需求的主要供应源，支撑2021年上半年我国出口。第三，美国新政府上台，中美之间的贸易关税有望取消，同样利于我国出口增速的提升。因此，2021年我国出口有望继续保持高增长，在基数的影响下，全年呈现前高后低的特点，但需要关注人民币汇率升值对出口造成的负向影响。进口方面，2021年海外经济体的生产力逐步修复、国内需求进一步扩大，我国进口增速大概率正增长。

物价基本稳定，社融增速延续下行趋势，人民币兑美元仍有升值空间

通胀方面，预计2021年CPI在国内需求继续释放的情况下有望保持温和上涨的趋势，同时在基数的影响之下，呈现前低后稳的特点；PPI在需求以及全球大宗商品价格的带动下，2021年上半年继续上行。社融方面，积极的财政政策导致2020年宏观杠杆快速上升，2020年四季度央行例会上表示要“保持宏观杠杆率基本稳定”，表明2021年稳杠杆再次成为政策目标，社融增速大概率下降。人民币汇率方面，2021年预计仍有进一步升值的空间，但升值速度将会减缓。■

评级小贴士

关于资产支持商业票据 (ABCP) 的一些基础知识

什么是资产支持商业票据 (ABCP) ?

资产支持商业票据 (Asset-Backed Commercial Paper, ABCP), 是传统ABN产品的短期限、滚动发行版本。ABCP是指单一或多个企业 (发起机构) 把自身拥有的、能够产生稳定现金流的应收账款、票据等资产按照“破产隔离、真实出售”的原则出售给特定目的载体 (SPV), 并由特定目的载体以资产为支持进行滚动发行的短期证券化类货币市场工具, 为企业提供了兼具流动性和资产负债管理的新型工具。

ABCP产品的主要特点有哪些?

ABCP主要有三个特点: 一是短久期, 可滚动发行。目前国内资产证券化产品通常为一次发行。ABCP单期发行在一年以内, 单期到期时可灵活选择以新发行ABCP的融资款、基础资产回款或外部流动性支持作为偿付来源, 实现滚动发行、循环融资。二是便利性好, 可操作性强。出于融资效率考虑, 常规证券化产品会要求入池资产到期日相近。ABCP基于“滚动发行”特点, 入池资产可不要求与单期发行期限匹配, 从而大幅提升盘活存量资产选择的灵活性和效率。三是标准化程度高, 产品安全性好。以应收账款、票据等期限短、分散性高的基础资产为支持, 可借助大数法则获得较为稳定的违约率, 标准化程度高, 流动性好, 加之借助证券化产品的结构化设计和多元增信安排, 保障了较高的产品安全性。

ABCP产品相较于信用类债券产品的优势

ABCP作为证券化融资工具, 与信用类债券相比具有“资产支持”特点和风险隔离功能, 通过滚动发行解决常规证券化产品盘活存量效率不足的痛点, 将增量用于保民生、保就业重点领域, 并可通过出售资产来优化财务报表, 提升资产周转效率, 以便利的方式满足企业流动性资金需求, 实现流动性管理与资产负债管理。

资料来源: 中国银行间市场交易商协会《交易商协会创新推出ABCP服务债券市场多元化投融资需求》

我国房地产行业未来发展方向和政策走向 —基于香港地产市场比较研究

文 | 联合资信评估股份有限公司 工商评级三部

一、香港住房市场发展历程与重要制度梳理

“预售楼花”和“分层出售”制度的出现推动了香港房地产市场繁荣发展；香港房地产市场经历了由英资主导到华资主导的过程，地产企业经营模式经历了置业出租-购地销售-租售混合的过程，市场集中度由分散到寡头垄断的过程；亚洲金融危机后，由于房价快速下跌，工薪阶层的激烈反对导致港府“八万五建屋”计划失利，随着数码港计划不了了之，香港失去了产业结构转型的战略机遇期。香港地区房价一路走高，由此导致社会问题突出。

香港开埠后的100年间，房地产行业发展较为缓慢，港英政府颁布了土地批租等完整的土地制度及配套的法律制度；房地产行业以英资地产商为主导，以置业出租为主要经营模式（见表1）。

吴多泰首创“分层出售”的售楼方式和霍英东首创的“分期售楼”售楼方式，极大的促进了房屋建造速度和规模，私人住房得到了快速发展。受此影响，房地产企业经营由置业出租转变为购地售房模式。

港英政府关注中低收入居民住房问题，推行“居者有其屋计划”。汇丰银行基于香港回归后的政治考量，大力支持在港华商企业，同时证券市场发展迅速，华资地产企业逐渐主导行业。

1985—1997年间，香港居民置业及改善需求大幅提升，但期间土地供应相对不足，地王频现，地价进一步推升房价。1995年后，随着房价持续增长，房地产投机盛



行，大量工薪阶层高杠杆借贷买房。1998年，受亚洲金融危机爆发以及前期房价涨幅过高影响，香港房价大幅下滑（见图1）。这一时期，香港逐步形成贸易物流、金融服务、专业服务和旅游业为主导的经济结构，商业需求不断增加；同时，随着香港适龄购房人口的下降，住房开发业务放缓，房企向租售混合经营转型。高地价和高房价因素加剧行业中龙头房企集中度，1991—1994年间，TOP5地产开发商销售的市占率约为44%~70%，TOP11市占率更是达到60%~86%。

表1 香港住房市场历史发展脉络

发展时期	时代背景	重要政策/制度	住房市场概况	市场格局
1840—1945年	港英政府需要资金发展香港 (税收低)，人口净流入	土地批租制度	住房市场发展缓慢	英资地产商主导市场，房地产企业以置业出租为主要经营模式
1946—1969年	战后香港经济迅速发展与人口大幅流入	“分层出售”与“预售楼花”	“分层出售”与“预售楼花”解决了住房开发资金的限制，私人住房快速发展，期间市场价格波动上行	仍以英资主导市场，房地产企业经营由置业出租向购地售房模式转变
1969—1984年	人口持续流入住房供不应求，中低收入居民已无力承担高房价	“居者有其屋计划”	住房市场快速发展，市场价格波动加大；港府为解决中低收入居民住房问题，推出“居者有其屋计划”，开始建设公屋	华资房企上市融资并逐渐主导市场，经营模式为购地售房
1985—2003年	香港经济持续繁荣，房价高企，98年经济危机房价大跌，港府推行“八万五建屋计划”	“八万五建屋计划”	香港经济持续繁荣推升住房市场发展快速发展，回归前夕土地供应受限，推升房价高企；港府推行“八万五建屋计划”，受1998年经济危机房价大跌导致已购房工薪阶层激烈反对，该计划未能顺利实施	华资主导市场，住房开发商市场呈寡头垄断格局，形成了租售混合的经营模式
2003年至今	地产与香港经济深度绑定，土地供应不足，房价探底后快速增长	出台调控政策控制房价	港府减少土地供应以稳定房价，2003年住房交易开始活跃之后持续走热，房价快速增长；港府出台调控政策，但是房价仍拾阶而上	市场集中度进一步提高，经营模式为租售混合，港资房企进入大陆市场

资料来源：联合资信整理

图1 香港私人住宅平均售价



资料来源：Wind

考虑到香港高房价会削弱香港全球经济竞争力以及香港经济面临结构性转型，港府首任特首董建华先生在《1997年香港市政报告》中对特区政府定下了三个目标：每年兴建的公营和私营住房单位不少于八万五千个、十年内全港七成的家庭可以自置居所、轮候租住公屋的时间缩短至三年（即“八万五建屋计划”）。但是，亚洲经济危机导致香港房屋价格快速下跌，叠加八万五计划对香港房屋供给量的冲击预期；大量在房价高点购房的负资产（房屋价值小于债务金额）工薪阶层走上街头进行抗议同时要求港府修改“八万五建屋

计划”。原计划在香港实施10年的“八万五建屋计划”，在实施了2~3年后就逐步收场。董建华先生的辞职也使得其香港数码港计划¹没有最终实施成功，而是变成了一个地产项目，这使香港错失了向高科技产业转型的战略机遇期。

港府考虑到工薪阶层的政治压力，推出一系列政策来稳定房价，同时减少土地供应。2003年四季度，香港房价开始活跃，之后房价一路走高。香港经济也日益依赖地产业，高房价导致贫富分化、年轻人生活困难等社会问题日渐突出。此时，香港城市化已经达到较高水平、人口结构老龄化，房地产增量市场小；TOP3和TOP4房企市占率分别达到40%和46%，行业呈现高集中度。港资地产企业财务杠杆低，开发销售和自持租赁混合经营，一般持有核心地段物业，获取稳定租金收入。

香港房地产业基础制度为土地批租制度，土地批租收入是港英政府的主要收入来源；分单元出售与预售楼花这两项制度创新解决了香港住房建设资金不足与居民

¹ 香港数码港计划：董建华先生在施政报告中提出：香港“要成为在发展及应用资讯科技方面的全球首要城市，尤其是在电子商业和软件发展上处于领导地位”；该计划是落实董建华先生施政纲领的具体产业园区项目。

购房门槛过高的问题。但是，受到农民与“夹心层居民”的反对，港府难以收购新界农地，香港可供开发土地资源不足。

土地批租制度是香港住房市场的制度基石，土地批租收入也是港英政府最主要的收入来源。至今，香港的土地批租基本制度没有较大的变化，仅在土地批租期限有所变化（见表2）。

分单元出售和预售楼花制度属香港地产界首创，该两项制度有效的解决了开发商房屋建设资本不足和居民一次性购房资金压力大的问题。

港英政府为解决中低收入住房困难的问题，提出了“居者有其屋计划”。目前，约有30%的人口（200万人）租住在政府提供的屋村内，20%的人口（150万人）购买了政府提供的屋苑。

由于市民反对港府征收地产开发商囤积的农地、夹心层居民反对港府收购农地以及一个村的农民抵制港府高价收购别村农地，上述反对力量使得港府无法对新

界大量闲置农地进行开发利用，导致香港可开发利用的土地资源供给不足，居民居住环境无法改善，香港人均住宅面积仅10平方米。

二、我国住房制度发展历程及与香港房地产业对比

我国以深圳特区为突破口进行了多项土地和住房制度改革的探索。随后，我国确立了住房市场基本制度，推行多层次的住房供应体系。受亚洲经济危机及诸多经济问题影响，我国将房地产行业定位为国民经济的支柱产业，保障性住房建设被忽视。之后我国房价快速增长，我国房地产市场发展进入矛盾积累期。2018年以来，我国再次提出对房地产市场进行深化改革，构建住房市场的长效机制。

我国在计划经济体制背景下所实施由单位和政府主导的住房制度导致住房严重供给不足、居民住房水平下

表2 香港基础住房制度

发展时期	时代背景	重要政策/制度
批租制度	鸦片战争后香港半岛和九龙半岛土地归英国王室所有（Crownland）。英国希望在远东的香港实现财政独立，而作为自由港的香港（低税负）使得港英政府筹集税收收入不多，土地批租收入就成为港英政府筹集建设资金及政府运营的主要财政来源	- 除了新界农地为村民所有，其他港地一律被宣布为“官地”² - 香港岛及九龙界街以南土地，1844年以后的租期为75年；1848年调整至99年且不补缴地价；1898年调回至75年可再续75年且不另收地价租约，同时港英政府要求租期期满后支付新标准制定的土地租金 - 北九龙及新界土地由英国政府向中国租借，港府以99年减最后3天批租给使用者，1997年6月27日届满收回，于6月30日归还中国 1984年《中英联合声明》规定，1985年5月27日起港英政府土地批租期限不得超过2047年6月30日；对于1997年6月30日前期届满的契约，也可续期至2047年 - 香港回归后，新批租的土地除特殊用地外，租期一律为50年
分单元出售	战后人口大量涌入香港，香港社会对楼宇需求量巨大，但是有实力购买整幢物业的个人或机构不多，香港房屋供应不足	“分层出售”把每幢楼宇的楼宇契约分开，每层楼的业主都有自己的业权 - 后经过不断调整，完善，由分层出售变更为分单元出售，楼宇的每个单元的业主都有自己的业权
预售楼花	分单元出售虽然降低了购房门槛，但是对于普通居民来说一次性付清购房款，依然困难重重	- 分期支付购房款，第一期交总价的50%定金，2~5楼建造完成后各支付10%，最后交房时结清剩余10%的尾款 - 后经过市场不断调节完善，分期付款的首期款降至20%~30%
公屋制度	随着香港房价高企，低收入阶层面临购房困难的情况，香港政府发起“居者有其屋计划”	- 香港公屋制度起源于20世纪50年代因火灾导致10万人无家可归，政府大量修建公屋为灾民提供住所 - 香港住房委员会和香港房屋协会负责建造公屋 - 公屋包括公营租赁住房及资助出售房屋两种类型 - 香港房屋委员会先后制定了“居者有其屋计划”“夹心阶层住屋计划”和“租者置其屋计划”等

资料来源：联合资信整理

² 香港 Crownland 的批租权，就交给港英政府行使，租金所得也归港府，香港的 Crownland 就被通称为“官地”。

降以及严重的财政负担等严重问题。1978年后,在改革开放的浪潮下,我国开启了住房市场化改革(见表3)。

1978—1993年是中国住房变革的探索期。借鉴香港的批租制度,深圳率先征收土地使用费;1987年,深圳确立了“产权国有+使用权拍卖”的模式推动了我国土地有偿使用制度,次年全国人大宪法修订确立了国有土地有偿使用的根本性制度。1983年,深圳市借鉴香港楼花制度,率先引入商品房预售制度。在此期间,我国其他地区推广“提租+补贴”政策,进行存量和新增公房的改革,但是改革并未达到预期的目的,财政

支出压力不减反增。

1994年,我国以深圳住房模式为基础,确立了市场化住房改革的基本方向,在销售方面正式确立了商品房预售制度。1995—1998年,是新老体制的过渡时期,期间对大部分存量公房进行确权,为下一步全面实施住房市场化改革奠定了基础;同时,确立了住房公积金制度,为停止住房实物分配作出了关键的准备。

1998年,中央政府正式启动商品房市场化改革,推行多层次的住房供应体系(商品住房+经济适用房+廉租房体系);在住房商品化进程中,保障中低收入阶层

表3 中国内地住房制度变化历程

时期	时代背景	主要住房政策	主要问题
1949—1978年	重工业优先战略,“先生产,后生活”	住房建设、分配由单位、政府主导	计划体制下住房供给效率低,居民居住水平下降;建设资金高度依赖财政拨款,财政负担重
1978—1993年	开启改革开放的大时代,解决居民住房差、住房难的问题,降低财政负担、探索市场化扩大房屋供给	1. 从地方试点到全国推广公房的提租+补贴政策 2. 1982年起,深圳市率先征收“土地使用费”;1983年,深圳市率先引入商品房预售制度 3. 1987年,深圳市首次以拍卖形式出让土地。1988年,七届全国人大一次会议通过宪法修正案,“土地使用权可以依照法律规定转让”;同年,《土地管理法》修订明确“国家依法实行国有土地有偿使用制度”	提租+补贴的政策下,房租在居民支出中的占比并未提高,财政支出压力不减反增;为形成完善的市场化住房体系,相关制度仍在探索之中,期间出现了房地产投资过热的情况(海南最为严重)
1994年	落实党的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》	1. 《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》(国发[1994] 43号),确立了住房改革的基本目的和基本内容(建立与社会主义市场经济体制相适应的城镇住房制度,实现住房商品化社会化,满足不断增长的居民居住需求),全面推行住房公积金制度,积极推进租金改革,稳步出售公有住房,加快经济适用住房的开发建设,做好原有政策同本决定的衔接工作等 2. 通过《城市房地产管理法》《城市商品房预售管理办法》,正式确立商品房预售制度	新老体制衔接、过渡,大力落实推进住房体制改革,规避改革中的各种问题是现阶段面临的主要矛盾
1995—1998年	市场经济确立,各项改革全面提速	1. 大面积出售公房,对存量公房进行确权,为下一步住房全面市场化打下存量基础 2. 重点建设中低档民用住宅,改善居民居住条件,加快安居工程建设 3. 公积金制度确立“个人存储、单位资助、统一管理、专项使用”原则,为1998年停止住房实物分配做了关键的准备	持续完善和细化住房体制改革,保障性住房建设在历次年度政府工作报告中提及,但是完善制度建设仍是重点
1998—2017年	期间经历了亚洲金融危机、全球化红利、我国城镇化快速发展、次贷危机、重化工快速发展、经济换挡等	1. 1998年,通过了《关于进一步深化城镇住房体制改革、加快住房建设的通知》(23号文),强力叫停住房实物非配,启动商品房市场;推行多层次的住房供应体系(商品房、经济适用房和廉租房) 3. 2002年,通过了《关于加强国有土地管理的通知》(国发[2001] 15号)《招标投标挂牌出让国有土地使用权规定》,只有地方政府相关部门统一管理出让房屋建设用地,推行土地“招拍挂”制度 4. 2003年,《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(国发[2003] 18号),确立房地产成为国民经济的支柱产业 5. 2005年至今,房地产调控政策频现,但是房价是越调越涨	加快深化住房体制改革。但是1998年的亚洲经济危机打乱了我国建立多层次住房体系的建设,为了经济稳定发展,将房地产确立为国民经济的支柱产业,商品房建设作为住房建设的重中之重。形成地方政府垄断城镇土地一级市场供应的基本制度。期间,由于经济飞速发展、城镇化率快速提高,住房供给相对不足而住房需求呈“井喷式”爆发,房价快速上涨,政策调控频出,我国房地产市场发展进入矛盾积累期
2018年至今	经济换挡期、人口老龄化显现、全球化退潮迹象出现、住房市场矛盾凸显	1. 2018年12月,中央经济工作会议指出,要构建房地产市场健康发展长效机制,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策、分类指导,夯实城市政府主体责任,完善住房市场体系和住房保障体系 2. 2019年,第十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过了修改土地管理法的决定,集体建设用地可以进入市场 3. 大力发展租赁住房市场,各地试点多元化产权住房建设,解决居者有其屋且住的好的问题	住房体系建设重回1994年和1998年的建立多层次的住房供应体系,但是各项制度和供应方式仍在试点的过程中,供应体系建设仍在不断成熟的过程中

资料来源:联合资信整理

的住房需求，做到居者有其屋。2002年，统一和规范了国有土地出让制度，由地方政府相关部门统一管理和进行土地“招拍挂”制度。

面对亚洲金融危机、消化前期过剩产能、国企改革、打击金融乱象和消化银行不良资产等种种挑战，2003年，中央政府将房地产行业确立为国民经济的支柱产业，建立多层次的住房体系的构想被打断。随后，我国房地产市场快速发展，房价更是快速提高，虽然屡次出台各类调控政策，但是房价越调越高。

2018年，中央经济工作会议提出了构建房地产市场发展的长效机制，完善市场体系和住房保障体系，大力发展租赁住房市场。我们认为建立房地产市场长效机制，是回归1994—1998年房改时的初心，建立多层次的住房供应体系，打破城乡土地二元化分割，建立成熟的商品化住房市场，实现居者有其屋。

虽然我国的土地制度借鉴于香港，但是我国内地房地产市场与香港房地产市场差异较大，我们认为主要是香港土地相对稀缺、城市化进程基本完成以及适龄购房人口下降、以贸易物流、金融服务、专业服务和旅游为主导的产业结构等因素导致的。

我国在深圳特区探索的实践上借鉴香港的批租制度，确立了通过“招拍挂”等方式进行国有土地使用权的有偿使用；我国借鉴了香港的分单元出售和预售制度。

但是，我国内地与香港新增土地方式区别较大，香港主要通过填海造地的方式进行城市扩展（成本很高），收购新界农地较为困难；我国内地主要以农村集体用地拆迁和三旧的方式新增土地，加以我国的制度优势，新增

土地困难不大，主要面临拆迁成本逐年提高的问题。

我国内地和香港地区的房地产市场情况差异也比较大（见表4）。我们认为主要由如下原因导致：（1）香港适龄购房人口下降并于2000年达到顶峰，城市化进程基本已经完成，1980年后香港产业结构不断升级，逐步形成贸易物流、金融服务、专业服务和旅游为主导的经济结构，上述支柱产业带动了商业中心和写字楼的需求；（2）上述经济背景下，香港开发商专于城市综合体开发，通过不同物业之间的互补吸引人流；（3）香港可开发土地资源稀缺，地产商通过精细化和个性化的开发以及定位高端产品线提升项目溢价率，吃透土地溢价以及精细化开发势必拉长项目开发周期；（4）拉长项目周期会导致大量资金沉淀，稳健的财务政策为房地产企业长周期开发提供良好的财务保障。

三、我国房地产市场未来发展趋势及政策走向

较之于香港，我国城市化潜力及产业结构升级方面仍存在较大空间，受益较大的人口基数及人口转移带来的结构性机会，我国房地产行业仍有很大的发展空间。

较香港而言我国内地城镇化率仍有很大的提升空间，谈房地产业的拐点出现尚早，住宅开发业务空间依然很大。1980年香港城镇化率达到91.5%，叠加香港产业升级，香港地产商经营模式转向开发与租赁混合经营模式；截至2019年底，我国内地城镇化率为60.6%，仍有很大的提升空间（见图2）。据经济日报引用专家分析我国城镇化率预计会提高至75%，未来15年，我国城镇化

表4 我国内地与香港住房市场情况对比

对比	市场集中度	经营模式	开发物业业态	开发速度	财务杠杆
香港	房地产市场呈垄断格局；2018年，前十家地产商市占率超过80%，前四家地产商市占率为46%	开发与租赁混合经营，2018年前十大房企租赁收入平均贡献为40%	城市综合体开发，即混合开发商场、写字楼、住宅等不同物业；住宅定位以高端住宅为主	慢周转	财务杠杆低
中国内地	房地产市场处于集中度持续提升阶段，前十家地产商市占率仅为26.96%	开发住宅为主，租赁收入占比低；部分开发商开始增加商办租赁物业规模	住宅为主，产品线涉及刚需、首改、改善和高端等多产品线全覆盖	快周转	财务杠杆高

资料来源：联合资信整理

率年平均增长在**0.9375%**，低于前20年年平均**1.3041%**的增速，但仍处于中高增长期（见图3）。

较香港而言，我国产业结构仍处于转型升级阶段，产业的升级、转型和转移会带动生产要素尤其是人力资源在空间上的流动，房地产行业面临的持续人口流动所带来的置业需求。我国产业面临转型、升级的重要阶段，东部、东北、中部和西部地区依据其资源禀赋优势、工业基础，依次承接国际先进产业、国家战略产业、承接沿海地区产业和战略资源/劳动密集产业。产业的提质升级以及产业转移会带动生产要素尤其是人力资源跨空间、跨区域流动，创造出因产业而兴的区域经济中心或新型城镇或新城区，从而带动人民的居住需求。

行业内部特征方面，我们对**1985—1997年香港房地产市场与目前大陆房地产市场驱动因素进行对比分析**，认为大陆房地产市场未来发展趋势不会完全复刻香港房地产市场的路径；大陆房地产市场集中度会持续提高，但是不会达到香港的高度寡头垄断市场格局；在租金收入占比会持续提高的同时开发销售业务仍然是房地产企业的主要收入来源。

我国大陆房地产市场发展现状与**1985—1997年香港房地产市场**呈现一定的相似性，都面临地价高企、适龄购房人群增速下降以及经济结构转型的经济背景。但是，大陆地区房地产市场不会复刻香港房地产市场发展的路径。未来，大陆房地产市场集中度会持续上升，但

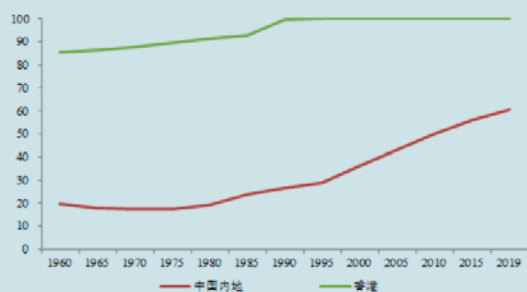
不会达到香港高度寡头垄断的程度，大型全国性房企和小而美的地方房地产企业并存。随着企事业单位土地以及农村集体用地逐渐放开入市，房地产代建业务会得到比较快的发展。由于仍有较大空间的增量市场，未来房地产企业的住宅开发销售收入占比仍会超过**50%**，但是投资性房地产占总资产规模比重以及租金收入占营业收入比重会逐渐提高。

随着产业转型、升级，高端制造业、贸易物流、金融服务、电子商业、技术研发、专业服务和总部经济等产业会成为城市圈中的核心城市或重要城市或城区的主导产业，上述产业会带动商业中心和写字楼的需求。随着市场专业化分工进一步加强，以及高新技术产业、高端装备制造业、电子产业、生物产业等产业发展，企业轻资产化经营会成为重要的发展趋势，工业厂房、研发中心、员工配套生活区和物流仓储等物业的租赁会成为房地产市场发展的新热点。

政策方面，本轮房地产市场改革是回归**1994—1998年房改**的初心，重新建立多层次的住房供应体系；为避免房价大起大落成为深化住房体制改革的障碍，中央不会让香港“八万五建屋计划”推行失利在内地重现，在此期间需要保持房价稳定。调控政策变化在于供给侧而不是需求侧，政府以调整房地产企业行为作为抓手，确保房地产市场与国民经济的平稳运行（见表5）。

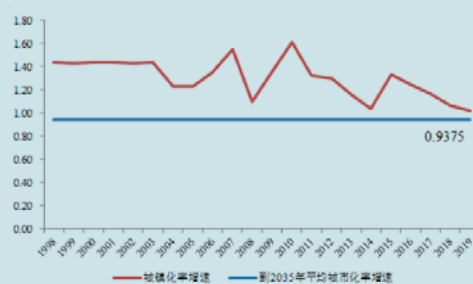
从我国近年来对住房市场政策探索看，我们认为

图2 中国内地与香港城镇化率对比（单位：%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

图3 中国未来15年年均城镇化率增速（单位：%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

深化住房改革的方向是要回归至1994—1998年房改时的初心，让人民住的起房子还要住上好房子。建立多层次的住房供应体系，在房屋销售和房屋出租上寻找平衡，在商品房和保障房上寻找平衡，在有效降低土地成本和增大土地供应方面进行探索。回想历史，我们认为现阶段与1978—1993年相似，是新一轮深入住房改革的重要探索期，中央在不破坏经济发展稳定的前提下，在个别城市进行住房体制突破，总结改革中的经验和教训，逐渐形成成熟和完整的多层次住房体系建设方案，未来会在中共中央层面出台深化住房体制改革的重大文件。

我们认为，在构建多层次的住房体系制度政策以及经济环境尚未成熟前，在大方向上中央政府不会改变房地产调控政策的总体思路，以避免房价的大起大落成为深化住房体制改革障碍。

从2017年以来的房地产调控政策看，未来房地产调控政策主要在供给端而不在需求端。未来调控的主要思路可能是在房地产市场过热时收紧对房地产企业的

信贷政策、土地出让金分期交付比率政策、税收政策、预售政策等，在房地产市场清淡期和火热期放松或收紧上述政策；以调整房地产企业行为作为抓手，保证房价和地价的平稳运行，保障房地产市场与国民经济的平稳运行。//



表5 近年来我国内地住房体制改革探索情况

时间	事件/政策	内容
2007年8月	淮安市首创共有产权经济适用住房	中低收入住房困难家庭购房时，可按个人与政府的出资比例，共同拥有房屋产权
2013年	深圳市宝安区凤凰社区一块集体用地挂牌入市	该地块用于竞拍人建设研发基地与职工公寓
2016年6月	国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见国办发〔2016〕39号	以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系
2016年12月	中央经济工作会议	要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落
2017年7月	关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知	培养机构化、规模化的住房租赁企业，增加租赁住房有效供给，创新租赁住房管理和服务体系
2017年8月	利用集体建设用地建设租赁住房试点方案	在13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点，不得以租代售；计划在2020年底前，省级国土资源主管部门和住房城乡建设主管部门总结试点工作，总结报告报国土资源部和住房城乡建设部
2017年9月	北京市共有产权住房管理暂行办法	在2014年北京试点共有产权房的基础上，对共有产权房的政府份额、土地供应、规划选址和申请条件等方面进行了规范
2017年10月至今	其他城市或省份陆续推出了共有产权房试点	福建省、上海市、海南省、佛山市、珠海市、广州市、烟台市、广东省、西安市等均推出了共有产权房暂行管理办法
2018年12月	北京市大兴区试点集体用地建设共有产权房	瀛海镇推出集体用地20万平方米建设共有产权房，与国有建设用地同责同权，售价为周边房价的1/3
2019年8月	十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于修改土地管理法、城市房地产管理法的规定	新修改的土地管理法，删除了原来土地管理法中“任何单位或个人需要使用土地的必须使用国有土地”的规定，破除了农村集体经营性建设用地入市法律障碍，改变了过去农村土地必须先征为国有才能入市的问题

资料来源：联合资信整理

2020年零售行业研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 徐 璨 张梦苏

一、行业概况

行业现状

零售行业增速持续下滑，行业增长乏力；受新冠肺炎疫情影响，2020年初，行业出现负增长，随疫情得到控制，经济恢复，行业增速有所回升，但仍处于较低增长区间，期间电商恢复速度较快且始终保持正数增长，对拉动行业增长起着重要作用。

零售行业受宏观经济减速、海外购物消费分流、限制过度消费等因素影响，近十年增速持续下滑，2019年社会商品零售总额41.16万亿元，同比增长8.0%，维持一位数的增长速度。2020年前三季度，受新冠肺炎疫情冲击，全国社会消费品零售总额实现27.33万亿元，较上年同期下降7.2%，其中1—2月份降幅最大，降幅达到20.5%，之后随着疫情逐步得到控制，降幅逐步收窄，8月份恢复到正增长0.5%。同期，消费支出对GDP拉动的点数在一季度下拉4.4个百分点，在二季度缩小到2.3个百分点，到三季度最终消费支出对整个GDP的拉动点数由负转正，内需的贡献在逐步恢复，持续上升。其中，零售行业中受冲击大的主要集中在实体零售，网上零售虽同时存在较大下降幅度，但增速始终维持在正增长。

实体零售发展来看，中国实体零售产业随着国外消费概念的引进以及消费者结构的改变，百货业态演化为传统百货、购物中心、奥特莱斯等业态，连锁业态发展出超市连锁、社区连锁、便利店等业态。国内百货零售商通过业态间的错位经营，以更好地满足消费者

差异化需求。但同时，由于国内百货业竞争程度高，零售品牌较多，行业竞争激烈，加之联营为主的经营模式导致各百货品牌经营过程中商品同质化较为突出，行业盈利承压。此外，国内复杂的供应商体系，以及品牌知名度的区域性，也加大了百货零售商在全国范围内进行扩张的难度。目前国内实体零售企业分散，各省均有当地“老牌”国有百货公司，呈现“小”、“散”、“弱”的格局。近年来随着线上线下的融合以及行业内收购的推进，实体零售企业的集中度正不断提升，但距离形成全国性的大型零售企业仍存在一定距离，未来实体零售间收购行为将持续存在并可能成为行业主要增长驱动方式。

电商平台发展来看，电子商务平台从萌芽出生阶段（1997—1999年）至初期竞争阶段（2000—2007年）再到高速成长期（2008—2015年），经历了信息化水平较低，互联网泡沫，行业格局重新洗牌，物流基础设施建设以及国家政策支持等阶段，至今已达到成熟发展期（2016年至今）。电商消费具有无地域制约，商品覆盖面广，供应链短等特点，随着居民消费习惯改变，网购已成为零售消费重要增长动力。在电商领域中国已达到世界领先水平，目前中国电商平台格局已基本确定，头部企业优势明显，其市场份额逐年扩大。电商平台的核心竞争力体现在用户流量获取，考虑到目前中国网民渗透率约55%，与国际发达国家相比仍有较大提升空间，以及近年来线上消费的体验性差、及时性弱等缺陷被逐渐放大，未来线上线下的融合、消费者年龄层渗透、渠道的下沉和增加客户黏性势必成为电商企业发展方向。

行业监管与行业政策

政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。随着互联网零售行业规模的快速扩张，监管部门出台了趋严的监管政策，网络零售重点领域标准的逐步细化和网络零售市场秩序的逐步建立将促进行业健康有序发展。此外，受疫情影响零售行业受挫，政府出台多项政策稳定消费提升经济活力（见表1）。

在国民经济增速放缓背景下，零售市场结束高速发展的阶段，为推动流通创新发展、优化消费环境、促进商业繁荣、激发国内消费潜力、更好地满足人民群众消费需求以及促进国民经济持续健康发展，相关部门在商贸流通领域陆续推出多项促进消费升级措施，为零售行业发展营造了良好氛围。

二、行业周期

零售业与中国经济整体发展的趋势相符，其自身表现为弱周期行业；受新冠肺炎疫情冲击，零售行业中各业态的抗风险能力有所分化，百货零售受消费情绪低落和外出限制影响下滑严重，超市连锁作为供应民生的主要渠道，刚需性质最为突出；电商在疫情中体现了其面对突发状况的快速应对能力。

零售上接生产、下连消费，是国民经济的重要先导产业之一，直接影响和带动经济总量的增长与产业结构

优化，关系人民群众生活品质的高低。宏观经济快速增长是推动零售业发展的重要影响因素，从增长变动趋势来看，近十年零售行业整体销售增速与中国国内生产总值（GDP）增速变化基本一致（见图1），说明零售业与中国经济整体发展的趋势相符。同时，消费作为经济增长主动力之一，近年来消费支出对GDP增长贡献逐渐稳固，2019年消费支出对经济增长的贡献率为57.8%。

零售行业自身表现为弱周期，近十年来社会消费品零售总额规模不断增长。受新冠肺炎疫情冲击，零售行业中各业态的抗风险能力有所分化。细分来看，实体百货、购物中心等重资产业态，受消费情绪低落以及外出限制等不利因素影响，整体呈现严重下滑；而超市连锁业态是民生供应的主要渠道，刚需性质更为突出；此外，疫情期间，电商销售承接了居民外出购物的需求，同时又推出无接触配送服务，体现了其面对突发状况的快

图1 2009—2019年中国GDP及社会消费品零售总额变动情况（单位：万亿、%）



资料来源：国家统计局

表1 近年来零售行业相关政策和动态

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年8月	国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	从顺应消费变革和消费升级的趋势、引导电商培育新消费、拓宽生态产品线上线下销售渠道到调整电商零售，推出20条提振消费信心的政策措施
2020年2月	商务部	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	积极做好稳外贸稳外资促消费工作，把疫情对商务发展的影响降到最低；支持商贸流通企业创新经营服务模式、加快步行街改造提升、推动服务消费提质扩容、释放新兴消费潜力、发展便利店和菜市场、发挥好财政资金作用
2020年4月	国务院	《关于同意在雄安新区等46个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	推动产业转型升级，开展品牌建设，引导跨境电子商务全面发展，全力以赴稳住外贸外资基本盘，推进贸易高质量发展

资料来源：联合资信根据公开资料整理

速应对能力。综合得出，超市连锁和电商消费的零售业态在经济周期中抗风险能力更强，自身弱周期性质更为突出。

三、行业竞争态势分析

据统计，2019年百强企业前十名占比达80.42%，集中度进一步提升（见图2），主要来自国民消费习惯的改变、人均可支配收入的增长以及行业内收并购活动的增加。近年来，中国零售行业内收购并购案例以数量多，涉及金额高为特点，据不完全统计，2017年有10宗成功案例，涉及金额约300亿元，2018年有11宗成功案例，涉及金额145.58亿元，2019年有7宗成功案例，涉及金额554.63亿元。由于目前零售行业整体增长疲软，业绩增长承压，以最快的速度实现跨区域、跨业态、跨所有制的收购并购扩张模式将持续被选择，未来行业内企业集中度将进一步增加，头部企业之间的竞争将愈发激烈。

传统零售

传统零售通过多业态经营实现了规模效应和品牌效应的扩大化，但在市场集中度方面仍处于较低水平，经营范围以区域性垄断为主，近年来头部企业通过门店扩张和资本运作不断提高全国占有率（见表2），全国性零售品牌还在培养之中，未来集中度有望持续提升。

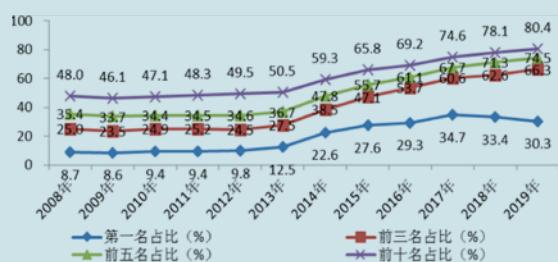


超市业态包括便利店、超市、大型超市、仓储会员店等，百货大类包括传统百货店和购物中心，专业店大类包括品牌专卖店和电器店、建材店、家居店等专业店，各个细分业态的销售规模、商品结构、目标顾客等均有所不同。

目前传统零售市场集中度较低，超市业态中以高鑫零售、华润、永辉等为代表的全国超市品牌市场占有率份额仍处于较低区间，呈现区域性分布；百货业态受电商冲击明显，业态发展疲软，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中。

近年来头部企业通过门店扩张和资本运作不断提高全国占有率，全国性零售品牌还在培养之中，未来集中度有望持续提升。

图2 百强第一、前三、前五、前十名销售规模占零售百强销售的比重



资料来源：中华全国商业信息中心

表2 2019—2020年传统零售企业（超市、百货）主要并购案例

时间	事件
2019年1月	步步高集团收购家润多22家经营权及门店资产
2019年2月	苏宁易购宣布收购万达百货37家门店
2019年3月	家家悦接管华润万家在山东的7家门店
2019年3月	永辉超市要约收购中百集团，拟将持股比例由29.86%提高至不超过40%（已取消）
2019年3月	物美控股接管华润万家在北京的5家超市大卖场
2019年6月	苏宁易购公告拟出资48亿元收购家乐福中国80%股权
2019年11月	武汉中商收购北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司100%股权
2020年4月	物美控股、步步高集团完成对重庆百货母公司重庆商社收购分别持有其45%和10%股权
2020年4月	物美集团完成对麦德龙中国80%股权的收购
2020年8月	王府井拟收购由西安荣华集团有限公司持有的陕西荣奥100%股权
2020年10月	北京华联集团拟收购武汉万达汉街项目

资料来源：联合资信根据公开资料整理

电商零售

以“三巨头”为首的电商格局已基本形成，行业呈现出“头重脚轻”的两极分化现象；电商零售虽在前期发展迅速，但近年线上消费增速波动下滑，促使线上企业不断介入线下实体零售，进而导致行业竞争的加剧。疫情期间，头部企业受疫情影响较小，向实体零售的延伸持续，线上线下融合已成为发展必经之路。

2012—2019年，电商市场竞争激励，各家市场份额此消彼长，市场格局已基本确定，形成以阿里为首的“三巨头”。2019年，中国网络零售B2C市场交易规模达6.13万亿元，其中，天猫以50.1%的市场份额持续保持龙头地位，京东与拼多多分别占比26.51%、12.8%位列第二与第三，市场地位强势（见图3）。从营收方面看，2019年26家零售电商上市公司营收总额为1.8万亿元，平均营收693.35亿元。其中，营收千亿级包括京东、阿里巴巴、苏宁易购、小米集团；百亿级有唯品会、国美零售、拼多多、云集等；另有部分企业营收规模低于10亿元以下，行业整体呈现出“头重脚轻”的两极分化现象。

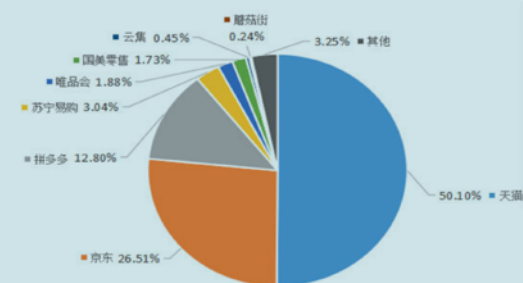
电商零售虽在前期发展迅速，但近年线上消费增速波动下滑，2019年，商品线上零售增速为16.5%，同比减少7.4个百分点，各大电商平台用户数量接近饱和。为丰富业态，抢占市场和客户以及提升购物体验，线上平

台不断介入线下实体零售，在一定程度上促进了业内企业走向集中。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，行业内整体并购速度放缓，但以阿里巴巴、京东和腾讯为主的头部企业并购持续。零售企业线上线下融合已成为发展的必经之路，电商向实体延伸以及实体零售向线上靠拢的并购行为导致行业竞争不断加剧。

经营模式

零售经营业态的不同，导致其在运营模式和盈利水平等方面的表现存在差异（见表3）；从运营模式上看，百货和购物中心倾向于以重资产方式运营，收入来源最为多样化，在融资渠道和自有物业方面优于其他业

图3 2019年网络零售B2C市场份额情况



资料来源：网经社

态,但其波动趋势与宏观经济吻合度最高,因此在宏观经济下行中其整体抗风险能力相较于其他业态偏弱。从盈利能力方面看,连锁超市因自营模式在经营中占比高,因此在行业内营业利润率水平最高,电商的大部分收入来源于毛利较低的中介服务费,因此营业利润率水平最低,百货业态以联营为主,自营为辅,盈利水平居中。综合来看,各业态均有其特有的优势。

零售发债企业风险识别

目前零售行业中发债的存续企业基本具备区域知名度和占有率双高的优势,主业经营平稳,且近年来随着业态多元化的发展和业内的收并购整合,各企业整体抗风险能力均处于较高水平。但市场中仍有少量企业发生风险事件,导致评级被下调或出现实质性违约。根据对风险企业的分析,总结出导致风险事项的几点原因:

1. 对外投资加大,被收购企业经营未达预期

由于零售行业增长承压,部分企业为扩大营收或追求转型,开始走多元化发展道路,以收并购的形式纳入海外企业或非零售相关业务,资金来源通常采用自有资金和债务融资相结合的方式。虽然收购后在资产、权益和收入上公司规模呈现增长态势,但同时杠杆融资导致的债务规模急剧变大和自有资金下降等情况使得公司整体偿债能力弱化并带来商誉减值风险。

投资标的经济效益难以显现,收购形成的大规模商誉无法产生有效收入,部分民营企业通过质押优质子公

司股权维持主业发展,随着市场资金的收缩,自身盈利能力的走弱以及融资成本的增加,公司融资渠道缩紧,难以负担债务本息的偿还,最终导致资金流断裂。发生上述类似情况的企业包括三胞集团有限公司(以下简称“三胞集团”)等。2013—2017年间,三胞集团开始大规模对外收购,被收购企业覆盖大健康(医药、养老、生物医疗)、零售(海外百货公司、电子零售)、拍卖等领域,同期商誉从5.05亿元增长至162.55亿元,全部债务从147.97亿元大幅增加至397.09亿元,然而经营性资产增加有限,增量为199.90亿元,而非经营性资产大幅增加362.65亿元,利润总额从7.69亿元增加至19.98亿元,收购形成的利润增速低于债务增速;简单采用收购期间形成的商誉157.50亿元除以利润的增加额12.28亿元,三胞集团的投资回收期将长达12.8年。此外,三胞集团本部不参与经营,收入主要源于南京新百和宏图三胞,但却作为融资主体承担了相当部分的债务和利息费用,截至2018年底母公司债务141.68亿元,资产负债率87.36%,全部债务资本化比率84.93%,持有的南京新百和宏图高科上市公司股权已基本全部用于质押借款,存在集团内部融资主体与偿债来源分离的情况,导致合并口径与母公司信用表现存在分化。2018年以来,在外部融资环境趋紧的情况下,三胞集团偿债压力凸显、对体系内资源调拨存在局限,最终因流动性备付紧缺造成实质性贷款违约。

2. 资产负债错配,自身造血不足导致资金流紧张 以重资产方式运营的零售企业面临商业物业供大

表3 零售行业内各业态主要经营模式及指标对比

业态	百货、购物中心、奥特莱斯	连锁超市、大卖场	电商
运营模式	重资产	轻资产	轻资产
业务模式	联营为主+自营+租金收入	自营为主	自营+服务费
营业利润率	中	高	低
细分业态集中度	低	中	高
周期性 & 战略调整匹配度	自身周期性偏弱;应对外界突发事件能力弱,战略调整匹配度弱	刚性需求突出,自身周期性弱,战略调整匹配度强	能快速应对外界突发事件,自身周期性弱,战略调整匹配度强
代表企业	王府井、百联集团	物美、华联集团	京东

资料来源:联合资信整理

于求，门店的培育期被拉长以及资金回收期延长等导致自身造血不足和短期偿债能力下滑的风险，同时在外部融资环境收紧和减少融资成本的综合作用下，导致零售风险企业资产负债存在错配。

零售业态的多样性导致其在门店拓展方面拥有的选择性较多，目前市场上零售企业运营模式可分类为重资产模式和轻资产模式。重资产模式下，零售企业可以规避租金上涨风险，同时商业部分可用于出租获得稳定现金流或获得抵押授信，但拓展业务规模需撬动较多资金，灵活性偏低、营收增速也相应受到限制；一旦外部经济环境波动，实体门店自身造血能力面临弱化、投资回收期延长甚至债权人收紧信用，从而引起企业的流动性紧张、放大风险；轻资产模式下，企业可以较快速度铺设门店，以低廉的成本进出市场，避免大额的投资支出。通过对零售样本企业财务数据进行数据分析¹，2017—2019年，百货业态流动比率均值分别为107.37%、98.78%和97.57%；同期，超市连锁业态流动比率均值分别为122.15%、116.61%和106.02%，短期偿债能力均弱化。

资产负债错配问题主要考虑到在当前背景下公司持续大规模开店形成的债务与资产的错配。主要存在以下两种问题，一是随着门店培育期的延长，公司长期债务期限与投资回收期错配，门店效益无法达到预期效

果，导致公司债务压力大，负担较重利息支出侵蚀利润；二是融资环境下行，伴随资金成本上涨，公司采用短债长用的错配方式经营，导致短期债务规模快速增长，同时受自身造血不足的影响最终导致资金流紧张。上述问题需重点关注以百货和购物中心为主要业态且在建工程（或存货）规模大的零售企业以及近年来大幅扩充门店的连锁零售企业。通过数据对比，2017—2019年，各业态短期债务占比逐年提升且增幅较大（见表4），其中百货业态短债占比均值从50.59%上升至62.64%，超市连锁短债占比均值从68.52%上升至77.02%，从以超市连锁业态经营的企业其非流动资产占比相对稳定且维持在较低水平，而以百货业态为主的企业其非流动资产占比变动趋势同短期债务占比变动趋势一致，一定程度上反映了该业态资产负债存在错配问题。

四、行业盈利能力趋势分析

随着行业集中度的不断提升，零售样本企业营业收入规模持续扩大，但受行业增速放缓影响，企业营收增幅有限，目前零售企业经营模式已趋于稳固，且受制于线下布局扩张进度，盈利水平难以突破。

2015—2019年，样本企业营业收入均值持续增长，但受行业增速放缓影响，收入增幅有限；同期，企业利润总

表4 2017—2019年样本企业按业态区分指标对比

业态		流动比率			短期债务占比			非流动资产占比		
		2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
百货、购物中心	中值	115.51%	94.55%	89.14%	48.73%	61.20%	65.66%	60.70%	57.77%	63.12%
	均值	107.34%	98.78%	97.57%	50.59%	63.48%	62.64%	56.37%	58.02%	63.06%
超市连锁	中值	102.23%	115.12%	100.71%	61.21%	73.80%	76.50%	40.37%	33.95%	39.27%
	均值	122.15%	116.61%	106.02%	68.52%	70.66%	77.02%	43.26%	38.92%	42.86%

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

¹ 联合资信选取截至2020年10月底公开市场存续期债券中涉及零售行业的27家发行主体为样本（不包括违约企业），以分析全行业财务指标的变动趋势。



额波动增长，与营收变动基本保持一致。由于经营模式趋于稳固，且受制于线下布局扩张进度，营业利润率均值维持在22%~23%区间左右，盈利水平波动不大。

五、行业杠杆与偿债能力

零售样本企业杠杆水平呈现出先降后升的趋势；行业内企业整合加剧，融资需求旺盛，债务规模持续增长，短期偿债压力加大，资产负债错配性转弱。2019年以来，企业经营活动现金净流入变为净流出，无法覆盖快速增长的投资支出，存在较大筹资压力，未来随着行业

内资本运作的推进，零售企业债务规模将持续增长，偿债能力出现弱化的可能性大。

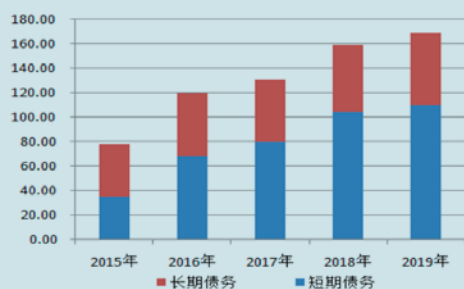
2015—2019年，零售行业样本企业有息债务持续增长，业内企业整合不断，融资需求旺盛，期间样本企业中大约40%的企业债务规模翻倍；债务结构转变为以短期债务为主（见图4），截至2019年底，样本企业有息债务均值增长至158.30亿元，短期债务占比增长至64.75%，债务期限结构存在失衡，债务错配问题加剧。

从杠杆水平来看，样本企业资产负债率均值在2015—2019年间呈现先降后升走势（见图5），主要系①部分零售企业会计政策变更，自有物业价值由成本计量转为公允价值计量，资产规模大幅增长所致；②受样本企业自身盈利增长，利润总额持续增加，以及部分上市公司通过定增或股东注资导致的权益规模增加等共同因素影响所致。

短期偿债能力方面，2015—2019年，零售行业样本企业现金短债比均值呈现持续下降趋势。截至2015年底，现金类资产对短债覆盖程度良好。此后，随着短债规模的快速增长，零售样本企业短期偿债能力呈现弱化，截至2019年底为1.42倍。

长期偿债能力方面，样本企业EBITDA/利息倍数均值在2016年达到高点，系受极值影响部分企业当期无利息支出或利息支出规模很小所致；2017年以来，随着债

图4 2015—2019年样本企业债务规模均值情况（单位：亿元）



数据来源：Wind资讯，联合资信整理

图5 2015—2019年样本企业资产负债率均值情况（单位：%）



数据来源：Wind资讯，联合资信整理

务规模的不断增长以及资金成本的上扬，长期偿债指标不断下滑，2019年EBITDA/利息倍数降至27.01倍。

2019年，样本企业经营活动现金净流量由正转负（见图6），同期投资活动表现为大规模净流出，自身造血无法覆盖投资支出，依赖外部融资。未来随着行业集中度的提升，零售企业债务规模将持续增长，对外筹资压力将持续存在，零售企业偿债能力出现弱化的可能性大。

六、行业内样本企业信用状况

2020年前三季度，样本企业发债规模同比明显下滑，国有企业融资规模显著高于民营和外资企业；受主业经营亏损和风险事件影响，行业内级别调降主体有1家，无级别调升主体。未来，在融资环境趋紧以及投资风险偏好下降等因素影响下，预计国有企业（含央企）发债规模将进一步扩大。

零售企业主体分布情况

截至2020年10月底，零售企业发债主体27家，级别分布在AA-至AAA，市场上无AA-以下存续主体。从级别分布情况看，AA企业主体占比为40.74%，AA+和AAA级别主体合计占比为55.56%，存续主体以高级别企业为主。

从存续债券规模来看，截至2020年10月底，样本企业存续债券余额合计1056.11亿元，其中民营企业存量债券占比55%，国有企业占比35%。民营企业进入行业相对较晚，

因此门店投资支出成本较高，近年来租赁物业致使费用不断攀升，同时考虑到民营企业经营策略相对激进，投资较为自由，叠加经济增速放缓综合导致民营企业对资金的需求较高。未来，若出现融资环境持续收缩情况，应重点关注上述风险的持续释放。

2020年前三季度零售企业债券发行情况分析

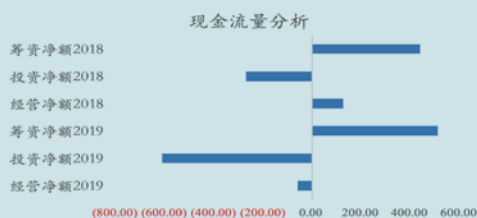
2020年前三季度，以27家零售发债企业为样本，零售行业发债规模合计262.00亿元，同比下降32.33%。从企业性质来看，其中包括1家央企，13家地方国有企业、9家民营企业、2家外资企业和2家其他企业。从发债主体级别来看，2020年1—10月，零售行业发债主体以AAA和AA+企业为主，发行债券金额分别为155.00亿元和92.00亿元，分别占当期总发行金额的59.16%和35.11%。发债主体企业性质来看，2020年1—10月，零售发债主体中，地方国有企业债券发行规模159.00亿元，占当期零售行业发行债券总规模的60.69%；民营企业债券发行规模89.00亿元，占当期零售行业发行债券总规模的33.97%。

七、行业展望

零售行业增速持续下滑，行业增长乏力；受新冠肺炎疫情影响，2020年前三季度零售总额同比大幅下滑，在第三季度同比值由负转正。其中电商恢复速度较快且始终保持正数增长，对拉动行业增长起着重要作用，考虑到目前国内疫情已基本得到控制，第四季度为节日较多的消费旺季（双十一、圣诞节、元旦等），消费者购买情绪得到刺激后，预计第四季度零售总额增速将恢复至同期水平。

零售自身为弱周期行业，疫情的发生导致零售细分业态周期性呈现分化，连锁超市和电商业态表现了刚需和快速应对能力的优势，而百货零售面对外部突发事件抗风险能力弱，将导致百货零售向线上业务的快速发展；电商方面，中国电商形成的“三巨头”格局导致行业集中度极高，但在生鲜市场占有率和客户体验感方面仍存在较大

图6 样本企业经营及投资活动现金流变动情况（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据公开资料整理

提升空间且行业增速持续下滑,促使线上企业不断介入线下实体零售。综上分析,零售企业线上线下融合已成为发展的必经之路,电商向实体延伸以及实体零售向线上靠拢的收并购行为将导致行业竞争不断加剧,预计未来行业集中度将进一步提升。

零售企业整体在其所处的供应链中居于较强势地位,经营活动现金通常表现为净流入。但2019年以来,零售样本企业经营活动现金净流入变为净流出,无法覆盖

快速增长的投资支出,存在较大筹资压力。未来随着行业内资本运作的推进,零售企业债务规模将持续增长,偿债能力出现弱化的可能性大。2020年前三季度,样本企业发债规模同比明显下滑,国有企业融资规模显著高于民营和外资企业。行业内部分零售企业存在对外投资加大,被收购企业经营未达预期和资产负债错配,自身造血不足导致资金流紧张等风险。未来,若出现融资环境持续收缩情况,应重点关注上述风险的持续释放。■

休闲食品行业研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 刘哲 郭蕾

一、行业概况

行业简介

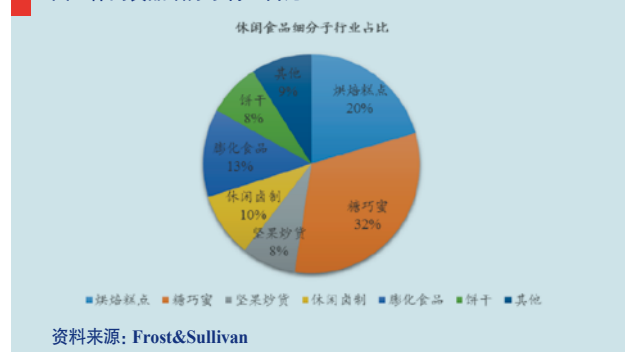
休闲食品是指正餐以外,与“主食”相对应的食品集合,是一种冲动性购买的非必需消费品,可以满足消费者线下享受、情感交流和健康等多样化需求。通常而言,休闲食品主要包括烘焙、糖果、坚果、膨化、饼干和卤制品等几大品类。随着人均可支配收入增长,人们对生活品质更加关注,不仅满足于“吃饱”,而且要“吃好”,休闲食品消费支出逐年增长。

从历史发展看,该产业是从食品工业分流而来,至今已形成成熟品类西化定格,增速放缓;而新兴本土品类成长红利犹在,市场分散,形成竞争激烈的局面。根据Frost&Sullivan统计,2019年中国休闲食品市场规模达到11555亿元,2015—2019年年均复合增长率(Compound Annual Growth Rate)为11.96%,实现年均两位数以上增长。

从品类上看,由于各子行业发展阶段的差异,传统的糖果品类在休闲食品中的市场份额占比最大,占比达到31.95%,排在之后的分别是烘焙蛋糕、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货、饼干和其他,占比分别达到20.51%、13.01%、9.51%、8.11%、7.83%和9.08%(见图1)。

从细分子行业的复合年均增速来看,新兴的休闲卤制品增速最快,2015—2019年年均复合增长率为

图1 休闲食品细分子行业占比



18.8%；其次是膨化食品，年均复合增长率达到16.6%；接下来是烘焙、坚果炒货、糖果和饼干，2013—2019年年均复合增长率分别为11.4%、10.6%、9.9%和9.8%，整体来看，基本也都实现了两位数以上的增长。

行业发展历程

随着人们消费模式逐渐从生存型向享受型转变，消费者对休闲食品的需求也从过去纯粹追求口感逐步向多元化方向发展，消费者开始更加关注个性化需求的表达，并且对休闲零食健康的功能性要求也越来越高，老中青三代消费者需求不断细化。休闲食品的发展大致可分为三个阶段（见表1）：

外资品牌主导，单品为王，渠道单一。改革开放后，投资和技术进步极大促进了中国经济增长，食品工业迅速发展，人们匮乏的物质需求释放。这一阶段旺旺、统一等企业来大陆建厂，凭借旺旺仙贝、旺旺雪饼、小当家方便面等爆品零食成为家喻户晓的品牌。同时期，徐福记也进入大陆市场，1992—1998年占据商超散装糖果市场头把交椅。喜之郎1993年进入果冻行业，5年后实现了细分行业垄断。这一阶段销售渠道单一，人们基本通过杂货店、传统百货购买零食，“大单品+大生产+大渠道+大零售”为主要特点。

品类多元，品牌连锁店崭露头角。2001年，中国加入WTO促进了工业发展，国内千禧一代消费力逐渐提升，需求更加多元。这一时期洽洽瓜子成为瓜子品类龙头，盐津铺子也从蜜饯炒货起家发力其他品类。同时，

零食专业门店这一新兴渠道出现，零食连锁品牌来伊份、良品铺子、百草味先后在线下拓展。

线上消费崛起，全渠道运营。随着电商渠道的快速发展，打破经营时间和空间的限制，物流、冷链技术发展成熟，为渠道流通提供支持，休闲食品线上渗透率快速提升，代表品牌有三只松鼠、百草味、良品铺子等。

2018年，三只松鼠从线上转为线上线下融合发展，“新零售”趋势下的全渠道运营时代到来。休闲食品行业主要分为制造型和渠道型两种不同运营模式。

行业周期及竞争格局

1. 消费升级驱动，休闲食品行业量、价均有提升空间，正处于快速发展阶段

中国休闲食品产业本土化21世纪初起步，目前尚处行业红利期。随着居民收入水平稳步增长，互联网和物流、冷链技术日趋完善及工业水平日渐提高，以及消费者对食品口味、营养性、健康性等个性化需求的不断释放，2019年中国休闲食品市场规模达到11555亿元，2015—2019年年均复合增长率为11.96%，实现年均两位数以上增长，未来仍将以高于中国GDP平均增速的方式继续扩张。支持行业快速发展的主要因素如下：

经济增长和人均可支配收入的提高。根据国家统计局数据显示，中国的国内生产总值由2015年的68.6万亿元增长至2019年的99.1万亿元，期间年均复合增长率为9.63%。经济的增长带动着中国可支配收入不断提高，2019年中国城镇及农村家庭人均可支配收入分别为4.24

表1 中国休闲食品行业发展简史

项 目	第一阶段 (1990—1999)	第二阶段 (2000—2011)	第三阶段 (2012至今)
主要特征	内外资同台竞争，外资大单品渗透	本土企业发力，与外资差异化竞争	成熟品类西化定局，新型本土品类市场分散，线上与线下渠道逐渐打通
主要品类	饼干、糖巧、膨化食品	饼干、糖巧、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点（长保）	饼干、糖巧、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点、休闲卤制品
渠道特征	个体零售为主	传统商超主导	主打新零售概念
主驱动力	居民消费水平招商引资浪潮	工业发展居民消费水平	居民消费水平消费升级
代表企业	雀巢、卡夫、百事、旺旺、上好佳等	恰恰、盐津铺子、绝味、桃李面包、好想你等	良品铺子、百草味、三只松鼠

资料来源：联合资信整理



万和1.60万，2020年底将达到4.96万和1.95万。自2015年以来，中国休闲食品行业年均复合增长率为11.96%，已超过中国国内生产总值以及人均可支配收入增速。

城镇化率的提升。由于中国经济发展迅速以及人口由农村迁移至城镇地区，2015—2019年，城镇人口占总人口由56.1%增至60.6%，预期将进一步增长，在当今越来越快的生活节奏下，休闲食品将会以代餐的形式或者更多地出现在餐与餐之间，形成新的增长，此外，在城市化的带动下，交通、物流、冷链技术的不断发展，促进了休闲食品公司以及休闲食品行业整体地不断发展。

休闲时间以及闲暇开支增加。随着闲暇时间的增加、人均收入的提高，中国国民的闲暇开支正不断上涨。但即使这样，中国与发达国家相比，休闲食品市场仍有较大的发展空间。以Frost&Sullivan的统计为例，目前中国休闲食品的人均开支为86.2美元，而韩国、日

本、英国、美国的休闲食品人均开支为228.5美元、286.3美元、327.5美元和394.2美元。

中国休闲食品人均消费量与发达国家仍有一定差距，特别是在坚果炒货、烘焙蛋糕这两个细分的领域上。据Frost&Sullivan统计数据，中国休闲食品人均消费量为2.15kg/年，远不及英美等发达国家水平，市场规模存有较大空间。中国烘焙糕点人均消费量6.9kg/年，低于世界平均水平，坚果各子品种人均消费亦低于全球均值，对比美国更是难以望其项背，中国休闲食品潜在市场巨大。

2. 竞争格局

小品类休闲食品行业主体数量众多，产品具有同质性特点，进出行业门槛较低，信息基本互通，消费者覆盖面广；但是，也存在着一定的技术壁垒，在一些细分领域有一些龙头企业的市场影响超越其它同行业公司，品牌影响和差异化程度逐步加大。小品类休闲食品行业存在多个子行业，部分细分子行业属于垄断竞争市场；但是由于行业处在发展初期，垄断竞争的程度分散，更接近完全竞争市场，市场竞争程度激烈。中国休闲食品行业整体集中度低，产品仍显同质化，根据2019年国家统计局数据显示网络零售额前20名，主要为三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份、乐事、德芙、洽洽、沃隆、费列罗等。2019年，全球休闲食品行业CR5（行业集中度、Concentration Rate）为25.6%，而中国休闲食品行业CR5仅为16.3%，远低于韩国、美国、新加坡等发达国家和地区，行业集中度低，未来提升空间大。从各细分行业集中度来看，截至2018年底，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品集中度较低，CR5分别为17.2%、17.3%和20.2%；膨化食品、饼干、糖果巧克力集中度较高，CR5分别为69.4%、63.7%和48%。

3. 行业政策

中国出台多项法律法规及相关政策规范食品制造行业，休闲食品作为食品制造工业中的重要组成部分，产品质量得以高度关注（见表2）。

表2 中国食品制造业相关政策情况

时间	部门	法律法规及相关政策	基本情况
2016年5月	国家食品药品监督管理总局	《食品生产经营日常监督检查管理办法》 (国家食品药品监督管理总局令23号)	加强食品生产经营活动的日常监督检查, 规范日常检查事项、要求及法律责任等
2016年12月	国家食品药品监督管理总局	《食品生产经营风险分级管理办法(试行)》	食品生产经营风险分级, 程序要求, 结果运用
2017年4月	国家食品药品监督管理总局	《关于食品生产经营企业建立食品安全追溯体系的若干规定》	对食品生产经营企业建立食品安全追溯体系, 各类企业应当记录的基本信息以及信息记录、保存和衔接等方面做出具体规范
2018年10月	全国人大常委会	《农产品质量安全法》	对农产品质量安全标准, 农产品产地, 农产品生产, 农产品包装和标识, 农产品质量安全监督检查等方面进行规范
2018年11月	国家卫生健康委员会	《关于印发2018年度食品安全国家标准立项计划的通知》	制定了食品相关产品标准食品产品标准及食品添加剂质量规格标准、食品添加剂质量规格标准及检验方法标准等, 最新且更加严格的标准会使食品安全行业更加健康发展
2018年12月	全国人大常委会	《食品安全法》	对食品生产经营中涉及的视频安全风险监测和评估, 食品安全标准, 食品生产经营, 食品检验, 食品进出口, 食品安全事故处置, 食品安全监督管理等方面进行规范
2019年9月	国家市场监督管理总局	《关于规范使用食品添加剂的指导意见》	对食品生产者使用食品添加剂作出具体规则
2019年12月	国务院	《食品安全法实施条例》	进一步进行一定的补充和完善, 其中包括严控源头风险、严查掺杂掺假、严格“处罚到人”严惩失信失德以及严打恶意违法等重要内容
2020年3月	国务院	《食品生产许可管理办法》	对食品生产许可的申请、受理、审查、决定及其监督检查等方面做出具体规定

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

4. 行业关注

宏观经济下行风险。消费升级是由人均可支配收入提升推动的, 受新冠肺炎疫情影响, 宏观经济下行会导致收入下降, 进而延缓消费升级进程。另外, 伴随人均可支配收入的提高, 人们在快速消费品上分配的可支配收入比例存一定程度降低。若收入增加, 愿意为其增加支出的消费者增加缓慢, 其中食品饮料增加支出的明显增速减缓, 而愿意增加生活服务与娱乐的支出的消费者增加明显。

食品安全风险。食品安全问题造成国内外消费者对中国食品的信任危机, 将直接影响食品生产企业产品的市场需求。近年来, 国内爆发一系列食品安全事件, 如苏丹红事件、三聚氰胺事件等。同时, 公众的食品安全意识逐步提高, 对食品行业要求越来越高, 若出现食品安全方面的突发事件, 将对整个行业带来经营与声誉等重大不利影响。

政策风险。食品安全问题愈发严重, 中国各级政府机构陆续出台法规和政策, 以规范执业行为与操守, 引导企业规范运营, 从整体上对行业走向、经营情况产生重大影响。

原材料价格波动风险。主要原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供应等因素的影响而产生浮动, 如果原材料价格上涨而产品销售价格保持不变, 产品毛利率水平或将下降, 对其生产经营造成一定不利影响。

消费偏好风险。休闲食品属于典型的快速消费品, 广大终端消费者是直接客户, 个人消费者的口味偏好、消费习惯和购买力等因素对休闲食品行业具有直接影响, 公司需要及时了解市场消费偏好和客户喜好变动, 在产品工艺、产品种类、产品口味以及营销方式上快速响应, 满足不断变化的消费者需求。如果对消费者需求存在偏差, 或者市场需求短时间内出现重大变化而公司未及时采取有效的应对措施, 则可能会对经营指标产生不利影响。

二、产业链介绍及不同商业模式对比

产业链介绍

休闲食品产业链上游多以休闲食品企业研发撬动原材料采购, 中游为生产和物流仓储流程, 下游对接各种消费终端, 不同企业在产业链各环节参与程度不同,

经营模式不同，因此存在多样的商业模式。

休闲食品行业产业链包括上游的种植和养殖，中游的食品加工，以及下游的终端消费。从上游来看，分为种植和养殖，主要产出休闲食品所需的原材料，包括坚果、水果、肉类、水产和五谷等。从中游来看，通过休闲食品加工厂的加工，生产出可以直接食用的烘焙食品、糖果、饼干、膨化食品和坚果炒货等。从下游来看，加工后的产品主要经过线上（电商平台、自建网站）和线下（连锁店、商超等）两大渠道，最终流通到终端消费者手中。

商业模式对比：制造型VS渠道型

休闲食品企业有两条不同的品牌发展路径：一类是从产业链的中游切入，完成产品的自主研发和加工生产，打造产品品牌，我们将这一类企业统一归纳为制造型企业；另一类是从产业链的下游进入市场，自建零售终端，打造渠道品牌，我们将这一类企业称为渠道型企业。不同的发展路径，就决定了企业在发展的不同阶段核心任务和使命是不同的，进而在运营方式和财务数据的体现上亦会有所不同（见表3）。

从表3可以看出，制造型和渠道型企业切入休闲食

品产业链的环节存在显著差异，这也决定了两种类型企业之后的发展路径以及侧重点有所不同。制造型企业大多以某一单品起家（如洽洽食品，以瓜子为主），以自建工厂进行加工生产，此后不断扩充品类，普遍具有重资产、产品研发周期长、品控能力强、盈利能力的提升依赖规模效应以及推出爆款单品等特征，但受制于自建产能速度以及品控要求，营业增速不易出现爆发式增长。渠道型企业往往下游流通环节进入，尤其是随着互联网电商的兴起，具有互联网基因的企业依托线上购买大数据，更容易根据消费者需求推陈出新，产品更迭周期短，更加注重消费者消费体验；不同品类产品寻找对应的合作OEM工厂可以做到快速生产，免去产能布局的长周期，具有轻资产、高周转、易于调节产品结构以及品控相对较弱等特征。

我们选取了71家¹食品饮料上市公司作为研究样本，并将相关数据作为参照基准。同时，主要选取洽洽食品和三只松鼠分别作为制造型和渠道型代表企业进行财务分析，可以得出以下结论：

①渠道型企业营业收入增速显著高于行业增速。

以三只松鼠为代表的渠道型企业不依赖单品类驱动，产品品类更多，迭代更快，在电商快速发展的红利

表3 休闲食品企业不同模式特点对比

项目	制造型	渠道型
原材料来源	自行采购或自建原材料种植基地	主要由合作工厂采购，部分特殊原材料自行采购后委托合作工厂加工
生产	产业链中游进入，以自建工厂生产	饼干、糖巧、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点（长保）
具备大单品，单品类规模效应明显	产业链下游进入，主要依靠合作工厂生产	传统商超主导
产品品类丰富，拓展性强	雀巢、卡夫、百事、旺旺、上好佳等	恰恰、盐津铺子、绝味、桃李面包、好想我等
销售渠道	通常以线下“经销商+商超”模式为主，铺货速度快，依靠成熟的经销网络可实现跨区域全国销售布局；2012年以来，随着电商兴起，开始借助电商平台等进行线上销售	品牌连锁店：通过直营、加盟模式在商超以外建立品牌连锁店，品类丰富，可满足一站式购物体验；但渠道建设成本高，区域扩张较慢，依赖门店选址；线上借助电商平台迅速实现全国化销售，与消费者互动频繁，形象亲切
代表企业	洽洽食品、盐津铺子、绝味食品	三只松鼠、良品铺子、来伊份

资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ Wind 中筛选的 CS 食品饮料。

期迅速扩张，逐步发展成为多品类综合休闲食品零售商。而以洽洽食品为代表的制造型企业在规模扩张速度上基本保持了行业平均增速，这主要是因为单一品类易触碰增长瓶颈，当单一爆品增速放缓后需要打造新的产品增长曲线，借助完善的分销网络扩大经营规模。

②ROE构成中，制造型企业的净利率水平显著高于渠道型企业，而渠道型企业的资产周转率显著高于制造型企业。

制造型和渠道型企业在费用构成及占比方面存在较大差异。制造型企业由于资产较重且依赖传统经销体系，因此折旧摊销、差旅费、业务推广及招待费等管理费用较高。渠道型企业由于自建销售渠道、仓储配送体系，因而运输费、包装费、平台服务及推广费等销售费用较高。通常情况下，制造型企业的期间费用率要低于渠道型企业，而固定资产占比要显著高于渠道型企业（见表4）。正因如此，渠道型企业融资方式主要依赖股权融资，公开发行债券的渠道型企业几乎没有。

净利率方面，以洽洽食品为例，它的净利率基本维持在10%左右，而三只松鼠的净利率基本保持在5%以下。制造型企业新推出单品在规模效应驱动下净利率会持续改善，而渠道型企业由于目前仍处于成长期，期间费用侵蚀其净利润，导致净利率处于较低水平。

营运效率方面，由于渠道型企业从产业链下游渠

道建设进入，其核心竞争力在于供应链响应效率，整体运营效率较高。上表中三只松鼠的总资产周转率均值在2.50次，且保持平稳，而洽洽食品的总资产周转率均值为0.83次。

③核心经营性运营资本²出现分化。

由于经营模式不同，行业内企业核心经营性营运资本表现有所分化，以洽洽食品与三只松鼠为例，洽洽食品和三只松鼠的核心经营性营运资本分别为2.10亿元和1.11亿元，核心经营性营运资本与所有者权益的比值分别为5.48%和5.38%，而核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率分别为1.18%和1.81%（见表5）。

表5 2019年底洽洽食品和三只松鼠核心运营资本构成与比较（单位：亿元、%）

项目名称	洽洽食品	三只松鼠
应收票据	0.00	0.00
应收账款	1.38	3.74
预付款项	0.91	1.00
存货	6.67	8.04
应付票据	0.59	0.00
应付账款	3.03	9.68
预收款项	0.00	0.80
核心经营性营运资本	2.10	1.11
核心经营性营运资本/所有者权益	5.48	5.38
核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率	1.18	1.81

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表4 期间费用率和固定资产占比情况（单位：%）

项目	名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
期间费用率	洽洽食品	19.34	18.26	19.67	19.20	19.21
	三只松鼠	26.24	23.30	21.48	22.84	24.66
	行业加权平均值	24.52	24.28	22.77	23.38	22.27
固定资产占比	洽洽食品	21.44	25.12	21.74	19.85	20.95
	三只松鼠	8.26	8.07	12.19	8.24	8.18
		27.49	27.03	25.53	24.26	24.11

资料来源：Wind、联合资信根据公开资料整理

² 具体释义见“核心经营性运营资本在休闲食品行业中的应用探索”。

渠道型企业要求资金周转率和供应链响应速度；负债端，三只松鼠通过应付账款对上游的资金形成一定占用，较好缓解了大额存货给自身带来的资金压力。从核心经营性营运资本角度看，综合两项指标，三只松鼠表现好于洽洽食品。

三、偿债能力与债券市场表现

债券发行与兑付情况

自2011年以来，休闲食品行业发债企业较为集中，以合肥华泰集团股份有限公司和青岛啤酒集团有限公司较为活跃外，其余大多已兑付，并无新增发行计划。

截至2020年11月18日，从广义角度看³休闲食品行业，累计发行债券35支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），发行额度162.05亿元，当前余额42.81亿元；以中长期可转债和短期融资券为主，存续债券

期限结构较为合理，集中偿付压力不大；从级别分布看，发债企业的主体级别主要以AA为主，民企参与度较高。

从募集资金需求看，主要用于项目建设以及补充流动资金，同时印证前述制造型企业重资产，追求规模效应，对资金的渴求度较高；2020年，新冠肺炎疫情的加剧扩散，休闲食品行业龙头获得加速发展契机，陆续发行可转换公司债券，如洽洽转债等。

偿债能力

近年来，休闲食品行业样本企业存量规模持续增长，于2020年达到顶峰74.81亿元。2016—2019年，样本企业中全部债务均值相对稳定在115亿元，短期债务占比呈现逐年增长态势，分别为49.71%、54.96%、57.35%和62.93%，主要系外部融资环境变化所致。

偿债能力方面，2016—2019年，休闲食品行业样本企业现金短期债务比在2016年底达到2.14倍，其后三年

表6 样本企业债务规模（单位：亿元、倍）

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
新增规模	6	17.5	12	13	8	5.15	10
存续规模	6	23.5	35.5	43.5	43.5	46.15	53.15
短期债务	--	--	--	--	--	58.39	64.9
长期债务	--	--	--	--	--	59.06	53.19
现金类资产/短期债务	--	--	--	--	--	2.14	2.14
EBITDA	--	--	--	--	--	46.28	45.12
全部债务/EBITDA	--	--	--	--	--	2.54	2.62
年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
新增规模	10	34	46.4	--	--	--	--
存续规模	47.15	59.15	74.81	42.81	25.5	22.4	22.4
短期债务	63.62	71.48	15.72	--	--	--	--
长期债务	47.32	42.11	7.27	--	--	--	--
现金类资产/短期债务	2.83	3.39	--	--	--	--	--
EBITDA	52.1	67.37	--	--	--	--	--
全部债务/EBITDA	2.13	1.69	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

³ 由于发债样本较少，对休闲食品企业扩容。

持续增长至3.39倍，比值始终维持在2以上，行业流动性较充裕，短期偿债能力强（见表6）。从长期偿债指标看，2016—2019年，休闲食品行业样本企业EBITDA分别为46.28亿元、45.12亿元、52.10亿元和67.37亿元，全部债务/EBITDA波动下降至1.69倍，在样本企业受总体营业收入持续增长的影响下，长期债务压力得到缓解。从杠杆水平看，样本企业资产负债率保持低位运行，除合肥华泰集团股份有限公司主营业务中涵盖房地产，拉高整体资产负债水平，其余企业历年均未超过50%。

四、核心经营性营运资本在休闲食品行业中的应用探索

经营性营运资本在数值上等于经营性流动资产和经营性流动负债的差额，反映了一个企业与经营相关的营运资本对其整体资金的占用情况。本文中，我们使用简化后的“核心经营性营运资本”概念（见表7），即

核心经营性营运资本=核心经营性流动资产-核心经营性流动负债

通常情况下，在所处供应链中处于较为强势地位的企业具备如下特征：

- A. 核心经营性营运资本相对公司所有者权益较小或为负值；
- B. 核心经营性营运资本对营业收入不敏感，弹性系数小于1或为负值。

即：核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率<1
相反，在所处供应链中处于较为劣势地位的企业具备如下特征：

- A. 核心经营性营运资本相对公司所有者权益较大；
- B. 核心经营性营运资本对营业收入敏感，弹性系数大于1。

即：核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率>1
具体到上文提及的71家样本企业，从核心经营性营运资本的存量来看，2019年，样本企业中核心经营性营运资本超过5亿元的18家，10亿元以上的6家，平均值和中位数分别为2.25亿元和1.56亿元；从核心经营性营运资本占所有者权益的比重来看，样本企业核心经营性营运资本/所有者权益的平均值和中位数分别为11.94%和9.93%，占比很低（见表8）；在核心经营性营运资本对营业收入的弹性方面，样本企业中，核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率为负值的有30家，小于1的有18家，以上两类占比67.60%，中位数为0.50。样本企业核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率的平均值达到71.58，主要系巴比食品（-300.23）、维维股份（113.22）以及ST西发（159.75）数据与其他企业存在显著差异，剔除上述异常数据后样本均值为1.45。

样本企业中核心经营性运营资本存量不大，占所有者权益的比重很低且弹性系数的中位数小于1，联合资信认为休闲食品企业整体在其所处的供应链中处于强势地位。

表7 评级应用中的资产负债划分建议

核心经营性流动资产	核心经营性流动负债	核心经营性非流动资产	其他资产	全部债务	其他经营性债务
应收票据	应付票据	无形资产和开发支出	其他应收款	短期借款	其他应付款
应收账款	应付账款	固定资产（合计）	可供出售金融资产	应付票据	应付利息
应收款项融资	预收款项	在建工程（合计）	长期应收款	应付债券	专项应付款
预付款项	合同负债	生产性生物资产	长期待摊费用	长期借款	递延所得税负债
存货	应付职工薪酬	使用权资产	长期股权投资	租赁负债	递延收益
合同资产	应交税费	投资性房地产	其他	其他	其他

资料来源：联合资信工商一部定义

注：现实应用中应付职工薪酬和应交税费相对较小，且已经合并计入其他应付款（合计）因此可以免于纳入核心经营性流动负债



五、行业展望

在新冠肺炎疫情肆虐下，经济下行不可避免对企业带来短期影响，产业链中供求关系地位和运营策略的差异均有不同程度体现，企业的核心竞争力以及抗风险能力在突发公共卫生事件中得到进一步验证。2020年一季度国民出行受阻，多采取网络购物，三只松鼠依靠供应链快速响应速度，营业收入同比增长19.00%，高于洽洽食品的增速，但盈利水平远低于洽洽食品，自二季度开始，中国疫情防控政策放开，洽洽食品得益于逐步扩大产品线和有力的品质保证，持续发力，利润总额同比增长37.88%并有望创新高，同时企业抓住市场机遇，发行债券融资，获得良

好的市场认可度及相对低廉资金以匹配自身经营模式。

休闲食品行业发展顺应人们对品质、健康生活的向往，消费群体以年轻女性为主，购买行为具有冲动性且消费频次高的特点，行业整体市场空间大并且仍处于成长阶段，2019年中国休闲食品市场规模达到1.16万亿元，预计至2022年行业规模仍保持在年度复合增长率11%达到1.30万亿元，线下渠道年均复合增长率约为10.00%，线上渠道年均复合增长率为18.00%；而细分品类众多，同质化程度较高、品牌黏性不足以及行业格局分散将制约行业整体发展水平。从长期看，休闲食品未来发展或考验在不同经营模式的驱动下的生产制造、渠道扩张、品牌推广等综合竞争能力，但整体运营较为稳健。■

表8 2019年底样本企业核心经营性营运资本及相关指标(单位: 亿元、%)

	核心经营性营运资本	核心经营性营运资本/所有者权益	核心经营性营运资本增长率/营业收入增长率 ⁴
最大值	21.38	71.07	113.22
最小值	-13.47	-62.47	-300.23
平均值	2.25	11.94	71.58
中位数	1.56	9.93	0.50

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

⁴ 由于发债样本较少，对休闲食品企业扩容。

疫情风暴过后强势反弹，中资美元债市场持续火热

——2020年中资美元债市场回顾与2021年展望

文 | 联合资信评估股份有限公司 王倩

一、中资美元债发行市场环境

新冠疫情下中资美元债市场经历了从“急速遇冷”到“强势反弹”的过程，中美利差继续走扩，美元融资的相对成本优势是中资美元债市场在疫情下仍能保持韧性的重要原因之一。

2020年，中资美元债市场经历了从“急速遇冷”到“强势反弹”的过程。3月新冠疫情暴发后，短期内迅速蔓延至美国以及全球各地，金融市场恐慌情绪弥漫，美元流动性骤然紧张，叠加中企停工导致的企业基本面趋劣，中资美元债市场遭到大幅抛售，一级市场发行急速遇冷。为应对疫情冲击，美联储于3月3日和16日分别调降联邦基准利率50BP与100BP，连续两次非常规降息，将联邦目标利率区间维持在0~0.25%的低位，同时启动7000亿美元资产购买计划，开启“无限量宽松”模式，向市场释放大量流动性。此后美联储年内又陆续推出市政流动性便利工具、紧急贷款机制等举措，避免市场在疫情期间出现重大波动。随着美国一系列救市政策的启动，美元流动性得到修复，债券发行成本也一路下行至近4年新低，推动了中资美元债一级市场的回暖。

从国内货币政策看，2020年，开年突如其来的新冠肺炎疫情对中国经济社会带来前所未有的冲击，上半年央行三次降低存款准备金率，共释放了1.75万亿元长期资金，同时加大对冲疫情的货币信贷支持力度，采取了设立专项再贷款、增加再贷款贴现专用额度、普惠小微企业贷款信贷支持计划等举措定向支持疫情防控的重

点领域和企业，但由于中国货币宽松适度，中美利差仍呈走扩态势。下半年以来，随着国内疫情率先得到有效控制，各行业有序复工复产，经济增速稳步回升，央行货币政策开始边际收紧，国债收益率逐步上行，中美利差走扩趋势进一步显现，离岸美元债券市场融资成本比较优势凸显（见图1）。2020年，1年期、5年期和10年期中美国债年内平均利差分别达到183.0个、217.8个和206.2个BP，较2019年相应期限平均利差分别走扩130.7个、110.6个和102.1个BP，处于历史相对较高水平，表明中资美元债发行成本具备较强的比较优势，这也是疫情之下中资美元债一级市场仍能保持韧性的重要原因之一。

弱美元周期下的人民币升值预期有利于提振境内主体的美元债发行动力，叠加国际投资者风险偏好逐步修复、对新兴市场债市增仓明显的因素等，共同推动了中资美元债市场的加速恢复

从人民币汇率走势来看，2020年人民币汇率呈现先贬后升走势，1—5月，受疫情冲击影响，人民币汇率震荡

图1 中美各期限国债利差率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

贬值。下半年以来，海外疫情持续暴发，而中国疫情得到控制，复工复产显著提速，成为全球唯一实现正增长的主要经济体。同时，受美元指数走弱以及疫苗进展等抗疫积极因素推动，国际投资者风险偏好开始逐步修复并重新布局新兴市场。2020年下半年，国际资本流入新兴市场总额达到1596亿美元，其中流入债市约888亿美元，较上半年增长64%，这进一步助推人民币汇率开启了一轮快速升值过程。2020年下半年，人民币兑美元累计升值近8%，全年累计升值近7%。

当人民币处于升值周期时，发行美元债将增加中资发行主体人民币资产价值，而同时能够降低美元负债成本，有利于企业优化资产负债结构，降低企业的融资成本，提升企业融资能力，人民币升值预期也提高了发行主体的发行意愿，推升了市场热情，推动了中资美元债发行市场的加速恢复。

跨境融资监管政策“有保有压”，在推出多项跨境融资便利化措施的同时，地产和城投融资政策依然处于收紧态势

2020年以来，央行和监管机构先后出台了多项跨境融资便利化措施，进一步扩大企业借用外债空间，便利企业更好利用国际国内两种资源、两个市场多渠道筹集资金，缓解融资难、融资贵问题。2020年2月4日，国家发展改革委发布《关于企业申请延长外债备案登记证明有效期事宜的指引》。根据指引，已取得外债备案登记证明的企业，如确因疫情影响未能在有效期内完成外债发行的，可在有效期届满的20个工作日内向国家发展改革委提出关于延长有效期的书面申请，对符合条件的企业，有效期可延长6个月。2020年3月以来，跨境融资

支持政策继续密集出台。一是央行和外汇局将跨境融资宏观审慎调节参数由1上调至1.25，企业借债空间从原来净资产的2倍提高至2.5倍，提高企业融资上限，鼓励企业利用境外低成本资金；二是扩大外债便利化试点，支持试点地区高新技术企业在一定额度内自主借用外债，并扩大一次性外债登记试点范围；三是建立外汇政策绿色通道，企业可在线上申请外债登记。这些措施为中资美元债的发行提供了更多便利，推动了中资美元债市场的迅速复苏。

但另一方面，2020年地产和城投的跨境融资政策仍延续了前期的收紧态势。2019年年中出台的“666号文”和“778号文”规定了城投和房地产企业的境外债发行用途只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，如果需要以其他用途在境外发债，则只能通过发行一年内到期债券，且即使是用于偿还到期债务的美元债发行，审批流程也趋于变缓。2020年8月，住建部和人民银行在召开重点房地产企业座谈会上明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则的“三道红线”¹，令房企资金链进一步承压，前期杠杆高企的企业将受到明显影响。地产和城投前期的监管政策收紧仍持续在对美元债发行产生结构性影响。

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

受疫情暴发初期美元流动性危机导致的避险情绪上升影响，中资美元债估值剧烈波动，直接冲击中资美元债一级市场，但下半年以来已逐步恢复发行常态

2020年，中资美元债一级市场共发行628期，同比

¹ 红线一：剔除预收款的资产负债率不得大于70%；红线二：净负债率不得大于100%；红线三：现金短债比不得小于1倍。根据“三道红线”的触线情况，将房企分为“红、橙、黄、绿”四档：红色档：如果三条红线都触碰到了，则不得新增有息负债；橙色档：如果碰到两条线，负债年增速不得超过5%；黄色档：碰到一条线，负债年增速不得超过10%；绿色档：三条线都未碰到，负债年增速不得超过15%。

² 所有数据统计以发行日期为准。

下降3.4%，发行规模达到2073.7亿美元，同比小幅下降2.6%（见图2），在全球疫情及金融市场波动加剧的背景下仍然保持了较高的发行热度。从年内的发行分布来看，2020年上半年，3月以来新冠疫情全球范围内暴发以后，美元流动性风险骤起，在国际投资者抛售资产的风潮下，作为新兴市场美元债券的中资美元债也遭遇了流动性溢价上升及估值的大幅波动，直接导致了一级市场发行困难的局面，上半年发行规模同比下滑逾19%，而二季度的发行规模更是较上年同期大幅下滑42%，几近腰斩。但自下半年以来，随着美国推出一系列财政和货币救助政策，美元流动性好转，市场情绪有所恢复，中资美元债市场也逐步回归发行常态，发行表现强势反弹。下半年发行规模达到1113.7亿美元，较2019年同期增长18%；其中2020年第三季度发行规模更是达到了656.1亿美元，创下近年来仅次于2019年二季度的单季发行新高。

中资美元债发行仍集中在金融、房地产、城投三大板块，但行业集中度有所降低，城投美元债受政策限制以及境内融资替代效应等多重因素影响年内发行表现清淡

从发行主体的行业分布来看，2020年，中资美元债发行仍集中在金融³、房地产、城投三大板块，其发行规

模合计约占发行总额的70%，较2019年下降约11个百分点，行业集中度有所降低。具体来看，2020年，金融机构共发行226期，发行规模为643.1亿美元，占总发行规模的31.0%，同比上升3.2个百分点，取代房地产企业成为2020年第一大发行主体。受二季度疫情之下经济活动停摆造成的发行骤降及房企海外融资政策限制等因素影响，房地产行业全年发债节奏趋缓，全年共发行205期，发行规模为632.1亿美元，同比分别下滑9.3%和23.3%，发行规模占总发行规模的30.5%，同比下降8.2个百分点。此外，受疫情以来居家办公、社交隔离带来的行业红利提振，互联网媒体企业的发债规模出现攀升，2020年发行期数和规模分别达到16期和145.5亿美元，同比分别大幅上升约78%和62%。

城投美元债方面，2020年，城投美元债共发行85期，发行规模为166.4亿美元，同比分别大幅下滑约30%和47%（见图3）。究其原因，一方面是前期受境外流动性冲击影响，城投美元债的融资渠道受限现象明显；另一方面666号文后城投境外融资限于借新还旧，政策限制效应仍在；同时今年疫情之下中国“宽信用”政策导向下城投境内融资较为顺畅，部分城投主体发行需求转移至境内，境内城投债总发行规模同比飙升近70%，也使得境外城投债总体发行量较2019年出现明显下滑。

图2 中资美元债发行情况



资料来源: Bloomberg, 联合资信整理

图3 近年城投美元债发行趋势



资料来源: Bloomberg, 联合资信整理

³ 包括银行、人寿保险、商业金融机构、消费金融以及金融服务机构等。

中资美元债发行成本大幅下行，金融类和城投行业平均票息均创历史低点

2020年，疫情之下美联储创历史规模地向市场大量释放流动性，使得美国各期限国债收益率明显回落，中资美元债发行成本自下半年开始迅速下行，全年平均加权发行票息⁴为4.1%，同比下降129.1个BP，继续拉低最低发行成本纪录（见图4）。

从发行票息分布来看，2020年中资美元债发行利率中枢下移明显。发行票息在0~4%（含4%）的低息债券规模占比达63%，较2019年大幅上升25个百分点，其中票息在0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8%以上的发行规模占比分别约为20%、43%、12%、10%和13%，零息债券占比约为2%。受疫情及全球宏观环境影响，投资人对低资质主体的风险偏好有所下降，高收益债券的发行活跃度随之显著回落。2020年，发行票息在6%以上的较高票息区间中资美元债规模占比仅为23%，较2019年大幅下降19个百分点。

分行业来看，2020年各行业发行成本均有所下滑，其中金融类和城投债发行人平均票息均创历史低位。房地产企业总体发债成本依然维持最高，全年平均加权发行票息为6.8%，同比下行113.7个BP；在发行利率处于8%

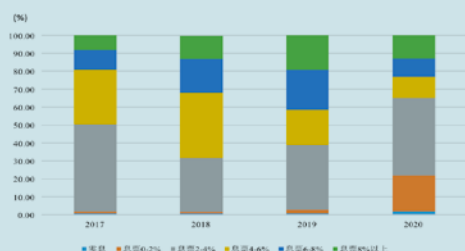
及以上高利率区间的债券中，房地产行业债券发行期数占到了85%，其中香港理想投资有限公司的发行票息高达14.8%。另一方面，2020年金融和城投美元债平均加权票息均创下历史低位。其中，金融行业平均加权票息为2.5%，同比大幅下行116.5个BP；城投美元债平均加权票息为2.6%，同比下滑30.1个BP，均为2017年以来的发行成本新低（见图5）。

从票息类型来看，在货币环境中期内偏宽松的预期下，2020年中资美元债发行仍以固定票息为主，且占比进一步上升。具体看，2020年固定利率债券发行规模达到1688.4亿美元，占总规模的81.4%，同比上升2.3个百分点。其次是可变票息债券⁵和浮息债券，发行规模分别为223.7亿美元和115.7亿美元，占总规模的比重分别为10.8%和5.6%，前者同比上升3.9个百分点，后者则同比下降3.5个百分点。

以RegS方式发行的债券规模仍居主导，北大方正拒认提供维好协议的美元债事件令维好协议风险再度聚焦，风险溢价上升，导致以维好架构发行的债券规模大幅下降

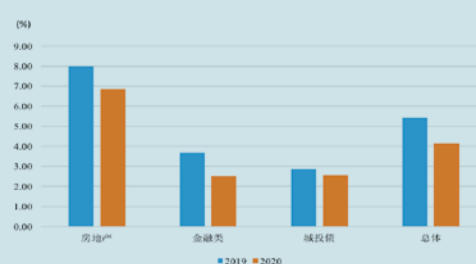
从发行方式来看，私募方式发行的RegS⁶仍然是2020年中资美元债主要发行方式。具体来看，全年非公

图4 中资美元债近年发行票息分布



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

图5 主要行业平均加权票息对比



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

⁴ 剔除零息和浮息债券，以债券发行的原始期限为权重，下同。

⁵ 彭博分类为“variable”。

⁶ 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境内以外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

开发行的RegS的债券规模达到1782.8亿美元（565期），占全年总发行规模的86.0%，同比下降4.3个百分点。年内选择以144A和SEC公开发行方式的中资美元债规模占比也较2019年有所上升，发行规模分别达到198.6亿美元和73.0亿美元，占全年发行规模的比重分别为9.6%和3.5%，占比同比分别上升1.9个和2.4个百分点。

从发行架构⁷看，2020年，担保发行和直接发行仍是中资美元债最常用的两种发行架构。具体来看，担保发行共432期，发行金额达1277.5亿美元，占总规模的比重近62%，同比上升3.5个百分点；直接发行共183期，发行金额总计667.7亿美元，规模占比约32%，同比小幅上升0.5个百分点。2020年，以维好方式架构增信的中资美元债缺席发行，同时以“维好+担保”架构发行的中资美元债规模占比也由2019年的5.8%下滑至不足0.1%。目前，以维好协议在中国的法律可执行和监管方面存在较大不确定性，特别是年内北大方正集团拒绝确认此前提供维好协议的美元债权事件，令维好协议风险再次成为市场聚焦点，以维好协议结构发行的债券风险溢价需要在预期违约风险之外包含更多的结构性后偿风险，风险溢价上升，从而导致以该种结构发行的美元债券规模大幅下降。

2020年发行期限方面仍以1~10年中长期为主，加权平均发行期限同比有所拉长，但城投美元债平均发行期限有所缩短

从发行期限分布来看，2020年中资美元债发行期限仍以1年以上10年以内的中长期为主（见图6），1~10年期发行规模占比约77%，同比下降了3个百分点。依据发行规模占比从高到低的分布来看，2020年，3~5年期（含5年）的发行规模占比约31%，同比大幅下滑14个百分点；1~3年期（含3年）的发行规模占比则同比上升了10

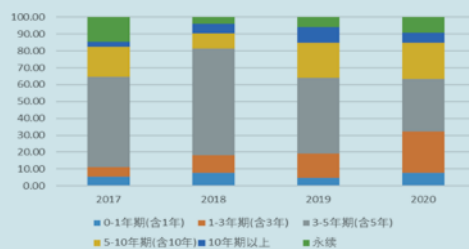
个百分点至24%；5~10年期（含10年）的发行规模占比约22%，同比基本持平。1年期以下的短期美元债发行规模占比同比上升约3个百分点至8%，而10年期以上的美元债发行规模占比则下降约3个百分点至6%；此外，2020年永续债的发行规模占比同比上升逾3个百分点至9%。

从平均期限来看，2020年中资美元债的加权平均期限约为5.6年，较2019年增加了1.3年，这与2020年投资级发行占比提升、市场对于长期限接受度提高有关。从各个行业的期限来看，2020年，房地产行业的加权平均期限为3.8年，同比拉长0.3年；金融行业的加权平均发行期限为4.4年，同比亦拉长0.3年；城投美元债的加权平均发行期限为2.9年，同比下降0.2年，可能与市场对城投行业的风险偏好有所下行相关。

无评级发行债券期数占比仍稳定在近半水平，投资级债券发行规模占比显著提升，且发行主体集中在金融类行业，高收益债券发行主体仍以房地产企业为主；在疫情加剧资金链压力的背景下，发债企业信用风险呈现加快暴露的趋势

2020年仍有近半数的中资美元债选择无评级发行，在628只中资美元债中共有263期中资美元债无评级⁸发行，占全部发行期数的42%，同比小幅上升1个百分点；无

图6 中资美元债发行期限分布（发行规模占比，%）



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

⁷ 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构和维好协议发行等。

⁸ “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

评级债券发行规模占总发行规模约20%，同比小幅下降1个百分点。从评级分布看，2020年在新冠疫情加剧金融市场波动及企业基本面受到冲击的背景下，市场的风险偏好偏于下行，投资级中资美元债券的发行规模占比显著提升。具体来看，2020年，在有评级的中资美元债中，投资级中资美元债发行期数合计226期，发行规模合计1150.5亿美元，占总发行规模的比重为55.5%，同比上升9.9个百分点。另一方面，BBB-级以下⁹投机级高收益债券发行期数合计139期，发行规模合计509.0亿美元，占总发行规模的比重为24.5%，同比下降8.7个百分点（见图7）。

从评级行业分布来看，2020年，高收益债券发行主体仍主要集中在房地产企业，在139期高收益债券中有116期自于房地产企业，投机级房企发行规模占投机级债券发行总规模的80%，同比仅略有下降，其级别分布以BB-和B级为主，这两个等级的合计发行金额占高收益债券发行总规模的一半。投资级债券的主体行业分布相对分散，主要集中于金融类行业中。投资级中资美元债中金融类发行主体共发行91期中资美元债，发行规模合计453.4亿美元，占全部投资级债券总规模的39%。

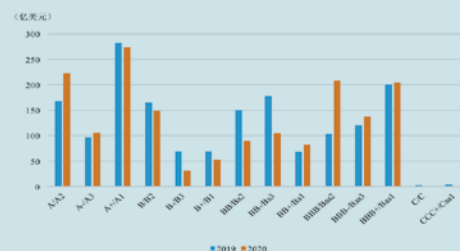
从信用风险暴露的情况来看，2020年，共有27只中资美元债违约，涉及主体16个，违约金额86亿美元，与去年相比均大幅上升。从违约特征来看，国企、地方城投平台的违约有所增多。2020年，天津房地产集团、青海省投资集团有限公司等国企、地方城投平台相继出现美元债违约，打破了民企作为境外债券的违约主体的局面，削弱了大型国企和城投平台的刚兑信仰。同时，部分民企在疫情、能源价格大幅下跌背景下，存在利润下滑，资金链断裂，治理能力存在缺陷等问题依然是民企美元债违约的主要原因。此外，境内外违约的联动效应更为显著，如方正集团境内债券违约触发的美元债交叉违约就达到了9笔。

三、中资美元债二级市场表现

受新冠疫情引发风险情绪急升以及恒大、永煤等中企负面信用事件影响，中资美元债二级市场交易行情波动加剧，但各行业回报率同比现明显下降

2020年，受新冠疫情引发风险情绪急升以及中企信用事件影响，中资美元债二级市场交易行情跌宕起伏，波动加剧。3月中旬，在新冠疫情引发市场避险情绪急升以及美元流动性骤然收紧的情况之下，作为新兴市场债券的中资美元债遭到大幅抛售，回报率纷纷探底。3月19日，Markit iBoxx中资美元债指数总回报率下探至-5%左右，Markit iBoxx中资美元高收益债券回报率更是深跌至-12%的谷底。此后，随着美元流动性危机的解除以及风险情绪的修复，中资美元债二级市场交易行情持续大幅回暖，虽然下半年受中资美元债重要发债房企的恒大负面消息以及国内永煤违约造成的联动情绪影响，中资美元高收益债券回报率出现一定波动，但整体仍延续了上行趋势。从全年看，Markit iBoxx中资美元债指数总回报率为6.1%，较2019年下降3.8个百分点；中资美元高收益债券回报率为5.9%，较2019年下滑5.4个百分点；投资级中资美元债回报率为5.9%，较2019年下跌了3.1个百分点；高收益中资美元债回报率为6.9%，同比下跌5.4个百分点。

图7 中资美元债级别分布情况



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

⁹ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

分行业看, 2020年, 受疫情带来的市场情绪以及利率下行影响, 各行业中资美元债回报率同比均呈现下降态势 (见表1), 且高收益美元债回报率跌幅普遍高于投资级美元债。具体来看, 房地产中资美元债的总体回报率为8.0%, 同比下降5.7个百分点, 其中高收益房地产美元债回报率 (8.7%) 同比大幅下降6.2个百分点, 投资级房地产美元债回报率 (6.3%) 同比下降5.1个百分点。金融机构美元债2020年总体回报率为6.6%, 同比下跌4.3个百分点, 其中金融机构投资级债券回报率为5.6%, 同比下跌3.1个百分点, 高收益级债券回报率为7.9%, 同比下跌6.0个百分点; 非金融机构美元债券全年回报率为5.2%, 同比下跌3.6个百分点, 其中非金融机构投资级债券回报率为6.0%, 同比下跌3.4个百分点; 高收益债券回报率则转正为负跌至-0.3%, 同比下跌5.6个百分点。



四、2021年中资美元债市场展望

中美国债收益率利差可能会边际收窄, 但因美国疫情前景仍不明朗, 预计美联储利率仍将维持在相对低位, 加上中国基本面的比较优势以及对外资吸引力持续, 人民币汇价依然存在升值空间, 中资美元债市场仍具备一定的融资成本优势和吸引力

2021年, 虽然美国经济同比好转的可能性加大, 美联

储加码宽松的概率较低, 特别是2020年年底以来美债收益率有所上行, 显示美联储货币边际趋紧的节奏可能快于预期, 但由于美国疫苗接种实现群体免疫仍需要一段时间, 新冠疫情不确定性仍然存在, 加上美国政府庞大的债务压力等因素, 预计美联储预计短期内仍会将利率维持在相对低位。而从国内看, 国内经济正在逐渐回暖, 随着投资、工业产出、消费和进出口等数据整体回升, 2021年货币政策在整体保持稳健的基础上也可能较2020年边际趋紧, 中美利差或将有所收窄。人民币汇率走势方面, 由于去年下半年以来人民币开启了一波快速升值趋势, 监管层推出了一系列意在稳定汇率的措施, 包括“逆周期因子”淡出使用和下调远期售汇风险准备金率至零, 将企业跨境融资宏观审慎调节参数由1.25下调至1等, 释放出抑制人民币过快升值的信号, 但由于本轮人民币升值是由中国基本面所驱动, 国内经济更快复苏令资产收益率提升吸引外资流入的态势预计仍将持续, 2021年人民币汇率仍将有一定的上升空间。总体来看, 2021年中资美元债市场仍具备一定的融资成本优势和吸引力。

表1 中资美元债近年分行业回报率 (%)

	2020	2019	2018	2017
金融机构	6.6	10.9	-0.4	4.6
金融机构-投资级	5.6	8.7	1.0	3.8
金融机构-高收益	7.9	13.9	-3.0	7.0
非金融机构	5.2	8.8	-1.4	5.2
非金融机构-投资级	6.0	9.4	-0.1	5.0
非金融机构-高收益	-0.3	5.3	-7.1	7.5
房地产	8.0	13.7	-2.2	6.7
房地产-投资级	6.3	11.5	-0.4	5.8
房地产-高收益	8.7	14.9	-3.1	7.1

资料来源: Bloomberg, 联合资信整理

企业跨境融资政策将较上年略有收紧，房地产、城投新增融资继续受限，“为出海而出海”的美元债融资需求可能会下降，而互联网媒体行业受到疫情带来行业红利提振，布局国际的诉求提升，美元融资规模有可能继续攀升

从跨境融资政策走向来看，2021年预计金融监管将更趋严格，房地产和城投等行业的新增融资受限的趋势仍将继续。2020年8月房地产“三道红线”融资新规颁布之后，2021年元旦后“三道红线”试点企业即将扩容的消息频传。与此同时，2020年12月31日央行又颁布针对银行的“两道红线”¹⁰。1月7日，央行、外汇局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由1.25下调至1，境内企业跨境融资的敞口空间被进一步压缩。房地产金融的监管日益严格，不少房企抓住发债窗口期在2021年开年“抢跑”融资。截至1月10日，已有近30家房企发行债券，境内外债券发行规模已达550亿元；截至1月14日，已有超过20家房企披露各阶段境外债融资进展，包括碧桂园、世茂集团、正荣地产、旭辉控股、中梁控股等企业，融资额在100亿美元左右。但从发债用途来看，由于政策限制，大部分房企发债都将用于偿还即将到期的存量债务，城投平台的新增美元债融资也主要用于债务滚续。

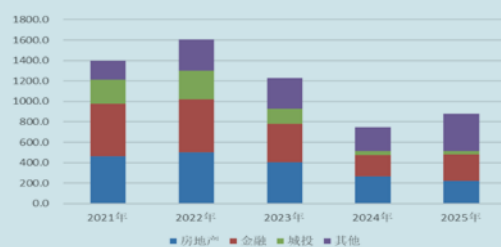
在此背景下，虽然房地产企业和城投平台等重要的美元债发行主体“借新偿旧”的再融资需求仍将是支撑2021年美元债一级市场的重要基础，但在目前中央经济会议提出坚持扩大内需、注重需求侧管理，形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，预计中资企业“为了出海而出海”的发债诉求预计将被削弱。另一方面，受到疫情以来居家办公、社交隔离等“宅经济”带来的行业红利提振，预计互联网媒体后疫情时代企业对于融资渠道多元化、提升国际影响力的诉求将进一步加强，中资互联网媒体企业美元债融资规模在2021年有可能继续攀升。

2021年仍处于中资美元债的到期高峰，部分弱资质企业违约风险加大，风险溢价可能将继续上扬；疫情超预期发展的情境下，部分主体债务接续可能面临困境，需警惕信用风险加速暴露的可能

2021年中资美元债到期量为1399亿美元，较2020年进一步增长（见图8）。具体来看，2021年有10个月份到期量均在100亿美元以上，尤其是9月和11月，到期量均将超过150亿美元，存在一定的集中兑付压力。从行业分布来看，2021年金融、房地产和城投三个行业到期量合计达到了1213亿美元，占总到期量之比高达85%以上，较上年明显增加；尤其是投机级发行主体较多的房地产行业，2021年到期量占到了合计到期量的33%，在集中兑付压力与融资政策收紧的背景下，部分资质较弱的企业信用风险可能会进一步暴露，风险溢价将会继续上扬，与投资级债券的利差也可能继续拉大。

与此同时，若2021年新冠变异病毒超预期发展，疫苗保护效果不足，全球抗疫形势再度恶化，则中资美元债市场巨幅波动可能重演，届时高收益债一级市场将再度遭遇发行冰点，部分弱资质高负债企业的债务接续可能面临困境，信用风险亦有加速暴露的可能。■

图8 中资美元债到期分布（亿美元）



注：按发行日期截至2020年12月31日统计
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

¹⁰ 两道红线即房地产贷款集中度管理原则，是指银行业金融机构（不含境外分行）房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例（以下简称房地产贷款占比）和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例（以下简称个人住房贷款占比）应满足人民银行、银保监会确定的管理要求，即不得高于人民银行、银保监会确定的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限，开发性银行和政策性银行参照执行。

适度宽松货币政策下债市发行量同比大幅提升， 债券市场机制体制进一步完善 ——2020年度债券市场发展报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 刘晓光 张岩 郝帅

一、债券产品发行利率

本年度，在新冠疫情肆虐全球以及中美贸易摩擦不断的背景下，上半年央行实施适度宽松的货币政策，市场流动性得到较大改善，助力我国经济修复进程持续推进，下半年货币政策更加稳健，流动性投放也更加注重精准滴灌。具体来看，央行分别于2020年3月、4月、5月实施三次降准¹；并于1月、4月两次下调金融机构存款准备金率²；央行通过下调公开市场操作和MLF操作利率引导贷款市场报价利率（LPR）进一步下行³，推动实体经济融资成本降低。此外，央行灵活开展公开市场操作，综合运用逆回购、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具提供不同期限流动性，合理安排工具搭配和操作节奏，维持市场流动性的合理充裕。整体来看，1—5月上旬，市场资金面整体较为宽松，进入5月下旬后，随着国内疫情逐渐稳定，各主要经济指标均有所好转，央行货币政

策开始向常态化回归，资金利率中枢有所上行，本年度市场利率整体呈现先降后升的态势。

本年度，银行间固定利率国债一年期到期收益率整体呈先降后升走势，本年度平均水平（2.16%）较上年（2.57%）下降41个BP。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，本年度一年期短融的平均发行利率（3.73%）较上年（4.21%）下降48BP。

本年度，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在本年度均呈先降后升趋势，本年度，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的平均水平分别为2.45%、2.69%和2.93%，较上年分别下降39BP、33BP和25BP。三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率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，平均发行利率分别为4.00%、3.87%和5.66%，较上年（4.42%、4.48%和6.83%）分别下降42BP、61BP和117BP。

¹ 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；2020年4月15日和5月15日分两次对中小银行实施定向降准，每次下调0.5个百分点。

² 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）；并于4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

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

二、债券市场发行情况

本年度，债券市场共发行各类债券55.47万亿元，较上年增长24.83%，增幅较上年上升约22个百分点。银行间债券市场新发债券49.33万亿元，占债券市场发行总量的88.93%，仍是我国债券主要发行场所，其中，政府债、短期融资券、证券公司短期融资券和非金融企业资产支持票据的发行量同比增幅显著；项目收益债的发行量同比大幅下降。交易所市场新发债券6.14万亿元，交易所资产支持证券、公司债和证券公司债发行量同比增幅较大，其中证券公司债的发行量同比增幅达92.02%；可交换债券的发行量同比大幅下降。截至2020年末，我国债券市场主要债券存量规模达到113.12万亿元，较上年增长了约17.56%，债券市场规模进一步扩大（见表1）。

非金融企业所发债券情况

1. 债券发行量同比保持较高的增速

本年度，受疫情叠加经济下行的双重影响，实体企业有较大的融资需求，加之市场利率水平整体较上年有所下降，监管层鼓励疫情地区、疫情防控企业、民企、中小微企业等发行债券融资，本年度债券发行量有所增加。非金融企业所发债券⁴的发行家数、发行期数和发行规模分别为10960期、3065家和109439.99亿元，同比增长均在30%左右，继续保持较高增速（见表2）。

短融⁵、超短融发行量均有所增加，超短融增幅明显。本年度，共有309家企业累计发行短融510期，发行

规模为4524.78亿元，发行期数、发行家数和发行规模分别较上年增长10.39%、6.55%和2.00%，平均发行规模（8.87亿元）较上年有所减少，发行期限仍以1年期为主。本年度，共有1073家企业发行超短融4335期，发行规模为4.51万亿元，发行期数、发行家数和发行规模分别较上年增长42.55%、30.69%和43.87%，增幅较大，平均发行规模（10.41亿元）略有增加，发行期限仍以270天为主。

企业债券发行规模有所上升。本年度，共有309家企业发行企业债388期⁸，发行规模为3945.49亿元，发行家数、发行期数较上年（315家、394期）均略有下降，发行规模较上年（3631.19亿元）有所上升，平均发行规模为10.17亿元，同比增加10.34%。从发行期限来看，企业债发行仍主要集中在7年期，其发行期数在企业债总发行期数中的占比（63.14%）较上年下降约3个百分点，5年期企业债发行期数占比（16.75%）同比上升约2个百分点，企业债发行期限分布总体较上年变化不大。本年度项目



⁴ 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。

⁵ 如不加说明均不含超短融。

⁶ 不含永续期债券，按债券发行完整期限统计，以下同。

⁷ 特殊期限中票包括永续期中票、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。

⁸ 包含项目收益债 22 期。

收益债发行期数和发行规模分别为8期和62.00亿元，较上年（22期，182.30亿元）均大幅减少。

公司债券发行量较上年大幅增长。本年度，共有1988家企业发行公司债⁹3623期，发行规模为3.37万亿

元，平均发行规模为9.31亿元，发行期数、发行家数均较上年增长50%左右，发行规模较上年增长32.26%，平均发行规模较上年下降10.01%。本年度，公司债发行期限主要集中在5年期和3年期，分别占比50.07%和29.84%。

表1 2018—2020年债券市场发行和存量情况

券种类别	2018年发行情况		2019年发行情况		2020年发行情况		2020年末存量	
	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)
政府债	1080	77147.45	1241	80694.27	2009	133130.48	6489	459662.75
国债	152	35506.77	146	37059.00	161	68692.35	259	204798.65
地方政府债	928	41640.67	1095	43635.27	1848	64438.13	6230	254864.10
央行	0	0.00	7	320.00	12	610.00	3	150.00
金融债	729	41404.20	818	54665.50	901	62223.80	1319	241583.59
政策性银行债	489	29703.80	549	35405.50	609	40230.10	253	176646.25
商业银行债券	174	9182.40	184	15980.50	210	19391.70	873	58620.34
非银行金融机构债券	66	2518.00	85	3279.50	82	2602.00	193	6317.00
政府支持机构债券	46	4170.00	46	3720.00	32	3450.00	166	17225.00
企业债券	282	2390.08	394	3631.19	388	3945.49	2600	22601.82
一般企业债	257	2260.68	372	3448.89	380	3883.49	2464	21771.77
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	4	30.80
项目收益债	25	129.40	22	182.30	8	62.00	132	799.25
中期票据	1399	15893.65	1655	18638.60	2104	22109.92	6202	73595.55
短期融资券	2912	30664.30	3503	35805.19	4845	49655.43	2364	21524.66
一般短期融资券	422	4193.30	462	4436.20	510	4524.78	531	5039.22
超级短期融资券	2490	26471.00	3041	31368.99	4335	45130.65	1833	16485.44
证券公司短期融资券	57	1425.00	176	4491.00	295	7983.00	55	1429.00
资产支持证券(银行间)	449	9323.35	566	9433.36	522	8230.48	1155	15918.25
资产支持证券(交易所)	1992	9473.80	2841	10952.16	3865	15725.36	6347	22600.80
非金融企业资产支持票据	248	1261.25	695	2893.77	1096	5108.96	1566	7061.13
非公开定向债务融资工具	766	5458.87	863	6192.12	1010	6904.85	2941	21863.48
公司债	1520	16491.70	2465	25501.84	3623	33729.14	8974	89470.84
一般公司债	796	10034.78	891	10937.11	1213	15248.07	3758	46587.73
私募债	724	6456.92	1574	14564.73	2410	18481.07	5216	42883.11
证券公司债	210	4718.90	174	4033.30	359	8752.81	738	17547.66
可转债	83	793.12	151	2695.19	213	2754.11	396	5326.30
可交换债	28	464.74	60	824.15	42	461.39	96	1730.34
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	2	12.00	19	78.60
同业存单	27301	210832.40	27892	179712.73	28610	189719.80	15565	111536.66
国际机构债	4	60.00	9	135.00	4	110.00	16	319.60
合计	39106	431972.80	43556	444339.37	49932	554683.02	57011	1131226.03

注：1. “非银行金融机构债”中包含保险公司资本补充债、资产管理公司金融债、证券公司金融债以及其它金融机构债，不包括证券公司债；
2. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、中期票据、企业债券以及原铁道部发行的所有债券；
3. “公司债”不包含证券公司债券；
4. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券；
5. 资产支持证券（银行间）指在银行间债券市场发行的资产支持证券；资产支持证券（交易所）指在交易所债券市场发行的资产支持证券；
6. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺少发行信息，本表统计口径为Wind中截至2021年1月19日已披露的数据，并会对之前数据进行追溯调整；
7. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据、企业债券及公司债等债券统计中
资料来源：联合资信COS系统、中国债券信息网、上海清算所、Wind

⁹ 如不加说明均不包含私募债。

私募债方面，2020年共有1383家主体发行2410期私募债，发行规模达1.85万亿元¹⁰，发行期数与发行家数均较上年增加50%以上，发行规模较上年增加26.89%。公司债发行量的大幅增长主要与市场利率水平下行、公司债进入兑付高峰背景下借新还旧需求增加以及沪深交易所放松城投公司发行公司债申报条件有关。

2. 发行主体/债项信用等级向高等级集中

本年度，短融¹¹发行主体的信用等级分布在AAA级至AA-级，其中AAA级至AA级仍为短融发行主体的主要集中级别。

从发行期数来看，本年度各级别主体所发短融的期数分布主要集中在AAA~AA级，合计占比（99.96%）与上年（99.97%）基本一致（见图1）。其中，AAA级主体所发短融的期数占比（62.44%）较上年增长3.4个百分点，仍居于首位；AA+级和AA级主体所发短融的期数占比分别为27.10%和10.42%，较上年均有所下降；本年度AA-级主体仅发行2期短融。短融发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看，本年度各级别主体所发短融的

规模分布主要集中在AAA~AA级，合计占比（99.98%）与上年（99.99%）相比变化不大。其中，AAA级主体所发短融的规模占比升至81.40%，仍为发行规模最大的主体级别；AA+级和AA级主体所发短融的规模占比分别为14.14%和4.44%，较上年占比均小幅下降；AA-级主体所发短融规模仍较少。短融发行规模呈现向AAA级集中的趋势。

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 2020年短融发行主体信用等级分布情况



注：主体双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入样本

资料来源：联合资信COS系统

表2 2019—2020年非金融企业发行债券情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			平均发行规模		
	2019年 (期)	2020年 (期)	增幅 (%)	2019年 (家)	2020年 (家)	增幅 (%)	2019年 (亿元)	2020年 (亿元)	增幅 (%)	2019年 (亿元)	2020年 (亿元)	增幅 (%)
超短融	3041	4335	42.55	821	1073	30.69	31368.99	45130.65	43.87	10.32	10.41	0.92
短融	462	510	10.39	290	309	6.55	4436.20	4524.78	2.00	9.60	8.87	-7.60
中期票据	1655	2104	27.13	903	1130	25.14	18638.60	22109.92	18.62	11.26	10.51	-6.69
企业债	394	388	-1.52	315	309	-1.90	3631.19	3945.49	8.66	9.22	10.17	10.34
公司债	2465	3623	46.98	1323	1988	50.26	25501.83	33729.15	32.26	10.35	9.31	-10.01
一般公司债	891	1213	36.14	470	605	28.72	10937.11	15248.07	39.42	12.28	12.57	2.41
私募债	1574	2410	53.11	911	1383	51.81	14564.73	18481.07	26.89	9.25	7.67	-17.13
合计	8017	10960	36.71	2423	3065	26.50	83576.81	109439.99	30.95	10.42	9.99	-4.22

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

¹⁰ 私募债根据 Wind 截至 2021 年 1 月 13 日已披露的数据统计。

¹¹ 含超短期融资券，以下同。

本年度，非金融企业所发中票、企业债、公司债的债项信用等级分布在AAA级~AA级（见图2）。此外，2020年上半年，沪深交易所试点公开发行短期公司债，截至年末，A-1级短期公司债共发行21期，229亿元。为保持数据可比性，以下统计不含A-1级债券。

从发行期数来看，AAA级中票、企业债、公司债的发行期数占比（62.84%）仍位居第一，且较上年（58.54%）有所增长；其次为非金融企业所发AA+级和AA级中票、企业债、公司债，其发行期数占比分别为26.38%和10.21%，均较上年（26.70%、14.76%）有不同程度下降。

从发行规模来看，非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债的发行规模占比（76.31%）仍然最大，且较上年（74.53%）继续上升；其次为非金融企业所发AA+级和AA级中票、企业债、公司债，其发行规模占比分别为17.77%和5.36%，均较上年（17.98%、7.49%）有不同程度下降。

整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用等级分布仍呈现向AAA集中趋势。

3. 国有企业债券发行量占比维持稳定

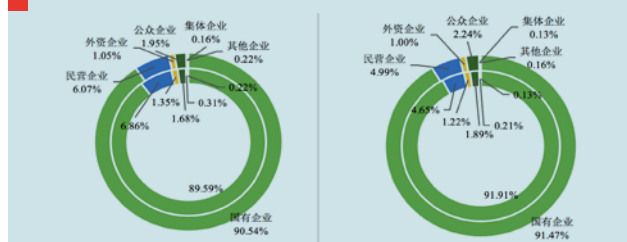
从发行主体的所有制性质来看，本年度，国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型（见图3），其所发债券的期数和规模在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为90.54%和91.47%，

与上年基本一致，民营企业所发债券的期数和规模占比分别为6.07%和4.99%，也与上年基本相同。外资企业、公众企业、集体企业和其他企业本年度所发债券的发行期数和规模仍然较少。

4. 债券发行地区集中度有所提升

本年度，北京、江苏和广东的非金融企业所发债券的期数（1331、1258和842期）位列前三位（见图4），北京、广东和上海的非金融企业所发债券的规模（25270.40、9818.30和8232.49亿元）位列前三位。其中，北京的非金融企业所发债券的期数（1331期）和规模（2.53万亿元）均位居首位，发行优势显著。从非金融企业发行债券期数前十位地区来看，各地区非金融企业所发债券期数和规模均较上年有所增加；广东、上海、福建、四川、湖北和天津地区非金融企业所发债券的期数和规模增幅均超过30%。从发行地区集中度来看，本年度非金融企业所发债券期数前十位地区的发

图3 2020年短融、超短融、中票、企业债、公司债发行主体性质分布情况



注：1.左图为发行期数分布情况，右图为发行规模分布情况；2.外环均为2020年发行情况，内环为2019年发行情况
资料来源：联合资信COS系统

图2 2020年非金融企业发行中票、企业债、公司债信用等级分布情况



注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入

资料来源：联合资信COS系统

图4 2020年非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况



注：以2020年发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信COS系统

行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例(74.03%和76.80%)较上年(73.39%和76.48%)均小幅增加,债券发行的地区集中度进一步提升,且仍主要集中于东部沿海发达地区。

5. 债券发行主体行业集中度略有下降

本年度,建筑与工程¹²、电力和房地产开发¹³行业企业所发债券的发行期数和发行规模仍居于前三位(见图5)。其中,建筑与工程行业企业的发行期数(1620期)和发行规模(12766.27亿元)继续位居首位。本年度,非金融企业所发债券期数前十位行业中,其他多元金融服务行业发行量增幅显著,其发行期数和发行规模的增幅均为2倍左右,其他多元金融服务行业和海港与服务行业发行期数排名超越上年的建材行业和贸易公司与工业品经销商业,跻身前十;多领域控股行业企业所发行债券期数和规模较上年均有所下降。从行业集中度来看,本年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总发行规模中的占比分别为46.61%和48.23%,均较上年(51.58%和53.02%)有所下降,行业集中度略有下降。

6. 担保债券市场认可度一般

本年度,共有392期具有担保条款的非金融企业债券发行,发行规模为2596.20亿元,发行期数和发行规模分别占非金融企业债券总发行期数和总发行规模的3.58%和2.36%,占比较上年(6.02%和3.62%)均有下降。其中,具有担保条款的超短融、短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为43期、13期、84期、135期和115期,发行规模分别为198.50亿元、57.40亿元、521.20亿

元、914.90亿元和904.20亿元。保证担保(387期)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、5年期中票、7年期企业债券为样本进行分析发现,采用担保方式发行的债券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分别高出68BP、78BP以及94BP¹⁴,表明市场通过担保提升债项信用等级的债券具有较高的风险溢价要求,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量有所上升

本年度,共有261家主体发行非政策性金融债946期¹⁵,总发行规模3.87万亿元,发行家数、发行期数以及发行规模均较上年明显增加,平均发行规模较上年略有减少(见表3)。

具体来看,商业银行金融债(含商业银行债、商业

图5 2020年非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况



¹² 债券发行人中, 所属建筑与工程行业的企业多数为城投企业。

¹³ 本年度非金融企业债券发行人中, 约 34% 的房地产开发行业企业为城投企业。

¹⁴ 通过计算经担保提升债项等级的中票、企业债、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 包括商业银行债、商业银行其它一级资本工具、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。

银行其他一级资本工具¹⁶、商业银行二级资本工具)的发行期数、发行家数和发行规模(210期、153家和1.94万亿元)均较上年(184期、110家和1.60万亿元)有所增加,增幅分别为14.13%、13.64%和21.35%,主要是由于疫情后商业银行对小微企业信贷支持力度逐步加大,商业银行资本补充债券以及小微债发行需求加大。证券公司所发债券共计654期,发行规模达1.67万亿元,均较上年有明显增幅,主要是证券公司补充资本需求有所提升以及证券公司获准公开发行次级债¹⁷等政策利好所致。保险公司债¹⁸发行期数和发行家数(21期、20家)较上年(9期、7家)均有较大增幅,发行规模(780.00亿元)也较上年有37.69%的增幅,主要原因是今年以来利率下行,我国保险企业业务转型存在大量资本补充的需求。其它金融机构债发行期数、发行家数和发行规模(61期、34家和1822.00亿元)均较上年小幅减少。

从级别来看,除证券公司短融、证券公司短期公司债券外,非政策性金融债券¹⁹的债项级别以AAA和AA+级为主,两者发行期数(178期)和发行规模(4560.90亿

元),在非政策性金融债券发行中的占比分别为85.17%和84.39%,发行期数较上年有所增多,发行规模较上年有所减少。

ABN和交易所资产支持证券发行增幅显著

本年度,在银行间债券市场上,资产支持证券发行期数和发行规模(522期、8230.48亿元)较上年分别减少7.77%和12.75%,同比减少仍主要受疫情影响,个人房贷、信用卡贷款、消费贷款等银行信贷资产生成速度下降,导致存量资产出表需求不足,商业银行的发行需求降低。非金融企业资产支持票据(ABN)发行期数(1096期)和发行规模(5108.96亿元)继续保持增长态势,同比增幅均超过50%。在交易所债券市场上,资产支持证券发行期数(3865期)和发行规模(1.57万亿元)分别较上年增加36.04%和43.58%。ABN和交易所资产支持证券发行量的增加主要由于ABN和交易所资产支持证券的发起主体多为非金融企业,在经济下行叠加疫情冲击背景下非金融企业的融资需求增加。整体来看,本年度交

表3 2019—2020年非政策性金融债券发行情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			平均发行规模		
	2019年 (期)	2020年 (期)	增幅 (%)	2019年 (家)	2020年 (家)	增幅 (%)	2019年 (亿元)	2020年 (亿元)	增幅 (%)	2019年 (亿元)	2020年 (亿元)	增幅 (%)
商业银行金融债	184	210	14.13	110	125	13.64	15980.50	19391.70	21.35	86.85	92.34	6.32
商业银行债	96	84	-12.50	59	57	-3.39	4329.50	6754.80	56.02	45.10	80.41	78.31
商业银行其它一级资本工具	16	54	237.50	15	47	213.33	5696.00	6484.00	13.83	356.00	120.07	-66.27
商业银行二级资本工具	72	72	0.00	58	58	0.00	5955.00	6152.90	3.32	82.71	85.46	3.32
证券公司债	183	359	96.17	60	68	13.33	4558.30	8752.81	92.02	24.91	24.38	-2.12
证券公司短融	176	295	67.61	30	34	13.33	4491.00	7983.00	77.76	25.52	27.06	6.04
保险公司债	9	21	133.33	7	20	185.71	566.50	780.00	37.69	62.94	37.14	-40.99
其它金融机构债	67	61	-8.96	36	34	-5.56	2188.00	1822.00	-16.73	32.66	29.87	-8.55
合计	619	946	52.83	215	261	21.40	27784.30	38729.51	39.39	44.89	40.94	-8.80

资料来源:联合资信COS系统

¹⁶ 目前该分类下均为商业银行永续债。

¹⁷ 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》,包括允许证券公司公开发行次级债券、为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间等。

¹⁸ 2019—2020年我国发行的保险公司债均为保险公司资本补充债券。

¹⁹ 不包含私募债。

易所发行的资产支持证券的期数和规模均超过银行间债券市场。

在发行规模稳步增加的同时,资产证券化产品继续创新。本年度先后发行诸多全国首单资产证券化产品,首单发行产品呈数目多、涉及基础资产类型多的特征(见表4)。

债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行期数有所增加,发行规模减少

本年度,我国共发行绿色债券215期,发行规模为2150.33亿元,发行期数较上年增长9.14%,发行规模较上年减少26.17%。除资产支持证券外,本年度我国新发绿色债券共涉及133家发行人,较上年(121家)有所增加,且其中100家为2020年新增发行人²⁰。从券种来看,本年度新发绿色债券包括金融债、超短融、企业债、公司债、中期票据、资产支持证券、资产支持票据、私募债、定向工具和地方政府债,绿色债券发行品种较为丰富。其中,绿色公司债(含私募债)发行期数和规模分别为

91期和733.90亿元,发行量最多,发行期数较上年增加40.00%,但发行规模较上年略有下降,发行期数和规模占比(42.33%和34.13%)较上年分别增长9.33%和6.81%。整体来看,除绿色金融债,其他券种的发行量占比均有所增加。从级别分布来看,本年度新发绿色债券主要集中在AA+级(含)以上,AA+级(含)以上绿色债券发行期数和发行规模在具有评级的绿色债券总发行期数和总发行规模的占比分别为88.54%和94.38%,与上年差别不大;AA级绿色债券总发行期数和总发行规模占比较上年略有减少,绿色债券发行人信用资质略有上升。从行业分布来看,本年度绿色债券发行主体共涉及21个行业,相比去年减少6个行业,发行主体行业分布有所缩窄,主要集中在建筑与工程、电力和交通基础设施等行业。从区域分布来看,本年度境内绿色债券发行人共涉及23个省/自治区/直辖市,相比去年减少4个,其中北京的绿色债券发行规模为357.98亿元位居第一。发行成本方面,本年度共有78期绿色债券的发行利率低于可比债券²¹的平均发行利率,占比达到59.54%,较上年(66.98%)有所下降。

表4 2020年资产支持证券创新产品发行情况

时间	项目名称	项目性质
2020/2/28	山证汇通-永辉超市供应链1期资产支持专项计划(疫情防控abs)	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
2020/3/3	浦东科创1期知识产权资产支持专项计划(疫情防控abs)	首单知识产权暨疫情防控资产证券化项目
2020/4/24	华泰-浙商资产一期资产支持专项计划	首单地方AMC特殊机遇资产证券化产品
2020/6/9	中联前海开源-中交路建清西大桥资产支持专项计划	首单桥梁基础设施资产支持专项计划
2020/6/9	安吉租赁有限公司2020年度第一期(穗盈)资产支持商业票据	首单资产支持商业票据(ABCP)
2020/6/29	中信证券股份有限公司2020建鑫3优先信用风险缓释凭证	首单不良个人住房抵押贷款支持证券CRMW
2020/8/20	安吉租赁有限公司2020年度第二期资产支持票据(ABN)	首单融资租赁类区块链ABN
2020/9/21	上银国际投资(深圳)有限公司2020年度第一期精诚建泉深圳南山区知识产权定向资产支持票据	首单民营科技中小企业专项知识产权ABN
2020/9/29	华能信托-世茂酒店物业权益型资产支持专项计划	首单信托公司担任管理人的权益型类REITs

资料来源:联合资信公开资料整理

²⁰ 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 可比债券为绿色债券起息日前后各十五天内起息的同期限、同级别、同券种的非绿色债券,不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及永续期债券;对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计;短期融资券和超短期融资券选用其主体级别,其他券种均选用债项级别。

2. 熊猫债发行期数增加，发行规模略有减少

本年度，我国债券市场共有24家发行主体发行熊猫债券43期，发行规模共计586.50亿元，发行家数和发行期数分别较上年（19家、40期、598.40亿元）增加26.32%和7.50%，发行规模同比减少1.99%。在新冠疫情的冲击下，中国央行采取措施向市场投放流动性，降低实际融资成本，推动了熊猫债券发行期数的增长，但国际市场低廉的融资成本使得部分外资主体发行熊猫债的意愿有所减弱，平均发行规模略有减少。本年度所发熊猫债涉及超短融、中票、PPN、公司债、国际机构债以及其它金融机构债，发行期数和家数最多的为超短期融资券（12期、5家发行主体），发行规模最多的是定向工具（160.00亿元）；熊猫债券发行人主要集中在公用事业行业，熊猫债发行主体仍主要为中资背景境外企业，本年度亚投行成功发行首笔熊猫债²²。熊猫债券发行期限仍以3年期为主；受国内信用风险偏好下降影响，熊猫债券信用等级进一步向AAA级集中；2020年熊猫债平均发行利率为3.19%，较上年下降0.46%，或与本年度市场利率水平下行有关。

三、未来债市展望

第一，债券市场发行量有望保持稳定。一是在境外疫情、世界经济形势依然复杂严峻等不确定因素较大的背景下，我国经济仍面临较大挑战。2020年12月中央经济工作会议明确提出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，处理好恢复经济和防范风险的关系。预计2021年我国将维持稳健的货币政策，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础，债券发行量有望保持稳定。二是在经济持续回暖、经济内生动能逐步

恢复的大背景下，针对疫情出台的各项宽松措施将有序退出，财政政策将趋向正常化，预计赤字率将适当回调，新增地方债发行量规模或略有收缩。三是监管层持续采取措施支持中小微企业债券融资。2020年12月，发改委发布《关于开展2021年度企业债券本息兑付风险排查和存续期监管有关工作的通知》，指出在2021年继续鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券，为受疫情影响的中小微企业提供流动性支持；12月中央经济工作会议也指出将加大对科技创新、民营小微企业的金融支持。上述措施均有利于扩大中小微企业债券发行规模。四是政策鼓励多渠道补充中小银行资本金，通过创设央行票据互换工具（CBS）提高银行永续债流动性、在新增地方政府专项债限额中安排一定额度认购银行可转债等方式支持中小银行补充资本金，利好中小银行相关债券的发行。五是政策支持鼓励绿色、科技创新等领域债券发行，将推动相关领域债券发行量的增长。

第二，债券市场相关制度不断完善，风险管控将持续加强。近年来，我国为推动债券市场改革发展，推出了一系列举措，包括建立债券市场统一执法机制，推动基础设施互联互通、全面推行证券发行注册制度、强化债券信息披露管理、完善投资者保护条款等，有力提高了我国债券市场的运行效率，促进债券市场规范健康发展。2020年底，央行、发改委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，统一并明确了信用类债券信息披露程序和要求，自2021年5月1日起施行，此举将进一步推动不同债券市场间的互联互通，提升债券市场信息披露质量和透明度，完善市场约束机制，提升债券市场法治化水平。此外，2021年央行工作会议指出，2021年央行将牵头制定债券市场发展规划，推动完善债券市场

²² 6月11日，亚投行在中国银行间债券市场发行首笔30亿元人民币熊猫债。本次发行债券的期限为3年，票面利率为2.40%，债券认购总额为发行面值的2.78倍，本次债券发行面向境内和境外机构投资者，境内投资占比35%，境外投资占比65%。



法制，促进基础设施互联互通。总体来看，2021年我国会继续加大债市改革力度，完善债券市场的制度建设，营造功能监管、统一执法的市场环境；同时监管层也将继续加强债市风险管控，强化投资者保护，促进债券市场健康有序发展。

第三，我国债券市场对外开放程度将进一步加深。

在推动金融业高水平开放的整体背景下，监管机构近年来不断加强金融市场基础制度建设，扩大债市开放、便利境外机构入市的举措陆续落地，为境外机构创造了友好、便利的投资环境，债券市场开放实践经验不断丰富、制度保障更加健全。随着我国构建双循环新发展格局的推进，“债券通”、熊猫债相关机制和基础设施的不断完善，我国债券市场有望实现更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放。此外，继彭博和摩根大通将中国国债

纳入其主要指数后，2020年，富时罗素宣布中国国债被纳入富时世界国债指数（WGBI），预计将于2021年10月生效，境外投资者投资我国债券市场将更加便利，债券市场的国际化水平有望进一步提高。

第四，风险事件预计仍将持续发生，违约后续处置机制将逐渐完善。2021年，在“双循环”发展战略引领下，我国经济预计持续复苏，但新冠肺炎疫情防控对我国经济的不利影响以及经济结构调整仍在持续，加之超常规政策将陆续退出，宏观经济政策逐步回归常态化，企业融资环境或有所收紧，部分高杠杆、慢周转、低资质企业出现信用风险的概率仍然较大；同时，2021年我国债券市场主要信用债总偿还量或超过12万亿元²³，较2020年（约为13万亿元）略有减少，但偿债压力仍然较大，预计2021年信用风险事件仍会持续发生，但信用风险总体可控。2021年央行工作会议指出，2021年要健全多渠道债券违约处置机制，推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为查处力度。未来我国违约后处置制度有望进一步完善。

整体来看，2021年世界经济形势仍然复杂严峻，国内经济复苏依然面临不稳定不平衡因素；但同时，2021年是“十四五”规划的开局之年，在“以国内大循环为主体、国内国际双循环”的新发展格局下，国内经济将持续复苏，宏观经济政策逐渐回归常态化，货币政策将更加灵活适度、精准有效，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础；同时，在各项体制机制不断完善的背景下，中小微企业融资环境将进一步改善，债市发展的规范化和国际化水平将进一步提升；债券市场仍面临较大信用风险，但整体可控，债券风险管理机制以及违约处置制度也将不断完善。///

²³ 总偿还量含到期还款、回售以及将于2021年发行且于年内到期超短融的情况。其中，回售比例按30%进行估计，并假定超短融发行与到期与2020年情况大致相当。

国际评级行业发展与监管动态报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

2019年，全球经济增速放缓，主要经济体经济呈同步减速趋势，全球主要国家和地区央行货币政策整体宽松，主要经济体债券市场发行总量和托管总量基本均有所增加。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。在全球经济增速放缓、市场流动性紧张和波动性较大的背景下，企业信用状况恶化，2019年国际三大评级机构所评全球企业的违约率有所上升，信用等级呈明显调降趋势。截至2019年末，国家主权评级、全球企业评级和资产支持证券的信用等级分布较上年末变化不大，而投资级占比变化不一。

2019年以来，国际评级行业的监管重心是继续加强内部控制建设与防范利益冲突，加强对信用评级数据获取与使用的监管，完善法律责任追究制度和扩大法律责任追究范围等。

一、全球债券市场

2019年，世界经济增速放缓至近十年来的最低水平，主要经济体经济呈现同步减速趋势。在此背景下，全球主要国家和地区央行货币政策整体宽松，其中美联储和欧洲央行通过降息刺激经济，英国和日本央行继续维持上年货币政策。受此影响，主要国家和地区的10年期国债收益率整体呈“L型”走势。主要债券品种

发行和托管总量方面，美国和欧元区债券发行量有所上升，日本债券发行量略有下降；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“L型”走势

2019年，全球经济低迷，国际贸易摩擦加大，主要经济体增长动能进一步放缓，货币政策呈宽松态势，美国、德国、法国、英国和日本的10年期国债收益率均整体呈“L型”走势，其中，德国、法国和日本的10年期国债收益率一度进入负值区间，波动性较上年进一步上升。

2019年，在中美贸易摩擦和制造业持续疲软等因素影响下，美国经济承压，美国全年GDP同比实际增速2.30%¹，较上年（2.90%）下降0.6个百分点。美联储分别于2019年8月、9月、10月将联邦基金利率目标区间各下调25个基点至1.50%~1.75%²。此外，美联储于8月停止缩表，并于10月以买入美国短期国债的方式重启扩表³。在此背景下，美国10年期国债收益率整体呈“L型”走势，具体来看，其1月至9月波动下行至最低点1.47%，10月中美贸易摩擦有所缓和⁴，10年期国债收益率有小幅回升。整体来看，美国全年10年期国债收益率平均水平为2.14%，较上年（2.91%）下降0.77个百分点。

2019年，由于全球贸易紧张局势和英国“脱欧”不确定性对欧元区冲击加剧，加上制造业疲软和投

¹ 数据来自美国经济分析局。

² 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）。

³ 2019年10月11日，美联储宣布将开始买入美国短期国债，资产购买至少持续6个月，首月购买规模为600亿美元。

⁴ 2019年10月11日，第十三轮中美经贸高级别磋商初步达成第一阶段协议，11月7日中美双方同意根据协议进展分阶段、等比率取消加征关税。

资不足，欧元区经济放缓幅度超过预期，全年GDP同比实际增速由上年的1.90%放缓至1.20%⁵。作为欧元区第一大经济体，德国陷入近十年来最严重的制造业低迷中，全年GDP同比实际增速0.60%⁶，为2013年以来的最低点。法国国内爆发大规模罢工，对经济增长造成严重冲击，全年GDP同比实际增速1.30%⁷，较上年（1.70%）下降0.40个百分点。2019年9月欧洲央行宣布将存款便利利率从-0.40%下调至-0.50%，维持再融资利率（0.00%）、边际贷款利率（0.25%）不变。同时欧洲央行宣布重启资产购买计划，从11月1日起每月购买200亿欧元证券资产。在此背景下，德国和法国10年期国债收益率持续波动下行并一度跌为负值，三季度，前期财政政策刺激使得欧元区GDP增速超预期，德国和法国10年期国债收益率小幅回升，但均未突破年初高点。2019年，德国和法国全年10年期国债收益率平均水平分别为-0.22%和0.13%，较上年（0.48%和0.78%）分别下降0.70和0.65个百分点。

2019年，英国“脱欧”进程屡次受阻、制造业和工业产出继续下滑，全年GDP同比实际增速1.40%⁸，较上年的1.30%回升0.1个百分点，但整体增速依然偏低。英国央行将基准利率⁹维持在0.75%不变，央行资产购买规模维持在4350亿英镑。2019年，在英国无协议“脱欧”不确定性升温的背景下，市场对英国经济“硬着陆”的担忧加剧，1月至9月英国10年期国债收益率持续波动下行，10月英国10年期国债收益率小幅回升。整体来看，英国全年10年期国债收益率平均水平为0.93%，

较上年（1.46%）下降0.53个百分点。

受外部需求不振、自然灾害以及消费税上调的三重打击，2019年日本经济增长显露疲态，出口持续下降，全年GDP同比实际增速由上年的0.70%放缓至-0.10%¹⁰，为2014年以来首次负增长。2019年日本央行延续超宽松货币政策不变，将政策利率¹¹维持在-0.10%的水平，并继续购买长期国债，使10年期国债收益率维持在0.00%左右¹²。在此背景下，2019年日本10年期国债收益率由年初0.00%水平跌至年中-0.29%左右，下半年有所上升，整体来看，日本全年10年期国债收益率平均水平为-0.09%，较上年（0.08%）下降0.17个百分点。

债券发行情况

2019年，美国主要债券品种的发行总量为7.20万亿美元，较上年增加5.93%（见表1）。其中，国债发行量为2.94万亿美元，同比增长9.34%，增速较上年下降11.35个百分点，国债仍为发行量最大的券种；地方政府债、企业债¹³和结构融资产品的发行量分别为0.43万亿美元、1.42万亿美元和2.42万亿美元，同比增速均由负转正，较上年分别增长22.94%、3.47%和1.04%。

2019年，欧元区主要债券品种的发行总量为5.22万亿欧元，同比增长7.52%。其中，欧元区国家企业债仍为发行量最大的券种，达2.65万亿欧元，较上年增长16.02%；地方政府债发行量为0.54万亿欧元，较上年增长10.42%；国债发行量为1.81万亿欧元，与上年基本持平；结构融资产品发行量为0.22万亿欧元，较上年下降18.09%。

⁵ 数据来自欧盟统计局。

⁶ 数据来自德国联邦统计局。

⁷ 数据来自法国国家统计局。

⁸ 数据来自英国统计局。

⁹ 指再回购利率（The interest rate the bank of England pays to commercial banks that hold money with the former）。

¹⁰ 数据来自日本内阁府。

¹¹ 指银行间无担保隔夜拆借利率。

¹² 日本央行于2016年9月开始修订政策框架，引入收益率曲线控制（YCC）政策，不宣布政府债的购买规模，而是设定10年期日本国债收益率的目标区间为“接近于零”。

¹³ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。

2019年,日本主要债券品种的发行总量为171.82万亿日元,较上年略有下降。其中,日本国债发行量为142.98万亿日元,仍远超其他券种,但较上年下降4.99%;地方政府债和企业债发行量分别为6.45万亿日元和16.88万亿日元,同比增速由负转正,较上年分别增长3.09%和42.95%;结构融资产品延续增长态势,发行量为5.50万亿日元,较上年增长14.90%。

债券托管情况

截至2019年末,美国债券托管总量为42.09万亿美元,较上年增长5.14%(见表2),国债、地方政府债、企业债、结构融资产品托管量均较上年有不同程度增长;欧元区国家债券托管总量为14.24万亿欧元,较上年增长3.28%,其中结构融资产品托管量较上年小幅下

降,国债、地方政府债和企业债托管量较上年均有所上升;日本债券托管总量为1138.82万亿日元,较上年增长2.08%,各券种托管量较上年均有不同程度增长。

二、国际评级行业发展动态

截至2019年底,美国认可的全国性评级机构(NRSROs)为9家¹⁴,较上年减少1家。2019年7月,晨星评级(Morningstar Credit Ratings, LLC,下文简称晨星)的母公司晨星公司(Morningstar, Inc.)完成对DBRS的收购并整合其业务。2019年11月,晨星向美国证券交易委员会(Securities And Exchange Commission,下文简称SEC)提交撤回注册的申请,于2019年12月30日生效,DBRS则向SEC提交了将晨星添加为其信用评级附属

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)		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
国债	22243.39	26845.92	29354.10	19437.82	18131.55	18100.98	1591689.55	1504983.65	1429848.02
地方政府债	4490.10	3467.97	4263.38	4546.71	4911.77	5423.59	62979.73	62572.00	64503.00
企业债	16714.23	13754.94	14232.44	21769.75	22831.50	26489.72	128309.25	118115.93	168843.40
结构融资产品	24850.86	23915.46	24163.67	2364.88	2696.67	2208.87	44936.31	47866.70	54998.50
合计	68298.58	67984.29	72013.59	48119.16	48571.49	52223.16	1827914.84	1733538.28	1718192.92

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2017年和2018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)		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
国债	144687.81	156079.67	166733.27	73046.84	74458.29	75572.38	9441047.43	9629123.21	9775504.92
地方政府债	38993.06	38420.56	38622.02	7009.04	6734.96	6864.65	604730.50	614777.18	615219.32
企业债	89968.10	92314.93	95664.02	45078.52	46501.94	49838.74	707478.48	708877.83	773610.71
结构融资产品	107624.35	113479.58	119852.13	10397.08	10144.23	10085.99	192768.20	203246.11	223850.30
合计	381273.32	400294.74	420871.44	135531.48	137839.42	142361.76	10946024.61	11156024.33	11388185.25

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

¹⁴ 9家NRSROs包括6家美国本土评级机构: 穆迪、标普、惠誉、贝氏评级(A.M.Best Rating Services, Inc., 下文简称贝氏)、伊根琼斯评级(Egan-Jones Ratings Company, 下文简称伊根琼斯)、Kroll Bond Rating Agency, Inc. (下文简称KBRA), 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. (下文简称JCR)、墨西哥HR Ratings de México, S.A. de C.V. (下文简称HR Ratings)。

机构的申请。

截至2019年底，通过欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority, 以下简称ESMA）注册的评级机构共42家，较上年减少2家，认证家数为3家¹⁵，较上年减少1家。2019年，通过了西班牙信用评级公司（Inbonis SA）的注册申请，同时取消穆迪欧洲、中东及非洲（EMEA）分公司（Moody's Investors Service EMEA Ltd）、法国Beyond评级公司（Beyond Ratings SAS）和大公国际意大利分公司（DG International Ratings SRL）3家评级机构的注册资格，并取消美国KBRA（Kroll Bond Rating Agency）评级机构的认证资格。

国际三大评级机构业务存量略有收缩，但依然占据优势地位

近年来，国际评级行业继续稳步发展，标普、穆迪和惠誉三家评级机构一直占据优势地位，但评级业务总量持续呈现小幅收缩趋势。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2019年底，国际三大评级机构存续评级业务总量约为203万个，较上年减少0.04%。从各家机构评级业务情况来看，截至2019年底，标普存续评级业务量较上年小幅上升1.01%，穆迪和惠誉的存续评级业务量均略有下滑，降幅分别为1.33%和3.47%。从产品类别上看，国际三大评级机构所评工商企业存续评级业务量较上年均有不同程度增长，其中穆迪涨幅最大，为7.13%，标普和惠誉涨幅分别为1.12%和3.24%；国际三大评级机构所评金融机构存续评级业务量较上年均有所下滑，其中标普下滑幅度最大，为5.73%，穆迪和惠誉下滑幅度分别为4.64%和4.20%；国

际三大评级机构所评保险机构存续评级业务量较上年均有小幅上升，上升幅度不超过4.00%；国际三大评级机构所评政府证券存续评级业务量较上年变化不一，其中穆迪和惠誉均小幅下滑，下滑幅度分别为1.57%和5.26%，而标普较上年略有上升；国际三大评级机构所评资产支持证券存续评级业务量较上年变化不一，其中标普和穆迪较上年略有下滑，而惠誉存续评级业务量较上年上涨3.58%。

从市场份额来看，截至2019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95.13%，较上年（95.36%）略有收缩。其中，标普存续评级业务量仍然占据优势地位，占比50.12%，较上年占比（49.53%）略有上升；穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为31.96%和13.05%，较上年均有小幅下降。从产品类别来看，国际三大评级机构所评全球企业评级存续业务量占比均有不同程度下降，其中标普存续业务量占比下降幅度最大，下降了8.14个百分点；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；资产支持证券产品评级存续业务量市场占有率最高的仍为穆迪，其他产品类别存续评级业务量市场占有率排名第一的机构仍为标普。

从收入状况¹⁶来看，2019年标普和穆迪的总业务收入分别为66.99亿美元和48.29亿美元，分别较上年增长7.05%和8.69%，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31.06亿美元，较上年增长7.73%，收入上升主要由美国和欧洲地区企业债评级业务收入增长所推动，评级业务收入在总业务收入中的占比为46.37%，与上年（46.07%）基本持平；穆迪评级业务收入为28.46亿美元，较上年增长5.68%，主要是由

¹⁵ 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（7 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）、KBRA 欧洲评级机构、贝氏（2 家在欧分支机构）；3 家认证的信用评级机构分别是日本的 JCR、墨西哥的 HR Ratings 和美国的伊根琼斯。

¹⁶ 由于惠誉为非上市公司，其年报披露时间不固定，截至本报告发布日，惠誉 2017 年至 2019 年财务数据尚未公布。

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均有所增长，评级业务收入占总业务收入的58.94%，较上年（60.61%）小幅下降。

从分析师数量来看，SEC监管年报显示，截至2019年末，国际三大评级机构分析师数量为4568人，较上年（4540人）小幅增长。标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为1559人、1732人和1277人，较上年均有小幅增长，增幅均不超过1.00%。国际三大评级机构分析师数量占所有NRSROs评级机构分析师总数的82.96%，占比较上年（84.62%）小幅下降。

业务发展方面，2019年以来国际三大评级机构通过收购、共同创建平台等方式在数据分析、金融科技以及ESG¹⁷等领域继续进行业务拓展，进一步拓宽研究领域，提升专业服务能力，加强品牌影响力（见表3）。

国际中小评级机构评级收入和分析师数量整体保持增长态势¹⁸

2019年，美国认可的中小评级机构整体仍然保持平稳发展，中小评级机构市场份额较上年略有上升，评级收入和分析师数量整体保持增长态势。

从市场份额来看，截至2019年底，美国认可的中小评级机构存续评级业务量的市场占有率为4.87%，较上年（4.64%）略有上升，其中，DBRS¹⁹市场占有率仍然较高，为2.71%，较上年进一步增长。在资产支持证券评级方面，美国认可的中小评级机构的存续评级业务量市场份额进一步上升，共占比22.59%，较上年增长2.31个百分点，其中，DBRS表现依旧突出，市场份额由上年的10.73%进一步升至14.33%；其次为KBRA，市场份额继续增长，占比8.25%，较上年（7.47%）小幅增长。在保

表3 2019年以来国际三大评级机构业务发展情况

	时间	业务发展	目的或影响
标普	8月	收购大米行业信息和基准价格评估供应商Live Rice Index	扩大标普在国际谷物主要出口地区的数据和研究覆盖范围
	9月	收购加拿大能源数据供应商Enerdata公司	增强标普对能源行业的分析能力
	12月	收购私营研究和咨询公司451 Research	扩大标普研究领域，增强提供专业服务的能力
	12月	收购美国人工智能公司Kensho，该公司为金融机构提供机器学习和投研分析服务	推动标普金融科技化业务的进程
	12月	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	加快标普ESG风险评估业务的发展
穆迪	4月	收购Vigeo Eiris多数股权，VigeoEiris是ESG领域的全球领导者	有助于穆迪ESG风险评估业务的进一步发展
	6月	与领先的网络安全智库和公司创建平台Team8组建合资企业	推动穆迪建立企业网络风险的全球评价和评估标准
	7月	收购美国领先的物理气候风险相关数据、情报和分析服务提供商Four Twenty Seven多数股权	有助于穆迪ESG风险评估业务的进一步发展
	7月	收购金融科技公司RiskFirst，该公司是资产管理和养老金界提供风险解决方案的公司	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
	10月	收购商道融绿公司少数股权，商道融绿是中国领先的ESG数据及分析服务机构	有助于穆迪ESG风险评估业务的进一步发展
惠誉	10月	向德勤会计师事务所收购ABS Suite系统，该系统为债券发行人、服务商和信托机构设计，是一个综合性结构化融资和资产支持证券计划管理系统	巩固穆迪作为结构性融资解决方案领先供应商的地位
	1月	推出全球首个结合ESG三大因素的企业信用评级系统（ESG Relevance Scores），对51个行业的1500多家非金融企业的ESG指标进行打分，阐述ESG指标对发行人主体评级的影响	通过标准化和透明化的评分方式，揭示ESG各元素与信用评级决策之间的关系

资料来源：联合资信整理

¹⁷ ESG 代表环境（Environment）、社会（Social）和公司治理（Governance）。

¹⁸ 数据来源为美国证券交易委员会（SEC）年度监管报告。

¹⁹ 由于 DBRS 将晨星添加为附属机构，本报告期内 DBRS 统计数据中包括了 2019 年 7 月 2 日后晨星部分，下同。

险机构评级方面，贝氏的市场份额为34.16%，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续评级业务量市场份额均在7.08%以下，市场份额占比与上年变动不大。

从收入状况来看，2019年美国认可的中小评级机构评级业务收入占有NRSROs机构总收入的6.70%，占比较上年（6.50%）进一步上升。

从分析师数量来看，截至2019年末，美国认可的中小评级机构分析师数量为938人，较上年末增加113人，除JCR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51.27%，增至475人，主要是由于DBRS将晨星添加为附属机构。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2018年的15.38%上升至2019年的17.04%，主要受益于评级业务量的增加与业务的拓展需求。

三、国际三大评级机构评级情况

2019年，受全球经济增长放缓、流动性紧张和市场波动性较大等因素影响，企业信用状况转弱，全球企业评级的违约率有所上升，全球企业评级整体由上年调升趋势转为调降趋势。国家主权评级和结构融资产品评级方面，国际三大评级机构的违约率表现不一，其中标普和穆迪所评国家主权和结构融资产品的违约率较上年均有小幅下降，而惠誉所评国家主权和结构融资产品的违约率均略有上升；国际三大评级机构所评

国家主权评级和结构融资产品评级均延续上年调升趋势。截至2019年末，国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品评级的等级分布较上年变化不大，而投资级占比变化不一。

全球企业违约率有所上升

2019年，全球经济增长较上年有所放缓，关税壁垒冲突上升、贸易和地缘政治风险不确定性以及发达经济体结构性因素导致了全球经济下行压力凸显。在此背景下，国际三大评级机构所评全球企业违约率较上年均有不同程度上升。国家主权评级方面，标普和穆迪所评国家主权违约率较上年小幅下降，惠誉所评国家主权违约率小幅上升。结构融资产品方面，标普和穆迪所评结构融资产品违约率较上年有所下降，惠誉所评较上年略有上升（见表4）。

2019年，国际三大评级机构所评国家主权有1个出现违约，与2018年违约数量相同。具体来看，标普和惠誉所评国家主权各有1个出现违约（均为阿根廷政府），违约率分别为0.75%和0.90%，穆迪无所评国家主权出现违约。标普和穆迪所评国家主权违约率较上年小幅下降，惠誉所评国家主权违约率小幅上升。

2019年全球经济增长放缓，企业信用质量下降，违约数量增加，全球企业违约率呈上升态势。标普、穆迪和惠誉所评全球企业违约率分别为1.30%、1.50%和0.80%，较上年均有不同程度上升。全球企业债券违约事件主要集中于石油与天然气和消费行业，在地域上集中于拉丁美洲、北美以及欧洲地区。

结构融资产品违约率方面，2019年国际三大评级机

表4 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		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
国家主权违约率	4.55	0.76	0.75	2.99	0.75	0.00	1.80	0.00	0.90
全球企业违约率	1.20	1.03	1.30	1.60	1.10	1.50	0.39	0.65	0.80
结构融资产品违约率	2.10	1.86	1.82	0.05	0.02	0.00	1.80	1.14	1.18

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

机构所评结构融资产品违约率表现不一，其中惠誉所评结构融资产品的违约率为1.18%，较上年略有上升；标普所评结构融资产品的违约率为1.82%，较上年略有下降；穆迪所评结构融资产品无违约。从产品类型看，住房抵押贷款支持证券（RMBS）违约率最高，标普和惠誉所评违约率分别为2.57%和1.60%，其次为商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS），标普和惠誉所评违约率分别为2.47%和1.42%，资产支持证券（ABS）的违约率较低。从区域来看，违约仍主要集中在美国和欧洲地区。

全球企业信用评级呈调降趋势

2019年，全球经济增速放缓，企业信用状况弱化，国际三大评级机构所评全球企业评级呈明显调降趋势。国际三大评级机构所评国家主权评级和结构融资产品评级均整体呈调升趋势（见表5）。

2019年国家主权评级整体呈调升趋势。其中，标普国家主权评级上调率和下调率分别为13.43%和4.48%，惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为11.00%和9.00%，均延续上年调升趋势。信用等级调升主要集中于中欧和东欧地区；等级调降集中于非洲、中东和拉丁美洲地区，主要受国内经济或财政情况的恶化等因素影响。

受全球经济增速放缓，市场流动性紧缩等因素影响，2019年国际三大评级机构所评全球企业评级由上年调升趋势转为调降趋势。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为6.30%和9.00%，惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为9.60%和9.90%，调降趋势均较为明显。穆迪的级别偏移（Rating drift）²⁰由上年的2.00%转为-5.00%，也呈明显调降趋势。从地域分布来看，等级调降主要集中于拉丁美洲、中东和非洲地区。从行业分布来看，等级调降主要集中于汽车行业、广告、印刷和出版行业以及零售行业的非金融企业。

结构融资产品评级整体呈调升趋势。2019年，标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为7.20%和4.70%，惠誉所评结构融资产品上调率和下调率分别为14.00%和3.00%，均延续上年调升趋势。从产品类型来看，住房抵押贷款支持证券（RMBS）级别调升幅度最大。从地域分布来看，等级调升与调降均主要集中于欧洲地区。

国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品的等级分布较上年末变化不大，而投资级占比变化不一

截至2019年末，国际三大评级机构所评国家主权

表5 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		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
国家主权评级									
上调率	7.75	10.85	13.43	9.38	4.04	--	8.80	10.00	11.00
下调率	17.05	7.75	4.48	16.67	9.09	--	13.20	8.00	9.00
全球企业评级									
上调率	8.96	9.02	6.30	9.69	9.82	--	7.20	8.40	9.60
下调率	8.70	8.71	9.00	9.04	6.42	--	9.20	9.50	9.90
结构融资产品评级									
上调率	9.10	13.10	7.20	7.51	8.58	--	10.6	10.90	14.00
下调率	5.00	8.20	4.70	2.38	1.72	--	5.90	3.50	3.00

资料来源：标普和惠誉评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告；穆迪2017年和2018年评级调整数据来源于ESMA，截至本报告发布日ESMA尚未更新2019年数据

²⁰ 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。

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。投资级占比方面，穆迪所评全球企业投资级占比较上年末小幅上升，标普和惠誉所评全球企业投资级占比较上年末有所下降；国际三大评级机构所评国家主权评级投资级占比较上年末小幅下降；国际三大评级机构所评结构融资产品的投资级占比较上年末小幅上升。

国家主权评级方面，截至2019年末，标普、穆迪和惠誉国家主权信用等级分布较为分散，BB级及以上分布较为平均，与上年末分布变化不大。其中，标普和穆迪所评B级占比仍然最高，分别为27.82%和28.89%，惠誉所评BBB级占比最高，为19.75%。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为54.13%、49.62%和59.88%，较上年末占比（54.62%、50.36%和63.40%）均小幅下降。

截至2019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92.02%、84.98%和90.34%，其中标普、穆迪和惠誉所评全球企业占比比较高的均为BBB级（或Baa级），占比分别为26.94%、33.92%和31.49%。截至2019年末，标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为52.73%、74.75%和65.25%，其中标普和惠誉所评全球企业投资级占比较上年末占比（53.77%和70.60%）有所下降，穆迪所评全球企业投资级占比较上年末占比（73.44%）小幅上升。

结构融资产品评级方面，截至2019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21.89%、35.42%和34.78%，AA级~CC级分布较为平均。截至2019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63.29%、66.58%和68.47%，较上年末占比（60.95%、60.99%和62.46）均有所上升。

四、信用评级国际监管动态

2019年以来，国际评级行业的监管重心是继续加

强内部控制建设与防范利益冲突，加强对信用评级数据获取与使用的监管，完善法律责任追究制度和扩大法律责任追究范围等。

美国信用评级监管动态

1. 加强对突发公共事件应对、ESG因素及产品、贷款抵押债券和利益冲突防范机制等方面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，2019年以来，SEC主要针对ESG因素及产品、贷款抵押债券（以下简称CLOs）和利益冲突防范机制、突发公共事件应对等方面展开。

在对ESG因素及产品专项风险评估方面，鉴于部分NRSROs在信用评级分析过程中引入了ESG因素，SEC审查了这些机构是否将ESG因素纳入评级方法或者是否对企业进行了ESG评级，还审查了在进行ESG相关评级业务开展中可能存在的利益冲突。

在CLOs评级专项风险评估方面，SEC审查了一些NRSROs对大规模银团贷款CLOs和中型市场贷款CLOs的评级文件，以检查这些评级机构对CLOs的评级政策和流程与评级方法的一致性。

在利益冲突专项风险评估方面，SEC审查了一些NRSROs私人或投资者付费评级活动的范围及其活动中涉及的潜在利益冲突。此外，SEC还审查了NRSROs内部合规报告，检查其市场业务是否与评级业务相互独立，并与评级机构合规人员就利益冲突防范机制是否有效运行进行讨论。

在突发公共事件应对的风险评估方面，鉴于新冠肺炎疫情对全球金融环境的不确定性影响，2020年SEC从三个方面审查了NRSROs的应对措施：疫情背景下评级方法的调整、评级机构分析师对宏观经济的假设和预测的调整、疫情下评级业务的连续性等。此外，SEC还对一些NRSROs的评级方法偏差情况进行了审查，包括对信用评级相关政策法规的遵守情况以及评级调整相关文件的披露情况。

在对伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）退出市

场的应对方面，针对企业从LIBOR过渡至其他基准利率所产生的不确定性，SEC审查了NRSROs是否对关键假设做出调整，是否对相关评级政策、评级程序和评级方法进行更新。

SEC对以上各方面的专项风险评估，有助于防范评级机构因突发公共事件、评级方法有效性下降以及利益冲突防范机制不健全等因素引发的信用风险。

2. 强化法律责任追究，首次对加密货币评级机构进行法律追究

SEC对俄罗斯加密货币评级机构（以下简称ICO Rating）²¹发布禁令，称其违反了反兜售规定。2019年8月，SEC调查发现2017年12月至2018年7月期间，ICO Rating对基于区块链的数字资产（包括作为证券的“代币”或“硬币”）发布研究报告和评级，并将内容发布在其网站和社交媒体帐户。ICO Rating称自己为“发布独立分析研究的评级机构”，但并未披露其评级业务是由发行商付费的，以及其评级业务获得的收入和具体金额。因此，SEC裁定ICO Rating违反了《1933年证券法》第17条b款的反兜售规定²²。ICO Rating同意停止违反规定的行为，并支付10.69万美元的赔偿和预审利息及16.2万美元民事罚款。这是SEC首次对加密货币评级机构进行处罚，此举旨在打击涉嫌虚假宣传和欺诈的项目，保护投资者利益。

晨星因违反利益冲突规定被SEC处罚350万美元。2020年5月，SEC指出，2015年6月至2016年9月，晨星业务经理指示评级分析师寻找潜在的客户并“通过营销电话、会议和提供指示性评级的提议”最终获得客户业务；同时，在为某些公司进行评级时，参与评级的分析师也参与了公司产品或服务的销售。此外，SEC称在2015年6月至2016年

11月期间，晨星未能就评级分析和销售业务相分离的问题制定合理的书面规定和程序。针对以上行为，SEC指控晨星违反了规则17g-5(c)(8)²³和《1934证券交易条例》第15E(h)²⁴条，晨星同意支付350万美元罚款并承诺对指控涉及的违规行为进行修改。SEC此举有利于加强评级业务人员的合规意识，警示评级机构规避利益冲突，提高评级质量。

KBRA因在对商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）和CLOs组合票据进行评级时存在内部控制缺陷问题被SEC起诉。在对CMBS进行评级时，KBRA允许分析师基于专业判断做出对最终评级有实质性影响的调整，但没有对调整的原因和分析方法做出规定，SEC认为KBRA未能对上述情况进行有效的内部控制，从而导致评级结果不准确。此外，SEC认为KBRA对CLOs组合票据的评级方法和程序设计不合理，不能确保分析师严格按照债券的发行条款进行评级，导致评级结果不准确。2020年9月，SEC宣布KBRA已同意支付超过200万美元解决这两项指控，并同意审查和纠正与被控违规行为有关的内部政策和程序。SEC对KBRA这两项指控加强了对评级机构CMBS和CLOs业务的风险监控力度，促进评级机构评级质量提高。

欧盟信用评级监管动态

1. 《信用评级机构内部控制准则》正式发布

2019年12月ESMA发布《信用评级机构内部控制准则咨询文件》（以下简称“咨询文件”），对信用评级机构内部控制工作的建设进行了公开指导，2020年9月30日，ESMA发布《信用评级机构内部控制准则》（以下简称“内控准则”），内控准则在咨询文件的基础上确定了信用评级机构内部控制的总体框架和该框架下

²¹ EICO Rating 成立于 2016 年 9 月，该公司为全球各地首次代币发行（Initial Coin Offering，简称 ICO）项目提供审查和评级服务。截至 2019 年 8 月，公司网站共列出 5359 个 ICO 项目。

²² 《1933 年证券法》第 17 条 b 款规定，对虚伪不实或重要事项不实陈述省略或遗漏者，赋予取得证券之人起诉之权利。

²³ 规则 17g-5(c)(8) 禁止评级机构在分析师同时参与信用评级和销售活动时发布或维持信用评级。

²⁴ 规则 15E(h) 要求信用评级机构制定、维护和执行合理设计的政策和程序，以解决和管理利益冲突。

不同内部控制职能的职责。框架分为五个部分，即控制环境、风险管理、控制活动、信息与沟通和监管活动；内部控制职能的职责包括五项，即合规、审查、风险管理、信息安全和内部审核，并进一步明确了相关职责的分工。ESMA将实施的开始日期定为2021年7月1日。内控准则的发布明确了内部控制制度的监管要求，规范了评级机构内部控制行为，有利于促进欧盟信用评级行业的健康发展。

2. 继续完善背书制度²⁵，加强英国退欧影响监管工作

完善信用背书制度，加强英国退欧影响的监管工作，是近两年ESMA持续关注重点事项之一。2020年10月27号，ESMA发布《退欧过渡期结束后英国信用评级机构信用背书制度的公开声明》（以下简称“公开声明”）。公开声明指出，在英国退欧过渡期结束后²⁶，英国的信用评级机构将不再符合欧盟信用评级机构第1060/2009号法规的注册条件，其注册将被撤销，状态将更改为第三国信用评级机构，在英国的信用评级机构的评级结果想要在欧盟被合法使用将依赖背书制度。同时，ESMA指出，2019年3月英国针对其退欧制定的英国境内信用评级监管法律框架符合背书标准²⁷，如果该法律框架在脱欧之日仍以不变的形式完全生效，则符合背书条件，英国的信用评级机构的评级结果就可以在欧盟被合法使用。

3. 首次出具CLOs监管主题报告，加强对CLOs的审查和监管工作

近年来，欧盟地区CLOs发行量增长迅速，鉴于

CLOs产品的复杂性和较高的风险性，ESMA加强了对CLOs的审查和监管。2019年2月19日，ESMA在《欧洲证券和市场管理局2018年年度监管报告和2019年监管工作计划》中指出，对CLOs信用评级的监管将成为其未来监管行动的重点内容。2020年5月13日，ESMA发布《欧盟信用评级机构对贷款抵押债券评级的实践和挑战概述主题报告》（以下简称“主题报告”），主题报告在总结2019年5月ESMA对国际三大评级机构的CLOs审查结果的基础之上²⁸，对CLOs的定义和特点、评级过程、评级方法以及相关风险和主要监管问题进行了说明。在对CLOs的监管方面，ESMA重点强调了以下四个方面的内容：一是加强对CLOs内部分析师团队的监管；二是加强对CLOs运营风险的监管；三是加强对CLOs评级方法和模型风险的监管；四是加强对CLOs进行全面分析的监管。主题报告是ESMA首次就CLOs监管问题出具的报告，对加强CLOs的审查和监管，降低CLOs产品引发的潜在信用风险具有重要意义。

4. 首次对信用评级数据获取和使用进行监管

近年来，ESMA发现存在众多信用评级机构将其信用等级数据外包给第三方数据服务提供商的现象，同时众多信用等级数据用户和潜在用户²⁹的主要评级信息来源并不是信用评级机构网站和欧洲评级平台³⁰（European Rating Platform），而是通过向第三方数据提供商付费方式获取评级信息。为提高信用评级机构评级数据的使用效率，加强信用评级数据使用规范，

²⁵ 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。

²⁶ 过渡期到2020年12月31日。

²⁷ 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》，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2月13日第266号》在遵守英国金融服务监管局和ESMA签订的谅解备忘录的条件下符合ESMA的背书标准。

²⁸ ESMA于2019年5月对国际三大评级机构的CLOs方法、CLOs评级过程进行了审查。

²⁹ 信用等级数据用户和潜在用户包括监管机构、其他公共机构、行业协会、银行、保险业、投资公司、资产管理人、非政府组织等。

³⁰ 欧洲评级平台的目标是让投资者、发行人和其他相关方能够在一个中央网站上获得最新的评级信息，并使投资者能够方便地比较某个特定评级实体的所有信用评级。同时，欧洲评级平台还旨在帮助小型和新的信用评级机构获得知名度。

2020年3月30日, ESMA发布《信用评级数据获取和使用支持的咨询文件》, 该咨询文件通过针对不同类型数据用户设计问卷调查的形式, 力图找出存在上述问题的原因, 提高评级机构网站和欧洲评级平台数据的可用性。咨询文件问卷调查主要包括三方面内容: 一是对信用等级数据用户和潜在用户对数据使用的需求³¹展开调查; 二是对评级机构网站提供的评级数据、第三方数据提供商提供的付费评级数据的特征和用途展开调查; 三是对“为什么不将信用评级机构网站和欧洲评级平台作为主要评级信息来源的原因”展开调查。此次咨询文件, 是ESMA首次专门针对信用评级数据问题进行的监管调查, 对于提升信用等级数据用户和潜在用户对评级数据的使用效率, 降低对信用评级数据的获取和使用的成本, 加强评级数据的使用规范, 具有重要意义。

5. 加强监管处罚, 完善法律责任追究制度建设

加强监管处罚。2020年4月6日ESMA对Scope Ratings GmbH³² (以下简称“Scope”) 开出合计64万欧元的罚单。ESMA称, 因Scope在2015年9月和2015年11月发布的评级不包括对基础贷款覆盖池的分析, 违反其债券担保评级方法中“对有担保的债券进行评级时, 必须对其覆盖池进行全面分析”的规定, 对其处以55万欧元的处罚; 因Scope在2016年对其评级方法进行重大更改之前未能告知ESMA, 且未在其网站上进行公开

披露、未与利益相关者进行公开磋商, ESMA对其处以9万美元的罚款。

完善法律责任追究制度建设。2019年9月24日ESMA收到欧洲联盟委员会的临时请求, 要求提供关于对第三国中央交易对手³³ (third-country central counterparties, 以下简称“TC-CCPs”) 实施处罚的程序规则的技术咨询, 同时ESMA指出由于交易数据库机构³⁴ (trade repositories, 以下简称“TRs”) 监管条例和信用评级机构监管条例 (以下简称“CRAR”) 之间存在相似之处, 为确保对TC-CCPs、TRs和信用评级机构实施处罚规则的一致性, 有必要对信用评级机构监管条例进行修改。

2020年3月31日, ESMA发布《关于对第三国中央交易对手、交易数据库机构和信用评级机构实施处罚程序规则技术指导的最终报告》(以下简称“指导报告”), ESMA对CRAR的修订建议包括以下三个方面: 一是在调查官员提交的文件条例方面, ESMA建议增加“调查官提交给ESMA的文件中应包含调查官调查结果声明的副本”; 二是在罚款和定期罚款收取的条例方面, ESMA建议增加“如果ESMA同时收取多笔罚款和定期罚款, ESMA的会计主管应确保将这些罚款和罚款存入不同的账户或子账户”; 三是在临时决定程序条例方面, ESMA建议增加“在采取紧急行动时需要通过临时决定的程序³⁵”。此次指导报告进一步完善了对评级机构法律责任追究的制度建设。■

³¹ 信用等级数据的用户和潜在用户对数据使用的需求层次包括数据的使用格式、频率、范围、可下载性等。

³² Scope Ratings GmbH (前身为 Scope Ratings AG) 是一家德国信用评级机构, 2011年5月24日注册成立, 在英国、意大利、法国和挪威设有分支机构。

³³ 中央交易对手, 相当于为场外衍生品建立一个集中清算制度。目前, 衍生品的清算和结算存在两套平行体系, 即双边清算体系和中央交易对手体系。通常而言, 大部分的场外衍生品交易采用双边清算体系, 而大部分在交易所买卖的衍生品和部分场外衍生品的清算则通过中央交易对手系统。

³⁴ 交易数据库机构是指收集和保存涉及衍生合同的交易记录的公司, 受欧洲市场基础设施监管机构 (EMIR) 监管, 交易数据库必须满足EMIR规定的运行可靠、保护和记录数据、透明度和数据可用性的监管条件。

³⁵ ESMA指出, 在防止对金融系统造成重大和迫在眉睫的损害需要采取紧急行动时, CRAR不包括任何正式的关于通过临时决定的程序, 因此有必要增加相关临时决定程序。临时决定程序包含了程序的适用范围、通过临时决定时所需遵守的监管条款等内容。

信用风险事件统计

一、违约情况

2020年12月—2021年1月，债券市场¹新增违约²主体3家，涉及到期违约债券5期，到期违约规模约42.76亿元。另有9家重复违约³主体，共涉及到期违约债券11期，到期违约规模合计约59.27亿元。

截至1月31日，2021年我国债券市场无新增违约主体。重复违约主体5家，到期违约规模合计约30.45亿元，较上年同期（3家、23.52亿元）均有所增加，涉及到期违约债券（5期）较上年同期（6期）有所减少（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2020年12月—2021年1月，债券市场有4家发行人主体级别发生上调，有20家发行人主体级别发生下调，1家发行人主体展望发生上调，3家发行人主体展望发生下调。

截至1月31日，2021年我国债券市场有1家发行人主体级别发生上调，较上年同期（4家）有所减少，有12家发行人主体级别发生下调，较上年同期（8家）有所增加。有1家发行人主体展望发生下调，与上年同期（1家）相同，无发行人主体展望发生上调。

表1 2018年—2021年1月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2018年			2019年			2020年			2021年1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	43	110	910.90	46	136	859.90	30	98	1019.36	0	0	0.00
重复违约	9	20	126.15	28	67	420.69	19	53	327.63	5	5	30.45

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

表2 2018年—2021年1月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2018年	2019年	2020年	2021年1月	2018年	2019年	2020年	2021年1月
调升数量（家）	255	218	205	1	28	12	5	0
调降数量（家）	97	86	85	12	21	21	26	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统计
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

福建福晟集团有限公司



一、主体概况

福建福晟集团有限公司（以下简称“福建福晟”或“公司”）于2006年3月24日成立于福建省福州市，是一家涉及地产开发、建筑施工、金融投资、建材生产及贸易等众多领域的大型综合性集团，下属有福建六建集团有限公司、广州云星地产集团、湖南福晟集团有限公司等百余家子公司。公司性质为民营企业，所属行业为建

筑与工程，公司股东为广州钱隆投资有限公司（以下简称“钱隆投资”）和广州市德耀鸿鼎投资合伙企业（有限合伙），股权占比分别为51.00%和49.00%，自然人潘伟明为公司实际控制人。

公司分别于2018年11月14日和2018年12月12日发行公司债“18福晟02”和“18福晟03”，到期日分别为2021年11月19日和2021年12月17日，两期债券均附第二年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。近年

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(亿元)	回收规模(亿元)	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
18福晟02	20181114	20211119	20201119	6.31	--	AA+/AA+/稳定	公司债	大公国际	本息违约
18福晟03	20181212	20211217	20201217	15.90	--	AA+/AA+/稳定	公司债	大公国际	本息违约

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

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2018-12-21	公司发布公告, 2018年1月1日至2018年12月20日公司累计新增借款余额47.51亿元, 2017年末净资产180.71亿元, 公司累计新增借款占上年末净资产的比例超过百分之二十(26.29%)。
2019-04-30	公司发布2018年年报, 当期营业总收入401.88亿元, 同比上升38.84%, 净利润11.70亿元, 同比下降9.54%。
2019-05-08	公司发布公告, 2019年1月1日至2019年5月8日公司累计新增借款余额46.39亿元, 2018年末净资产199.69亿元, 公司累计新增借款占上年末净资产的比例超过百分之二十(23.23%)。
2019-08-09	公司发布公告, 2019年1月1日至2019年7月31日公司累计新增借款55.01亿元, 2018年末净资产199.69亿元, 公司累计新增借款占上年末净资产的比例超过百分之二十(27.55%)。
2019-08-30	公司发布2019年度债券半年报, 2019年上半年公司有息负债金额为372.71亿元, 较上年末增长25.51%, 资产负债率达77.92%, 较上年末增长2.39个百分点, 营业收入为189.46亿元, 同比增长26.42%, 归属于母公司股东的净利润为5.68亿元, 同比增长77.36%, 经营性净现金流为-12.19亿元, 同比下降19.44%, 公司其他应收账款为55.93亿元, 对外担保余额为16.87亿元, 公司受限资产为143.61亿元。
2019-11-01	公司公告声明, 公司未向政府有关部门提交破产申请, 并未裁员50%, 针对网络上不实言论, 公司将追究其法律责任。
2019-12-13	公司发布公告, 福晟集团有限公司将持有的福建福晟100%股权以30亿元转让给钱隆投资, 实际控制人仍为潘伟明。
2020-02-21	公司发布《福建福晟集团有限公司关于股东变更及董事长、董事、监事变更的公告》, 广东钱隆投资有限公司将其持有福建福晟集团有限公司的49%股权转让给德耀鸿鼎。
2020-07-01	公司发布2019年年报, 当期营业总收入426.81亿元, 同比上升6.20%, 净利润8.14亿元, 同比下降30.41%。
2020-08-28	由于公司治理结构多次变动, 未来业务规模的可持续性存在不确定性, 短期偿债压力较大, 大公国际将公司的主体长期信用等级由AA+下调为AA, “18福晟02”、“18福晟03”的信用等级由AA+下调为AA, 主体及债项均列入信用观察名单。
2020-09-24	公司发布公告, 由于公司治理结构、内部管理制度发生较大调整, 原有核心管理人员大量离职, 以及对整体年报工作复杂性预估不足, 公司2020年半年报无法在2020年9月25日之前公告, 预计披露时间为2020年11月25日。
2020-10-13	由于发行人福建福晟涉及多起民事诉讼和执行案件, 其能否按期偿付本次债券本息存在重大不确定性, 该等事项对债券持有人的权益有重大影响, 中泰证券决定召集公司债券持有人会议。
2020-11-05	由于公司治理结构变动较大, 面临的管理和法律风险持续上升, 债券回售兑付面临较大的不确定性, 大公国际将公司主体长期信用等级和“18福晟02”、“18福晟03”的信用等级由AA下调为A+, 同时将主体及债项移除评级观察名单, 评级展望调整为负面。
2020-11-19	公司发布公告, 未按时兑付“18福晟02”回售款和利息, 构成实质违约。
2020-11-19	因公司未能按时支付“18福晟02”利息及回售本金, 大公国际将公司主体长期信用等级和“18福晟02”的信用等级由A+下调为C, 将“18福晟03”的信用等级由A+下调为CC。
2020-12-17	公司发布公告, 无法按时兑付“18福晟03”回售款和利息, 构成实质违约。
2020-12-18	大公国际将“18福晟03”的信用等级由CC下调为C, 维持福建福晟集团有限公司主体评级为C。

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源: 联合资信整理

来, 由于房地产行业景气度较低, 公司盈利能力大幅下降, 加上公司债务负担沉重, 受限资产规模较大, 公司流动性枯竭, 2020年11月19日, 公司未能按时兑付“18福晟02”应付利息和回售款6.31亿元, 构成实质性违约; 此后, 公司未能按时兑付“18福晟03”应付利息和回售款15.90亿元, 再次发生实质性违约。

三、主体违约原因

房地产行业景气度较低, 公司盈利能力大幅下降

近年来, 各地方政府纷纷出台房地产相关调

控政策, 房地产行业整体景气度较低。福建福晟主营业务为房地产开发、建筑施工和批发贸易业务, 2017年公司净利润12.93亿元, 同比下降31.36%; 2018年公司净利润11.69亿元, 同比下降9.54%; 2019年公司净利润8.14亿元, 同比下降30.41%。同时, 2019年公司房地产业务无新增拿地, 期末土地储备规模同比下滑9.34%, 建筑施工业务新签合同额同比下降, 未来公司业务规模的可持续性存在较大不确定性, 进一步对公司盈利能力造成影响, 加之2020年年初爆发的新冠疫情, 公司营收和利润骤然下降, 增加了债券违约的风险。

公司债务负担沉重，债务集中到期，偿债能力严重不足

近年来，随着公司业务规模的发展和扩大，福建福晟债务规模大幅增加，2017—2019年公司负债总额分别为448.46亿元、616.44亿元和706.64亿元，三年间资产负债率由71.28%上升至77.32%；同时公司存在较大的集中偿付压力，截至2019年末，公司一到两年到期的有息负债高达245.39亿元，占总息有息负债的77.66%，较高的负债率水平和债务集中到期压力对公司的偿债能力带来了一定风险。而2019年公司EBITDA对利息的保障倍数为0.87倍，保障能力有限；公司经营性现金流利息保障倍数仅为-0.96倍，经营性现金流对利息保障程度较差，公司偿债能力严重不足。

其他应收款过高、受限资产规模较大，流动性恶化

近几年来，福建福晟其他应收款持续升高，受限资产规模较大，流动性持续恶化。截止2019年末，公司其他应收账款为125.67亿元，同比大幅增加67.46亿元，主要为应收关联方往来款及资金往来款，公司其他应收款的规模较大且关联方占款较多对公司资金形成了较大占用。

此外，公司受限资产规模较大，对资产的流动性也产生了一定的不利影响，截止2019年末，公司所有受限资产的账面价值合计193.90亿元，占净资产的93.53%，其中货币资金13.21亿元，抵质押存货166.78亿元。整体来看，过高的应收账款和受限资产影响了公司整体资产的流动性，在一定程度上对公司的资金周转造成了较大压力。

治理结构不完善，股东、高管变动频繁

2019年以来，福建福晟股东持股比例、高管及董事会人员多次变动，2019年2月，公司副总裁发生变更；2019年12月福晟集团有限公司将持有的福建福晟100%股权以30亿元转让给钱隆投资，此次股权转让后，钱隆投资对公司的持股比例达100%；2020年2月，钱隆投资将持有的公司49%的股权转让给德耀鸿鼎，同时此次股权变更后，对公司董事及监事等人员作出调整，共免去8名原始董事职务，免去原董事长职务；2020年9月由于公司治理结构、内部管理制度发生较大调整，原有核心管理人员大量离职。福建福晟治理结构上的多次变化对其经营稳定性产生了一定不利影响，面临的管理和法律风险持续上升。

表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
资产总额 (亿元)	334.90	455.22	629.17	816.13	913.95
所有者权益 (亿元)	83.85	121.59	180.71	199.69	207.32
长期债务 (亿元)	50.93	106.42	174.28	183.62	228.89
全部债务 (亿元)	110.93	180.08	249.65	316.76	315.94
营业收入 (亿元)	203.24	262.85	289.46	401.88	426.81
利润总额 (亿元)	18.55	26.01	19.94	20.09	16.90
EBITDA (亿元)	22.56	31.78	26.73	26.32	24.20
经营性净现金流 (亿元)	3.22	-42.18	-68.15	41.57	-26.89
营业利润率 (%)	9.18	9.87	6.96	5.05	4.20
净资产收益率 (%)	17.14	15.50	7.16	5.86	3.93
资产负债率 (%)	74.96	73.29	71.28	75.53	77.32
全部债务资本化比率 (%)	56.95	59.69	58.01	61.33	60.38
流动比率 (倍)	1.62	1.76	2.04	1.69	1.74
全部债务/EBITDA (倍)	4.92	5.67	9.34	12.03	13.06
EBITDA利息倍数 (倍)	2.68	2.98	1.90	1.14	0.87
经营现金流负债比 (%)	1.68	-20.12	-28.04	12.03	-6.01

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

财政部发布《地方政府债券发行管理办法》

为规范地方政府债券发行管理,保护投资者合法权益,2020年12月18日,财政部发布《地方政府债券发行管理办法》。《办法》规定,地方财政部门应当在国务院批准的分地区限额内发行地方政府债券。新增债券、再融资债券、置换债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限。《办法》表示,各交易场所和市场服务机构应当不断完善地方政府债券现券交易、回购、质押安排,促进地方政府债券流动性改善。鼓励各类机构在回购交易中更多接受地方政府债券作为质押品。

(摘自东方财富网, 2020年12月18日)

财政部:进一步做好地方债柜台发行工作

2021年1月14日,财政部发布《关于进一步做好地方政府债券柜台发行工作的通知》,要求地方财政部门应当结合地方债项目收益、个人和中小机构投资特点、柜台市场需求等,科学合理确定地方债柜台发行的品

种、期限、频次和规模;通过柜台发行的地方债以中短期为主,地方财政部门应当结合实际情况,优先选择具有本地区特点、项目收益较高的债券,应当积极推进地方债柜台发行工作,加强与柜台业务开办机构的联系,充分了解投资者需求,合理确定地方债柜台发行规模。

(摘自证券日报, 2021年1月14日)

财政部印发《地方政府债券信用评级管理暂行办法》

2021年1月20日,财政部印发《地方政府债券信用评级管理暂行办法》,要求信用评级机构应当结合一般债券、专项债券的特点,客观公正出具评级意见。开展一般债券信用评级,应当重点关注本地区经济、财政、债务等情况。信用评级机构首次评级后,债券存续期内应当每年开展一次跟踪评级,同时关注可能影响偿债能力和偿债意愿的重大事项(如调整债券资金用途等),进行不定期跟踪评级,并及时公布评级结果。信用评级机构发生影响或者可能影响本机构地方政府债券信用评级开展的重大事件时,应当立即向财政部报告,说明事件的起因、目

前的状态和可能产生的后果。

(摘自财政部官网, 2021年1月20日)

发改委:全面系统排查企业债风险

2020年12月23日,国家发改委正式印发《关于开展2021年度企业债券本息兑付风险排查和存续期监管有关工作的通知》。提出对近期和2021年度企业债券本息兑付等风险进行全面系统排查,对已发行企业债券情况开展专项检查,压实省级发展改革部门属地管理责任,强化主承销商等中介机构风险排查责任,提高企业债券服务实体经济能力和存续期管理水平。就下一步监管,《通知》也明确要求,省级发展改革部门应注重同金融监管部门的协调配合,切实担负起属地管理责任,扎实做好区域内企业债券存续期监管和风险防范处置工作。

(摘自经济参考报, 2020年12月24日)

三部门统一信批规则,推进债券市场互联互通

2020年12月28日,中国人民银行与国家发改委、证监会联合发文,制定了《公司信用类债券信息披露管

理办法》，首次统一了公司信用类债券各环节的信息披露要求，明确了企业、中介机构及相关人员的义务和责任等，并对债券募集说明书等提出了细化要求。此举有助于增强市场透明度，完善市场约束机制，有助于强化投资者保护，健全债券市场基础性制度，推动债券市场持续健康发展。

(摘自新华社, 2020年12月28日)

四部门联合发布《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》

为提高金融服务实体经济质效，完善市场主体退出制度，维护金融机构债权人合法权益，2021年1月15日，银保监会会同国家发改委、中国人民银行、证监会联合制定了《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》。《工作规程》共21条，总结了前期风险企业债务问题特点及债委会运行过程中的成功经验，根据新形势、新任务的要求，对现有债委会制度进行进一步完善。相关部门会持续指导金融机构按照《工作规程》积极开展相关工作，深化金融供给侧结构性改革，防范化解金融风险，更好地服务实体经济发展。

(摘自光明网, 2021年1月16日)

完善债券市场交易制度，提升市场流动性水平

为落实国务院《关于取消和下放一批行政许可事项的决定》要求，

改革完善银行间债券市场现券做市商制度，2020年12月27日，中国人民银行发布2020年第21号公告。《公告》围绕简政放权、加强事中事后管理、建立健全做市业务激励约束机制等方面，对银行间债券市场现券做市商制度进行了完善。《公告》的发布是提升市场流动性水平、完善债券市场基础性制度的重要举措。

(摘自东方财富网, 2020年12月28日)

中央结算公司发布中债业务、数据和技术处理规范系列标准

2020年12月31日，中央国债登记结算有限责任公司正式发布中债业务、数据和技术处理规范三个系列共八项企业标准。其中，《中债债券业务处理规范》系列标准围绕中央结算公司债券业务全流程主要服务领域，明确了相关服务的内容、原则、处理流程等规范性要求。《中债债券业务数据规范》系列标准明确了中央结算公司债券业务涉及的数据定义、数据格式、适用场景等相关规范。《中债债券业务技术处理规范》明确了中央结算公司提供的业务处理服务的技术规范，包括应用架构、技术架构和安全架构等内容。

(摘自新浪财经, 2021年1月22日)

证监会发布《可转换公司债券管理办法》

为落实新《证券法》的规定，

完善可转换公司债券各项制度，防范风险，保护投资者合法权益，2020年12月31日，证监会发布《可转换公司债券管理办法》。《管理办法》共23条，涵盖交易转让、信息披露、转股、赎回、回售、受托管理、监管处罚、规则衔接等内容，坚持问题导向、公开公平公正和预留空间的原则。《管理办法》是我国第一个专门规范可转债交易的部门规章，其监管思路与制度规范对我国债券市场乃至整个证券市场的未来发展具有重要影响。

(摘自证监会官网, 2020年12月31日)

加强熊猫债制度建设，交易商协会出台两项指引

为稳定市场预期、提高市场运行效率，对外树立良好形象，夯实银行间市场对外开放的制度基础，提升中国债券市场国际竞争力和影响力，2020年12月28日，交易商协会发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引(试行)》，明确了外国政府类机构、国际开发机构熊猫债的注册发行流程、信息披露要求、中介机构管理等。同时，交易商协会还发布了《境外非金融企业债务融资工具业务指引(2020版)》，主要在备案要求、注册文件提交、信息披露要求等方面进行优化。

(摘自东方财富网, 2020年12月29日)

市场动向

Market Trends

债券市场创新再进一步，交易所市场首单短期滚动发行ABS在深交所落地

2020年12月11日，交易所市场首单短期、可滚动发行资产证券化产品——“国金-徐工租赁八期资产支持专项计划”（以下简称“徐工租赁八期ABS”）在深交所成功发行。该产品是深交所在中国证监会指导下，与市场各方共同论证推出的传统资产证券化产品的短期、滚动发行版本，是资产证券化产品的重要“再创新”，对于服务投融资端多元化需求具有重要意义。

（摘自东方财富网，2020年12月11日）

国开行发行今年亚太地区首单中资主权债券

2021年1月8日，国家开发银行香港分行近期采取簿记建档方式，成功在境外市场公开发行美元和港币债券共11亿美元，这是2021年亚太地区首单中资主权债券。本次发行包括美元和港币债券两个品种。国开行香港分行是首家在港公开发行港币债券的中资金融机构，已成为港币债券市场发行规模最大和发行品种最为丰富的中资机构，也成功

带动了其他发行主体共同推动港币债券市场建设。

（摘自中新社，2021年1月8日）

首单银行转股型永续债落地，中小银行补充资本渠道再扩容

2021年1月20日，宁波通商银行成功发行首单转股型无固定期限资本债券（永续债），规模为5亿元，全场认购倍数达2.1倍，转股型资本债券具有转股的保护功能，有利于保护投资者。与此前银行所发行的减记型资本债券相比，转股型资本债券最大的特点为它是一种含权的资本补充工具，当风险事件触发时，减记型资本债券将直接减记，而转股型资本债券可转为股权并参与发行人剩余资产分配。下一步，人民银行将会同银保监会进一步加强创新力度，鼓励支持

符合条件的中小银行通过发行转股型资本债券补充资本，增强服务实体经济和抵御风险的能力。

（摘自新浪财经，2021年1月26日）

首单个人不良贷款转让落地

2021年1月27日，银行业信贷资产登记流转中心网站“银登网”发布了《平安银行拟批转个人不良债权简介》，平安银行成为银行业首个挂网推介个人不良贷款资产包的银行。平安银行这次推介的个人不良贷款资产包主要有“发布快”“规模小”两大特点，此次发布的仅为不良债权推介信息，是对拟转让债权的简单介绍。从整体行业数据来看，银行业仍面临较大的不良资产处置压力，多元高效处置不良资产已迫在眉睫。

（摘自凤凰网财经，2021年1月28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

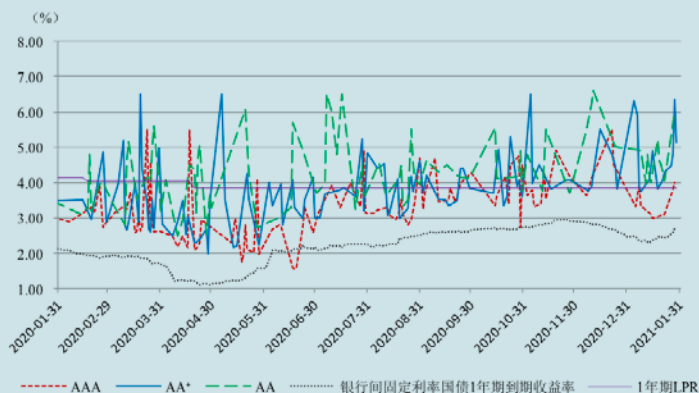
2020年12月至2021年1月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计19290.00亿元，逆回购到期20850.00亿元，实现净回笼1560.00亿元；通过中长期借贷便利（MLF）实现净投放5500.00亿元，通过抵押补充贷款（PSL）实现净投放2.00亿元，同时，央行还对金融机构开展了576.60亿元的常备借贷便利（SLF）稳定债券短端利率。在此背景下，2021年1月，1年期短融、3年期公司债和7年期企业债的平均发行利率（4.31%、4.03%和5.61%）较2020年12月（4.70%、4.82%和6.18%）均有所下降，5年期中票平均发行利率（4.39%）较2020年12月（4.32%）略有上升。

表1 2020年12月—2021年1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12月	2021年1月	2020年12月	2021年1月	2020年12月	2021年1月	2020年12月	2021年1月
AAA	4.11	3.39	4.35	3.77	4.21	4.33	5.90	5.74
AA+	4.34	4.55	5.52	4.65	4.80	4.59	5.63	5.35
AA	6.03	4.59	--	8.35	--	--	7.65	--
平均发行利率	4.70	4.31	4.82	4.03	4.32	4.39	6.18	5.61

注：1年期短融信用等级为主体级别，其余券种信用等级为债项级别

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2020年12月至2021年1月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈先降后升的态势，2021年1月，AAA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4.59%）较2020年12月（4.11%和6.03%）有所下降，AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（4.55%）较2020年12月（4.34%）有所上升。

2020年12月至2021年1月，交易所国债3年期到期收益率呈稳中有

降态势。2021年1月, 3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率(3.77%和4.65%)较2020年12月(4.35%和5.52%)有所下降。

2020年12月至2021年1月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈稳中有降态势。2021年1月, AAA级中期票据的平均发行利率(4.33%)较2020年12月(4.21%)有所上升, AA+级中期票据的平均发行利率(4.59%)较2020年12月(4.80%)有所下降。

2020年12月至2021年1月, 银行间固定利率国债7年期到期收益率呈稳中有降态势。2021年1月, 7年期AAA和AA+级企业债的平均发行利率(5.74%和5.35%)较2020年12月(5.90%和5.63%)均有所下降。

当前, 随着疫情的好转, 全球经济不断修复。预计2021年在“以国内大循环为主体、国内国际双循环”的新发展格局下, 国内经济将持续复苏, 宏观经济政策逐渐回归常态化, 货币政策将更加灵活适度、精准有效, 为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础, 债市发展的规范化和国际化水平将进一步提升。//



图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

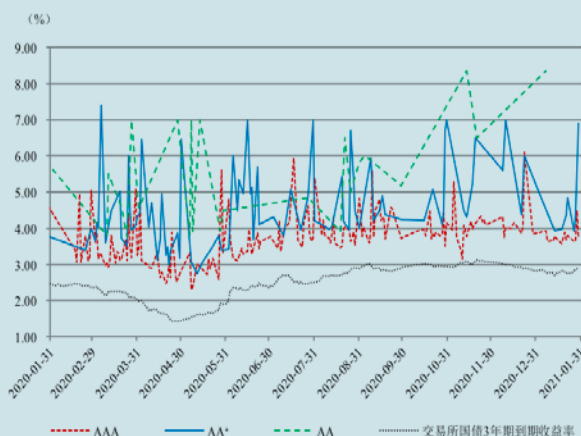


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

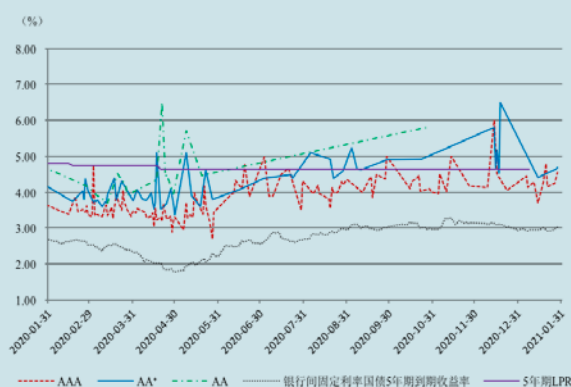
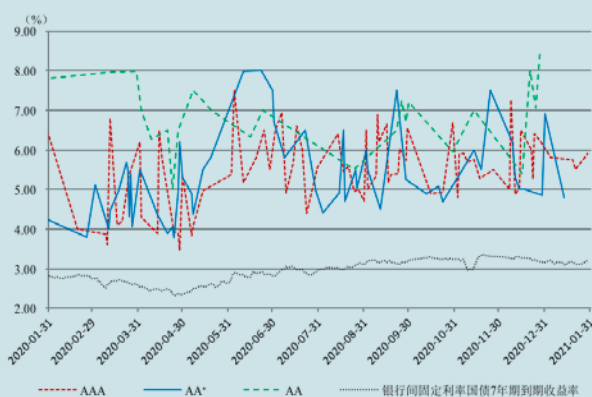


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2017年—2020年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	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.9	6.6	6.1	91.12	2.3
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	51.89	2.9
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	39.20	-3.90
出口总额	10.8	7.1	5.0	17.93	4.0
进口总额	18.7	12.9	1.6	14.22	-0.7
CPI	1.6	2.1	2.9	--	2.50
PPI	6.3	3.5	-0.3	--	-1.8
社会融资规模存量	14.1	10.3	10.7	284.83	13.3
M2余额	8.1	8.1	8.7	218.68	10.1
人民币贷款余额	12.7	13.5	12.3	171.60	13.20

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

2.出口总额、进口总额计价货币为人民币

资料来源: Wind, 联合资信整理

2018年—2021年1月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2018年	2019年	2020年	2021年1月	2021年1月同比(%)	2018年	2019年	2020年	2021年1月	2021年1月同比(%)
政府债	1080	1241	2009	46	-83.92	77147.45	80694.27	133130.48	5637.36	-47.72
国债	152	146	161	6	-40.00	35506.77	37059.00	68692.35	2290.00	-21.88
地方政府债	928	1095	1848	40	-85.51	41640.67	43635.27	64438.13	3347.36	-57.36
央行票据	0	7	12	1	0.00	0.00	320.00	610.00	50.00	-16.67
金融债	729	818	901	50	-34.21	41404.20	54665.50	62223.80	3165.20	-33.11
政策性银行债	489	549	609	36	-47.06	29703.80	35405.50	40230.10	2403.20	-45.97
商业银行债券	174	184	210	8	33.33	9182.40	15980.50	19391.70	647.00	154.72
非银行金融机构债券	66	85	82	6	200.00	2518.00	3279.50	2602.00	115.00	283.33
政府支持机构债券	46	46	32	2	0.00	4170.00	3720.00	3450.00	400.00	90.48
企业债券	282	394	388	19	-9.52	2390.08	3631.19	3945.49	170.30	-19.29
一般企业债	257	372	380	19	-9.52	2260.68	3448.89	3883.49	170.30	-19.29
项目收益债	25	22	8	0	--	129.40	182.30	62.00	0.00	--
中期票据	1399	1655	2104	190	86.27	15893.65	18638.60	22109.92	1617.70	67.05
短期融资券	2912	3503	4845	511	59.69	30664.30	35805.19	49655.43	5221.70	37.97
一般短期融资券	422	462	510	62	63.16	4193.30	4436.20	4524.78	478.60	75.96
超短期融资券	2490	3041	4335	449	59.22	26471.00	31368.99	45130.65	4743.10	35.03
证券公司短期融资券	57	176	295	21	-8.70	1425.00	4491.00	7983.00	595.00	-9.85
资产支持证券(银行间)	449	566	522	41	24.24	9323.35	9433.36	8230.48	844.02	28.36
资产支持证券(交易所)	1992	2841	3865	299	22.54	9473.80	10952.16	15725.36	1047.83	10.29
非金融企业资产支持票据	248	695	1096	82	64.00	1261.25	2893.77	5108.96	275.12	-8.99
非公开定向债务融资工具	766	863	1010	142	77.50	5458.87	6192.12	6904.85	1053.60	89.45
公司债	1520	2465	3623	353	64.19	16491.70	25501.84	33729.14	3009.12	49.56
证券公司债	210	174	359	39	178.57	4718.90	4033.30	8752.81	1192.20	248.60
可转债	83	151	213	12	9.09	793.12	2695.19	2754.11	261.37	63.90
可交换债	28	60	42	2	-66.67	464.74	824.15	461.39	16.50	-75.74
项目收益票据	0	0	2	0	--	0.00	0.00	12.00	0.00	--
同业存单	27301	27892	28610	1713	56.87	210832.40	179712.73	189719.80	11362.00	83.23
国际机构债	4	9	4	0	--	60.00	135.00	110.00	0.00	--
合计	39106	43556	49932	3523	36.76	431972.80	444339.37	554693.02	35919.02	9.99

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披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind中截至2021年3月4日已披露的数据, 并会对之前的数据进行追溯调整

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合资信博士后工作站获批设立

经北京市人力资源和社会保障局（以下简称“北京市人社局”）批准（批文：京人社专技字〔2020〕115号），联合资信评估股份有限公司博士后科研工作站（以下简称“联合资信博士后工作站”）于2020年12月正式设立。这是继联合信用管理有限公司博士后科研工作站之后联合获批设立的第二个博士后工作站。

联合资信博士后工作站的获批，充分体现了联合资信在信用评级与信用研究领域的专业技术水平与科研创新能力，是对联合资信科研成果和创新产品的高度肯定。

联合资信博士后工作站的成功设立，将进一步推动联合资信的科研创新活动，培养信用评级领域高端专业人

才，形成产业科研紧密结合的有机体系，为把联合资信早日建成最具公信力的信用评级机构提供技术支持，为推动北京市“两区”建设贡献信用力量。



联合课题获评 “中国证券业协会2020年优秀课题报告”

2020年12月，中国证券业协会（以下简称“协会”）公布了《中国证券业协会2020年重点课题研究优秀课题报告名单》，由联合信用评级有限公司（以下简称“联合”）完成的《我国知识产权证券化的模式、信用风险及防范研究》课题报告脱颖而出，被评为优秀课题报告。联合课题组成员包括万华伟、艾仁智、刘艳、邵天、孙爽、陈诣辉。

本次中国证券业协会2020年重点课题研究工作受到了各会员单位的广泛关注。协会共收到237项课题申报，立项100项重点课题，创历年新高。经过数月时间深入研究，百项重点课题均完成了课题报告。经过学术不端检测、专家在线初审和答辩终审等环节，最终33篇课题报告被评为优秀课题报告。联合完成的《我国知识产权证券化的模式、信用风险及防范研究》位列其中。

联合课题组站在知识产权强国战略的高度，直面

科技型中小微企业融资难、融资贵的困境，系统总结了境外知识产权证券化业务的发展经验，深入剖析了我国知识产权证券化的业务模式和风险特征，结合实际案例分析了我国知识产权证券化产品的信用风险及其防范措施，并针对我国知识产权证券化业务面临的外部增信方式单一、收益权类基础资产缺失、融资期限偏短等多重瓶颈，提出了突破我国知识产权证券化业务发展瓶颈的解决方案和政策建议，为促进我国知识产权证券化业务的长期健康发展提出了可行的方案。

近年来，联合持续关注我国证券行业及信用风险领域政策及市场动态，从理论研究及实际需求出发，积极参与中国证券业协会历年重点课题研究。自2015年以来，联合已成功立项并完成了6项协会重点课题研究，为推动证券行业的高质量创新发展作出了积极贡献。



专业·尽责·真诚·服务

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

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

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

编辑部：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

邮编：100022

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

Email: lianhe@lhratings.com