



Lianhe Credit Research
信用研究

联合信用管理有限公司 联合资信评估股份有限公司

2023 APRIL

2022年债券市场发展报告
2022年度绿色债券运行报告
2022年中国债券市场违约回顾与展望



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

联合资信蝉联《财资》 2022年度中国最佳评级机构



2023年2月,《财资》发布2022年度国别AAA(The Asset Triple A Awards) 评选结果,联合资信蝉联“中国最佳评级机构”(The Asset Asian Awards: Rating Agency of The Year China) 荣誉称号。基于国内外资本市场广大参与者对公司本年度评级服务与经营业绩的认可,联合资信成为唯一获得“2022年度最佳评级机构”奖项的中国评级机构。

《财资》年度国别AAA评奖是银行业、金融、财政、投资和资本市场业界盛名远播的奖项,已连续举办23年。该奖项综合考量评级机构的评级方法、评级流程、评级稳定性等技术体系,承做项目数量及多样性、市场占有率等创新能力和行业影响力,以及研究报告、研究成果等研发实力等全方位的表现,并将国际、国内投资人及承销商、客户的满意度纳入评估体系,经过专业评审团审慎、严格评

估,从亚太地区众多参选机构中选出,旨在表彰过去一年具有卓越表现的机构。其评比在亚洲乃至国际金融市场享有较高的影响力和权威性,其获奖机构代表着各个行业的最高水平。

联合资信一直持续稳健合规经营,扎实推进评研一体双轮驱动战略,形成了公司长期发展的核心竞争力。良好的信用风险揭示能力,丰富独特的行业研究成果,以及优质的投资人服务水平获得了市场参与方的广泛认可。一系列荣誉也见证了联合资信在信用评级领域的不凡综合实力和领先行业地位。

未来,联合资信将视荣誉为继续奋斗的动力,不负各方重托,一如继往秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念,沉潜行业深耕,为投资者、发行人等市场参与者提供高质量的评级报告和专业化的产品服务。

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.

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 于良 万华伟 马新疆 王安娜 王丽娟 王治 王宝卉 王娟 王越 艾仁智 申中一 田小卫 冯磊 成斐 任红
任贵永 庄园 刘克东 刘洪涛 刘振 刘晓佳 刘晓濛 刘强 刘颖 刘睿 闫昱州 孙汝汀 杜洲 杜涵 李小建 李天娇
李云 李少龙 李为峰 李珍 李振宇 李晶 杨世龙 时南 张兆新 张丽 张连娜 张学群 张祎 张莉 张雪 陈诣辉
陈茵 陈勇军 邵天 邵立强 林光美 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉 周捷 周旭 官雪 赵东方 赵晓丽 赵鹏程 袁芳
贾二柳 徐阳 高宇欣 高景楠 高鹏 高鑫磊 唐玉丽 鹿永东 蒋建国 韩夷 雷君 谭心远

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

张岩 Zhang Yan

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

市场部门联系人

Marketing Department Contact

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang

13301118401 | maxj@lhratings.com

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuang Yuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务热线

Investor Service Hotline

陈家林 Chen Jialin

电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8624 | 13611310882 邮箱 (Email) chenjialin@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

2023 April

目录

特别策划 Feature

- 1** 2022年债券市场运行报告
联合资信 林青 郝帅 董欣焱 张岩
- 7** 2022年度绿色债券运行报告
——绿色债券标准进一步统一，绿色债券市场稳步发展
联合资信 董欣焱 张岩 陈玉洁
- 15** 2022年中国债券市场违约回顾与展望
联合资信 林青 郝帅 董欣焱 刘晓光 薛逸竹

宏观研究 Macroeconomic Research

- 24** 2023年全球信用风险八大展望
联合资信 程泽宇 张敏 王伟凡
- 32** 从黑石违约到硅谷银行破产，美国是否会再次爆发金融危机？
联合资信 程泽宇

行业研究 Industry Research

- 40** 境外保险ABS的发展经验与我国保险ABS的发展现状
联合资信 文晔 聂中一 朱江泰 陈诣辉
- 46** 跨行业信用体系建设思路与举措
联合资信 艾仁智 王妍 王信鑫 陈茵
- 52** 农村金融机构2023年信用风险展望——整体表现趋稳，个体差异仍存
联合资信 梁新新 盛世杰 刘敏哲

债券市场 Bond Market

- 60** 2022年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究
联合资信 林青 郝帅 刘晓光 薛逸竹
- 66** 2022年Auto-ABS回顾与展望——资产质量优良，资产类型日益丰富，发行规模有望增长
联合资信 韩易洋 曹雨璇 于会涛

专项研究 Monograph

- 73** 类REITs项目通过对项目公司减资形成债权的实操模式及风险点研究
联合资信 高北辰 陈林昂 王心沫
- 77** 上交所ABS挂牌新规简析之不动产抵押贷款ABS
联合资信 方竹沁 石雪琳
- 82** 上交所ABS挂牌新规简析之应收账款与小额贷款债权ABS
联合资信 郭燕 孙歌珊 刘斯怡 孙爽

信用评级 Credit Rating

- 88** 国际评级行业发展与监管动态报告
联合资信 郝帅 董欣焱 刘晓光 张岩

信用风险 Credit Risk

- 99** 信用风险事件统计
- 100** 违约案例 荣盛房地产发展股份有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 103** 政策指南
- 104** 市场动向

市场数据 Market Data

- 106** 债券发行利率走势
- 108** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 98** 关于银行间债券市场企业资产证券化业务的一些基础知识



2022年债券市场运行报告

文 | 联合资信 林青 郝帅 董欣焱 张岩

2022年,我国经济保持恢复态势,但需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大,同时,外部环境动荡不安,对我国经济的影响进一步加深。在此背景下,监管部门出台多项举措,支持民营、创新品种债券发行,进一步完善债市体制机制,推动信用评级行业高质量发展,推进债券市场高水平对外开放,持续加强债券市场信用风险管控。总体来看,我国债券市场高质量发展和高水平对外开放稳步推进,市场化、法治化、国际化水平显著提升。

一、债券市场整体情况

利率债

1. 利率债收益率总体呈现波动下行态势

本年度,疫情对我国经济造成较大冲击,宏观经济面临较大压力,同时,美联储暴力加息、俄乌冲突旷日持久,外部环境更趋复杂严峻和不确定,经济下行压力有所加大。在此背景下,央行实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大宏观政策调控力度,中国人民银行(以下简称“央行”)通过降准、降息和公开市场操作维持债券市场流动性合理充裕,同时政策支持民营、创新债券

发行,债券市场对外开放水平持续提升,债市各项体制机制不断完善。

从国债收益率走势看,2022年国债收益率总体呈现波动下行态势,主要分为两个阶段(见图1)。第一阶段:年初至10月底,国债收益率整体波动下行。年初在市场经济下行压力加大和实体融资需求持续偏弱的背景下,央行加大逆周期调节力度,利率债收益率整体下行;年中在俄乌局势激化、疫情全国反复、市场对宽信用的担忧情绪加重、7月美联储再次加息、8月央行缩量续作MLF等利空因素的影响下,利率债收益率陷入震荡下行行情。第二阶段:11月初至年底,国债收益率整体震荡上行。11月受疫情防控政策调整、地产融资好转等因素影响,市场对未来经济预期提振,风险偏好有所提升,利率债收益率波动上升,但短端利率未达年初高位。

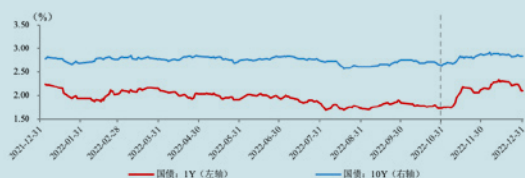
2. 国债发行节奏后置,发行规模同比大幅增长,利率债发行总量同比有所增长

本年度,债券市场共发行利率债22.92万亿元,同比增长15.54%。其中,国债发行9.72万亿元,发行规模同比增幅最大,达43.04%,2022年四季度国债到期规模占比较大,导致四季度国债发行较多,全年国债发行节奏相对后置。地方政府债整体发行前置,但全年发行量同比变化较小。政策银行债发行量同比也变化较小。截至2022年末,我国债券市场利率债品种存量规模为83.00万亿元,与上年末(83.61万亿元)相比变化不大。

3. 利率债成交活跃度上升,各券种交易量同比均有所增长

利率债仍是我国债券主要交易品种。本年度,利率债交易规模达166.86万亿元,同比增长26.57%,成交活

图1 2022年1年期及10年期国债利率走势



资料来源: Wind, 联合资信整理

跃度上升。其中，国债、地方政府债和政策银行债的交易量同比增幅均超20.00%，国债交易量增幅最大，达34.63%。

信用债

1. 主要信用债发行利率均有所下行

本年度，市场流动性整体保持合理充裕，一年期短融、三年期公司债、五年期中期票据及七年期企业债的平均发行利率分别为3.62%、3.44%、3.51%和4.89%，较上年（4.09%、3.90%、3.97%和5.63%）均有不同程度下降。整体来看，在本年度市场资金流动性整体偏宽松及资产供给矛盾加剧的背景下，主要信用债发行利率有所下行。

2. 信用债发行情况

（1）受疫情、债市震荡及发行审核等影响，非金融企业债券发行量同比下降

本年度，非金融企业所发债券的发行期数和规模与上年相比均有9%以上的降幅，主要受疫情影响融资需求减弱、四季度债市震荡，取消发行情况较多以及发行审核收紧等因素影响。其中，超短融和短融发行量同比下滑，或由于11月以来，债市利率调整，理财赎回大幅增加，市场流动性紧张，出现大面积取消发行所致；定向工具的发行期数、发行家数和规模同比降幅较大，均在20%左右；私募债发行期数、家数和规模同比降幅均超10%，定向工具和私募债发行规模的下滑主要受发行审核有所收紧所致。截至2022年年末，非金融企业债券存量为25.75万亿元，同比增长4.21%。

（2）除商业银行受政策支持融资需求旺盛外，其他非政策性金融债券发行量同比均有不同程度下降

本年度，共有245家金融机构发行非政策性金融债902期¹，总发行规模为3.61万亿元，非政策性金融债发行期数、家数和规模同比均有不同程度下降。其中，商业银行债（含商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具²、商业银行二级资本工具）发行期数、家数和规模同比有所增长，主要由于政策鼓励商业银行发行金融债券满足小微、绿色、科技创新等企业的融资需求。其余券种发行规模与上年相比均有较大幅度的下降，其中受国内股票市场指数和沪深两市交易量震荡下行，证券公司各项业务承压，资本需求减少等因素影响，证券公司债和证券公司短融发行规模同比分别下降35.14%和32.82%；保险公司债发行规模同比降幅最大，主要由于多家保险公司等待无固定期限资本补充债券发行窗口期，放慢了债券发行节奏和保险公司通过增资扩股等方式补充资本；受银保监会对金融租赁公司发行金融债券的审核收紧，金融租赁公司发行债券规模大幅下滑影响，其他金融机构债发行规模同比大幅下降。截至2022年年末，非政策性金融债券存量为11.21万亿元，同比增长11.39%。

（3）涉房类ABS产品发行量下滑，资产支持证券发行量大幅下降

本年度，银行间资产支持证券、交易所资产支持证券和非金融企业资产支持票据的总发行期数和总发行规模同比均大幅下降。具体来看，银行间资产支持证券发行规模同比大幅下降59.53%，主要受银保监会收紧对ABS产品发行审核以及商业银行房贷投放未及预期等因素影响。交易所资产支持证券和非金融企业资产支持票据发行期数和规模同比均下降27%左右，主要由于房地产行业严调控和市场信用风险偏好降低影响，涉房类

¹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。

²目前该分类下均为商业银行永续债。

ABS产品发行量下滑。截至2022年年末，资产支持证券存量为4.36万亿元，同比下降14.71%。

本年度，资产证券化产品持续创新。2022年，全国首单“科创票据+保供稳链”资产证券化产品、全国首单贸易类绿色资产支持专项计划、全国首单市政道路停车收费权ABS、全国首单蓝色ABS、全国首单委托代理模式小额贷款ABS等成功发行，融资渠道进一步拓宽。

(4) 受疫情影响融资需求减弱，其它信用债发行量同比有所下降

本年度，其它信用债³的发行期数、家数和规模同比均有不同程度下降。其中，同业存单发行量仍然最多，发行量同比下降，主要受疫情影响，实体经济信贷需求偏弱导致银行体系资金主动负债需求减弱。可转债发行期数和家数同比均有增长，但发行规模同比降幅较大。其余券种发行量较少，本年度无项目收益票据和标准化票据发行，或由于监管审核趋严、合格项目短缺所致。截至2022年年末，其它信用债存量为15.14万亿元，同比小幅增长2.31%。

3. 信用债各券种交易量同比均有所增长

本年度，信用债交易规模为140.31万亿元，同比增长25.71%。分券种来看，主要信用债各券种的交易量同比均有所增长，尤其可转债的交易量同比增幅明显，达36.04%；中期票据、公司债和定向工具的交易量同比增幅均在20%以上。

二、债券市场运行特征

非金融企业所发债券信用等级分布保持稳定，无债项评级债券占比同比上升

本年度，非金融企业所发债券的信用等级仍主要

分布在AAA级至AA级⁴，在总发行期数和规模中的占比分别为99.98%和99.99%（见图2）。其中，AAA级的发行期数和发行规模仍为最多，占比分别为62.86%和78.81%，同比（62.25%和78.58%）均略有上升；而AA+级发行期数和发行规模占比同比均有所下降，AA级发行期数占比同比略有下降，发行规模占比同比略有上升。

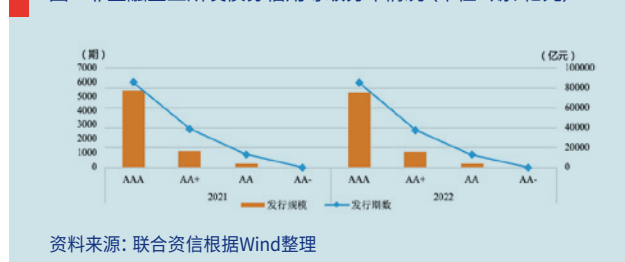
整体来看，本季度非金融企业债券或主体的信用等级仍集中在AA+及以上级别，AAA级和AA+级债券发行期数总占比同比略有上升，信用等级分布基本保持稳定。

2022年，在取消强制评级逐步落实的背景下，市场中无评级债券的占比逐步上行。无债项评级短融、中票和一般公司债共2477期，占此三类券种总发行期数的比例为53.80%，较2021年无债项评级债券数据（1169期、占比25.59%）增幅较大。其中，无债项评级短融、中票和一般公司债分别占其总发行期数的比例为87.61%、59.34%和29.72%，较2021年占比（48.71%、31.71%和5.12%）均大幅上升。

民企融资同比边际改善，多数地区债券发行和行业集中度同比下降

从发行主体的企业性质来看，本年度，国有企业⁵依

图2 非金融企业所发债券信用等级分布情况（单位：期、亿元）



³ 包括可转债、可交换债、项目收益票据、标准化票据、国际机构债和同业存单，统计期末发行的券种不列示。

⁴ 短融、超短融、短期公司债和其他无债项评级的债券使用其发行主体信用等级，其他为债项信用等级；信用等级统计样本不包含私募债。

⁵ 包括中央国有企业和地方国有企业。

然是非金融企业所发债券最多的企业类型，地方国有企业、中央国有企业及民营企业发行期数和规模同比均有不同程度下降；公众企业、集体企业和其他企业⁶本年度所发债券的期数和规模仍然较少，占比仅3%左右。

从发行主体的所属地区来看，本年度，北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行规模依旧位列前三位，江苏、北京、浙江的非金融企业所发债券的发行期数位列前三位。发行规模排名前十的地区中，除天津非金融企业发债期数和规模同比均有所增长外，其余地区发行期数和规模同比均有不同程度下降。发行规模排名前十以外的地区中，内蒙古、黑龙江地区的发行规模同比增幅较显著，青海、甘肃地区发行规模同比降幅较显著。

从行业分布来看，本年度建筑与工程、综合类和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位，建筑与工程、综合类和综合支持服务行业企业所发债券的发行期数位居前三位。从行业集中度来看，本季度非金融企业所发债券规模前十位行业的发行期数和发行规模在总发行期数和规模中的占比同比均有小幅下降，行业集中度有所下降。

新品种债券发行保持良好势头

本年度，我国债券市场不断推出创新品种，包括低碳转型挂钩债券、科技创新公司债券等，满足了实体经济的融资需求（见表1）。

信用利差整体有所走阔

1. 中短期票据信用利差、期限利差⁷表现分化

信用利差方面，本年度，市场宽信用预期不断升温，中短期信用债收益率快速上行，各等级1年期、3年期和5年期信用利差均有不同程度走阔，其中AAA级和AA+级3年期信用利差扩张幅度较1年期和5年期更大，AA级1年期信用利差扩张幅度较3年期和5年期更大。从信用利差历史分位数⁸来看，各等级信用利差均位于历史较低位置，尤其是1年期AA级分位数已压缩至较低水平。

期限利差方面，本年度中短期票据期限利差表现分化，AAA级和AA+级5-1Y期限利差整体走阔，AA级5-1Y期限利差整体有所压缩，其中AAA级和AA+级5-1Y期限利差较年初分别走阔24.41BP和21.76BP；AA级期限利差较年

表1 2022年新品种债券发行情况

券种类别	2022年		2021年	
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)
碳中和债	75	768.48	152	1675.19
可持续发展挂钩债券	33	389.00	25	351.50
低碳转型挂钩债券	5	49.00	--	--
乡村振兴债	90	789.09	125	1017.20
科创票据	183	1510.30	23	166.60
科技创新公司债券	58	574.50	--	--
高成长债	4	22.00	18	145.50

资料来源: Wind

⁶ 含外资企业。

⁷ 信用利差为中债中短期票据到期收益率与中债国债到期收益率的差值。

⁸ 历史分位数计算的是某个指标的当前取值在一段历史区间中所处的分位数点。以信用利差历史分位数为例，是指将所选历史区间内的信用利差数值按照大小进行排序，并计算当前的利差水平在历史利差数据中所排的位置，其中 0 代表历史最小值位置，100 则为历史最大值位置。

初收窄25.24BP。从历史分位数情况来看，AAA级和AA+级5-1Y期限利差分位数均处于大于70%的高位，AA级5-1Y期限利差分位数为40.03%。整体来看，投资者对低评级、长期债券品种情绪回暖。

2. 城投债和产业债信用利差均大幅走阔

本年度，各级别3Y产业债和3Y城投债信用利差均较年初大幅走阔，其中城投债较产业债的扩张幅度更大。分级别来看，城投债AA级利差较AA+级、AAA级走阔幅度更大，产业债AA+级利差较AA级、AAA级走阔幅度更大。整体来看，11月下旬开始，债市进入大幅调整行情，城投债和产业债的利差集体大幅走阔。

信用债违约边际改善，但房企爆发展期潮，信用风险仍存较大隐性压力

本年度，我国债券市场新增8家违约发行人⁹，共涉及到期违约债券41期，到期违约金额合计约229.24亿元；新增违约发行人家数、期数和规模较2021年（23家、90期和1077.95亿元）均明显下降。违约企业主要为房地产管理和开发行业。

本年度，我国债券市场“重复违约”¹⁰发行人9家，涉及到期违约债券20期，到期违约规模合计约130.93亿元，“重复违约”发行人家数、期数和规模较上年（27家、65期和804.19亿元）均有所下降。

此外，本年新增展期数量大幅增加，远超违约数量，首次展期发行人28家，涉及展期债券95期，展期规模

843.77亿元，较2021年（19家、37期和197.99亿元）均大幅增加。其中以龙光、融侨、金科为代表的房企债券展期，对债券市场信用环境造成一定程度冲击。整体来看，本年度信用债违约边际改善，但房企展期加速积累，债券市场信用风险仍存较大隐性压力。

三、债券市场展望

债券市场发行量有望保持稳定，民营、创新品种债券有望进一步扩容

一是，当前我国经济恢复基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。2022年12月中央经济工作会议指出，明年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，保持流动性合理充裕。在此背景下，明年货币政策有望继续维持当前稳健宽松的基调，债券发行量整体有望保持稳定。二是，2022年监管进一步加大对民营企业融资的支持力度，拓宽民营企业融资渠道，完善民营企业融资机制，降低民营企业融资成本，在此政策引导下，民营企业债券发行规模有望进一步提升。三是，2022年以来，监管相继推出可持续发展、科技创新、乡村振兴等领域主题债券，在可持续发展、创新驱动、乡村振兴等战略的指引下，上述创新券种的发行规模有望大幅增加。总体来看，2023年我国债券市场发行规模有望保持稳定，民营、创新品种债券有望进一步扩容。

⁹联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和 / 或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券 / 主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1—2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

¹⁰“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。

统一债券市场建设加速推进，注册制改革持续深化

一方面，统一债券市场建设加速推进。《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》发布后，债券市场互联互通相关的基础设施建设将进一步推进，发行、交易和投资者保护等方面规则也将进一步趋于统一，推动投资者和发行人跨市场流动，提高债券市场运行效率。另一方面，公司注册制改革将进一步深化。2020年新《证券法》发布以来，监管部门相继出台系列措施全面深化注册制改革，债券市场融资效率显著提高，2022年11月，证监会发布《关于深化公司债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》，拟从优化公司债券审核注册机制，压实发行人和中介机构责任，强化存续期管理，依法打击债券违法违规行为四方面继续深化注册制改革，2023年上述措施有望正式落地，推动公司债券发行审核注册工作的制度化、规范化和透明化发展。总体来看，债券市场体制机制将进一步完善，服务实体经济质效持续提升。

风险事件仍将持续发生，但信用风险整体可控

一方面，信用风险事件仍将持续发生。一是，当前我国经济下行压力仍然较大，疫情发展仍具有一定的不确定性，疫情大规模爆发短期内将对经济产生较大冲击，文化、旅游等服务行业经营风险仍然较大；二是，房地产企业信用风险持续暴露，产业链上下游企业仍将持续受到冲击；三是，理财赎回压力下，债市情绪走弱，对长久期低评级品种需求进一步降低；四是，2023年，我国债券市场主要信用债总偿还量或超过11.71万亿元，较2022年（约为10.58万亿元）继续增长，偿债压力进一步加大。在此背景下，杠杆水平较高、短期偿债压力较大的弱资质发债主体发生信用风险的概率仍然较大。另一方面，债券市场信用风险整体可控。一是，稳增长背景下，市场流动性仍将保持宽松；二是，2022年11月以来，房地产融资放松政策不断出台，市场情绪得以稳定，优质房地产企业的融资需求得以满足；三是，2022年，监管部门相继出台系列政策支持民营企业融资，随着民营企业融资支持政策相继落地和



实施，民营企业融资环境或有所改善。总体来看，2023年我国债券市场信用风险仍将持续暴露，但在守住不发生系统性风险的底线，信用风险整体可控。

优质房企融资需求得到改善，信用风险可能有所缓释

一是，2022年11月以来，房地产企业融资端政策持续释放利好，央行、银保监会、证监会相继出台政策支持房地产企业融资，市场情绪得以缓解。二是，2022年12月中央经济工作会议指出要满足房地产行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。三是，2023年1月5日，人民银行、银保监会发布通知建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，因城施策，支持刚性住房需求，支持房地产市场平稳健康运行。四是，2023年1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，指出将开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。总体来看，2023年，优质房地产企业的融资需求有望得到改善，后续信用风险释放压力或将有所缓解。

2022年度绿色债券运行报告

——绿色债券标准进一步统一，绿色债券市场稳步发展

文 | 联合资信 董欣焱 张岩 陈玉洁

一、我国绿色债券市场体制机制日渐完善

完善绿色债券标准体系，鼓励绿色债券发行

统一绿色债券界定标准。2022年2月8日，央行等四部门联合印发《金融标准化“十四五”发展规划》，指出加快完善绿色金融标准体系，统一绿色债券标准，制定绿色债券募集资金用途、环境信息披露和相关监管标准，完善绿色债券评估认证标准，持续推动国内外绿色金融标准趋同，支持绿色金融市场双向开放。2022年7月29日，绿色债券标准委员会发布《中国绿色债券原则》（以下简称《绿债原则》），标志着国内初步统一、与国际接轨的绿色债券标准正式建立。《绿债原则》从募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露四大核心要素对绿色债券发行人和相关机构提出了基本要求，明确了募集资金应100%用于绿色项目的规定，提出了对绿色债券发行人和相关机构的基本要求。《绿债原则》的发布有助于推动不同品种绿色债券募投资金投向绿色项目比例的统一，便利同一发行人在不同债券市场发行绿色债券；也有助于提高绿色债券纯度，获得国际投资者的认可，提高境外主体对我国绿色债券市场的参与程度。

鼓励绿色债券品种创新。一是推出“低碳转型债券”。2022年6月2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2号——特定品种公司债券（2022年修订）》（以下简称《指引2号》），重点新增了低碳转型债券相关规定，明确了债券定义、募集资金用途、特殊条款安排、项目申报及披露要求等，并引入了低碳转型

挂钩债券概念，鼓励企业结合自身情况利用好低碳转型债券推进“双碳”工作。“低碳转型债券”服务于长期可持续发展理念，有助于推动我国绿色金融体系进一步完善，是我国绿色债券体系的重要补充。二是鼓励“蓝色债券”发行。《指引2号》同时明确了蓝色债券的相关要求，指出募集资金主要用于支持海洋保护和海洋资源可持续利用相关项目的绿色债券可以在全称中添加“蓝色债券”标识，要求发行人加强相关项目对海洋环境、经济和气候效益影响的相关信息披露。蓝色债券的发行为绿色债券市场注入了新的活力，有助于推动绿色债券市场进一步扩容。

支持绿色债券发行。2022年1月18日，发改委等七部门联合发布《促进绿色消费实施方案》指出，稳步扩大绿色债券发行规模，鼓励金融机构和非金融企业发行绿色债券，更好地为绿色低碳技术产品认证和推广等服务提供支持。2022年1月30日，发改委与能源局共同发布《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》，倡导创新适应清洁低碳能源特点的绿色金融产品，鼓励符合条件的企业发行碳中和债等绿色债券，引导金融机构加大对具有显著碳减排效益项目的支持；鼓励发行可持续发展挂钩债券等，支持化石能源企业绿色低碳转型。2022年3月1日，上交所发布《“十四五”期间碳达峰碳中和行动方案》，提出扩大绿色债券发行规模，推动地方政府发行专项债券用于绿色项目，鼓励和支持符合条件的企业在上交所发行绿色债券，深化可持续发展类债券品种创新，推进绿色债券质押回购等。上述政策的发布有助于促进不同行业的绿色债券发行，推动绿色债券市场扩容。

引导绿色债券投资。2022年4月21日，银保监会和交通运输部联合发布《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，指出鼓励银行保险机构为符合条件的绿色低碳公路项目提供金融支持，通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。2022年3月1日，上交所所在《“十四五”期间碳达峰碳中和行动方案》中指出，推动政府部门对于绿色债券产品采取贴息补贴、税收减免等方式予以支持，在交易系统内推出绿色债券及ABS集中展示板，提升绿色债券的市场影响。上述政策的发布有助于增加相关机构对绿色债券的投资需求，进而从投资端促进绿色债券的发行。

规范绿色债券发行管理。2022年1月10日，交易商协会发布《关于加强绿色金融债券存续期信息披露自律管理的通知》，要求绿色金融债券发行人严格按照有关要求做好绿色金融债券存续期的信息披露，有助于提升绿色金融债券信息披露透明度，提高发行人信息披露质量。2022年3月18日，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具专项产品指南（2022年版）》，从募集资金管理、发行注册要求和存续期信息披露三个方面规范了绿色债务融资工具等19项专项产品的业务要求，有助于推动绿色债务融资工具注册发行及存续期管理工作的规范化与透明化。2022年9月16日，深交所发布《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第1号——绿色公司债券（2022年修订）》，对绿色公司债业务指引进行修订，进一步完善绿色债券规则体系，规范绿色债券发行。2022年10月18日，发改委等九部门联合发布《建立健全碳达峰碳中和标准计量体系实施方案》，指出完善绿色金融产品服务、绿色征信、绿色债券信用评级、碳中和债券评级评估、绿色金融信息披露、绿色金融统计等标准。2022年12月30日，上交所发布《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第4号——特定品种资产支持证券》，规范了绿色资产支持证券的认定标准、信息披露和中介机构核查要求，进一步规范了绿色资产支持证券的发行。

完善地方绿色金融制度，推动区域内绿色债券发行

推动示范区、试验区绿色债券发行。2022年3月18日，央行等四部委和浙江省政府联合发布《关于金融支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》，提出打造绿色金融浙江样板，发展绿色债券，探索绿色资产证券化，支持浙江按规定使用碳减排支持工具，推动绿色债券增量扩面等。2022年6月22日，上海市人大常委会发布《上海市浦东新区绿色金融发展若干规定》，指出鼓励金融机构创新绿色债券、绿色投资、绿色基金等，在浦东新区试点建立绿色金融数据服务专题库及绿色债券储备，通过地方政府专项债券等形式支持试点区域绿色项目建设。2022年8月25日，央行等六部门联合发布《重庆市建设绿色金融改革创新试验区总体方案》，指出创新绿色金融产品和服务体系，支持发行中小企业绿色集合债、蓝色债券等创新产品，研究探索绿色资产支持证券，拓宽绿色融资渠道。2022年9月2日，北京市金融监管局等部门联合发布《“两区”建设绿色金融改革开放发展行动方案》，指出支持绿色债券融资，逐步在京建立完善的绿色债券市场交易机制，支持金融机构和企业发行绿色债务融资工具与绿色资产证券化产品等。上述政策的发布有助于推动示范区、试验区和相关试点绿色金融产品的创新，促进绿色债券的发行，起到一定的示范效应，推动地方绿色债券的发展。

推动地方绿色产业发展，促进地方绿色债券发行。

2022年1月5日，河北省政府出台《关于完整准确全面贯彻新发展理念认真做好碳达峰碳中和工作的实施意见》，指出支持发行绿色公司债券，鼓励创新绿色保险产品和服务，设立省低碳转型基金。2022年2月23日，河南省政府发布《河南省“十四五”生态环境保护和生态经济发展规划》，提出积极发展绿色债券、绿色资产证券化、碳资产质押等金融产品，构建多维度、全覆盖的综合绿色金融产品体系。2022年4月6日，江西省政府颁布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的实施意见》，提出拓宽绿色低碳企业直接融资渠道，鼓励发行绿色债券。2022年4月24日，人民银行呼和浩特中心支行发

布《关于金融支持内蒙古绿色低碳转型发展的通知》，要求做好绿色低碳转型发展的资金总量保障，引导金融机构加大绿色信贷投放力度，扩大绿色债券发行规模。2022年7月8日，上海市政府出台《上海市碳达峰实施方案》，指出大力发展绿色债券，支持符合条件的绿色企业上市融资、挂牌融资和再融资。2022年7月22日，吉林省政府发布《吉林省碳达峰实施方案的通知》，指出大力发展绿色信贷、绿色基金、绿色债券、绿色保险等金融工具，引导金融机构向具有显著碳减排效应的重点项目提供长期限优惠利率融资。2022年8月26日，北京市政府发布《北京市“十四五”时期金融业发展规划》，指出加强绿色信贷、绿色债券、绿色保险服务能力，支持金融机构和企业发行绿色债务融资工具与绿色资产证券化产品，支持专业机构编制绿色指数。2022年11月19日，贵州省政府发布《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的实施意见》，指出大力发展绿色金融，支持符合条件的企业发行绿色债券。2022年12月18日，山东省政府发布《关于印发山东省碳达峰实施方案的通知》，指出支持实体企业通过发行绿色债券、上市等方式融资。上述政策的发布有助于推动地方绿色产业的发展，促进地方绿色债券市场进一步扩容。

推动地方绿色债券产品创新。2022年5月25日，山东省政府发布《关于推动城乡建设绿色发展若干措施的通知》，提出鼓励金融机构开展绿色信贷、保险、债券等金融产品创新，建立完善全省绿色金融项目库。2022年6月7日，人民银行武汉分行印发《关于金融支持湖北省绿色低碳转型发展的实施意见》，指出创新绿色低碳转型融资渠道，支持非金融企业发行碳中和债券、可持续发展挂钩债券。2022年7月13日，广东省政府颁布《广东省发展绿色金融支持碳达峰行动实施方案》，提出鼓励符合要求的企业及金融机构探索蓝色债券等创新型产品，支持蓝色经济可持续发展；探索发行企业生态债券；引导和支持符合条件的金融机构和企业发行气候债券、可持续发展挂钩债、转型债券等绿色债券和绿色债券融资工具。2022年9月27日，福建省政府发布《关于推动绿色金融发展的若

干措施的通知》，提出设立绿色金融产品创新实验室，推广“能效+金融”服务模式、碳中和债等产品，加大绿色金融流程、产品和服务创新力度。上述政策的发布有助于进一步推动地方绿色金融产品的创新，丰富绿色债券品种，推动地方绿色债券的发行。

推动我国绿色债券市场双向开放，我国绿色债券市场国际水平持续提升

一是推动粤港澳大湾区绿色金融合作。2022年7月13日，广东省政府发布《广东省发展绿色金融支持碳达峰行动实施方案》，提出携手港澳开展碳金融领域标准、体系和产品研究，推动粤港澳三地环境信息披露、绿色金融产品标准、绿色企业项目认定标准、绿色信用评级评估、绿色债券原则（GBP）等绿色金融标准的互认互鉴，强化粤港澳大湾区绿色金融领域合作。有助于进一步推动粤港澳大湾区的绿色金融标准一体化，推动区域内绿色债券的发行。

二是推动内地企业赴澳融资。2022年1月12日，广东金融学会和澳门银行公会共同发布《内地非金融企业赴澳门发行绿色债券流程参考》，介绍了内地企业境外发债的政策规定、澳门发行绿色债券的条件、内地企业赴澳门发行债券流程、澳门绿色债券发行审批程序、发债企业向相关主管部门进行外债登记备案所需材料清单等五方面内容，为内地企业赴澳门发行绿色债券提供了标准范本。有利于推动内地绿色企业赴澳门发行绿色债券，进一步深化粤港澳大湾区绿色金融合作。

三是“一带一路”绿色投资理念持续深入。2022年3月28日，发改委等四部门联合发布《关于推进共建“一带一路”绿色发展的意见》，指出有序推进绿色金融市场双向开放，鼓励金融机构和相关企业在国际市场开展绿色融资，支持国际金融组织和跨国公司在境内发行绿色债券、开展绿色投资。有助于推动绿色资本跨境流动，促进我国绿色债券市场国际化水平持续提升。

四是推动绿色金融国际合作。2022年3月1日，上交给所在《“十四五”期间碳达峰碳中和行动方案》中指出，稳

妥推进绿色金融市场双向开放，支持境外机构特别是“一带一路”沿线国家政府、优质企业和金融机构在上交所发行绿色熊猫债券；积极开展国际路演推介上交所绿色金融发展成果，推动境外挂牌跟踪上证/中证绿色指数的基金产品；继续完善绿色债券“信息通”机制，扩大绿色债券国际影响力；建立上交所英文绿色金融信息平台等。有助于进一步推动我国绿色债券市场双向开放，促进我国绿色债券市场国际化水平显著提升。

二、我国绿色债券发行量持续增长

2022年，我国绿色债券市场继续稳步发展，我国绿色债券¹共计发行518期，发行规模为8735.07亿元，发行期数较上年（485期）增加6.80%，发行规模较上年（6075.42亿元）增加43.78%。排除资产支持证券后，2022年，我国新发绿色债券共涉及244家发行人，与上年（246家）基本持平，其中133家为2022年新增发行人，绿色债券市场发行主体更为丰富。具体来看，2022年我国新发绿色债券呈现如下特征：

绿色商业银行债发行规模居首位，银行间市场仍是绿色债券主要发行场所

2022年，我国新发绿色债券涵盖了债券市场大多数信用债品种，包括金融债、企业债、公司债、中期票据、资产支持证券、私募债、PPN、超短期融资券、短期融资券、国际机构债和可交换债（见图1）。具体来看，2022年绿色中期票据发行期数（140期）仍位居首位，但较上年（157期）下降10.83%，发行规模（1560.59亿元）位列第三，较上年（1675.67亿元）下降6.87%；绿色资产支持证券发行期数

和发行规模（123期、2140.24亿元）较上年（80期、1226.69亿元）分别上升53.75%和74.47%，均位列第二，主要由于绿色资产支持类产品发行利率相较于非绿色资产支持类产品具有一定的优势；绿色公司债发行期数（63期）较上年（56期）上升12.50%，位列第三，发行规模（598.00亿元）较上年（574.50亿元）上升4.09%，位列第四；绿色商业银行债发行期数（51期）较上年（18期）增长183.33%，发行规模（2638.57亿元）较上年（384.55亿元）增长586.14%，发行规模位居首位，主要由于政策鼓励商业银行发行绿色金融债券，满足绿色企业的融资需求；绿色私募债、绿色企业债和绿色PPN的发行期数和发行规模均较上年有所下降，可能由于发行审核收紧所致。

2022年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场²总发行期数和总发行总规模的比例分别为2.76%和4.02%，发行期数和发行规模占比较上年（2.03%和1.52%）均有所上升，绿色债券市场快速发展，且发展空间仍然较大。

募集资金主要投向清洁能源领域

在绿色债券资金用途方面，根据2021年发布的《绿色债券支持项目目录》，可以将绿色债券支持项目划分

图1 2021—2022年绿色债券品种分布



¹ 包括资产支持证券，以下如无特殊说明均包含资产支持证券。资产支持证券按单数统计，以下同。

² 包括政策银行债、商业银行债、证券公司债、企业债、公司债、私募债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、PPN、资产支持证券、可交换债和国际机构债，数据来源 Wind，统计截至 2023 年 1 月 12 日，按发行起始日计。

为节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级、绿色服务六大领域。2022年，募集资金规模前三的分别是清洁能源产业（占比24.34%）、基础设施绿色升级产业（占比15.19%）和节能环保产业（占比3.17%）。总体来看，募集资金投向清洁能源领域的比例最大，用途多为清洁能源设施的建设与运营；投向基础设施绿色升级产业的资金占比位居第二，用途多为绿色交通、污水处理设施的建设与运营（见图2）。

绿色债券期限以3年、5年期为主，发行期限向中短期集中

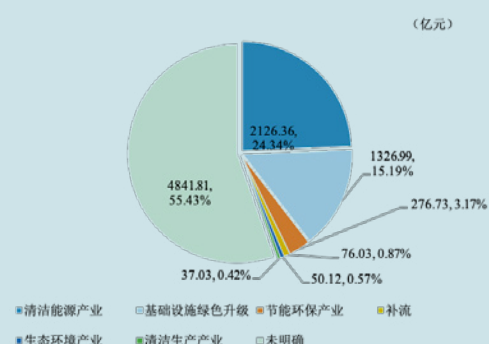
2022年，除了20期永续期债券外，我国绿色债券³发行期限分布于38天~10年，共32种不同期限⁴，绿色债券发行期限较为丰富（见图3）。分期限来看，3年期绿色债券发行期数在绿色债券发行总期数⁵中的占比（56.20%）与上年基本持平，发行规模在绿色债券发行总规模中的占比

（70.70%）较上年上升14.84个百分点；5年期绿色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比（13.42%、12.73%）较上年分别上升约2.80个和3.51个百分点；7年期绿色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比（2.53%、0.88%），与上年相比变化不大，总体来看，发行期限向中短期集中。

绿色债券信用资质整体较好，信用等级向高级别集中

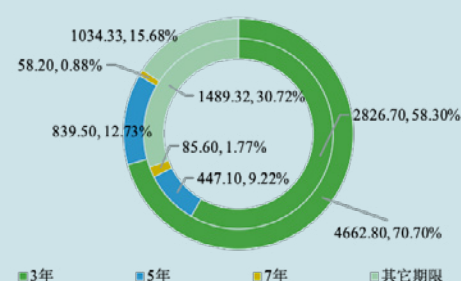
2022年，我国发行的绿色债券仍主要集中在AA+级（含）以上，发行期数在具有评级的绿色债券发行总期数中的占比为90.77%，发行规模在具有评级的绿色债券发行总规模中的占比为97.40%，较上年（89.62%和96.67%）均有所上升（见图4）。其中AAA级绿色债券共发行282期，发行规模为5247.61亿元，在具有评级的绿色债券发行总期数和总规模中的占比分别为74.41%和89.51%，较上年

图2 2022年绿色债券资金用途统计



注：1. 部分绿色债券募集资金投向领域具体金额未明确；2. 对于已披露绿色储备项目的绿色金融债，按照各项目授信额度在储备项目授信总额度的比例估算绿色金融债对其投资金额；3. 统计范围包括资产支持证券
资料来源：联合资信COS系统

图3 2021—2022年绿色债券发行期限情况（单位：亿元）



注：1. 外环为2022年绿色债券规模发行情况，内环为2021年绿色债券规模发行情况；2. 其他期限包括38天、43天、52天、57天、58天、60天、64天、72天、73天、75天、84天、90天、91天、92天、111天、115天、120天、122天、127天、129天、150天、154天、180天、186天、210天、240天、246天、252天、265天、266天、267天、268天、269天、270天、372天、1、2、4、9和10年期和无固定期限（永续债）
资料来源：联合资信COS系统

³ 本部分及以下部分均不包含资产支持证券。

⁴ 包括38天、43天、52天、64天、72天、73天、75天、84天、90天、91天、111天、115天、120天、122天、127天、129天、150天、180天、186天、240天、266天、267天、268天、269天、270天、372天、1、2、3、5、7和10年期。

⁵ 含永续债。

(68.61%和84.10%) 有所上升, 占比仍然最大; AA+级绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数和总规模中的占比较上年有所下降, 但发行期数和规模占比仍位列第二; AA级绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数和规模中的占比较上年均略有下降, 发行期数和规模占比均位列第三。另有14期绿色政策性银行债、1期绿色私募债和1期绿色PPN无评级。整体来看, 我国绿色债券信用资质良好, 信用等级向高级别集中。

发行主体行业分布更为广泛, 商业银行行业发行量最大

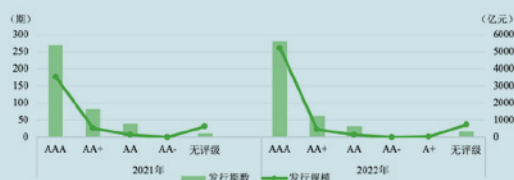
2022年, 我国绿色债券发行主体共涉及商业银行、电力、建筑与工程等在内的31个行业, 其中多元化零售, 电子设备、仪器和元件, 纺织品、服装与奢侈品, 建筑产品为2022年新增行业⁶, 发行主体行业分布更为广泛 (见图5)。其中, 商业银行所发绿色债券期数、家数和规模 (65期、45家和3362.57亿元), 均位列第一, 且均较上年大幅增长; 电力行业企业发行绿色债券期数57期, 较上年同期下降28.75%, 位列第二, 发行家数 (21家) 和规模 (885.58亿

元) 均较上年同期有所下降; 建筑与工程行业企业发行绿色债券期数37期, 位列第三, 发行期数、家数和规模 (37期、32家和239.32亿元) 均较上年 (72期、53家和432.86亿元) 有所下降。

国有企业仍是绿色债券的主要发行人, 民企发行规模逐步增加

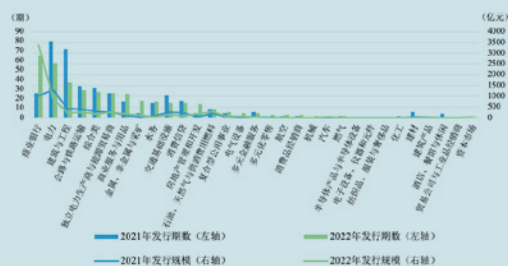
2022年, 我国绿色债券发行主体仍主要集中于国有企业 (217家), 所发绿色债券期数 (364期) 较上年下降6.91%, 发行规模 (5796.38亿元) 较上年增长22.64%; 国有企业所发绿色债券期数在绿色债券发行总期数⁷中的占比为92.15%, 占比较上年下降4.39个百分点, 发行规模占比为87.89%, 占比较上年下降近10个百分点。2022年, 共有12家公众企业⁸发行绿色债券15期, 发行规模670.00亿元, 较上年同期 (1家、2期、50.00亿元) 大幅增加; 有9家民营企业发行绿色债券9期, 发行规模83.80亿元, 发行家数、期数和规模同比均有增加。此外, 有4家外资企业⁹和2家其他企业

图4 2021—2022年绿色债券级别分布



注: 短期融资券及部分无债项评级债券按主体级别进行统计, 其他按债券级别统计
资料来源: 联合资信COS系统

图5 2021—2022年绿色债券发行人行业分布



注: 1. 行业划分依据Wind三级行业分类标准; 2. 按照2022年绿色债券发行期数由高到低排序
资料来源: 联合资信COS系统

⁶ 新增行业为 2016—2021 年未发行过绿色债券的行业, 按 Wind 三级行业划分统计。

⁷ 含无企业性质债券, 以下规模占比同。

⁸ 公众企业指向不特定对象公开转让股票, 或向特定对象发行或转让股票使股东人数超过 200 的股份有限公司。

⁹ 包括外商独资企业和中外合资企业。

共发行7期绿色债券，发行规模44.65亿元（见图6）。

东部地区仍为绿色债券主要发行区域

2022年，我国绿色债券发行人涉及地区¹⁰6个，较上年（27个）减少一个，另有境外发行人1个（见图7）。从发行期数看，北京（68期）、广东（43期）、江苏（39期）、上海（33期）和浙江（27期）的发行期数最多，合计占绿色债券总发行期数的比例为53.16%，但除上海、广东外，其余三个地区发行期数均较上年有所减少。从发行规模来看，北京市绿色债券发行规模仍然最高为2656.00亿元，占总发行规模的比例（40.27%）较去年同期（47.75%）下降7.48个百分点，广东（835.21亿元）、上海（528.50亿元）、湖北（426.20亿元）和浙江（348.70亿元）绿色债券发行规模位列第二至五位。整体来看，东部地区企业仍保持较高的绿色债券发行量。

超五成绿色债券发行成本具有一定优势

2022年，我国共有221期绿色债券的发行利率低于可比债券¹¹的平均发行利率，占比达到55.95%。2022年具有成本优势的绿色债券的加权平均息差¹²为-30.30BP。具有成本优势的绿色债券以国有企业所发（210期）为主，民营

企业4期，公众企业7期。

三、2023年绿色债券市场或将进一步扩容

绿色债券发行量有望保持增长

一是绿色债券产品更趋多层次化。《绿债原则》将绿色债券分为普通绿色债券、碳收益绿色债券、绿色项目收益债券、绿色资产支持证券四大类，有助于满足不同类型绿色企业和绿色项目的融资需求，增加绿色债券的产品供给。二是“转型债券”等创新品种有望持续扩容。2022年，监管部门相继推出转型债券、低碳转型债券等绿色债券创新品种，山东、广东等多地也相继出台政策支持地方绿色金融产品创新，在上述政策的指引下，我国绿色债券创新品种有望持续推出，绿色债券市场有望进一步扩容。三是监管持续引导绿色债券投资。2022年，地方监管机构相继出台政策，完善绿色金融评价体系，引导金融机构加大对绿色债券的投资，有助于从需求端推动绿色债券进一步扩容。四是绿色债券再融资需求仍然较大。2023年将有近2500亿元规模的绿色债券到期，绿色债券市场到期再融资需求进一步加大。五是绿色债券发展空间较大。2022年我国绿色债券发行期数和发行规模占债券市场总发行期数和

图6 2021—2022年绿色债券发行人主体性质统计



图7 2021—2022年绿色债券发行主体地区分布



¹⁰ 包括省、直辖市及境外，按发行人注册地进行统计。

¹¹ 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、同企业性质的非绿色债券，不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及可续期债券；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、超短期融资券以及其他无评级债券选用其主体级别，其他券种均选用债项级别。

¹² 按发行规模加权。

发行规模的比重均有较大提升空间。综上所述，2023年我国绿色市场有望进一步扩容。

我国绿色债券市场体系日渐完善

目前，我国绿色债券相关制度体系和自律规则建设不断加强，绿债市场体系正处于加快完善阶段。一是绿色债券信息披露质量有望进一步提高。随着《绿债原则》《关于加强绿色金融债券存续期信息披露自律管理的通知》等政策的发布，我国绿色债券的信息披露质量有望进一步提升，未来，监管部门或将进一步统一绿色债券的信息披露框架、信息披露渠道等，对绿色债券环境效益的披露要求也有望进一步加强。二是绿色债券第三方评估认证市场将更趋规范。随着《金融标准化“十四五”发展规划》的发布，我国绿色债券评估认证标准将进一步完善，未来，监管部门将进一步加强绿色债券第三方认证机构的管理，绿色债券评估认证业务将更趋规范。三是绿色债券指数体系将逐步完善。随着《上海证券交易所“十四五”期间碳达峰碳中和行动方案》《北京市“十四五”时期金融业发展规划》等政策的发布，更多具有市场影响力的绿色债券指数将被开发，我国绿色债券指数体系有望进一步完善，有助于丰富绿色投资标的，推动我国绿色债券市场投资体系逐步完善。

绿色债券国际化水平持续提升

一是境外机构投资者参与我国债券市场便利度进一步提升。2022年5月，央行、证监会和外汇局联合发布4号文¹³和2022年11月，央行、外管局联合发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》后，境外机构投资者投资我国绿色债券市场的便利度持续提升，我国绿色债券对国际机构投资者的吸引力有望进一步加强。二是我国绿色债券标准与国际进一步趋同。中欧《共同分类目录》和



我国《绿债原则》发布后，我国绿色债券标准与国际标准逐步接轨，境外投资者对我国绿色债券“洗绿”的顾虑进一步降低，境外机构投资者对我国绿色债券市场的参与程度有望持续提升。三是国际合作有望进一步加深。上交所《“十四五”期间碳达峰碳中和行动方案》发布后，我国监管机构与国际监管机构和金融机构的合作有望进一步加深，交易所市场针对绿色债券的服务水平也将进一步加强，有望推动我国绿色债券市场双向开放水平持续提升。此外，“中英金融机构气候与环境信息披露工作组”2022年正式更名为“中英金融机构可持续信息披露工作组”，未来中英双方将进一步加强国际交流，为国际可持续标准制定提供市场经验及政策建议。随着我国与各国和国际组织在绿色债券领域的合作不断加深，我国绿色债券在国际债券市场的认可度将显著加强，我国绿色债券市场的国际化水平有望持续提升。■

¹³ 人民银行、证监会、外汇局发布联合公告〔2022〕第4号（关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜）。

2022年中国债券市场违约回顾与展望

文 | 联合资信 林青 郝帅 董欣焱 刘晓光 薛逸竹

一、2022年我国债券市场违约情况回顾

信用风险暴露形式从实质性违约向展期转变

2022年，国内外环境变化更加复杂严峻。从国际看，地缘政治冲突加剧，乌克兰危机爆发，极端天气频发，能源危机和粮食危机再现，全球通胀压力持续加大，美、欧等发达经济体引领全球“加息潮”，国际金融市场动荡加剧，全球经济增长动能明显减弱，下行压力增大。从国内看，疫情对我国经济造成较大冲击，经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，房地产市场持续下行、夏季高温干旱天气对经济运行带来一定扰动，我国经济恢复的基础尚不牢固。经初步核算，2022年全年国内生产总值121.02万亿元，不变价同比增长3.00%，低于年初设定的5.50%增长目标。工业经济方面，2022年，全国规模以上工业增加值同比增长3.60%；规模以上工业企业实现利润总额8.40万亿元，同比下降4.0%，截至2022年末，工业企业营业利润率（6.09%）同比（6.81%）有所下降，工

业企业盈利能力整体较去年有所下滑。融资环境方面，2022年，我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，央行通过降准、降息和公开市场操作维持社会流动性合理充裕，同时政策鼓励民营企业融资，民企融资环境同比有所改善；但受国内疫情反复、财政支撑力度减弱以及地产销售和消费需求疲弱等因素影响，实体经济融资需求总体偏弱。整体来看，2022年，在宏观经济承压、融资环境宽松但需求减弱的背景下，我国债券市场违约形势缓和，信用风险暴露形式从实质性违约向展期转变。

2022年，我国债券市场新增8家¹违约发行人²，共涉及到期违约债券45期，到期违约金额合计约232.62亿元，受2021年同期海航系破产重整³高基数影响，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额同比（23家，87期，1015.76亿元）均大幅减少。2022年，我国债券市场“重复违约”⁴发行人9家，涉及到期违约债券20期，到期违约规模合计约130.93亿元，重复违约发行人家数较2021年（27家，86期，

¹ 2022年下半年，“阳欣04优”和“阳欣04次”发生本息违约，其原始权益人“声赫（深圳）商业保理有限公司”不计入新增违约主体，仅将违约债券计入新增到期违约债券，其到期违约规模计入总到期违约规模中，以下统计同。

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

³ 2021年上半年，海航系多家下属企业被法院裁定受理破产重整，涉及新增违约主体11家，涉及到期违约债券41期，违约金额合计519.57亿元。

⁴ “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。

804.19亿元)明显减少。截至2022年末,我国债券市场累计有251家发行人发生违约,共涉及到期违约债券739期,到期违约金额合计约6664.54亿元。

与此同时,展期成为延缓违约的常态化形式,2022年发行人积极采取信用风险缓释措施,新增展期数量远超违约数量。具体来看,首次展期发行人28家,涉及展期债券95期,展期规模843.77亿元,较2021年(19家、37期和197.99亿元)均大幅增加。其中,受宏观经济低迷和房地产行业周期调整影响,房企大面积展期,首次展期房企发行人数量占比75.00%。此外,16期资产支持证券发生展期,其穿透信用主体高度集中于出险房企,大多已发生债券展期。在目前房企支持政策持续推进的背景下,优质房企仍存在通过资产处置、抵押担保增信、引入战略投资者等方式平稳化解债务风险的希望,但是对于资产质量不佳、债务处置难度较大的展期主体而言,未来演化为实质性违约的风险依然较高。

违约率倒挂问题有所缓和,但高等级主体展期频发

2022年,我国信用债市场高等级违约情况明显改善,但展期频发,高等级主体信用风险仍然较高。具体来看,新增违约主体期初级别分布在AAA级~A-级,

其中AA+级及以上的有2家,分别为阳光城集团股份有限公司和武汉当代科技产业集团股份有限公司,占比25.00%,占比较上年(47.83%)大幅改善。从高等级主体展期情况来看,新增展期主体中AA+级及以上的共有14家,占比50.00%。

从违约率⁵来看,2022年我国公募债券市场违约率约为0.16%,违约率自2019年以来呈持续下降趋势,其中AAA级、AA+级和AA级主体违约率分别为0.09%、0.17%和0.13%,违约率倒挂问题有所改善(见图1)。

评级稳定性有所上升,信用等级和展望调降数量仍远超调升数量

2022年,公募债券市场上共有111家发行主体信用等级发生调整,调整率为1.90%,较2021年(2.57%)和2020年(5.68%)进一步下降,评级稳定性有所提升(见表1)。

2022年,公募债券市场信用等级和展望调降数量(111家)仍显著高于调升数量(31家)。调降发行人仍主要分布于建筑与工程(37家,含城投企业及工程施工企业)和房地产管理和开发行业(12家),调整原因普遍为上下游客户间接风险传导、公司利润出现亏损、短期偿付压力大、流动性下滑、盈利能力持续弱化、公司治理存在缺陷等。企业性质方面,民营企业发行人调降53家,占比接近一半;地区方面,发行人主要分布在广东、贵州、北京、和江苏等地。

违约和展期主体以民营房企为主,国有企业违约水平处于历史低位

2022年,民企违约和展期频发,信用风险持续出清。具体来看,新增违约主体中民营企业有4家,占新

图1 2012—2022年我国公募债券市场违约率情况



注:受私募债对外信息披露较少影响,本文仅统计公募债券市场违约率
数据来源:联合资信

⁵ 违约率计算采用静态池法,即样本家数为年初建立的群组中的发行人数量,不考虑年内债券到期、终止评级等导致信用等级失效的情形;发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 发行人样本家数;当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。

增违约主体家数的一半，涉及到期违约金额202.40亿元，占比（91.96%）较上年（48.11%）大幅增长。从展期情况看，新增展期主体中民营企业有17家，展期规模567.39亿元，占比均超过60%。从违约和展期的原因来看，受经济下行、疫情防控等因素影响，部分行业景气度下滑，民企抗风险能力和成本转嫁能力弱，盈利空间受到大幅压缩，内生流动性日益枯竭，叠加外部融资收紧、资产变现困难，最终引发流动性困难。

国有企业方面，2022年违约国有企业仅1家⁶，违约家数与违约债券期数较2020年和2021年均大幅下降，且无新增展期主体，违约水平处于历史低位，国有企业信用状况继续好转。国有企业多分布于产业链上游，受大宗商品和原材料涨价影响，财务状况有所改善，加之在防范化解金融风险的政策导向下，地方政府对国企债务风险的处置和防范效果显著，国有企业信用风险有所改善。

此外，2022年新增违约主体中有1家公众企业渤海租赁股份有限公司以及2家外资企业阳谷祥光铜业有限公司和广西万通房地产有限公司。

违约企业行业集中度明显提升，房地产行业风险加速释放

1. 违约企业行业集中度明显提升，房地产行业进一步延续了集中违约态势

2022年，我国新增违约主体涉及5个行业，较去年（16个）明显减少。从违约家数来看，房地产管理和开发行业进一步延续了2021年的集中违约态势（均为4家），占比（50.00%）较上年（17.39%）大幅提升，违约企业行业集中度较高；其余行业违约企业均为1家，违约风险相对可控。此外，2022年，我国新增展期主体涉及6个行业，较去年（11个）有所减少，展期主体主要集中于房地产管理和开发行业（22家），占比超75.00%，较上年（26.32%）明显提升。

2. 房地产行业下行与企业信用弱化形成负反馈效应，行业信用风险加速释放

2022年房地产行业延续了去年的低迷态势，在销售端和融资端双向承压的同时，“停工断贷潮”进一步打压市场信心，行业基本面下行与房企信用弱化形成负反馈效应，行业信用风险加速释放。一方面，受国内疫情反复、经济下行压力加大及停工断贷风波等多重

表1 2020—2022年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
样本数量(家)	5768	6030	5836	5768	6030	5836	5768	6030	5836
调升数量(家)	235	17	25	5	3	6	240	20	31
调降数量(家)	93	138	86	24	50	25	117	188	111
调升率(%)	4.07	0.28	0.43	0.09	0.05	0.10	4.16	0.33	0.53
调降率(%)	1.61	2.29	1.47	0.42	0.83	0.43	2.03	3.12	1.90
调整率(%)	5.68	2.57	1.90	0.51	0.88	0.53	6.19	3.45	2.43

注：1. 受私募债对外信息披露较少影响，本文仅统计公募债券市场信用等级调整情况；2. 统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；发行人主体信用等级有效期至其所发债券的有效期限；评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数；评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升，由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降；同一评级机构对同一发行人进行多次评级调整的，仅计一次

数据来源：联合资信整理

⁶ 武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司，原属湖北民营企业“当代系”，2021年6月实际控制人变更为武汉市国资委。

因素影响，房地产市场预期转弱，需求端萎靡，融资受阻，房企到位资金压力较大。2022年，房地产开发企业到位资金累计13.33万亿元，同比下降26.70%。另一方面，尽管今年以来房地产行业融资端政策持续发力，但受大中型房企违约事件频发影响，投资者偏好下行，房企融资表现出两极分化，资金更多地向优质房企归集。国有房企的债券净融同比大幅提升320.26%，而民营房企净融依然为负，但净流出规模有所收缩。

从违约房企自身情况来看，违约主体大多由于自身造血能力不足，财务杠杆过高，财务弹性欠佳，在疫情防控、行业景气度下行、外部流动性收紧等因素的冲击下，盈利和偿债能力恶化，最终引发违约。

3.房企积极展期纾解流动性危机，但后续发生实质性违约的风险仍较大

2022年，为有效缓解流动资金压力，助力企业重回良性发展轨道，房企积极寻求债券展期，展期主体数量快速抬升，对违约形成了明显的替代作用。具体来看，2022年债券市场共有22家房企发行人首次展期，涉及展期债券70期，展期规模687.43亿元，远超去年的展期量（5家、8期、25.22亿元）。此外，房企展期主体以高等级主体为主，AA+级及以上级别主体家数占比超60.00%，其中不乏恒大、融创等多家头部百强房企。

从展期期限来看，房企展期期限多介于6~24个月，个别债券设置展期期限较长，达5年，且房企展期期限呈现逐渐拉长的趋势。从兑付节奏来看，包括期末一次性兑付和在展期期间内分次偿付两种方式，其中采取到期一次性偿付的债券期数约占60.00%。从展期债券的后续进展来看，2022年部分展期企业因展期期限较短且自身造血功能尚未恢复，未能按时完成展期债券兑付工作，最终造成实质性违约或再次展期，如“21阳光城MTN001”、“18福建阳光MTN001”展期后发生实质性违约；“20恒大02”、“20恒大03”均出现再次展期。

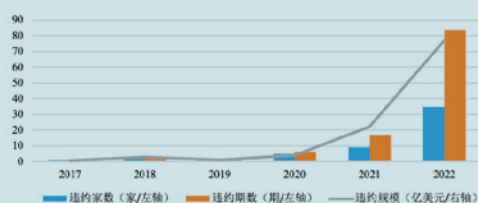
4.房企境外美元债风险加速释放

自2020年以来，在境内房企信用风险不断释放的同时，中资美元债市场风险也不断攀升。2022年，共有46家中资美元债主体发生违约，涉及违约债券99期，违约规模358.48亿美元，其中房地产行业违约主体、期数及规模（35家、84期和301.04亿美元）的占比均超75.00%，行业集中度很高（见图2）。中资房企美元债违约主体家数、期数、违约规模较2021年（9家、17期、86.57亿美元）和2020年（5家、6期、15.22亿美元）明显增加。此外，今年中资美元债违约房企的穿透信用主体大多已于境内发生违约或展期，如阳光城、恒大、融创等。

监管延续严控新增隐性债务基调，城投信用风险事件持续发生

2022年，城投债整体仍然延续严控新增隐性债务的基调，融资环境整体偏紧，城投债的发行规模和净融资规模均有所收缩。在疫情反复、地方财政承压、房地产市场低迷以及房企融资困境导致土地市场持续疲软等负面影响下，城投企业的现金流吃紧。部分经济财政较弱、债务负担较高的区域出现了技术性违约、商票逾期、非标违约以及银行贷款展期等事件，凸显出风险隐患。具体来看，非标方面，根据公开资料整理，2022年城投企业的非标违约共25只，涉及17家平台；其中城投企业作为融资方的有14只，作为担保方的有11只。从区域及行政层级分布来看，非标违约集中在贵州、甘肃等弱区域的区县级城

图2 2017—2022年我国房地产行业的中资美元债违约情况



数据来源：Wind，联合资信整理

投企业。从产品类型来看,以信托计划为主。**商票方面**,2022年以来,有越来越多的城投企业涉及商票逾期,引发市场高度关注。根据上海票据交易所披露的票据逾期名单,2022年城投商票逾期主体数量显著增加,主要集中在山东省和贵州省的区县级城投企业和AA级弱资质城投。兰州城投**技术性违约**、遵义道桥**银行贷款展期**等,都对区域融资产生了显著的负面影响。此外,2022年共有31家城投企业**评级被下调**(含展望下调),其中贵州省有19家,且多分布在遵义、安顺、毕节等区县。整体来看,城投企业虽然没有在债券市场出现实质违约,但在政策监管趋严、融资边际弱化引发市场担忧过程中,流动性压力明显增大,信用风险事件持续发生。

二、2023年我国债券市场信用风险展望

全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看,2023年我国债券市场主要信用债⁷到期规模⁸约为8.77万亿元,考虑到将于2023年发行且2023年内到期的超短融,按2022年同期估算,2023年主要信用债到期规模可能达到11.71万亿元,较

2022年(10.58万亿元)上升10.68%左右(见图3)。

此外,2023年将有约3.00万亿元信用债进入回售期,按30%的实际回售率估算,2023年回售债券中约有9000亿元被行权,较2022年(1.24万亿元)有所下降。合计来看,2023年主要信用债偿债规模可能在12.60万亿元左右。

由于2023年发行且于2023年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性,以下分析仅以2023年我国债券市场到期的8.77万亿元,主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看,3月、4月单月的偿债量在1.2万亿元以上,偿债压力相对较大,后续可能随超短融的发行发生改变(见图4)。

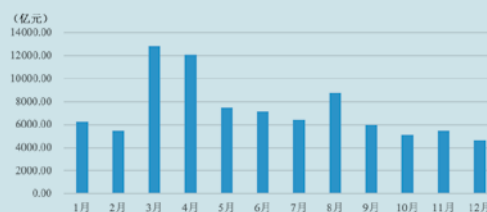
从级别分布看,AAA级主体所发债券到期规模约为6.04万亿元,占比(68.90%),较上年⁹(66.56%)有所上升;AA+主体所发债券到期规模约为1.49万亿元,占比(16.99%)较上年(19.03%)有所下降;AA级主体所发债券到期规模约为1.04万亿元,占比(11.83%)与上年同期(11.64%)基本持平,AA级以下主体所发债券到期规模约为2.00万亿元,占比(2.28%)较上年(2.77%)有所

图3 2020—2023年我国信用债市场主要信用债偿债情况



注: 2020—2022年为实际偿债规模, 2023年为预估偿债规模
数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 2023年我国债券市场主要信用债到期情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

⁷ 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、标准化票据、可转债和可交换债。

⁸ 包含到期和本金提前兑付。

⁹ 为保持可比, 剔除超短期融资券样本, 以下同。

下降，各级别主体偿债压力相对稳定。

从企业性质看，2023年地方国有企业债务到期规模约为5.43万亿元，较上年（4.67万亿元）有所上升；中央国有企业债务到期规模约为2.54万亿元，较上年（2.11万亿元）有所上升；公众企业债务到期规模约为0.37万亿元，民营企业债务到期规模约为0.31亿元，其他类型企业债务到期规模约为0.12万亿元，均与上年同期基本持平（见图5）。

地方国有企业中，债务到期规模排名前十位企业合计占比达到9.53%，在4月和8月集中兑付压力较大。

从地区分布看，2023年，北京、广东、江苏、上海和山东省的债券到期规模排名靠前，区域偿债压力相对较大；与上年相比，2023年北京（37%）、天津（48%）、福建（43%）、河南（30%）和陕西（30%）的债券到期规模大幅增长。

从行业分布看，2023年，建筑与工程、综合类、资本市场、商业银行、电力行业企业债券到期规模排名靠前，偿债压力相对较大（见图6）。其中，建筑与工程（23%）、综合类（23%）、商业银行（65%）、房地产管理和开发（19%）和商业服务与用品（23%）行业企业债务到期规模增幅较大，偿债压力明显上升。此外，互联网软件与服务（308%）、燃气（75%）、保险（193%）、建筑产品（108%）和专业服务（140%）行业债务到期规模较上年大幅增长，偿债压力明显增大。

从城投企业债券到期规模看，2023年城投企业

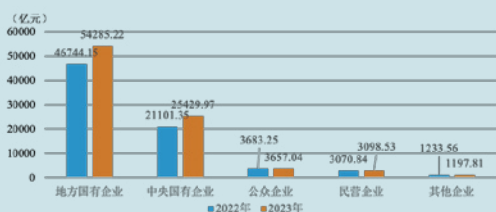


总偿债量约为2.90万亿元，较上年（2.43万亿元）增长19.04%。其中3月份和4月份偿债规模在3400亿元以上，单月偿债压力较大。

从地区分布看，江苏、浙江、山东、天津、湖南和广东省的城投企业债务到期规模较大，其中江苏到期规模超过7000亿元，其他三省市债务到期规模均在1500亿元至3000亿元之间，区域城投企业偿债压力相对较大。

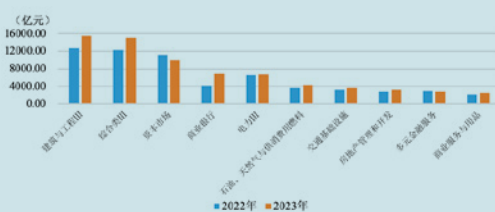
从区域低级别（AA级及以下）城投企业偿债压力看，江苏、浙江、湖南、湖北、四川和山东等省份的低

图5 2022—2023年我国信用债市场主要信用债到期企业性质分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图6 2022—2023年我国信用债市场主要信用债到期行业分布



数据来源：Wind，联合资信整理

级别城投企业债务到期规模相对较大，其中江苏省低级别城投主体债务到期规模在2600亿元以上，偿债压力相对较大。

此外，2023年进入回售期的城投企业债券规模约为1.96万亿元，按30%的实际回售率估算，将有0.59万亿元债券行权，较2022年实际回售规模（0.70万亿元）有所下降。

全市场信用债发行人信用状况

根据联合资信“3C”评级¹⁰结果统计，2022年全市场信用债发行人信用资质¹¹有所下降，具体表现为CR3-

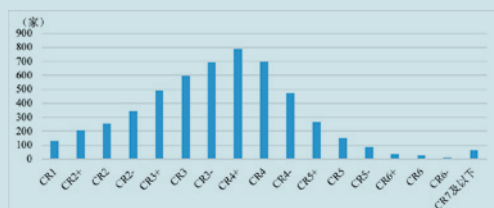
级及以上发行人占比有所下降，CR4+级及以下发行人占比有所上升，全市场信用债发行人整体的经营能力、财务能力和可持续发展能力均有所下降（见图7）。

根据联合资信债市风险智能监控与预警系统¹²的预警结果显示，2023年初，我国信用债市场存续信用债发行主体的信用风险等级以低风险等级为主（见图8），与2022年初相比，风险呈上升趋势，其中，风险未发生改变的企业1272家，风险上升的企业2736家，风险下降的企业1422家（见图9）。

城投企业中，贵州省、山东省、湖南省、四川省、江苏省、重庆、云南省和陕西省风险档次上升的企业家数最多，其中贵州省风险档次由低升高和中升高的城投企业数最多，共26家，其次为山东省，由低升高和中升高的城投企业共13家。

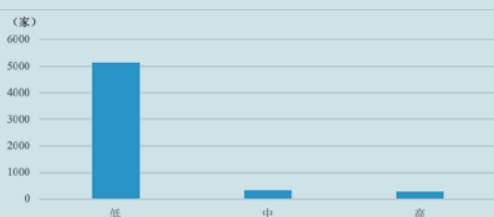
产业债发行人中，建筑与工程、房地产管理和开发、综合类、金属、非金属与采矿和商业服务与用品行业风险档次上升的企业家数最多，其中房地产管理和开发行业风险档次由低升高和中升高的企业家数最

图7 2022年我国信用债发行人信用状况



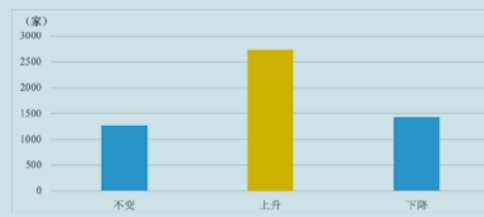
注：CR1至CR10，信用风险逐步升高
数据来源：联合资信整理

图8 2023年我国信用债发行人风险等级分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图9 2022—2023年我国信用债发行人风险变动情况



数据来源：Wind，联合资信整理

¹⁰ “3C”信用评级是由联合见智发起，与联合资信开展技术合作，双方共同研发的、覆盖中国债券市场全行业发行人的、高区分度的信用评级，创新性地提出了“经营能力+财务能力+可持续发展能力”的三维分析框架，更加全面准确地反映企业信用水平，为债券市场参与者提供更好的信用风险服务。

¹¹ 财务数据基于2021年年报。

¹² 联合资信债市风险智能监控与预警系统是利用大数据等先进的信息技术手段，构建的一个完备的债市风险监控体系，该系统基于对企业信用风险来源和违约机理的归因，形成重大信用事件、经营财务ESG等舆情、财务风险、财务弹性、市场价格和信用等级六大类风险信号，并制定相应的风险预警规则对企业进行风险得分计算，根据得分将企业划分为高、中、低三类风险，分别给予红、黄、绿警示灯进行展示，违约企业直接黑灯展示。

多,共20家,其次为建筑与工程行业,由低升高和中升高的企业共9家。

信用风险展望

1.债券市场信用风险仍将持续暴露,但整体可控,信用风险水平或有所下降

债券市场信用风险仍将持续暴露。当前我国经济恢复的基础尚不牢固,仍然面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力,经济下行压力较大。房地产行业企业偿债压力仍然较大,信用风险将持续暴露,房地产投资短期内难以企稳,地产产业链相关企业仍将持续受到冲击。在此背景下,经营能力下滑、杠杆水平较高、短期偿债压力较大的弱资质发债主体出现信用风险的概率仍然较大,债券市场信用风险仍将持续暴露。

债券市场信用风险整体可控,信用风险水平或将有所下降。2022年12月,中央经济工作会议指出稳健的货币政策要精准有力,保持流动性合理充裕,在此背景下,明年货币政策有望继续维持当前稳健宽松的基调。同时,房地产融资放松政策不断出台,“三支箭”相继落地,市场情绪得以稳定,优质房地产企业的融资需求得以满足,行业融资企稳回升。此外,监管部门相继出台系列政策支持民营企业融资,拓宽民营企业融资渠道,完善民营企业融资机制,提高对民营企业的服务质效,降低民营企业融资成本,民营企业融资环境或将有所改善。

2.城投企业经营环境整体保持稳定,关注弱区域和区县级城投企业信用风险

稳增长背景下城投企业经营环境整体保持稳定。

一是2022年12月,中央经济工作会议指出2023年经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大宏观政策调控力度。在“稳增长”的政策目标下,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体,经营环境将保持稳定。二是2022年

11月以来,疫情防控措施优化,经济基本面有望逐步回暖;此外,房地产企业融资端和需求端政策持续释放利好,房地产市场下行趋势或将扭转,土地出让市场边际修复。在此背景下,地方政府财政收入有望整体好转,地方政府对城投企业的业务回款及资金支持或将有所改善。三是2022年6月13日,国发20号指出地方政府财权事权适度上移,强化省级财政事权,同时增强省级政府统筹调控能力,提升省域内财力均衡度,财政实力较强省份的弱区县城投的外部支持力度有望加强。

城投企业信用水平分化加剧,关注尾部区域和区县级城投企业信用风险。一是2023年中央经济工作会议中多次强调对隐性债务保持“控增化存”的长期监管思路,城投企业融资环境难言放松。二是2021年以来,部分地区土地出让金收入下滑明显,地方政府财力下滑,城投企业相关业务回款受阻,同时,为托底区域房地产市场,城投企业可能加大拿地力度或投入较多资金保障房地产项目完工交付,加大城投企业流动性压力。三是城投企业银行贷款仍将受到银保监会15号文的管控,流动资金贷款难以大规模增加。四是2021年以来区县级城投企业受城投行业融资政策收紧的影响较大,净融资规模出现明显压降,偿债压力有所加大。五是城投企业商票逾期、非标违约、银行贷款展期等信用事件频发,地方政府债务腾挪空间大幅压降,警惕上述信用风险事件向债券市场传导风险。整体来看,城投企业信用水平区域分化将持续加剧,2023年,财政收入不佳、短期集中偿债压力大、非标融资违约高发、非标融资占比高、再融资压力大的弱区域和区县级主体的信用风险值得关注。

3.关注房地产产业链相关行业企业的信用风险

房地产行业方面,一是2022年11月以来,房地产融资放松政策不断出台,“地产行业三支箭”陆续落地,房地产企业融资环境得以改善;同时,2022年12月中央经济工作会议指出要满足房地产行业合理融资需求,有效防范化解优质头部房企风险,改善资产负债

状况。房地产融资政策放松力度较大，但最终实际支持仍主要集中在优质企业上。**二是**在居民失业率处高位、人均可支配收入增速放缓背景下，居民贷款能力和偿还能力均有所下降，居民部门加杠杆购房能力明显下滑，短期内房地产销售改善空间有限。**三是**满足支持条件的房企最终能否按时足额偿还支持资金仍具有一定的不确定性，相关金融机构参与积极性并不高。**整体来看**，在“房住不炒”的政策基调下，房地产行业信用分化或将进一步加剧，集中偿债压力大、融资渠道狭窄、项目资质差及经营低效的民营房企和弱资质国有房企信用风险仍值得关注。

建筑行业方面，一是建筑施工行业的业务模式一般会产生较大垫资，呈高杠杆运行的特点，行业内企业普遍存在较大的资金压力，短期偿债压力较大。二是建筑施工企业的下游房地产行业信用风险仍将持续暴露，对建筑施工企业回款速度造成负面影响，房地产投资短

期内难以出现实质性回暖，建筑施工企业的流动性压力进一步凸显。整体来看，偿债指标明显弱化、资金链压力较大的弱资质民营企业信用风险值得关注。

4.适当关注西南、西北和江浙等区域的信用风险

一是区域融资能力分化加剧。2022年前三季度，重庆、青海、吉林、内蒙古和贵州等地区新增社融大幅下滑，青海、西藏、宁夏、海南和辽宁等地区融资能力较弱，新增社融规模均不足1500亿元。**二是区域产业债利差分化明显。**2022年12月以来，云南、甘肃、广西、内蒙古、吉林、新疆等地区产业债信用利差持续走阔且处于高位运行，区域内尾部产业类企业信用风险值得关注。**三是江浙地区民营企业较多**，且以贸易、制造业和出口加工型为主，2023年，国际环境更趋严峻复杂，外需走弱背景下，我国出口仍面临下行压力，行业信用风险较高，建议对区域内相关企业的风险予以关注。///



2023年全球信用风险八大展望

文 | 联合资信 程泽宇 张敏 王祎凡

一、俄乌冲突的后续演变将会对全球地缘政治产生哪些影响？

目前，俄乌冲突已持续约一年时间，俄罗斯深层次的结构性隐患逐步暴露，包括应对军事行动和制裁所带来的财政压力、贸易禁运下的进口替代问题以及核心技术领域的发展停滞等。随着“北溪”天然气管道爆炸、克里米亚大桥被炸、北约加强对俄周边的军事布控等事件冲击着俄罗斯的安全“红线”，在各种压力下俄罗斯可能会“破釜沉舟”并与欧美展开多领域的摩擦与对抗。

拜登政府主张全球再平衡战略，试图借助乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和打压。再加上临近2024年美国总统大选，拜登政府势必会继续利用“乌克兰牌”转移国内矛盾并提升美国的国际维和形象，以赢得选民支持。目前，地缘政治发展走势基本符合美国预期，美国或继续维持对乌军事支持以及对俄全面制裁，短期内俄乌冲突走向和谈的难度依然较大。

长期以来，欧洲和俄罗斯一直处于“斗而不破”的平衡局面，但俄乌冲突爆发对欧洲本土的国防和能源安全以及经济增长造成直接冲击，除了引发能源危机和通货膨胀以外，甚至导致长期以来作为中立国的芬兰和瑞典逐步倾向于加入北约、德国由不向乌克兰提供杀伤性军事武器到现在的提供坦克装备等转变，表明欧洲与俄罗斯过去“斗而不破”的局面正逐步演化为双方在军事、能源以及经济等领域的“全面硬脱钩”。

自俄乌冲突爆发以来，中国始终坚持劝和促谈，

呼吁俄乌双方尽快停火并通过对话谈判来解决问题。但在当前形势下，俄乌双方还没有为和谈做好准备，欧美国家的立场也与此相悖，俄乌冲突走向和谈仍有很长的路要走，预计中国将在此过程中发挥更加重要的作用，这或将引发中美之间的地缘政治博弈升级，乃至对整个世界政经格局都会产生重要影响。

综上所述，2023年俄乌冲突走向和平谈判的难度依旧较大，地缘政治博弈或再度占据国际政治舞台，全球能源规则、经贸规则以及军事规则等方面或面临重新制定和洗牌。

二、欧美日央行下一步的货币政策会有转折吗？

虽然从2022年第三季度开始美国通胀的高点已过，但通胀压力仍然存在，美国2023年1月的CPI同比增幅虽回落至6.4%，但环比增幅有所回升，且距离美联储2%的长期通胀目标仍有较大距离，其中食品、能源以及交通服务等价格均出现了回弹趋势，说明美联储的通胀控制存在一定反复，基于基础商品价格上涨的压力依旧粘性较大，因此美联储有必要继续紧缩货币政策以防止通胀反弹。另一方面，美国劳动力市场存在结构性供不应求的情况，尤其是2023年1月美国非农业部门新增就业51.7万人（见图1），是市场预期的三倍，就业市场表现强劲成为支撑美联储继续加息的又一重要因素。但从长期看，美国劳动力市场的结构性失衡愈发突出，目前美国劳动市场主要是商业服务业、贸易运输、建筑等行业的人才招聘供不应求，带

动非农就业指标和失业率表现良好；但科技行业以及对利率敏感的房地产和金融行业已经出现一定降温趋势，部分公司出现大规模裁员行动，对未来美国就业市场形成一定打压。在此背景下，美联储需要兼顾控制通胀与保护就业之间的平衡，预计2023年美联储将继续通过温和的方式逐步吸收前期市场过剩的流动性，年内继续加息3~4次，逐步将联邦基金利率调升至5.5%左右，通过“软着落”的方式处理加息节奏与通胀控制之间的博弈。

尽管近期欧盟地区通胀数据连续回落，但通胀压力依旧高企且较美国更为突出。一方面，欧盟的能源危机威胁并未彻底解除。目前，欧盟已经对俄罗斯采取了三轮石油制裁，制裁项目逐步升级至石油产品限价机制及禁止通过海运进口俄罗斯石油产品的制裁措施。欧盟国家竭尽全力对俄罗斯实施能源替代，已经累计花费约8000亿欧元财政支出用于应对能源危机，但欧盟为寻找俄罗斯能源的替代品，转向其他国家谋求多元化能源进口，提高了中东、非洲、美国等石油出口国和土耳其等能源管道过路国的要价能力和话语权，实际增加了欧盟能源支出和负担，而且欧盟能源对外依赖性依旧较高。如果2023年能源价格继续保持高位，将会对欧盟通胀造成持续性冲击。另一方面，欧盟目前的通胀呈现结构性扩散。能源是百价之基，对生产和消费产生传导影响，欧盟未来依旧面临食品、工业、住

房等价格结构性上涨的压力，因此短期内欧盟的通胀粘性较强，通胀压力依旧顽固。预计欧洲央行在2023年上半年会延续单次50个BP的强势加息举措，如果下半年通胀压力得到明显改善则有可能放缓加息节奏。

日本央行自2016年2月起一直将政策目标利率维持在-0.1%的负利率不变，即便是2022年全球主要央行纷纷强势加息，日本央行也一直奉行货币宽松的逆周期调节政策。但日本持续宽松的货币政策也会带来一些负面影响：一是流动性过剩抬高日本通胀压力，2023年1月日本CPI增幅飙升至4.3%，创1981年7月以来新高，通胀高企对经济产生较大的挤出效应，存在一定“滞胀”风险；二是日美利差严重倒挂，不同期限债券利率之间以及现货和期货市场之间的套利空间愈发显著，加剧日本的外资流出压力，美元兑日元汇率一度飙升至150以上，日元较年初贬值超45%，汇价跌至32年来的最低水平（见图2）。虽然日本央行目前极度宽松的货币政策面临一定调整压力，但短期内发生货币政策急速转弯的可能性较低，而中长期日本货币政策有回归正常化的必要，预计日本央行将采取渐进的方式逐步收紧货币政策。

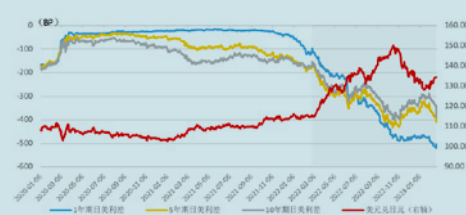
综上所述，在通胀尚未完全控制之前，欧美央行的货币政策或难明显转向宽松，2023年仍然会继续保持相对温和的加息节奏。日本央行的货币政策在短期内仍将保持宽松，但中长期有望转向渐进收紧的方式。

图1 2022年以来美国就业市场表现



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2020年以来各期限日美利差及日元汇率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

三、哪些国家可能会陷入经济衰退？哪些国家会一枝独秀？

欧美等发达经济体经济韧性较强，2023年经济大幅衰退的风险有望得到缓解，但仍会面临“浅度衰退”的可能。从美国来看，2023年上半年，美国消费、投资和贸易三驾马车的短期增长趋势依然会保持惯性而显现出一定经济韧性，劳动力市场因供求偏紧而为经济提供“缓冲垫”，而中国经济的全面放开也为美国外贸动能延续提供一定支撑，预计上半年美国经济衰退压力较小。但下半年，通胀与加息依旧是美国经济陷入衰退风险的主要动因，高利率和高通胀将会对生产和消费产生持续性压力，美国经济存在“浅度衰退”可能，预计全年经济增速降至1%左右。

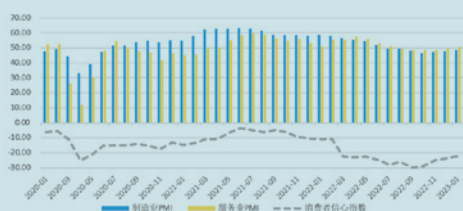
从欧洲来看，受高输入性通胀、欧洲央行强势加息以及居民游行示威扩大化等多重因素叠加影响，2023年欧洲主要经济体的经济下行压力依旧显著。虽然欧盟的通胀压力有所回落，但能源成本和消费者价格依旧居高不下，2023年上半年欧洲央行或继续采取较为强势的加息节奏，金融环境继续收紧将对家庭消费和企业投资造成较大压力，欧盟制造业PMI自2022年7月以来连续7个月跌破荣枯线，2023年1月欧盟消费者信心指数跌至-22.2，预计部分欧盟国家将面临经济下行压力（见图3）。另一方面，考虑到欧盟各国坚持推进能源替代以及增长对美贸易，因能源供给不足而导

致强制性减产的概率有所下降，经济抗风险韧性得到一定彰显，预计2023年部分国家的经济衰退将相对温和，欧盟全年经济增速将降至0.5%左右。

部分亚洲新兴经济体绽放经济活力，印度或成为拉动全球经济增长的火车头。印度经济强势增长主要依托于人口红利和深度参与国际供应链，随着2023年印度人口攀升至全球第一，庞大的人口规模为印度提供了廉价的人口红利和消费市场，同时借助中美之间经济“脱钩”和中国产业链升级的机会，吸引了全球大量产业向印度转移。此外，印度政府采取了一系列积极的改革举措，包括鼓励科技驱动和知识驱动型经济发展，财政预算优先集中在基础设施建设、促进绿色增长和金融部门等领域，提高个人所得税免税上限并降低税率，变动征税豁免细则等，这些措施将有助于促进出口并推动国内制造业发展。预计2023年印度经济增速将在7%左右，或成为拉动世界经济增长的火车头。

部分国家因战争、汇率危机、自身较为脆弱等原因，存在较大的经济衰退风险。**一是因战争影响而产生的经济衰退。**受欧美史无前例的全面制裁影响，俄罗斯的金融、能源以及军事等领域受到全面制约，2022年俄罗斯经济增速约下降2.5%。但凭借自身强大的资源优势 and 庞大的外汇储备保障，2023年俄罗斯的经济衰退幅度有望收窄，预计经济将萎缩1%左右。**二是因汇率危机等风险传导至国内而产生的经济衰退。**土耳其因美联储加息后带动国际资本回流美国，放大了土耳其里拉的本币脆弱性，本币兑美元汇率较年初下跌超过40%，本币贬值叠加天然气价格飙升，2022年土耳其CPI平均增幅将近72%，创1998年以来新高，经济陷入恶性通胀困境。2023年2月土耳其发生两次特大地震，对经济造成直接冲击，预计2023年经济存在较大的衰退风险。**三是因自身较为脆弱且抗风险能力较差而产生的经济衰退。**巴基斯坦因高度依赖能源和食品的进口，俄乌冲突后能源和食品价格飙升带动巴基斯坦陷入严重的输入性通胀，面临粮食危机、恶性通胀、汇率

图3 欧盟PMI和消费者信心指数



数据来源：Wind，联合资信整理

贬值以及外贸无力偿付等困境。再加上政局动荡和恐怖袭击蔓延，巴基斯坦经济处于崩溃边缘。

综上所述，2023年全球经济或趋向碎片化发展，虽然不会出现全球范围内的经济衰退，但经济下行压力依旧不容小觑，预计2023年全球经济增速将会进一步下滑至2%~3%左右。

四、全球主要大类资产表现如何？亚洲金融市场能否回暖？

在欧美国家经济下行压力走高、地缘政治风险犹存以及部分新兴经济体活力强劲等因素的相互作用下，2023年国际金融市场预计将呈现较大的差异化表现。具体来看，2023年1月全球股票市场表现良好，MSCI全球股票指数开年至今已上涨7.16%，一扫此前低迷，主要是受益于地缘冲突影响消化、海外通胀逐步回落、货币紧缩力度放缓等因素，国际股票市场整体环境有所改善。在缺乏强势加息助推、欧美经济下行预期担忧日益加重的情况下，2023年欧美国债收益率或呈现“先升后降”之势，由于短期国债收益率对即时消息和市场预期调整更为敏感，年内波动幅度预计比中长期国债收益率更大。2023年全球央行强势加息的节奏大概率会有所调整，对美元强势表现的支撑有所下降，同时美国经济的下行压力较大，对美元走势也造成一定抑制。但不排除有俄乌冲突升级的黑天鹅事件，美元的避险属性依旧具有较大优势。两种作用或加剧美元的双向波动，其他非美货币有望波动回升。2023年以来，国际油价呈现出大起大落的短期波动走势，考虑到欧盟继续对俄罗斯实施第三轮能源制裁以及俄罗斯为反制欧美针对其实施的限价措施宣布减产，使能源市场供给进一步趋紧。需求端则受欧美经济下行压力增大以及中国、印度等国家经济复苏态势向好的综合影响，存在较大差异化表现。供求两端力量的相互博弈，或加剧国际油价的双向波动。

2023年，美国通胀放缓的趋势更加明显，美联储或将放缓加息节奏，减缓了亚洲国家资金外流压力，同时基于中国经济重新开放的乐观情绪和印度有望继续高速增长的预期，亚洲主要经济体复苏前景较好，亚洲股市有望吸引更多的国际资金流入，对亚洲股市的估值及风险偏好形成有力支撑。债券市场方面，市场看好以中国为首的亚洲新兴市场国家经济增长使亚洲新兴市场国家债券资产重拾吸引力。亚洲债市有望迎来经济复苏和货币宽松顺周期的宏观基本面，尤其是在美联储货币政策趋于温和后，对美信用利差有望趋稳，亚洲债券市场或将迎来边际修复。汇率市场方面，美联储或将放缓加息节奏，减缓了亚洲国家资金外流压力，降低了国际投资持有亚洲货币资产面临的汇率风险。同时，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）或将增强成员国之间的贸易投资合作，对亚洲国家汇率形成一定支撑。人民币和其他新兴市场货币在经济将强力反弹以及需求大幅回升的市场乐观预期下预计将进入升值区间，年内或有所走强。

综上所述，2023年受益于地缘冲突影响消化、海外通胀逐步回落、货币紧缩力度放缓等因素，国际金融市场整体环境有望改善。亚洲金融市场基于中国经济重新开放的乐观情绪和印度有望继续高速增长的向好预期，有望迎来边际修复和向好复苏，但仍存在一定估值波动风险。

五、哪些国家可能会出现主权信用违约？

美国债务上限是美国国会为防止美国财政部无限度举债而设立的债务天花板，自1940年有纪录统计以来，美国债务上限共上调104次，平均每9个月上调一次，尤其是2008年金融危机后，美国政府频频通过财政扩张的方式救市，导致政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及技术性违约的风险。美国在疫情期间实行了扩张性财政政策并带动其债务快速攀

升至31.4万亿美元（2023年1月19日），再次触及美国债务上限。美国财政部自当天起采取特别措施，启动“暂停发行债券期”，同时暂停为公务员退休和残疾基金以及邮政退休人员健康福利基金注入新资金，并将6月5日设定为避免联邦政府债务违约的最终期限。如果两党迟迟未能就债务上限达成一致，美国债务上限的违约日（X日）将会在6月初到来，届时美国财政部将会用尽举债空间且无力偿付现有负债，美国政府或将出现技术性违约，对美国整体信用体系和资本市场造成严重冲击。

美联储强势加息放大了新兴经济体的金融风险和经济脆弱性。一方面，加息引发了新兴经济体货币如匈牙利福林、土耳其里拉和印度卢比等在2022年大幅贬值，印度等国更是消耗其外汇储备以支撑汇率。另一方面，发达经济体经济基本面的收缩将传导至新兴经济体，导致其经济修复放缓，新兴经济体央行跟进加息的举措反过来也会抑制自身的经济增长，再加上发达经济体基于自身安全实施的供应链回迁和投资筛选制度阻碍了直接投资的流动，新兴经济体经济动能随之减弱。特别是对于以美元计价外债占比较高的新兴经济体，如阿根廷、土耳其等（见图4），利率抬升直接带动融资成本走高，美元走强也会增加外债偿付成本，导致债务偿付能力显著弱化。

中低收入经济体受其经济结构单一、政局稳定性较差以及自身融资能力受限等因素影响，往往需要通过发行高利率债券来支撑其本国经济的发展，导致其陷入政府债务困境。债务困境反过来又会削弱投资者和消费者信心，减少需求和供给，对经济增长形成制约，形成恶性循环。美联储启动强势加息之后，中低收入经济体如苏里南和老挝等国的利息支出占GDP的比重出现明显攀升，面临一定付息挑战，斯里兰卡更是直接爆发了主权债务违约，造成经济社会动荡。蒙古、萨尔瓦多和巴基斯坦等国的外汇储备对其政府外债的覆盖率不足30%，其中埃及的覆盖率更是从疫情前的近

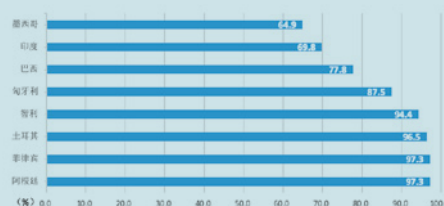
80%降至30%左右，而巴基斯坦的覆盖率已降至10%左右，偿付能力显著恶化，主权违约风险显著上升。

综上所述，美联储强势加息导致新兴经济体的外部风险敞口大幅走扩，严重削弱其债务偿付实力。中低收入经济体抵御外部风险冲击的能力很差，尤其是在美联储加息的背景下，愈发暴露出这些国家的脆弱性，爆发主权债务违约的风险大幅攀升。

六、美国高收益债市场是否会爆发违约潮？

2022年美联储连续加息导致各期限美债收益率走高至2008年金融危机以来新高，并向其他债券市场主体传导，尤其是美国的高收益企业债，在美债流动性收紧后，高收益企业债期权调整利差一路走高，并在7月一度触及6%的年内高位，创2020年6月美债流动性危机以来新高。这说明美联储加息所引发的传导效应已经对美国高收益债券的融资成本造成显著压力，尤其是对于新冠疫情后为补充流动性而持续加杠杆的企业，自身偿付实力较弱，再加上债券融资成本的上扬，美国高收益企业债的违约敞口也将进一步走扩。从历史数据来看，2022年美国高收益企业债期权调整利差（约5%）远不及2020年3月美债流动性危机（超过10%）以及2008年全球金融危机时期（超过20%）的表现。尤其是2023年以来，美国高收益债券的收益率由8.73%下降至7.90%，降幅达到83个BP，近期所面临的

图4 部分新兴经济体外币债务/外债总额的比值



数据来源：World Bank，联合资信整理

违约风险敞口相对可控，爆发系统性违约风险的可能性较小（见图5）。

新冠疫情暴发后，受困企业为补充流动性促成美国高收益债券发行量激增，2020年和2021年的发行规模分别高达4115亿美元和4774亿美元，但2022年受发行成本上涨影响大幅下降至1278.4亿美元。截至2022年末，美国高收益债存量规模约为2万亿美元，投资级企业债约为7.8万亿美元，其中3.6万亿美元被评为BBB级，距离高收益垃圾债一步之遥。美国投资级债券中3.6万亿美元的BBB级别债券在经济下行期极易变成“堕落天使”，成为潜在的垃圾债券增量，因此也导致了2022年国际三大评级机构大幅下调债券等级。2022年惠誉、标普以及穆迪分别下调117只、329只以及156只债券等级，调整数量处于较高水平，但整体等级下调幅度相对合理可控。

从债券到期情况看，从2023年开始美国高收益债券将迎来兑付高峰期，2023年和2024年的到期规模分别高达700亿美元和1007亿美元，存在较大的偿债压力。债券到期意味着企业需要大量现金来支付债务的本金和利息，如果企业的流动性不足，需要借助再融资偿还债务。正如2022年美联储强势加息导致高收益债券发行规模同比缩量超过70%，考虑到2023年借新还旧的成本依旧较高，美国高收益企业将面临较大的再融资风险，高收益债券的违约风险或有所走高。但从中长期来看，随着美国经济下行压力的持续加大，美

联储货币政策在2024年转向降息的可能性有所增大，届时高收益债券的利息成本将会有所回落，且再融资需求有望得到一定满足，对缓解高收益债券的兑付压力起到一定积极的作用，预计美国高收益债券的违约风险将有所回落。

综上所述，2023年在美国经济衰退压力增大以及美联储现有货币政策或将延续的背景下，融资成本高企对企业的债务偿付实力造成挑战，高收益债券的违约风险明显走高，但违约影响预计将低于疫情暴发后的情况，仍然处于可控范围。

七、全球供应链和产业链将会如何重构？

展望2023年，地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略或将进一步推动逆全球化和贸易保护主义，以美国为代表的发达国家希望加强核心技术保护并加速供应链回迁，保护主义将会对全球现有的产业“雁阵模式”造成冲击，同时会影响技术所围绕的全球上下游供应链。

美国方面，美国自2018年通过“美国优先”、关税保护、制造业回流等举措开启逆全球化节奏，美国政府相继发布多项行政法令与政策，对其在制造业、国防工业等重点领域的供应链安全、对国外依赖程度以及具体应对策略等进行了全面评估，以应对激烈的国际竞争。2022年拜登政府实行更为严格的供应链转移计划，8月美国总统拜登签署《通胀削减法案》，出台包括高额补贴在内的大量激励措施，以推动电动汽车和其他绿色技术在美国本土的应用，这一方案将加剧欧洲工业生产萎缩，迫使欧洲企业将生产线转移至美国。

欧洲方面，俄乌冲突爆发后欧洲加快摆脱对俄罗斯能源依赖，但很难在短期内找到合适的替代能源，致使能源缺口扩大并快速传导至制造业的加工制造、物流仓储等多个环节，大幅提升了企业生产运营成本，许多企业陷入困境。在能源危机的冲击下越来越多欧

图5 1997—2022年美国高收益企业债期权调整利差



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

洲国家的能源密集型企业关闭工厂、缩减规模、或转移产能，2022年欧洲将制造业和供应商转移到本土市场或附近市场的公司数量比2021年增加了1倍多，欧盟被迫走上“去工业化”道路。但从中长期看，欧洲国家政府会通过鼓励“欧盟制造”、发挥气候变化以及数字技术方面的优势，促进中高端制造业回流。

亚洲方面，东亚地区从传统的由日本作为“头雁”的“雁阵式”产业体系，演变为以中国为主要供需价值链核心的网络拓扑结构式产业体系，中国在地区间的作用愈发凸显。而在中美“脱钩”以及中国产业升级的背景下，美国与一些亚太国家签署“印太经济框架”，意图建立将中国排除在外的世界经济秩序，导致部分在华中低端产业向“雁阵模式”下端（如印度、越南等国）迁移。整体看，虽然短时间内中国在全球供应链中的优势和粘性难以替代，但如果中美“脱钩”成为常态化，未来全球供应链存在部分中高端制造业加速回流欧美，以及部分中低端制造业向东南亚、南亚等具有人口红利国家迁移的风险。

本轮全球产业链的重塑呈现出以下几个方面特征：
一是全球供应链向近岸化、多元化、科技化方向发展。近年来，全球供应链扩张程度有所收窄，再加上新技术壁垒使得后发经济体参与全球供应链的难度增加，全球制造业供应链链条呈现缩短趋势。目前，很多跨国公司正在寻找应对全球供应链不稳定的方法，通过近岸化、多元化、科技化或供给回流来调整供应链，以夯实供应链韧性。**二是贸易保护将会令全球供应链向碎片化发展。**在地缘政治持续发酵、各国贸易保护和技术壁垒升级以及通胀压力依旧持续的背景下，2023年全球贸易及供应链或向着碎片化的方向发展。根据WTO发布的最新全球贸易展望报告，2022年全球货物贸易量将增长3.5%，但2023年预计仅增长1%，较此前的预估值3.4%大幅下滑。全球供应链安全稳定面临较大风险和挑战，严重威胁全球经济复苏与可持续增长。**三是在第四次工业革命的背景下，中高端供应链的进入壁垒将更高**

更难。本轮供应链变化与第四次工业革命相辅相成，前三次工业革命均伴随着向外扩张，利用全球资源优化配置，因此逐步形成了全球供应链条。高新技术的突变促进人类工业革命的迭代，本次基于人工智能、数字化智能化技术使得传统制造环节的劳动力成本作用降低，技术、数据等要素的权重提高，全球产业链垂直一体化分工体系重新调整和组合。

综上所述，地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，以美国为代表的发达国家希望加强核心技术保护并加速供应链回迁，保护主义将会对全球现有的产业“雁阵模式”造成冲击，而本轮全球产业链的重塑伴随着供应链条缩短、贸易碎片化发展以及第四次工业革命等特征，高新技术的突变促进人类工业革命的迭代，全球产业链垂直一体化分工体系重新调整和组合。

八、ESG因素在全球资本市场中的作用如何？

聚焦于环境、社会和公司治理要素的ESG投资起源于欧美国家，近年来获得快速发展。目前，全球在ESG投资理念上已形成较为一致的原则和指引，企业ESG绩效逐渐成为各国政府、监管机构和投资者关注的重点，越来越多国际大型投资者在配置资本时，偏向于支持可实现可持续发展目标的投资对象。虽然全球逐步发展为“全民免疫”的抗疫模式，但鉴于病毒株的不断变异，不断涌现的感染高峰令全球经济发展和医疗承受压力均造成较大冲击。再加上地震、洪水、严寒、高温等极端自然灾害，未来全球经济发展仍将以绿色发展为主基调，ESG因素在全球资本市场中的作用愈发显著。

2022年全球ESG债券发行规模达到5343亿美元，占全球债券市场的比重为5.8%，在去年高基数效应下回落约2.8个百分点（见图6）。其中，超主权国家发行规模下降较为明显，而亚洲ESG债券市场则表现较为



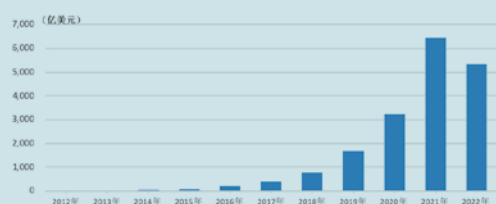
突出，2022年亚洲市场ESG债券在总体债券发行量当中的占比达到了27.6%，主要是得益于中国ESG债券市场的强劲增长。2022年主权国家和政府机构是ESG债券市场非常活跃的发行人群体，前三个季度一共有超过40家主权和政府机构发行了不同货币不同种类的ESG债券，累计发行规模达到创纪录的2870亿美元左右，体现了政府机构在积极应对气候变化和推动可持续发展等方面的领导力。

全球ESG债券市场以欧盟、美国等主要经济体为主体。2022年欧洲ESG债券市场占全球比重高达

32%，欧洲是全球ESG债券市场的主力。尽管面临“漂绿”问题和监管环境趋严的压力，欧洲ESG债券在俄乌冲突、高通胀、持续加息、经济衰退担忧等风险因子持续演绎的背景下仍然吸引资金持续净流入，同期传统债券则面临资金持续净流出的压力。气候问题在美国的政策议程中占据重要地位，政策助推美国ESG债券市场增长提速，2022年美洲ESG债券市场份额为10%。2022年亚洲ESG债券市场发展迅猛，市场份额跃居全球第二，占比走高至28%。但亚太地区内部有所分化，日本市场转为资金净流出，中国市场仍然受到资金青睐。在碳中和目标下，中国ESG债券市场拥有较大的发展潜力，并且国际指数公司对ESG市场的覆盖产品也在增加。随着跨境投资市场的扩大，预计未来全球ESG债券市场有望形成欧盟、美国、中国引领发展的多元格局。

综上所述，未来可持续发展和绿色发展仍将是全球经济的主基调，ESG因素在全球资本市场中的作用也将愈发显著。■

图6 全球ESG债券发行规模



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

从黑石违约到硅谷银行破产，美国是否会再次爆发金融危机？

文 | 联合资信 程泽宇

主要观点

2023年3月2日，黑石集团旗下价值5.6亿美元的商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）发生违约，市场担忧美国或重回2008年“雷曼时刻”。3月9日，总资产规模位列全美第16名的硅谷银行因流动性不足且资不抵债而陷入破产，储户陷入流动性挤兑的恐慌，如果引发银行业流动性危机和债务违约危机将会对美国金融系统产生直接冲击。

黑石违约与硅谷银行破产的共性在于，二者都是由美联储强势加息而引发的问题，前者体现在欧美央行抬高利率后商业地产收入回落以及流动性变差，以商业地产作为底层资产的CMBS面临到期违约风险；后者则是受美联储强势加息影响，美国中小型银行面临存款流失以及债券减值的双重困境，存在较为严峻的流动性风险。与2008年雷曼破产以及美国房价全面下跌的程度不同，二者均不具备大范围的冲击影响，预计二者的风险仍然会在小范围内传播，但暂时不会引发类似于2008年雷曼危机时的系统性金融危机。

一、黑石债券的违约原因及美国抵押贷款的违约风险

底层资产出售不及预期且收入受损是黑石旗下债券违约的直接原因

2023年3月2日，贷款服务机构Mount Street判定黑石集团有价值5.6亿美元的商业地产抵押贷款支持证券

（CMBS）发生违约，这批证券是以2018年收购的芬兰企业Sponda Oy所拥有的一系列写字楼和商店为担保，该证券化票据已经到期但尚未偿还。黑石旗下的CMBS违约引发市场关注，担忧美国或重现“雷曼时刻”。

黑石集团是全球最大另类资产管理公司，管理资产规模高达9510亿美元，同时也是华尔街最大的商业地产业主。本次黑石旗下CMBS违约主要是源于对芬兰的一笔地产投资，2018年黑石集团通过旗下的欧洲房地产投资基金（BREIT）私有化了芬兰的房地产公司Sponda Oy，该公司专注于在芬兰首都赫尔辛基和其他大城市的黄金地段拥有、租赁和开发商业地产。黑石以约19亿美元的价格私有化了Sponda公司，花旗和摩根士丹利为黑石提供贷款融资，这笔贷款在2018年4月被证券化，涉及Sponda的63处非核心地段的商业物业，这些抵押资产约占Sponda资产组合中的10%~15%。本只CMBS产品原计划于2023年2月14日到期，但芬兰商业物业表现疲软且CMBS市场流动性较差，难以偿付本息，黑石曾向债券持有人寻求展期一年，以便有时间处置资产和偿还债务，但被持有人投票拒绝。2023年3月2日，贷款服务机构Mount Street判定黑石集团对旗下北欧CMBS已经到期但未偿还，构成实质性违约（见图1）。

早在黑石旗下的CMBS发生违约之前，2022年四季度黑石集团旗下的BREIT遭到投资者的大量赎回请求，投资者连续四个月蜂拥撤出710亿美元，为防止产品陷入流动性挤兑风险，黑石规定投资者每季度可最多赎回5%的份额，每月最多赎回2%，降低投资人对非流动

性房地产的抛售。本次黑石集团的“投资者抢赎”以及北欧CMBS产品暴雷，是受到三重因素的叠加影响：一是新冠疫情后居家办公使得全球商业地产的空置率较疫情前大幅走高，导致该债券的投资组合空置率上升约10个百分点至45%，芬兰商业地产市场陷入“冻结”；二是2022年以来欧美央行激进加息导致资金成本提高，Sponda公司多为短期债务，对短期利率的抬升更加敏感，因此房地产企业再融资更加困难，同时加息导致房屋价格大幅下滑，打击了欧洲的房地产价值；三是受俄乌冲突以及芬兰意图加入北约的影响，国际投资者出于避险情绪考量，对芬兰的资产“敬而远之”。受以上因素影响，Sponda资产出售不及预期且收入受损，成为本次债券违约的直接原因。虽然本次黑石违约的CMBS规模为5.6亿美元，仅为黑石集团所管理资产的0.06%左右，违约事件对黑石的直接冲击较为有限。但如果未来美联储继续强势加息，美国地产泡沫存在一定的破灭风险，而住房抵押贷款作为各种金融衍生品的底层标的，一旦出险将会通过各类金融产品把风险传导至金融机构。

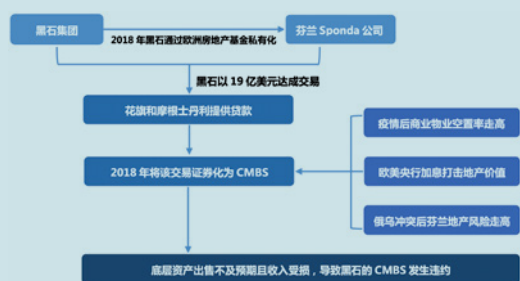
目前美国地产抵押贷款风险远不及2008年次贷危机时期，但受地缘政治或房价下跌影响较大区域的风险敞口依旧较大

以史为鉴，2008年美国金融危机便是由美联储加息导致次级房屋抵押贷款违约而引发。传导链条共有三

步：**第一步，美联储收紧货币政策。**2003—2006年美联储连续17次上调联邦基金利率至5.25%，累计上浮425个BP，连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因。此外，利率快速上扬导致信用紧缩，不仅抑制了居民消费还使居民住房抵押偿付实力承压。**第二步，房地产价格大幅下跌。**随着居民还款能力受挫，美国房屋空置率不断走高，次级房屋抵押债务违约日益明显。银行收回大量抵押房产后投入市场，使得房屋价格随之下跌，2007年12月年美国房屋价格指数同比增幅由正转负，并且负增长持续至2012年6月，严重拖累了房地美、房利美等地产企业。**第三步，金融衍生品将信用风险在金融机构以及实体企业间传导。**2008年美国抵押贷款组合市场总额高达6.1万亿美元，其中次级抵押贷款占比高达9%，达到历史最高值。而房屋抵押贷款仅仅是底层资产，上层可以嵌套和撬动多重金融衍生品，以房屋抵押为底层资产池的金融衍生品（ABS、CDS、CMBS、CDO）通过杠杆效应将违约风险在金融机构间扩散，导致购买相关金融衍生品的银行、保险等金融机构风险扩大以及风险偿付能力下降，而金融机构的资产负债表恶化最终拖累实体企业融资。

与2008年类比来看，本次处于传导链条第二步的早期阶段，本次也是美联储开启强势加息节奏，且美国房地产已经出现区域性下跌信号。第一步，美联储自2022年3月以来连续加息8次累计450个BP，将联邦基金利率提升至4.50%~4.75%利率区间，平均加息幅度高达56个BP，远超2008年25个BP的平均加息幅度，美联储本次加息节奏较2008年更为强势。第二步，美联储密集而强势的加息节奏带动美国30年期抵押贷款利率一路飙升至6.73%（2023年3月9日），飙升的利率水平会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，对房地产销售和房价均造成巨大阻碍。2023年1月美国成屋销售折年数下降至400万套，连续12个月环比负增长，降至2010年11月以来新低，美国房地产市场急速降温。美国房地美房价指数自2022年6月以来连续7个月小幅

图1 黑石集团旗下CMBS违约事件梳理



数据来源：联合资信整理

下降，美国房价仅为区域性下跌，其中特拉华州、加利福尼亚州以及伊利诺伊州较美联储开始加息前降幅均超过5%，房价下跌州的数量约占全美的25%，暂未出现全美范围内的房价大幅下跌，目前仍处于第二步的早期阶段。但从长远看，美联储持续加息和美国房屋价格回落是大势所趋，会增大美国房屋抵押贷款违约的风险。2022年12月美国居民住房购买力指数已降至101.2，跌落至2006年美国次贷危机爆发前水平，房屋断供及违约风险有所走高（见图2）。如果年内美联储继续强势加息，大概率会带动房贷利率继续走高，受此影响居民住房购买能力将进一步削弱，预计美国住房按揭贷款违约的风险将进一步增大。

但本次与2008年金融危机的不同之处在于，第三步的次级住房贷款抵押组合规模可控。2008年美国次级抵押贷款规模约为5500亿美元，再加上当时资产证券化创新产品快速发展，资产支持证券（ABS）、CMBS、担保债务凭证（CDO）等产品放大了底层住房抵押贷款中次级债务的风险，所以次级债违约后大幅撬动杠杆风险，导致诸多金融机构深陷其中。之后美国政府相继推出《现代金融监管架构蓝图》《金融稳定计划》《金融监管改革白皮书》，以全面强化对金融衍生品的监管。截至2022年9月末，美国住房贷款抵押组合的市场总额仅为2.7万亿美元，约为2008年的44%；其中次级抵押贷款占比仅为2%，远低于2008年的9%；次级抵押贷款规模约为540亿美元，仅为2008年的十分

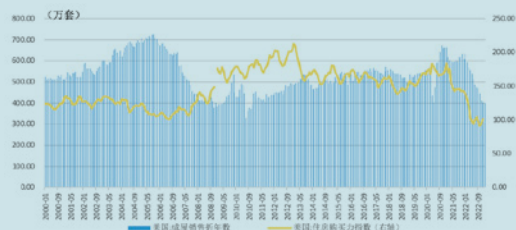
之一。根据美国抵押贷款银行协会（MBA）数据（见图3），截至2023年3月3日，美国抵押贷款综合指数以及抵押贷款再融资指数分别为201.5和437.9，均是2003年有数据统计以来的较低水平，表明目前美国抵押贷款市场风险远不及2008年次贷危机时期，但抵押贷款存在较大的区域性差异，受地缘政治或房价下跌影响较大区域的风险敞口依旧较大。

二、硅谷银行的破产原因及美国中小银行的流动性风险

受内部投资组合结构失衡以及外部美联储强势加息的双重影响，硅谷银行流动性不足且资不抵债，最终走向破产

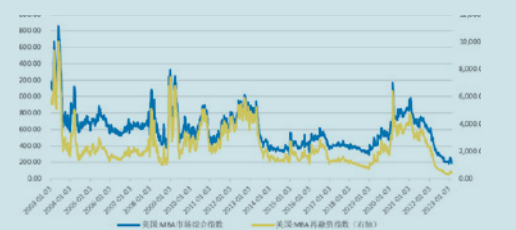
3月9日，总资产规模位列全美第16名的硅谷银行（SVB）宣布增发22.5亿美元新股，其中普通股12.5亿美元、定向增发普通股5亿美元以及存托凭证5亿美元，该大规模再融资引发市场对其流动性不足和资产负债表恶化的担忧，大量储户进行挤兑，恐慌情绪蔓延导致硅谷银行当日股价大幅下跌60%，甚至波及整个美国银行板块，当日美国四大商业银行下跌均超过4%。为防止美国银行业的流动性危机蔓延，3月10日美国存款保险委员会（FDIC）以硅谷银行流动性不足且资不抵债为由对其进行接管，并开始安排后续存款偿付计划。本次硅谷银行破产之所以引起市场的高度关注，主要是市场对美联储加息产生的连锁反应较为

图2 2000年以来美国成屋销售及住房购买力表现



数据来源：Wind，联合资信整理

图3 美国MBA综合指数以及MBA再融资指数走势



数据来源：Wind，联合资信整理

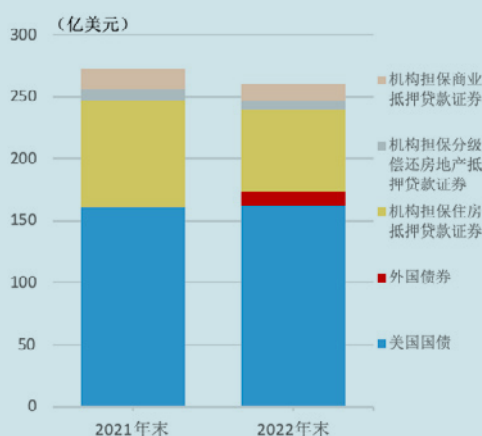
担忧，加息推升资金成本和借贷成本，如果引发银行业流动性危机和债务违约危机将会对美国金融系统产生直接冲击。

本次硅谷银行在短短两天之内发生断崖式破产，主要受内部投资组合结构失衡以及外部美联储强势加息的双重影响。硅谷银行是专注于VC/PE和科技型企业融资的中小型银行，主要客户集中于高科技企业和以及未盈利初创企业。新冠疫情后美联储释放空前流动性催生出科技企业的流动性泡沫，随之硅谷银行的存款规模也迅速扩张，存款规模由2019年末的618亿美元大幅增长至2022年末的1731亿美元，涨幅超过180%。客户资金大举涌入硅谷银行，对应的便是不断增长的资产配置需求，截止2022年12月末，硅谷银行的总资产为2120亿美元，其中57%为证券投资组合、35%为净贷款、7%为现金。其中，证券投资组合的规模约为1200亿美元，主要由261亿美元的可供出售证券（AFS securities）和913亿美元的持有到期证券（HTM securities）两部分组成（见图4、5），这些证券主要用来购买美国国债、住房抵押贷款证券（MBS）以及商业抵押贷款证券（CMBS）。可供出售证券的久期分布约为3.6年，加权利率仅为1.8%；持有到期证券

中的住房抵押贷款证券和商业抵押贷款证券的久期分布约为6.2年，加权收益率均为1.6%。不难看出，硅谷银行在投资上选择较为稳健的美国国债和CMBS，在疫情期间该投资策略无可厚非，可以稳定赚取息差，但问题症结在于2022年美联储强势加息且利率可能会走向更高且持续更久（higher for longer），暴露出以美债和CMBS为主的投资组合存在收益率低、久期较长的问题，而硅谷银行的现金及其等价物相对不足，存在较大的流动性缺口。

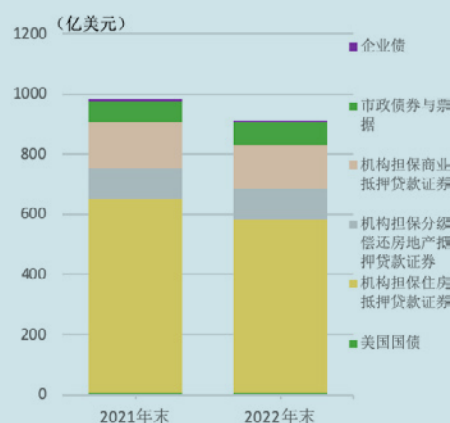
硅谷银行的流动性紧张主要体现在储蓄的流出和资产收益的下降。一方面，2022年美国通胀压力高企叠加美联储放缓扩表速度，使得硅谷银行的初创企业客户的流动性趋紧且估值遭到较大回调，导致这些企业在硅谷银行的存款纷纷缩水。2022年客户资金总流量由一季度的流入19亿美元到四季度的流出122亿美元，2023年一季度迄今为止更是流出186亿美元，客户资金加速流出硅谷银行，相应推高了银行的流动性需求。另一方面，硅谷银行的资产购买集中在2020—2021年的低息时期，2022年美联储强势加息使得各期限美债收益率大幅上涨，导致硅谷银行的成本端快速上升，但硅谷银行可供出售证券和持有至到期证券的

图4 硅谷银行可供出售证券



数据来源：硅谷银行，联合资信整理

图5 硅谷银行持有到期证券



数据来源：硅谷银行，联合资信整理

平均收益率很低，对净息差造成巨大挤压，硅谷银行陷入负息差困境，账面出现巨额浮亏，截止2022年四季度硅谷银行未确认损失总计约150亿美元。

为应对自身流动性危机，硅谷银行提出三个应对举措：一是宣布再融资22.5亿美元以应对亏损并提供流动性支持，二是将定期借款规模由2022年末的150亿美元增加至300亿美元，三是出售210亿美元可供出售证券。但2022年美联储快速加息导致全球科技初创企业融资困难，只能消耗其在硅谷银行的存款，硅谷银行的流动性不足问题愈发显现；同时，利率走高会拉长MBS的久期，令硅谷银行难以补充负债端持续的资金流出。硅谷银行不得不减持部分浮亏严重的可供出售证券，浮亏便会会计入损益表变成实际的损失，出售210亿美元可供出售证券后的实际损失高达18亿美元。不仅如此，市场还担忧出售债券引发实际亏损的问题会继续发酵，如果硅谷银行继续出售900多亿美元的持有到期证券，其浮亏150亿美元会变成实际损失，硅谷银行的主要客户多为科技创新企业，不属于存款保险覆盖范围内，易发生流动性挤兑。市场担忧本次硅谷银行的流动性危机可能会向其他中小银行蔓延，进而点燃市场的流动性恐慌，甚至会对欧美银行业造成一定冲击。

硅谷银行的流动性危机可能会在美国中小银行间造成一定恐慌性传导

硅谷银行破产的第一条传导路径是美国银行业的风险传导，硅谷银行爆雷引发市场担忧，目前美国中小银行的流动性问题已经显现。一方面，美国中小银行的收入结构更加依赖贷款，2022年美国中小银行的贷存比约为82%，远高于大型银行的60%，随着美联储持续收缩资产负债表，中小银行的存款准备金处于较低水平，因此对于短期借贷融资更为积极。由于短期利率受美联储加息影响而更加敏感，短端利率走高直接压降中小银行的息差空间，越发加剧了美国中小银行的流动性风险。另一方面，美联储作为“最后贷款人”提供贴现窗口指导，旨在为银行提供紧急流动性，如果中小银行出现资金短缺，可以向美联储质押获得短期融资，2022年三季度美国中小银行通过贴现窗口借入72亿美元，创近两年来的最高水平，说明美国中小型银行的流动性已经出现紧张态势（见表1）。

从中小银行风险看，虽然美联储已经放缓了加息节奏，但美国现在的借贷成本已经处于历史高位，对于抗风险能力较差的中小银行，面临严峻的流动性压力：一是美国中小银行在2020—2021年间大量购买低利率债券，面临较大的持有到期成本，当下发生浮亏

表1 美国10家中小银行的净利息收入/平均资产变化

银行名称	净利息收入/平均总资产		
	2022年四季度 (%)	环比 (pp)	同比 (pp)
Customers Bancorp Inc	2.61	-0.49	-1.42
First Republic Bank	2.28	-0.25	-0.22
Sandy Spring Bancorp Inc	3.10	-0.24	-0.19
New York Community Bancorp Inc	2.10	0.04	-0.10
First Foundation Inc	2.35	-0.63	-0.06
Ally Financial Inc	4.04	-0.16	-0.05
Dime Community Bancshares Inc	2.98	-0.22	0.03
Pacific Premier Bancorp Inc	3.34	0.00	0.07
Prosperity Bancshares Inc	2.72	-0.06	0.07
Columbia Financial Inc	2.69	-0.09	0.09

数据来源：联合资信整理



的可能性较大；二是目前美国中小银行现金占存款的比率仅为6.2%，低于大银行的9.8%，表明中小银行的流动性较为紧张；三是美国108家银行中有10家银行2022年四季度呈现净息差收窄或增幅陡降的趋势。

硅谷银行破产的第二条传导路径是硅谷高科技企业的风险传导，虽然硅谷银行的资产规模在美国银行业中属于中小银行，但硅谷银行的客户集中度较高，主要客户是科技初创型企业，其客户资源与硅谷科技创新深度绑定，对整个硅谷创投生态圈产生举足轻重的影响。这些硅谷高科技企业以及VC/PE投资基金的存款被冻结后面临一定现金流压力，由于这些企业的抗风险能力一般，如果企业存款资金受到较大损失，将会对企业的经营造成较大冲击。同时，这些科技企业为缓解自身流动性压力，多数会选择加速挤兑存在其他中小银行的存款，该举措进一步加速了中小银行的流动性风险。

整体看，在硅谷银行爆雷后，美国区域性中小银行面临较大的流动性压力，第一共和银行（FRC）等其他经营方式和客户构成较为类似的银行或也将面临相似的窘境，资本市场面临恐慌情绪传染和流动性紧张。3月10日FRC盘中巨震，盘初曾跌超50%，盘中不

止一次因为股价波动过大而暂停交易。3月12日美国财政部、美国联邦储备委员会和美国联邦储蓄保险公司发布联合声明，以“系统性风险”为由，宣布关闭签名银行（Signature Bank），签名银行是加密货币行业主要的银行之一，客户也是集中在科技初创型企业，这是继硅谷银行后，三天内被关闭的第二家美国金融机构。3月13日阿莱恩斯西部银行和西太平洋合众银行也纷纷触发熔断，中小银行流动性恐慌继续发酵。因此，短期内硅谷银行的流动性危机可能会在美国中小银行间造成一定恐慌性传导。

三、美国是否会再现2008年的雷曼危机？

黑石违约与硅谷银行破产的共性在于都是由美联储强势加息而引发的问题，但二者暂时不会引发类似于2008年雷曼危机时的系统性金融危机

黑石违约与硅谷银行破产的共性在于，都是由美联储强势加息而引发的问题，前者体现在欧美央行抬高利率后商业地产收入回落以及流动性变差，以商业地产作为底层资产的CMBS面临到期违约风险；后者则是受美联储强势加息影响，美国中小型银行面临存款流失以及债券减值的双重困境，存在较为严峻的流动性风险。黑石违约与硅谷银行破产更像是美联储加息情景下的压力测试，黑石违约CMBS的投资标地是芬兰的商业地产，受到一定地缘政治风险影响；硅谷银行则是由于客户主要集中在科技创新企业且资产投资组合收益较低，自身抗风险能力一般而陷入流动性风险。

与2008年雷曼破产以及美国房价全面下跌的程度不同，二者均不具备大范围的冲击影响，预计二者的风险仍然会在小范围内传播，但暂时不会引发类似于2008年雷曼危机时的系统性金融危机。从美国房地产市场看，虽然美国的OFHEO房屋价格指数在2022年12月环比下跌了0.78%，但整体美国OFHEO房屋价格指数依旧高居623.7，处于1975年有数据统计以来的最

高值，整体美国地产价格仍较为稳健。同时，美国的地产市场并未发生类似于2008年次贷危机时期的空置率大幅攀升以及次级抵押贷款大量违约的情况，截止2022年12月，美国的房屋空置率仅为0.8%，处于1956年有数据统计以来的较低水平。截止2022年9月末，美国抵押贷款组合中有效贷款占比高达97.2%，远超次贷危机时期最低的86.5%；逾期30~59天的贷款占比仅为1.2%，远低于次贷危机时期最高的3.5%；严重违约的贷款占比仅为1.3%，远低于次贷危机时期最高的7.1%和新冠疫情暴发后的6.8%，整体看美国房地产市场依旧较为健康（见图6、7）。

从美国银行风险角度看，杠杆方面，2008年金融危机后，美国金融部门在强监管下整体杠杆处于较低水平，截至2022年三季度末，美国金融部门杠杆水平从2008年金融危机期间的123%回落至75%，资产负债表质量相对健康。行业集中度方面，截至2022年末，美国资产前20的大银行国内资产合计12.6万亿美元，占银行业总资产的60%左右，硅谷银行总资产约占美国银行业资产总额的1.1%，说明美国银行业整体较为稳健，硅谷银行爆雷对整个银行业的冲击有限。资产质量方面，截止2022年三季度，美国银行业的资本充足率为14.2%，高于过去10年的平均水平，美国银行业资产质量健康，发生大面积破产的风险较低。

欧美金融监管机构及时救市，有助于避免更大危机的发生

雷曼兄弟是一家全球性的投资银行，2008年次贷危机爆发后，雷曼兄弟因账面有高达7380亿美元的衍生工具合约而陷入巨额亏损，因高杠杆率、资产结构偏重次级抵押贷款支持证券以及债务期限结构不合理，雷曼兄弟公司很快便陷入流动性不足的困境。由于雷曼兄弟的资产负债表漏洞较大，美国政府拒绝为其收购提供保证，受此影响美国银行、巴克莱银行等潜在收购者相继退出谈判，拥有158年历史的雷曼兄弟陷入破产。雷曼兄弟破产后对全球金融市场产生了极其严重的影响，引发了一系列金融危机和全球经济萎缩，之后美国政府不得不出手救助美国国际集团（AIG）、房地美以及房利美等大型机构。

借鉴2008年的监管救助经验，监管机构需要在第一时间进行风险控制，以避免更大危机的发生以及降低监管的纠错成本。从短期看，美联储于3月12日紧急宣布规模为250亿美元的银行定期融资计划（BTFP），宣布向所有美国联邦保险存款机构提供最长一年的贷款，该贷款计划将允许银行通过抵押美国国债、抵押贷款支持债券和其他债务，以一年期隔夜指数掉期利率加10个BP的利率借入资金来满足客户的取款要求，而不必亏本出售债券。这项紧急救济措施经过了美联

图6 美国房屋空置率和房价走势

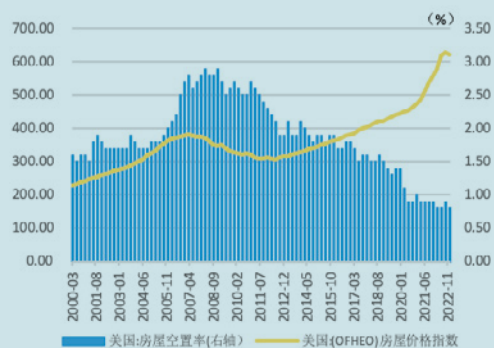
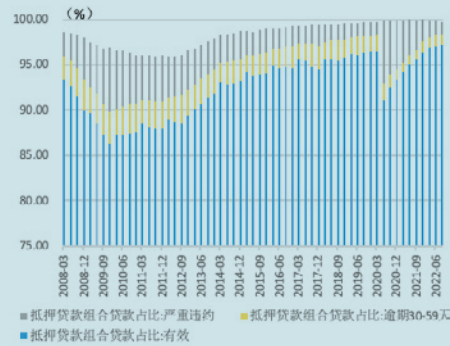


图7 美国抵押贷款偿付情况构成



储理事会一致批准，BTFTP的规模足够大，能够覆盖所有未投保（高于25万美元）的存款，BTFTP大幅降低了流动性挤兑风险。此外，财政部将从外汇稳定基金中拨款250亿美元作为BTFTP的后盾，而与硅谷银行破产有关的任何损失都不会由纳税人承担。

BTFTP的推出有效缓解了美国银行业的流动性压力，截至2022年末，美国银行业可供出售和持有至到期的投资组合的未实现亏损总计为6200亿美元，按照BTFTP的规定，美联储不会要求银行质押超过其贷款的抵押品，避免机构在面临压力时快速出售这些证券而产生亏损。因此，美国的银行可以借入与抵押物面值相等的资金，这意味着美联储不会关注抵押品的市场价值，规避了由于利率上升而导致的巨大浮亏损失。考虑到硅谷银行的流动性危机也可能传导至设立在其他国家的子公司以及涉及硅谷银行的金融投资机构，欧

洲多国监管也及时采取防御举措。3月11日英国央行表示有意将硅谷银行英国附属公司（SVB UK）纳入银行破产程序，3月13日汇丰控股英国子公司收购硅谷银行英国子公司，以保障英国金融系统稳定。此外，德国金融监管机构也表示将密切关注硅谷银行德国分行的流动性表现。

从中长期看，考虑到美联储后续继续收紧流动性可能会引发更大层面和程度的流动性冲击，美联储有必要提供长期的流动性支持，以防止单家银行风险向系统性风险蔓延，以及防止美国经济陷入“硬着陆”的风险，因此美联储央行货币政策转向宽松成为解决流动性危机的根本。根据芝加哥商业交易所集团的预测，美联储3月加息25个BP的可能性由过去的59.8%上涨至96.0%，加息50个BP的可能性则由40.2%下降至0%，预计未来一段时期美联储加息幅度或将有所放缓，甚至不排除下半年开始降息的可能。///



境外保险ABS的发展经验与我国保险ABS的发展现状

文|联合资信 文晔 聂中一 朱江泰 陈诣辉

一、保险证券化的概念

根据Richard W. Gortett于1999年发表的《Insurance securitization: the development of a new asset class》，保险证券化的广义定义为以发行金融证券的方式将标的资产风险转到资本市场的过程。Richard W. Gortett认为保险证券化过程首先包括标的资产现金流转换为可交易的金融证券，以及通过这些证券的交易将风险转移到资本市场的过程，这一过程首先通过金融工程来实现。具体而言，通过对现金流的组合或拆分将资产转换为新的不同的金融证券。保险证券化的第二个要素涉及交易风险的最终接受者。保险公司不是将其承保风险转移给保险业内的再保险人，而是将风险转移到更广泛的资本市场。这通常是通过购买和出售金融工具来实现。根据基础资产的不同，保险证券化可以分为内含价值证券化(Embedded-Value Securitization, EV ABS)、准备金证券化(Reserve Securitization, RABS)、保险风险证券化(Insurance Risk Securitization或Insurance-Linked Securitization, IR ABS或ILS)、保单结算证券化(Policy Settlement Securitization, PS ABS)、其他类型保险证券化(如: 保单抵押贷款证券化等)等多种模式。

Froot (2001), Cummins, Lalonde和Phillips (2004) 认为, 证券化有可能提高保险和金融市场的效率, 即可通过更有效地利用资本提高保险市场的效率, 从而降低资本成本, 进而降低给定水平的风险承受能力和破产风险的保险成本。证券化可以通过在经济中

更广泛地分散风险而不是通过保险和再保险公司的仓储风险来实现这一目标, 因为保险和再保险公司的能力和多样化潜力低于整个资本市场。将风险转移到证券市场也可以提高效率, 只要从保险行业消除风险可以降低交易成本、代理成本和监管成本。此外, 证券化可以提高证券市场的效率, 方法是创造非多余的证券, 如死亡率风险债券, 这些证券与市场系统风险的协变性低, 使其他资产类型的现金流量, 如保险单内含价值, 可供更广泛的投资者使用, 以及通过将这些现金流量从保险公司的资产负债表中剔除, 在这些现金流量上创造纯粹的风险证券。

二、境外保险证券化的发展经验

20世纪80年代以来, 国际金融监管逐步放松, 金融创新不断涌现, 越来越多的金融机构开始进行混业经营。与此同时, 各类风险事件频繁爆发, 巨额赔款使得保险公司的盈利急剧减少, 保险能力大幅下降。在这种背景下, 保险证券化(Insurance Securitization, IABS) 应运而生, 成为保险行业与资本市场双向融合的金融创新。经过三十多年的发展, 境外保险证券化已积累许多成功经验, 为我国保险证券化的发展提供了有益的借鉴。

美国保险证券化发展背景和经验

美国是保险证券化的发源地。银行在1980年代进入年金和人寿保险市场, 使人寿保险公司面临来自“非传统”竞争者的日益激烈的竞争, 包括跨国集团



企业、银行、共同基金公司和投资顾问(Cummins和Santomero 1999)。其结果是取消了人寿保险公司以前享有的“避风港”，导致保险价格和利润面临严重的下降压力。金融服务的整合和避风港的消失在20世纪90年代引发了一波股份化浪潮。避风港的消失促使保险公司将重点放在合理利用资本上，以便继续为股东创造最大价值。涉及保险公司的第一次证券化发生在1988年，一家保险公司将人寿保单和年金的未来利润进行了证券化。

从美国的发展经验来看，保险证券化主要是用于解决巨灾损失导致的保险和再保险公司承保能力不足的问题。由于1992年美国的安特鲁飓风产生了160亿美元的保险给付金额，当时全球再保险业的总承保量约为500亿美元，而美国的资本市场容量达到19万亿

美元。在这样的背景下，1992年美国芝加哥期货交易所(CBOT)推出了巨灾保险期货等保险创新产品，正式形成巨灾保险衍生市场。1994年汉诺威再保险公司发行巨灾债券，开启了保险证券化的历程。

在过去十年中，其他类型的灾难性风险证券（包括巨灾债券）以及越来越多的人寿保险和年金证券化都得到了发展。然而，与其他类型的资产支持证券相比，保险资产支持证券的交易量仍然非常小。

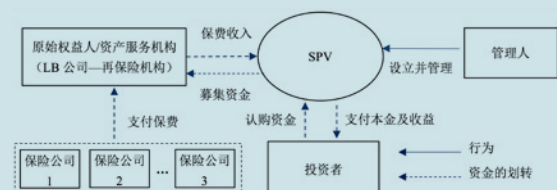
美国保险证券化项目案例

2004年3月16日，穆迪将由Legacy Benefits Life Insurance Settlements 2004-1 LLC发行的人寿保单贴现资产证券化项目（以下简称“LBC支持证券化项目”或“本交易”）项下优先A级票据评为A1级，优先B级票据评为Baa2级。LBC资产证券化项目交易结构见图1。

本交易发起人Legacy Benefits Corporation（以下简称“LBC公司”）于1991年成立于美国纽约，作为再保险公司，主要购买个人或群体的被诊断患有晚期或慢性疾病的人员和/或65岁人员的人寿保单。

本交易由LBC公司发起，美国国家银行协会作为受托人，成立并运作ENGEDI发起信托。底层基础资产为LBC发行的面值为7030万美元的寿险保单，以及向被保

图1 LBC资产证券化项目交易结构



资料来源：《MOODY'S RATES LEGACY LIFE SETTLEMENT SECURITIZATION A1 AND Baa2》，联合资信整理

险人购买的年金保险合同。LBC公司购买被保险人的保单，被保险人多为年长公民，平均年龄约为77岁。LBC资产证券化项目的未来回收款主要为保险公司底层投保人根据固定支付年金合同收到的金额，用于支付票据利息以及未来保单保费。

本交易由美国国家银行协会作为代表LBC资产证券化项目的受托人及管理人，代表本信托分配现金流和支付应付给保险公司的保费。LBC公司作为跟踪代理，代替信托跟踪底层被保险人的情况，毕马威会计师事务所作为后备跟踪代理。

LBC资产证券化项目发行概况如表1：

LBC资产证券化项目设置了多种增信方式：

- (1) 基础资产涉及的保险公司级别均为Aa3或更高的级别；
- (2) LBC公司对底层投保人的寿命进行较为科学的预测并负责追踪检测；
- (3) 优先级/次级偿付结构使得优先A级票据获得12.14%的信用支持；
- (4) 设置利息储备账户。

穆迪对这笔交易的建模方法中使用蒙特卡洛模拟，预测个人在多种情景下的死亡率，此方法变量包括LBC公司在购买保单时聘请的独立医疗评估人员所作评估的准确性。

欧洲保险证券化项目案例

随着美国保险证券化业务的蓬勃发展，欧洲保险公司也尝试推出保险证券化产品。以英国保险

证券化市场为例，1998年4月，英国国民公积金公司（National Provident Institution, NPI）发起了英国第一单公募保险证券化产品，募集资金2.50亿英镑，穆迪授予该产品A3级。

此外，英国保险公司还推出内含价值证券化产品。例如巴克莱内含价值证券化产品（见图2），其目标是重组巴克莱集团内的资本、释放巴克莱银行对巴克莱人寿持有的监管资本。2003年10月，基于一个7.50亿英镑的有效业务价值（Value of In-Force, VIF），发行人恩典堂人寿金融公司发行票据募集了4亿英镑，另用3.50亿英镑向投资者提供了抵押。此外，保险公司安巴克保险集团为该交易提供了担保增信。在考虑了担保和抵押增信后，评级机构将该交易评为AAA级。

欧洲其他国家保险证券化市场的产品也同样品种丰富。例如瑞士再保险公司2005年将其管理再保险业务中5项自然衰减贷款组合（Run-off Portfolios）进行了证券化。这项交易是欧洲首单无单一保险公司提供担保的有效业务价值证券化产品（见表2）。该产品进行了优先劣后分层，并获得了两家评级机构的评级。

境外保险证券化发展启示

经过三十多年的发展，境外保险证券化积累了许多成功的经验，为我国保险证券化的发展提供了宝贵的启示。

首先，境外保险证券化产品的基础资产类型丰富，不仅包括有效业务价值、递延保单获取成本、封闭业务，还包括保单贴现价值。丰富的基础资产类型

表1 LBC资产证券化项目发行概况

票据名称	发行规模 (万元)	规模占比 (%)	信用等级	发行利率 (%)	预期到期日
优先A级	6150.00	87.86	A1	5.35	2039/2/10
优先B级	850.00	12.14	Baa2	6.05	2039/2/10
合计	7000.00	100.00	--	--	--

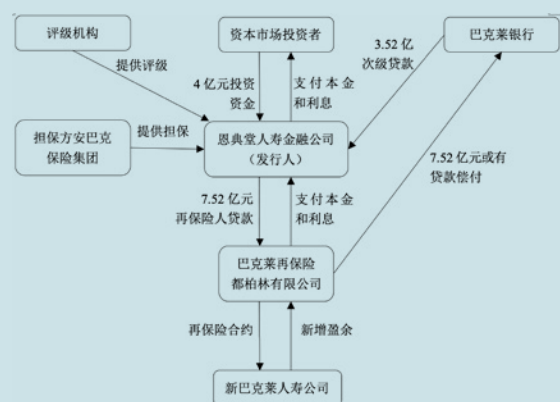
资料来源：联合资信整理

满足了保险公司的多种需要，促成了保险证券化产品的繁荣。

其次，交易结构方面考虑的增信方式多样。虽然初始阶段境外保险证券化产品也以来外部主体的担保增信，但后来保险证券化产品越来越多地依赖内部增信机制，包括利息储备账户、优先劣后分层、超额抵押等机制，实现了基础资产的真实出售和破产隔离，摆脱了对外部主体信用的过度依赖。

对保险公司而言，保单证券化的方式有利于保险公司盘活资产，获取发展资金，并提高保险公司的资本利用效率。同时，保险公司也可通过证券化将保险人承保的风险转移至资本市场，从而达到在资本市场投资者之间分散风险的目的。

图2 巴克莱内含价值证券化产品交易结构



资料来源：《LIFE INSURANCE SECURITISATION IN EUROPE》，联合资信整理

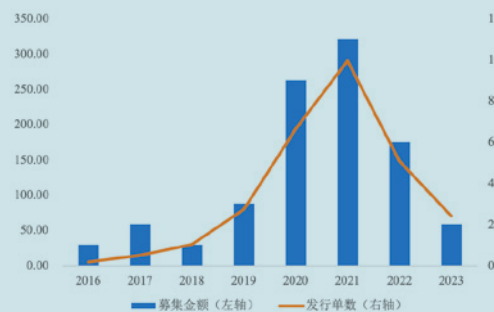
三、国内保险证券化的现状

我国保险证券化产品发行情况

近年来，保险证券化业务在国际市场得到了长足的发展，保险证券化产品已经成为国外各大保险公司进行风险转移及公司运营的重要工具；而在我国，保险证券化业务完成了从无到有的突破，保险证券化ABS也成为一类新兴的证券化产品。目前我国已发行的保险证券化ABS产品底层基础资产均为人寿保单质押贷款，以保单的现金价值作为保单质押贷款的发放依据及保单质押贷款ABS的增信基础。

2016年3月，太平人寿保单质押贷款2016年第一期资产支持专项计划在上海证券交易所成功发行，成为我国首单保险证券化ABS产品。截至2023年1月底，我国共发行35单保单质押贷款ABS产品，共募集资金832亿元，原始权益人涉及中国太平洋人寿保险股份有限公司、新华人寿保险股份有限公司和阳光

图3 我国保单质押贷款ABS发行情况(单位:亿元)



资料来源：Wind、CN-ABS，联合资信整理

表2 瑞士再保险内含价值证券化产品分层情况

产品名称	A层票据	B层票据	C层票据
证券金额 (亿美元)	1.75	0.45	0.25
预期期限 (年)	6	9	11
信用评级	A+/A1	BBB/Baa1	BB/Ba1

资料来源：联合资信整理

人寿保险股份有限公司等7家保险公司，其中中国太平洋人寿保险股份有限公司共发行14单项目，共募集360亿元，募集金额占比43.27%。我国保单质押贷款ABS发行情况见图3。

从第一单保单质押贷款ABS项目发行至今，我国保单质押贷款ABS的发展历程主要可分为三个阶段。第一阶段是2016—2019年，这是我国保单质押贷款ABS的起步阶段。这一阶段保单质押贷款ABS的发行单数较少，保险公司处于探索阶段，投资者对于新产品也需要一个熟悉的过程；第二阶段是2020—2021年，保单质押贷款ABS进入快速发展阶段，发行单数及募集金额逐年走高，保险公司开始批量发行保单质押贷款ABS，投资者也认可和接受了保单质押贷款ABS；第三阶段是2022年至今，由于经济环境的变化和疫情的影响，2022年保单质押贷款ABS发行量较前一年有所下降。未来，保单质押贷款ABS的发行情况仍需进一步观察。

保单质押贷款ABS基础资产的特征

(1) 贷款期限及额度限制

目前，我国保单质押贷款的期限较短，一般不超过6个月。最高贷款余额不超过保单现金价值的一定比例，一般在70%~80%之间。

(2) 利率水平

目前在我国，保单质押贷款的年化利率一般在5%~6%左右，由于保单性质的差别和贷款机构的不同，实际放款利率有所差别，贷款利率处于较高水平。

(3) 贷款可展期

当借款本息加上其他各项欠款未达到保险合同现金价值一定比例的前提下，借款人可以对贷款申请展期，该等设置使得基础资产未来回款现金流具有一定不确定性。

(3) 同质性高，分散度好

保单质押贷款项目中基础资产一般均使用相同

的业务模式、授信政策和风控标准，基础资产的还款方式、利率、期限和信用表现等特征差别不大，基础资产同质性高；基础资产单笔金额通常较低，笔均占比通常不超过万分之一，最大单笔未偿余额占比1%左右，分散性普遍较好。

保单质押贷款ABS项目业务模式和项目特征

(1) 证券期限及循环情况

截至目前，已到期的保单质押贷款ABS项目存续期限以一年期为主，最长不超过两年。

由于保单质押贷款期限一般不超过6个月，循环购买结构作为ABS产品的特有工具，可以有效解决较短贷款期限与融资人长期融资需求的差异。截至目前，已发行的保单质押贷款ABS项目中以循环购买模式为主，共计28单，发行规模占比86.18%，预计后续发行的保单质押贷款ABS项目仍将以循环购买结构为主。

(2) 增信机制

目前在已发行的保单质押贷款ABS项目中，普遍约定原始权益人对入池不合格基础资产/逾期基础资产/未到期基础资产负有赎回或置换义务，当受托人或者资产服务机构发现不合格基础资产、逾期基础资产时，原始权益人应在约定的时点，按照交易文件对应条款将其自有的、符合合格标准且未偿借款本金余额不低于不合格基础资产、逾期基础资产未偿借款本金余额及利息的基础资产，对不合格基础资产、逾期基础资产进行置换或对不合格基础资产、逾期基础资产进行赎回。该操作能够将基础资产违约风险转化原始权益人的信用风险，而原始权益人通常为国内头部保险公司，信用水平极高，其对于不合格基础资产、逾期基础资产负有的赎回/置换义务将为现金流回款提供很强的额外保障，对各分层级别的确定具有决定性的作用。在此基础上，保单质押贷款ABS项目可以同步采取初始超额抵押、超额利差，以及触发机制等

常规ABS项目设置对项目提供信用支持。

保单质押贷款证券化风险分析

(1) 混同风险

若原始权益人/资产服务机构信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，基础资产的回收款可能与原始权益人/资产服务机构资金混同，从而造成损失；同时由于资产证券化项目存续期间，保单质押贷款仍通过保险公司系统监控和管理，入池资产与原有其他运营业务可能出现资产混同风险。一般情形下，ABS产品将通过设置对应触发机制，在触发对应条件后通过对转付频率及转付路径的改变对资金混同风险进行缓释；除此之外，保险公司通过加强对于自有系统的监控和管理对资产混同风险进行缓释。

(2) 流动性风险

流动性风险产生于资产池现金流入与优先级证券利息兑付之间的错配。一般情形下，ABS产品将通过设置对应储备金账户、提前预留金额等方式缓释流动性风险。

(3) 现金价值波动风险

保单的现金价值是保单质押贷款的发放依据，通常保单质押贷款额度为保单初始现金价值的70%至80%，如果保单的现金价值大幅下滑并低于保单质押贷款额度，保单质押贷款的未来现金流将大幅下滑，进而引发保单质押贷款ABS的违约事件。一般情形下，交易文件合格标准中会约定贷款未偿本息费与保单初始现金价值比值的阈值，当该比值超过约定阈值时，该笔基础资产将记为不合格基础资产，并由原始权益人按照交易文件约定在对应时点前对其进行置换/赎回操作，从而缓释现金价值波动风险。

(4) 提前偿还风险

对于未设置循环购买结构及已经结束循环期进入摊还期的保单质押贷款ABS产品，入池贷款的提前偿还还有助于证券本金的兑付，但是在一定程度上会改变

利差水平，从而引发提前偿还风险。一般情形下，ABS产品将通过特定资产置换等设置缓释提前偿还风险。

(5) 循环购买风险

对于设置了循环购买结构的保单质押贷款ABS产品，在循环期内可能出现管理人长期无法找到足够的合格基础资产进行循环购买，致使资金沉淀时间过长，从而降低基础资产收益率，难以实现基础资产预期收益；或因循环购买的资产收益率下降，或资产质量下降以致违约率上升导致基础资产整体质量下降。循环购买风险会影响产品现金流，从而降低其对优先级证券本息的保障程度。一般情形下，ABS产品将通过设置终止循环购买事件或加速清偿事件缓释循环购买风险。

四、未来展望

自2016年以来，我国保险证券化市场经历了多个阶段的发展，保单质押贷款ABS目前已成为一款业务模式和交易结构设置都相对成熟的保险证券化产品。但与境外成熟资本市场相比，我国保险证券化市场尚处于初级阶段，目前保险证券化存在基础资产类型偏少、产品结构相对简单、增信方式单一等问题。通过借鉴境外的保险证券化产品经验并结合我国保险业的实际情况，我国保险证券化市场还望取得以下的发展：

(1) 进一步破除保单质押贷款ABS产品的各项掣肘，如建立保险业保单质押登记平台和完善保单数据库建设，为保单质押贷款ABS的风险管理提供坚实的信息和数据支持；

(2) 可从巨灾类保险ABS和寿险ABS等产品出发，逐步丰富我国的保险证券化产品，更有效地满足投资人分散风险、提高投资组合效率的需求。

未来，随着我国保险行业的快速发展以及保险制度的逐步完善，我国保险证券化产品将会得到进一步的扩充和丰富。■

跨行业信用体系建设思路与举措

文|联合资信 艾仁智 王妍 王信鑫 陈茵

行业信用风险不是孤立存在的，由于产业链以及各类经营活动的关联性，行业信用风险存在跨行业传导的可能。当信用风险在特定行业积聚而无法被消化掉时，信用风险就会蔓延扩散，从而形成行业间信用风险的牛鞭效应和多米诺骨牌效应，这种行业间信用风险传导的客观存在给信用风险管理带来极大的挑战。因此，本文对我国资本市场主要行业间关联关系进行全面深入的测算，根据风险传导程度进行分类，为跨行业信用风险评估提供重要依据，对健全行业信用风险管理体系具有一定参考价值。

一、跨行业信用风险度量方法

度量方法

跨行业信用风险传导可通过行业间业务往来、商业信贷、信用担保、技术依赖或信息共享等形成相依性，其中行业间业务往来是构成产业链中上下游行业信用风险传导的基本因素，因此，分析行业间关联关系可作为有效度量跨行业信用风险的基础。本研究用于分析行业间关联关系的方法是基于产业关联理论的投入

产出分析法。投入产出分析法的直观表现为投入产出表，其以矩阵形式描述国民经济各部门在一定时期生产中的投入来源和产出使用去向，展示了各行业的中间需求、最终需求以及总产出等统计数据。

关键指标

该方法关键指标为单个行业中间投入占比、影响力系数、感应力系数，以及两两行业间直接消耗系数、完全消耗系数，能够较好量化行业间关联关系程度。其中，中间投入占比可用于判断某一行业易受影响程度；影响力系数及感应力系数可用于判断某一行业输出影响程度；直接消耗系数与完全消耗系数主要用于评价两两行业间关联关系程度（见表1）。

数据基础

《投入产出核算制度》是我国国家统计调查制度的一部分。国家统计局公布的投入产出表详细披露了我国153个行业的投入产出数据，本文根据业务属性将153个行业归类至资本市场主要覆盖的32个行业，并进一步归类至农林牧渔、上游采矿业、中游制造业、下游

表1 投入产出分析的主要指标内容及意义

序号	指标名称	内容	意义
1	中间投入占比	某一行业中间投入占总投入比值	反映一个行业的产出对其他外部行业的依赖程度
2	影响力系数	某一行业增加一单位最终需求对国民经济各行业的需求波及程度	反映了一个行业在国民经济中的拉动作用
3	感应力系数	国民经济各个行业的最终需求都增加一个单位时，某一行业应该增加的总产出	反映了一个行业在国民经济中的推动作用
4	直接消耗系数	生产某一行业单位产品对另一行业的直接消耗量	衡量某一行业对另一行业的需求拉动程度
5	完全消耗系数	生产某一行业单位产品对另一行业的直接消耗量及间接消耗量的总和	更本质、更全面地反映行业间的需求拉动程度

制造业、房地产与建筑业、商贸服务类行业、信息技术类行业、电力与公用事业以及金融业九大类。

二、行业整体信用风险影响力分析

行业整体信用风险影响力分析可从行业信用风险易受影响程度和输出影响程度来看，信用风险易受影响程度高的行业对外部行业输入风险更为敏感，输出影响程度高的行业信用风险溢出效应突出，在防范和控制行业信用风险传导中应予以更多预警与关注。

信用风险易受影响行业

行业信用风险易受影响程度可通过中间投入占总投入比值观测，中间投入包括了各个行业对特定行业产出的贡献，类似于财务核算中的原材料等成本；总投入为中间投入与增加值之和。一个行业中间投入占比越低，表示其产出过程对其他行业的依赖度越低，相应地，受其他行业带来的成本波动影响程度也越低。

中游及下游制造业类行业，建筑与工程，以及技术硬件等行业信用风险更容易受到其他行业波动的影响，上述行业中间投入占比普遍超过70%（图1中红色框内行业），其产出绝大部分依赖于其他行业产出，因此其他行业波动所导致的产品价格波动会直接影响上述行业的成本及盈利情况。

而农林牧渔，上游采矿类行业，商贸服务类行

业以及房地产等行业信用风险比较不易受到其他行业的影响，上述行业中间投入占比小于50%（见图1中绿色框内行业）。

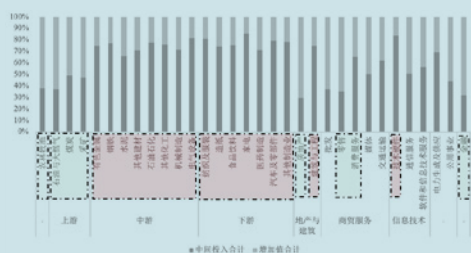
信用风险输出影响行业

行业输出影响程度从影响力及感应力评价，行业的影响力系数一定程度上可以反映该行业对其他行业产出拉动作用，而感应力系数则可以反映该行业对其他行业推动作用（见图2）。

第一象限中的行业感应力系数及影响力系数均较高，包括了其他化工、有色金属、技术硬件及电力生产及供应等行业，主要由中游制造业，以及电力、半导体等中间产业为主，其产出大量消耗其他行业产品的同时，也大量供给其他行业，其对产业链上下游均有较大影响。第四象限中的行业影响力系数大而感应力系数相对较小，表明其产出对其他行业拉动作用明显，以家电、造纸、医药制造、汽车及零部件等下游制造业及建筑与工程业为主，其产品具有更强的消费属性。

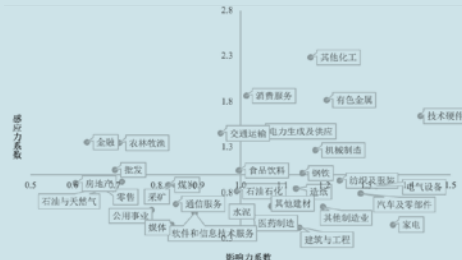
综合考虑行业产出规模，以产出规模在总产业中占比作为权重，计算产业影响力系数及产业感应力系数，建筑与工程及公用事业两个行业的产业影响力系数序位大幅提升。建筑与工程业及公用事业作为重要的投资拉动产业，在国民经济中占有重要地位，行业整体信用风险影响力很高。

图1 不同行业中间投入占比差异很大



资料来源：基于国家统计局2020年投入产出表数据计算而得，联合资信整理

图2 各行业影响力系数及感应力系数交叉分析



资料来源：基于国家统计局2020年投入产出表数据计算而得，联合资信整理

行业信用风险影响力分析结果

根据上文中间投入占比、影响力系数及产业影响力系数等量化值及分析结果，按强、中、弱三档将各行业“易受影响程度”、“输出影响程度”分类，可直观看到各行业受行业信用风险传导影响的程度以及自身输出影响的程度（见表2）。

三、两两行业间信用风险传导分析

上文观测了各行业信用风险整体的影响程度，本部分侧重于观察两两行业间信用风险关联关系，以便梳理行业风险传导链条。为便于整体观测两两行业间关联关系，本部分行业间关联关系按紧密程度分档。具

表2 行业整体信用风险影响力分析结果

行业类别	行业名称	易受影响程度	输出影响程度
上游采矿业	石油与天然气	弱	弱
	煤炭	弱	中
	采矿	弱	中
中游制造业	有色金属	强	强
	钢铁	强	强
	水泥	中	中
	其他建材	强	中
	石油石化	强	中
	其他化工	强	强
	机械制造	强	强
	电气设备	强	强
	纺织及服装	强	强
下游制造业	造纸	强	强
	食品饮料	强	中
	家电	强	强
	医药制造	强	中
	汽车及零部件	强	强
	其他制造业	强	强
房地产与建筑	房地产	弱	强
	建筑与工程	强	强
商贸服务	批发	弱	弱
	零售	弱	弱
	消费服务	中	中
	媒体	弱	中
	交通运输	中	中
信息技术	技术硬件	强	中
	通信服务	中	中
	软件和信息技术服务	中	中
其他	电力生成及供应	中	强
	公用事业	弱	弱
	金融	弱	弱
	农林牧渔	弱	弱

资料来源：联合资信整理

体看，即将需求行业置于下图横轴，供给行业置于下图纵轴，将行业直接消耗系数作为基础判断初始值¹，将直接消耗系数分为三档，并根据完全消耗系数及行业系统影响力大小调整分档结果，其中“1”“2”和“3”档分别代表投入行业与产出行业关联关系由弱到强的程度，由此直观地观测行业间关联关系的强弱程度。

根据以上统计指标对全部行业间的关系进行汇总与分档，结合系统重要性评价及行业间关联关系强弱，我们整理出强影响力行业、中度影响力行业及弱影响力行业，以便更全面、更直观地体现全行业信用风险传导关系。

强影响力行业信用风险传导

强影响力行业包括向后影响行业、向前影响行业及双向影响行业。其中，向后影响主要指某行业对产业链下游行业有影响，向前影响主要指对产业链上游行业有影响，双向影响则表示对产业链上下游均具有较强影响。

向后影响行业主要以**有色金属、化工**为主，由于处于制造业产业链前段，行业产出大量用于机械制造、电气设备、家电等行业，因此其波动易对其他行业造成较大影响。

向前影响行业主要以家电、建筑与工程以及房地产行业为主。其中，**家电**产品直接面向消费者，向前影响着有色金属、其他化工、机械制造、电气设备，以及技术硬件等行业。**建筑与工程**的产业影响力系数很高，其产出需要多个行业地深度参与和投入，建筑与工程中间投入包括了绝大部分的中游制造业，特别是钢铁、水泥和其他建材，以及交通运输、批发、消费服务等行业，建筑与工程行业自身信用风险的恶化会向上

影响着上述行业的终端需求，与此同时，其自身也容易受到上述行业波动的影响。**房地产**作为国民经济支柱产业，产业链覆盖面广且影响程度深。房地产受其他行业的波动影响较小，虽然对各行业直接消耗系数很低，但由于其行业规模很大且作为建筑与工程的重要需求方，房地产通过建筑与工程业对上述行业的辐射影响同样很深。房地产业与金融业相互依赖，房地产直接消耗系数最高的是金融业，而金融业的高直接消耗系数行业中也有房地产，两者同样具有高杠杆属性，风险很容易相互传导并形成共振。

双向影响行业包括钢铁、机械制造、电气设备、汽车制造及零部件，以及电力生产及供应行业（见表3）。

钢铁、机械制造、电气设备等中游制造业，一方面与上游采矿业、化工类行业密切关联，一方面与下游建筑与工程、家电等下游制造类行业相互影响。**汽车制造及零部件**产品直接面向消费者，产业链较长，上游承载钢铁、橡胶原料行业及生产设备制造行业，下游衔接交通运输等行业。**电力生产及供应**作为国民经济的能源中心，广泛运用于生活办公、高耗能行业等传统领域以及目前兴起的电动汽车充电领域。

中度影响力行业信用风险传导

中度影响行业对各行业整体影响程度相对适中，仅与个别行业具有较强影响关系（见表4）。具体看：煤炭、采矿属于上游采矿业，其中煤炭作为基础电力生产燃料，与电力生产及供应行业紧密关联，采矿中的铁矿石、石灰石等则主要用于钢铁、水泥等中游制造业领域。水泥及其他建材、石油石化属于中游制造业，其中水泥及其他建材是重要建筑材料，石油石化下游较为分散，因此与其他下游行业密切度响度较低，而上游则

¹ 初始值划分方法，直接消耗系数小于 0.02 设为 1 档，介于 0.02~0.05 设为 2 档，大于 0.05 设为 3 档。

紧密依赖于石油与天然气。食品饮料、医药制造属于下游制造业，与农林牧渔、其他化工、消费服务以及公用事业等行业密切关联。消费服务、媒体、交通运输属于商贸服务类，其中消费服务涉及餐饮、住宿以及技术服务等子行业，下游与批发、零售、房地产、建筑与工程、通信服务、金融等行业关联度较高。交通运输则易受到石油石化燃料及汽车制造等行业影响，同时也与下

游批发零售业关联紧密。技术硬件、通信服务等主要受到信息技术类行业内相互作用和影响，信息技术类行业整体不易受到其他行业波动影响。

弱影响力行业信用风险传导

弱影响力行业对于行业整体影响程度较低，行业本身的波动变化对其他行业影响程度不大，仅与部分行业

表3 强影响力行业及其主要关联影响行业

主要受影响上游行业	行业名称	主要受影响下游行业
向后影响行业：		
--	有色金属	机械制造；电气设备；家电；汽车及零部件
--	化工	纺织及服装；造纸；家电；农林牧渔；采矿；钢铁；电气设备
向前影响行业：		
有色金属；其他化工；机械制造；电气设备；技术硬件	家电	--
建筑与工程；金融；消费服务	房地产	--
钢铁；水泥；其他建材；消费服务	建筑与工程	房地产
双向影响行业：		
采矿；机械制造；电力生成及供应	钢铁	建筑与工程；有色金属；机械制造
有色金属；钢铁；电气设备；技术硬件	机械制造	钢铁；造纸；家电
有色金属；其他化工；技术硬件	电气设备	机械制造；家电；电力生成及供应
有色金属；钢铁	汽车制造及零部件	交通运输
石油与天然气；煤炭；电气设备	电力生成及供应	采矿；有色金属；钢铁；水泥等建材

资料来源：联合资信整理

表4 中度影响力行业及其主要关联影响行业

主要受影响上游行业	行业名称	主要受影响下游行业
--	煤炭	电力生产及供应
其他化工、电力生产及供应	采矿	钢铁、水泥、其他建材
采矿、电力生产及供应	水泥及其他建材	建筑与工程
石油与天然气	石油石化	--
农林牧渔	食品饮料	农林牧渔、消费服务
农林牧渔、其他化工	医药制造	公用事业
食品饮料	消费服务	批发、零售、房地产、建筑与工程、通信服务、金融
食品饮料、消费服务	媒体	--
石油石化、汽车及零部件	交通运输	批发、零售
--	技术硬件	机械制造、电气设备、家电、通信服务、软件和信息技术
技术硬件	通信服务	软件和信息技术
有色金属；钢铁	汽车制造及零部件	交通运输
石油与天然气；煤炭；电气设备	电力生成及供应	采矿；有色金属；钢铁；水泥等建材

资料来源：联合资信整理

有一定密切程度的关联关系（见表5）。包括：农林牧渔，在农牧产品生产过程中，会大量消耗化肥等化工产品，农林牧渔行业的需求会直接影响食品饮料及化肥等行业的销售市场，同时农林牧渔行业盈利水平也受到上述行业价格波动的直接影响。公用事业主要包括卫生、教育、公共设施及土地管理、水利管理、生态保护和环境治理等子行业，因此在投入产出法分析中仅与医药制造行业密切相关，公用事业行业与房地产业类似，主要通过建筑与工程业对其他行业产生影响。批发与零售业则主要与房地产、消费服务及交通运输等行业密切相关。

四、跨行业信用风险体系建设建议

行业信用风险往往通过产品、财务、信息等风险载体传递至产业链其他行业，使其他行业也面临信用水平波动影响，这种行业间信用风险传导的客观存在给信用风险管理带来极大的挑战。根据上文厘清的行业间信用风险关联关系，我们可以根据风险传导特征及程度得出以下跨行业信用体系建设思路与举措。

重视资本市场跨行业信用体系建设，做好信用风险管理应对措施

信用风险需要重视资本市场行业间的风险传导问题，不同于单一行业信用风险分析框架，行业间信用风险传导研究一方面要厘清上下游产业链关系，一方面要尽量能度量关联关系的紧密程度。面对部分行业信用水平地大幅波动，信用研究要提高债券信用风险防范

意识，提前预判行业间信用风险传导的发生概率，做好信用风险管理应对措施。

根据行业影响力差异分级建立债券信用风险管理机制

本文研究发现，中游及下游制造业类行业，建筑与工程，电力生产及供应等行业，其行业影响力较大，行业自身风险变动也更易产生溢出效应。因此，当上述行业发生信用风险变化时，在加强行业本身风险监测力度的同时，需要适时对关联关系等级高的上下游行业建立日常管理协调和协作机制，加强对关联行业地同频风险监测，提前制定债券关联风险应对措施。

值得注意的是，建筑与工程是所有行业中产业影响力最大的行业，其需求能够快速带动其他行业的生产，而房地产业主要通过建筑与工程业对其他行业造成影响，因此同样需要加强对房地产在行业间信用风险传导的管理力度。

零售、通信服务、软件和信息技术服务、媒体等行业影响力相对较低，风险溢出效应较小，对其风险管理可以更多的聚焦于行业本身。

注重房地产与金融业在资本市场的联动风险监控

金融行业作为对于工商类行业相对独立的行业，具有较强的风险传导免疫性，由于金融业信用风险传导路径主要存在于资产负债关联密切的机构之间。本文研究发现，房地产与金融业相互消耗系数较高，存在紧密关系，主要由于房地产业对资金的巨大需求以及高杠杆特征，使其具备一定金融属性，加之其作为银行

表5 弱影响力行业及其主要关联影响行业

主要受影响上游行业	行业名称	主要受影响下游行业
食品饮料、其他化工	农林牧渔	食品饮料、纺织机服装、造纸、医药制造
--	石油与天然气	石油石化、电力生产及供应
--	公用事业	医药制造
房地产、消费服务、交通运输	批发与零售	--

系统重要抵押物，房地产与金融业在资本市场的信用风险很容易相互传导并形成共振。因此，需注重房地产与金融业的联动风险监控，可通过日常监管捕捉和发现，当风险爆发后可采取阻隔风险源，切断风险传导路径的方式防控风险传播。

充分认识制造业在风险传导链条上的重要性与脆弱性

制造业在国民经济的发展和产业链中起着举足轻重的作用，其发展能够极大地带动和影响其他行业的生产和发展，是为制造业的重要性。

然而，研究中发现制造业的运行状态完全受到其他行业的需求拉动影响，下游关联关系密切的行业众多，一旦需求减弱，制造业的发展将会面临较大压力。由于制造业上下游两端主要为研发、销售等过程，附加

值较高且具有一定专营优势或需求弹性方面的优势，而制造业所处的生产中游阶段主要是制造、加工或组装过程，利润空间较小，加之我国下游制造业中，中小企业及非国有企业占比较高，行业自身抵御外部风险变化的能力本就较弱。因此，研究中展现出无论是农林牧渔业、采矿业等上游行业，还是建筑与工程、商贸服务等下游行业中，任何一行业出现信用风险水平变化，都会对制造业内的对应子行业产生较大冲击，是为制造业在风险传导链条上的脆弱性。

因此，需要充分认识制造业在行业间信用风险传导链条上的重要性与脆弱性，建立制造业整个行业间关联风险传导管理机制的同时，也要加强不同类型个体企业的行业间风险传导研究。■

农村金融机构2023年信用风险展望 ——整体表现趋稳，个体差异仍存

文 | 联合资信 梁新新 盛世杰 刘敏哲

一、概况

近年来，随着我国经济快速发展，城镇化水平持续提升，各地区经济发展水平呈现较大差异，部分头部农村金融机构业务范围逐步拓宽，业务种类丰富，个别机构资产规模已突破万亿，并先后上市，在规模、公司治理水平、经营表现等方面亦优于城商行平均水平。但农村金融机构整体服务“三农”的本质并未发生变化，截至2022年6月末，我国共有3883家农村金融机构，其中农商行1600家，农村信用社572家（含省级联社24家），农村合作银行23家，村镇银行1649家，农村资金互助社39家，大多数农村金融机构规模较小，与头部

农村金融机构差异明显。本文为对农村金融机构整体信用水平进行分析，体现农村金融机构整体特点，分析范围主要涵盖中小农村金融机构。

农村金融机构业务定位于“支农支小”，服务范围多集中于县域，且在当地经营历史较长，具有较好的客户基础，负债稳定性较好；业务类型以传统存贷款业务为主，业务结构相对单一。七成以上农村金融机构位于县域，业务范围亦集中于县域。农村金融机构在当地经营历史较长，积累了较好的客户基础，在县域地区往往占有较高的存贷款市场份额。同时，农村金融机构良好的个人客户基础使其负债具备较好的稳定性。近年来随着金融监管趋严，监管要求农村金融机构“机构

不出县（区）、业务不跨县（区）”，业务范围进一步明确。作为服务县域经济的主力军，农村金融机构业务定位于“支农支小”，业务类型以传统存贷款为主，与其他类型商业银行相比，业务类型相对单一。

农村金融机构公司治理相对薄弱。农商行改制过程中引入的法人股东也多来自于其经营所在地，县域内企业规模小，实力较弱，且其自身公司治理不尽完善，致使农村金融机构股东呈现“散、小、弱”的特点，导致农村金融机构股东参与公司治理的意愿不足、能力较为有限，一定程度上导致了“内部人控制”问题的发生。个别农村金融机构存在少数股东通过股权代持、抽屉协议或者隐瞒关联关系等手段对农村金融机构进行控制，甚至套取银行资金。同时，部分农村金融机构存在股权管理能力不足问题，股权穿透管理有限，公司治理实际执行情况较弱。为此，监管部门持续强化农村金融机构公司治理监督管理。2018—2020年，银保监会组织开展“农村中小银行股东股权三年排查整治行动”，夯实公司治理基础。2022年11月，银保监会发布新版《银行保险机构公司治理监管评估办法》，进一步规范金融机构公司治理，推动农村金融机构公司治理水平提升。

此外，农村金融机构区域分化较为明显。如前文所述，农村金融机构具有区域性经营的特点，其业务发展、资产质量以及盈利等方面表现与地区经济环境密切相关。我国各地区经济发展水平存在差异，例如江浙地区，经济相对较为发达，部分地区区县经济体量较大，在2021年我国百强县前十中江浙地区占据八位，对其当地农村金融机构发展提供了良好的外部支撑；而东北部及西部地区经济下行压力较大，县域地区经济景气度不足，当地农村金融机构业务拓展、资产质量以及盈利等方面面临一定压力。

二、资产端分析

资产结构

农村金融机构资产总额保持增长，占银行业金融机构总资产比例呈上升态势，资产增速略高于其他类型商业银行。截至2022年9月末，我国农村金融机构资产总额为49.88万亿元，占银行业金融机构资产总额的比重为13.6%。2020年末、2021年末及2022年9月末较上年末资产规模增速分别为11.60%、9.87%和9.31%。农村金融机构整体公开数据较为有限，为较好的对资产结构、负债结构等方面进行分析，本文选取样本¹进行统计。

在政策引导背景下，资产端贷款占比持续提升，资产结构持续优化。就绝大多数农村金融机构而言，其业务仍以传统的存贷款业务为主，并基于收益及流动性考虑，配置同业及投资资产。近年来，一方面金融监管趋严，监管引导商业银行“回归主业”，另一方面，在新冠疫情背景下，实体经济遭受冲击，政策鼓励银行加大对实体经济信贷支持力度，尤其是小微企业、“三农”等经济发展的薄弱环节，农村金融机构作为“支农支小”的主力，其贷款投放力度加大。同时，从自身发展角度出发，近年来，市场利率下行，农村金融机构投资收益实现受到一定影响，在农村金融机构盈利能力弱化背景下，其资产端倾向于配置贷款的内在驱动力有所增强。受上述因素共同影响，农村金融机构资产配置逐步向贷款倾斜（见图1）。

资产质量

1. 信贷资产质量

农村金融机构资产质量整体有所改善，不良贷款

¹ 样本选取50家农商行，样本选择综合考虑区域及规模等因素。其中，除港澳台外，北京、上海、重庆三个直辖市当地仅有一家农商行，且体量大，未纳入样本选择；样本覆盖其余大部分省、自治区。从规模看，样本主要选取中小农村金融机构，资产规模在5000亿以下，进行分层选取。

率呈下降趋势，但与城商行及行业平均水平相比仍处于较高水平，且区域分化较为明显；贷款投放行业集中度相对较高；疫情期间展期、续贷等政策安排使农村金融机构信贷资产质量表现存在一定滞后性，需持续关注外部环境对信贷资产质量带来的影响。截至2022年9月末，农村金融机构不良贷款余额为7615.40亿元，不良贷款率为3.29%，不良贷款率有所下降，但仍高于商业银行平均水平和城商行。

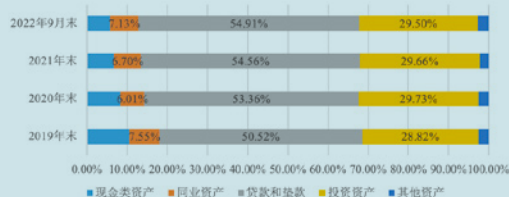
作为地方性商业银行，农村金融机构贷款结构及资产质量受域内经济发展水平以及产业结构影响较大，经营所在的区域内普遍面临产业结构单一的特点，其贷款客户类型主要为农户，以及个体工商户等小微客户，导致了经营区域内贷款需求主要集中于农林牧渔业和批发零售业。农村金融机构目标客户群体抗风险能力较弱，贷款投放过程中缺乏有效的风险缓释措施。同时，农村金融机构在建立健全全面风险管理制度体系、有效落实贷款三查制度等方面存在一定不足，叠加新冠疫情及宏观经济下行影响，农村金融机构风险暴露更加明显，不良贷款率较高。从资产处置方面看，农村金融机构较少采用“打包出售”的方式处置不良，不良资产处置方式相对较为单一，主要通过现金清收、收息上调、核销等方面进行处置。部分农村金融机构还通过债务重组、收息上调等方式上调五级分类形态，贷款客户面临的经营风险并未完全化解，相关贷款仍面临回收压力。此外，为应对省内农村金融机

构可能出现的潜在风险，各地省联社建立了风险互助基金，对于表内信用风险压力较大的农村金融机构，通过风险救助金将其不良资产置换出表，给予农村金融机构一定的时间及空间化解信用风险，但需关注出表不良资产未来的回表可能。近年来，农村金融机构持续提升风险管理水平，加大不良资产清收处置力度，不良贷款率有所下降，资产质量整体有所改善。从关注类和逾期贷款来看，2019—2021年末，样本农村金融机构关注类贷款占贷款总额比重分别为5.77%、5.01%和3.95%，逾期贷款占贷款总额比重分别为3.52%、3.29%和2.86%，均呈下降趋势。

不同地区的农村金融机构信贷资产质量差异较为明显，各地区五级分类划分标准差异以及延期还本付息政策推行的背景下，不同地区农村金融机构实际信贷资产质量分化可能更大。由于农村金融机构信贷资产投放在展业区域集中度相对较高，农村金融机构信贷资产质量表现与其所处区域经济发展水平具有较强的正相关关系。通过公开数据来看，华东、华南地区经济活跃度相对较高，目标客群资质普遍好于其他区域；而西南、西北、东北地区样本不良率相对较高（见图2）。在五级分类划分方面，部分资产质量表现较好的地区为进一步夯实信贷资产质量，已开始将本息逾期60天及以上贷款纳入不良贷款进行管理；而个别地区农村金融机构资产质量下行压力较大，五级分类划分相对偏松，导致不同地区间的农村金融机构实际信贷资产质量差异可能更大。从逾期情况来看，通过对比发现，在样本整体逾期贷款占比下降的同时，样本内涉及山东、吉林、云南、贵州、湖南等地区的个别农村金融机构，逾期贷款规模呈现增长的态势。

此外，2020年以来，国家出台临时性延期还本付息等相关政策，引导金融机构通过多种方式缓解实际受疫情影响的中小微企业的还款压力，使得银行业金融机构信贷资产质量未完全体现。农村金融机构的业务定位及客户结构决定了其展期、续贷等相关贷款占比

图1 样本农村金融机构资产结构分布及近年来变化情况



数据来源：样本农村金融机构，联合资信整理

相对较高。目前，新冠病毒感染调整为“乙类乙管”，经济运行逐步恢复常态，农村金融机构信贷资产质量或将面临潜在下迁压力，个体间差异或将进一步扩大。

农村金融机构拨备水平亟待提升。拨备方面，截至2022年9月末，农村金融机构拨备覆盖率为139.60%，明显低于城商行以及全行业平均水平（见图3）。

2. 非信贷资产质量

农村金融机构整体投资能力较为有限，资产配置以低风险债券为主；同业资产面临信用风险较为可控；但部分农村金融机构配置的同业及非标投资出现风险，需关注其风险资产在后续处置回收情况。

从投资资产结构来看，农村金融机构投资资产配置以标准化债券类资产为主（见图4），另有部分非标类资产以及少量的基金和股权类资产。标准化债券方面，农村金融机构标准化债券资产配置主要以国债、政策性金融债、属地的地方政府债券等利率债为主，另配置一定规模金融债券和同业存单，少数农村金融机构

还会配置少量省内城投债。农村金融机构配置的非标类资产多为早期为尽可能提升富余资金盈利能力而形成的资产。基金类投资主要为具有较强投资能力的农村金融机构配置的资产，且持有的基金主要为货币基金和债券基金，能够兼顾安全性以及相对稳健的投资收益。农村金融机构股权投资规模均不大。

不同农村金融机构在投资资产配置以及质量表现方面存在较大差异：大部分农村金融机构在上级联社的指导下，或者自身对风险厌恶程度相对较高的驱使下，其投资资产配置主要为利率债或者省内高信用资质发行人发行的债券，整体资产质量良好；而部分农村金融机构则表现为早期通过开展通道类业务或者参与非标准化资产投资，在表内沉淀了较多具有期限长、流动性差、处置难度较高的非标类投资资产，投资资产配置策略较为粗放，在当前宏观经济下行以及资管新规等其他相关监管政策出台的共同影响下，相关农村金融机构一方面面临较大的投资资产结构调整压力，同时

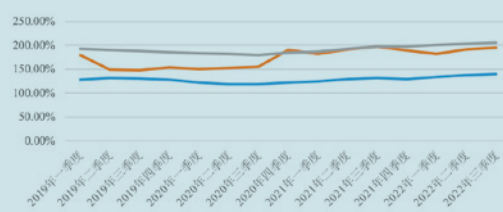
图2 2021年末农村金融机构在不同地区的不良率情况一览



注：1、■代表辽宁省、吉林省和黑龙江省等东北地区；■代表天津市、河北省、山西省和内蒙古自治区等华北地区；■代表陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、青海省和新疆维吾尔自治区等西北地区；■代表湖北省、湖南省和河南省等华中地区；■代表浙江省、江苏省、安徽省、江西省、福建省和山东省等华东地区；■代表广东省、广西壮族自治区和海南省等华南地区。2、北京、上海、重庆仅有一家农商行，且体量大，为避免对整体数据的影响，上述三地未包含在地区统计中

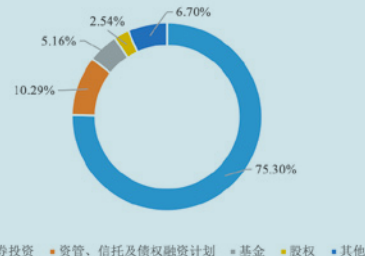
数据来源：Wind，联合资信整理

图3 农村金融机构以及城市商业银行拨备覆盖率变化趋势



数据来源：中国银保监会，联合资信整理

图4 2021年末样本内农村金融机构投资资产结构情况



数据来源：样本农村金融机构，联合资信整理

其早期的非标资产投资风险加速暴露，底层资产行业投向主要涉及制造业、房地产业以及批发零售业，相关风险资产普遍具有处置难度大、回收周期长的特点。此外，2023年2月11日，银保监会会同人民银行发布《商业银行金融资产风险分类办法》（以下简称“办法”），拓展了风险分类的资产范围，将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产，明确规定金融资产逾期后应至少归为关注类，逾期超过90天、270天应至少归为次级类、可疑类，逾期超过360天应归为损失类。上述《办法》将推动商业银行真实、准确反映资产质量情况，受此影响，早期金融市场业务较为激进的农村金融机构非信贷资产质量问题将逐步显现，农村金融机构在非信贷资产质量表现方面差异或将加剧。

三、负债及流动性分析

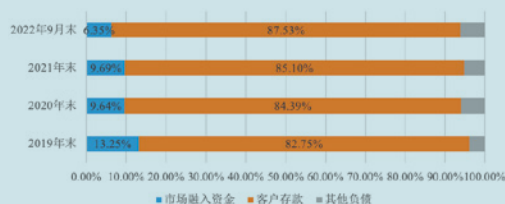
农村金融机构负债规模保持增长，占银行业金融机构负债总额比重呈上升趋势，负债增速高于其他类型银行业金融机构。截至2022年9月末，我国农村金融机构负债总额为46.36万亿元，占银行业金融机构资产总额的比重为13.8%。2020年末、2021年末及2022年9月末较上年末负债规模增速分别为12.10%、9.83%和9.94%。

负债结构以存款为主，负债稳定性优势较为明显；市场融入资金占负债总额的比重呈下降趋势，且处于较低水平，负债结构有所优化；同业存单及金融债券发

行力度较小；央行再贷款资金支持也为农村金融机构调节负债结构及负债成本起到一定的作用。从负债结构来看，农村金融机构负债端结构以客户存款为主（见图5），市场融入资金占比呈下降趋势，且占比处于较低水平。对于小型农村金融机构来说，农村金融机构客户存款能够较好的满足其资产端业务发展需要，市场融入资金需求较弱，融入能力亦较为有限。对于大中型农村金融机构来说，近年来，随着监管对于金融机构去杠杆要求的推进，农村金融机构主动负债力度收缩，加之资产端信贷需求受外部环境影响有所减弱，市场融入资金占比逐步下降。其他负债主要为央行再贷款，近年来，央行通过再贷款、再贴现的形式对农村金融机构进行资金支持，以实现央行对农村金融机构在县域和“三农”领域扩大贷款投放的引导作用。

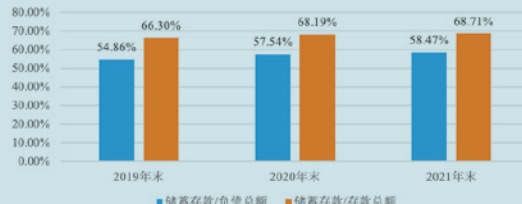
农村金融机构客户存款增速有所下降，但储蓄业务优势明显，存款结构以储蓄存款和定期存款为主，存款稳定性良好；但大型银行及城商行业务下沉，同业竞争加剧，农村金融机构存款竞争压力加大。按客户类型划分的存款结构来看，农村金融机构储蓄存款在存款总额中占比过半（见图6），且占比呈上升趋势，反映了农村金融机构较为深厚的客户基础；而县域小型农村金融机构储蓄客户优势更为明显，储蓄存款在存款总额占比高达80%。从存款期限结构看，样本农村金融机构2021年末定期存款占存款总额比例在60%以上，负债稳定性良好。但近年来存款总额增速有所下降，2020年末和2021年末存款增速分别为17.73%和13.21%，一

图5 样本农村金融机构负债结构及近年来变化情况



数据来源：样本农村金融机构，联合资信整理

图6 样本农村金融机构存款结构情况



数据来源：样本农村金融机构，联合资信整理

方面反映出了在近年来疫情以及宏观经济下行的背景下,目标客户群体收入水平下降对农村金融机构揽存效率方面可能带来的不利影响;此外,农村金融机构在同业竞争中暴露出的如存款产品结构单一、产品创新力度不足、同业竞争主要依靠定价一浮到顶的策略等方面的问题,加之近年来监管引导金融机构优化存款结构,压降期限相对较长以及定价水平相对较高存款的逐步推进,农村金融机构存款竞争压力进一步上升。

农村金融机构良好的负债稳定性为流动性管理提供了较好支撑,流动性风险整体可控;但资产端信贷资产质量变化对整体流动性管理带来的压力需保持关注。近年来,农村金融机构流动性比例呈上升态势,面临的短期流动性压力不大。从整体资产负债配置结构来看,农村金融机构贷款和投资资产质量变化情况以及投资资产可快速变现能力对农村金融机构资产端流动性水平影响程度较大,而随着相关监管政策出台引导农村金融机构投资资产配置逐步向标准化以及资产变现能力较高的债券进行倾斜,农村金融机构投资资产流动性表现较好。而贷款业务主要面对行业下沉客户群体的现状或将持续,下沉客户对外部环境的不利变化带来的扰动敏感度更高,农村金融机构信贷资产质量整体得到大幅改善难度相对较大,未来仍需关注信贷资产质量变化情况对农村金融机构资产端流动性管理带来的持续性影响。负债方面,农村金融机构存款占负债总额比例高,且得益于良好储蓄客户基础,储蓄存款在存款总额以及负债总额的比重均较高,考虑到储蓄存款具有良好的沉淀性,农村金融机构负债稳定性情况良好,并为农村金融机构整体流动性提供了良好的支撑。而农村金融机构普遍面临着融资渠道较为单一的问题,特别是在包商事件以及河南村镇银行事件后,对中小商业银行乃至农村金融机构在公司治理等方面暴露出来的诸多问题,使得农村金融机构在市场融入资金的难度或进一步上升,未来仍需关注农村金融机构经营质效改善效果对融资渠道拓展的影响。

四、盈利能力分析

资产端收益水平

在政策引导下农村金融机构贷款定价持续下行,但仍处于行业较高水平。农村金融机构客户抗风险能力相对较差,基于风险定价的原则,导致其贷款定价相较其他类型银行处于较高水平。此外,市场利率化改革持续推进,一年期及五年期LPR报价持续下行,加之“支农支小”再贷款的投放,进一步带动贷款利率的下降。在以上主要因素的影响下,农村金融机构信贷资产定价水平呈持续下行态势,但其目标贷款客户类型导致其贷款定价仍处于行业较高水平。

农村金融机构投资结构以低风险债券投资为主,加之市场收益率下行,导致其投资资产收益水平面临一定压力。小型农村金融机构以存贷款业务为主,投资业务起步较晚,投资能力有限,投资资产以利率债为主,且多为持有至到期。大中型农村金融机构以及部分地区个别农村金融机构金融市场业务起步较早,投资品种相对丰富;但近年来随着资管新规逐步实施,其投资结构逐步向标准化债券转型,且标准化债券中利率债占比较高。近年来,利率债(国债)收益率下行,使得农村金融机构投资资产收益水平面临一定压力。

不良贷款及延期还本付息贷款规模增加导致贷款收息率下降,且非信贷资产违约增多,对农村金融机构的盈利实现带来一定的负面影响。在新冠疫情冲击以及国内经济景气度下行阶段,农村金融机构不良贷款规模有所上升,同时针对受疫情影响较为严重的小微企业开展延期还本付息的安排,贷款收息率有所下降。此外,近年来金融市场违约事件频发,早期投资开展较为激进的农村金融机构非标资产出现风险,非信贷资产质量有所恶化,且处置难度相对较大、回收周期较长,对非信贷资产收益实现产生一定负面影响。

负债端成本

央行持续调整存款利率定价机制，引导存款利率下行；但同业竞争逐步加剧，农村金融机构存款定期化仍较为明显，使其存款成本面临管控压力。近年来，央行通过利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制以及MPA考核引导银行存款定价行为，加之资产端收益水平下降逐步传导到负债端，存款利率有所下调。但存款成本的改善速度、幅度均不及贷款端的下行程度，其中短期限核心存款利率仍保持较高水平，协定存款等高成本产品的利率约束力度较小。从存款结构方面看，农村金融机构凭借营业网点分布广泛且深入村镇的优势以及存款稳定性等因素的考量，储蓄存款与定期存款拓展力度较大。同时，农村金融机构存款客户以农户及县域内个人为主，理财意愿增强的同时可选择的理财产品较为有限，定期存款成为其主要选择。此外，随着国有行、股份行以及城商行服务不断下沉，当地经营的竞争压力日趋激烈，农村金融机构通常采取定期存款利率上浮到顶的策略，存款成本支出压力较大。

市场资金利率持续调降有利于大中型农村金融机构负债端成本控制，但小型农村金融机构市场融入资金规模相对较低使其负债端资金成本的调节作用并不明显。近年来，随着国内积极的财政政策和稳健的货币政策持续发力，市场利率下行带动大中型农村金融机构市场融入资金的成本下降，有助于其对负债成本的管控。但对于小型农村金融机构来说，其市场融入资金渠道相对单一，主动负债的能力及需求均较为有限，从样本数据看，相比于客户存款，市场融入资金规模仍处于较低水平，使得市场资金价格走低对负债端资金成本的调节作用并不明显。

净息差及盈利指标变化情况

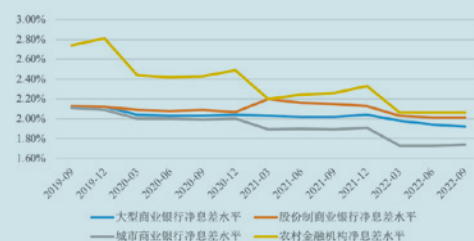
农村金融机构资产端贷款定价水平下行，加之负债端资金成本调降幅度较缓，其净息差与资产利润率

均呈现下降态势；此外，农村金融机构拨备计提压力增大，对利润实现产生负面影响。近年来，农村金融机构资产端贷款定价水平持续下行，存款定价在央行调控下虽有所降低，但农村金融机构存款成本的改善速度、幅度均不及贷款端的下行程度，整体上农村金融机构净息差呈持续收窄的态势。但农村金融机构整体贷款定价与其他类型商业银行相比处于较高水平，使得农村金融机构净息差水平仍处于行业较高水平（见图7）。此外，如前文所述，农村金融机构拨备计提压力较大，拨备计提对盈利能力产生较大影响，资产利润率有所下降，且与行业平均水平差距有所拉大。

农村金融机构间盈利指标差异较为明显，与资产质量差异表现大致趋同。如上所述，农村金融机构普遍加大拨备计提力度，拨备前资产收益率与ROA水平有所扩大，盈利指标处于下行通道中，且在净息差收窄的背景下，盈利指标改善面临较大压力。但农村金融机构在盈利指标表现方面存在明显差异，且差异表现与资产质量差异表现大致趋同。例如辽宁、陕西等地部分农村金融机构ROE下降至6%左右，ROA下探到0.6%左右，个别资产质量问题突出的农村金融机构ROE和ROA已经出现在0.1%和1%左右徘徊的情况。江浙地区农村金融机构资产质量表现较为良好，部分农村金融机构ROE尚保持在1%以上，ROA处于12%左右。

五、资本充足性分析

图7 农村金融机构净息差水平变化



数据来源：Wind，联合资信整理

资本补充渠道

农村金融机构主要通过资本内生以及发行二级资本债及永续债补充资本；部分小型农村金融机构受自身资质限制，资本补充工具发行难度较大；多地通过中小银行专项债丰富农村金融机构外源补充渠道。

大部分农村金融机构主要依赖内源性的资本补充，除增资扩股外，利润留存能够直接的补充其核心资本。但近年来，农村金融机构盈利能力弱化，资本内生受限，农村金融机构对外源性资本补充工具需求增加。从外源性补充方面来看，近年来，在农商行改制过程中，农村金融机构往往通过增资扩股的方式补充核心资本，提升自身资本实力。除增资扩股外，农村金融机构主要通过发行二级资本债券及永续债的方式补充资本，但上述资本补充工具仅对二级资本以及其他一级资本起到补充作用，无法满足核心资本补充需求。同时，目前我国农村金融机构因为规模、信用资质等方面影响，发行二级资本债以及永续债等资本补充工具面临一定难度。2022年，我国农村金融机构分别发行44只二级资本债券与3只永续债，规模合计为438.55亿元，且发行人多为发达地区资质较好或国有股东背景的农商行，农村金融机构二级债与永续债规模仍处于较低水平。其中，农村金融机构发行永续债的难度相较于二级资本债券更大，二级资本债券仍是主要品种。2019年以来，农村金融机构未行使二级资本债赎回权家数逐步增多（见图8），侧面反映出农村

金融机构新发行二级债的难度增加，也反映出农村金融机构资本充足性压力较大。

此外，政府等相关部门于2020年7月会议决定允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金，截至2022年12月末，中小银行专项债共发行额度超2500亿，其中投向农商行、农信信用社等农村金融机构的比重超过50%，其中以东北地区及西北地区为主。从实际操作方面，专项债对于农村金融机构的资本补充大多采取地方财政部门与农村金融机构签订可转股协议存款的方式，补充农村金融机构的其他一级资本。

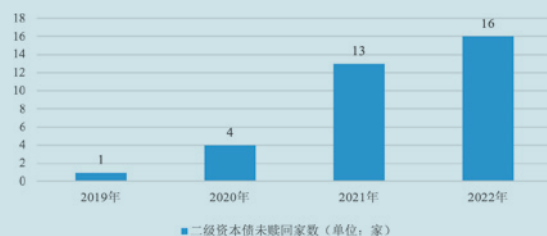
资本充足性情况

农村金融机构存在内源性补充不足、外源性补充渠道有限的困境，受业务持续拓展以及资产质量下滑等因素影响，资本充足水平有所下降。近年来，政策鼓励银行机构加大信贷投放力度，并对受新冠疫情影响下的企业开展延期类、展期类贷款，信贷投放规模有所提升，加大了对资本水平的消耗。同时，农村金融机构盈利能力弱化，资本内生机制受阻，加之大部分小型农村金融机构受自身资质限制，发行债券补充资本的能力不足，外源性补充渠道有限，农村金融机构整体资本充足水平有所下降。

六、展望

未来，随着省联社转型，以及农商行加速“抱团取暖”，农村金融机构抗风险能力逐步增强，人缘地缘优势有望保持，综合实力有望提升；同时，随着乡村振兴和共同富裕进程持续推进，农村金融机构在支持县域经济、支持“三农”等方面的重要作用愈加凸显，其在县域内同业竞争优势有望保持，联合资信认为农村金融机构整体风险展望为稳定。此外，在各地区经济发展呈现较大差异的同时，农村金融机构个体间分化为明显，且未来一段时间分化或将加剧。

图8 农村金融机构二级资本债券发行后第五年未行使赎回权情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

2022年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究

文|联合资信 林青 郝帅 刘晓光 薛逸竹

一、2022年我国公募债券市场违约处置与回收整体情况

2022年,我国违约处置及风险管理机制继续完善,推动防范和化解债券市场信用风险。监管部门通过丰富债券风险处置方式、优化风险处置措施、完善受托管理人制度和信息披露制度等推动违约处置市场化、法治化发展。根据公开数据整理,2022年我国公募债券市场发生违约处置¹的有34家违约发行人,涉及121期违约债券。违约处置方式涉及**破产重整**(违约发行人29家、涉及违约债券94期)、**破产清算**(违约发行人4家、涉及违约债券12期)、**债务重组**(违约发行人3家、涉及违约债券13期)、**自筹资金**(违约发行人1家、涉及违约债券2期)。整体来看,2022年进行违约处置的案例较之前年份明显增多(见图1)。其中,采用破产重整方式的违约发行人家数和涉及的债券期数仍然最多。

截至2022年末,我国公募债券市场共有462期债券

构成实质性违约²,违约规模³合计4575.98亿元。从处置进程看,164期违约债券已完成处置⁴,201期正在处置进程中,97期违约债券尚未有公开的处置信息。从回收情况看,已完成处置的164期违约债券中,42期实现全额回收,6期实现部分回收⁵,116期违约债券由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模(见图2),已处置完成的违约债券共涉及违约规模1934.34亿元,占公募市场整

图1 2014—2022年我国公募债券部分违约处置方式违约发行人分布情况



注: 1.破产重整、破产和解和破产清算的数据统计以当年发生的最新进展为准,不重复统计; 2.其他违约处置方式根据发生实际回收金额的实际偿还年份分别统计; 3.根据最新的信息披露情况,本报告对往年数据进行追溯调整,以下同

资料来源:联合资信根据公开资料整理

¹ 年度违约处置统计口径为:截至2022年末我国公募违约发行人中,统计年份内发生实质违约处置进程的发行人和统计年份内确定违约处置方式但尚未有实质回收进展的发行人。

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 包括违约利息和本金。

⁴ 违约处置完成的认定标准为:破产重整方式处置完成,以法院公告宣布终结破产重整程序为准;其他方式处置完成,以Wind或官方渠道公告处置完成为准。

⁵ 包括已处置完成但未实现全额回收和未处置完成但实现部分回收的情况。

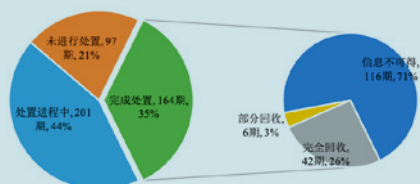
体违约债券规模的42.27%。从处于处置进程中的201期违约债券回收情况来看, 7期债券已实现部分回收, 剩余194期债券未有回收金额或由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模, 共涉及违约规模1636.84亿元。

根据现阶段可获取的回收规模数据简单估算, 截至2022年末, 公募债券市场整体回收率约为8.09%⁶, 较2021年末 (8.63%) 有所下降 (见表1)。从已完成处置的回收情况来看, 回收率约为90.72%。受我国违约回收处

置进展缓慢、历时较长, 回收处置的信息披露不完整等因素影响, 回收率的简单统计准确性较低, 此外, 近年来我国破产重整案例不断增多, 重整计划中多将债券与其他债权进行合并处置, 因此债券的回收金额无法准确计算, 也在一定程度上影响回收率统计的准确性。

从已完成处置的回收情况来看, 回收期限为1~3年的债券数量最多, 为98期; 其次为3年以上 (24期) 和6个月~1年 (23期)。从不同处置方式来看, 采用破产重整和债务重组方式的回收期限仍然较长, 自筹资金和第三方代偿等方式耗时较短 (见表2)。

图2 截至2022年末我国公募债券市场违约债券处置和回收情况



注：“信息不可得”指已完成违约处置，但由于信息披露等原因无法获悉回收规模，本文下同

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、2022年我国公募债券市场违约处置主要特征与案例

破产诉讼

1. 新增进入破产重整程序⁷的主体较去年有所减少, 完成处置主体显著增多

2022年我国公募债券市场采用破产重整方式进行

表1 2017—2022年我国公募债券市场回收率情况 (单位: %)

回收率	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
整体	28.11	14.91	11.17	10.65	8.63	8.09
已完成处置	99.24	98.01	98.54	93.91	98.98	90.72

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表2 截至2022年末违约债券回收期限分布情况

违约处置方式	回收期限				
	<10天	10天~6个月	6个月~1年	1~3年	3年以上
破产重整	--	1	18	79	16
债务重组	1	1	4	3	7
自筹资金	5	8	--	2	1
第三方代偿	--	--	--	14	--
求偿诉讼	1	2	--	--	--
破产清算	--	--	1	--	--

注：按违约债券期数统计

资料来源：联合资信根据公开资料整理

⁶ 公募债券市场回收率为回收规模与违约规模的比值，剔除无法获悉回收规模的违约债券，以下同。

⁷ 以法院裁定批准破产重整或清算申请为准。

处置的主体中, 29家有实质性进展⁸, 其中5家为2022年新增进入重整程序的主体, 较2021年 (25家) 明显减少, 或受2022年新增违约发行人较少所致 (见图3)。从处置进程情况来看, 在29家重整主体中, 有4家发行人被法院裁定破产重整, 6家发行人正在执行重整计划, 19家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序。此外, 有2家发行人拟进行破产重整, 已被法院裁定启动预重整程序, 但尚未进入破产重整程序, 分别为江苏宏图高科技股份有限公司和金洲慈航集团股份有限公司。

2022年我国公募债券市场采用破产清算方式处置的主体中, 4家有实质性进展, 其中3家为新增进入清算程序的主体, 较2021年 (1家) 有所增加, 1家发行人破产清算执行完毕并被法院裁定终结破产程序。3家新增清算主体中1家发行人因重整计划草案未能达成一致导致重整失败进入破产清算, 2家发行人因不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务被法院直接裁定进行破产清算。

随着违约处置机制持续完善, 完成处置的破产重整主体显著增多。从2022年完成破产诉讼处置的发行主体家数来看, 2022年新增完成处置发行人达历史高峰 (19家), 较2021年的 (2家) 明显增加 (见图4)。从

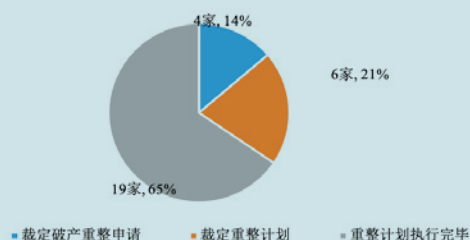
执行完毕主体在存续重整主体的占比情况来看, 2022年新增执行完毕的主体占2022年存续重整主体中的占比为34.55%, 较2021年 (3.85%) 明显提升。

2. 法院裁定重整申请效率明显提升, 但破产重整处置周期仍然偏长

从破产重整处置效率来看, 2022年破产重整处置周期有所延长。2022年完成违约处置的重整发行人自被申请重整至最终处置完成平均耗时578天, 较2021年 (254天) 明显延长 (见图5)。其中发行人自申请重整至法院裁定破产重整申请平均耗时45天, 较2021年 (67天) 缩短了22天; 法院裁定重整日至批准重整计划的平均耗时266天, 较2021年 (121天) 延长了近150天; 裁定批准重整计划至重整计划执行完毕平均耗时267天, 较2021年 (67天) 也明显延长。整体来看, 申请重整至法院裁定重整的时间整体有所缩短, 但法院裁定重整计划及执行重整计划耗时有所延长。分析原因, 一方面受2021年执行完毕样本较少 (仅2家) 影响, 重整程序耗时或存在一定的个例特性; 另一方面, 受疫情影响, 企业在裁定重整计划及执行重整计划阶段出现延期情况。

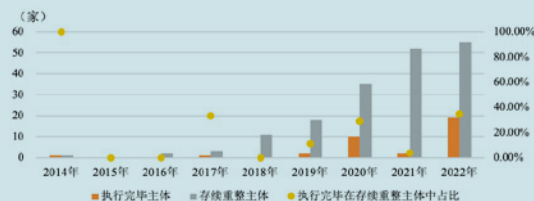
近年来, 破产重整平均处置周期整体偏长。分析

图3 2022年破产重整的违约发行人的处置进展情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图4 2014—2022年我国公募债券市场破产重整存续主体及完成处置情况



注: 存续重整主体为已被裁定进入重整程序, 但尚未执行完毕的主体
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

⁸ 破产程序有实质性进展指企业在当年出现被法院裁定破产重整、裁定重整计划或裁定重整计划执行完毕的情况。

内在原因，主要受以下因素影响：**第一，引入战投存在困难。**重整企业恢复发展通常需要大量的资金及时间成本，而企业重整价值具有一定的不确定性，导致投资人参与意愿较弱。此外，战投人的遴选工作不仅需要对战投人资金情况进行详细的调查，还需对其参与重整的方式进行商议谈判，该过程往往耗费较长时间。**第二，重整计划难以达成共识。**重整计划方案关系到各方利益相关者的利益，同时债券持有人呈现数量众多、分散而专业性较弱的特征，在持有人表决会议中，有时难以形成协调一致的行动，或将延长处置方案达成的耗时。**第三，执行过程中资产处置存在诸多困难。**破产重整企业通常规模较大，债权债务关系复杂，资产变现存在诸多难点，导致处置耗时延长。

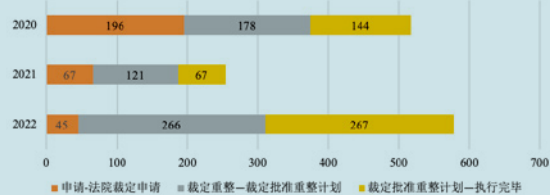
3.合并重整和预重整成为破产程序中的常态化处置方式

近年来，违约发行人中采用合并重整和预重整方式进行违约处置的案例进一步增加，持续推动破产程序效率提高。2022年，新增6家违约主体被法院裁定进行合并重整，有效解决了集团化债务问题，提高债务处置效率。2022年新增3家发行人进行预重整处置，较前两年（均为2家）进一步增多。其中，**江苏宏图高科技股份有**

限公司、金洲慈航集团股份有限公司目前仍处于预重整处置阶段，暂未有实质进展；**中安科股份有限公司**（以下简称“中安科”）⁹于2022年7月被法院裁定采用预重整方式进行违约处置，预重整模式帮助中安科更快、更顺利地通过并执行了重整计划草案，法院裁定重整申请至最终执行完毕仅耗时49天，大幅降低破产重整的时间和经济成本。预重整模式不仅能通过前置化程序提高重整效率，也能及时发现重整价值和重整可行性较低的企业，降低时间成本和经济成本。如2021年3月被法院裁定启动预重整程序的**腾邦集团有限公司**，因重整价值和重整可行性较低，重整程序不利于保护债权人，最终未被法院裁定受理破产重整申请。

此外，2022年有实质性进展的重整企业中，**南京建工产业集团有限公司**（以下简称“南京建工”）**灵活搭配预重整和合并重整，助力企业化解债务危机。**南京建工于2019年违约，同年建工集团及其关联企业在多方主体支持下积极开展**债务重组**，成立金融机构债权人委员会并进行债务重组谈判。后为及时挽救企业，维护债权人等利益主体合法权益，南京建工向法院申请重整，并请求先行预重整。2020年10月，法院决定对南京建工集团等25家公司启动**预重整**，预重整期间，管理人基本完成债权申报预审查、清产核资、预重整方案磋商、制定和意见征集等基础工作，有效降低了建工集团后续阶段的时间成本，同时也帮助企业实现生产经营的正常推进，提振了企业复苏的信心。此后，法院在综合考量关联企业资产混同程度、财产区分成本及债权人收益比较、整体公平清偿等因素后，审慎推进南京建工集团等25家公司实质**合并重整**。截至2022年末，南京建工集团合并重整案处于执行阶段。整体来看，南京建工集团综合运用债务重组、预重整和合并

图5 2020—2022年破产重整方式各阶段平均耗时(单位: 天)



资料来源：联合资信根据公开资料整理

⁹ 2019年，中安科违约后，为维持正常经营、恢复盈利，积极采用延长兑付期限、折价兑付和债务豁免的组合方式进行违约处置，2019年中安科与债券持有人签署债务和解协议的债券本金共计5.57亿元；2020年，中安科又新增签署债务和解协议的债券本金3.11亿元。

重整制度化解债务风险，为构建多层次的债务重整制度体系提供了有益借鉴。

4.重整主体清偿方案不断丰富，但后期债务人资金回收仍具有一定不确定性

近年来，破产重整处置清偿方案不断丰富。2022年新增裁定重整计划的违约发行人中，[凯迪生态环境科技股份有限公司](#)和[中安科股份有限公司](#)均涉及一定额度以下现金清偿、以股抵债等多种清偿方案，在保护中小债权人的基础上，给予债权人更多选择权。

特别地，在债权债务体量大、法律关系复杂的重大破产重整案件中，越来越多的重整企业选择引入信托工具方式进行处置。如[海航集团有限公司](#)（以下简称“海航集团”）、[精功集团有限公司](#)（以下简称“精功集团”）均引入服务信托参与企业破产重整过程中。其中[海航集团](#)重整案件作为目前国内重整资产与负债规模最大的上市公司重整案件，重整过程面临诸多困难，为打破困境，海航集团在传统的存续式重整模式基础上进行升级，采取“存续式重整+股权受托处置”的方式，通过新设公司作为委托人发起信托计划，以持股海航集团321家公司100%股权及对应的应收账款作为信托资产成立财产权信托，由发起人作为初始受益人将信托份额转让予债权人，在债务偿付完毕后，信托计划原状分配。该信托模式能够实现风险隔离的制度优势，最大程度帮助重整企业保全资产，促进企业较快恢复正常生产经营，同时，信托公司参与监督破产重整，也有助于保障债权人利益。[精功集团](#)则采取“核心资产整体重整，非核心资产单独处置”模式实施重整，在重整核心资产的同时，引入专业机构协同配合，通过设立破产重整服务信托的方式，对剩余非核心资产进行处置。该信托模式既可以促进重整核心资产交易，避免偿债资产因快速变现而价值贬损，同时在专业机构协助下，也有利于加速非核心资产的处置进程，提高重整程序运行效率。

近年来，破产重整清偿方案不断丰富，以股抵债、

留债展期等多样化清偿方案逐步被重整发行人灵活运用于重整方案中，并出现兜底回购退出机制、服务信托方式参与重整等多种方式，旨在帮助企业摆脱经营困境，维持其正常经营秩序。虽然这些方案在一定程度上有利于缓解企业资金压力，但[后期债务人资金回收](#)依然具有不确定性，仍需持续关注发行人经营是否进入良性循环，盈利能力是否获得根本性改善等。

5.我国公募债券市场破产清算案例有所增加

[洛娃科技实业集团有限公司](#)（以下简称“洛娃科技”）因重整失败被法院宣告破产。2019年4月，洛娃科技因短期资金链断裂陷入危机，不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，向法院递交了重整申请及证明重整可行性的相关材料，同年5月法院受理洛娃科技的破产重整申请。但由于两次《重整计划草案》均未获得债权人通过，最终被法院裁定终止洛娃科技重整程序并宣告破产。[武汉国裕物流产业集团有限公司](#)和[印纪娱乐传媒股份有限公司](#)均因不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务于2022年被法院裁定破产清算。此外，[铁牛集团有限公司](#)于2020年破产重整失败并转为破产清算，截至2022年末，公司财产分配方案已执行完毕，法院裁定终结破产程序。

债务重组

2022年，3家违约企业通过债务重组方式进行违约处置。[东旭集团有限公司](#)（以下简称“东旭集团”）和旗下上市子公司[东旭光电科技股份有限公司](#)（以下简称“东旭光电”）采用债务展期、降低利率的方式偿付债务。东旭光电近年来多元化扩张加速，投资性现金流长期呈现大幅度净流出，股权高比例质押，同时受下游需求萎缩、产品价格下降使得经营获现能力不足，引发流动性危机，2019年11月以来，东旭集团和东旭光电多只债券相继违约。2022年9月29日，东旭集团公告债务重组方案历时三年获得债权人通过。债务重组方案约定，东旭集团对全部金融债务“不打折、不逃债”，风

险不外溢，将通过延长偿债期限、降低利率等多种方式予以实施。根据公开资料，公司计划从方案实施日起第七年开始偿还共计1260余亿元的金融债务本金，第十年还清。自2019年出现流动性危机以来，东旭集团从前期的业务扩张转为收缩战线聚焦主业，加强技术创新，积极开拓市场，增强产业再造能力，极大提升了债权人的信心，在地方政府介入与协调下，债务重组方案最终获得债权人认可。**整体来看，东旭集团此次通过债务重组化解危机，对于当前流动性债务压力较大的大型民营企业具有借鉴意义。**

渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”）通过展期方式兑付违约债券。2022年11月26日，渤海租赁公告，经与持有人多轮沟通，公司于2022年11月26日与持有份额共计占比80%的四家持有人签署了《“19渤海租赁SCP002”分期兑付协议》，约定在2025年11月11日前分期兑付本期债券，票面利率维持3.98%不变，与持有剩余20%份额的持有人仍在持续协商，但截至2022年末未公告最新协商结果。

三、2022年主要政策变化与未来展望

近年来，随着我国债券市场违约事件常态化发生，违约处置与回收受到市场参与者的广泛关注，但我国现阶段债券市场化程度较低，违约回收处置的效率不高、进展缓慢，违约回收率仍处于较低水平。在此背景下，2022年我国监管部门进一步完善违约处置相关制度，丰富债券风险处置方式；同时，违约发行人选择破产重整回收处置方式的案例进一步增加，市场化、法治化违约处置进程有所加快。

从违约处置制度建设来看，2022年，我国违约处置及风险管理机制继续完善，防范和化解债券市场信用风险。具体来看，**一是丰富债券风险处置方式**。2022年5月5日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具置换业务指引（施行）》和《银行间

债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引（试行）》，将债券置换业务、同意征集业务引入银行间市场，丰富发行人主动债务管理工具，同时给予投资人更多选择权，丰富债券处置的方式。**二是优化风险处置措施**。交易商协会发布银行间市场引入置换和征集业务的同时，修订了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》，进一步拓宽恶意逃废债行为的范围，增强对信用增进机构的约束，强化债委会机制的作用，同时细化多元化处置措施要求，增加设置特别议案和同意征集相关内容，为防范化解市场风险提供有力支撑。**三是进一步完善受托管理人制度**。1月17日，证券业协会修订发布《公司债券受托管理人执业行为准则》《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》与《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》，通过修订公司债券受托管理系列制度，压实受托管理人责任，强化发行人配合义务，完善市场化法治化债券违约处置机制。**四是完善信息披露制度**。3月31日，沪深交易所相继发布《自律监管指引——破产重整等事项》，立足于规范破产重整等事项信息披露，对规范推进破产重整等事项作出全方位、多维度的制度安排，维护透明市场环境，切实保护投资人合法权益。

从实践来看，破产程序逐步成为我国处置违约债券的主要方式，2022年违约发行人选择破产诉讼回收处置方式的案例进一步增加，同时，随着违约处置机制持续完善，完成处置的破产诉讼主体显著增多，违约发行人清偿方案也不断丰富。但现阶段破产程序仍存在处置回收期限较长、后期资金回收不确定性高等问题。

未来随着我国违约处置制度不断健全，债券市场统一监管进程的加快和统一执法力度的加强，我国违约处置效率有望进一步提升，投资者保护制度有望持续健全，违约处置方式将不断丰富，信息披露制度也将更加完善，我国债券违约处置机制市场化、法治化水平将进一步提升。■

2022年Auto-ABS回顾与展望

——资产质量优良，资产类型日益丰富，发行规模有望增长

文 | 联合资信 韩易洋 曹雨璇 于会涛

一、市场发行概况

市场发行概况

2008年以来Auto-ABS市场发行总量稳步增长，2022年受宏观经济叠加疫情影响，Auto-ABS发行规模略有下降。2022年全年Auto-ABS产品共发行121单，发行规模3098.56亿元，较上年略有下降。其中，信贷资产证券化产品发行45单，发行规模2181.80亿元，占比70.41%；企业资产证券化产品发行48单，发行规模485.61亿元，占比15.67%；资产支持票据发行28单，发行规模431.15亿元，占比13.91%。

总体来看，2022年Auto-ABS市场企业资产证券化产品发行单数略高于信贷资产证券化产品，但由于单个产品发行规模较小，其发行规模明显低于信贷资产证券化产品；资产支持票据增速较快，其发行单数由

2021年的18单增至28单，增速为55.56%，其发行规模占比较2021年增长6.59个百分点。2008年—2023年2月各类型市场Auto-ABS发行单数和发行规模情况详见图1和图2。

汽车金融公司在发行规模上仍占据主导地位，绿色Auto-ABS发行火热

2022年Auto-ABS发行主体共计46家，其中，28家为融资租赁公司，17家为汽车金融公司，1家为商业银行。从发行主体的变动来看，2022年，Auto-ABS市场新增加了广州小鹏汽车融资租赁有限公司（以下简称“小鹏汽车”）、厦门象屿金象融资租赁有限公司、丰田融资租赁有限公司等7家融资租赁公司作为发行主体。

从发行单数来看，2022年，融资租赁公司发行76

图1 2008—2023年2月各类型市场Auto-ABS发行单数情况（单位：单）



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2008—2023年2月各类型市场Auto-ABS发行规模情况（单位：亿元）

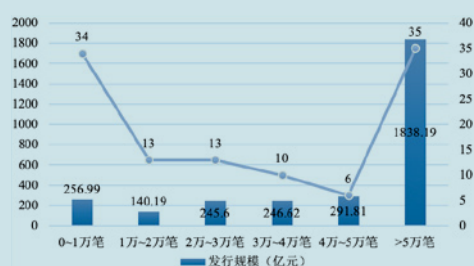


数据来源：Wind，联合资信整理

单, 同比增长7.04%; 汽车金融公司发行44单, 同比下降8.33%; 商业银行发行1单, 同比下降75.00%。从发行规模来看, 汽车金融公司发行规模2166.80亿元, 占比69.93%, 发行规模同比下降10.51%, 平均发行规模49.25亿元; 融资租赁公司发行规模916.76亿元, 占比29.59%, 发行规模同比增长14.94%, 平均发行规模12.06亿元; 商业银行发行规模15.00亿元, 占比0.48%, 发行规模同比下降92.98%。总体来看, 2022年汽车金融公司在发行规模上仍占据主导地位, 而融资租赁公司虽然单均规模较小, 但在发行单数占比达62.81%。

此外, 在“双碳”政策推动下, 随着《中国绿色债券原则》的发布, 2022年以汽车金融类资产为基础资产的绿色Auto-ABS发行量和发行规模进一步扩大。比亚迪汽车金融有限公司、上海蔚来融资租赁有限公司、小鹏汽车等9家发行主体共发行14单绿色Auto-ABS/碳中和ABS, 发行规模达291.29亿元, 占全年Auto-ABS发行规模的9.40%。绿色Auto-ABS的成功发行, 既反映了投资人对以新能源汽车为基础资产的Auto-ABS的认可, 也进一步促进了我国绿色金融体系的建设。

图3 2022年Auto-ABS发行证券资产池贷款笔数



注: 上图横坐标表示贷款笔数区间。“~”表示范围, 例如0~1万表示大于0但小于等于1万, 下同

数据来源: Wind, 联合资信整理

二、产品特征表现¹

资产池特征表现

1. 资产池分散度高

2022年发行的有公开数据的Auto-ABS项目中, 入池贷款笔数在1万笔以上的有77单, 占总发行单数的69.37%, 发行规模共计2762.41亿元, 占总发行规模的91.49%; 入池贷款笔数均在5万至10万的发行规模为1928.44亿元, 占总发行规模的63.87%, 整体加权平均笔均未偿本金余额为9.40万元(未偿本金余额基准时点为各项目初始起算日), 入池资产单笔金额较低。整体上, 资产分散度高(详见图3)。

2. 合同期限在36期以上的产品数量显著增加

2022年发行的有期限类公开数据的Auto-ABS项目共90单, 涉及发行规模2794.06亿元。其中加权平均账龄为7.72个月, 相比2021年增加0.93个月, 账龄主要集中在6个月至12个月之间, 涉及规模1921.93亿元, 占比68.79%; 加权平均剩余期限为27.35个月, 相比2021年增加1.06个月, 剩余期限主要集中在24个月至30个月之间, 涉及规模1672.32亿元, 占比59.85%。一般来说, 资产池的账龄越长、剩余期限越短, 借款人的违约成本越高、意愿越低、违约风险越小。

2022年发行的有期限类公开数据的Auto-ABS项目中入池贷款加权平均合同期限为35.07个月, 相比2021年增加1.99个月, 合同期限主要集中在30个月至36个月之间, 涉及规模1400.09亿元, 占比50.11%。另外, 入池贷款加权平均合同期限在36期以上的产品有31单, 发行规模1069.95亿元, 占比38.29%。其中, 2022年发行的公募Auto-ABS项目中, 入池贷款加权平均合同期限在36期以上的产品有22单, 单数相较2021年同

¹ 本部分数据仅列举了公开信息有披露的相关数据, 部分私募项目未进行分析。

比上升57.14%，发行规模1000.21亿元，规模相较2021年同比上升139.67%，而2020年未有入池贷款加权平均合同期限在36期以上的公募项目。长期限产品入池比例近两年大幅增加，主要是由于长期限产品能够覆盖更多下沉客户的融资需求，且产品综合收益水平更高。在目前整体经济下行、市场竞争激烈的大环境下，发起机构对长期限产品的投放量有所提升。

2022年Auto-ABS发行证券资产池加权平均合同期限具体情况详见图4。

3. 资产池收益率差别大，融资租赁公司最高

2022年发行的有资产池收益率公开数据的Auto-ABS项目共有110单，涉及发行规模3003.78亿元，基础资产加权平均利率水平处于0.01%至17.71%之间，利率水平差异较大。其中，有3单产品基础资产加权平均利率水平高于12.00%，处于较高水平；有34单产品基础资产收益水平低于4.00%，处于较低水平，可能会出现利率倒挂的情况。一般来说，资产池利率水平低主要是由于主机厂商给予汽车金融服务机构贷款补贴以鼓励其采取贴息或免息的方式发放贷款，使客户享受免息、低息服务，进而达到促进销售的目的。由于入池资产利率较低，此类项目往往通过设置超额抵押的方式来解决产品利率倒挂问题。

2022年发行的产品从发行主体类别上来看，融资租赁公司发行项目的资产池加权平均利率最高，为

7.65%，其次为汽车金融公司，资产池加权平均利率水平约为4.05%，以商业银行为发行主体的项目仅发行一单，资产池加权平均利率为2.78%（详见图5）。

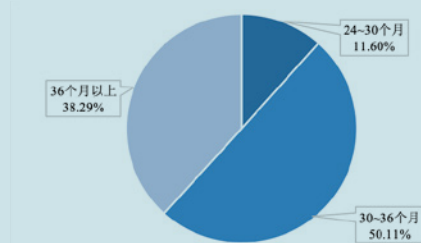
4. 车辆类型不断丰富，新能源汽车增长迅速

根据中国汽车工业协会发布的“2022年汽车工业经济运行情况”，2022年汽车产销同比均呈现增长，延续了2021年的增长态势。2022年我国汽车总销量达到了2686.4万辆，同比增长2.1%左右。其中，乘用车为2356.3万辆，同比增长9.5%；商用车为330万辆，同比下降31.2%；新能源汽车为688.7万辆，同比增长93.4%，市场占有率达到25.6%。随着市场的不断发展，Auto-ABS市场的资产类型也在不断丰富，尤其新能源汽车资产入池比例有快速提升的趋势。资产表现方面，新能源汽车、商用车和二手车的历史数据积累有限，信用质量还有待进一步检验。

(1) 新能源汽车

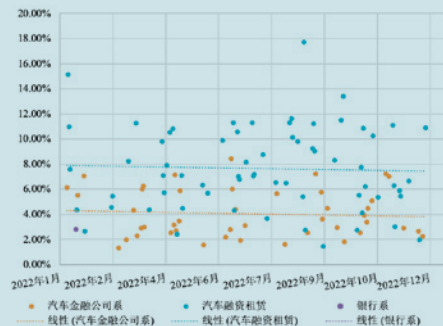
近年来随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，新能源汽车产业借力东风快速发展，新能源汽车实现爆发式增长。2022年发行的Auto-ABS项目中，也有不少以新能源汽车为基础资产的项目，例如“融腾通元2022年第一期个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券”“上汽通用融资租赁有限公司2022年度第一期绿色定向资产支持票据”“上海蔚来融资租赁有限公司2022年度第一期绿色定向资产支持票据”“国君-申港-

图4 2022年Auto-ABS发行证券资产池加权平均合同期限占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 2022年Auto-ABS产品资产池加权平均利率水平



数据来源：Wind，联合资信整理

小鹏融资租赁第1期绿色资产支持专项计划(碳中和)(专精特新)”等。随着新能源汽车市场的快速发展,绿色Auto-ABS产品从2021年的4单增长至2022年的14单,发行规模从40.72亿元增长至291.29亿元,预计未来几年绿色Auto-ABS产品仍能保持较快发展,成为Auto-ABS的重要组成部分。

(2) 商用车

受疫情、前期需求透支和油价上涨的影响,2022年商用车产销量均大幅下降,另一方面由于商用车样本量少、表现相对不稳定,Auto-ABS产品中商用车资产整体占比较低。2022年发行的Auto-ABS产品中,商用车整体的资产占比仍然较小。但部分项目混池资产包中商用车的占比可以达到44%以上,如在银行间债券市场发行的“瑞泽2022年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券”和“一汽租赁有限公司2022年度第一期资产支持商业票据”。

与乘用车相比,一般来说,商用车资产违约率相对较高,违约回收率相对较低。从近期商用车自身资产表现来看,2020年和2021年商用车资产违约率逐渐抬头,2022年随着一定程度上的需求透支叠加疫情影响,违约率尚未趋稳。违约率的表现反映出目前的商用车底层客户信用风险较难把控,且商用车受疫情影响较大,这也是现今多数企业涉足商用车ABS融资较少的原因。但未来随着商用车金融企业风控能力的不断提升,加之交易结构优化及风险缓释措施等对商用车ABS证券信用等级提升作用,且疫情缓和后商用车恢复弹性更大,预计未来商用车ABS将会有较大的增长空间。

(3) 二手车

2022年发行的Auto-ABS项目中有部分入池资产混有少量二手车,比如宝马汽车金融(中国)有限公司发行的德宝天元系列,但其中二手车资产涉及发行笔数和规模占比均较小,未超过3%。根据中国汽车流通协会数据显示,2022年由于疫情反复,二手车交易呈现下降趋势,全年共交易1602.78万辆,同比下降8.86%,

交易金额为10595.91亿元,同比下降6.37%。随着疫情缓和以及2022年二手车行业一系列利好政策的推行,有望推动二手车市场快速恢复,未来或有更多二手车资产入池发行。

循环购买结构日趋成熟,灵活解决错配问题

作为较成熟的产品,Auto-ABS的交易结构设计较为稳定,同时基于汽车贷款现金流比较稳定的特点,加上多数汽车金融公司的国外母公司具有成熟的证券化业务经验和境外机构的参与,我国汽车贷款证券化交易结构的设计也较为灵活和精细,一些新的产品结构设计方式也在逐步渗透进Auto-ABS市场,比如循环购买、ABCP等。

2022年发行的121单Auto-ABS产品中,交易结构涉及循环购买的共有26单,相关项目发行规模共840.73亿元,规模占比27.13%。循环购买结构目前已成为Auto-ABS用来调整底层资产和产品端期限错配的较为成熟的方式,可以通过调整循环购买时间和次数以及其他触发事件来满足投资人对于投资期限的需求。ABCP则功能相反,可以通过缩短产品期限实现循环融资。

优先级证券分层情况仍然集中

2022年发行的121单Auto-ABS包含证券340余支,其中具有信用等级的证券222支,总体上集中于AAAsf和AA+sf。AAAsf级资产支持证券共发行175支,发行规模2617.57亿元,规模占比84.48%,较2021年下降了0.06个百分点;AA+sf级资产支持证券共发行38支,发行规模109.44亿元,规模占比3.53%,较2021年上涨了0.19个百分点,两年对比下来各级别发行规模占发行总量的比例基本维持不变(详见图6)。

发行利率整体下降

发行利率方面,从产品端看,Auto-ABS产品期限

较短、基础资产历史表现良好同时收益稳定可观；从市场端看，2022年资金面更为宽松，并且Auto-ABS在信息披露等方面更全面标准，深受境内外投资者的认可，整体发行利率较低。以AAAsf级汽车贷款资产支持证券为例，2022年发行的Auto-ABS中AAAsf级证券平均发行利率2.87%，同比下降了47个bps，最高发行利率5.18%，最低发行利率1.65%；AA+sf级证券平均发行利率3.83%，同比下降了98个bps，最高发行利率6.60%，最低发行利率2.23%。同一级别下2022年各档证券的平均发行利率较2021年有所下降。各类型发行主体中，整体上汽车金融公司AAAsf等级证券的发行利率水平低，平均发行利率为2.40%，融资租赁公司AAAsf等级证券的发行利率水平高，平均发行利率约为3.00%（商业银行仅发行一单，暂不参考）。发行利率具体情况详见图7。

三、存续期表现

存续产品相关指标表现

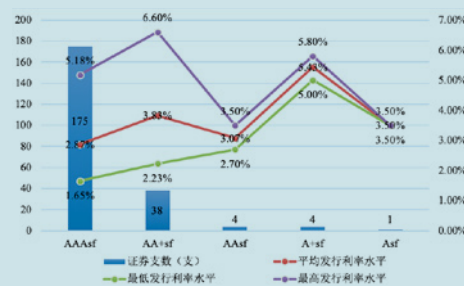
本文选取截至2022年12月底存续的公开发行的Auto-ABS产品与联合资信2022年度跟踪的定向发行的Auto-ABS产品作为样本，以研究其存续期表现情况。

存续Auto-ABS产品的发起机构/原始权益人以汽

车金融公司与融资租赁公司两大类为主，其中，因为融资租赁公司的客群定位与汽车金融公司明显不同，所以融资租赁公司资产包实际累计违约率水平一般高于同期限的汽车金融公司资产包。样本中，融资租赁公司发行的Auto-ABS产品累计违约率的平均值为0.55%，汽车金融公司发行的Auto-ABS产品累计违约率的平均值为0.22%。累计违约率表现如图8所示。

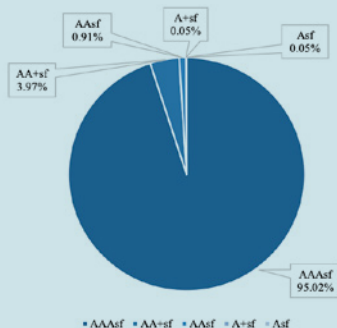
公开数据可以查询到的存续Auto-ABS产品的累计早偿率整体处于较低水平。从纳入统计的Auto-ABS产品来看，基础资产的累计早偿率与账龄具有正相关关系。汽车金融公司资产包的累计早偿率一般略高于同期融资租赁公司资产包。样本中，汽车金融公司发行的Auto-ABS产品累计早偿率的平均值为4.91%，

图7 2022年Auto-ABS产品各级别证券发行支数与发行利率情况



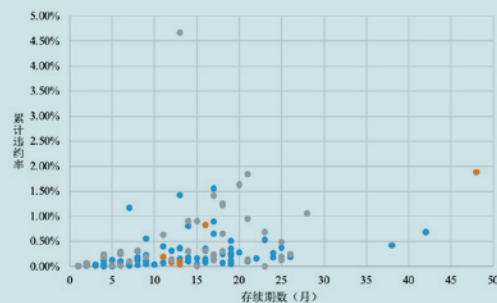
数据来源：Wind，联合资信整理

图6 2022年Auto-ABS发行证券不同信用等级规模占比



注：上图中少数项目无公开数据未做统计
数据来源：Wind，联合资信整理

图8 存续Auto-ABS资产池累计违约率情况



注：累计违约率=逾期30天以上未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额
数据来源：Wind，联合资信整理

融资租赁公司发行的Auto-ABS产品累计早偿率的平均值为3.85%。具体情况如图9所示。

存续产品跟踪评级级别变动情况

2022年度跟踪评级结果显示：纳入统计的Auto-ABS产品的优先级和中间级证券兑付情况良好，跟踪评级无下调情况。样本共涉及156只证券，其中21只证券跟踪评级时级别上调；由AA+sf调升至AAAsf的证券15只，由AA-sf调升至AAAsf的证券1只，由AA sf调升至AA+sf的证券4只，由A+sf调升至AA+sf的证券1只；跟踪评级结果未变化的证券共135只，其中有131只证券首评结果已经达到AAA sf，但量化分析结果显示，多数证券的实际风险承受能力已有不同程度的提

升。具体级别变化情况如表1所示。

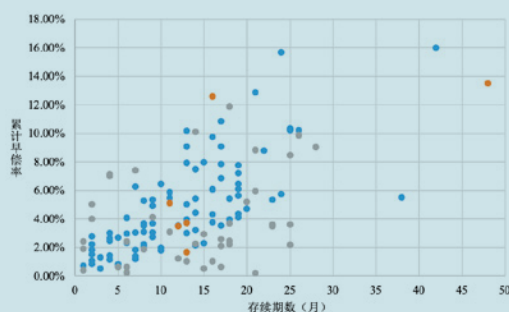
跟踪期内级别上调的情况通常发生在当前主流的交易结构下，且伴随完全顺序的分配方式。随着优先级证券本金的逐步偿付，证券端的结构将发生改变，优先级获得的信用支持水平将逐步提升；同时，基础资产的剩余期限变短，不确定性下降，质量也将有所提升。在这两方面的因素共同作用下，随着产品的兑付，优先级证券的风险水平亦将呈现逐步下降的态势。

四、未来展望

发力新能源汽车，助力“双碳”目标实现

中国汽车工业协会统计数据显示，2022年新能源汽车销售完成688.7万辆，同比增长93.4%，连续8年位居全球第一；市场占有率达到25.6%，高于上年12.1个百分点，已超前完成《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》提出的“到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右”目标。随着我国各地充换电基础设施建设、新能源汽车下乡、换电模式试点工作的进一步推进，预计新能源汽车产业将加快市场化步伐，助力“双碳”目标的实现。随着新能源汽车销量的提升，未来以新能源汽车为基础资产的Auto-ABS产品也将更多的在证券化市场中展现。

图9 存续Auto-ABS资产池累计早偿率情况



数据来源：Wind，联合资信整理

表1 存续Auto-ABS产品证券级别变动情况

跟踪评级 首评/上次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	总数
AAA _{sf}	131	-	-	-	-	-	131
AA ⁺ _{sf}	15	4	-	-	-	-	19
AA _{sf}	-	4	-	-	-	-	4
AA ⁻ _{sf}	1	-	-	-	-	-	1
A ⁺ _{sf}	-	1	-	-	-	-	1
A _{sf}	-	-	-	-	-	-	0
总数	147	9	0	0	0	0	156

数据来源：Wind，联合资信整理



汽车融资租赁公司有意发展二手车业务

为活跃二手车市场，2022年7月经国务院同意，商务部等16部门发布了《关于搞活汽车流动 扩大汽车消费的若干措施》，有利举措主要有全面取消二手车限迁政策、优化二手车交易登记管理以及支持开展二手车经销业务。虽然2022年我国疫情反复以及需求不足的情况下，二手车交易量同比下降，但伴随着政策鼓励，新一代消费群体消费观念的改变，以及2023年疫情结束经济回暖，部分汽车融资租赁公司有意发展二手车融资租赁业务，相信未来Auto-ABS基础资产中也将出现更多二手车的身影。

发起机构动力充足，产品常态化发行

2022年银行间市场的发起机构仍以汽车金融公司为主，随着汽车行业的发展及渗透率提升，汽车金融公司尤其是厂商系汽车金融公司伴随着主机厂销量增加，贷款规模有望持续增加；2022年底，银保监会发布的《汽车金融公司管理办法（征求意见稿）》明确汽车金融公司可以开展售后回租业务，预计未来汽车金融公司也将增加租赁资产证券化产品的常态化、规律化发行。作为发起机构的商业银行在2022年表现仍然并不活跃，汽车贷款作为商业银行优质资产之一，或将在

2023年有更多的表现。随着融资租赁公司行业转型的加大，以及汽车金融行业的不断完善，越来越多的融资租赁公司将在证券化市场角逐，或将增加更多的发起机构进入Auto-ABS领域。

基础资产表现稳定，双重去杠杆效应使得证券的信用风险持续下降

根据对存续Auto-ABS产品的持续观测，底层资产的各指标表现稳定，优先级证券兑付情况良好，并且得益于存续期资产端和券端的双重去杠杆作用，大部分可调级证券的级别得到了提升，预计2023年存量优先级证券信用状况将保持稳定。基于已发行证券化产品的后期表现、各机构汽车贷款业务的历史违约记录和发起机构的经营稳定性，预计短期内作为基础资产的汽车贷款信用状况基本能够保持稳定。

产品发行成本优势将持续

汽车贷款是适合进行证券化的优良资产，Auto-ABS产品也受到市场的青睐，因此在发行成本方面有一定优势，在汽车贷款行业资产质量不发生大的下降情况下，预计未来发行成本优势将会持续。///

类REITs项目通过对项目公司减资形成债权的实操模式及风险点研究

文 | 联合资信 高北辰 陈林昂 王心沫

一、研究背景与意义

研究背景

2005年12月21日，越秀REITs作为我国首单内陆REITs在香港联交所正式挂牌上市。2014年5月，中信启航REITs作为首单类REITs产品在深交所挂牌。短短数年间，类REITs产品在我国得到蓬勃发展。截至2022年底，类REITs产品共发行168单，发行规模合计3480.14亿元¹。2020年8月7日，证监会正式发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，标志着中国公募REITs正式拉开了帷幕。截至2022年底，公募REITs产品共发行23单，发行规模合计851.08亿元。

为了合理规避存续期所得税，提升投资者收益，类REITs产品通常需要搭建股债结构。同时，为了避免资金在项目公司账面沉淀，类REITs产品搭建股债结构往往要结合项目公司现有的财务报表寻找最优途径。通常情况下类REITs采用“专项计划+私募基金”双SPV结构，由私募基金设立SPV向项目公司发放股东借款搭建股债结构。但受政策及项目公司组织结构等多种因素影响，部分近期发行的类REITs产品未采取发放股东借款或构建信托贷款的模式，而是通过对项目公司进行减资形成债权，进而完成了股债结构的搭建。本文将结合部分市场案例对通过减资搭建股债结构进行讨论。

理论意义和实践应用价值

在类REITs项目中，为了减少企业所得税对物业资产现金流的损耗，通常需要向项目公司发放借款，搭建股债结构实现税盾效应。根据《财政部国家税务总局关于企业关联方利息支出税前扣除标准有关税收政策问题的通知》（财税〔2008〕121号）和《国家税务总局关于印发〈特别纳税调整实施办法（试行）〉的通知》（国税发〔2009〕2号）相关规定，项目公司债权性投资与其权益性投资比例不应超过2:1。因此，在符合相关政策的前提下，为实现税盾最佳效果，债务规模应尽可能接近2/3资产估值。

以往类REITs项目中一般会设置私募基金或信托，通过私募基金或信托实现向项目公司发放贷款，完成股债结构的搭建。受外部环境影响，类REITs项目开始逐步取消设置私募基金的结构，采取专项计划直接持有项目公司的交易设置。然而，根据《贷款通则》的规定，贷款人必须经中国人民银行批准经营贷款业务，持有中国人民银行颁发的《金融机构法人许可证》或《金融机构营业许可证》，并经工商行政管理部门核准登记；同时结合银保监会对经营贷款业务的批准规定，具备发放贷款资质的机构仅限于银行、信托等银行业金融机构和小额贷款公司、典当公司等“类金融机构”，而作为项目管理人员的证券公司等非银行业金融机

¹ 相关数据均来自 CNABS.com，下同。

构通常不持有金融许可证，也并不具备发放贷款的资质。鉴于上述原因，取消设置私募基金的架构下，如项目公司存量债务不足以实现税盾最佳效果，考虑到专项计划无法直接向项目公司发放股东借款，股债结构搭建的常见方式包括：(1) 如所有者权益规模较大，可通过减资的方式构造应付股东减资往来款，完成上述减资后，项目公司无需立刻向股东偿还该等减资款，而是按照《债权债务确认协议》的约定在专项计划存续期间分期偿还减资款及相应利息；(2) 所有者权益规模较小或基于其他要求无法操作减资，则由原始权益人设立SPV搭建目标股债结构，再由项目公司反向吸并承接SPV搭建好的股债结构。

综上所述，在无私募基金的架构下，假设项目公司具备充足的注册资本和实收资本，且没有其他内部决策的限制，减资模式能最为简便地完成股债结构搭建。其优越性主要体现在：一，相较于直接受让项目公司的存量债权，减资模式仅需经过项目公司内部决议和工商变更，而无需股东实际出资，避免了资金沉淀问题；二，实收资本的减少直接作用于所有者权益结构的调整，从而能简单同步完成股债比例的调整；三，对市场监管部门而言，减资相对于反向吸收合并，是更常见也容易理解和接受的操作。除此之外，考虑到境外债权可能面临的法律认可及其他实操的问题，在原始权益人为境外企业的情况下，专项计划无法通过原始权益人设立SPV搭建股债结构，再由项目公司反向吸并承接SPV搭建好的股债结构。同时，国务院国资委致力于推动央企管理层层级控制在5级以内，地方国有企业管理层级普遍压缩到4级以内，同样限制了原始权益人通过设立SPV搭建股债结构。而项目公司减资则可以规避上述因素的限制来完成股债结构的搭建。

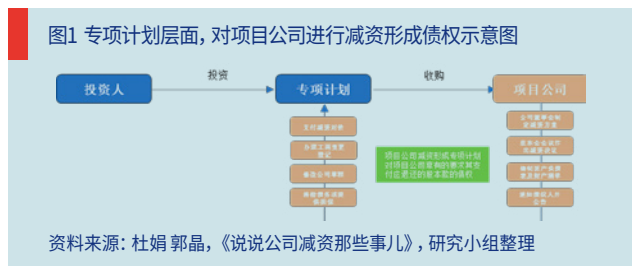
二、减资形成债权实操

从专项计划层面看，通过对项目公司进行减资形成债权一般需要经过以下几个步骤：一，投资人缴付资金投资于专项计划；二，管理人代表专项计划收购项目公司100%股权²；三，项目公司向监管机构递交减资申请；四，项目公司得到监管批复进行减资，从而形成对股东的应付账款。完成上述减资后，项目公司无需立刻向股东偿还该等减资款，而是按照《债权债务确认协议》的约定在专项计划存续期间分期偿还减资款及相应利息。通过以上四个步骤，项目公司目标股债结构搭建完成（见图1）。

三、减资模式的企业所得税处理

项目公司减资涉及实缴资本部分，且项目公司需要向股东支付相应减资款，持有项目公司股权的股东或专项计划会面临相应的税负缴纳和会计处理问题。考虑到目前类REITs产品中项目公司的股东以法人股东为主，后文将重点分析法人股东在减资过程中的税负处理问题。

法人股东的减资对价通常可以划分为：一，初始投资收回部分；二，法人股东减资或撤资收回的股息所得部分；三，投资资产股权转让所得部分。



² 部分项目不能实现 100% 持有项目公司股权。

根据《国家税务总局关于企业所得税若干问题的公告》(国家税务总局公告2011年第34号) 第五条第一项规定:“投资企业从被投资企业撤回或减少投资,其取得的资产中,相当于初始出资的部分,应确认为投资收回;相当于被投资企业累计未分配利润和累计盈余公积按减少实收资本比例计算的部分,应确认为股息所得;其余部分确认为投资资产转让所得。”同时,根据《中华人民共和国企业所得税法》(主席令第六十四号) 第二十六条第二款规定:“符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益为企业免税收入,免征企业所得税。”

所以,法人股东减资或撤资收回的股息所得部分免征企业所得税,投资资产股权转让所得部分需要缴纳企业所得税款,其计算公式见图2:

综上所述,通过减资搭建股债结构的过程中,只有剩余应归属投资资产股权转让所得的部分才需要缴纳企业所得税,如法人股东减资金额未超过其持股比例对应的实收资本以及未分配利润,则不会产生额外企业所得税税款。

四、案例分析——浙商沪杭甬REIT

鉴于类REITs产品的私募属性,以及取消设置

图2 法人股东减资应税所得额计算公式

$$\text{投资资产股权转让所得部分} = \text{减资对价} - \text{初始投资} - [(\text{未分配利润} \times \text{减资股比}) + (\text{盈余公积} \times \text{减资股比})]$$

↓ ↓ ↓

(第三部分收入/应税所得部分) (第一部分收入) (第二部分收入)

资料来源:杜娟 郭晶,《说说公司减资那些事儿》,研究小组整理

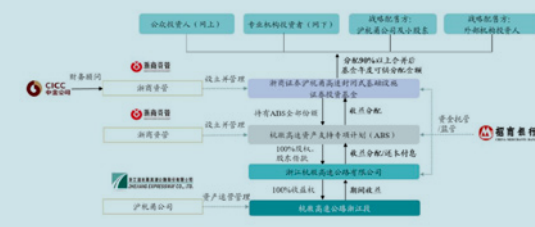
私募基金,由专项计划直接持有项目公司的类REITs产品与公募REITs产品的结构具有相似性,本文借用2021年6月21日于上交所上市交易的浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金(以下简称“浙商沪杭甬REIT”)作为项目公司进行等比减资形成债权的案例以供分析(见图3)。

浙商沪杭甬REIT项目公司浙江杭徽高速公路有限公司(以下简称“杭徽公司”)成立于2008年12月22日,注册资本人民币310185.30万元。目标资产支持专项计划设立后,资产支持专项计划管理人代表资产支持专项计划与项目公司原股东签署《关于浙江杭徽高速公路有限公司之股权转让协议》,收购项目公司100%的股权,签署《债权转让协议》,收购项目公司原股东就减资事宜所享有的对项目公司的债权。资产支持专项计划作为项目公司债权人,与项目公司签署《债权债务确认协议》,确认股东借款,至此完成项目公司1:2股债结构的搭建³,进而实现了“税盾”效应,降低了项目公司的税负。

五、风险与关注点

项目公司注册资本金是否充足

图3 浙商沪杭甬REIT交易结构图



资料来源:《浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金招募说明书》

³ 参见万伟华,《公募REITs基金系列之八(浙商沪杭甬REIT)减资成债权,配售58.95%》,2022年2月6日, <http://www.cytax.cn/a/xingyezixun/17041.html>。

为实现税盾最佳效果，构建的债务规模应尽可能接近2/3资产估值，这就要求项目公司的所有者权益满足一定规模。项目公司减资规模的初步计算方式如下：最佳税盾规模-可置换存量债务合计=债务缺口，即减资规模。如项目公司所有者权益规模较小，或部分项目公司由于设立时间较短，所有者权益仍为负，则无法直接通过减资来构建合适的股债结构。此外，即使所有者权益规模可以满足减资规模，如项目公司处于亏损状态，减资后仍将出现“资不抵债”的情况，将对上述操作造成一定障碍。

注册资本金是否实缴到位

在注册资本实缴登记制度转变为认缴登记制后，企业自行申报注册资本而不再被要求提供验资报告，工商部门只登记公司认缴的注册资本总额，无需登记实收资本，不再收取验资证明文件⁴。但根据目前的项目来看，在通过减资构造债权的情况下，往往需要项目公司的注册资本金实缴到位。

减资过程存在不确定性

如上文图1所示，减资在项目公司层面需要经过公司内部决策程序，并办理工商登记等流程，减资过程耗时较长，尤其是工商登记过程中存在一定的不确定性，对计划管理人的整体把控能力要求较高。由于类REITs产品仍需通过标的债权的偿还来向专项计划归集利息和本金（如有），如减资完成时间较长，将导致（1）标的债权的形成时间距离专项计划第一次兑付日期很近，导致标的债权必须以更高的利息来满足必备金额的归集；或（2）在标的债权未能按时于兑付日之

前形成的情况下，项目公司需通过向作为其股东的计划管理人分配与其所持有股权所对应的股息、红利等股权投资收益（如有）的形式完成物业资产运营净收入向专项计划的归集，考虑到分配股息、红利等股权投资收益将会产生额外税费支出，将会导致专项计划资产对优先级资产支持证券应付预期收益的保障程度减弱。

六、展望

现有政策框架下，类REITs产品仍需通过股债结构的搭建来实现税盾效应，作为一种比较新的构建模式，通过对项目公司进行减资形成债权，进而完成股债结构的搭建具有较大的创新性。鉴于减资模式能较为简便地完成类REITs产品股债结构的搭建，已经被适用的类REITs及公募REITs产品采纳，特别是对于境外原始权益人或需要严格控制层级的央企原始权益人，减资模式相比其他搭建股债结构的方式具有实操上的优势。另一方面，减资模式的操作依然受到项目公司所有者权益规模的限制以及行政流程等因素的影响。整体看，类REITs产品股债结构的搭建是财务报表上的“工程学”，往往需要利用项目公司现有的财务报表寻找最方便的途径。

经过多年的发展，类REITs产品的交易结构也在不断完善和创新，体现了“技术需要为商业服务”这一核心逻辑，可以预见的是，随着公募REITs的放开以及市场参与主体的增加，市场及监管对REITs产品的关注度进一步提升，也将对类REITs产品结构进一步的创新和突破提供方向。///

⁴ 采取募集方式设立的股份有限公司依然需要提供验资报告，包括商业银行、外资银行、金融资产管理公司、信托公司、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、消费金融公司、货币经纪公司、村镇银行、贷款公司、农村信用合作联社、农村资金互助社、证券公司、期货公司、基金管理公司、保险公司、保险专业代理机构、保险经纪人、外资保险公司、直销企业、对外劳务合作企业、融资性担保公司、劳务派遣企业、典当行、保险资产管理公司、小额贷款公司。

上交所ABS挂牌新规简析之不动产抵押贷款ABS

文 | 联合资信 方竹沁 石雪琳

一、基础资产准入规则

对于不动产项目权属的相关要求：强调抵押物的可处置性和质押物的可转让性

在进行不动产项目资产证券化时，根据常规的交易安排，债务人会以不动产项目未来运营收入作为质押物提供质押担保并作为资产支持证券的主要偿还资金来源；同时会以所持不动产项目作为抵押物提供

抵押担保，在处置情形下可利用抵押物处置现金流偿还资产支持证券的本金和收益。鉴于此，本次《指引2号》强调了抵押物的可处置性和质押物的可转让性，一方面需关注项目前期的审批手续及流程的合法合规性，另一方面需核查抵质押等权利限制的情况以及办理解除的相关安排，以保障抵押物的可处置性良好，便于出现风险时可用不动产的处置现金流来偿还投资人。具体简析见表1。

表1 《指引2号》相关规则简析

《指引2号》主要规则内容	简析
5.2（一）权属清晰，资产范围明确，具有可处置性，并依照规定完成了相应的权属登记。 5.2（二）不存在法定或者约定的限制转让或限制抵押的情形。存在权利限制的，应当明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利限制的相关安排。 5.2（三）不存在抵押、质押等权利限制。存在权利限制的，应当明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利限制的相关安排。管理人应当取得可以解除权利限制的相关证明，并合理约定解除权利限制登记手续（如需）的办理时限。 5.2（五）不动产项目的土地实际用途应当与其规划用途及其权属证书所载用途相符。存在不一致的，管理人和律师应当在专项计划文件中披露其实际用途的法律法规以及政策依据，充分揭示风险并设置合理有效的风险缓释措施。	抵押物的可处置性影响了其资产变现能力，若不动产项目存在权属瑕疵，将直接影响到其对资产证券化产品收益和本金兑付的保障程度。《指引2号》针对抵押物权属提出的相关要求，其目的在于减少不动产项目未来可能面临的处置障碍，避免因资产无法处置导致资产支持证券投资人利益受到损失的情况。
5.2（四）已经通过竣工验收，工程建设质量及安全标准符合相关要求，并已经按照规定履行规划、用地、环评等审批、核准、备案、登记以及其他依据相关法律法规应当办理的手续。	对于存在工程质量问题、安全问题、未完成消防或环评备案的资产，未来或将面临监管部门的处罚、停业等风险，从而影响到项目的正常经营，也将对资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）的现金流造成负面影响。
针对项目现金流： 5.4（五）不存在法定或约定的限制质押的情形。存在相关限制质押情形的，应当取得相关主体的豁免或者同意。 5.4（六）不存在质押等权利限制。存在权利限制的，应当明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利负担的相关安排。管理人应当取得可以解除权利限制的相关证明，并合理约定解除权利限制登记手续（如需）的办理时限。	不动产项目未来运营收入作为质押物为专项计划的主要偿还资金来源。通过《指引2号》5.4（五）、（六）条的要求能够确保不动产项目未来运营收入无权利负担，确保资产支持计划拥有相关收益权，从而保障资产支持证券的稳定偿还来源。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

对于不动产项目的运营情况、现金流的相关要求：关注不动产项目实际运营情况，引导强调资产证券化产品的信用水平应着重于基础资产本身的信用质量而非外部主体的补足。

《指引2号》分别从资质文件的合法合规性、运营模式的成熟性、现金流的稳定性与持续性三个方面对不动产项目的运营进行规范性指导，从而保障底层不动产项目能够产生真实、稳定及持续的现金流，进而为资产支持证券的偿还提供保障；同时，

《指引2号》回归资产证券化的本质，就现金流和资产价值对优先级资产支持证券的保障情况提出限制性要求，引导强调资产证券化产品的信用水平应着重于基础资产本身的信用质量而非外部主体的补足。具体简析见表2。

二、现金流预测、评估报告相关要求

《指引2号》中对第三方中介机构出具的评估报

表2 《指引2号》相关规则简析

《指引2号》主要内容	简析
5.2 (六) 不动产项目涉及经营资质的，相关经营许可或者其他经营资质应当合法、有效。 5.3 (二) 经营合同应当符合相关合同登记备案（如需）的管理规定。 5.4 (一) 基于真实、合法的经营活动产生，具有商业合理性，价格或者收费标准符合相关规定。	左列三条指引主要旨在确保经营的可持续性和合法性，并防止虚设经营活动以获取融资的行为，从而使得不动产项目能产生真实、持续、稳定的现金流，进而为资产支持证券的偿还提供保障。
5.3 (一) 具备成熟稳定的运营模式且已经开始运营。运营时间不满1年的，管理人应当结合不动产项目经营合同签署情况、周边不动产经营情况、现金流回款情况等说明不动产项目运营稳定性。 5.4 (三) 持续、稳定、可预测，最近3年（不满3年的，自开始运营起，下同）未出现异常波动。存在异常波动的，管理人应当在计划说明书中披露波动原因和合理性。 5.4 (四) 来源合理分散，直接或穿透后来源于多个现金流提供方。因商业模式或者经营业态等原因，现金流提供方较少的，重要现金流提供方应当资质优良，财务情况稳健。	《指引2号》对底层运营现金流的稳定性、持续性、集中度等方面提出的一系列要求，有助于提高底层项目未来现金流的稳定性。当不动产项目存在底层租户集中或整租时，大租户或整租方信用水平及经营状况波动对现金流的稳定性具有很大影响。《指引2号》对底层现金流的穿透提出了明确的要求，针对底层现金流提供方集中度较高的物业，更强调重要现金流提供方自身的信用资质和履约能力。
5.5 不动产项目最近3年及一期存在关联方承租等关联交易的，关联交易应当符合下列要求： （一）符合相关法律法规的规定和公司内部管理控制要求；（二）定价公允，定价依据充分，与市场交易价格或者独立第三方价格不存在较大差异，具有商业合理性；（三）现金流来源于关联方的比例合理，不影响不动产项目的市场化运营。	对于关联方问题，《指引2号》强调了关联交易的合法合规性、关联方交易定价和关联方现金流占比三个点。符合上述要求的关联交易可认为其市场化程度较高，有利于规避舞弊，实现不动产项目现金流合理性。
5.3 (三) 产生的现金流应当能够覆盖不动产项目运营支出且有盈余，不依赖外部主体补足。 5.4 (二) 符合市场化原则，不依赖第三方补贴等非经营性收入。 5.14 各兑付期间内，专项计划预期可分配现金流应当覆盖当期专项计划应付税金、费用以及优先级资产支持证券预期收益之和。基础资产或不动产项目预计处置价格应当覆盖优先级资产支持证券的本金和预期收益以及专项计划应付税金、费用。	《指引2号》明确提出专项计划预期可分配现金流应当覆盖当期专项计划优先级利息和费用支出，基础资产或不动产项目预计处置价格应当覆盖优先级本息和费用支出。上述要求能够有效地控制发行规模，强调基础资产本身的信用质量，减少对于外部主体补足的依赖，一定程度上有利于减少单纯依赖主体增信的资产证券化项目的出现。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

告和现金流报告的内容提出了相关的要求（见表3），明确了评估报告需要披露重要参数假设、现金流报告需说明预测方法和相关参数设置的合理性，同时强调申报规模需要审慎结合现金流预测和评估值结果。对第三方机构出具的专业报告提出的要求，其目的在于督促第三方专业报告的规范化与透明化，有助于投资人判断现金流预测和估值的合理性，更好地评估产品风险。



表3 《指引2号》相关规则简析

《指引2号》主要规则内容	简析
评估报告：5.7 评估报告应当由符合规定的评估机构出具。不动产项目的评估应当遵循合理、谨慎的原则，原则上以收益法作为主要估价方法。评估机构应当结合不动产项目历史经营情况等审慎设置评估参数，合理确定评估价值，并在评估报告及其附属文件中披露评估过程和影响评估的重要参数，包括土地使用权或者经营权剩余期限、运营收入、运营成本、运营净收益、资本性支出、未来现金流预期、折现率等。5.8 不动产项目的评估存在下列情形之一的，管理人应当对评估方法权重、重要参数、可比项目的合理性进行核查，审慎确定资产支持证券申报规模：（一）两种评估方法的评估结果差异在20%以上；（二）不动产项目与可比项目在土地性质、用途、区位、业态等方面存在显著差异；（三）收益法预测的出租率或者使用率显著高于周边可比项目平均水平，历史出租率或者使用率显著低于周边可比项目平均水平，运营收入或者净现金流增长率显著较高（含预测期首年），成本费用显著低于周边可比项目平均水平，或者折现率显著低于市场同类型项目平均水平；（四）资本化率显著低于市场同类型项目平均水平。	不动产项目评估方法会影响到最终估值。《指引2号》通过规定评估方法的选择原则和重要参数假设的披露要求，使得评估过程更加透明化，有助于提高不动产估值的合理性。同时，考虑到不动产类资产证券化项目的申报发行规模大小与不动产估值关联性较高，《指引2号》5.8条更为细化、明确的要求有利于促使评估价值趋近真实市场价值，一定程度上避免评估值虚高导致的发行规模偏大，进而提高了不动产对资产支持证券的保障程度。
现金流预测报告：5.9 现金流预测报告原则上应当由已经进行证券服务机构备案的会计师事务所或者其他第三方机构出具。不动产项目现金流的预测应当遵循合理、谨慎的原则，充分考虑宏观和区域经济发展、项目业态和用途、运营情况和未来调整安排、重大资本性支出、税费安排、周边生态环境和竞争环境发展等因素的影响。现金流预测机构应当结合不动产项目相关历史数据说明预测方法和相关参数设置的合理性。5.10 不动产项目的历史现金流以及现金流预测中，存在下列情形之一的，管理人应当结合不动产项目经营状况核查现金流预测重要参数设置的合理性，审慎确定资产支持证券申报规模：（一）报告期内历史运营收入或净现金流呈持续下降趋势，或者单一年度存在显著下降；（二）现金流预测存在单一年度运营收入或者净现金流增长率显著较高（含预测期首年）；（三）同一不动产项目曾申报资产证券化产品，且报告期内实际现金流显著偏离预测值。	不动产项目的未来现金流与所处区域的发展规划、周边竞争、不动产项目的未来规划、历史经营情况等因素息息相关，《指引2号》通过强调上述重要参数的重要性，有利于提高未来现金流预测的合理性和可参考性。同时，对预测方法和参数设置合理性的披露要求也有助于各方对未来现金流预测的合理性进行判断。
5.11 不动产项目评估报告中收益法预测现金流与现金流预测报告存在显著差异的，管理人应当在计划说明书中对差异的原因及合理性进行分析说明。	《指引2号》提出了评估报告中收益法和现金流预测差异进行比较的要求，通过交叉对比不同机构出具的专业报告，进一步保证不动产评估和现金流预测能够反应其真实的市场价值。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、不动产抵押贷款ABS项目交易结构相关要求

《指引2号》针对不动产抵押贷款ABS的交易结构提出了一系列的要求（见表4），其目的是为了使得交易结构标准化且能够更好地匹配不动产项目的特点，从交易设计层面减少风险敞口，保护投资人的合法利益。

四、不动产抵押贷款ABS项目重要参与方相关要求

借款人和不动产项目运营机构作为直接偿还人和运营机构，债券偿付的稳定性与其信用水平和运营能力有直接关系。若借款人信用状况恶化，丧失清偿能

力甚至破产，将直接影响标的贷款偿还情况，且可能会发生底层资产运营现金流的挪用或混同风险；不动产项目运营机构运营管理能力下降会直接对底层运营现金流产生负面影响，从而影响资产支持证券的正常兑付。《指引2号》要求对借款人的资质情况、债务情况、合法合规情况以及持续经营能力提出了更严格的要求（见表5），强调其自身的信用水平和履约能力，有利于减少因借款人的信用恶化而引发的相关风险。

五、总结

针对不动产抵押贷款ABS，《指引2号》从不动产项目本身、重要参与方、不动产抵押贷款ABS项目交易结构、现金流预测、评估估值多方面提出了明确的

表4 《指引2号》相关规则简析

《指引2号》主要规则内容	简析
5.6 不动产项目所有权人应当以不动产项目和底层运营收入为抵押贷款提供抵押和质押担保，并及时完成不动产抵押和运营收入质押登记手续。抵押、质押合同应当合法、有效，且履行必要的内外部授权及审批程序。 抵押合同中应当明确约定抵押权的实现情形、实现方式。实现方式涉及管理人处置不动产项目的，管理人应当合理约定专项计划处置期限，并在计划说明书等文件中明确不动产项目处置的触发情形、决策程序、处置方式、处置期限和流程，以及相关信息披露安排等。 处置涉及关联交易的，管理人应当设置相应措施以保障投资者合法权益。	《指引2号》强调了不动产项目所有权人应当以不动产项目和底层运营收入为相关贷款提供抵押和质押担保，同时也对抵押、质押合同的合法性也做了明确的要求，并强调了抵押权的可实现性。通过上述约束，能够在一定程度上限制有产权瑕疵或转让受限的不动产项目作为底层资产发行资产支持证券，增强了抵质押担保措施对投资人的保障。
5.12 管理人应当合理设置专项计划期限。专项计划期限应当与不动产项目权属证明文件或者经营合同剩余期限相匹配。 5.13 优先级资产支持证券发行规模、抵押率应当合理。管理人应当审慎结合不动产项目现金流、评估价值、抵押率、区位，以及项目过往银行贷款等情况确定发行规模。 5.15 管理人应当针对下列情形设置合理的信用触发机制，并在专项计划文件中披露各信用触发机制的触发条件、触发结果、处置流程、风险缓释效果和信息披露要求：（一）专项计划的重要交易安排未能在约定时限内完成；（二）不动产项目与基础资产的权利限制（如有）未能在约定时限内解除，或专项计划交易安排涉及的登记等手续未能在约定时限内办理完成；（三）不动产项目的评估价值较初始评估价值大幅下降，且优先级资产支持证券未偿本金与不动产项目评估价值的比率大幅提高；（四）不动产项目现金流出现大幅波动，或者相较预测出现重大偏差；（五）不动产项目由于毁损、灭失或者其他原因导致其无法正常产生现金流；（六）其他可能影响专项计划资产安全、现金流归集的情形。	《指引2号》根据不动产项目的自身特点和风险点，对相关交易结构的设置和风险触发事件提出了更为细化的要求，如：专项计划期限需与资产有效运营年限匹配；评估值和现金流的大幅变化、抵质押登记手续未在约定期限内办理等风险事件需在信用触发机制时进行考量等。 总体来看，《指引2号》的相关要求有助于不动产类资产证券化项目发展出更完善、更标准化、匹配资产特点的交易结构。同时，更完善的风险触发机制也有利于在发生风险事件时能够更好地保护投资人的利益。

资料来源：联合资信根据公开资料整理



要求。总结来看，本次《指引2号》对不动产项目自身的质量提出了更高的要求，同时弱化了不动产类资产支持专项计划对主体增信补足的依赖，引导市场不动产类资产支持证券回归资产本身。同时通过对不动产

抵押贷款ABS项目的交易结构、现金流预测报告、评估报告等相关披露内容的明确，有利于促进该类项目的交易结构设置完善化和标准化，提高各中介机构出具的专业报告的合理性和可参考性。▮

表5 《指引2号》相关规则简析

《指引2号》主要规则内容	简析
借款人： 5.16 借款人应当资质情况良好，且符合本指引第2.4.3条的相关要求：（一）生产经营符合法律、行政法规、特定原始权益人公司章程或者企业、事业单位内部规章文件的规定；（二）内部控制制度健全；（三）具有持续经营能力，无重大经营风险、财务风险和法律风险；（四）最近三年未发生重大违约、虚假信息披露或者其他重大违法违规行为；（五）法律法规、中国证监会和本所规定的其他条件。 管理人应当在测算并在专项计划文件中披露专项计划存续期间借款人经营现金流入扣除向专项计划归集的现金流后对经营成本、税费的覆盖情况，并分析其持续运营能力。 借款人存在尚未付清的融资性债务、工程应付款、大额资本支出计划等情况的，管理人应当核查和分析上述负债的偿还是否影响借款人的持续经营，并在计划说明书中披露。	《指引2号》指出借款人应具有持续经营的能力。借款人的资质良好、符合国家法律法规的要求是保证其能够持续开展经营活动的前提条件；借款人的对外担保、负债类的偿还、大额资本支出计划、违法违规行为的处罚等对于其持续运营能力和偿债能力在一定程度上会产生负面影响，从而可能影响到经营现金流向专项计划划转的频率和金额。 同时，《指引2号》要求披露借款人的运营收入扣除向专项计划归集的现金流后，剩余收入覆盖自身运营成本的情况，其目的在于引导借款人的经营应更多地依赖自给自足，而非外部提供的运营流动性支持。
不动产项目运营机构： 5.17 不动产项目运营机构应当具备不动产项目相关业务管理能力，包括不动产项目运营和维护、运营收支管理、人员配备、附属担保权益及其他权利（如有）管理、不动产项目处置等。管理人应当对不动产项目运营机构的管理和服务能力进行核查并明确发表核查意见。	运营管理机构专业的管理和服务能力可能对不动产的日常经营情况产生积极作用，从而影响到不动产项目的现金流入与流出。此外，在其他条件相同的情况下，运营成熟稳定的项目处置效率更高，有利于投资人利益的保护。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

上交所ABS挂牌新规简析之应收账款与小额贷款债权ABS

文 | 联合资信 郭燕 孙歌珊 刘斯怡 孙爽

一、应收账款ABS

基础资产

(1) 基础资产的入池标准

业务规则新增了工程质量金和不良债权的入池标准，同时进一步约束了供应链应收账款债权人分散度和明确了债务人资质要求。

《指引2号》在应收账款债权资产的要求中补充了工程质量保证金或与工程质量保证金具备同样属性的资产作为基础资产入池的合格标准，且对于上述属性资

产，《指引2号》明确可以豁免“原始权益人已经遵守并履行了基础资产所对应的任一份合同项下的义务”的要求，但对于质量保证情况、回款期限以及义务履行情况均有所约束，且对于未竣工项目质保金要求出具关于将按照工程合同约定尽责履行未完成的工程施工的承诺函以及设置不合格资产赎回或置换等机制（见图1）。

《指引2号》在《确认指南》的基础上补充了核心企业供应链应收款资产支持证券直接债务人及核心企业资质要求，同时要求管理人对于资质相对较弱的城市建设企业进行较为全面的评估（见图2）。

图1 工程质量保证金或与工程质量保证金具备同样属性的资产入池标准

《指引2号》

3.2.2以工程质量保证金或与工程质量保证金具备同样属性的资产作为基础资产入池的，可豁免本指引第3.1.2条第一项有关“原始权益人已经遵守并履行了基础资产所对应的任一份合同项下的义务”的要求，但应当符合下列要求：

- （一）基础资产若为工程质量保证金，原则上应当符合《建设工程质量保证金管理办法》《建设工程质量管理条例》等相关工程质量规定，建设工程的保修范围、保修期限、保修责任等应当明确；
- （二）基础资产回款期限应当与资产支持证券期限匹配；
- （三）相关合同关于基础资产的扣除情形、返还条件、时间及金额等约定应当明确；
- （四）维修义务的责任主体、维修义务涉及的资金来源等应当约定明确，并就维修义务人未能按照工程建设合同约定履行维修义务等违约情形设置相应的风险缓释措施，包括资产赎回和置换、向专项计划出具保函等；
- （五）基础资产原则上应当以竣工项目的工程质量保证金为主。承包人报告期内工程建设及维修履约情况良好、质保金回收率情况良好的，可豁免本项要求。未竣工项目的工程质量保证金入池的，管理人应当取得原始权益人出具的关于将按照工程合同约定尽责履行未完成的工程施工的承诺函，并就涉及争议、纠纷项目的基础资产、未能按期竣工验收项目的基础资产设置不合格资产赎回或置换等机制。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图2 核心企业供应链应收账款债务人资质要求

《指引2号》

3.2.7 核心企业供应链应收款资产支持证券的直接债务人及核心企业（如有）应当信用状况良好，具备偿付能力。管理人应当重点关注行业风险、核心企业信用等，合理确定发行规模。城市建设企业总资产规模小于100亿元或者主体资质较弱的，管理人应当结合城市建设企业所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿付能力，审慎确定核心企业供应链应收款资产支持证券申报方案。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

《指引2号》在应收账款债权资产的要求中补充了非金融机构的不良债权作为基础资产入池的合格标准，明确规范非金融机构的不良债权作为基础资产的准入标准，对非金融机构的不良债权的付款计划及未发生逾期情形进行了明确要求（见图3）。

(2) 基础资产的尽职调查

业务规则新增供应链应收款及不良债权尽调具体要求，为项目实务提供了更为全面的业务标准。

《指引2号》补充了对核心企业供应链应收款转让流程的要求，并强调了债务人及核心企业为达成转让事宜应出具的相关文件。《指引2号》补充要求核心企业供应链应收款abs资产端回流预期情况原则上应与核心企业的业务模式及账期等相匹配，同时基础资产回款

原则上应直接回款至专项计划账户（见图4）。

针对业务规则补充的不良债权的内容核查及披露的内容，可在尽调过程中着重了解不良债权的来源、收购流程等情况，关注不良债权的形成背景，对不良资产的确权方式、收购流程的合法合规性进行充分的核查。在此基础上，获取不良债权收购对价、折扣率及相关价值评估材料可有助于了解不良资产的价值评估合理性（见图5）。

重要参与方

业务规则强调“实质重于形式”，补充了处置义务人尽调要求，增加了对于商业保理公司作为参与方的资质要求。

图3 指引对比-不良债权入池要求

《指引2号》	《确认指南》及《尽调细则》
3.1.2 债权类基础资产应当符合本指引第二章第一节规定的要求，以及下列要求： (二) 同一合同项下的未偿本金和利息（如有）原则上应当全部入池； <u>涉及拆分入池的，基础资产及现金流应当可识别、可特定化，债务偿付顺序明确；</u>	《尽调细则》第三章第九条对基础资产形成与转让合法性的尽职调查应当包括但不限于以下内容： (五) 基础资产涉及的应收账款是否可特定化，应收账款金额、付款时间是否明确。
3.2.2以非金融机构的不良债权作为基础资产的，基础资产的付款计划应当明确，基础资产回收款与底层资产（如有）的现金流回收金额、频率、时间等相匹配，且未发生《债务重组协议》等合同项下的逾期情形。	无相关要求

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图4 供应链应收款转让流程

《指引2号》
3.2.4核心企业供应链应收款资产支持证券的原始权益人应当在向专项计划转移基础资产前，就应收账款债权转让予专项计划的事宜向债务人及核心企业发出应收账款转让通知书， <u>债务人应当出具应收账款转让通知书回执，知悉应收账款转让事宜并明确付款时间和金额；核心企业应当出具付款确认书或差额支付承诺函、担保协议、担保函等文件，知悉应收账款转让事宜并明确其付款或增信的具体安排。</u>
3.2.5 核心企业供应链应收款资产支持证券的期限应当具备商业合理性，原则上应当与核心企业的业务模式及账期等相匹配。
3.2.6 核心企业供应链应收款资产支持证券的基础资产现金流原则上应当由债务人或核心企业（如有）直接回款至专项计划账户。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

《指引2号》明确了置换和赎回可作为不合格基础资产的处置机制，处置义务人的尽调要求在履责能力的基础上补充了内部授权情况（见图6）。

应收账款资产证券化项目的交易结构设置中往往会有保理公司参与，主要作为原始权益人和/或资产服务机构，《指引2号》补充明确了商业保理公司作为参与方应当具有良好的公司治理结构、人员保障、资产筛选能力、信息系统建设和完善的内控制度（见图7）。

二、小额贷款债权ABS

基础资产

1. 小额贷款债权类资产的定义

指引新增小额贷款债权类资产的定义，并对“网络小额贷款”类资产给出单独定义。

小额贷款债权为上交所首次给出定义的一类资产类型，该类型资产也是近年来在资产证券化市场上增速强、占比高的资产类型。本次指引将小额贷款债权定义为“小额贷款公司或者其他金融机构通过线下或者线上方式开展放贷业务，依据借款合同向债务人提供的用于消费、日常生产经营周转等的个人贷款和流动资金贷款；以及企业通过提供赊销服务、提供分期付款服务等方式形成的小额债权”，该定义基本涵盖了目前ABS市场已有的绝大部分以小额分散为特点的债权类资产。特别的，本次指引对于通过“小额贷款公司或者其他金融机构通过线上方式开展的放贷业务”形成的

图5 不良债权核查和披露

《指引2号》
3.2.8基础资产涉及不良债权的，管理人和律师应当对下列情形进行充分核查和披露： （一）基础资产的形成背景、不良债权回收模式、风险分类情况、收购流程是否合法合规、收购对价及折扣率、是否经过相关价值评估等； （二）基础资产同类资产的运营情况、管理情况及逾期情况，包括兑付情况、现金流回款情况、回收周期、回收率、逾期金额（如有）、逾期天数（如有）、逾期资产占比情况（如有）、逾期资产回收情况（如有）、信用触发机制情况等； （三）不良资产的确权方式、价值确定依据、司法清收状态、抵质押（如有）顺位等。 资产评估机构、现金流预测机构应当结合不良资产司法清收状态、抵质押（如有）顺位等合理预测不良资产回收金额、回收周期及评估价值。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图6 指引对比-处置义务人尽调要求

《指引2号》	《确认指南》及《尽调细则》
3.1.8 管理人应当设置<u>置换</u>、赎回等不合格基础资产处置机制，并在专项计划文件中披露处置机制的触发条件、<u>交易对价</u>、处置流程、信息披露要求以及处置义务人的履责能力和<u>内部授权情况</u>。	《确认指南》第七条 管理人应当设置专项计划不合格基础资产处置机制，并在专项计划文件中披露处置机制的触发条件、处置流程、信息披露要求以及处置义务人的履责能力。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图7 商业保理公司尽调要求

《指引2号》
3.1.10 基础资产形成或者转让涉及商业保理公司的，该商业保理公司应当<u>具有良好的公司治理结构、人员保障、资产筛选能力、信息系统建设和完善的内控制度</u>。 商业保理公司的设立、业务经营、相关指标应当符合《中国银保监会办公厅关于加强商业保理企业监督管理的通知》（银保监办发〔2019〕205号）等法律法规及监管规定，取得对应的资质及备案手续（如有）。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“网络小额贷款”资产在开展小ABS业务时，在资产池构成与尽职调查要求上均有额外的要求。

2. 资产池的特点

指引明确了小额贷款债权类资产池构成的“小额分散”特点。

小额贷款债权ABS的主要特点在于资产池的“小额分散”，即该类资产池具有单户债务人债务规模很小、在资产池中占比很低的特点。此外，对于不同类型的小额贷款债权，指引给出的资产池债务人的分散度要求也有所区别（见表1）。

3. 基础资产的尽职调查

指引对于小额贷款债权资产的基础资产尽调要求体现了监管部门加强对于金融消费者权益保护、加强小额贷款投放资金来源等合规性要求的近期监管导向。

在利率水平方面，上交所于根据最高人民法院的规定，要求借款人的综合年化利率（IRR）不能高于24.00%。关于IRR的确定，人民银行规定的计算方式如下：

$$\text{本金} = \sum_{i=0}^{nT} \frac{\text{第}i\text{期支付的金额}}{(1+IRR)^{i/n}}$$

在利率透明性方面，本次指引要求在对资产进行尽调时，相关机构需从金融消费者角度对借款过程中涉及利率展示的渠道中标示的利率与基础资产底稿资料进行比对以确认二者的一致性。不存在变相提高利率的情形。此外，相关机构还需确定基础资产的综合利率在转化为IRR时，是否依然符合监管机构对于利率水平的要求；特别需关注是否存在预先扣除本金/利息，变

相提高贷款实际综合年化利率的情况。

在形成基础资产的资金来源方面，如基础资产属于网络小额贷款，则根据人民银行“在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于30%”的相关要求，则需对形成基础资产的资金来源进行尽调分析，避免基础资产中出现小额贷款公司出资比例低于30%的“联合贷”模式形成的资产。

在债务人信用质量方面，指引对于借款人的资质（超过18周岁）、历史表现（历史逾期不超过3次，累计逾期不超过30天）、借款用途（符合各监管部门规定）等方面也做出了相应的要求，从中可以看出上交所通过把控债务人风险从而提升小额贷款ABS基础资产质量的目标导向。

重要参与方

1. 原始权益人/资产服务机构

本次指引对于原始权益人/资产服务机构的尽职调查要求重点强调了对其贷款用途、IT系统建设运营能力的考察，以及管理人对于资产池的持续跟踪的职责要求（见图8）。

2. 引流机构

本次指引针对近年来小额贷款业务中日益增长的金融机构通过引流机构进行获客的模式首次给出了针对性的尽调要求。指引中除了明确对于引流机构自身经营、财务、风控等方面的尽调要求外，特别强调了对于引流机构与金融机构合作业务模式的尽调。合作业务模式包括了风险分担、支付结算、逾期清收、增信情

表1 不同类型小额贷款债权资产池债务人分散度要求

放款主体	债权类型	债权形成渠道	用途	分散度要求
金融机构	贷款	线上	消费	单户占比不超过0.1%，单户规模小于20万元
			经营	单户占比不超过0.5%
		线下	消费/经营	至少包括10个相互之间不存在关联关系的债务人且单个债务人入池资产金额占比不超过50%
非金融机构	赊销/分期付款	/	/	

况等方面；指引还特别明确了无担保资质的引流机构不能为合作金融机构提供对小额贷款的兜底等增信行为。此外，在国家出台多项旨在保护公民的个人信息政策的环境下，引流机构的征信合规性也成为本次指引关注的重点。

3. 放款机构

由于小额贷款业务近年来多家机构合作放款的模式日益普遍，使得ABS的原始权益人并不一定是实际的放款人，因此仅对原始权益人进行尽调并不能充分

反映基础资产的各项实际风险。上交所本次基于小额贷款业务发展出现的新模式，结合监管层对金融机构真实风险把控的监管精神给出针对放款机构的尽调要求（见图9）。

4. 第三方支付平台

由于部分小额贷款业务的债务人在还款时需通过指定的第三方支付平台进行资金转移，本次指引对于小额贷款债权ABS中的第三方支付平台提出了尽调要求，相关内容旨在避免基础资产回款至专项计划账户的链条

图8 原始权益人/资产服务机构的尽调要求

《指引2号》

3.4.8 管理人应当对下列情形进行充分尽职调查：

（一）强化对贷款用途的尽职调查。贷款用于消费用途的，管理人应当结合贷款人及资产服务机构在前端审批及贷款合同资金用途约定、受托支付、贷后管理等方面的安排，对是否存在消费场景、指定用途、客户群体限定等情形进行尽职调查。贷款用于经营用途的，管理人应当结合贷款人及资产服务机构在客户识别与分类、前端审批及贷款合同资金用途约定、受托支付及验证、贷后管理等方面的安排，对贷款用途是否合法合规、是否用于日常经营进行尽职调查；

（二）通过专项计划募集的资金用途应当符合国家政策和行业监管政策；

（三）原始权益人开展小额贷款业务依托于专业的技术系统的，管理人应当对技术系统的完备性、可靠性、有效性和底层资产数据的真实性开展尽职调查，验证原始权益人提供的违约率、逾期率等资产表现数据及资产分布特征的真实性和准确性，说明并披露该技术系统的功能，包括资产详细信息的显示和有效筛选、入池基础资产及其回收情况的标识、资产池逾期、违约和回收表现统计、不合格或需置换赎回的基础资产的特殊标识等。

管理人应当持续对入池资产的运行状况、现金流回款情况等进行核查和动态监测。原始权益人或贷款人应当对管理人开放技术系统接口，保障管理人可以实时接入技术系统，开展数据统计分析、尽职调查、基础资产池质量动态监测等工作。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图9 放款机构的尽调要求

《指引2号》

3.4.5 小额贷款债权的放款机构除需要符合本指引第二章第四节规定的要求外，还应当符合下列要求：

（一）开展业务合法合规，已取得相关资质证照，符合相关主管部门的要求；放款机构若为小额贷款公司，其应当符合《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》（银保监办发〔2020〕86号）等相关监管要求；

（二）业务开展稳定，具备独立、完善的风险控制体系、专业业务人员，具有完善且合规的贷前审核、资产持续管理及催收等业务流程及方法，基础资产相关业务的逾期率、违约率等风控指标处于较低水平；开展互联网小额贷款业务的，还应当具备完整有效的技术系统；

（三）原则上正式运营满2年、最近一年末净资产超过人民币2亿元且最近一个会计年度净利润为正。

原始权益人为保理公司，小额贷款基础资产由保理公司受让后转让给专项计划的，基础资产的放款机构也应当符合本条要求。

3.4.6 小额贷款业务的放款机构等相关主体开展业务应当符合下列要求：

（一）参与业务的金融机构不存在接受无担保资质的第三方机构提供增信服务以及兜底承诺等变相增信服务的情形；

（二）放款机构发放贷款的资金来源符合法律法规、国家政策和行业监管政策的要求；

（三）放款机构不存在向无放贷业务资质的机构提供资金发放贷款或共同出资发放贷款等情形；

（四）符合《征信业务管理办法》（中国人民银行令〔2021〕第4号）的规定；

（五）符合行业监管部门的其他要求。

资料来源：联合资信根据公开资料整理



上, 资金在第三方支付平台环节出现无法按时归集转付至下一环节的风险(如资金混同、无法破产隔离等风险)。

5. 网络小额贷款的额外要求

本次指引针对网络小额贷款资产的尽职调查提出了额外的要求。相关要求旨在确认网络小额贷款ABS中的相关参与方在合规性等方面符合最新的监管文件要求, 监管文件不仅包含人民银行、银保监会等中央层面的金融监管机构发布的全国统一性文件, 还包含地方金融办等不同地区有所差异的地方性监管文件, 以及电信业务相关的非金融行业的监管文件。对于通过信托计划放款形成基础资产的小额贷款项目, 本次指引特别强调了穿透至放款信托来确定信托的各项文件符合“资管新规”的要求。

三、总结

《指引2号》对于应收账款ABS入池资产的合

格标准、债务人资质核查以及核心企业供应链应收款转让流程等业务操作要求更为明晰, 项目实务标准依据更为全面, 在一定程度上能更好的规避可能产生以及过往发行项目产生过的信用风险。《指引2号》中对于各类小额贷款资产提出的要求充分融合了人民银行、银保监会等监管机构发布的相关内容, 反映了监管层对于小额贷款发展的监管思路: 一方面要加强通过小额贷款对中小微企业和居民进行支持, 另一方面也要防止小额贷款业务的无序发展对借款人权益产生侵害或对金融系统造成风险积累。

总体而言, 本次对于应收账款及小额贷款债权类ABS的新增指引为ABS市场上规模日益增长的两类重要资产类型给出了针对性的指导意见, 对于促进上述类型ABS业务有序、快速发展具有重要意义。///

国际评级行业发展与监管动态报告

文|联合资信 郝帅 董欣焱 刘晓光 张岩

一、全球债券市场

国债收益率整体呈震荡上行走势

2021年,全球经济持续复苏,但分化较大,在2020年低基数效应的影响下,主要经济体经济有所回升,货币政策有所收紧,在此背景下,美国、德国、法国、英国的10年期国债收益率均整体呈震荡上行走势,其中,美国、英国、法国的上行趋势较为明显,法国的10年期国债收益率重回正值区间,德国的10年期国债收益率仍维持在负值区间。

2021年,在低基数效应影响下,美国经济增速创1984年以来历史新高,全年GDP同比实际增速5.70%¹,较上年(-2.20%)上升7.9个百分点。出于对通胀预期的担忧,2021年11月,美联储在联邦公开市场委员会(FOMC)会议后宣布未来每月将减少150亿美元的资产购买(包括100亿美元的国债和50亿美元的机构抵押贷款支持证券(MBS)),并在2022年年中结束购债。2021年12月,美联储宣布将缩减购买的速度翻倍,由每月减少购买100亿美元美债与50亿美元MBS,提速至每月减少购买200亿美元美债与100亿美元MBS。整体来看,美国全年10年期国债收益率平均水平为1.45%,较

上年(0.89%)上升0.56个百分点。

2021年,受低基数效应影响,欧元区经济增速大幅回升,全年GDP同比实际增速由上年的-6.10%回升至5.30%²。其中,德国2021年全年GDP同比实际增速2.70%³,较上年(-5.00%)回升7.7个百分点;法国全年GDP同比实际增速7.00%⁴,较上年(-8.30%)回升15.3个百分点。2021年欧洲央行维持存款便利利率(-0.50%),再融资利率(0.00%)、边际贷款利率(0.25%)不变。同时,欧洲央行继续执行常规资产购买计划(APP),每月净资产购买规模200亿欧元。此外,通过执行针对疫情推出的紧急抗疫购债计划(PEPP),全年购买资产总规模18500亿欧元。在此背景下,德国和法国10年国债收益率呈震荡上行走势,德国和法国全年10年期国债收益率平均水平分别为-0.31%和0.01%,较上年(-0.48%和-0.14%)分别上升0.17和0.15个百分点。

2021年,受低基数效应影响,英国经济增速大幅回升,全年GDP同比实际增速7.60%⁵,较上年的-11.00%大幅回升18.60个百分点。2021年12月16日,英国央行将基准利率⁶上调15BP至0.25%,维持资产购买总规模在8950亿英镑不变,维持企业债购债规模在

¹ 数据来自美国经济分析局。

² 数据来自欧盟统计局。

³ 数据来自德国联邦统计局。

⁴ 数据来自法国国家统计局。

⁵ 数据来自英国统计局。

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

200亿英镑不变。在此背景下，英国10年期国债收益率震荡上行。具体来看，上半年，英国经济明显复苏，10年期国债收益率整体震荡上行。下半年，疫情不确定性增强，英国经济增速放缓，经济恢复不及预期，四季度以来，英国通胀压力持续加大，10年期国债收益率整体呈震荡上行。整体来看，英国全年10年期国债收益率平均水平为0.79%，较上年（0.37%）上升0.40个百分点。

2021年，受低基数效应影响，日本经济增速恢复正增长，全年GDP同比实际增速由上年的-4.30%回升至2.10%⁷。日本央行继续将政策利率⁸维持在-0.10%的水平，10年国债收益率维持在0.00%左右⁹不变。整体来看，日本全年10年期国债收益率平均水平为0.07%，较上年（0.01%）上升0.06个百分点。

美欧发行总量均有不同程度增长，日本发行量小幅下降

2021年，美国主要债券品种的发行总量为12.75万亿美元，较上年增长13.51%，增幅显著（见表1）。其中，国债发行量为5.14万亿美元，同比增长31.91%，增速较

上年下降0.80个百分点；地方政府债发行量为0.48万亿美元，同比下降0.66%，增速较上年下降14.44个百分点；企业债¹⁰发行量为1.96万亿美元，同比下降13.81%，增速较上年下降81.85个百分点；结构融资产品发行量为5.17万亿美元，同比增长12.92%，增速较上年下降57.98个百分点，资产支持证券为发行量最大的券种。

2021年，欧元区主要债券品种的发行总量为6.27万亿欧元，同比增长0.12%。其中，国债发行量为2.82万亿欧元，同比增长3.04%，为发行量最大的券种；地方政府债发行量为0.56万亿欧元，同比下降28.31%；企业债发行量为2.65万亿欧元，同比增长4.26%；结构融资产品发行量为0.23万亿欧元，同比增长19.72%。

2021年，日本主要债券品种的发行总量为244.05万亿日元，同比下降2.47%。其中，日本国债发行量为215.41万亿日元，同比下降2.71%，仍为发行量最大的券种；地方政府债发行量为7.24万亿日元，同比增长3.56%；企业债发行量15.86万亿日元，同比下降4.75%；结构融资产品发行量为5.54万亿日元，同比增长7.16%。

表1 主要经济体债券发行情况表

债券类型	美国 (亿美元)			欧元区 (亿欧元)			日本 (亿日元)		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
国债	29354.80	38958.00	51391.37	18109.49	27367.44	28200.00	1429848.02	2214159.74	2154093.09
地方政府债	4263.79	4851.40	4819.39	5423.59	7867.31	5640.00	64503.00	69913.00	72399.00
企业债	13537.93	22749.05	19608.39	26477.10	25436.97	26520.00	168843.40	166523.61	158617.98
结构融资产品	26772.36	45752.54	51662.97	2208.87	1947.00	2331.00	54998.50	51710.70	55411.30
合计	73928.88	112310.99	127482.12	52219.05	62618.72	62691.00	1718192.92	2502307.05	2440521.37

注：1. 表中欧元区国家指欧元区19个国家债券统计总数，以下同；2. 日本结构融资产品为财政年度数据，财政年度截止日为每年3月31日，以下同；3. 美国联邦机构证券和欧元区货币金融机构（MFI）证券未纳入该表统计，以下同；4. 根据各经济体最新披露数据，对2019年和2020年数据进行追溯调整，以下同
数据来源：美国证券业及金融市场协会（Sifma）、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

⁷ 数据来自日本内阁府。

⁸ 指银行间无担保隔夜拆借利率。

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

¹⁰ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。

主要经济体债券托管总量有所增长

截至2021年末，美国债券托管总量为50.49万亿美元，较上年末增长6.27%，国债、地方政府债、企业债、结构融资产品托管量均较上年末有不同程度增长（见表2）；欧元区国家债券托管总量为17.96万亿欧元，较上年末增长16.68%，各券种托管量均较上年末有不同程度增长；日本债券托管总量为1272.69万亿日元，较上年末增长3.13%，各券种托管量较上年均有不同程度增长。

二、国际评级行业发展动态

截至2021年末，美国认可的评级机构（NRSROs）为9家¹¹，较上年无变化；通过欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority, 以下简称ESMA）注册的评级机构共30家，较上年减少7家，认证家数为3家¹²，较上年无变化。2021年，ESMA取消了惠誉2家英国分支机构和穆迪1家英国分支机构注册

资格；此外，ESMA还取消了3家在英国和1家在斯洛伐克注册的评级机构的资质¹³。

国际三大评级机构业务存量小幅增长，依然占据优势地位

近年来，国际评级行业继续稳步发展，标普、穆迪和惠誉三家评级机构一直占据优势地位，评级业务总量呈现小幅扩张趋势。根据美国证券交易委员会（Securities And Exchange Commission, 以下简称SEC）的监管年报，截至2021年底，国际三大评级机构存续评级业务总量约为204万个，较上年增加1.28%（见表3）。从各家机构评级业务情况来看，截至2021年底，标普、穆迪存续评级业务量较上年分别上升1.17%和0.70%，惠誉的存续评级业务量较上年基本无变化。从产品类别上看，国际三大评级机构所评全球企业存续评级业务量较上年变化不一，其中标普较上年小幅上升2.83%，穆迪较上年基本无变化，惠誉则较上年小幅下降0.57%；国际三大评级机构所评政府证券存续评级业务量较上年变化不一，其中标普和穆迪均小幅上升，

表2 主要经济体债券托管情况表

债券类型	美国 (亿美元)			欧元区 (亿欧元)			日本 (亿日元)		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
国债	166733.27	209731.29	225840.39	75580.88	87203.31	106280.00	9775504.92	10651576.28	10957940.16
地方政府债	38994.31	39839.08	40603.34	6865.14	8432.68	9110.00	615219.32	622584.39	639645.77
企业债	88590.26	98100.32	100628.88	49861.14	48322.58	54070.00	771434.52	824128.50	873412.88
结构融资产品	118926.74	127495.48	137868.80	10085.99	9928.06	10094.59	223850.30	242374.64	255902.91
合计	413244.58	475166.17	504941.41	142393.15	153886.63	179554.59	11386009.06	12340663.81	12726901.72

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

¹¹ 9家NRSROs包括7家美国本土评级机构：穆迪、标普、惠誉、贝氏评级（A.M.Best Rating Services, Inc., 下文简称贝氏）、伊根琼斯评级（Egan-Jones Ratings Company, 下文简称伊根琼斯）、Kroll Bond Rating Agency, Inc（下文简称KBRA）和DBRS, Inc.（下文简称DBRS），2家非美国机构：日本Japan Credit Rating Agency, Ltd.（下文简称JCR）、墨西哥HR Ratings de México, S.A. de C.V.（下文简称HR Ratings）。此外，2022年美国证券交易委员会（SEC）正式批准Demotech, Inc注册成为NRSROs成员。

注册的信用评级机构包括本土信用评级机构19家、标普（1家在欧分支机构）、穆迪（6家在欧分支机构）、惠誉（1家在欧分支机构）、DBRS欧洲评级机构、KBRA欧洲评级机构、AM Best欧洲评级机构；3家认证的信用评级机构分别是日本的JCR、墨西哥的HR Ratings和美国的伊根琼斯。此外，2022年，评级机构Rating-Agentur Expert RA GmbH撤销了在ESMA注册资格。

¹³ 英国注册评级机构分别为AM Best（AM Best Europe-Rating Services Ltd.）、DBRS（DBRS Ratings Limited）和Intelligence Unit（The Economist Intelligence Unit Ltd）；斯洛伐克注册的评级机构为ACR Europe a.s.（ACRAE）。

升降幅度分别为0.93%和0.24%，惠誉则较上年小幅下降0.15%；国际三大评级机构所评资产支持证券存续评级业务量均有所上升，其中穆迪较上年上升幅度较大，为7.18%，标普和惠誉较上年增幅均不超2.10%。

从市场份额来看，截至2021年底，国际三大评级机构存续评级业务量在所有NRSROs存续评级业务量合计中的占比为94.43%，较上年（94.72%）略有收缩（见表4）。其中，标普存续评级业务量仍然占据优势地位，占比50.42%，较上年无变化；穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为31.58%和12.43%，较上年均有略有收缩。从产品类别来看，国际三大评级机构所评的各品种存续评级业务量占比均较上年变化不大；资产支持证券产品评级存续业务量市场占有率最高的仍为穆迪，其



他产品类别存续评级业务量市场占有率排名第一的机构仍为标普。

从收入状况来看，SEC监管年报显示，2021年，国际三大评级机构收入占所有NRSROs评级机构总收入的93.20%，较上年（94.10%）小幅下降。具体来

表3 国际三大评级机构各品种评级存续业务量 (单位: 万个)

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
政府证券评级	91.49	92.71	93.58	56.23	56.09	56.22	18.54	17.77	17.74
全球企业评级	11.75	11.34	11.66	7.00	6.98	6.98	5.88	5.70	5.66
金融机构评级	5.56	5.08	5.29	3.56	3.45	3.40	3.53	3.34	3.28
保险机构评级	0.68	0.68	0.69	0.25	0.26	0.26	0.33	0.32	0.31
工商企业评级	5.51	5.58	5.67	3.19	3.27	3.32	2.02	2.03	2.07
资产支持证券评级	3.65	3.68	3.76	4.94	4.74	5.08	3.41	3.41	3.47
合计	106.89	107.74	109.00	68.17	67.81	68.29	27.83	26.87	26.87

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

表4 国际三大评级机构所评各品种存续业务量市场份额占比 (单位: %)

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
政府证券评级	54.32	54.89	54.77	33.39	33.2	32.90	11.01	10.52	10.38
全球企业评级	40.02	38.91	40.71	23.84	23.96	24.38	20.03	19.54	19.77
金融机构评级	37.18	35.48	38.28	23.79	24.12	24.59	23.61	23.35	23.70
保险机构评级	32.25	32.25	33.01	11.99	12.04	12.52	15.73	15.06	15.02
企业评级	44.79	43.88	44.62	25.93	25.77	26.11	16.41	15.99	16.29
资产支持证券评级	23.57	23.56	22.52	31.86	30.33	30.44	21.98	21.82	20.76
合计	50.12	50.42	50.42	31.96	31.73	31.58	13.05	12.58	12.43

数据来源：SEC年报

看, 2021年标普和穆迪的总业务收入¹⁴继续保持增长态势, 分别较上年增长11.49%和15.77%。评级业务收入方面, 2021年, 标普和穆迪的评级业务收入分别为40.97亿美元和38.12亿美元, 分别较上年增长13.62%和15.80% (见图1)。其中标普评级收入上升主要得益于交易收入¹⁵中的银行贷款评级及美国贷款抵押债券评级收入增多, 以及非交易收入中的跟踪、主体评级等收入增加; 穆迪评级业务收入增长则主要受市场上新增投资及借新还旧需求增加导致企业债券发行增多以及CLO、CMBS等发行增多影响。非评级业务收入方面, 2021年, 标普和穆迪的非评级业务收入分别为42.00亿美元和24.06亿美元, 分别较上年增长9.49%和15.73%, 其中标普的非评级业务收入的增长主要受益于标普指数 (Indices)、普氏 (Platts) 和市场情报 (Market Intelligence) 三个领域收入增多; 穆迪的非评级业务收入的增长主要受研究、数据及分析

(RD&A) 和企业风险解决方案 (ERS) 两个领域收入的增长的影响。

从分析师数量来看, SEC监管年报显示, 截至2021年末, 国际三大评级机构分析师数量占有所有NRSROs评级机构分析师总数的81.71%, 占比较上年(83.69%) 有所下降。具体来看, 标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为1560人、1830人和1301人, 除标普分析师数量较上年小幅增长1.09%外, 穆迪和惠誉均较上年有不同程度的下降, 降幅分别为8.74%和1.00%。

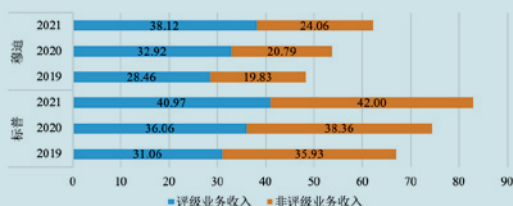
业务发展方面, 2021年, 国际三大评级机构通过收购、共同创建平台等方式在ESG、KYC (Know your customer) 及风险评估等领域进行业务拓展, 进一步拓宽研究领域, 提升专业服务能力, 加强品牌影响力 (见表5)。

国际中小评级机构市场份额整体保持增长态势¹⁶

2021年, 美国认可的中小评级机构整体仍然保持平稳发展, 中小评级机构市场份额、评级收入占比和分析师数量均较上年小幅上升。

从市场份额来看, 截至2021年底, 美国认可的中小评级机构存续评级业务量的市场占有率为5.57%, 较上年 (5.28%) 小幅上升, 其中, DBRS¹⁷市场占有率仍然较高, 为2.84%, 较上年变化不大 (见图2)。在资产支持证券评级方面, 美国认可的中小评级机构的存续评级业务量市场份额占比26.27%, 较上年增长1.99个百分点; 其中, DBRS表现依旧突出, 市场份额由上年的15.02%进一步升至15.30%; 其次为KBRA, 市场

图1 标普和穆迪收入情况



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

资料来源: 标普和穆迪公司年报

¹⁴ 标普和穆迪公司收入来源于公司年报, 由于惠誉为非上市公司, 其年报披露时间不固定, 截至本报告发布日, 惠誉 2019 年至 2021 年财务数据尚未公布。

¹⁵ 标普全球评级业务的收入分为交易收入和非交易收入。交易收入: 针对以发行为目的的评级收取费用, 主要为债项评级。具体包括收取新发行债券的信用评级费用、借款企业信用评级费用和信用估计费用, 交易收入由债券发行量驱动。非交易收入: 主要包括信用评级的跟踪费用、主体评级费用和咨询分析服务费用等。非交易收入一般来说比较稳定, 主要受到各项服务的价格以及具体合同条款等的影响。

¹⁶ 数据来源为美国证券交易委员会 (SEC) 年度监管报告。

¹⁷ 由于 DBRS 将晨星添加为附属机构, 本报告期内 DBRS 统计数据中包括了 2019 年 7 月 2 日后晨星部分, 下同。

份额由上年的9.26%升至10.97%。在保险机构评级方面, AMB仍占据市场优势地位, 市场份额为34.76%, 较上年(34.14%) 小幅增长。其他各中小评级机构所评各类别存续评级业务量市场份额均在7.04%以下, 市场份额占比较上年变动不大。

从收入状况来看, 2021年美国认可的中小评级机构评级业务收入占有NRSROs机构总收入的6.70%, 占比较上年(5.90%) 有所上升。

从分析师数量来看, 截至2021年末, 美国认可的中小评级机构分析师数量占比为18.29%, 较去年(16.31%) 有所上升。具体来看, 截至2021年末, 美国认可的中小评级机构分析师数量为1015人, 较上年末增加101人, 主要受DBRS和KBRA的分析师数量增加的影响, 增幅均超18.00%, 其他中小评级机构的分析师数量均有不同程度减少。

三、国际三大评级机构评级情况

全球企业和国家主权违约率均明显下降

2021年, 受益于市场流动性宽松和经济强劲复苏,

全球信贷质量明显改善, 国际三大评级机构所评全球企业违约率和国家主权违约率较上年均有明显下降。结构融资产品方面, 标普和穆迪所评结构融资产品违约率较上年有所下降, 惠誉所评较上年小幅上升。

2021年国家主权违约率大幅下降。2021年, 国际三大评级机构所评国家主权共有2个国家¹⁸出现违约, 较去年(6个) 明显下滑。标普、穆迪和惠誉所评国家主权违约率分别为0.73%、0.70%和0.80%, 较上年明显下降。主权违约国家或地区主要受到新冠疫情的冲击的影响, 国家财政收支状况恶化, 偿债能力减弱。

2021年全球企业违约率明显改善。2021年标普、穆迪和惠誉所评全球企业违约率分别为0.84%、0.80%

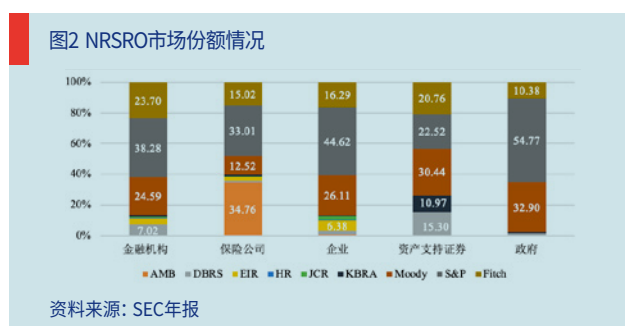


表5 2021年国际三大评级机构业务发展情况

评级机构	时间	收购公司概况	股权	商业领域	目的或影响
标普	12月	The Climate Service, Inc.一家气候风险分析平台	--	ESG	此次收购将有助于提升标普ESG领域的市场地位
	3月	Cortera北美信贷数据和工作流解决方案提供商	100%	KYC	此次收购将增强穆迪综合风险评估能力, 同时也将扩充穆迪Orbis信息数据库, 增强其KYC、商业贷款和供应链领域分析能力
	9月	RealXData房地产租赁投资组合管理服务商	100%	房地产科技	此次收购将提高穆迪帮助客户管理房地产投资的能力
穆迪	9月	RMS为气候和自然灾害风险领域的领导者	100%	风险评估	此次收购将加速穆迪的全球综合风险评估战略, 提升其对快速变化的气候、网络和供应链风险的分析能力
	11月	Bogard AB为北欧地区政治公众人物(PEP)数据和信息的领先提供商	100%	KYC	此次收购将提高穆迪帮助客户进行KYC筛选和研究以应对金融犯罪的能力
	11月	PassFort一家提供身份验证、用户引导和风险分析的SaaS工作流平台	100%	KYC	此次收购将补强穆迪的技术、数据和分析能力, 增强其为客户提供KYC、反洗钱、合规和交易对手风险评估等方面解决方案的能力

注: "--" 表示未获得相关的资料

资料来源: 标普和穆迪公司年报

¹⁸ 分别是伯利兹和苏里南。

和1.00%，较上年明显下降。全球企业债券违约事件主要集中于石油与天然气、建筑以及商业服务行业，在地域上集中于北美、亚太、拉丁美洲以及欧洲地区。

2021年国际三大评级机构所评结构融资产品违约率表现不一。具体来看，标普和穆迪所评结构融资产品的违约率均较上年有所下降，分别为0.60%和0.10%。而惠誉所评结构融资产品的违约率为0.60%，较上年小幅上升（见表6）。从产品类型看，商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）违约率最高，标普和惠誉所评违约率分别为2.22%和1.40%，其次为住房抵押贷款支持证券（RMBS），标普和惠誉所评违约率分别为0.79%和0.50%，资产支持证券（ABS）的违约率较低。从区域来看，违约主要集中在北美地区。

全球企业和结构融资产品评级均呈调升趋势

2021年，评级调整呈明显改善趋势。国际三大评级机构所评全球企业评级均由调降趋势转为调升；所评的国家主权评级调整趋势表现变化不一，但整体偏向好转；所评结构融资产品评级均呈调升趋势。

2021年国家主权评级调整趋势表现变化不一，但

整体偏向好转。其中，标普国家主权评级上调率和下调率分别为3.65%和8.03%，穆迪国家主权评级上调率和下调率分别为5.76%和11.51%，均延续上年的调降趋势，但调降趋势均有所减缓；惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为4.94%和4.32%，由上年的调降转为调升趋势。信用等级调降主要集中于拉丁美洲、亚太、中东和非洲地区。

2021年全球企业评级由调降转为调升趋势。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为10.20%和5.52%，调升率上升至近10年最高水平的同时，调降率也创历史新低。惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为8.70%和5.60%。穆迪的级别偏移（Rating drift）¹⁹由上年的-21.00%上升至6.00%。从地域分布来看，等级调升主要集中于北美和欧洲地区；等级调降主要集中于北美和亚太地区。

2021年结构融资产品评级调整均呈调升趋势。2021年，标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为8.20%和2.40%，由上年调降转为调升趋势（见表7）。惠誉所评结构融资产品仍延续调升趋势，且调升趋势较去年明显增强，上调率和下调率分别为14.60%

表6 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况（单位：%）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
国家主权违约率	0.75	4.32	0.73	0.00	4.17	0.70	0.90	4.20	0.80
全球企业违约率	1.30	2.75	0.84	1.53	3.14	0.80	0.80	1.60	1.00
投资级违约率	0.06	0.00	0.00	--	--	--	0.09	0.00	0.00
投机级违约率	2.54	5.52	1.68	3.20	6.90	1.70	2.20	4.60	1.40
结构融资产品违约率	1.82	1.40	0.60	0.00	0.30	0.10	0.64	0.57	0.60

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

¹⁹ 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。

和2.90%。从地域分布来看，等级调升与调降均主要集中在美国和欧洲地区。

全球主要品种等级分布较上年末变化不大

截至2021年末，国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品的信用等级分布较上年末变化不大。投资级占比方面，国际三大评级机构所评国家主权评级投资级占比较上年末小幅下降，所评全球企业投资级占比较上年变化不大，所评结构融资产品的投资级占比较上年末均有不同程度上升。

四、信用评级国际监管动态

2021年以来，国际评级行业的监管重心是加强风险管理与防范利益冲突，加强对信用评级技术和评级流程的监管，加强和规范信息披露要求，完善法律责任追究制度等。

美国信用评级监管动态

1. 开展对ESG因素及产品、技术应用、证券所有权、中国公司、评级监控流程审查等方面的专项风险评估

在ESG因素和产品风险评估方面，SEC指出

NRSROs已制定适用于确定信用评级的ESG方法，同时NRSROs及其附属公司已开发和提供越来越多的ESG相关产品和服务，这些产品和服务不属于信用评级，因此不受SEC的直接监管。但ESG产品的营销和开发可能导致利益冲突问题，存在影响信用评级的潜在风险。

在通信方式变化风险评估方面，SEC认为由于使用短信应用程序作为通信手段日益广泛，其通过未经批准的方式进行业务通信且未保存记录的可能性增加，这存在一定的潜在风险。

在员工持有证券的重大非公开信息方面，SEC认为NRSROs在管理利益冲突或防止不当使用的政策和程序中可能存在弱点，需要考虑潜在风险。

对中国公司的评级风险方面，SEC指出中国近期的一些可能产生重大经济后果的情况，包括对中国大型房地产开发公司的信誉关注；由于燃料短缺、高需求和监管要求引起的区域电力减少和配给，从而导致生产放缓；一家债务管理国有金融公司发生巨额亏损。SEC担心以上内容可能会对中国公司的评级造成不利影响。

在疫情对商业房地产信用评级方面，SEC指出受疫情的不利影响，与2020年上半年相比，单一借款人CMBS行业在2021年上半年经历了不均衡的复苏，导致住宿和零售等物业滞后。因此商业房地产评级相关的

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

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
国家主权评级									
上调率	13.43	2.16	3.65	7.69	3.49	5.76	11.00	1.26	4.94
下调率	4.48	15.83	8.03	5.59	20.14	11.51	9.00	20.13	4.32
全球企业评级				级别偏移 (Rating drift)					
上调率	6.30	2.79	10.20	-5.00	-21.00	6.00	9.60	4.30	8.70
下调率	9.00	18.50	5.52					16.80	5.60
结构融资产品评级									
上调率	7.20	3.70	8.20	--	--	--	13.50	6.40	14.60
下调率	4.70	7.60	2.40	--	--	--	2.90	3.90	2.90

资料来源：标普和惠誉评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告，2021年穆迪和惠誉国家主权评级调整数据由违约率与迁移报告中的上调及下调次数与2021年初所评的全部主体个数的比值求得；穆迪主权评级调整数据来源于违约率与迁移报告；截至本报告发布日期穆迪无2020—2021年结构融资产品评级调整数据

潜在风险可能涉及以下方法和评级流程：(1) 对模型隐含评级、模型隐含的从属级别和评级过程中使用的模型输入进行定性调整；(2) 财产估价；(3) 违约频率和严重性假设或预测。

在疫情对评级跟踪作业影响方面，在疫情期间，由于某些行业信息变化和业绩下降，需要额外的分析审查，评级跟踪流程面临压力。SEC认为潜在风险包括：增加分析人员工作量可能导致不遵守适用的监督政策和程序；NRSROs可能调整假设或简化监督程序，但没有足够的内部控制来确保适当的资料与信息披露。

2. 加强对评级结构化产品的监管处罚

标普因未遵循证券交易法要求的政策和程序被SEC提起行政终止程序。2022年11月14日，SEC称标普未能按照证券交易法²⁰的要求建立、维护、执行和记录合理的评级政策和程序，未能确保遵守业务规则。标普的市场人员与分析人员沟通造成了市场人员参与评级过程的违规行为。SEC对标普提起了此行为的停止和终止程序。

EJR²¹因未遵循证券交易法对防止利益冲突的相关规定被SEC提起行政终止程序。2022年6月21日，SEC称EJR的创始人Sean Egan未能按照证券交易法的要求将销售与营销活动因素和信用评级决策分开。此外，EJR还违反了证券交易法的利益冲突规则，即禁止NRSROs发布或维持在最近结束的财政年度向其提供的净收入等于或超过NRSROs其总净收入10%的人请求的信用评级。EJR也未能建立、维护和执行用于管

理利益冲突的政策和程序。SEC就此行为对EJR提起了行政停止和终止程序。

美国地方法院对前信用评级机构晨星²²做出最终判决。2022年6月7日，美国纽约南区地方法院对晨星作出最终判决。SEC曾起诉晨星违反了证券交易法第15条²³的披露和内部控制相关规则，晨星通过降低模型压力而调高信用等级，使支付评级费用的发行人受益，使他们能够向投资者支付更低的利息。同时，晨星未能建立和执行有效的内部控制来管理相关业务。晨星同意进入最终判决，最终判决其支付民事罚款。

3. 提出从M法规²⁴中删除对信用评级的引用的修正案

2022年3月30日，SEC重新提出修正案，以删除相关法规中对信用评级的引用。《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》（“多德—弗兰克法案”）要求SEC从其法规中删除提及信用评级的内容。在一项管理法规中，SEC提议删除对信用评级的提及，而用信用价值的衡量替代，并在特定情况下需保存相关记录。在另一项管理证券发行人和持有人的法规中，SEC提议取消投资级不可转换债券、不可转换优先证券和资产支持证券的例外情况。该议案要求于2022年5月23日之前收到反馈。

欧盟信用评级监管动态

1. ESMA正式发布《关于初步审查和初步评级信息披露要求指南》

2022年1月31日，ESMA发布《关于初步审查和初步评级信息披露要求指南》的最终报告。ESMA已于2021

²⁰ 指美国《1934年证券交易法》。

²¹ Egan-Jones Ratings Company。

²² 2021年2月16日，SEC起诉晨星在2015年至2016年评级的30个CMBS业务中，晨星公司未披露CMBS评级模型中调整“特定贷款”压力的方法。

²³ 1934年证券交易法第15E(t)条要求每个NRSRO实施特定的公司治理措施。包括：要求每个NRSRO拥有一个董事会；规定了这种董事会的具体强制性职责；规定至少一半（不少于两名）的董事会成员应独立于NRSRO，部分独立董事应包括NRSRO的评级用户；规定NRSRO董事会的独立成员的报酬不得与NRSRO的业务表现挂钩，并确保他们判断的独立性，独立董事的任期应是事先约定的固定期限，不超过5年，不得延期。

²⁴ 作为一套预防性反操纵规则，M条例旨在通过禁止可能人为影响证券市场的活动来维护证券交易市场独立定价机制的完整性。

年发布相关咨询文件²⁵，其主要介绍了开展评级披露的必要性和法律依据、公开披露的内容、公开披露的时间、访问公开披露的方法等内容。本次最终报告在2021版咨询文件的基础上收集了评级机构和其他利益相关者的意见，并作出回应。ESMA指出，该指南将为在欧盟注册的信用评级机构提供“初步审查和初步评级”的统一标准，有助于ESMA对信用评级机构采取监管行动，避免发行人要求对主体或债券进行多重评估的情况，并进一步降低投资者评级选购²⁶带来的风险。该指南于2022年7月1日应用。

2. ESMA关注ESG因素在信用评级中的应用差异

2022年2月10日，ESMA发布投资人保护报告《在评级报告中挖掘ESG披露》，报告指出由于近年来投资者对可持续金融的兴趣呈指数级增长，部分信用评级机构积极将环境、社会和治理（ESG）因素纳入其信用评级，为确保投资者在ESG方面保持信息的透明度和一致性，ESMA于2019年7月发布了《信用评级报告中ESG对评级影响因素的披露指南》²⁷（以下简称《ESG披露指南》）。该报告通过将自然语言处理技术应用于2019年至2020年发布的超过64000份评级报告以评估《ESG披露指南》的实施情况，结果得出自《ESG披露指南》推出以来，评级报告中ESG披露的整体水平有所上升，但ESG披露的水平无论在不同评级机构之间还是在E、S和G要素间都存在显著差异。此外，即使对于ESG因素影响显著的受评企业，不同评级机构的披露也存在差异。

3. ESMA就乌克兰问题发布公开声明，密切关注其对信用评级行业的影响

2022年3月14日，ESMA就乌克兰问题发布公开声明，声明提及ESMA与国家主管部门协调，密切监测乌克兰危机对欧盟金融市场的影响，并准备使用相关工具确保市场的有序运作和金融稳定，加强投资者保护。对评级行业关注方面，ESMA指出将积极与信用评级机构沟通，以确保评级的透明度，并与其他机构密切合作，监测乌克兰问题对信用评级机构运行的影响。

4. ESMA更新信用评级机构法规范围指南，对非公开信用评级提供明确指导

2022年7月，ESMA发布了《修订有关信用评级机构法规范围的指南和建议》和配套答复表，该文件第一版于2013年7月30日发布，目的是对评级机构法规的范围进行明确。此次修订的目的是对非公开信用评级（private credit rating）提供明确指导，非公开信用评级指金融市场参与机构根据个体需求提供的评级，该信用评级仅适用于需求方且不能进行公开披露或订阅交易。2022年10月28日，ESMA更新了《信用评级机构法规范围指南》（以下简称“新指南”），主要增加了非公开信用评级的定义，并把提供非公开信用评级的金融机构纳入指南的适用范围²⁸。新指南指出，非公开信用评级只能通过需求方与评级提供商之间的书面协议正式确定；ESMA要求该协议包含一项具体条款，明确指出将评级独家发布给需求方，并应签署保密承诺，排除将评级结果传播给第三方的可能；ESMA还要求评级使用者仅可在保密文件的基础上选定确定数量的自然人或法人共享非公开信用评级，人数不能超过150人，且为确保遵守此限制，评级提供商应实施适当的管控进行监测。

²⁵ 详见联合资信 2021 版《国际评级行业发展与监管动态报告》。

²⁶ Rating Shopping，指发行人从多个评级机构中征求评级以寻找最佳评级。

²⁷ 《指南》指出，如果 ESG 因素是改变信用评级或评级前景的关键驱动因素，则评级机构应确定相关因素并详细说明其重要性，且注明如何将其应用于评级过程中的参考（例如，对其信用评级方法的参考），该指南于 2020 年 3 月 30 日应用。

²⁸ 更新前指南适用范围为信用评级机构、国家主管机构和部门主管机构，更新后增加了提供非公开信用评级的金融市场参与机构。

评级小贴士**关于银行间债券市场企业资产证券化业务的一些基础知识****发行企业资产支持证券对基础资产有什么基本要求？**

基础资产可以是基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利等，以及企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利。以基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利作为基础资产的，企业应取得合法经营资质。基础资产为信托受益权等财产权利的，其底层资产需要满足本规则对基础资产的相关规定。

发行企业资产支持证券对信息披露有什么要求？

发起机构、增信机构和相关中介机构应按照相关约定，及时向特定目的载体或其管理机构提供相关信息，并保证所提供信息的真实、准确、完整。

发行资产支持证券应至少披露以下文件：（一）募集说明书或发行协议；（二）法律意见书；（三）交易商协会规定的其他文件。

资产支持证券存续期间，特定目的载体或其管理机构应履行什么职责？

（一）按照规定或约定管理、运用、处分基础资产及担保物（如有），向资产支持证券投资者分配本金和收益；（二）按照规定或约定落实基础资产循环购买、不合格基础资产赎回或替换、现金流归集和维护基础资产安全的机制；（三）对基础资产质量变化情况进行监测和排查，持续跟踪基础资产现金流产生、归集和划转情况；（四）按照规定或约定，开展资产支持证券风险和违约处置；（五）根据持有人会议决议代表资产支持证券持有人利益提起诉讼或仲裁等司法程序；（六）本规则及相关自律规则规定以及交易文件约定的其他职责。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《关于发布<银行间债券市场企业资产证券化业务规则>及<银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引>的公告》

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2023年2—3月，债券市场¹有新增违约²主体1家，共涉及到期违约债券1期，到期违约规模合计约4.64亿元；有重复违约³主体4家，共涉及到期违约债券4期，到期违约规模合计约7.33亿元。

截至3月31日，2023年我国债券市场新增违约主体2家，涉及到期违约债券2期，到期违约债券规模5.14亿元，均较上年同期（3家、9期和66.60亿元）有所减少。重复违约主体7家，涉及到期违约债券9期，到期违约规模约17.56亿元，均较上年同期（4家、5期和17.22亿

元）有所增加（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2023年2—3月，债券市场有1家发行人主体级别发生上调，有6家发行人主体级别发生下调，无发行人主体展望发生调整。

截至3月31日，2023年我国债券市场有2家发行人主体级别发生上调，较上年同期（0家）有所增加，有6家发行人主体级别发生下调，较上年同期（29家）大幅减少，无发行人主体展望发生调整。

表1 2020年—2023年3月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2020年			2021年			2022年			2023年1—3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	30	98	1019.36	23	90	1015.76	8	43	223.47	2	2	5.14
重复违约	19	63	367.41	27	79	743.28	9	21	173.13	7	9	17.56

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 2020年—2023年3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			
	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
调升数量（家）	235	17	25	2	5	3	6	0
调降数量（家）	93	138	86	6	24	50	25	0

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2022年（含）之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

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

荣盛房地产发展股份有限公司

一、主体概况

荣盛房地产发展股份有限公司（以下简称“荣盛地产”或“公司”）成立于1996年12月30日。公司是一家主要从事房地产开发与销售、产业园、物业经营和酒店经营等业务的上市公司，是河北省地方民营企业，第一大股东为荣盛控股股份有限公司（以下简称“荣盛控股”），持股23.24%，实际控制人为自然人耿建明。

“20荣盛地产MTN001”于2020年7月23日上市发行，发行规模10亿元，发行时票面利率7.22%，发行期限3年附带第2年末回售条款。“20荣盛地产MTN001”于2022年7月1日开始回售登记，但受业绩持续亏损等因素影响，公司未能按期兑付回售本息，

2022年7月，公司与“20荣盛地产MTN001”的持有人达成展期协议，债券本息变更为分期偿付，“20荣盛地产MTN001”的到期日变更为2023年10月23日。按照约定，2022年7月23日起的15个月内，荣盛地产分期完成本金兑付，即分别于2022年8月23日、2023年1月23日、2023年4月23日、2023年7月23日、2023年8月23日、2023年9月23日和2023年10月23日兑付本金的6%、5%、5%、10%、10%、10%和54%。2023年1月中旬，荣盛地产拟对“20荣盛地产MTN001”进行二次展期，将在原有展期15个月的方案上整体再延后2年进行兑付，但此议案未获得通过。2023年1月23日，“20荣盛地产MTN001”未能按期足额兑付上述本息，构成实质性违约。详见表1。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	首次违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
20荣盛地产MTN001	2020/7/22	2023/7/23	2023/1/23	9.67	--	AAA/AAA/稳定	中期票据	大公国际	本息违约

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

资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2021-04-28	公司披露2020年年报，年报显示公司受疫情冲击、融资收紧和市场下行等因素影响，全部债务为743.33亿元，同比有所增高，净利润为77.74亿元，同比下滑18.91%
2021-06-11	公司指数被从沪深300成分中剔除
2021-06-23	公司股东减持0.46万股公司股份
2021-10-29	公司披露2021年三季度报，显示公司归母净利润为31.02亿元，同比减少29.57%

2021-10-29	公司披露2021年三季报，显示公司归母净利润为31.02亿元，同比减少29.57%
2021-11-11	公司发公告称，公司股东荣盛控股持有的共4.99亿元公司股份被冻结
2021-11-17	南京宁禄建设有限公司（以下简称“南京宁禄”）与公司下属公司有业务合作。因业务经营需要，南京宁禄拟向金融机构申请融资，并由公司及廊坊开发区荣盛房地产开发有限公司（以下简称“廊坊开发区荣盛”）等5家下属公司以其持有的土地、厂房等资产为上述融资提供抵押担保，公司产生大额借贷担保
2021-12-06	穆迪将公司主体评级由B1下调为B3
2021-12-20	穆迪将公司主体评级由B3下调为Caa2
2022-01-19	廊坊俊义建材有限公司（以下简称“俊义建材”）为公司重要合作供应商。因业务经营需要，俊义建材拟向金融机构申请融资，并由公司全资下属公司南京华欧舜都置业有限公司（以下简称“南京华欧”）以其持有的土地为上述融资提供抵押担保；廊坊佳立建材有限公司（以下简称“廊坊佳立”）为公司重要合作供应商。因业务经营需要，廊坊佳立拟向金融机构申请融资，并由公司下属公司南京华欧等3家下属公司以其持有的房产等资产为上述融资提供抵押担保，公司产生大额借贷担保
2022-01-26	大公国际关注到公司对临期美元债提出交换要约，商票持续逾期，控股股东提出股权转让计划，反映公司短期流动性压力上升，决定维持公司主体信用等级为AAA，将公司评级展望下调为负面
2022-04-19	深交所就公司披露的《2021年度业绩预告修正公告》发布关注函
2022-04-30	公司发布2021年年报，年报显示由于公司面临行业下行压力，加之大额计提减值对利润形成严重侵蚀，当期发生亏损，净利润为-50.03亿元
2022-05-05	公司发布2022年一季报，季报显示一季度继续亏损，净利润为-11.30亿元
2022-05-25	深交所就公司披露的《2021年年度报告》发布关注函
2022-07-01	深交所就公司披露的《关于收购控股子公司少数股东股权暨关联交易的公告》发布关注函
2022-07-09	公司全资子公司广州荣盛房地产有限公司（以下简称“广州荣盛”）因为经营需要向金融组织融资2.5亿元，由广州昊博益海融资担保有限公司（以下简称“昊博担保”）为该融资向金融组织提供连带责任保证担保。为保证上述融资事项的顺利开展，公司与昊博担保签订保证合同，公司产生大额借贷担保
2022-08-26	公司总裁离任
2022-08-30	公司发布2022年中报，公司持续发生亏损，净利润为-21.61亿元
2022-09-07	因公司《2021年度业绩预告》披露的2021年度预计净利润与2021年度经审计净利润差异较大，且预计盈亏性质发生变化，深交所给予公司通报批评、计入诚信档案的处罚决定
2022-10-30	公司发布2022年三季报，季报显示当期发生亏损，净利润为-28.30亿元
2023-01-23	因资金链紧张，公司未能按期足额兑付“20荣盛地产MTN001”的回售本金和利息，构成实质性违约

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源：联合资信整理

三、违约原因分析

受行业下行等因素影响，公司盈利出现下滑

公司业务以房地产板块为主。2021年以来，房地产行业销售情况呈现走弱态势，融资环境收紧及调控政策的变化对房地产企业的经营产生影响，公司面临行业下行压力，营业收入及毛利率同比均大幅下降。截至2021年年末，公司营业收入为472.44亿元，同比下降33.93%；公司毛利率为19.54%，同比下降8.28个百分点，其中房地产板块降幅较大，主要由于销售情况走弱及结算项目减少所致。此外，由于公司主要布局以京津冀环渤海地区和泛长三角区域二三线城市为主，2022

年以来，受二三线城市房价持续走弱影响，公司仍存在降价促销项目，营业收入和利润继续下降。2022年，公司营业总收入为317.93亿元，相比2021年下降32.70%，净利润自2021年四季度起持续为负。



公司激进扩张，计提大量资产减值损失，存在大量融资抵押导致受限资产规模较大

2020—2021年，公司在面对疫情冲击、融资收紧和市场下行等多重压力下，仍把战略布局由原来的环京继续向外扩大，同时激进推进文旅项目多元化。2021年公司新增土储29宗，购地金额123.42亿元，权益购地金额80.19亿元。随着市场低迷、房价下行，公司计提资产减值损失大量增加，截至2022年第三季度末，公司计提资产减值损失约3.86亿元，同比增加800.77%。此外，由于公司存在大量融资抵押，导致受限资产占净资产比重较大。截至2021年末，公司受限资产为658.58亿元，占总资产的比重为22.49%，是净资产的1.45倍。

公司资产负债率居高不下，债务结构以短期有息债务为主

从2017年起，公司资产负债率一直保持在80%以上水平居高不下。2020年以来，公司债务结构转为以短期有息债务为主；一年以内有息负债规模较大，整

体资产负债率逐年递增。截至2022年9月末，公司短期有息债务309.77亿元，占比55.09%；现金及现金等价物余额为149.42亿元，难以对短期有息债务形成有效保障，现金短债比为0.58倍，同比减少0.23倍，短期偿债压力加大。

公司流动性压力继续上升，频繁涉诉，融资环境进一步恶化

公司流动性紧张，2022年以来，受宏观经济环境、政策等影响，公司商票持续逾期，两笔美元债部分展期，且公司征信报告中存在逾期记录、展期记录、多笔未结清关注和不良类贷款记录以及相关还款责任大额未结清关注和不良类记录，公司短期流动性压力继续上升。此外，公司涉及票据追索权纠纷案件数量较多，存在被执行及股权冻结记录，子公司被列为失信被执行人，相关诉讼使公司融资环境进一步恶化。■

表3 主要财务指标

财务指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
资产总额 (亿元)	1917.33	2277.62	2545.95	2886.11	2927.75	2495.66
所有者权益 (亿元)	293.80	363.61	446.72	517.61	454.18	250.47
长期债务 (亿元)	380.96	356.26	311.29	473.85	300.79	166.29
全部债务 (亿元)	598.90	624.19	674.99	743.33	582.28	428.11
营业收入 (亿元)	387.04	563.68	709.12	715.11	472.44	317.93
利润总额 (亿元)	80.23	109.43	130.51	106.78	-41.93	-178.15
EBITDA (亿元)	86.95	121.47	148.22	126.75	-15.98	-149.82
经营性净现金流 (亿元)	22.74	175.12	21.20	13.67	169.15	22.45
营业利润率 (%)	25.43	26.97	26.55	23.93	14.45	-1.05
净资产收益率 (%)	20.69	22.76	21.46	15.02	-11.01	-73.61
资产负债率 (%)	84.68	84.04	82.45	82.07	84.49	89.96
全部债务资本化比率 (%)	67.09	63.19	60.17	58.95	56.18	63.09
流动比率 (%)	146.89	137.41	132.07	141.99	124.33	110.97
全部债务/EBITDA (倍)	6.89	5.14	4.55	5.86	-36.43	-2.86
EBITDA利息倍数 (倍)	24.00	13.76	11.54	9.35	-0.81	-6.51
经营现金流动负债比 (%)	1.85	11.35	1.19	0.73	7.94	1.10

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

央行、银保监会发布《商业银行金融资产风险分类办法》

2023年2月11日，银保监会和人民银行共同制定了《商业银行金融资产风险分类办法》（以下简称《办法》），《办法》要求商业银行遵循真实性、及时性、审慎性和独立性原则，对承担信用风险的全部表内外金融资产开展风险分类。《办法》拓展了风险分类的资产范围，提出了新的风险分类定义，强调以债务人履约能力为中心的分类理念，进一步明确风险分类的客观指标与要求。同时，《办法》针对商业银行加强风险分类管理提出了系统化要求，并明确了监督管理的相关措施。《办法》的发布有助于进一步推动商业银行准确识别、评估信用风险，真实反映资产质量。

（摘自国务院官网，2023年2月11日）

央行、银保监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》

2023年2月24日，人民银行、银保监会起草了《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》（以下简称《意见》），《意见》提出支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券，筹集资金专门用于增加住房租赁开发建设贷款和经营性贷款

的投放；支持住房租赁企业发行债务融资工具、公司债券、企业债券，专项用于租赁住房建设、购买和经营。鼓励优化债券发行流程，提高住房租赁债券发行效率；住房租赁企业持有运营的租赁住房具有持续、稳定现金流的，可将物业抵押作为信用增进，发行住房租赁担保债券。住房租赁担保债券纳入债券管理框架。

（摘自中国人民银行，2023年2月24日）

交易商协会修订《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》

2023年3月16日，交易商协会修订了《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》（以下简称《规则》）。《规则》对2017年发布的《非金融企业资产支持票据指引》做出修订，主要从四方面进行了优化完善：一是将产品指引升级为业务规则，涵盖ABN、ABCP、类REITs等产品，并覆盖注册、发行、存续期全环节，明确存续期管理机构角色及职责；二是建立分层次的信息披露机制，提升信息披露及时性、有效性，规范各参与机构权利义务，强化主体责任和履职意识；三是完善投资者保护安排，细化持有人会议召开、表决、回避等相关要求，强化投资人权益保护；四是优化业务流程，明确豁免备案情形，完善主承销

团机制，拓宽参与机构类型，提升注册发行便利性，充分激发市场活力。本次修订强调“真实出售、破产隔离”原则，旨在拓宽规制对象范围、丰富参与机构类型、提升注册发行便利，充分激发市场活力，引导相关主体归位尽责。

（摘自新浪财经，2023年3月20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2号——特定品种公司债券（2023年修订）》

2023年3月14日，上海证券交易所参照《中国绿色债券原则》关于绿色公司债券相关要求，修订了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——特定品种公司债券》（以下简称《指引》）。《指引》对2022年6月发布的《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》做出了修订，主要对绿色公司债券的相关规则进行了调整，扩大了绿色公司债券的定义，减少了募资及申报财务指标，新增了“碳收益绿色公司债券”标识范围。《指引》的修订有利于规范绿色公司债券申报及存续期管理等相关活动，促进绿色债券市场高质量发展。

（摘自搜狐新闻，2023年3月15日）

市场动向

Market Trends

首单央企全形态保理资产ABS成功发行

2023年3月9日，首单央企N+N全形态保理资产证券化产品“中信证券-中化保理供应链金融1期资产支持专项计划”成功簿记发行，优先级0.99亿元，优先级利率3.19%，发行利率达市场同期同期限ABS产品最低水平，全场认购倍数2.2倍。

该产品通过科技化手段形成的保理资产，综合运用大数据等技术，对客户进行多维度交叉验证，帮助融资客户在线完成注册鉴权工作，在严防欺诈风险的前提下，极大地提高了获客及展业效率与用户体验，降低了获客成本，奠定了用户服务敏捷化的坚实基础。

(摘自新浪财经, 2023年3月11日)

全国首单“长江经济带乡村振兴”ABS成功发行

2023年3月21日，天风—财通租赁1期长江经济带资产支持专项计划（乡村振兴）在上海证券交易所成功发行。本专项计划是全国首单“长江经济带乡村振兴”资产支持专项计划（ABS），由天风（上海）证券资产管理有限公司担任计划

管理人和销售机构，发行总规模11亿元，最终加权票面利率3.49%。本次资产支持专项计划的成功发行，既高效盘活了公司的存量资产，又有效降低企业资产负债率，为企业的降本增效发挥了积极作用。

(摘自新浪财经, 2023年3月24日)

全国首单“碳资产”标识债券成功发行

2023年3月23日，甘肃能源化工投资集团有限公司成功发行全国首单“碳资产”标识债券，发行规模5亿元，票面利率3.05%。本期“碳资产”债券发行采用的是“固定利率+浮动利率”方式。其中，浮动利率挂钩碳排放配额（CEA）收益率，将债券收益率与碳排放配额收益率进行挂钩，实现投资者市场化激励。本期债券的成功发行对于探索环境权益金融工具支持碳达峰、碳中和目标实现具有重要的实践意义。

(摘自澎湃新闻, 2023年3月24日)

全国首单绿色碳资产债券成功发行

2023年3月27日，无锡市华光环保能源集团股份有限公司“23华光

环保MTN001（绿色碳资产）”在银行间债券市场发行，该债券为全国首单绿色碳资产债券，同时也是全国首笔中长期碳资产债券。该债券发行规模4亿元，期限2年，票面利率3.1%，创2023年全国同评级同期限债券新低，募集资金将用于惠联垃圾热电提标扩容项目。该债券引入碳资产收益互补，有助于提高绿色金融的有效性、精准性，助力绿色产业发展、繁荣低碳技术的研发创新。

(摘自中国经济网, 2023年3月28日)

全国首单“四大主题”资产担保债务融资工具成功发行

2023年3月底，吉电股份2023年度第一期碳排放权资产担保债务融资工具（碳中和债/专项乡村振兴/革命老区）在银行间市场成功发行，注册额度10亿元，首单发行规模0.62亿元，发行价格2.60%，发行期限180天。本期产品为银行间市场全国首单“碳中和、碳资产、乡村振兴和革命老区”四大主题资产担保债务融资工具（CB），募集资金将用于江西省兴国县革命老区风电场项目，该产品的成功发



行有助于引导和鼓励金融资源更有效地向清洁低碳和扶贫项目倾斜,进一步助力绿色金融发展和革命老区建设。

(摘自人民网, 2023年3月28日)

全国首单上市公司“保函+”供应链ABS成功发行

2023年3月底,成都高新发展股份有限公司与成都农商银行合作的供应链资产支持证券(ABS)在深交所成功发行,该产品是全国首单由上市公司发行的“保函+”供应链ABS。高新发展在该产品的储备规模达10亿元,募集资金专项用于支持成都高新区产业园区、人才公寓及产业配套等绿色建筑建设。该产品通过国有上市公司资本市场链接优势,降低融资成本、拓宽资金渠道,引流金融“活水”直达链条上游中小企业,

助力产业链金融稳定发展,推动区域绿色低碳发展。

(摘自搜狐新闻, 2023年3月29日)

全国首单储架停车收费权ABS首期成功发行

2023年2月21日,成都交投智慧停车产业发展有限公司作为原始权益人的“中金-成都交投停车费收益权第1期资产支持专项计划”在交易所成功发行,发行总规模6.6亿元,其中优先档规模6.27亿元,次级档规模0.33亿元,专项计划期限3+3+3年,本项目是全国首单储架停车收费权ABS。本次专项计划将停车费收益权打包成标准化的债券产品,为成都交投智慧停车公司盘活资产的同时筹集到较低融资成本的债券资金。本项目的成功发行,表明资产证券化作为重要的金融创新模式,为地方国企

的资产盘活提供了高效、可持续的解决路径。

(摘自中国金融新闻网, 2023年3月13日)

全国首单纯市场化增信知识产权ABS成功发行

2023年3月3日,全国首单纯市场化增信的知识产权证券化产品(IPABS)成功设立发行,本期融资1亿元,这也是2022年5月20日南京市政府与深圳证券交易所签署战略合作协议后,南京地区在深交所发行的首单IPABS产品。该产品采用银行保函为参与方共担市场风险,解决了以往知识产权证券化产品需要地方国有企业进行增信担保的痛点,实现了知识产权证券化产品架构模式的重大创新,为各地推动发行知识产权证券化产品提供了新路径。

(摘自资产评估协会, 2023年3月7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

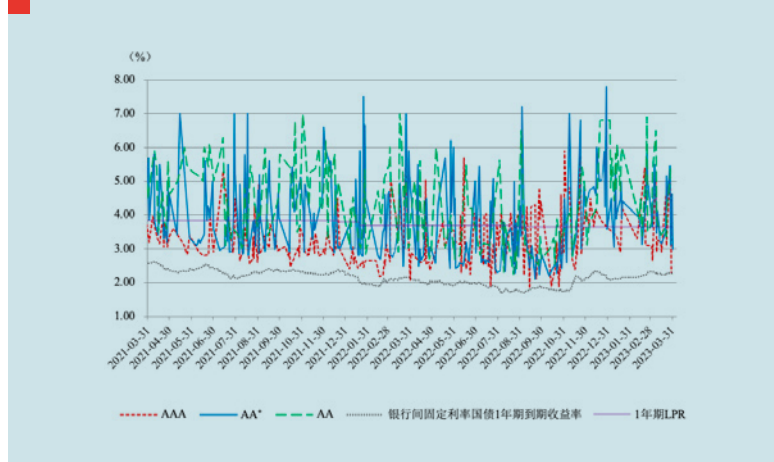
2023年2月至3月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计82570.00亿元，逆回购到期93230.00亿元，实现净回笼10660.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作9800.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）5000.00亿元，实现净投放4800.00亿元。3月27日，降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），此次降准预计释放中长期资金6000亿元左右。在此背景下，2023年3月，1年期短融和3年期公司债的平均发行利率（3.46%和3.74%）较2023年2月（4.28%和4.00%）均有所下降；5年期中票和7年期企业债的平均发行利率（3.61%和5.12%）较2023年2月（3.57%和4.51%）均有所上升。

表1 2023年2—3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	
	2023年2月	2023年3月	2023年2月	2023年3月	2023年2月	2023年3月	2023年2月	2023年3月
AAA	3.93	3.08	3.82	3.54	3.57	3.51	4.85	5.13
AA+	4.25	3.59	4.34	3.92	--	4.13	--	5.04
AA	4.47	3.42	--	4.29	--	--	--	--
平均发行利率	4.28	3.46	4.00	3.74	3.57	3.61	4.51	5.12

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

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



2023年2月至3月，银行间固定利率国债1年期到期收益率总体呈震荡走势。2023年3月，AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.08%、3.59%和3.42%）较2月（3.93%、4.25%和4.47%）均有所下降。

2023年2月至3月，交易所国债3年期到期收益率总体呈平稳

走势。2023年3月，3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率（3.54%和3.92%）较2月（3.82%和4.34%）均有所下降。

2023年2月至3月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈平稳走势。2023年3月，5年期AAA级中期票据的平均发行利率（3.51%）较2月（3.57%）有所下降。

2023年2月至3月，银行间固定利率国债7年期到期收益率呈平稳走势。2023年3月，7年期AAA级企业债的平均发行利率（5.13%）较2月（4.85%）有所上升。

当前，我国经济保持恢复态势，但需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，同时，外部环境动荡不安，对我国经济的影响进一步加深。在此背景下，市场预期和信心平稳，政策支持效果持续显现。展望后市，央行将坚持稳中求进的工作总基调，继续执行稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，经济运行有望平稳回升。//

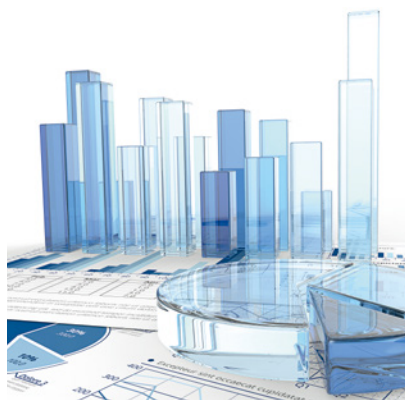


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

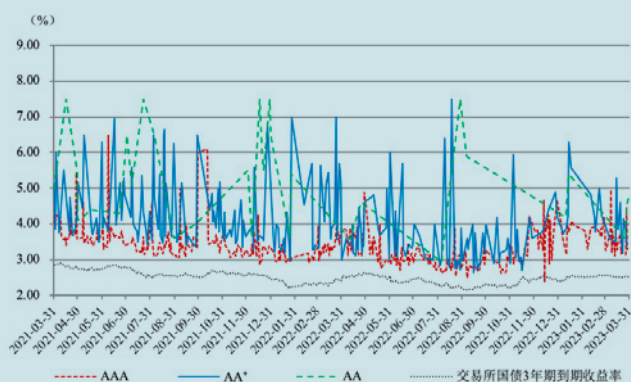


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

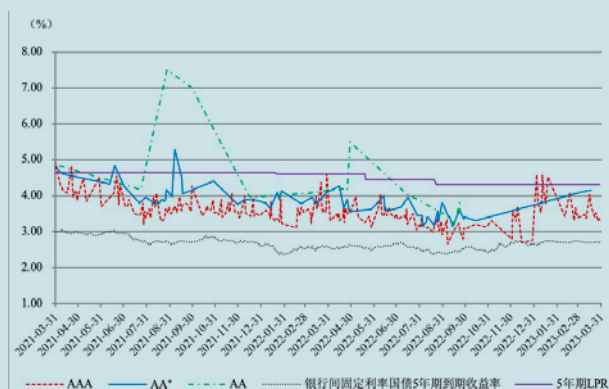
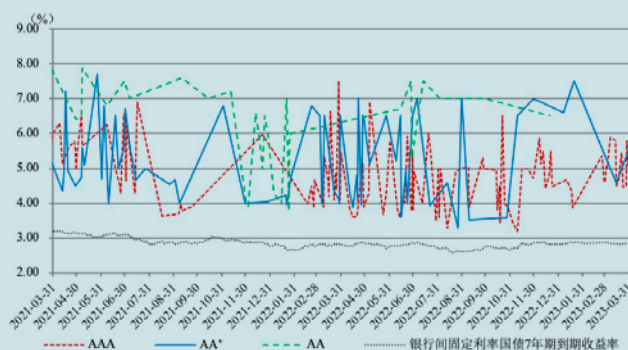


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2020年—2023年3月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	2.2	8.4	3.0	28.5	4.5
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	--	3.0
固定资产投资总额 (不含农户)	2.9	4.9	5.1	10.7	5.1
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	11.5	5.8
出口总额	4.0	21.0	10.4	5.6	8.5
进口总额	-0.2	21.5	4.2	4.2	0.2
CPI	2.5	0.9	2.0	--	1.3
PPI	-1.8	8.1	4.1	--	-1.6
社会融资规模存量	13.3	10.3	9.6	359.0	10.0
M2余额	10.1	9.0	11.8	281.5	12.7
人民币贷款余额	12.8	11.6	11.1	225.5	11.8

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

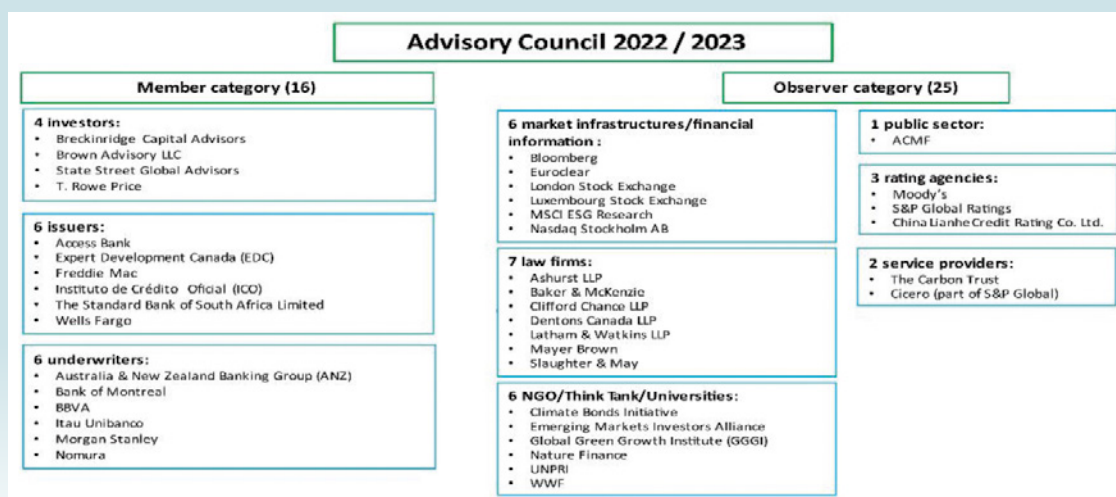
2020—2023年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月	2023年1—3月 同 (%)	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月	2023年1—3月 同比 (%)
政府债	2024	2148	2330	512	-14.24	140690.98	136632.90	172648.49	37528.76	10.14
国债	176	159	183	37	15.63	76252.85	61816.60	99082.70	18182.50	11.12
地方政府债	1848	1989	2147	475	-15.93	64438.13	74816.30	73565.79	19346.26	9.24
央行票据	12	12	12	3	0.00	610.00	600.00	600.00	150.00	0.00
同业存单	28610	29909	25805	6919	0.29	189719.80	217761.60	204969.90	60120.30	11.69
金融债	1733	1877	1761	410	-19.29	89618.21	89383.66	95405.86	20559.00	-25.27
政策银行债	787	830	859	173	-37.32	50888.70	50910.50	59320.60	13471.00	-24.41
商业银行债	84	103	159	34	-10.53	6754.80	7710.55	12062.17	1745.00	-48.80
商业银行次级债券	126	145	139	18	-43.75	12636.90	12025.73	11941.55	1776.00	-38.06
保险公司债	21	19	11	4	-33.33	780.00	539.00	224.50	128.00	-22.42
证券公司债	359	449	347	105	7.14	8752.81	10962.38	7109.74	2169.00	9.98
证券公司短期融资券	295	269	223	74	39.62	7983.00	5937.00	3988.30	1240.00	32.48
其它金融机构债	61	62	23	2	-60.00	1822.00	1298.50	759.00	30.00	-91.18
企业债	388	489	487	80	-41.61	3945.49	4379.80	3703.30	672.40	-31.97
公司债	3622	4047	3653	1088	28.15	33729.15	34428.73	30981.21	8202.58	10.78
一般公司债	1213	1422	1395	246	-30.11	15248.07	16382.13	14763.09	2488.28	-36.00
私募债	2409	2625	2258	842	69.42	18481.07	18046.60	16218.12	5714.30	62.50
中期票据	2119	2555	2659	701	2.49	23469.92	25389.65	28059.30	6450.31	-6.63
短期融资券	4848	5147	4995	1530	3.03	50055.43	51940.71	49824.48	14361.75	-2.54
一般短期融资券	513	582	558	202	18.13	4924.78	5234.78	5150.30	1482.79	13.44
超短期融资债券	4335	4565	4437	1328	1.07	45130.65	46705.93	44674.18	12878.96	-4.10
定向工具	1026	1406	1102	338	-11.98	7071.85	8605.83	6784.22	2189.30	-13.67
国际机构债	4	9	5	1	0.00	110.00	175.00	165.00	10.00	-66.67
政府支持机构债	15	20	25	6	50.00	1730.00	1900.00	2760.00	600.00	50.00
资产支持证券	5487	5880	4506	897	5.41	29081.72	31433.21	20096.41	3666.84	-8.79
交易商协会ABN	1094	1406	831	131	-35.78	5108.96	6451.17	4624.28	587.00	-48.86
银保监会主管ABS	522	586	379	80	21.21	8230.48	8827.98	3556.86	756.15	-22.67
证监会主管ABS	3871	3888	3296	686	18.07	15742.29	16154.06	11915.26	2323.68	22.66
可转债	216	119	148	29	-9.38	2765.54	2828.47	2190.13	417.23	-48.28
可交换债	42	34	36	5	66.67	461.39	436.60	422.94	105.14	176.68
项目收益票据	3	8	0	0	--	24.00	49.30	0.00	0.00	--
标准化票据	57	1	0	0	--	61.18	0.50	0.00	0.00	--
合计	50206	53661	47524	12519	0.66	573144.65	605945.96	618611.24	155033.59	1.05

注: 本表统计口径为Wind中截至2023年4月20日披露的数据, 按起息日统计, 并会对之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind

联合资信入选ICMA绿色及社会 债券原则顾问委员会



2023年1月，国际资本市场协会（ICMA）公布了2022/2023年度绿色及社会债券原则（Green and Social Bond Principles）顾问委员会成员名单，41个成员中包括三家信用评级机构（联合资信、穆迪及标普），联合资信为委员会成员中唯一中资公司。这是联合资信不断奋进并且坚持国际化发展战略的一个缩影。

ICMA成立于1969年，是一个立足欧洲、为国际资本市场制定行业规范的自律组织，总部设在瑞士苏黎世，并在伦敦、巴黎、香港设有分支机构。其宗旨是保证国际资本市场的稳定与秩序。ICMA是唯一伴随国际资本市场一起成长的同业机构，其市场规范以及行业准则已成为国际债券市场的支柱。ICMA专注于现货债券的一级市场、二级

市场及回购市场等，为其会员以及各国国内市场监管机构提供国际资本市场间的市场指引、规则、标准法律文件、法律及监管服务，和最佳实践的指导。

近年来，联合资信面对异常复杂的外部环境迎难而上，坚持守正创新，保持强劲自驱力，积极探索ESG评级业务，实现了技术市场双突破。在绿色发展理念逐步深入人

心的过程中，联合资信与时俱进，加强ESG评级方法和技术的研发投入，在“3C”评级中引入ESG评级因素，覆盖5000余家企业的“3C”评级数据库和产品可以明显改善信用级别的区分度，更精准揭示发行人和债券的信用风险。联合资信始终坚守资本市场“看门人”的初心不改，为中国评级机构争取更多国际评级话语权不懈努力。





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.

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

