

Lianhe Credit Research

DECEMBER

联合

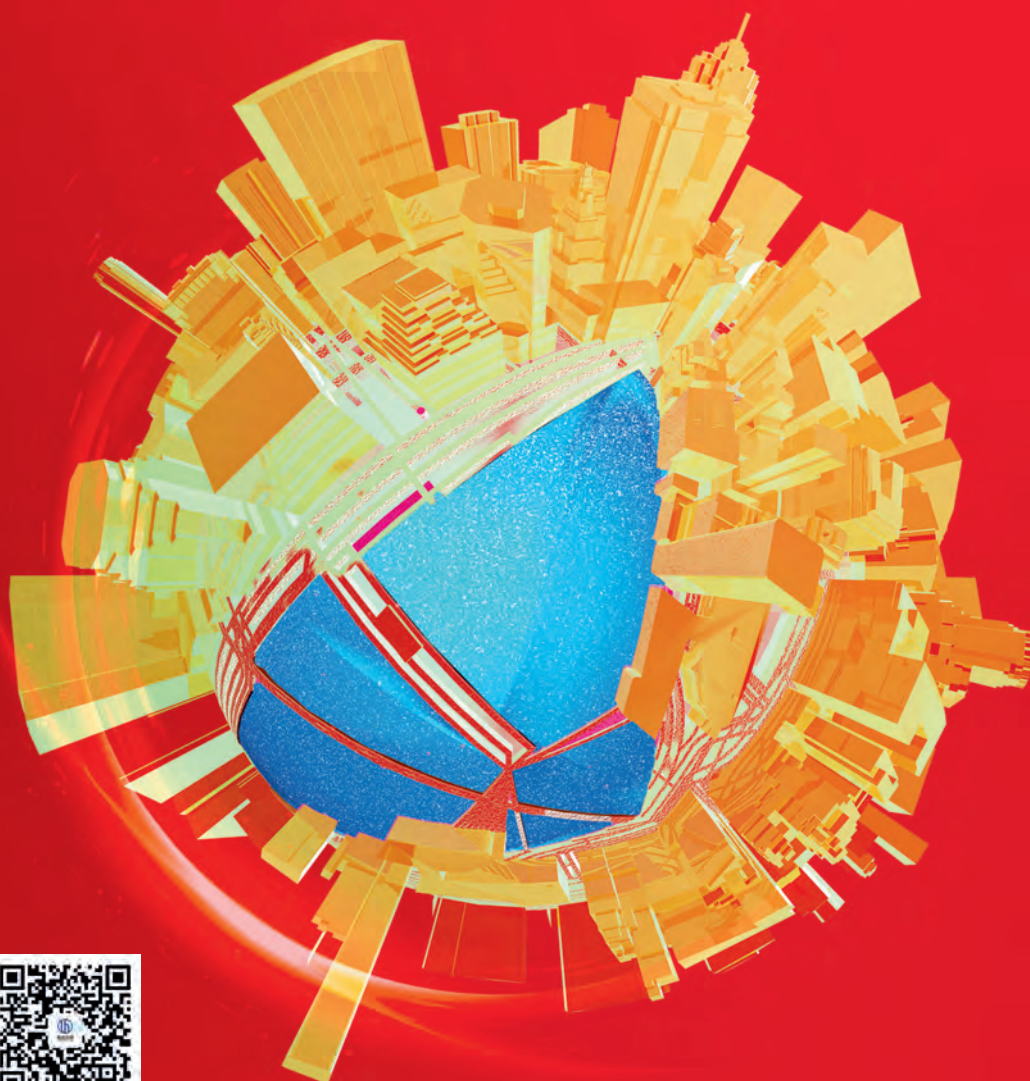
信用研究

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

地方政府与城投企业债务风险研究——江苏篇

地方政府与城投企业债务风险研究——山东篇

地方政府与城投企业债务风险研究——湖南篇



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。



联合

Lianhe Credit Research 信用研究

主办单位 Sponsors

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

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

刘晓光 Liu Xiaoguang

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

市场部门联系人

Marketing Department Contact

Lu Yongdong 鹿永东

luyd@lhratings.com | 13301118406 | 核心市场战略部

Lei Jun 雷君

leijun@lhratings.com | 13821566048 | 核心市场金融一部

Sun Ruting 孙汝汀

sunrt@lhratings.com | 18610344686 | 核心市场金融二部

Jin Lei 金磊

jinl@lhratings.com | 13752661193 | 核心市场金融三部

Tian Xiaowei 田小卫

tianxw@lhratings.com | 13752574584 | 核心市场金融四部

Liu Qiang 刘强

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

谭宝坪 Tan Baoping

区域市场二部 | 18701336349 | tanbp@lhratings.com

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

张丰 zhang Feng

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2020 DECEMBER

目录

特别策划 Feature

- 1** 地方政府与城投企业债务风险研究——江苏篇
联合资信 刘亚利 郭雄飞
- 10** 地方政府与城投企业债务风险研究——山东篇
联合资信 霍正泽 竺文彬 李颖 黄焘
- 19** 地方政府与城投企业债务风险研究——湖南篇
联合资信 喻宙宏 姜泰钰 王默璇 李志昂

宏观研究 Macroeconomic Research

- 28** 实体经济部门信用总量继续快速扩张，
信用质量总体稳定
——2020年前三季度信贷社融数据点评
联合资信 宏观研究部
- 33** RCEP签署对中国及区域经济有何意义？
联合资信 主权部
- 35** 新冠疫情尚未平息，土耳其央行何以逆势加息？
联合资信 主权部

行业研究 Industry Research

- 40** 交通运输行业信用风险研究报告——2020年三季度
联合资信 公用事业三部
- 45** 建筑施工行业2020年三季度观察
——行业运行归位四季度稳增长可期
联合资信 闫蓉 黄焘 李思卓
- 54** 新形势下小额贷款公司差异化发展之路
联合评级 金融评级二部

债券市场 Bond Market

- 58** 债券市场制度不断完善，对外开放程度进一步提升
——2020年三季度我国债券市场政策回顾
联合资信 刘晓光 郝帅
- 62** 2020年三季度债券市场运行报告
——债券发行量持续增长，
债券市场开放程度有望进一步提升
联合资信 刘晓光 董欣焱 郝帅
- 70** 2020年三季度地方政府债券市场分析
联合资信 唐立倩 竺文彬 邱成
- 76** 2020年三季度城投债市场分析报告
联合资信 张建飞 马玉丹 丁晓 夏妍妍

评级表现 Credit Rating Performance

- 82** 2020年前三季度中国债券市场评级表现和
评级质量研究报告
联合资信 闫瑾 自迪 王正清

信用风险 Credit Risk

- 89** 信用风险事件统计
- 90** 违约案例

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

- 39** 关于信用保护工具的一些基础知识



联合资信



联合评级

地方政府与城投企业债务风险研究 ——江苏篇

文 | 联合资信评估股份有限公司 刘亚利 郭雄飞

江苏省整体经济实力强，经济总量及人均GDP在全国排名靠前，经济发展态势良好。2019年，江苏省财政收入在全国排名第二，一般公共预算收入稳定性强，财政自给程度较高，整体财政实力强。2019年江苏省政府负债率为14.93%，与其他省市相比，政府债务负担较轻；江苏省政府债务率为73.48%，偿债能力较强。

从地级市层面看，江苏省各市经济及财政实力分化明显，发展相对不均衡。苏南、苏北地级市经济实力及财政实力相差较大，呈现“南强北弱”的格局。江苏省各地级市政府债务余额呈上升趋势，其中，镇江市政府债务余额增速较快。从地方政府债务负担来看，镇江市政府负债率明显升高，地方政府债务负担较重，其他地级市地方政府债务负担处于较轻或轻的水平。从地方政府偿债能力来看，苏州市和常州市地方政府债务率相对较低，偿债能力较强；镇江市和盐城市偿债能力排名靠后。

从企业层面看，江苏省发债城投企业数量众多，发债城投企业在信用水平上均呈现“南高北低”的格局。2019年，江苏省发债城投企业债务负担有所加重。随着融资环境的逐步宽松，2019年，江苏省各地级市城投企业融资状况有明显改善。但受债务集中到期影响，江苏省各地级市的发债城投企业短期偿债能力指标有所弱化，偿债压力持续加大。具体来看，泰州市、镇江市和淮安市城投企业2021年到期债券的集中偿付压力较大，而上述地区地方政府财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低，需关注面临

集中偿付压力和地方政府债务负担较重区域内城投企业的信用风险。

一、江苏省经济及财政实力

江苏省区域特征及经济发展状况

江苏省地处中国东部，地理位置优越，2017—2019年经济总量均位于全国第二位，人均GDP处于全国省域首位；2017—2019年，江苏省经济增速及固定资产投资增速均有所放缓，但产业结构持续优化，经济发展态势良好。2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，江苏省经济增速明显下滑，固定资产投资负增长。

江苏省简称“苏”，地处中国东部沿海中心、长江下游，东临黄海，东南与浙江和上海毗邻，西接安徽，北接山东，与上海市、浙江省共同构成的长江三角洲城市群已成为六大世界级城市群之一。江苏省跨江滨海，湖泊众多，水网密布，海陆相邻，是全国唯一拥有大江大河大湖大海的省份。除水资源丰富外，江苏省有色金属类、建材类、膏盐类、特种非金属类矿产也较为丰富，根据江苏省人民政府网站公开信息，目前江苏省已发现的矿产品种有133种，探明资源储量的有68种，其中铌钽矿、含钾砂页岩、泥灰岩、凹凸棒石粘土、二氧化碳气等矿产查明资源储量居全国前列。路网方面，截至2019年底，全省铁路总里程达3550公里，其中高铁里程1561公里，同比分别增长13.6%、37.3%，设区市全部开通动车。全省拥有9个运输机场，密度达到每万平方公里0.9个，居全国前列。高速

公路里程达4865公里,同比增长3.3%。累计建成综合客运枢纽25个。内河航道总里程达2.4万公里,里程和密度均居全国之首;四级以上高等级航道里程3163公里,四级及以上高等级航道通达77%以上县(市)。拥有港口生产性泊位数5545个,万吨级以上泊位数509个,港口综合通过能力达21亿吨;共有一类港口口岸17个、对外开放码头254个、开放泊位565个,直接与世界上100多个国家和地区港口有贸易往来。全省累计7个城市开通运营城市轨道交通线路,开通城市数量位居全国第一;共开通运营城市轨道交通线路25条(含5条有轨电车线路),运营里程达747公里,总里程居全国第二。总体看,江苏省公路、铁路、航空和水运网络较为完善,未来交通基础设施建设仍将保持较大规模,交通基础设施仍将不断完善。

从经济运行方面看,近年来江苏省经济不断增长,但增速有所放缓。2017—2019年,江苏省地区生产总值(GDP)均居于全国第二位。同期,江苏省GDP增速有所放缓,分别为7.2%、6.7%和6.1%,2019年GDP增速与全国GDP增速持平。2017—2019年,江苏省人均GDP逐年提高,2019年江苏省人均GDP为全国水平的1.74倍,位居全国第3名、省域首位。江苏省三次产业结构由2017年的4.7:45.0:50.3调整为2019年的4.3:44.4:51.3,产业结构更趋优化。固定资产投资方面,2019年,江苏省全年固定资产投资较上年增长5.1%,与全国增速持平,增速较2018年的5.5%有所放缓。经过多年发展,江苏省形成了以化工、机械、汽车、纺织及电子产业主导的工业体系格局。2019年,江苏省全年规模以上工业增加值较上年增长6.2%,增速较上年增加1.1个百分点,增速有所提高。2019年,江苏省先进制造业发展较快,全省高技术产业、装备制造业增加值较上年分别增长6.8%和6.0%;对规模以上工业增加值增长的贡献率达23.8%和46.5%;分行业看,电气机械、医药、专用设备先进制造业增加值分别增长16.9%、19.0%、8.2%。代表新型材料、新型交通运输设备和高端电子信息产品的新产品产量实现较快增长。城市轨道交通车辆、光缆、太阳能电池、碳纤维及其复合材料等

新产品产量比上年分别增长87.7%、5.7%、26.8%和8.5%。总体看,江苏省经济发展态势良好。

2020年1—6月,江苏省地区生产总值46722.92亿元,按可比价格计算,同比增长0.9%,增速高于全国2.5个百分点;其中,第一产业增加值1453.56亿元,增长0.1%;第二产业增加值20128.63亿元,下降0.2%;第三产业增加值25140.73亿元,增长1.8%。固定资产投资同比下降7.2%,增速较2019年全年下降12.3个百分点,低于全国(-3.1%)4.1个百分点。新冠肺炎疫情对江苏省经济和社会发展造成一定影响。

江苏省财政实力及债务情况

2019年江苏省一般公共预算收入全国排名第二,一般公共预算收入稳定性强且财政自给率较高,整体财政实力强。江苏省政府负债率在全国排名靠前(按照债务负担轻重排序),政府负债水平较低,地方政府债务负担较轻;江苏省政府债务率在全国排名中上游(按照偿债能力强弱排序),偿债能力较强。

2017—2019年,江苏省一般公共预算收入保持稳定增长,同口径增速分别为4.6%、5.6%和2.0%,2019年一般公共预算收入规模在全国排名第2位。2017—2019年,江苏省税收收入占一般公共预算收入的比重分别为79.35%、84.17%和83.38%,一般公共预算收入稳定性强。2017—2019年,全省一般公共预算支出逐年增长,财政自给率逐年下降,但整体财政自给能力较强。2017—2019年,江苏省政府性基金收入逐年增长,年均复合增长14.90%。2020年1—6月,江苏省一般公共预算收入完成4741.19亿元,同比下降2.8%。其中,税收收入3865.57亿元,同比下降6.4%;非税收入875.62亿元,同比增长17.7%。受新冠肺炎疫情影响,江苏省一般公共预算收入较上年同期有所下滑。一般公共预算支出完成6576.06亿元,较上年同期增长1.3%。

2017—2019年,江苏省政府余额规模持续增长,分别为12026.28亿元、13285.55亿元和14878.38亿元。截至

2019年底,江苏省政府债务余额居全国首位。2017—2019年,江苏省负债率分别为14.00%、14.35%和14.93%,较为稳定;2019年,江苏省负债率在全国各省(自治区、直辖市)中排名靠前(按照债务负担轻重排序),政府负债水平较低,债务负担较轻。同期,江苏省政府债务率分别为71.03%、71.31%和73.48%,小幅增长;2019年,江苏省债务率在全国各省(自治区、直辖市)中排名中上游(按照偿债能力强弱排序),偿债能力较强。

二、江苏省各地级市经济及财政实力

江苏省各地级市经济实力

苏南地区中,苏州市、南京市及无锡市经济实力位列江苏省前三,GDP规模均超万亿元;苏中地区、苏北地区经济发展水平较苏南地区存在一定差距。江苏省各地级市经济实力差距仍较大,发展相对不均衡,呈现“南强北弱”的格局。

江苏省共辖13个地级市,按区域地理位置分为苏南五市(南京市、苏州市、无锡市、常州市、镇江市)、苏中三市(南通市、扬州市和泰州市)和苏北五市(徐州市、连云港市、淮安市、盐城市、宿迁市)。从区域发展看,省会所在地的苏南地区经济实力明显高于苏中、苏北地区,经济实力分化严重。

从GDP规模来看,江苏省各地级市经济实力均较强,GDP规模最小的宿迁市2019年的GDP也突破3000亿元。2019年,苏州市、南京市、无锡市3个地级市GDP总量均超过万亿元,占全省经济总量的45.29%,苏南地区5个地级市经济总量占全省的56.86%。苏中地区方面,南通市经济总量仅次于苏南地区的无锡市,位列全省第4;扬州市及泰州市经济总量位于江苏省内中下游水平,但经济总量均超5000亿元。从苏北地区看,徐州市和盐城市经济总量排名相对靠前,徐州市2019年GDP突破7000亿元,盐城市2019年GDP突破5700亿元,但淮安市、连云港市和宿迁市经济总量均不足4000亿元。

从GDP增速来看,2019年,南京市、宿迁市、常州市等10个地级市GDP增速达到6.00%及以上,镇江市、苏州市、盐城市GDP增速在5.00%~6.00%之间。整体上,江苏省各地级市GDP仍维持较高增速。

从人均GDP看,苏南地区5个地级市2019年人均GDP均超过12万元,最高为无锡市(17.98万元),最低为镇江市(12.90万元);苏中地区3个地级市中,2019年人均GDP最高的为扬州市(12.89万元),最低的为泰州市(11.07万元);苏北地区5个地级市2019年人均GDP均不足9.00万元。

江苏省各地级市财政实力及债务情况

江苏省各地级市财政实力呈现“南强北弱”格局,整体分化明显。江苏省各地级市一般公共预算收入的稳定性较强,苏南地区财政自给能力很强,苏北地区财政自给能力偏弱。江苏省各地级市政府债务余额呈上升趋势,镇江市债务余额增速较快,政府负债率明显升高,政府债务负担较重。苏州市和常州市政府债务率相对较低,偿债能力较强;镇江市和盐城市债务率较高,偿债能力偏弱。

1. 财政收入情况

一般公共预算收入

从一般公共预算收入看,江苏省各地级市一般公共预算收入规模差距较大。苏南地区方面,苏州市、南京市及无锡市一般公共预算收入规模均破千亿元,2019年苏州市仍保持在2000亿元以上规模;镇江市在苏南地区排名最后,2019年为306.85亿元。苏中地区方面,南通市2019年突破600亿元,但一般公共预算收入增速仅为2.2%,扬州市及泰州市2019年一般公共预算收入均在300亿元以上。苏北地区方面,徐州市2019年一般公共预算收入为468.32亿元,较上年下降11.0%;盐城市、淮安市、连云港市、宿迁市一般公共预算收入处于200亿到400亿之间,与苏南地区各地级市(除镇江市)相比,苏北地区各地级市一般公共预算收入规模普遍

偏低。从一般公共预算收入增速来看,2019年,除扬州市和徐州市,其他各地级市一般公共预算收入均实现增长,但增速差距较大,其中南京市、苏州市、无锡市和淮安市增速较高。从一般公共预算收入结构来看,2019年南京市、扬州市和徐州市的税收收入占比较2018年均有所提升,其他城市均有下降,其中苏州市、南京市和常州市税收收入占比均突破85%,其他地级市税收占比均在75%~85%之间。整体上,江苏省各地级市一般公共预算收入的稳定性较强。

政府性基金收入

政府性基金收入方面,南京市及苏州市的政府性基金收入规模均较大,2017—2019年政府性基金收入均超1500亿元,同期,南京市及苏州市政府性基金收入合计占江苏省政府性基金收入的比例分别为47.44%、40.82%和39.05%。2019年,除苏州市、南京市外,其他地级市政府性基金收入规模较大的为常州市、南通市、无锡市,较小的为淮安市、宿迁市和连云港市。2017—2019年,除南京市政府基金收入呈波动增长态势,其他地级市均呈现平稳增长态势,南京市的政府性基金收入在2018年出现负增长,或系受当地出台的房屋限购限贷政策等因素传导影响。扬州市、宿迁市和连云港市2019年政府性基金收入的增速较高,其中扬州市增速最高,达59.00%。

财政自给率

财政自给率方面,苏州市财政自给率超过100%,南京市、无锡市及常州市均超过90%,除淮安市、盐城市和

宿迁市外,其他地级市财政自给率在50%以上。从近三年变化情况看,除苏州市和南京市外,其他地级市财政自给率均呈现一定的下降趋势。总体看,苏南地区财政自给能力很强,苏北地区财政自给能力偏弱。

2. 债务情况

从债务层面看,江苏省各地级市中,南京市政府债务余额最大,其次是南通市、苏州市、无锡市、盐城市、镇江市和常州市,以上7个地级市政府债务余额均在千亿以上。2017—2019年,江苏省所有地级市政府债务余额均呈上升趋势,其中镇江市政府债务余额增长最快,2019年较上年增长56.21%,盐城市、常州市、徐州市和宿迁市政府债务余额年均复合增长率达到15.00%以上(见图1)。

债务负担方面,截至2019年底,南京市、南通市和苏州市政府负债率较年初均有所下降,镇江市政府负债率较年初增加9.24个百分点,政府负债水平明显提高,主要系地方政府专项债务余额较年初大幅增长所致。截至2019年底,镇江市政府负债率最高为26.58%,宿迁市政府负债率为21.51%,苏州市政府负债率在10%以下,其余地级市政府负债率在10%~20%之间不等。镇江市地方政府债务负担较重,其他各地级市政府债务负担处于较轻或轻的水平(见图2)。

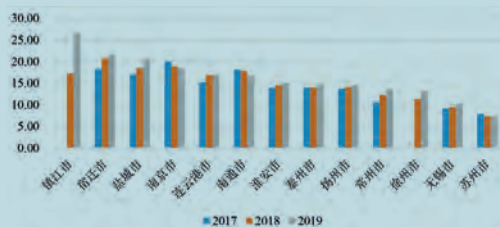
偿债能力方面,截至2019年底,盐城市、宿迁市、扬州市、南通市和苏州市政府债务率较年初有所下降,镇江市政府债务率较年初增加43.51个百分点。镇江市

图1 江苏省各地级市政府债务余额情况(单位:亿元、%)



资料来源:联合资信根据公开资料整理

图2 江苏省各地级市政府负债率情况(单位:%)



资料来源:联合资信根据公开资料整理

和盐城市政府债务率达到100%以上, 宿迁市、扬州市、南通市、泰州市和连云港市政府债务率在80%~100%之间, 淮安市、南京市、徐州市和无锡市政府债务率在60%~80%之间, 常州市政府债务率在40%~60%之间, 苏州市政府债务率低于40%。整体看, 苏南地区(除镇江市外)政府债务偿还能力明显强于苏中和苏北地区, 镇江市和盐城市政府债务率较高, 偿债能力偏弱(见图3)。

三、江苏省城投企业概况

江苏省作为国内城投债存量规模最大的省份, 发债城投企业数量最多, 苏南与苏北地区发债城投企业主体信用水平分化较为明显。

截至2020年7月30日, 江苏省内有存续城投债的城投企业共503家, 其中省级城投企业2家, 地市级城投企业115家、区级城投企业129家、县(及县级市)级企业146家, 园区城投企业108家, 镇级城投企业3家。从各地级市发债城投企业数量看, 南京市发债城投企业数量最多, 为74家; 其次为苏州市70家; 宿迁市发债城投企业数量最少, 仅为16家。总体看, 江苏省区县级城投企业发债主体数量较多, 发债城投企业主要分布在苏南地区。

从主体信用级别区域分布看, 江苏省城投企业中AAA主体共34家, 集中在南京市、苏州市和无锡市, 其中苏州市、南京市及无锡市AAA级别数量合计占80%以上; AA+级城投企业130家, 主要分布在苏州市、南京市

和南通市; AA级城投企业293家, 占江苏省发债城投企业(存在主体信用级别)数量的58.25%。高信用级别城投企业集中在苏南地区, 苏南地区与苏北地区信用水平分化较为明显, 整体呈现“南高北低”的信用布局。

2020年以来, 江苏省未发生城投企业信用风险事件。

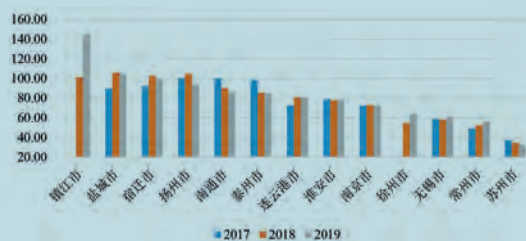
四、江苏省城投企业偿债能力分析

2019年, 江苏省发债城投企业债务负担有所加重。各地级市发债城投企业债务偿还仍主要依赖于外部筹资, 且受债务集中到期影响, 江苏省各地级市的发债城投企业短期偿债能力指标有所弱化, 偿债压力持续加大; 镇江市、淮安市、连云港和常州市城投企业未来三年到期债券规模较大, 其中2021年到期债券集中偿付压力较大的为淮安市、镇江市和泰州市的城投企业, 需关注面临集中偿付压力和地方政府债务负担重的地级市区域内城投企业的再融资情况。

从发债城投企业债务负担来看, 2017—2019年, 江苏省发债城投企业资产负债率和全部债务资本化比率均呈波动上升态势, 2019年债务负担有所加重。从各地级市来看, 2017—2019年, 淮安市城投企业资产负债率明显下降, 其他地区城投企业负债水平相对稳定; 常州市发债城投企业全部债务资本化比率逐年下降, 其他地区发债城投企业全部债务资本化比率均呈逐年上升或波动上升态势, 债务负担均有所加重。具体来看, 截至2019年末, 常州市、苏州市、连云港市、徐州市及宿迁市发债城投企业资产负债率均在60%以上, 常州市、泰州市和南京市发债城投企业全部债务资本化比率均在54%以上, 债务负担相对较重(见表1)。

从江苏省各地级市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖情况来看, 2017—2019年, 各地级市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖程度均呈不同程度的下降, 反映出江苏省各地级市发债城投企业整体流动性逐步趋紧。具体看, 2019年, 常州市和盐城市短期偿债

图3 江苏省各地级市政府债务率情况(单位: %)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表1 2017—2019年江苏省各地级市发债城投企业债务负担情况 (单位: %)

城市	资产负债率			全部债务资本化比率		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
常州市	62.72	62.59	62.43	56.68	55.50	54.99
泰州市	58.33	57.88	58.72	52.16	52.53	54.81
南京市	46.38	49.25	52.32	56.74	53.53	54.02
无锡市	59.00	58.96	59.22	52.50	51.35	52.16
苏州市	64.61	61.90	62.19	49.35	50.10	51.19
连云港市	62.67	62.07	61.36	47.78	47.71	50.92
盐城市	51.02	51.17	53.03	48.90	48.67	50.10
徐州市	60.80	60.10	60.04	49.08	49.46	49.57
南通市	58.84	58.71	60.28	46.70	47.26	48.94
镇江市	56.38	57.00	57.85	50.13	48.21	48.30
扬州市	56.39	56.54	57.20	47.56	45.66	48.18
淮安市	62.26	58.05	52.55	38.50	41.11	44.42
宿迁市	59.76	60.40	61.08	41.37	42.10	43.08
总计	56.43	55.85	58.54	50.56	49.96	51.06

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

能力相对较弱, 货币资金/短期债务倍数均在**0.50**倍以下 (见表2)。

从江苏省各地级市发债城投企业经营活动现金流入对全部债务的覆盖情况来看, 江苏省各地级市发债城

投企业经营活动现金流入对全部债务覆盖程度均相对较低, 2019年覆盖程度仍维持在较低水平, 债务偿还对外部筹资依赖较大 (见表3)。

从江苏省各地级市发债城投企业筹资活动净现金

表2 2017—2019年江苏省各地级市发债城投企业货币资金/短期债务情况

城市	货币资金/短期债务 (倍)		
	2017年	2018年	2019年
连云港市	1.29	1.25	0.93
淮安市	1.83	1.02	0.83
苏州市	1.60	0.86	0.75
扬州市	1.23	0.85	0.72
宿迁市	1.04	0.76	0.72
泰州市	1.12	0.81	0.68
南通市	1.04	0.73	0.67
镇江市	0.93	0.65	0.65
徐州市	1.61	0.74	0.62
南京市	1.10	0.74	0.59
无锡市	0.83	0.55	0.51
盐城市	0.69	0.44	0.48
常州市	0.89	0.54	0.45
总计	56.43	55.85	58.54

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表3 2017—2019年江苏省各地级市发债城投企业经营活动现金流入/全部债务情况

城市	经营活动现金流入/全部债务 (倍)		
	2017年	2018年	2019年
宿迁市	0.63	0.55	0.54
南通市	0.51	0.46	0.45
扬州市	0.43	0.49	0.45
盐城市	0.40	0.49	0.44
连云港市	0.36	0.41	0.34
徐州市	0.26	0.31	0.33
淮安市	0.37	0.29	0.31
镇江市	0.28	0.31	0.31
常州市	0.28	0.31	0.30
无锡市	0.31	0.28	0.30
泰州市	0.34	0.33	0.30
南京市	0.31	0.35	0.29
苏州市	0.34	0.29	0.26
合计	0.34	0.35	0.33

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

流状况来看,随着2019年下半年以来融资环境的逐步宽松,各地级市2019年发债城投企业筹资活动净现金流较2018年有明显改善。除无锡市外,各地级市2019年发债城投企业筹资活动净现金流均呈净流入状态,且较2018年均大幅增长(见表4)。

从江苏省各地级市发债城投企业筹资活动后净现金流来看,随着融资环境的改善,2019年江苏省发债城投企业筹资活动后净现金流整体由净流出转为净流入。具体来看,南京市、苏州市、泰州市和徐州市筹资活动后净现金流呈净流出状态,且南京市净流出规模较大。整体看,江苏省内城投企业融资压力较2018年有所缓解(见表5)。

从江苏省各地级市发债城投企业未来三年(2021—2023年)到期债券规模看,南京市和苏州市的城投企业未来三年集中到期债券规模大,宿迁市和连云港市城投企业到期债券规模相对较小(见图4)。

从城投企业2021年到期债券规模占一般公共预算收入或政府性基金收入的比重来衡量一般公共预算收入或政府性基金收入对到期债券的覆盖情况,偿债能力偏弱的城市为淮安市、镇江市和泰州市;以城投企业

表5 2017—2019年江苏省各地级市发债城投企业筹资活动后净现金流情况(单位:亿元)

城市	2017年	2018年	2019年
常州市	180.16	-164.01	107.72
淮安市	38.42	-61.97	37.75
连云港市	32.67	-75.95	122.06
南京市	86.94	232.05	-321.57
南通市	30.98	-149.76	109.41
苏州市	32.68	28.88	-33.56
泰州市	102.49	-133.01	-48.13
无锡市	48.37	-116.18	15.90
宿迁市	33.46	-40.99	11.17
徐州市	161.47	-25.44	-39.63
盐城市	28.23	-55.41	23.00
扬州市	67.99	-56.59	72.45
镇江市	-6.87	-269.20	4.67
总计	837.00	-887.59	61.25

资料来源:联合资信根据公开资料整理

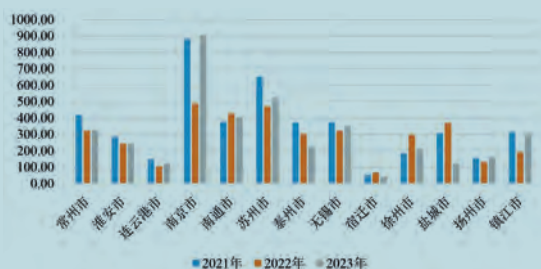
2021年到期债券占2019年地方政府综合财力的比重来近似衡量2021年城投债券的到期偿还能力,泰州市、镇江市和淮安市城投企业2021年到期债券占地方政府综合财力的占比分别为60.32%、58.91%和56.70%。总体

表4 2017—2019年江苏省各地级市发债城投企业筹资活动情况(单位:亿元)

地级市	2017年			2018年			2019年		
	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流
南京市	2817.48	2141.11	676.37	2512.31	2418.04	94.28	3194.69	3013.53	181.15
苏州市	1216.88	740.16	476.73	1016.51	875.24	141.27	1535.23	1303.44	231.80
南通市	809.95	592.21	217.74	726.78	699.92	26.85	1240.44	1041.89	198.55
盐城市	4304.21	3032.11	1272.10	5206.92	3896.97	1309.95	5836.86	4233.23	1603.62
扬州市	2117.50	1756.39	361.11	1901.57	1793.79	107.78	2764.67	2313.18	451.49
泰州市	2910.00	2761.75	148.25	3226.93	2849.41	377.53	4148.51	3585.18	563.33
徐州市	1722.23	1171.46	550.77	1665.65	1481.55	184.11	2654.07	2252.43	401.64
淮安市	1694.26	1665.88	28.38	1451.62	1586.16	-134.53	1931.63	1965.71	-34.09
连云港市	495.33	331.92	163.41	350.99	382.01	-31.02	591.17	446.18	145.00
常州市	1194.33	569.27	625.06	1161.56	852.97	308.59	1556.78	1219.45	337.33
宿迁市	1562.47	1155.65	406.83	1567.12	1408.22	158.90	2302.91	1888.98	413.93
镇江市	1115.86	807.44	308.42	949.39	857.36	92.04	1565.31	1202.72	362.59
无锡市	1833.12	1611.10	222.02	1643.55	2030.08	-386.53	2506.88	2456.18	50.70
总计	23793.63	18336.44	5457.19	23380.93	21131.73	2249.20	31829.15	26922.10	4907.05

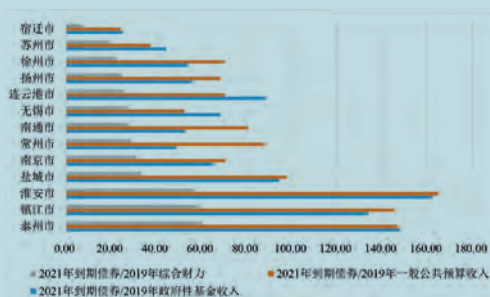
资料来源:联合资信根据公开资料整理

图4 未来三年江苏省各地级市城投企业到期债券规模(单位:亿元)



注:到期债券规模包含回售行权部分
资料来源:联合资信根据公开资料整理

图5 2021年江苏省各地级市发债城投企业到期债券规模占财政收入比重(单位:%)



注:到期债券包含回售行权部分
资料来源:联合资信根据公开资料整理

看,泰州市、镇江市和淮安市城投企业2021年到期债券的偿还能力偏弱(见图5)。

五、江苏省各地级市财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

江苏省各地级市的债务规模差异较大,镇江市、南京市和泰州市“发债城投企业全部债务+地方政府债

务”/GDP的比值较高,镇江市、泰州市、淮安市和盐城市地方政府财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低。

城投企业作为地方基础设施尤其是公益性项目的投融资及建设主体,日常经营以及债务偿还对地方政府有很强的依赖,本文通过各地级市财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的覆盖程度来反映地方政府对辖区内城投企业全部债务的支持保障能力。



从江苏省各地级市发债城投企业全部债务规模看,整体上,苏南地区各地级市城投企业有息债务规模整体高于苏中和苏北地区,其中南京市发债城投企业全部债务规模最大,截至2019年底达11005.95亿元;苏州市发债城投企业全部债务规模紧随其后,为7288.64亿元;苏北地区各地级市发债城投企业全部债务规模均未超过3500亿元,截至2019年底,盐城市发债城投企业全部债务规模最大,为3443.23亿元,宿迁市发债城投企业数量少且规模小,发债城投企业全部债务规模为1072.56亿元。

从“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模看,苏南地区整体高于苏中和苏北地区各地级市。截至2019年底,南京市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模最大,苏州市位列其后,规模第3~5位由高至低依次为南通市、常州市和无锡市,宿迁市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模较小,未超过2000亿元。

从发债城投企业全部债务与“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的比值看,截至2019年底,除宿迁市外,其他地级市发债城投企业全部债务占“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的比重均超过70%,整体处于较高水平。

从各地区债务负担来看,“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/GDP较高的地级市分别为镇江市、南京市和泰州市,截至2019年底,上述地区该比值均超过90%,债务负担较重;苏州市和无锡市该比值均低于50.00%,债务负担相对较轻。

从各地级市政府财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的覆盖程度来看,截至2019年底,地方一般公共预算收入、政府性基金收入和地方综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低的城市为镇江市、泰州市、淮安市和盐城市,覆盖程度较高的为苏州市、宿迁市和徐州市(见表6)。

表6 2019年江苏省各地级市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”负担情况(单位:亿元、%)

	地级市	发债城投企业全部债务	发债城投企业全部债务+地方政府债务	发债城投企业全部债务/“发债城投企业全部债务+地方政府债务”	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/GDP	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/一般公共预算收入	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/政府性基金收入	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/综合财力
苏南	南京市	11005.95	13591.42	80.98	96.87	860.20	797.31	381.85
	苏州市	7288.64	8679.26	83.98	45.12	390.64	465.60	204.21
	常州市	5014.48	6021.32	83.28	81.36	1020.51	566.84	335.96
	无锡市	4367.67	5572.64	78.38	47.02	537.73	698.91	281.11
	镇江市	3629.42	4726.29	76.79	114.51	1540.26	1419.69	624.20
苏中	扬州市	2442.65	3292.64	74.19	56.28	1001.46	820.44	363.50
	泰州市	4123.04	4882.23	84.45	95.11	1335.13	1345.19	547.47
	南通市	4956.75	6519.44	76.03	69.48	1052.78	687.50	359.23
苏北	盐城市	3443.23	4620.61	74.52	81.03	1206.42	1163.34	409.41
	徐州市	2938.71	3876.42	75.81	54.21	827.73	637.14	264.15
	淮安市	2820.56	3406.77	82.79	88.00	1323.97	1304.26	454.95
	连云港市	1997.99	2528.74	79.01	80.55	1043.05	1312.52	384.40
	宿迁市	1072.56	1739.20	61.67	56.12	818.08	846.17	259.53

资料来源:联合资信根据公开资料整理

地方政府与城投企业债务风险研究

——山东篇

文 | 联合资信评估股份有限公司 霍正泽 竺文彬 李颖 黄焘

山东省经济规模处于全国上游水平，2019年GDP排名全国第三，一般公共预算收入排名全国前列，一般公共预算收入质量较好，财政自给率较高，山东省政府财政实力强。山东省政府债务规模居于全国第二位，但政府债务负担低，政府偿债能力较强。

从地级市层面看，山东省各地级市经济实力和财政收入分化明显，东部沿海城市和省会济南市的经济规模和财政实力明显高于其他地级市。近年来，山东省各地级市的地方政府债务余额均呈上升趋势，但地方政府债务负担较轻。山东省地级市政府债务偿还能力分化明显，省会济南市和青岛市的地方政府债务偿还能力明显强于其他地级市，相比之下，德州市、泰安市、烟台市和滨州市的地方政府债务偿还能力偏弱。

从企业层面看，山东省发债城投企业数量众多，区域集中度较高，主要分布于青岛市、潍坊市、威海市、济宁市、济南市等城市。2019年，山东省发债城投企业债务负担有所加重。随着融资环境的逐步宽松，2019年山东省各地级市城投企业融资状况有明显改善，但融资压力仍较大。受债务集中到期影响，山东省各地级市的发债城投企业短期偿债能力指标有所弱化，偿债压力持续加大。具体来看，济宁市、威海市、青岛市和潍坊市城投企业2021年到期债券的集中偿付压力较大，而上述地区地方政府财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低，需关注面临集中偿付压力和地区债务负担较重的区域内城投企业的信用风险。

一、山东省经济及财政实力

山东省区域特征及经济发展状况

山东省地处中国东部，地理位置优越，2019年经济总量位于全国第三位，人均GDP处于全国省域中上游水平；近年来，山东省经济增速及固定资产投资增速均有所放缓，但产业结构持续优化，经济发展良好。

山东省总面积15.8万平方公里，自北而南与河北、河南、安徽、江苏4省接壤。山东省境内地貌复杂，大体可分为平原、台地、丘陵、山地等基本地貌类型。平原面积占全省面积的65.56%，主要分布在鲁西北地区和鲁西南局部地区。台地面积占全省面积的4.46%，主要分布在东部地区。丘陵面积占全省面积的15.39%，主要分布在东部、鲁西南局部地区。山地面积占全省面积的14.59%，主要分布在鲁中地区和鲁西南局部地区。山东水系比较发达，自然河流的平均密度每平方公里在0.7公里以上；但水资源总量不足，人均、亩均占有量少，水资源地区分布不均匀，年际、年内变化剧烈。基础设施方面，山东省交通基础设施发达，建设了较为完善的水陆空综合交通运输体系。陆路方面，截至2019年底，山东省全省公路通车里程28.0万公里，其中高速公路通车里程为6447公里；铁路营业里程6589公里，其中高速铁路1987公里，鲁南高铁（日照至临沂段、临沂至曲阜段）等重大项目建成使用。水路方面，截至2019年底，山东省内沿海港口生产型泊位596个，其中万吨级以上深水泊位326个；沿海港口货物吞吐量16.1亿吨，其中，青岛港、日照港及烟台港分

别居全国第五名、第八名及第九名。总体来看，山东省交通运输体系完善，经济发展环境好。

从经济运行方面看，山东省经济总量处于全国上游水平，近年来经济增速有所放缓，产业结构更趋优化，整体经济环境向好。2017—2019年，山东省分别实现地区生产总值（GDP）72678.2亿元、76469.7亿元和71067.5亿元，2019年山东省地区生产总值均居于全国第3位；2017—2019年，山东省GDP增速分别为7.4%、6.4%和5.5%，2019年增速低于全国平均水平，增速有所放缓；2019年三次产业结构由2018年的6.5:44.0:49.5调整为7.2:39.8:53.0，第三产业占比不断增长，产业结构更趋优化。固定资产投资方面，2019年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年下降8.4%，增速低于全国增速13.5个百分点，增速较2018年的4.1%放缓，三次产业投资构成为1.7:30.1:68.2，服务业投资比重比上年提高9.6个百分点。全年房地产开发投资8614.9亿元，比上年增长14.1%。

山东省财政收入及债务情况

2019年山东省一般公共预算收入全国排名第五，一般公共预算收入稳定性强且财政自给率较高，整体财政实力强。山东省政府债务规模居于全国第二位，政府负债率在全国排名靠前，政府债务负担轻；政府债务率在全国排名中上游，山东省政府偿债能力较强。

近年来，山东省地方一般公共预算收入持续增长，2017—2019年山东省全省一般公共预算收入分别为6098.50亿元、6485.38亿元和6526.71亿元，增速分别为6.6%、6.3%和0.6%，增速有所放缓，系减税降费及产业结构调整等政策施行所致，2019年山东省一般预算收入规模在全国排名第5位；2017—2019年山东省税收收入分别为4419.27亿元、4897.91亿元和4849.29亿元，税收

占一般公共预算收入的比重分别为72.46%、75.52%和74.30%，一般公共预算收入质量较好。2017—2019年，山东省一般公共预算支出分别为9257.66亿元、10098.96亿元和10739.76亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）分别为65.88%、64.22%和60.77%，财政自给能力有所下滑，但自给率仍较高，山东省整体财政实力强。2020年1—6月，山东省一般公共预算收入3520亿元，同比下降5.8%，其中税收收入2408亿元，同比下降11.4%，降幅比2020年1—3月收窄2个百分点。

2017—2019年，山东省政府债务余额规模持续增长，分别为10196.80亿元、11436.57亿元和13127.50亿元，截至2019年底，山东省政府债务规模居全国第2位。近三年，山东省负债率有所增长，分别为14.03%、14.96%和18.47%，山东省政府负债率在全国各省（自治区、直辖市）排名第9位，山东省政府债务负担较轻。截至2019年底，山东省地区债务率为80.92%，在全国各省（自治区、直辖市）中排名第14位，山东省地区债务率处于全国中上游水平，政府偿债能力较强。

二、山东省各地级市经济及财政实力

山东省各地级市经济实力

山东省各地级市经济发展分化程度较高，其中以青岛市、烟台市等沿海城市为主的蓝色半岛经济区的经济和财政实力明显高于其他区域。青岛市作为计划单列城市及副省级城市，经济发展水平处于领先地位，省会济南市和烟台市具有较强的经济实力，综合实力排在青岛市之后。

截至2019年底，山东省共辖16个地级市，分别是济南市¹、青岛市、淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊

¹2019年1月，山东省调整济南市莱芜市行政区划，撤销莱芜市，将其所辖区域划归济南市管辖。

市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、滨州市、德州市、聊城市、临沂市和菏泽市。从区域发展看，山东省已形成“两区一圈一带”格局，“两区”指山东半岛蓝色经济区和黄河三角洲高效生态经济区，“一圈”指省会城市群经济圈，“一带”指西部经济隆起带。其中，山东半岛蓝色经济区主要为沿海城市，包括青岛市、东营市、烟台市、潍坊市、威海市、日照市六市；黄河三角洲高效生态经济区主要包括东营市、滨州市两市；省会城市群经济圈包括济南市、淄博市、泰安市、德州市、聊城市、滨州市六市；西部经济隆起带主要包括枣庄市、济宁市、临沂市、德州市、聊城市、菏泽市六市。从区域发展看，山东半岛蓝色经济区的经济实力及财政实力明显高于其他区域。

从GDP规模上来看，2019年山东省各地级市经济实力分化明显，青岛市的GDP规模处于领先地位，2019年为11741.31亿元，相当于全省GDP的16.52%。省会济南市和烟台市的GDP规模仅次于青岛市，2019年，上述两个地级市的GDP规模分别为9443.37亿元和7653.45亿元；潍坊市的GDP规模超过5000亿元，为5688.50亿元；GDP规模在5000~3000亿元的地级市有临沂市、济宁市、淄博市、菏泽市和德州市；威海市、东营市、泰安市、滨州市、聊城市、日照市和枣庄市经济实力较弱，GDP均不到3000亿元。总体看，山东省各地级市经济分化程度较高，青岛市的GDP规模及增速处于领先地位，济南市、烟台市、潍坊市经济体量其次，枣庄市和日照市经济体量小。

从GDP增速来看，2019年，日照市、济南市、青岛市、菏泽市、泰安市和德州市的GDP增速达到6.00%以上，其余地级市的GDP增速在3.00%~6.00%之间，其中临沂市的GDP增速仅为3.00%。整体看，山东省大部分地级市GDP增速一般。

从人均GDP看，东营市、青岛市、烟台市、济南市和威海市2019年人均GDP均超过10.00万元，最高为东营市（13.40万元）；淄博市、日照市、滨州市、潍坊市、

济宁市和德州市的人均GDP处于5.00~8.00万元之间，其余地级市的人均GDP低于5万元，其中聊城市最低，仅为3.71万元。

山东省各地级市财政收入及政府债务情况

山东省各地级市的财政实力分化较为明显，其中青岛市和济南市的财政实力最强。近年来，山东省各地级市一般公共预算收入质量较好，稳定性较强，山东省大部分地级市财政自给能力偏弱。山东省各地级市政府债务余额均呈上升趋势，地方政府债务负担较轻。山东省地级市政府债务偿还能力分化明显，省会济南市和青岛市的地方政府债务偿还能力明显强于其他地级市，相比之下，德州市、泰安市、烟台市和滨州市的地方政府债务偿还能力偏弱。

1. 财政收入情况

一般公共预算收入

从一般公共预算收入来看，2017—2019年山东省大部分地级市的一般公共预算收入呈增长趋势。青岛市在山东省内遥遥领先，2019年为1241.74亿元，济南市、烟台市和潍坊市一般公共预算收入均超过了500亿元，分别为874.20亿元、595.42亿元和571.10亿元，其余城市中除聊城市、日照市和枣庄市外，一般公共预算收入均超过了200亿元。一般公共预算收入增长率方面，2019年，除潍坊市外，其余各市的一般公共预算收入增长率均有所放缓，潍坊市的一般公共预算收入增长率为13.80%，同时也是全省最高水平，菏泽市、济南市、日照市和临沂市的一般公共预算收入增长率处于5%~8%，泰安市、德州市、聊城市、济宁市、滨州市、青岛市、枣庄市和东营市的一般公共预算收入增长率较低，处于0%~3%，淄博市、烟台市和威海市出现了负增长，分别为-4.30%、-6.50%和-12.20%。

山东省各地级市税收收入占一般公共预算收入的比重均在70%以上，一般公共预算收入质量较好，稳定性较强。其中，2019年，潍坊市税收占比高达83.18%，日

日照市和济南市紧随其后,分别为82.07%和80.08%。对比2018年来看,除枣庄市、济宁市、泰安市和烟台市外,山东省各地级市税收占比均有所下降,其中潍坊市和滨州市有较大降幅。

政府性基金收入

从政府性基金收入来看,山东省各地级市收入分化较重,其中青岛市和济南市的收入规模最大,2019年分别为1205.14亿元和1019.18亿元,远超其他地级市,其次为潍坊市,2019年收入为704.46亿元,其余地级市政府性基金收入规模均在500亿元以下,其中东营市规模最小,2019年仅为90.24亿元。从政府性基金收入增速来看,淄博市增速最大,近三年的年均复合增长率为71.28%,济南市增速最小,近三年复合增长仅为7.06%。

财政自给率

财政自给率方面,2019年东营市的财政自给率超过80%,除德州市、临沂市、聊城市和菏泽市外,其他地级市财政自给率均在50%以上。从近三年变化情况看,除日照市外,其他地级市财政自给率均呈现一定的下降趋势。总体看,山东省大部分地级市财政自给能力偏弱。

2. 债务情况

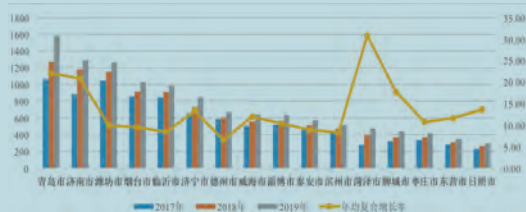
从政府债务层面看,山东省各地级市中,青岛市政府债务余额最大,其次是济南市、潍坊市和烟台市,以上4个地市政府债务余额均在千亿以上,临沂市的政府债务规模超过900亿元,其余地级市政府债务

规模均在800亿元以下,其中日照市的政府债务规模最小,为299.50亿元。近三年,山东省各地级市政府债务余额均呈上升趋势,其中青岛市政府债务余额增长最快,2019年较上年增长24.34%,济南市、菏泽市和聊城市政府债务余额年均复合增长率达到17.00%以上(见图1)。

债务负担方面,截至2019年底,山东省各地级市除济南市的政府负债率较上年底有所下降,其余地级市的政府负债率较上年底均有所增长,其中枣庄市的增幅最大,较上年底增长9.06个百分点,山东省各地级市的政府债务水平有所提高。2019年底枣庄市的政府负债率最高(24.52%),东营市最低(12.05%),其余地级市在12.00%~23.00%之间不等。整体看,山东省地级市地方政府债务负担较轻(见图2)。

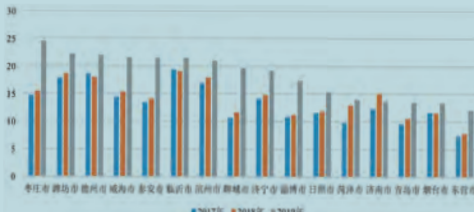
偿债能力方面,截至2019年底,德州市、枣庄市、泰安市、滨州市、临沂市、潍坊市、威海市和日照市政府债务率较年初有所下降,其中临沂市政府债务率较上年底下降44.53个百分点,降幅最大。其余地级市的政府债务率均较上年底有所增长,但增幅处于2~9个百分点之间,增幅不大。山东省地级市中,德州市的政府债务率达到100%以上,泰安市、烟台市和滨州市处于90%以上,济南市、青岛市、日照市和菏泽市的政府债务率处于60%以下,其余地级市的政府债务率处于70%~90%之间。整体看,山东省地级市政府债务偿还能力分化明显,省会济南市和青岛市的政府债务偿还能力明显强于其他地

图1 2017—2019年底山东各地级市政府债务余额情况(单位:亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图2 2017—2019年底山东省各地级市政府负债率情况(单位: %)



数据来源: IMF, 联合资信整理

级市,相比之下,德州市、泰安市、烟台市和滨州市的政府债务偿还能力偏弱(见图3)。

三、山东省城投企业概况

山东省城投企业²区域集中度较高,主要位于青岛市、潍坊市、威海市、济宁市、济南市等城市。从级别分布看,受区域经济及财政实力影响,AAA城投企业集中在省本级、青岛市和济南市。山东省大部分地级市均有级别为AA+的城投企业,但级别为AA的城投企业数量最多。

截至2020年9月底,山东省有存续债且有主体级别的城投企业共142家。其中,省本级城投企业2家,地级市本级城投企业29家,地级市下辖区级及县级(含县级市)城投企业87家,园区城投企业24家;主体级别为AAA的城投企业14家,主体级别为AA+的城投企业34家,主体级别为AA的城投企业84家,主体级别为AA-的城投企业10家。分地级市来看,青岛市的城投企业个数最多,达到31家,其次为潍坊市(24家)、威海市(12家)、济宁市(12家)、济南市(11家)、临沂市(10家)、淄博市(8家)和滨州市(6家),其余地级市平台数量相对较少。从级别分布看,受区域经济及财政实力影响,

AAA城投企业主要集中于省本级及经济财政实力强的青岛市和济南市,其余地级市中只有临沂市和潍坊市各有1家AAA城投企业,但临沂市和潍坊市与其他AAA城投企业所属区域的经济和财政实力的差距较大。除聊城市、菏泽市和日照市以外,其余地级市均有AA+城投企业,烟台市仅有一家存续级别的城投企业,聊城市、菏泽市和日照市城投企业最高级别为AA,级别为AA-的城投企业全部位于区县、高新区及经开区。

从级别迁徙来看,2020年1—9月,山东省城投企业主体信用级别变动以上调为主,主体信用级别上调城投企业合计8家,其中滨州市、潍坊市及济宁市各2家,济南市及威海市各1家。山东省城投企业无主体信用级别下调的情况。

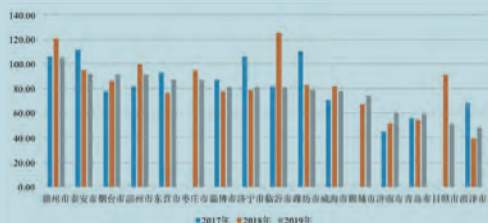
2020年以来,山东省未发生城投企业信用风险事件。

四、山东省城投企业债务负担与偿债能力分析

2019年,山东省发债城投企业债务负担有所加重。各地级市发债城投企业债务偿还仍主要依赖于外部筹资,且受债务集中到期影响,山东省各地级市的发债城投企业短期偿债能力指标有所弱化,偿债压力持续加大。随着2019年下半年以来融资环境的逐步宽松,山东省大部分地级市城投企业融资状况有明显改善,但融资压力仍较大。青岛市和济南市的城投企业未来三年到期债券规模较大,其中2021年到期债券集中偿付压力较大的为济宁市、威海市、青岛市和潍坊市的城投企业,需关注面临集中偿付压力和地区债务负担重的地级市区域内城投企业的再融资情况。

从发债城投企业债务负担看,2017—2019年,大部分山东省发债城投企业整体资产负债率和全部债务资

图3 2017—2019年底山东省各地级市政府债务率情况(单位: %)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

² 联合资信通过公开数据整理, 截至2020年9月底有存续债的城投企业。

本化比率呈上升趋势, 2019年山东省发债城投企业的债务负担有所加重。从山东省各地级市城投企业债务指标看, 截至2019年底, 济南市、日照市、菏泽市、泰安市、青岛市和济宁市的城投企业资产负债率均超过60%、全部债务资本化比率均超过50%, 上述地级市的城投企业债务负担较重(见表1)。

从山东省各地级市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖情况来看, 2017—2019年, 各地级市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖程度均呈不同程度的下降, 反映出山东省各地级市发债城投企业整体流动性逐步趋紧, 偿债压力持续加大, 2019年底山东省大部分地级市城投企业的现金类资产/短期债务的倍数小于1。从各地级市来看, 其中东营市城投企业的现金类资产/短期债务的倍数最高, 为3.48倍, 日照市最低, 为0.34倍, 此外, 济南市、潍坊市、济宁市、德州市和枣庄市的现金类资产/短期债务均低于0.80倍, 短期债务压力偏重(见表2)。

表2 2017—2019年底山东省各地级市发债城投企业货币资金/短期债务情况(单位: 倍)

地区	现金类资产/短期债务		
	2017年底	2018年底	2019年底
全省	1.93	1.21	0.85
青岛市	1.56	0.84	0.85
济南市	2.30	1.56	0.77
烟台市	7.73	1.27	1.32
潍坊市	1.48	0.95	0.76
淄博市	2.53	1.43	1.15
济宁市	1.12	0.84	0.61
临沂市	5.07	2.24	0.85
东营市	4.58	3.43	3.48
泰安市	3.13	1.71	0.88
威海市	2.07	1.81	1.04
德州市	2.98	1.21	0.68
聊城市	2.83	5.52	1.12
菏泽市	1.89	1.20	1.05
滨州市	1.20	1.20	0.93
枣庄市	2.27	1.72	0.63
日照市	1.29	0.58	0.34

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表1 2017—2019年底山东省发债城投企业债务负担情况(单位: %)

地区	资产负债率			全部债务资本化比率		
	2017年底	2018年底	2019年底	2017年底	2018年底	2019年底
山东省	53.58	54.19	55.94	43.83	44.40	47.58
省本级	29.94	35.65	37.77	23.21	25.95	28.58
青岛市	60.09	61.81	62.39	52.31	55.05	56.80
济南市	68.82	66.06	67.76	56.35	55.44	59.43
烟台市	39.94	37.87	40.59	38.13	34.24	37.75
潍坊市	50.93	50.01	51.39	40.59	37.99	42.64
淄博市	46.10	45.16	49.77	38.23	35.86	40.16
济宁市	57.74	58.84	60.13	50.62	50.55	52.16
临沂市	44.78	44.89	44.78	31.58	30.50	31.60
东营市	21.51	20.69	23.95	14.84	14.40	18.81
泰安市	57.19	59.25	62.76	49.21	49.70	51.90
威海市	39.26	39.94	40.82	33.28	32.85	34.50
德州市	44.33	46.63	47.24	25.60	33.70	35.72
聊城市	58.38	63.80	64.43	46.49	43.56	43.21
菏泽市	55.11	60.90	63.30	46.55	50.92	52.09
滨州市	41.98	43.99	47.12	34.46	35.91	37.67
枣庄市	47.38	49.13	51.73	31.72	32.32	36.63
日照市	60.71	63.71	66.69	51.16	50.25	56.92

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

从山东省各地级市发债城投企业经营活动现金流入额对全部债务的覆盖情况来看,近年来山东省城投企业整体的经营活动现金流入额/总债务倍数小幅下降,2019年山东省所有地级市城投企业的经营活动现金流入额/总债务倍数均在1倍以下,其中青岛市最低,为0.20倍。整体看,近年来,山东省城投企业的偿债能力有所下降(见表3)。

从山东省各地级市发债城投企业筹资活动净现金流状况来看,随着2019年下半年以来融资环境的逐步宽松,大部分地级市2019年发债城投企业筹资活动净现金流较2018年有明显改善。除枣庄市以外,其余各地级市2019年发债城投企业筹资活动净现金流均呈净流入状态;除枣庄市、菏泽市、聊城市、德州市泰安市和烟台市以外,其余各地级市2019年发债城投企业筹资活动净现金流均较2018年大幅增长。总体看,随着融资环境的逐步宽松,2019年山东省各地级市城投企业融资状况有明显改善(见表4)。

从山东省各地级市发债城投企业筹资活动后净现

金流来看,随着融资环境的改善,2019年山东省发债城投企业筹资活动后净现金流整体由净流出转为净流入。但具体来看,除青岛市、烟台市、淄博市、东营市和泰安市的城投企业筹资活动后净现金流呈净流入状态,其余大部分地级市的城投企业筹资活动后净现金流呈净流出状态,其中济南市的净流出规模较大(见表5)。整体看,2019年山东省大部分地级市城投企业融资压力仍较大。

从山东省各地级市发债城投企业未来三年(2021—2023年)到期债券规模看,青岛市和济南市的城投企业未来三年集中到期债券规模大,烟台市和东营市城投企业到期债券规模相对较小(见图4)。

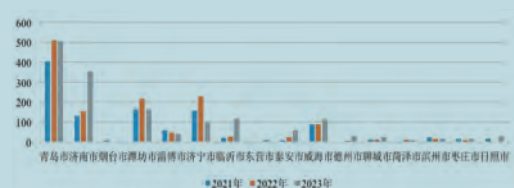
从城投企业2021年到期债券规模占一般公共预算收入或政府性基金收入的比重来衡量一般公共预算收入或政府性基金收入对到期债券的覆盖情况,偿债压力较大的城市为济宁市、威海市、青岛市和潍坊市;以2019年综合财力对城投企业2021年到期债券覆盖程度

表3 2017—2019年山东省各地级市发债城投企业经营活动现金流入/全部债务情况

	经营活动现金流入额/全部债务(单位:倍)		
	2017年底	2018年底	2019年底
全省	0.46	0.43	0.38
青岛市	0.24	0.22	0.20
济南市	0.57	0.43	0.30
烟台市	1.31	1.07	0.96
潍坊市	0.52	0.50	0.45
淄博市	0.49	0.51	0.45
济宁市	0.59	0.63	0.69
临沂市	0.65	0.62	0.50
东营市	0.56	0.53	0.41
泰安市	0.37	0.54	0.60
威海市	0.75	0.74	0.68
德州市	0.42	0.43	0.47
聊城市	0.65	0.77	0.71
菏泽市	0.38	0.35	0.42
滨州市	0.56	0.40	0.49
枣庄市	0.57	0.80	0.73
日照市	0.52	0.61	0.26

资料来源:联合资信根据公开资料整理

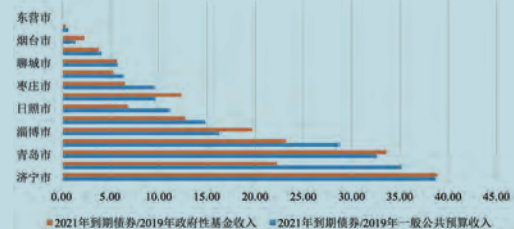
图4 未来三年山东省各地级市城投企业到期债券规模(单位:亿元)



注:到期债券规模包含回售行权部分

资料来源:联合资信根据公开资料整理

图5 2021年山东省各地级市发债城投企业到期债券规模及占财政收支比重(单位:%)



注:到期债券规模包含回售行权部分

资料来源:联合资信根据公开资料整理

表4 2017—2019年山东省各地级市发债城投企业筹资活动情况 (单位: 亿元)

地级市	2017年			2018年			2019年		
	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流
青岛市	2005.36	965.94	1039.42	1882.80	1236.67	646.13	3105.88	1740.14	1365.74
济南市	720.18	430.47	289.71	1092.80	577.80	515.00	1444.75	855.67	589.08
烟台市	36.53	39.56	-3.03	28.20	26.13	2.06	35.33	33.51	1.83
潍坊市	691.73	377.81	313.93	486.27	487.92	-1.66	895.26	648.48	246.78
淄博市	269.94	240.53	29.41	200.99	206.71	-5.72	257.40	178.21	79.19
济宁市	449.77	325.63	124.14	389.34	356.69	32.65	610.21	429.96	180.26
临沂市	193.45	154.19	39.26	146.47	135.00	11.46	222.05	122.36	99.68
东营市	42.98	15.63	27.35	15.20	16.55	-1.35	42.00	16.63	25.37
泰安市	225.71	131.97	93.73	184.16	113.55	70.61	253.46	192.48	60.98
威海市	347.28	128.75	218.53	340.06	268.18	71.88	358.16	211.27	146.89
德州市	145.49	118.72	26.78	141.21	56.34	84.87	97.81	43.56	54.25
聊城市	28.64	17.21	11.43	38.74	24.87	13.87	34.93	32.32	2.61
菏泽市	169.82	93.31	76.50	122.47	54.06	68.41	68.98	57.35	11.63
滨州市	70.02	82.58	-12.56	68.12	67.97	0.15	72.87	53.55	19.32
枣庄市	46.54	53.06	-6.52	29.07	29.34	-0.28	41.49	44.23	-2.74
日照市	115.20	44.45	70.76	84.96	60.18	24.78	154.38	88.83	65.55

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表5 2017—2019年山东省城投企业筹资活动后净现金流情况 (单位: 亿元)

城市	2017年	2018年	2019年
青岛市	209.98	-42.60	255.04
济南市	-20.46	-135.84	-82.75
烟台市	2.48	1.31	3.04
潍坊市	36.19	-111.31	-7.76
淄博市	-11.59	0.44	3.24
济宁市	-22.21	-8.97	-37.47
临沂市	-0.60	-40.63	-6.27
东营市	9.21	-11.59	4.53
泰安市	19.27	-62.59	15.12
威海市	17.37	-7.23	-14.76
德州市	-0.40	-0.29	-1.49
聊城市	-10.37	-1.25	-16.08
菏泽市	1.04	-12.53	-9.30
滨州市	-25.34	-10.56	-0.10
枣庄市	-15.65	-4.91	-3.74
日照市	-1.16	-11.10	-5.60

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

来近似衡量2021年城投债券的到期偿还压力, 2021年到期债券占2019年综合财力比重较高的城市分别为济宁市、青岛市和威海市, 占比分别为15.07%、15.03%和10.64% (见图5)。总体看, 济宁市、青岛市、威海市和潍坊市城投企业2021年到期债券的集中偿付压力较大。

五、山东省各地级市财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

山东省各地级市的债务规模差异较大, 青岛市和潍坊市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/GDP的比值较高, 青岛市、济南市、潍坊市、济宁市、泰安市和威海市地方政府财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低。

城投企业作为地方基础设施尤其是公益性项目的

投融资及建设主体，日常经营以及债务偿还对地方政府有很强的依赖，本文通过各地级市财政收入对地区不完全统计债务的覆盖程度来反映地方政府对辖区内城投企业全部债务的支持保障能力。

从山东省各地级市发债城投企业全部债务规模看，经济和财政实力强的青岛市发债城投企业有息债务规模明显高于其他地级市，截至2019年底达5228.30亿元，济南市发债城投企业有息债务规模排在第二位，为2710.29亿元。潍坊市、济宁市、威海市发债城投企业有息债务规模均在1000亿元以上。烟台市、东营市和聊城市的发债城投企业数量少且发债规模小，发债城投企业有息债务规模在100亿元以下。其余地级市发债城投企业有息债务规模在100~800亿元之间。

从“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模看，青岛市和济南市的债务规模仍明显高于其余地级市，截至2019年底，分别为7377.83亿元和4801.98亿元，规模位列在3~5名由高至低依次为潍坊市、济宁市、威海市，枣庄市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”

规模较小，为540.35亿元。

从发债城投企业全部债务与“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的比值看，截至2019年底，青岛市、济南市的比值超过70%，潍坊市、济宁市、德州市和泰安市的比值超过55%，其余地级市的比值处于5%~50%之间，整体处于较低水平。

从各地级市债务负担来看，“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/GDP较高的地级市分别为青岛市和潍坊市，截至2019年底，上述地区该比值均超过60%；威海市、济宁市、济南市和泰安市的比值超过48%，其余地级市的比值处于35%以下，其中烟台市的比值最低，仅为14.20%。

从各地级市政府财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的保障支持程度来看，截至2019年底，一般公共预算收入、政府性基金收入和地方综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低的地级市为青岛市、济南市、潍坊市、济宁市、泰安市和威海市，覆盖程度较高的为日照市、聊城市、菏泽市和烟台市（见表6）。//

表6 2019年山东省各地级市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”负担情况（单位：亿元、%）

地级市	发债城投企业全部债务	发债城投企业全部债务+地方政府债务	发债城投企业全部债务/发债城投企业全部债务+地方政府债务	发债城投企业全部债务+地方政府债务/GDP	发债城投企业全部债务+地方政府债务/一般公共预算收入	发债城投企业全部债务+地方政府债务/政府性基金收入	发债城投企业全部债务+地方政府债务/地方综合财力
青岛市	5228.30	7377.83	78.56	62.84	594.15	612.20	273.74
济南市	2710.29	4801.98	73.16	50.85	549.30	471.16	222.82
烟台市	61.62	1086.95	5.67	14.20	182.55	314.71	96.54
潍坊市	1812.98	3711.26	65.94	65.24	649.84	526.82	230.95
临沂市	502.47	1489.63	33.73	32.38	451.40	373.15	122.17
济宁市	1209.03	2220.93	62.11	50.82	548.38	551.21	213.76
淄博市	571.09	1204.82	47.40	33.08	326.79	394.60	154.02
菏泽市	242.80	717.35	33.85	21.04	323.25	189.52	73.00
德州市	316.60	982.20	32.23	32.50	476.17	350.74	155.02
威海市	1009.73	1602.10	60.05	54.06	641.22	405.53	193.90
东营市	99.76	412.23	24.20	14.14	168.19	456.81	102.19
泰安市	720.88	1296.58	55.60	48.68	577.03	541.12	206.96
滨州市	235.06	752.58	31.23	30.63	309.76	395.43	132.26
聊城市	97.14	542.07	17.92	23.99	275.68	271.75	90.32
日照市	259.54	559.09	46.42	28.68	328.16	200.46	84.54
枣庄市	125.35	540.35	23.20	31.90	366.93	247.17	112.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

地方政府与城投企业债务风险研究

——湖南篇

文 | 联合资信评估股份有限公司 喻宙宏 姜泰钰 王默璇 李志昂

湖南省整体经济实力较强，经济总量及人均GDP处于全国中等偏上水平，经济发展态势良好。2020年前三季度，受新冠肺炎疫情影响，湖南省经济增速明显下滑，新冠肺炎疫情对湖南省经济和社会发展造成一定影响。2019年湖南省一般公共预算收入规模位列全国第十三，一般公共预算收入稳定性较强，财政自给能力偏弱，整体财政实力一般。2019年，湖南省负债率为25.60%，债务负担较重；湖南省债务率为104.95%，偿债能力一般。

从地级市层面看，长沙市经济及财政实力全省领先，为湖南省唯一GDP规模超万亿元的地级市，其余各地级市经济财政实力相对较弱。湖南省长株潭地区、湘南地区、湘北地区和湘西地区经济财政实力分化程度较高，长株潭地区经济实力和财政实力明显高于其他地区，湘西地区经济实力和财政实力相对较弱。2019年，湖南省各地市地方政府债务规模均呈上升趋势，怀化市及株洲市政府负债率明显升高，湘南地区、湘西地区以及株洲市、湘潭市政府债务率较高，偿债能力相对偏弱；湘北地区在湖南省中整体债务率偏低，偿债能力相对较强。

从企业层面看，湖南省发债城投企业数量多，长株潭地区与湘西地区发债城投企业主体信用水平分化较为明显。2019年，湖南省发债城投企业债务负担有所加重，各地级市发债城投企业债务偿还仍主要依赖于外部筹资，湖南省各地级市的发债城投企业短期偿债能力指标有所弱化，偿债压力持续加大。具体来看，株洲市、郴

州市、湘潭市和常德市城投企业2021年到期债券集中偿付压力较大，而上述地区地方政府财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低，需关注面临集中偿付压力和地方政府债务负担较重、偿债能力较弱区域内城投企业的信用风险。

一、湖南省区域经济与政府债务概览

湖南省区域特征及经济发展状况

湖南省地处我国东南腹地，地理位置优越，经济总量位于全国中等偏上水平，人均GDP处于全国中等水平。2017—2019年，湖南省经济保持中高速增长，产业结构持续优化，经济发展态势良好。2020年前三季度，受新冠肺炎疫情影响，湖南省经济增速明显下滑，新冠肺炎疫情对湖南省经济和社会发展造成一定影响。

湖南省东邻江西，南接广东、广西，西连贵州、重庆，北交湖北，位于长江中游、洞庭湖以南，是我国东南腹地。区域三面环山，地形以山地、丘陵为主，占全省面积超过80%。区域内资源丰富，水系发达，河网密布，湘江、资水、沅水和澧水等四大水系覆盖全省，其中湘江是长江七大支流之一，全省天然水资源总量为南方九省之冠，省内5公里以上河流总计5341条，淡水面积为1.35万平方公里，其中洞庭湖为全国第二大淡水湖，全省水资源蕴藏量1532.45亿立方米。基础设施方面，湖南省建设了较为完善的水陆空综合交通运输体系。陆路方面，截至2019年底，湖南省全省公路通车里程24.06万公里，

公路密度为113.58公里/百平方公里,其中高速公路通车里程为6802.00公里,高速公路密度为3.24公里/百平方公里,2019年全省公路完成货运量23.83亿吨;铁路营业里程5021.0公里,其中高速铁路1892.00公里,京广线、湘桂线等多条铁路干线贯穿全省,2019年全省铁路完成货运量0.45亿吨;水路方面,截至2019年底,湖南省内河航道11967.70公里,2019年全省水路完成货运量2.01亿吨;空运方面,湖南省拥有长沙黄花国际机场、张家界荷花国际机场2个国际机场和常德桃花源机场、永州零陵机场、怀化芷江机场、衡阳南岳机场、邵阳武冈机场、岳阳三荷机场6个国内机场。总体来看,湖南省水陆空交通运输体系较为完善,经济发展环境较好。

从经济运行方面看,湖南省近三年经济保持中高速增长,总体发展平稳、产业结构更趋优化。2017—2019年,湖南省分别实现地区生产总值33902.96亿元、36329.68亿元和39752.10亿元,经济规模在全国处于中等偏上水平,人均GDP分别为49558.00元、52949.00元和57540.00元;全省GDP增速分别为8.0%、7.80%和7.6%,近三年增速均超过全国增速1个百分点以上;三次产业结构由2017年的8.84:41.72:49.43调整为2019年的9.17:37.60:53.23,产业结构更趋优化;全省城镇化率逐步提高,由2017年的54.62%上升至2019年的57.22%。固定资产投资方面,2019年,湖南省全年固定资产投资(不含农户)比上年增长10.1%,增速较2018年的10.0%保持稳定。其中,工业投资和高新技术产业投资力度持续加大;而基础设施投资放缓,同比下降0.10%;全年房地产开发投资4445.47亿元,同比增长12.7%。总体看,湖南省经济发展态势良好。

2020年1—9月,湖南省地区生产总值同比增长2.6%,GDP增速由2020年一季度的-1.9%明显回升。2020年以来,受新冠肺炎疫情影响,湖南省全省GDP增速明显下滑,但恢复情况较好。其中,第一产业增加值2597.36亿元,增长3.1%;第二产业增加值11075.86亿元,增长3.2%;第三产业增加值16107.37亿元,增长1.9%。同期,

湖南省固定资产投资同比增长6.5%,比一季度回升10.5个百分点,但增速较2019年全年下降3.6个百分点,新冠肺炎疫情对湖南省经济和社会发展造成一定影响。

湖南省财政收入及债务情况

近三年,湖南省一般公共预算收入持续增长,全省政府债务规模持续增长。2019年湖南省一般公共预算收入全国排名第十三,一般公共预算收入稳定性较强,但财政自给能力偏弱,整体财政实力一般;湖南省负债率在全国各省(自治区、直辖市)中处于较高水平,政府负债水平较高,债务负担较重;湖南省债务率在全国各省(自治区、直辖市)中处于较高水平,偿债能力一般。

近年来,湖南省地方一般公共预算收入持续增长。2017—2019年湖南省地方一般公共预算收入分别为2757.8亿元、2860.7亿元和3007.10亿元,增速分别为4.9%(剔除“营改增”收入体制调整因素同口径比较)、3.7%和5.1%,增速保持相对稳定。全省一般公共预算收入中税收收入占比分别为63.79%、68.50%和68.57%,一般公共预算收入质量持续改善;全省一般公共预算支出分别为6869.4亿元、7479.2亿元和8034.42亿元,财政自给率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)分别为40.15%、38.25%和37.43%,财政自给能力有所下滑。基金收入方面,湖南省基金收入大幅增长,2017—2019年分别为1284.0亿元、2231.50亿元和2993.90亿元;同期,全省上级补助收入稳步增长,分别为3347.0亿元、3530.3亿元和3693.7亿元。2020年1—8月,湖南省一般公共预算收入完成1820.26亿元,同比下降4.29%,其中税收收入1241.86亿元,同比下降5.82%,非税收入578.4亿元,同比下降0.85%,受新冠肺炎疫情影响,湖南省一般公共预算收入较上年同期有所下滑。

2017—2019年,湖南省政府债务规模持续增长,分别为7667.49亿元、8708.19亿元和10174.56亿元。截至2019年底,湖南省政府债务规模居全国第六位。2017—2019年,湖南省负债率持续增长,分别为22.62%、23.91%

和25.60%; 2019年, 湖南省负债率在全国各省(自治区、直辖市)中处于较高水平, 债务负担较重。同期, 湖南省政府债务率分别为103.77%、101.01%和104.95%, 波动增长; 2019年, 湖南省债务率在全国各省(自治区、直辖市)中处于较高水平, 偿债能力一般。

二、湖南省各地级市经济及财政实力

湖南省各地级市经济实力

湖南省长株潭地区、湘南地区、湘北地区和湘西地区经济财政实力分化程度较高, 长株潭地区经济财政实力明显高于其他地区, 湘西地区经济财政实力较弱; 长沙市作为湖南省省会城市, 经济实力及增速均处于全省领先地位, 为全省唯一GDP规模超万亿元的地级市。

湖南省共辖14个地州市, 分别为长沙市、株洲市、湘潭市、衡阳市、邵阳市、岳阳市、常德市、张家界市、益阳市、娄底市、郴州市、永州市、怀化市和湘西土家族苗族自治州(以下简称“湘西州”)。按区域划分, 湖南大致可分为“一群四区”, 即以长株潭三市为中心的环长株潭城市群和以地理位置划分的长株潭地区(长沙市、株洲市和湘潭市)、湘南地区(包括衡阳市、郴州市和永州市)、湘北地区(岳阳市、常德市和益阳市)以及湘西地区(包括湘西州、怀化市、张家界市、邵阳市和娄底市)。

从GDP规模来看, 湖南省各市(州)经济分化明显, 长沙市优势突出。2019年, 长沙市地级市GDP总量超过万亿元, 达到11574.22亿元, 占全省经济总量的29.12%。除岳阳市、常德市、衡阳市和株洲市四市GDP超过3000亿元外, 其余各市GDP均未达到3000亿元, 其中湘西州和张家界市GDP不足1000亿元。分区域来看, 长株潭地区三市GDP合计16834.95亿元, 为全省最高区域; 湘西地区五地州市GDP合计6307.49亿元, 为全省最低区域。

从GDP增速来看, 2019年, 湖南省各市(州)GDP增速均维持在较高的水平。长沙市、岳阳市、衡阳市、邵阳

市、娄底市和怀化市等6个地级市GDP增速达到8.00%及以上, 永州市及益阳市GDP增速位于全省最低水平, 但也保持在7.1%的增速水平。整体上, 湖南省各地级市GDP维持较高增速。

从人均GDP看, 长沙市2019年人均GDP均超过13万元, 远高于其他地州市。分区域来看, 长株潭地区人均GDP最高, 均在7万元以上; 湘西地区人均GDP位于湖南省靠后水平, 其中邵阳市和湘西州人均GDP不足3万元。

湖南省各地级市财政实力及债务情况

湖南省各地区财政实力分化明显, 长株潭地区财政实力和财政质量均明显高于其他地区, 湘西地区财政实力和财政质量最弱; 长沙市在一般公共预算收入规模及增长率、政府性基金收入规模、财政自给情况及债务规模均位于全省领先水平。2019年, 湖南省各地市地方政府债务规模均呈上升趋势, 怀化市及株洲市政府负债率明显升高, 湘南地区、湘西地区以及株洲市、湘潭市政府债务率较高, 偿债能力相对偏弱; 湘北地区在湖南省中整体债务率偏低, 偿债能力相对较强。

1. 财政收入情况

一般公共预算收入

从一般公共预算收入看, 湖南省各地级市一般公共预算收入规模差距较大。长沙市一般公共预算收入遥遥领先, 2019年达到950.23亿元, 其余各地级市中除株洲市2019年达到200.96亿元外, 一般公共预算收入规模相对较小, 均未超过200亿元。怀化市、娄底市、益阳市和张家界等地级市一般公共预算收入在100亿元以下。一般公共预算收入增长率方面, 邵阳市、娄底市、张家界市和长沙市2019年的增长率处于全省第一梯队, 均超过8%; 除湘潭市自2018年以来持续为负外, 其他地州市一般公共预算收入增长率均保持在较高的水平。

从一般公共预算收入结构来看, 2019年除长沙市、株洲市和常德市的税收收入占比较2018年有所下降外, 其余地州市税收收入占比均有不同幅度的上升。湘西

州、怀化市和益阳市税收收入占比均突破70%，其他地级市税收占比均在60%~70%之间。整体上，湖南省各地级市一般公共预算收入的稳定性较强。

政府性基金收入

政府性基金收入方面，长沙市的政府性基金收入规模位于全省首位，达到859.21亿元，占湖南省政府性基金收入的比例为28.70%；株洲市、岳阳市、衡阳市、常德市、邵阳市及郴州市政府性基金收入规模在100~300亿元区间，其他地州市政府性基金收入规模较小，不足100亿元。2019年，除湘潭市、益阳市、怀化市和永州市政府性基金收入呈现下降态势外，其他地州市政府性基金收入均有所增长，其中张家界市及娄底市增速很高，超过80%。

财政自给率

财政自给率方面，2019年除长沙市财政自给率为68.38%外，其他各地州市财政自给率均未超过40%，其中益阳市、怀化市及邵阳市财政自给率最低，均未超过20%，湖南省各地级市整体财政自给能力差。2019年，除长沙市、湘西州、岳阳市、张家界市和邵阳市财政自给率有所提升外，其他地级市财政自给率均呈现一定的下降。总体看，长沙市财政自给能力较强，其他各地州市财政自给能力弱。

2. 债务情况

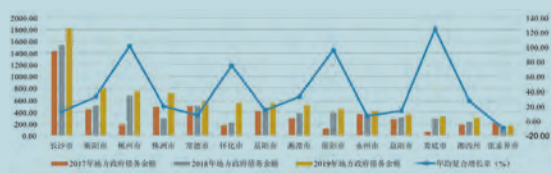
从债务层面看，湖南省各地州市债务规模差异很大，长沙市政府债务余额最大，2019年底达到1823.30亿元，其次是衡阳市、郴州市和株洲市，以上3个地市政府

债务余额均在700亿元以上，其余地级市政府债务余额不超过600亿元。2017—2019年，株洲市政府债务余额波动增长，张家界市政府债务余额波动下降，湖南省其余各地州市政府债务余额均呈持续上升趋势。其中怀化市和株洲市政府2019年债务余额增速均超过100%，分别为146.19%和143.77%，债务规模上升最为明显，其次为衡阳市，衡阳市政府2019年债务余额增速为53.53%（见图1）。

债务负担方面，截至2019年底，除邵阳市外，湖南省各地州市政府负债率较年初均有所上升，其中怀化市和株洲市政府负债率增长较明显，分别较上年增加19.29个百分点和15.00个百分点。2019年，湘西州政府负债率最高（42.72%），其次为怀化市（34.08%）、张家界市（31.57%）和郴州市（31.03%），岳阳市负债率最低（14.53%），其余各地州市负债率在15%~25%之间（见图2）。综合来看，湖南省湘西州、怀化市、张家界市和郴州市政府债务负担重，其余各地州市债务负担处于一般或较轻水平。

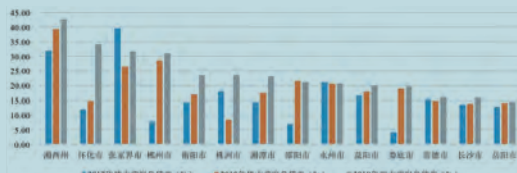
偿债能力方面，截至2019年底，除郴州市、娄底市、长沙市和邵阳市外，湖南省各地州市政府债务率较2018年底均有所增长，其中怀化市、株洲市和张家界市政府债务率增长很快，分别较上年增加67.35、53.43和36.06个百分点。郴州市、张家界市、湘潭市、怀化市和株洲市政府债务率均达到100%以上，娄底市、衡阳市、永州市、长沙市、益阳市和邵阳市政府债务率在80%~100%之间，岳阳市、常德市和湘西州政府债务率在60%~80%之

图1 截至2019年底湖南省各地级市政府债务余额情况（单位：亿元、%）



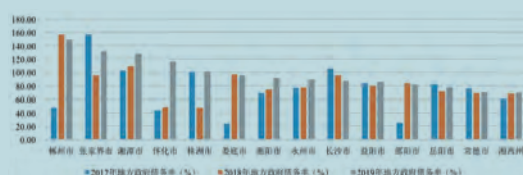
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图2 截至2019年底湖南省各地级市政府负债率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图3 截至2019年底湖南省各地级市政府债务率情况(单位: %)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

间(见图3)。整体看,湘南地区和湘西地区政府债务率较高,偿债能力相对偏弱;长株潭地区中长沙市债务率最低,其偿债能力相对较强,株洲市和湘潭市债务率较高,偿债能力相对偏弱;湘北地区在湖南省中整体债务率偏低,偿债能力相对较强。

三、湖南省城投企业偿债能力

湖南省城投企业概况

湖南省作为国内城投债存量规模较大的省份之一,发债城投企业数量多,长株潭地区与湘西地区发债城投企业主体信用水平分化较为明显。

截至2020年10月31日,湖南省内有存续城投债的城投企业¹共141家(包含无公开主体级别和母子公司均发债情形),其中省级城投企业1家,地市级城投企业33家、区级城投企业27家、县(及县级市)级企业37家,园区城投企业43家。从各地级市发债城投企业数量看,长沙市发债城投企业数量最多,为33家;其次为郴州市16家;湘西州发债城投企业数量最少,仅为2家。总体看,湖南省发债城投企业主要分布在长株潭地区及湘北地区;从行政级别看,园区及县级城投企业发债主体数量较多。

从主体信用级别区域分布看,湖南省城投企业中AAA主体共4家,全部在长沙市,其中AA+级城投企业24家,主要分布在长沙市、株洲市和常德市;AA级城投企业87家,占湖南省发债城投企业数量的61.70%。高信用级别城投企业集中在湖南省东部地区,湘西地区信用水平普遍偏低。

从级别迁徙来看,2020年1—11月,湖南省城投企业主体信用级别变动全部为上调,主体信用级别上调城投企业合计8家,其中长沙市数量最多为5家;湖南省城投企业主体信用级别无下调现象。

2020年以来,湖南省未发生城投企业信用风险事件。

湖南省城投企业偿债能力分析

2019年,湖南省发债城投企业债务负担有所加重。

各地级市发债城投企业债务偿还仍主要依赖于外部筹资,且受债务集中到期影响,湖南省各地级市的发债城投企业短期偿债能力指标有所弱化,偿债压力持续加大;长沙市、株洲市和常德市的城投企业未来三年集中到期债券规模大,2021年城投企业到期债券集中偿付压力较大的地级市为株洲市、郴州市、湘潭市和常德市,需关注面临集中偿付压力和地方政府债务负担较重的地级市区域内城投企业的再融资情况。

从发债城投企业债务负担来看,2017—2019年末,湖南省发债城投企业资产负债率和全部债务资本化比率均呈波动下降态势,但整体较为平稳,截止2019年底,债务负担小幅加重。从各地级市来看,2017—2019年末,张家界市城投企业资产负债率和全部债务资本化比率逐年上升,怀化市城投企业资产负债率和全部债务资本化比率逐年下降,其他地区城投企业负债水平均有不同程度的波动,但整体相对稳定。具体来看,截至2019

¹ 剔除不从事基建业务的主体。

年底,株洲市和张家界市发债城投企业资产负债率均在55%以上、全部债务资本化比率均在50%以上,债务负担相对较重(见表1)。

从湖南省各地级市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖情况来看,2017—2019年末,除怀化市外,各地级市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖程度均呈不同程度的下降,反映出湖南省各地级市发债城投企业整体流动性逐步趋紧。从2019年底看,除益阳市和湘西州发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖程度有所回升外,其余各地级市均下降,湖南省各地级市城投企业短期偿债压力均有所上升。具体看,截止2019年底,湘潭市城投企业货币资金/短期债务倍数不足0.3倍,湘潭市城投企业短期偿债压力为湖南省各地级市中最大(见表2)。

从湖南省各地级市发债城投企业经营活动现金流入对全部债务的覆盖情况来看,湖南省各地级市发债城投企业经营活动现金流入对全部债务覆盖程度均相对较低,2019年覆盖程度仍维持在较低水平,债务偿还对外部筹资依赖较大(见表3)。

表2 2017—2019年湖南省各地级市发债城投企业货币资金/短期债务情况

城市	货币资金/短期债务(倍)		
	2017年	2018年	2019年
长沙市	1.55	0.98	0.82
株洲市	2.76	1.60	0.75
常德市	1.87	0.85	0.60
衡阳市	2.57	1.64	0.91
岳阳市	3.29	1.34	0.77
郴州市	9.57	2.22	1.16
永州市	4.54	3.02	0.65
湘潭市	0.77	0.34	0.25
邵阳市	3.82	1.80	0.86
怀化市	0.18	1.75	0.51
娄底市	1.36	0.70	0.66
益阳市	1.53	0.64	1.04
湘西州	1.53	0.49	0.53
张家界市	2.57	1.79	0.61
合计	2.15	1.11	0.72

资料来源:联合资信根据公开资料整理

从湖南省各地级市发债城投企业筹资活动净现金流状况来看,随着2019年下半年以来融资环境的逐步宽松,除湘潭市外各地级市发债城投企业2019年筹资活动

表1 2017—2019年湖南省各地级市发债城投企业债务负担情况(单位: %)

城市	资产负债率			全部债务资本化比率		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
长沙市	53.66	52.42	53.87	45.84	45.71	46.86
株洲市	57.32	58.79	57.63	51.90	52.90	52.03
常德市	45.51	45.31	43.85	40.10	40.09	37.44
衡阳市	53.17	49.65	53.02	46.47	44.32	47.10
岳阳市	49.76	48.47	51.18	46.62	44.91	47.61
郴州市	38.12	35.35	37.02	32.60	30.95	32.35
永州市	43.40	44.59	43.31	39.33	39.88	39.05
湘潭市	47.50	47.69	45.75	41.55	39.91	36.04
邵阳市	43.74	40.77	40.06	38.92	36.62	35.01
怀化市	57.11	54.94	53.39	50.64	49.01	47.12
娄底市	45.38	45.53	45.77	38.92	41.76	42.15
益阳市	50.96	49.51	51.01	41.33	39.71	42.21
湘西州	38.68	41.32	40.49	33.91	36.00	34.48
张家界市	50.65	54.45	57.17	45.11	47.06	51.75
合计	49.60	48.79	49.38	43.27	42.76	42.99

资料来源:联合资信根据公开资料整理

表3 2017—2019年湖南省各地级市发债城投企业经营活动现金流入/全部债务情况

城市	经营活动现金流入/全部债务 (倍)		
	2017年	2018年	2019年
长沙市	0.19	0.22	0.20
株洲市	0.26	0.25	0.26
常德市	0.28	0.28	0.27
衡阳市	0.22	0.24	0.27
岳阳市	0.19	0.19	0.17
郴州市	0.39	0.28	0.24
永州市	0.14	0.18	0.17
湘潭市	0.37	0.36	0.31
邵阳市	0.08	0.16	0.16
怀化市	0.25	0.16	0.19
娄底市	0.20	0.17	0.19
益阳市	0.38	0.39	0.21
湘西州	0.20	0.15	0.15
张家界市	0.35	0.44	0.23
合计	0.26	0.26	0.24

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表5 2017—2019年湖南省各地级市发债城投企业筹资活动后净现金流情况 (单位: 亿元)

城市	2017年	2018年	2019年
长沙市	92.83	-173.71	68.56
株洲市	56.06	-83.71	-78.04
常德市	13.67	-156.65	-0.52
衡阳市	63.51	-96.27	-48.97
岳阳市	75.44	-130.38	-4.99
郴州市	-3.02	-135.63	-26.93
永州市	39.19	-30.15	-47.39
湘潭市	17.95	-81.04	-37.31
邵阳市	50.99	-79.92	-27.47
怀化市	49.95	-64.87	-23.97
娄底市	4.60	-5.32	-5.37
益阳市	-16.83	-26.00	13.57
湘西州	6.23	-9.44	2.90
张家界市	16.83	-23.99	-24.23
总计	480.48	-1102.20	-225.69

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表4 2017—2019年湖南省各地级市发债城投企业筹资活动情况 (单位: 亿元)

地级市	2017年			2018年			2019年		
	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流	筹资活动 现金流入	筹资活动 现金流出	筹资活动 净现金流
长沙市	1501.07	833.77	667.31	1124.97	1027.55	97.42	1535.23	1146.42	388.80
株洲市	603.33	363.89	239.44	398.61	385.76	12.85	562.16	546.43	15.73
常德市	548.81	330.18	218.63	355.23	488.62	-133.39	598.07	510.06	88.01
衡阳市	446.39	231.80	214.58	240.35	230.72	9.64	280.20	283.38	-3.19
岳阳市	450.98	206.00	244.98	260.16	211.81	48.35	325.17	222.20	102.97
郴州市	267.82	213.56	54.25	146.11	205.78	-59.66	203.11	176.47	26.64
永州市	167.39	55.38	112.00	87.56	89.44	-1.88	124.47	130.95	-6.48
湘潭市	659.17	578.44	80.73	369.14	459.34	-90.20	360.66	503.73	-143.07
邵阳市	359.34	143.30	216.04	108.63	141.30	-32.67	140.91	138.65	2.26
怀化市	202.95	112.76	90.19	63.58	105.67	-42.09	101.50	101.43	0.07
娄底市	125.77	93.22	32.55	108.23	48.02	60.21	110.86	131.01	-20.14
益阳市	138.02	108.02	30.01	91.38	122.52	-31.14	140.40	106.66	33.74
湘西州	60.56	16.75	43.81	26.46	27.51	-1.06	39.49	46.89	-7.40
张家界市	101.33	44.59	56.74	92.65	69.79	22.86	93.37	67.76	25.61
总计	5670.57	3363.94	2306.62	3524.49	3648.76	-124.27	4660.80	4140.50	520.29

资料来源：联合资信根据公开资料整理

现金流入规模均有所增长，湘潭市、衡阳市、娄底市、永州市和湘西州受2019年到期债务规模大当年筹资活动现金流出规模有所增长影响，其筹资活动净现金流规模出现不同程度下降，湖南省大部分地级市筹资活动净现金流较2018年均有所改善，其中长沙市、常德市、郴州市和益阳市筹资活动净现金流增长最为明显（见表4）。

从湖南省各地级市发债城投企业筹资活动后净现金流来看，随着融资环境的改善，2019年湖南省除长沙市、益阳市和湘西州外各地级市发债城投企业筹资活动后净现金流整体仍保持净流出状态，其中永州市和张家界市净流出规模有所扩大，其余流出规模均有所收窄。具体来看，2019年长沙市、益阳市和湘西州发债城投企业筹资活动后净现金流由净流出转为净流入，分别为68.56亿元、13.57亿元和2.90亿元，上述区域发债城投企业现金流改善明显。整体看，湖南省发债城投企业筹资活动后净现金流流出规模大幅收窄，现金流有所改善，但仍处于净流出态势，资金压力仍有所上升（见表5）。

从湖南省各地级市发债城投企业未来三年（2020年12月、2021—2023年）到期债券规模看，长沙市、株洲市和常德市的城投企业未来三年集中到期债券规模大，湘西州、益阳市、张家界市和娄底市城投企业到期债券规模相对较小（见图4）。

从城投企业2021年到期债券规模占一般公共预算收入或政府性基金收入的比重来衡量一般公共预算收入或政府性基金收入对到期债券的覆盖情况，偿债能

力偏弱的城市为常德市、株洲市、郴州市和湘潭市。以截至2019年底城投企业2021年到期债券占综合财力比重来近似衡量2021年城投债券的到期偿还能力，株洲市、郴州市、湘潭市和常德市城投企业2021年到期债券占地方政府综合财力的比重均较高，分别为23.87%、17.95%、15.51%和14.60%。总体看，株洲市、郴州市、湘潭市和常德市城投企业2021年到期债券的集中偿付压力较大（见图5）。

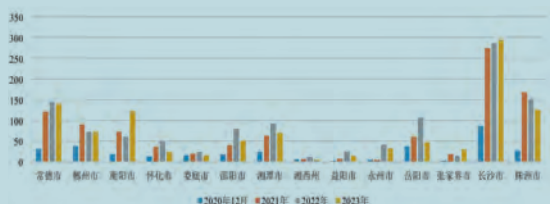
湖南省各地级市财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

湖南省各地级市的债务规模差异较大，张家界市、株洲市、湘潭市和郴州市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/GDP的比值较高，湘潭市、张家界市、株洲市、郴州市、长沙市和常德市地方政府财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低。

城投企业作为地方基础设施尤其是公益性项目的投融资及建设主体，日常经营以及债务偿还对地方政府有很强的依赖，本文通过各地级市财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的覆盖程度来反映地方政府对辖区内城投企业全部债务的支持保障能力。

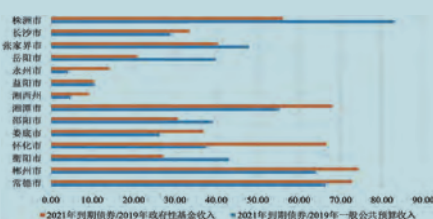
从湖南省各地级市发债城投企业全部债务规模看，2019年底，整体上长株潭地区各地级市城投企业有息债务规模整体高于湘北、湘南和湘西地区，其中长沙市发债城投企业全部债务规模最大，达到3926.68亿元；

图4 未来三年湖南省各地级市城投企业到期债券规模（单位：亿元）



注：到期债券规模包含回售行权部分
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 2021年湖南省各地级市发债城投企业到期债券规模占财政收入比重（单位：%）



注：到期债券规模包含回售行权部分
资料来源：联合资信根据公开资料整理

株洲市及常德市发债城投企业全部债务规模紧随其后,为1551.13亿元和1536.50亿元;湘西地区各地级市发债城投企业全部债务规模均未超过600亿元,其中湘西州发债城投企业数量少且规模小,发债城投企业全部债务规模仅为95.93亿元。

从“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模看,长株潭地区整体高于湘北、湘南和湘西地区各地级市。截至2019年底,长沙市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模最大,株洲市位列其后,规模第3~6位由高至低依次为常德市、岳阳市、衡阳市和郴州市,湘西州规模较小,未超过400亿元。

从发债城投企业全部债务与“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的比值看,截至2019年底,常德市、株洲市、长沙市、岳阳市、湘潭市和张家界市发债城投企业全部债务占地区不完全统计债务(发债城投企业全部债务+地方政府债务)的比重超过60%,其他地级市比重大部分集中在50%左右,整体处于偏高水平。

从各地区债务负担来看,“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/GDP较高的地级市分别为张家界市、株洲市、湘潭市和郴州市,截至2019年底,上述地区该

比值均超过60%,债务负担较重;益阳市、永州市和娄底市比值不超过40%,债务负担相对较轻。

从各地级市政府财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的覆盖程度来看,截至2019年底,地方一般公共预算收入、政府性基金收入和地方综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”覆盖程度相对较低的城市为湘潭市、张家界市、株洲市、郴州市、长沙市和常德市,覆盖程度较高的为湘西州(见表6)。



表6 2019年湖南省各地级市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”负担情况(单位:亿元、%)

	地级市	发债城投企业全部债务	发债城投企业全部债务+地方政府债务	发债城投企业全部债务/“发债城投企业全部债务+地方政府债务”	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/GDP	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/一般公共预算收入	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/政府性基金收入	“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/综合财力
长株潭城市区	长沙市	3926.68	5749.98	68.29	49.68	605.11	669.22	463.47
	株洲市	1551.13	2256.27	68.75	75.13	1122.75	758.77	544.71
	湘潭市	970.91	1494.95	64.95	66.22	1291.10	1597.85	601.21
湘北地区	岳阳市	1131.59	1681.01	67.32	44.47	1119.83	586.33	394.60
	常德市	1536.50	2120.34	72.46	58.50	1155.50	1267.84	438.38
	益阳市	356.67	714.96	49.89	39.89	955.45	946.97	256.99
湘南地区	衡阳市	837.31	1630.49	51.35	48.34	957.99	606.13	283.98
	郴州市	852.07	1600.07	53.25	65.37	1138.84	1324.56	489.69
	永州市	382.46	799.54	47.83	39.64	642.72	2183.34	252.82
大湘西地区	邵阳市	567.36	1021.65	55.53	47.46	992.47	782.87	284.87
	娄底市	332.92	654.34	50.88	39.88	853.11	1191.65	292.96
	怀化市	377.61	928.61	40.66	57.44	974.61	1722.19	274.88
	湘西州	95.93	397.41	24.14	56.31	313.39	611.02	113.64
	张家界市	290.58	464.87	62.51	84.20	1233.40	1041.84	571.05

资料来源:联合资信根据公开资料整理

实体经济部门信用总量继续快速扩张, 信用质量总体稳定

——2020年前三季度信贷社融数据点评

文 | 联合资信评估股份有限公司 宏观研究部

中国人民银行公布的2020年9月金融数据显示, 社会融资规模和信贷量在8月超预期增长的基础上, 9月当月继续大幅增长, 其中社融新增3.48万亿元, 比上年同期多9630亿元, 为近三年来最高; 前三季度社会融资规模增量累计为29.62万亿元, 比上年同期多增9.01万亿元, 不仅是近三年来前三季度最高值, 且已超过前两年全年的增量; 9月人民币贷款增加1.9万亿元, 同比多增2047亿元。前三季度人民币贷款增加16.26万亿元, 同比多增2.63万亿元; 9月末, 社融规模存量达到280.07万亿元, 同比增长13.5%, 各项贷款余额169.37万亿元, 同比增长13%。本文根据最新社融和信贷数据, 对当前实体经济部门的信用扩张情况进行了简要分析。分析表明, 2020年前三季度实体经济部门在信用总量快速扩张的同时, 信用质量总体上保持基本稳定。未来在宏观政策保持稳定性、连续性的前提下, 我国经济将保持恢复增长势头, 实体经济部门信用质量有望继续维持稳定, 但结构性、局部性信用风险仍需要关注。

一、实体经济部门信用总量快速扩张

2020年以来实体经济部门信用总量持续快速扩张

2020年9月末我国实体经济部门信用总量达到

264.52万亿元, 同比增长13.44%, 扩张速度有所加快。实体经济部门由非金融企业部门(以下简称企业部门)、居民住户部门和政府部门组成, 实体部门的信用总量是上述三大部门信用量的总和。对应社会融资规模, 企业部门信用来自人民币及外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券融资; 住户部门信用主要来自人民币贷款, 政府部门信用主要是政府债券。利用人民银行9月公布的社融及信贷数据, 我们大致匡算出9月份实体经济部门新增信用总量为3.28万亿元, 同比多增1.24亿元, 信用总量达到264.52万亿元, 同比增长13.44%。

政府部门信用量同比增速最快, 占比同步提高。今年以来, 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的背景下, 我国实体经济部门信用总量增速显著加快, 从1月同比增长10.46%, 到9月同比增长13.44%, 增速上升了2.98个百分点, 宏观杠杆率约为264.3%¹, 较二季度(260.4%)上升3.9个百分点。其中政府部门信用量同比增速最快, 占比同步提高; 企业部门信用量同比增速在1—6月上升明显, 7—9月增速缓慢, 占比有所下降; 住户部门信用量增速比较缓慢, 占比略有提高。而在经历疫情初期大规模封闭隔离、停工停产闭市等非常措施, 导致一季度经济增速大幅下降、二季度经济在疫情迅速控制后强劲反弹、三季度经济继续修复的情况

¹ 根据 BIS 方法, 用期末实体经济部门总债务除以 4 个季度滚动 GDP (名义) 大概估算。二季度数据也按此方法估算。因为总债务的统计口径与 BIS 等权威机构的统计口径不完全一致, 所以我们估算的杠杆率与其公布的数据存在差异, 不妨碍我们进行总体趋势性分析判断。下文中各部门杠杆率估算与此相同。

下,前三季度我国实体经济部门信用质量总体稳定,未出现债务违约潮和重大信用风险事件(见图1)。

宽松的货币金融环境促进了实体经济部门信用总量快速扩张

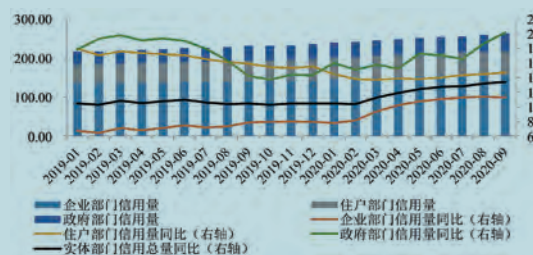
流动性充裕、信贷条件宽松和利率下降为实体部门信用快速扩张创造了良好的金融政策环境。面对突如其来的新冠肺炎疫情的严重冲击,央行及时通过下调准备金率、OMO操作及MLF操作,为市场注入中长期及短期流动性,保持了市场流动性合理充裕,降低金融机构资金成本;同时通过下调政策利率引导LPR下行,推动信贷市场,债券市场利率下降,降低实体经济部门融资成本,激发融资需求。2020年以来,金融机构人民币贷款利率及债券市场发行利率(以公司债为例)均明显下降,促进了企业贷款和债券发行融资,也有利于居民购房贷款的增长(见图2)。

二、各部门信用扩张及信用风险状况

企业部门信用量扩张及信用风险状况

银行贷款和债券融资推动企业部门信用平稳扩张。

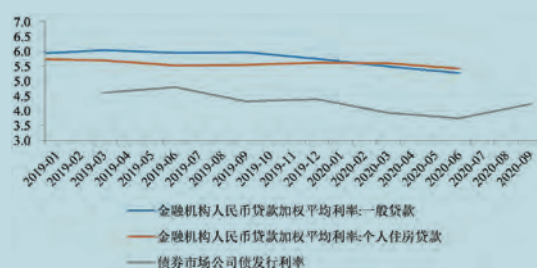
图1 2020年以来实体经济部门的信用总量快速增长(单位:万亿元、%)



数据来源: 联合资信根据中国人民银行统计数据计算

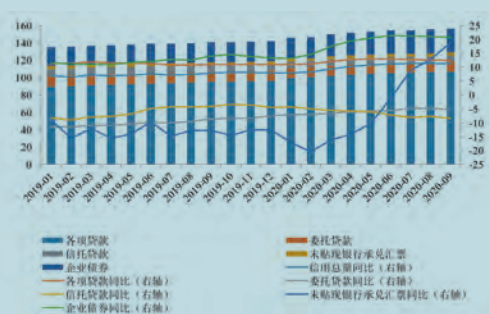
2020年9月底,企业部门信用量达到156.32万亿元,同比增长11.27%。其中占比最大的各项贷款同比增速先升后降²,1月到9月共上升1.53个百分点;占比第二的企业债券前5个月同比显著上升,6月以来略有回落,且增速在各分项中保持最高水平。表外融资中,未贴现银行承兑汇票增速持续快速提升,同比增速从1月份的-17.07%上升至9月份的18.79%,是表外融资总体回升的主要推动力;此外委托贷款呈现平稳负增长态势,信托贷款下降幅度进一步扩大。总体上看,今年前三季度企业部门信用平稳扩张,企业债券增长较为强劲,主要受益于宽松的政策环境(见图3)。

图2 2020年以来贷款利率及公司债发行利率下降(%)



数据来源: 联合资信根据中国人民银行统计数据计算

图3 企业部门信用总量及构成同比增长(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

² 由于无法得到非金融企业部门贷款数据,这里采用人民银行发布的“金融机构信贷收支表”中的“非金融企业及机关团体贷款”予以替代。因其中包括了“机关及团体”贷款,故统计数据大于企业部门实际获得的贷款量。

企业部门杠杆率维持稳定。初步估算，企业部门9月末的宏观杠杆率约为156.1%，与2季度基本持平，仍处于历史高位。为对冲疫情冲击，保企业保就业，前三季度稳健的货币政策更加适度灵活，保持市场流动性充裕。综合运用下调贷款利率³、设立贷款延期还本付息支持工具和信用贷款支持工具等结构性货币政策工具，支持企业债券发行，企业融资环境较为宽松。同时积极的财政政策更加积极有为，实施了大规模税费减免及延期缴费等政策，大幅减轻了企业负担。

企业部门信用质量总体稳定。在宏观政策发挥积极作用，同时疫情得到较快控制、经济活动强劲恢复的支持下，规模以上工业企业尽管企业营业收入及利润总额1—8月累计同比仍为负增长，但降幅在持续收窄，企业部门总体上维持了较为稳定的流动性，并未出现大规模的债务违约及重大信用风险事件。以债券市场为例，2020年前三季度债券市场共发生违约债券102只，违约金额954.88亿元，新增违约主体20家；与上年同期相比，违约债券只数和新增违约主体家数均显著减少，但违约金额有所增加，主要是受北大方正违约规模较大的影响（见图4）。总体来看，今年在受到疫情冲击的情况下，债券市场违约规模并未大幅增加。另一方面，个别行业由于债务负担过重，同时融资受到政策限制，成为前三

季度信用风险的主要来源，如房地产等行业债券违约规模较大。

住户部门信用扩张及信用风险状况

住户部门信用扩张速度维持高位，主要受中长期贷款推动。2020年9月末，住户部门信用量达到61.4万亿元，同比增长14.7%。其中短期贷款15.1万亿元，同比增长0.71%；中长期贷款46.3万亿元，同比增长20.15%。与上年末及上年同期相比（增速均在15%以上），住户部门信用量增速有所下降，但仍保持较高增长水平，主要是由于居民房贷今年以来增长较快，导致中长期贷款增速大幅提升。与此反差较大的是住户短期贷款增速大幅下降，前三季度一直处于负增长状态，主要是受到疫情爆发及反复的影响、居民消费受到限制所致（见图5）。

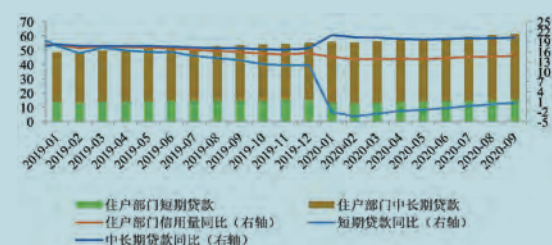
住户部门杠杆率持续上升，信用风险有所积累。2020年9月末，住户部门杠杆率为61.4%，较上季度提高1.7个百分点，今年以来连续3个季度上升，信用风险有所积累。住户部门信用量快速增长的同时，居民收入增长缓慢，失业率较高，使住户部门今年以来承受了较大的偿债压力。前三季度，城镇居民人均累计可支配收入3.28万元，名义累计同比增长2.8%，实际累计同比下降0.3%，收入增幅远小于债务增幅，偿债压力增加。9月城镇调查失业率5.4%，虽然自5月以来有所回落，但仍然高于疫情之前，失业率较高成为住户贷款违约的主要原因。2020年6月底在阿里拍卖网的法拍房产超过116万套，是上年同期的2倍以上，其中大多数为按揭违约被司法拍卖的房产。尽管占比很小，但也从一个侧面说明了住户部门的信用风险有所积累。

图4 2020年前三季度债券违约及同比情况



³ LPR 于 2 月和 4 月两次下调，一年期共下调 30 个基点，五年期以上共下调 15 个基点。

图5 住户部门信用量及构成同比增长(单位: 万亿元, %)



数据来源: Wind

图6 政府部门信用量及构成部分同比增长(万亿元, %)



数据来源: Wind

政府部门信用量扩张及信用风险状况

中央政府信用扩张提速较大，占比有所提高。2020年9月末，政府部门信用量44.46万亿元，同比增长20.18%，增速为2019年以来最高。其中中央政府信用量同比增长速度提高最大，从年初到9月增速提高了4.6个百分点，占比也有明显提高；地方政府信用量同比增速表现为波动走势，总体增速维持高位但增幅不大。今年为对冲疫情造成的财政收入下降，中央政府将赤字率提高到3.6%以上，发行了1万亿元抗疫特别国债，导致中央政府信用量大幅攀升。同时地方政府信用也大幅扩张，全年债务限额扩大

到28.81万亿元，较上年增加4.73万亿元，其中一般债券限额14.29万亿元，较上年增加0.98万亿元；专项债限额14.52万亿元，较上年增加3.75万亿元，信用扩张幅度为近年来最高（见图6）。

政府部门杠杆率持续提高，信用质量稳定。3季度末政府部门杠杆率达到44.4%，较二季度末提高2.3个百分点，前三季度持续提高6.16个百分点，是三大部门中杠杆率提高最多的部门。其中中央政府和地方政府杠杆率同步上升，地方政府杠杆率上升幅度更大（3.9个百分点）。尽管政府财政收入受疫情冲击在上半年降幅较大，9月末



累计同比下降6.4%，但在疫情防控短期内快速取得成效，经济快速恢复的背景下，降幅逐渐收窄，且6月以来当月增速已经转正，政府收入逐步改善。其次今年前三季度地方政府再融资债券累计发行规模1.37万亿元，较上年同期（1.15万亿元）显著增加，为到期债务的借新还旧提供了较强支撑，现了前三季度政府信用量的快速扩张和质量稳定。

三、实体经济部门信用展望

未来短期内实体经济部门信用质量将维持稳定，但局部性信用风险仍然存在。2020年前三季度，在我国经济遭遇百年不遇的新冠疫情的严重冲击，经济短时间内大幅下降的形势下，我国宏观政策加大逆周期调节力度，同时坚持克制性的正常货币金融政策，坚决不搞“大水漫灌”。在这种情况下，我国实体经济部门的信用总量在快速扩张同时，信用质量也保持稳定，并未出现较大规模的债务违约和较集中的信用风险事件。未来随着经济增长全面恢复正常，企业经济效益改善、居民和政府收入提高，实体经济部门信用总量将继续扩张，信用质量总体上维持稳定。但同时我们应该看到，未来国际环境仍然复杂严峻，不稳定不确定性较多；国内疫情外防输入、内防反弹的压力仍然较大，经济仍处在恢复进程中，持续复苏向好基础仍需巩固。面对这样的形势，未来短期内我国实体经济部门的信用质量在总体上保持稳定的同时，仍存在一些局部性信用风险。

企业部门存在局部性信用风险

房地产行业信用扩张受到限制，或将加速个别企业信用风险暴露。今年以来，房地产开发贷款余额增速下滑幅度扩大，未来在相关政策的作用下，可能延续下行走势，部分房地产企业可能在“三条红线”的限制下难以继续开发贷款，导致流动性紧张，引起信用风险暴

露。贷款延期还本付息及债券展期等相关支持政策虽然为债务主体提供了缓冲时间，但同时也积累了一定的信用风险。比如由于疫情反复，服务业恢复较为缓慢，9月末服务业生产指数累计同比下降2.6%，仍处于收缩之中；服务业营业收入3月以来当月同比降幅虽然逐月收窄，但1—8月累计同比仍为负数，可见服务业恢复较为缓慢，经济效益仍然较差，偿债压力相对较大，信用风险有所积累。此外，去年以来信托融资政策逐渐收紧，融资类信托违约持续增加。今年以来，数家大型信托公司爆发重大违约事件，截止6月底，信托违约产品51只，涉及22家发行机构，金额800亿元左右，呈现出快速增加之势。考虑到金融风险的感染性较强，需要关注信托风险向信贷、债券市场的传染扩散。

住户部门信用风险积累需要关注防范

在负债快速增长而收入增长相对较慢甚至负增长的情况下，债务风险积累不容忽视。今年前三季度在中长期贷款快速增长的推动下，我国住户部门杠杆率持续快速攀升，而收入在疫情影响下增长缓慢甚至负增长，住户部门信用风险积累不可避免，今年以来关于房贷断供及信用卡逾期的大量报道对住户部门的信用风险已经有所反映。考虑到我国住户贷款主要为工薪阶层的房贷、车贷及信用卡消费，其收入及支出具有大的刚性，储蓄普遍不多。在失业率较高、收入难以保障的情况下，依靠储蓄还债其实是在积累风险，无法持续，需要关注防范此类群体信用风险的集中爆发。

政府部门偿债压力较大，信用扩张受到约束

经过前三季度的信用量的快速扩张，9月末我国政府部门杠杆率已经提高到44%以上。尽管同国际比较，我国政府部门杠杆率并不高，尤其是中央政府的杠杆率较低；但考虑到隐性债务，我国地方政府债务规模及杠杆率均已不低，对其信用量进一步扩张产生了一定约束。■

RCEP签署对中国及区域经济有何意义?

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部



2020年11月15日,《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP, Regional Comprehensive Economic Partnership)第四次领导人会议通过视频方式举行。在15国领导人共同见证下,各国贸易部长正式签署了RCEP协定。该协定由东盟10国¹发起,邀请中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、印度6个对话伙伴国参加,旨在通过削减关税及非关税壁垒,建立一个16国统一市场的自由贸易协定。RCEP谈判于2012年11月正式启动,涉及货物和服务贸

易、投资、中小企业、经济技术合作等十余个领域。2019年, RCEP谈判取得重大进展, 15个成员国结束全部文本谈判及实质上所有市场准入谈判, 印度因“有重要问题尚未得到解决”而暂时没有加入协定。本次RCEP的正式签署标志着当前世界上人口最多、经贸规模最大、最具发展潜力的自由贸易区正式启航。RCEP历经8年、31轮正式谈判, 特别是今年以来, RCEP各成员克服新冠疫情带来的巨大困难, 全面完成市场准入谈判, 并完成1.4万多页文本法律审核工作, 最终在本次领导人会议期间如期签署协定。对于RCEP的签署会给中国及区域经济带来的影响, 我们有以下几方面的观点:

RCEP的缔结意味着“区域化经济”时代成为逆全球化浪潮下的“折中”选择, 东亚一体化程度加深, 将实现区域各国的优势互补, 增强各国面临外部冲击时的风险抵御能力

当前, 国际形势发生了深刻的变化, 经济全球化遭遇逆流, 单边主义、保护主义愈演愈烈, 新冠疫情给包括东亚国家在内的世界各国带来严重冲击。在这一背景下, 15个成员国保持密切磋商, 如期签署RCEP, 成为逆全球化时代的一个“折中”选择。一方面, RCEP的达成将进一步削减企业经营成本, 扩大市场, 提升区域的经济活

¹ 东南亚国家联盟 (Association of Southeast Asian Nations-ASEAN), 简称东盟 (ASEAN)。1967年8月8日成立于泰国曼谷, 现有10个成员国: 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡、文莱、柬埔寨、老挝、缅甸、越南。

力。虽然此前中国已经与东盟十国组建了自由贸易区，中国-东盟自贸区零关税已经覆盖了双方90%以上的税目产品，但RCEP的达成将在降低关税壁垒上迈出更大步伐，未来不排除95%甚至更多税目产品被纳入零关税范围。2019年，中国-东盟贸易额达到约6415亿美元，增长9.20%，快于中国对外贸易外贸进出口总值平均增速，在中国前三大贸易伙伴（欧盟、东盟、美国）中增速最快，RCEP的达成将令中国与东盟的贸易增长继续加速。

其次，RCEP将进一步加强区域产业链供应链合作，实现地区国家优势互补。中日韩的低端产业需要转移，高端产业需要扩宽消费市场，产业资本需要寻找出路，而东盟凭借人口红利需要承接制造业以带动经济增长，澳新拥有强大的原材料资源需要出口，从这个意义上说RCEP的达成将对各国形成巨大的优势互补效应，协定所带来的将不仅是短期内的互利，更是长期的共同繁荣发展。此外，RCEP的缔结也能令成员国增强面对外部风险和波动时的抵御能力。在国际经济、金融局势动荡加剧及黑天鹅频发的时代，区域各国形成稳定的自贸关系，实现风险收益共担，形成相对优越的区域环境，可以有效地增加区域内各国、尤其是小型经济体遭遇国际经济金融风险时的韧性。

RCEP迂回实现了中日韩的自贸安排，尤其是中国与日本首次达成双边关税减让是一大亮点，将大大提升中国自贸协定的“含金量”，具有重要的增量意义

RCEP的一个重要的意义是中日韩通过迂回路径实现了三国之间的自贸安排。此前中日韩自贸区从2002年开始动议，历经了16轮谈判，持续18年之久，每一次即将签订的时候总会有各种异常之事中断进程。本次RCEP协定中新增了中日、日韩两对国家间的自贸关系，也是中国和日本首次达成双边关税减让安排，是我国实施自由贸易区战略取得的重大突破。日本作为全球第三大经济体，其经济总量较大，经济发展水平领先，中日自贸安排将使得中国与自贸协定贸易伙伴的贸易额占全部贸易

额的比重由此前的约28%上升至目前的35%，具有重要的增量意义，同时也有望成为中日韩之间的自贸协定安排推进的重要契机。

美国短期内重返TPP还存在一定的不确定性，签署RCEP有助于增强中国面临美国亚太战略时的地缘政治腾挪能力

从美国两党的政治主张来看，遏制中国已成为最大公约数。在美国前总统奥巴马政府时期就曾推出TPP（跨太平洋伙伴关系协定）作为其“重返亚太”战略主要的主要经济政策，参与方包括美国、加拿大、澳大利亚、新西兰以及亚洲的日本、越南、新加坡和马来西亚。TPP的主要战略目的就是要在国际产业链分工上由越南等东南亚国家承接中国的作用。但特朗普上台后高举制造业回流美国的大旗退出了TPP，美国以外的其余11国继续磋商，于2018年3月签署了跨太平洋伙伴全面进展协定（CPTPP）。从当前选情看，拜登基本锁定了胜局，因此不排除其延续奥巴马的思路，重新加入TPP，从而介入东亚区域化进程的可能。另一方面，由于目前美国国内疫情严峻，拜登上任后很可能将处理疫情和经济纾困等问题的优先级放于更高的位置，而且美国国内存在强大的保护主义思潮，重提TPP的阻力很大，这样一来美国在亚太两个重要的区域协定上将均处于“缺席”状态。而与之形成对比的是，目前欧盟与中国的中欧投资协定谈判（BIT）有望今年正式达成，欧盟各国与中国通过“一带一路”的相关安排也保持了日趋紧密的接触。美国在此次抗疫的糟糕表现，加上“退群”等行为展现出的政策的摇摆不定使美国在全球的政治地位和号召力有所下降，而本次韩国、日本、澳大利亚、新西兰等美国传统“朋友圈”国家加入RCEP也侧面印证了美国在东亚地区的影响力有所削弱。面临美国在亚太的遏制战略，RCEP的达成将令中国在地缘政治方面的腾挪能力得以增强。从长期看，随着RCEP的不断深化，人民币在东盟各国进行计价交易的广度有望进一步拓宽，人

民币作为投资和储备货币的功能也将日益凸显，同时中国文化的影响力也将在这—进程中逐步扩大。

RCEP目前仍待各成员国在国内的批准生效；其在带来一体化市场、低成本等利好的同时也可能对中国制造业及企业带来劳动力成本及高端技术等方面的竞争与冲击

根据RCEP的规定，协定生效需15个成员中至少9个成员批准，其中要至少包括6个东盟成员国和中国、日本、韩国、澳大利亚和新西兰中至少3个国家。虽然目前协定已签署，但各RCEP成员仍需各自履行国内法律审批程序才可生效实施。从中国的情况看，签署RCEP虽然可带来更加一体化的市场、更低的运营成本等方面的多重利好，但是也会带来竞争压力。在高新产业方面，包

括集成电路和关键零部件领域我们面临日本、韩国等发达国家的冲击，而来自东盟国家低劳动力成本的竞争也会对中国企业产生冲击。中国制造业能否将劳动力密集产业向外迁移，同时真正实现由低附加值的劳动密集型生产环节向技术资本密集型、高附加值产品的产业链高端转移升级，仍将经历较长的发展过程。同时，中国目前在各领域还存在不少短板，包括服务贸易竞争力不足、金融市场开放程度较低，在环保、劳工和知识产权方面与发达国家存在较大差距等，企业对外投资和贸易的扩大也将对国内的政策带来新的要求，RCEP的不断深化还有待中国在经济体制和制度方面做出更多的调整和采取适宜的应对措施，以充分利用区域一体化和开放的红利。//

新冠疫情尚未平息，土耳其央行何以逆势加息？

文 | 联合资信评估股份有限公司 主权部

2020年11月19日，土耳其央行宣布加息475.00个基点，将一周回购利率由10.25%上调至15.00%，符合市场预期。在全球央行降息潮的背景下，土耳其央行迫于通胀压力，为遏制里拉贬值，选择逆势加息，尽管短期内提振里拉跌势，但受经济前景黯淡、外部脆弱性突出、政治环境不稳定等因素影响，里拉前景难言明朗。

自实行总统制以来土央行独立性和货币政策有效性受到广泛质疑，低利率政策导向下里拉面临长期贬值压力

在埃尔多安2014年担任总统后，一直积极推动修

宪。2017年土耳其通过全民公投将延续近百年的议会制政体转为总统制，总统被赋予了更大权力，其中就包括任命央行行长、副行长及货币政策委员会成员权力。

2018年通过提前选举埃尔多安顺利当选总统，因其坚持低利率政策，并将高通胀归咎于央行高利率政策，既忽视基本货币常识，同时因此频繁干预央行行长人选及货币政策调整。2019年以来，埃尔多安已经前后更换了三名央行行长。这一做法加大了国际投资者对土耳其央行独立性的担忧，同时低利率的政治压力削弱了央行货币政策的有效性，进一步加大了市场对于土耳其金融系统的担忧。

私有化、低利率、加大对房地产和基础设施的投入,以及对弱势群体的补助是埃尔多安政府推动经济发展、巩固政权的主要手段。低利率政策环境在提高信贷的同时为国内通胀飙升提供了土壤,货币也因此承受着持续的贬值压力。2018年8月份因美国制裁、投资者信心下滑、资本流出加剧,土耳其里拉加速大幅贬值,8月单月贬值幅度达到33.72%,引发货币危机,土耳其央行将基准利率由17.75%提升至24.00%,通过大幅加息在一定程度上支撑了里拉表现,稳定了部分国际投资者的市场信心,叠加外汇兑换收紧等措施,缓解了流动性危机。2019年因国内急需提振经济、提高信贷活动,央行在8月结束收紧重启降息通道,并在债务高企、外汇储备不足、新冠疫情冲击、美联储持续宽松政策等内外因素压力下,将基准利率由24.00%的高位逐步下调至8.25%。受此影响,土耳其里拉自2019年年末逐步进入贬值通道,美元兑土耳其里拉逐步走高。另一方面,由于通胀水平持续高于利率,土耳其实际利率水平自2020年起即进入负利率区间,土耳其也成为全球借贷成本最低的国家之一;里拉在2020年前10个月内累计贬值40.22%,是新兴市场中贬值幅度最大的货币之一(见图1)。

当前全球宽松货币环境下,土耳其央行逆势重启加息一方面是高通胀局面下的货币政策纠正,另一方面体现出经济压力下埃尔多安政府的局部妥协

2020年在新冠疫情冲击下,全球经济遭遇重大冲

击,以美联储为首的全球主要央行纷纷开启降息大幕,并因疫情的持续延续了宽松货币环境。但对于土耳其而言,经济面临结构性问题,外汇储备能力薄弱,长期高通胀压力下,经济根本无力维持低利率环境,里拉频频失守。2020年8月,里拉陷入历史低位,甚至已经超过2018年货币危机时期,土耳其央行在充分利用外围工具和停止供给最低利率融资等方式后仍无法遏制里拉贬值趋势。里拉疲软,土耳其央行面临高通胀局面与维持国内物价稳定政策目标的困境。

2020年9月,土耳其央行迫于经济市场压力加息200.00个BP,将基准利率上调至10.25%,这一加息已经超乎市场预期,但并未减弱投资者对政府的观望态度,里拉在短暂走强后又重回跌势。11月,受到央行行长、财政部长人选接连更换,以及央行放宽银行掉期限限制政策的多重影响,里拉行情上蹿下跳,大幅波动。此次土耳其央行逆全球宽松环境加息,一方面是央行面对高通胀局面下其他外围工具均无法遏制里拉跌势下做出的货币政策纠正,另一方面也是埃尔多安政府在当前经济压力下的局部妥协,经济现实说明当前土耳其无法在保持低利率的同时支撑里拉汇率。

央行首要的维持通胀目标与埃尔多安政府低利率信条的相互角力仍是主导未来利率政策方向的主要力量。尽管加息行动在短期内有助于提振里拉汇率表现,但受经济前景黯淡、外部脆弱性突出、政治环境不稳定等因素影响,里拉前景难言明朗。

经济结构性问题突出,新冠疫情二度暴发下,内外增长动力不足,经济前景难以对里拉形成有效支撑

在埃尔多安低利率、私人化、对房地产和基础设施加大投入的经济增长方案引导下,土耳其依靠高债务换来了多年的高速增长,但增长的背后是经济美元化程度加深、通胀高企、债务压力攀升、房地产和金融业的泡沫形成,以及制造业的空心化,经济内生增长动力不足。到2019年土耳其经济中工业与GDP比值不到

图1 土耳其里拉汇率、CPI增幅及基准利率走势(%)



28.00%，而以旅游业为主的服务业与GDP比值已经超过60.00%，经常账户常年表现赤字，国内外汇需求旺盛；同时房地产是吸引外资的重要领域，房价在2010年至2019年间每年以8.00%~15.00%的幅度上涨，已经成为支柱产业，同时居民储蓄率较低，2019年国内储蓄率与GDP比值不足25.00%，且大部分以美元存款为主。另一方面，由于国内政治环境不稳定因素增多、产业结构矛盾愈发明显，叠加国际投资环境恶化，境外投资流入速度开始放缓，2019年，土耳其FDI流入量较上年同期下降35.00%至84.30亿美元，经济外部动力下滑。近年来，为了维持高速的经济增长，政府货币超发严重，国内CPI增幅持续保持10.00%以上，远超过央行5.00%的通胀目标。经济长期面临通胀压力（见图2）。

2020年新冠疫情对国际贸易和全球供应链均造成严重冲击，由于全球大多数国家为严控病情传播相继封锁边境线，国际客运量大幅下滑，土耳其旅游产业、航空业损失惨重。另外，土耳其国内也在疫情防控方面采取了多项收紧措施并开展大规模防疫措施检查，国内经济活动基本停滞。以旅游业、外商投资、服务业为主的土耳其受此影响经济遭遇重大打击，二季度经济出现9.90%的大幅萎缩。在二季度末度过疫情感染高峰期后土耳其宣布逐步放宽防疫限制措施，复工复产活动带来三季度经济的明显回暖，但也因此引发疫情二次暴发，近期每日新增确诊人数已接近4月时创下的峰值（见图3）。11月20日，总统埃尔多安宣布土耳其将收紧新冠

疫情防控措施，对全国部分地区实施封锁措施，所有体育赛事将不会有观众参与。

从外部融资状况来看，三季度，旅游收入约为40亿美元，较去年同期下滑71.20%，总出口额同比下降10.90%至1183.3亿美元，贸易差额大幅走扩159.10%至-293.00亿美元，预计2020年经常账户再次进入赤字状态，与GDP比值达到3.20%，经常账户创汇能力有限。另一方面，受疫情影响全球投资活动大幅降温，前三季度土耳其直接投资流入较上年同期下滑31.30%至31.20亿美元。在土耳其经济的内外部增长动力不足、创汇能力有限的情况下，预计四季度土耳其经济难见复苏，经济前景难以对里拉形成有效支撑。

外债逐年攀升，外汇储备濒临耗尽，国际收支风险加大里拉下行压力，外部脆弱性突出

埃尔多安政府坚持低利率环境提振经济增长，依靠低利率环境为国内房地产、基础建设投入、私营企业等经济活动提供了优渥的贷款环境，以贷续贷的方式维持了多个经济部门的高速发展。同时推崇自由市场，资本流动限制相对较小，国际吸引力较强，特别是房地产、旅游业和金融业，外资投入程度较高，对外资依赖程度较深。出于对央行的独立性和政策有效性的担忧，面对国内低利率、高通胀和本币持续走弱的现状，国内居民和机构更倾向于持有美元资产。土耳其经济美元化程度较高，外债水平逐年攀升。2020年二季度末，土

图2 土耳其M2和CPI月度同比数据（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

图3 土耳其新冠新增确诊趋势图（人）



数据来源：Wind，联合资信整理

土耳其外债规模达到4218.26亿美元, 约占GDP的59.50%, 外债规模几乎是2008年金融危机时外债规模的1.50倍。截至9月底, 短期外债存量达到1340.00亿美元, 较2019年底增长8.80%, 其中43.20%为美元债务, 其次为29.00%的欧元债务。

另一方面, 外汇储备濒临耗尽, 对短期外债的覆盖能力已经见顶, 外债偿还能力有限。土耳其官方外汇储备自2016年以来表现持续下滑, 截至2020年9月, 官方外汇储备为797.00亿美元, 较上月下滑4.90%, 其中外汇储备减少了6.30%到363.00亿美元, 黄金储备下降了3.70%到41.80亿美元。面对外汇储备的持续下滑, 土耳其积极开展国际货币互换协议, 以此来避免外汇储备的支出。2020年5月土耳其将于卡塔尔的互换协议额度提高至150.00亿美元。考虑到外汇储备中存在的这部分互换头寸, 预计拆除互换头寸以后外汇储备已经显示为负数, 外汇储备濒临耗尽。一方面, 外汇储备常年弱于短期外债规模, 外汇储备对于短期外债覆盖能力已经见顶, 外债的偿还能力有限(见图4)。另一方面, 外汇储备对进口成本覆盖能力不足, 2019年外汇储备对进口覆盖时间不足5个月, 外汇耗尽的局面将导致土耳其国际收支能力出现问题, 进而影响国际贸易的正常进行, 而这将进一步加大里拉下行压力, 外部脆弱性突出。

国际摩擦不断, 国内民众不满情绪升温, 埃尔多安执政基础有所削弱, 政治环境的不稳定性将加剧里拉波动行情

土耳其经济对外资依赖程度很高, 因此市场情绪和国际投资者信心对保持经济和外部稳健十分重要。而国内外政治不稳定因素的持续加剧了国际投资者担忧, 使里拉在国际外汇市场波动性明显上升。

埃尔多安上台以来, 政治态度表现强硬, 在国际上与美国、俄罗斯、法国、希腊等国摩擦不断。近期来看, 欧盟方面, 土耳其与希腊就油气开采存在争议, 且双方均态度强硬, 未来仍有持续升级的可能性, 这将拖

图4 土耳其短期外债及外汇储备(亿美元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

累土耳其加入欧盟的进度; 与俄罗斯方面, 尽管土俄关系自2019年土耳其向俄罗斯采购S-400防空导弹系统起开始转暖, 但在近期阿塞拜疆和亚美尼亚在纳卡地区的军事冲突中, 双方处在对立且又存在根本利益冲突; 与美国方面, 土耳其当前与美国相互制裁, 且在中东地区政治角力有可能升级, 两国紧张关系有进一步深化的趋势。土耳其国际政治环境并不利于其稳定投资者信心。

另外, 由于经济下滑, 国内面临高通胀和高失业并存局面, 民众生活面临困境。而国际制裁带来的经济发展前景高度的不确定性更加深了民众的担忧。频繁出兵海外引起了国内强烈的反战情绪, 国内民众对于埃尔多安政府的不满情绪逐步升温。2020年以来, 新冠冲击下旅游业、航空业纷纷损失惨重, 经济更加困难; 失业率上升的同时, 物价高企, 里拉严重贬值, 加上地震等自然灾害影响, 国内民众心理防线严重崩溃, 多次不顾疫情游行示威, 埃尔多安政府执政基础有所削弱, 国内政治形势也为国际投资者带来情绪波动, 进而影响里拉走势。

政治局势因事件的突发性、影响的广泛性对国际投资者情绪具有强烈感染力, 进而加剧资本流动频率, 增加货币波动风险。土耳其当前内外交困的政治局面不利于吸引长期外商投资, 反而容易滋生资本投机行为, 加剧汇率市场波动, 市场情绪也随之摇摆, 多重不确定性为里拉汇率前景埋下隐患。

评级小贴士**关于信用保护工具的一些基础知识****什么是信用保护工具？**

信用保护工具是指信用保护卖方和信用保护买方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由卖方就约定的一个或多个参考实体或其符合特定债务种类和债务特征的一个或多个、一类或多类债务向买方提供信用风险保护的金融工具。

信用保护工具的类型包括哪些？

信用保护工具包括信用保护合约和信用保护凭证。合约由交易双方签署的《中国证券期货市场衍生品交易主协议（信用保护合约专用版）》、补充协议（如有）以及通过上交所交易系统生成的交易确认书等一系列合同文本组成。合约项下的相关权利义务由交易双方各自享有和承担，不可转让。凭证由凭证创设机构创设，就一个或多个参考实体或其符合特定债务种类和债务特征的一个或多个、一类或多类债务向凭证持有人提供信用保护，并可以通过交易系统转让。

信用保护凭证的信息披露要求有哪些？

创设机构应当在凭证创设前2个交易日通过交易所网站或者以交易所认可的其他方式向投资者披露凭证创设说明书、创设机构的信用评级报告、经审计的财务报表和审计报告等相关文件。凭证存续期间，创设机构应当在每年4月30日之前披露上一年度的年度报告、财务报表及审计报告，并在每年6月30日之前披露定期跟踪评级报告。凭证存续期间，发生可能影响创设机构赔付能力的重大事项，或者存在关于创设机构及其创设的凭证的重大市场传闻的，创设机构应当及时提交并披露临时报告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的后果。

资料来源：《上海证券交易所 中国证券登记结算有限责任公司信用保护工具业务管理试点办法》《上海证券交易所信用保护工具交易业务指引》

交通运输行业信用风险研究报告 ——2020年三季度报

文 | 联合资信评估股份有限公司 公用事业三部

一、行业政策

交通运输部发布推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见

交通运输部发布推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见，提出打造融合高效的智慧交通基础设施，助力信息基础设施建设和完善行业创新基础设施。

2020年8月6日，《交通运输部关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》提出，到2035年，交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效，先进信息技术深度赋能交通基础设施，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力全面提升，泛在感知设施、先进传输网络、北斗时空信息服务在交通运输行业深度覆盖，行业数据中心和网络安全体系基本建立，智能列车、自动驾驶汽车、智能船舶等逐步应用。科技创新支撑能力显著提升，前瞻性技术应用水平居世界前列。

交通运输部发布有关省市开展交通强国建设试点工作的意见

三季度，交通运输部继续发布部分省市开展交通强国建设试点工作的意见，以推进各省市交通强国建设试点工作的实施。

2020年7月3日，交通运输部发布《交通运输部关于河北雄安新区开展智能出行城市等交通强国建设试点工作的意见》《交通运输部关于新疆维吾尔自治区开展交通运输高水平对外开放等交通强国建设试点工作的意见》。

9月2日，交通运输部发布《交通运输部关于深圳市开展高品质创新型国际航空枢纽建设等交通强国建设试点工作的意见》《交通运输部关于重庆市开展内陆国际物流枢纽高质量发展等交通强国建设试点工作的意见》等。交通运输部发布关于各省市开展交通强国建设试点工作的意见，明确了试点单位、试点内容及实施路径、预期成果，以推进各省市交通强国建设试点工作的实施。

中国国家铁路集团有限公司发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确了全国铁路网发展目标，包括建设发达完善的现代化铁路网、实现网络设施智慧升级等。

2020年8月，中国国家铁路集团有限公司发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，主要任务包括建设发达完善的现代化铁路网、发展自主先进的技术装备体系、创新优质高效的运输服务供给、提升持续可靠的安全发展水平、强化科技创新的支撑引领能力等。目标是到2035年，全国铁路网20万公里左右，其中高铁7万公里左右，20万人口以上城市实现铁路覆盖，其中50万人口以上城市高铁通达，实现铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛。

民航局发布新的《通用航空经营许可证管理规定》

民航局发布新的《通用航空经营许可证管理规定》，

促进航空业高质量发展。

2020年8月4日，民航局下发《通用航空经营许可证管理规定》（交通运输部令2020年第18号）（以下简称“规定”），系民航局对《通用航空经营许可证管理规定》（交通运输部令2018年第36号）进行全面修订而来。修订的主要内容包括重新划分经营项目类别，最大限度降低通用航空经营许可证条件，构建通用航空诚信体系，降低企业经营的制度性成本等。新发布的规定目的在于落实“放管服”改革，进一步优化营商环境，激发通用航空市场活动，促进通用航空实现高质量发展。

二、行业运行状况

公路行业

受新冠肺炎疫情影响，全国公路客、货运量较上年同期大幅下降，但受复工复产和快递行业活跃的影响，公路运输需求持续回升。

客运方面，新冠肺炎疫情影响下，2020年1—9月，公路累计客运量49.11亿人次，较上年同期下降50.02%。随着全国范围复工复产，公路客运量持续回升，但与上年同期水平仍有较大差距。

货运方面，受“公转铁”等货运结构调整，叠加新冠肺炎疫情影响下，2020年1—9月公路累计货运量240.60亿吨，较上年同期下降20.54%。但受逐渐推进复工复产及快递行业活跃的影响，公路货运量回升较快。

铁路行业

铁路客运量较上年同期大幅下降，货运量小幅增长但增速有所下降。受疫情得到有效控制和复工复产影响，铁路客运量逐步回升，降幅逐步收窄。

客运量方面，2020年1—9月，我国铁路累计客运量为15.09亿人次，较上年同期下降46.26%（上年同期增速为9.36%）。货运量方面，在新冠肺炎疫情对宏观经济冲击、“公转铁”等货物运输结构优化政策等因素综合作



用下，我国铁路累计货运量为32.63亿吨，较上年同期增长3.43%，增速较上年同期减少2.67个百分点。

港口行业

受新冠肺炎疫情影响，前三季度全国主要港口货物吞吐量和集装箱吞吐量同比增速下滑明显。7月起，全国主要港口货物吞吐量增速稳步提升，集装箱吞吐量增速降幅收窄。

受新冠肺炎疫情影响，2020年全国主要港口货物吞吐量增速和集装箱吞吐量增速较上年同期明显下滑。1—9月，全国主要港口货物吞吐量累计值为106.06亿吨，较上年同期增长3.00%（上年同期增速为8.10%）；全国主要港口集装箱吞吐量为1.93亿标准箱，较上年同期下降1.30%（上年同期增速为4.80%）。

从7月起，全国主要港口货物吞吐量已连续三月实现正增长，且增速呈环比上升趋势，行业持续回暖，全国主要港口货物吞吐量增速稳步提升。在海外经济重启推进，集装箱吞吐量降幅收窄。

航空业

受新冠肺炎疫情影响，前三季度航空需求整体大幅下降。伴随我国疫情逐步得到控制，国内航线需求

持续改善,但境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响仍将持续。

受新冠肺炎疫情影响,2020年1—9月,我国民航旅客周周转量为4298.63亿人公里,较上年同期下降51.30%;民航货邮周周转量为168.86亿吨公里,较上年同期下降11.80%。

自2020年2月以来,民航业旅客运输量同比降幅逐月收窄,其中国内航线需求持续改善,客运量9月份接近去年同期水平。第三季度,全行业完成运输总周转量228.5亿吨公里、旅客运输量1.33亿人次、完成货邮运输量176.7万吨,同比恢复至去年同期的67.6%、76%、91.3%。特别是进入9月份,上述3项指标已分别恢复至

去年同期的76.3%、87.5%、96.4%。其中国内航线表现突出,国内航线运输总周转量和旅客运输量已恢复至去年同期的96.9%和98.0%。受境外疫情的不利影响,国际航线旅客运输量同比降幅仍维持高位,7月、8月和9月,国际航线民航旅客周周转量当月同比降幅分别为96.70%、96.70%和96.20%,境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响仍将持续(见图1)。

三、行业债券市场情况

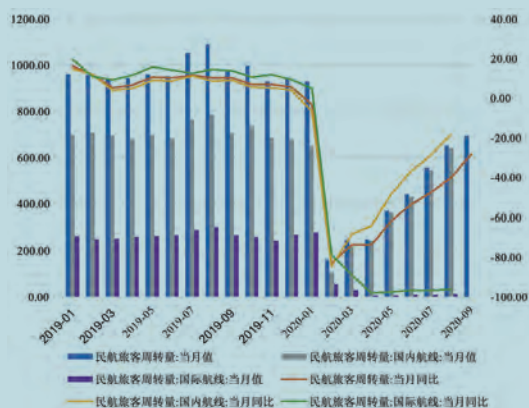
债券发行情况

2020年前三季度,交通运输行业整体债券发行金额明显增长。其中,高速公路运营企业在疫情防控期间免收车辆通行费,现金流压力急剧增加,债券发行数量及发行规模较上年同期大幅增加。交通运输行业债券发行主体仍以高级别发行人为主,发行利率区间较上年同期有所下降。

2020年前三季度,交通运输行业共发行债券472只,发行数量较上年同期增长74.81%。其中,港口、高速、铁路运输和机场企业债券发行数量和发行金额均较上年同期有所增加,其他子行业呈下降趋势。交通运输行业债券合计发行金额为8407.01亿元,较上年同期大幅增长188.99%(见表1)。

从发行主体信用等级分布来看,2020年前三季度共

图1 民航旅客周周转量当月值及当月同比情况(亿人公里、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

表1 2020年前三季度交通运输行业债券发行数量及金额

交通运输行业主要子行业	发行数量(只)	发行数量较上年同期增长(%)	发行金额(亿元)	发行金额较上年同期增长(%)
港口	76	16.92	591.70	7.68
高速	255	355.36	2914.31	528.15
航空运输	55	-23.61	746.50	-9.37
铁路运输	47	23.68	3746.50	451.77
航运	24	-22.58	264.00	-16.19
机场	15	87.50	144.00	84.62
合计	472	74.81	8407.01	188.99

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

有125家主体发行债券，其中无主体信用级别1家，AAA级别的主体75家，AA+级别的主体30家，AA级别的主体19家（见图2）。从发行规模来看，AAA级别发行规模占交通运输行业总发行规模的比重为91.01%，债券发行主体仍以高级别发行人为主（见图3）。

从债券品种来看，2020年前三季度共发行超短期融资债券183只、一般短期融资券17只、定向债务融资工具27只、一般中期票据120只、一般公司债46只、私募债30只、一般企业债19只和政府支持机构债30只¹。

债券发行利率

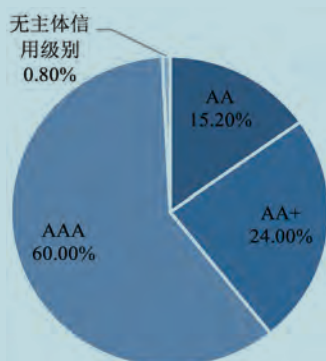
从发行利率来看，主体级别为AAA的债券345只，发行利率区间为1.13%~5.80%；主体级别为AA+的债券

表2 2020年前三季度发行利率区间比较情况

主体信用级别	发行利率区间	上年同期发行利率区间
AAA	1.13%~5.80%	2.05%~7.00%
AA+	2.00%~5.95%	3.20%~7.30%
AA	2.98%~7.50%	3.47%~7.80%

资料来源：Wind，联合资信整理

图2 交通运输行业发债主体级别分布



资料来源：Wind，联合资信整理

88只，发行利率区间为2.00%~5.95%；主体级别为AA的债券38只，发行利率区间为2.98%~7.50%。各主体级别发行利率区间均较上年同期有所下降（见表2）。

2020年四季度到期债券情况

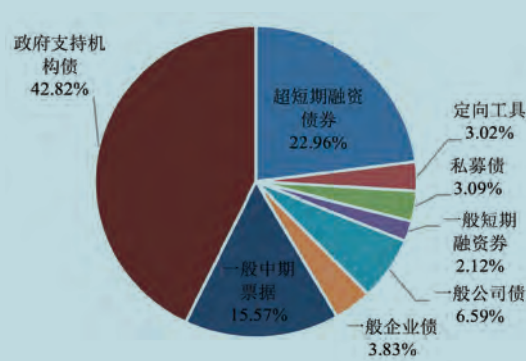
2020年第四季度，面临到期及行权的债券规模较大，需关注短期债务规模大、账面资金储备不足的航空运输企业。

债券到期情况方面，2020年第四季度交通运输行业将有100只债券到期，到期总金额为1066.87亿元。其中，主体级别为AAA的债券到期金额占89.47%，主体级别为AA+的债券到期金额占7.87%，主体级别为AA的债券到期金额占2.02%，主体级别为AA-的债券到期金额占0.06%，主体无级别债券到期金额占0.07%。到期债券的发行主体共50家，以国有背景企业为主。2020年第四季度交通运输行业面临回售债券20只，发行主体均为国有企业。

短期偿债能力

从流动比率、速动比率和现金短期债务比等短期

图3 交通运输行业各类债券发行规模占比



资料来源：Wind，联合资信整理

¹ 政府支持机构债发行主体均为中国国家铁路集团有限公司。

偿债能力指标来看，2020年三季度各指标较上年末稳定或有提升。面临债券到期及行权的航空运输企业现金短期债务比远低于交通运输行业平均水平，考虑到新冠肺炎疫情对航空运输经营及偿债能力短期内产生的冲击，需关注债务负担重、短期债务比重高的企业的债券兑付情况（见表3）。

企业信用评级变动情况

2020年三季度，交通运输行业主体级别基本稳定，向上迁移的主体共2家，向下迁移的主体1家。

昆明轨道交通集团有限公司（以下简称“昆明轨交”）主体级别于2020年9月2日由AA+上调为AAA。调整理由主要为昆明轨交外部环境良好、主体地位较突出等。

山东省机场管理集团有限公司（以下简称“山东机场”）主体级别于2020年9月2日由AA+上调为AAA。调整理由主要为山东机场新增对烟台、威海等五机场的合并、注册资本迅速扩充、旅客吞吐量及收入获现能力提升等。

云南祥鹏航空有限责任公司（以下称“祥鹏航空”）主体级别由2020年7月30日由AA下调为AA-，展望调整为负面。调整理由主要为2019年以来祥鹏航空出现亏损，对外融资及日常经营或受海航集团有限公司、海航控股等流动性和债务风险的影响，高级管理人员变

动频繁，存在一定短期偿付压力，新冠病毒肺炎疫情冲击航空客货运输需求等。

四、2020年四季度行业展望

交通运输行业整体受新冠肺炎疫情负面影响大。2020年前三季度，公路客货运量、铁路客运量以及民航运输量均较上年同期大幅下降，仅铁路货运量和港口货物吞吐量有所增长但增速有所下降。在国内疫情从爆发到稳定以及经济渐进修复的大背景下，社会生产生活正逐步恢复，复工复产持续推进，工业生产逐季回升。国家统计局官网数据显示，截至9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。2020年前三季度，经济运行稳步恢复，经济增长由负转正。受益国内疫情缓解，国内交通运输需求整体将持续复苏，但境外疫情的蔓延对国际航线的不利影响仍将持续。

三季度以来，国内经济进一步企稳回升，各项经济指标好于预期，但同时国内仍处于疫情防控的常态化阶段，货币政策仍承担着支持实体经济、对冲疫情冲击的职能，预计四季度货币政策保持稳健的总基调，财政政策方面，直达资金支出有望进一步加快，注重民生项目，同时保障重大项目建设资金，注重质量和效益，交通运输业有望得到一定的政策支持。《交通强国建设

表3 2020年第四季度到期及行权企业分行业短期偿债能力情况（单位：%、倍）

指标	2019年末			2020年9月末		
	流动比率	速动比率	现金短期债务比	流动比率	速动比率	现金短期债务比
港口	78.04	62.47	0.46	78.60	66.59	1.34
高速	134.99	101.98	0.82	155.68	126.39	2.18
航空运输	45.56	39.73	0.42	51.80	41.92	0.70
航运	92.11	81.87	0.82	93.99	82.79	1.22
机场	131.65	121.22	0.66	127.81	119.96	0.68
行业平均	103.03	80.92	0.67	114.74	94.38	1.62

注：1. 上表未包含未披露2020年前三季度财务数据的茂名港集团有限公司、沧州港务集团有限公司、海航机场集团有限公司、海航集团有限公司；

2. 2020年第四季度机场企业到期债券仅有1只，为20厦翔业SCP007

资料来源：Wind，联合资信整理

纲要》中明确了建设交通强国战略，我国交通基础设施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。同时，“新基建”是交通运输行业迈向高质量发展的一个重要风口，是加快交通强国建设的强力引擎。在政策的大力推动下，交通运输行业基础设施建设有望加快推进。

2020年四季度，预计交通运输行业整体将继续保持稳健复苏态势。交通运输行业面临债券到期及行权的债券规模较大，同时考虑到本次新冠肺炎疫情对航空运输企业经营和偿债能力短期内产生的重大冲击以及国际航线的不利影响仍持续，需关注短期债务规模大、账面资金储备不足的航空运输企业。///

建筑施工行业2020年三季度观察 ——行业运行归位四季度稳增长可期

文 | 联合资信评估股份有限公司 闫蓉 黄焱 李思卓

一、行业相关政策

2020年三季度，随着建筑业整体持续改善，行业政策导向以引导提升建筑业工程质量，进一步规范行业管理为主。

2020年前三季度，在“新冠”疫情从爆发到稳定以及经济渐进修复的大背景下，建筑行业相关政策延续了从为企业减负降费促产值到合理规范行业管理保质量的过渡，整体引导着建筑业的良好发展（见表1）。具体来看，2020年一季度，面对新冠疫情的严峻形势，建筑业相关政策围绕“做好疫情防控工作的前提下有序推动企业复工复产及降低企业成本费用、减轻企业负担”为主题有序开展。2020年二季度，在一季度政策利好的推动下，建筑业逐步回暖，行业政策在延续降低建筑施工企业负担的同时，对建筑业资质框架、建筑业细分领域应用规程和评价标准进行完善，引导建筑业向规范化和标准化方向发展，同时注重提升建筑行业运行效率。2020年三季度，随着建筑业整体继续改善，行业政

策导向以提升建筑业工程质量为主，进一步规范行业管理，保证建筑业运行质量。

二、建筑业发展状况

从行业层面来看，随着2020年二季度和三季度建筑业持续回暖，2020年前三季度，建筑业总产值较上年同期实现小幅增长，行业运行回归正常水平。未来随着复工率、新签订单、新开工面积持续修复，建筑业景气度有望继续改善。

2020年1—9月，全国建筑业实现总产值167927亿元（见图1），同比增长3.40%，增速虽然仍同比低3.26个百分点，但增速是2020年以来首次由负转正。分季度来看，在2020年一季度建筑业总产值同比下降16.00%创下历史新低之后，二季度建筑业总产值显著回升，实现同比增长10.31%；三季度建筑业继续改善，实现总产值67086.88亿元，同比增长10.25%，行业运行增速趋于稳定。从行业贡献度来看，2020年1—9月，

建筑业对国民生产总值的贡献度为7.48%，较上年同期略有增长。分季度来看，2020年1—3季度，建筑业增加值对国民生产总值的贡献度分别为5.11%、8.50%和8.35%，整体看，2020年二、三季度，建筑行业贡献度回归正常水平。

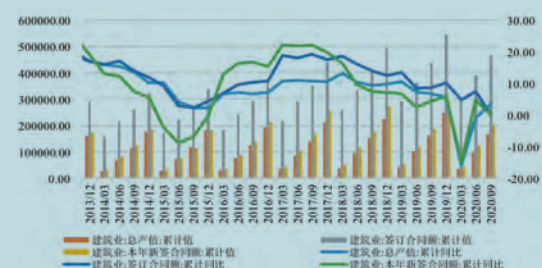
从劳动力市场看，截至2020年三季度末，建筑业从业人数为4550.29万人，较上年同期下降2.76%，但降幅较2020年一季度末的4.38%进一步收窄；环比二季度末增长10.42%，整体看建筑业复工率持续回暖。

从合同签订情况看，2020年前三季度，全国建筑业累计新签订单20.35万亿元，新签合同额累计同比增长8.76%，增速较上年同期增加4.38个百分点。其中，在2020年一季度新签合同额达到同比下降14.76%的谷底之后，二季度，新签合同额触底反弹，同比增长21.25%；三季度，新签合同额7.75亿元，同比增长16.02%，增速较上年同期增长8.04个百分点。截至2020年9月底，全国建筑业签订合同总额39.09万亿元，累计同比增长7.02%，新签合同规模持续修复。

从新开工面积看，2020年前三季度，建筑业新开工面积分别同比增长-23.88%、-5.35%和-3.24%。2020年1—9月，建筑业新开工面积合计341816.01万平方米，同比下降3.24%，降幅较6月底的5.35%进一步收窄。整体看，2020年三季度，建筑业复工复产力度持续加大，建筑业延续了二季度的复苏趋势。

建筑业景气度指标方面，受疫情冲击，2020年2月，建筑业PMI、新订单指数及业务活动预期指数均降至

图1 2013年以来建筑业总产值及新签合同额情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

表1 2020年三季度建筑业相关政策和动态

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年7月	住房和城乡建设部	建设工程企业资质标准框架(征求意见稿)	除综合资质外，全部下放至省级及以下有关主管部门审批(其中，涉及公路、水运、水利、通信、铁路、民航等资质的审批权限由住房和城乡建设部会同国务院有关部门确定)，进一步压减审批环节，提高审批效率。
2020年7月	住房和城乡建设部	关于印发工程造价改革工作方案的通知	通过改进工程计量和计价规则、完善工程计价依据发布机制、加强工程造价数据积累、强化建设单位造价管控责任、严格施工合同履约管理等措施，推行清单计量、市场询价、自主报价、竞争定价的工程计价方式，进一步完善工程造价市场形成机制。
2020年7月	住房和城乡建设部	关于房地产开发企业一级资质有效期延期等有关事项的通知	结合常态化疫情防控要求和推进房地产开发企业资质“全程网办”工作安排，由住房和城乡建设部核发的房地产开发企业一级资质有效期于2019年11月1日至2020年9月29日期满的，统一延期至2020年9月30日，资质证书无需换发。
2020年8月	国家发改委	国家工程研究中心管理办法	加快科研成果向现实生产力转化，促进重大科研成果转化应用以及产业基础高级化和产业链现代化。
2020年9月	住房和城乡建设部	关于落实建设单位工程质量首要责任的通知	界定并严格落实建设单位工程质量首要责任，提高房屋建筑和市政基础设施工程质量水平。
2020年10月	中国建筑业协会	全过程工程咨询服务管理标准	对全过程工程咨询覆盖的建设项目全生命周期，包括人、财、机、材料等核心资源调度，以满足成本、质量、安全、环境等项目目标。

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

历史最低值(见图2), 3月以来, 随着复工复产节奏的加快, 建筑施工企业生产经营情况开始持续稳步改善, 2020年4月底, 上述三项指标均重回荣枯线上方。截至2020年9月底, 上述三项指标分别为60.20%、56.90%和67.80%, 行业景气度得到维持。

从微观企业角度来看, 2020年上半年, 建筑施工类企业继续放缓对PPP项目的投资进度, 以消化存量回款较快的传统项目为主; 营业收入增速较上年同期大幅下降, 盈利水平有所下滑, 债务负担进一步加重。下半年, 随着国内疫情趋于稳定、经济与就业持续好转以及建筑行业赶工节奏的加快, 预计全年来看建筑业企业经营情况或将得以改善。

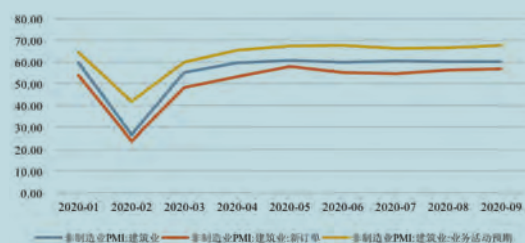
联合资信选取中国交通建设股份有限公司、中国中铁股份有限公司等46家发债主体作为样本企业¹, 由于大部分企业三季度财务数据尚未披露, 以下通过其披露的半年度财务报表进一步分析建筑业运行状况。

从营业收入增速来看, 2020年1—6月², 样本企业营业收入增速中位数为2.29%, 相较2019年同期增速14.07%下降11.79个百分点, 主要原因系一季度新冠疫情对于建筑业企业业务执行、工程进度推进及结算影响较大, 企业新开工项目呈现缩减态势; 通过样本企业净

资产收益率观察建筑业企业盈利状况, 2020年1—6月, 样本企业净资产收益率中位数为2.95%, 较2019年同期下降0.94个百分点, 降幅较大, 主要系新冠疫情对行业上半年盈利能力影响较大。通过杜邦分析将净资产收益率拆解为销售净利率、总资产周转率及权益乘数(净资产收益率=销售净利率*总资产周转率*权益乘数)进一步分析企业盈利能力变化原因, 2020年1—6月, 样本企业销售净利率、总资产周转率及权益乘数中位数分别为2.00%、0.24次和5.73倍, 其中体现企业盈利能力及经营效率的销售净利率及总资产周转率分别较上年同期下降0.56个百分点及0.04次, 均有所下降。上述指标与目前建筑业企业实际业务运作情况体现出一致性, 受上下游影响, 建筑业企业加大的杠杆无法抵消净利率下滑对于净资产收益率的影响。

从债务压力来看, 截至2020年6月底, 样本企业全部有息债务(短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款)中位数为206.02亿元, 较2019年6月底的155.21亿元增长32.74%; 同期, 短期债务占比由2019年底的46.57%小幅下降至45.97%, 债务结构稍有优化。截至2020年6月底, 样本企业全部债务资本化比率中位数较上年同期的57.40%增长至58.83%。总体来看, 建筑业企业整体债务压力有所加重, 整体债务负担仍较重。建筑业企业长期应收款主要是企业PPP项目投入资金, 选取长期应收款增长率观察行业不同时期垫资规模的扩张程度, 2020年1—6月, 样本企业长期应收款增长率中位数为2.69%, 较2019年1—6月的6.94%相比低4.24个百分点, 系与国家近年陆续清理各地不规范PPP项目等政策效应有关以及疫情当前建筑施工企业对投资规模大回款较慢的PPP项目投资有所减少所致。总体来看, 2020年上半年建筑业企业债务压力有所增长, 但PPP项目投资明显放缓。

图2 2020年1—9月建筑业PMI(单位: %)



资料来源: Wind

¹ 选取标准为 2015 — 2019 年间财务报告等数据公开披露口径较全面的企业。

² 截止报告日, 大部分企业三季度财务数据未能获取, 文中采用二季度数据进行分析。

从现金流表现来看, 2020年1—6月, 样本企业现金收入比中位数为97.39%, 较上年同期的98.47%略有下降。2020年1—6月, 样本企业筹资活动前净现金流量中位数为-22.56亿元, 相较上年同期的-17.30亿元, 缺口有所扩大。其中, 2020年1—6月样本企业投资活动净现金流中位数为-7.70亿元, 较上年同期的-8.75亿元缺口有所缩小, 主要系建筑业企业PPP项目投资有所放缓所致; 2020年1—6月, 样本企业经营活动净现金流中位数为-6.48亿元, 缺口较上年同期的-5.88亿元缺口有所扩大。

从上下游占款情况来看, 截至2020年6月底, 样本企业(应收账款+存货)/应付账款中位数为1.09倍, 较上年同期的1.63倍大幅下降。同期, 样本企业应收账款及存货中位数分别为73.92亿元及49.34亿元, 较2019年6月底的82.77亿元及97.89亿元均有不同程度的下降, 进一步表明2020年上半年, 建筑业企业采取加快周转、消化存量项目以获取流动性的经营策略。

从偿债能力来看, 截至2020年6月底, 样本企业现金短债比中位数为0.69倍, 较2019年6月底的0.78倍有所下降, 疫情之下建筑业下游房地产行业去化压力加大、地方政府财力受损均从不同程度增加了建筑业企业短期偿债压力。

总体来看, 2020年上半年, 在“新冠”疫情的大背景下, 建筑施工类企业放缓了PPP项目的投资规模, 以消化存量回款较快的传统项目为主, 营业收入增速较上年同期大幅下降。2020年上半年, 建筑施工类企业债务规模较快增长, 整体债务负担进一步加重, 受资金占用等因素影响, 企业资金压力有所上升。下半年, 随着国内疫情趋于稳定、经济与就业持续好转以及建筑行业赶工节奏的加快, 预计全年来看建筑业企业经营情况或将得以改善。

三、下游行业发展状况

2020年三季度, 房地产行业逐渐走出“新冠”疫情带来的负面影响, 投资表现强劲, 整体2020年前三季度房地

产投资处于持续修复状态。在2020年三季度以来房地产政策边际性收紧的影响下, 预计2020年四季度房地产企业将以消化库存为主, 房地产投资三季度高增长状态或将有所降温, 但预计不会脱离投资持续修复的主旋律。

房地产行业作为建筑业下游重要行业之一, 其需求、投资、施工等情况对建筑业影响较大。2020年1—9月, 全国完成房地产开发投资103484.00亿元(见图3), 同比增长5.60%, 累计投资增速较二季度的1.90%进一步加快。分季度来看, 2020年前三季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%和11.83%, 二三季度房地产投资保持强劲态势。销售方面, 2020年前三季度, 全国商品房销售面积117073.00万平方米, 同比下降1.80%, 降幅比2020年1—8月进一步收窄1.50个百分点, 9月单月商品房销售面积实现同比增长7.25%; 施工方面, 2020年1—9月, 全国房屋新开工面积160090.00万平方米, 同比下降3.40%, 降幅比2020年1—8月收窄0.20个百分点, 商品房销售及新开工情况处于逐步恢复阶段。总体看, 随“新冠”肺炎疫情逐步好转, 房地产投资自2020年二三季度以来表现强劲, 逐渐走出“新冠”疫情带来的负面影响, 整体来看, 2020年前三季度房地产投资处于持续修复状态。

政策方面, 2020年三季度广东省、河南省等地出台相关政策加强商品房销售价格指导, 贯彻中央“房住不炒”的政策方针; 内蒙古、吉林省、浙江省、江苏省等地出台政策对公积金贷款、家庭住房首付比例等相关

图3 房地产投资、开工及销售情况(单位: 亿元、%)



内容进行限制,各地房地产“政策性边际收紧”的信号频出。8月20日住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会,会议上,明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则;8月28日正式出台有关房企的“三道红线”新规,并将于2021年1月1日正式实施。

“三道红线”新规限制了房企的过速发展,从供给端限制了房地产企业融资,推动房企储备及存量项目推进,土地市场热度预计将有所降温。预计2020年四季度在疫情稳定、经济持续恢复、企业经营改善的前提下,房地产企业将以消化库存推进存量项目为主,房地产投资三季度高增长状态或将有所降温,但预计不会脱离投资持续修复的主旋律。

2020年前三季度,受疫情影响财政政策的逆周期调节的带动,基础设施建设投资整体呈持续边际改善趋势。在专项债资金滞留、闲置,棚改分流等问题影响下以及稳增长与防风险再平衡政策的引导下,预计2020年四季度基建投资力度或将有所收敛,整体预计将保持温和增长态势。

基础设施建设作为建筑业下游另一重要行业,其投资和建设力度对建筑业发展发挥着积极重要的影响。2020年1—9月,全国基础设施建设投资累计同比实现正增长,同比增长0.20%,较2020年上半年累计同比下降2.70%进一步改善。其中在继一季度基建投资同比下降19.70%之后,基建投资在二、三季度实现稳步增长,主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响。截至2020年10月16日,全国各地新增发行专项债券3.41万亿元,资金面边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。从细分领域来看,2020年1—9月,道路运输业和铁路运输业投资分别同比增长3.00%和4.50%,水利、环境和公共设施管理业投资同比下降2.10%;从增速来看,上述行业增速分别同比回落4.90个百分点、5.30个百分点和5.60个百分点,整体看增速低于预期;从增速环比情况来看,道路运输业和铁路运输业投资增速较2020年1—6月分别上升2.20

个百分点和1.90个百分点,水利、环境和公共设施管理业降幅较2020年1—6月收窄2.80个百分点(见图4)。从各细分领域来看,2020年前三季度,基础设施建设投资整体呈持续边际改善趋势。

2020年前三季度,受疫情影响,财政政策的逆周期调节力度显著加大,财政政策明显更加积极。2020年安排新增政府债券8.5万亿元,较2019年增加3.6万亿元,此外财政赤字较2019年扩大1万亿元,资金面的持续改善对拉动基建投资起到明显的推动作用。同时因部分项目开工准备时间较长、建设进度滞后等原因导致专项债资金存在滞留、闲置的问题,2020年7月底,财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》,指出“对因准备不足短期内难以建设实施的项目,允许省级政府及时按程序调整用途”。专项债在支出方面的灵活度得以提高,但同时因棚改等项目,可能从基建中分流部分专项债资金。此外,发改委在9月初例行发布会上表示,在引导地方政府理性投资的同时,进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。综合因素影响下,预计2020年四季度基建投资力度或将有所收敛,整体预计将保持温和增长态势。

综上所述,随着2020年二、三季度以来房地产行业与基建行业的持续修复,2020年前三季度建筑业同比实现小幅增长。基建和房地产投资作为提振建筑业的

图4 固定资产投资(分行业)累计同比情况(单位: %)



资料来源: 国家统计局

主力军，预计四季度将保持温和增长趋势，受此影响建筑业全年有望实现稳定增长。

四、建筑施工企业债券发行情况

2020年三季度，受资金利率中枢上行影响，建筑施工企业发债数量及发行金额环比均有所下降；从交易场所看，银行间市场债券发行期数和规模领先于交易所市场但整体差距有所缩小；从发行主体级别看，发行主体向高等级集中趋势未发生变化；从企业性质看，中央国有企业在发行规模上明显领先其他所有制企业且优势逐渐扩大。

发债数量及金额环比有所下降，超短期融资券发行数量和金额均有所提升。从债券发行看（见表2），

2020年三季度，建筑施工企业共发行各类债券78期，同比增长69.57%，环比下降13.33%；共发行各类债券规模930.30亿元，同比增长86.89%，环比下降19.31%；其中，除超短期融资券和一般公司债外，其他债务融资工具发行规模环比均有所下降。

银行间市场债券发行期数和规模领先于交易所市场但整体差距有所缩小。从交易场所看，2020年三季度，建筑施工企业共发行银行间市场债券62期，同比增长113.79%，环比下降10.14%；银行间债券发行规模653.00亿元，同比增长133.55%，环比下降28.38%。跨市场来看，银行间债券发行规模占同期发行总规模的70.19%，占比环比下降9.88个百分点（见表3）。

发行主体向高等级集中趋势未发生变化。从发行主体级别看，2020年三季度，建筑施工企业AAA级

表2 2020年三季度建筑施工企业发债品种同比及环比情况（单位：期、亿元、%）

债券种类	2019年三季度			2020年二季度			2020年三季度			规模同比增幅	规模环比增幅
	流动比率	速动比率	现金短期债务比	流动比率	速动比率	现金短期债务比	流动比率	速动比率	现金短期债务比		
一般中期票据	9	95.10	19.11	25	411.00	36.09	15	197.00	21.18	107.15	-52.07
超短期融资债券	14	127.50	25.61	34	391.80	34.41	43	432.00	46.44	238.82	10.26
一般短期融资券	1	5.00	1.00	4	66.00	5.80	1	5.00	0.54	0.00	-92.42
私募债	2	16.67	3.35	2	11.15	0.98	1	8.30	0.89	-50.21	-25.56
一般公司债	13	171.50	34.45	16	187.80	16.49	14	259.00	27.84	51.02	37.91
一般企业债	4	60.00	12.05	6	56.00	4.92	2	20.00	2.15	-66.67	-64.29
定向工具	3	22.00	4.42	3	15.00	1.32	2	9.00	0.97	-59.09	-40.00
合计	46	497.77	100.00	90	1138.75	100.00	78	930.30	100.00	86.89	-18.31

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表3 2020年三季度建筑施工企业在不同交易场所债券发行同比及环比情况（单位：期、亿元、%）

交易场所	2019年三季度			2020年二季度			2020年三季度			规模同比增幅	规模环比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
银行间	29	279.6	56.17	69	911.8	80.07	62	653.00	70.19	133.55	-28.38
交易所	17	218.17	43.83	21	226.95	19.93	16	277.30	29.81	27.10	22.19
上海	17	218.17	43.83	16	193.8	17.02	15	274.30	29.49	25.73	41.54
深圳	0	0	0.00	5	33.15	2.91	1	3.00	0.32	--	-90.95
合计	46	497.77	100.00	90	1138.75	100.00	78	930.30	100.00	86.89	-18.31

资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体共发行债券49期,同比增长104.17%,环比增长15.52%; AAA级主体债券发行规模721.00亿元,同比增长93.30%,环比下降23.95%。同期, AA+主体发行规模同比增长51.59%,环比下降17.10%; AA主体发行规模同比增长102.42%,环比增长136.18%。AA+和AA主体债券发行规模占比分别提升0.21个百分点和5.64个百分点(见表4)。高等级主体债券比重仍最大,发行主体向高等级集中趋势未发生变化。

中央国有企业明显领先其他所有制企业且优势持续扩大。从企业性质看, 2020年三季度, 建筑施工企业中新发债主体45家, 同比增长36.36%, 环比下降8.16%; 其中, 中央国有企业26家, 占比57.78%, 同比增长24.45个百分点, 环比提高10.84个百分点。同期, 中央国有企业共发行债券53期, 同比增长178.95%, 环比增长3.92%; 发行规模714.00亿元, 同比增长141.22%, 环比下降16.86%。2020年三季度, 中央国有企业发行规模占总规模76.75%, 同比增长17.28个百分点, 环比增长1.33个百分点(见表5)。

五、发行债券利率和利差分析

2020年三季度, 央行提高公开市场逆回购操作频率, 增加流动性净投放并开始超额续作MLF投放中长期资金, 流动性总量处于合理充裕水平。

2020年7月10日, 央行举办的新闻发布会上表示货币政策更加强调“适度”这两个字, 同时表示下半年稳健的货币政策要更加灵活适度, 保持总量的适度, 综合利用各种货币政策工具, 保持流动性合理充裕。

7月, 央行公开市场操作延续6月净回笼, 共开展7700亿元逆回购操作和4000亿元MLF操作, 由于当月共有11400亿元央行逆回购到期和6977亿元MLF到期, 从全口径测算, 全月央行公开市场操作净回笼资金6677亿元。8月, 随着地方债迎来发行高峰以及公开市场大量到期, 流动性呈现收敛的态势, 央行加大公开市场操作投放, 全月实现公开市场操作净投放资金6500亿元, 并超额续作月内到期MLF。9月, 为维护季末流动

表4 2020年三季度建筑施工企业不同主体级别债券发行同比及环比情况(单位: 期、亿元、%)

主体级别	2019年三季度			2020年二季度			2020年三季度			规模同比增幅	规模环比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
AAA	24	373.00	74.93	58	948	83.25	49	721.00	77.50	93.30	-23.95
AA+	14	85.10	17.10	22	155.6	13.66	19	129.00	13.87	51.59	-17.10
AA	8	39.67	7.97	9	34.00	2.99	10	80.30	8.63	102.42	136.18
AA-	0	0.00	0.00	1	1.15	0.10	0	0.00	0.00	--	-100.00
合计	46	497.77	100.00	90	1138.75	100.00	78	930.30	100.00	86.89	-18.31

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表5 2020年三季度建筑施工企业不同企业性质债券发行同比及环比情况(单位: 期、亿元、%、家)

企业性质	2019年三季度				2020年二季度				2020年三季度				规模同比增幅	规模环比增幅
	期数	规模	规模占比	主体数量	期数	规模	规模占比	主体数量	期数	规模	规模占比	主体数量		
中央国有企业	19	296.00	59.47	11	51	858.80	75.42	23	53	714.00	76.75	26	141.22	-16.86
地方国有企业	23	161.90	28.59	16	33	254.00	22.31	20	19	141.00	15.19	16	-22.90	-44.37
民营企业	6	51.30	9.06	6	6	25.95	2.28	6	6	75.00	8.06	3	305.41	189.02
合计	51	566.2	100.00	33	90	1138.75	100.00	49	78	930.30	100.00	45	86.89	-18.31

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

性平稳，央行持续开展逆回购操作，叠加MLF超额续作4000亿元，资金面边际改善，流动性总量处于合理充裕水平。

2020年三季度，资金利率中枢有所上行，建筑业发行主体的发行利率均值呈上升态势，信用等级对信用风险仍表现出较好的区分度。

2020年三季度，受政府债券大量发行，叠加央行货币政策持续回归正常化和机构融出资金谨慎等因素影响，资金利率中枢有所上行，建筑业发行主体的发行利率均值呈上升态势，但AA级发行主体的主要债券发行品种（超短期融资券、公司债和中期票据）发行利率环比有所下降（见表6），主要系投资者偏好、发行期限以

及样本数量较少带来的差异所致。

若排除样本数量较少的AA级发行主体的数据干扰，信用等级对信用风险仍表现出较好的区分度，即建筑业发行主体信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系。

六、级别调整情况

2020年三季度，建筑业公募债券市场信用等级调整以调降为主，涉及主体多为民营企业，但评级稳定性尚可。

2020年三季度，建筑施工公募债市场共有3家发

表6 2020年三季度建筑业发行主体主要券种发行利率及发行利差统计

项目			2020年三季度					2020年二季度					
期限类型	债券类型	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP%)		样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP%)		
				区间	均值	均值	级差		区间	均值	均值	级差	
短期	超短期融资 债券	小计	43	1.30~6.85	2.42	14.89	--	34	1.30~5.90	2.25	52.44	--	
		AAA	28	1.30~4.50	1.92	-33.67	--	22	1.30~3.19	1.85	15.59	--	
		AA+	11	2.30~6.85	3.31	100.38	134.05	7	2.00~4.20	2.46	96.85	81.25	
		AA	4	3.00~3.94	3.44	119.76	19.37	5	2.13~5.90	3.71	152.38	55.53	
	一般短期融 资券	小计	1	3.09~3.09	3.09	84.85	--	4	1.80~4.00	2.77	79.81	--	
		AAA	--	--	--	--	--	3	1.80~4.00	2.93	94.16	--	
		AA+	1	3.09~3.09	3.09	84.85	--	1	2.30~2.30	2.30	36.76	-57.40	
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
中长期	一般公司债	小计	14	3.42~5.00	4.20	139.45	--	16	2.50~7.00	3.62	162.65	--	
		AAA	11	3.42~4.48	4.06	127.99	--	10	2.50~3.99	3.34	136.48	--	
		AA+	1	4.84~4.84	4.84	198.17	70.18	5	3.04~4.45	3.49	139.27	2.80	
		AA	2	4.28~5.00	4.64	173.07	-25.10	1	7.00~7.00	7.00	541.27	402.00	
	一般企业债	小计	2	5.50~5.50	5.50	260.61	--	6	4.28~4.80	4.59	250.08	--	
		AAA	2	5.50~5.50	5.50	260.61	--	4	4.28~4.70	4.49	224.92	--	
		AA+	--	--	--	--	--	2	4.80~4.80	4.80	300.41	75.49	
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
	一般中期票 据	小计	15	3.85~7.20	4.99	218.02	--	25	2.14~7.20	3.56	176.49	--	
		AAA	8	3.85~5.60	4.57	172.09	--	19	2.14~4.69	3.15	132.18	--	
		AA+	5	4.98~7.20	5.79	306.10	134.02	5	3.38~7.20	4.53	287.44	155.26	
		AA	2	4.50~4.89	4.70	181.58	-124.53	1	6.50~6.50	6.50	463.65	176.21	
		总计		75	1.30~7.20	3.36	86.25	--	85	1.30~7.20	3.08	124.91	--

注：所有券种样本均为公开发行债券并剔除定向工具、可转债、私募债和证监会主管ABS产品；发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额；级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高1个子集的利差均值

数据来源：联合资信根据公开资料整理



行主体信用等级发生调整。其中，信用等级被调升的有1家，调升率0.52%；信用等级被调降的有2家，调降率1.03%。级别调整的企业中，被调升的企业主体级别由AA上调为AA+；级别被调降的企业中，1家由AA+调整至AA，1家由AA调整至AA-（见表7）。整体看，2020年第三季度建筑业公募债券市场信用等级调整以调降为主，但整体稳定性整体尚可。

从等级调整企业类型来看，2020年三季度，发行主体信用等级被调升的为中建新疆建工（集团）有限公司（中央国有企业），信用等级被调降的为深圳广田集团股份有限公司和广州普邦园林股份有限公司（民营企业）。

2020年三季度，建筑业公募债券市场上无发行主体展望调整的情况。

表7 2020年三季度建筑业发行主体信用等级及展望调整统计表(单位: 家、%)

发行人主体	信用等级	评级展望
样本数量	194	194
调升数量	1	0
调降数量	2	0
调升率	0.52	0
调降率	1.03	0

数据来源：联合资信根据公开资料整理

七、总结

从行业层面来看，2020年前三季度，建筑业总产值同比实现小幅增长，行业运行回归正常水平。未来随着复工率、新签订单、新开工面积持续修复，建筑业景气度有望继续改善。从微观企业角度来看，2020年上半年样本企业营业收入增速较上年同期大幅下降，债务负担进一步加重；预计建筑业企业经营情况或将随着行业景气度持续提升得以改善。2020年三季度，房地产行业投资延续二季度强劲态势；基础设施建设投资整体呈持续边际改善趋势；预计四季度上述两大行业将保持温和增长态势。受资金利率中枢上行影响，建筑施工企业发债数量及发行金额环比均有所下降，建筑业发行主体的发行利率均值呈上升态势；从发行主体级别看，发行主体向高等级集中趋势未发生根本性变化。行业增速下行且持续行业信用持续分化背景下，民营企业融资形势更加不容乐观，其偿债风险值得密切关注。综上，联合资信认为建筑业行业风险一般，展望为稳定。■

新形势下小额贷款公司差异化发展之路

文 | 联合资信评估股份有限公司 金融评级二部

一、小额贷款行业概况

自2017年监管对行业开展系统性治理以来，小额贷款行业整体处于市场出清阶段，业务规模持续下降；随着近期《中国银保监会办公厅关于加强小额贷款公司监督管理的通知》发布，小额贷款行业进入规范化发展阶段。

2005年，我国在五省开展小额贷款公司试点，2008年，银监发〔2008〕23号文《关于小额贷款公司试点的指导意见》发布，允许自然人、企业法人与其他社会组织投资设立小额贷款公司，并引导其面向农户和中小微企业发放贷款。经过多年发展，小额贷款公司通过深耕区域，改善农村和中小微企业金融服务，成为普惠金融重要组成部分和金融体系的有益补充。目前，我国小额贷款公司主要分为网络小额贷款公司和传统小额贷款公司，以传统小额贷款公司为主；网络小额贷款公司在全国展业，而传统小额贷款公司展业范围受到很强的区域限制。

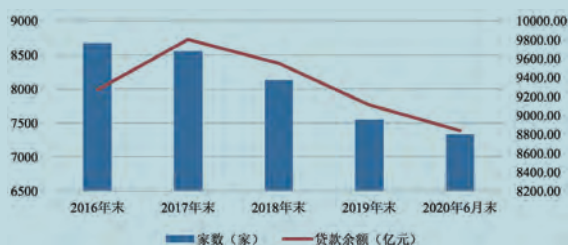
2017年以来，随着“互联网金融”风险蔓延，国家开

始对“现金贷”等业务进行系统性规范、整顿，小额贷款行业监管逐步趋严，业务规模持续收缩，行业贷款余额规模持续下滑，行业内企业数量持续下降（见图1）。

从新三板上市的25家小额贷款公司（以下简称“样本公司”）数据来看，自2017年开始，样本公司的资产总额和净资产总额持续下降（见图2）；同时，样本公司净利润规模亦呈逐年持续下降趋势，2019年净利润下降幅度有所收窄。2020年上半年，样本公司中有24家公布了半年报，其中17家营业收入出现下滑，14家公司净利润规模有所下降（见图3）。

2020年9月，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于加强小额贷款公司监督管理的通知》（以下简称“通知”），通知明确小额贷款公司应当主要经营放贷业务，并对小额贷款公司行业亟需明确的部分经营规则和监

图1 2016年至2020年6月末小额贷款行业企业家数和贷款余额



资料来源：人民银行网站，联合资信整理

图2 样本公司总资产、净资产及增长率变化



资料来源：Wind，联合资信整理

图3 样本公司营业收入、净利润及增长率变化



资料来源：Wind，联合资信整理

管规则作出明确规范,促进小额贷款公司回归本源,专注主业,服务实体经济;强调事中事前监管,遏制监管套利,引导小额贷款公司规范化发展。通知要求,地方金融监管部门应当引导“失联”或“空壳”公司以变更业务范围、自愿注销等方式退出小额贷款公司行业,对于存在经营风险的小额贷款公司,应当依法组织开展风险处置。2020年,多地金融监管部门发布清理小额贷款公司名单,推动行业持续出清。

2020年11月3日,银保监会就《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》公开征求意见,按照征求意见稿内容,网络小额贷款公司业务应当主要在注册地所属省级行政区域内开展,确需跨省开展业务的,需经国务院银行业监督管理机构批准;同时,征求意见稿对网络小额贷款公司的注册资本、对外融资、业务贷款限额、联合贷模式下网络小额贷款公司出资比例、股权管理等均作出限制。联合资信认为,征求意见稿提高了对网络小额贷款公司资本要求,同时“联合贷”出资比例和小贷公司杠杆率要求会导致“联合贷”业务规模大幅下降或转为“助贷”服务模式,整体上相对利好在客户资源、信息技术和资本实力占优的头部网络小额贷款公司,但将重构网络小额贷款公司和金融机构合作模式及分润机制。

二、小额贷款公司业务发展现状

民间借贷利率司法保护上限大幅下调,小额贷款公司盈利承压;具有流量、数据优势的网络小额贷款公

司发行ABS规模受到限制,但可通过输出数据资源、风控技术等手段拓展盈利来源;传统小额贷款公司将被迫调整业务结构,退出高风险业务甚或退出行业,信用表现将有所减损。

小额贷款公司特别是传统小额贷款公司因其业务特性,业务发展上存在较大困境:如融资渠道单一,难以实现规模化导致的运营成本较高,税收负担相对较重,以“三农”和小微企业为主的客户结构抗风险能力差导致违约率较高等。作为以放贷为主业的小额贷款公司,目前主要仍以收取利息差为主要的盈利模式,本文主要从小额贷款公司业务利率、平均成本和业务规模三个方面来观察小额贷款公司业务发展现状。

业务利率

2020年8月20日发布的《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》(以下简称“规定”)确定,以中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心每月20日发布的一年期贷款市场报价利率(LPR)的4倍为标准确定民间借贷利率的司法保护上限。民间借贷利率司法保护上限从24%调整至最新一期LPR的4倍即15.4%,下调幅度很大。

关于小额贷款公司是否适用民间借贷相关规定,过往的司法判例存在分歧,考虑到规定出台后,在金融机构的相关业务判例上存在适用利率司法保护上限的司法判例,加之目前政策倡导金融让利实体;联合资信认为,小额贷款业务定价受到民间借贷利率司法保护上限约

表1 通知涉及主要内容

经营规则	主要内容
规范杠杆限制	通知明确小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金余额不得超过其净资产的1倍;通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍。地方监管部门可以根据监管需要下调最高限额。
强调集中度管理	通知要求小额贷款公司发放贷款应当遵循小额、分散的原则,对同一借款人的贷款余额不得超过小额贷款公司净资产的10%;对同一借款人及其关联方的贷款余额不得超过小额贷款公司净资产的15%;地方监管部门可以根据监管需要下调最高限额。
合理确定利率	明确小额贷款公司不得从贷款本金中先行扣除利息、手续费、管理费、保证金等,违规预先扣除的,应当按照扣除后的实际借款金额还款和计算利率。
服务实体,属地运营	除经营网络小额贷款业务外,小额贷款公司原则上应该在公司住所所属县级行政区域内开展业务。

资料来源:银保监会,联合资信整理

束。目前，除头部网络小额贷款APR接近15.4%上限外，大部分小额贷款公司特别是传统小额贷款公司APR均大幅高于该水平，利率司法保护上限下调将大幅压缩小额贷款公司盈利空间，传统小额贷款公司业务盈利模式面临较大挑战，业务利率的被动下调倒逼小额贷款公司调整其业务结构，提高业务准入标准，退出风险较高业务，市场竞争加剧，部分小额贷款公司或将就此退出市场。

业务平均成本

本文提及的平均成本是一个相对综合的概念，包括小额贷款公司的资金成本、运营成本以及小额贷款公司客户性质带来相对较高的违约损失。网络小额贷款公司多数采用线上运营模式，业务效率很高，单笔业务边际运营成本优势明显；而传统小贷公司融资渠道单一，融资成本较高，同时资产质量持续承压，推动其平均成本处于较高水平。

融资渠道

通知明确，小额贷款公司债权融资分为非标准化融资形式和标准化债权融资形式。传统小额贷款公司一般通过银行借款和股东借款等非标准化融资形式获得债权资金，头部小额贷款公司则主要采取发行ABS等标准化债权融资形式融资。

银行借款和股东借款等传统渠道融资成本较高，但却是传统小额贷款公司融资的主要方式，通过发行ABS产品等方式融资更有成本优势，但除头部小额贷款公司（主要是网络小额贷款公司）外，传统小额贷款公司采用资产证券化等标准化债权融资存在较高难度，2017年1月至2020年9月期间通过ABS融资的小额贷款公司仅有22家。

从2017年1月至2020年9月期间小额贷款资产证券化数据来看，随着小额贷款行业监管趋严，以小额贷款为基础资产发行的ABS规模整体呈大幅下降趋势，其中，蚂蚁集团旗下小额贷款公司“蚂蚁小微”和“蚂蚁商诚”作为原始权益人发行的ABS产品占据同类ABS市场发

行规模的极大比重，头部效应明显（见图4）。

资产质量

小贷公司成立之初主要面对“三农”和小微企业开展业务，对于小额贷款业务“小额、分散”的要求也导致其面对的客群质量较银行等传统金融机构有所下沉。同时，由于小额贷款业务很难获取优质的抵质押物，客户的抗风险能力较弱；且展业存在区域限制，受区域环境影响较大。在诸多因素的影响下，小贷公司资产质量表现弱于商业银行等传统金融机构。

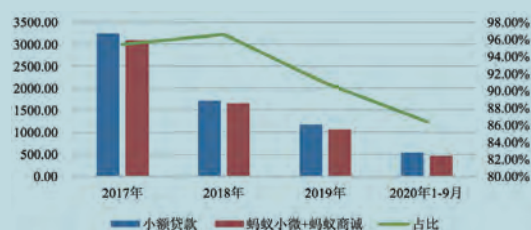
从25家样本公司的不良率数据看，各公司间不良率差距较大，处于5~10%之间的占比较大；考虑到多数样本公司还存在很大规模的关注类贷款，在经济增速趋缓的情况下，其资产质量下行压力仍属很大。从客户分类看，主要展业方向为短期限的个人消费类贷款的小额贷款公司资产质量表现整体优于以小微企业为主要展业方向的传统小额贷款公司（见图5）。

在小额贷款业务利率受到限制的情况下，小额贷款公司通过提升小额贷款资产质量，降低违约率来降低平均业务成本是合理路径，如提高客户准入标准、要求超额抵质押率、通过金融科技等手段提升业务风控水平等方式，但相关业务转型也受到优质客户竞争激烈，金融科技力量打造耗时长、一次性投入大等多种因素限制。

业务规模

小额贷款公司的业务规模很大程度上取决于其杠杆

图4 2017年1月至2020年9月小额贷款ABS发行情况（亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

水平,通知明确区分了非标准化融资杠杆和标准化融资杠杆限制,其中通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金余额不得超过其净资产的1倍,相较于之前各区域非标准化融资杠杆限制基本持平或略有放松;通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍,将对头部小额贷款公司后续通过ABS方式获取资金的空间带来较大限制。

截至2020年6月末,小额贷款公司全行业实收资本合计8034.65亿元,贷款余额8841.25亿元,业务杠杆约为1.10倍;样本公司总资产合计91.21亿元,净资产合计74.28亿元,杠杆约为1.23倍,整体业务杠杆均处于很低水平。目前看,对于依靠非标准化融资方式的传统小额贷款公司而言,杠杆限制对其现有业务规模影响不大,但对于以资产证券化为主要融资方式的头部小额贷款公司而言,其业务拓展空间明显受限。

除了通过自有资金发放小额贷款的业务模式,在客户流量、数据积累等方面存在优势的网络小贷公司可以通过助贷、联合贷等方式,作为平台输出客户流量、风控技术,通过与资金方合作分润的方式突破杠杆限制,扩大业务规模,拓展自身盈利来源,如蚂蚁集团上市说明书披露,截至2020年6月末,其微贷科技平台合计促成消费信贷规模17320亿元,小微经营者信贷4217亿元,其中,由其金融机构合作伙伴进行实际放款或已实现资产证券化的比例合计约为98%。但近期随着国务院金融稳定发展委员会会议提及“建立数据资源产权、交易流通

等基础制度和标准规范,加强个人信息保护”以及司法保护利率下调,后续小额贷款公司和资金方的业务合作模式以及分润机制也将面临挑战。

三、差异化发展之路

经济环境和监管环境的变化,对不同禀赋的小额贷款公司带来不同约束,也将导致其根据自身资源差异化发展。

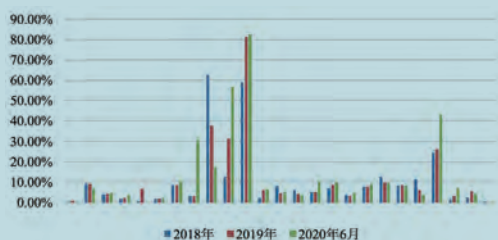
小额贷款公司是普惠金融体系的重要组成部分,规范、稳定的监管环境为其良性发展提供了必要的制度保障。在国内经济由高速增长转向高质量发展,经济结构转型升级的环境下,不同禀赋的小额贷款公司面临不同的发展约束。

1. 在客户资源、流量端占据优势的小额贷款公司业务发展较快,其展业规模受业务杠杆限制较大,后续可通过引入权益资本等方式做大基数,或通过提供客户资源、流量等方式拓展助贷业务或联合贷业务。在助贷业务和联合贷业务模式下,掌握客户资源和业务数据的小额贷款公司面对合作金融机构具有较好的议价能力,但司法利率保护上限的下调和监管政策趋严会对目前业务合作模式和分润模式带来挑战。

2. 金融科技、大数据应用的发展有利于降低业务成本,更好地消除信息不对称从而降低业务风险。但相关团队和系统的搭建、有效数据的获取和积累需要较大的资源投入和较长的时间周期,传统小贷公司的业务战略转型效果短期内难以体现。

3. 传统小额贷款公司主要服务“三农”和“小微企业”,是我国普惠金融体系的重要力量,可通过融入区域普惠金融体系,发展地方政策性小额贷款业务,来获取政府在税收、资金补助等方面的政策支持;或结合股东资源背景和区域经济环境,促进股东资源、区域资源协同,细分业务拓展领域,通过专业化运营提升风险管理水平,实现可持续发展。

图5 样本公司不良率情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

债券市场制度不断完善, 对外开放程度进一步提升

——2020年三季度我国债券市场政策回顾

文 | 联合资信评估股份有限公司 刘晓光 郝帅

2020年三季度, 随着国内经济的进一步恢复以及外部经济体需求的逐步改善, 我国经济逐步迈向正常状态, 主要经济指标恢复增长。在此背景下, 监管部门出台多项举措, 支持债券市场定向扩容, 支持中小微企业债券融资, 进一步完善债市体制机制, 继续推动债券市场互联互通, 加快债市对外开放, 同时在违约持续发生的背景下, 丰富债市风险管理工具, 完善违约处置手段。总体来看, 我国债券市场基础制度进一步完善, 对外开放步伐不断加速。

一、支持债券市场定向扩容, 继续支持中小微企业债券融资

支持债券市场定向扩容。一是鼓励地方政府专项债补充中小银行资本金, 利好中小银行可转债的发行。7月1日国常会决定, 在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度, 允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式, 探索合理补充中小银行资本金的新途径, 此举有助于支持中小银行多渠道补充资本, 降低中小银行转债发行难度, 提升可转债的发行量。二是支持定向可转债支付并购重组对价和配套融资。7月1日, 上海证券交易所(以下简称“上交所”)发布《上海证券交易所上市公司向特定对象发行可转换公司债券业务实施办法(征求意见稿)》, 拟支持上市公司使用定向可转债支付并购重组对价和配套融资, 规范定向可转债挂牌、转让、转股、回售、信息披露等业务规范, 将定向可转债打造成“规则透明、流动性强、市场欢迎”的标准化证

券产品, 此举有助于充分发挥定向可转债在并购重组和再融资方面的积极作用, 推动可转债发行量增加。三是推动县域专项企业债券发行。8月26日, 国家发展和改革委员会(以下简称“发改委”)发布《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》, 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, 此举有助于县级城投平台发行债券融资, 推动相关企业债券的发行。四是支持住房租赁企业发行公司信用债及资产支持证券。9月7日, 住建部发布《住房租赁条例(征求意见稿)》, 拟支持金融机构按照风险可控、商业可持续的原则创新针对住房租赁的金融产品和服务, 支持住房租赁企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券及资产支持证券, 专门用于发展住房租赁业务, 此举有利于住房租赁企业发行公司信用债及资产支持证券融资, 推动相关证券市场的扩容。

继续支持中小微企业债券融资。9月16日, 中国银行保险监督管理委员会(以下简称“银保监会”)发布《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》, 提出经营管理较好、风控能力较强、监管评价良好的小额贷款公司, 经地方金融监管部门批准可依法开展发行债券、以本公司发放的贷款为基础资产发行资产证券化产品、股东借款等业务。9月18日, 中国人民银行(以下简称“央行”)、工业和信息化部、司法部、商务部、国资委、市场监管总局、银保监会、国家外汇管理局(以下简称“外汇

局”)八部门联合发布《关于规范发展供应链金融、支持供应链产业链稳定循环和优化升级的意见》，其中支持中小微企业通过标准化票据从债券市场融资，同时鼓励核心企业通过应收账款融资服务平台进行确权，为中小微企业应收账款融资提供便利，提高中小微企业应收账款融资效率，拓宽中小微企业融资渠道，推动相关债券发行的增加。

二、完善债市体制机制，继续推动债券市场互联互通

完善债券市场体制机制。一是明确标准化债权类资产认定规则。7月3日，央行、银保监会、中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)、外汇局联合发布了《标准化债权类资产认定规则》(以下简称《规则》)，制定了关于标准化债权类资产的五项要求及相关认定标准，厘清标准化债权类资产与非标准化债权类资产的界定。此外《规则》还明确了过渡期安排、监管要求等内容，为规范金融机构资产管理产品投资，强化投资者保护，促进直接融资健康发展，有效防控金融风险起到了积极的作用。**二是推进实施企业债券注册制改革，完善企业债券受理、审核制度。**7月20日，中央国债登记结算有限责任公司(以下简称“中债登”)发布《企业债券受理工作规则(试行)》，针对受理工作的各环节，制定了规范化的标准流程，并明确了受理工作的时限与业务流程的相关要求。7月28日，中债登和中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合发布了《企业债券审核工作规则(试行)》，指出中债登和交易商协会为发改委指定的企业债券审核机构，负责企业债券审核工作，并就企业债券审核程序、各方职责、工作时限、办理方式等进行了较为明确的规定。以上举措有助于进一步规范企业债券注册发行受理及审核工作，完善债券市场发行注册制度。**三是建立健全公开发行公司债券注册制相关制度。**8月7日，证监会发布《关于就修订〈公

债券发行与交易管理办法〉公开征求意见的通知》，拟对《公司债券发行与交易管理办法》进行修订，明确公开发行公司债券的注册条件、注册程序及相关监管要求，同时，加强对证券交易场所公司债券发行审核及其他公司债券业务监管工作的监督检查，并强化发行人及其控股股东、实际控制人相关义务，压实主承销商和证券服务机构的责任，此举利于建立健全公开发行公司债券注册制相关制度，加强事中事后监管，保护投资者的合法权益和社会公共利益。**四是规范证券市场资信评级业务。**9月18日，证监会就《证券市场资信评级业务管理办法》(征求意见稿)公开征求意见，拟根据新《证券法》规定对证券市场资信评级业务管理办法进行修订，包括取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；鼓励优质机构开展证券评级业务；完善证券评级业务规则；增加独立性要求并专章规定；明确信息披露要求并专章规定；强化自律管理职能；增加破坏市场秩序行为的禁止性规定；提高证券评级业务违法违规成本等内容，此举有利于进一步规范证券市场资信评级业务，维护债市健康发展。

继续推动债券市场互联互通。7月19日，央行、证监会联合发布《中国人民银行、中国证券监督管理委员会公告(〔2020〕第7号)》，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，此举有利于切实便利债券跨市场发行与交易，促进资金等要素自由流动，形成统一市场和统一价格，为货币政策顺畅传导和宏观调控有效实施奠定坚实基础，也有利于提升我国债券市场基础设施服务水平和效率，推动构建以客户为中心、适度竞争的债券市场基础设施服务体系，更好地服务实体经济。

三、便利境外机构参与我国债券市场，进一步推动债市对外开放

8月18日，全国银行间同业拆借中心发布《关于试

运行直投模式下境外机构投资者直接交易服务的通知》，全国银行间同业拆借中心将于**2020年9月1日**起试运行境外投资者直接交易服务，进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场，推动我国金融市场对外开放。**9月2日**，央行、证监会、外汇局共同起草了《中国人民银行中国证监会国家外汇管理局关于境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告（征求意见稿）》，一方面规定直接入市渠道及债券通渠道进入银行间债券市场的境外机构无需重复申请，可直接或通过互联互通投资交易所债券市场；另一方面对不同渠道下境外投资者参与人民币债券交易的投资范畴、资金托管、信息登记等环节做了统一规范，有利于明确中国债券市场对外开放的整体性制度安排，进一步便利境外机构投资者配置人民币债券资产。**9月21日**，央行、外汇局发布了《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》，对投资资金信息登记进行规范，明确统一资金管理和外汇风险管理，取消即期结售汇限制，此举有利于推动中国债券市场整体开放，进一步便利投资交易。**9月25日**，证监会、央行及外汇局联合发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》，证监会也同步发布了配套规则《关于实施〈合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法〉有关问题的规定》，从进一步扩大开放、放宽准入、便利投资、扩大投资范围、加强持续监管等方面完善相关措施，此举有助于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场，提升债券市场流动性，推动我国债券市场对外开放。**9月30日**，交易商协会发布《境外非金融企业债务融资工具分层分类管理细则》、《境外非金融企业债务融资工具注册文件表格》，对非金融企业熊猫债实行分层分类管理，优化注册发行流程，明确信息披露安排，完善投资人保护机制，加强境内外制度衔接，此举有助于满足境外企业差异化需求，提高注册发行便利，形成正向激励机制和投融资

开放互促机制，提升市场开放质量。

近年来，我国债券市场对外开放的步伐不断加快，中国在市场改革方面不断取得进展，并为全球投资者提供了更多进入中国市场的机会。在此背景下，**9月25日**，富时罗素宣布中国国债将会被纳入富时世界国债指数（WGBI），预期**2021年10月**开始纳入，至此，中国债券市场将被全球三大主要债券指数悉数纳入，中国债市开放又迎来一个里程碑式的成果。

四、加快地方政府债券发行进度，持续加强地方政府债券风险管控

加快地方债发行使用进度，优化新增专项债券资金投向。**7月15日**，国常会要求各地用好地方政府专项债券，加强资金和项目对接、提高资金使用效益，会议还强调，要优化债券资金投向，严禁用于置换存量债务，决不允许搞形象工程、面子工程。**7月27日**，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，要求合理把握专项债券发行节奏，科学合理确定专项债券期限，优化新增专项债券资金投向，依法依规调整新增专项债券用途，严格新增专项债券使用负面清单，加快新增专项债券资金使用进度，此外还要求依法加大专项债券信息公开力度，健全通报约谈机制和监督机制。**2020年三季度**，全国各地发行新增地方政府专项债券**1.30万亿元**，发行规模同比增长**20.00%**。

持续加强地方政府债务风险管控。**8月6日**，财政部发布了《**2020年上半年中国财政政策执行情况报告**》，对未来地方债券的管理工作作出新的要求，提出从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理，严格防范法定专项债券风险，绝不因疫情形势放松风险管控，牢牢守住不发生系统性风险的底线，此外还对专项债未来的监管工作提出了具体的要求和工作方法，此举有利于加强专项债券的风险管控，防范系统性风险的发生。

五、债券市场信用风险持续发生，违约处置机制不断完善

债券违约持续发生。2020年三季度，我国债券市场新增违约发行人6家，涉及到期违约债券14只，到期违约规模合计126.22亿元，新增违约发行人家数、到期违约债券期数和到期违约债券规模均较上年同期（13家、29只、257.49亿元）均有所减少。另有12家之前已发生违约的发行人再次未能按时偿付所发债券的利息或本金，涉及到期违约债券共计14只，到期违约规模合计85.99亿元。本季度，新增违约发行人仍主要为民营企业。

完善债券风险管理机制。7月3日，上交所发布《关于开展特定债券竞买转让有关事项的通知》，明确在上交所转让的特定债券¹可以按照通知规定采取竞买方式进行转让，并对竞买转让条件做出规定，此举有助于进一步优化债券转让方式，完善债券风险管理机制。7月23日，央企信用保障基金成立仪式在京举行，央企信用保障基金由中国国新控股有限责任公司联合31家中央企业共同出资发起设立，以市场化方式募集设立，总规模1000亿元，首期规模100亿元，专项用于防范化解和处置央企债券风险，此举有利于建立常态化、规范化、市场化央企债券兑付风险化解机制，保障债券市场稳定运行。7月30日，上交所、深交所分别发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，明确了债券置换的内涵，强调要坚持市场化、法治化的置换原则，并从业务内容、操作原则、信息披露等方面对债券置换进行了规范，有利于丰富债券市场风险管理工具，完善市场化法治化债务管理体系，防范和化解信用风险，促进债券市场的持续健康发展。9月3日，全国银行间同业拆借中心发布《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则》，对匿名拍卖债券应满足的相关标准及交易前准备、

拍卖申报、报价与交易、监测与违规违约等环节实施细则做出规定，所适用的匿名拍卖的债券，应满足在银行间债券市场流通相关标准，包括但不限于违约债券、受违约影响的债券、资产支持证券次级档等低流动性债券。此举进一步规范了匿名拍卖债券业务，有助于引导低流动性债券规范流通，完善债券风险处置机制。

违约处置机制不断完善。7月1日，央行、发改委及证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，围绕构建统一的债券违约制度框架，对债券违约处置应遵循的基本原则，受托管理人制度和债券持有人会议的功能作用，发行人、债券持有人及各类中介机构的职责义务和权利进行规范，同时针对发行人恶意逃废债、债券募集文件薄弱、市场化违约处置机制不健全等若干问题统一解决方向，此举有助于推动债券市场违约处置向市场化、法治化迈进。7月15日，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，针对近年来我国债市在改革发展、风险防控中遇到的实践问题，依托新证券法，重新明确了债券纠纷诉讼主体资格认定、债券案件管辖与诉讼方式、债券持有人权利保护、债券发行人的民事责任，以及其他责任主体的连带赔偿责任等内容，为保护债券投资人的合法权益，促进债券市场健康发展起到了积极作用。■



¹ 特定债券主要指在上交所上市或挂牌，但未按约定履行偿付义务或存在较大兑付风险的有关债券，主要包括已发生兑付违约的债券，以及存在债券违约情形的发行人发行的其他有关债券等。

2020年三季度债券市场运行报告

——债券发行量持续增长，债券市场开放程度有望进一步提升

文 | 联合资信评估股份有限公司 刘晓光 董欣焱 郝帅

一、债券产品发行利率

2020年三季度（以下简称“本季度”），在国内疫情防控常态化和复产复工持续推进的背景下，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具，合理安排工具搭配和操作节奏，维持市场流动性的合理充裕。随着国内疫情逐渐稳定，经济复苏势头强劲，央行货币政策松紧适度，流动性边际收紧。整体来看，本季度，货币市场利率水平呈小幅上升态势。

本季度，银行间固定利率国债一年期到期收益率呈波动上升走势，本季度平均水平（2.38%）较上季度（1.54%）上升84BP，较上年同期（2.60%）下降22BP。一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势大致接近，本季度的平均发行利率（3.96%）较上季度（3.13%）上升83BP，较上年同期（4.13%）下降17BP。

本季度，交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率均呈波动上升趋势。本季度，交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率平均水平分别为2.72%、2.86%和3.05%，较上季度（1.89%、2.20%和2.62%）分别上升83BP、66BP和43BP，较上年同期（2.82%、2.98%和

3.13%）分别下降4BP、12BP和8BP。三年期公司债和七年期企业债的平均发行利率走势与相应期限的银行间/交易所国债到期收益率的走势大致相同，二者均值分别为4.21%和5.83%，较上季度（3.67%和5.53%）分别上升54BP和30BP，同比较上年同期（4.27%和6.53%）分别下降6BP和113BP。五年期中期票据的平均发行利率为4.30%，较上季度（3.67%）上升63BP，较上年同期（4.23%）上升7BP。

二、债券市场发行情况

本季度，债券市场共发行各类债券14.38万亿元，环比、同比分别增加5.36%和20.34%，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。其中，地方政府债、商业银行债券、资产支持证券（交易所）、非金融企业资产支持票据、私募债、证券公司债和可转债的发行量环比、同比均大幅增加，政策性银行债、非银金融机构债券、政府支持机构债券和项目收益债的发行量环比、同比均有所下降。截至2020年三季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到106.78万亿元，较上季度末继续增加1.73%。

非金融企业所发债券情况

1. 债券发行量同比大幅增加

本季度，非金融企业所发债券¹的发行家数、发行期

¹ 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。

数和发行规模分别为2763期、1528家和26898.47亿元，环比均下降10%左右，同比增幅均在17%以上。本季度非金融企业债券发行量同比有所上升，一是受疫情叠加经济下行的双重影响，监管鼓励企业发行债券融资；二是注册制的实施便利企业相关债券的发行；三是市场利率水平较去年同期有所下降。然而，随着国内疫情逐渐稳定和经济强势复苏，本季度市场利率水平较上季度有所上行导致债券发行量较上季度有所下降。三季度平均发行规模为9.74亿元，环比、同比均略有下降。

短融和超短融发行期数和家数同比增幅显著。

本季度，共有107家企业发行短融²127期，发行规模为926.70亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比降幅均在5%以上，同比变化不一，其中发行期数、发行家数同比增幅均在10%左右，发行规模同比下降约20%。平均发行规模（7.30亿元）环比、同比降幅均接近30%，发行期限仍主要为1年。本季度，共有556家企业发行超短融1073期，发行规模10961.55亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比降幅均在8%左右，同比增幅均在30%左右。平均发行规模（10.22亿元）环比和同比均上涨近3%，发行期限仍以270天为主。

中票发行期数和家数同比小幅上升。本季度，共有394家企业发行中票508期，发行规模为4956.30亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比降幅均在23%以上，同比变化不一，其中发行期数、发行家数同比增幅均在10%左右，发行规模同比下降3%左右。平均发行规模（9.76亿元）同比和环比降幅均超10%。本季度中票的发行期限仍主要集中于3年期和5年期³，发行期数之和占中票总发行期数的比重为78.15%，与上季度（78.83%）



基本持平，较上年同期下降约3个百分点。特殊期限中票⁴共发行240期，占中票总发行期数的47.24%，环比、同比均上升超8个百分点。其中，永续中票发行93期，在中票总发行期数中的占比18.31%，与上季度（18.32%）基本持平，较上年同期上升超过3个百分点。

企业债发行期数和家数增幅显著。本季度，共有98家企业发行企业债⁵108期，发行规模1013.19亿元，发行期数、发行家数环比和同比增幅均在15%左右，发行规模变化不一。本季度，企业债的平均发行规模为9.38亿元，环比、同比降幅均在15%左右。从发行期限来看，企业债发行仍主要集中在7年期，7年期企业债发行期

² 不加特殊说明均不含超短融。

³ 不含可续期债券，按债券发行完整期限统计。

⁴ 特殊期限中票包括可续期中票、具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票。

⁵ 包含集合债及项目收益债。

数在企业债券总发行期数中的占比68.51%，环比、同比增幅均在5个百分点左右。本季度项目收益债仅发行1期，规模为10.00亿元。

公司债发行量有所增加。本季度，共有217家企业累计发行公司债299期，发行规模4179.26亿元，环比变化不一，其中发行期数、发行家数环比降幅均接近5%，发行规模环比增幅超16%，三者同比增幅分别为0.67%、4.83%和21.02%。本季度，公司债平均发行规模为13.98亿元，环比和同比增幅均在20%以上。公司债发行期限仍主要集中在3年期和5年期，两者发行期数在公司债总发行期数中的占比（62.21%），环比和同比降幅均在5%以上。私募债方面，根据Wind截至2020年10月9日已披露的数据，本季度私募债发行期数（648期）、发行家数（542家）和发行规模（4861.47亿元），环比增幅均在5%左右，同比增幅均在20%以上。

2. 发行主体/债项信用等级向高等级集中

本季度，短融⁶发行主体的信用等级分布在AAA级至AA-级（见图1）。

图1 2020年三季度短融发行主体信用等级分布情况



从发行期数来看，AAA级主体所发短融的期数仍最多，在总发行期数中的占比为61.83%，环比略有下降、同比有所上升；AA+级和AA级主体所发短融的期数占比分别为27.33%和10.75%，环比、同比均变化不大；AA-级主体所发短融仅1期，在总发行期数中的占比为0.08%。短融发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看，AAA级主体所发短融仍为发行规模最大的主体级别，占比为80.77%，环比、同比均有所上升；AA+级主体所发短融规模占比为14.21%，环比、同比均略有下降；AA级主体所发短融规模占比（4.98%）环比、同比均变化不大。短融发行规模呈现向AAA级集中趋势。

本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债⁷信用等级仍主要分布在AAA级至AA级，无AA-级债券发行（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，上季度共发行短期公司债2期，发行规模11.00亿元，本季度发行短期公司债10期，发行规模137.00亿元。

从发行期数来看，非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行期数仍最多，在总发行⁸期数中的占比为64.27%，环比和同比均有不同程度上升；非金融企业所发AA+级和AA级中票、企业债、公司债的发行期数在总发行期数中的占比分别为25.33%和10.40%，环比、同比均略有下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数呈现向AAA级集中趋势。

从发行规模来看，非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行规模仍远高于其它级别，在总发行规模中的占比（76.20%）环比、同比均变化不大；其次为非金融企业所发AA+级中票、企业债、公司债，其发行规模在总发行规模中的占比（17.71%）环比略有下降、同比

⁶ 含超短期融资券，以下同。

⁷ 以下关于非金融企业所发债券的分析样本中均不包含私募债，中期票据（含集合票据和项目收益票据）。

⁸ 为保持数据可比性，此处统计不含A-1级债券，以下同。

略有上升, 非金融企业所发AA级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比(6.09%)环比略有增加, 同比略有下降。

整体来看, 非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用级别呈现向AAA级集中趋势。

3. 国有企业债券发行量占比保持相对稳定

从发行主体的所有制性质来看, 本季度, 国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型, 发行债券期数和规模分别为1909期、19804.44亿元, 在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为90.30%和89.89%, 环比、同比均变化不大, 集中度保持相对稳定; 民营企业所发债券期数和规模分别为115期、1173.16亿元, 在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为5.44%和5.32%, 发行期数占比环比、同比均略有下降, 发行规模占比同比有所上升, 环比变化不大。外资企业、公众企业、集体企业和其它企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少。

4. 债券发行地区集中度有所提升

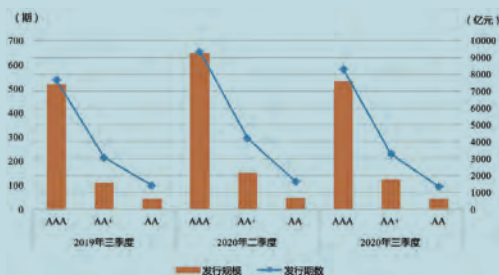
本季度, 北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行期数和发行规模均位列前三位, 其中北京的非金融

企业所发债券的发行期数(347期)和发行规模(5803.80亿元)仍均位居第一, 发行优势仍然显著。非金融企业发行债券期数前十位的地区中, 云南替代上季度的山西跻身本季度第十位。非金融企业发行债券规模前十位的地区中, 湖北和云南取代天津和山西跻身本季度前十位。与上季度相比, 各地区非金融企业所发债券期数和规模均有所下降; 与上年同期相比, 北京和山东地区非金融企业所发债券期数和规模均有所增加, 江苏、广东、上海、浙江、福建和四川地区非金融企业所发债券期数和规模均有所减少。从发行地区集中度来看, 本季度发行债券期数前十位地区的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例(74.58%、77.10%)环比变化不大, 同比均有所上升, 债券发行的地区集中度有所提升, 依旧主要来自于经济较为发达地区(见图3)。

5. 债券发行主体行业集中度进一步提升

本季度, 建筑与工程⁹、房地产开发和电力行业企业所发债券的发行期数和发行规模均位居前三位, 其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数、发行规模(423期、3324.94亿元)均位居首位。发行债券期数前十位行业中房地产开发、煤炭与消费用燃料和贸易公司与

图2 2020年三季度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3 2020年三季度非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况



注: 以2020年三季度发行期数由高到低排序
资料来源: 联合资信COS系统

⁹ 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。

工业品经销商行业企业所发债券的发行期数和发行规模环比、同比均大幅上升,其中房地产开发行业企业所发债券期数和规模环比、同比增幅均超过28%,煤炭与消费用燃料行业企业所发债券期数和规模环比、同比增幅均超过11%,贸易公司与工业品经销商行业企业所发债券期数和规模环比增幅均超13%,同比增幅均超过48%。从行业集中度来看,本季度非金融企业所发债券期数前十位行业的发行期数和发行规模在总发行期数和规模中的占比(50.80%、49.16%)环比、同比均有所上升,行业集中度进一步提升(见图4)。

6. 担保债券市场认可度一般

本季度,共有115期具有担保条款的非金融企业债券发行,发行规模为809.40亿元,发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行规模的5.44%和3.67%,环比略有上升,同比变化不大。

其中,具有担保条款的短融、超短融、中票、企业

债、公司债的发行期数分别为5期、11期、22期、51期和26期,发行规模分别为20.00亿元、63.50亿元、144.50亿元、339.30亿元和242.10亿元。其中,保证担保114期,抵押担保1期,保证担保仍为主要增信方式。

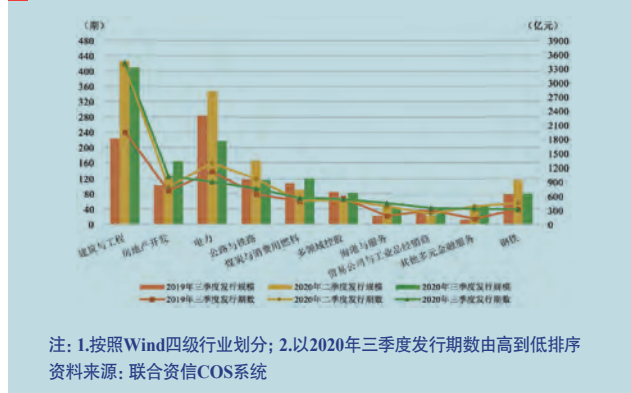
分别以担保后债项级别为AAA级的3年期公司债和5年期中票¹⁰为样本进行分析发现,采用担保方式发行的债券发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率¹¹分别高出39.94BP和49.87BP,表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有一定的风险溢价要求,担保债券市场认可度一般,但不排除样本较少可能会对结果产生影响。

非政策性金融债券发行情况

本季度,共有116家金融机构发行非政策性金融债249期¹²,总发行规模为11808.43亿元,非政策性金融债发行期数、发行家数和发行规模环比、同比均有不同程度增加,平均发行规模(47.42亿元)环比小幅增加,同比有所下降。

具体来看,商业银行金融债(含商业银行其他一级资本工具¹³、商业银行二级资本工具)发行期数、发行家数和发行规模(59期、51家和6942.50亿元)环比和同比均有不同程度上升,主要是由于商业银行永续债以及二级资本工具发行需求加大所致。证券公司所发债券期数和规模(176期、4556.93亿元)环比、同比均显著上升,主要受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¹⁴等政策利好所致。保险公司债发行2期,发行

图4 2020年三季度非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况



¹⁰ 本季度7年期AAA级的企业债大多采用保证担保,因此可比债券较少,不纳入统计。

¹¹ 通过计算经担保提升债项等级的中票、公司债与在其起息日前后15日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率均值的差,再取差值的平均值。

¹² 包括商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

¹³ 目前该分类下均为商业银行永续债。

¹⁴ 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。

规模44.00亿元, 环比均大幅下降, 发行期数与去年同期持平, 发行规模同比显著上升; 其它金融机构债发行期数和发行规模 (12期、265.00亿元) 环比变动不大, 同比大幅下降。

从级别来看, 除证券公司短融和证券公司短期公司债券外, 非政策性金融债券¹⁵的债项级别以AAA及AA+为主, 二者发行期数 (115期) 和发行规模 (8666.60亿元) 的占比分别为86.47%和97.32%, 发行期数占比较上季度 (79.17%) 和上年同期 (82.35%) 小幅增加, 发行规模占比与上季度 (96.87%) 和上年同期 (98.18%) 基本持平。

资产支持证券发行情况

本季度, 在银行间债券市场上, 资产支持证券发行期数 (109期) 和发行规模 (1645.16亿元) 环比均大幅增加, 同比均减少25%左右, 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 (357期) 和发行规模 (1511.54亿元) 延续上季度增长态势, 环比和同比增幅均超过40%。在交易所债券市场上, 资产支持证券发行期数 (991期) 和发行规模 (4074.61亿元) 环比和同比增幅均在8%以上。ABN和交易所资产支持证券发行量的增加主要由于以非金融企业为发起主体的企业融资需求增加所致。整体来看, 本季度交易所发行的资产支持证券在期数和规模上仍超过银行间债券市场。

本季度, 全国首单融资租赁类区块链ABN¹⁶、全国首单民营科技中小企业专项知识产权ABN¹⁷和全国首单信托公司担任管理人的权益型类REITs¹⁸成功发行。

债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行期数环比有所增加

本季度, 绿色债券发行期数为54期, 发行规模为517.09亿元, 发行期数环比增加3.85%、同比减少8.47%, 发行规模环比减少15.81%、同比减少49.18%。本季度新发绿色债券共涉及48家发行人¹⁹, 其中新增绿色债券发行人有6家。本季度新发绿色债券包括中票、PPN、企业债、公司债 (含私募债)、其他金融机构债和资产支持证券, 公司债 (含私募债) 的发行期数 (26期) 和发行规模 (238.47亿元) 均最多。新发绿色债券仍主要集中在AAA级, 发行期数和发行规模占比分别44.00%和57.67%, 发行期数占比较上季度 (42.55%) 有所提升, 发行规模占比较上季度 (64.52%) 有所下降, 发行期数和发行规模占比较上年同期 (59.32%和80.48%) 均有所降低。绿色债券发行主体涉及建筑与工程、交通基础设施、电力等13个行业, 其中建筑与工程行业发行期数、发行规模占比均最大 (36.00%和33.73%)。从地区分布来看, 江苏地区发行人所发绿色债券期数 (8期) 最多, 广东地区发行人所发绿色债券规模 (70.00亿元) 最大。从发行成本来看, 61.76%的绿色债券发行利率低于可比债券²⁰的平均发行利率, 占比较上季度 (66.67%) 略有减少。30%的绿色债券采取了

¹⁵ 不包含私募债。

¹⁶ 8月20日, “安吉租赁有限公司2020年度第二期资产支持票据 (ABN)” 成功发行。发行总额为12.27亿元, 其中优先A档评级AAA, 发行规模11.04亿元, 优先B档信用评级AAA, 发行规模0.22亿元。该项目为银行间市场首单“区块链”融资租赁资产支持票据。

¹⁷ 9月22日, “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” 成功发行。本期ABN共5家入池企业, 发行规模2.1亿元, 是银行间市场交易商协会成功发行的首单民营科技中小企业专项知识产权ABN。

¹⁸ 9月29日, “华能信托-世茂酒店物业权益型资产支持专项计划” 成功发行, 该产品是全国首单由信托公司担任管理人的权益型类REITs, 该产品规模6.5亿元, 期限20年, 底层资产为世茂集团旗下的五星级酒店。

¹⁹ 关于绿色债券发行人和绿色债券发行利率的分析均不包含绿色资产支持证券。

²⁰ 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。

第三方认证²¹。从资金投向来看，本季度绿色债券资金投向主要是清洁能源和清洁能源领域。

2. 熊猫债发行期数同比有所增加

本季度，我国债券市场共有9家发行人发行10期熊猫债，发行规模为132.00亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度（15家、18期、276.00亿元）均有所减少，发行家数、发行期数较上年同期（6家、9期）均有所增加，发行规模较上年同期（150.00亿元）有所减少。债券类别涉及超短融、中票、PPN、公司债、国际机构债和其他金融机构债，其中发行期数最多、发行规模最大的券种均为中票（4期和45亿元）。熊猫债发行主体仍主要为中资背景境外企业，熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于AAA级。本季度熊猫债平均发行利率3.40%，较上年同期和上季度分别上升46BP和18BP。

三、未来债市展望

第一，市场流动性仍将保持合理充裕，债券发行规模有望稳定增长。一是在国内经济逐步好转、海外疫情及政治风险交织的背景下，监管层仍将实施稳健的货币政策，强化逆周期调节，维持流动性合理充裕，有利于债券发行。二是监管层持续采取措施支持中小微、民营企业债券融资。10月14日，发改委、科技部、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部联合发布《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》，指出支持民营企业开展债券融资，进一步增加民营企业债券发行规模，同时支持金融机构依法合规提供融资，保障民营企业平等参与项目建设运营，对在政府和社会资本合作（PPP）项目中设置针对民营资本差别待遇或歧视性条款的，各级财政部门按照规定不予资金支持，此举有利于扩大民营企业债券发行规模。三是中小银行可

转债将持续发行。10月21日，财政部三季度财政数据发布会指出，四季度剩余2000亿元用于支持化解中小银行风险的预分配额度已通知地方，有望逐渐落地，继续用于支持地方政府认购中小银行发行的可转债，补充中小银行资本金，化解信用风险，中小银行可转债的发行进程持续推进。

第二，债券市场机制体制将进一步完善。10月23日，证监会发布《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》，就可转换公司债券的发行条件及程序、交易转让制度、信息披露要求等方面进行了详细规定，此举有利于规范可转换公司债券的发行和交易行为，保护投资者合法权益和社会公共利益。此外，证监会主席易会满在2020金融街论坛年会上指出，随着市场发展将不断完善基础制度，推进债券市场基础设施互联互通，扩大公募REITs试点范围，积极稳妥推进期货及衍生品市场创新。未来监管层有望采取更多措施完善债券市场相关制度、促进债券市场健康有序发展。

第三，债券市场对外开放配套机制将不断完善，对外开放进程有望继续加快。继彭博和摩根大通将中国国债纳入其主要指数后，9月富时罗素宣布中国国债将会被纳入富时世界国债指数（WGBI），至此，中国债券市场将被全球三大主要债券指数悉数纳入，这将有利于吸引更多境外机构参与我国债券市场。10月21日，证监会主席易会满在2020金融街论坛年会上表示，证监会将研究逐步统一、简化外资参与中国资本市场的渠道和方式，深化境内外市场互联互通，拓展交易所债券市场境外机构投资者直接入市渠道，稳步推动资本市场制度型开放。10月22日，中国外汇交易中心总裁张漪表示，交易中心将创新完善产品和交易机制供给，提升对外服务能力，同时，加强与境内外相关市场基础设施合作，为市场参与者提供更为便捷和高效的服务。10月23日，国家外汇局副局长王春

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

英表示, 外汇局将进一步推进债券市场开放, 继续分批次发放QDII额度, 探索私募股权投资基金跨境投资管理改革, 稳步扩大资本市场互联互通等。整体来看, 未来我国债券市场对外开放措施配套制度建设将进一步加强, 对外开放程度将不断提升。

第四, 债券市场仍面临较大信用风险, 债券风险管理机制将更加完善。四季度新冠肺炎疫情防控对我国企业经营活动产生的不利影响仍然存在, 部分企业存在高杠杆、慢周转、低资质的情况, 出现信用风险的概率仍然较大。同时, 四季度我国债券市场信用债总偿还量约3.35万亿元²², 其中10月、11月和12月单月的偿还量均在1万亿元以上, 偿还压力较大, 预计四季度信用风险事件仍会持续发生, 但信用风险总体可控。在此背景下, 监管层将继续加强风险管控, 完善债券违约处置机制。10月12日, 交易商协会发布《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文本》, 针对当前募集说明书中存在的投资人保护机制内容约定内容不细、规范性不足、可操作

性不强等问题, 制定了示范文本, 并为募集说明书中持有人会议机制、受托管理人机制、违约定义、处置措施、争议解决等与投资者保护密切相关的内容提供了示范性表述, 此举有助于完善债券市场风险管理机制, 提升市场运行效率, 加大投资人保护力度。预计未来监管层将继续强化信用债存续期监管、加强市场中介机构监管力度, 进一步完善违约处置机制。

整体来看, 目前国内经济基本回归疫情前的运转常态, 全球经济形势总体也呈复苏态势, 但各国节奏有所不同, 四季度全球疫情仍存在较大的不确定性, 美国大选、英国硬脱欧等事件或将对经济形成冲击。在此背景下, 预计四季度我国宏观政策会更加灵活适度、精准导向, 为债券市场提供合理充裕的流动性; 同时, 在各项体制机制不断完善的背景下, 民企、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。■



²² 总偿还量含到期还款、回售以及将于2020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2019年情况大致相当。

2020年三季度地方政府债券市场分析

文 | 联合资信评估股份有限公司 唐立倩 竺文彬 邱成

2020年前三季度，地方政府债券相关政策主要体现在规模扩容、投向优化、发行及使用提速和加强地方政府债务管控等方面。从市场情况看，前三季度地方政府债券发行表现出期限明显拉长、发行利率先下后上、发行利差维持较低水平的特征。预计四季度地方政府债券发行将以再融资债券为主，资金投向重点支持“两新一重”领域，利差则将贴近25bp的指导区间下限。

一、地方政府债券相关政策梳理

2020年三季度，受益于国内疫情良好控制以及消费拉动，国内经济继续修复。三季度实现国内生产总值26.62万亿元，同比增长4.9%，较二季度回升1.7个百分点；2020年前三季度累计实现国内生产总值72.28万亿元，同比增长0.7%。但全球面临第二波疫情、世界经济形势依然面临较大不确定性，国内较长时间内仍将处于疫情防控常态化阶段，地方政府债作为重要的逆周期调控工具仍需持续发力。整体看，2020年以来地方政府债券相关政策主要体现在规模扩容、发行及使用提速、投向优化和加强地方政府债务管控等方面，上述政策向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心。相关政策举措主要涉及以下几个方面：

一是基于疫情冲击及稳增长需求影响，明确4.73万亿地方政府债新增规模，并强调加快发行使用，同时简化专项债券用途调整程序，有力拉动经济社会发展。全国人大批准2020年安排新增地方政府债券额度4.73万亿元，其中专项债券3.75万亿元，比2019年增加1.6万亿元。

为保障重大项目建设推进，国常会多次强调加快地方政府专项债券发行和使用，截至9月底，2020年新增地方政府专项债券已发行3.37万亿元（不包括再融资），占今年新增额度的95%；已发行专项债券资金已支出2.8万亿元，占发行规模的83%。2020年7月27日财政部下发《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94号）（以下简称“《通知》”），要求确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕。此外，《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》提出依托信息系统，督促加快专项债券资金使用进度，确保项目质量的同时防止债券资金滞留国库或沉淀在项目单位，尽快形成实物工作量。加快发行使用有利于加大宏观政策的调控力度，尽快产生经济效益。

二是优化专项债投向，积极支持“两新一重”建设，扩大专项债资本金使用范围。积极发挥专项债券对经济拉动作用，国常会再次强调坚持“资金跟着项目走”的原则。《通知》明确专项债券必须用于有一定收益的公益性项目，融资规模与项目收益相平衡；重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域；积极支持“两新一重”、公共卫生设施建设中符合条件的项目。此外，为做好“六稳”“六保”工作，保障中小微企业、民营企业生存发展，2020年7月1日召开的国常会中决定在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式补充中小银行资本金。

三是严格防范专项债券风险，加速地方政府债监管制度建设，加大信息公开力度。《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》提出，结合专项债券管理特点和地方实际，从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理。《通知》亦指出严禁将新增专项债券资金用于置换存量债务、商业化运作的产业项目、企业补贴或经常性支出，坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目；要求加大专项债券信息公开力度，加快推进专项债券项目库公开，对资金拨付进度慢、安排使用不合规的市县、相关主管部门和项目单位予以通报或约谈。2020年8月20日公开修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》（以下简称《条例》）从行政法规层面要求加强地方政府债务管理，主要包括地方政府债务余额实行限额管理，财政部门应当

建立健全地方政府债务风险评估指标体系，对债务高风险地区提出预警，监督化解债务风险。

二、2020年前三季度地方政府债券市场回顾

发行概况

根据Wind数据，以发行起始日计算，2020年前三季度，地方政府债券累计发行1643支，规模合计56792.54亿元，同比增长35.80%；其中新增债券43015.75亿元，再融资债券13776.79亿元。分季度看，2020年三季度，地方政府债券发行总额21928.50亿元，环比增长16.90%，以新增债券为主；再融资债券的发行规模随着存量债券的集中到期而保持在较大规模；前三季度地方政府债务净融资规模持续增长，合计达

表1 2020年以来地方政府债券相关政策概要

发布日期	发布主体	政策要点
2020.1.6	财政部	放开外商独资银行、中外合资银行、外国银行分行（以下统称“外资银行”）加入地方政府债券承销团的资格限制，按程序吸收外资银行加入承销团。
2020.2.11	财政部	提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中一般债限额5580亿元，专项债限额2900亿元。加上此前提前下达的专项债务1万亿元，共提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元。
2020.3.3	国债协会	发布《地方政府债券信用评级业务自律规范指引》。
2020.3.17	国常会	加快发行和使用按规定提前下达的地方政府专项债，抓紧下达中央预算内投资，督促加紧做好今年计划新开工的4000多个重点项目前期工作，加强后续项目储备。对重大项目审批核准等开设绿色通道。
2020.3.27	中共中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设工作。
2020.3.31	国常会	明确要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。
2020.4.3	国务院联防联控机制新闻发布会	今年专项债资金投向增加城镇老旧小区改造的领域，允许地方应急医疗救助、公共卫生等，特别是加大5G网络、人工智能、物联网等新兴基础设施建设。提高专项债作为重大项目资本金的比例，允许由去年的20%适当提高。
2020.5.22	国务院全国人大会议	赤字目标拟按3.6%以上安排，拟安排地方政府一般债券9800亿元，地方政府专项债券3.75万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。
2020.7.1	国常会	着眼增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金；允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
2020.7.15	国常会	要求用好地方政府专项债券，加强资金和项目对接，提高资金使用效益。
2020.7.27	财政部	财政部《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94号）提出，确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕；专项债期限统筹考虑投资者需求、到期债务分布等因素科学确定，降低期限错配风险，防止资金闲置。
2020.8.6	财政部	财政部《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》提出，地方政府专项债券加快发行使用，较好发挥对经济的拉动作用。
2020.8.20	国务院	修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、明确预算草案编制时间、加强地方政府债务管理、规范财政专户等。

资料来源：联合资信整理

到42727.05亿元，合计净融资规模相当于2019年全年的1.40倍。从资金用途看，2020年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占比达到65.01%，延续了2019年以来以专项债为主的融资结构（见表2）。

前三季度地方政府债券发行期限整体较长，加权发行期限15.00年。从发行期限看，2018—2020年前三季度，10年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升，分别为17.86%、46.91%和78.08%，使得平均发行期限明显拉长。根据2019年4月30日财政部发布的《关于做好地方政府债券发行工作的意见》，财政部不再限制地方债券期限比例结构，地方财政部门可以综合考虑项目期限、投资者需求、债务年度分布等因素，自主确定发行期限，逐步提高长期债券发行占比。该文件发布后，地方政府债券期限逐步拉长；2019年和2020年前三季度，新发行地方政府债券的加权发行期限分别为10.29年和15.01年，其中一般债券的加权发行期限分别为12.13年和16.73年，专项债券的加权发行期限分别为9.02年和14.99年，地方政府债券发行期限长期化的趋

势，一方面更好地匹配了项目资金需求和期限，另一方面也缓解了地方政府的再融资压力。

全年发行任务接近完成，四季度供给压力大幅下降。从发行节奏看，2017—2018年，地方政府债券的发行主要集中在二、三季度。2019年以来，随着财政部开始提前下达下一年度的地方政府债务限额，以及存量地方政府债券的到期规模进入快速增长阶段，地方政府债券的发行节奏开始提前。2020年以来，为充分发挥财政政策的逆周期调节能力，地方政府债券的发行规模在一季度的高基数基础上持续放量，发行规模环比持续上升。新增债券方面，根据全国人大会议部署，2020年新增一般债券和新增专项债券的计划发行规模分别为0.98万亿元和3.75万亿元；截至2020年9月底，新增一般债券和新增专项债券累计分别发行0.94万亿元和3.36万亿元，分别完成全年发行目标的95.92%和89.60%，四季度地方政府债券的供给压力大幅下降。再融资债券方面，2019年再融资债券的发行规模相当于当年地方政府债券到期规模的87.32%，2020年前三

表2 2015—2020年前三季度全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1643
发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	56792.54
其中：一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	19822.65
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	36969.88
其中：新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	43015.75
置换债券	31985.18	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	--
再融资债券	--	--	--	6816.79	11484.29	13776.79
其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	56792.54
定向发行	7921.78	15500.84	10855.92	4141.20	--	--
其中：3年期	6532.37	11291.83	7988.57	6346.37	2058.94	847.50
5年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	5601.47
7年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	6001.23
10年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	17128.48
15年期	--	--	--	152.70	1686.86	9510.92
20年期	--	--	--	352.99	1917.49	6555.14
30年期	--	--	--	20.00	4500.50	11147.79

资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

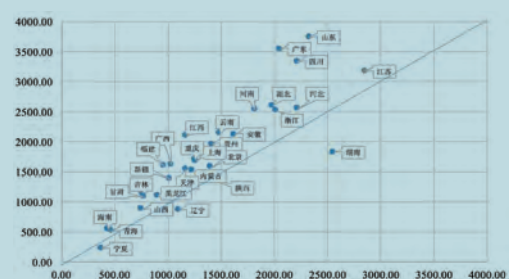
季度再融资债券发行总额1.38万亿元，仅相当于全年地方政府债券到期规模的66.37%，在全年地方财政收入整体下降的情况下，四季度再融资债券仍有一定的发行压力（见表3）。

各省市发行规模分化仍然明显。从发行区域的分布情况看，2020年前三季度，全国31个省级行政区、5个计划单列市和新疆生产建设兵团均有地方政府债券发行，但各省市发行节奏分化较为明显。整体看，2020年前三季度各省（市、自治区）发行规模的相对排名与2019年较为接近（见图1），除了湖南、辽宁和宁夏外，其余地区发行规模均已超过了2019年全年。环比来看，山东、四川、浙江、湖北、贵州和上海三季度的发行规模均超过了1000亿元，达到了年内季度发行最高水平；江苏和广东在经历了上半年的集中发行后，三季度的发行规模大幅下降。由于各省发债受到债务限额（影响剩余举债空间）、项目储备规模（影响专项债申报规模）和存量债券到期时间（影响再融资债券发行节奏）等多重因素的影响，需结合次年披露的地方财政收支明细来对资金使用效率和地方财政健康程度做进一步的判断。

利率与利差分析

发行利率先下后上，期限利差有所扩大。发行利率方面，在宽松的货币政策与积极的财政政策的配合下，2020年一季度地方政府债发行利率呈下降趋势。二季度以来，随着货币政策的边际收紧以及特别国债发行带来的供给压力上升，各期限地方政府债券的发行利率先下后上，反弹幅度较大。2020年三季度，在较大的供给压力下，地方政府债券的发行利率波动上升，地方

图1 前三季度各省（市）府地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



注：江苏、山东、广东等省统计数据不含其下属计划单列市；横轴为2019年发行规模，纵轴为2020年前三季度发行规模
资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

表3 2015—2020年前三季度全国地方政府债券发行概况（单位：亿元、%）

月份	2017年		2018年		2019年		2020年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	0.00		0.00		4179.66		7850.64
2	145.82	10.89	285.61	5.27	3641.72	32.20	4379.22
3	4599.23		1909.83		6245.13		3875.23
4	3249.09		3017.88		2266.76		2867.60
5	5484.84	31.81	3552.57	28.60	3043.22	32.74	13024.58
6	5130.76		5343.24		8995.51		2866.78
7	8453.08		7569.54		5625.17		2722.38
8	4697.35	38.34	8829.70	57.34	5694.69	30.94	11997.22
9	3556.41		7485.46		2195.81		7208.89
10	3400.79		2560.31		964.60		--
11	4540.87	18.96	459.41	8.78	457.89	4.13	--
12	322.69		638.12		379.874		--
合计	43580.94	100.00	41651.67	100.00	43690.06	100.00	56792.54

资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

政府融资成本系统性上行，三季度的利率中枢已经超过了年初的高点。分不同期限看，15、20和30年期的发行利率走势较为一致，上行趋势较为明显；7年和10年期品种的发行利率较为接近，9月以来利率震荡趋平；3年和5年期品种发行利率的上行幅度较大，但9月以来有所回落，使得期限利差有所扩大。

发行利差环比小幅下行，中长期品种的区域利差有所扩大。发行利差方面，以同期限国债到期收益率为基准，继二季度发行利差环比回升后，三季度的发行利差小幅下行，其中3年和5年期品种的利差下降程度较大。分区域看，2020年以来，新疆、青海和内蒙的发行利差显著高于其他区域；2020年一季度，发行利差的区域分化明显收窄，各省份在同一天发行的同期限政府债券在发行利率上没有明显差异；2020年二季度，中短期品种的区域利差分化程度有所回升，而长期品种的区域利差则进一步收敛；2020年三季度，5年期品种的区域利差有所收敛，长期品种的区域利差则有所扩大。分期限看，2020年三季度，5年期品种区域发行利差的标准差由二季度的1.64BP下降至1.00BP，10年期和15年期品种区域发行利差的标准差分别由二季度的1.42BP和1.63BP上升至1.66BP和3.31BP（见表4）。

项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券发行概况

2019年，用于土地储备和棚户区改造的专项债规模分别占到当年项目收益类专项债的35.67%和33.72%，土储和棚改成为专项债资金的主要投向。2019年9月，国务院常务会议要求扩大专项债使用范围，同时明确了重点领域和禁止领域，提出专项债资金不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。在这一政策的指引下，2020年上半年未有新增棚改和土储专项债，城乡发展、城市基础设施、民生事业、产业园区和交通基础设施类专项债的发行规模和占比较2019年大幅上升。随着三季度棚改专项债恢复发行，部分类

型专项债的发行规模被明显挤占，棚改重新成为当期专项债募集资金最主要的投向（见表5）。

表4 各省（市、自治区）10年期政府债券加权平均利差对比（单位：BP）

地区	10年期			
	2019年	2020年一季度	2020年二季度	2020年三季度
新疆维吾尔自治区	32.90	30.99	30.02	30.45
新疆生产建设兵团	38.71	--	--	25.15
青海省	30.59	29.65	28.91	29.23
安徽省	30.18	26.32	25.13	26.10
陕西省	34.14	24.77	24.75	25.46
辽宁省	27.61	24.09	26.55	25.20
宁夏回族自治区	28.18	--	25.15	--
黑龙江省	32.64	26.73	26.86	25.10
贵州省	35.58	26.51	25.31	24.64
云南省	32.57	24.95	25.03	25.52
海南省	29.13	26.73	24.25	24.62
广西壮族自治区	42.71	23.60	23.49	25.92
湖北省	29.13	25.61	25.18	25.79
福建省	30.04	23.16	25.51	24.39
西藏自治区	26.32	26.75	27.12	25.72
河北省	31.53	24.48	25.48	24.41
吉林省	30.62	25.10	24.33	25.16
四川省	31.99	24.03	25.91	25.11
山东省	33.39	23.63	24.76	24.75
河南省	25.71	24.45	25.06	25.65
青岛市	25.31	24.71	24.08	25.19
大连市	24.80	24.79	26.88	--
山西省	26.29	25.61	25.66	25.38
湖南省	25.32	25.30	25.03	25.67
天津市	25.59	24.59	25.12	24.33
广东省	21.06	24.40	28.28	24.94
深圳市	25.99	24.17	25.59	24.22
重庆市	24.71	--	24.88	25.79
江苏省	24.93	23.64	26.76	25.85
甘肃省	24.80	24.38	24.97	25.50
内蒙古自治区	28.56	22.97	25.04	32.44
厦门市	25.60	25.06	23.42	25.42
宁波市	25.23	23.63	24.77	25.32
江西省	25.17	24.75	--	24.74
上海市	25.26	24.24	23.42	24.84
浙江省	24.41	24.15	25.13	25.73
北京市	24.68	19.64	24.89	26.18

资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

表5 专项债主要资金用途(单位: 亿元)

项目	2019年	2020年一季度	2020年二季度	2020年三季度	2020年合计
棚改	7174.12	--	--	3379.15	3379.15
土储	6782.75	--	--	--	--
城乡发展	1277.18	1130.64	1499.19	517.63	3147.46
城市基础设施	1076.10	1266.36	734.63	679.63	2680.62
水利环保	752.46	1187.39	982.52	828.98	2998.89
收费公路	1525.51	695.15	659.62	496.92	1851.69
产业园区	331.49	1162.90	1081.45	740.28	2984.63
民生事业	119.58	1070.61	1049.42	957.37	3077.40
交通基础设施	81.60	1288.15	739.43	871.57	2899.15
教育医疗	355.98	286.97	272.55	104.77	664.29
铁路轨道	333.33	344.40	96.20	21.78	462.38
文旅	86.13	67.67	70.63	13.57	151.87
乡村振兴	107.03	91.21	26.22	5.80	123.22
旧改保障房	98.87	--	40.22	59.16	99.38
能源	10.00	16.85	28.20	4.77	49.82
合计	20112.12	8608.30	7280.27	8681.37	24569.94

资料来源: 联合资信根据Wind资讯整理

三、地方政府债券未来展望

新增额度已基本发行完毕, 四季度发行以再融资债券为主。10月份, 地方政府债券发行4429亿元, 其中新增债券1899亿元, 再融资债券2530亿元。截至10月底, 今年地方政府债券累计发行61218亿元, 其中新增债券44945亿元。新增债券中, 一般债券发行9479亿元, 已完成全年计划的96.72%; 专项债券发行35466亿元, 完成全年计划的94.6%, 完成已下达额度(35500亿元)的99.9%。实际上, 除新增2000亿元特定用于补充中小银行资本金的专项债尚未发行外, 其余新增债券已基本发行结束, 11—12月份地方政府债券发行将主要集中在再融资债券及补充中小银行资本金专项债券方面。

“两新一重”为投资重点, 对中小微企业支持作用待释放。2020年上半年, 受政策影响, 土储及棚改专项债并无发行, 与2019年以土储和棚改债券为主的专项债券发行结构形成明显对比。三季度以来, 棚改专项债恢复发行, 发行规模占比达同期专项债的38.92%。同时, 专项债重点向既促消费惠民生又调结构增后劲的“两

新一重”建设(包括新型基础设施建设、新型城镇化建设, 交通、水利等重大工程建设)倾斜, 对拉动基建投资增速、提高人民生活水平和促进地方经济发展产生积极影响。此外, 四季度2000亿元专项债将用于18个省份的中小银行补充资本, 浙江、广西、内蒙古、陕西等地已经进行相关前期工作, 该举措有助于增强中小银行风险抵御能力和服务实体经济能力, 撬动更多资金支持中小企业, 帮助化解中小企业经营风险。

地方政府债利差贴近指导区间下限。2020年一季度受疫情冲击, 央行多次降准释放流动性, 地方政府债发行利率稳步下行; 二季度以来, 在流动性、特别国债加大供给及基本面等多重因素作用下, 地方政府债利率反弹明显; 从三季度情况看, 随着经济增长企稳, 市场资金面有所收窄, 地方政府债发行率水平已超过年初高点, 但利差仍保持相对稳定, 明显低于去年同期水平。展望四季度, 考虑到新增债券发行接近收尾, 地方政府债整体供给压力的减弱, 预计地方政府债发行利率将小幅下降, 与同期限国债利差则将贴近25bp的指导区间下限。///

2020年三季度城投债市场分析报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 张建飞 马玉丹 丁晓 夏妍妍

一、主要政策梳理

深入实施企业债券注册制改革，完善企业债券受理、审核制度

2020年7月20日，中债登发布《企业债券受理工作规则（试行）》，针对受理工作的各环节制定了规范化的标准流程，并明确了受理工作的时限与业务流程的相关要求。7月28日，中债登和交易商协会联合发布《企业债券审核工作规则（试行）》，明确中债登和交易商协会为发改委指定的企业债券审核机构，负责企业债券审核工作，并就企业债券审核程序、各方职责、工作时限、办理方式等作出明确规定。此举有助于进一步完善企业债券注册发行受理及审核工作，提升企业债券受理及审核工作的服务效率和水平。

预算法细化将对经济技术开发区、高新技术产业开发区的财权独立性和控制力产生一定影响

2020年8月20日，国务院发布修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》（以下简称“《条例》”），对《中华人民共和国预算法》进行细化。《条例》明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”，以往拥有独立财权的经济技术开发区、高新技术产业开发区等对园区内财政资源的自主支配权限或将有所受限。

新型城镇化建设专项企业债券募集资金允许用于补充营运资金，支持县级城投企业融资

2020年8月26日，国家发改委发布《县城新型城镇化



建设专项企业债券发行指引》（以下简称“《指引》”），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，募集资金用于符合相关规定、市场化自主经营、具有稳定持续经营性现金流的单体项目或综合性项目，重点支持县城产业平台配套设施、县城新型基础设施以及环境卫生、市政公用设施等建设项目。

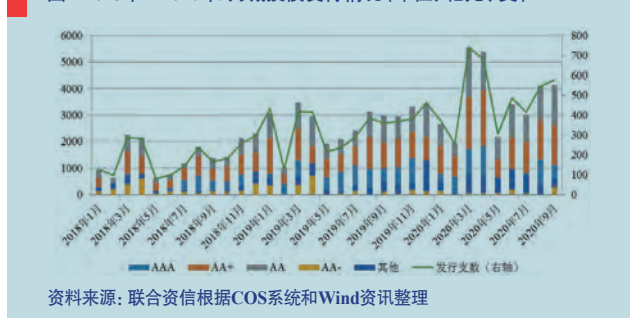
《指引》规定了县城新型城镇化建设专项企业债券的发行条件，并明确了“允许使用不超过50%的债券募集资金用于补充营运资金”以及“对已安排中央预算内投资和地方政府专项债券等资金的项目，优先安排支持项目实施主体发行企业债券”等一系列支持政策。县城新型城镇化建设专项企业债券的推出有助于拓宽县级城投企业的融资渠道，相关企业债券有望陆续发行。

二、城投债发行情况

发行概况

三季度市场资金面仍整体保持宽裕，城投债发行数

图1 2018年—2020年9月城投债发行情况(单位:亿元、支)



量及规模延续增长趋势,但增幅同比环比均明显收窄。

2020年三季度,城投债发行数量及规模同比环比均保持增长趋势,共发行城投债1538支,同比、环比分别增加505支和68支;发行规模11461.37亿元,同比、环比分别增长32.12%和1.69%;但受货币政策边际收紧以及政府债发行提速双重因素影响,发行支数及规模增幅均明显收窄(见图1)。

各等级城投债发行情况

三季度各级别城投债发行规模同比均保持增长,但增速均放缓,中低级别城投债发行规模同比增长较快;环比增速出现分化,AA级城投债环比增长最快;市场资金配给城投债的级别中枢仍持续下移。

发行规模方面,三季度各级别城投债同比均保持增长,其中AAA级、AA+级及AA级城投债发行规模同比分别增长3.86%、45.96%和50.26%,增幅均收窄,中低级别城投债发行规模保持较快增速;环比方面,AAA级、AA+级及AA级城投债发行规模环比分别增长0.65%、-0.60%和7.95%,受货币政策边际收紧以及政府债发行提速双重因素影响,市场配置城投债资金规模减少,资金成本上升导致中高级别城投主体发行意愿下降,发行规模环比基本稳定,AA级城投债环比增长最快。

发行规模占比方面,三季度AAA级城投债发行规模占比28.28%,同比、环比分别下降7.70个和0.29个百分

点;AA+级城投债发行规模占比36.41%,同比上升3.45个百分点,环比下降0.84个百分点;AA级城投债发行规模占比33.38%,同比、环比分别上升4.03个和1.93个百分点。市场资金配给城投债的级别中枢仍持续下移。

发行方式、期限和品种

公、私募发行规模占比保持均衡态势,公募占比持续下降;发行期限仍以中短期为主,3年期发行规模占比持续增长;发行品种以私募公司债、超短期融资债券和一般中期票据为主,私募公司债和一般公司债环比增长较快。

从发行方式看,三季度城投债公募方式和私募方式发行支数分别为798只和740只,发行规模分别为6080.34亿元和5381.03亿元,公募、私募方式发行规模占比分别为53.05%和46.95%,公募债发行规模占比同比、环比分别下降4.37个和0.35个百分点。

从发行期限看,三季度城投债发行期限仍以中短期为主,其中1年期及以下、3年期和3+2年期发行规模占比较高,分别为24.19%、19.97%和30.64%,环比分别变化2.00个、2.30个和-0.80个百分点,3年期发行规模占比持续增长。

从发行品种看,三季度私募公司债仍为城投债主要发行品种,发行规模占35.09%,同比、环比分别上升3.16个和2.24个百分点;其他发行规模占比较大的为超短期融资券和一般中期票据,发行规模分别占15.93%和17.87%。相比较二季度而言,发行规模增加最多的为私募公司债和一般公司债,环比分别增长8.61%和20.29%。

各地区发行情况

城投债发行区域性分化仍较明显,江苏省发行规模仍一地独大;黑龙江省发行规模环比增幅最大,海南省发行规模下降最为明显。

三季度,江苏省、浙江省和山东省发行规模位列

前三名,江苏省仍遥遥领先,总发行规模为**2520.00**亿元,环比增长**3.26%**,占同期全国发行总规模的比重为**21.99%**;内蒙古自治区、海南省、宁夏回族自治区、青海省和西藏自治区发行规模较小;上海市、黑龙江省和吉林省发行规模环比增速超过**50%**,其中黑龙江省发行规模**47.50**亿元,环比增长**69.64%**,增幅全国最大¹,但绝对规模小;安徽省、山西省、甘肃省、西藏自治区和海南省发行规模明显下降,其中海南省发行规模**3.00**亿元,环比下降**84.21%**,降幅最大(见图2)。

发行利率和利差分析

三季度城投债发行利率同比整体下行,环比上升明显;发行利差环比均收窄,中长期债券发行利差环比收窄幅度更为明显。信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

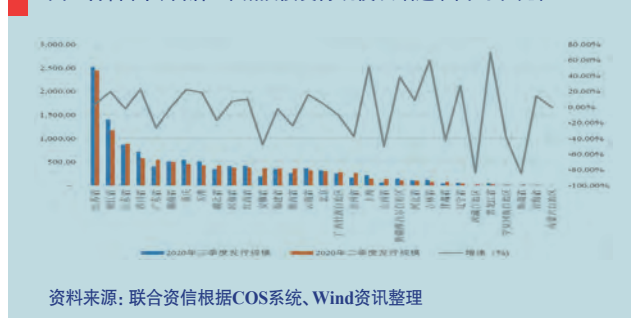
三季度,各级别、期限城投债的发行利率均低于2019年同期。环比方面,受货币政策边际收紧以及市场资产配置调整影响,三季度各级别、期限城投债的发行利率延续二季度末的上升趋势,均明显上升,其中AA级短期、AA+级短期和AAA级中长期平均发行利率环比升幅最大,环比分别上升**0.70**个、**0.71**个和**0.57**个

百分点。分月来看,7月,除AA级中长期城投债平均发行利率环比下降外,其他级别、期限城投债平均发行利率均环比上升,其中AA级短期城投债平均发行利率环比上升**0.44**个百分点,变动幅度最大;8月,除AA+级短期城投债平均发行利率环比上升外,其他级别、期限城投债平均发行利率均环比有所下降;9月,各级别、期限城投债平均发行利率均上升明显,超过7月水平,进一步拉高三季度整体发行利率水平。

三季度,不同级别、期限城投债发行利差同比分化明显;AA级城投债发行利差同比大幅收窄,其中AA级短期和AA级中长期城投债平均发行利差同比分别收窄**62.35BP**和**58.78BP**;AAA级城投债平均发行利差同比走阔,AAA级短期和AAA级中长期平均发行利差分别同比扩大**11.49BP**和**9.41BP**;AA+级短期和中长期城投债平均发行利差呈反向变动趋势,其中AA+级短期平均发行利差同比扩大**11.92BP**,AA+中长期同比收窄**15.67BP**。环比方面,三季度各级别、期限城投债的发行利差均收窄,其中中期限城投债整体收窄更为明显,AA级中长期和AA+级中长期平均发行利差分别环比收窄**62.57BP**和**44.24BP**(见表1)。

三季度,城投债信用等级与平均发行利率、发行利差均呈明显负向关系,即信用等级越高,平均发行利率、利差越低,信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

图2 各省(市、自治区)城投债发行规模及增速(单位:亿元)



三、净融资规模及债券存续情况

三季度城投债净融资情况

三季度城投债净融资额持续下降,浙江省净融资规模全国最大;部分省份净融资持续为负。

三季度城投债净融资规模达**5522.24**亿元,环比下

¹ 不含二季度未发债区域

表1 三季度城投债加权平均利率、利差及对比

平均利率 (%)	7月	8月	9月	2020Q3	2020Q2	2019Q3
AA短期	4.56	4.26	4.53	4.44	3.74	5.22
AA+短期	3.53	3.70	4.07	3.75	3.04	3.93
AAA短期	2.73	2.38	3.24	2.75	2.29	2.88
AA中长期	5.86	5.69	5.98	5.85	5.66	6.50
AA+中长期	4.74	4.67	4.85	4.76	4.32	4.99
AAA中长期	4.12	4.00	4.32	4.14	3.57	4.18
平均利差 (BP)	7月	8月	9月	2020Q3	2020Q2	2019Q3
AA短期	249.59	193.76	196.28	208.09	234.93	270.44
AA+短期	145.85	149.47	162.14	152.15	158.29	140.23
AAA短期	52.82	23.63	80.79	53.27	81.77	41.78
AA中长期	330.43	289.99	308.18	308.17	370.74	366.95
AA+中长期	218.32	188.69	196.09	199.81	244.05	215.48
AAA中长期	158.88	122.43	141.66	138.26	159.26	128.85

资料来源: 联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

降20.27%; 其中浙江省净融资规模最大 (969.57亿元, 占17.56%, 环比增长6.29%), 其次为江苏省 (876.96亿元, 占15.88%, 环比下降31.17%) 及山东省 (701.50亿元, 占12.70%, 环比下降1.81%) (见图3)。城投债净融资规模为负的省份主要分布在东北及中西部经济欠发达或下行压力较大地区, 部分省份连续三季度均呈净流出状态。东北及中西部经济欠发达或下行压力较大地区融资环境无明显改善。

三季度末存续城投债情况

三季度末全国存续城投债中江苏省城投债余额占比最大; 存续债券中私募公司债规模最大, 债券级别以

高级别为主。

截至2020年9月底, 有存续债券的城投企业共2514家, 存续城投债券共11835支, 存续债券余额92448.31亿元, 环比增加4.72%。从地区分布看, 截至2020年9月底, 江苏省城投债券余额为19455.26亿元, 占全国城投债券余额的比重为21.03%, 占比最大; 浙江省、山东省、四川省和湖南省分列二至五名, 占比分别为10.51%、6.34%、6.26%和6.00% (见图4)。

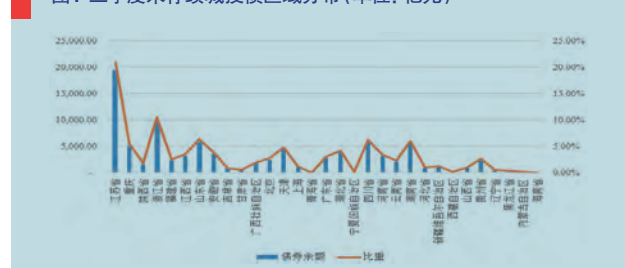
从债券级别分布看, 截至2020年9月底, 全国存续城投债券中AAA级、AA+级和AA级债券分别占25.54%、19.29%和12.81%, 在不考虑未披露级别城投债情况下, 占比分别为42.85%、32.32%和21.47%, 仍以高级别城投

图3 三季度各省城投债净融资情况



资料来源: 联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

图4 三季度末存续城投债区域分布 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

债为主。从主体级别看，AAA级、AA+级和AA级城投企业债券余额分别占比28.57%、35.35%和33.28%，不考虑无主体级别情况下，占比分别为28.92%、35.78%和33.69%，相当一部分低级别城投企业选择以私募形式或设置增信措施发行债券。

从存续品种看，截至2020年9月底，全国存续城投债券的品种以私募公司债、中期票据、一般企业债和定向工具为主，分别占29.39%、23.66%、17.17%和16.40%。私募公司债存续规模最大，（超）短期融资券虽然单季度发行规模较大，但存续时间较短，期末余额并不大；一般企业债虽单季度发行规模较小，但因存续时间相对较长，期末累积余额仍较大。

2020年四季度到期的存续债券情况

2020年四季度到期的城投债规模较大，地方政府债务负担较重以及前三季度净融资规模持续为负的区域城投企业四季度流动性情况需关注。

存续城投债到期分布方面，在不考虑含权债券行权的情况下，2020年四季度将到期的城投债规模共4793.26亿元；如考虑含权债券行权的情况，2020年四季度将到期的城投债规模为6012.73亿元；四季度到期城投债规模仍较大，三季度净融资规模对四季度到期规模的覆盖程度尚可。

到期城投债区域分布方面，江苏省2020年四季

度到期的城投债规模最大，到期规模占全部到期规模（考虑含权，下同）的24.3%，浙江省、天津市、山东省、重庆市分列其次，占比分别为7.53%、6.60%、5.17%和4.81%（见图5）。四季度到期城投债中无级别的私募债及定向融资工具等占比最大，达56.72%，AAA级、AA+级和AA级占比分别为11.82%、14.36%和12.01%；主体级别为AAA级、AA+级、AA级债券占比分别为32.45%、34.25%、30.50%。相较于三季度净融资规模，部分省份缺口较大，四季度存在一定融资压力，流动性情况需关注。

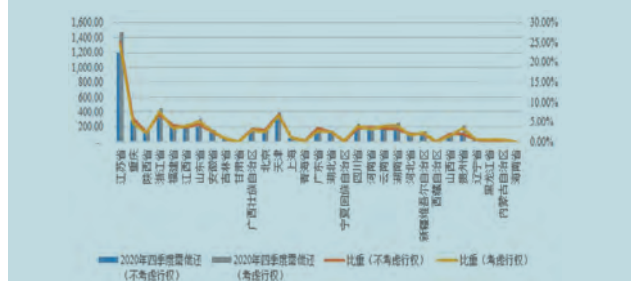
四、三季度城投企业级别变动情况及风险事件

三季度城投企业的级别变动以调升为主，信用风险事件主要为信托、非标等产品逾期。

三季度，主体级别调升的城投企业共29家，其中，主体级别自AA-上调至AA的城投企业3家，AA上调至AA+的城投企业17家，AA+提升至AAA的城投企业9家；调升的区域主要集中于江苏省、浙江省、安徽省及山西省（见图6）。

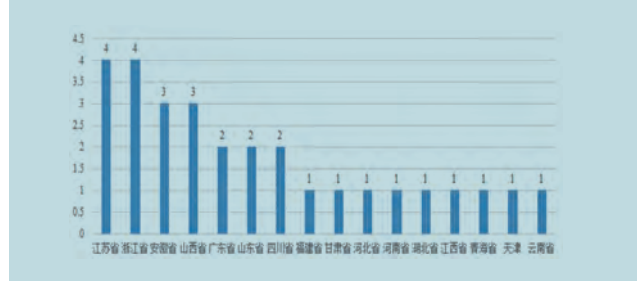
主体级别调降的城投企业3家，其中主体级别自AA-下调至A+的城投企业2家，自AA下调至AA-的城投企业1家；评级展望由稳定调整为负面的城投企业2家，陕西省和贵州省各一家。上述级别调降以及展望下调原

图5 2020年四季度城投债到期区域分布（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

图6 三季度城投企业级别调升区域分布（单位：个）



资料来源：联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

因主要包括企业核心资产划出、职能定位变化、权益规模大幅下降、短期偿债压力大、融资能力下降、借款逾期、或有负债风险大以及所在区域财政实力下滑等。

负面事件方面,根据已有披露信息统计,三季度负面事件涉及城投企业10家,其中河南2家、陕西2家、贵州5家,吉林1家,主要为信托、非标等产品到期出现本息延期或兑付不确定的情况;涉及的城投企业以区县级平台企业为主。

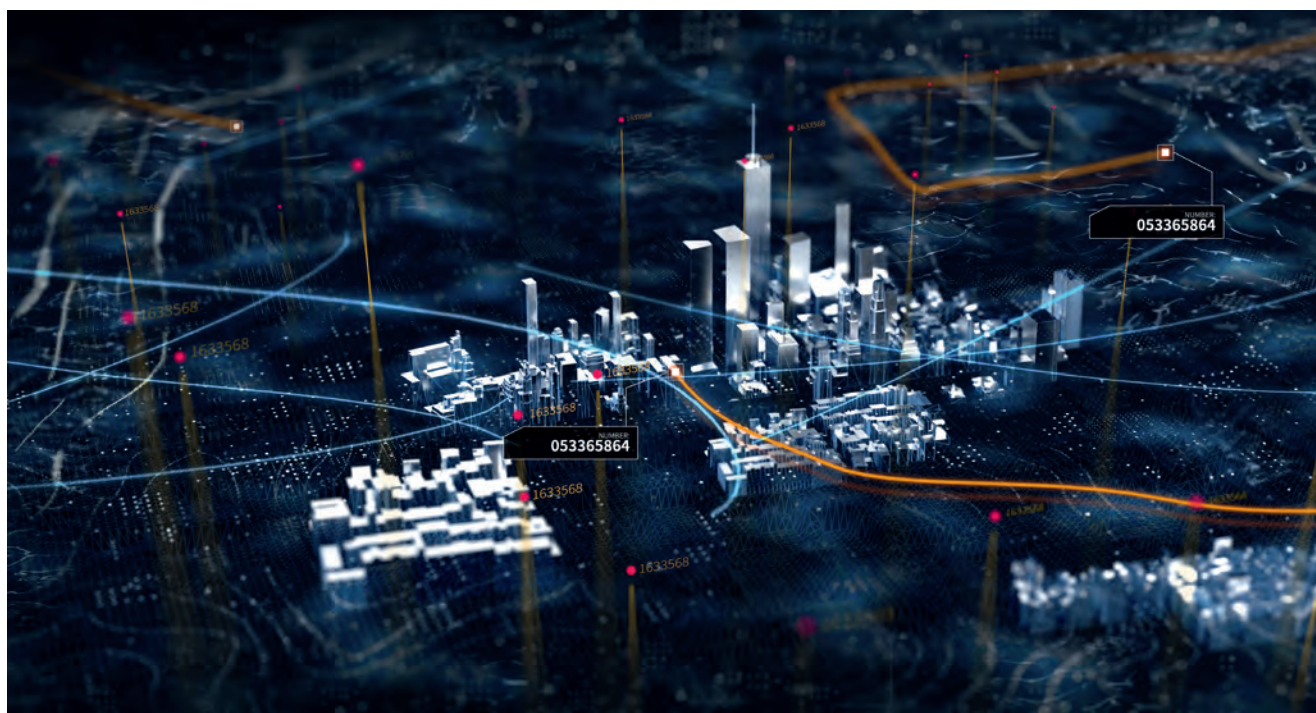
五、展望

市场资金面仍将延续整体宽裕、边际收紧。三季度以来,国内经济进一步企稳回升,各项经济指标好于预期,但同时国内仍处于疫情防控的常态化阶段,货币政策仍承担着支持实体经济、对冲疫情冲击的职能,预计四季度货币政策基调调整的可能性较小,市场资金面整体宽裕、边际收紧的态势仍将延续。

城投债发行增速将放缓,募集资金用途仍以借

新还旧为主。四季度城投债到期规模仍较大,合理充裕的外部融资环境加之较大的还本付息压力,预计四季度城投债的发行仍将保持较大规模,但增速或将进一步放缓。新型城镇化建设专项企业债券募集资金允许用于补充营运资金,有利于区县级城投债发行,城投债资金用途有望进一步丰富,但仍将以借新还旧为主。随着三季度地方政府债券发行结束,四季度地方政府债券供给压力减小,市场资金挤出效应减弱,城投债发行利率有望扭转三季度的全面回升趋势,仍将整体维持低位。

城投债信用风险仍需甄别关注。预算法细化将对经济技术开发区、高新技术产业开发区的财权独立性和控制力产生一定影响;货币政策边际收紧状态下,地方政府执政理念及意愿、能力对城投企业信用的影响将更突出,市场化转型激进、城投属性及与政府职能紧密性较弱的城投企业以及债务负担较重、经济下行压力大、信用负面事件频发和净融资缺口较大区域城投企业信用风险需重点关注。■



2020年前三季度中国债券市场评级表现和 评级质量研究报告

文 | 联合资信评估股份有限公司 闫瑾 王自迪 王正清

一、违约情况统计分析¹

信用风险有序释放，违约常态化发生

2020年前三季度，我国债券市场新增20家违约²发行人，共涉及到期违约债券³67期，到期违约金额⁴约751.02亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较2019年前三季度（38家，105期）有所减少，到期违约金额较2019年前三季度（643.82亿元）有所增加。2020年一季度、二季度和三季度新增违约发行人家数分别为8家、6家和6家，债券市场风险有序出清。

此外，2020年前三季度另有15家在2020年初之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金（重复违约），共涉及到期违约债券35期，到期违约金额约203.86亿元，其中19期债券为首次到期违约，涉及到期违约金额约84.88亿元；重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数、到期违约金额较2019年前三季度（25家，58期，316.16亿元）有所减少。2020年

四季度我国债券市场公司信用类债券到期偿付压力仍然较大，各类信用风险事件或将继续发生，债券市场违约风险将进一步释放。

2020年前三季度新增违约发行人仍以民营企业为主，但部分国有企业信用风险开始暴露，新增违约发行人中有4家为上市公司；新增违约发行人行业分布较为分散，其中房地产管理和开发、汽车行业的新增违约发行人数量相对较多，地区则主要集中于经济发达、债券发行人较多的北京和广东等地（见表1）。公募债券市场方面，2020年前三季度公募债券市场发行人违约家数⁵（17家）较2019年前三季度（25家）有所减少，违约级别范围与2019年前三季度基本一致（见表2）。

1. 部分房地产企业违约风险持续暴露

天津房地产集团有限公司、上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司、泰禾集团股份有限公司均属于房地产开发企业，由于行业高杠杆特征明显，且受政策调控影响大，对企业持续盈利能力要求较高，当

¹ 根据最新信息披露情况，报告对历史数据进行了追溯调整。

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

³ 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

⁴ 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

⁵ 发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约发行人：发行人所发公募债券发生违约、发行人发生私募债券违约但违约时仍有公募债券存续，违约包括仅主体违约、主体和债项均发生违约的情况。

表1 2020年前三季度我国债券市场违约发行人明细

发行人	Wind三级行业	所属地区	企业性质	是否上市	违约时间	期初级别	期末级别
中融新大集团有限公司	贸易公司与工业品经销商	山东	民营	否	2020/4/20	AA+/稳定	C
新华联控股有限公司	综合类	北京	民营	否	2020/3/6	AA+/稳定	C
泰禾集团股份有限公司	房地产管理和开发	福建	民营	是	2020/7/6	AA+/稳定	C
北京桑德环境工程有限公司	水务	北京	中外合资	否	2020/3/6	AA/稳定	终止评级
铁牛集团有限公司	汽车	浙江	民营	否	2020/8/31	AA/稳定	C
华讯方舟科技有限公司	电子设备、仪器和元件	广东	民营	否	2020/7/2	AA/稳定	C
北京信威通信技术股份有限公司	通信设备	北京	民营	否	2020/6/1	AA/稳定	终止评级
天津市房地产信托集团有限公司	综合类	天津	地方国有	否	2020/8/24	AA-/稳定	C/稳定
重庆力帆控股有限公司	汽车	重庆	民营	否	2020/1/15	AA-/稳定	C
力帆实业(集团)股份有限公司	汽车	重庆	民营	是	2020/3/16	AA-/稳定	C
宜华企业(集团)有限公司	家庭耐用消费品	广东	民营	否	2020/5/6	AA-/	C
北大方正集团有限公司	互联网软件与服务	北京	中央国有	否	2020/2/18	A/负面	C
青海省投资集团有限公司	金属、非金属与采矿	青海	地方国有	否	2020/6/19	BBB/负面	C/稳定
康美药业股份有限公司	制药	广东	民营	是	2020/2/3	BBB/-	C
东旭集团有限公司	综合类	河北	民营	否	2020/1/20	BBB/-BBB/负面	CC/稳定
中国吉林森林工业集团有限责任公司	纸与林木产品	吉林	地方国有	否	2020/5/18	BB+/-	C
大连天神娱乐股份有限公司	软件	辽宁	公众	是	2020/1/20	BB/负面	C/稳定
上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	房地产管理和开发	上海	民营	否	2020/9/22	无评级	无评级
康美实业投资控股有限公司	制药	广东	民营	否	2020/6/24	无评级	无评级
天津房地产集团有限公司	房地产管理和开发	天津	地方国有	否	2020/9/8	无评级	无评级
天津房地产集团有限公司	房地产管理和开发	天津	地方国有	否	2020/9/8	无评级	无评级

注: 评级展望列示为“-”表示发行人被列入评级观察名单

资料来源: Wind

临不利外部环境和汇款滞后冲击时, 极易由于资金链断裂造成违约。泰禾集团股份有限公司受地产整体环境下行、新冠肺炎疫情冲击等因素的影响, 公司流动性紧张, 且行业调控政策持续导致开工节奏放缓, 去化压力较重, 叠加公司自身债务规模庞大、债务集中到期等情况, 最终导致违约。天津市房地产信托集团有限公司由于债务负担较重, 盈利能力下滑, 叠加高管层频繁变动、深陷负面舆情等因素, 最终因现金流短缺以及筹融资渠道受限等原因无法按时偿付债务, 导致违约。上海三盛宏业投资(集团) 有限责任公司在地产政策收紧的背景下, 融资成本大幅提升, 叠加债务负担较重, 不当多元化并购扩张形成大额商誉减值, 可动用经营现金受限, 部分开发项目周期过长, 流动性危机严重, 公司所发私募债最终违约。

2. 母子公司信用风险传导效应明显

华讯方舟股份有限公司(以下简称“华讯股份”) 由于归属于母公司的净利润连续两年为负, 自2020年6月16日被交易所施行退市风险警示; 华讯方舟科技有限公司(以下简称“华讯方舟”) 受上市子公司华讯股份亏损影响, 且其所持华讯股份的股份被高比例冻结和质押导致再融资受限, 叠加资产负债率持续偏高、受限货币资金占比较重等因素, 最终于2020年7月2日实质违约。北京信威科技集团股份有限公司(以下简称“信威科技”) 2017年度和2018年度归属于上市公司股东的净利润均为负值, 自2019年已被实施退市风险警示, 其2019年到期债券也已延期兑付, 同时信威科技为海外项目提供的担保事项陆续发生担保履约, 造成子公司北京信威通信技术股份有限公司(以下简称“信威通信”) 巨

表2 2018年至2020年前三季度我国公募债券市场发行主体违约率/数量 (单位: 家、%)

主体级别	2018年			2019年			2019年前三季度	2020年前三季度
	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率	违约数量	违约数量
AAA	705	1	0.14	815	2	0.25	2	--
AA+	882	1	0.11	971	9	0.93	7	3
AA	1970	20	1.02	1790	4	0.22	2	3
AA-	385	3	0.78	295	5	1.69	4	4
A+	75	1	1.33	70	4	5.71	3	--
A	17	2	11.76	22	3	13.64	2	1
A-	8	0	0.00	8	0	0.00	--	--
BBB+	5	0	0.00	4	1	25.00	1	--
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	2	3
BBB-	2	1	50.00	1	1	100.00	1	--
BB+	5	0	0.00	2	0	0.00	--	1
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	2	1
BB-	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--
B+	0	0	0.00	1	0	0.00	--	--
B	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--
B-	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--
CCC	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--
CC	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--
C	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--
无评级	38	0	0.00	38	0	0.00	--	--
合计	3990	30	0.75	3907	32	0.82	25	16

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, 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年三季度公募债券发行人中新增17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, 未纳入违约数量统计

资料来源: 联合资信COS系统

额资金损失, 严重影响信威通信的资金流动性, 且信威通信重大资产重组程序复杂, 导致融资能力受限, 整体偿债压力较大, 最终无法按期兑付到期债券本息。重庆力帆控股有限公司(以下简称“力帆控股”)主营业务萎缩, 负债高企, 其持有的力帆实业(集团)股份有限公司(以下简称“力帆股份”)股份也被高比例冻结和质押, 融资困难, 于2020年1月15日发生本息违约, 其后破产重整被法院受理; 子公司力帆股份由于2019年业绩大幅亏损、负债规模较大、资金流动性紧张、面临诉讼等因素, 未能于2020年3月16日兑付“16力帆02”债券本息。

违约风险预警能力有所提升

2020年前三季度我国债券市场20家新增违约主体中有16家在违约前具有有效信用等级, 除因资料不全无法进行定期/不定期跟踪的情形外, 违约事件发生前评级机构均通过各类评级行动进行风险预警⁶, 首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间集中于1~3个月和6个月以上, 其中1个月以内有1家, 1~3个月(含)有6家, 3~6个月(含)有1家, 6~12个月(含)有5家, 1年以上有5家。整体来看, 评级机构对违约主体的信用风险预警能力较2019年前三季度有所提升, 但预警及时性仍有待提高(见表3)。

⁶ 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

二、信用等级迁移分析⁷

信用等级调整情况

1. 主体信用等级继续呈现调升趋势, 评级稳定性略有下降

2020年前三季度, 我国公募债券市场共有296家发行人主体信用等级发生调整, 调整率为5.27%, 较2019年前三季度上升0.19个百分点。其中, 信用等级被调升的有222家, 调升率为3.95%, 较2019年前三季度上升0.24个百分点, 信用等级被调降的有74家, 调降率为1.32%, 较2019年前三季度下降0.05个百分点。整体来看, 2020年前三季度发行人主体信用等级仍呈调升趋势, 评级稳定性略有下降。

评级展望方面, 2020年前三季度我国公募债券市场评级展望被调升的发行人有4家, 较2019年前三季度(11家)有所减少; 评级展望被调降的发行人有23家, 较2019年前三季度(17家)有所上升。整体来看, 在新冠疫情影响下, 经济下行压力加大, 发债主体偿债能力减弱, 2020年前三季度我国公募债券市场评级展望被调升次数减少、被调降次数增加, 未来需加强对潜在信用风险的关注。

表3 新增违约主体首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布(家)

时间	1个月以内	1~3个月	3~6个月	6~12个月	1年以上
2020年前三季度	1	6	1	5	5
2019年前三季度	7	6	9	7	4

资料来源: 联合资信根据COS系统、Wind资讯整理

2. 国有企业调降率有所下降, 民营企业调降率略有上升

企业性质方面, 2020年前三季度我国公募债券市场主体信用等级被调升的发行人主要为国有企业(含地方国有企业和中央国有企业), 占比(86.49%)较2019年前三季度(83.33%)有所上升; 信用等级被调降的发行人主要为民营企业, 占比(60.81%)较2019年前三季度(50.68%)有所上升。国有企业信用等级调升率(4.32%)较2019年前三季度(3.76%)有所上升, 调降率(0.43%)较2019年前三季度(0.64%)有所下降; 民营企业信用等级调升率(2.99%)较2019年前三季度(2.25%)有所上升, 调降率较(5.60%)较2019年前三季度(5.55%)略有所上升。通过一系列宏观调控政策和货币政策的施行, 我国新冠疫情得到有效控制, 经济运行逐步进入正轨, 金融市场逐步平稳, 债券市场信用风险继续有序释放, 国有企业风险风险较上年同期有所下降, 部分“问题”民营企业逐步出清, 民企整体信用状况也较上年同期有所改善。

表4 2019年前三季度和2020年前三季度我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行主体(家、%)	信用等级		评级展望		合计	
	2019年前三季度	2020年前三季度	2019年前三季度	2020年前三季度	2019年前三季度	2020年前三季度
样本数量	5420	5618	5420	5618	5420	5618
调升数量	201	222	11	4	212	226
调降数量	74	74	17	23	91	97
调升率	3.71	3.95	0.20	0.07	3.91	4.02
调降率	1.37	1.32	0.31	0.41	1.68	1.73

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

资料来源: 联合资信COS系统, 联合资信整理

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

3. 建筑与工程和房地产行业主体信用等级调升数量较多

行业方面，在样本数量相对较多（发行主体家数超过100家）的行业中，建筑与工程（75家）、综合类（31家）、房地产管理和开发（22家）、商业银行（21家）、多元金融服务（13家）等行业⁸主体信用等级被调升的数量相对较多；而综合类（7家）、建筑与工程（7家）、房地产管理和开发（5家）、金属、非金属与采矿（5家）、汽车（5家）以及商业银行（4家）等行业发行主体信用等级被调降的数量相对较多。整体来看，信用等级被调升的发行主体行业分布相对集中，主要分布于发行人家数较多的建筑与工程和房地产行业；而信用等级被调降的发行主体行业分布则相对分散。

地区方面，在样本数量相对较多（发行主体家数超过100家）的地区中，江苏（44家）、浙江（34家）、安徽（14家）、河南（10家）等地发行主体信用等级被调升的数量相对较多，区域内发行主体调升率也较高，分别为6.05%、6.85%、6.36%、7.81%；广东（11家）、北京（10家）、山东（9家）等地发行主体信用等级被调降的数量相对较多，区域内发行主体调降率也较高，分别为2.31%、1.76%、2.43%。

4. 大跨度评级调整数量有所下降

2020年前三季度，我国公募债券市场共发生30次大跨度评级调整⁹现象，涉及发行主体27家，较2019年前三季度（36次，32家）有所下降。从企业性质来看，发生大跨度调整的发行主体主要为民营企业（20家），其次为国有企业（5家），公众企业和中外合资企业各有2家；从地区分布来看，发生大跨度调整的发行主体分布于广东（5家）、北京（5家）以及福建、山东、重庆（各2家）等地；从行业分布来看，发生大跨度调整的发行主体行业集中于房地产管理和开发（4家）、综合类（4

家）、汽车（3家）、制药（3家）等行业。

信用等级迁移矩阵¹⁰

1. AA+级及以上级别发行主体占比提升

截至2020年三季度末，我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在AA-级及以上级别，占比（96.98%）较2019年三季度末（96.85%）变化不大。其中，AA级发行主体占比仍然最高（37.06%），但较2019年三季度末下降2.7个百分点；AAA级和AA+级发行主体占比为27.62%和25.55%，较2019年三季度末分别上升0.81个百分点和1.23个百分点；AA-级发行主体占比（6.76%）较2019年三季度末上升0.80个百分点。在新冠疫情以及我国债券市场违约常态化背景下，投资者风险偏好继续降低，新发行债券主体信用等级继续呈现向高级别集中的趋势，发行人信用等级中枢有所抬升，截至2020年三季度末AA+级及以上级别发行主体占比为53.17%，较2019年三季度末上升2.04个百分点。

2. 级别向上迁移趋势明显，AA级稳定性略有下降

从信用等级迁移矩阵来看，在样本数量较多的AA-级及以上级别中，各级别稳定性均较好，级别未发生迁移的比率均在90%以上，AAA级、AA+级和AA-级稳定性较2019年前三季度均有不同程度提升，AA级稳定性较2019年前三季度有所下降；除AAA级呈现向下迁移趋势外，各级别均呈现向上迁移趋势，且上移趋势较2019年前三季度有所加强（见表5和表6）。

三、主要券种利差分析

2020年前三季度，央行继续实施稳健的货币政策，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，金融服务实

⁸ 如无特殊说明，本文所称行业均指 Wind 三级行业。

⁹ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人期初、期末主体信用等级调整超过3个子级以上（含3个子级）。例如，期初等级为AA，期末等级调整为A，等级调整跨越AA-和A+，则为发生大跨度调整；不同评级机构对同一发行主体的大跨度评级调整各计为1次。若发行人在期初被终止主体评级，则以评级机构在终止评级前对其出具的最后一次级别进行统计。

¹⁰ 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计，不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况，亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

体经济的质量和效率逐步提升,经济稳步恢复。央行综合运用并创新多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,有助于引导资金流入实体经济,加大对小微和民营企业的支持力度。具体来看,央行综合运用降准¹¹、公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款(PSL)等总量和结构性政策工具,有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌

作用。同时央行通过降低公开市场操作和MLF操作利率引导贷款市场报价利率(LPR)进一步下行¹²,推动综合融资成本明显下降,引导金融机构加大对实体经济的扶植力度,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。在此背景下,自二季度以来,国内经济渐进修复,央行货币政策开始向常态化回归,资金利率中枢抬升至2019年同期水平。

表5 2020年前三季度我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1148	99.83	0.09	0.09	--	--	--	--	--	--	--	--
AA+	1119	7.15	92.05	0.27	0.09	0.09	0.09	--	--	--	--	0.27
AA	1762	--	5.85	92.28	1.31	0.11	0.11	0.11	--	0.06	0.06	0.11
AA-	296	--	--	5.07	92.23	1.35	0.34	--	--	--	--	1.01
A+	77	--	--	--	3.90	93.51	2.60	--	--	--	--	--
A	8	--	--	--	--	12.50	75.00	--	--	--	--	12.50
A-	1	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--	--
BBB+	1	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB	6	--	--	--	--	--	--	--	--	33.33	--	66.67
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+及以下	22	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

注: 1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体, 以下同; 2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况, 无法体现各家评级机构的具体迁移情况; 3. 统计期初为2020年1月1日, 期末为2020年9月30日

资料来源: 联合资信COS系统

表6 2019年前三季度我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1116	99.28	0.36	0.09	0.09	--	--	--	--	0.18	--	--
AA+	1076	6.97	91.64	0.65	--	--	--	--	--	--	0.09	0.65
AA	1829	--	4.54	94.48	0.60	--	0.05	0.05	--	0.05	--	0.22
AA-	274	--	--	6.57	90.51	1.82	--	--	--	--	--	1.09
A+	62	--	--	--	4.84	91.94	1.61	--	--	--	--	1.61
A	16	--	--	--	--	6.25	62.50	6.25	--	--	--	25.00
A-	5	--	--	--	--	--	--	60.00	40.00	--	--	--
BBB+	3	--	--	--	--	--	--	--	66.67	--	--	33.33
BBB	3	--	--	--	--	--	--	--	--	33.33	--	66.67
BBB-	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00
BB+及以下	27	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

资料来源: 联合资信COS系统

¹¹ 央行于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司), 释放长期资金8000多亿元; 于2020年3月16日实施普惠金融定向降准, 考核参与机构2019年度普惠金融领域贷款情况, 对达标机构给予0.5或1.5个百分点的存款准备金优惠, 新达标机构净释放长期资金约4000亿元; 除此之外, 对此次考核中得到0.5个百分点存款准备金优惠的股份制商业银行额外降准1个百分点, 释放长期资金约1500亿元, 需全部用于发放普惠金融领域贷款; 于4月15日对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点, 分两次实施到位, 每次下调0.5个百分点, 释放长期资金约2000亿元。

¹² 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%, 4月15日再次下调MLF利率20BP至2.95%。2月20日, 1年期LPR由4.15%降至4.05%, 5年期LPR由4.80%降至4.75%; 4月20日, 1年期LPR降至3.85%, 5年期以上LPR降至4.65%。

2020年前三季度，信用等级（短融为主体信用等级，其他券种为债项信用等级）对债券发行利率、利差均值的影响主要体现在以下方面：(1) 短融、中票、企业债、公司债、商业银行债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值、交易利差均值越低；(2) 中票和7年期企业债样本中，AA级级差均大于

AA+级级差，反映出等级越低，投资者对债券风险溢价的要求越高；(3) 使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对样本数量较多¹³的短融、中票、公司债等的利差进行显著性检验，各级别主体所发短融、各级别中票及公司债中不同信用等级利差之间均存在显著性差异，信用等级对信用风险表现出较好的区分度（见表7）。

表7 2020年前三季度主要券种分级别利差统计

债券类型	期限 (Y)	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP%)			交易利差 (BP%)			
				区间	均值	均值	级差	变异系数	样本数量	均值	级差	变异系数
短融	1	AAA	139	1.50~6.50	3.08	117.34	--	78.53	134	122.93	--	73.92
		AA+	152	2.00~6.80	3.70	174.21	56.87	63.62	150	170.96	48.03	62.82
		AA	102	2.40~7.00	4.17	222.83	48.62	45.72	101	221.02	50.06	44.61
中票	3	AAA	399	2.05~6.80	3.45	121.62	--	46.77	389	124.13	--	45.44
		AA+	342	2.80~8.00	4.25	196.37	74.76	51.87	334	191.71	67.58	50.04
		AA	217	3.10~7.60	5.13	284.51	88.14	39.79	206	277.46	85.74	39.38
	5	AAA	202	2.70~5.00	3.64	120.76	--	30.63	193	124.08	--	28.07
		AA+	95	3.23~5.24	4.07	163.55	42.79	25.94	95	163.90	39.81	25.70
		AA	12	3.70~6.50	4.59	238.21	74.66	39.68	12	238.93	75.04	40.05
企业债	5	AAA	39	3.17~5.03	3.80	134.00	--	25.40	36	133.36	--	24.11
		AA+	13	3.60~7.50	4.86	238.14	104.14	53.62	10	214.08	80.73	42.12
		AA	3	4.48~7.00	5.47	266.90	28.76	44.29	1	205.47	-8.61	--
	7	AAA	6	3.46~4.37	3.92	129.51	--	17.89	6	127.21	--	19.25
		AA+	31	3.77~6.00	4.75	196.79	67.28	31.37	29	193.71	66.50	27.97
		AA	20	5.00~8.00	6.93	413.86	217.07	19.48	10	394.04	200.32	23.01
公司债	3	AAA	277	2.29~7.30	3.51	119.41	--	59.92	94	113.41	--	46.47
		AA+	96	2.74~7.50	4.35	206.27	86.87	52.58	19	201.61	88.20	40.42
		AA	22	3.75~7.00	5.23	299.82	93.54	43.79	5	204.74	3.12	37.30
	5	AAA	101	2.95~6.30	3.68	122.61	--	38.01	31	112.47	--	21.37
		AA+	9	3.54~5.38	4.19	168.31	45.70	28.60	1	104.29	-8.18	--
		AA	37	1.99~3.79	2.99	67.23	--	24.14	37	68.20	--	24.63
商业银行债	3	AA+	18	2.80~4.10	3.43	126.29	59.06	29.36	17	123.60	55.40	29.49
		AA	2	3.75~3.90	3.83	191.12	64.83	29.55	2	187.96	64.36	27.79
		AA-	1	4.50~4.50	4.50	221.85	30.74	--	--	--	--	--
		A+	1	4.00~4.00	4.00	259.05	37.20	--	--	--	--	--
	5	AAA	4	2.67~3.10	2.96	67.71	--	16.22	4	68.32	--	12.88
		AA	4	3.10~3.75	3.37	121.73	--	10.09	4	124.89	--	15.01
商业银行二级资本工具	5	AA+	2	4.30~4.38	4.34	171.29	49.56	0.08	2	176.12	51.23	2.70
		AA	4	4.50~5.18	4.80	235.73	64.44	4.56	3	232.53	56.41	8.97
		AA-	5	4.90~5.50	5.15	274.93	39.20	10.53	1	230.01	-2.52	--
		A+	4	4.65~5.50	4.99	237.72	-37.21	16.21	--	--	--	--
		A	2	5.00~5.80	5.40	297.91	60.18	17.18	1	266.28	--	--

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

资料来源：Wind

¹³ 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2020年10—11月，债券市场¹新增违约²主体6家，涉及到期违约债券21期，到期违约规模约234.31亿元。另有11家重复违约³主体，共涉及到期违约债券13期，到期违约规模合计约81.32亿元。

截至11月30日，2020年我国债券市场新增违约主体27家，涉及到期违约债券96期，到期违约规模合计约1033.92亿元，新增违约发行人家数、到期违约债券期数较上年同期（45家、125期）有所减少，到期违约规模较上年同期（777.22亿元）有所增加。重复违约主体17家，涉及到期违约债券40期，到期违约规模合计约238.54亿元，较上年同期（26家、61期、379.08亿元）均有所减少（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2020年10—11月，债券市场有5家发行人主体级别发生上调，有19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，无发行人主体展望发生下调。

截至11月30日，2020年我国债券市场有232发行人主体级别发生上调，较上年同期（204家）有所增加，有74家发行人主体级别发生下调，较上年同期（79家）有所减少。有4家发行人主体展望发生上调，较上年同期（11家）有所减少，有17家发行人主体展望发生下调，较上年同期（15家）有所增加。

表1 2017年—2020年11月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2017年			2018年			2019年			2020年1—11月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	10	12	43.00	43	110	910.90	46	136	859.90	27	96	1033.92
重复违约	13	29	204.58	9	20	126.15	28	67	420.69	17	40	238.54

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金

数据来源：联合资信COS系统、Wind

表2 2017年—2020年11月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2017年	2018年	2019年	2020年1—11月	2017年	2018年	2019年	2020年1—11月
调升数量（家）	386	253	211	232	73	27	12	4
调降数量（家）	66	96	85	74	37	21	21	17

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

数据来源：联合资信COS系统、Wind

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

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

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

⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

中国吉林森林工业集团有限责任公司

一、主体概况

中国吉林森林工业集团有限责任公司（以下简称“森工集团”或“公司”）是吉林省长春市纸与林木产品行业企业，公司是以森林培育和林木采伐为基础，以林产加工为主导、以科技开发为动力，林工贸结合，产加销一体化的现代化大型森工企业。主营业务为森林采伐、人造板、林化产品加工和销售、进出口贸易等。公司性质为地方国有企业，实际控制人为吉林省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司于2015年发行3年期中期票据“15森工集MTN001”，到期日为2021年2月4日，附赎回、持有人救济、利息递延权、延期以及调整票面利率条款¹。近年来，公司主营业务行业受环保政策趋严且行业竞争激烈的影响，经营性业务持续亏损，短期流动性压力持续加大，加之公司再融资能力受限，公司面临较大的偿债压



力，2018年1月29日，公司发布公告放弃行使赎回权，并将票面利率重置为10.55%，2020年5月18日，公司收到长春市中级人民法院（以下简称“长春中院”）《民事裁定书》及《决定书》，长春中院裁定受理了大连林木有限公司提出的对森工集团进行司法重整的申请，“15森工集MTN001”提前到期，公司未能足额兑付剩余“15森工集MTN001”本息，构成实质违约。

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
15森工集MTN001	20150203	20210204	2020518	12.11	--	AA/AA/稳定	中期票据	中诚信国际	本息违约

注：1. 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；2. 回收规模为截至2020年11月30日该期债券已经偿付的利息和本金，单位为亿元；3. 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

¹ 赎回：于本期中期票据第3个和其后每个付息日，发行人有权按面值加应付利息赎回本期中期票据；持有人救济：如果发生强制付息事件时发行人仍未付息，或发行人违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议；利息递延权：除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成发行人未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。延期：于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期；调整票面利率：本期中期票据自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；如果发行人不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2016-04-30	公司发布2015年年报,当期营业总收入81.09亿元,同比下降13.79%,净利润7.76亿元,同比上升41.25%。
2016-06-01	公司发布关于董事长变更的公告,公司董事长由柏广新变更为于海军。
2017-04-29	公司披露2016年年报,营业总收入87.97亿元,同比上升10.77%,净利润-17.32亿元。
2017-07-28	因公司人造板行业竞争激烈、公司短期偿债压力较大、现金流水平较弱、经营性业务亏损持续扩大等因素的影响,中诚信国际下调公司主体评级至AA-,评级展望下调至负面,同时下调“15森工集MTN001”债项评级至AA-。
2017-10-12	因森工集团持有的吉林森林工业股份有限公司(以下简称“森林工业”)部分股份被司法冻结,中诚信国际将公司纳入评级关注。
2017-11-17	因公司经营业务亏损持续扩大、存在较大短期流动性压力等因素的影响,中诚信国际下调公司主体评级至A+,同时下调“15森工集MTN001”债项评级至A+。
2018-02-01	公司发布公告,不行使“15森工集MTN001”赎回权,并将票面利率重置为10.55%。同日,中诚信发布公告,因森工集团不行使“15森工集MTN001”的赎回权且未来该债券利率将大幅跳升,公司付息压力大幅增加,且2017年以来公司经营业绩持续下滑,流动性压力较大,中诚信国际决定将公司主体及“15森工集MTN001”列入可能降级的观察名单。
2018-04-12	公司发布公告,因未按约支付中建投租金,法院冻结了森工集团持有的森林工业的1600万股限售流通股股票,截止公告披露日,森工集团共持有森林工业21604万股,占森林工业总股本的39.18%,本次冻结后,森工集团累计被冻结持有森林工业公司股份占森林工业总股本的6.35%。
2018-04-23	公司发布关于总经理接受纪律审查和监察的公告,根据中共吉林省纪律检查委员会2018年4月18日发布的吉纪立字[2018]26号和吉林省监察委员会2018年4月18日发布的吉监立字[2018]19号立案决定书,公司党委副书记、副董事长、总经理涉嫌职务违法、职务犯罪,正接受纪律审查和监察调查。
2018-05-04	因公司所持上市公司森林工业股份被冻结,中诚信国际将公司纳入关注名单。
2018-05-05	公司披露2017年年报,营业总收入70.02亿元,同比下降20.41%,净利润-12.42亿元。
2018-06-26	中诚信国际因公司经营业务持续亏损以及仍存在较大短期流动性压力等因素的影响,下调了公司主体评级至A-,同时下调“15森工集MTN001”评级至A-。
2018-12-10	因公司经营业绩继续恶化、战略转型未达预期、债务规模高企加之公司再融资能力受限,中诚信国际下调公司主体评级至BBB,同时下调“15森工集MTN001”评级至BBB。
2019-01-30	公司发布公告,决定将“15森工集MTN001”于2018年2月4日至2019年2月4日应付的10550万元利息进行递延支付,递延期间按照10.55%计息。
2019-04-30	公司发布2018年年报,营业收入75.12亿元,净利润-7.91亿元。
2019-07-30	因公司经营业绩持续亏损,短期流动性压力持续加大,所持上市公司股权被司法冻结,中诚信国际下调公司主体信用评级至BB+,同时下调“15森工集MTN001”评级至BB+,并列入可能降级观察名单。
2019-07-31	公司收到法院执行裁定书,公司以持有的长白山股票抵偿所欠中国华融资产管理股份有限公司的借款,此次司法划转前,公司所持的长白山旅游股份有限公司(以下简称“长白山”)股份占总股本的9.91%,司法划转后所持长白山股份占总股本的4.95%。
2019-09-07	公司发布公告,森工集团旗下上市公司森林工业的1.47亿股股份被吉林省长春市中级人民法院司法轮候冻结。截止9月7日,森工集团直接持有森林工业2.56亿股,占其总股本的35.73%,森工集团累计被冻结和轮候冻结的森林工业股份为1.94亿股,占其持有森林工业的75.56%。
2020-02-20	公司发布公告将延期支付“15森工集MTN001”2019年2月4日至2020年2月4日的利息。
2020-05-18	公司发布公告,公司被长春市中级人民法院裁定进行重整,“15森工集MTN001”停止计息并提前到期,公司未能按时支付本息,构成实质性违约。
2020-05-25	中诚信国际下调公司的主体信用等级至C,同时下调“15森工集MTN001”评级至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COS系统

三、主体违约原因

受行业竞争激烈、环保政策趋严影响,公司经营持续恶化

森工集团是全国最大的人造板商之一,近年来随着环保督查工作深入开展,新国标正式实施,行业监管趋严,公司经营承压。2015年停伐政策出台,公司木材收入大幅减少,人造板生产的原材料自给率也大幅下降,公司人造板加工产品的产量也随之下滑,公司位于东北地区的人造板生产线大部分处于停产状态,开工的则主要通过外购方式获得原材料,而近年来原材

料采购价格呈小幅上涨态势,对公司造成双重打击。此外,人造板行业属于完全竞争性行业,市场集中度低,龙头企业占比不足5%,低端市场竞争激烈,公司面临较大的竞争压力。受累于公司木材、人造板等业务规模缩减的影响,近年来经营状况持续恶化,2016年至2020年6月公司利润总额始终为负。

公司债务负担沉重,短期债务占比较高,流动性压力大

近年来,森工集团对外部融资依赖度很高,负债始终维持在高位运行,2016年至2020年6月,公司总债务始

终高于159亿元，资产负债率均超80%，2019年公司资产负债率进一步提升至103.89%。债务结构方面，公司总债务中短期债务占比较高，2016年—2020年6月，公司短期债务占比均介于82%~88%之间，且整体呈上升趋势，公司短期偿债压力较大。此外，受木材、人造板等业务规模缩减等影响，近年来经营活动净现金流波动较大；2019年公司构建固定资产、无形资产投资支出较多，加之公司债务规模较大，EBITDA为负，无法对债务本息形成有效覆盖，公司流动性压力较大。

应收类款项和存货占用较多资金，公司整体资产质量较低

森工集团的其他应收款和存货规模庞大，在流动资产中占比较高。公司存货主要为库存商品、以人工林资产为主的消耗性生物资产和房地产开发产品，2019年末存货为71.13亿元；其他应收款主要为应收关联方占用款、棚改配套资金及借款等，2019年末，公司应收账款及其他应收款金额合计达54.32亿元；存货与应收类款项合计在流动资产中的占比达79.62%，对资金形成较大的占用。此外，截至2020年3月末，公司受

限资产金额高达82.56亿元，其中受限货币资金1.10亿元，其他所有权和使用权受限的资产主要是为借款而抵押或法院冻结的房屋及土地使用权、存货、消耗性生物资产以及股权等。整体来看，公司资产质量较低，在一定程度上制约了公司资产的变现能力。

公司负面事件频出，融资能力下降

2019年7月，公司持有2470万股吉林森工股票及1321万股长白山股票被司法划转至中国华融资产管理股份有限公司以抵偿公司所欠债务。2019年12月因与中建投租赁股份有限公司的债务纠纷，北京市第二中级人民法院司法拍卖森工集团持有的吉林森工2080万股限售流通股。截至2019年7月12日，公司持有的长白山旅游股份有限公司的股份全部被质押及司法冻结。2019年至2020年4月，公司涉及被执行人案件14次，被执行标的达29亿元。整体来看，高额的资产抵押及股权质押，使其财务弹性较低，备用流动性接近枯竭，此外多次列为被执行人给公司带来了一定的负面影响，公司外部再融资压力凸显，偿债压力加大，最终引发债务违约风险。

表3 主要财务指标

财务指标	2016	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额 (亿元)	339.06	336.97	330.57	300.69	296.48
所有者权益 (亿元)	44.30	59.55	49.16	-11.69	-17.23
长期债务 (亿元)	34.32	26.68	26.75	23.34	24.04
全部债务 (亿元)	195.67	159.72	159.35	176.05	178.23
营业收入 (亿元)	87.97	70.02	75.12	61.26	6.92
利润总额 (亿元)	-16.96	-11.58	-6.94	-52.91	-3.74
EBITDA (亿元)	3.53	1.86	5.44	-35.07	--
经营性净现金流 (亿元)	2.11	10.75	6.19	10.94	-7.83
营业利润率 (%)	7.87	10.69	13.57	8.54	13.16
净资产收益率 (%)	-39.10	-20.85	-16.10	464.51	--
资产负债率 (%)	86.93	82.33	85.13	103.89	105.81
全部债务资本化比率 (%)	81.54	72.84	76.42	107.11	110.70
流动比率 (%)	83.90	85.22	85.91	60.25	60.62
全部债务/EBITDA (倍)	55.38	85.70	29.27	-5.02	--
EBITDA利息倍数 (倍)	0.17	0.23	0.76	-2.65	--
经营现金流负债比 (%)	0.93	4.89	2.79	4.18	--

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》

为进一步完善地方政府债券发行机制，保障地方债发行工作长期可持续开展，11月11日，财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》。意见要求不断完善地方债发行机制，科学设计地方债发行计划，优化地方债期限结构，维护债券市场平稳运行，同时，还强调完善地方债信息披露和信用评级，促进形成市场化融资约束机制，严防偿付风险。

(摘自新浪财经, 2020年11月11日)

央行：债券登记托管结算机构应与同业拆借中心建立系统直连

为便利市场主体，积极回应市场诉求，进一步优化债券交易流通机制安排，提高银行间市场债券交易流通效率，11月30日央行发布《修订银行间债券市场债券交易流通有关公告（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。相较于修订前公告，征求意见稿明确，债券登记托管结算机构应与同业拆借中心建立系统直连，同时不再要求发行人或主承销商提供初始持有人名单及持有量。

(摘自新浪财经, 2020年11月30日)

深交所启动信用保护凭证试点 进一步加大对实体经济支持力度

10月27日，深交所正式发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，推出信用保护凭证业务试点。深交所2018年11月推出信用保护合约业务试点，对于提升投资者认购积极性、助力民企债券发行、降低民企融资成本起到了积极作用。在此基础上，深交所推出信用保护凭证业务试点，鼓励更多市场机构参与信用保护工具业务。这是发挥服务实体经济平台枢纽作用，运用市场化方式支持民营企业直接融资的又一重要举措。

(摘自中证网, 2020年10月27日)

沪深交易所发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则（2020年修订）》

10月30日，为进一步规范合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者的证券及其衍生品种交易行为，做好与中国证监会相关修订规则的衔接落实，沪深交易所发布了《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则（2020年修订）》，自11月1日

起施行。修订内容主要包括：扩大投资范围，新增允许合格境外投资者投资存托凭证、股票期权、政府支持债券等，允许合格境外投资者参与债券回购、融资融券、转融通证券出借交易；完善持股比例披露及超比例减持安排，将外资持股比例披露指标由26%调整至24%；优化持仓与平仓相关事项，完善外资合计持股超过30%情形的相关处理方式；便利投资运作，修改信息报送要求，完善明确非交易过户相关规定；加强持续监管、强化合规要求等。

(摘自新浪财经, 2020年10月30日)

上交所公司债券注册制发行上市审核两项规则发布

11月27日，上交所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第1号——申请文件及编制》和《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——特定品种公司债券》两项规则。其中申请文件及编制指引主要明确公司债券申请文件编制过程中的信息披露和中介机构核查要求；特定债券品种指引主要规范附带特殊条款或服务国家战

略的特定债券品种的相关实施安排,包括短期公司债、可续期债、绿债、扶贫债、双创债、纾困债等6个特定债券品种监管标准、信息披露及核查要求。两项规则的发布,标志着上交所健全优化公司债券注册制发行上市审核规则体系的工作取得阶段性成效。

(摘自第一财经日报, 2020年11月27日)

交易商协会发布《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文本》

10月12日,交易商协会发布《非金融企业债务融资工具募集说明书投资人保护机制示范文

本》。示范文本为募集说明书中持有人会议机制、受托管理人机制、违约定义、处置措施、争议解决等与投资者保护密切相关的内容提供了示范性表述;还通过“重要提示”简明扼要地披露与投资人权益相关度最高的条款或内容,为投资人使用募集说明书提供便利,推动投资人保护机制落地。

(摘自新浪财经, 2020年10月12日)

交易商协会发布《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》

为促进银行间债券市场持续健康发展,丰富发行人主动债务管

理机制,保护投资人权益,交易商协会于11月2日发布《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》,试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务。现金要约收购是国际通行的发行人主动债务管理方式之一,通知明确此次试行的现金要约收购是指发行人向特定债务融资工具的全体持有人发出要约,以现金方式收购全部或部分流通中标的债券并注销的行为。此外还明确了业务主要流程、参与机构职责、禁止性事项等内容。

(摘自中国银行间市场交易商协会网站, 2020年10月30日)



市场动向

Market Trends

债券作为保证金业务在境内期货市场全面实施

债券作为期货保证金业务已在中国金融期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所等各家期货交易所陆续落地，标志着该项业务在境内期货市场的全面实施。债券作为期货保证金，一方面有助于促进期货市场价格发现与风险管理功能，提升市场运行质量与效率；另一方面也有助于提高债券二级市场流动性，发挥债券市场辐射作用和价格基准作用，提升金融市场资源配置效率。

(摘自新浪财经, 2020年10月30日)

市场首单绿色ABCP成功发行

11月5日，中电投融和融资租赁有限公司作为发起机构的“中电投融和融资租赁有限公司2020年度绿色第一期绿色资产支持商业票据”在银行间市场成功发行。项目发行规模10.5亿元，这是市场首单绿色ABCP项目。该融和租赁绿色ABCP将为16家小微企业提供融资支持，基础资产涉及集中供热、污染防治项目和新能源汽车等17个项目，在节

能减排、资源回收利用、能源可持续发展等方面发挥效应。

(摘自新浪财经, 2020年11月5日)

国债和政策性银行债已完全纳入彭博巴克莱全球综合指数

11月5日，全球主要债券指数供应机构彭博公司宣布，11月初中国国债和政策性银行债已经完全纳入彭博巴克莱全球综合指数。截至目前，全球三大主要债券指数均已用行动表明对中国债券的青睐，这是对中国金融业对外开放的肯定，也是中国金融业扩大和深化对外开放的体现。目前，中国债券在该指数权重约为6%，人民币在该指数中成为继美元、欧元和日元之后的第四大计价货币。

(摘自经济日报, 2020年11月6日)

首单蓝色债券落地

2020年11月4日，青岛水务集团2020年度第一期绿色中期票据（蓝色债券）成功发行，发行规模3亿元，期限3年，募集资金用于海水淡化项目建设，成为我国境内首单蓝色债券，

也是全球非金融企业发行的首单蓝色债券。蓝色债券作为绿色债券的一种，募集资金专项用于可持续型海洋经济，在推动海洋保护和海洋资源的可持续利用中发挥着重要作用。本次蓝色债券的发行，为解决沿海地区淡水危机、促进海洋资源可持续利用探索了新模式，为国内外机构探索蓝色债券标准提供了借鉴和参考。

(摘自新浪财经, 2020年11月19日)

财政部发行首单负利率主权债券

11月18日，财政部顺利发行40亿欧元主权债券，其中，5年期7.5亿欧元，发行收益率为-0.15%；10年期20亿欧元，发行收益率为0.32%；15年期12.5亿欧元，发行收益率为0.66%。此次发债取得了截至目前我国境外主权债券发行的最低收益率，其中5年期采用溢价发行，首次实现负利率发行；此次欧元主权债券的顺利发行，体现出国际资本市场投资者对中国经济稳中向好的信心，更加体现出中国更高水平全面对外开放的决心和信心。

(摘自新华社, 2020年11月20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

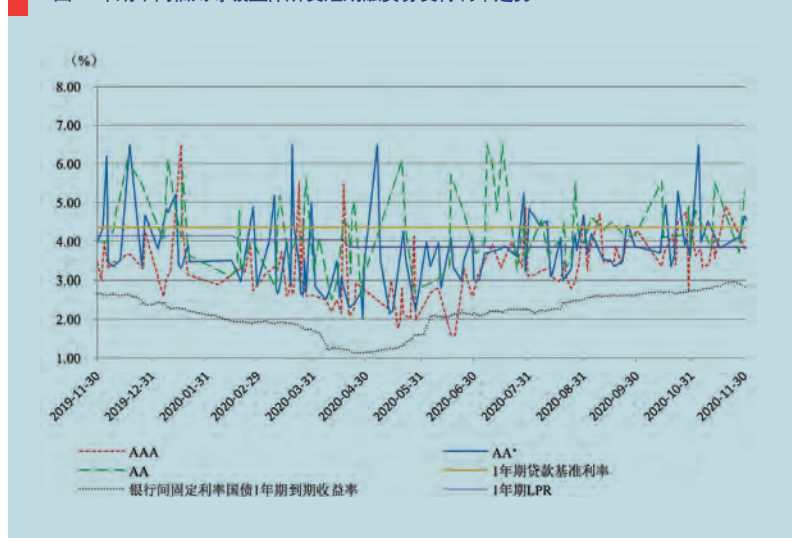
2020年10月至11月，央行继续实施稳健中性的货币政策，通过多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计26800.00亿元，逆回购到期29100.00亿元，实现净回笼2300.00亿元；通过中长期借贷便利（MLF）实现净投放15000.00亿元，通过抵押补充贷款（PSL）实现净投放2.00亿元，同时，央行还对金融机构开展了88.50亿元的常备借贷便利（SLF）稳定债券短端利率。在此背景下，2020年11月，1年期短融、3年期公司债和7年期企业债的平均发行利率（4.18%、4.35%和5.86%）较2020年10月（4.13%、4.26%和5.28%）均有所上升，5年期中票平均发行利率（4.31%）较2020年10月（4.44%）有所下降。

表1 2020年10月—11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10月	2020年11月	2020年10月	2020年11月	2020年10月	2020年11月	2020年10月	2020年11月
AAA	3.82	3.80	3.95	4.04	4.21	4.31	5.45	5.70
AA+	4.28	4.45	4.93	5.17	4.92	--	4.90	6.08
AA	4.37	4.74	--	7.43	5.80	--	5.95	7.00
平均发行利率	4.13	4.18	4.26	4.35	4.44	4.31	5.28	5.86

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10月至11月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈上涨态势，2020年11月，AA+和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（4.45%和4.74%）较10月（4.28%和4.37%）有所上升，AAA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.80%）较10月（3.82%）略有回落。

2020年10月至11月，交易所国债3年期到期收益率呈波动上涨态势。2020年11月，3年期AAA级和

AA+级公司债的平均发行利率(4.04%和5.17%)较10月(3.95%和4.93%)有所上涨。

2020年10月至11月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈波动上涨态势。2020年11月, 5年期AAA中期票据的平均发行利率(4.31%)较10月(4.21%)略有上升。

2020年10月至11月, 银行间固定利率国债7年期到期收益率呈波动上涨态势。2020年11月, 7年期AAA、AA+和AA级企业债的平均发行利率(5.70%、6.08%和7.00%)较10月(5.45%、4.90%和5.95%)均有所上升。

当前, 国内经济基本回归疫情前的运转常态, 全球经济形势总体也呈复苏态势, 但各国节奏有所不同, 在此背景下, 预计未来我国宏观政策会更加灵活适度、精准导向, 维持市场合理充裕的流动性的同时, 逐步降低货币、财政刺激力度, 未来市场利率水平或将温和抬升。■



图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

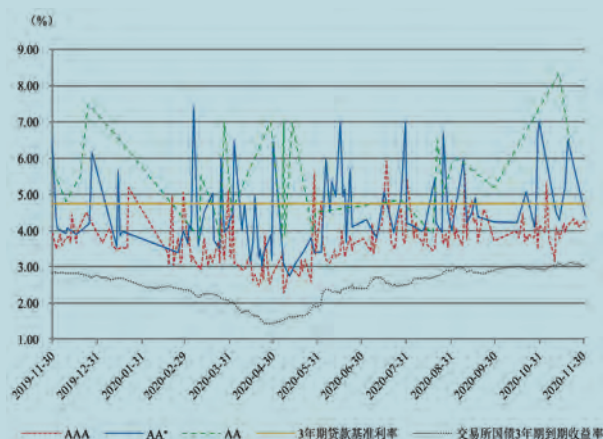


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

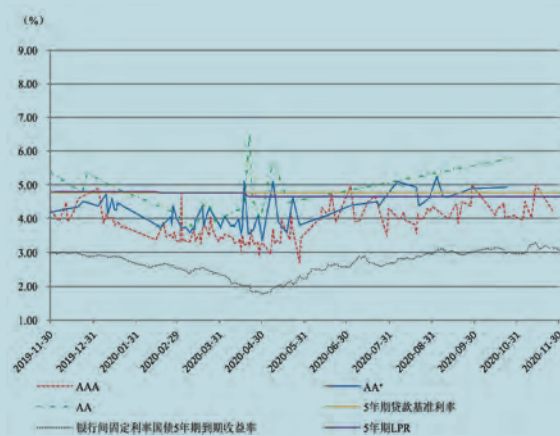
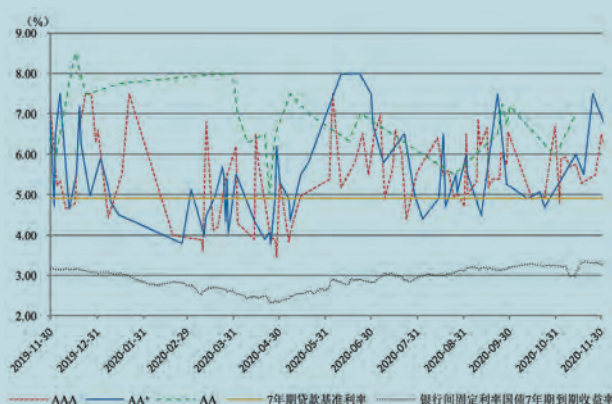


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2017年—2020年11月我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—11月	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.9	6.6	6.1	--	--
规模以上工业增加值	6.6	6.2	5.7	--	2.3
固定资产投资总额(不含农户)	7.2	5.9	5.4	50.0	2.6
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	35.1	-4.8
出口总额	10.8	7.1	5.0	16.1	3.7
进口总额	18.7	12.9	1.6	12.9	-0.5
CPI	1.6	2.1	2.9	--	2.7
PPI	6.3	3.5	-0.3	--	-1.5
社会融资规模存量	14.1	10.3	10.7	283.3	13.6
M2余额	8.1	8.1	8.7	217.2	10.7
人民币贷款余额	12.7	13.5	12.3	171.5	12.8

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

资料来源: Wind, 联合资信整理

2017年—2020年11月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2017年	2018年	2019年	2020年1—11月	2020年1—11月 同比(%)	2017年	2018年	2019年	2020年1—11月	2020年1—11月 同比(%)
政府债	1290	1080	1241	1962	58.87	83089.34	77147.45	80694.27	81598.20	49.12
国债	156	152	146	141	-4.08	39508.40	35506.77	37059.00	38342.80	52.62
地方政府债	1134	928	1095	1810	66.36	43580.94	41640.67	43635.27	43255.40	44.73
央行票据	0	0	7	11	83.33	0.00	0.00	320.00	260.00	115.38
金融债	787	729	818	814	-5.46	38726.51	41404.20	54665.50	55097.80	19.05
政策性银行债	545	489	549	569	-10.25	28819.78	29703.80	35405.50	38256.80	-2.58
商业银行债券	198	174	184	171	10.32	8707.73	9182.40	15980.50	14246.50	28.33
非银行金融机构债券	44	66	85	74	2.78	1199.00	2518.00	3279.50	2594.50	-9.79
政府支持机构债券	25	46	46	32	-28.89	3010.00	4170.00	3720.00	3620.00	-4.70
企业债券	382	282	394	341	0.00	3730.95	2390.08	3631.19	3077.09	17.23
一般企业债	349	257	372	334	3.41	3530.25	2260.68	3448.89	2922.39	21.62
项目收益债	33	25	22	7	-61.11	200.70	129.40	182.30	154.70	-65.74
中期票据	910	1399	1655	2000	28.95	10212.55	15893.65	18638.60	18796.70	18.20
短期融资券	2134	2912	3503	4536	40.87	23361.90	30664.30	35805.19	33178.80	40.72
一般短期融资券	463	422	462	487	12.73	3949.70	4193.30	4436.20	4499.80	5.89
超短期融资券	1671	2490	3041	4049	45.23	19412.20	26471.00	31368.99	28679.00	46.19
证券公司短期融资券	19	57	176	278	75.95	392.00	1425.00	4491.00	3986.00	90.89
资产支持证券(银行间)	400	449	566	397	-17.46	5972.29	9323.35	9433.36	8191.76	-20.64
资产支持证券(交易所)	1932	1992	2841	3341	36.42	8201.11	9473.80	10952.16	9288.78	44.87
非金融企业资产支持票据	113	248	695	963	64.05	574.95	1261.25	2893.77	2344.33	75.37
非公开定向债务融资工具	725	766	863	956	21.32	5954.61	5458.87	6192.12	5684.87	17.80
公司债	1199	1520	2465	3309	53.27	11008.75	16491.70	25501.84	22823.85	36.39
证券公司债	264	210	174	327	85.80	6339.40	4718.90	4033.30	4474.80	76.26
可转债	52	83	151	183	55.08	949.37	793.12	2695.19	2381.67	-9.11
可交换债	80	28	60	39	-25.00	1172.84	464.74	824.15	770.55	-41.23
项目收益票据	5	0	0	2	--	21.10	0.00	0.00	0.00	--
同业存单	26931	27301	27892	25779	3.07	201872.40	210832.40	179712.73	160204.03	5.47
国际机构债	4	4	9	4	-50.00	60.00	60.00	135.00	125.00	-12.00
合计	37252	39106	43556	45274	15.36	404650.07	431972.80	444339.37	415904.23	21.47

注: 1.绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中; 2.“非银行金融机构债”中包括保险公司债、资产管理公司债等, 不包括证券公司债; 3.“政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 4.“公司债”不包含证券公司债; 5.证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 6.资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 7.由于私募债券尚无权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind中截至2020年12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

联合资信深耕资产证券化领域， 连续五年蝉联不动产证券化 “前沿奖”之年度最佳评级机构奖



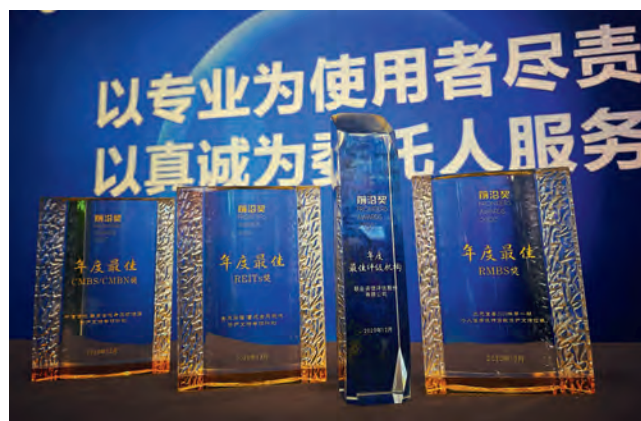
12月11日，由中国资产证券化论坛（CSF）、英国皇家特许测量师学会（RICS）、中国金融前沿论坛（CFAF）联合多家权威机构举办的“第五届中国不动产证券化合作发展峰会”在上海召开。当晚举行了2020年不动产证券化“前沿奖”颁奖典礼。联合资信荣获“前沿奖”之年度最佳评级机构等多项奖项。此前，联合资信曾连续四年获得2016—2019年度的不动产证券化“前沿奖”之年度最佳评级机构奖。

同时获奖的还有众多由联合资信承做的项目，包括中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划项目荣获年度最佳CMBS/CMBN奖；金茂华福-重庆金茂珑悦资产支持专项计划项目荣获年度最佳REITs奖；工元宜居2020年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券项目荣获年度最佳RMBS奖。

联合资信凭借领先的评级技术和良好的投资人服务，在资产证券化领域始终保持行业领先地位，在历次资产证

券化产品评奖中斩获众多奖项。据统计，自2018年以来，仅在资产证券化领域，联合资信已取得20余项大奖。

同时，联合资信总裁万华伟先生在中国保险资产管理业协会成立的资产证券化专委会中，担任唯一的评级机构代表。





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