

# GOLDEN CREDIT RESEARCH

# 东方信用

VOL.28

2020年第二期

内部资料免费交流  
京内资准字 1319-L0120 号

## SPECIAL TOPICS 特约专题

政策盘点 | 结构性改革稳步推进  
规模性应对措施出台

## SOVEREIGN CREDIT RATING

主权评级

东方金诚国家主权信用评级结果发布

## SELECTED RESEARCH

研究精选

中国绿色资产证券化市场研究

日本债市发展特征与融资展望

## SERVICE CASES

服务案例

武汉首单市属国企疫情防控债发行

西部地区首单城商行永续债发行





## 06

公司动态 · COMPANY DYNAMICS

### 中国东方召开“心中向党团旗红”党委领导与青年员工座谈会

- 04 行业热点
- 06 公司动态
- 94 企业文化
- 96 市场统计

### 特约专题 · Special Topics

- 08 结构性改革稳步推进 规模性应对措施出台
- 10 债券发行注册制按下启动键 市场规模有望迎来进一步扩容
- 12 新《证券法》推动高收益债市场发展
- 17 地方政府债券评级业务自律管理 助力地方政府债券市场高质量发展
- 18 促消费政策加码 稳增长内需发力
- 20 债券市场基础设施或加速完善 更好发挥支持实体经济作用
- 22 非标业务空间受限，标准化是发展趋势  
——《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》点评
- 24 聚焦 7 大关键领域改革 推动经济高质量发展  
——《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》解读
- 28 财政担纲，宽信用发力，一揽子宏观政策力度超出预期  
——2020 年政府工作报告解读
- 30 “金融改革 11 条”指向实体经济融资关键环节



## 50

战略合作 · STRATEGIC COOPERATION

### 东方金诚与中央结算公司 合作发布研究报告

## 主权评级 · Sovereign Credit Rating

- 32 践行主权评级应有之义，助力“一带一路”扬帆远航
- 34 东方金诚 2020“一带一路”沿线主权评级结果发布 六大信用风险特征值得关注
- 36 2020年“一带一路”沿线国家主权信用风险展望
- 46 东方金诚国家主权信用评级结果发布

## 研究精选 · Selected research

- 50 2020年一季度宏观经济运行分析与展望 (2020年4月)
- 51 上市银行盈利增速平稳，疫情影响有限——上市银行 2019 年及 2020 年一季度业绩点评
- 56 自营业务加大业绩波动，政策红利利好优质券商——上市券商 2019 年年报和 2020 年一季度业绩点评
- 62 行业偿付能力小幅滑落，负债端边际改善有望提高后续经营业绩——人身险行业 2020 年一季度信用风险回顾与展望
- 69 A 股上市公司社会责任信息披露现状与建议
- 75 我国绿色资产证券化市场研究
- 82 日本债市发展特征与融资展望

## 服务案例 · Service Cases

- 90 服务案例

## 锐意创新 极致服务

为投资人信用风险识别、预警与处置提供有价值的服务  
协助发行人发挥信用价值，创新信用融资

## 践行中国评级梦

国有控股评级机构  
提升中国评级标准体系的国际竞争力

### 评级全资质

拥有人民银行、证监会、发改委、银保监会  
交易商协会等认可的全部评级资质

### 市场全覆盖

评级服务覆盖全部交易场所、全部债券类型、全部发行人

WWW.DFRATINGS.COM



联合国PRI评级机构声明签署方

亚洲信用评级协会唯一中国理事

中国资产证券化行业评选“汇菁奖”

2019“创新机构奖”“最具影响力奖”

2018“最佳研究机构”“最具影响力奖”

2017“创新机构奖”“最具影响力奖”

2016 ABS“最具潜力评级机构”

中国资产证券化论坛（CSF）年会

2018年度“创新机构奖”

中国金融前沿论坛

2018年度“最佳评级机构”

中国REITs联盟

2017年度“优秀评级机构奖”



## 5月 May

### QFII/RQFII | 我国取消境外机构投资者额度限制 推动金融市场进一步开放

5月7日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。



### 评级机构 | 标普之后，惠誉评级公司获准进入中国信用评级市场

5月14日，中国人民银行营业管理部发布公告，对美国惠誉评级公司在我国境内设立的独资公司——惠誉博华信用评级有限公司予以备案。同日，中国银行间市场交易商协会发布公告，接受惠誉博华进入银行间债券市场开展部分债券品种评级业务的注册。



### 聚焦两会 | 两会定调财政货币新打法，存款降息再升温

5月22日，国务院总理李克强作政府工作报告指出，稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。



### 聚焦两会 | 中国人民银行行长易纲：稳健的货币政策将更加灵活适度

5月26日，中国人民银行行长易纲在两会期间就重点问题接受媒体采访。对于货币政策走向，易纲表示，下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度，综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社融规模增速明显高于去年。



### 降准 | 6月流动性大考将至，央行降准窗口或再开启

5月26日，央行时隔近两个月重启逆回购，且投放量逐日递增，近四日累计净投放资金6700亿元。随着中期借贷便利（MLF）到期、政府债券大规模发行，以及半年末季节性效应等扰动因素增多，央行6月可能继续加大对冲力度。



### 评级机构 | 证券业协会、交易商协会发布一季度债券市场信用评级机构业务运行及合规情况通报

5月28日，证券业协会和交易商协会就2020年第一季度债券市场信用评级机构业务运行及合规情况进行通报。通报公告包括评级市场表现、评级机构发展及自律管理动态和评级机构合规情况三方面内容。



## 4月 April

### 超额存款准备金利率 | 超额存款准备金利率12年来首次调整

4月7日起，中国人民银行决定将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。这是央行12年来首次调整超额存款准备金利率。历史上，央行数次调整过超额存款准备金利率，最近一次是在2008年，央行把这一利率从0.99%下调至0.72%，此后一直未作调整。



### 国债期货 | 万亿市场引资：五大行试点国债期货

4月10日，商业银行参与国债期货业务正式启动，标志着我国商业银行今后可以运用国债期货管理利率风险，有助于增强金融市场的韧性和活力，防范和化解市场风险。



### 经济一季报 | 一季度经济大体检 七大指标预示未来

4月17日，中国经济一季报揭晓。受到疫情影响，一季度GDP出现了

负增长，同比下降 6.8%。不过 3 月份各项经济指标较前两个月大幅反弹，经济运行情况正在积极改善。



## 普惠金融 | 监管政策和考核手段共同推进 全面提升商业银行服务小微企业意愿

4 月 21 日，国务院常务会议提出，为促进金融机构更好服务小微企业，会议确定，将普惠金融在银行业金融机构分支行综合绩效考核指标中的权重提升至 10% 以上，鼓励加大小微信贷投放。



## REITs | 稳步推进公募 REITs 试点 深化资本要素市场化改革

4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合印发了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，对基础设施领域的公募 REITs 试点做出细则要求，标志着我国公募 REITs 试点正式启航。



### 3 月 March

## 发行机制 | 企业债公司债进入注册制时代

3 月 1 日，新《证券法》正式生效，国家发改委、证监会同时发文称，企业债、公司债将实行注册制。两部委的发行新规，均延续了新《证券法》的要求，债券发行取消了“累计债券余额不超过公司净资产 40%”的规定。



## 债券置换 | 首单银行间债券置换试点最新落地

3 月 2 日，债务融资工具发行人北京桑德环境工程有限公司发布公告称，因受疫情影响现在流动性紧张，故计划发行债务融资工具，对其兑付存在不确定性的存续债项“17 桑德工程 MTN001”进行置换。此次债券置换业务也成为了银行间市场债券置换业务的首单试点项目。



## 地方债评级 | 国债协会印发自律指引 地方债评级步入规范发展阶段

3 月 3 日，中国国债协会印发《地方政府债券信用评级业务自律规范指引》。

地方债作为我国债券市场规模占比最高的债券品种，《指引》加强其评级业务管理，有助于提升评级信息的市场透明度、评级结果可比度，更好发挥信用评级的市场约束和差别定价作用，提高地方债流动性。



## 绿色债券 | 防范套利提高可识别性 万亿绿债市场将迎统一标准

3 月 3 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于构建现代环境治理体系的指导意见》提到，统一国内绿色债券标准。绿色债券标准的统一，有利于防范套利，避免因绿色项目标准不一而使发行人、中介机构在实践中有所困惑。



## 新基建 | “新基建”为中国经济注入新动能

3 月 4 日，中央政治局常委会会议强调，要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。



## 到期违约债券转让 | 银行间市场到期违约债券转让规则发布

3 月 24 日，全国银行间同业拆借中心发布《银行间市场到期违约债券转让规则》。《规则》明确，达成交易的参与机构，5 个工作日内不得与同一对手方就同一只标的的债券直接或间接进行反向交易，但通过匿名拍卖达成的情况除外。



## 永续债 | 永续债陆续获批 中小银行补充资本提速

3 月 25 日，央行开展 50 亿元央行票据互换操作，以提高银行永续债的市场流动性，支持中小银行发行永续债补充资本。永续债发行提速，有助于中小银行提升整体信贷投放意愿和能力，从而有效服务民营、小微企业。



## 中国东方召开“心中向党团旗红” 党委领导与青年员工座谈会

5月7日下午，中国东方团委通过视频会议形式召开“心中向党团旗红”党委领导与青年员工面对面座谈会。中国东方党委书记、董事长吴跃同志，总裁助理张向东同志及党口部门主要负责人与公司的战“疫”青年员工一起，围绕“绽放战疫青春 坚定制度自信”主题开展线上座谈。



中国东方总部各部门、直属事业部，各分公司、云南经营部和各控股公司的两百多位青年员工通过视频会议系统参加了座谈。

### 东方金诚受邀参加服务实体经济培训交流会

3月13日，由东方资产陕西分公司主办的“服务实体经济培训交流会”在线上成功召开。交流会旨在贯彻国家对金融工作决策部署，推进东方资产陕西分公司的转型发展。东方金诚工商企业二部高级分析师高君子应邀参加交流会并发表主题演讲。

### 东方金诚受邀参加2020年四川省首场债券融资网络培训会

3月17日，由四川省地方金融监管局、人行成都分行、四川证监局、省发展改革委、省国资委、财政厅联合主办的“2020年四川省债券融资网络培训会”在线举行，会议旨在抗击疫情、稳定经济增长，抢抓政策机遇和利率下行窗口期，统筹推动四川省债券发行。东方金诚技术委员会主任俞春江受邀参加会议，并就《四川省信用债融资与信用评级》主题作专题培训。

### 东方金诚受邀参加潍坊市可转换债券培训会

3月31日，由潍坊市地方金融监督管理局主办，青岛蓝海股权交易中心、潍坊市再担保集团、东方金诚国际信用评估有限公司、东兴证券股份有限公司协办的“潍坊市可转换债券培训会”在线举行。会议旨在落实省、市两级政府关于抗击疫情的工作部署，有力地帮助企业缓解疫情期间资金短缺的困难，并妥善解决疫情过后企业恢复正常运转所需资金的问题，从而确保潍坊市经济的稳定发展。东方金诚工商企业一部分分析师张晗受邀参会并作专题培训。

## 东方金诚与中央结算公司合作发布研究报告

东方金诚与中央结算公司近日合作发布《2020年一季度宏观经济运行分析与展望》。东方金诚是中央结算公司评级机构唯一战略合作伙伴，未来会继续在宏观经济、资产证券化等领域开展合作研究。



## 东方金诚受邀参加交易商协会主办债务融资工具后续管理实务线上培训班

4月9-10日，由交易商协会主办的“债务融资工具后续管理实务培训班”在线举行。会议旨在健全非金融企业债务融资工具管理人实务机制，加强债券管理人队伍建设，加大投资者合法权益保护，促进市场平稳健康发展。东方金诚工商企业一部助理总经理吴婷婷受邀就“信用评级实务与案例分析，评级上调、下调相关标准和出发点分析，以及疫情对信用评级业务开展的影响”等主题作专题培训。

## 东方金诚举办中国企业境外融资策略研讨会

5月28日，东方金诚联合SMBC日兴证券株式会社及中华（澳门）金融资产交易股份有限公司共同举办了“疫情下的危与机：中国企业境外融资策略线上研讨会”，主讲嘉宾就当前境内外宏观经济形势、中资企业境外发债情况、境外融资多元化展望以及东方金诚在提供国际业务方面所取得的进展进行了重点分享。

## 东方金诚举办多场线上“东方调研”系列活动

2020年，东方金诚锐意创新，积极开展多场线上“东方调研”系列活动。调研中，东方金诚评级专家针对不同业的评级体系、评级要点及发行人企业特点等方面进行了重点点评，与会各方就企业发展、疫情的冲击影响、未来的债务化解、投融资计划及发展战略进行了深度沟通交流。

活动先后邀请投资集团、保险、基金、商业银行、券商资管、私募基金等百余家机构参会。

## 东方金诚受邀参加 2020 香港资本圆桌之房企信用论坛

5月11日，由观点主办的2020香港资本圆桌之房企信用论坛在线举行。论坛以疫情影响下房企的资金回笼减缓、信用分化愈加明显为背景，着力探寻房企调整投资路径，提供信用评级指导。东方金诚工商企业二部高级分析师谢瑞应邀参加论坛并发表主题演讲。

## 东方金诚携手大连银行成功中标大连财政局地方政府债项目

东方金诚携手大连银行成功中标“2020-2022年大连市财政局地方政府债券信用评级机构采购项目”，充分彰显中国东方的品牌竞争力与市场影响力，为后续开展专项债营销等机构类业务打下了坚实基础。

## 东方金诚推出“东方信用直播”品牌栏目

2020年，东方金诚推出与新浪财经联合打造“东方信用直播”品牌栏目。首场直播由东方金诚公用事业一部副总经理高路针对城投主题进行观点分享，致力于为投资人提供分析城投债务的新视角，为发行人梳理城投债发行的新思路。



## | 结构性改革稳步推进 规模性应对措施出台

面对 2020 年以来的复杂局面，金融市场多项制度、规定陆续出台，不断完善有利于推动高质量发展的体制和政策环境，推动结构性改革稳步前进。

同时，在疫情背景下，中央强调扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，出台一揽子规模性疫情应对措施，以应对特殊时期风险挑战，巩固我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势。

东方金诚对其中的部分制度、政策进行解读和研判，与读者共同探寻政策释放的信号与机遇。



### ● 3月1日

新《证券法》正式施行，发改委、证监会、交易所相继出台了系列配套制度，包括《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定（征求意见稿）》、《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》、《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》等，标志着公开发行公司债券及企业债券注册制正式启动，债券发行的市场化进一步提升，市场规模有望进一步扩容。

### ● 3月3日

为强化地方政府债券信用评级机构行业自律，进一步规范地方政府债券信用评级业务，中国国债协会发布《地方政府债券信用评级业务自律规范指引》。

### ● 3月13日

为顺应居民消费升级趋势，加快完善促进消费体制机制，进一步改善消费环境，发挥消费基础性作用，助力形成强大国内市场，国家发改委等23部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》。

### ● 4月9日

为深化要素市场化配置改革，促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，中共中央、国务院对外发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。

### ● 5月8日

为落实资管新规要求，规范信托公司资金信托业务发展，中国银保监会制定并发布了《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》。

### ● 5月18日

为贯彻落实党的十九大和十九届四中全会关于坚持和完善社会主义基本经济制度的战略部署，在更高起点、更高层次、更高目标上推进经济体制改革及其他各方面体制改革，构建更加系统完备、更加成熟定型的高水平社会主义市场经济体制，中共中央、国务院对外发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》

### ● 5月22日

第十三届全国人民代表大会第三次会议开幕，国务院总理李克强作《政府工作报告》，制定了2020年主要发展目标，正式出台一揽子规模性疫情应对措施。

### ● 5月27日

国务院金融委发布11条金融改革措施，其中包括《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》、《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《标准化票据管理办法》等。■

## 债券发行注册制按下启动键 市场规模有望迎来进一步扩容

文 | 研究发展部 张伊君 刘暮菡

### 一、更新要点

本次债券市场配套制度的更新主要集中于以下几方面：

#### 1. 创新监管方式

根据新《证券法》的要求，调整了证券服务机构的监管体制，由原来的事前准入审批制改为备案制，要求会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构从事证券服务业务，应当报国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门备案。

#### 2. 债券发行全面实施注册制

公开发行公司债券应当依法经证监会或者国家发展改革委注册。依法由证监会负责作出注册决定的公开发行公司债券申请，由证监会指定的证券交易所负责受理、审核，由证监会注册；依法由国家发展改革委负责作出注册决定的公开发行公司债券申请，由国家发展改革委指定的中央国债登记结算有限责任公司负责受理，由中央国债登记结算有限责任公司、中国银行间市场交易商协会负责审核后，由国家发展改革委注册。

#### 3. 强化信息披露要求

信息披露成为注册制框架下对债券进行监管的核心。本次相关配套制度中进一步强化了及时、准确、完整的信息披露要求，明确了信息披露义务人的责任。

### 二、市场影响

新证券法的施行和相关配套基础制度的进一步完善，标志着债券市场发展进入新的历史阶段，对市场参与各方均影响重大：

#### 1. 注册制提高债券发行效率和市场规模，更多发行人迎来债券直接融资的机会和空间

债券发行注册制的实施，减少了中间的核准环节，有助于提高发行效率。此外，本次发行条件的调整，删除了“最低公司净资产”、“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”等发行额度限制条件。

此次配套制度的出台非常重视无缝衔接，大概率不会因为切换到注册制导致发行人额外的操作。同时，我们预计，注册条件的逐步放宽，将带来如下的影响：（1）发行周期有望缩短，发行效率将有实质性提升；（2）净资产和累计债券余额限制条件的取消，助推信用债市场开启新一轮的增长期；（3）如注册条件进一步有序放宽信用等级等限制，信用结构性分层常态化，更多不同类型企业或将迎来债券直接融资机会，债券定价更趋于市场化，高收益债市场加速形成。

同时，我们注意到，注册制并未豁免对募集资金用途进行专项核查，债券发行人的募集资金用途仍应符合国家发改委、中国证监会的相关规定。我们预计注册制下的负面清单管理将进一步机制化和透明化。

## 2. 注册制强化了发行人信息披露义务，发行人需提高信息披露和沟通交流意识

本次配套制度明确了债券发行人为信息披露第一责任人，并将逐步将证券法对信息披露义务人的责任追究落实到位。信息披露义务和责任的强化，债券发行企业应更加有“上市公司”的自觉意识，对标上市公司设立信息披露管理机制，真实、准确、完整、及时履行信息披露义务；同时将债券市值纳入管理范畴，增强与投资人、中介机构之间的有效信息沟通。

## 3. 信用分层常态化有利于多元化投资人培育加速

注册制加速推动多层次信用债市场的成型，对投资人信用风险的识别、预警、估值和定价能力等精细化管理提出了更高的要求，风险偏好过于趋同的投资人群体将加速出现信用风险偏好策略分化。对信用评级机构来说，需要有效提升信用风险识别和预警的及时性，满足投资人信用风险管理的精细化需求。

## 4. 证券法要求中介机构进一步发挥“看门人”职责，中介机构的责任明显强化

证券法对中介机构及从业人员的责任得到了大幅度的强化。对债券市场，实施注册制的同时要求中介机构为债券发行人出具真实、客观的相关发行资料，对信息披露质量负责。对中介机构来说，责任追究和违规成本的大幅度增加将倒逼中介机构更加注重保持执业过程的独立性，加强尽职调查和审慎核查工作，履职尽责。

## 三、进一步的展望

债券发行启动注册制是债券市场发展的重要里程碑，对债券市场增量提质意义深远。不同券种注册标准逐步趋同，和债券市场统一执

法机制的落地，将共同推动债券市场的统一化程度进一步提升。

同时，信用分层常态化下，不同层级的发行人如何进行分类注册，如何针对各自的信用风险特征探索交易机制的完善，尤其是违约债券交易机制的完善，还将是监管机构和市场参与各方的共同任务。■

## 新《证券法》推动高收益债市场发展

文 | 研究发展部 梅佳 冯琳

### 一、我国高收益债市场发展情况

国内高收益债市场仍处于发展初期，尚未形成对高收益债的统一定义。有些研究按照国际惯例，将信用等级低于 BBB- 或 Baa3 级的债券视为高收益债；有些研究从我国债券市场级别区分度不够、主体级别集中在 AAA-AA 级的现实出发，将 AA 级及以下甚至部分 AA+ 级债券视作高收益债；有些研究考虑市场风险情绪的变化通常会反映在估值的大幅调整或收益率的变动，将收益率作为界定高收益债的标尺。

本文认为信用等级和收益率均是识别高收益债的重要依据，因此将重点放在“高收益、高风险”上，限定筛选标准为中债估值收益率超过相同待偿期限中债企业债收益率曲线 (AA-) 的国内公募债券，同时样本池筛选满足以下条件：一是债券种类包括 Wind 债券二级分类中的一般企业债、一般中期票据、一般公司债；二是债券余额不小于 10 亿元或每月成交量不低于 3000 万元；三是上市地点限于银行间市场、上交所和深交所；四是债券剩余期限为一天以上 (含一天)。依据上述筛选标准，截至 2020 年 2 月末，国内高收益债存续支数为 830 只，债券余额 1.02 万亿元，占同期全部一般企业债、一般中期票据和一般公司债存量规模的比重仅为 8%。

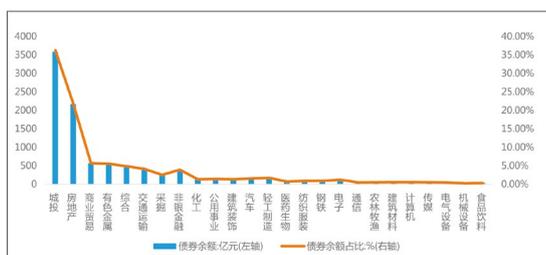
#### (一) 市场现状

##### 1. 高收益债发展特征

目前存续高收益债主要呈现以下特征：一是行业覆盖面广，以产业类为主；二是多集中于民企和地方国企中；三是中低级别、短期化特征明显。具体看：

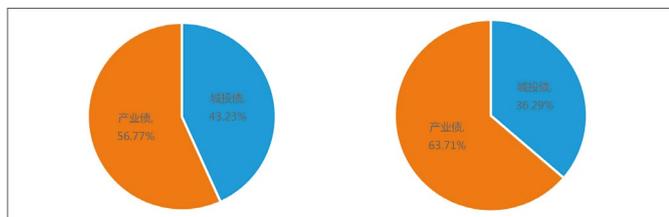
(1) 从行业来看，存续高收益债在行业间的集中度较高，主要集中于城投、房地产、商贸零售、有色金属和综合行业，这五个行业合计占比为 74.41%。从债券大类来看，存续高收益债以产业债为主，支数和余额占比均在 60% 左右。

图 1 存续高收益债各行业分布情况 (截至 2 月末)



数据来源: WIND, 东方金诚整理

图 2 按债券大类支数占比情况 (截至 2 月末) 图 3 按债券大类规模占比情况 (截至 2 月末)

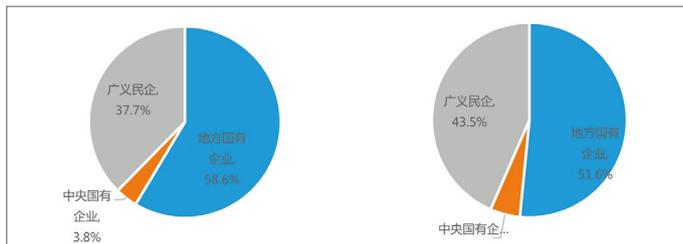


数据来源: WIND, 东方金诚整理

(2) 高收益债发行主体以地方国企和广义民企为主，存续债支数和规模合计占比均超

95%。从债券平均规模来看，地方国企为 10.85 亿元 / 只，广义民企为 14.24 亿元 / 只，由于市场上对民企债风险偏好更低，地方国企平均资质弱于广义民企。

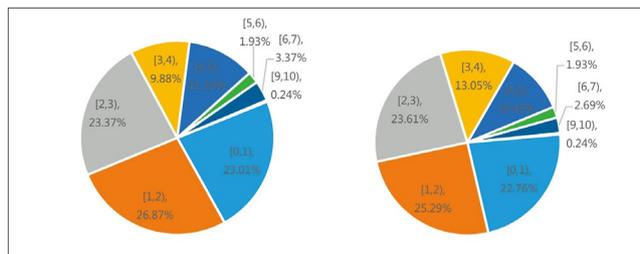
图4 按企业属性只数占比情况(截至2月末) 图5 按企业属性规模占比情况(截至2月末)



数据来源: WIND, 东方金诚整理

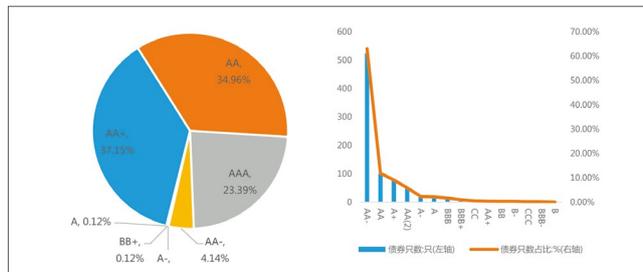
(3) 从期限结构及主体级别来看, 存续高收益债短期化特征明显、集中在中低等级。据统计, 剩余期限在 3 年以内的债券支数和规模占比均超过 70%。外评级别主要分布在 AA 级至 AA+ 级; 中债隐含评级则主要分布在 A+ 级至 AA 级, 中债隐含评级整体低于外评级别。

图6 各剩余期限支数占比情况(截至2月末) 图7 各剩余期限规模占比情况(截至2月末)



数据来源: WIND, 东方金诚整理

图8 外评主体级别分布情况(截至2月末) 图9 中债隐含评级分布情况(截至2月末)



数据来源: WIND, 东方金诚整理

## 2. 债券市场违约及回收情况

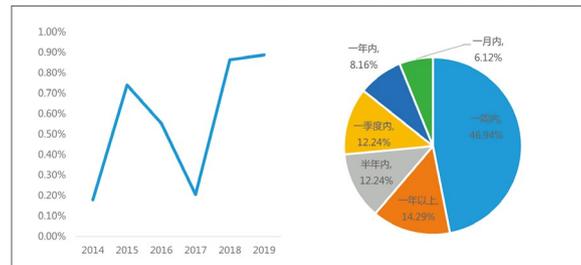
违约回收率是影响高收益债的关键。

我国债券市场违约率较低。从 2014 年违约元年至 2020 年 2 月末, 国内累计违约债券有

427 只, 违约债券余额合计 3249.4 亿元, 涉及发行人 149 家, 历史违约率最高点为 2019 年的 0.89%。目前国内债券市场违约率低于国际平均水平, 但从趋势上看, 正在波动中上升。此外, 我国债券违约未在行业、区域层面表现出明显规律性, 但在微观主体层面特征突出, 即主要集中于弱资质民企。

但国内债券违约处置回收并不理想。具体表现为以下特征: 一是债券市场整体回收率仅为 13.65%, 远低于全球平均水平; 二是平均回收期限为 102 天, 但实际偿付时长差异很大, 近半数的本息全额偿付发生在一周以内; 三是不同属性企业偿付比例差异明显, 国有企业兑付水平整体高于民企; 四是综合类、食品加工与肉类、煤炭与消费用燃料和多领域控股行业的兑付水平较高; 五是采取自筹资金方式的回收情况要优于司法诉讼, 我国当前违约债券处置市场化程度还有待进一步提高。

图10 国内边际违约率走势 图11 全额本息回收周期分布情况(截至2月末)



数据来源: WIND, 东方金诚整理

## (二) 高收益债市场发展面临的挑战

第一, 国内债券市场采取“三部门监管、双前台交易、三后台结算”的运行模式, 债券市场的统一性和协调性还存在很大的改进空间, 违约债券处置和交易机制等规则的建立尚无法覆盖高收益债市场发展的需求, 亟需形成适用高收益债的规则体系。

第二, 债券发行级别门槛的存在使得目前国内债券市场上尚无初始评级为投机级的主体, 且初始评级主要分布在 AA 级至 AAA 级, 级别区分度不足。从二级市场收益率来看, 债券上市之后收益率大幅走高, 远超发行时票面

利率的情况越来越多，这反映出债券定价偏离合理区间，给予投资者的风险补偿不够充分，发行端与交易端明显偏离，难以满足市场风险识别的需求。

第三，投资者结构单一，风险偏好一致性较高。国内债券市场的投资者多以银行、保险和广义基金为主，受制于负债属性本身，整体风险偏好不高，而真正偏好高收益债的私募基金、券商自营等买盘较少。此外，国内违约历史较短，投资人的风险识别能力难以匹配日益增长的风险识别需求，投资决策同质化明显。

## 二、欧美高收益债市场

从国际上来看，美国和欧洲为全球前两大高收益债市场。美国高收益债市场的监管制度更为完善，市场规模更大，市场活跃度和流动性也更高；欧洲高收益债市场发展则受制于历史相对较短，以及欧盟和各成员国的二级监管造成的市场统一性和协调性较差。

制度层面，欧美高收益债发行可采用公募和私募两种方式。以美国为例，公募发行实行注册制，私募发行则可豁免注册，发行程序更为简便。1982年《D条例》初步构建了合格投资者制度和私募发行体系。1990年144A规则放宽了已发行私募债转售限制，有效提高了私募债市场流动性。目前144A规则已成为美国高收益债的主要发行方式，欧洲私募债市场的发展则相对滞后。投资者保护机制方面，欧美高收益债市场的投资者保护主要通过保护性条款实现，众多保护性条款对于降低信用风险发挥着关键作用。同时，欧美市场在信息披露、违约后的市场化处置和通过衍生品进行风险管理等方面也积累了一定的成熟经验。

从发行端来看，欧美高收益债发行人由堕落天使、明日之星和杠杆并购构成，目前以堕落天使和明日之星为主，且堕落天使和明日之星数量不相上下。从这个角度来看，欧美高收益债市场不仅为堕落之星提供了改善自身流动

性和资产负债情况，并最终实现级别回升的机会，也为具有潜力的初创企业顺利获取发展壮大所需的资金，推动整体的产业结构转型起到了积极作用。欧美已发行高收益债具有诸多相似特征，包括发行人信用等级集中于投机级的中高档级别，即BB级和B级；票面利率偏高，且大致随信用等级降低呈现有规律性的提升；以固定利率债券为主等。此外与国内满足高收益债特征的存续债券相比，欧美高收益债发行期限普遍较长，集中在5-10年，其中约70%-80%附有赎回条款。

从投资端来看，欧美高收益债市场以专业机构投资者为主导，个人投资者无法直接投资，这适应了高收益债“高风险、高收益”的特征，需要具备较高专业素养和较强风险承受能力的合格投资者。而投资机构风险偏好趋同，风险容忍度高的专业机构投资者不足，也是我国高收益债市场发展水平偏低的原因之一。

违约率和回收率方面，欧美高收益债违约率远高于投资级债券，1981—2018年全球违约债券中投机级占比超过80%。但相较国内，国际违约债券回收率整体较高，1983-2018年回收率均值约为43%。国际违约债券回收率与发行人所属行业、债项是否有担保、信用等级等因素具有较为明显的相关性。同时，发行期限、票面利率、是否可缔结信用违约互换（CDS）合约以及债券契约中包含的限制性条款等对回收率也有一定影响。

## 三、新《证券法》对高收益债市场的影响

### （一）新《证券法》为高收益债市场的发展带来契机

1. 公司债、企业债发行由核准制改为注册制

新《证券法》覆盖的“公司债券”为证监会和发改委监管的公司债和企业债，明确规定发行制度，将由核准制改为注册制，债券市场

自此走向全面注册制，发行条件有所放松，审核效率也将明显提高。

## 2. 公司债、企业债发行门槛降低

新《证券法》删除多条公司债发行的限制条件，例如“最低公司净资产”、“累计债券余额不得超过净资产40%”、“一年以下期限的公司债不能上市”等，公开市场发行门槛有所降低，有利于带动债券市场进一步扩容，为高收益债一级市场的发展打下了监管基础。

## 3. 完善信息披露要求，压实中介“看门人”的法律职责

新《证券法》强调了发行人的信息披露义务和中介机构责任，包括扩大信息披露义务人的范围，完善信息披露的内容，强调应当充分披露投资者做出价值和投资决策所必需的信息，规范信息披露义务人的自愿披露行为，明确中介机构在尽职尽责等方面的过错推定、连带赔偿责任等，这对于注册制环境下保护投资者合法权益具有积极意义。

## 4. 完善投资者保护机制

新《证券法》增加了投资者保护专章，为切实维护投资者合法权益提供了法治保障。并在以下方面做出了具体安排：如区分普通投资者和专业投资者，有针对性地做出投资者权益保护安排；规定债券持有人会议和债券受托管理人制度；建立普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度等。

## 5. 显著提高违法成本

较原《证券法》，新《证券法》对发行主体采取“宽进严管”，大幅提升违约行为的处罚力度。例如，原《证券法》规定罚款金额最高不超过六十万元，而新版《证券法》将处罚幅度提高至2倍到30倍不等。

新《证券法》对以上方面的调整为高收益债一级市场的培育提高了可能性。不过，高收益债市场发展还处于初期阶段，在基础设施建

设、多元化参与主体、引导市场定价方面还有进一步培育的空间。

## (二) 高收益债市场发展政策建议

### 1. 加强监管协调，建立统一规则的高收益债市场

随着高收益债市场的不断发展，来自不同监管辖内的品种越来越丰富，对债券市场运行的统一性和协调性要求也将愈来愈高。由此，建议各机构加强监管的协调统一，同时进一步完善高收益债发行市场、交易市场，尤其是违约债券的处置、交易机制，形成更有针对性的规则体系。

### 2. 细化信息披露、投资人保护政策指引，落实对市场参与方尤其是投资人的保护

新《证券法》新增投资者保护专章、压实中介“看门人”的法律职责、提高违法成本，为市场参与方尤其是投资人筑起了“护城河”，不过，与信息披露、投资人保护相关的各项政策指引仍有待进一步深化、细化，并落实到位，从而将对市场参与方尤其是投资人的保护落到实处。

### 3. 逐步放开投机级债券发行门槛，促进高收益债一级市场形成

目前，国内高收益债市场的发行主体皆为“堕落天使”，尚无与国际市场上“明日之星”对标的投机级债券在一级市场发行。为更好地发挥直接融资市场支持实体经济的作用，缓解“融资难、融资贵”问题，建议在新《证券法》降低公司债、企业债发行门槛基础上，逐步放开投机级债券发行门槛，引导高收益债一级市场形成。

### 4. 培育多元化投资者，激发市场活力

当前我国债券市场的投资主体比较单一，风险偏好同质化特征显著，真正偏好高收益债的买盘资金量偏低，高收益债市场活力尚待激发。因此，建议丰富不同风险偏好的投资主体，

尤其通过债市对外开放，借力外资机构的“鲑鱼效应”，进一步提升投资人的风险评估能力，培育多元化市场参与主体，推动高收益债市场发展。

5. 强化外评机构“看门人”作用，提升市场信用风险识别水平

违约常态化背景下，市场参与方对评级机构的信用风险识别、预警、监测、防范等方面的需求和要求越来越高，新《证券法》的出台，更进一步地强化了外评机构的责任。后续需进一步强化过程监管，完善对评级机构的市场化评价机制，充分发挥其在信用风险识别及防范中的作用。

6. 逐步打破债券定价“天花板”，提高债券定价市场化水平

国内已发行债券存在信用等级集中度偏高的问题，这在一定程度上妨碍了市场对信用风

险的有效识别，同时，二级市场与一级市场定价扭曲、债券风险与收益严重错配也有碍债券市场走向成熟。建议在有序放开投机级债券发行的同时，逐渐打破债券定价“天花板”，引导债券的风险补偿与收益相匹配，提高债券定价市场化水平。

7. 鼓励违约处置创新，提升违约处置效率

国内违约常态化、违约回收率偏低的现状直接冲击投资者风险偏好，一定程度上制约低资质主体融资。为了缓解这一问题，银行间、交易所先后推出特定债券转让、回售撤销和转售、债券回购、债券置换等债券处置措施，建议不断总结实践经验，同时结合国际经验，鼓励违约处置创新，不断优化债务风险出清，提升违约处置效率。■



## 地方政府债券评级业务自律管理 助力地方政府债券市场高质量发展

文 | 研究发展部 张伊君

2020年3月3日,《地方政府债券信用评级业务自律规范指引》(以下简称“《自律规范》”)正式印发。经过几年的快速发展,地方政府债已超过国债成为当前我国债券市场规模占比最高的债券品种,对我国“稳增长”做出巨大贡献,促进地方政府债务管理逐步得到有效管控。信用评级是地方债市场基础设施的重要组成部分,对地方债市场高质量发展具有不可或缺的重要意义。《自律规范》的实施将强化地方政府债券评级业务发展的规范性,提升评级机构评级服务水平,进一步发挥信用评级机构在风险揭示和风险定价方面的作用,促进我国地方政府债券市场高质量发展。

2019年11月四部委联合发布的《信用评级业管理暂行办法》中明确了发展改革委、财政部、证监会为信用评级业务管理部门,在职责范围内依法对信用评级业务实施监督管理,对评级机构管理、人员管理、评级程序和业务规则等方面做出了统一的规范。中国国债协会作为我国国债、地方政府债业务的自律组织,配合财政部主管部门进行国债、地方政府债市场监管管理,本次《自律规范》的出台,正式将地方政府债评级纳入国债协会自律管理体系,逐渐形成对评级机构专业化、系统化的自律管理体系,有助于充分发挥协会的自律管理职能,促进信用评级业务和地方政府债市场健康发展。

独立、客观、公正的信用评级对于地方政府债市场可持续发展具有重要的意义。2014年以来,财政部发文明确要求开展地方债信用评级,信用评级工作也逐步走入规范发展的轨道,在强化风险意识等方面取得了一些成果,但仍存在诸多问题。一方面,同质化的评级结果难以充分反映区域信用差异及项目差异。我国地方债券信用评级结果趋同,所有省份所有债券评级都是AAA级,这不利于帮助投资人对于信用风险的区分,对于地方债市场定价参考度也有限。此外,虽然各家评级机构在评级报告中使用的关键性指标比较相似,但指标的具体权重、如何量化运用等计算方法不尽相同,不利于投资人进行横向比较,降低了评级结果的参考价值。另一方面,信息披露不足妨碍评级机构的信用判断以及评级结果的准确性。随着我国债券市场的不断发展,对于信息披露的及时性、准确性及完整性要求越来越高,但由于地方政府债券缺乏相关信息披露规定,且各地方政府对于基础数据的披露完整性、披露进度以及披露口径有较大差异性,降低了评级依据的准确性。评级机构在信息披露环节处于弱势地位,也影响了评级结果的准确性和应用性。

本次《自律规范》的发布实施,从地方政府债评级的业务流程、信息披露标准、评级机构的自律管理等方面全面规范了评级业务,同时将引入专家评价工作组定期对评级机构业

务开展及自律指引情况进行评价，通过监管部门指引信用评级工作，通过市场机构监督，帮助管理及规范信用评级业务。具体来看，《自律规范》提出要求评级机构披露“地方政府债券信用评级制度、评级程序、评级方法、评级质量检验方法等”，强调“评级报告应当包含评级模型打分表及结果，指标应至少披露至二级指标，涉及调整项的应当一并披露”，这有助于提升评级信息的市场透明度；同时，“在不影响信用评级机构独立性的基础上，协会针对关键量化评价指标与最低权重给出必要指导性意见”，进一步提升了评级结果的可比度，帮助投资人进行横向比较；《自律规范》还强调，“信用评级机构应当建立并完善地方政府债券信用评级体系，加强地方政府一般债券、地方政府专项债券评级技术的研究开发。”进一步推动评级机构在地方债领域的科研能力的

提升，促进提升地方政府信用评级质量。

总的来看，《自律规范》的推出帮助信用评级机构解决了目前面临的诸多问题，加强了地方政府债券信用评级行业监管和自律管理，建立地方政府债券信用评级业务规范，督促信用评级机构不断完善评级方法，对地方经济财政状况和债券对应项目情况进行准确分析，帮助实现评级结果合理反映地区差异和项目差异，促进发挥信用评级的市场约束和差别定价作用。同时，使地方债券信用评级能够帮助投资者科学判断投资风险，促进地方政府债券市场化定价及发展，以便于吸引更多投资者，促进地方政府债券的流动性，同时通过引入市场监督机制，有利于防范地方政府债务风险。■

## 促消费政策加码 稳增长内需发力

文 | 研究发展部 王青

3月13日，国家发改委等23个部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》（以下简称《意见》），从大力优化国内市场供给，重点推进文旅休闲消费提质升级，着力建设城乡融合消费网络，加快构建“智能+”消费生态体系，持续提升居民消费能力，全面营造放心消费环境等六个方面，出台19条具体措施，旨在进一步改善消费环境，加快形成强大国内市场。

一段时间以来，伴随国内经济转型升级，终端消费在GDP增长中的贡献率已稳定在60%左右，正在成为经济增长的主要驱动力。前期在中美经贸摩擦升级、海外市场拓展难度加大的背景下，“形成强大国内市场”迫切性进一步增强。可以看到，去年以来促消费政策出台的密度明显加大：2019年8月，国务院办公厅发布了《关于加快发展流通促进商业消费

的意见》，9月《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》推出，此外去年41次国常会中还曾多次就促进消费做出具体部署。我们认为，本次《意见》的出台是以上政策方向的延伸，在当前疫情局面下，意见的具体内容也具有较为强的针对性。

**首先，疫情过后存在较为强烈的消费回补需求，消费发力对年内稳增长的支撑作用有望进一步提升。**本次《意见》从优化消费供给、改善消费环境，提升消费能力等各个环节出台了具体措施，短期内将有助于疫情期间受抑制的消费需求充分释放。我们预计，3月开始商品消费将会反弹，5月之后旅游等服务消费有望出现快速增长。本次《意见》出台与消费回补时间线基本吻合。在接下来的稳增长过程中，促消费有可能成为政策主轴，这或是与2008-09年出台以投资为主的“四万亿”计划的重大区别。另外，当前海外疫情发展态势表明，未来一段时间我国出口将会面临一定挑战，年内稳增长将主要依靠以消费为主的内需发力。事实上，本次《意见》已提出了一些具体措施，其中“促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额”等短期内有望见到具体成效，后续政策措施还可能持续跟进。长期来看，本次《意见》将进一步推动国内消费市场壮大升级，特别是会促进文旅等服务消费加快发展，拓展消费需求潜力。

**其次，针对疫情期间凸显的一些消费特征，本次《意见》也做了具体回应和部署，未来线上消费将获得更多政策支持。**疫情发生后，受交通限制等防疫措施影响，居民出行购物活动大幅减少，线上消费比例明显上升。对此，《意见》提出要鼓励线上线下融合等新消费模式发展；大力发展“互联网+社会服务”消费模式，促进教育、医疗健康、养老、托育、家政、文化和旅游、体育等服务消费线上线下融合发展，拓展服务内容，扩大服务覆盖面；完善城市物

流配送停靠、装卸等作业设施，优化城市配送车辆通行管理，简化通行证办理流程，推广网上申请办理，对纯电动轻型货车不限行或少限行等。我们认为，本次疫情客观上带动线上消费实现了一次飞跃式发展，而且这一势头不会在疫情消退后出现明显回潮，监管层对此已表达了更为明确的支持态度，未来政策面利好还将持续出台。

**最后，本次意见明确提出“改善进口产品供给”，有助于促进消费升级，也将推动国内先进制造业发展。**本次《意见》专门就改善进口产品供给做出安排，其中关于税收方面的规定含金量很足。这是在以前促消费政策中较少涉及的内容。从消费需求引导规律而言，当前阶段适度扩大一些高端优质消费品进口，有助于满足国内不同层次、不同偏好的消费需求，培育国内高端消费市场，进而刺激国内先进制造业发展。我们认为，这将在需求端为先进制造业发展夯实基础，促成一个内生驱动、“水到渠成”的良性发展过程，最终实现产业和消费“双升级”。《意见》中这部分内容或显示，我国在促进消费、推动产业升级的政策理念方面正在发生一些重要转变。■

## 债券市场基础设施或加速完善 更好发挥支持实体经济作用

文 | 研究发展部 苏莉 刘暮菡

4月9日，中共中央、国务院对外发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》（以下简称《意见》）。《意见》就扩大要素市场化配置范围、促进要素自主有序流动、加快要素价格市场化改革、健全要素市场交易机制等方面进行部署，明确了土地、劳动力、资本、技术和数据等五类要素市场化配置改革的方向和具体举措。东方金诚认为，完善要素市场化配置体制机制，目的在于提高要素配置效率，实现各类要素市场的优化配置，激发市场活力，是推进供给侧结构性改革、推动经济高质量发展的重要路径。

资本市场是要素市场化配置的重要环节，推动资本要素市场化配置改革，将与全面深化资本市场改革相互促进，有助于优化资本市场供给，更好发挥金融支持实体经济作用。从长远来看，这是构建多层次资本市场、拓宽企业直接融资渠道、畅通资本市场和实体经济的良性循环的重要路径。从短期来看，在疫情对我国短期经济增长产生较大负面冲击，并导致全球金融和商品市场大幅波动的背景下，优化资本要素配置将有利于稳定国内宏观经济和资本市场运行，稳定市场预期；更好发挥资本市场作用，配合各项定向支持政策，进一步加大金融对实体经济薄弱环节支持力度，缓解相关企业暂时的流动性困难。

针对推进资本要素市场化配置，《意见》

着重提出四方面要求，包括完善股票市场基础制度、加快发展债券市场、增加有效金融服务供给和主动有序扩大金融业对外开放等。其中，在加快发展债券市场方面，《意见》提出要稳步扩大债券市场规模，丰富债券市场品种，推进债券市场互联互通；统一公司信用类债券信息披露标准，完善债券违约处置机制；探索对公司信用类债券实行发行注册管理制；加强债券市场评级机构统一准入管理，规范信用评级行业发展。

我们注意到，近年来，债券市场各监管机构不断出台各项政策，推动债券市场发展，完善债券市场功能。《意见》提出的具体任务在近年的各项新规中已有所体现。作为中共中央、国务院发布的重磅文件，《意见》的发布进一步明确债券市场要素配置的改革方向，将有效推动债券市场各项长效机制和制度建设政策的加速落地。具体体现在如下方面：

- 1.《通知》强调基础制度建设的重要性，债券市场基础设施建设将加速完善，债市互联互通有望取得实质性推进。近年来资本要素市场化改革持续推进，《意见》中的相关内容也延续了一直以来的改革方向，同时，更加突出强调基础制度建设的重要性，包括信息披露、违约处置、发行注册等环节的制度建设有望加速推进。尤其值得注意的是，《意见》强调要“推进债券市场互联互通”。不同于股票市场，我

国债券市场长期存在多头监管、市场分割的问题。近年来，推动债券市场互联互通的政策频出，包括统一执法、评级行业统一监管等，但在发行、交易、托管结算等环节的市场分割问题依然存在，这在一定程度上阻碍了债券市场要素的自由流动和有效分配。可以预计，在《意见》指导下，未来一段时间相关配套措施将加速出台，债市互联互通有望取得实质性进展，这将提高债券市场的流动性，激发市场活力。

2. 债券市场投资者保护将进一步加强。在完善股票市场基础制度方面，《意见》明确指出要“完善投资者保护制度，推动完善具有中国特色的证券民事诉讼制度”，我们认为这同样也适用于债券市场。信息披露监管要求不统一、投资者保护力度不足、债券持有人大会等机制安排未能有效发挥作用等，是阻碍我国债券市场发展的重要障碍。未来，中国特色的集体诉讼制度或逐步建立，同时配合新《证券法》中新增的投资者保护专章，投资者保护力度将有所提升。但当前与信息披露、投资者保护相关的各项政策指引仍有待进一步深化、细化和落实，因此，进一步加强对债券投资者合法权益的保护力度，提高投资者的参与积极性仍将是未来债券市场要素市场化配置改革的重要组成部分。

3. 资本要素价格改革加持下，未来债券市场定价效率将显著提高。我们注意到，国内已发行债券存在信用级别集中度偏高的问题，这在一定程度上妨碍了市场对信用风险的有效识别，同时，二级市场与一级市场定价扭曲、债券风险与收益严重错配也有碍债券市场走向成熟。《意见》提出要“加速要素价格市场化改革”，这一要求放在债券市场的背景下，将体现在市场化定价改革的推进，反映供求关系的国债收益率曲线定价基准的作用将得到更好发挥，同时，债券定价“天花板”或将逐步打破，

引导债券的风险补偿与收益相匹配，提高债券定价市场化水平和定价效率。

4. 高收益债市场将加速形成。《意见》提出要“稳步扩大债券市场规模，丰富债券市场品种”，这与新《证券法》的思想相一致。目前公司债、企业债发行已进入全面注册制，同时，新《证券法》删除多条公司债发行的限制条件，包括“最低公司净资产”、“累计债券余额不得超过净资产40%”、“一年以下期限的公司债不能上市”等，这意味着公开市场发行门槛有所降低，有利于带动债券市场进一步扩容，也为高收益债一级市场的形成打下了监管基础。可以预见，未来债券市场信用的结构性分层将趋于常态化，更多类型、规模、资质的企业或将迎来债券直接融资的机会，加之债券定价更趋市场化，高收益债市场将加速形成。

未来，在《意见》指导下，债券市场长期制度安排的完善还将持续推进，并有望得到加速推进和落地实施，这将进一步激活债券市场红利。可以预见，后续将有更多企业通过债券融资来丰富其融资渠道，而在价格改革的推进下，综合融资成本或进一步降低，这意味着债市在服务实体经济方面的作用将得到更加充分地发挥。■

## 非标业务空间受限，标准化是发展趋势

### ——《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》点评

文 | 金融业务部 朱萍萍 何小红

近日，银保监会发布了《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），信托资管业务新规已初步成形。《办法》对于信托业务的管理严格遵循了资管新规的指导思想，将促进信托行业转型深化。预计短期内，由于非标投资规模限制、且固有资产投资信托产品比例亦受限，信托公司收入预计将有所减少。同时，信托行业分化将进一步加剧。资本实力较弱或一直以非标融资为主、业务发展模式单一的信托公司将面临较为迫切的资本补充和业务结构调整压力。随着资金募集难度的加大，财富管理团队齐备，高净值客户和机构客户资源充足的信托公司竞争优势凸显。

#### 1. 非标投资受限，信托传统业务转型压力较大，标准化产品投资是未来发展趋势

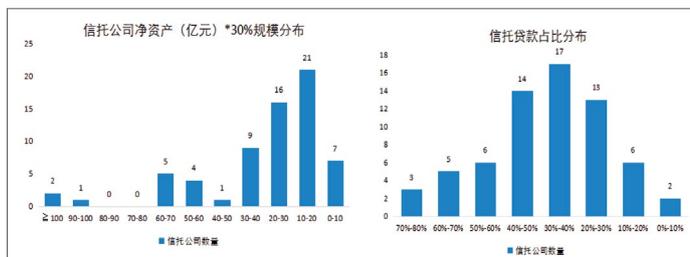
《办法》规定“投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的百分之三十”；“向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的百分之五十”。尽管非标占比不超过50%的规定对比银行理财35%的限制比例已有所放松，但由于信托计划长期以来以非标资产为主要投资标的，此项规定仍然极大的压缩了信托业务空间。如果信托公司希望做大非标业务，则必须

同步拓展信托产品对标准化资产的投资以扩大分母。

从已经公布2019年年报的66家信托公司数据统计情况来看，信托行业资本实力仍然处于较高水平，57%的信托公司对于同一融资人及其关联方的非标投资能够达到20亿元以上。但由于部分房地产信托、基建类信托项目融资规模较大，资本实力较弱的信托公司对于此类项目的拓展难度将有所上升。而从信托贷款占信托资产比重的情况来看，目前信托资产运用中仍然以非标投资为主，有超过14家信托贷款占比超过50%。另有31家信托公司信托贷款占比在30%~50%之间，但若考虑到长期股权投资等其他形式的非标资产投资，实际非标占比已接近或超过50%。

整体来看，此项规定将对目前信托展业产生较大影响，加之非标信托封闭化管理，以及明确禁止投资商业银行信贷资产等规定，传统信托业务空间将进一步压缩，迫使信托产品向标准化转型。

图表1：



数据来源：各家信托公司2019年年报（国通信托和雪松信托尚未公开）

## 2. 明确限定投资者人数，监管强调信托私募性质

《办法》规定“资金信托面向合格投资者以非公开方式募集，投资者人数不得超过二百人”，对比《信托公司集合资金信托管理办法》对单笔委托金额 300 万以上投资者不受限制的规定来看，本次办法对于投资者人数的规定更加严格，将信托产品属性坚决定位为私募性质，否定了信托公司发展公募业务的可能性。

但《办法》同时规定“资金信托接受其他资产管理产品参与，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数，但是应当有效识别资产管理产品的实际投资者与最终资金来源”。这就意味着包括银行理财在内的其他公募资管产品投资信托非标存在突破 200 人投资上限的可能性。对于上述操作未来是否会违背监管对于通道业务加大限制的初衷，或需要在监管政策在实践中进一步细化。

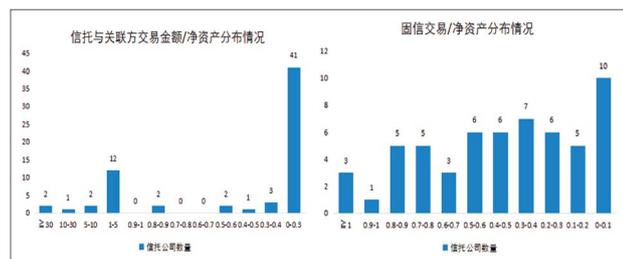
## 3. 关联交易适度放松，但部分信托公司仍然面临较大的规模缩减压力

监管对于信托公司的关联交易一直是较为严格。根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定“不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人，但信托资金全部来源于股东或其关联人的除外”。但是实际操作中，信托公司仍然存在变相开展关联方自融的行为。而本次办法规定信托资金投资于“本公司及其关联方单一主体的金额不得超过本公司净资产的百分之十，合计金额不得超过本公司净资产的百分之三十”；同时规定“信托公司以自有资金参与单只本公司管理的集合资金信托计划的份额合计不得超过该信托实收信托总份额的百分之二十。信托公司以自有资金直接或者间接参与本公司管理的集合资金信托计划的金额不得超过信托公司净资产的百分之五十”。虽然相较于以往的监管政策有所放松，但未再按照资金来源进行区分，即单一资金信

托和集合资金信托均受上述比例限制。从目前行业关联交易规模来看，部分信托公司距离新监管要求尚存在较大差距。

截至 2019 年末，行业内共有 25 家信托公司信托资产与关联方交易规模超过净资产的 30% 以上，其中建信信托和英大信托的交易规模超过净资产 30 倍，远超过《办法》规定上限。而在固有资产参与信托投资方面，行业内目前面临规模收缩压力的信托公司亦不在少数。同时，由于目前多数信托公司为推进产品快速落地，一般通过自有资金以过桥形式先行承接产品额度，单只产品投资不超过总份额 20% 的规定可能将对产品发行产生一定不利影响。

图表 2：



数据来源：各家信托公司 2019 年年报（国通信托和雪松信托尚未公开）

## 4. 加强投资者适当性管理

本次《办法》对于加强投资者适当性管理主要体现在三个方面：一是要求信托公司在资金信托推介、销售及收益权转让环节履行合格投资者确定程序。二是明确了资金信托的销售渠道只能为信托公司自行销售，或通过银行、保险、证券、基金以及银保监会认可的其他机构代理销售。这里的“其他机构”被业内普遍认为是为第三方代销留有余地。三是要求信托公司确定信托产品的风险等级和投资者的风险承受能力相匹配。整体来看，《办法》对于信托产品销售和投资者风险承受能力的规定更加细化，有利于加强行业对于投资人的尽职履责。但对于产品风险等级具体如何划分，行业内是否需要统一标准尚未明确，后续监管规定可能需要进一步细化。

## 5. 放开回购业务，促进标准化债权类信托业务发展

由于2007年以前，信托公司大规模负债导致经营风险较高，监管于2007年出台《信托公司管理办法》，明确禁止了信托公司固有资金回购业务，同时对信托产品的回购也一并禁止。不能运用杠杆一直是信托相较于其他资管产品的一大劣势，信托产品此前也一直通过嵌套其他资管计划的方式参与回购业务。而本次《办法》规定信托产品“可以通过在公开市场上开展标准化债权类资产回购或者国务院银行业监督管理机构认可的其他方式融入资金”，且杠杆上限与银行理财一致，“每只结构化集合资金信托计划总资产不得超过其净资产的百分之一百四十”，“每只非结构化资金信托总

资产不得超过其净资产的百分之二百”。此项规定是监管促进资产管理行业公平竞争的一项举措，也为标准化信托业务的发展扫除了障碍。

整体来看，大资管监管标准趋于统一，各类金融机构同台竞技。虽然与其他金融机构相比，信托公司非标投资比例限制较为宽松，同时监管层给予了投资者人数不合并计算其他资管产品的投资者人数、第三方非金融机构代销两条路径。但是，非标比例限制的高压线仍将促进信托公司加快转型，未来加强标准化资产的主动管理和投研能力将是各家信托公司业务的发展重点。■

## 聚焦 7 大关键领域改革 推动经济高质量发展

### ——《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》解读

文 | 研究发展部 王青 冯琳

5月18日，《中共中央 国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》（以下简称《意见》）正式发布，对新时代加快完善社会主义市场经济体制的总体要求、7大关键领域改革措施以及贯彻落实的组织保障进行了系统设计和全面部署。我们认为，这是继《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》之后，在疫情期间出台的第二项推进结构性改革的重要文件。这表明，当前在全国上下集中全力抓好疫情防控和稳定宏观经济运行的同时，稳步推进重大结构性改革仍在政策议

程中居于核心位置。这不仅将为我国宏观经济长期稳定向好奠定坚实的制度基础，也有助于提振当前市场信心。

#### 一、进一步深化市场化改革，扩大高水平开放，是实现高质量发展的必由之路。

关于《意见》出台的背景，文件明确指出，中国特色社会主义进入新时代，社会主要矛盾发生变化，经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，与这些新形势新要求相比，我国市场体系还不健全、市场发育还不充分，政府和市场的关系没有完全理顺，还存在市场激励不足、要

素流动不畅、资源配置效率不高、微观经济活力不强等问题，推动高质量发展仍存在不少体制机制障碍，必须进一步解放思想，坚定不移深化市场化改革，扩大高水平开放，不断在经济体制关键性基础性重大改革上突破创新。

## 二、7大关键领域改革的总体方向是在坚持社会主义基本经济制度不动摇的同时，加大市场在资源配置中的决定性作用，坚定不移扩大对外开放。

1、《意见》提出，坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展，增强微观主体活力。下一步要继续推进国有经济布局优化和结构调整，积极稳妥推进国有企业混合所有制改革，以及稳步推进自然垄断行业改革，重点推动电力、油气管网和铁路运输业务市场主体多元化和适度竞争。我们认为，在做强做优做大国有资本过程中，市场竞争、激励兼容将是未来推动国企经营效率提升的重要方向。

针对当前市场普遍关注的民企经营、融资环境问题，《意见》要求营造支持非公有制经济高质量发展的制度环境，支持非公有制经济进入电力、油气等领域，大幅放宽服务业领域市场准入，增加面向中小企业的金融服务供给，支持发展民营银行、社区银行等中小金融机构，健全民营企业直接融资支持制度等。这意味着近年来优化营商环境、强化对民企的金融支持等措施并非周期性政策，而是已成为我国基础经济制度的一部分。这将有助于稳定市场预期，提升民营企业投资信心。

2、《意见》提出夯实市场经济基础性制度，保障市场公平竞争。重点包括建设高标准市场体系，全面完善产权、市场准入、公平竞争等制度。我们认为，其中的“全面依法平等保护民营经济产权，依法严肃查处各类侵害民营企业合法权益的行为”具有很强的针对性，能够进一步为民营企业营造安心的投资、经营环境。而“完善和细化知识产权创造、运用、交易、保

护制度规则，加快建立知识产权侵权惩罚性赔偿制度，加强企业商业秘密保护，完善新领域新业态知识产权保护制度”则是对我国经济发展转向创新驱动的一项“制度激励”。众所周知，知识产权保护是激励创新的重要制度基础。当前我国经济发展正在从技术的引进模仿逐步转向自主创新，强化知识产权保护的迫切性越来越大。

《意见》提出全面实施市场准入负面清单制度，推动“非禁即入”普遍落实，以及全面落实公平竞争审查制度。这两项措施近年来持续推进，本次《意见》将其纳入，一方面体现了政策的稳定性和连续性，另一方面也将推动地方政府和相关部门进一步出台具体举措，精准实施，精准落实。

3、《意见》提出构建更加完善的要素市场化配置体制机制，进一步激发全社会创造力和市场活力。这部分内容与4月9日中共中央、国务院对外发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》相衔接，主要内容是强化土地、资本、劳动力和数据等四项基本要素的市场建立、价格市场化改革和配置方式创新等。

经过40多年的改革开放，我国商品和服务价格97%以上已由市场定价。与之相比，土地、劳动力、资本、技术和数据等要素市场发展相对滞后，要素配置扭曲正在成为我国经济结构性矛盾的重要根源。我们判断，继“三去一降一补”之后，要素市场化改革将成为新一轮供给侧结构性改革的重要突破口。伴随改革的深入推进，“蛰伏”的要素资源将被唤醒，并将成为推进经济高质量发展的新动能。这在当前外部环境动荡不定，我国经济增长要更多依靠内需驱动，更需激发各类主体和各类要素潜能的背景下，尤其具有重要的现实意义。

4、《意见》提出创新政府管理和服务方式，完善宏观经济治理体制。这部分内容比较丰富，

旨在进一步厘清政府与市场的关系，明确政府经济管理职责，有效弥补市场失灵。针对当前形势，其中有两点内容值得重点关注：一是《意见》强调“依法构建管理规范、责任清晰、公开透明、风险可控的政府举债融资机制，强化监督问责。”二是要求“建设现代中央银行制度，健全中央银行货币政策决策机制，完善基础货币投放机制……。”我们认为，《意见》的这部分内容实际上也为当前关于财政赤字货币化的争论提供了一种理解框架。

所谓财政赤字货币化，核心内容是央行直接以零利率认购财政部发行的国债，为积极财政政策提供零成本融资。这种操作的好处在于能够减轻国债发行带来的挤出效应，使得商业银行资金不因大量购买国债而减弱对实体经济的信贷投放能力，同时又可以避免大量国债发行推高市场利率，加剧企业融资贵问题。其不利之处在于央行货币政策将被国债发行“绑定”，在很大程度上失去对政策利率的调控能力，而且还有可能导致财政纪律松弛，为潜在的政府负债率和通胀率大幅上升埋下隐患。本次《意见》强调要规范政府举债融资机制，要求建立现代中央银行制度——这包括明确中央银行和财政部门的边界，严禁政府财政向中央银行透支，避免这两个“口袋”相连通，以及坚守“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”的货币政策最终目标等内容。我们认为，这实际上意味着现阶段我国实施财政赤字货币化的可能性很小。当前我国政策利率远高于零利率水平，货币政策传导能力正在改善；未来国债、包括特别国债发行规模的扩大幅度有限，而且这也仅是疫情特殊时期的阶段性政策，因此现有金融体系有能力消化其供给压力。这样来看，在可以预见的将来，财政赤字货币化难以成为必要的政策选项。

5、《意见》提出坚持和完善民生保障制度，促进社会公平正义。我们认为，这部分的一个

重点是“提高劳动报酬在初次分配中的比重”这一提法。长期以来，我国经济发展的一个模式是重投资，因此投资在国民收入分配中的比重偏高，政府税费收入也处于较高水平——这可以支撑政府对基建等领域的投资。当前我国人均收入已达到1万美元，未来经济增长将进一步转向消费驱动，增加劳动报酬分配比重将有效支撑居民消费。预计下一步将在最低工资调整、税费体制改革等领域出台向工薪阶层倾斜的具体政策，进一步壮大中产阶层，提升社会整体消费能力。

在完善覆盖全民的社会保障体系方面，主要是解决民众在养老、医疗、住房这三个领域的后顾之忧，促进社会公平，兜底民生保障。具体方案是提升统筹层次，加大政府投入，织密社会保障网；同时针对本次疫情，健全国家公共卫生应急管理体系。

6、《意见》提出建设更高水平开放型经济新体制，以开放促改革促发展。重点包括以“一带一路”建设为重点构建对外开放新格局，加快自由贸易试验区、自由贸易港等对外开放高地建设，健全高水平开放政策保障机制，积极参与全球经济治理体系变革。我们认为，以上措施既是我国长期对外开放政策的深化与升级，也有很强的现实针对性。可以看到，2018年以来美国政府带头掀起一股逆全球化过程，发起经贸摩擦、削弱国际组织等做法层出不穷，持续近30年的经济全球化进程遭遇严重顿挫。在这样一个关键时期，中国以扩大高水平开放作为应对，同时强化对WTO等重要国际组织的支持，加大对全球公共产品的贡献度。我们认为，这一方面有助于遏制逆全球化乱流，同时也是在为我国经济持续转型升级，充分发挥比较优势，最终成功跨越中等收入陷阱营造有利的外部条件。未来国内各经济领域将对外资进一步敞开大门，中国不会因外部环境的一时波动而改变对外开放的基本国策。

7、《意见》提出完善社会主义市场经济法律制度，强化法治保障。主要包括完善产权保护、健全破产制度、修订反垄断法，完善各经济领域法律法规体系，按照包容审慎原则推进新经济领域立法；健全执法司法对市场经济运行的保障机制，以及全面建立行政权力制约和监督机制，完善发展市场经济监督制度和监督机制等内容。市场经济也是法治经济，微观主体对未来的预期很大程度上取决于政策能否成为有执行力的法律法规。同时，完善市场经济法律制度并着力强化执法能力，也是建设社会主义法治的重要组成部分。另外，法治除了规范各类经济主体的经济行为外，一个重要职能是对行政权力的制约和监督，真正做到“有权不可任性”。我们判断，下一步针对经济领域公权力的监督约束机制会进一步强化，重点指向资源、土地、规划、建设、工程、金融等腐败问题多发领域，通过党内监督、监察监督、行政监督、司法监督、审计监督、财会监督、统计监督、群众监督、舆论监督协同发力，为

社会主义市场经济健康发展营造一个风清气正的社会环境。

### 三、三条保障措施将提高重大改革举措的“落地率”，提升民众对改革推进的“感受度”。

制度的生命在于执行。对于以上7大领域结构性改革如何不断走深走实，《意见》给出了三条保障：首先，坚持和加强党的领导能够提供坚强的政治保障，确保改革沿着正确的政治方向推进，并获得强大的组织动员力量。其次，健全改革推进机制，将顶层设计与基层探索结合起来，充分发挥基层首创精神，能够将《意见》的精神实质与各地实际有效结合起来，调动地方的主观能动性。第三，完善改革激励机制，明确敢于担当、攻坚克难的用人导向，建立健全改革容错纠错机制。我们认为，以上三条措施给出了实施结构性改革的政治领导、推进机制和激励相容机制，将有效解决“徒法不足以自行”问题，提高重大改革举措的“落地率”，提升民众对改革推进的“感受度”。■



锐意创新

极致服务

践行中国评级梦

## 财政担纲，宽信用发力，一揽子宏观政策力度超出预期 ——2020年政府工作报告解读

文 | 研究发展部 王青 冯琳

5月22日，疫情特殊背景下的十三届全国人大三次会议开幕，李克强总理作《政府工作报告》（以下简称《报告》）。《报告》制定了2020年主要发展目标，对下一阶段工作进行了总体部署。以下重点对包括财政和货币政策在内的一揽子宏观政策内容进行解读。

**一、财政政策力度明显加大，将在本次逆周期调节中发挥担纲作用。**今年目标财政赤字率设定为3.6%以上，明显高于上年的2.8%；财政赤字规模比去年增加1万亿元——2019年政府工作报告设定的财政赤字规模为2.76万亿元。考虑到2019年我国名义GDP为99.1万亿元，今年若增加财政赤字规模1万亿元，保守估计财政赤字率也将达到3.8%左右，这已接近此前市场预期的上限（4.0%左右）。

在新增地方政府专项债方面，今年安排的规模是3.75万亿元，比去年大幅增加1.6万亿元。而且与去年专项债资金约七成投向棚改和土储不同，今年专项债将主要投向基建领域，并且允许部分资金作为基建项目的资本金，以撬动更大规模的社会资金投入。我们判断，今年仅专项债一项，保守估计就可拉动基建投资增速加快8-10个百分点——过去两年基建投资增速均仅为3.8%。

3月27日政治局会议要求发行特别国债，市场对特别国债的规模、用途讨论较多。4月17日政治局会议明确发行抗疫特别国债；本次

《报告》则明确发行规模为1万亿元，用途范围包括保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等。这意味着特别国债对今年促消费、扩大“两新一重”等有效投资的支持会更加直接，力度也会相应加大。

总体上看，《报告》宣布的财政支持规模已达2019年名义GDP的8.6%左右，与当前已宣布的全球财政政策总体支持水平相当。其中，今年针对企业的新增减负将超过2.5万亿元，与上年减税降费2.36万亿元相比，力度进一步加大，改变了原定今年减税降费将以提质增效为核心的政策基调。这样来看，与此前的2012年、2015年逆周期调节主要由货币政策发力不同，此次财政政策开始起到担纲作用，主要是发挥财政政策定向支持效应更为明显、疫情过后更易撤回的优势——例如，以上财政支出扩张中很多都属于一次性开支，因此选择以特别国债形式融资。

**二、货币政策部分内容超出市场预期，宽信用还将进一步发力。**这具体体现在“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”的表述上。此前央行发布的2020年第一季度货币政策执行报告中，相关的表述为下一阶段“保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高”。两相比较，最新的政策表述更加积极，意味着今年以M2和社融增

速为代表的宽信用力度会进一步加大，两个指标的增速会超出“略高”于名义GDP增速的水平。这也意味着在疫情特殊时期，监管层对宏观杠杆率短期上行的容忍度在增加。

我们认为，未来货币政策在降息降准及再贷款等手段方面的边际宽松空间扩大。其中，伴随下半年CPI同比趋势性下行，年内MLF利率有可能进一步下调40个基点——甚至不排除央行适时小幅下调存款基准利率的可能，这将引导企业贷款利率持续下行100个基点左右；同时，年内还将有两次全面降准空间，总体幅度约在1个百分点上下，将释放长期资金约1.6万亿元。这一方面有助于提升银行放贷能力，还能与财政政策相配合，确保国债及特别国债顺利发行。今年以来央行已增加再贷款、再贴现额度1.8万亿元。我们预计，下半年为实施精准滴灌，专项再贷款额度还有进一步扩大空间，再贷款利率也存在小幅下调的可能；我们判断，下一步“创新直达实体经济的货币政策工具”可能也将围绕再贷款设计，这将直接带动国有大行进一步增加对小微企业的支持力度，完成《报告》设定的“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%的目标——2019年5家国有大型商业银行普惠型小微企业贷款余额增长53.1%，小微企业信贷综合融资成本降低1.35个百分点，均超额完成任务。

总体上看，两会后货币政策将量价配合、多管齐下，下半年M2和社融存量增速有可能达成14%-15%左右，将较当前（4月末）11%-12%的增速进一步加快，并显著高于上年末8.7%（M2同比）和10.7%（社融存量同比）的增长水平。

**三、“六保”取代经济增长目标，未来宏观政策力度还存在加码空间。**今年政府工作报告未设GDP增长目标，而是强调守住“六保”底线，意味着今年就业已取代GDP增速，成为最主要的宏观经济管理目标。这一方面因为

年内全球疫情和经贸形势不确定性很大，不设GDP增长目标显示今年的经济管理、宏观调控将更为务实<sup>[1]</sup>。另一方面，多年以来我国地方政府习惯于通过投资推动GDP增长，而一些投资项目短期内吸纳就业的能力有限，这可能不利于今年各方面工作聚焦于保就业这个“六稳”和“六保”的交叉点。此外，从疫情后各省召开的两会情况看，今年《报告》不设置明确的GDP增长目标已现端倪。

不过，今年新增就业目标仍设定为900万以上，而上年在GDP实际增长6.1%的背景下，城镇新增就业规模为1352万。鉴于今年就业优先政策要全面强化，财政、货币和投资等政策要全力支持稳就业，这意味着单位GDP增速对就业的拉动作用会有所增强。我们预计，为完成预定就业目标，今年的实际GDP增速仍需保持在3.0%以上。最后，考虑到下半年全球疫情和经贸形势确实存在较大变数，我们判断《报告》宣布的宏观政策还有灵活调整的空间，不排除若下半年经济下行压力加大、特别是如果就业压力超出预期（即城镇调查失业率显著高于6.0%的控制目标），宏观政策对冲力度进一步加大的可能。整体上看，当前我国政府负债率较低，政策利率远高于零利率水平，宏观政策仍存在较大逆周期调节空间，能为如期完成全面建成小康社会目标提供有力保障。■

注：[1]从全面奔小康的25项指标来看，GDP增速等与经济发展相关的12项指标属“预期性指标”，而与扶贫、环保、教育等相关的13项指标为约束性指标。因此，即使今年GDP增速低于预期的5.6%，也不会影响全面奔小康目标任务的完成。

## “金融改革 11 条” 指向实体经济融资关键环节

文 | 研究发展部 王青 冯琳

5月27日，国务院金融委发布11条金融改革措施（以下简称“金融改革11条”），其中包括《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》、《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《标准化票据管理办法》等。

我们认为，以上措施主要体现了在疫情特殊背景下，包括信贷、股市、债市、票据以及非标等各类融资渠道，正在通过深化改革的方式进一步动员起来，加大对实体经济的支持力度，其中一些具体措施直接指向小微企业融资的堵点、痛点问题。

首先，在银行改革领域，本次出台2项具体措施，包括《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》和《中小银行深化改革和补充资本工作方案》。可以看到，受疫情冲击，当前金融支持小微企业的迫切性进一步凸显。2月以来监管层持续通过定向降准、迅速扩大再贷款再贴现规模等结构性货币政策措施，着力引导商业银行加大对小微企业的信贷投放力度。本次“金融改革11条”则进一步聚焦两个关键点：一是强调“落实尽职免责要求”；二是“加快中小银行补充资本”。前者旨在解决“不敢贷”问题，后者重在解决“不能贷”问题。

我们预计，下一步商业银行会将小微信贷尽职免责规定进一步细化，解决基层信贷人员因担心将来出现不良而面临“秋后算账”的后顾之忧。当前资本金缺口正在成为制约中小银

行信贷投放能力的一个重要因素。本次《中小银行深化改革和补充资本工作方案》的出台，意味着中小银行资本补充渠道有可能进一步拓宽，除普通股、优先股和无固定期限资本债券、二级资本债等手段之外，部分中小银行还可能通过改革重组等方式，引入外部资金。这也有利于将资本补充与优化公司治理结构结合起来。

另外，针对小微企业融资贵问题，本次出台《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》，对各级政府性融资担保机构提出了降低保费等具体要求。据我们了解，很多中小企业的实际融资成本不仅包括贷款利率，还有担保费、评估费、财务顾问费等非息费用。这些利率之外的附加成本加总后甚至可能达到利率的1-2倍。今年4月1日，财政部印发通知，要求2020年地方各级政府性融资担保、再担保机构全年对小微企业减半收费，力争将综合融资担保费率降至1%以下。可见解决非息费用过高问题正在引起监管层的高度重视。我们判断，除担保费之外，未来针对其他非息费用，监管层还可能出台更多措施，目标就是要让小微企业综合融资成本在今年有明显下降。

本次推进创业板和股转系统改革，意味着注册制正式从科创板扩大到创业板，而新三板改革中的“积极稳妥实施公开发行，选择符合条件的企业作为精选层，允许公募基金投资”

等措施，则旨在强化多层次资本市场建设。以上两项改革的最终目标是支持企业通过股权方式融资。在当前形势下，这一方面有助于提升我国股市的融资功能，优化金融资源配置，另一方面也有利于控制宏观杠杆率过快上升。

长期以来，票据融资是中小微企业的一个重要融资手段，而商业银行从控制风险等角度考虑，也倾向于通过票据方式向小微企业提供资金支持。本次出台《标准化票据管理办法》，支持将票据作为基础资产打包后在债券市场流通，并支持资产管理产品投资标准化票据。我们判断，此项措施将有助于银行通过加大票据ABS发行规模，进一步盘活资产，腾出信贷空间，缓解资本充足率压力，也有助于推动企业票据融资规模进一步扩大。

本次发布《标准化债权类资产认定规则》，并对存量“非非标”资产给予过渡期安排。资

管新规发布两年以来，金融严监管效果已有较为充分的体现，影子银行风险大幅压降，下一步的重点将适度转向挖掘资管业务服务实体经济能力，同时对资管新规过渡期给予灵活安排。我们判断，未来社融中的委托贷款、信托贷款的收缩幅度将进一步放缓，不排除持续转向小幅正增的可能。

以上重点对“金融改革11条”中实体经济融资支持部分做了解读。总体上看，在当前疫情给宏观经济运行带来强烈冲击的背景下，金融服务实体经济的迫切性正在进一步上升，这也给金融供给侧改革带来了一个加快推进的契机。我们预计，下一步为配合加大货币政策逆周期调节力度，还可能按照“成熟一项推出一项”原则，陆续出台一批强化金融服务实体经济、防范系统性金融风险、扩大金融市场双向开放的具体改革措施。■



# 主权评级 | SOVEREIGN CREDIT RATING



## 践行主权评级应有之义， 助力“一带一路”扬帆远航

“一带一路”试验田上风劲扬帆正当时，朋友圈不断扩容，多国发展战略对接，六廊六路多国多港建设走深走实，“后疫情时代”发展需求和逆全球化加剧，强化了“一带一路”在加强全球和区域合作机制中把脉未来的迫切性。同时，中国资本市场开放和人民币国际化按下“快进键”，境外发行人数量、类型日益增多，市场多元主体正在逐渐形成，这对准确量化风险，促进熊猫债市场信用风险的有效识别和揭示提出了更高需求。

这要求，我们有更大的责任去践行主权评级的应有之义，即：通过持续完善体现一国本、外币偿债能力的主权信用风险与融资成本定价之间的内在联系，为国际发行人更好地利用中国资本市场实现融资目标提供有益助力，为“一带一路”沿线资金融通的行稳致远，以及资金的合理流动提供支持性作用。

基于完善和深化主权风险评价体系的诉求，东方金诚主权研究团队立足国际政治经济大环境，深挖国家主权信用本质，完成了主权



评级方法的修订，修订后的评级方法主要表现在以下五大特征：

**第一，秉持中立的评级立场，不以某一特定的政治经济制度作为评价参照。**东方金诚既不将一国治经济制度与主权信用质量直接挂钩，也不以某一特定价值观和政治经济制度作为参照物，对其他国家制度体系进行优劣判断，而是从历史文化，政治经济发展历程和制度运行机制，去理解国家现阶段所面临的关切问题。

**第二，立足国际政治经济大环境，以全球化视角分析个体主权信用风险。**1800年以来，系统性国际战争与全球经济危机及国际金融环境骤然收紧，是全球数次“主权违约潮”发生的系统性原因。因此，东方金诚坚持以更为宏观的全球视角关注全球系统性风险对各国主权信用风险的传导机制。

**第三，坚持系统性地研究评级要素及其内在关系。**影响主权信用质量的风险因素多元且彼此间存在复杂关联性，任意单一风险要素的变动均有可能引起其他风险要素的变动，进而放大对主权信用的影响。因此，东方金诚深入研究主权信用风险内在运行规律，找到各评级要素之间的客观联系和风险传导机制，进而充分揭示主权信用风险。

**第四，强调结构性失衡导致的脆弱性和潜在风险。**主权债务违约风险不单纯受经济发展程度和债务水平的影响，多数情况下结构性因素在其中发挥着更为关键的作用。回顾历次主权债务违约，同等经济发展程度和债务水平的国家，内在结构性失衡往往是决定其能否避免主权债务违约的关键因素。因此，东方金诚更加关注结构失衡导致的主权信用风险。

**第五，强调风险预警和可持续发展的评级理念。**评级的职责是准确揭示信用风险，维持经济运行稳定，东方金诚因此更加注重对潜在风险的分析与披露和对未来信用风险演化趋势的预测。同时，随着绿色经济、可持续发展成

为全球共识，东方金诚更加关注绿色可持续发展对一国主权信用的重要性。

基于修订后的主权评级方法，东方金诚对全球64个国家主权信用进行评估，受评国家涉及全球主要发达经济体和新兴经济体，经济规模占全球经济总量的近85%，评级国家体系更加完整，全球化视野得以完善。

从全球视角看，主要发达经济体凭借较强的制度化水平、经济实力和金融实力，主权信用处于较高水平，但经济增长乏力令部分发达国家陷入“低增长、高债务”状态；“一带一路”沿线多为新兴经济体和发展中国家，大部分国家正处于发展上升期，主权信用呈现较低水平逐渐上升趋势，但高度融入全球贸易链和产业链令其深受此次全球公共危机冲击，主权信用向好势头受到遏制，少部分结构失衡严重、财政与外部缓冲能力薄弱的国家主权信用风险值得关注。■

## 东方金诚 2020 “一带一路” 沿线主权评级结果发布 六大信用风险特征值得关注

展望 2020 年，新冠疫情冲击下全球经济衰退风险上升，逆全球化趋势加剧，国际大宗商品价格震荡加剧，地缘政治风险依然高企，面对复杂且严峻的外部形势，“一带一路”沿线（以下简称“沿线”）国家经济下行风险上升，财政稳健及外部流动性面临重大挑战。由于沿线各国经济韧性、财政与外部缓冲存在显著差异，区域内主权信用风险分化将加剧，大部分国家主权信用保持稳定，少部分国家主权信用风险积累。

**地缘政治风险高企、政府执政能力面临重大考验，仍是部分沿线国家主要风险之一。**2020 年，中东地区仍是沿线地缘政治风险最高的地区，但在多方因素约束下，爆发大范围、高烈度军事冲突及战争的可能性较小。此外，民族宗教矛盾、边境领土冲突、恐怖主义袭击以及大国政治博弈，仍是中东北非、南亚、独联体等区域部分国家的长期安全隐患。另一方面，近年来经济增速放缓放大了贫富分化和腐败等问题，社会矛盾激化，传统政党民意支持率下降，政治碎片化愈加明显，传统政党政治根基和执政能力面临更大考验。

**多重外部冲击将令沿线 2020 年经济陷入衰退，2021 年经济有望反弹，长期经济增长潜力依然较大。**由于沿线大部分国家已深度融入全球贸易链和产业链，并高度依赖外国资本，

2020 年全球新冠疫情危机、大宗商品价格震荡加剧并低位运行、全球资本流动萎缩将显著拖累沿线经济，预计 2020 年沿线整体经济增速将衰退 3.2%。在积极纾困措施支持下，鉴于大部分沿线国家生产与消费能力尚未遭到根本性破坏，叠加 2020 年低基数效应，预计 2021 年沿线经济增速将出现 5.5% 的正增长。“一带一路”沿线是全球最具经济增长潜力的区域之一，各区域经济互补性较强，面对“后疫情时代”逆全球化加剧的挑战，沿线区域经济合作有望加快加深。不过，独联体、中东产油国、中东非北等国经济结构失衡问题依然显著，经济韧性有待提升。

**沿线国家货币政策宽松空间受限，金融体系稳健性承压。**2020 年，全球主要经济体货币宽松加码，但避险情绪强烈令全球“美元荒”或贯穿上半年，沿线新兴市场及发展中国家将面临较大的货币贬值压力，货币政策宽松受限。之后随着全球市场信心回调，部分国家货币贬值和通胀压力有望逐渐缓解，并获得一定货币宽松空间。另一方面，在全球流动性恐慌性收紧的情形下，高度依赖外国资本及前期证券投资流入较大的国家，金融体系将面临不同程度的外部流动性压力，实体经济恶化也使沿线各国金融稳健性向好势头可能出现逆转，资产质量承压。

**沿线国家财政平衡和债务负担短期显著恶化，大部分国家偿债风险可控，少部分国家偿债能力持续处于脆弱状态长。**新冠疫情升级态势带来的经济下行压力将使沿线国家财政收入受创，公共卫生和经济救助支出压力上升，预计2020年“一带一路”沿线各级政府加权平均赤字率将升至6.7%，各级政府加权平均负债率将从2019年的47.3%上升至52.5%。经过数次经济危机和债务危机，沿线大部分国家普遍加强了财政纪律和债务风险管理，随着疫情因素逐渐消退，经济逐渐回归正轨，预计2021年后沿线各国将有序退出财政扩张，财政赤字率逐渐收敛，政府债务水平大幅上升势头将得到遏制。而中东北非、中东产油国、南亚地区少部分深受政治风险和经济结构失衡困扰的国家，因债务负担沉重、缓冲能力薄弱，偿债风险将处于很高水平。

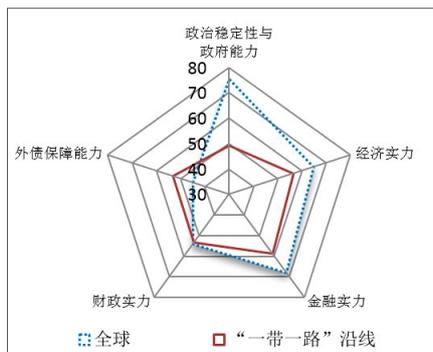
**沿线国家外部信用风险继续两极分化，高经常项目逆差和高外债国家外债偿付能力将继续处于很低水平。**2020年，考虑新冠疫情造成全球需求深度萎缩、大宗商品价格跌至历史低位且短期反弹无力，预计沿线加权平均经常项目平衡/GDP将由上年1.0%降至-1.3%，加权平均外债负担率将由上年的42.2%上升至43%，内部分化更加明显。其中，长期经常项目大幅逆差、外债负担沉重的国家，外债偿付能力继续处于很低水平。由于此类国家外债结构中多双边官方借款占比较大，2020年多双边机构加大对新兴及发展中国家的金融援助，延缓其到期债务偿付，将有助于缓解此类国家的短期偿债压力，偿债能力在低水平维持稳定。

**沿线大部分国家主权信用维持稳定，少部分国家存在级别下调可能。**中东欧、东南亚、中东产油国凭借较强的基础实力和缓冲能力，主权信用整体好于沿线平均水平；其他区域则受政治风险高企、经济结构失衡、财政赤字和债务双高等问题，主权信用水平较低。2017年以来，中东欧、东南亚、南亚地区由于经济增长前景向好、金融稳健性大幅改善等原因，部分国家主权信用等级向上调整；中东北非、中东产油国则因经济脆弱性逐渐暴露，部分国家主权信用等级出现下调。此次新冠疫情冲击导致部分国家主权信用向好趋势出现停滞，但长期看仍有改善可能；而中东北非及部分中东产油国面临结构调整的压力和地缘政治风险挑战，短期存在级别下调可能。■

## 2020 年“一带一路”沿线国家主权信用风险展望

一国主权信用风险由其内部的政治<sup>[1]</sup>、经济<sup>[2]</sup>、金融<sup>[3]</sup>、财政<sup>[4]</sup>及外债保障能力<sup>[5]</sup>等五类因素复合决定，但受一国或区域风险特殊性影响，各区域、各国上述因素之间往往存在较大差别。总体来看，“一带一路”沿线国家政治稳定性与政府能力、经济实力、金融实力远低于全球平均水平，较低的政府负债率使其财政实力与全球平均水平相当，部分国家较低的外债负担以及外汇储备对短期外债良好的覆盖能力令其外债保障能力略高于全球平均水平（见图 1）。

图 1 “一带一路”沿线与全球主权信用风险特征比较



图表制作：东方金诚

展望 2020 年，新冠疫情冲击下全球经济衰退风险上升，逆全球化趋势加剧，国际大宗商品价格震荡加剧并在低位区间徘徊，区域地缘政治风险依然高企，面对复杂且严峻的外部形势，“一带一路”沿线（以下简称“沿线”）国家经济下行风险上升，并对本国财政稳健及外部流动性提出重大挑战。由于沿线各国经济

韧性、财政与外部缓冲存在显著差异，区域内主权信用风险分化将加剧，大部分国家主权信用可保持稳定，少部分国家主权信用风险积累。具体分析如下：

### （一）地缘政治风险处于较高水平，国内执政基础面临重大考验，仍是 2020 年部分沿线国家主要风险之一。

#### 1. 沿线地缘政治风险长期处于较高水平，局部地区虽有冲突升级迹象，但在各方高度克制下出现地区局势失控的概率较小。

2020 年，地缘政治冲突仍是沿线部分国家主要信用风险之一，部分地区政治风险有所缓和，部分地区受制于大国博弈、民族宗教矛盾尖锐等，政治风险继续处于很高水平，但出现地区局势失控的可能性不大。具体来看：

中东地区仍是 2020 年沿线地缘政治风险最高的地区，但在多方因素约束下，爆发大范围、高烈度军事冲突及战争的可能性较小。2020 年初至今，伊朗高级将领苏莱曼尼遭美军空袭身亡导致美伊冲突迅速升级，美国推出“新中东和平计划”再度加剧巴以冲突，土耳其出兵叙利亚及放开难民边境令土耳其与俄罗斯、伊朗及欧美关系更趋复杂。总体看，2020 年全球最大地缘政治不确定性仍集中在中东地区。不过，从苏莱曼尼事件发生后主要涉事国家的态度及实际行动看，在各方高度克制下 2020 年地区局势出现失控的可能性不大。首先，美国在中东

注：[1] 对该项要素的评估主要围绕一国政治稳定性和政府效率进行评价，即“政治稳定与政府能力”评价。  
 注：[2] 对经济实力的评估主要包括三个部分：经济发展水平、经济增长动力和经济结构平衡。  
 注：[3] 金融实力主要通过金融发展水平、金融稳健性和金融监管有效性进行评价。  
 注：[4] 一国财政实力主要通过财政平衡能力、债务可持续性进行评价。  
 注：[5] 一国外债保障能力的评估主要包括本币汇兑能力、外债负担、外部流动性三个部分。

的军事战略安排及调整是扰动中东局势的最重要因素，2020年受新冠肺炎疫情危机和总统选举影响，抗击疫情、稳定国内经济成为特朗普政府主要精力所在，在此情形下美国大幅升级海外军事行动的可能性较小。其次，2019年美国“极限施压”政策已令伊朗经济陷入困境，作为受新冠疫情冲击最为严重的国家，控制疫情、经济脱困、防止国内矛盾急剧激化是伊朗核心任务，因此2020年美伊关系较大可能继续处于高度紧张但双方保持基本克制的状态。最后，中东是全球主要原油供应地，叠加地区冲突带来的难民压力，欧洲及其他主要经济体在缓和地区政治冲突方面也将极力斡旋。此外，疫情冲击下国内经济形势恶化也将牵制中东地缘政治主要涉事国家的军事行动。

除中东以外，民族宗教矛盾、边境领土冲突、恐怖主义袭击以及大国政治博弈仍是其他部分沿线国家的长期安全隐患。阿富汗、埃及等南亚、中东北非国家的政治安全和社会稳定继续面临伊斯兰极端主义恐怖袭击的威胁。印巴边境克什米尔地区紧张局势在2020年仍有可能加剧。乌克兰2019年政治局势有所缓和，但俄乌美等主要大国政治博弈，以及国内突出的民族矛盾，令乌克兰2020年政局稳定性依然存在较大不确定性。这些政治安全隐患将不同程度对沿线国家社会稳定和经济增长造成威胁。

## 2. 腐败、贫富分化等社会矛盾凸显，传统政党政治根基和执政能力面临更大考验。

沿线大部分国家政治民主化发展不成熟，政治体系脆弱性显著。近年来经济增速放缓放大了贫富分化和腐败等问题，社会矛盾激化，传统政党民意支持率下降，政治碎片化愈加明显。2019年喜剧演员泽连斯基意外当选乌克兰总统，以色列出现长达一年多的政府组阁僵局，中东欧、独联体及中亚部分多党制国家普遍出现传统政党式微、议会政党碎片化加剧、政府

组阁艰难及政府稳定性下降等问题。而对于强人政治传统根深蒂固的部分中亚国家和中东君主制国家，近年来经济增长放缓、贫富差距扩大也对其现存政治统治基础提出挑战，2019年纳扎尔巴耶夫辞去总统职务对哈萨克斯坦政局变动带来的不确定性一度引起市场高度关注。2020年面对全球新冠疫情冲击，这些国家能否妥善应对外部冲击、化解国内社会矛盾，并为未来政权有序更迭做好制度铺垫，存在一定不确定性。总体而言，近年来沿线国家政府稳定性因社会经济问题日益突出而受到侵蚀，这将持续制约政府长期执政能力。

## （二）多重外部冲击将令2020年沿线经济陷入衰退，2021年随着冲击结束经济有望反弹；沿线国家长期经济增长潜力较大，经济稳定性因经济韧性不同而存在显著差异。

### 1. 沿线国家经济外部性特征明显，全球新冠疫情危机、大宗商品价格震荡加剧并低位运行成为2020年沿线国家经济主要掣肘。

沿线国家经济外部性特征明显，大部分国家对外贸和外国资本依赖度较高。2019年，沿线整体外贸依存度、出口依存度和进口依存度依次为76.3%、39.8%和36.5%。除南亚（38.8%）外，其余区域外贸依存度均超过50%，中东欧和东南亚进、出口依存度均超过50%，其中出口依存度分别为63.3%和58.9%，进口依存度分别为60.6%和54.8%。另一方面，国内资本积累不足、技术实力薄弱令外国直接投资对部分沿线国家经济发展至关重要，2019年沿线整体外国直接投资（FDI）存量规模为GDP的39.7%，其中东南亚、中亚、中东欧外国直接投资存量规模/GDP均超过50%，分别达到81.6%、65.5%和67.6%。总体来看，沿线国家已深度融入全球贸易链和产业链，经济深受全球经济波动影响。

图2 “一带一路”沿线区域外贸依存度 (%)

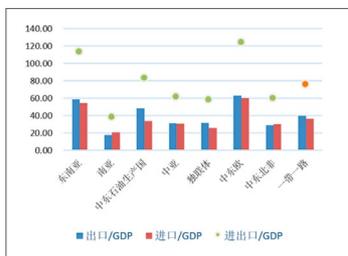
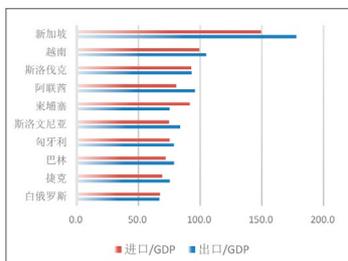


图3 外贸依存度最高的前十大沿线国家 (%)



数据来源：CEIC, IMF, 东方金诚

图4 “一带一路”沿线区域外资依存度 (%)

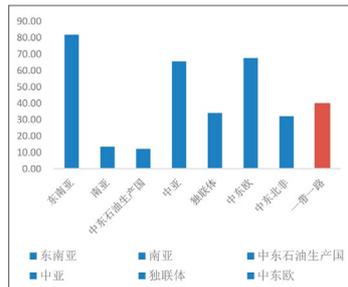
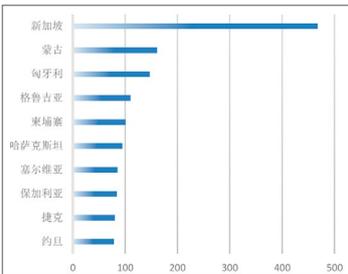


图5 外资依存度最高的前十大沿线国家 (%)

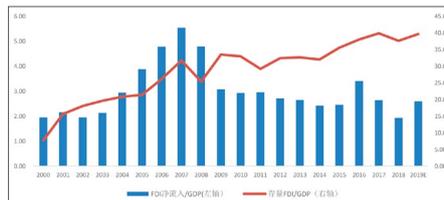


数据来源：CEIC, IMF, 东方金诚

2020年，新冠疫情导致外需萎缩、大宗商品价格跌至低位及全球资本流动减缓等，将严重冲击全球经济，并成为沿线经济增长的主要掣肘。首先，新冠疫情全球蔓延升级态势以及有限的公共医疗水平令沿线国家普遍面临疫情威胁，中国、欧元区、美国等核心经济体先后成为疫情震中地带将显著拖累全球经济增速，并从需求端、生产链、供应链、资金链等环节

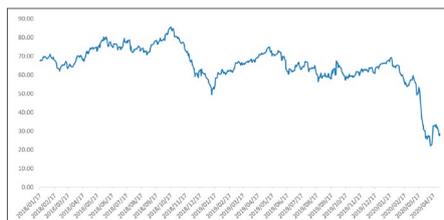
冲击沿线国家的外贸和外国直接投资流入，部分国家甚至面临资本外流的风险。其次，在外需大幅萎缩的情形下，国际能源价格将带动大部分大宗商品价格震荡下行，这虽有利于东南亚、南亚、中东欧及中东北非等能源及资源进口国，但对中东石油生产国、中亚及俄罗斯等主要能源和资源出口国形成不利影响。最后，2016年以来，大宗商品价格低位震荡、全球制造业活动减弱令全球直接投资活动放缓，沿线外国直接投资净流入规模出现连年萎缩。虽然2019年该局面有所好转，但2020年在新冠疫情和大宗商品价格双重压力下，“一带一路”沿线FDI净流入或将大幅萎缩。

图6 1999-2019年“一带一路”沿线区域FDI流入情况 (%)



数据来源：CEIC, IMF, 东方金诚，部分沿线国家2019年为估计值

图7 布伦特原油期货结算价 (活跃合约, 美元/桶)



数据来源：Wind, 东方金诚

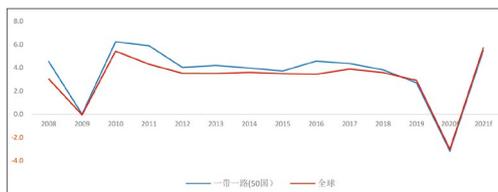
## 2. 多重外部冲击下沿线国家经济将陷入不同程度衰退，但随疫情风险消退，2021年各国经济将出现反弹。

2019年，“一带一路”沿线区域经济增速从2018年的3.9%明显放缓至2.7%，创2010年以来最低水平，远低于2010-2018年4.5%的平均水平，且2008年以来首次低于全球增速。主要原因在于：一是经济脆弱性暴露令部分区域内核心国家经济明显减速，并拖累区域整体表现，如受印度、土耳其拖累，2019年南亚、中东北非区域经济增速较上年分别下降1.8和1.3个百分点至4.3%和1.9%；二是地缘政治风险

上升、大宗商品价格小幅下行及非能源部门增长乏力，导致主要产油国经济增速放缓，中东产油国和独联体经济增速因此下滑 1.5 和 0.8 个百分点至 -1.3% 和 1.6%；三是国际贸易摩擦升级，全球制造业低迷，主要经济体经济增速不同程度下滑，导致沿线国家出口贸易及与全球产业链相关的加工制造业受到冲击，中东欧、东南亚经济增速较 2018 年下降 0.6-0.8 个百分点至 3.7% 和 4.3%；仅中亚地区因采取积极财政政策，经济增速未出现下滑。总体看，2019 年亚洲和中东欧是“一带一路”沿线经济增长的主要动力。

2020 年多重冲击下沿线各国经济将普遍陷入衰退，内生增长动力不同令各国受冲击程度存在较大差异。2020 年新冠疫情冲击令全球经济衰退风险显著上升，外需和直接投资萎缩、疫情隔离防控导致的内需下降将显著拖累沿线经济，预计 2020 年沿线整体经济增速将衰退 3.2%。分区域看，在疫情冲击、能源价格深跌、主要出口市场和外资侨汇收入来源国经济深度衰退等多重因素影响下，中东产油国、独联体、中东欧等区域经济衰退幅度将超过 5%，其次为中东北非，经济衰退幅度为 4%；东南亚、中亚、南亚在部分国家维持低水平正增长的托底作用下，衰退 1.1%-1.3%。

图 8 2008-2021 年全球及“一带一路”沿线经济增速对比 (%)



数据来源：CEIC，IMF，东方金诚

图 9 2008-2021 年“一带一路”沿线各区域经济表现 (%)



数据来源：CEIC，东方金诚

基于当前全球共同抗疫的共识与合作正在持续深化，大部分沿线国家的经济活动虽因隔离限行措施受到明显影响，但在积极经济纾困措施支持下，其生产与消费能力目前尚未遭到根本性破坏，叠加 2020 年低基数效应，预计 2021 年随着新冠疫情风险消退，各国经济将陆续步入正轨，国际能源及大宗商品价格在需求修复带动下将小幅回暖，沿线经济增速将出现 5.5% 的正增长。其中，亚洲正处于经济发展上升期，随着经济秩序回归正轨，经济回升幅度将更为明显，东南亚、南亚经济增速有望回升至 7% 以上，大幅好于全球大部分国家；中东产油国和独联体国家则因国际能源价格上行动力仍显不足，增长表现不及其他区域。

### 3. 沿线区域长期经济增长潜力较大，经济稳定性因各国经济韧性不同而存在显著差异。

2008 年以来，沿线区域经济增长总体好于全球平均水平，是全球最具经济增长潜力的区域之一。从增长动力来看，沿线各区域经济比较优势存在明显差异，中东欧、东南亚及独联体部分国家工业基础较好，中东、中亚及俄罗斯能矿资源丰富，南亚国家劳动力资源优越，中东与东南亚金融深化程度较高，这使得各区域之间存在较强的经济互补性，经济全球化及区域经济一体化有助于其经济增长潜力的释放。中期来看，此次新冠疫情对全球供应链的冲击或将加剧以核心发达经济体为中心的逆全球化趋势，这将使沿线资金与技术积累不足的新兴市场及发展中国家，以及外向型小型经济体面临更大的外贸和资金压力。在此背景下，“一带一路”倡议对沿线国家的吸引力或得到进一步提升，从而加快推进沿线区域经济合作进程，促进沿线各区域生产要素、产品服务、资本、人员和信息的互联互通，整合和优化区域内资源，进一步提升沿线各国经济竞争力及其对全球资本的吸引力。

另一方面，此次疫情冲击也令沿线国家经济结构性差异进一步暴露。亚洲正处于经济发



沿线国家金融稳健性改善势头，资产质量承压。

“一带一路”沿线各国银行资产质量层次不齐，如乌克兰 2019 年不良贷款率近 50%，严重制约银行信贷投放功能，而新加坡、以色列等国不良贷款率不足 2%，稳健性较好。近年来，经济增长向好、金融监管加强令沿线大部分国家银行业资产质量持续改善，仅土耳其、黎巴嫩等经济陷入困境的国家银行不良贷款率出现恶化。2020 年，考虑沿线各国实体经济盈利和现金流将不同程度恶化，预计各国金融稳健性向好势头将出现逆转，资产质量承压。其中，大部分国家金融风险可控，土耳其、黎巴嫩等国金融体系受外部流动性收紧、实体经济持续恶化及主权债务违约等影响，风险最为明显。

**(四) 外部冲击下沿线国家短期财政平衡和债务负担将出现显著恶化，大部分国家偿债风险可控，少部分国家偿债能力将持续处于脆弱状态。**

**1. 财政收入下降和积极财政政策作用下，2020 年沿线国家财政赤字将明显扩大，并加速政府债务水平上升。**

面对外部风险上升带来的经济下行压力，预计 2020 年沿线国家政府财政赤字和债务水平将明显上升。2019 年经济下行压力加大令大部分沿线国家财政政策由审慎转向略积极，沿线各级政府加权平均财政赤字率从 2018 年的 2.1% 扩大至 3.2%，各区域财政平衡不同程度恶化。2020 年，考虑 2 月以来新冠疫情升级态势及由此带来的公共卫生和经济压力，预计大部分沿线国家将加大财政刺激力度：一是增加公共卫生和防疫支出，防止国内新冠疫情恶化并冲击实体经济；二是增加社会民生和经济支出，尤其加大对家庭与企业财政扶持力度，稳定国内消费与投资。同时，经济恶化和税费减免措施也将令沿线国家财政收入出现不同程度下降。因此，预计 2020 年“一带一路”沿线各级政府加权平均赤字率将升至 6.7%。各级政府加权平均负债率将从 2019 年的 47.3% 上升至 52.5%。

图 11 “一带一路”沿线各级政府加权平均财政平衡及负债率 (%)



数据来源: CEIC, IMF, 东方金诚

分区域看，2020 年沿线各区域政府财政平衡和负债率不同程度恶化。独联体区域政府加权平均财政平衡将由上年小幅盈余状态转为 5.3% 的赤字；中亚、东南亚和中东欧地区也将由 0.5%、1.3% 和 1.5% 的小幅赤字率扩大至 4.5%、4.3% 和 6.1% 的较高水平；南亚、中东北非在 2019 年的较高水平上进一步升至 7% 以上，中东产油国则受石油收入大幅萎缩影响冲至 10% 以上的高位。受此影响，2020 年沿线各区域政府负债率也将不同幅度上升，以中东产油国涨幅最为明显。

图 12 各区域各级政府财政平衡 / GDP (%)

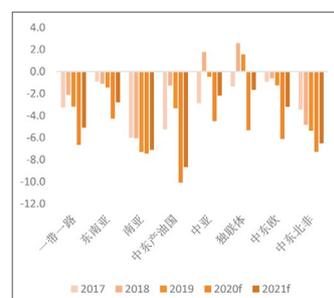
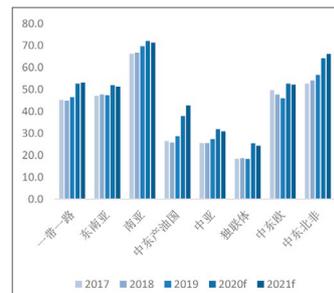


图 13 各区域各级政府负债率 (%)



数据来源: CEIC, 东方金诚

**2. 沿线大部分国家政府偿债风险可控，少部分国家在高负债状态下偿债能力处于很低水平，中长期沿线各国普遍面临重建财政缓冲的压力。**

面对疫情冲击，沿线各国偿债能力存在显著差异，部分财政赤字及债务均处高位的国家偿债能力持续处于很低水平。具体看，2019年以来政治风险上升、经济恶化、存款外流、外部融资受阻令黎巴嫩畸高的公共债务难以为继，2020年3月发生主权债务违约；过高的赤字和债务水平，自身根深蒂固的政治经济问题，突出的地缘政治风险，也使中东北非的埃及、南亚的阿富汗和巴基斯坦、中东的伊朗和伊拉克等国偿债能力长期处于很低水平，短期偿债压力很大；中亚（除哈萨克斯坦）及独联体（除俄罗斯和阿塞拜疆）大部分国家由于政府外币债务占比过高，2020年还将面临汇率贬值风险带来的偿债压力；而其他中东产油国、中亚及独联体能源产品出口国则凭借前期积累的主权财富基金和财政缓冲，可较好应对此次疫情和油价冲击；东南亚及南亚其他国家凭借良好的经济韧性，短期偿债风险可控；欧元区超宽松流动性将继续保障中东欧国家政府债务滚动。

面对新冠疫情带来的全球各国财政赤字和债务水平大幅上升，2020年4月国际货币基金组织（IMF）批准减免25个国家债务，对各国援助规模提高至1000亿美元。国际多边机构和主要经济体向新兴市场和发展中国家提供的流动性支持（如金融援助、延缓债务偿付等）及援助，将有助于缓解沿线脆弱性国家的融资骤增压力，降低其主权债务违约风险。

同时，经过数次经济危机和债务危机，沿线大部分国家普遍加强了财政纪律和债务风险管理，随着疫情影响逐渐消退，预计沿线各国将有序退出财政扩张和经济刺激计划，加之经济逐渐回归正轨并快速反弹，预计2021年“一带一路”沿线加权平均赤字率将小幅收敛，政府债务大幅上升势头也将得到遏制。

中长期看，疫情结束后沿线各国将普遍面临重建财政缓冲的挑战。2008年以来沿线国家共经历了两轮财政周期：第一轮为应对2008年

全球金融危机，2009年沿线各级政府加权平均赤字率达到4.8%的高点；第二轮为2014年国际原油价格暴跌，财政收入锐减和推动非资源部门发展导致中东产油国、中亚及俄罗斯等资源出口国财政恶化，2015-16年沿线加权平均赤字率升至4.3%-4.5%。不过，前期财政盈余积累和降债措施为沿线国家两次财政扩张提供了较为充足的财政空间，2008年和2013年沿线各级政府加权平均负债率仅为34.5%和37.6%。对比之下，当前沿线国家财政空间已明显收窄，随着疫情冲击结束，全球经济金融秩序回归正轨，后期沿线国家将普遍面临重建财政缓冲的压力。

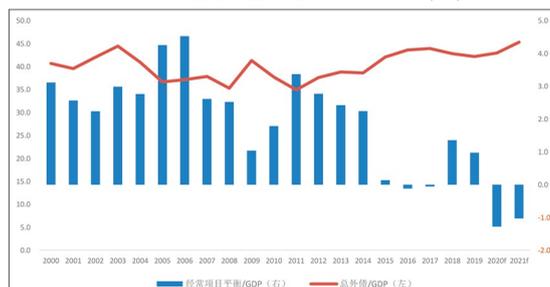
#### **（五）沿线国家外部信用风险继续呈现两极分化特征，高经常项目逆差和高外债国家外债偿付能力将继续处于很低水平。**

##### **1. 受经常项目恶化和资本外流风险影响，2020年部分沿线国家存在明显贬值压力。**

受外需下降及大宗商品价格下跌冲击，2020年沿线地区经常项目转为逆差，内部分化更加明显。受益于经济全球化加速及大宗商品贸易繁荣，2000-2014年沿线经加权的年均经常项目平衡/GDP为2.7%，此后因大宗商品价格下跌和外需减弱顺差规模收窄。2020年，考虑新冠疫情造成全球需求深度萎缩、大宗商品价格跌至历史低位且短期反弹无力，预计经常项目平衡/GDP将由上年1.0%降至-1.3%。不过，由于各国在历次金融或经济危机后国内经济结构调整的力度和进展不同，大宗商品价格深跌和外需萎缩对沿线各国出口创汇能力的影响不一：中东产油国、中亚等资源出口国经常项目平衡/GDP显著恶化至-5.1%和-6.9%，独联体受俄罗斯和阿塞拜疆影响由顺差转为0.1%的微幅逆差，南亚、中东北非则获益改善至0.9%和0.3%的小幅逆差，而东南亚、中东欧因外需萎缩造成的出口下降影响更为显著，经常项目平衡/GDP小幅恶化至0.5%和-1.7%。

叠加资本外流风险，部分沿线国家2020年面临较大贬值压力。2020年一季度，沿线国家中俄罗斯、白俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、印度尼西亚等国累计贬值超过15%，土耳其在上年贬值12.5%的基础上继续贬值9.7%。总体来看，大宗商品价格下跌、恐慌情绪下国际资本大量撤出新兴及发展中国家，是沿线国家本次贬值的主要原因。考虑疫情冲击下全球避险情绪较强、美指保持强势运行态势，2020年沿线国家将普遍面临贬值压力。其中，东南亚、南亚大部分国家外汇储备充足，经济韧性良好，贬值压力相对较小；中亚、独联体及中东北非部分国家则因经常项目恶化、外资下降及撤出风险等，贬值压力较大。

图14 “一带一路”沿线经常项目平衡与外债水平(%)



数据来源：CEIC，东方金诚

## 2. 短期沿线各国外债偿付能力继续呈现两极分化特征，大部分国家外债偿付风险可控，少部分国家外债偿付能力继续处于很低水平。

受外汇缺口扩大影响，预计2020年“一带一路”沿线加权平均外债负担率将由上年的42.2%上升至43%，沿线各区域及国家继续保持两极分化特征。具体看：中东欧外债水平仍居沿线各区域之首，2020年外债下降趋势虽出现逆转，但在2021年后有望重新回归下降趋势，受欧元区量宽货币政策支持，外部流动性和外债偿付能力可保持稳定；中东北非、中亚、独联体部分国家（除俄罗斯和阿塞拜疆）对外资高度依赖，外债负担沉重，短期外债偿付压力将持续处于较高水平；东南亚若剔除新加坡（国际金融中心地位令其外债负担率极高，但实际

处于净债权国地位），大部分国家（除老挝、柬埔寨外）自亚洲金融危机后建立起充裕的外汇储备，经常项目长期顺差，外债水平较低，整体抗外部风险能力较强；中东石油生产国在主权财富基金支持下外债偿付风险较小，但极高的地缘政治风险将长期威胁伊朗、伊拉克等国外债偿付能力；南亚仅孟加拉国和印度外债负担较低、外债偿付风险可控，斯里兰卡、巴基斯坦长期面临沉重的外债偿付压力，阿富汗将继续依赖多双边援助。

总体来看，沿线各国外债偿付能力两极分化特征极为明显，长期经常项目大幅逆差、外债负担沉重的国家极易受到外部经济金融环境冲击，外债偿付能力长期处于很低水平。由于此类国家外债结构中多双边官方借款占比较大，2020年国际货币基金组织、世界银行等多双边机构计划加大对新兴及发展中国家的金融援助，延缓其短期到期债务偿付，将有助于缓解此类国家的短期外部流动性风险和偿债压力，使其偿债能力在低水平维持稳定。■

图16 各区域经常项目平衡/GDP(%)

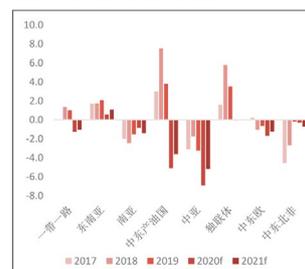
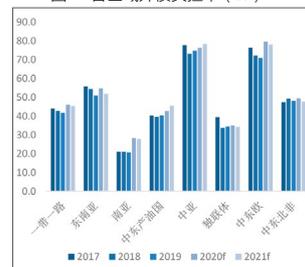


图17 各区域外债负担率(%)



数据来源：CEIC，东方金诚

附表 1: “一带一路”沿线 50 个国家概况 (2019 年) [6]

区域	国别	GDP 总额 (十亿美元)	人口 (百万)	人均 GDP (美元)	主权债务总额 (十亿美元)	各级政府负债率 (%)
东南亚 9 国	菲律宾	356.8	108.1	3294.5	137.6	38.6
	柬埔寨	26.7	16.5	1620.6	7.6	28.5
	老挝	19.1	7.2	2670.2	11.6	60.6
	马来西亚	365.3	32.6	11136.8	209.1	57.2
	缅甸	66.0	54.0	1244.7	25.2	38.2
	泰国	529.2	66.6	7792.0	217.5	41.1
	新加坡	362.8	5.7	63987.1	405.8	111.8
	印尼	1111.7	267.0	4163.8	338.1	30.4
	越南	261.6	96.5	2739.8	112.3	42.9
南亚 5 国	阿富汗	18.7	36.5	513.1	1.3	6.9
	巴基斯坦	284.2	204.7	1388.2	237.2	83.5
	孟加拉国	317.5	165.6	1905.7	113.3	35.7
	斯里兰卡	86.6	21.8	3946.6	75.1	86.8
	印度	2935.6	1341.0	2171.6	2111.1	71.9
中东石油生产国 8 国	阿联酋	405.8	9.8	37749.9	107.8	26.6
	阿曼	76.6	4.6	17791.0	47.9	62.6
	巴林	38.2	1.5	25273.1	33.6	88.0
	卡塔尔	191.8	2.6	69687.5	100.3	52.3
	科威特	137.6	4.7	29267.0	16.0	11.6
	沙特	779.3	34.2	22865.2	180.7	23.2
	伊拉克	224.5	39.1	5738.4	114.7	51.1
	伊朗	458.5	83.3	5506.2	61.4	13.4
中亚 6 国	哈萨克斯坦	170.3	18.6	9139.1	34.4	20.2
	吉尔吉斯斯坦	8.3	6.4	1293.0	4.5	54.1
	蒙古	13.9	3.4	4132.7	9.7	70.0
	塔吉克斯坦	8.2	9.3	877.3	3.6	44.6
	土库曼斯坦	46.7	6.0	7816.0	14.1	30.3
	乌兹别克斯坦	60.5	33.9	1831.6	17.7	29.3

注: [6]GDP 规模、人口、人均 GDP、主权债务总额均为 2019 年数据, 部分为估计值; 各级政府负债率 = 主权债务总额 / GDP 规模, 为 2019 年数据, 部分为估计值。数据来源: CEIC 和各国财政部

区域	国别	GDP 总额 (十亿美元)	人口 (百万)	人均 GDP (美元)	主权债务总额 (十亿美元)	各级政府负债率 (%)
独联体 7国	阿塞拜疆	48.0	9.9	4851.2	8.6	18.0
	白俄罗斯	62.6	9.4	6603.9	26.2	41.9
	俄罗斯	1689.3	146.7	11510.4	236.5	14.0
	格鲁吉亚	17.4	4.1	4289.3	7.3	41.9
	摩尔多瓦	12.0	3.6	3300.1	3.3	27.3
	乌克兰	150.4	41.9	3592.2	75.4	50.1
	亚美尼亚	13.7	3.0	4851.2	7.3	53.6
中东欧 10国	阿尔巴尼亚	15.4	2.8	5372.7	10.3	66.7
	保加利亚	66.3	7.0	9518.4	12.7	19.2
	波兰	565.9	38.4	14901.5	264.3	46.7
	捷克	247.0	10.7	23214.0	76.0	30.8
	克罗地亚	60.7	4.1	14949.8	43.7	72.0
	罗马尼亚	243.7	19.5	12483.0	90.9	37.3
	塞尔维亚	51.5	7.0	7397.7	27.2	52.7
	斯洛伐克	106.6	5.5	19547.7	51.3	48.2
	斯洛文尼亚	54.2	2.1	26170.3	36.2	66.8
	匈牙利	170.4	9.8	17463.3	113.1	66.3
中东北非 5国	埃及	302.3	99.2	3046.6	253.3	83.8
	黎巴嫩	58.6	6.9	9654.8	99.0	169.0
	土耳其	743.7	83.2	8957.9	246.2	33.1
	以色列	387.7	9.1	42823.3	238.1	61.4
	约旦	44.2	10.6	4386.6	33.4	75.6
一带一路	50个国家	14473.2	3215.3	4501.3	6709.6	46.4
全球	194个经济体	86558.1	7954.3	10882.0	71769.1	82.9

数据来源：东方金诚主权数据库

## 东方金诚国家主权信用评级结果发布

东方金诚主权研究团队立足国际政治经济大环境，深挖国家主权信用本质，在修订后的主权评级方法基础上，对全球 64 个国家主权信用进行评估，受评国家涉及全球主要发达经济体和新兴经济体，经济规模占全球经济总量的近 85%，评级国家体系更加完整，全球化视野得以完善。

分类	国别	本币信用级别	评级展望	外币信用级别	评级展望
发达经济体和 新兴经济体	美国	AAA <sup>w</sup>	稳定	AAA <sup>w</sup>	稳定
	英国	AA <sup>w</sup>	稳定	AA <sup>w</sup>	稳定
	德国	AAA <sup>w</sup>	稳定	AAA <sup>w</sup>	稳定
	法国	AA <sup>w</sup>	稳定	AA <sup>w</sup>	稳定
	意大利	BBB <sup>w</sup>	稳定	BBB <sup>w</sup>	稳定
	西班牙	A <sup>w</sup>	稳定	A <sup>w</sup>	稳定
	丹麦	AAA <sup>w</sup>	稳定	AAA <sup>w</sup>	稳定
	日本	AA <sup>w</sup>	稳定	AA <sup>w</sup>	稳定
	澳大利亚	AAA <sup>w</sup>	稳定	AAA <sup>w</sup>	稳定
	新西兰	AA <sup>w</sup> +	稳定	AA <sup>w</sup> +	稳定
	中国	AAA <sup>w</sup>	稳定	AAA <sup>w</sup>	稳定
	巴西	BB <sup>w</sup>	稳定	BB <sup>w</sup>	稳定
	南非	BBB <sup>w</sup> -	负面	BBB <sup>w</sup> -	负面
尼日利亚	B <sup>w</sup>	稳定	B <sup>w</sup>	稳定	
东南亚	菲律宾	BBB <sup>w</sup> +	稳定	BBB <sup>w</sup> +	稳定
	柬埔寨	BB <sup>w</sup> +	稳定	BB <sup>w</sup> +	稳定
	老挝	BBB <sup>w</sup> -	稳定	BBB <sup>w</sup> -	稳定
	马来西亚	A <sup>w</sup> +	稳定	A <sup>w</sup> +	稳定
	缅甸	BB <sup>w</sup> -	稳定	BB <sup>w</sup> -	稳定
	泰国	A <sup>w</sup> -	稳定	A <sup>w</sup> -	稳定
	新加坡	AAA <sup>w</sup>	稳定	AAA <sup>w</sup>	稳定
	印尼	BBB <sup>w</sup>	稳定	BBB <sup>w</sup>	稳定
	越南	BBB <sup>w</sup> -	稳定	BBB <sup>w</sup> -	稳定
南亚	阿富汗	CC <sup>w</sup>	负面	CC <sup>w</sup>	负面
	巴基斯坦	B <sup>w</sup>	稳定	B <sup>w</sup>	稳定
	孟加拉国	BB <sup>w</sup> -	稳定	BB <sup>w</sup> -	稳定
	斯里兰卡	BB <sup>w</sup> -	稳定	BB <sup>w</sup> -	稳定
	印度	BBB <sup>w</sup> +	稳定	BBB <sup>w</sup> +	稳定

分类	国别	本币信用级别	评级展望	外币信用级别	评级展望
中东产油国	阿联酋	AA <sup>w</sup>	稳定	AA <sup>w</sup>	稳定
	阿曼	BBB <sup>w</sup>	稳定	BBB <sup>w</sup>	稳定
	巴林	BB <sup>w</sup>	稳定	BB <sup>w</sup>	稳定
	卡塔尔	AA <sup>w</sup>	稳定	AA <sup>w</sup>	稳定
	科威特	AA <sup>w-</sup>	稳定	AA <sup>w-</sup>	稳定
	沙特	AA <sup>w-</sup>	稳定	AA <sup>w-</sup>	稳定
	伊拉克	B <sup>w</sup>	稳定	B <sup>w</sup>	稳定
	伊朗	BB <sup>w-</sup>	负面 2-	BB <sup>w-</sup>	负面 2-
中亚	哈萨克斯坦	BBB <sup>w-</sup>	稳定	BBB <sup>w-</sup>	稳定
	吉尔吉斯	B <sup>w</sup>	稳定	B <sup>w</sup>	稳定
	蒙古	B <sup>w</sup>	稳定	B <sup>w</sup>	稳定
	塔吉克斯坦	B <sup>w</sup>	稳定	B <sup>w</sup>	稳定
	土库曼斯坦	BBB <sup>w-</sup>	稳定	BBB <sup>w-</sup>	稳定
	乌兹别克斯坦	BBB <sup>w-</sup>	稳定	BBB <sup>w-</sup>	稳定
独联体	阿塞拜疆	BB <sup>w+</sup>	稳定	BB <sup>w+</sup>	稳定
	白俄罗斯	B <sup>w+</sup>	稳定	B <sup>w+</sup>	稳定
	俄罗斯	BBB <sup>w+</sup>	稳定	BBB <sup>w+</sup>	稳定
	格鲁吉亚	BBB <sup>w-</sup>	稳定	BBB <sup>w-</sup>	稳定
	摩尔多瓦	B <sup>w</sup>	稳定	B <sup>w</sup>	稳定
	乌克兰	B <sup>w-</sup>	稳定	B <sup>w-</sup>	稳定
	亚美尼亚	BB <sup>w-</sup>	稳定	BB <sup>w-</sup>	稳定
中东欧	阿尔巴尼亚	BB <sup>w+</sup>	稳定	BB <sup>w+</sup>	稳定
	保加利亚	BBB <sup>w+</sup>	稳定	BBB <sup>w+</sup>	稳定
	波兰	A <sup>w+</sup>	稳定	A <sup>w+</sup>	稳定
	捷克	AA <sup>w</sup>	稳定	AA <sup>w</sup>	稳定
	克罗地亚	BBB <sup>w</sup>	稳定	BBB <sup>w</sup>	稳定
	罗马尼亚	BBB <sup>w</sup>	稳定	BBB <sup>w</sup>	稳定
	塞尔维亚	BB <sup>w</sup>	稳定	BB <sup>w</sup>	稳定
	斯洛伐克	A <sup>w+</sup>	稳定	A <sup>w+</sup>	稳定
	斯洛文尼亚	A <sup>w+</sup>	稳定	A <sup>w+</sup>	稳定
	匈牙利	BBB <sup>w+</sup>	稳定	BBB <sup>w+</sup>	稳定
中东北非	埃及	B <sup>w-</sup>	稳定	B <sup>w-</sup>	稳定
	黎巴嫩	D <sup>w</sup>	-	D <sup>w</sup>	-
	土耳其	BBB <sup>w-</sup>	负面 1-	BBB <sup>w-</sup>	负面 1-
	以色列	A <sup>w+</sup>	稳定	A <sup>w+</sup>	稳定
	约旦	BB <sup>w-</sup>	稳定	BB <sup>w-</sup>	稳定

数据来源：东方金诚  
 评级时间：2020年6月8日

东方金诚主权信用等级及中长期债券信用等级国际评级序列符号及定义

符号	定义
AAA <sup>w</sup>	主权政府偿债能力极强，信用质量最高，违约风险最低，处于最高信用等级；
AA <sup>w</sup>	主权政府偿债能力很强，信用质量很高，违约风险很低；
A <sup>w</sup>	主权政府偿债能力较强，信用质量较高，尽管偿债能力较易受内外部环境和经济条件不利变化的影响，但违约风险较低；
BBB <sup>w</sup>	主权政府偿债能力和信用质量中等，当前有足够的 ability 偿还债务，但易受内外部环境和经济条件不利变化的影响，债务违约风险处于中等级水平；
BB <sup>w</sup>	主权政府偿债能力和信用质量较弱，当前仍可偿还债务，但持续、重大的内外部环境和经济条件不利变化可能导致违约，债务违约风险较高，处于投机级水平；
B <sup>w</sup>	主权政府偿债能力和信用质量很弱，当前仍可偿还债务，但主权政府对债务还本付息能力在很大程度上依赖于良好的内外部环境和经济条件，违约风险很高；
CCC <sup>w</sup>	主权政府偿债能力和信用质量极弱，当前有可能违约，主权政府对债务还本付息能力严重依赖于良好的内外部环境和经济条件，违约风险极高；
CC <sup>w</sup>	主权政府的还本付息能力具有极大的不确定性，基本不能保证偿还债务；
C <sup>w</sup>	主权政府已进入债务重组阶段或债务宽限期，不能偿还债务，处于最低信用等级；
D <sup>w</sup>	债务重组失败，或宽限期满，中央政府仍无法偿债债务，发生违约。

注：除 AAA<sup>w</sup> 级，CCC<sup>w</sup> 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。



东方金诚主权信用评级发布

2020年6月10日，东方金诚主权信用评级发布，对全球64个国家主权信用进行评估，受评国家涉及全球主要发达经济体和新兴经济体，经济规模占全球经济总量的近85%，评级国家体系更加完整，全球化视野得以完善。

识别二维码阅读东方金诚主权发布专栏



# 锐意创新 极致服务

持续革新评级技术和研究服务体系，  
以“追求极致”的精神提供服务

## 践行中国评级梦

提升中国评级标准体系的国际竞争力

## 2020 年一季度宏观经济运行分析与展望 (2020 年 4 月)

 东方金诚国际信用评估有限公司  
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co., Ltd.

 中央国债登记结算有限责任公司  
CHINA CENTRAL DEPOSITORY & CLEARING CO., LTD.

合作发布

突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济运行造成较大影响，一季度 GDP 同比负增，国际国内环境愈加错综复杂。但在逆周期调节政策的有力对冲下，复工复产加快推进，3 月份主要经济指标呈现回升势头，降幅明显收窄。一季度，三驾马车同比负增，GDP 增速下行，但基建投资明显发力，线上消费占比提升，贸易顺差大幅收窄。价格方面，食品价格带动 CPI 加速上涨，PPI 降幅有所扩大，人民币汇率在双向波动中基本稳定。财政、货币、金融政策充分发挥托底作用，社会政策首提“六保”，全力支持疫情防控，确保我国经济金融平稳运行，推动生产生活有序恢复。

展望二季度，GDP 增速有望回正，预计投资、消费同比小幅增加，贸易顺差收敛态势仍将持续。CPI 同比涨幅料将回落，PPI 仍同比负增，人民币对美元稳中有升。建议财政政策在推动“三支箭”落地的基础上，侧重扩大公共消费；运用总量货币政策工具维持相对较阔的信用条件，兼顾结构性工具应对结构性冲击，金融政策既要支持商业银行多渠道补充资金，同时应注意呵护前期防风险成果。

### 目录

#### 一、宏观经济运行状况

- (一) 国内生产总值
- (二) 固定资产投资
- (四) 消费
- (五) 进出口
- (六) 物价
- (七) 汇率

#### 二、宏观经济政策

- (一) 财政政策
- (二) 信贷与货币政策
- (三) 金融政策
- (四) 社会政策

#### 三、2020 年二季度宏观经济展望

#### 四、2020 年二季度宏观政策建议

- (一) 财政政策
- (二) 货币政策
- (三) 金融政策



完整版内容请扫描二维码查看

## 上市银行盈利增速平稳，疫情影响有限 ——上市银行 2019 年及 2020 年一季度业绩点评

文 | 金融业务部 刘绍芳 郗亚美 李倩

2019年，36家A股上市银行净利润同比增长7.73%，增速较2018年提升1.82个百分点，2020年一季度上市银行净利润同比增长5.02%，增速有所下滑。上市银行业绩增长主要驱动因素包括：生息资产增速提升、非利息收入快速增长以及资产质量稳中向好等。总体来看，疫情对上市银行经营业绩影响有限。随着疫情影响后续逐步显现，预计上市银行资产质量可能出现一定下滑，但充足的拨备有利于缓解疫情带来的影响。同时，得益于上市银行内源资本补充能力提升以及外源资本补充渠道扩充，上市银行资本充足性良好，整体经营稳健。

### 上市银行净利润继续保持增长，其中股份行、城商行和农商行业绩表现亮眼，而疫情对上市银行经营业绩冲击也相对有限

2019年36家A股上市银行合计实现净利润1.70万亿元，同比增长7.73%。与2018年相比，2019年上市银行净利润增速有所回暖，其中28家上市银行净利润增速高于2018年同期。一方面是2019年银行加大了对实体经济的贷款投放，贷款增速较2018年有所提升；另一方面是银行业尤其是股份行和部分城商行净息差较2018年大幅走阔。分银行类型来看，国有大行净利润同比增长5.63%，继续保持稳健增长；股份行、城商行和农商行净利润同比增速分别为10.14%、13.60%和13.04%，业绩表现

较为亮眼，但是驱动因素存在差异。其中股份行和城商行由于资产规模快速增长以及净息差走阔，营业收入和净利润增速均表现亮眼；而农商行2019年资产规模增速和净息差均出现小幅下滑，导致营业收入增速出现大幅下滑，但受益于资产减值损失计提大幅减少，净利润同比增速出现大幅反弹。

新冠疫情对我国经济社会发展带来较大影响，上市银行一季度业绩亦受到一定波及。2020年一季度，上市银行净利润同比增长5.02%，增速较去年同期下滑2.33个百分点。具体来看，疫情对不同类型上市银行经营业绩影响存在较大差异：

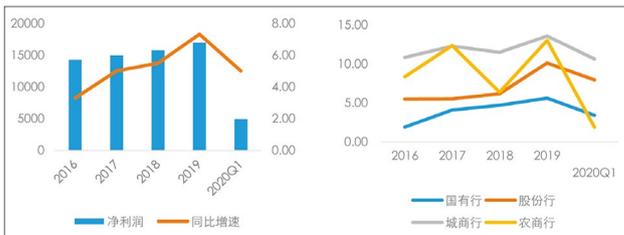
第一，疫情对全国性银行业绩影响较小。除交通银行、邮储银行、招商银行、兴业银行、浦发银行和浙商银行等6家银行外，一季度全国性银行业绩增速与2019年同期相差不大。其中交通银行、邮储银行和招商银行主要由于信用卡贷款总额或者个人贷款业务占比较高，而一季度信用卡业务和居民贷款需求受疫情影响较大，导致上述3家银行业绩增速同比下滑明显，但邮储银行和招商银行净利润增速处在大行中较高水平。兴业银行和浦发银行则是由于高基数效应导致2020Q1净利润增速同比出现大幅下滑，但环比下跌空间有限。浙商银行2020Q1净利润同比大幅下滑则是预期信用损失

同比大幅增加 37.66% 所致。综上分析，除交通银行、邮储银行、招商银行 3 家银行外，疫情对全国性银行影响较小。

第二，由于经营受区域限制，城商行和农商行一季度经营业绩与当地疫情情况和区域环境息息相关。作为疫情重灾区，四川省 2 家银行成都银行和重庆农商行净利润增速较 2019 年出现较大下滑。2020Q1 成都银行和重庆农商行净利润分别同比增长 11.52% 和 -6.07%，增速分别同比下滑 11.41 和 35.67 个百分点。其中重庆农商行 2020Q1 实现净利润占上市农商行净利润总数比重为 52.66%，其净利润增速大幅下滑导致上市农商行 2020Q1 净利润增速同比下滑 11.14 个百分点至 1.90%。上海、江苏南部、郑州、青岛和西安等区域银行经营业绩均不同程度受到疫情影响，但总体影响较为可控。

随着疫情逐步好转，预计二季度上市银行经营业绩将有所好转，但是需要注意二季度上市银行资产质量下行对净利润负面效应。

图表 1 上市银行净利润和同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

商业银行净利润驱动因素包括生息资产规模、净息差、非利息净收入、拨备等，接下来本文将逐一对上述驱动因素进行分析。

### 受贷款投放稳步增长以及同业资产和投资资产扩张负效应减弱影响，上市银行生息资产规模继续保持快速增长，为支持抗疫复工，上市银行 2020 年 1 季度信贷投放加快

在宽货币政策以及宏观经济企稳的影响下，上市银行贷款规模增速有所回升。2019 年上市银行贷款规模同比增长 11.74%，增速较 2018 年增长 0.55 个百分点，主要是国有行和农

商行贷款增长驱动，股份行和城商行贷款投放增速均有所下滑。为了更好地利用闲置资金，股份行和城商行增加投资资产和同业资产规模，使得上市银行同业资产和投资资产扩张走出了 17 年以来阶段性谷底。受益于贷款投放稳步增长以及同业资产和投资资产扩张的负效应减弱双驱动，2019 年上市银行资产规模同比增长 8.99%，增速较去年同期高 2.53 个百分点。

图表 2 上市银行资产规模变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年一季度，受疫情影响，居民消费活动受到抑制，上市银行个人贷款需求增速减缓。但在信贷政策支持企业复产复工的号召下，上市银行企业短期贷款呈现较快增长态势，带动上市银行贷款规模较快增长。一季度末，上市银行贷款规模同比增速为 13.0%，增速较 2019 年末提升 1.26 个百分点。其中国有行和股份行贷款增速分别同比增长较 2019 年末提升 1.45 和 1.18 个百分点，受疫情影响较小。对于上市城商行和农商行而言，个别银行的业务经营受制于区域，受到当地经济增长形势的影响较为直接，贷款业务易受疫情影响存在一定分化。例如贵阳银行、紫金农商行一季度贷款同比增速降幅明显，而宁波银行、常熟银行同比增速上升幅度较大。但总体来看，上市城商行和农商行属于我国第一梯队中小银行，本身客户基础较好，贷款投放节奏总体受疫情影响较小。

总体来看，我国由于疫情导致的经济最悲观的时刻已经过去，后续国内经济大概率是稳步修复的过程，企业生产经营需求和居民消费需求会得到逐步恢复，预计二季度个人贷款和企业长期贷款规模将保持较快增长态势。

图表3 上市银行一季度贷款规模变化情况(单位: %)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

### 股份行和城商行息差走阔带动上市银行净息差整体小幅增加, 但2020年以来, 上市银行受疫情期间LPR下降影响净息差有所收窄, 未来将延续收窄态势

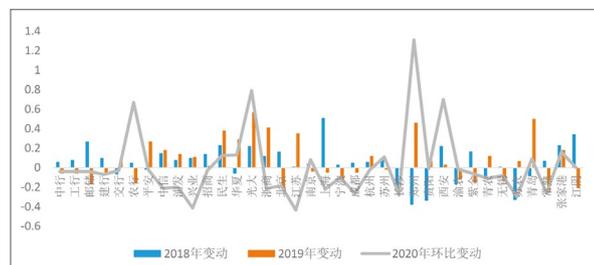
2019年, 我国商业银行净息差呈现走阔趋势, 商业银行净息差为2.20%, 同比小幅上升2BP。其中股份制银行和城商行净息差分别为2.12%与2.09%, 同比分别上升20BP与8BP, 是2019年净息差上升的主要推动因素。上市银行净息差变化趋势总体和行业保持一致。其中国有行、农商行以净息差普遍承压; 而股份行和城商行净息差整体有所走阔。

2019年受LPR报价机制引导贷款利率下行影响, 商业银行资产端收益率有所下降。负债端方面, 受市场环境影响, 商业银行存款业务竞争加剧, 导致存款付息率上升。对于国有大行和农商行而言, 负债来源以存款为主, 整体负债成本的上升以及资产端利率下滑导致净利差和净息差呈收窄态势。与国有行不同, 股份制银行和部分城商行负债来源中存款占比相比较低, 其余部分为同业负债或债券, 后者因市场流动性合理充裕, 付息率反而有所降低, 导致抵消了一部分存款成本上升的影响, 导致净息差有所上升。

2020年一季度, 为应对疫情影响, 央行通过加大降准力度、鼓励银行发行防疫专项同业存单、强化存款利率管理等措施均显示行业负债端来自监管的支持逐步加码。但对于存款为主要负债来源的银行而言, 负债端成本率相对刚性, 尽管市场流动性宽裕对市场化负债成本

带来改善, 但依然难以完全对冲资产端收益率的下行, 导致一季度大部分上市银行净息差环比出现不同程度下滑。预计二季度LPR下行概率较大, 上市银行净息差将延续收窄态势。

图表4 上市银行净息差变化情况(单位: %)

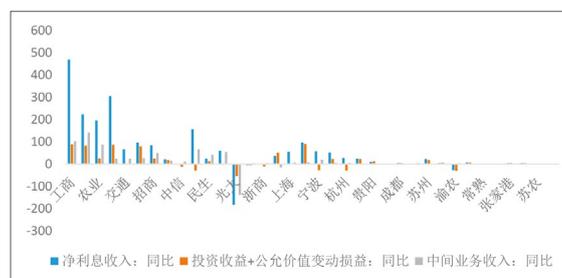


资料来源: Wind, 东方金诚整理

### 非利息收入对上市银行业绩影响较大, 2020年以来, 上市银行非利息收入回落, 对净利润贡献亦由正转负, 预计随着疫情的好转, 非利息收入将对净利润形成正向带动

上市银行非利息收入主要由投资业务收入(投资净收益+公允价值变动损益)和中间业务收入构成, 二者合计占90%以上。2019年上市银行非利息收入同比增长14.59%, 增速较2018年增长3.91个百分点, 对全年净利润增速贡献度有所上升, 主要由国有行和城商行驱动。2019年国有行和城商行非利息收入同比分别增长18.16%和60.78%, 其中国有行主要由中间业务收入增长驱动, 城商行由投资业务收入增长以及中间业务收入增长共同驱动。

图表5 上市银行非利息收入(单位: %)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

2019年上市银行账面投资收益和公允价值变动损益合计同比增长17.12%, 其中国有大行和城商行分别同比增长39.62%和36.23%, 前者主要是由于银行投资业务账面浮盈导致公

允价值收益增加；后者主要是由于2019年投资资产规模增加带来投资净收益增加。股份行和农商行投资业务收入分别同比下降4.69%和19.12%，均是由于公允价值收益大幅下降所致。

2019年上市银行中间业务总体表现较好，70%以上银行手续费及佣金净收入较2018年出现增长。具体来看，国有大行和股份行的手续费及佣金净收入新增516.34亿元，占整个上市银行新增规模比重为94.01%。对于中小银行而言，理财业务和银行卡业务收入是中间业务收入主要来源。近年来，中小银行不断强化财富管理，推动理财业务转型，理财产品的发行规模不断扩大，推动中间业务收入快速增长，2019年宁波银行、杭州银行、成都银行、青岛银行中间业务增幅均超过30%。但总体来看，大部分上市中小银行中间业务收入规模较小，对其营业收入贡献率较低。

2020年一季度，由于受疫情影响，市场利率和汇率波动加剧，银行投资业务账面浮亏导致公允价值损失增加，上市银行投资业务收入均出现大幅下滑，导致非利息收入对净利润的贡献亦由正转负。但是考虑到上市银行非利息收入占比总体较小，非利息收入变化总体对上市银行一季度净利润影响有限。此外，随着疫情好转，预计非利息收入对净利润产生正面影响。

图表6 上市银行中间业务收入变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

### 上市银行资产质量整体表现平稳，随着疫情影响逐步显现，预计二季度银行资产质量面临一定下行压力，但总体下行空间有限

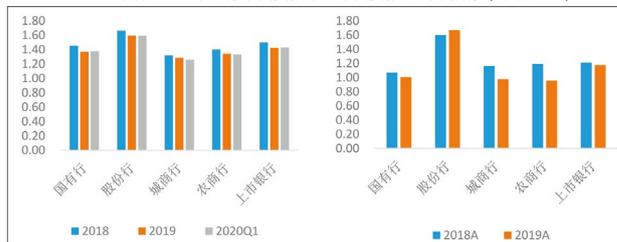
2019年上市银行不良贷款率呈现稳中有降

的迹象。截至2019年末，上市银行不良率为1.43%，较2018年末下降0.07个百分点。具体来看，在36家A股上市银行中，28家银行不良率较上年末出现下降，其中江阴农商行下降0.32个百分点，降幅最大。其余8家银行中，3家银行不良率与上年末持平，5家银行有所上升，升幅在0.17个百分点内。

2020年一季度，受疫情影响，全国企业都面临巨大的复工压力，尤其交通运输、批发零售、住宿餐饮、旅游文娱等行业企业受影响较大，导致部分银行潜在风险客户加速暴露，使得部分银行不良率出现抬头迹象。一季度36家上市银行中10家银行不良率出现不同程度上升，12家持平，14家下降。除交通银行、中信银行和贵阳银行等3家银行不良贷款率上升幅度超过0.1%外，其余7家银行上升幅度较小。但由于疫情期间，监管对实体经济困难的企业采取放宽还款等政策的影响进入不良的节奏延迟，疫情对于上市银行资产质量影响并未完全体现，一季度上市银行的资产质量没有明显恶化，整体不良率1.43%持平于年初。随着疫情影响逐步显现，二季度银行资产质量面临一定压力，但随着二季度企业产能恢复，总体下行空间有限。

上市银行不良生成率亦显示出较强的资产质量改善趋势。2019年上市银行加回核销后的不良生产率为1.18%，同比下降3bp，除股份制银行外，其余不同类型银行不良生成率较2018年均不同程度下降，上市银行不良生成全面趋缓。值得注意的是，上市银行不良生产率的账面表现和不良率有所分化，如股份制银行不良率下降明显，但不良生成率则有所上升，而农商行不良生成率下降幅度均优于不良贷款下降幅度。这一差异主要由于不良贷款核销力度的分化，2019年股份制银行核销规模同比增长22.41%而农商行核销规模同比下降5.35%。

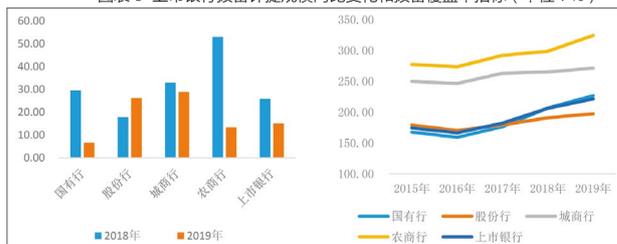
图表7 上市银行不良贷款率和不良贷款生成率指标(单位:%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

资产质量改善减轻了上市银行的拨备计提压力,不同银行对待拨备计提的态度差异较大。国有行由于自身拨备余额较为充足,2019年国有银行拨备计提规模同比增速较2018年降低22.95个百分点至6.68%。股份行和城商行营收端表现较好,有能力多提拨备充实信用风险安全垫,2019年二者拨备计提规模分别同比增长26.23%和28.89%,带动不良贷款拨备充足率上涨。农商行在营收表现下滑的压力下,多选择少提拨备反哺净利润,其拨备计提同比增速由2018年的52.95%大幅下滑至2019年的13.43%,导致其营业收入增速低于净利润增速。但得益于资产质量好转,农商行2019年拨备覆盖率上升25个百分点。

图表8 上市银行拨备计提规模同比变化和拨备覆盖率指标(单位:%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

### 得益于上市银行内源资本补充能力提升以及外源资本补充渠道扩充,上市银行资本充足水平稳中上升,资本充足率整体保持充裕水平

监管部门持续出台政策鼓励银行多渠道补充资本,带动商业银行资本充足率稳步上升。截至2019年末,36家上市银行资本充足率为15.21%,较2018年末上升0.70个百分点。其中中国有大行、股份制商业银行、城商行和农商行资本充足率分别为16.19%、13.62%、13.46%和14.60%,较2018年末涨幅在0.5-0.8个百分点之

间,整体资本充足性较好。2020年一季度上市银行资本充足率和2019年持平,其中得益于疫情期间二级资本债发行速度提升,农商行资本充足率较2019年末提升0.44个百分点,疫情对上市银行资本充足性影响较小。

从各项资本补充来看,商业银行核心一级资本补充管道主要有两种:一是内源性的留存收益转增,二是外源性的增资扩股或定向增发。2019年上市银行核心资本充足率较2018年小幅上升0.05个百分点,主要是净利润增速有所提升。其中,得益于资产减值损失计提减少带来净利润同比大幅增加,上市农商行核心一级资本充足率上升明显。上市银行可用过发行优先股和无固定期限资本债券补充一级资本。2019年1月中国银行发行第一单永续债以来,永续债成为商业银行补充其他一级资本的最重要管道之一。2019年商业银行发行永续债规模为5696亿元,其中国有行和股份行为发行主力,推动一级资本充足率分别同比增长0.48和0.83个百分点。目前无永续债发行案例,且发行优先股案例较少,导致农商行核心一级资本充足率和一级资本充足率基本持平。二级资本补充方面,商业银行主要通过发行二级资本债补充二级资本。得益于二级资本债发行规模持续增长,2019年上市银行资本充足率整体保持较为充裕水平。

二季度中小商业银行资本补充债券发行提速,且2020年4月金融委会议提出要采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度,增强抵御风险和信贷投放能力,预计上市中小商业银行资本充足性将得到进一步夯实。

图表9 上市银行资本充足性指标(单位:%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

## 自营业务加大业绩波动，政策红利利好优质券商 ——上市券商 2019 年年报和 2020 年一季度业绩点评

文 | 金融业务部 王佳丽 李程 何小红

新冠疫情全球蔓延拖累股市表现，2020 年一季度上市券商盈利同比下滑，自营业务收入占比较高券商盈利波动加大。预计 2020 年全年，券商投行业务、资管业务等轻资产业务将受益于创业板注册制改革、新三板转板上市、券商试点基金投顾等政策红利实现较快发展，而自营和信用等重资产业务受疫情和全球经济下行等影响，存在较大不确定性。同时，证券公司将在政策推动和市场利率维持低位的双重影响下扩表，杠杆率水平将进一步提升。券商分类监管思路进一步落实，头部券商受益于资本实力、风控能力和业务多元性等优势，业绩或将温和上行；中小型券商信用风险分化，自营业务占比较高的券商业绩波动率将上升，中小型券商面临转型压力加大。

### 2020 年，政策利好频繁落地助力券商业务发展，上市券商积极补充资本以提升综合竞争力

2020 年以来，为对冲宏观经济下行冲击，落实金融行业对实体经济的支持力度，证券行业利好政策频繁释放。年初新《证券法》对证券发行制度作了系统修改完善，体现了注册制改革的方向与决心。随后创业板注册制改革拉开序幕，继续巩固了当前政策鼓励创新、改革的整体定位，也从实质上缩短企业上市流程。同时，上市公司再融资政策宽松，券商定增业务将有所恢复。监管方面，证监会向各家证券公司发布《证券公司分类监管规定（征求意见稿）》

》，对分类评级指标进行最新修订，取消了规模性指标排名，并新增加分范围，将从监管上引导券商走上差异化发展道路；证监会并表监管首批试点启动，龙头证券公司优势明显，预计未来行业马太效应将继续维持。

受益于政策利好的频繁落地，上市券商对全年经营形势较为乐观，部分券商选择提升资本实力，提前布局资本中介类业务和自有资金投资业务。其中，开源证券完成 28 亿元增资扩股，英大证券获得股东 22.75 亿元的增资承诺；国信证券、中信建投、第一创业合计 240 亿元的定增项目已拿到证监会批文；海通证券、南京证券合计 260 亿元的定增项目已获得发审委通过；西部证券、西南证券、中原证券三家券商的定增方案也已获得股东大会通过；浙商证券定增方案尚需等待股东大会审核。券商中长期来看，更多利好政策有望逐步出台，叠加市场流动性偏宽松趋势不变及国内外中长期资金将陆续入场，券商业绩预计将得到有力支撑。

### 2019 年上市券商经营业绩同比大幅增长，但 2020 年一季度上市券商盈利同比下滑，自营业务收入受证券市场影响大幅波动是券商盈利波动的主要原因

受益于市场行情回暖、政策利好频出等因素，叠加低基数效应，2019 年上市券商经营业绩同比大幅增长。37 家上市券商合计实现营业收入 3812.03 亿元，同比增长 41.78%；实现

归母净利润 1016.56 亿元，同比增长 70.96%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，权益市场行情低迷，上市券商盈利水平下滑。2020 年一季度，上市券商合计实现营业收入 990.43 亿元，与 2019 年一季度基本持平，其中自营业务收入同比下降 40.04%，经纪业务和投行业务收入分别同比增加 19.45% 和 15.94%，对冲自营业务负面影响；同期实现归母净利润 309.28 亿元，同比下降 19.21%，其主要原因在于中信、国信和中信建投等大型券商基于会计准则的调整大幅提升减值计提规模导致营业支出较去年同期增加 94.03 亿元，同比增长 18.84%。

图 1：上市券商盈利能力变化（亿元、%）

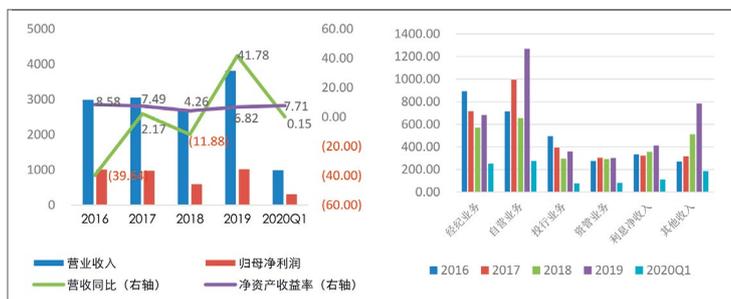
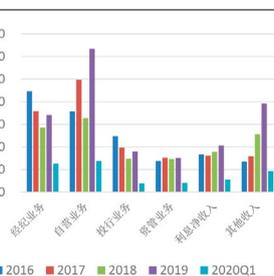


图 2：上市券商分业务板块收入状况（亿元）



数据来源：证券业协会，东方金诚整理

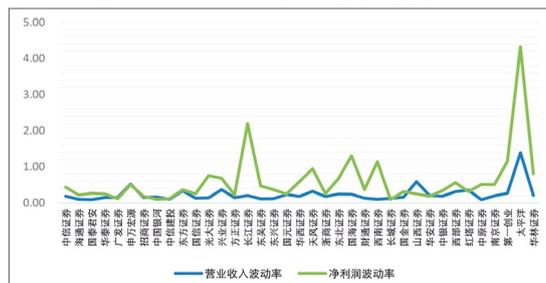
收入结构方面，2019 年，受权益市场回暖驱动，自营业务收入成为收入贡献最高的板块，占比达到 33.25%，提升 8.91 个百分点；经纪业务、信用业务、投行业务、资管业务和其他业务对营业收入的贡献比例分别为 17.94%、10.82%、9.45%、7.93% 和 20.58%。2020 年一季度，受权益市场波动影响导致投资收益大幅下滑影响，上市券商自营业务收入占比下滑至 27.9%，但仍居各板块首位。其余各业务板块收入均同比增长，其中经纪业务收入的贡献率达到 25.5%，信用业务、投行业务、资管业务和其他业务对营业收入的贡献比例分别为 11.4%、7.9%、8.3% 和 18.9%。

上市券商业绩分化主要来自自营业绩表现和减值计提规模，大型券商的业绩稳定性显著高于中小券商，预计大型券商的业绩或将温和

上行，中小券商的业绩表现将分化

从 2015~2020 年来看，由于板块多元化布局、扎实的客户基础以及较强的风控能力，大型券商的业绩稳定性相对较强。其中，申万宏源营业收入和净利润的波动相对较大，主要由于该公司 120 亿元定增于 2018 年初完成，净资产实力进一步扩大，导致业务规模扩张，盈利能力提升。中小型券商的业绩波动性显著高于大型券商。其中，山西证券子公司格林大华期货业务收入波动较大，导致该公司营业收入波动率水平处于行业高位。太平洋证券自营业务占比较高，且近年对股票质押、债券投资等业务进行大规模减值计提，导致该公司营业收入和净利润的波动率水平为上市券商中最高。同时，部分公司净利润波动性显著高于营业收入波动性，如太平洋证券、第一创业、中原证券、国海证券、西南证券、长江证券等公司，主要是股票质押等业务减值计提变化导致。

图 3 2015 年~2020 年 3 月末上市券商业绩波动率 [2]



数据来源：Wind，东方金诚整理

2019 年，37 家上市券商中，山西证券由于子公司格林大华大宗商品交易业务及风险管理业务规模大幅收缩，营业收入同比下降 25.53%；中原证券由于香港子公司中州国际投资业务逾期亏损，净利润同比下降 11.50%，其余券商盈利均实现增长。同时，由于 2019 年自营业务表现亮眼，太平洋证券扭亏为盈，实现自营业务收入 11.08 亿元，占营业收入比重高达 62.37%；兴业证券净利润增速达到 1202.23%，增速位居上市券商首位。此外，受累于信用减值损失计提的增加，2019 年，国泰君安归母净利润排名行业第四，这是自 2007 年

注：[1] 其他业务收入主要包括大宗商品销售收入、国际业务和子公司业务收入。  
注：[2] 上市券商 2015 年至 2020 年 3 月末营业收入（净利润）同比增速相对全行业同比增速差异的标准差代表其业绩的波动率。

以来该公司首次在净利润排名中跌出前三。

2020年一季度的收入结构，中小券商显示出更强的自营业务弹性。自营业务收入占比最高的为红塔证券、山西证券、东北证券、长城证券和第一创业等中小券商，未来市场波动加剧，自营业务收入占比较高的中小型券商业绩波动将加剧。另外，2020年一季度经纪业务以及相关度较高的信用业务及投资咨询收入均同比显著增长，经纪业务基础扎实且占比较高的中大型券商以及区域型券商业绩稳定性较高且有相对较好的业绩表现。但由于经纪业务竞争壁垒较低，行业平均佣金净费率已跌破0.3%，经纪业务收入的增长幅度远小于成交额，且成交额的增长主要依赖于存量客户的换手率，进入2020年二季度市场交投趋于稳定，单纯依靠牌照红利获取经纪业务收入的模式或将不可持续。预计多元化经营的大型券商的业绩或将温和上行，中小券商的业绩表现将受减值计提和自营业务表现等影响出现分化。

### 注册制改革等政策红利将推进证券公司轻资产业务向头部券商集中，互联网转型、深入挖掘属地投行业务等特色化经营策略成为中小型券商破局首选

经纪业务方面，2020年一季度，两市股基日均成交额9144.90亿元，较年初增长

63.32%，是2016年以来的最高点。随着投资者数量上升，市场交投活跃，上市券商经纪业务收入同比增长36.79%。2019年，仅山西证券和中信证券经纪业务收入出现小幅下滑，2020年一季度所有上市券商的经纪业务收入均呈现不同幅度的增长。经纪业务作为提升市场影响，熨平业绩波动的重要板块，未来的转型重点则是财富管理业务。随着首批7家券商银河证券、国泰君安、中金公司、申万宏源、中信建投、华泰证券、国联证券获基金投资顾问试点资格，头部券商财富管理业务将获益明显。对于中小型券商而言，互联网转型是经纪业务弯道超车的可选路径。以东方财富证券为例，该公司拥有互联网基因和较为廉价的流量入口等先天优势，并设立东财基金，依托天天基金网强大等基金代销渠道，在经纪业务基础上发力财富管理业务，带来经纪业务新的增长点。

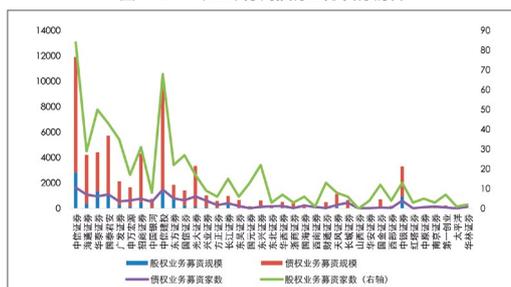
投行业务方面，2019年和2020年一季度，全市场股权融资规模分别为15413.25亿元、3216.44亿元，同比增长27.3%、-5.09%。受益于科创板注册制改革以及IPO过会率的提高，IPO融资规模2020年一季度同比增长208.7%；2020年一季度再融资承销金额2430.22亿元，同比下降22.46%，随着再融资新规的颁布，预计再融资规模将迅速企稳回升。债券承销方面，受益于市场流动性整体宽松，发债利率维持低位，2019年和2020年一季度，债券承销规模分别为451854.97亿元、120157.45亿元，同比增长3.06%、15.69%，随着债券注册制的推出及发债利率大概率长期处于低位，预计债券承销规模仍将保持快速增长。

投行业务的行业集中度提升，头部券商和以投行业务为传统优势业务的券商项目优势明显，市占率较高。2019年，中信证券、中信建投和国泰君安的投行业务发行规模处于行业领先地位。截至2020年3月末，投行业务收入前五位占比44.81%，前十位占比64.98%，头部效应明显。随着新证券法及相关配套细则的陆续

注：[3]包含增发、配股、优先股、可转债及可交债

发布，注册制改革的持续进行，企业倾向于选择头部券商进行信用背书，头部券商未来投行承销保荐业务的利润将进一步扩大。随着投行业务迎来政策风口，中小券商应在增量市场挖掘增长的机会，如新三板公开发市场等。截至5月18日，进入公开发行股票并在精选层挂牌辅导期的新三板公司达到58家，涉及31家证券公司，其中超过半数都是由中小券商提供辅导服务。从签订相关辅导协议的挂牌公司的统计看，中小券商占据份额更高，如开源证券（6家）、安信证券（4家）、东莞证券（4家）等。

图4 2019年上市券商投行业务发行情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

资管业务方面，2017年以来，证监会全面推动券商资管“去通道”，券商资管规模持续下滑，截至2020年3月末，券商资管产品规模降至99653.28亿元，环比下降7.99%。同时，券商资管业务结构持续调整，2019年末定向资管计划规模占比下降至77.4%，随着券商资管业务持续向主动管理转型，拥有公募牌照的券商资管业务的竞争优势将进一步凸显。2019年和2020年一季度，上市券商分别实现资管业务收入302.38亿元、82.31亿元，同比增长3%、25.83%。

通过对头部券商资管业务费率水平的测算，2017~2019年资管业务费率水平均提升，说明券商资管业务主动管理能力提升，同时广发证券的费率水平处于行业领先，资管业务实力较强。此外，2020年一季度券商资管业务收入CR10达到78.55%，行业集中度进一步提升，其中，中信证券、广发证券、华泰证券的资管

业务收入分别为16.17亿元、12.43亿元和8.47亿元，合计占比达到45%，遥遥领先。

表1 主要券商资管业务费率水平 [4]

证券公司	2017	2018	2019
中信证券	0.34%	0.43%	0.44%
华泰证券	0.25%	0.32%	0.30%
国泰君安	0.20%	0.20%	0.22%
中信建投	0.13%	0.11%	0.12%
申万宏源	0.15%	0.18%	0.19%
招商证券	0.15%	0.17%	0.16%
中银证券	0.13%	0.13%	0.12%
广发证券	0.76%	0.98%	1.12%
海通证券	0.20%	0.24%	0.32%

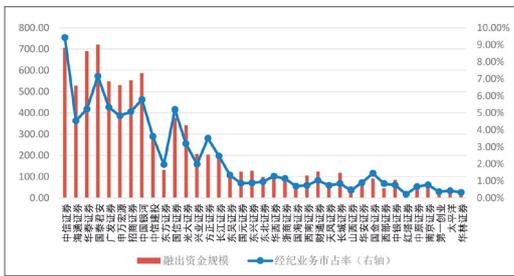
数据来源：Wind，东方金诚整理

### 重资产业务中两融业务发展和经纪业务相关性高，在政策利好下两融业务规模有望回升，信用业务的充分减值计提使得券商抵御风险能力增强

受市场走势影响，两融交易余额和日均交易金额在2019年一季度及下半年呈上升趋势，2020年一季度开始呈现下降态势。截至2020年3月末，市场两融交易余额10651.2亿元，环比下降3.37%，日均交易额845.43亿元，环比下降19.83%。2019年，沪深交易所取消两融最低维持担保比例、扩大两融标的股票数量，担保物范围进一步扩大。2020年，创业板参照科创板制度进行创新改革，新股挂牌首日可作为两融标的，推出转融通市场化约定申报方式等。随着两融政策的放松，融资融券业务规模预计整体将保持上升态势。从券商对比看，两融业务和经纪业务具有较强的相关性，头部券商的经纪业务市场占有率较高，从而也保障了融资融券业务扎实的客户基础。

注：[4] 资管业务费率 = 资管业务收入 / 资管业务规模

图 5 2019 年上市券商经纪业务市占率与两融业务规模



数据来源: Wind, 东方金诚整理

股票质押业务方面,截至 2020 年 3 月末,市场质押股数降至 5602.73 亿股,占总股本 8.23%,股票质押业务一直维持 2018 年下半年来下降趋势。同期末,上市券商的股票质押式回购余额为 3531.53 亿元,环比下降 3.95%。另外,上市券商中共有 15 家券商股票质押回购余额逆势上涨,其中,西部证券、山西证券和华林证券增速最快,分别为 85.96%、34.21% 和 21.87%;红塔证券、国海证券、华安证券等中小型券商虽然股票质押回购规模不高,但其股票质押回购余额占净资产比重位居行业前列,分别为 46.98%、40.10% 和 33.17%,股票质押风险管理压力较大。

随着市场回暖及纾困项目逐步落地,券商信用业务风险初步缓解,上市券商减值损失计提的增强进一步提升了风险抵御能力。2019 年,上市券商合计计提资产减值损失 190.07 亿元,同比增长 12.86%,其中海通证券、国泰君安、中信证券等头部券商因股票质押规模较大,相应计提较多的减值损失。相比于去年同期,东方证券和华安证券的信用减值损失在 2019 年增长最快,同比增速分别为 564.78%、528.57%,远远超过其他上市券商,国海证券、国元证券、广发证券、国泰君安 4 家券商的信用减值损失同比增速也超过了 100%。中小券商受股票质押业务带来的信用减值损失影响更大,2019 年,西部证券、中原证券和华安证券信用减值准备占营收比重分别为 17.75%、14.74% 和 13.26%,侵蚀利润较为严重。

表 2 2019 年上市券商信用减值损失前十位 (亿元、%)

证券公司 (按计提规模排)	信用减值损失	信用减值损失 / 营业收入	证券公司 (按计提规模占收入比重)	信用减值损失	信用减值损失 / 营业收入
海通证券	28.47	8.27	西部证券	6.53	17.75
国泰君安	20.50	6.84	中原证券	3.50	14.74
中信证券	18.92	4.38	华安证券	4.28	13.26
光大证券	12.73	12.65	光大证券	12.73	12.65
东方证券	10.44	5.48	天风证券	4.84	12.58
国信证券	10.20	7.23	第一创业	3.14	12.15
兴业证券	7.49	5.26	国海证券	4.31	12.10
申万宏源	7.20	2.93	东兴证券	4.67	11.74
华泰证券	7.20	2.89	国元证券	3.69	11.53
广发证券	6.80	2.98	西南证券	3.01	8.62

数据来源: wind、东方金诚整理

随着《证券公司风险控制指标计算标准》的发布,券商需要提高股票质押业务所需的稳定资金,并加大现场检查力度。同时由于新会计准则的应用,未来券商计提减值损失将更加充分。2020 年尽管证券行业整体信用减值风险有望进一步下降,但受疫情冲击相关风险仍不容忽视,信用减值损失的计提仍将对业绩造成大幅影响。2020 年一季度,共有三家券商披露价值减值计提项目。其中,兴业证券共计提信用减值准备 2.59 亿元;方正证券确认信用减值损失共计 3.51 亿元;中原证券对发生信用减值的单项金融资产计提信用减值准备共计 6650.15 万元,具体涉及神雾节能、新光圆成、长城影视等 5 只个股的股票质押项目。

**随着股票质押、融资融券等资本中介业务的兴起,国内券商杠杆水平上升但依然有较大空间,预计低利率环境下券商杠杆水平仍会继续提升,进而增厚相关券商业绩**

2019 年权益市场回暖情形下,证券公司主动增加投资规模,成为资产负债表扩张的主要因素。2019 年,上市券商总资产规模达



# 行业偿付能力小幅滑落， 负债端边际改善有望提高后续经营业绩

## ——人身险行业 2020 年一季度信用风险回顾与展望

文 | 金融业务部 楚芸 李柯莹

2020 年一季度，人身险行业在新冠疫情影响下新单业务拓展、资产端投资难度加大，资本充足率水平小幅下滑，各项经营指标与上的大幅增长相比有所回落。但随着疫情逐步得到控制，代理人产能逐渐释放，行业保费收入边际改善。同时，保险业务仍存在较大的需求空间，意外险、重疾险等尚处于发展初期的产品将在居民保险意识提升及监管推动供给侧改革的利好下逐渐打开市场。宽信用背景下债券发行市场回暖，险企资本补充难度降低，对人身险行业偿付能力的提升形成有益的支撑。

### 一、行业盈利情况

#### 疫情冲击下，行业保费收入增速大幅下滑叠加长端利率下行导致准备金计提压力，行业各项经营指标增速回落

2020 年一季度，人身险行业实现净利润共 678 亿元，较上年同期小幅增长 3.99%，增速较去年大幅下降 34.15 个百分点。其中，上市险企合计实现 552.48 亿元净利润，占行业利润的 81.49%，占比较去年同期降低了 5.94 个百分点。其中 6 家实现利润正增长，仅中国人寿大幅减少 88.70 亿元，主要系长端利率下行而增提准备金以及权益市场震荡导致的投资收益回落所致。76 家非上市公司中，46 家盈利，30 家亏损，较上年同期亏损机构增加 4 家。

图表 1：一季度行业利润及上市寿险利润（单位：亿元、%）

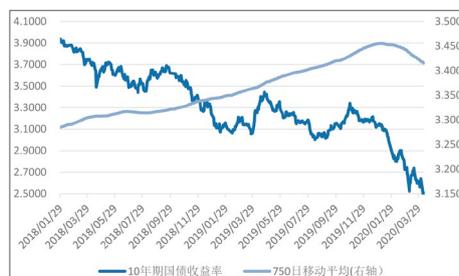


数据来源：wind，东方金诚整理

新冠肺炎疫情影响下，一季度行业保费增速向下，开门红效应受到抑制，季度保费增速仅 2.73%，同期增速系近五年来最低；资本市场震荡导致险资投资收益率下降，叠加长端收益率下行导致各险企准备金计提压力上升，一季度行业各项经营指标增速回落。

10 年期国债收益率自 2018 年初逐步下行，750 日均线亦在年初结束上行周期，截至 2020 年 3 月末，10 年期国债 750 日移动平均利率已较年初降低 4bp，险企需补提长期健康险和寿险责任准备金。以中国人寿为例，一季度新增计提 406 亿元准备金，税前利润相应减少 53 亿元。

图 2：10 年期国债收益率 & 750 日均线 (%)



## 二、承保业务

### 1、错过“开门红”黄金时期导致行业保费收入承压，3月单月保费收入边际改善显示疫情负面影响逐渐出清

2020年1季度人身险行业实现原保费收入13734亿元，规模保费收入16495亿元，其中原保费收入同比增长2.73%，较去年同期降低15.25个百分点，2月单月保费收入为近三年最低点，主要系年后疫情影响下居民出行受限，从业人员线下展业基本全线停止导致开门红效应受到抑制。

图3：近十年人身险行业原保费收入情况（亿元，%）



图4：近年来人身险行业月度保费收入及增速（亿元，%）



数据来源：wind，东方金诚整理

从保费收入的产品结构来看，健康险销售情况受疫情影响最小，疫情期间居民保险意识提升，叠加政策加持，前三月均保持20%左右的高速增长；寿险2~3月出现大幅负增长，错过了“开门红”黄金时期，但3月单月保费增长幅度为-0.31%，负增长幅度大幅收窄，显示疫情负面影响已逐渐出清；意外伤害险受疫情期间外出减少等影响，需求下滑，持续负增长。

图5：分险种保费收入及增速（亿元，%）



数据来源：wind，东方金诚整理

2020年以来，监管层为了规范人身险产品经营，陆续下发了一系列政策，针对意外险市场化机制改革、重疾险范围界定、长期医疗险费率机制做出了规范性要求，将通过供给端精细化改革的方式解决长期以来意外险产品定价不合理、恶性竞争现象，长期医疗险产品的缺失等情况，受此影响，预计未来上述两类产品将更加顺应消费者需求，逐步打开市场。

表1：人身险行业规范经营相关监管政策

发布时间	涉及领域	文件名称	主要内容
2020-3-5	意外险改革	《关于加快推进意外险改革的意见》	意外险市场基础薄弱，定价机制科学性不强，销售行为不够规范，为解决以上问题，制定该意见。意见要求，到2020年底，意外险费率市场化机制基本建立，到2021年底，意外险费率市场化机制基本健全。意见明确通过以下方面推进改革：健全意外险精算体系，进一步完善意外险定价假设规定；强化法制责任准备金监管；建立产品价格回溯调整机制，逐步淘汰赔付率过低、渠道费用过高、定价明显不合理的产品；编制意外险发生率表，探索制定意外险基本条目示范写法
2020-3-25	险资运用	《保险资产管理产品管理暂行办法》	保险资管产品定位为私募产品，面向合格投资者非公开发行，产品形式包括债权投资计划、股权投资计划和组合类保险资管产品等；办法拓宽了投资者范围和销售渠道，允许向合格的个人投资者发行保险资管产品，允许采取代销模式；拓展了保险资管业务范围，允许保险资管机构开展投资顾问、产品代销等业务；《办法》落实深化“放管服”改革部署，推进债权投资计划和股权投资计划注册发行、组合类保险资管产品登记发行，取消首单组合类保险资管产品核准要求
2020-3-1	重大疾病险定义	重大疾病险的疾病定义使用规范修订版	修订重疾定义：优化分类、增加病种数量、拓展疾病定义范围
2020-3-25	长期医疗险费率	《关于长期医疗保险费率调整有关问题的通知》	明确了保险公司可以开发和销售费率可调的长期医疗保险产品；长期医疗险费率可以适时调整，但是有严格的条件和制度要求，包括制定费率调整办法、明确的触发条件、内部决策机制和流程；费率不能针对个别客户群体“随意”调整，需以单个产品为单位；费率调整不能过于频繁，首次调整需在产品销售之日起3年后，后续调整频率不超过1次/年。

## 2、疫情影响下，上市险企采取不同应对策略，新单增速分化带动保费收入及新业务价值随之明显分化

七家上市险企 1 季度人身险保费收入合计 7562.58 亿元，同比增长 1.94%，增速与行业整体水平持平。其中，仅新华保险和中国人寿实现新单保费正增长，增速分别为 135.99%、16.50%，新华保险今年以来重启银保趸缴渠道带来保单增量，趸缴渠道保费对其新单保费贡献度达 50.44%（去年同期贡献度为 0）；中国人寿受益于开门红营销前置，1 月单月即实现 22.61% 保费收入增速；平安寿、太保寿、太平寿、国华寿、人保寿均出现不同程度新保费收入减少，并导致一季度整体保费收入下滑。

新业务价值方面，平安寿与国寿新业务价值增速分别为 -24.00% 和 8.30%，价值增速均弱于新单保费情况。平安新业务价值大幅下降主要系疫情影响下，传统代理人线下业务展业受阻，高价值保障型业务难以开展，而易于销售但价值率较低的线上简单产品占比上升。疫情导致的展业困难及销售产品结构变化对于险企均具有较大影响，预计行业整体新业务价值有所下降。

图 6：一季度上市险企保费收入及新业务价值（单位：亿元、%）



数据来源：wind，东方金诚整理

## 3、预计二季度行业保费收入将在需求释放及代理人产能提升利好下继续边际改善

一季度行业保费收入受疫情冲击显著，3 月中下旬以来，随着国内疫情受到较好控制，各行业生产活动稳步恢复，预计年初以来受到抑制的保险需求将在二季度得到释放；此外，疫情期间监管机构引导险企降低考核标准、不可清虚，代理人脱落情况较少，而整体居民失

业率上升将降低保险代理人团队增员难度，代理人团队将有所壮大，一季度末，中国人寿代理人团队规模扩大 8% 达 200 万人。

根据多家机构对于四家上市公司（平安人寿、太保人寿、新华保险及中国人寿）的营业收入的预测，并假设以上四家公司保费占营收比例保持在 2019 年水平，预测 2020 年全年保费收入情况如下。

表 2：四大上市险企保费收入预测（亿元，%）

	2019 年保费收入	2020 年保费收入 (预测)	2020 年增速 (预测)	2019 年增速
平安人寿	5450.03	5236.72	4.07	11.02
太保人寿	2274.33	2125.14	7.02	4.99
新华保险	1541.52	1381.31	11.60	12.96
中国人寿	6150.00	5670.86	8.45	5.83

数据来源：wind，东方金诚整理

行业经营环境方面，外部产品即同期银行理财、货币基金收益下行，具有“刚兑”属性的保险年金产品竞争力增强。2020 年一季度末，万德收纳的 1102 款万能险产品年化结算利率中位数为 4.30%，高于同期银行理财的 4.03% 的收益率。此外，我们在上市险企预测的基础上，假设其保费集中度与 2019 年持平，预测 2020 年行业将实现 42871 亿元规模保费收入。保费收入结构方面，考虑到 2020 年一季度各险种保费收入结构与 2019 年变化较小，我们预测 2020 年该比例基本不变。

表 3：人身险行业保费收入预测（亿元，%）

	万能险	寿险	健康险	人身意外伤害险	原保费	规模保费
预计保费	9719.51	24337.81	7557.83	1256.79	33152.43	42871.93
占比	22.67	56.77	15.44	17.63	2.93	100.00

数据来源：wind，东方金诚整理

## 三、投资业务

### 1、一季度权益市场震荡下行，低利率环境致

注：[1] 平安人寿、中国人寿、太保寿险、新华保险、人保寿险、国华人寿、太平人寿

## 固收类资产收益降低，险企资产端表现弱于往年

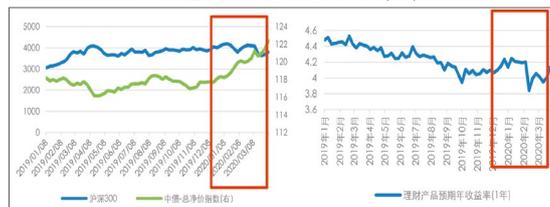
一季度保险公司资产增速及险资运用余额稳定增长，截至2020年3月末，险资运用余额共计194255亿元，较年初增长4.85%；行业平均投资收益率1.16%，较去年同期减少约1个百分点。投资不达预期主要系金融市场波动震荡所致，A股市场沪深300指数跌幅达到10%，险企相应产生金融资产账面浮亏；债市利率持续下行导致部分资产面临再投资风险；1年期银行理财预期收益率较年初下降23bp。

上市险企中，由于各家对于浮盈的处置有所不同导致投资收益的波动更大，导致净利润出现分化，国寿、太保、平安、新华和人保的投资收益（含公允价值变动损益）分别为463亿元（-12.4%）、20亿元（+20.9%）、70亿元（-86%）、109亿元（+45.4%）和131亿元（+6.7%），国寿、太保、平安、新华的总投资收益率分别为5.1%、4.5%、3.4%和5.1%，其中仅新华的总投资收益率去年同期提升较多。

图7：险资运用配置及余额变化（亿元，%）



图8：主要投资标的的指数及收益率（%）



数据来源：wind，东方金诚整理

## 2、预计二季度债市收益率将持续走低，权益市场仍然存在不确定性，2020年全年投资收益将有所下滑

对于二季度，货币政策保持边际宽松态势预期下，低利率环境仍将延续，固收类资产面临的再投资风险加大；全球疫情尚未得到全面

有效控制，二级市场走势亦存在较大不确定性，险企资产端表现很难得到改善。

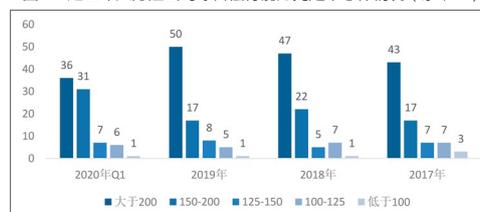
## 四、风险状况

### 1、人身险行业偿付能力充足率中枢在合理区间内小幅下滑，但部分经营业绩较差的人身险公司偿付能力承压

根据2020年1季度偿付能力评定结果显示，风险等级不达标的人身险公司共三家。其中，君康人寿受高额退保金以及责任准备金计提压力影响，利润持续为负或较低，尤其今年一季度亏损额较高，综合偿付能力充足率下滑至109.43%，低于监管要求，被评定为C等级；百年人寿退保金支出居高不下导致利润稀薄，同时股权结构较为混乱而增资不到位，偿付能力得不到改善，被评定为C等级；中法人寿因增资申请未得到批复，偿付能力持续下滑被评定为D等级，此前已连续三年被评为D等级。

2020年一季度，行业总体偿付能力较上年末小幅下滑，83家寿险公司中64家综合偿付能力充足率下滑，占比77%，其中14家险企偿付能力充足率由高于200滑入150~200区间内，仍高于监管要求；另有建信人寿、中银三星人寿近两期盈利水平较低导致实际资本积累慢，偿付能力充足率下滑，恒大人寿一季度年金类保险增速快占用较多资本而偿付能力充足率下滑；天安人寿受退保金支出大幅上升及投资收益减少严重亏损，偿付能力明显下降。

图9：近三年人身险公司综合偿付能力充足率总体情况（家，%）



数据来源：各公司公开的偿付能力报告，东方金诚整理

表 3：偿付能力承压人身险公司（%）

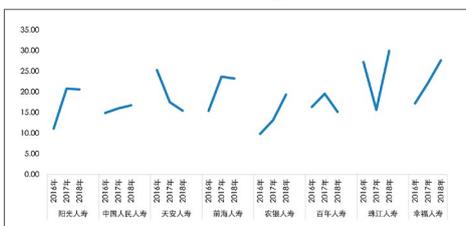
	最新一期 监管风险 等级	2020Q1	2019年	2018年	2017年
中法人寿	D	-18827	-16130.78	-7774.25	-4035.94
百年人寿	C	107.00	128.08	100.15	128.80
君康人寿	C	109.00	140.18	124.75	166.03
天安人寿	B	112.00	139.06	120.81	130.86
珠江人寿	B	123	122.22	102.48	101.94
上海人寿	B	123	134.00	123.00	137.00
建信人寿	A	123	137.00	131.00	165.00
富德生命 人寿	未披露	125	126.00	122.00	123.00
恒大人寿	B	128	136.11	131.29	154.68
中银三星	B	129	151.3	157.91	171.14

数据来源：各公司公开的偿付能力报告，东方金诚整理

## 2、随着险企盈利能力提升以及发债规模回暖，二季度行业整体偿付能力充足率有望恢复稳定，但退保支出压力较大企业仍面临资本补充压力

一季度险企普遍出现盈利增速大幅下滑情况，但随着准备金计提压力释放、保费收入边际改善，预计行业盈利能力将逐步提升，同时发债规模回暖亦将对险企资本补充形成支撑，预计行业整体偿付能力有望在二季度恢复稳定；但部分退保金居高不下导致盈利能力较差的险企，如不能及时补充充足资本，偿付能力充足率仍然面临下行压力。

图 10：部分发债企业退保率（%）



数据来源：wind、公司年报、偿付能力报告，东方金诚整理

## 五、债券市场展望

### 1、低利率市场环境下行业发债意愿提升，规模创新高，发行主体仍以中高信用级别为主

2020年1~5月，共有9家险企发行9只债

券，发债品种均为10年（5+5）期公开发行的资本补充债券，债券发行规模439.5亿元，规模创有史以来新高，主要系宽信用背景下险企融资成本降低，发债意愿上升；但整体来看行业发行规模仍远低于同期证券行业11633.8亿元和银行业17478.6亿元。发行主体中，3家为新增发债主体，分别是长城人寿、光大永明人寿和中华联合人寿。

注：[2] 不含同业存单

图 11：保险债券发行情况及发行主体级别分布（亿元，支）



表 4：2020年1~5月发行债券明细

证券简称	起息日期	发行总额 (亿元)	债券期限 (年)	票面利率 (%)	发行利差 (BP)	最新债项 评级	最新发 行人 评级	评级 展望	评级 变动
20 中邮人寿	2020-03-24	60.00	10	3.7500	126.36	AAA	AAA	稳定	首次
20 民生人寿 01	2020-04-01	15.00	10	5.2000	287.6	AA	AA+	稳定	首次
20 珠江人寿 01	2020-03-25	3.50	10	6.2500	382.57	AA-	AA	稳定	维持
20 平安人寿	2020-04-01	200.00	10	3.5800	125.6	AAA	AAA	稳定	维持
20 农银人寿	2020-03-30	15.00	10	3.6000	126.82	AAA	AAA	稳定	维持
20 长城人寿 01	2020-04-28	10.00	10	5.1500	331.07	AA	AA+	稳定	首次
20 光大永明 人寿	2020-05-06	30.00	10	3.9000	210.39	AA+	AAA	稳定	首次
20 中华联合 人寿	2020-04-30	6.00	10	4.9500	310.26	AAA	AA-	稳定	首次
20 新华人寿	2020-05-13	100.00	10	3.3000	129.98	AAA	AAA	稳定	首次

数据来源：wind，东方金诚整理

截至2020年5月13日，行业30家发债主体中有公开市场级别的共计24家，其中AAA级别共11家，AA+级别7家，AA级别5家和A-级别1家。人身险公司具有较强的外部监管，

且牌照稀缺，因此整体信用评级中枢较高。级别稳定性方面，大部分险企级别稳定性较好，行业级别下调情况较少，2020年3月中债资信将百年人寿、珠江人寿、幸福人寿列入负面信用观察清单。

预计二季度发行规模仍将保持在高位，一方面市场利率仍将保持在较低水平吸引优质险企发债；另一方面部分经营承压的中小企业一季度受到疫情冲击后，资本补充压力将逐渐暴露，亦存在一定融资需求。

## 2、行业信用利差平稳收窄创两年新低，债券市场整体流动性提升环境下，保险公司债活跃度仍然较低

2020年以来，债市资金面整体宽松，行业信用利差整体收窄创两年以来新低，显示行业整体认可度较高。交易情况方面，债券市场整体流动性提升环境下，保险公司债活跃度仍然较低，一季度保险公司债成交额 305.53 亿元，较去年同期增长 40.01%，占金融债交易额比为 2%。

图 12：中债估值利差图



数据来源：wind，东方金诚整理

## 六、人身险行业信用质量展望

一季度以来保险购买需求和销售均在疫情影响下受到暂时性抑制，随着国内各行业恢复正常生产经营，线下营销逐步恢复，各险企把握机会构建代理人团队，负面影响逐渐出清，负债端将在二季度企稳回升；但资本市场仍然存在较大不确定性，长端利率下行导致准备金计提压力犹存，预计行业经营情况将继续边际改善。

本文通过对行业数据以及数据相对完整的有公开评级的 20 家发债人身险公司样本，从

经营规模与竞争力、流动性与综合偿付能力以及盈利状况等方面，对样本险企信用表现进行排序。上述发债险企，合计保费市场占有率近 70%，涵盖主要的大型寿险公司和部分中小险企，具有较强的代表意义。对于上述发债主体，本文根据信用排序高低将其划分为 I 到 III 共 3 组：

组 I 包括的是四家上市公司和一家非上市公司，均为行业内龙头企业。该组险企多年来经营稳健，保费收入来源渠道多样，并在一季度积累了代理人团队；受益于保费收入结构，新业务价值总体较高且退保率处于低位或呈下降趋势；依托较高的资本金以及多年保费收入沉淀，投资收益规模亦处于较高水平，投资资产经历多个经济周期不断在地位布局并调整后，能带来相对稳健的投资收益；偿付能力充足率在合理区间内保持高位运行，资金运用效率高。这部分险企已形成续期保费占据主导地位的业务发展模式，疫情对于公司经营稳定性影响较小，预计 2020 年负债端保费收入仍将保持稳定，资产端收益波动较小，信用质量将保持在行业最高水平。

组 II 包括 6 家险企。该组险企规模及市场占有率居行业中上游水平，银保渠道对保费收入贡献较大，当前正在逐步降低对于银保渠道保费收入的依赖度，但疫情期间其代理人团队增员难度上升；部分公司此前受退保赔付金支出压力影响，盈利水平有所下滑，但目前退保率已较为稳定或逐渐降低。预计二季度此类公司保险业务经营将企稳，部分险企成长性较好，但仍将面临一定的保费收入转型及代理人团队建设的压力。

组 III 中的 8 家险企，整体经营规模偏小，市场竞争力偏弱。在业务规模小或经营亏损的影响下，该组险企偿付能力偏弱；对于保费构成中中短存续期占比高的险企，退保率还将进一步上升，可能在削弱公司盈利能力的同时带来流动性压力。总体来看，二季度及下半年此类公司仍然面临一定资本补充压力。

表 5：发债人身险公司核心指标（亿元，%）

风险等级	简称	原保费收入	投资收益	综合流动性比例 (%)	偿付能力充足率 (%)	ROE(%)	实际资本	退保率 (%)
I	中国人寿	5670.86	1624.80	3473.00	276.53	16.47	9870.67	4.69
	平安寿险	4939.13	1282.48	-362.00	227.95	40.36	9093.01	1.30
	新华保险	1381.31	357.29	284.00	133.37	19.41	2611.64	4.80
	泰康人寿	1345.04	394.84	465.50	283.64	33.56	2241.13	2.75
	中国人民人寿	958.69	205.13	132.53	256.58	8.68	958.32	16.70
II	阳光人寿	481.18	115.83	584.00	243.80	11.37	624.65	20.59
	建信人寿	297.42	7.29	208.71	144.45	6.51	189.72	5.98
	农银人寿	232.29	39.30	-184.10	115.48	5.56	139.87	19.31
	人保健康	224.23	17.46	67.23	213.36	0.58	116.61	40.46
	华夏人寿	1827.95	248.90	349.08	128.08	4.34	1106.85	2.67
	中美联泰大都会人寿	143.75	19.79	-87.00	137.00	33.69	181.54	-
	中英人寿	93.91	18.24	-54.00	172.22	10.02	140.29	5.85
III	幸福人寿	82.47	38.22	699.00	201.00	1.54	122.47	27.60
	前海人寿	765.40	78.39	1320.00	309.00	2.34	384.16	23.21
	天安人寿	520.90	16.85	-1461.00	231.04	-90.55	346.91	15.40
	百年人寿	456.41	49.52	69.01	232.05	3.82	87.81	12.53
	中荷人寿	9.95	9.14	237.82	122.22	-0.50	47.41	1.40
	珠江人寿	33.35	39.31	941.07	220.26	5.29	77.72	29.92
	光大永明人寿	117.38	17.38	110.29	163.82	1.54	84.55	-
	长城人寿	80.89	15.86	-276.00	200.36	1.69	94.28	-

数据来源：wind，东方金诚整理

## 声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。■

# A 股上市公司社会责任信息披露现状与建议

文 | 绿色金融部 方怡向 武慧斌

## 核心要点:

- A 股上市公司社会责任信息披露报告发布数量逐年增加，发布比例仍偏低
- 上市公司社会责任信息披露形式多样，ESG、可持续发展报告占比逐年攀升
- 不同行业社会责任报告披露情况差异明显，金融业披露程度最高
- 社会指标、治理指标披露率相对较高，ESG 披露内容需提质增量

## 一、前言

随着社会经济的发展，企业社会责任已经成为企业不可回避的问题，为更好的引导企业积极承担社会责任，推动企业长期可持续发展，我国监管机构陆续发布相关指引，从披露内容、披露形式等方面提出明确要求，鼓励和倡导上市公司积极履行社会责任，关注自身环境、社会和公司治理。2003 年，原国家环保局即发布了《关于企业环境信息公开的公告》，要求列入重污染企业进行环境信息披露，该文件成为我国第一个关于企业环境信息披露的规范。2006 年，深交所发布《上市公司社会责任指引》，作为一项企业自愿遵循的“常规建议”规定，开启了交易所指导上市企业信息披露之路。近年来越来越多的国家和地区将 ESG 信息披露要求纳入监管，2015 年香港交所出台《环境、社会及管治报告指引》开展上市公司强制 ESG 信息披露工作；2016 年之后，央行、证监

会等监管机构也针对上市公司环境信息披露、公司治理等责任管理方面出台了一系列政策要求，适时推动 A 股上市公司强制披露非财务信息（见图 1）。

图 1：我国监管机构发布上市公司社会责任相关的政策文件



数据来源：wind，东方金诚信用整理

在监管政策的倡导和推动下，越来越多的上市企业也开始主动承担社会责任。2006 年至今我国 A 股上市公司已连续 13 年通过发布社会责任报告向外界披露企业的社会责任理念以及企业的社会责任贡献。虽然企业的社会责任表现在不断提升，但涉及到企业环境表现、社会表现及公司治理等表现仍面临着较多的挑战，有待进一步改善，如 ESG 责任理念的深化、责任管理的加强、评价体系的细化、报告内容完善和质量提升等方面。我们希望通过此报告，能为正在践行企业社会责任或可持续发展或 ESG 的企业开展信息披露工作提供参考和 ESG 管理建议，协助企业了解社会责任、可持续发展及 ESG 内涵，在可持续发展管理层面进行深入优化，在非财务信息披露层面进行更好的披露，满足报告使用者的决策需求。

## 二、研究概述

本文以 2019 年 A 股上市公司的社会责任相关信息披露报告为基础数据切入点, 依托《东方金诚信用 ESG 评估方法体系》, 并参考国际国内可持续发展要求, 充分考虑行业和企业特征, 结合 E、S、G 三个层面对 A 股上市公司整体社会责任相关信息披露表现进行分析。研究选取样本企业的报告发布时间在 2019 年 1 月 30 日 - 2019 年 10 月 31 日之间, 样本企业报告的时间范围均为 2018 年度。

## 三、我国 A 股上市企业社会责任信息披露总览

### 1、报告形式多样, 发布数量逐年增加

我国上市公司社会责任相关信息披露的形式多样, 主要类型包括“社会责任报告 (CSR)”、“环境、社会及管治报告 (ESG 报告)”、“可持续发展报告”、“环境报告书” (包括“环境信息报告”) 等。

根据 Wind 资讯, 截至 2019 年末, 共有 950 家 A 股上市公司发布了 971 份 2018 年度社会责任相关信息的披露报告, 比 2018 年发布数量增长了 8.37%, 但发布报告的公司数量比例仍然较低, 只占全部上市公司的 27.22%。自 2006 年至 2019 年末, 我国 A 股上市公司社会责任相关信息的披露报告数量累计 7061 份。其中以 CSR 形式发布的数量占比最大, 达到 94.47%。这源于 2006 年后, 深交所、上交所相继发布社会责任相关指引鼓励企业发布社会责任报告, 因此企业也采用 CSR 形式披露其年度社会责任相关信息。

2009 年“太钢不锈”的首份可持续发展报告成为 A 股上市公司中的第一份可持续发展报告, 披露了公司在企业文化、利益相关方、公司治理、经济、环境、社会等方面的内容。目前, 可持续发展报告累计占比为 2.01%。

环境类报告最早可以追溯到 2004 年宝钢股份发布的国内首份环境报告, 分别从环境管

理、影响环境的因素、污染控制措施、与社会互动、环境友好产品及环保记事等方面披露公司的环境信息。之后伴随环境问题的凸显, 2011 年后环境报告书、环境信息报告在上市公司公告中逐年出现, 但存量依然较少, 目前仅占 0.98%。随着《构建绿色金融体系的指导意见》中要求 2020 年所有上市公司强制性披露环境信息的路线规划, 预计环境类报告的数量将得到大幅提升, 而除了以环境报告书或环境信息报告的独立形式披露外, 环境信息的披露或将融合在综合的社会责任报告中。

2017 年, 环境、社会与管治报告正式亮相 A 股信息披露场所, 目前占比仅为 0.5%。随着负责任投资理念的不断深入, 以及 2018 年中国证监会修订的《上市公司治理准则》确立环境、社会及公司治理的披露框架指引, ESG 报告作为提升企业负责任理念, 推动中国企业走向绿色、可持续和高质量发展道路的一个重要工具, 未来将有一个较大的提升空间。

除此之外, 有 1.02% 的上市公司同时披露了两种形式的报告, 如同时发布 CSR 和 ESG 报告, 或者 CSR 和环境报告书, 或者 ESG 报告和环境报告书 (见图 2)。在同时披露 CSR 和环境报告书以及 ESG 报告和环境报告书的上市公司中, 均为涉足重污染行业的企业。同时披露 CSR 和 ESG 报告的多为同时在 A 股和 H 股上市的公司。此外不少公司会将社会责任信息披露在公司年报 / 半年报、财务报告中 (主要是环境会计信息)。从发展来看, 未来社会责任信息披露或将出现以下趋势, 一是两种报告同时披露的组合, 如 CSR 和环境信息报告, ESG 报告和环境信息报告, 或是可持续发展报告和环境信息报告。二是两种报告合二为一, 报告名称直接以“ESG 报告”发布, 或报告名同时包含“CSR+ESG”, 内容以 ESG 框架为主, 增加环境、社会和公司治理的篇幅。

注: [1] 重污染行业包括火电、钢铁、水泥、电解铝、煤炭、冶金、化工、石化、建材、造纸、酿造、制药、发酵、纺织、制革和采矿业, 具体按照《上市公司环保核查行业分类管理名录》(环办函〔2008〕373 号) 认定。

图 2：我国 A 股上市公司信息披露报告数量与种类分布

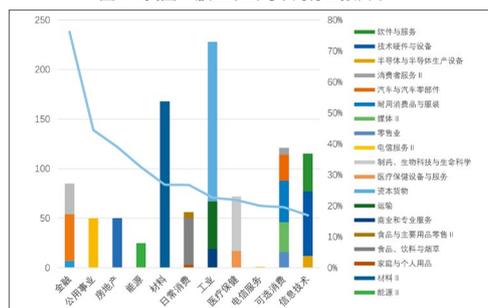


数据来源：wind，东方金诚信用整理

## 2、披露现状行业差异大，金融业披露程度高

从发布报告的整个行业领域分布来看（按照 Wind 二级行业分类），2019 年 A 股上市公司的信息披露中，金融业的信息披露程度最高，达到 76.15%；其次是公用事业和房地产，披露率约 40%；剩下一些行业的披露率保持在 20%-30%，信息披露率最低是信息技术行业，为 16.94%（见图 3）。

图 3：我国 A 股上市公司不同行业报告率



数据来源：wind，东方金诚信用整理

## 3、同一地区报告发行数量与发布率呈现不同变化特征

从发布报告地域来看，31 个省（直辖市）的 A 股上市公司均有发布，发布数量较多的省份集中在东部沿海等地区，北京、广东、上海、浙江、福建、江苏 6 省（直辖市）的报告发行数量居于前列。中西部地区的发行数量仍然有限，最少的西藏和宁夏均仅有 3 家上市公司发布。

从发布率上来看，福建地区的发布率为 48.94%，在数量和发布率上均保持了较高水平；北京、上海地区的发布率分别为 36.75%、34.74%，也居于中上水平；广东地区发布报告数量虽然较高，但整体的发布率只有 19.75%（见图 4）。

整体来看，同一地区报告的发行数量和发布率呈现三种特征：双高、双底、高低兼有。双高地区即发布数量和发布率均保持较高水平，如福建、北京、上海、等地区；双底地区即发布数量和发布率均较低，如西藏、宁夏、甘肃、内蒙古、黑龙江、广西、吉林等地区；高低兼有地区存在两种情况，一种是发布数量较高而发布率较低，如广东、浙江、江苏、山东等地区，一种是发布数量较少但发布率较高，如青海、贵州、海南、江西、云南等地区。

图 4：各省份报告发布数量及发布率



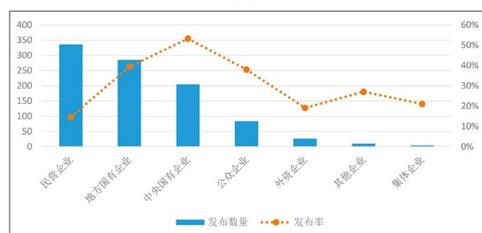
数据来源：wind，东方金诚信用整理

## 4、国企发布数量和发布率占据半壁江山，民营企业发布率垫底

从发行主体的企业性质方面看，发行报告的主体覆盖地方国有企业（以下简称“地方国企”）、中央国有企业（以下简称“央企”）、民营企业、公众企业、外资企业、集体企业等。国有企业依然是社会责任的积极践行者，央企和地方国企合计占比为 51.58%；民营企业 336 家，占到 35.37%。

从发布率来看，央企以 53.25% 的发布率居于高位，地方国企和公众企业以 39.36% 和 38.01% 位列其后，民营企业的发布率最低，仅为 14.61%（见图 5）。

图 5：已发布报告公司属性及发布率



数据来源：wind，东方金诚信用整理

### 5、报告披露程度和内容有提升，仍需增加量化披露

虽然我国 A 股上市公司社会责任相关信息披露报告的名称有所不同，但从披露内容上来看，一般都涉及到经营绩效、环境绩效、社会绩效和公司治理四个板块。

#### ● 经营绩效

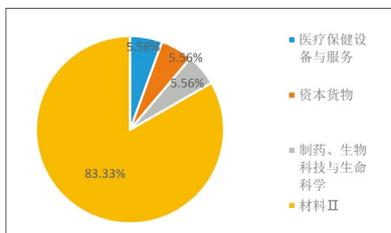
经营绩效主要涉及财务指标，包括资产总额、营业收入、加权平均净资产收益率等项目内容，可以从审计报告、公司年报等途径获取，且数据完整性、可获得性均能得到一定的保障。因此，从披露内容和质量上看，经营绩效的披露内容、量化指标等较为清晰，披露表现较佳。

#### ● 环境绩效

环境绩效的披露主要来自公司的环境报告书或 CSR、ESG 报告中的环境绩效板块内容。

近些年，我国加强对环境信息披露的重视程度，相继颁布了与企业环境信息披露相关的系列制度和法规，环境信息披露从自愿性到强制性，制度日趋完善，规定更加细化，标准逐步提高。在环境信息披露程度上，由于行业间环境绩效侧重点不同，环境信息披露质量水平参差不齐。我们对 2019 年的上市公司信息披露报告统计发现，仅有 4 个行业（按照 Wind 二级行业分类）的 18 个企业发布了单独的环境报告，其中材料类的制造业环境信息披露率最高，达到 83.33%，其他三个领域分别为制药、生物科技与生命科学、医疗保健设备与服务和资本货物，占比均为 5.56%（见图 6）。

图 6：我国 A 股上市公司发布环境报告的行业占比



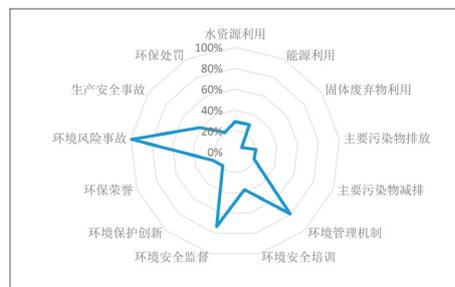
数据来源：wind，东方金诚信整理

从产业水平来看，第一二产业的环境信息

披露指数总体上高于第三产业。一方面这与国家对重污染行业等第一二产业的环境信息披露政策要求密不可分，接下来在企业环境信息披露不断完善的过程中，政策的倡导和监督仍将发挥重要的指引和推动作用；另一方面也凸显出行业间环境信息披露的差异，需要加大鼓励企业重视环境信息的收集、整理和分析等基础工作，激励其披露环境绩效等相关信息，提升企业的环境信息综合管理能力。

在环境信息披露质量上，用数据呈现已成为高质量报告的标配，但整体的环境信息披露质量仍不容乐观。我们利用东方金诚信 ESG 评级方法体系对 2019 年沪深 300 指数公司发布的报告进行统计分析，发现环境绩效方面涉及“环境经营机制、环境安全监督、环境安全培训、环境风险事故”等描述性指标的披露率较高，定量指标如“水资源利用、能源利用、主要污染物排放、主要污染物减排”的披露率也整体较好，但仍有相当一部分的环境数据项缺失（见图 7）。

图 7：沪深 300 上市公司环境信息披露表现



数据来源：东方金诚信 ESG 数据库

而一项针对 14 个重污染行业的 399 家 A 股上市公司作为样本的环境信息披露研究也显示 [3]，“环境政策、方针和理念”等定性指标的披露率最高，“年度三废、噪音”的直接与间接排放情况披露率等能够量化的指标也获得了较好的披露，而“碳排放量、减排量”等项目的披露仍较少。未来，随着碳交易的逐步推进，“碳排放量”等碳项目的信息披露有望在试点行业得以披露；而更多的环境基础量化数

注：[2]《中国企业绿色透明度报告（2018）》  
注：[3]李志清. 上市公司环境信息披露有哪些新发现？中国环境报，2018-11-22

据项需要在政策监管的持续倡导和鼓励下，推动企业积极进行披露。

总的来看，随着“2020年底所有上市公司强制披露其环境信息”等监管要求，环境信息强制披露也将扩容到整个上市公司，目前企业的环境信息披露距离主动积极的高质量披露仍有差距，同时在披露质量和程度上，环境信息的量化指标偏少、信息碎片化特征明显，企业在环境信息披露内容和质量方面仍需要持续有效的披露。

### ● 社会绩效

社会绩效涵盖了企业的社会活动、公司愿景、公众形象等信息，反映在与利益相关方的沟通与关注上，包括股东、员工、社区、客户、合作伙伴等的权益与发展。

根据东方金诚信用 ESG 评级方法体系对 2019 年沪深 300 指数公司发布报告的统计显示，社会绩效在员工薪酬与福利保障、税收缴纳、员工培训与成长、职业公平、诚信营销、品牌声誉、社会舆情评价等项目上披露率较高，而在劳动争议与仲裁、社区影响评估、员工满意度、第三方鉴证 [4] 等项目上披露较少（见图 8）。结合目前披露较低的项目，分析原因可能涉及两大类，一类是企业受限于发展规模和发展理念，尚未注重这个项目内容，没有设立相关项目并进行整理披露，比如员工满意度、第三方鉴证等；另一类是属于自揭伤疤的项目内容，企业多会“报喜不报忧”，避重就轻，如劳动争议与仲裁等被认为负面信息的项目。

总的来看，社会绩效的披露率整体较好，但描述性指标仍较多。未来，随着监管机构的有效督促和积极引导，以及企业不断的发展和理念的更新，企业披露的主动性有望得到提升，社会绩效内容得以进一步丰富。

注：[4] 员工满意度、第三方鉴证指标由于可获得数据量较少，占比没有体现在图表中。

图 8：沪深 300 上市公司社会信息披露表现



数据来源：东方金诚信用 ESG 数据库

### ● 公司治理

公司治理作为公司顶层设计，是企业实施战略、开展运营之前提条件，关乎着企业未来的发展格局。经过多年的发展，我国上市公司治理在结构、机制和有效性等方面取得了重大进展。根据东方金诚信用 ESG 评级方法体系对 2019 年沪深 300 指数公司发布报告的统计显示，公司治理在 ESG 三类指标中披露率相对较好，这得益于在治理机制、信息披露、公司治理负面舆情等方面能够获取到相关的信息披露，具体涉及股权结构、董事会独立、高管稳定性、独立董事、非财务信息披露、财务信息披露、经营舆论信息等项目（见图 9）。但这方面的披露指标多为描述性指标，且更多的集中在公司治理构架、建立风险管理制度等方面，而在风险管理流程的效果、管制结构的绩效评估等方面披露率依然较低。

图 9：沪深 300 上市公司公司治理信息披露表现



数据来源：东方金诚信用 ESG 数据库

与发达国家相比，虽然我国公司治理模式很大程度上借鉴了国外的先进经验，但基于我国国情与市场发展阶段的不同，公司治理必然存在较多差异。如在董事会结构发展程度方面，国外上市公司董事会参与公司战略决策已逐渐

成为首要职能，并突出董事会的行业知识、资源配置能力和转型经验，重视董事会成员性别多样性并增加女性董事的占比等等创新发展<sup>[5]</sup>。而我国上市公司股权结构相对比较集中，独立董事制度的引入，一度被称为“花瓶”制度，目前也尚处于改革过程中，仅仅达到合规要求，未能有效解决大股东与中小股东利益冲突的问题。又如对 ESG 等非财务信息关注程度，目前发达国家交易所对上市公司的 ESG 信息披露正逐渐从自愿性披露发展为强制性披露，上市公司也都重视环境、社会和治理（ESG），以实现企业的可持续发展和长期价值。我国虽然已经出台了一些 ESG 相关的信息披露指引支持公司治理等责任发展，但从公司层面上来说，非财务信息披露、股东参与等公司治理发展尚处于培育探索阶段，各方面仍存在大幅提升的空间。

此外，随着企业负责任理念的提升，可持续发展报告、ESG 报告的出现，处于行业引领地位的企业，在对报告进行披露时往往会采用与国际标准（较多的广泛采用全球报告倡议组织 <GRI> 框架）对标等形式，来对自身报告的实质性进行对标分析。但整体而言，上市公司的信息披露在涉及定量披露以及实质性议题上仍然需要提高披露程度与披露质量。

#### 四、推进信息披露的建议

##### 1、监管不断完善信息披露制度，规范披露内容和评价标准

证监会对上市公司非财务信息披露的政策一直在逐步完善，从最早的指导性意见或准则，到 2018 年确立了环境、社会和公司治理信息披露的基本框架，再到 2019 年上交所科创板明确提出履行社会责任的要求及具体细化内容，监管机构对于信息披露的要求是逐步趋严的。而在信息披露程度和内容方面，监管机构可以考虑进一步完善信息披露规则，结合上市公司所处的行业特点和社会责任监管重点，以行业标

准明确企业社会责任信息披露的具体规范和评价指标，制定更加详细、科学的信息披露指引，坚持财务信息与非财务信息，定量指标与定性指标相结合，正面信息与负面信息并存的形式，引导更多企业规范披露，高质量披露。

##### 2、企业积极主动出击，转变社会责任工作理念

目前，企业的 ESG 等社会责任信息披露正逐渐成为企业与利益相关方沟通的主要载体。随着 A 股纳入 MSCI 指数，及责任投资的不断发展，投资者和消费者对企业的社会责任等相关问题的关注度日益增强，上市公司在环境、社会和公司治理等方面的表现将对其公司声誉、客户忠诚度以及财务绩效产生重要影响。企业需要转变社会责任工作理念，完善社会责任顶层设计规划，加强企业社会责任管理，并通过开展社会责任实践，将企业社会责任战略和理念落到实处，同时加强社会责任信息收集、处理和管理，做好企业信息公开能力建设，以更加积极开放的态度加强与利益相关方的沟通，努力实现更高质量、更有效率、更可持续的发展，成为负责任、可持续的市场主体，获得更多投资者和消费者的信赖与支持。

##### 3、推动第三方审验，提升信息披露程度及质量

目前，监管对社会责任信息的披露要求多是鼓励性自愿披露，因此企业对信息披露多进行选择性的正面信息披露，且披露的真实性和准确性无法评估。随着利益相关方对信息真实性和全面性需求的不断提高，在应对信息不对称问题上由第三方专业机构对企业信息披露进行审验，能够提高企业信息披露的真实性、全面性和准确性，促使企业信息披露更加规范化和透明化。以市场化手段促进企业责任履行和信息公开，提升企业责任信息披露的信用水平，有力推动信息披露的高质量发展。■

注：[5] 美国拉塞尔·雷诺兹公司发布的《2019 年全球及重要地区公司治理趋势》[2019 Global & Regional Trends in Corporate Governance (Russell Reynolds Associates)]，2017-2019 年全球上市公司治理都强调了董事会质量和组成，完善董事会结构，如重视董事会的行业知识、资源配置能力和转型经验，重视董事会成员性别多样性并增加女性董事的占比；也都重视环境、社会和质量（ESG），以实现企业的可持续发展和长期价值。但对于如何将 ESG 问题纳入公司战略，使得 ESG 与公司股东和公司利益挂钩，仍作为一项实现长期价值的重要决策进行积极探索。此外，在不同年份又分别关注了董事会监督作用、持续创造价值计划、积极股东、网络安全、人力资本、长期价值以及企业文化监督等议题。

# 我国绿色资产证券化市场研究

文 | 绿色金融部 方怡向 武慧斌

## 核心要点:

- 发行数量及规模稳步增长，绿色企业ABS领跑绿色创新
- 绿色资产证券化产品创新不断出现，但基础资产仍待丰富
- 2019年发行利率整体下行，不同基础资产发行成本差异明显
- 发行产品以高信用等级为主，市场参与度不断提升

随着绿色金融的快速发展，绿色资产证券化产品作为绿色金融体系的重要组成部分以及一种创新型的债券融资工具也迎来了快速发展，无论是从发行规模还是发行数量上都有较大提升。本文对2016年以来市场发行的绿色资产证券化产品进行梳理分析，并对绿色资产证券化发展进行展望。

## 一、绿色资产证券化发展路径和主要政策

随着我国绿色金融体系构建的推进和资产证券化的快速发展，我国不断扩大资产证券化试点，大力推进以绿色信贷、PPP项目为基础资产的证券化业务，绿色资产证券化即在这个时期开启。政府及监管部门鼓励创新的同时，也陆续推出针对绿色资产证券化的监管文件（见表1），规范绿色资产证券化市场运行。

表1：绿色资产证券化发展主要政策

时间	机构	相关政策	内容简介
2015.9	国务院	《生态文明体制改革总体方案》	建立绿色金融体系、推广绿色信贷、加强资本市场相关制度建设，研究设立绿色股票指数和发展相关投资产品，研究银行和企业发行绿色债券，鼓励对绿色信贷资产实行证券化。
2016.5	证券监督管理委员会	《资产证券化监管问答》	首次指出“积极支持鼓励绿色环保产业相关项目比照各交易场所关于开展绿色公司债券试点通知的相关要求，通过资产证券化方式融资发展”。
2016.8	中国人民银行、财政部等七部委	《关于构建绿色金融体系的指导意见》	要求大力发展绿色信贷、推动证券市场支持绿色投资；推动绿色信贷资产证券化。
2017.3	银行间交易商协会	《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》	提到“鼓励企业发行与各类环境权益挂钩的结构性债务融资工具、以绿色项目产生的现金流为支持的绿色资产支持票据等符合国家绿色产业政策的创新产品”，对绿色债券融资工具的发行提出更加详细的规范。
2018.8	上海证券交易所	《上海证券交易所资产支持证券化业务问答（一）、（二）》	发布绿色资产证券化产品的相关内容及相应的操作流程，明确绿色资产支持证券定义。按照上交所明确绿色资产支持证券业务规则，在基础资产和融资主体符合绿色的情况下，募集资金可灵活使用。上交所延长了无异议函的有效期，从此前的6个月延长至12个月。

数据来源：公开资料，东方金诚信用整理

## 二、绿色资产证券化的范畴

绿色资产证券化是一类创新型的资产证券化产品，与一般资产证券化产品在交易结构、现金流归集、信用增级等产品设计方面并无差异，主要区别在于基础资产现金流需符合绿色标准和/或募集资金需用于绿色产业领域，即

用于绿色产业项目的建设、运营、收购，或偿还绿色产业项目的银行贷款等债务。其中绿色标准 / 绿色产业项目范围主要参考中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录(2015年版)》(以下简称“《目录》”)，具体包括节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁交通、清洁能源、生态保护和适应气候变化等领域。

基于不同维度，绿色资产支持证券主要可分为以下几类：

### (一) 按照资产证券化产品类型进行分类

根据发行场所和监管机构的不同，绿色资产证券化产品类型主要包括中国人民银行和银保监会监管的绿色信贷资产证券化产品(以下简称“绿色信贷 ABS”)、证监会监管的绿色企业资产证券化产品(以下简称“绿色企业 ABS”)、交易商协会管理的资产支持票据(以下简称“绿色 ABN”)，以及少量银保监会监管的项目资产支持专项计划；发行场所除标准化程度较高的银行间市场和交易所市场外，还包括机构间报价系统、银登中心和各地金交所(见表 2)。

表 2：不同类型绿色资产证券化产品概况

品种	监管机构	对应政策	投向范围(绿色标准参照《目录》)
绿色信贷 ABS	央行、银保监会	暂无直接对应的，参考绿色金融债政策 《中国人民银行公告〔2015〕第 39 号》 《中国人民银行关于加强绿色金融债券存续期监督管理有关事项的通知》	资产端：未提及 投向端：募集资金用于支持绿色产业
绿色企业 ABS	证监会	《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》 上交所、深交所关于开展绿色公司债券试点的通知 《上海证券交易所资产支持证券化业务问答(一)、(二)》 中证机构间报价系统关于开展绿色债券试点的通知	资产端：基础资产属于绿色产业领域 投向端：可以用于绿色产业项目的建设、运营、收购，或偿还绿色产业项目的银行贷款等债
绿色 ABN	交易商协会	《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》	资产端：支持发行与各类环境权益挂钩的结构性债务融资工具、以绿色项目产生的现金流为支持的绿色资产支持票据 投向端：用于绿色项目的建设、运营及补充配套流动资金，或偿还绿色贷款。绿色贷款应是为绿色项目提供的银行贷款或其他金融机构借款

数据来源：公开资料，东方金诚信用整理

### (二) 按照定义类别进行分类

根据上海证券交易所 2018 年 8 月 15 日发布的《上海证券交易所资产支持证券化业务问答(二)》，资产支持证券是否可认定为绿色资产支持证券，可从基础资产、募集资金投向和融资主体是否为绿色三个维度进行判断，具体可划分为“资产绿”、“投向绿”和“主体绿”三类。

**1、资产绿：**即基础资产属于绿色产业领域，基础资产现金流主要来源于绿色项目所产生的收入或者基础资产主要是为绿色项目融资所形成的债权。上述绿色产业领域的基础资产占全部入池基础资产的比例应不低于 70%。

**2、投向绿：**即募集资金用于绿色产业领域，转让基础资产所取得的资金用于绿色产业领域，应主要用于建设、运营、收购绿色项目、偿还绿色项目贷款或为绿色项目提供融资等。上述用于绿色项目的金额不低于转让基础资产所得资金总额的 70%。即基础资产可为非绿色项目，但募集资金投向为绿色产业领域。

**3、主体绿：**即原始权益人主营业务属于绿色产业领域，转让的基础资产所取得的资金可不对应具体绿色项目，且 70% 以上的募集资金应用于原始权益人绿色业务发展。主营业务是否属于绿色产业领域，可通过两种方式判断：一是符合最近一年合并财务报表中绿色业务领域营业收入占比超过 50% (含)，二是绿色业务领域营业收入占比虽小于 50%，但绿色产业领域业务收入和利润为所有业务收入最高，且均占总收入和总利润的 30% 以上。

### 三、绿色资产证券化市场回顾

#### (一) 发行数量及规模稳步增长，绿色企业 ABS 表现亮眼

##### 1、市场累计发行及存量情况

从绿色资产证券化市场累计发行及存量情况来看，2016 年以来在绿色债券迅猛发展的带动下，绿色资产证券化市场发行单数及发行规

模均逐年增长。截至2019年末，债券市场共发行65单（350只）绿色资产证券化产品，发行规模累计达765.26亿元，占绿色债券市场总发行规模[1]的8.39%，占资产证券化市场发行总量[2]的1.50%；存量规模596.12亿元，占绿色债券市场存量规模的7.48%，占资产证券化市场存量的1.42%（见图1、图2）。

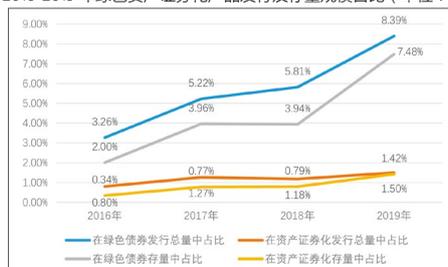
整体来看，绿色资产证券化产品在绿色债券市场中的占比仍然较小，不及绿色金融债、绿色公司债等的规模；在资产证券化市场的占比更小，未来仍有较大的增长潜力和空间。

图1：2016-2019年绿色资产证券化产品发行规模及数量概况（单位：亿元，单）



数据来源：Wind，东方金诚信用整理

图2：2016-2019年绿色资产证券化产品发行及存量规模占比（单位：%）



数据来源：Wind，中央结算公司，东方金诚信用整理

## 2、市场年度新增发行情况

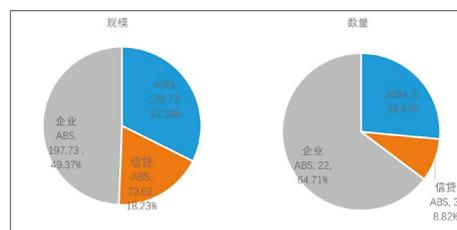
从绿色资产证券化市场新增发行情况来看，2019年，中国绿色资产证券化市场新增34单（171只）资产证券化产品，是2018年发行单数的两倍；发行规模400.48亿元，较2018年大幅增长163.94%（如图3）。

其中，绿色企业ABS发行共计22单（133只），同比增长100%，发行规模197.73亿元，同比增长137.62%，占年度发行总规模的49.37%；绿色信贷ABS新增发行3单（12只），发行规模73.02亿元，占年度发行总规模的18.23%；绿色ABN发行共计9单（26只），

发行规模129.73亿元，占年度发行总规模的32.39%。

虽然2019年绿色资产证券化产品规模和数量均大幅增长，但体量仍然很小，仅占过万亿资产证券化市场总体规模的0.95%。

图3：2019年中国绿色资产证券化产品市场规模及数量（单位：亿元，单）



数据来源：Wind，东方金诚信用整理

## （二）产品创新不断出现，但基础资产仍待丰富

### 1、绿色企业ABS

从发行规模和数量来看，2016年绿色企业ABS市场以40.55亿元的规模起步，2017年发行规模实现翻番，2018年保持了相对平稳的发展，2019年绿色企业ABS市场继续保持快速发展，共计发行22单产品（133只），发行规模197.73亿元，同比增加114.52亿元（见图4）。

从基础资产类型来看，绿色企业ABS基础资产类型逐渐丰富多样，2016年仅有基础设施收费，2017年出现了信托受益权、应收账款、商业不动产贷款；2018年增添了租赁租金类型；2019年绿色企业ABS市场又新增企业债权。从规模占比来看，基础设施收费仍是绿色资产证券化最主要的基础资产类型。2019年发行的绿色企业ABS产品中，基础设施收费类的共发行11单（92只），涉及污染防治、清洁交通和清洁能源发电三个类别，对应发行规模14.65亿元、16.03亿元和97.32亿元，分别占同期绿色企业ABS的7.41%、8.11%和49.22%；信托受益权2单（13只），发行规模31亿元；应收账款6单（14只），发行规模26.76亿元；信托收益权1单（4只），发行规模10亿元；企业债权2单（10只），发行规模1.97亿元（见图4）。

注：[1] 东方金诚信用2019年绿色金融年报。http://www.dfcredit.com.cn/news/news/1504

注：[2] 中央结算公司，东方金诚。2019年资产证券化发展报告。2020.1.

图 4：2016-2019 年绿色企业 ABS 发行规模和数量（单位：亿元，单）

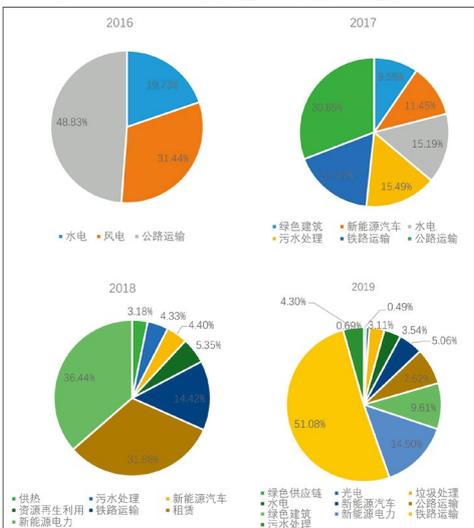


数据来源：Wind，东方金诚信用整理

从行业层面来看，2016 年绿色企业 ABS 市场的基础设施收费产品仅涉及到风电、公共交通、水电三个行业类别；2017 年增加了绿色建筑、污水处理和新能源汽车行业；2018 年新增了供热和资源再生利用领域；2019 年绿色企业 ABS 市场扩充了铁路、垃圾处理、绿色供应链等行业类别（见图 5）。总的来看，目前绿色证券化的基础资产主要集中在清洁能源和清洁交通领域，两类投资占可达 80% 左右。

对照《目录》6 大类 31 小类绿色项目领域，仍有较多的绿色产业细分领域尚未发行绿色资产证券化产品，如适应生态和气候变化等领域。随着我国绿色金融不断向纵深发展，绿色资产证券化产品的基础资产细分领域得以不断拓宽，产品结构有望继续创新发展。例如在建筑行业推动绿色供应链资产证券化，能够推动绿色建筑行业从核心企业向外扩散，更多地涉及绿色制造、新能源、节能改造等多元化行业。

图 5：2016-2019 年绿色企业 ABS 基础资产行业分布



数据来源：Wind，东方金诚信用整理

## 2、绿色信贷 ABS

从发行规模和数量来看，2016-2018 三年间均只发行了 1 单绿色信贷 ABS，对应发行规模 26.46 亿元、14.34 亿元和 31.40 亿元。2019 年绿色信贷 ABS 共计发行 3 单（12 只），规模总计 73.02 亿元，其中中国建设银行发行 1 单（3 只）44.12 亿元的企业贷款，招商银行发行 1 单（4 只）9.7 亿元的汽车贷款，江苏金融租赁股份有限公司发行 1 单（5 只）19.2 亿元的租赁资产。从基础资产类型来看，主要涉及到新能源汽车贷款、租赁资产以及面向企业的贷款（见图 6）。

图 6：2016-2019 年绿色信贷 ABS 发行规模和数量（单位：亿元，单）



数据来源：Wind，东方金诚信用整理

## 3、绿色 ABN

绿色 ABN 产品发行始于 2017 年。2017-2019 年，绿色 ABN 分别发行产品数量 2 单（12 只）、4 单（11 只）和 9 单（26 只），对应发行规模 45.84 亿元、33.12 亿元和 129.73 亿元，2019 年绿色 ABN 市场发行产品规模同比实现大幅增长（见图 7）。

从基础资产类型来看，目前绿色 ABN 市场发行的产品涉及基础设施收费债权、企业贷款、应收债权、租赁债权、票据收益等类型。2019 年发行的绿色 ABN 产品中，基础设施收费债权 3 单（14 只），发行规模 60 亿元，是规模占比最高的类型；票据收益 3 单（3 只），发行规模 37.78 亿元；应收债权 2 单（2 只），发行规模 8.37 亿元；租赁债权 2 单（7 只），发行规模 23.58 亿元。

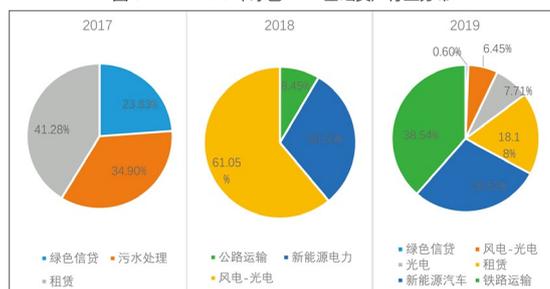
图7：2017-2019年绿色ABN发行规模和数量（单位：亿元，单）



数据来源：Wind，东方金诚信用整理

从行业层面来看，2017年绿色ABN市场的基础资产主要分布在污水处理行业、租赁行业和绿色信贷领域；2018年主要分布在公共交通和新能源发电（包括风电、光伏发电）领域；2019年发行了4类基础资产，主要涉及风电、光伏发电、轨道交通、新能源汽车领域（见图8）。

图8：2017-2019年绿色ABN基础资产行业分布



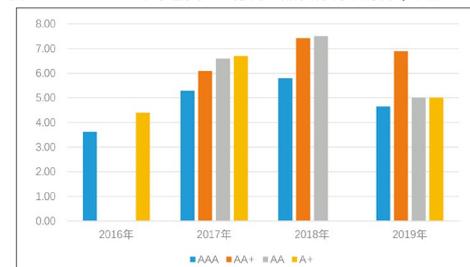
数据来源：Wind，东方金诚信用整理

### （三）2019年发行利率整体下行，发行产品以高信用等级为主

#### 1、2019年发行利率整体下行，不同基础资产产品发行成本差异明显

从2016-2019年来看，绿色资产证券化产品的发行利率整体呈现先上升后又下降的趋势（见图9）。2019年，受益于较为宽松的流动性环境，绿色资产证券化产品的发行成本明显下降，全市场发行的AAA级绿色资产证券化产品的平均发行利率为4.65%，同比下降115个bp；AA+级绿色资产证券化产品的平均发行利率为6.89%，同比下降53个bp；AA级绿色资产证券化产品的平均发行利率为5.00%，同比下降250个bp。

图9：2016-2019年绿色资产证券化产品发行利率情况（单位：%）

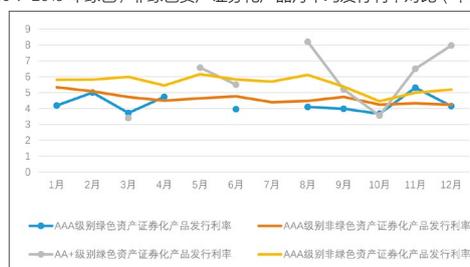


数据来源：Wind，东方金诚信用整理

2019年发行的绿色资产证券化产品中AAA级别101只，AA+级别25只，AA级别6只，A+级别1只，因而本文选取样本量相对较多的AAA级别和AA+级别样本，对比同类型同月份发行的非绿色资产证券化产品（以下简称“市场同期”）的平均发行利率。结果显示，AAA级别绿色资产证券化产品最高发行利率为7.20%，最低发行利率为2.98%，平均发行利率为4.65%；AA+级别绿色资产证券化产品最高发行利率为8.50%，最低发行利率为3.4%，平均发行利率为6.89%（见图10）。整体而言，53.17%的绿色资产证券化产品发行利率低于市场同期利率，其中，AAA级别绿色资产证券化产品低于同期市场利率有58只，占比60.40%；AA+级别的绿色资产证券化产品低于同期市场利率仅有6只，占比24.00%（见表3）。由此可见，AA+级别的绿色资产证券化产品无明显成本优势，而AAA级别的绿色资产证券化产品仍具有一定的成本优势。

鉴于现阶段绿色资产支持证券发行单数较少，统计结果或受样本数量和个券极值影响，相关分析存在局限性。

图10：2019年绿色/非绿色资产证券化产品月平均发行利率对比（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚信用整理

表3: 2019年我国绿色资产证券化产品平均发行利率表现-按级别分类(单位:只)

类别	AAA	AA+	合计
低于市场同期利率	61	6	67
高于市场同期利率	40	19	59
合计	101	25	126

数据来源: Wind, 东方金诚信用整理

从基础资产类型来看,受基础资产质量、产品增信措施强弱与期限结构等因素影响,不同基础资产类型绿色资产证券化产品的发行利率差异明显。其中,企业贷款、信托收益权等基础资产类型的绿色证券化产品平均发行成本相对较低,而企业债权、基础设施收费等基础资产类型的绿色证券化产品平均发行成本相对较高(见图11)。

从发行期限来看,2019年发行的绿色证券化产品主要集中在5年期内,其中1年期以下、1-3年期和3-5年期的产品发行总量占比分别为7.69%、36.36%和34.27%,5年期以上占比21.68%(见图11)。

图11: 2019年绿色资产证券化不同基础资产类型产品发行利率和期限(单位:只,%)



数据来源: Wind, 东方金诚信用整理

注: 2019年绿色资产证券化产品的次级证券未计入。

## 2、发行产品以高信用等级为主

2019年,我国绿色债券市场共发行171只绿色资产支持证券<sup>[3]</sup>,其中133只具有信用评级,主要集中分布于AAA和AA+(见表4)。在具有信用评级的绿色资产支持证券中,AAA级对应的发行数量和规模分别占59.06%、76.26%;AA+级对应的发行数量和规模分别占14.62%、5.02%。

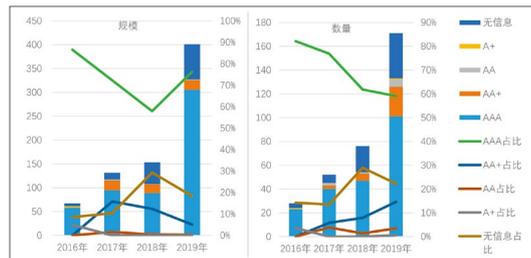
表4: 2019年绿色资产证券化产品信用等级统计表(单位:亿元,只,%)

级别	发行规模	规模占比	发行数量	数量占比
AAA	305.41	76.26	101	59.06
AA+	20.12	5.02	25	14.62
AA	1.23	0.31	6	3.51
A+	0.36	0.09	1	0.58
无信息	73.35	18.32	38	22.22
合计	400.48	100.00	171	100.00

数据来源: Wind, 东方金诚信用整理

从2016-2019年的发展来看,AAA级别的绿色资产支持证券发行规模和发行数量不断增长,AA+级别的绿色资产支持证券发行数量也逐年增多(见图12)。从发行占比来看,虽然AAA级别的绿色资产支持证券发行数量占比呈现下降趋势,但2019年的发行规模同比明显上升,而随着AA+级别和AA级别的绿色资产支持证券发行数量的增多,也反应出市场对绿色资产支持证券的肯定,市场参与度在不断提升。

图12: 2016-2019年绿色资产证券化产品各信用等级规模和数量对比(单位:亿元,只)



数据来源: Wind, 东方金诚信用整理

## 四、绿色资产证券化市场展望

### (一) 市场发展空间巨大,规模有望持续稳步增长

在绿色发展战略的大背景下,4年来我国绿色债券蓬勃发展,历年发行量和规模都居于全球前列。绿色资产证券化作为绿色产业重要的融资工具,受绿色债券的带动也越来越多地活跃在市场上。2016年到2019年之间,绿色资产证券化产品数量逐年走高,总体发行规模不断扩大,发行总计65单(350只),发行总

注:[3] 此处统指绿色企业资产支持证券、绿色信贷资产支持证券和绿色资产支持票据,下同。

额累计 765.27 亿元，存量规模 596.12 亿元。但绿色资产证券化产品在绿色债券市场规模占比仍然较小，截至 2019 年末，绿色资产证券化产品只占到绿色债券市场总发行规模的 8.34%，绿色债券市场存量规模的 7.48%。而在过万亿的资产证券化市场上的占比就更小，仅占到资产证券化市场发行总量的 1.12%；存量的 1.42%。

在绿色金融与新兴领域的相互融合并不断加深的进程中，绿色资产证券化作为一种新型的绿色金融产品，尚处于发展初期，仍享受着一定的政策红利；同时，通过绿色资产证券化融资，环保产业等中小企业除了可盘活资产外，或亦通过内外部增信的结构化设计实现高于其自身信用等级和产品信用等级，有助于为其提供有效的融资支持；此外，其项目收益更具长期稳健性，与绿色产业的长周期、投入大具有更好的匹配性。虽然新冠疫情的突然爆发造成短期经济活动的暂时中止，企业复工时间一再延期，尤其对中小微企业的收入和盈利造成巨大压力，但随着疫情防控支持政策的出台，专项防控资产证券化产品的发行增加将带动市场的复苏，疫情也不会阻断绿色资产证券化长期向好的态势，预计疫情减弱后，全年绿色资产证券化发行数量及规模将稳步增长。

## （二）绿色资产证券化行业类别有望更加丰富

在 2019 年发行的 34 单绿色资产证券化产品中，13 单产品为清洁交通相关的绿色资产证券化产品，占本年度发行总量的 38.24%，10 单产品为清洁能源发电相关的绿色资产证券化产品，占本年度发行总量的 29.41%，其余分散在绿色信贷、新能源汽车、租赁、绿色建筑、垃圾处理 and 绿色供应链行业。得益于国家在清洁能源和轨道交通领域持续的利好政策和资金投入，截至 2019 年底，已经发行的绿色资产证券化在清洁能源、清洁交通领域的总投资比重较高，合计超过 60%。2018 年以来，受能源领域

政策转向、技术创新、产业转型等多种因素影响，全球绿色能源发展进入转型调整的新阶段，以清洁、高效、多元化为主要特征的转型进程正在加快。随着我国能源结构调整和改革的持续深入，能源发展也不断体现出绿色发展动能，未来绿色资产证券化在清洁能源领域的投资也有望持续加大。同时，随着 2019 年下半年我国专项债及基建项目资本金新规陆续出台，加之受到新冠疫情的影响，财政政策或将引导资金投入向供需共同受益、且具有乘数效应的基础设施、社会事业、民生保障等领域，涉及污染防治、绿色交通、绿色建筑、绿色供应链等基础资产的绿色 ABS 有望进一步提速。■

## 日本债市发展特征与融资展望

文 | 研究发展部 常征 丛晓莉 谢文杰

### 前言

在全球化背景和国民经济发展的推动下，越来越多中国企业采取“走出去”战略，进入国际市场参与竞争合作。同时，随着国家“一带一路”倡议持续推进，以及中国金融市场双向开放广度和深度的不断增强，中国企业走出去迎来了最好的政策环境。不过，“走出去”需要大规模资金支持，因此中资企业的海外融资模式引发持续关注。

日本拥有全球第三大、亚洲第二大债券市场，成长迅速的中国企业日益受到日本投资者的青睐，日本正在成为中国企业海外融资的路径之一。在日本市场成功融资，企业不仅可以开拓多元化融资渠道，利用较低的利率成本，同时也有助于增加企业知名度，提升国际资本市场形象。

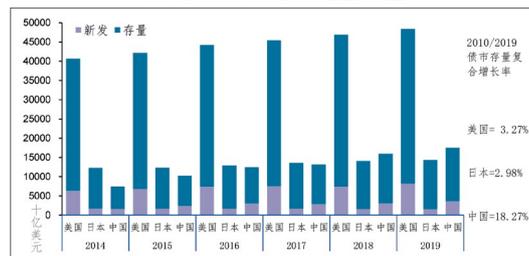
在当今错综复杂的国际形势下，如何拓展多元化外币融资渠道、优化负债结构，已成为我国企业拓展国际化业务过程中遇到的重要问题。东方金诚国际团队就日本债市发展特征及中资企业日元债发行和展望、日元债发行操作实务和融资案例、日本投资人偏好及融资建议等主题形成《日本债券市场融资系列报告》，为中资企业发行人进一步梳理日本债券市场融资路径，规避发行风险。

### 一、日本债市总览

#### （一）日本债券市场规模庞大，目前债市总存量位居全球第三

在日元国际化和国际资本自由流动带动下，东京资本市场成为国际金融中心和国际发行人筹措资金的重要场所。截至2019年12月末，日本债市总存量约1191万亿日元（约合10.9万亿美元），同期中国债市总存量约为13.9万亿美元，其中中国债存量约977万亿日元，占比逾82%，在长期扩张性政策刺激经济以及老龄化社会财政开支持续增加背景下，日本形成以国债主导的债券市场结构。

图1 日本债市规模目前位居全球第三



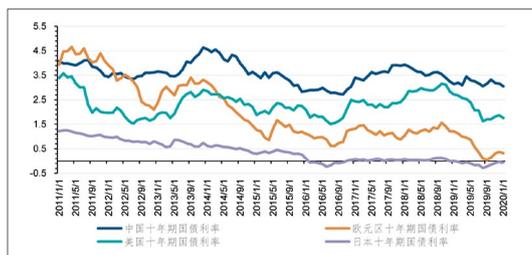
数据来源：BIS, JSDA, 东方金诚整理

日本交易所丰富的债券品种和完善的交易机制，提高了其金融宽度及资金利用程度，日本金融行业高度的自由化和国际化，也成为产业海外拓展、利用境外市场和外资的有利因素。日本成熟的金融法规和制度建设、有序的金融业监管，提高了运行稳健性，成为吸引高质量国际市场参与者的重要因素。

## （二）长期宽松乃至超宽松货币政策，带来日元债市场低利率环境

上世纪90年代初日本房地产泡沫的破裂，以及石油危机等因素影响，日本经济增速出现下滑。在2008年国际金融危机后，大宗商品及全球资本市场震荡调整、欧美及诸多新兴经济体增速普遍放缓，弱化了出口对日本经济的拉动作用。在日本社会老龄化加剧、消费与投资信心不足、低增长压力持续存在过程中，日本维持超宽松货币政策以期促进国内信贷需求增长。日本央行在国际金融危机后实施了大规模货币宽松政策，不断降低利率，2016年2月起正式实施负利率政策，维持短期利率在-0.1%的水平。

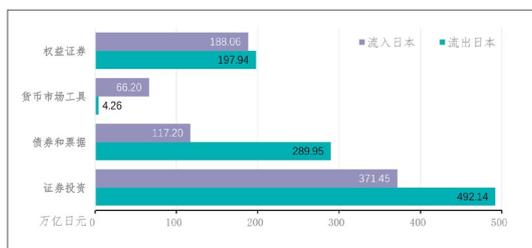
图2 主要发达经济体利率走势



数据来源: CEIC, 东方金诚整理

长期货币宽松政策，导致即使在利率普遍较低的全球发达经济体中，日本利率环境仍处于相对偏低水平。低利率带来了日元融资成本的低位运行，因此日元成为国际交易中的重要融资货币。市场参与者持续借入低息日元，不仅能够充分享受其极低的绝对利率水平，同时利用日元可自由兑换的优势，尤其在国际政治风险频发、避险情绪导致资产价格大幅波动情况下，日元融资的优势更加凸显。

图3 日本跨境证券投资规模 (2019年9月末)



数据来源: 万得资讯, 东方金诚整理

为积极引入国际投资者参与日本债券市场，日本通过政策改革，降低境外机构参与成本，例如，对非居民进行短期贴现国债和短期政府债券交易实施免税、实行政府短期发行公开招标制度等。2019年三季度末数据显示，海外流入日本证券市场资金约为371万亿日元，其中流入债券和票据市场逾117万亿日元。国际投资者持有日元，并投资日本本土债券市场的大规模资金流入表现，不仅收益于政策红利，同时还源于日本金融机构在国际市场的活跃表现。日本金融机构向国际市场提供的庞大日元基础，弥补了其国债收益率不足。另外，日本超低利率的环境，也限制了日本央行进一步降息的政策空间，一定程度上减小了货币汇兑风险。

## （三）武士债和欧洲日元债发行现状

国际日元债券市场主要由两部分构成，一是外国发行人在日本在岸市场发行的以日元计价的武士债，二是发行人在离岸市场发行的以日元计价的欧洲日元债券。

图4 日元债市场发行规模走势



数据来源: SMBC Nikko, 东方金诚整理

从日元债市场发行规模来看，武士债及欧洲日元债市场发行量在2018年均现明显上升，国际日元债市场总体额度大幅增长，并创下自2008年国际金融危机以来的新高，年度发行规模达4.18万亿日元（约合380亿美元）。2018年，武士债发行规模约为2.87万亿日元，为2008年以来的阶段性高点；离岸市场欧洲日元债发行量总计1.31万亿日元，较17年有所增加，但其发行规模仍低于武士债。（详见系列报告

第一篇《日元债市场开放与日元国际化》)

## 二、中资企业在日元债市场的探索

东京是中资企业第一笔海外债的发行地。1982年，中国国际信托投资公司（中信）在日本东京成功发行的期限12年、利率8.7%的100亿日元债券，开创了海外融资发债的先河。随后三年时间里，中国发行的国际债券主要集中在日本东京，以日元为主要面值币种，发行人包括财政部、中国银行、广东国际信托投资公司、福建投资企业公司等。1985年，中资企业才开始探索欧洲金融市场。截至1989年末，中国财政部、金融机构和非金融企业总计发行26笔日元债共5000亿日元。

表1 1982-1989年中国国际债券发行概况（单位：亿）

年份 币种	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	小计	备注
日元	100	50	200	900	1,650	1,000	900	200	5,000	26笔
马克				3		3	2		8	4笔
美元				2.5	2.5	4.5	1		10.5	8笔
港元				3	4				7	2笔
折美元	(1982-1984) 0.72			9.28	13.65	12.75	7.82	45.98	—	

数据来源：《中国证券发展简史》，东方金诚整理

### （一）中资企业发行海外债券结构与发行分布

无论从发行地点抑或发行币种来看，日本东京以及日元都在中资机构发行海外债前期探索中占据了较大比重。1982至1989年中国金融机构发行的国际债券来看，东京市场最大，计22笔，4100亿日元、2.5亿美元；以日元计价的欧洲债券共计6笔900亿日元。

表2 1982-1989年中国发行的外国债券与欧洲债券构成

债券分类	发行	发行地点	债券面值	发行笔数	发行数量	小计
外国债券		日本东京	日元	20	4,100亿	4,100亿日元
		法兰克福	马克	4	8亿	8亿马克
		香港	港币	2	7亿	7亿港元
欧洲债券	美元	日本东京	美元	2	2.5亿	10.5亿美元
		法兰克福	美元	1	2亿	
		伦敦	美元	1	2亿	
		新加坡	美元	3	3.5亿	
		香港	美元	1	0.5亿	
	日元	伦敦	日元	4	650亿	900亿日元
		新加坡	日元	2	250亿	

数据来源：《中国证券发展简史》，东方金诚整理

### （二）中资主要发行机构

按日本债券市场中资发行人类型来看，早期在日本发行国际债券以及欧洲日元债的企业包括中国国际信托投资公司，上海国投、广东国投、天津国投、福建投资企业公司，以及中国银行。

表3 1982-1989年中国国际债券发行一览

序号	发行地点	发行机构	交易币种	发行时间	发行金额(亿)	期限	票面利率(年息%)
1	日本东京	中国国际信托投资公司	日元	1982.1	100	12	8.7
2	日本东京	中国国际信托投资公司	日元	1985.1	300	10	6.6
3	日本东京	中国国际信托投资公司	日元	1986.2	400	10	6.3
4	日本东京	中国国际信托投资公司	日元	1987.1	200	5	7.875(日元美元双重货币债券)
5	日本东京	中国国际信托投资公司	日元	1987.4	300	10	4.9
6	日本东京	中国国际信托投资公司	东京美元	1985.12	1	10	9.625
7	日本东京	中国银行	日元	1984.11	200	10	7
8	日本东京	中国银行	日元	1985.4	200	10	7.1
9	日本东京	中国银行	日元	1985.11	300	10	6.1
10	日本东京	中国银行	日元	1986.4	200	10	7.2(日元美元双重货币债券)
11	日本东京	中国银行	日元	1987.4	500	12	5.3
12	日本东京	中国银行	日元	1987.8	150	5	5.2
13	日本东京	中国银行	日元	1989.4	200	10	5.3
14	日本东京	中国银行	东京美元	1985.10	1.5	10	10
15	日本东京	广东国际信托投资公司	日元	1986.9	200	10	6.1

16	日本东京	福建投资企业公司	日元	1983.8	50	10	8.5
17	日本东京	福建投资企业公司	日元	1985.11	100	10	7.1
18	日本东京	福建投资企业公司	日元	1987.6	100	10	4.8
19	日本东京	福建投资企业公司	日元	1988.9	150	10	5.9
20	日本东京	天津国际信托投资公司	日元	1986.12	100	10	6
21	日本东京	天津国际信托投资公司	日元	1988.12	100	10	5.1
22	日本东京	上海国际信托投资公司	日元	1986.1	250	10	6.6
32	新加坡	中国国际信托投资公司	亚洲日元	1987.3	100	5	1(1-2年) 7.875 (3-5年)
34	新加坡	中国国际信托投资公司	亚洲日元债	1988.8	150	5.25	5.25
37	英国伦敦	中国国际信托投资公司	欧洲日元债	1987.12	150	5	5.625
38	英国伦敦	中国银行	欧洲日元债	1988.3	150	5.25	5
39	英国伦敦	广东国际信托投资公司	欧洲日元债	1988.3.3	200	5	5.125
40	英国伦敦	上海国际信托投资公司	欧洲日元债	1988.6	150	7.25	5.25

资料来源：《股票债券全书》，《中国金融年鉴（1922）》，东方金诚整理

### （三）中资机构重返日元债市场

2016年开始，伴随中日关系回暖，日本债券市场凭借庞大的规模、良好的市场流动性、极低的发行利率、日元的稳定性，以及高度开放的资本市场，重新引起中国发行人关注。

2016年6月，中国工商银行东京分行首笔150亿日元的3年期中期票据在东京证交所成功挂牌上市交易，这是东京 Pro-bond 市场上首只中国发行人发行的债券。该债券成功发行，标志着中资机构重返日元债市场。紧接着，2016年10月，中信集团发行的总规模1000亿日元债券获得两倍超额认购，成为迄今为止中国发行主体发行规模最大的武士债交易。

此外，2018年3月9日，中国东方航空股份有限公司在东京 Pro-bond 市场市场成功定价3年期500亿日元信用增强债券，由日本三井住友银行成功进行了公开形式银行担保，500亿日元总发行规模获得了约2.5倍认购。

可以看到，中资机构重返日元债市场，不仅受到日本当地媒体的高度关注，也得到日本投资人的高度认可，最终发行认购结果以及多种类型投资者的参与，均表明国际投资人对中资机构的极大兴趣。

### 三、中资企业日元债融资展望

日本债券市场作为世界第三大债券市场，市场机制以及参与者构成相对稳定，因此，中资企业发行武士债券可以拓展多元化外币融资渠道，优化负债结构，吸引更广泛的国际投资者；同时，随着企业国际影响力和认知度的提升，能降低企业在海外市场的信息不对称影响，从而降低海外融资成本，形成稳定多元化的融资渠道。

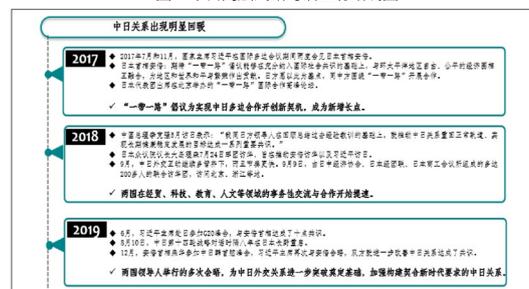
#### （一）“山川异域 风月同天”，中日关系回暖会是一个长周期的开启

面临错综复杂的国际形势，进入“令和”时代的日本加强了与中国的战略沟通，中日间进行了多次战略对话，两国关系正在稳步向前发展。

#### 1) 中日战略对话再次重启，双方政治互信不断加强

中日关系不仅是双方最重要的双边关系之一，更具有重要的国际和地区性影响。战略对话的重启是两国关系持续改善的表现，同时中日之间政府首脑层级的访问和交流也得到恢复，双方的政治互信得到了加强。

图5 中日高层战略对话互访路线图



数据来源：中国外交部，东方金诚整理

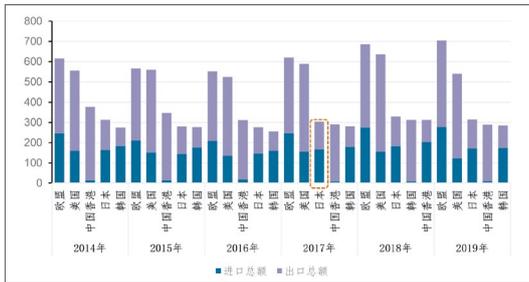
#### 2) 中日经贸合作的广度和深度不断扩大 中日作为世界第二大、第三大经济体，随

着政治层面上的回暖，双方的经济交流与合作得到拓展和深化，贸易和投资规模也呈现快速增长势头。

■ 中日贸易规模大且相互依存度较高

中日经贸合作的规模伴随着两国经济总量的增长而不断增长。2017年开始日本成为中国第三大贸易伙伴，仅次于欧盟和美国。

图6 近年来中国对外贸易情况



数据来源: 万得资讯, 东方金诚整理

在2018年10月举行的首届中日第三方市场合作论坛上，两国签署了52项合作协议，涉及基础设施建设、物流、金融、能源等多个领域，金额超过180亿美元。2018年中日贸易总额为3276.6亿美元，同比增长8.1%，其中对日出口1470.8亿美元，同比增长7.2%，自日进口1805.8亿美元，增长8.9%。2019年中国超过美国成为日本第一大出口市场，日本对华出口占日本对外出口总额的19.5%，超过美国0.5个百分点。

目前中日都已步入发展新阶段，中国旨在实现高水平开放和高质量发展，而日本则在寻求持续性经济增长的契机，双方经贸合作将从传统制造业转向探索创新合作新方向，例如节能环保、科技创新、高端制造、金融财政、共享经济、养老医疗等六大领域。同时，共建“一带一路”，积极开拓第三方市场合作。大力推进地方合作，推动区域全面经济伙伴关系和中日韩自贸区谈判，引领东亚经济一体化进程，也将助推中日贸易交流合作持续深化。

■ 中日重启双边本币互换协议

随着中日关系的改善，经国务院批准，

2018年10月，中国人民银行与日本银行签署了中日双边本币互换协议，旨在维护两国金融稳定，支持双边经济和金融活动发展。协议规模为2000亿元人民币/34000亿日元，协议有效期三年，经双方同意可以展期。本次新协议规模是2002年初次协议货币额度的10倍。进入中国的日本企业在遇到因结算系统出问题而导致人民币不足等情况时，可以直接通过日本银行从中国人民银行得到人民币，发挥了安全保障的作用。同样，中国央行将为进入日本市场的中国企业提供日元流动性。日本人民币清算安排的建立则有利于中日两国企业和金融机构使用人民币进行跨境交易，进而促进双边贸易和投资便利化。同时加强两国的金融稳定，支持两国经济和金融活动，促进经济发展。

图7 货币互换协议流程



数据来源: 日本银行, 东方金诚整理

■ 日本企业对华直接投资稳步上行

2017年中日关系回暖后，日本企业对华投资扭转了连续下滑趋势。2018年日本对华直接投资为38亿美元，同比增长16%，主要投资行业为汽车、机械、医药等，投资件数最多的是新能源汽车领域。截至2018年底，日本累计在华投资设立企业51,834个，直接投资累计金额超过了800亿美元，是中国除了香港、澳门和台湾地区外最大的外资来源地。2019年前七个月，日本对华投资同比增长12.6%，高于同期中国吸收外资整体增速5.3%。

图8 近年来日本对华投资情况



数据来源：中国商务部，东方金诚整理

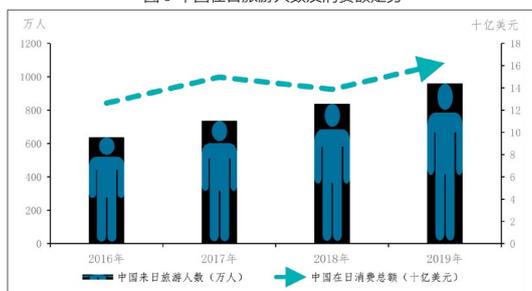
东方金诚预计，未来几年日本企业对海外投资的重心将继续向中国转移，主要促进因素为：1) 中国政府坚持扩大开放，不断改善外资营商环境；2) 中国的消费市场不断增长升级，是日本重要的销售市场；3) 日本企业对“一带一路”相关项目投资热度上升，两国在产业和技术合作方面有巨大潜力。因此，日本企业对中国市场的依赖程度将会不断加深。

与日本对华直接投资的增速相比，中国对日直接投资略显逊色。但随着中国企业“走出去”战略的推进，对日投资将稳步增长，日本的金融保险业、房地产业、服务业、软件、机械、电子等产业预计将成为中国投资的热点行业，进而带动中企对日元融资需求的提升。

#### ■ 中国游客对日本经济复苏拉动强劲

中国游客的强劲消费是拉动日本经济复苏的重要力量，同时，众多的中国游客赴日旅游也加深了对日本的了解，不断扩大的人员交往也起到了促进两国关系迅速改善的积极作用。

图9 中国在日旅游人数及消费额走势



数据来源：万得资讯，东方金诚整理

2019年中国赴日旅游人次持续增加，在日本国内的消费有增无减。据日本观光厅的统计，自2014年以来，中国访日游客几乎都以百万

人次的速度逐年增加，2019年中国大陆游客为959.43万人，与上年同比增长14.4%，占当年全世界赴日游客总人数30%。2019年中国游客在日消费金额达到160亿美元，占访日游客消费总额的36.8%，相当于日本名义GDP总额的0.32%。

### 3) 中日资本市场的互联互通为双方资本流动提供便利

2018年10月26日，上海证券交易所和日本交易所集团签署了更紧密合作谅解备忘录。双方约定，将就ETF产品领域合作开展可行性研究，共同推动实现中日ETF互通，深化两所合作。协议计划双方分别上市以对方市场ETF为投资标的的跨境基金，具体通过现行QDII/QFII渠道实现互联互通。ETF互通机制下，中日两国基金公司将分别通过现行QDII和QFII机制设立跨境基金，并将全部或绝大部分基金资产投资于对方市场具有代表性的ETF产品，能以较低成本实现双向跨境投资。早在2017年中方便向日方提供2000亿RQFII额度，目前中国证监会已正式接收国内多家基金公司上报的投资日本证券市场ETF产品。ETF互通将为中日两国资本市场与证券基金行业深化合作拓展新的增长空间。

### (二) 日本央行超低利率水平将继续为日元债融资提供有利条件

短期内日本央行料将维持超宽松货币政策，日元债券市场超低收益率水平有望延续超低位窄幅波动态势

2019年，以英国脱欧为代表的地缘政治事件此起彼伏，带来大量不确定性因素，全球经济增速进一步放缓，2020年全球主要经济体从此前逐步实现货币政策正常化转向寻找空间推行宽松，可以在一定程度上对冲全球经济下行压力。2020年3月16日，日本央行召开紧急政策会议，宣布维持基准利率在-0.1%不变，并将采取额外宽松措施。日本央行扩大量化宽松的举措，有助于应对市场对信贷风险及流动

性的担忧。短期来看，日本央行将维持宽松的货币政策并维持超低利率水平。日本政府已制定规模超过千亿美元的刺激经济方案，内容包括修复飓风所造成的破坏，提升基础设施，以及投资新技术等，以缓和2020年经济下行压力。

从日本10年期国债收益率走势来看，2019年十年期日本国债利率从1月初的0.07%下滑至12月末的-0.1%，考虑到2020年全球经济低速增长及日本央行经济刺激方案的影响，日本国债收益率短期内或将有进一步下行的空间。总体来看，预计日本十年期国债收益率曲线将在-0.2%至0.15%的超低甚至负利率区间内窄幅波动。

图10 美、日十年期国债收益率走势



数据来源：万得资讯，东方金诚整理

2020年，美国减税效应下降的趋势仍将延续，美国国内大选和国际经贸摩擦等内外部不确定因素使美联储启动加息的理由远不充分，不排除其在经济下行压力下重启降息的可能性。以此预测，2020年美联储货币政策料将稳定偏向宽松，预计十年期美债收益率将在2%上下的水平徘徊。在日本较为稳定的政策走向下，日元债券市场收益率水平有望延续超低位窄幅波动，这将继续为日元债融资带来成本优势，对于包括中资企业在内的发行人来说具有较大吸引力。

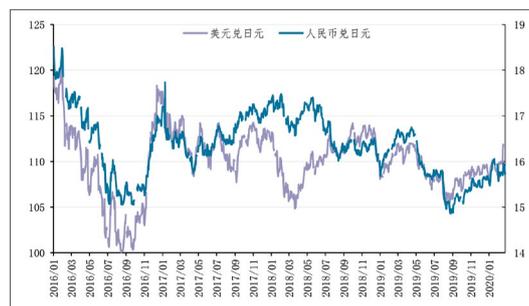
### （三）日元汇率较为稳定，一定程度上降低中资企业融资的锁汇成本

日本拥有较大的外汇储备规模，且日本长期维持低利率政策环境下，其汇率出现长期单边走势概率很小，这在一定程度上降低了中资

### 企业进行日元债融资的汇兑风险

从基本面来看，日本经常项目已连续十年保持顺差，这使得日本拥有较大规模的外汇储备，对日元汇价维持相对平稳形成一定支撑。另外，2016年日本开始实行负利率政策并持续至今，在2020年超低利率继续维持的预期下，日本央行进一步降息的空间有限，日元突发贬值的概率很小，这有助于维持日元币值的相对稳定。

图11 日元汇率走势



数据来源：万得资讯，东方金诚整理

在全球经济下行风险下，日本央行维持超宽松货币政策或在一定程度上令日元承压，但与此同时，国际贸易紧张局势叠加地缘政治风险因素持续存在过程中，日元仍将得到一定的避险需求支撑。总体来看，2020年日元有望延续宽幅震荡态势，基本不会出现大幅单边走势风险。此外，日元作为G3货币之一，拥有充足的流动性以及丰富的投资交易工具来避免其汇兑风险敞口，这为中资企业进行日元债融资提供了另一有利条件。

伴随着人民币国际化程度的提升及资本项目目的开放，特别是人民币国际化与“一带一路”战略的推进，国内的跨境政策在资金“扩流入”方面已作出了一系列的重大突破。中国企业“走出去”战略是党中央、国务院根据经济全球化新形势和国民经济发展的内在需要做出的重大决策，是全球经济一体化的趋势，也是中国企业获得长足发展的必然要求。到目前为止，大部分的优质国内企业都具备了通过“全口径”

模式从境外融资的资质。随着境外人民币存款的迅速增长，全球离岸人民币业务快速增加带来了日益迫切的投资需求。境内企业通过境外发行债券，可以为离岸人民币存款创造投资渠道，丰富境外人民币的投资范围。可以说，境内发行人发行海外债券是符合国家政策导向的融资方式，是人民币国际化的有效组成部分。

在当今错综复杂的国际形势下，如何拓展

多元化外币融资渠道，优化负债结构成为了我国企业拓展国际化业务过程中的遇到的重要问题。本报告是日本债券市场融资系列的第二篇。东方金诚在后续的一系列报告中，将就中资日元债发行实务、中资企业融资案例、日本投资人偏好及融资建议等主题，为中资企业发行人进一步梳理日本债券市场融资路径，规避发行风险。■



# 服务案例 | SERVICE CASES

## 东方金诚 助力大连市政府债成功发行

2020年5月19日，东方金诚评级的2020年大连市政府专项债券（一-二期）成功发行，发行规模合计17亿元。本次发行债券共2期，期限分别为20年和10年，债券中标利率分别为3.57%和2.94%，均为发行价位区间下限。

大连处在东北地区对外开放的最前沿，经济总量常年位居辽宁省首位，是辽宁省经济增长的双引擎之一，整体经济实力很强。作为东北老工业基地振兴的龙头及“一带一路”的节点城市，大连市在辽宁省沿海经济带中将继续发挥核心作用，未来经济发展前景良好。

本次专项债券资金将用于大连市的交通运输、市政和产业园区基础设施等领域项目建设。项目的建设对改善城市基础设施、促进大连市社会发展具有重要意义。东方金诚通过对大连市的经济总量、产业结构、财政实力、政府债务及偿还能力等方面进行综合分析，评定2020年大连市政府专项债券（一-二期）信用等级均为AAA。

此前，东方金诚已成功为安徽省、山西省、甘肃省、青海省、辽宁省、福建省、海南省地方政府债提供评级服务。

## 东方金诚助力北京兴展投资控股有限公司 2020年度第一期短期融资券成功发行

2020年5月26日，由东方金诚提供评级的“北京兴展投资控股有限公司2020年度第一期短期融资券”成功发行。本期短期融资券发行规模10亿元，发行利率2.10%，创北京地区同级别同期企业信用债发行利率新低。

本期短期融资券发行人北京兴展投资控股有限公司是北京市大兴区重要的基础设施建设主体，主要从事大兴区土地一级开发、基础设施建设、保障房建设和担保等业务。北京市大兴区国有资本投资运营有限公司为公司唯一股东，北京市大兴区人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。本期短期融资券募集资金拟用于归还公司存量有息债务。

东方金诚通过对兴展投控的专营地位与外部支持、区域经济环境、企业管理、财务及偿债能力等因素进行综合分析，评定兴展投控主体信用等级为AA+，本期债券信用等级为A-1。

### 东方金诚助力全国首单 疫情防控可交换公司债券成功发行

2020年4月30日，东方金诚评级的疫情防控债——广东省出版集团有限公司公开发行的2020年可交换公司债券（第一期）（疫情防控债）成功发行。本期债券为全国首单疫情防控可交换公司债券、广东省属国有企业首单可交换公司债券，发行规模为8亿元，期限为3年，发行利率为0.1%，是公募可交换公司债券发行利率新低。

本期债券发行人广版集团是全国第一家成立集团的出版改革试点单位。自新冠疫情爆发以来，广版集团积极履行国企政治责任和社会责任，积极支持疫情防控工作。本期债券部分募集资金将专项用于补充旗下子公司支持本次新型冠状病毒肺炎疫情防控工作的流动资金。东方金诚通过对广版集团的业务运营、区域经济环境、企业管理、财务及偿债能力、增信措施等因素进行综合分析，评定广版集团主体信用等级为AA+，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚积极发挥信用风险服务专业能力，全力保障评级服务通畅，以专业金融力量助力企业抗击新冠疫情，彰显国企使命与担当。

### 东方金诚助力武汉 首单市属国企疫情防控债发行

2020年3月2日，东方金诚评级的疫情防控债——“武汉市市政建设集团有限公司2020年度第一期中期票据（疫情防控债）”在全国银行间债券市场成功发行。本中期票据为武汉市首单市属国有企业疫情防控债，发行规模为2亿元，期限为3年，利率为4.0%，创近三年来湖北省内同类型债务融资工具发行价格新低。

疫情期间，武汉市市政建设集团有限公司先后承建了武汉火神山医院、武汉方舱医院等防疫设施抢建项目，积极发挥了公司作为武汉市国资委下属专业化市政工程施工企业在疫情防控期间的作用，本中期票据部分募集资金将用于补充定点防疫设施抢建项目支出。东方金诚通过对本中期票据发行人的业务运营、区域经济环境、企业管理、财务及偿债能力等因素进行综合分析，评定发行人信用等级为AA。

东方金诚积极发挥信用风险服务专业能力，重视企业疫情防控融资需求，以专业金融力量助力新冠疫情防控，为本疫情防控债开通服务“绿色通道”，全力保障评级服务通畅。

### 东方金诚助力中国银行股份有限公司 2020 年小型微型企业贷款专项金融债券 (第一期) 发行成功

2020 年 3 月 12 日,“中国银行股份有限公司 2020 年小型微型企业贷款专项金融债券(第一期)”在全国银行间债券市场成功发行,发行规模 100 亿元,期限 3 年,票面利率为 2.65%,创近年来金融债券发行价格新低。

2020 年 2 月以来,央行等多部门连续发布关于做好疫情防控的措施,要求加强小微企业、民营企业等重点领域信贷支持,落实综合融资成本压降要求。政策引导下,小微企业信贷投放需求的增加推升小微债发行加快。在宽货币环境下,LPR 下行、小微债融资成本下降,对小微企业融资成本压降形成一定支撑。本期“20 中国银行小微债 01”将专项用于发放小微企业贷款,加强对小微企业的支持力度。

东方金诚作为此次小微债的评级机构,积极发挥信用风险服务专业能力,以专业金融力量助力商业银行加强对中小微企业的信贷支持,支持商业银行进一步扩大对小微企业、特别是疫情防控相关小微企业的有效金融供给,同时助力商业银行拓宽资金来源、降低财务成本。

### 东方金诚助力西部地区 首单城商行永续债成功发行

2020 年 3 月 18 日,泸州银行在全国银行间债券市场成功发行 10 亿元无固定期限资本补充债券,发行规模 10 亿元,票面利率 5.80%。泸州银行永续债是西部地区首单城商行永续债,也是 2020 年全国第 3 单银行永续债。

在政策支持商业银行多渠道补充资本背景下,永续债迅速成为商业银行补充资本的重要工具之一。截至 2020 年 3 月,共有 18 家银行发行了 20 单永续债,募集资金规模达 6876 亿元,包括 6 家国有大行、7 家股份制银行和 5 家城商行,中小银行发行节奏明显加快。此外,还有多家中小银行披露了发行计划,未来永续债发行阵营将不断扩容。

东方金诚作为此次永续债的评级机构,积极发挥信用风险服务专业能力,助力商业银行提升风险抵御能力和加强金融服务经济实体力度。此前,东方金诚已成功为中国银行(首单商业银行永续债)、民生银行(首单股份制商业银行永续债)、华夏银行、交通银行等永续债发行提供信用评级服务。

### 东方金诚助力国药股 2020 年第一期 应收账款资产支持专项计划成功发行

2020 年 5 月 28 日，东方金诚评级的“国药股份 2020 年第一期应收账款资产支持专项计划”成功发行。本次 ABS 优先 A 档发行 5.09 亿元，发行利率为 2.88%，优先 B 档发行 1000 万元，发行利率为 3.8%。

本专项计划采用优先 / 次级的结构设计，初始入池基础资产债务人均为二级或以上医院，资质较好，有利于保障基础资产的回收。本期专项计划的资产服务机构国药集团药业股份有限公司，是世界 500 强企业国药集团旗下的医药商业上市公司，是我国医药商业领域的排头老兵，营业收入和利润总额增长稳定，经营性净现金流持续为正且保持稳定，履行基础资产服务相关职责能力较强。

通过对本期专项计划的交易结构、基础资产、增信措施以及各参与方履约能力等因素的综合分析，并在现金流分析及压力测试基础上，东方金诚评定本期专项计划优先 A 级资产支持证券的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，优先 B 级资产支持证券的信用等级为 AA<sub>+</sub>sf。

### 东方金诚评级的国新保理 - 浦银安盛资管 央企供给侧改革供应链 2 号疫情防控 ABS 成功发行

2020 年 4 月 3 日，国新保理 - 浦银安盛资管央企供给侧改革供应链 2 号资产支持专项计划（疫情防控）成功发行，其中，优先 A1 级、优先 A2 级和优先 A3 级票面利率分别为 2.90%、3.20% 和 3.50%。本专项计划为国新资本 - 浦银安盛资管央企供给侧改革供应链储架项目的第 2 期，总发行规模 19.13 亿元，采用优先 / 次级结构化设计，优先级规模合计 18.20 亿元，占比 95.14%。

本专项计划基础资产为国新商业保理有限公司享有的保理债权，国新资本有限公司作为本专项计划的差额支付承诺人。国新保理在新冠疫情爆发后积极履行央企政治责任和社会责任，积极支持疫情防控工作。本专项计划部分募集资金将用作投向湖北省等疫情严重区域的供应商或者用作疫情防控相关领域的企业及项目。

通过对本专项计划的交易结构、基础资产信用质量、增信措施以及各参与方履约能力等因素的综合分析，并在现金流分析及压力测试的基础上，东方金诚评定本专项计划优先级资产支持证券信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

# 企业文化

## CORPORATE CULTURE

### 落实全面从严治党责任 推进国有控股评级机构稳健发展 ——东方金诚党委理论学习中心组集体学习党内法规制度

5月29日，东方金诚党委理论学习中心组召开会议，专题学习党内法规制度。会议由公司党委书记崔磊同志主持，党委理论学习中心组全体成员参加，党委办公室、党委组织部主要负责人列席。



◆东方金诚党委书记主持党委理论学习中心组会议

崔磊书记带领党委理论学习中心组成员集中学习了《党委（党组）落实全面从严治党主体责任规定》和《党政领导干部选拔任用工作条例》并开展研讨交流。他指出，党内法规制度是推进依规治党、标本兼治的重要制度成果，是深谋远虑的重大战略安排。学好用好党内法规制度是贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九精神的重要举措，是加强党对金融工作集中统一领导、履行全面从严治党主体责任的根本遵循。

会上，崔磊书记转达了上级党委对东方金诚党委领导班子上一阶段工作的肯定，并对接下来党委领导班子学习、贯彻党章党规党纪和国家法律制度提出了具体要求：

- 一是切实提高政治站位，充分认识党内法规制度出台的重大意义，不断增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”的政治自觉；
- 二是专注评级主业，积极服务实体经济，推动公司做强做优做大；
- 三是切实加强全面风险管理，确保公司持续稳健发展；
- 四是坚定不移推进全面从严治党和选人用人各项规定，自觉接受党组织、党员和群众监督，为公司改革发展保驾护航。

## 东方金诚组织开展“廉洁教育月”活动

为深入贯彻落实中央及上级党委关于持续加强党风廉政建设和反腐败工作的指示精神，进一步增强全体干部员工遵纪守法和廉洁从业意识，并配合做好“廉洁东方日”宣传教育活动，近期，东方金诚国际信用评估有限公司下发了《关于开展常态化廉洁教育的通知》，决定于5月25日至6月25日在全辖范围内积极开展“廉洁教育月”活动。

“廉洁教育月”活动分两部分开展，一是按照业务及管理条线，由分管领导组织公司各部门、



各分(子)公司、专业委员会全体人员于6月5日前分别召开廉洁教育大会，集中学习党内法规和公司各项廉洁制度，为廉洁教育工作打牢思想基础，并立足工作实际，开展警示教育，做到以案明纪、警钟长鸣。二是开展个别谈话，聚焦重点和关键岗位人员，谈话人结合被谈话人的岗位职责，有重点地剖析廉洁风险点，共同探讨改进措施，有的放矢，不走过场。

今后，东方金诚将在“廉洁教育月”活动的基础上，持续推进廉洁教育常态化，通过警示教育、廉洁谈话、设立风险监督岗和定期检查等手段，使廉洁自律意识入心入脑，达到抓早抓小，消除风险隐患的目的。

## 东方金诚工会组织复工复产线上知识竞答活动

为确保公司总部员工身体健康，提高科学防疫防控意识，做到复工复产、疫情防护两不误，5月底，东方金诚工会组织开展复工复产线上知识竞答活动。活动倡导员工对待疫情科学防治，不造谣，不信谣，不传谣，不串门，勤洗手，戴口罩有效阻击。共同打赢防控阻击战，保障员工生命健康安全，助力公司有序复工复产，维护经营稳定发展。



## 东方金诚党委组织全辖党员开展自愿捐款活动

为打赢疫情防控阻击战，积极响应党中央号召，体现广大党员的先锋模范作用，按照中国东方党委安排部署，东方金诚党委组织全辖党员开展自愿捐款活动，支持新冠肺炎疫情防控工作。

此次捐款活动，东方金诚党员领导干部率先垂范，带头通过所在党支部进行捐款，公司广大党员踊跃参加，坚持用实际行动彰显党员的政治自觉，用实际行动承担起党员的社会责任，用实际行动践行党员的初心和使命。

# 市场统计 | MARKET STATISTICS

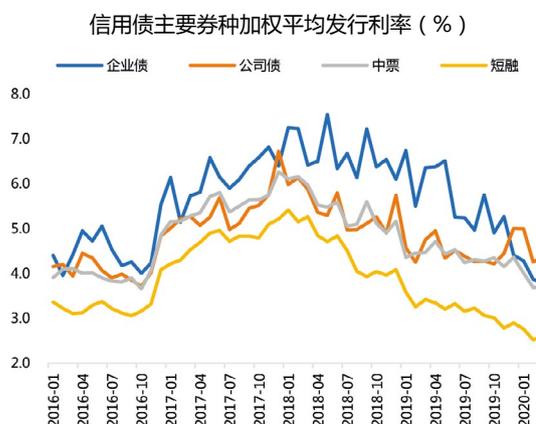
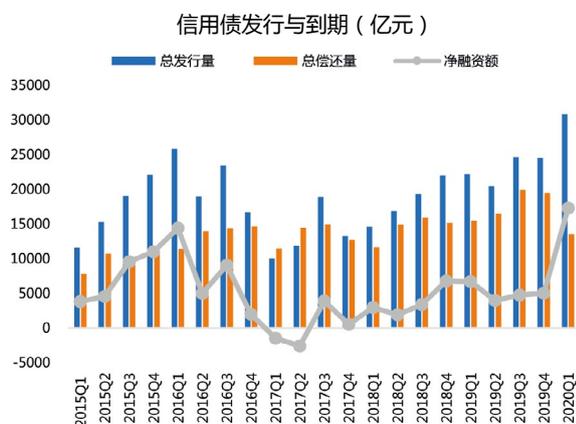
## 2020 年一季度主要债券指标统计表

指标	月份	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月
债券发行量	国债	1,700	1,950	3,700
	地方政府债	7,851	4,379	3,875
	政策性银行债	3,190	3,794	4,864
	企业债	190	96	575
	公司债	1,993	1,620	4,494
	中期票据	1,170	1,137	3,606
	短期融资券 (含超短期融资券)	3,716	4,418	5,749
	定向工具	547	423	1,109
	同业存单	6,380	17,555	16,696
	金融债 (除政策性银行债)	1,286	1,675	5,495
	资产支持证券	1,685	685	1,871
债券发行利率	国债招投标利率	2.49	2.21	2.27
	地方政府债招投标利率	3.50	3.34	3.19
	政策性银行债招投标利率	3.07	2.79	2.65
	企业债发行利率	5.00	4.26	4.37
	公司债发行利率	4.28	3.87	3.80
	中期票据发行利率	4.01	3.68	3.69
	短期融资券发行利率	2.76	2.52	2.59
	同业存单发行利率	2.97	2.76	2.43
货币市场利率与债券到期收益率	月末存款类机构 7 天期回购利率 (DR007)	2.54	2.32	2.09
	月末 SHIBOR3 个月利率	2.86	2.43	1.93
	月末 10 年期国债到期收益率	2.99	2.74	2.59
	月末 3 年期 AAA 级中期票据到期收益率	3.35	3.02	2.90
信用利差	月末 3 年期 AAA 级中期票据利差	37.33	33.85	58.35
	月末 3 年期 AA+ 级中期票据利差	49.33	47.85	79.35
	月末 3 年期 AA 级中期票据利差	72.33	69.85	101.35

注：债券发行量单位为亿元，利率和收益率单位均为 %，利差单位为基点 (BP)；发行利率为当月加权平均发行利率；月末中期票据利差为月末中期票据到期收益率减月末相同期限国开债到期收益率。

数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

## 主要债券指标走势图



注：此处所指信用债为企业信用债券，含企业债、公司债、短期融资券、中期票据和定向工具。

数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

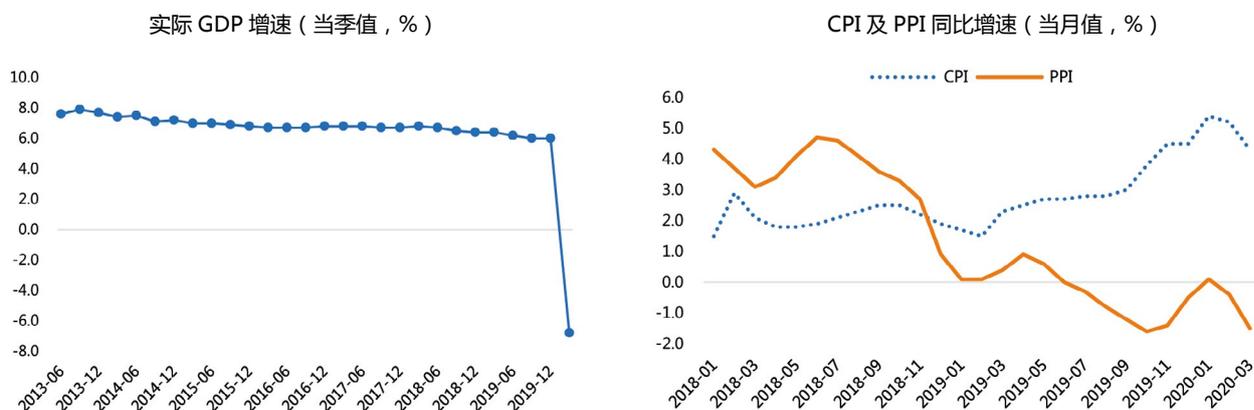
## 2020 年一季度主要宏观经济及金融指标统计表

指标	月份	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月
国内生产总值	国内生产总值 (GDP)	-	-	206,504
	国内生产总值 (GDP) 增长率	-	-	-6.8
	工业增加值增长率	-4.3	-13.5	-8.4
	固定资产投资完成额增长率	-	-24.5	-16.1
	社会消费品零售总额增长率	-	-20.5	-19.0
	(人民币计价) 出口金额增长率	-	-15.8	-11.4
	(人民币计价) 进口金额增长率	-	-2.3	-0.7
货币供应量 与社会融资规模	货币供应量 (M1) 增长率	0.0	4.8	5.0
	货币供应量 (M2) 增长率	8.4	8.8	10.1
	社会融资规模存量增长率	10.7	10.7	11.5
	金融机构人民币贷款余额增长率	12.1	12.1	12.7
价格指数	居民消费价格指数 (CPI) 增长率	5.4	5.3	4.9
	工业生产者出厂价格指数 (PPI) 增长率	0.1	-0.2	-0.6

注：GDP 单位为亿元，增长率单位均为 %；3 月 GDP 为 1-3 月累计值；GDP、工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口金额、进口金额、CPI、PPI 增长率均为累计同比增长率；M1、M2、社会融资规模存量和金融机构人民币贷款余额增长率均为月末存量同比增长率。

数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

## 主要宏观经济指标走势图



数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

# 东方信用

GOLDEN CREDIT RESEARCH

VOL.28

2020年第二期

锐意创新 极致服务 践行中国评级梦



东方金诚官方微信

Add : 北京市朝阳区朝外西街 3 号

兆泰国际中心 C 座 12 层

Tel. : 86-10-62299800 (总机)

Fax. : 86-10-62299803

E-mail : dfjcvip@coamc.com.cn

WWW.DFRATINGS.COM