

# GOLDEN CREDIT RESEARCH

# 东方信用

VOL.31

2021年第一期

内部资料免费交流  
京内资准字 1319-L0120 号

## SPECIAL TOPICS 特约专题

### 开局之年——2021 年中国信用债市场展望（上）

宏观篇 | 债市篇 | 资产证券化篇

#### 公司动态

东方金诚举办“合规规范年”  
启动仪式

#### 研究精选

2021 年政府工作报告要点解读

信息披露管理办法发布  
信用债统一监管再下一城

#### 企业文化

东方金诚召开 2021 年度工作会议  
暨全面从严治党 and 党风廉政建设工作会议

# 东方信用

GOLDEN CREDIT RESEAR

2021年第一期



## 编印单位

东方金诚国际信用评估有限公司

## 编辑部门

品牌建设与投资人服务部

## 联系方式

010-83435967

## 发送对象

上级主管部门、内部员工

## 印刷单位

北京金工印刷有限公司

## 印刷日期

2021年3月31日

## 印数

700册

守正立信 持诚致远



## “合规规范年”系列活动

促优化 | 强管理 | 学制度 | 讲规范 | 抓落实 | 提效能

# 06

公司动态 · COMPANY DYNAMICS

## 东方金诚举办“合规规范年” 启动仪式

- 04 行业热点
- 06 公司动态
- 100 企业文化
- 102 市场统计

## 特约专题 · Special Topics

### 【宏观篇】

- 10 疫后经济反弹，政策回归常态  
——2021年宏观经济展望
- 22 经济复苏曙光乍现，稳健前行仍存挑战  
——2021年全球经济展望

### 【债市篇】

- 29 2021年信用债净融资额约2万亿，发行量呈前高后低  
——2021年信用债发行展望
- 40 市场分化加剧，当谋定而后动  
——2021年信用债市场展望
- 52 2020年度信用债违约回顾与2021年展望

### 【资产证券化篇】

- 58 2020年RMBS信用风险回顾与2021年展望
- 62 2020年不动产资产证券化信用风险回顾与2021年展望
- 69 2020年消费金融ABS信用风险回顾与2021年展望
- 75 2020年应收账款资产证券化信用风险回顾与2021年展望
- 82 2020年供应链ABS信用风险回顾与2021年展望
- 86 2020年我国汽车贷款资产支持证券信用风险回顾与2021年展望



# 100

企业文化 · CORPORATE CULTURE

**东方金诚召开 2021 年度工作会议  
暨全面从严治党和党风廉政建设  
工作会议**

## 研究精选 · Selected research

- 90 2021 年政府工作报告要点解读
- 93 信息披露管理办法发布 信用债统一监管再下一城  
——《公司信用类债券信息披露管理办法》简评
- 95 2021 年政策重心转向深化重大结构性改革  
——《建设高标准市场体系行动方案》解读
- 97 商业银行经营改善，国股大行表现显著  
——银保监会四季度银行监管数据点评

## 守正立信 持诚致远

评级行业国有力量代表  
恪守公正之责任担当，以专业信用服务发挥信用价值  
秉持至诚之服务理念，与债券市场各方一同行稳致远

### 评级全资质

完成人民银行、证监会备案，拥有发改委、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“汇善奖”  
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  
2019年度“创新机构奖”  
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”



12 月 December

## 南向通 | 金融双向开放再提速 “南向通” 框架性方案正在制定

12 月 2 日，香港金融管理局发言人表示，香港金管局与中国人民银行正在展开“债券通”南向通的框架性方案研究工作，双方将合作成立工作组推动研究工作，并适时与业界沟通。



## 关注监管 | 加强信用评级行业监管 促进 信用评级行业高质量健康发展

12 月 11 日，人民银行组织召开信用评级行业发展座谈会，会议总结了近年来信用评级行业发展情况和有关问题，交流借鉴国际评级机构业务开展的经验，研究讨论了进一步规范发展我国信用评级行业的措施。潘功胜指出，近年来，我国评级行业在统一规则、完善监管、对外开放等方面取得长足进步，但也存在评级虚高、区分度不足、事前预警功能弱等问题，制约了我国债券市场的高质量发展。人民银行将会同相关部门共同加强债券市场评级行业监督管理，强化市场纪律，推动我国评级技术的进步、提高评级质量、提升信用等级区分度，进一步推动评级监管统一，真正发挥评级机构债券市场“看门人”的作用，促进评级行业高质量健康发展。



## 聚焦会议 | 攻坚克难成绩来之不易 凝心 聚力开启发展新篇——中央经济工作会 议召开

12 月 16 日至 18 日，中央经济工作会议在北京举行。会议总结上一年经济工作、分析经济形势、部署下一年经济工作，是中国共产党治国理政的一项重要制度安排。



## 关注监管 | 发改委发布《关于公布 2019 年度企业债券主承销商和信用评级机构 信用评价结果的通知》

12 月 17 日，发改委发布《关于公布 2019 年度企业债券主承销商和信用评级机构信用评价结果的通知》。存在不诚信、不专业行为的主承销商和信用评级机构将被记入企业债券中介机构信用档案，并在分年度信用评价的相关指标评分中予以体现。



## 地方债 | 财政部印发《地方政府债券发 行管理办法》

12 月 18 日，财政部印发《地方政府债券发行管理办法》。办法对债务发行额度和期限、信用评级和信息披露、债券发行与托管、相关机构职责等进行规定，明确地方财政部门应当在国务院批准的分地区限额内发行地方政府债券。



## 关注监管 | 统一公司信用债信披标准， 推动债券市场持续健康发展

12 月 28 日，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，规范公司信用类债券信息披露，统一公司信用类债券信息披露标准，人民银行会同发展改革委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，明确了公司信用类债券信息披露的基础性、原则性要求，对公司信用类债券信息披露的要件、内容、时点、频率等作了统一要求。



1月 January

**关注监管 | 央行部署 2021 年十大重点工作**

1月4日，2021年中国人民银行工作会议以视频形式召开。会议要求，继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用，构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制。

**关注违约 | 交易商协会对永煤控股相关 11 家机构作出处分决定**

针对永煤控股、河南能化及相关机构涉嫌违规行为，交易商协会迅速启动自律调查。下一阶段，交易商协会将严格落实金融委会议关于加强行业自律和监督、强化市场约束机制的明确要求，继续推进市场纪律建设，秉持“零容忍”态度，严肃查处并惩戒各类机构违规行为，对严重违规主体从快从重处理并按程序移送统一执法或报送相关监管部门，推动并引导相关机构尽职履责、合规从业，维护银行间债券市场良好秩序。

**关注监管 | 完善做市业务制度 助力银行间债券市场流动性提升**

1月15日，中国银行间市场交易商协会修订并发布《银行间债券市场现券做市业务自律指引》及《银行间债券市场现券做市业务评价指标》，加强做市业务事中事后管理。

**关注监管 | 降低外部信用评级依赖 推动信用评级行业高质量健康发展**

1月29日，中国银行间市场交易商协会发布《关于发布〈非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系(2020版)〉有关事项的补充通知》，明确债务融资工具注册环节取消信用评级报告的要件要求，即在超短期融资券、短期融资券、中期票据等产品注册环节，企业可不提供信用评级报告，从而将企业评级选择权交予市场决定。下一步，交易商协会将继续认真贯彻落实关于债券市场评级行业发展的政策精神，在人民银行正确指导下，依托广大市场成员，进一步研究降低债务融资工具发行环节强制评级要求，持续加强评级行业自律管理，引导评级机构更多从投资人角度出发揭示风险，促进评级行业和债券市场高质量健康发展。

**地方债 | 财政部印发《地方政府债券信用评级管理暂行办法》**

1月29日，财政部印发《地方政府债券信用评级管理暂行办法》。办法明确，一般、专项债券分开评级，信用评级机构应当结合一般债券、专项债券的特点，客观公正出具评级意见。



# C 公司动态 COMPANY DYNAMICS

## “合规规范年”系列活动

促优化 | 强管理 | 学制度 | 讲规范 | 抓落实 | 提效能

### 东方金诚举办“合规规范年”启动仪式



为贯彻落实监管合规管理要求，全面深化合规管理体系建设和合规文化建设，保障各项战略目标顺利实现，东方金诚于 2021 年 1 月 12 日召开“合规规范年”启动仪式，在全辖范围内组织开展 2021 年“合规规范年”活动。

“合规规范年”启动仪式上，党委书记、董事长崔磊同志以坚守合规 强化责任与担当为题作重要讲话。他指出，2021 年为公司“合规规范年”，公司上下要把合规放在经营管理的首要位置，把严格执行

内控制度作为业务操作的首要环节，把遵规守纪作为最基本的原则和要求，全面持续加强合规管理能力建设，提升合规意识，深植合规理念，在全公司营造良好的合规文化氛围，为实现公司各项战略目标奠定坚实基础。

“合规规范年”以党的十九大精神为统领，十四五发展规划为指导，以“强合规，促经营”为主题，将通过“促优化、提效能”的制度建设活动、“学监管、讲规范”的合规理念提升活动和“抓落实、强质量”的强化执行活动，落实监督检查要求，切实做好整改工作，坚定决心完成东方金诚的自我革命和自我升级，开启公司合规经营新篇章。

## 东方金诚开展年度合规规范学习活动

为进一步落实“合规规范年”系列活动中“学监管、讲规范”合规理念提升活动要求，东方金诚制定推出《2021年度合规规范年学习计划表》，在全辖范围内开展包含法律事务专题培训活动、深度合规专题培训活动、制度规范自主学习活动等三大板块内容为主的学习活动。公司各单位积极制定本单位学习计划，通过单位例会、内部学习、单位间学习和经验分享等方式推动落实学习计划，全面贯彻公司合规文化精神。



## 东方金诚印发《东方金诚国际信用评级有限公司评级相关法规汇编（2021年1月修订版）》

为扎实推进学习系列监管文件精神，梳理监管最新政策，划定业务合规“红线”，提升公司合规管理水平，持续增强评级从业人员的合规守法意识，切实保障公司各项业务的合规开展，东方金诚整理并印发《东方金诚国际信用评级有限公司评级相关法规汇编（2021年1月修订版）》。内容涉及评级相关的法律法规、监管规章、自律规则及通知公告，共计168篇。

公司相关岗位人员积极认真学习汇编内容，进一步提高合规意识和防控各类风险能力。接下来，东方金诚将持续加大依法合规宣贯力度，守好依法合规底线，为公司独立、合规开展评级业务奠定坚实基础。

## 东方金诚举办“合规规范年”活动系列主题培训

合规经营是公司稳健发展的根本。从业务范围到职能框架、从业行为规程到行业业务流程规范、从员工个人作业到企业整体运行，合规经营都扮演着重要角色，为全面深化公司内控与合规管理水平，提升风险防范能力，培育良好的内控与合规文化，东方金诚面向全辖员工分别举办了合规管理培训（第一、二期），培训主题为“近年来监管检查意见及案例分享”。



培训结束后，公司及时将培训课件发送给各单位，供学习参考。为进一步巩固学习效果，强化员工合规经营理念，公司还组织开展了2021年第一期合规知识测试（A、B卷两场）。测试题目分值共计100分，80分及以上为合格。参加测试人员为大区经理、营销管理中心全员、全辖作业及市场人员（含中层管理人员），成绩合格率达95.1%。

今年，东方金诚将围绕“合规规范年”活动，举办更多有针对性的主题培训，全面持续加强合规管理能力建设，提升合规意识，深植合规理念，在全公司营造良好的合规文化氛围，为公司独立、合规地开展评级业务奠定坚实基础。



# 2021

## 开局之年 ——2021 年中国信用债市场展望（上）

2020 年是极其不平凡一年，新冠疫情成了影响全球经济发展的主线，全球各大经济体先后出台积极的财政政策或宽松的货币政策来保持经济的稳定发展。2020 年，中国经济在经历了 V 字反转后，首超 100 万亿大关，成为全球经济体中唯一正增长的国家。

2021 年作为“十四五”规划开局之年，疫苗的上市给经济进一步



企稳带来希望，各种抗疫时期的特殊政策将逐步退出。在“保持宏观杠杆率稳定、政策不急转弯”的政策基调下，“五道红线”等各类融资监管政策趋严，市场各方已在期待信用债开局之路将如何。

我们从评级立场出发，精选宏观、债市、资产证券化等系列研究成果汇编成册，以飨读者。 

## 【宏观篇】

# 疫后经济反弹，政策回归常态 ——2021年宏观经济展望

文 | 研究发展部 王青 冯琳

### 主要观点：

- 全球新冠疫情在2020年年底进入“至暗时刻”。预计伴随疫苗全面上市，2021年全球经济增速有望迎来大幅反弹，全球物价走势则难现明显升温。2021年美国新政府上台后，中美关系将大概率处于“冷静期”。
- 2021年国内经济运行进入“后疫情”时期，构建新发展格局将处于政策议程的核心位置；2021年两会将继续淡化GDP增速目标，物价、就业等宏观控制目标会调回到疫情前水平。
- 宏观政策将进一步向常态回归，但不会发生骤然收紧的“急转弯”。其中，货币政策整体取向稳中偏紧，政策利率有可能保持不动，市场利率中枢小幅上移，整体走势“前高后低”，引导金融资源向实体经济定向滴灌，稳定宏观杠杆率将是政策重心所在；疫情期间的特殊财政措施将会撤回，2021年财政政策力度将有较为明显下调，其中财政赤字率目标会从2020年的“3.6%以上”下调至3.2%左右，新增地方政府专项债规模也将下调5000亿元左右。
- 2021年疫情对经济活动的抑制作用将全面退去，叠加上年低基数，全年GDP同比增速有望达到9.0%左右。其中，消费将再度发挥增长主引擎作用，固定资产投资增速还有一定上行空间，主要靠制造业投资拉动；在市场份额回落预期下，2021年我国出口增速仅会小幅增长，加之服务贸易逆差扩大，外需对经济增长的拉动率将再度转负。
- 2021年全球经济增速反弹将带动大宗商品价格回升，国内PPI同比将由负转正，全年涨幅有望达到2.0%左右；2021年CPI高通胀风险不大，全年涨幅有望控制在1.5%-2.0%之间，不会对货币政策形成明显掣肘。
- 2021年需要密切关注全球疫情及外部环境潜在的不确定性。

2021 年宏观经济指标预测：

指标	单位	2018 年	2019 年	2020 年一季度	二季度	三季度	四季度 F	2020 年 F	2021 年 F
全球 GDP	当期实际同比, %	3.6	2.9	-1.2	-8.5	-5.1	-2.6	-4.4	5.2
中国 GDP	当期实际同比, %	6.6	6.1	-6.8	3.2	4.9	6.0	2.2	9.0
工业增加值	当期实际同比, %	6.2	5.7	-8.4	4.4	5.8	7.0	2.5	8.5
社会消费品零售总额	当期名义同比, %	9.0	8.0	-19.6	-3.8	-0.4	5.1	-3.9	18.5
固定资产投资	当期名义同比, %	5.9	5.4	-16.1	3.8	8.8	10.2	3.2	7.6
基建投资 (宽口径)	当期名义同比, %	3.8	3.8	-16.4	8.1	6.4	6.5	3.6	3.7
房地产开发投资	当期名义同比, %	9.5	9.9	-7.7	8.0	11.8	11.2	7.1	8.2
制造业固定资产投资	当期名义同比, %	9.5	3.1	-25.2	-4.9	1.6	8.2	-2.3	12.2
出口金额 (美元)	当期名义同比, %	9.9	0.5	-13.4	0.1	8.8	16.3	3.2	4.0
进口金额 (美元)	当期名义同比, %	15.8	-2.7	-3.0	-9.7	-3.0	4.6	-1.0	6.0
CPI	当期同比, %	2.1	2.9	4.9	2.7	2.0	-0.2	2.5	2.0
PPI	当期同比, %	3.5	-0.3	-0.6	-3.3	-2.0	-1.5	-1.9	3.0
1 年期 MLF 利率	期末值, %	3.30	3.30	3.15	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
M2	当期同比, %	8.1	8.7	9.1	11.1	10.7	10.6	10.7	9.2
新增社融规模	当期值, 万亿	21.1	24.3	10.9	9.9	7.9	6.0	35.0	34.0
社融存量	当期同比, %	10.3	10.7	11.5	12.8	13.5	13.5	13.5	12.0

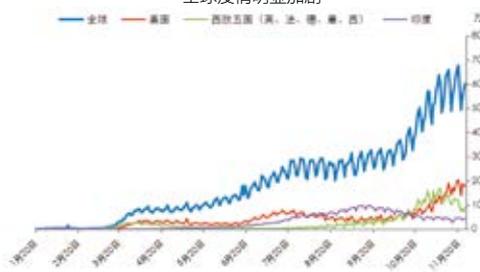
注：F 代表预测值；全球 GDP 数据为 IMF 估计值和预测值。  
数据来源：WIND, IMF, 东方金诚

## 一、宏观经济运行环境及 2021 年经济发展目标

### 1. 全球新冠疫情在 2020 年年底进入“至暗时刻”；伴随疫苗全面上市，2021 年全球经济有望迎来大幅反弹，物价走势则难现明显升温；中美关系将大概率处于“冷静期”。

2020 年，新冠疫情在全球范围内大规模蔓延。其中，以美国、西欧为代表的发达经济体意外成为疫情重灾区，印度、巴西、俄罗斯等主要新兴经济体同样面临病例持续高发、经济陷入衰退的困境。临近年底，欧洲大陆等地区出现第二波疫情高峰；11 月 3 日大选后，美国单日新增病例更是连续保持在 20 万例上下。这意味着本次疫情自 3 月开始在全球范围大规模蔓延后，正在进入最严峻的时刻。

图表 1 北半球进入秋冬季后，美欧等地单日新增病例出现第二波高峰，全球疫情明显加剧



数据来源：Wind

不过，11 月已先后有两款疫苗完成第三期试验，临床效果好于预期。医学专家预计，最早从 2021 年年初开始，就会有包括中国在内的多国疫苗进入大规模接种阶段。尽管未来疫苗在全球范围内的生产、分配和运输过程还存在不确定性，但疫苗问世仍有望将全球疫情带入“下半场”——即全球每日新增病例将进入一个趋势性回落过程，疫情对全球经济的冲击也将随之退去。事实上，本轮疫情对全球经济的剧烈冲击主要集中在二季度，大规模封锁措施带来了“停摆”效应。此后，伴随各经济体逐步解封，全球经济在下半年开始边际修复。可以看到，自 7 月开始，摩根大通全球 PMI 指数已重返荣枯线之上。

图表 2 经历了二季度的深度收缩之后，2020 年下半年全球经济进入修复过程



数据来源：Wind

国际货币基金组织（IMF）预计，2020年全球经济将同比下滑4.4%，这一跌幅远超2009年全球金融危机带来的冲击。而在疫苗大规模接种预期下，IMF预测全球经济将在2021年出现5.2%左右的大幅反弹。结合四季度全球宏观经济走势，东方金诚判断2020年全球经济将同比萎缩4.0%，2021年反弹幅度将在4.7%左右。2021年，以美日欧为代表的发达经济体GDP增幅将相对较低，而除中国之外的绝大多数新兴经济体也无法在2021年回到疫情前的经济规模。这意味着2021年全球经济反弹力度整体上依然较弱。

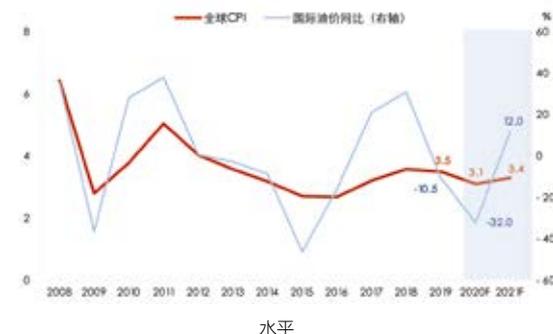
图表3 2020年全球及主要经济体（除中国）GDP大幅收缩，2021年有望展开修复式反弹



数据来源：IMF，东方金诚，阴影部分代表预测值

在经历了2020年世界范围内的大规模财政、货币刺激政策之后，2021年是否会发生全球性高通胀？我们认为，2021年全球物价涨幅仍将较为有限。其中，在2020年全球经济大幅衰退，引发国际原油年度平均价格同比暴跌32.1%（预测值）之后，IMF预计2021年国际油价仅将上涨12.0%。这一关键商品的价格走势将在很大程度上左右全球物价水平。基于历史数据显示的油价和CPI相关性等因素，我们判断2021年全球CPI将同比上涨3.4%，涨幅仅比2020年加快0.3个百分点，低于2019年涨幅，整体处于温和状态。这意味着在疫情加剧贫富分化、大规模刺激政策更多推升资产泡沫的过程中，普通商品和服务的供需平衡难以向高通胀方向倾斜。

图表4 2021年国际油价将低位回升，全球物价涨幅有望继续处于温和



数据来源：IMF，东方金诚，阴影部分代表预测值

值得一提的是，作为2018-19年对国内宏观经济运行冲击最大的外部因素，中美贸易战将随着美国现任总统特朗普任期结束而告一段落，特别是美国当选总统拜登多次表示，贸易战不是解决中美经贸争端的有效方式。我们判断，尽管现有关税措施短期内不会取消，但拜登政府在2021年1月20日上台后加征新关税的风险基本可以排除。同时历史规律也显示，历任美国新总统上台后，中美关系通常会经历为期一年左右的“冷静期”。

## 2. 2021年国内经济运行进入“后疫情”时期，构建新发展格局将处于政策议程的核心位置；2021年两会将继续淡化GDP增速目标，物价、就业等宏观控制目标会调回到疫情前水平。

2020年疫情突袭，国内宏观经济管理的主要目标转向“六保”和“六稳”<sup>[1]</sup>，核心是通过大规模逆周期对冲政策，缓解经济增速下滑给就业、民生及市场主体带来的冲击烈度，稳增长、保就业是第一目标。5月之后国内疫情进入稳定控制阶段，经济转入较快复苏过程，其中前三季度GDP累计增速实现转正，11月城镇调查失业率已降至5.2%，明显低于6.0%的控制目标。这表明当前国内经济运行实际上已进入“后疫情”时期。

关于2021年的经济社会发展目标，2020年10月召开的十九届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称“建议”），明确提出“十四五”期间

注：[1] “六稳”是指稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。首次提出“六稳”是在2018年7月。“六保”是指保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。首次提出“六保”是在2020年4月。

(2021-25 年)要“以推动高质量发展为主题”。2020 年 12 月召开的中央经济工作会议则进一步强调,“构建新发展格局明年要迈好第一步,见到新气象。”

我们认为,“高质量发展”主要包括两个含义:一是结构要优,经济增长结构要持续向消费和服务业转型,增长动力要由要素扩张转向创新引领;二是风险要降,重点是要继续防范化解系统性金融风险,通过自主创新解决关键技术领域的“卡脖子”问题。为此,“十四五”期间宏观经济管理的首要目标是通过深化供给侧结构性改革,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,而保持较高的经济增速并非政策重心所在<sup>[2]</sup>。

作为“十四五”的开局之年,2021 年宏观经济管理目标将向“建议”要求的高质量发展主题回归,优化经济增长结构、深化供需两端结构性改革、构建双循环新发展格局是政策的主要发力点。我们判断,在 2021 年两会政府工作报告中,很可能不设定 GDP 增速目标,CPI 涨幅和城镇调查失业率控制目标将分别从今年的 3.5% 和 6.0% 调回至 3.0% 和 5.5%。在经历了 2020 年宏观杠杆率的快速攀升阶段后,2021 年宏观政策将再度指向稳杠杆,强调稳增长、调结构和防风险之间的综合平衡。

## 二、宏观政策走向

2021 年宏观政策向常态化回归是大方向,但政策力度不会骤然收紧。伴随疫苗大规模接种后经济增长动力进一步修复,再叠加 2020 年的低基数,市场普遍预期 2021 年经济增速会出现 8%-9% 的大幅反弹。随之而来的是,时至年末,市场对 2021 年、特别是 2021 年一季度及上半年宏观政策会不会骤然收紧多少有些担心。

我们注意到,2020 年 12 月中央经济工作会议对 2021 年的工作部署中强调,鉴于疫情变化和外部环境存在诸多不确定性,“明年宏观

政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,把握好政策时度效。”这意味着 2021 年宏观政策向常态化回归是大方向,但出现加息提准、市场利率大幅攀升、财政赤字率大幅压缩,宏观政策从“重托底”骤然转向“防过热”的可能性不大。这也印证了此前监管层强调的“不能出现政策悬崖”的说法。

### 1. 货币政策整体取向稳中偏紧,政策利率有可能保持不动,2021 年市场利率中枢小幅上移,整体走势“前高后低”;引导金融资源向实体经济定向滴灌,稳定宏观杠杆率将是政策重心所在;

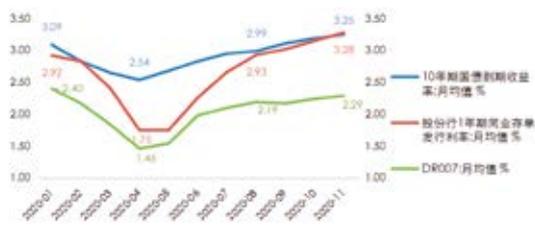
疫情期间货币政策逆周期对冲效果明显。2020 年年初疫情发生后,宏观政策迅速做出应对,其中货币政策充分发挥了反应速度快、直达效果强的优势,通过及时下调法定存款准备金率、开展中期借贷便利操作和公开市场操作等方式,确保了市场流动性合理充裕,在第一时间稳定了市场信心。与此同时,三批共计 1.8 万亿美元的再贷款再贴现连续推出,精准发力效果明显,不仅对支持疫情防控起到了关键作用,也是二季度以来复工复产顺利推进,经济出现“V 型”反转的重要推动因素。

疫情进入稳定控制阶段后,货币政策迅速做出调整,政策目标转向在稳增长与防风险之间把握好平衡。5 月以来,在疫情进入稳定控制状态、经济转入回升过程后,监管层停止降息、降准过程,并开始着手打击各类金融空转套利现象,引导市场利率中枢向政策利率回归。其中,8 月以 DR007 为代表的短期市场利率回升至短期政策利率(央行七天期逆回购利率)附近,而在银行持续压缩结构性存款影响下,以银行同业存单发行利率为代表的中期市场利率则持续走高,11 月 1 年期股份行同业存单发行利率月均值已达到 3.28%,较 1 年期 MLF 利

注:[2]五中全会后发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中提出,“到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番,是完全有可能的。”据我们测算,2021-25 年年均 GDP 增速达到 3.2%,即可完成第一阶段目标。

率高出 33 个基点，同期十年期国债收益率也已明显高于疫情前水平。

图表 5 2020 年市场利率走势发生“V 型”反转

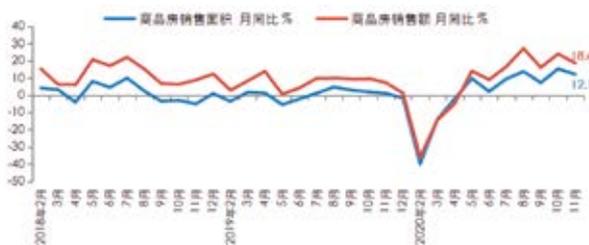


数据来源: Wind, 东方金诚

我们认为，市场利率之所以较快出现“V 型”反转，主要原因有两个：首先，在当前的货币政策目标中，防风险始终处于重要位置，而房地产泡沫则被视为威胁金融安全的最大“灰犀牛”。<sup>[3]</sup>可以看到，伴随政策利率下调、房贷利率走低，4月之后房地产市场迅速复苏，房价涨幅明显抬头——以月度商品房销售额增速减去月度商品房销售面积增速，可大致得出当月全国新房价格涨幅。而在市场利率走高后，融 360 全国首套房平均贷款利率在 10 月停止了“九连降”过程，这会对房价快速上涨的预期起到“釜底抽薪”作用。

图表 6 2020 年下半年以来房地产市场大幅升温，触发政策收紧

数据来源: Wind, 东方金诚



其次，监管层或认为，本次经济下滑并非由金融或经济失衡导致，疫情对宏观经济的影响类似于自然灾害，属于一次性冲击，因此政策对冲强调的是及时响应、适时退出。我们注意到，6 月以来监管层在多个场合强调，“疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注重政策设计激励相容，防范道德风险，要关注政策的‘后遗症’，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。”

综合考虑未来一段时间的经济修复态势，特别是 2021 年宏观经济管理目标再度转向深化结构性改革，确保“十四五”健全开局，我们认为 2021 年政策利率及银行存款准备金率有望保持基本稳定，货币政策取向将是稳中偏紧。一方面，若不发生新的重大意外冲击，2021 年 GDP 增速将出现较快反弹，“六保”和“六稳”压力缓解，对降息、降准需求随之下降。另一方面，2021 年全球及国内物价将处于温和水平，GDP 增速反弹不会引发经济过热，并不具备加息升准、实施大幅度货币紧缩的条件。

图表 7 2021 年关键政策利率有望保持不动



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

最后，参考经济增速上行期间的一般规律，2021 年市场利率中枢将有所上移。不过，考虑到当前短期和中期市场利率已分别处于政策利率水平附近或高于政策利率水平<sup>[4]</sup>，2021 年短期和中期市场利率在围绕相应政策利率宽幅波动过程中，整体上行空间也将较为有限，并可能呈现“前高后低”走势——这部分源于对 2021 年下半年经济增长动能或将减弱的预期。

值得注意的是，为加大金融对实体经济的支持力度，挖掘通过 LPR 改革降低实体经济融资成本的潜力，不排除 2021 年在政策利率（MLF 利率）保持稳定、市场利率出现下行的时期，主要针对企业贷款的 1 年期 LPR 报价小幅下调 5-10 个基点的可能；同时，若 2021 年房价再现较快上涨势头，针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价则可能小幅上调。这意味着 LPR 改革在“有保有压”、引导金融资源定向滴灌中的作用将进一步凸显。

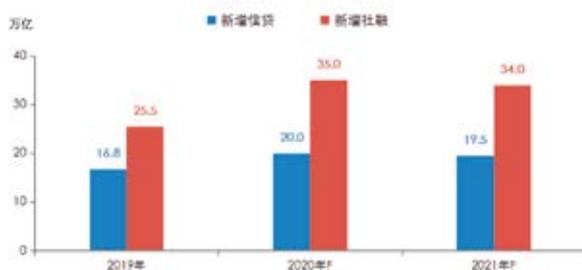
注：[3] 详见：郭树清，《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》，2020 年 11 月，《求是》。

注：[4] 2020 年 12 月以来，同业存单利率出现一定幅度回落，12 月 21 日 1Y 股份行同业存单发行利率已降至 3.01%，比 11 月末下降约 36bp。主因 11 月 30 日央行意外开展 2000 亿元 MLF 操作，利于稳定市场流动性预期，加之 12 月结构性存款压降压力减弱以及财政资金投放加速，有助于缓解银行负债端压力。这也意味着 5 月中下旬开始的“紧货币”过程全面告一段落。

注：[5] 参见人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛发表的讲话。

在货币数量方面，考虑到监管层已明确表达了“明年（宏观）杠杆率会更稳一些”<sup>[5]</sup>的政策目标，我们预计 2021 年新增信贷和新增社融规模都会在 2020 年基础上稳中略降，将分别达到 19.5 万亿元和 34 万亿元，年末社融存量及 M2 增速则将分别回落至 12.0% 和 9.2%。一方面，这能避免“政策悬崖”效应可能对 2021 年经济复苏及市场主体运营带来的强烈冲击，另一方面，2021 年名义 GDP 增速大幅回升叠加货币数量稳中略降，能够实现宏观杠杆率回稳的目标。我们判断，在 2020 年宏观杠杆率大幅上行近 30 个百分点后，2021 年宏观杠杆率升幅可能控制在 3 个百分点左右。

图表 8 2021 年新增信贷及社融规模将稳中有降



资料来源：Wind，东方金诚

图表 9 2021 年宏观杠杆率趋稳，货币扩张将会减速



数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分代表预测值

## 2. 疫情期间的特殊财政措施将会撤回，2021 年财政政策力度将明显下调。

为对冲疫情给宏观经济带来的剧烈冲击，2020 年财政政策基调从“提质增效”转向“更加积极”，预算内目标财政赤字率上调、发行 1 万亿元特别国债，新增地方政府专项债规模比上年增长 1.6 万亿元。据我们测算，综合考虑财政“四本账”的减收扩支因素，2020 年广

义财政赤字率达到 11.9%，比上年大幅提高约 6.9 个百分点（相当于新增财政政策力度 6.8 万亿元），主要用于对市场主体减税降费、扩大基建投资等。

展望 2021 年，后疫情时期的财政政策力度将明显下降，广义财政赤字率有望下调 4 个百分点。其中，预算内财政赤字率目标可能从“3.6% 以上”降至 3.2%，新增地方政府专项债规模将从 3.75 万亿元降至 3.25 万亿元，特别国债将不再发行，财政政策的基调也将从“更加积极”向“提质增效”回归。政策调整有两个直接目的，一是稳定政府宏观杠杆率，防止政府债务过快增长；二是部分关键财政指标仍会高于 2019 年水平，主要是为了防止出现“政策悬崖”，确保一些疫情期间的新开工项目能够继续获得资金支持，保障地方政府稳定运转以及市场主体平稳运行。需要注意的是，2021 年防范化解地方政府隐性债务风险将再度成为政策焦点所在，城投平台融资环境会再度收紧，这将对 2021 年基建投资增速形成一定制约。

图表 10 2021 年财政目标赤字率和新增地方政府专项债规模都将下调



数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分代表预测值

## 三、2021 年宏观经济运行展望

1. 2020 年前三季度 GDP 累计同比增速为 0.7%，投资在本轮逆周期调节中再度发挥担纲作用。疫情在一季度对宏观经济运行造成剧烈冲击，GDP 同比下降 6.8%。从二季度开始，伴随宏观政策对冲效应显现，疫情稳定控制后复工复产进程较快推进，经济出现“V 型”复苏势头。其中，投资再度成为逆周期调节的主

导性力量，基建和房地产投资增速率先反弹，制造业投资降幅逐步收窄。在居民收入下滑、消费信心不振以及疫情防控约束线下消费活动等欧美影响下，2020年消费修复进度较为滞后，对经济增长产生较大的负向拉动。与海外相比，2020年国内疫情影响“先进先出”，境内外产能修复明显错位，这带动二季度以来我国出口逆势上升，商品贸易顺差明显扩大。此外，今年跨境旅行大幅下降后，我国服务贸易逆差也显著收窄，前三季度净出口对经济增长意外形成正向拉动。

图表 11 疫情对消费形成严重冲击，2020年投资在经济修复过程中发挥担纲作用



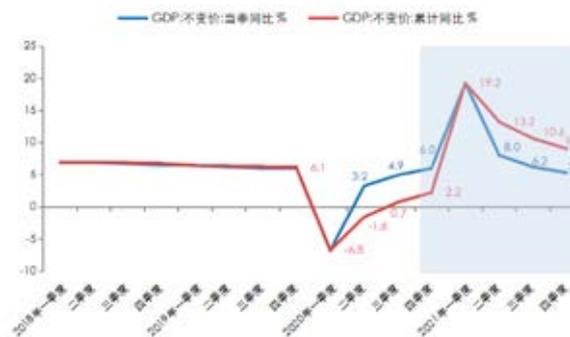
数据来源：Wind，东方金诚

2. 四季度GDP增速将进一步回升至6.0%附近，2020年全年GDP同比有望达到2.2%。进入秋冬季节后，国内疫情防控形势继续保持稳定，消费回升势头明显，投资高增格局不会发生明显变化，海外疫情恶化继续对我国出口形成支撑。由此，预计四季度消费对经济增长的拖累效应会显著弱化，投资拉动率略有下降，净出口将保持正向贡献，预计“三驾马车”全年拉动率将分别为-2.0、4.0和0.2个百分点。

3. 展望2021年，疫情对经济活动的抑制作用将全面退去，叠加上年低基数，全年GDP同比有望达到9.0%左右，消费将再度发挥增长主引擎作用。其中，一季度GDP增速有望反弹至19.2%，其后伴随基数抬升，季度GDP增速将较快下行。此外，从2020-21年经济复合增长率来看，2021年实现9.0%的GDP增速，相当于两年复合增长率达到5.5%，仍低于2019年6.1%的增长水平。这一方面体现疫

情对宏观经济带来的整体冲击效应，另一方面也表明，受劳动力人口数量下降、经济发展水平提高等因素影响，当前我国经济增速整体上仍处于一个趋势性下行过程。

图表 12 2021年经济增速有望大幅反弹，整体呈现“前高后低”走势



数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分代表预测值。

就2021年经济增长动力而言，低基数下的消费增长将再度发挥主引擎作用，投资增速还有一定上行空间，出口则面临较大不确定性，净出口对经济增长的拉动率可能转负，具体分析如下：

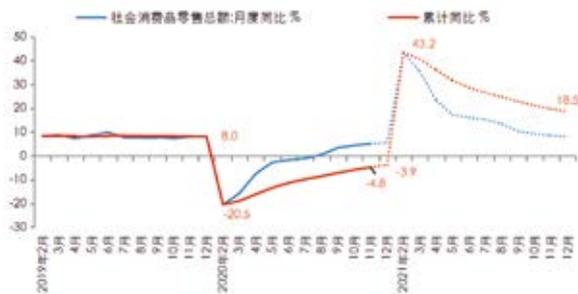
(1) 消费：低基数作用下，2021年社零增速有望大幅反弹，服务消费占比也将恢复常态。

2020年1-11月，社会消费品零售总额累计同比增长-4.8%。考虑到受汽车等可选消费较快回升带动，年底前月度社零增速将向5.5%左右的水平靠拢，预计全年社零累计增速将为-3.9%左右。这一方面体现疫情稳定控制后消费势头正在较快修复，同时也表明2020年全年商品消费仍将处于负增长状态。

展望2021年，经济反弹带来收入增速加快，将直接提升居民的商品消费能力，消费信心也将随之改善，而疫苗全面接种后消费限制措施将全面解除，叠加2020年低基数，我们预计2021年社零同比增速将大幅反弹至18.5%左右，其中前两个月社零同比有望升至40%以上（年初两个月社零数据会合并公布）。其中，作为影响社零数据的一个重要因素，根据汽车行业3-4年的周期性运行规律，2021年汽车销

量有望在连续三年下滑后实现同比正增长，进而为推升商品消费增速提供关键支撑。

图表 13 2021 年社零增速将大幅反弹



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

2020 年消费对经济增长产生负向拉动，一个重要原因是疫情防控措施对服务消费的冲击更甚于商品消费——正常状态下，服务消费在整个居民消费支出中的占比在一半左右。数据显示，截至三季度末，服务业生产指数累计同比增速仍远低于上年同期水平，交通客运量更是较上年同期下降近三分之一左右。这直接导致 2020 年服务消费在居民消费支出中的占比大幅下滑。不过，2021 年疫苗大规模接种后，旅游、住宿、餐饮等行业将全面放开，服务消费也有望迎来大幅增长，预计其在居民消费支出中的占比将向常态水平回归，进而成为带动消费反弹的重要因素。

图表 14 疫苗全面接种后，服务消费将全面放开，2021 年服务消费占比将向常态回归



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

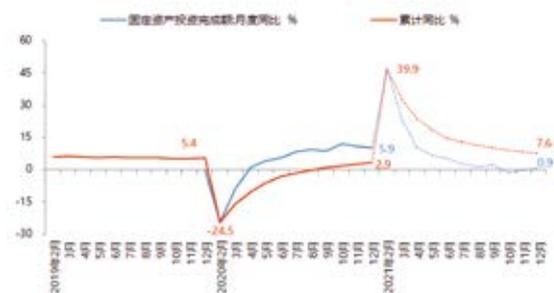
(2) 投资: 2021 年固定资产投资增速仍有一定上行空间，制造业投资是主要拉动力量，房地产投资有望保持较强韧性，基建投资增速上行难度较大。

2020 年 1-11 月，固定资产投资增速达到

2.6%，这一增速明显高于整体经济增长水平，意味着投资在本轮逆周期调节中再度发挥担纲作用。考虑到三季度固定资产投资同比高达 8.8%，投资高增长态势有望延续到年底，预计 2020 年全年固定资产投资增速将达到 3.2%。

展望 2021 年，尽管宏观政策恢复常态、严控地方政府隐性债务风险会对基建投资产生抑制作用，但制造业投资在经济修复、基数偏低等因素作用下将出现大幅正增长，房地产投资有望保持较强韧性，2021 年固定资产投资增速将进一步上扬至 7.6%。不过，与以往动辄两位数的增速相比，本轮逆周期调节中固定资产投资增速高点明显下移，显示在当前就业压力可控的背景下，宏观政策重心已从拉动经济高速增长转向把握好稳增长与防风险之间的综合平衡。

图表 15 2021 年固定资产投资增速将进一步上扬



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

**制造业投资:** 2020 年制造业投资是三大固定资产投资板块中唯一出现负增长的类别，预计全年增速为 -2.3%。制造业投资由民营企业主导，具有顺周期特征。疫情爆发后，企业投资信心受挫，制造业投资跌幅明显超过固定资产投资整体水平。下半年以来，尽管工业品价格持续处于通缩状态，但伴随出口走强，以及大宗商品价格下跌、减税降费等带动制造业企业利润显著改善，月度制造业投资同比增速已实现转正，并有望保持到年底。

展望 2021 年，PPI 增速转正将带动制造业利润持续改善，疫情全面退去后企业投资信心将进一步修复，加之上年基数明显偏低，预计

2021年制造业固定资产投资有望出现13.7%的高增长，成为带动固定资产投资整体增速上扬的主要拉动力量。值得一提的是，推动金融加大对制造业投资支持力度，已成为当前宏观政策的一个主要侧重点，这意味着2021年制造业企业的融资环境将继续改善。最后，疫情并未打断我国制造业转型升级过程，2020年1-11月高技术制造业投资同比增长12.8%。我们判断，在2021年经济回归高质量发展主题的过程中，符合转型升级方向的高技术制造业投资有望实现20%以上的高增速。



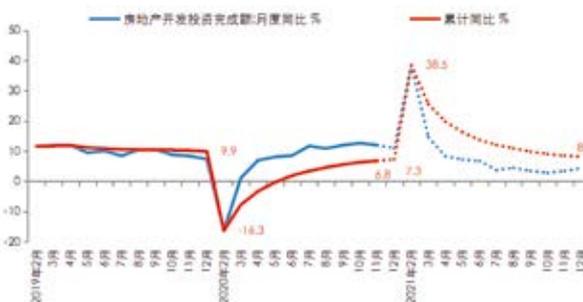
数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值。

**房地产投资:** 2020年政策利率下调后，房贷利率随之走低，楼市迅速回暖，最终带动房地产投资增速大幅攀升。1-11月，房地产投资累计同比已达到6.8%，其中下半年月度投资增速持续处于两位数的高增长区间。在深圳等地房价出现快速上涨苗头后，监管层开始收紧房地产调控，“三条红线”等措施陆续出台，房企融资环境明显收紧，被迫开启“少拿地、多卖房”模式。不过，此轮调控重点指向房企融资，房贷利率并未上行，这意味着楼市运行基础尚未受到显著削弱。我们预计，年底前房地产投资增速大幅下滑的风险可控，全年房地产投资有望实现7.1%的增长，在2020年几乎所有重要经济指标中一马当先。

调控收紧、特别是10月以后房企拿地大幅减少是否会带动2021年房地产投资增速明显下移？历史数据显示，房企拿地与后期投资增速之间并不存在明显相关性，商品房销售与

房地产投资之间的因果逻辑更强。我们判断，2021年政策利率有望保持稳定，这意味着房贷利率不会出现趋势性大幅上调，居民购房需求难现明显回落；外部融资受到挤压后，“多卖房”将是房企的重要选择，而“少拿地”对投资的影响难以在2021年充分显现。由此，在2021年楼市仍将保持一定热度的预期下，房地产投资也有望继续保持较高韧性，全年房地产投资增速有望达到8.2%左右，略高于2020年。

图表 17 2021年房地产投资有望继续保持较高韧性 (%)



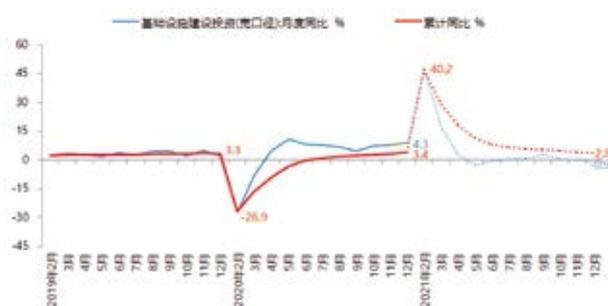
数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

**基建投资:** 整体上看，尽管4月以来基建投资（宽口径）始终保持正增长，但除5月单月增速达到两位数外，其他各月基建投资增速始终处于个位数的温和水平。一方面，尽管2020年财政赤字率走高，新增专项债规模大幅上升，特别是信贷、社融扩张速度加快后，基建投资的资金瓶颈问题得到缓解，但重点对接基建投资的专项债资金对项目要求较高，地方政府基建项目筹备相对滞后，各地“钱等项目”现象较多，对基建投资形成一定拖累。另一方面，本次逆周期调节强调总量适度，不搞大水漫灌，下半年更加注重稳增长与防风险之间的平衡，也有效避免了以往经常出现的基建项目遍地开花现象。预计2020年基建投资（宽口径）增速将达到3.6%，尽管较上年略有加快，但仍远低于市场普遍预期的两位数水平。

展望2021年，在财政赤字率目标下调，新增地方政府专项债规模削减，特别是监管层再度强调防范化解地方政府隐性债务风险后，基建投资或将重新面临资金瓶颈压力。我们判

断，2020 年下半年以来基建投资相对谨慎的政策基调将得以延续，并有望在 2021 年进一步体现，预计全年基建投资增速将保持基本稳定。这也是 2021 年实现“(宏观) 杠杆率会更稳一些”的主要发力点。在资金投向方面，作为“十四五”的开局之年，一批符合“两新一重”方向的重大项目将会立项开工，未来基建投资将更加紧密围绕高质量发展主题，投资增速则将持续处于较低的个位数水平。

图表 18 2021 年基建投资增速将继续处于较低的个位数水平 (%)



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值。

### (3) 净出口：2021 年出口不确定性较大，净出口对经济增长的拉动作用可能转负。

联合国贸发会议预计，2020 年全球出口将同比下降 8.0% 左右，而 1-10 月我国出口已实现 0.5% 的正增长，预计全年同比增速将达到 1.4% 左右。2020 年我国出口逆势增长的主要原因在于，受境内外产能修复错位影响，我国出口商品在全球市场上的份额显著扩大。不过我们也注意到，随着三季度后全球各国纷纷重启经济，我国出口市场份额已开始收窄。我们预计，四季度这一数据将继续小幅回落。

表格 1 2020 年下半年我国出口市场份额已显现回落态势

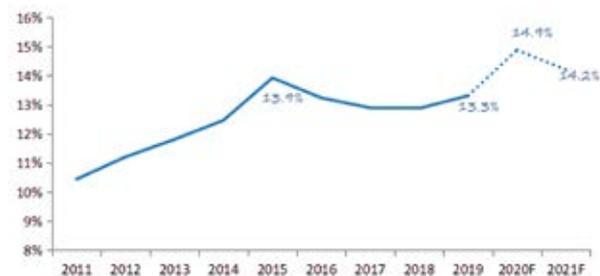
2020 年	一季度	二季度	三季度	四季度 *
市场份额	11.1%	16.7%	16.2%	15.6%

数据来源：Wind，东方金诚；\* 号代表预测值

展望 2021 年，全球出口有望出现 8-10% 的大幅反弹。作为全球头号贸易大国，我国出口是否也将以相似的速度扩张？我们认为这方面存在较大的不确定性，其中的关键在于明年

我国出口市场份额有可能出现向正常水平回归的趋势。毕竟，疫苗在全球范围内开始大规模接种后，海外产能也将向常态水平较快修复。我们预计，2021 年我国出口市场份额将从上年的 14.9% 小幅降至 14.2% 左右。

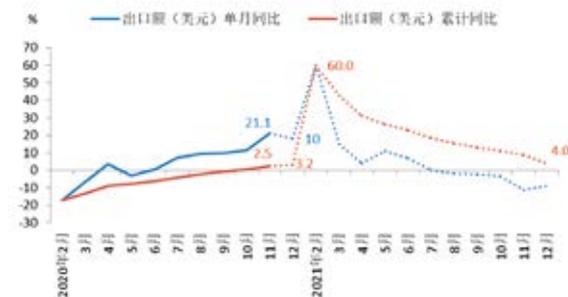
图表 19 我国出口商品在全球市场的份额在疫情期间快速扩大，2021 年有可能小幅回落



数据来源：Wind，WTO，东方金诚；虚线代表预测值

市场份额的小幅下降将对出口增速产生巨大影响：我们预计，若 2021 年全球出口增速达到 8.0%，我国出口市场份额下降 0.7 个百分点，则我国全年出口增速将为 4.0% 左右，远低于全球平均水平。2021 年我国出口面临的一个积极因素在于，美国特朗普政府任期结束后，贸易战带来的下行风险将显著降温，我国出口将更多地受全球经济基本面牵动。

图表 20 2021 年出口增速前高后低，全年中枢水平将较 2020 年小幅抬升



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

2021 年国内经济增速反弹以及海外供给能力恢复，将带动我国大宗商品等进口加快，特别是国际旅行恢复后我国服务贸易逆差将再度扩大，由此预计 2021 年净出口对经济增长的拉动作用将再度转负。2020 年出口意外高增是推动经济较快修复、政策边际收紧的重要因素，

2021 年外需拉动减弱后，下半年经济增长动能或将随之弱化，届时不排除政策边际放宽的可能。

#### 四、2021 年物价走势展望

2021 年全球经济增速反弹，国际大宗商品价格回升，国内 PPI 同比将由负转正，全年涨幅有望达到 2.0% 左右；2021 年 CPI 高通胀风险不大，全年涨幅有望控制在 1.5%-2.0% 之间。

2020 年疫情在全球范围内蔓延后，国际大宗商品价格与全球经济增速同步回落，其中国际原油价格均值比上年下降三成左右，直接带动国内 PPI 进入通缩状态。临近年底，伴随国内经济回升带动钢铁、煤炭等工业品价格上行，以及疫苗进展推动国际油价走高，月度 PPI 同比降幅有望收窄至 -2.0% 之内，预计全年 PPI 同比将在 -1.8% 左右。

图表 21 国际大宗商品价格与全球经济走势联动明显，2021 年将出现两位数涨幅

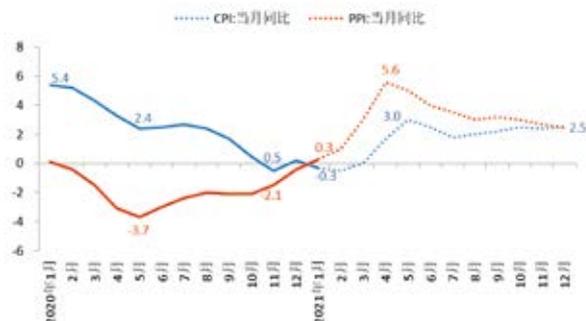


数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

展望 2021 年，全球 GDP 增速有望达到 5.2%，这必将带动 RJ/CRB 商品价格指数所反映的全球大宗商品价格出现一定幅度的上涨，其中国际原油价格低位回升最具代表性。“PPI 看油”，即国内 PPI 同比走势与国际原油价格密切相关，加之 2021 年国内经济增速上扬后，工业品需求扩张也将带动 PPI 环比延续 2020 年 5 月以来的整体正增局面，预计全年 PPI 同比会达到 3.0% 左右，全年走势为“先升后缓”，年末同比有望接近 2.5%，整体处于温和水平。2021 年 PPI 同比转正后难现大幅上涨，主要原因是全球及国内经济增长具有低位反弹性质，

国际大宗商品价格持续大幅攀升的可能性较小。

图表 22 2021 年 PPI 同比有望“转正”，CPI 涨幅有望处于温和区间



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值。

CPI 方面，当前市场对 2020 年货币扩张后是否会引发下一年高通胀存有一定疑虑。我们认为，2021 年 CPI 平均涨幅中枢将处于 1.5% 至 2.0% 的温和水平，高通胀风险不大。主要原因有三个：一是从存量社融及 M2 增速衡量，2020 年的货币扩张幅度甚至低于 2015-16 年的逆周期调节水平，而在 2015-18 年期间，月度 CPI 最高涨幅仅为 2.5%。二是 2021 年 PPI 涨幅有限，难以大幅推高非食品价格，这意味着扣除食品和能源之外的核心 CPI 同比难以明显超过 2.0%（预计 2020 年核心 CPI 涨幅为 0.8%）。

三是根据农业农村部预测，2021 年 3 月生猪产能将恢复正常，这意味着 2021 年猪周期将进入绝对价格持续下调阶段。本轮由猪瘟疫情引发的猪周期在 2020 年 2 月正式转入下半场，即猪肉价格同比涨幅由升转降，并且在下半年出现一个涨幅猛烈下跌过程，带动 CPI 同比大幅走低。不过，临近年底猪肉批发价仍高悬在每公斤 40 元左右，而 2014 年以来的统计数据显示，猪肉平均价格为每公斤 25.22 元。这意味着 2021 年猪肉价格下行将对 CPI 涨幅起到明显抑制作用。由此我们预测，2021 年 CPI 涨幅在经历年初的负增长后将逐步回升，年底有望接近 2.5%，整体有望持续处于温和状态。这意味着 2021 年通胀不会成为宏观经济的焦点所在，也不会对货币政策产生明显的影响。

图表 23 2021 年猪肉价格有望持续回落，将成为抑制 CPI 涨幅的重要因素



数据来源: Wind, 东方金诚

## 五、总结

总体上看，2021 年疫苗有望大规模接种，新冠疫情冲击将在全球范围内逐步退去，全球经济在经历 2020 年的深度衰退后将展开大幅反弹，全球通胀走势整体温和。2021 年国内宏观政策将进一步向常态化回归，疫情期间特殊财政政策措施将会撤回，财政政策力度将明显下调；货币政策取向稳中偏紧，政策利率有可能保持不动，市场利率中枢小幅上移，2021 年引导金融资源向实体经济定向滴灌，稳定宏观杠杆率是政策重心所在。

在经济增长动能修复以及低基数作用下，2021 年 GDP 增速有望达到 9.0%，消费将恢复拉动经济增长的主引擎地位，投资增速还有一

定上升空间。在境外产能加速修复的背景下，2021 年我国出口市场份额有可能下调，出口增速或低于市场普遍预期。2021 年全球经济反弹将带动国际大宗商品价格上扬，国内 PPI 同比转正没有悬念；受全球物价走势温和、2020 年货币扩张速度有限，以及“猪周期”等因素影响，2021 年 CPI 涨幅将处于 1.5% 至 2.0% 的温和区间。

最后我们认为，2021 年有两个宏观经济下行风险值得关注：一是疫情的不确定性，主要是指未来疫苗在全球范围内的生产、分配和运输过程还存在不确定性。若 2021 年疫情对全球经济复苏的拖累效应延伸到下半年，届时国内经济修复也将受到一定影响。二是外部环境的不确定性，主要指美国拜登新政府将于 2021 年 1 月上台执政，但其对华政策目前尚不明朗，中美之间在贸易、科技、地缘政治及人文交流等领域还需探索新的互动模式。若 2021 年下半年中美关系波澜再起，国内经济运行也可能出现新的波动。我们判断，一旦以上下行风险出现，不排除国内适度放松宏观政策予以对冲，确保“十四五”稳健开局的可能。■



## 2021 年全球经济展望： 经济复苏曙光乍现，稳健前行仍存挑战

文 | 研究发展部 曹源源

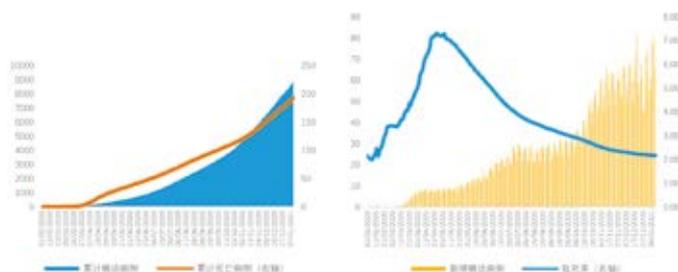
2020 年新冠疫情大流行使全球经济陷入大萧条以来的最大衰退，年底疫苗研制取得突破和全民接种加速推进有望令 2021 年新冠疫情不确定性下降，货币量化宽松和财政刺激延续也将为经济复苏提供助力，预计 2021 年全球及主要经济体有望全面回归经济正增长。不过，由于疫情复发和病毒突变仍具有不可预见性，2021 年全球经济反弹力度仍将受制于新冠疫情风险演化与疫苗接种成效之间的博弈。同时，新冠疫情与经济重压下，民粹主义仍有复燃风险、金融与债务风险继续积累、多边竞争加剧下区域化替代全球化，以及产业链调整聚焦需求中心等发展趋势值得关注。

### 一、疫苗研制取得突破性进展令 2021 年全球新冠疫情形势有望大幅缓和，但全民接种前景存疑仍将影响 2021 经济复苏进程。

2020 年，新冠肺炎疫情突然爆发并迅速席卷全球，由于各国、各区域疫情爆发及经济重启存在错期，全球新冠肺炎疫情态势始终未能得到有效控制。一方面，全球累计病例和死亡病例保持高增态势并在四季度开始加速，根据世卫组织数据，截至 12 月 31 日全球累计确诊病例 8152 万例，累计死亡病例 180 万例，其中美国、印度累计病例已破千万，约为 1935 万和 1027 万，英法德意西等欧洲发达国家及巴西、俄罗斯等金砖国家累计病例纷纷破百，美国、巴西、印度累计死亡病例分别升至 33.6、

19.3、14.9 万人。另一方面，9 月以来欧洲二次疫情和美国三次疫情来势凶猛，单日新增病例屡创新高。12 月全球平均单日新增确诊病例超过 60 万人，其中美国单日新增突破 20 万人，欧洲 11 月疫情虽有缓和但 12 月再次出现抬头，且英国新冠新毒株失控引发欧洲三次疫情潮，金砖国家中印度新增病例 9 月以后拐头向下，但新增病例仍处全球前列，巴西、俄罗斯、南非新增病例不同程度上升，仅中国 4 月后未再出现疫情失控局面。

图 1 全球疫情发展形势 (万人, %)



数据来源: CEIC, 东方金诚整理

图 2 主要经济体单日新增新冠病例 (人, 七日移动平均)



数据来源: CEIC, 东方金诚整理

新冠疫苗研发取得突破令 2021 年新冠疫情不确定性明显下降，但全民接种前景存疑仍会影响 2021 年全球经济复苏进程和反弹力度。目前，全球多家药企新冠疫苗研制取得突破性进展，12 月英国率先开始接种疫苗，其他欧美发达国家年底陆续推进疫苗接种，这为 2021 年新冠疫情控制及全球经济复苏注入了强心剂。不过，已取得实质突破的疫苗大多对物流运输和存储条件要求严苛，2021 年上半年大部分疫苗产能被主要发达国家预定，经济实力雄厚、具备冷链物流和存储条件的发达国家有望最先通过疫苗接种控制疫情，陆续回归经济增长主线。但大多新兴市场和发展中国家疫苗研发能力有限，外购疫苗成为主要途径，受制于疫苗采购资金缺口，以及冷链物流和医疗存储等基础设施条件落后，其通过疫苗全民接种度过新冠疫情危机的时间节点将明显晚于发达国家。另外，年初变异新毒株表现出强传染性使欧美新冠疫情陷入失控状态，日本疫情也出现急剧恶化，未来新冠病毒的变异性也将持续考验疫苗效力，加之病毒的强传染性、传播途径的隐蔽性，以及高度一体化的全球贸易链和产业链，2021 年各国将持续面临输入型疫情复发风险，从而影响全球及各国经济复苏进程。

## 二、2020 年货币宽松程度超过 2008 年金融危机，预计 2021 年全球货币政策将维持宽松基调，但发达经济体与新兴市场或出现政策趋势分化。

2020 年全球各国迅速启动“低利率 + 资产购买 + 紧急流动性支持”的货币政策危机应对模式，货币宽松程度及反应速度远超全球金融危机。新冠疫情爆发后，为缓解新冠危机对实体经济的冲击，3 月美联储大幅下调联邦基金利率至 0-0.25%，启动无上限量化宽松和多项紧急信贷支持计划，欧英日等主要央行纷纷推出加强版“零利率 + 资产购买 + 紧急信贷工具”。同时，美联储与新增 9 家央行签订临时货币互

换协议以确保离岸美元流动性，经历 3 月全球金融市场巨幅震荡，金融市场恐慌情绪迅速得以平息。之后随着疫情向新兴市场蔓延，主要新兴经济体也迅速跟进降息至历史低位，部分国家甚至推出资产购买计划。截至 12 月末，美欧日等央行资产规模较 2 月分别增长 77.1%、48.8%、20.1% 和 62.6%，创历史新高；同时大部分主要新兴经济体实际利率也逼近零，部分国家甚至进入实际负利率状态。

2020 年底疫情复发态势凶猛加大经济复苏下行压力，预计 2021 年全球主要央行仍将维持量化宽松货币政策。由于年底疫情形势严峻对经济复苏形成较大拖累，英、欧央行先后于 11 月和 12 月宣布扩大资产购买规模，美联储 12 月议息会议虽然维持购债计划不变，但明确承诺将保持当前购债规模至充分就业和通胀目标取得实质进展。由于 2020 年下半年发达经济体较强消费表现及就业市场和制造业回暖均是受益于货币量化宽松和财政救助，2021 年疫苗接种进展和预期成效还需观察，中小企业破产风险和国内失业压力仍然很大，预计 2021 年主要发达经济体央行仍将维持量化宽松政策。随着全民接种推广持续降低疫情不确定性，企业盈利和就业形势随需求复苏获得实质改善，关于逐步退出紧急流动性工具和临时资产购买计划的讨论有望在下半年出现，而未来美联储缩表行动或快于其他发达经济体。利率方面，2021 年需求恢复以及货币与财政刺激释放的超额流动性，有望带动国际大宗商品价格上行，推升全球通胀上行风险，但影响发达经济体通胀低迷的结构性因素依然存在，2020 年 9 月美联储开始实施平均通胀目标制也提升了央行对短期通胀超过 2% 的容忍度，预计以美联储为代表的主要发达经济体央行仍将维持零利率政策，加息进程可能晚至 2023 年以后出现。

不过，主要新兴经济体和发展中国家 2021 年货币政策趋势可能与发达经济体出现分化。

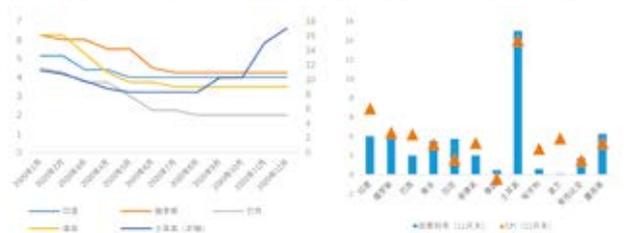
一方面，中国作为全球第二大经济体和最大新兴经济体，自2020年下半年经济开始率先步入正轨，2021年逐渐回归正常化将使中国货币政策保持中性偏紧。另一方面，其他新兴市场及发展中国家2020年货币政策利率水平已经降至历史低位，前期政策宽松释放的大量流动性及2021年食品和能源价格上行使其面临一定通胀压力，同时因经济持续恶化带来的汇率贬值压力也存在上升可能。其中，由于汇率贬值和通胀预期恶化，2020年9-12月土耳其转而连续大幅加息825个基点至17%。总体来看，2021年新兴市场及发展中国家政策利率下行空间极为有限，部分国家存在货币政策收紧可能。

图3 全球主要央行货币政策（%，十亿美元）



数据来源：CEIC，东方金诚整理

图4 主要新兴经济体货币政策走势（%） 图5 主要新兴经济体货币政策空间（%）



数据来源：CEIC，东方金诚整理

### 三、2020年全球财政刺激力度空前，预计2021年主要经济体仍将保持积极财政政策保障经济复苏，但财政刺激规模或不及2020年。

2020年为应对新冠疫情，全球各国陆续推出多轮紧急财政救助措施，政策主要集中于医疗防疫支出，家庭及失业补贴，临时雇用补贴及工作保留计划等就业支持，税费减免及递延、公共投资，以及流动性支持（信贷担保、注资及债务重组等）几大方面。据IMF测算，截至2020年9月，全球为应对疫情采取的额外财

政支出及收入豁免措施规模约为全球GDP的12%，如果纳入不对政府财政平衡产生直接影响的流动性支持工具（政府信贷担保、注资等），财政支持规模占全球GDP之比可达25%左右，其中发达经济体财政救助力度远超新兴及发展中国家，财政支持规模占GDP之比高达20.2%。同时，我们注意到，美国、日本额外财政支出及收入豁免规模最大，分别为GDP的11.8%和11.3%，其次是英国（9.2%）、德国（8.4%）和巴西（8.3%）；除直接财政救助，欧洲及日本还将政府为企业提供的信贷担保等作为重要手段，德国、意大利实施的流动性支持规模超过GDP的30%，日本亦达到23.7%的高水平。总体估算，2020年美国、日本<sup>[1]</sup>、欧元区、英国政府财政支出同比增长47%、95%、10%和17%，政府赤字率分别为14.9%、15.6%、8.8%和13.4%，超过全球金融危机及欧债危机时期的最高水平。新兴经济体额外财政救助规模虽远低于发达经济体，但在疫情前印度、巴西、南非等国财政赤字已处于高位，这使其2020年财政赤字率仍达到了历史高点。

图6 2020年全球及主要经济体财政救助规模/GDP（%） 图7 主要国际两次危机政府赤字率比较（%）



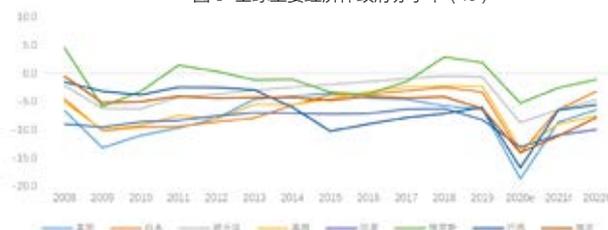
数据来源：IMF，欧盟委员会，各国财政部，东方金诚整理

由于新冠疫情的不确定性仍未消退，预计2021年全球主要经济体仍将维持积极财政政策，下半年财政支出或向经济增长方向进一步倾斜。从2020年各国财政救助措施的分配结构来看，发达经济体额外财政救助措施基本以增加医疗支出、补贴低收入家庭和失业人群、稳定就业和帮扶企业为主，总体支出占比达到87.2%。由于冬季新冠疫情形势异常严峻且对经济的影响可能延续至2021年二季度，预计2021年上半年政府在医疗支出、家庭和就业补

注：[1] 日本政府财政收入剔除了当年政府债务融资收入，财政支出剔除了当年政府债务本息偿付额。

助、企业扶持等领域仍存在较大的财政压力。2020 年底，美国当选总统拜登在竞选承诺中明确提出计划加大清洁能源、基础设施领域支出，欧盟 1.8 万亿欧元的 2021-2027 年长期预算也将支出重点放在绿色经济和数字经济，另外日本提出 2021 年经济恢复至 2019 年水平的目标，因此如果下半年疫情形势明显缓和，发达经济体为应对疫情实施的各项补贴支出压力将有望减轻，但在逐渐收敛赤字水平的过程中，公共投资占比或有所提升。2020 年新兴经济体在有限的财政救助规模中，医疗及补贴类支出占比仅为 44.6%，以稳定就业为目的的公共投资占比达到 27.5%，由于 2021 年大部分新兴经济体货币政策宽松有限，且存在较大的新冠疫苗资金缺口，预计其将继续维持积极财政政策。不过，受益于经济恢复正增，以及下半年与防疫有关的医疗及失业补贴压力可能减弱，全球主要经济体政府赤字率有望出现一定幅度下降。

图 8 全球主要经济体政府赤字率 (%)



数据来源：IMF、欧盟委员会、各国财政部，东方金诚整理

#### 四、财政与货币政策加持及低基数影响下，2021 年全球经济复苏可期，但经济反弹力度可能存在一定不确定性。

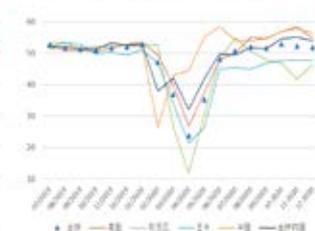
2020 年，新冠大流动令全球经济陷入 30 年代大萧条以来的最大衰退，且疫情反复令下半年经济修复横生波折。2020 年 3 月新冠疫情迅速席卷全球造成的供需中断令全球及主要经济体经济活动陷入深度萎缩，4 月全球及主要经济体 PMI 指数跌入深谷，服务业萎缩幅度远甚于制造业。之后，得益于欧美新增病例缓和下行、医疗救治、公共场所及企业疫情防护措施逐渐完善、居家办公模式渐成秩序，以及货

币量化宽松和财政紧急救助快速到位，6 月后主要经济体 PMI 指数陆续回归扩张区间，三季度经济环比增速大幅改善。9 月以来，欧洲及美国疫情复发态势及严重程度远超二季度，各国陆续升级防控措施和重启封锁对四季度经济修复带来阻力，但在财政和货币政策支撑下，12 月全球制造业和服务业 PMI 稳站荣枯线上，即使是受冲击最严重的服务业也表现出较强韧性。其中，美欧日制造业继续保持较强扩张势头，日本终于回归 50 荣枯线，中国及其他金砖国家制造业扩张幅度虽有收窄，但总体保持较强势头；欧元区、英国及日本服务业继续收缩，但欧洲服务业 12 月出现改善迹象，美国及金砖国家服务业活动不同程度减弱，但仍处扩张区间；总体看，四季度经济修复进程虽然受阻，但不会跌至二季度深谷水平。全年来看，新冠疫情危机令 2020 年全球经济预计衰退 4.5%，仅中国维持低速正增长，不论衰退程度和涉及国家范围，均超过 2008 年全球金融危机；疫情复发虽令全球经济修复在四季度出现波折，但在医疗防治体系加强和规模超前的货币和财政政策支撑下，新冠疫情对全球经济的负面冲击程度一定程度减弱。

图 9 全球主要经济体制造业 PMI



图 10 全球主要经济体服务业 PMI



数据来源：CEIC，东方金诚整理

考虑疫苗上市及推进全民接种、货币与财政政策维持宽松，以及 2020 年低基数效应等因素，预计 2021 年全球经济全面复苏。目前来看，年底爆发的全球二次新冠疫情冲击可能延续至 2021 年上半年，大部分经济体一季度仍存在经济衰退风险，二季度受益于上年低基数效应，经济或出现恢复性高增。由于发达经济体

已陆续推动居民接种疫苗，在不发生病毒突变导致疫苗失效的前提下，下半年疫苗接种人群扩大有望带来“全民免疫”效果逐渐显现，从而降低新冠病毒威胁，缓和全球及主要经济体新冠疫情形势，叠加货币宽松和积极财政政策仍将维持，下半年全球经济增长虽将较二季度放缓，但经济复苏基础有望得到巩固。从经济增长动力来看，2020年发达经济体大规模收入补贴和稳就业政策较好维系了国内居民基本消费能力，使下半年消费先于投资复苏，零售销售指数同比增速先于工业产值增速回正，而新兴市场受益于发达经济体消费回暖和中国率先进入经济修复阶段，工业产值增速恢复正增；2021年在上年经济低基数基础上，新冠疫情形势逐渐缓和前提下发达经济体消费投资有望全面复苏，中国仍将延续强势“V型”反弹，虽然除中国以外的其他新兴及发展中国家疫情威胁解除时间将明显晚于发达经济体，但发达经济体和中国内需强劲，及其后续提供的疫苗援助，有望对新兴市场产生明显的外溢效应，带动经济复苏。综合以上因素，预计2021年全球经济增长将回归至4.0%-5.0%左右。

但须注意的是，由于疫情复发和病毒突变仍具有不可预见性，2021年全球经济反弹力度仍将受制于新冠疫情风险演化与疫苗接种成效之间的博弈。若疫情形势失控局面蔓延和延期、疫苗接种进展迟缓或成效不显导致“全民免疫”效果甚微、病毒变异导致疫苗成效大幅减弱甚至失效，2021年全球经济复苏动能或大幅减弱。

图13 全球经济复苏路径

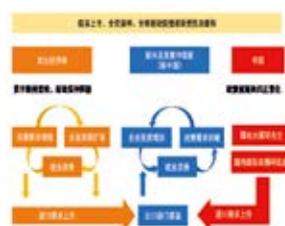
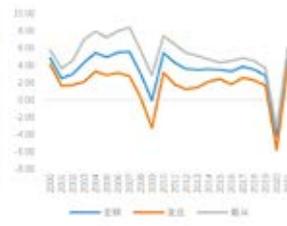


图14 全球经济增长 (%)



数据来源：世界银行，国际货币基金组织，东方金诚整理

具体国家来看，预计拜登上任后将立即着手控制美国新冠疫情控制和经济复苏，在疫情防控措施加强、积极推进全民接种、货币与财政政策继续发力等因素支持下，预计美国最迟二季度将实现经济正增长；英欧贸易谈判尘埃落定使长期悬于英国和欧盟头上的英国无协议脱欧威胁解除，年末央行扩大资产购买规模、欧盟内部预算分歧得以解决等也为2021年英国和欧盟经济复苏提供了有利的政策支持，但变异毒株对欧洲疫情形势和2021年经济反弹力度的影响还需审慎评估；2021年若全球疫情形势大幅缓和，日本经济增速将有望回归至2%左右。主要新兴经济体中，中国自2020年下半年进入经济修复期并成为2020年全球唯一正增国家，预计2021年其经济增速将继续领跑全球，并成为全球经济复苏的主要引擎之一，印度、俄罗斯、巴西、南非等其他金砖国家2020年经济因新冠疫情陷入深跌，2021年受到主要发达经济体及中国经济反弹的正向带动，以及2020年低基数影响，经济将有望实现低位反弹，不同程度回归正增长。

图11 全球零售销售指数同比 (%)

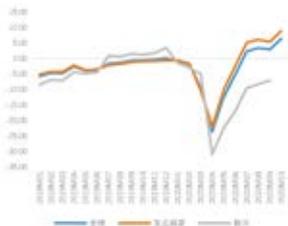
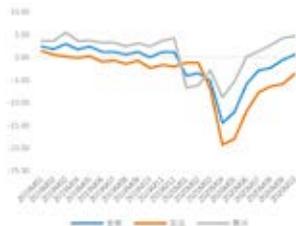
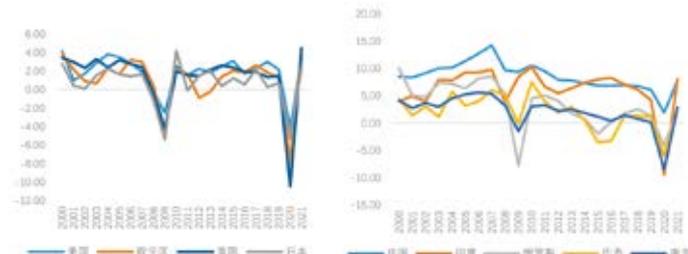


图12 全球工业产值同比 (%)



数据来源：世界银行，国际货币基金组织，东方金诚整理

图15 主要经济体经济增速 (%)



数据来源：世界银行，国际货币基金组织，东方金诚整理

## 五、新冠疫情与经济重压下主要经济体结构性问题进一步暴露，未来全球几大趋势值得关注。

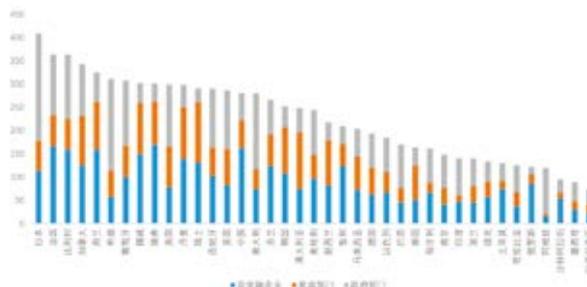
此次新冠疫情大爆发及由此带来的经济大衰退使全球及各大经济体内部结构性问题愈加突出，外部环境变化和内部矛盾尖锐化或促使各国中期内更加专注于补短板，问题会逐步解决还是以危机形式爆发目前难以下定论，但未来几大发展趋势值得关注。

第一，新冠疫情引发的产业调整与就业结构错配可能加剧国内矛盾，民粹主义仍有复燃风险。此次新冠疫情冲击最为严重的行业主要为餐饮休闲娱乐、客运旅游、教育培训等社会人群密接型服务业，疫情反复和常态化迫使企业开始探索自动化和智能化系统在服务业的应用，也加速了企业线上办公模式的探索和尝试。然而，产业模式调整也将带来就业需求结构的变化，尤其是中低端劳动力再就业将成为重要问题，并与贫富分化、种族与民族问题等交织，加剧国内社会矛盾。2019年美国基尼系数已上升至0.48，前1%人群的收入份额占比达到20.5%，而后50%人群收入份额占比下降至12.7%，2020年美国新冠疫情中受冲击最为严重的休闲餐饮、教育卫生和社会救助、零售贸易等产业增加值仅占18.3%，却吸纳了35.8%的就业，而金融、房地产、制造业等行业以及高收入群体并未受到太大冲击。严重的贫富分化和社会撕裂导致2020年美国大选前后乱象丛生，拜登选民得票率较特朗普无明显优势表明，特朗普对新冠疫情的不当应对并未提升民众对传统政党精英的信任，未来如何弥合社会裂痕、缩小贫富差距仍是美国政府面临的重大挑战。此外，欧债危机后经济乏力、高失业及难民问题令欧盟内部民粹主义和疑欧主义兴起，叠加新冠疫情重创欧洲经济，英国正式脱欧令欧盟经济实力大幅削弱，未来重振欧洲经济、加强欧盟内部凝聚力、消除英国脱欧可能带来的示范效应等，将成欧盟优先考虑事项。

第二，主要发达经济体对货币宽松和财政

刺激的政策依赖或进一步加深，全球金融危机和债务危机的潜在风险不减反增。2020年在量宽政策支持下，主要发达经济体股指迅速恢复至疫情前高点，美国市盈率虽不及2000年互联网泡沫时期的高点，但已显著高于全球金融危机前水平，美欧非金融企业杠杆率快速上升并创二战后新高，过高的私人部门负债水平不仅将成为后疫情时期抑制美欧新增投资和经济增长的重要阻力，也显著提升了非金融企业对市场流动性和利率的敏感性，一旦流动性收紧、利率水平上升及股价下挫，美欧可能引发新一轮企业债务违约潮。同时，在数轮紧急财政刺激下，2020年美国联邦政府债务及欧元区各级政府债务均超过本地区GDP规模，其中希腊、意大利等欧猪国家政府负债率估计升至207%和160%。即使2021年新冠疫情危机解除，医疗、就业等临时补贴支出取消，民主选举制度下为拉动经济增长、缓和国内收入分配矛盾，美国及欧洲高债务国家仍难以迅速启动财政巩固进程。政府与非金融部门的债务双高局面使美欧高债务国家丧失了通过政府与私人部门债务轮动机制来熨平经济周期波动的方式，并深度绑架央行货币政策，使之继续维持超低利率水平以支撑金融资产价格虚高和债务规模积累，全球经济及金融体系仍处于高度脆弱状态。

图 16 2020 年二季度全球主要经济体宏观杠杆率 (%)



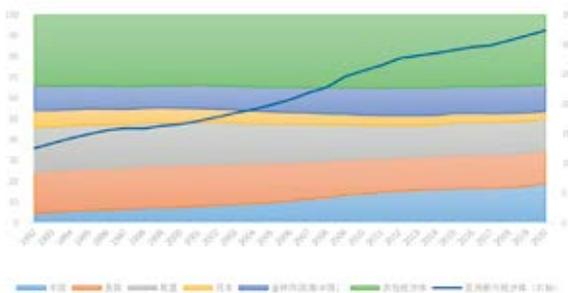
数据来源：国际清算银行，东方金诚整理

第三，全球“东升西降”经济格局趋势更加明显，逆全球化力量仍在，全球化将继续向区域化发展。2000年中国加入世贸组织后经济实力快速上升，按购买力平价计算，2019年

中国占全球经济份额由2000年的7.3%上升至17.4%，亚太新兴经济体全球经济份额由16.6%上升至30.7%；而美国及欧盟则由20.4%和20.3%降至15.9%和15.4%。考虑中国内循环发展可能带来的外溢效应、亚太地区相对稳定的政治和社会环境等，中期内亚洲经济表现仍将优于其他地区，全球经济“东升西降”的发展趋势将更加明显。与之相对，由美国主导的全球经济合作秩序也将面临挑战：一方面，特朗普政府时期的“美国优先”理念仍具有广泛民意基础，这使美国即使回归多边主义，在要求解决国内收入分配问题的强大诉求下，政府仍将以国内经济和民生问题为重，“制造业回流”政策和贸易保护主义可能延续；另一方面，战略自主性意识增强及经济重振需求使欧盟与美国虽将维系同盟关系，但竞争与磨合与日俱增，中国经济影响力持续上升使中美全面竞争关系不会随美国回归多元主义而有所改善，加之国际经贸合作中新兴经济体维护自身利益的诉求不断上升，未来全球主要经济体围绕技术、标准、制度等领域的多边竞争将加剧，逆全球化力量仍在。不过，在全球化行进受阻情况下，2020年RECP正式签署，中欧投资协定年底完成谈判，预计后续区域内及区域间的经济合作有望取得更多突破。

大部分国家出现不同程度医疗物资供应紧张甚至断供问题，各国对供应链和产业链安全更加重视。2020年7月日本在政策指南中首提“经济安全”，并以财政补贴等形式鼓励日企尤其是医疗设备生产企业将部分海外生产线搬回国内，欧美也纷纷考虑医疗设备生产线回流问题。此外，新冠疫情令2020年线上服务业兴盛，但也使各国对互联网安全及监管愈加重视，欧盟重申数字主权，30多个国家针对互联网科技巨头提出数字税及反垄断审查，这使互联网相关服务业未来几年将面临更严监管和全球化逆风。另一方面，产业链及供应链安全问题，经济政策不确定性上升及气候灾害频繁导致的供应链成本增加，令跨国企业更多考虑缩短供应链长并增加供应弹性，这将使全球产业链布局向需求中心聚拢。相较欧美新增需求不足，中国作为全球第二大经济体，随着双循环战略及内部改革进一步释放内需，将有望成为全球第三大需求中心，进而吸引全球资本围绕中国市场进行布局，形成以美国、欧元区和中国为需求中心的全球三大产业链板块。■

图 17 主要经济体全球 GDP 占比（按购买力平价）



数据来源：国际货币基金组织，东方金诚整理

第四，全球部分产业存在回流可能，产业链布局将向需求中心聚焦，形成美国、欧元区及中国三大产业链板块。2020年新冠疫情对全球供应链和产业链造成严重冲击，疫情初期

## 【债市篇】

# 2021 年信用债净融资额约 2 万亿， 发行量呈前高后低 ——2021 年信用债发行展望

文 | 研究发展部 冯琳 王青

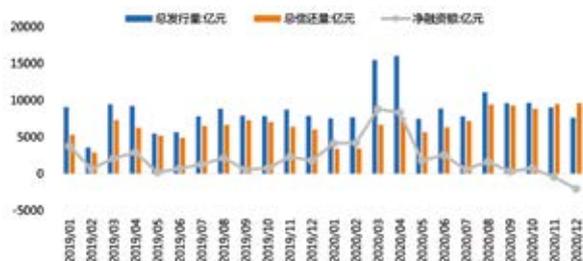
### 主要观点：

- 2021 年信用债融资环境不及上年宽松，全年净融资额将从上年的 3.0 万亿降至约 2.0 万亿；但因总偿还量将增加至 9 万亿，刚性滚债需求上升支撑下，2021 年信用债总发行量将达到 11 万亿，较上年减少约 8000 亿。此外，受利率走势和到期量分布影响，2021 年信用债净融资额料将“前低后高”，发行量则将“前高后低”。
- 我们认为，2021 年信用债净融资承压的主要原因如下：
  - 1) 发行利率中枢抬升，抑制企业债券净融资需求，融资渠道切换能力强的企业或更多转向贷款等其他融资方式；而从年内来看，发行利率走势大概率将沿着“前高后低”的轨迹运行，下半年企业债券净融资需求或将边际回暖。
  - 2) 发行政策环境趋紧，疫情期间出台的临时性宽松举措将进一步退出，同时信用债市场监管基调趋严，结构化发行、欺诈发行等违法违规行为将受到“零容忍”处理。
  - 3) 2021 年信用扩张放缓而企业债务兑付压力加大，债市违约率面临上行可能，市场风险偏好承压，投资者对信用债的态度将更为谨慎，这在抑制需求总量的同时，也将加剧信用债市场分化。
  - 4) 2021 年稳增长需求下降，防风险重要性提升，稳定宏观杠杆率则成为重要的政策目标。预计城投融资环境将边际收紧，房企债务扩张将持续受到约束，作为发债大户的城投平台和房企债券净融资额将有所回落。
  - 从结构来看，预计 2021 年信用债融资在资质、期限、区域、行业等层面的分化将进一步加剧。首先，由于市场风险偏好下降，加之理财产品净值化转型过程中等级偏好提升、期限偏好缩短，预计投资者对低等级、长久期债券需求将会下降，对高等级、短久期债券需求则会增加；其次，2021 年城投、地产融资政策边际收紧、融资监管趋于细化，也将加剧不同资质主体之间的信用分化；最后，信用债违约向国企迁移的趋势料将持续，而国企违约更易引发投资者在区域或行业层面采取“一刀切”风控策略，从而加剧不同区域、行业之间的融资分化。

### 1. 2020 年信用债发行回顾

2020 年信用债<sup>[1]</sup>发行整体放量。全年发行量 11.8 万亿，同比增长 28.8%，净融资额 3.0 万亿，比上年高出 1.1 万亿，符合 3 月底国常会提出的“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”的政策目标。年内来看，信用债发行和净融资“前高后低”——5 月起净融资大幅收缩，5-12 月净融资总额显著不及上年同期，但因到期偿还压力加大，期间累计总发行量仍高于上年同期。

图表 1 2020 年信用债发行和净融资额整体高增，走势“前高后低”



数据来源：WIND，东方金诚

具体来看，1-4 月发行量和净融资额逐月走高，3、4 月份迭创历史新高。这一时期为对冲疫情影响，央行货币宽松加码，资金利率和债券二级市场收益率快速下行，也带动债券发行利率走低，同期贷款利率下降幅度较缓，因此，债券相对于贷款的成本优势迅速拉大，提振企业债券净融资需求；同时，为纾解疫情期间企业的流动性困难，监管推出债券发行“绿色通道”，鼓励企业发行疫情防控债，为企业发债提供了一定的政策便利。

5 月以来，信用债供给自高点回落。原因在于随着经济回升势头逐步确立，央行货币政策发生调整——在货币供给边际收紧的同时，出手整顿资金空转套利。由此，资金利率和债券二级市场收益率大幅上行，带动债券发行利率回升。同时，市场调整背景下，发行人和投资人之间的博弈加剧。投资者对票面利率要求更高幅度的溢价，而在控成本诉求下，发行人抬升票面的主动性不高。部分发行人选择调整融资安排，这也造成取消发行的债券规模占比

上升。11 月，永煤违约事件对信用债市场造成剧烈冲击，投资者认购情绪谨慎，诸多新债发行被迫取消或推迟，信用债净融资大幅萎缩，11 月和 12 月净融资额连续为负。

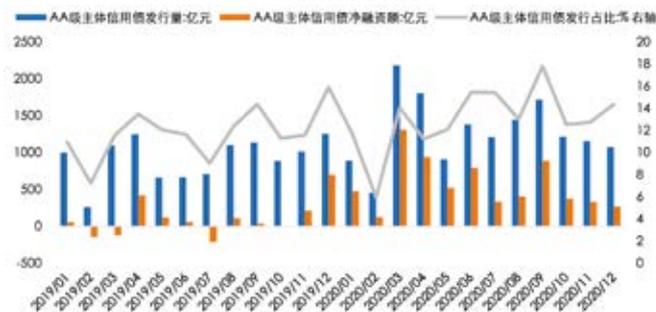
图表 2 2020 年信用债取消或推迟发行的情况增多



数据来源：WIND，东方金诚

从主体结构看，2020 年融资环境宽松带来的利好同样惠及低等级主体。全年 AA 级主体信用债发行量达到 1.5 万亿，同比增长 39.9%，净融资额为 6769 亿，是 2019 年的 5.5 倍。但从发行占比来看，年内信用债发行主体资质并未明显下沉——全年主体评级 AAA 级和 AA+ 级信用债发行占比分别为 65.3% 和 20.4%，与 2019 年的 66.5% 和 19.7% 大致持平；AA 级主体发行占比为 13.1%，仅略高于 2019 年的 12.0%——这也表明短期融资环境改善并未带动投资者风险偏好实质性提升。

图表 3 AA 级主体信用债发行与净融资



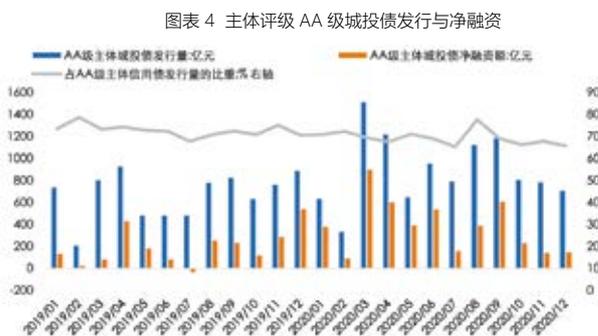
数据来源：WIND，东方金诚

值得一提的是，5-9 月 AA 级主体信用债发行占比波动上升，9 月升至 17.8%。主要原因是在发行利率走高的市场环境下，资金相对充足、融资渠道切换能力强的高等级发行人更有可能调整发行计划，而低等级发行人债券融资

注：[1] 仅统计企业债、公司债、中票、短融和定向工具，下同。

的需求刚性较强，更加容忍发行利率的上行。另一方面，也与投资者在利率震荡调整的阶段追逐票息，通过下沉资质来增厚收益有关，这也反映于二级市场上信用债等级利差的大幅收敛。但自10月以来，因地方国企违约事件冲击市场风险偏好，包括弱资质国企和尾部城投在内的低等级主体债券融资难度加大，AA级主体信用债发行占比明显回落。

**2020年低等级信用债发行仍然高度集中于城投。**2020年经济下行压力加大，产业类企业受困于盈利下滑，而基建稳增长重要性提升，城投融资格局延续改善、融资需求旺盛。在此背景下，市场城投信仰得到强化，低等级城投债继续成为投资者下沉资质的优选。我们注意到，借助宽松的融资环境，2020年有不少城投平台首次发债，其中大约六成为AA级平台。因此，与中高等级平台相比，2020年AA级平台信用债净融资额同比涨幅最高——全年主体评级AA级城投债发行量约1.1万亿，同比增长33.7%，净融资额4567亿，同比增长97.1%，分别占当年AA级主体信用债发行量和净融资额的69.2%、67.5%。



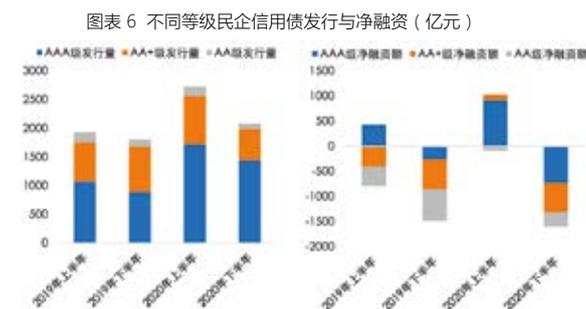
数据来源：WIND，东方金诚

民企债方面，2020年上半年融资环境宽松、利率大幅下行，对民企债券融资也产生积极拉动。2月民企信用债净融资实现2019年5月以来首度转正，且2-6月均保持正值，但期间低等级民企债券净融资仍然为负。进入下半年，由于债市融资条件收紧，发行利率迅速拉升，民企债券净融资额再度转负，且10月以来

受市场风险偏好下降影响，净融资缺口持续扩大。全年来看，2020年民企信用债发行量4915亿，同比增长25.7%，占信用债总发行量的比重为4.2%，较2019年微幅下降0.1个百分点；净融资额为-1468亿，约为2019年净融资缺口（-3032亿）的一半。



数据来源：WIND，东方金诚



数据来源：WIND，东方金诚

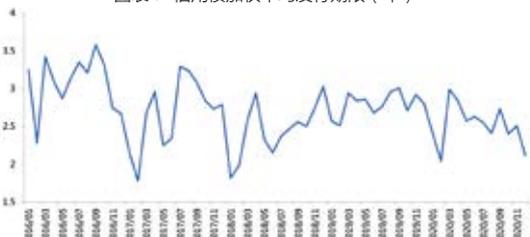
**2020年信用债发行延续短期化特征，**全年短期债券发行占比较2019年提高4.4个百分点至44.5%。从发行人角度看，疫情冲击下，企业发债需求多为补充流动性，同时，在上半年利率较低的时期，也存在利用短债套利的行为。从投资者角度看，这一方面因资管新规严控期限错配，导致债市中与长债相匹配的长期资金不足，另一方面也因投资者对长期信用基本面的态度较为谨慎；同时，在5月后利率剧烈调整的时期，投资者也更加偏好短期限债券。此外，2020年监管推出疫情防控债缓解企业短期流动性压力、交易所试点公开发行短期公司债券等举措，也在一定程度上强化了债券发行的短期化特征。

表格 1 各期限信用债发行量占比

	2020年 (%)	2019年 (%)
≤ 1年	44.49	40.08
(1年, 3年]	27.38	27.93
(3年, 5年]	23.64	27.30
>5年	4.50	4.69

数据来源: WIND, 东方金诚; 注: 按最长期限统计, 如“3+2”债券期限记为5年期

图表 7 信用债加权平均发行期限 (年)



数据来源: WIND, 东方金诚; 注: 按最长期限统计, 如“3+2”债券期限记为5年期

## 2. 2021 年信用债发行展望

永煤违约事件后, 信用债一级新发遇冷, 在净融资大幅萎缩的同时, 融资分化加大。直至 2021 年 1 月, 信用债净融资总量才有所改善, 但分化趋势仍在延续。展望 2021 年, 信用债一级市场发行情况将如何演绎? 我们认为, 除借新还旧压力外, 信用债发行规模和结构还与利率走势、监管政策、违约风险等因素直接相关, 以下将具体展开分析。

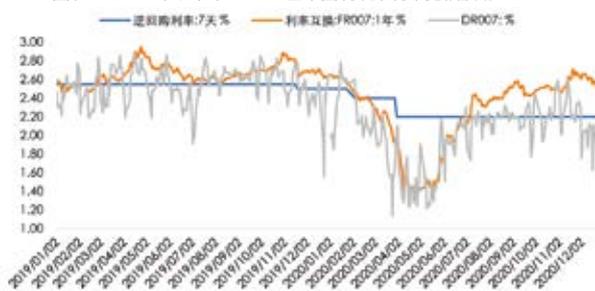
### 2.1 利率走势

#### (1) 资金利率

2020 年资金利率走势“V”型反转, 在 5、6 月份快速回升后, 下半年基本围绕政策利率宽幅波动。展望 2021 年, 货币政策“稳”字当头、央行表态要保持流动性合理充裕<sup>[2]</sup>, 预示资金利率将继续围绕政策利率运行, 全年利率中枢将较 2020 年有所上移 (2020 年 DR007 均值为 2.02%, 较 7 天期逆回购利率低 18bp), 但也不会大幅向上偏离政策利率水平。这也意味着, 2021 年资金利率中枢在 2020 年四季度水平基础上进一步上行的空间有限 (2020 年四季度 DR007 均值为 2.16%), 并可能呈现“前高后低”走势——这部分源于对 2021 年下半年

经济增长动能或将减弱、通胀压力稳中趋缓的预期。<sup>[3]</sup>

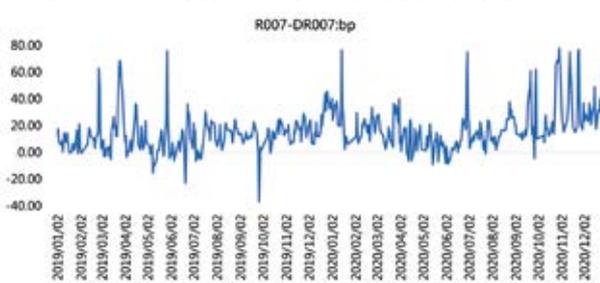
图表 8 2020 年下半年 DR007 基本围绕政策利率宽幅波动



数据来源: WIND, 东方金诚

值得一提的是, 2020 年四季度以来, 银行间市场流动性分层加剧, R 与 DR 之间的利差波动走阔。这一方面与银行、特别是中小银行压降结构性存款, 造成负债端压力上升、资金融出意愿下降有关, 另一方面也因违约事件导致低等级信用债质押融资难度加大。而在货币政策稳中偏紧、金融监管趋严、信用扩张放缓、市场风险偏好下降等预期下, 短期内银行间市场流动性分层料难现明显改善, 并可能与实体经济的信用分层相互作用、相互加深。这将导致低等级债券机会和风险不对称, 进而加剧信用债市场分化。

图表 9 2020 年四季度以来, 银行间市场流动性分层有所加剧



数据来源: WIND, 东方金诚

#### (2) 无风险利率

2021 年利率债市场面临的多空因素较为平衡: 一方面, 经济基本面仍有修复趋势、货币政策取向稳中偏紧, 债市仍然缺乏“熊转牛”的触发因素。另一方面, 市场对于基本面改善和政策退出的预期已比较充分, 在债券估值中已有定价; 同时, 政策回归常态也强调“不急

注: [2] 参见 2021 年 1 月央行行长易纲接受新华社记者采访时的回应。

注: [3] 详见东方金诚研报《疫后经济反弹, 政策回归常态——2021 年宏观经济展望》

转弯，把握好政策时度效”<sup>[4]</sup>，这意味着出现加息升准、市场利率大幅攀升的可能性不大。

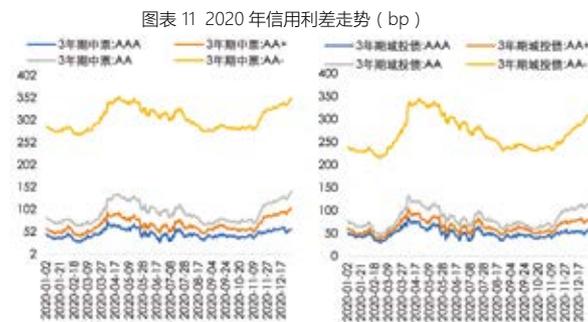
因此，在不发生新的重大冲击的情况下，预计 2021 年无风险利率将以震荡为主，全年波动幅度有限。10 年期国债收益率波动区间为 (3.0%，3.5%)，全年波动中枢将在 3.2%-3.3%，高于 2020 年均值 2.94%。同时，伴随经济增长动能减弱、通胀压力趋缓，下半年货币政策可能向着中性甚至中性偏松方向微调，债市环境将较上半年整体改善，带动年内利率大致呈现“前高后低”走势。<sup>[5]</sup>



### (3) 信用利差

2020 年在信用债收益率跟随利率债波动的同时，信用利差走势却与无风险利率出现背离，表现出“牛市走阔、熊市收窄”的特征。其中，前 4 个月，无风险利率快速下降，信用债收益率下行幅度较缓，信用利差被动走阔。5-10 月，货币投放边际收紧，而信用扩张仍在加速。因此，在“紧货币 + 宽信用”环境下，信用债表现好于利率债，信用利差大幅收敛，等级利差同步压缩。但自 10 月下旬以来，地方国企违约事件频发，加之市场担忧后续政策退出、信用收缩可能导致信用风险加速暴露，市场风险偏好受到压制，信用利差和等级利差迅速回升。全年来看，年末信用利差与年初相比普遍上行，且低等级品种上行幅度较大，等级利差整体走阔。

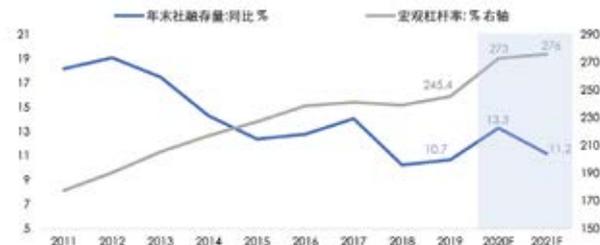
注：[4] 参见 2020 年 12 月中央经济工作会议内容。  
注：[5] 详见东方金诚研报《利率震荡为主，走势前高后低——2021 年利率债市场展望》。  
注：[6] 参见人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛发表的讲话。  
注：[7] 预计 2021 年新增信贷和社融规模为 19 万亿和 32 万亿，较 2020 年减少 1 万亿和 2.9 万亿。  
注：[8] 详见东方金诚研报《市场分化加剧，当谋定而后动——2021 年信用债市场展望》。



数据来源：Choice，东方金诚

展望 2021 年，为了实现“要使宏观杠杆率得到有效控制”<sup>[6]</sup>的政策目标，信用扩张将适度放缓。预计全年新增信贷和社融规模将在 2020 年基础上稳中有降<sup>[7]</sup>，年末社融存量同比增速将回落至 11.2%，较 2020 年末下降 2.1 个百分点。叠加货币政策“稳”字当头的预期，我们判断，2021 年信用债市场环境将从 2020 年 5 月以来的“紧货币 + 宽信用”切换至“稳货币 + 紧信用”。

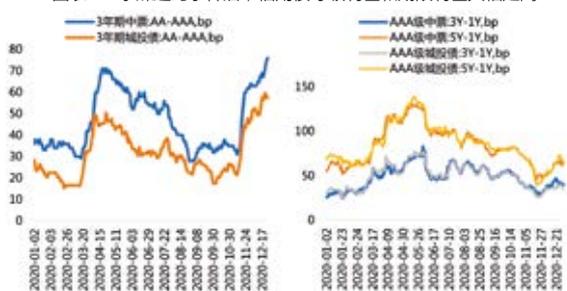
图 12 2021 年宏观杠杆率趋稳，社融存量增速料将回落



数据来源：WIND，东方金诚；阴影部分为预测值

从信用利差角度看，其一，2021 年资金面将维持“不缺不溢”，资金利率中枢将较 2020 年有所上移，同时资金面波动性或加大、流动性分层加剧，意味着流动性溢价将难以压缩；其二，信用扩张放缓，市场对违约风险加速暴露的担忧升温，风险偏好受到压制，信用风险溢价面临抬升。同时考虑到理财净值化转型将导致低等级、长久期信用债需求减弱，以及地方国企违约事件引发市场对弱资质国企和尾部城投的定价重构，预计 2021 年高等级信用利差将维持低位，低等级信用利差、等级利差和期限利差则面临走阔压力。<sup>[8]</sup>

图表 13 永煤违约事件后，信用债等级利差和期限利差大幅走阔



数据来源: Choice, 东方金诚

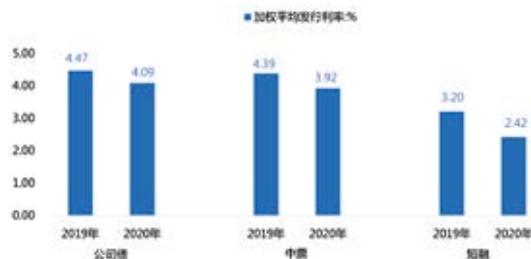
#### (4) 发行利率

2020 年信用债发行利率中枢较 2019 年明显下移，这也是全年净融资额高增的重要原因。年内看，利率走势“先降后升”，4-5 月份为利率低点，此后波动上扬，年底受地方国企违约事件影响，发行利率整体上行。值得一提的是，11 月 21 日金融委发声稳定市场情绪后，债券二级市场收益率开始拐头向下，同时央行加大流动性投放，资金面充裕，带动资金利率下行。但因资金风险偏好下降，信用利差和等级利差持续走阔，传导至一级市场，12 月信用债发行利率仍现较大幅度上升，各主要券种加权平均发行利率均已接近甚至高于上年同期水平，这也拖累全月信用债净融资出现较大缺口。

对于融资渠道切换能力强的发行人来说，债券融资的成本优势决定了其是否会选择债券来替换贷款等其他融资方式。与贷款相比，债券发行定价市场化程度更高，与资金利率联动性更强。因此，在 1-4 月资金利率大幅下行的时期，债券发行利率降幅超过贷款利率，相对成本优势凸显；5 月之后，伴随资金利率中枢迅速抬升，债券发行利率大幅上升，而贷款利率上行较缓——三季度一般贷款加权平均利率仅较二季度回升 5bp，债券融资成本优势减弱，企业用债券替换贷款的意愿也随之下降。我们关注到，2020 年四季度央行货币政策委员会例会强调“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，巩固贷款实际利率水平下降成果”，预示 2021 年企业贷款利率将保持基本稳定，这也意味着债券融资相对贷款的成本优势再度拉升

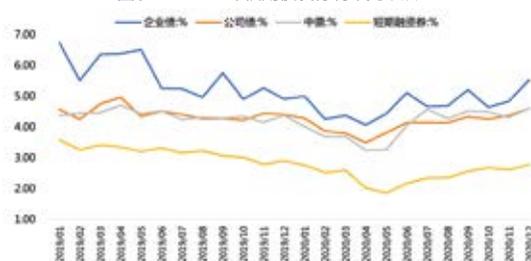
的空间有限。

图表 14 2020 年信用债发行利率中枢较上年明显下移



数据来源: WIND, 东方金诚

图表 15 2020 年信用债发行利率先下后上



数据来源: Wind, 东方金诚

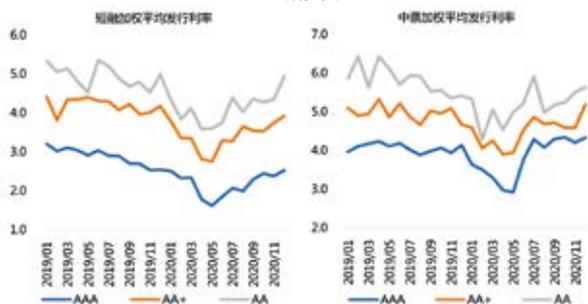
展望 2021 年，资金利率和无风险利率波动中枢都将高于 2020 年，加之信用利差面临走阔压力，预计全年信用债发行利率中枢将较 2020 年明显提升。但从边际变化来看，在资金利率将围绕政策利率波动、无风险利率以震荡为主的预期下，2021 年信用债发行利率在 2020 年底的基础上进一步上行的空间也比较有限。

从年内来看，由于资金利率和无风险利率均将“前高后低”，信用债发行利率走势大概率也将沿着“前高后低”的“倒 V 字”型轨迹运行，利率高点将出现在年中附近，下半年利率均值有望低于上半年。当然，对于下半年利率下行的幅度也不宜过度期待。原因在于尽管货币政策在相机抉择下可能会有边际松动，但操作空间有限，出现以降息、降准为代表的大幅再宽松的可能性很小，这将制约利率下行空间。

另外，在信用扩张放缓、信用分层加速演绎的预期下，2021 年信用债发行利率在不同主体之间的分化料将加大。一方面，等级利差和期限利差承压，意味着低等级、长期限债

券发行可能需要给予投资者更高的票面溢价补偿；另一方面，永煤违约事件后，地方国企信用债估值定价重构，区域、行业信用利差出现更大分化，敏感地区或行业内的弱资质国企面临发行成本上升、发行难度加大的压力。而伴随风险偏好下降，投资者对优质安全资产的追逐将会进一步强化债券市场上优质主体的发行成本优势。

图表 16 永煤违约事件后，高等级主体与中低等级主体间的发行利差有所拉大



数据来源：WIND，东方金诚

## 2.2 发行监管政策

2020 年债券融资政策有所放宽。在各项举措中，既有旨在放宽债券发行条件、丰富债券品种，以提高直接融资占比的长期政策，也有为应对疫情冲击推出的应急性措施。这些举措体现出强化债市对实体经济融资支持的政策导向，为年内信用债发行放量提供了政策便利。但自下半年以来，政策倾向悄然发生变化，信用债发行监管环境趋紧：一方面，伴随疫情冲击减退，疫情期间的临时性宽松措施逐步退出；另一方面，债市监管基调趋严，管理新规频出，内容涉及严查“自融”、打击债市各类违法违规行为、统一公司信用类债券信息披露等方面，重点强化对发行人和中介机构的监督管理及责任压实。

可以看出，伴随疫情影响减退、基本面积极因素和金融风险逐步积累，2020 年信用债发

表格 2 2020 年信用债发行监管政策梳理

内容	具体举措
开辟“绿色通道”，鼓励相关企业发行疫情防控债	1 月 31 日央行等五部门联合发文，对募集资金主要用于疫情防控以及疫情较重地区的主体发行债券建立注册发行绿色通道。随后，交易商协会、发改委、沪深交易所就债券业务“绿色通道”做出细化安排。同时，监管针对疫情给债券发行和存续期管理造成的不便做出特殊安排，如延期披露 2019 年年报、调整非定期信息披露时限等。
债券发行注册制启动，放宽发行额度限制	3 月 1 日新《证券法》生效后，公司债和企业债发行注册制按下启动键。注册制的实施，减少了中间核准环节，有助于提高债券发行效率。同时，新《证券法》还对公司债、企业债发行条件进行了调整，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 40%”等发行额度限制条件。删除规定后，企业发债规模不受限制，有更大发债空间。 6 月 12 日，交易商协会发布了《非金融企业短期融资券业务指引》等 6 项自律规则。其中，在对《非金融企业短期融资券业务指引》、《非金融企业超短期融资券业务指引》及《非金融企业中期票据业务指引》进行修订时，删除了产品指引中“待偿还余额不超过净资产 40%”的表述，与新《证券法》相关修订实现接轨。
持续推出新的债券品种，更好匹配发行人融资需求	5 月下旬，交易所开始试点公开发行短期公司债。短期公司债的推出，填补了交易所公开发行短期产品的空白，能够更好地满足发行人和投资者对多种期限结构的需求。 8 月发改委正式推出县城新型城镇化建设专项企业债券，支持县城特别是县城新型城镇化建设示范区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行专项企业债券。同时，允许“统筹考虑项目资金、土地保障方式，加大专项企业债券融资支持力度，协调新增建设用地计划指标和城乡建设用地增减挂钩指标分配，满足项目合理用地需求，保障项目落地实施”，实际上是允许通过出让土地使用权作为收益来源，对专项债券项目的还款形成较有利的支撑。
债市基础设施互联互通取得实质性推进	7 月 19 日，央行、证监会联合发布公告，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。这将有助于市场资金等要素流动，提升定价效率；同时，市场参与各方互相进入对方市场，券商、评级公司等中介机构相互间竞争或将加剧。对于发行人来说，竞争加剧或将带来债券发行成本的压降，加之互联互通带来的债券定价效率的提高，将有助于提高发行人利用债券融资的便利性，降低债券融资综合成本。
加强债市法制建设，强化市场监督管理，打击各类违法违规行为	11 月 18 日交易商协会发布《关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知》，强调禁止发行人直接或间接认购自己发行的债券，打击“结构化发行”违规行为，同时还明确，主承销商、承销商、投资人等不得蓄意协助发行人从事“自融”行为，如在发行过程中发现上述情形，应立即停止相关发行工作，并及时向交易商协会报告。 11 月 21 日，国务院金融委第四十三次会议召开，会议明确表态对债券市场上各类违法违规行为、各类逃废债行为秉持“零容忍”态度，要求金融监管部门和地方政府切实履行责任，强调各类市场主体必须严守法律法规和市场规则。 12 月 22 日，央行组织召开债券市场法制建设座谈会，指出目前我国债市法律体系的系统性和完备性相对不足，需要加快推动补齐法制短板。会议强调，要以债市法制建设中的问题为导向，推动完善债市法律体系，全面提升债市法治水平，对债市违法行为零容忍，不断夯实债市信用基础，助力债市健康平稳发展。 12 月 28 日，央行、发改委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，自 2021 年 5 月 1 日起实施。《办法》对信息披露制度建设、相关责任、发行文件、定期报告及重大事项需披露的内容、频率、时效、中介机构职责等进行了明确规定，对债券募集说明书和定期报告的主要内容、结构框架、格式体例等提出了细化要求，同时还明确了发行人及其董监高、控股股东和实控人及中介机构的信息披露义务和法律责任，将有助于增强市场透明度，完善市场约束机制，强化投资者保护。 12 月 30 日，证监会公布《可转换公司债券管理办法》，自 2021 年 1 月 31 日起施行。《管理办法》共 23 条，涵盖交易转让、信息披露、转股、赎回、回售、受托管理、监管处罚、规则衔接等内容，着重解决转债市场存在的投资者适当性管理不适应、交易制度缺乏制衡、发行人与投资者权责不对等、日常监测不完善、受托管理制度缺失等问题，主要目的在于防范交易风险，加强投资者保护。

资料来源：东方金诚根据公开资料整理

行监管政策“前松后紧”，这也与年内信用债发行量和净融资额“前高后低”相一致。展望2021年，我们预计信用债发行政策环境将延续2020年下半年的边际倾向，呈现出以下主要特征：

一是监管趋严的基调将会延续。2021年初，央行工作会议明确了新一年的十大重点工作，其中明确提及要“牵头制定债券市场发展规划，推动完善债券市场法制，促进基础设施互联互通。健全多渠道债券违约处置机制。推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为查处力度”。同时，2021年证监会将继续推动“完善债券发行注册制”<sup>[9]</sup>。注册制理念的核心即为信息披露，预计后续交易所将不断提高审核透明度，压实中介机构责任，夯实注册制下的风险防控机制。

二是疫情期间的临时性举措将进一步退出。伴随疫情影响减退，政策向常态化回归，监管机构在疫情期间针对债券发行实施的临时性举措也将退出。我们关注到，2021年1月11日上交所发文，指出根据当前疫情防控和经济社会恢复发展情况，对债券业务安排有关事项做出调整，主要内容包括：（1）2021年起恢复计算公司债券、资产支持证券的反馈意见回复时限和中止后触发终止时限；（2）公开发行人公司债券证监会批复、非公开发行人公司债券和资产支持证券无异议函有效期2021年起恢复计算；簿记建档恢复正常；（3）发行人应在2021年4月30日之前披露2020年年度报告，发行人和中介机构应按照交易所有关规定开展存续期有关业务；（4）废止《关于疫情防控期间债券业务安排有关事项的通知》。

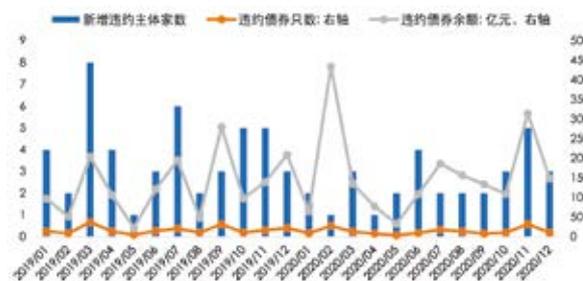
三是债券品种创新将持续推进。一方面是对已有创新品种的规范完善。另一方面，配合国家发展战略和宏观政策导向是债券品种创新的重要方向。我们关注到，2020年12月中央经济工作会议强调要“加大对科技创新、小微

企业、绿色发展的金融支持”，预计2021年监管机构可能会探索在上述领域推出新的债券创新品种或完善已有创新品种。同时，预计资产证券化产品创新力度也将继续加大，基础设施公募REITs试点范围及知识产权证券化覆盖面将进一步扩大。相关企业料将密切关注信用债和资产证券化产品创新的最新进展，匹配性挖掘绿色债券等创新品种发行机会，积极把握政策红利。

### 2.3 信用债违约风险

信用风险事件不仅会影响债券的二级市场估值，也会直接影响到一级市场的发行规模和发行结构。2018年民企“违约潮”和2020年底大型地方国企违约事件均对信用债一级发行产生显著冲击。回顾2020年信用债违约情况，全年新增违约主体30家，较2019年减少16家；违约率为0.67%，较2019年下降0.38个百分点。主要原因是融资环境宽松，各资质发行人融资情况均得到改善，同时，经过此前两年多的持续暴雷，民企发行人风险不断释放，存量高风险、有瑕疵主体已明显减少。不过，四季度以来，新增违约主体数量开始增多，且多起地方国企违约事件发酵，引发信用债市场悲观情绪蔓延，信用债净融资骤降。从全年来看，2020年新增违约主体中，国企有9家，比上年增加2家，占比则从上年的15%大幅提升至30%，表现出违约主体向国企迁移的趋势。

图表 17 从新增违约主体家数看，2020 年违约风险较上年有所缓和



数据来源：WIND，东方金诚

2020年四季度地方国企违约事件能够对市场产生如此剧烈的影响，一个重要的原因在

注：[9] 参见证监会主席易会满于2020年12月发表的题为《提高直接融资比重》的署名文章。

于，市场对相关主体具有较强的“国企信仰”，预期其在偿债方面应当能够得到地方政府的支持。这一预期落空表明，即便对于区域内的大型、重要国企，地方政府救助意愿也存在着较大的不确定性，这使得“国企信仰”的根基受到动摇。同时，在当前宏观政策逐步回归常态、信用扩张速度放缓，以及国企改革持续推进、“僵尸国企”不断出清的预期下，市场对于债市中长期违约风险，尤其是弱资质国企和尾部城投信用风险加速暴露的担忧，构成了悲观情绪蔓延的宏观和中观背景。

从 2021 年来看，信用债市场确实面临着违约风险上升的压力。主要原因在于，2020 年融资环境整体宽松，无论是银行信贷投放还是企业债券融资规模都有明显上升，且债务结构短期化特征明显，这也推升了 2021 年企业债务兑付的压力。而随着宽松政策逐步退出，2021 年企业享受的融资优惠政策力度将会减弱，整体信用扩张趋于放缓。这两方面因素相结合，将对 2021 年债市违约率起到一定的推升作用。由此，信用扩张放缓、违约风险加大的预期将压制市场风险偏好，从而加剧信用债市场分化。同时，2021 年信用风险向地方国企迁移的趋势料将延续，市场将密切关注所属行业景气低迷、所属地区财力较弱、自身债务负担沉重、资产规模虽大但流动性紧张的尾部国企违约风险。与民企相比，国企违约对市场情绪的扰动更大，更易引发投资机构在区域或行业层面的“一刀切”风控，从而造成更大范围的债券估值波动和一级融资收紧。

需要说明的是，我们认为 2021 年信用债违约风险大幅上行的可能性并不大。一方面，在经过此前两年多的连续出清后，债券市场存量民企的信用资质整体改善，违约风险较为可控。另一方面，近期监管层已通过金融委会议、中央政治局会议和中央经济工作会议，连续强调要“打击‘逃废债’等债市违法违规行为”，

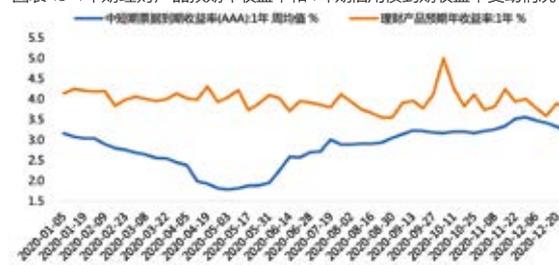
这有助于缓解市场对地方国企欲借“逃废债”摆脱债务负担的担忧情绪。这样来看，2018 年民企违约多发现象再现于 2021 年地方国企、城投平台的可能性很小，更可能会继续呈现少量、散点分布状态。

## 2.4 信用债发行展望

展望 2021 年，主要受利率中枢抬升、发行政策环境趋严，投资者风险偏好下降，以及城投、地产等发债大户融资边际收紧影响，信用债净融资料将承压。预计全年信用债净融融资额将从上年的 3.1 万亿降至 2.0 万亿左右。具体分析如下：

**(一) 2021 年信用债发行利率中枢将较 2020 年提升。**一方面，债券相对贷款的融资成本优势减弱，贷款议价能力强的企业或更多转向银行贷款，从而降低对债券融资的需求。同时，后续股票发行注册制将在全市场推行，相关企业可能会把握政策利好，更多转向股权融资，优化融资结构。另一方面，在监管严查套利、发行利率抬升后，2020 年下半年以来短债套利空间已经大幅收窄，因套利而引发的债券融资需求已明显降温。

图表 18 1 年期理财产品预期年收益率和 1 年期信用债到期收益率变动情况



数据来源：WIND，东方金诚

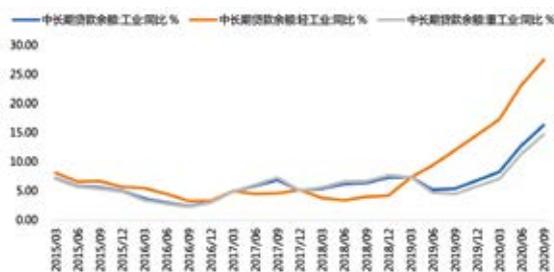
**(二) 2021 年信用债发行政策环境趋紧。**一方面，疫情期间出台的临时性宽松举措将进一步退出。另一方面，信用债市场监管基调趋严，发行人、投资者、中介机构等市场参与各方将处在更加严格的监督管理之下，结构化发行、欺诈发行等违法违规行为将受到“零容忍”处理。我们认为，严监管基调将在短期内抑制信用债净融融资放量，但从中长期来看，将有助

于提升债市法治水平、夯实债市信用基础，对于推动债市健康平稳发展具有深远意义。

(三) 2021 年信用扩张放缓而企业债务兑付压力加大，债市违约率面临上行可能，这将压制市场风险偏好。预计投资者对信用债的态度将更为谨慎，这在抑制需求总量的同时，也将加剧信用债市场分化。另外，2021 年是资管新规过渡期最后一年，在 2021 年底前，银行理财产品、信托计划、保险资管产品、券商理财等资管产品将完成净值化转型，转型过程中净值波动加大可能会影响产品规模保持，也可能对信用债需求总量形成一定冲击。

(四) 分板块来看，2021 年稳增长需求下降，稳定宏观杠杆率则成为重要的政策目标，这意味着：其一，基建进一步发力的空间有限，新增专项债规模大概率回调，城投基建配套融资需求料将下降，同时，防范地方政府债务风险的重要性相对上升，城投整体融资环境边际收紧。其二，房企债务扩张将持续受到约束，尤其对于“三道红线”不达标的高杠杆经营房企来说，其债务规模的增加将受到明确限制。因此，2021 年作为发债大户的城投平台和房企债券净融资额均将有所回落。另一方面，2021 年制造业将接棒基建和房地产，成为拉动投资增长的主要动力。制造业投资的大幅反弹将带动企业融资需求回暖，但考虑到 2021 年新增信贷规模不会明显收缩，且政策层面上鼓励银行加大对制造业企业的中长期贷款支持力度，因此，制造业投融资回升或难以大幅激发企业债券融资需求。

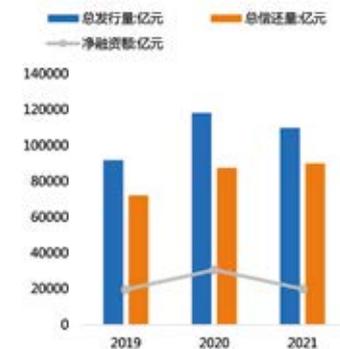
图表 19 2020 年以来，金融机构对工业企业中长期贷款余额增速显著加快



数据来源：WIND，东方金诚

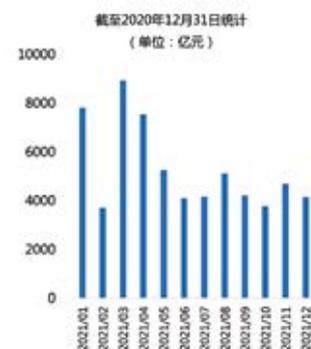
从总发行量来看，在净融资规模承压的同时，由于 2020 年信用债发行大规模放量，且其中短期债券占比超 4 成，这也造成 2021 年信用债到期偿还规模增加。因此，企业刚性滚债需求将对发行总量产生较强支撑。综合考虑到期偿还量、提前兑付量、回售量以及年内发行并到期的金额，我们预计 2021 年信用债待偿还规模将为 9 万亿<sup>[10]</sup>，叠加 2 万亿净融资额，全年信用债总发行量将在 11 万亿左右，较 2020 年减少约 8000 亿。从节奏上来看，上半年到期偿还量较大，企业面临较强滚债需求；下半年偿还规模有所下降，而发行利率有望出现一定幅度下行，企业债券净融资需求或将回暖。整体上看，受利率走势和到期量分布影响，2021 年信用债净融资额将“前低后高”，发行量则将“前高后低”。

图表 20 2021 年信用债发行与净融资展望



数据来源：Wind，东方金诚

图表 21 2021 年信用债到期偿还量分布



从结构来看，预计 2021 年信用债融资在资质、期限、区域、行业等层面的分化将进一步加剧。具体分析如下：

(一) 2021 年市场风险偏好承压，加之理财产品净值化转型过程中等级偏好提升、期限偏好缩短，预计投资者对低等级、长久期债券需求将会下降，低等级、长期限债券发行难度料将加大。同时，投资者对高等级、短久期债券的需求将会增加，而考虑到随着打破刚兑不断扩面，债券市场上可供投资的安全资产减少，资金对优质、安全资产的追逐或将加剧结构性“资产荒”，这将进一步强化优质主体的发行

注：[10] 详见东方金诚研报《2020 年信用债违约回顾与 2021 年展望》

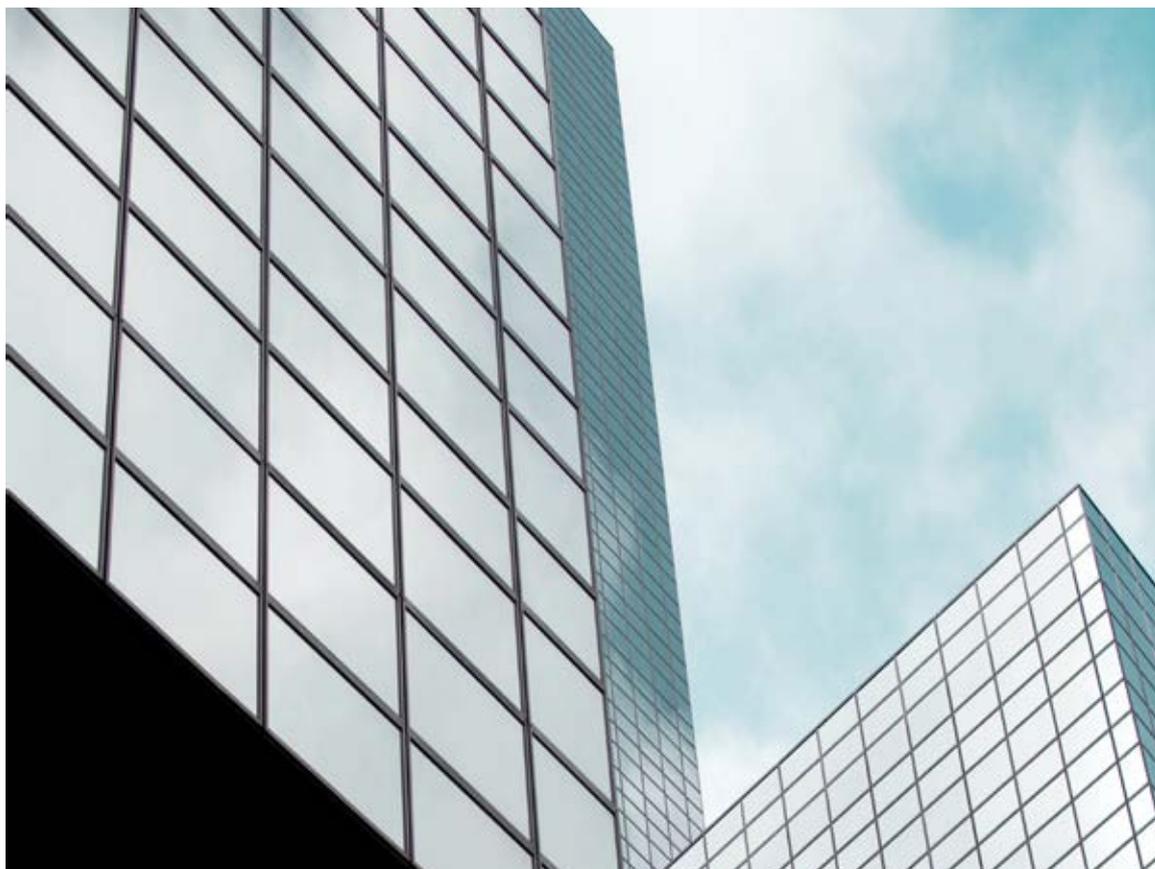
成本优势。

因此，从供需关系角度看，2021 年低等级或长年限债券发行需要给予投资者更高的票面溢价补偿。这也意味着，对于低等级主体来说，拉长发行期限将面临更大难度，必要时还需采取一定的增信措施。而对于信用风险可控的优质主体来说，债券发行期限的选择将相对灵活。在上半年利率偏高的时期，或将更加倾向于发行短期债券；下半年利率料将有一定下行趋势，则可考虑适当拉长发行期限。整体上看，2021 年信用债一级发行高度集中于优质主体和短期限的特征将进一步强化。

(二) 以城投“红黄绿”分级传闻、房企“三道红线”政策为代表，城投、地产融资监管正趋于细化，这两大板块中的弱资质主体将面临更大的融资约束，进而加剧不同资质主体之间的信用分化。一直以来，由于城投和地产较强的系统重要性、城投背后的政府支持、房企较

高的资产质量，使得城投债和地产债成为投资者资质下沉的优选。但 2021 年城投和房企融资政策边际收紧，融资监管趋于细化，将使投资者在下沉资质时更加谨慎，也将更加注意控制久期。

(三) 2021 信用债违约向国企迁移的趋势料将持续，而**国企违约更易引发投资者在区域或行业层面采取“一刀切”风控策略**。在当前的市场环境下，敏感区域或敏感行业内的弱资质主体债券发行可能仍然需要等待市场信心的重塑；而尽管大型地方国企违约事件对城投债估值也有影响，但在“安全资产荒”驱动下，城投信仰在经济财政实力较强的地区反而存在被动巩固的可能。■



## 市场分化加剧，当谋定而后动 ——2021年信用债市场展望

文 | 研究发展部 冯琳 于丽峰

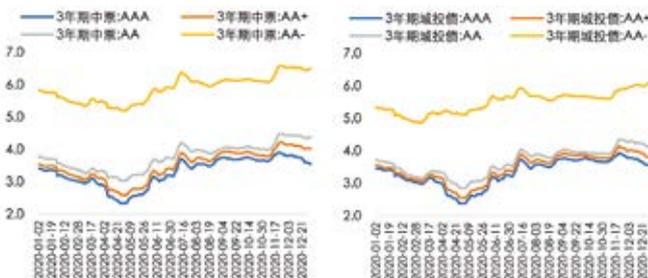
### 主要观点：

- 2021年信用环境将从此前的“紧货币+宽信用”切换至“稳货币+紧信用”，高等级信用利差有望维持低位，低等级信用利差料将走阔。同时考虑到理财净值化转型将导致低等级、长久期信用债需求减弱，以及地方国企违约事件引发市场对弱资质国企和尾部城投的定价重构，等级、期限利差料将承压。
- 主要受利率中枢抬升，以及城投、地产板块融资边际收紧影响，2021年企业债券净融资需求与2020年相比会有所降温。同时，投资者对优质安全资产的需求料将增加，2021年资金和优质资产之间的供需不平衡或将加剧结构性“资产荒”。
- 2021年融资环境边际收紧而企业债务兑付压力加大，信用债违约风险面临上行可能，但违约率大幅抬升的风险不大。2021年违约向国企迁移的趋势料将延续，需要重点关注所属行业景气低迷、所属地区财力较弱、自身债务负担沉重、资产规模虽大但流动性紧张的尾部企业违约风险。
- 投资策略展望：2021年资金面将保持“不缺不溢”，中短久期高等级信用债套息空间尚可。利率将以震荡为主，理财产品净值化转型压降长久期信用债需求，久期策略空间有限。在利率震荡期，信用债票息策略具备一定优势，但2021年融资分化加剧，下沉资质、向信用要收益的难度加大；同时，负债端稳定的投资者料将继续挖掘中高等级私募债，以及条款债性强、基本面较好的中高等级永续债的票面机会。
- 分板块看，城投债方面，市场料将重点关注三类平台风险：一是所属区域债务规模大、但经济财政实力较弱且城投债净融资情况不佳的主体，二是短债到期规模大或债务结构中非标占比高的主体，三是政府救助意愿较弱的主体。地产债方面，预计投资者将继续挖掘财务稳健、融资渠道相对畅通的大中型民企及国企地产债投资机会，对去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的主体则将保持谨慎。其他产业债方面，市场料将重点关注景气改善明显的行业内优质主体投资机会。

## 1. 二级市场：信用债收益率及利差展望

2020年信用债收益率跟随利率债大致“先下后上”，年末与年初相比总体上行。前4个月，央行货币宽松力度加码，资金利率下行，债券收益率亦大幅走低。4月底之后，货币政策开始向常态化回归，资金利率中枢抬升，债券收益率拐点向上，到8月下旬债市已回吐疫情后的全部涨幅。9-10月，债市进入多空相对平衡的窄幅震荡阶段。及至11月，受永煤违约事件冲击，信用债市场剧烈调整，并通过流动性压力传导至利率债市场，债券收益率较快上行。11月21日金融委发声维护债市稳定，市场悲观情绪得到缓和，加之央行加大流动性投放，资金面充裕，此前持续上扬的同业存单利率亦企稳下行，债券收益率止涨回落。

图表1 2020年信用债收益率走势(%)



数据来源: Choice, 东方金诚

表格1 2020年底各等级、各期限信用债收益率及历史百分位

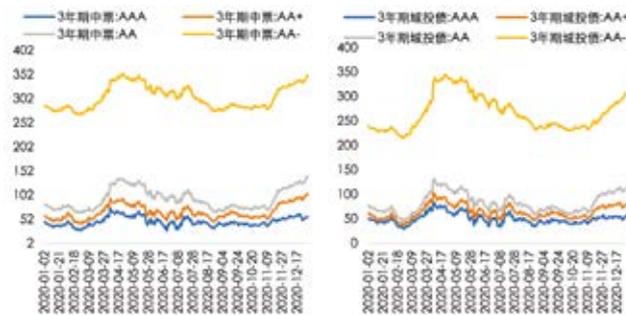
	中短期票据			城投债		
	12月31日收益率:%	较年初变动值:bp	历史百分位:%	12月31日收益率:%	较年初变动值:bp	历史百分位:%
1年期AAA	3.1406	-1.60	20.07	3.2030	5.71	20.57
3年期AAA	3.5440	12.69	20.28	3.5587	10.47	19.37
5年期AAA	3.7975	9.12	17.89	3.8350	0.13	16.91
1年期AA+	3.4396	18.30	26.57	3.3499	14.40	24.31
3年期AA+	4.0229	48.58	29.37	3.7784	20.44	22.99
5年期AA+	4.3574	35.11	30.36	4.0848	12.11	21.64
1年期AA	3.8396	47.30	29.70	3.6799	35.40	28.67
3年期AA	4.3929	61.58	30.52	4.1334	39.44	28.30
5年期AA	4.7474	33.11	26.57	4.4398	28.11	24.27
1年期AA-	5.8896	46.30	62.65	5.1599	59.40	41.46
3年期AA-	6.4929	66.58	63.55	6.0734	72.44	46.94
5年期AA-	6.9174	45.11	63.55	6.7398	53.11	51.05

数据来源: Choice, 东方金诚

2020年信用利差走势与无风险利率出现背离，表现出“牛市走阔、熊市收窄”的特征。前4个月，无风险利率快速下降，信用债收益率下行幅度相对较小，信用利差被动走阔。这一时期资金利率大幅走低，流动性溢价压缩，但因投资者担忧疫情冲击下企业经营性现金流恶化，可能会导致违约风险加大，因此，利差走阔主要由信用风险溢价上升所致。同时，风险偏好下降也导致信用债等级利差同步扩大。

5月以来，债市持续调整，信用债表现则相对好于利率债，信用利差整体压缩。主要原因有二：一是以DR007为代表的短端资金利率在快速回升至政策利率附近后，波动中枢趋稳，而信用债收益率则持续上行，这使得信用债套息空间得到改善，投资者加大杠杆套息操作力度，有助于压低利差；二是2020年融资环境宽松，信用债净融资大幅增加，债市违约率不升反降，利好风险偏好回暖。这一时期等级利差亦持续压缩，一方面因高等级信用债流动性好，对无风险利率和市场情绪的变化更加敏感，另一方面也因投资者追逐票息，通过下沉资质来增厚收益。不过，10月下旬以来，地方国企违约频发，加之后续政策退出、信用收缩的预期，引发市场对未来信用风险将会加速暴露的担忧，投资者风险偏好下降，信用利差和等级利差开始扩大。全年来看，年末信用利差与年初相比普遍上行，且低等级品种利差上行幅度较大，信用债等级利差整体走阔。

图表2 2020年信用利差走势(bp)



数据来源: Choice, 东方金诚

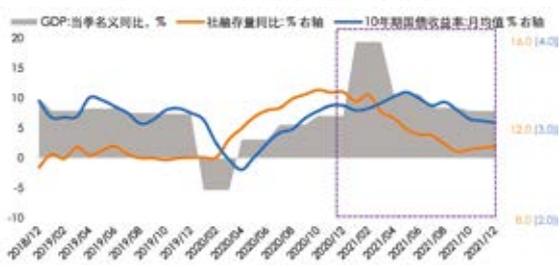
表格 2 2020 年底各等级、各期限信用利差及历史百分位

	中短期票据			城投债		
	12月31日利差:bp	较年初变动值:bp	历史百分位:%	12月31日利差:bp	较年初变动值:bp	历史百分位:%
1年期 AAA	15.89	-4.88	46.11	22.13	2.43	35.99
3年期 AAA	56.23	9.41	67.87	57.70	7.19	45.78
5年期 AAA	81.58	5.84	54.96	85.33	-3.15	34.68
1年期 AA+	45.79	15.02	55.99	36.82	11.12	35.05
3年期 AA+	104.12	45.30	79.06	79.67	17.16	48.17
5年期 AA+	137.57	31.83	72.97	110.31	8.83	39.53
1年期 AA	85.79	44.02	70.96	69.82	32.12	46.73
3年期 AA	141.12	58.30	75.85	115.17	36.16	50.43
5年期 AA	176.57	29.83	56.48	145.81	24.83	42.04
1年期 AA-	290.79	43.02	93.46	217.82	56.12	81.37
3年期 AA-	351.12	63.30	95.76	309.17	69.16	86.92
5年期 AA-	393.57	41.83	95.48	375.81	49.83	85.68

数据来源: Choice, 东方金诚

展望 2021 年, 无风险利率料将以震荡为主, 上行和下行空间均面临制约, 全年波动幅度有限。一方面, 经济基本面仍有修复趋势, 货币政策还将进一步向常态回归; 另一方面, 市场对于基本面改善和政策退出的预期已比较充分, 同时政策回归常态也强调“不急转弯, 把握好政策时度效”, 这意味着宏观政策从“重托底”骤然转向“防过热”, 出现加息升准、市场利率大幅攀升的可能性不大。因此, 2021 年无风险利率大概率将以震荡为主, 预计 10 年期国债收益率波动区间在 (3.0%, 3.5%)。同时, 下半年债市环境将较上半年整体改善, 利率大致将呈现“前高后低”走势, 下半年中枢将较上半年有所下移。(详见东方金诚研报《利率震荡为主, 走势前高后低——2021 年利率债市场展望》)

图表 3 2021 年无风险利率走势料将“前高后低”



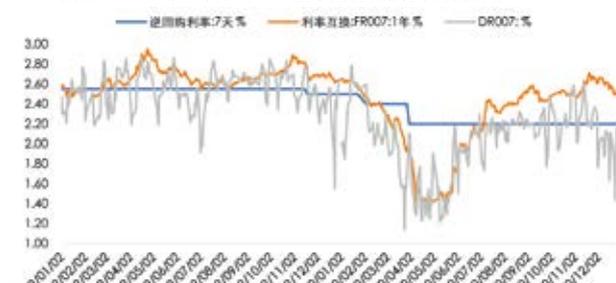
数据来源: Choice, 东方金诚, 虚线框内部分为东方金诚预测值

对于信用债市场而言, 2021 年市场环境将从 2020 年 5 月以来的“紧货币 + 宽信用”切换至“稳货币 + 紧信用”。从信用利差角度来看, 一方面, 资金面将维持“不缺不溢”, 但资金利率波动性或加大、流动性分层加剧, 流动性溢价料难以压缩; 另一方面, 信用扩张放缓, 市场对违约风险加速暴露的担忧升温, 风险偏好受到压制, 信用风险溢价面临抬升。同时考虑到理财净值化转型将导致低等级、长久期信用债需求减弱, 以及地方国企违约事件引发市场对弱资质国企和尾部城投的定价重构, 我们判断, 2021 年高等级信用利差有望维持低位, 低等级信用利差、等级利差和期限利差则面临走阔压力。具体来看:

(1) 2021 年资金利率在围绕政策利率宽幅波动的过程中, 中枢进一步上行的空间有限

在货币政策取向稳中偏紧的预期下, 参考经济增速上行期间的一般规律, 我们预计 2021 年资金利率中枢将较 2020 年有所上移 (2020 年 DR007 年均值为 2.02%)。但考虑到当前资金利率中枢已回升至政策利率水平, 且央行 2020 年第四季度货币政策委员会例会重提“保持流动性合理充裕”, 预计 2021 年资金利率在围绕政策利率宽幅波动的过程中, 整体上行空间也较为有限, 并可能呈现前高后低走势——这部分源于对 2021 年下半年经济增长动能或将减弱、通胀压力稳中趋缓的预期。(详见东方金诚研报《疫后经济反弹, 政策回归常态——2021 年宏观经济展望》)

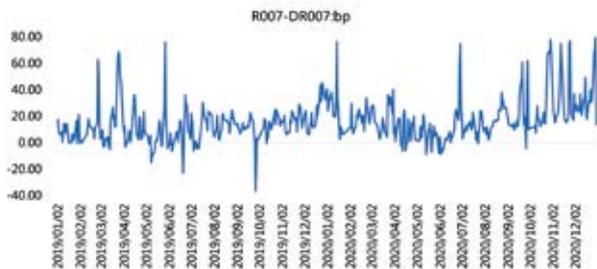
图表 4 2020 年下半年 DR007 基本围绕政策利率宽幅波动



数据来源: Wind, 东方金诚

值得一提的是，2020 年四季度以来，银行间市场流动性分层加剧，R 与 DR 之间的利差波动走阔。这一方面与银行、特别是中小银行压降结构性存款，导致负债端压力上升、资金融出意愿下降有关，另一方面也因违约事件导致低等级信用债质押融资难度加大。而在货币政策稳中偏紧、金融监管趋严、信用扩张放缓、市场风险偏好下降等预期下，短期内银行间市场流动性分层料难有明显改善，并可能与实体经济的信用分层相互作用、相互加深。这将导致低等级债券机会和风险不对称，进而加剧信用债市场分化。

图表 5 2020 年四季度以来，银行间市场流动性分层有所加剧



数据来源：Wind，东方金诚

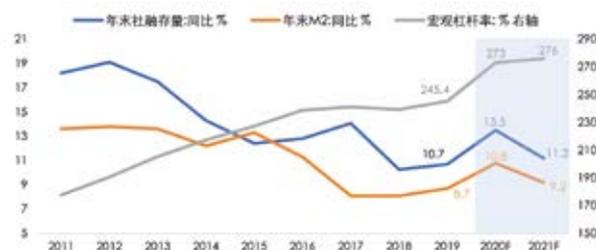
## （2）在稳定宏观杠杆率的政策目标下，2021 年信用扩张将适度放缓

为对冲疫情影响，2020 年货币政策和财政政策共同发力，由此带动信用扩张加速。而随着下半年货币政策逐步回归常态，年末宽信用也进入“退潮期”。截至 11 月，贷款余额增速已连续两个月小幅放缓，前期持续上扬的社融存量增速也现小幅回落，初步印证本轮信用扩张拐点已现。考虑到监管层已明确表达了“明年（宏观）杠杆率会更稳一些”<sup>[1]</sup>的政策目标，预计 2021 年信用扩张会进一步放缓：首先，2021 年财政扩张力度收缩，政府债券融资规模将会下降；其次，受利率中枢抬升叠加近期信用风险事件影响，企业债券净融资规模将有所回落；最后，房企融资政策收紧，将对企业中长期贷款和信托贷款造成一定拖累。

我们判断，2021 年新增信贷和社融规模

将在 2020 年基础上稳中有降<sup>[2]</sup>，年末社融存量增速将回落至 11.2%，但仍高于 2019 年增长水平，显示信用收缩的节奏将较为平缓。一方面，2021 年制造业投资有望大幅反弹，带动制造业企业融资需求回升；同时，为确保一些前期新开工的项目能够继续获得资金支持，基建相关融资也将维持适当力度。另一方面，信用适度收缩有利于稳杠杆，但收缩过快则会造出一系列问题甚至风险。尤其考虑到在经历了 2020 年的信用扩张后，2021 年企业偿债压力加大，此时融资快速收缩将导致企业信用风险加速暴露，并有可能打断实体经济的修复进程。这也是“宏观政策要保持连续性……不急转弯”<sup>[3]</sup>的重要原因。

图表 6 2021 年宏观杠杆率趋稳，货币扩张将会减速



数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分为预测值

值得一提的是，2020 年四季度以来，以永煤为代表的大型地方国企违约事件对信用债融资产生较大冲击，也引发市场对于信用风险事件发酵可能会加剧信用收缩，进而导致违约加速暴露的担忧。我们认为，2021 年信用收缩的节奏将较为平缓，加之金融委表态对债市违法违规行为“零容忍”，体现了高层对于维护市场稳定运行的高度重视，预计短期内大型地方国企违约风险将得到一定控制，违约蔓延并引发系统性风险的可能性不大。当然，在信用周期转向下行、利率中枢抬升、融资条件边际收紧的背景下，2021 年债市违约率存在上行可能，对违约风险的担忧将压制市场风险偏好，从而利好利率债及高等级信用债。

## （3）2021 年理财净值化转型料将加速，这将导致低等级、长久期信用债需求减弱

注：[1] 参见人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛发表的讲话。

注：[2] 预计 2021 年新增信贷和社融规模为 19.5 万亿和 32 万亿，较 2020 年（E）减少 1.5 万亿和 3 万亿。

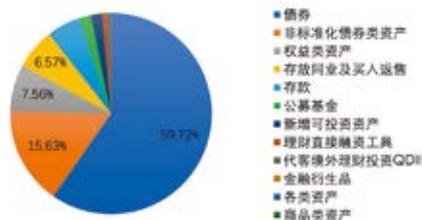
注：[3] 参见 2020 年 12 月中央经济工作会议内容。

根据监管要求，资管新规过渡期将在 2021 年底结束，这对信用债市场的影响主要体现在两个方面：其一，在 2021 年底前，银行理财产品、信托计划、保险资管产品、券商理财等资管产品将完成净值化转型，转型过程中净值波动加大可能会影响产品规模保持，对信用债需求总量形成冲击，同时风险偏好下降、期限偏好缩短，将对信用债的需求结构产生不小影响。其二，信托公司非标资产规模压降仍面临较大压力，部分依赖非标融资的企业融资环境恶化、融资渠道受限，信用风险可能上升。

具体来看，2021 年理财净值化转型速度或将进一步加快。根据中国银行业协会发布的《中国银行业理财市场报告 2020》，截至 2019 年底，全国银行业非保本理财产品存续余额为 23.40 万亿元（不含理财子公司数据，下同），其中净值型理财产品存续余额 10.13 万亿元，占比 43.27%。2020 年 7 月，原银监会主席尚福林在演讲中表示，净值化理财产品余额占比已达 50%——按照这个进度推算，2021 年理财净值化转型速度需要进一步加快，而老产品清理的过程可能会对市场造成流动性冲击。

**银行理财是信用债市场的主要投资者，净值化转型过程中对信用债市场的冲击不可忽视。**根据《中国银行业理财市场报告 2020》，债券在非保本理财投资资产余额中的占比达 59.72%。其中，国债、地方政府债、政府机构债和政金债占比 8.05%，商业性金融债、同业存单、企业债、公司债、企业债务融资工具、资产支持证券、QDII 债券和外国债券占比 51.67%。据此推算，2019 年底，银行理财所持有的金融债、同业存单和非金融企业信用债余额分别占非法人类产品 and 全市场余额的 76% 和 43%。

图表 7 2019 年底非保本理财产品资产配置情况



数据来源：银行业理财登记托管中心，东方金诚整理

在理财产品加速净值化转型的过程中，其对信用债的投资风格和投资偏好也将发生一些变化，具体体现在以下方面：

**首先，理财产品负债端稳定性将会减弱，助推“追涨杀跌”，导致信用债市场波动性增大。**转型前的预期收益型理财产品有刚兑特征，负债稳定性高，多数以资金池运作，负债端与资产端期限错配，采用摊余成本法计算净值，这些特征决定了其投资行为更加偏向“配置型”，偏好票息较高的信用债，且以持有至到期为主，通过获取期限利差和信用利差博取超额收益，在市场利率上行阶段增加配置，成为债券市场上的“稳定器”。但在净值化转型以后，理财产品投资的标债将用市值法计算净值<sup>[4]</sup>，净值波动加大将影响负债端稳定性，导致银行理财产品的投资行为转向更加偏向“交易型”，“助涨助跌”的特征将更加明显。

其次，为匹配投资者较低的风险偏好，理财产品转型后对信用债的风险偏好也将下降。据统计，2019 年底银行理财产品中，风险等级为“二级（中低）”及以下的理财产品规模占比超过 85%，而债券基金的风险等级一般为“三级（中）”。因此，为降低净值波动，获取稳健收益，转型后的理财产品风险偏好下降，在信用债配置上，会采取“提高信用等级、缩短久期”策略，这将利好高等级、短久期品种。

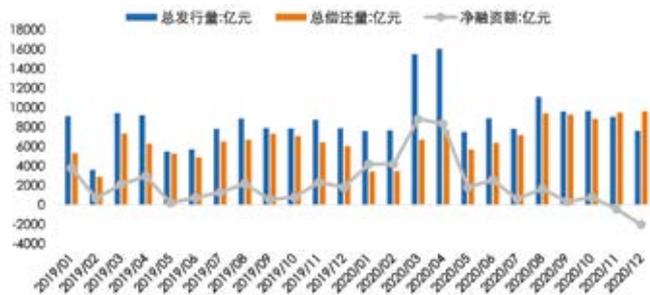
最后，理财净值化转型后，高等级、短久期债券利差可能会进一步压缩，叠加期限匹配要求下非标投资难度加大，因此，为获取超额收益，提高产品竞争力，**银行理财或更加注重资产配置、固收 + 策略等方向的产品开发。**

注：[4] 现金管理型产品、部分封闭型和定开产品等可适用摊余成本法计价的除外。

## 2. 一级市场：信用债发行展望

2020年信用债发行整体放量。全年发行量<sup>[5]</sup>11.8万亿，同比增长28.8%，净融资额3.1万亿，比上年高出1.1万亿，符合3月31日国常会提出的“引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元”的政策目标。

图表8 2020年信用债发行整体高增，走势“前高后低”



数据来源：Wind，东方金诚

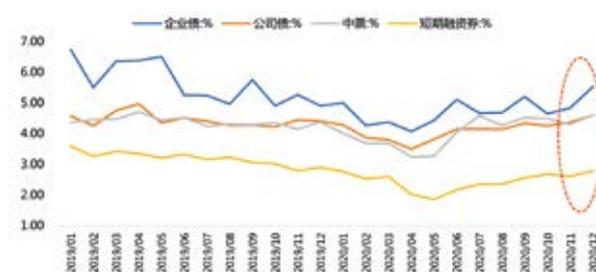
从年内来看，2020年信用债发行呈现明显的“前高后低”走势。前4个月债券发行利率走低，加之监管推出债券发行“绿色通道”，鼓励企业发行疫情防控债，信用债发行量和净融资额逐月走高，3、4月份迭创历史新高。但5月以来，信用债供给自高点回落，主要原因是央行货币政策边际调整，影响资金利率和债券二级市场收益率大幅上行，进而带动债券发行利率回升，抑制企业债券净融资需求。同时，市场调整背景下，发行人和投资人之间的博弈加剧，部分发行人选择调整融资安排，这也造成取消发行的债券规模占比上升。及至11月，永煤违约事件对信用债市场造成剧烈冲击，诸多新债发行被迫取消或推迟，整体发行利率上行，信用债净融资大幅萎缩，11月和12月净融资额连续为负。

展望2021年，永煤违约事件后信用债净融资连续为负的情况大概率不会持续，随着事件对市场的冲击进一步缓和，信用债净融资将逐步回正。但从全年来看，主要受利率中枢抬升，以及城投、地产等发债大户融资边际收紧影响，2021年企业债券净融资需求与2020年相比会有所降温。

注：[5] 仅统计企业债、公司债、中票、短融和定向工具，下同。

首先，在资金利率将围绕政策利率波动、无风险利率以震荡为主、信用利差面临较大走阔压力的预期下，2021年信用债发行利率中枢将较2020年明显提升。对于融资渠道切换能力强的发行人来说，债券融资的成本优势决定了其是否会选择债券来替换贷款等其他融资方式。我们注意到，2020年四季度央行货币政策委员会例会强调“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，巩固贷款实际利率水平下降成果”，预示未来一段时间企业贷款利率将经历一个由较快下降到基本稳定的过程，这也意味着债券融资相对贷款的成本优势再度拉升的空间有限。另外，在2020年上半年债券发行利率较低的时期，存在企业发行短债套利的情况。而从下半年起，在监管严查套利、发行利率抬升后，短债套利空间大幅收窄，因套利而引发的债券融资需求也已明显降温。

图表9 2020年信用债发行利率先下后上，年底已超过年初水平



数据来源：Wind，东方金诚

其次，2021年稳增长需求下降，稳定宏观杠杆率则成为重要的政策目标，这意味着基建进一步发力的空间有限，房企债务扩张将持续受到约束。作为发债大户，城投平台和房企债券净融资需求料将有所回落。最后，2021年制造业将接棒基建和房地产，成为拉动投资增长的主要动力。制造业投资的大幅反弹将带动企业融资需求回暖，但考虑到当前政策层面上鼓励银行加大对制造业企业的中长期贷款支持力度，制造业投资回升或难以大幅激发企业债券融资需求。

综上，我们判断，2021年企业债券净融资

需求将不及 2020 年，尤其是融资渠道切换能力强的高等级主体债券净融资需求或将明显下降。预计 2021 年信用债净融资额将从 2020 年的 3.1 万亿降至 2.0 万亿左右。但需说明的是，由于 2020 年信用债发行大规模放量，且其中短期债券占比超 4 成，这也造成 2021 年信用债到期偿还压力加大，企业刚性滚债需求将对信用债发行总量产生较强支撑。据 Wind 数据，截至 2020 年 12 月 31 日统计，2021 年信用债到期偿还量为 6.4 万亿，而在剔除当年发行、当年到期的金额后，2020 年和 2019 年信用债到期偿还量分别为 5.2 万亿和 4.7 万亿<sup>[6]</sup>。综合考虑净融资额、到期偿还量、回售量以及当年发行、当年到期的金额，我们预计 2021 年信用债总发行量将在 11 万亿左右，较 2020 年减少约 1 万亿。

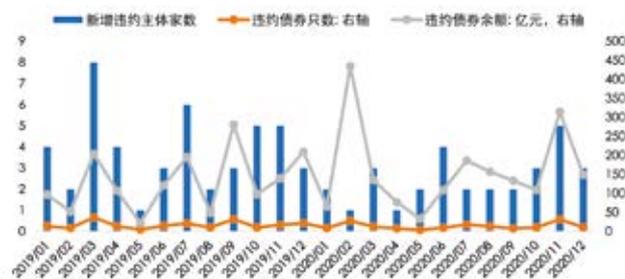
值得一提的是，在打破刚兑持续扩面，尤其是国企信仰受到冲击，以及城投和地产板块净融资收缩的预期下，2021 年可供投资的安全资产料将减少。另一方面，对违约风险上升的担忧，令投资者风险偏好下降，加之资管新规过渡期临近、老产品释放的资金面临再配置压力，投资者对优质安全资产的需求料将增加。可以预计，2021 年资金和优质资产之间的供需不平衡将会加剧结构性“资产荒”，这将有利于利率债和高等级信用债；同时，尽管近期地方国企违约事件对城投债估值也有影响，但在“资产荒”驱动下，城投信仰在局部地区反而存在被动巩固的可能。

### 3. 信用债违约风险展望

回顾 2020 年信用债违约情况，全年新增违约主体 30 家，较 2019 年减少 16 家，显示违约风险有所缓和。从年内走势看，上半年疫情对企业经营造成不利冲击，但债券违约率不升反降。关键原因在于疫情期间政策发力纾困企业融资困境，各资质发行人融资情况均得到改善。同时，经过两年多的持续暴雷，民企

发行人风险不断释放，存量高风险、有瑕疵主体已明显减少。进入三季度，尽管债市融资环境收紧、信用债偿付压力上升，但因整体信用保持扩张，加之前期债券净融资大幅放量，利于发行人为后续偿债做好准备，违约风险未见明显上行。不过，四季度以来，新增违约主体数量开始增多，且多起地方国企违约事件发酵，引发信用债市场悲观情绪蔓延——诸多非违约、但与违约企业属相关行业或地区的国企发行人债券遭遇抛售，信用债质押融资出现困难，不少新债发行被迫取消，信用债净融资明显萎缩。从全年来看，2020 年新增违约主体中，国企有 9 家，比上年增加 2 家，占比则从去年的 15% 大幅提升至 30%，表现出违约主体向国企迁移的趋势。

图表 10 从新增违约主体家数看，2020 年违约风险较上年有所缓和



数据来源：Wind，东方金诚

2020 年四季度地方国企违约事件能够对市场产生如此剧烈的影响，一个重要的原因在于，市场对相关主体具有较强的“国企信仰”，预期其在偿债方面应当能够得到地方政府的支持。这一预期落空表明，即便对于区域内的大型、重要国企，地方政府救助意愿也存在着较大的不确定性，这使得“国企信仰”的根基受到动摇。同时，在当前宏观政策逐步回归常态、信用扩张速度放缓，以及国企改革持续推进、“僵尸国企”不断出清的预期下，市场对于债市中长期违约风险，尤其是弱资质国企和尾部城投信用风险加速暴露的担忧，构成了悲观情绪蔓延的宏观和中观背景。

从 2021 年来看，信用债市场确实面临着

注：[6]2020 年信用债到期偿还量为 8.1 万亿，其中当年发行、当年到期的金额为 2.9 万亿；2019 年信用债到期偿还量为 6.4 万亿，其中当年发行、当年到期的金额为 1.6 万亿。

**违约风险上升的压力。**主要原因在于，2020 年融资环境整体宽松，无论是银行信贷投放还是企业债券融资规模都有明显上升，且债务结构短期化特征明显，这也推升了 2021 年企业债务兑付的压力。而随着宽松政策逐步退出，2021 年企业享受的融资优惠政策力度将会减弱，整体信用扩张趋于放缓。这两方面因素相结合，将对 2021 年债市违约率起到一定推升作用。

但另一方面，**2021 年债市违约率明显上升的可能性并不大。**从到期结构来看，2021 年信用债到期偿还压力主要集中在中高等级债券，中低等级债券偿付压力则集中于城投，弱资质产业类国企和民企到期偿还量占比很小<sup>[7]</sup>。在此前提下，**首先**，尽管违约风险也在向高等级主体蔓延，但**高等级债券违约率仍明显低于中低等级**。**其次**，经过此前的连续出清，债券市场上的民企信用资质已整体提升，叠加经济持续修复，企业经营好转、盈利情况改善，**2021 年民企违约风险较为可控**。**再次**，2021 年城投融资环境将随着宏观政策向常态化回归而边际收紧，加之偿债压力加大，整体信用风险将有所抬升，且不同资质城投平台之间的分化料将加剧。但监管层也强调 2021 年政策调整要基于对经济状况的准确评估，未来信用收缩的节奏将较为平缓，作为信用承接重要载体的城投平台融资环境应当不会显著恶化。因此，**尽管尾部城投信用风险点状爆发的可能性无法排除，但违约无序扩散的风险很小。**

最后，2020 年四季度以来，大型地方国企违约事件令地方国企信用债估值定价面临重构，区域、行业、等级间的信用利差出现更大分化，敏感地区或行业内的弱资质国企面临融资难度提升导致违约风险加大的可能性，因此，**2021 年信用风险向地方国企迁移的趋势料将延续。**但在“牢牢守住不发生系统性风险的底线”下，加之监管加大对“逃废债”等债市违

注：[7] 截至 2020 年 12 月 31 日统计，2021 年信用债到期偿还量中，主体评级 AAA 级占比 66%，AA+ 级占比 21%，AA 级占比 10%；主体评级 AA 级到期偿还量中，城投债占比 72%，产业类国企占比 15%，民企占比 7%。

法违规行为的执法力度，2021 年国企违约仍将呈现点状分布特征，出现大规模国企“违约潮”的概率很小。**需重点关注所属行业景气低迷、所属地区财力较弱、自身债务负担沉重、资产规模虽大但流动性紧张的尾部国企违约风险。**

#### 4. 2021 年信用债投资策略展望

2021 年利率将以震荡为主，在利率震荡期，信用债票息收益可以抵御部分估值波动，票息策略仍然具备优势。但随着融资环境边际收紧，市场违约预期升温，主体信用分化料将加剧，下沉资质、向信用要收益的难度加大。同时考虑到未来利率走势仍存在不确定性，理财产品净值化转型过程中对长久期信用债需求下降，久期策略空间有限，预计投资者持仓久期将以 3 年以内为主。我们注意到，目前收益率曲线中短端较为陡峭，显示 3Y-1Y 骑乘策略有一定操作空间。此外，2021 年资金面将保持“不缺不溢”，资金利率中枢进一步抬升的空间有限，高等级信用债杠杆套息策略依然可为。

##### (1) 中短久期高等级套息策略存在一定空间

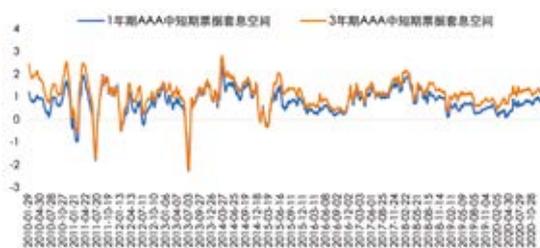
杠杆套息策略方面，以 1 年期、3 年期 AAA 级中短期票据到期收益率分别减去 R007 的 20 日移动均值计算套息策略空间，可以看到，2020 年下半年以来，高等级信用债杠杆套息空间得到明显修复，走势也较为稳定，杠杆套息策略整体有效。截至 12 月 31 日，1 年期、3 年期 AAA 级中短期票据套息空间分别为 77bp 和 117bp，处于 47.9% 和 51.0% 的历史分位数水平。从绝对值和历史分位数来看，目前套息空间尚可。往后看，2021 年货币政策基调稳中偏紧，下半年存在向中性甚至中性偏松方向微调的可能，资金面将保持“不缺不溢”，资金利率中枢进一步抬升的空间有限，中短久期高等级套息策略存在一定空间。

图表 11 2020 年杠杆套息策略整体有效



数据来源: Choice, 东方金诚

图表 12 过去 10 年 AAA 级中短期票据套息策略空间 (%)



数据来源: Choice, 东方金诚

## (2) 久期策略空间有限, 预计投资者持仓久期将以 3 年以内为主

回顾 2020 年, 信用债久期策略表现以 4 月底为明显的分水岭。1-4 月, 高等级长久期策略收益明显, 4 月底之后, 随着债市牛熊切换, 利率趋势性上行, 拉长久期反而会取得负收益。考虑到未来利率走势仍存在不确定性, 大概率将以震荡为主, 理财产品净值化转型过程中对长久期信用债需求下降, 以及在信用风险可能上升的背景下, 流动性重要性凸显, 预计投资者持仓久期将以 3 年以内为主。另外, 2020 年底中高等级信用债期限利差较 2019 年底普遍走阔, 而在经历了 10 月下旬以来的市场调整之后, 中短久期信用债配置价值有所修复, 目前曲线中短端更加陡峭——截至 12 月 31 日, AAA 级 3Y-1Y 期限利差处于历史 67% 分位数, 骑乘策略有一定性价比。

表格 4 4 月底是 2020 年久期策略收益的分水岭

中债-信用债总财富指数	1 年以下	1-3 年	3-5 年	5-7 年
2020 全年	2.85%	3.29%	3.63%	4.42%
2020.01.01-2020.04.30	1.37%	3.09%	3.80%	4.28%
2020.04.30-2020.11.09	1.10%	-0.15%	-0.43%	-0.24%
2020.11.10-2020.12.31	0.36%	0.34%	0.27%	0.37%

数据来源: Wind, 东方金诚

表格 5 2020 年年初至今中高等级期限利差变动情况

	2020 年 12 月 31 日水平 bp	2020 年 12 月 31 日历史百分位 %	2019 年 12 月 31 日水平 bp	2019 年 12 月 31 日历史百分位 %
AAA 中短期票据期限利差: 5Y-1Y	66	65.45	54	49.75
AAA 中短期票据期限利差: 3Y-1Y	40	67.13	26	43.46
AAA 中短期票据期限利差: 5Y-3Y	25	58.58	28	63.62
AA+ 中短期票据期限利差: 5Y-1Y	92	78.61	74	54.98
AA+ 中短期票据期限利差: 3Y-1Y	58	85.93	28	36.91
AA+ 中短期票据期限利差: 5Y-3Y	33	57.75	46	86.42

数据来源: Choice, 东方金诚

## (3) 票息挖掘方面, 通过下沉资质、向信用要收益的难度加大

2021 年利率债市场将以震荡为主。在利率震荡期, 信用债票息收益可以抵御部分估值波动, 票息策略具备相对优势。这在 2020 年下半年体现的非常明显, 市场一致性追逐票息, 一方面在城投和地产板块下沉资质, 另一方面向私募债、永续债等寻求品种溢价。这也带来信用利差和等级利差的大幅收窄。展望 2021 年, 逆周期政策退出是大方向, 以城投、房地产为代表的逆周期部门已经度过了利差极致收敛的时期, 且随着融资环境边际收紧, 面临估值调整的潜在风险; 而在盈利改善但信用扩张放缓的角力之下, 产业债利差短时间内料难现大幅压缩。整体上看, 2021 年投资者通过下沉资质、向信用要收益的难度加大。以下将从城投债、地产债和产业债三个方面具体分析。

从城投债来看, 2020 年城投融资格局明显改善, 尤其是低等级城投改善较多, 是资质下沉的优选品种。这也反映于永煤违约事件前城投债等级利差的大幅压缩, 以及一级市场上低等级城投债的发行放量。2020 年公募城投债仍

未出现实质性违约，但各类风险事件不断，提示城投信用风险的客观积累。从 2021 年情况来看，基建稳增长重要性下降，地方政府专项债规模料将有所回调，城投融资环境将不复 2020 年宽松，同时，2021 年城投公司到期债务压力加大，部分省份 1 年内到期的债券占存量债券的比重接近 40%。因此，市场对于 2021 年出现城投公募债违约的担忧升温。我们判断，2021 年公募城投债违约的可能性无法排除，但大概率将呈现散点爆发状态，系统性蔓延的可能性很小，这也是目前市场的普遍预期。因此，如何避免踩到“爆点”是 2021 年城投债投资的关键所在。

#### 预计市场将重点关注以下三类主体风险：

一是债务规模大、但经济财政实力较弱且城投债净融资情况不佳的区域内主体。二是短债到期规模大、占比高的主体，主要考虑到 2021 年城投融资环境边际收紧带来的债务滚续压力；同时，2021 年是资管新规过渡期的最后一年，非标压降过程中将产生再融资压力，因此，市场也将谨慎对待融资结构中非标占比较高的主体。三是永煤违约事件反映出，地方政府对区域内国企救助意愿存在不确定性，这也是事件波及城投信仰的重要原因。预计投资者将重点关注融资结构中债券占比很低、对债市依赖较小的区域内的主体；发生违约后对区域系统性影响可控、不至引发区域内违约蔓延的主体，如发达区域内的市级边缘化城投、经开区和高新区平台等；以及市场化转型程度比较高，业务方面公益性项目逐渐减少的城投平台。

基于此，在 2021 年城投违约风险边际上升的背景下，投资者下沉资质将更加谨慎。对于经济实力和财力较强、净融资居前的省份来说，区域内城投债流动性较好，投资者或将考虑适当拉长久期。同时，江苏、广东、浙江等财政实力较强的省份，私募债相对公募债的溢价在各区域中处于中间位置，区域内资质较好

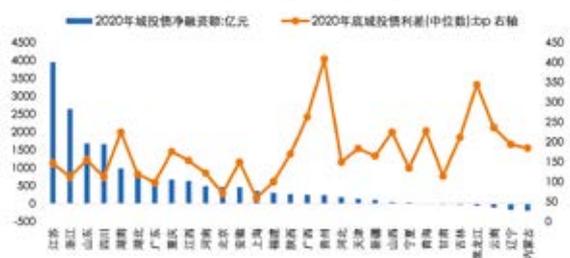
的平台发行的私募债将是投资者获取流动性溢价的可选标的。另外，2020 年湖南、重庆和山东等省份城投债净融资靠前，而当前区域内公募城投债信用利差水平相对较高，投资者可能会在这些区域挖掘适度下沉的机会，但预计将控制在短久期。

图表 13 各区域城投私募债相对利差



数据来源：Wind，东方金诚

图表 14 各区域城投债利差（中位数）与净融资规模



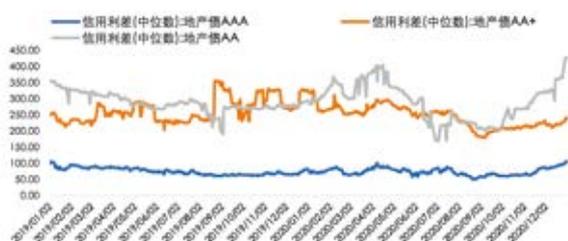
数据来源：Wind，东方金诚

从地产债来看，无论是“三道红线”还是近期推出的房地产贷款集中度管理新规，都指向后续行业内部分化将进一步加剧。这实际上在 2020 年四季度各等级房企债的利差走势上即可窥见一斑。

对于权益占比高、杠杆率低的优质房企而言，政策对其限制程度相对较低，企业仍然可以享受一定的融资红利，依然可以依靠一定程度的外部融资来扩张业务规模，同时，也为加大股权合作开发力度，降低权益比例留下了空间。相对而言，对于“三道红线”不达标的高杠杆经营房企，未来发展则困难重重，一方面，融资环境的收紧对其债务规模的增加提出了明确限制，其新增债务多将用于借新还旧，依靠融资来进行土地获取及业务扩张的可能性降低；另一方面，对于部分土地储备不佳、面临

补库存压力的房企而言，融资能力的减弱迫使其业务扩张只能依靠自身的销售回款，而土地储备规模较小或变现能力较差、项目周转慢的房企，短期内很难通过销售回款的提升来增强其对债务的保障，若采用打折促销的方式，也将削弱其利润空间。总之，房企间强者恒强的趋势将更加显著，**预计投资者将继续挖掘财务稳健、融资渠道相对畅通的大中型民营房企以及国企地产债投资机会，对去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的主体则保持谨慎。**

图表 15 2020 年四季度以来，地产债等级分化显著拉大 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚

**产业债方面**，2020 年融资环境宽松令产业类主体同样受益，但结构性分化并未得到改善。全年净融资集中于国企，高等级民企债券净融资仅小幅为正，中低等级民企债券净融资则存在较大缺口，存量规模持续萎缩。加之短期债券发行占比进一步提升，均指向投资者对于产业类主体的风险偏好并未实质性改善。展望 2021 年，经济增长动力将从基建、房地产等逆周期部门进一步切换至消费、制造业等顺周期部门，加之企业盈利持续好转，而信用周期趋于下行，这将利好顺周期行业、利空融资依赖性行业。但在行业景气度提升、主体盈利改善但到期偿还压力加大、信用扩张放缓的角力之下，部分主体再融资难度上升，产业债利差短时间内料难现大幅压缩。我们判断，**2021 年产业债的投资机会仍将集中在优质主体**，尤其是在上半年信用债一级发行仍未完全恢复、而到期压力较大，以及市场对违约风险的担忧导致风险偏好较低的情况下，**投资者无论是下**

**沉资质还是拉长久期都会保持谨慎。**

从行业角度来看，在下游行业需求仍有支撑的预期下——基建和房地产投资增速不会明显弱于 2020 年、制造业投资和社零增速则将大幅反弹，**2021 年以采掘、钢铁、煤炭、化工等为代表的强周期性行业景气有望保持上行。**但在这些行业内，部分企业债务负担沉重、对外部融资的依赖度较高，经营改善或难以抵消融资环境边际收紧给现金流造成的压力，尤其考虑到永煤违约事件后市场对弱资质国企的谨慎态度导致弱资质国企再融资难度提升，行业内部分化料将加剧，后续行业利差或将进一步上行。**市场将重点关注所属地区财力较弱、自身债务负担沉重、资产规模虽大但流动性紧张的尾部企业违约风险。**

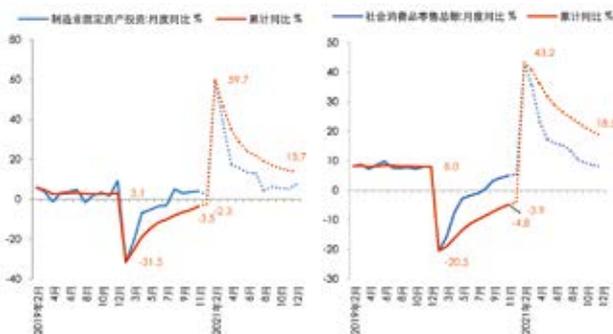
图表 16 永煤违约事件后，过剩产能行业利差均现大幅调整 (bp)



数据来源: WIND, 东方金诚

**2021 年中游制造业和下游消费行业的修复空间要大于中上游周期行业，市场料将重点关注景气改善明显的行业内优质主体投资机会。**具体来看，2021 年国内制造业投资大幅反弹叠加海外制造业景气回升，内外需共振料将提振机械设备、专用设备及设备制造业景气上扬；2021 年汽车销量增速有望转正，汽车制造业景气也将延续回升；在房贷利率不会大幅度上调、房企延续“高周转”模式的预期下，2021 年楼市仍将保持一定热度，地产后周期消费行业景气有望维持；2020 年交通运输、休闲服务等行业受疫情冲击程度较大、修复速度较缓，预计 2021 年将表现出较强的修复弹性，行业景气料将出现较大幅度改善。

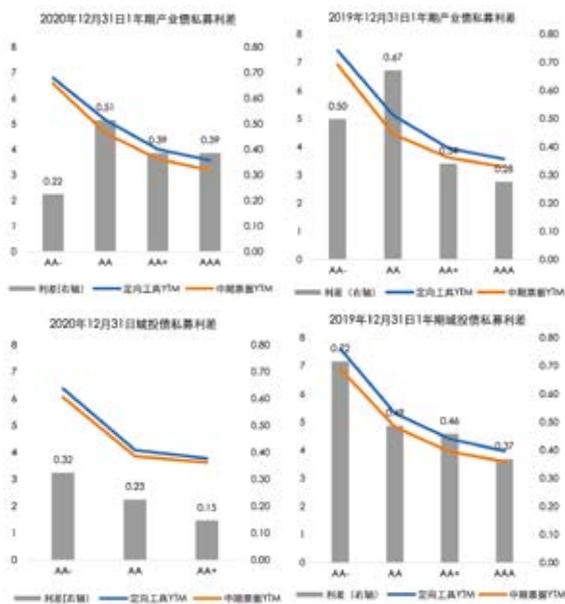
图表 17 2021 年制造业投资和社会消费品零售总额将现大幅反弹



数据来源：WIND，东方金诚

最后，品种溢价方面，2020 年末私募债流动性溢价较上年末整体压缩。从中票与相同隐含评级的定向工具之间的利差来看，城投债各等级私募债相对公募债的利差全面收敛，**中高等级产业债仍存在流动性溢价的挖掘机会**。此外，2020 年末永续债相对非永续债的利差亦较 2019 年末压缩，显示当前时点上永续债性价比下降。但根据 2020 年底发布的《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》，年金基金也可投资中高等级永续债，将为永续债带来利好。**负债端稳定的投资者料将继续挖掘条款债性强、基本面较好的中高等级永续债的票面机会。**

图表 18 中票与定向工具利差 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图表 19 永续债收益率与利差 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

综上，从票息策略来看，城投和地产板块较强的系统重要性、城投背后的政府支持、房企较高的资产质量，使得城投债和地产债与其他产业债相比，一直以来都是资质下沉的优选。但 2021 年城投平台和房企融资环境边际收紧，不同资质主体融资分化料将加剧，投资者资质下沉将更加谨慎，并将注意控制久期。其他产业债投资机会仍集中在优质主体，预计市场将重点关注景气改善明显的行业内优质主体投资机会。另外，负债端稳定的投资者料将继续挖掘中高等级私募债，以及条款债性强、基本面较好的中高等级永续债的票面机会。■

## 2020 年信用债违约回顾 与 2021 年展望

文 | 研究发展部 梅佳

### 主要观点:

- 2020 年违约风险边际下行，但单体规模在扩大。统计显示，2020 年共计 110 支信用债发生违约，涉及债券本金金额为 1433.01 亿元，新增违约主体有 30 家。平均违约本金金额为 13.03 亿元 / 支，较 2019 年大幅增长 49.78%，违约率为 0.67%，较 2019 年下降 0.38 个百分点。
- 新增违约主体呈现出以下特征：（1）各信用等级违约率出现不同程度的下行；（2）各行业违约率水平表现分化，其中违约率排名前三的行业为通信、汽车和纺织服装；（3）各省份违约率水平表现分化，其中排名前三的省份分别为青海、宁夏和辽宁；（4）地方国有企业和中央国有企业违约率水平边际走高；（5）违约债券回收比例继续下降，平均回收期进一步拉长。
- 违约原因方面，2020 年以来出现两点新增变化，一是偿债能力方面，新冠疫情冲击带来的行业下行和企业经营承压，二是偿债意愿方面，市场担忧部分违约企业存在“逃废债”嫌疑。梳理 2020 年新增违约主体，违约原因可以主要归结为如下几点：（1）企业经营层面：新冠疫情冲击或政策收紧导致行业景气度下行及企业经营能力下降，如天房、中融新大、宁夏高远、山东如意等；（2）偿债意愿方面：华晨、永煤等超预期

违约事件，引发市场及债权人对发行人的债券偿付意愿的担心，对其中是否存在“逃废债”嫌疑提出质疑；（3）公司治理风险：公司财务造假，高管及董事会成员频繁变动，如延安必康、康美实业、福建福晟等；

（4）投资和多元化扩张激进：公司投资战略激进，业务过度多元化扩张，致使企业偿付压力较大，现金流无法覆盖大额到期债务，如泰禾、紫光集团等。可见，违约企业呈现出影响因素的多元化，后续实践中需更全面多角度的分析。

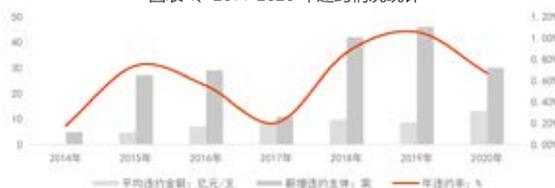
- 预计 2021 年信用环境边际收紧，债券偿还压力加大。通过估算，预计 2021 年信用债总待偿规模（含超短融）为 90369.71 亿元，较 2020 年上升 6.96%。若剔除年内发行并到期的超短融，仅对比 2019-2021 年包含到期和本金提前兑付在内的待偿还情况，可以发现 2021 年待偿还信用债规模同比上行 23.01%，国企债尤其是低评级国企债的待偿还量同比提升，在信用风险向地方国有企业迁移的背景下，这部分主体在 2021 年的违约率可能进一步上升。不过考虑到 2021 年不会出现“政策悬崖”，致使信用环境过分紧张，我们认为 2021 年违约率大概率介于 0.67% 至 1.05% 之间，显著高于 2020 年违约率水平的概率较低。

## 一、2020年信用债违约特征

### (一) 2020年信用债违约率为0.67%，同比下降0.39个百分点，但平均违约规模在扩大

2020年，共计110支信用债发生违约，涉及债券本金金额为1433.01亿元，新增违约主体有30家。平均违约本金金额为13.03亿元/支，较2019年大幅增长49.78%，违约率为0.67%，较2019年下降0.38个百分点。呈现出整体违约风险下降，但单体规模在扩大的特征。从平均发债规模与发债主体资质相关关系角度来看，2005-2020年发行债券平均规模与主体评级呈现出发行债券平均规模越大，主体评级越高的特征，信用风险在向更高资质的主体迁移。分季度来看，2020年一至四季度违约率分别为0.13%、0.16%、0.13%和0.24%，受永煤等超预期负面事件影响，四季度违约率显著走高。

图表1、2014-2020年违约情况统计



注：1、各年的违约率根据年初建立的静态池计算得到，年违约率等于在年初建立的群组中某类债券发行人中发生违约的个数，除以该群组中此类发行人的总数；  
2、静态池由在每年年初建立的某类对应的全体债券发行人组成，而不考虑债券的发行时间。所有债券发行人同时属于一个或几个静态池。当一个债券发行人违约，其违约将被记录到其过去所有曾属于的静态池。对于已经出现违约的债券发行人，将从后续的静态池中剔除；  
3、下文涉及到的违约率测算皆同上  
4、平均违约金额 = 违约债券发行金融 / 违约债券支数  
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### (二) 各信用等级违约率出现不同程度的下行

从信用评级来看，2020年主要信用等级（AAA至AA-级）的违约率皆出现了不同程度的下行。从统计结果来看，AAA至AA-级的违约率分别为0.33%、0.71%、0.43%、1.21%，较2019年分别下降0.06、0.21、0.09、1.10个百分点。值得注意的是，主要信用等级与相应的违约率水平不满足信用评级越低、违约率越高的规律，其中AA+与AA级出现倒挂，主因是样本分布集中度过高且很不均匀，对信用风险的识别和预警功能有待提高。

图表2、2019-2020年外评主体级别违约率统计

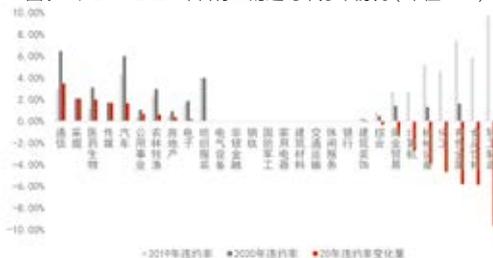
期初主体级别	19年期初主体个数	2019年违约率	20年期初主体个数	2020年违约率	20年违约率降幅
AAA	752	0.40%	896	0.33%	-0.06%
AA+	974	0.92%	1128	0.71%	-0.21%
AA	2110	0.52%	2070	0.43%	-0.09%
AA-	346	2.31%	330	1.21%	-1.10%
A+	30	13.33%	49	0.00%	-13.33%
A	13	7.69%	10	0.00%	-7.69%
A-	5	20.00%	4	0.00%	-20.00%
BBB+	6	33.33%	4	0.00%	-33.33%
BBB	5	20.00%	7	28.57%	8.57%
BBB-	1	0.00%	2	0.00%	0.00%
BB+	2	0.00%	1	100.00%	100.00%
BB	3	66.67%	3	33.33%	-33.33%
BB-	0	-	0	-	-
B+	1	0.00%	0	-	-
B	3	33.33%	5	0.00%	-33.33%
B-	0	-	0	-	-
CCC	0	-	0	-	-
CC	1	0.00%	0	0.00%	0.00%
C	1	100.00%	2	0.00%	-100.00%

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### (三) 各行业违约率水平表现分化，其中违约率排名前三的行业为通信、汽车和纺织服装

从行业分布来看，2020年28个行业的违约率水平表现分化。其中出现违约的行业有15个，按其违约率由高到低依次为，通信(6.45%)、汽车(6.00%)、纺织服装(4.00%)、医药生物(3.13%)、农林牧渔(2.94%)、采掘(2.08%)、电子(1.85%)、传媒(1.69%)、有色金属(1.61%)、商业贸易(1.40%)、机械设备(1.30%)、公用事业(1.03%)、房地产(0.90%)、综合(0.46%)、建筑装饰(0.18%)。从同比变动幅度来看，2020年违约率水平出现不同程度上行行业有9个(9/28)，分别是通信、采掘、医药生物、传媒、汽车、公用事业、农林牧渔、房地产和电子，出现不同程度下行的行业有9个(9/28)，分别为建筑装饰、综合、商业贸易、计算机、机械设备、化工、有色金属、食品饮料和轻工制造，其余行业违约率水平未发生变化。

图表3、2019-2020年各行业的违约率分布情况(单位：%)

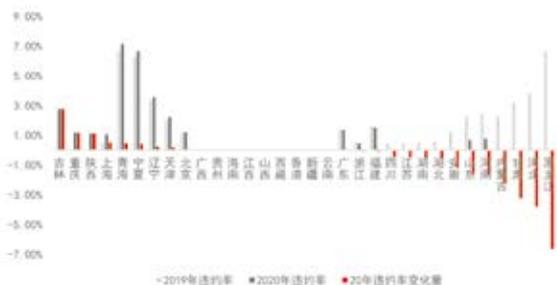


注：行业分类采用申万一级行业分类标准  
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

#### (四) 各省份违约率水平表现分化, 其中排名前三的省份分别为青海、宁夏和辽宁

从省份分布来看, 2020年32个省份的违约率水平表现分化。2020年共14个省份出现信用债违约, 违约率水平由高到低依次为, 青海(7.14%)、宁夏(6.67%)、辽宁(3.57%)、吉林(2.78%)、天津(2.22%)、福建(1.52%)、广东(1.37%)、北京(1.20%)、重庆(1.18%)、陕西(1.14%)、上海(1.05%)、河南(0.78%)、山东(0.68%)、浙江(0.45%)。从同比变动幅度来看, 2020年违约率水平出现上行的省份有9个, 按幅度由高到低依次为吉林、重庆、陕西、上海、青海、宁夏、辽宁、天津、北京, 违约率水平出现下行的省份有14个, 按幅度由高到低依次为黑龙江、河北、甘肃、内蒙古、河南、山东、安徽、湖北、湖南、江苏、四川、福建、浙江、广东, 其余省份违约率水平未发生变动。

图表 4、2019-2020 年各省份的违约率分布情况 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

#### (五) 地方国有企业和中央国有企业违约率水平边际走高

分企业属性来看, 2020年广义民企的违约率为2.38%, 较2019年下行1.88个百分点, 中央国有企业和地方国有企业的违约率分别为0.44%, 0.23%, 较2019年分别上行0.22、0.04个百分点, 信用风险向国有企业迁移, 其中中央国有企业的违约率上升幅度最大。

图表 5、2019-2020 年各企业属性的违约率分布情况 (单位: %)



注: 企业属性以 Wind 分类为基准, 划分为三类, 中央国有企业、地方国有企业和广义民企, 其中中央国有企业、地方国有企业沿用 Wind 分类, 广义民企包括集体企业、民营企业、中外合资企业、外商独资企业、公众企业、外资企业及其他企业等

数据来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

#### (六) 违约债券回收比例继续下降、平均回收期进一步拉长

2020年兑付取得进展的违约债券有16支, 其中完成本息全额兑付的债券有5支, 涉及发行人4家, 分别是沈阳盛京能源发展集团有限公司、山东山水水泥集团有限公司、沈阳机床股份有限公司、宁夏远高实业集团有限公司, 其中有2家为2020年新增违约主体。相对2020

图表 6、2020 年违约债券的回收情况统计

名称	发行人	首次违约日	兑付日	违约后处置措施	回收比率
17 巴安债	上海巴安水务股份有限公司	2020/10/19	2020/12/14	自偿	12.50%
H17 华汽 5	华晨汽车集团控股有限公司	2020/10/23	2020/11/5	自偿	5.03%
17 沈公用 PPN001	沈阳盛京能源发展集团有限公司	2020/10/23	2020/10/28	担保人代偿	100.00%
18 沈公用 PPN001	沈阳盛京能源发展集团有限公司	2020/10/23	2020/10/28	担保人代偿	100.00%
16 中油金鸿 MTN001	金鸿控股集团股份有限公司	2019/1/15	2020/10/15	自偿	58.64%
17 桑德工程 MTN001	北京桑德环境工程有限公司	2020/4/1	2020/9/10	自偿	2.08%
17 康美 MTN002	康美药业股份有限公司	2020/8/17	2020/8/18	自偿	5.02%
16 隆地 02	重庆爱普地产(集团)有限公司	2020/6/8	2020/8/6	自偿	0.62%
15 山水 SCP001	山东山水水泥集团有限公司	2015/11/12	2020/6/12	协商解决 / 自筹资金 / 股东支持	100.00%
15 沈机床股 MTN001	沈阳机床股份有限公司	2019/8/16	2020/4/9	自偿	100.00%
14 富贵鸟	富贵鸟股份有限公司	2018/4/23	2020/4/2	自偿	1.84%
15 山水 SCP002	山东山水水泥集团有限公司	2016/2/14	2020/3/31	协商解决 / 自筹资金 / 股东支持	63.00%
14 山水 MTN002	山东山水水泥集团有限公司	2017/5/12	2020/3/31	协商解决 / 自筹资金 / 股东支持	83.09%
13 山水 MTN1	山东山水水泥集团有限公司	2016/1/21	2020/3/31	协商解决 / 自筹资金 / 股东支持	54.31%
14 山水 MTN001	山东山水水泥集团有限公司	2017/2/27	2020/3/31	协商解决 / 自筹资金 / 股东支持	47.29%
19 远高实业 CP001	宁夏远高实业集团有限公司	2020/3/10	2020/2/27	自偿	100.00%

数据来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

年新增违约主体而言，兑付比例为 6.67%，新增兑付金额为 25.89 亿元，相对 2020 年新增违约金额，兑付比例仅为 1.81%，违约债券的回收比例继续下降。2020 年平均回收期为 387 天/支，较 2014-2019 年历史兑付周期显著拉长三倍有余。（见图表 6）

总体来看，2020 年违约风险同比下行，但信用风险在向以地方国有企业为代表的中高资质主体迁移。这意味着不同于 2018-2019 年的民企违约潮，“大而不倒信仰”、“国企信仰”受到冲击。新增违约风险的波及面及影响在加深。统计数据显示，2005-2020 年全部 AAA 级主体的平均发行金额为 20.86 亿元/支，AA+ 级为 9.43 亿元/支，而 2020 年新增违约的平均发行金额为 13.03 亿元/支，已明显高于 AA+ 级的平均发行规模。此外，2020 年违约回收情况不容乐观，但随着立法机制、配套基础设施的加速完善，以及“五洋债”一审判决落地，未来违约债券回收情况有望得到一定程度的改善。

## 二、2020 年信用债违约影响及原因分析

2020 年新增违约主体依然集中在产业类。违约原因方面，2020 年以来出现两点新增变化，一是偿债能力方面，新冠疫情冲击带来的行业下行和企业经营承压，二是偿债意愿方面，市场担忧部分违约企业存在“逃废债”嫌疑。梳理 2020 年新增违约主体，违约原因可以归结为如下几点：

（1）企业经营层面：新冠疫情冲击或政策收紧导致行业景气度下行及企业经营能力下降，如天房、中融新大、宁夏高远、山东如意等；

（2）偿债意愿方面：华晨、永煤等超预期违约事件，引发市场及债权人对发行人的债券偿付意愿的担心，对其中是否存在“逃废债”嫌疑提出质疑；

（3）公司治理风险：公司财务造假，高管及董事会成员频繁变动，如延安必康、康美实业、福建福晟等；

（4）投资和多元化扩张激进：公司投资战略激进，业务过度多元化扩张，致使企业偿付压力较大，现金流无法覆盖大额到期债务，如泰禾、紫光集团等。

可见，违约企业呈现出影响因素的多元化，后续实践中需更全面多角度的分析。（见图表 7）

## 三、2021 年债券偿付压力及违约风险展望

2021 年，信用环境将从此前的“紧货币 + 宽信用”切换至“稳货币 + 紧信用”，受此影响各行业各等级信用债发行主体表现将继续分化，其中城投、优质房企和产业龙头依然可以释放融资能力及融资渠道优势，但低资质发债主体将会承压。

### （一）预计 21 年信用债总待偿规模（含超短融）为 90369.71 亿元，较 2020 年上升 6.96%

2021 年的兑付规模及违约压力到底有多大？回答这个问题需要对 2021 年信用债的兑付情况进行估算。债券的偿还类型有四种：到期、本金提前兑付、回售和赎回。在实际测算中需考虑三点，一是测算到期和本金提前兑付金额时，需补充 2021 年年内发行并到期的超短融金额；二是由于赎回量很小，实际估算时忽略不计；三是回售方面，需在考虑 2021 年进入回售期规模的基础上，乘以实际回售率，进而对 2021 年债券回售规模进行估算。以上数据的估算皆采用历史数据法。

首先，2021 年进入到期和本金提前兑付金额为 64911.22 亿元（剔除 2020 年及以前已经发生实质性违约主体的存续债券）；其次，估算 2021 年年内发行并到期的超短融规模约为 20000 亿元。据统计，2019 年和 2020 年年内发行并到期的超短融金额分别为 15792.17 亿元和 28252.1 亿元，均值为 22022.14 亿元，考虑到 2021 年“宽信用”切换至“紧信用”，但并不会紧过 2019 年，我们估计 2020 年年内发行并到期的超短融金额为 20000 亿，略低于 2019-2020 年均值；第三，估算 2021 年年内回售量

图表 7、2020 年新增违约主体违约原因统计

发行人	首次债券违约日期	债券简称	违约原因概述
延安必康制药股份有限公司	2020/12/31	18 必康 01	财务造假，违规占用上市公司资金等
鸿达兴业集团有限公司	2020/12/14	20 鸿达兴业 SCP001	公司近年来受限于所持上市公司股票价格低迷且股权质押问题持续难以得到妥善解决，导致资金压力增大且债务滚续高度依赖于金融机构支持以及债券到期后续发行，流动性持续承压，后未能及时融入资金造成资金断裂而违约
山东如意科技集团有限公司	2020/12/14	17 如意科技 MTN001	如意科技面临的法律风险和财务风险上升，短期偿债压力很大，且再融资能力受限。加之新冠疫情，公司经营受到严重影响，致使债券违约
宁夏远高实业集团有限公司	2020/11/23	18 远高 01	公司经营利润下降，成本管控压力加大，短期债务负担有所加重，公司未分配利润规模较大，所有者权益构成稳定性一般
福建福晟集团有限公司	2020/11/19	18 福晟 02	公司控股股东持股比例变动多次，高管及董事会人员变动较大，主营业务房地产无新增拿地，建筑施工业务新签合同额同比下降，短期偿债能力明显下降
紫光集团有限公司	2020/11/16	17 紫光 PPN005	公司多元化业务扩张带来较大偿债压力，同时主营业务造血无力，现金流无法覆盖大额债务，过于依赖政府补贴而深陷偿债危机
成龙建设集团有限公司	2020/11/13	17 成龙 03	公司货币资金显著下降，短期集中偿债压力加大。公司涉及延期支付工程款与材料款等民事诉讼，同时多次被纳入被执行人名单，公司盈利能力承压，偿债资金来源面临压力，公司对外担保风险高
永城煤电控股集团有限公司	2020/11/10	20 永煤 SCP003	永煤属于“子强母弱”，母公司的非煤炭板块业务利润持续走低，同时资产流动性较弱，债务负担过重。在违约前，永煤无偿划出部分优质资产 - 中原银行的股份，引发“逃废债”问题的质疑
沈阳盛京能源发展集团有限公司	2020/10/23	18 沈公用 PPN001	公司自 2017 年中旬起不再公开披露其财报信息及信用评级报告，2020 年 10 月 23 日公司受到法院的破产裁定，相关债券直接到期。目前公司已足额偿付债券本息，由瀚华担保有限公司代偿完成兑付
华晨汽车集团控股有限公司	2020/10/23	17 华汽 05	公司自主品牌盈利弱，盈利严重依赖华晨宝马，华晨宝马股权调整对公司再融资能力产生较大冲击。加之，2020 年以来，华晨集团陆续发生多起未能按期清偿到期债务事项，发生多起重大诉讼及有关资产被司法冻结等系列与流动性风险相关的重大负面事件。此外，华晨集团因信披违规受到监管警示
上海巴安水务股份有限公司	2020/10/19	17 巴安债	2020 年以来公司外部融资环境无明显改善、营运资金回款情况差，资金面持续恶化，流动性非常紧张，公司因可用货币资金有限而导致违约
上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司	2020/9/22	16 三盛 04	自 2018 年以来公司不再公开披露财务报表，自 2019 年 9 月起公司出现多起未决诉讼与股权冻结事项，且公司目前正在进行债务重组，资金紧张进而违约
天津房地产集团有限公司	2020/9/8	16 天房 04	受到房地产调控政策收紧、建材批发零售收入规模下滑影响，公司主营业务收入下滑，资产规模下降，预付款项及其他应收款对公司营运资金形成较大占用；同时母公司混改进程不明，信息披露不及时；公司流动负债比重过大，短期债务额度大，自身经营还款压力大；公司有息负债不断推升，融资成本较高；拿地策略激进，流动性严重不足
铁牛集团有限公司	2020/8/24	16 铁牛 01	公司整车业务营业收入大幅下降并发生巨亏，净资产大幅降低；公司及众泰汽车已出现债务逾期，公司已被列入失信被执行人名单；公司及众泰汽车 2019 年财务报表被审计机构出具无法表示意见的审计报告；公司债务负担很重，且短期集中偿付压力很大；公司所持众泰汽车、铜峰电子股份被冻结；公司涉诉和对担保金额很大，存在很大或有负债风险；7 月 22 日公司破产重整申请已裁定受理。
天津市房地产信托集团有限公司	2020/8/24	16 房信 01	同天房集团
泰禾集团股份有限公司	2020/7/6	17 泰禾 MTN001	泰禾集团合同销售金额和销售面积均有所下降，盈利能力大幅减弱；公司房地产项目中去化难度较大的高端住宅和商业项目占比高，未来仍面临较大去化压力；公司在建和拟建项目未来投资规模较大，面临较大资金筹措压力；公司控股股东持有公司股权被质押比例极高且被完全冻结，目前正在筹划引入战投，存在实控人变更风险；以关联方往来款为主的其他应收有所增加且规模较大，对资金形成占压，资产受限比例高，对资产流动性及再融资形成不利影响；公司全部债务规模仍较大且短期债务占比提升，债务偿付能力弱，流动性极为紧张
华讯方舟科技有限公司	2020/7/2	H8 华讯 02	公司 2019 年起未公开披露年报信息，公司及子公司华讯股份存在多笔贷款逾期，流动性紧张，公司融资能力下降
康美实业投资控股有限公司	2020/6/24	17 康 01EB	公司财务造假，并于 2020 年 5 月收到罚款 60 万、实控人终身市场禁入的处罚决定书，公司董事长马兴田曾卷入多起官员受贿案中，公司诚信受质疑，股价大幅下跌
青海省投资集团有限公司	2020/6/22	10 青投 CP01	青投集团美元债券出现实质性违约，且现存有息债务逾期规模较大，因债务违约而产生的诉讼较多，子公司股权基本被司法冻结，公司于 2020 年 6 月 22 日进入破产重整程序
北京桑德环境工程有限公司	2020/6/8	20 桑德工程 EN001	受疫情影响，公司多项目暂缓开工，外部融资无法按期推进，造成公司流动性紧张
北京信威通信技术股份有限公司	2020/6/1	15 信威通信 PPN003	公司为海外项目提供担保陆续发生担保履约，且公司正在进行的重大资产重组程序复杂，公司融资能力受限，公司整体资金压力大。
中国吉林森林工业集团有限责任公司	2020/5/18	15 森工集 MTN001	公司业务规模快速下滑，经营持续性值得关注；所持股份受司法划转，股份质押冻结占比较高；逾期债务规模较高、受限资产规模大，流动性压力很大；2020 年 5 月公司进入破产重整阶段
宜华企业（集团）有限公司	2020/5/6	17 宜华企业 MTN001	公司自 2019 年以来核心主业经营业绩承压，再融资难度较大，新冠肺炎疫情爆发影响公司正常复工，公司经营性现金流回笼停滞，公司的流动性较为紧张。
中融新大集团有限公司	2020/4/20	18 中融新大 MTN002	受疫情冲击，公司能源化工板块和物流清洁能源板块的生产经营活动在产供销等多方面受到严重影响，应收账款周期被迫拉长，经营性现金流遭到阶段性重创，流动性紧张
力帆实业（集团）股份有限公司	2020/3/16	16 力帆 02	汽车行业景气度下降，公司主营业务盈利能力较弱，债务结构有待优化，外部融资压力较大，控股股东质押比例过高，同时公司流动性较为短缺。2020 年 8 月 12 日力帆集团关于控股股东司法重整申请被法院裁定受理
新华联控股份有限公司	2020/3/6	15 新华联控 MTN001	受疫情影响，公司所属文化旅游、酒店餐饮等业务遭受重创，资金较为紧张，且债务兑付及回售压力较大，具有较大的流动性压力
北京北大科技园建设开发有限公司	2020/3/6	18 北大科技 ABN001 优先级	公司未能足额支付回售资金，差额补足义务人北大方正及北大资源集团未履行差额补足义务
康美药业股份有限公司	2020/2/3	15 康美债	同康美实业
大连天神娱乐股份有限公司	2020/1/20	17 天神 01	公司违约债务规模很大，偿债能力不足，持续经营能力存在重大不确定性；公司持续亏损，面临退市风险，部分子公司股权、银行账户等被冻结，资产流动性差，并涉及多起诉讼（仲裁）案件
重庆力帆控股有限公司	2020/1/15	18 力控 01	同力帆控股

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

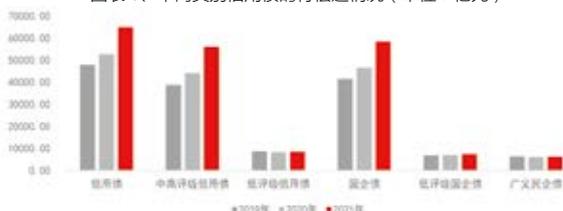
约为 5458 亿元。我们主要采用“年内进入回售期规模\*实际回售比例”进行估算。据统计，2019 年和 2020 年的回售比例分别是 0.3 和 0.28，以二者平均值 0.29 作为 2021 年的实际回售比例，2021 年进入回售期规模为 18570.5 亿元，则 2021 年年内回售量为 5458.49 亿元。最后，上述测算结果相加可得，预计 2021 年待偿还规模为 90369.71 亿元，较 2020 年上升 6.96%。

### （二）2021 年实际待偿还信用债规模同比上行 23.01%，其中国企债尤其是低资质国企债规模在提升

当紧信用叠加更高的待偿还压力，低资质群体很可能会成为风险最集中的群体。考虑到信用环境变化可能造成发行人当年发行并到期的超短融规模大幅波动且无 21 年实际超短融数据，我们剔除当年发行并到期的超短融数据，仅对比 19-21 年含到期和本金提前兑付在内的实际待偿还情况。

据统计，2021 年待偿还信用债规模为 64911.22 亿元，较 2020 年上行 23.01%。分等级来看，中高评级信用债待偿还规模为 56054.58 亿元，低评级信用债为 8495.11 亿元，同比分别上行 27.07%、3.51%；分企业属性来看，国有企业的待偿还规模为 58471.14 亿元，低评级国企债为 7529.73 亿元，同比分别上行 25.74%、6.34%，广义民企待偿还规模为 6320.15 亿元，同比小幅上行 2.54%。整体来看，2021 年偿债压力上行，其中国企债尤其是低评级的国企债待偿还量提升较为明显，在信用风险向地方国有企业迁移的环境下，这部分主体 2021 年违约率或将进一步上升。

图表 8. 不同类别信用债的待偿还情况（单位：亿元）



注：1、本图统计范围皆为非金融企业信用债，且剔除已经出现实质性违约但尚未到期的债券  
2、中高评级指主体级别为 AA+ 级或 AAA 级的债券，低评级指 AA 级及以下的债券（不含无评级的债项）  
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### （三）2021 年违约率大概率介于 0.67% 至 1.05% 间，显著高于 2020 年违约率水平的概率较低

违约率方面，以 2014-2020 年为统计期，按年划分观察期，统计可得 t1-t7 的平均累积违约率分别为 0.63%、1.27%、1.81%、2.27%、2.76%、3.24%、3.59%，违约常态化下违约率持续走高。边际违约率方面，2019、2020 年分别为 1.05%、0.67%，基于 2021 年信用环境边际趋紧且不会出现“政策悬崖”的判断，我们认为 2021 年的违约率水平大概率会介于 0.67% 至 1.05% 之间，显著高于 2020 年违约率水平的概率较低。

图表 9. 2014-2020 统计期内边际违约率、平均边际违约率以及平均累积违约率统计

y 时点 / 边际违约率	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7
2014	0.18%	0.82%	0.50%	0.14%	0.50%	0.61%	0.36%
2015	0.74%	0.60%	0.20%	0.51%	0.60%	0.40%	
2016	0.55%	0.18%	0.60%	0.65%	0.43%	-	
2017	0.20%	0.77%	0.75%	0.48%	-	-	
2018	0.85%	0.87%	0.58%	-	-	-	
2019	1.05%	0.63%	-	-	-	-	
2020	0.67%						
平均边际违约率	0.63%	0.65%	0.54%	0.47%	0.51%	0.49%	0.36%
平均累积违约率	0.63%	1.27%	1.81%	2.27%	2.76%	3.24%	3.59%

注：t1-t7 分别表示 y 时点构建静态池的观察期  
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

综上所述，2021 年信用环境边际收紧，债券偿还压力加大，国企尤其是低评级国企的违约率水平可能进一步上升。不过考虑到 2021 年不会出现“政策悬崖”，致使信用环境过分紧张，我们认为 2021 年的违约率水平大概率会介于 0.67% 至 1.05% 之间，显著高于 2020 年违约率水平的概率较低。■

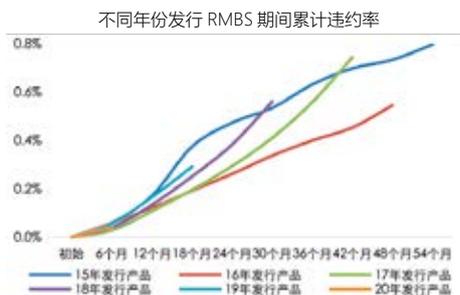
## 【资产证券化篇】

# 2020 年我国 RMBS 信用风险回顾 与 2021 年展望

文 | 结构融资部 熊晓梦依 金炫杰

我国 RMBS 发行概况

	2020 年	2019 年	2018 年
发行单数 (单)	55	66	54
发行规模总额 (亿元)	4243.86	4991.46	5842.63
借款人加权平均收入债务比 (%)	59.31	41.64	46.71
加权平均账龄 (年)	4.66	4.19	3.86
抵押房产城市个数 (个)	80	81	99
抵押房产加权平均 LTV (%)	49.31	47.66	49.47
抵押房产位于一、二线城市 OPB 占比 (%)	57.88	52.59	43.62
AAA 档证券占比 (%)	89.05	87.99	87.64
超额利差 (%)	1.38	1.29	0.87



### 主要观点:

- RMBS 占商业银行个人房贷余额的比例仍然较低，商业银行房地产贷款集中度管理制度出台背景下，预计 2021 年商业银行发行 RMBS 实现资产流转、结构调整的动力上升，发行规模同比实现增长；
- 近年来我国居民杠杆率持续攀升，新冠肺炎疫情疫情影响下预计 2021 年居民就业形势和可支配收入增长前景不容乐观，个人房贷债务压力增大，RMBS 资产池违约率上升速度有所加快；
- 预计 2021 年我国房地产行业调控政策仍偏紧，不同区域房价延续分化态势，部分二三线城市 RMBS 资产抵押物保障程度有所减弱；
- 受居民可支配收入增长放缓、房地产调控政策偏紧等因素影响，预计 2021 年全年 RMBS 资产池早偿率有所回落。

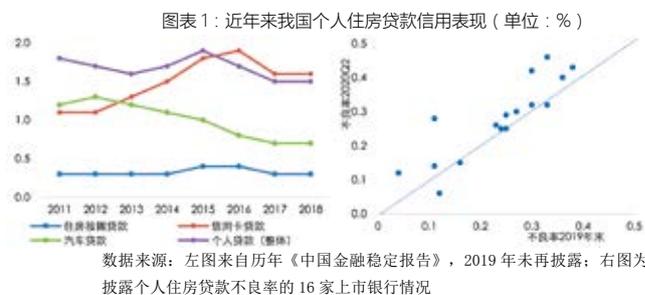
## 一、2020 年我国 RMBS 信用风险回顾

2020 年，RMBS 发行规模同比下降，但仍为银行间信贷资产证券化市场中第一大类品种。期间，RMBS 产品发行 55 单，发行规模合计 4243.86 亿元，发行规模占银行间信贷资产证券化产品比例为 51.56%，发起机构以国有商业银行和股份制商业银行为主（发行规模占比 91.14%），首次发行 RMBS 的机构有郑州银行、东莞银行、成都银行、常熟农商行和青岛银行，发起机构进一步多元化。

信用风险方面，得益于基础资产分散度较高和产品交易结构合理，RMBS 未出现违约等风险事件，但居民房贷偿付压力上升、区域房地产市场分化对 RMBS 产品信用质量构成不利因素，资产池违约率上升速度有所加快。

### 受益于个人住房贷款充分的抵押担保特征，RMBS 基础资产违约率保持较低水平

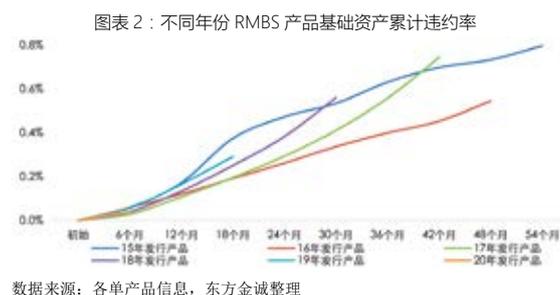
国内个人住房贷款（下称“个人房贷”）信用质量整体很高，在不同类型的零售类贷款里其不良率稳定在最低水平。2020 年，商业银行个人房贷的不良率较年初小幅上升，仍保持低位水平。东方金诚选取 16 家上市银行作为研究样本，数据显示样本的个人房贷不良率跳升在 -0.06pct 至 0.17pct 的区间（中位数 0.03pct），2020 年 6 月末均不超过 0.5%。



从 RMBS 静态样本池看，截至 2020 年 10 月末，RMBS 资产池累计违约率<sup>[1]</sup>绝大多数未超过 1%，仍远低于 RMBS 次级档占比。2020 年新发行 RMBS 资产池加权平均账龄 4.66 年，较 2019 年提高 0.47 年；加权平均初始贷款价

值比 (LTV)<sup>[2]</sup> 49.31%，较 2019 年提高 1.65 个百分点，仍低于我国个人房贷市场约 60% 的平均水平，借款人违约成本较高。整体来看，RMBS 资产池信用质量较整体个人房贷更优质。

从 RMBS 资产池累计违约率的变化趋势看，17 年以来发行的 RMBS 产品整体较之前发行产品累计违约率增速整体有所上升。2020 年全年，RMBS 产品累计违约率增幅较往年仅有小幅增加，表明短期内新冠肺炎疫情对 RMBS 产品信用风险的冲击有限。



### 我国居民杠杆率持续攀升，疫情对我国居民就业形势造成较大压力，居民现金流有所恶化，个人房贷偿债压力整体增大

2020 年受疫情影响我国货币政策整体宽松，居民杠杆率继续攀升。根据国家金融与发展实验室发布的《2020 年度中国杠杆率报告》，截至 2020 年末，我国居民杠杆率为 62.2%，较年初上升 6.1 个百分点。作为我国住户部门债务主要构成部分，截至 2020 年末我国个人房贷余额同比增长 14.50%，大幅高于同期城镇居民人均可支配收入增速（3.50%）。

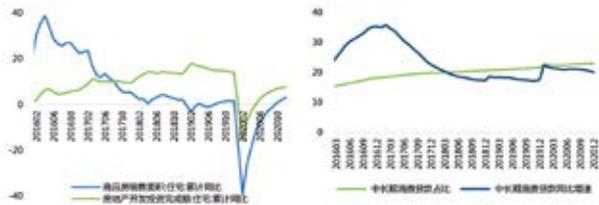
从债务结构看，居民债务压力分化较大。根据央行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》数据，有负债家庭的债务收入比均值为 1.6 倍，少数家庭债务收入比超过 10 倍；有负债家庭中，12.8% 的家庭偿债收入比超过四成，4.5% 的家庭月偿债收入比超过六成。低收入家庭、中青年群体以及刚需型房贷家庭债务风险相对较高。

另一方面，新冠肺炎疫情对我国居民就业形势造成较大压力，短期内失业率上升较明显，

注：[1] 累计违约率的计算未考虑产品存续期间资产的回收、核销等因素。  
注：[2] 贷款价值比 = 贷款未偿本金余额 / 贷款发放时抵押房产评估价值。

居民现金流有所恶化，房贷偿债压力整体增大。

图表 3：房地产贷款是拉动居民杠杆率上升的主要因素（单位：%）



数据来源：中国人民银行、Wind，东方金诚整理

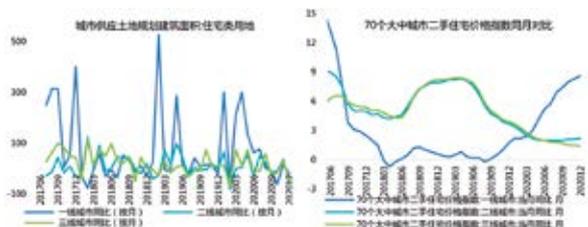
### 受益于近年来的房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高，但需关注部分二三线城市房价回调对违约贷款回收的不利影响

2020 年，我国房地产市场仍坚持房住不炒、因城施策、分类指导的调控政策，促进房地产市场平稳健康发展。

从土地供应看，一线城市 2020 年上半年土地供应力度明显较大，下半年开始回落；二、三线城市 2020 全年土地供应力度基本与 2019 年持平。

从房价水平看，2020 年一线城市二手住宅价格指数提升很快；二、三线城市受人才引进政策及人口逆向流动影响，潜在需求上升，住宅价格指数阶段性上涨，但增速逐步回落。

图表 4：近年来全国不同等级城市土地供应、商品房价格情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

对于 RMBS 静态样本池来说，RMBS 资产池账龄较长，抵押物价值普遍受益于 2015 年以来的房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高。但也需关注到，此前房价上涨较快，但产业支撑较弱、人口增长缓慢甚至负增长的部分二线和三线城市的房价水平自 2019 年起已有所回调，对违约贷款回收产生一定不利影响。

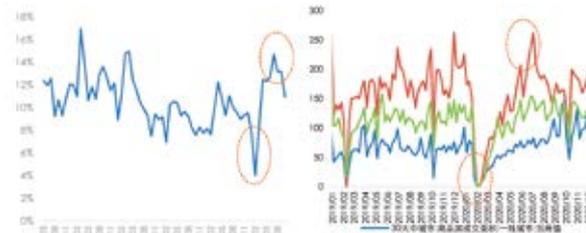
### 受居民可支配收入波动、房地产市场交易因素影响，2020 年 RMBS 资产池全年早偿率呈现

### 前低后高的走势

2020 年一季度，受疫情因素影响，RMBS 资产池早偿率较往年同期大幅下降。2020 年二季度开始，RMBS 资产池早偿率有所回升，1-10 月平均年化早偿率较 2019 年上升 1.25 个百分点。

我国房贷的早偿包括部分早偿和全部早偿，其中部分早偿与借款人收入波动等因素相关性强，全部早偿与房产置换因素相关性强，全部早偿是影响 RMBS 早偿率的主要因素。疫情背景下，居民可支配收入减少，房地产成交下滑等因素导致 2020 年一季度房贷资产的早偿率下滑较明显。进入二季度，随着国内疫情好转，同时因疫情延迟的房地产置换需求得以释放，早偿率逐步抬高到历史较高水平。

图表 5：RMBS 资产池平均年化早偿率与商品房成交面积具有强相关性



数据来源：Wind，东方金诚整理

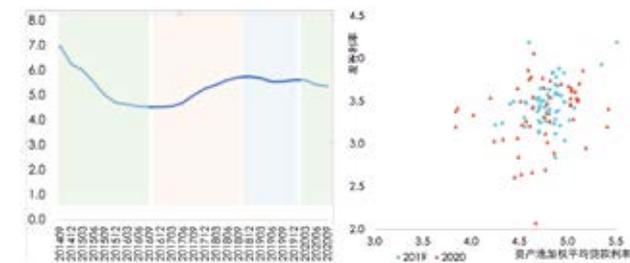
### 受益于宽松的货币政策，2020 年 RMBS 超额利差有所上升

RMBS 超额利差<sup>[3]</sup>受到资产池加权平均贷款利率与证券票面利率的双重影响。

2020 年发行的 RMBS 资产池加权平均利率为 4.74%，同比变化不大。另一方面，受益于宽松的货币政策，RMBS 发行利率平均值为 3.37%，较 2019 年下降 0.10 个百分点。综合来看，RMBS 产品超额利差为 1.37%，较 2019 年上升 0.07 个百分点。

注：[3] 超额利差 = 基础资产加权平均贷款利率 - 证券加权平均票面利率（含次级证券期间收益率）。

图表 6：金融机构个人房贷加权平均利率（左）和近两年 RMBS 产品信息（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

## 二、2021 年展望

### RMBS 占个人房贷余额的比例仍然较低，叠加商业银行房地产贷款新政策的出台，预计 2021 年 RMBS 发行规模同比实现增长

截至 2020 年末，我国 RMBS 存量为 11827.78 亿元，占个人房贷余额的比例约 3%，相比美国市场约 60% 的水平仍有较大发展空间。

2020 年末，中国银保监会公布了《银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度》，明确规定了各类银行的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限，同时赋予银行一定的业务调整过渡期。预计过渡期内商业银行发行 RMBS 实现资产流转、结构调整的动力上升。

### 预计 2021 年居民房贷偿付压力仍然有所上升，短账龄资产池违约率上升速度有所加快

本次疫情尚未结束，临近冬季国内多个城市出现确诊病例，而海外疫情仍处于高发期，外需受到抑制，国内经济回升势头仍受到较大影响，预计对就业形势和居民可支配收入的增长形成较大压力。受此影响，预计 2021 年 RMBS 借款人房贷偿付压力仍存，需持续关注短账龄资产池逾期状态迁移情况。

### 预计 2021 年房地产行业调控政策仍然持续，区域房价延续分化态势，部分二三线城市房产

### 跌价风险对产品信用质量构成不利影响

预计 2021 年房地产行业调控政策仍延续，地方政府将根据经济发展目标的变化持续落实差异化住房信贷政策，各区域房地产价格将继续分化。其中，一线和热点二线城市人口将总体保持净流入，同时政府坚持楼市调控政策方向不动摇，房价增长平稳；但部分二、三线城市房价受到土地供应规模较大、人口及资源向外迁移、居民现金流恶化导致的购房需求下滑等因素影响面临下行压力，房产抵押保障程度有所减弱。

### 2021 年在房地产调控政策等因素影响下，预计 RMBS 资产池早偿率有所回落

一方面，“房住不炒”是中央层面重大会议谈及房地产调控的主基调。2021 年初，以上海、深圳、杭州为代表的热点城市出台加强购房人资格审查政策，预计持续高压的房地产调控政策将同时对房地产市场投资行为以及居民刚性置换需求构成抑制。另一方面，居民对未来可支配收入预期的下调也会一定程度降低 RMBS 资产池的早偿。总体地看，2021 年，RMBS 资产池早偿率将有所回落。■



# 2020 年我国不动产资产 证券化信用风险回顾与 2021 年展望

文 | 结构融资部 左文月

表 1：我国不动产 ABS 发行概况

项目	2017	2018	2019	2020
发行情况				
发行单数（单）	36	53	83	96
发行规模（亿元）	909	1064	1545	1862
底层资产				
最大城市及占比	北京（24.51%）			
前五大城市占比	58.05%			
最大业态及占比	综合体（28.44%）			
前五大业态占比	90.61%			

图 1：主要城市优质零售物业空置率

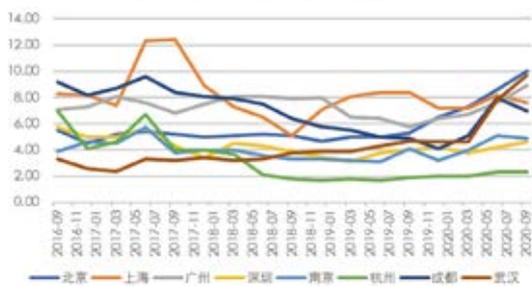
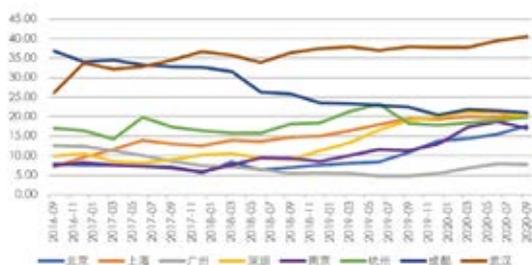


图 2：主要城市优质写字楼空置率



## 主要观点：

- 受新冠疫情影响，我国商业地产供需短期承压，房企融资需求上升和相对宽松的市场环境带动 2020 年不动产 ABS 发行高涨，预计 2021 年不动产 ABS 发行规模将突破 2000 亿元；
- 2020 年，我国线下零售行业遭遇重创，城市间分化加剧，部分城市零售物业空置率持续高企，租金回调承压，预计 2021 年，消费回暖有望带动零售物业租赁需求回稳，空置率及租金有望向好调整，商业不动产 ABS 底层风险将相应缓释；
- 近年来我国部分城市优质写字楼空置率持续走高，且城市间分化较大，2020 年新冠疫情加剧了部分中小企业的经营压力，或辐射至对写字楼的需求进一步减弱，2021 年仍需警惕部分城市写字楼空置风险并关注不动产 ABS 底层现金流稳定性；
- 后疫情时代，居民消费习惯加速变革，持续攀升的线上消费需求将同步利好仓储物流行业，预计一线城市仓储物流地产将保持增势，并为不动产 ABS 提供良好的发展契机；
- 出于增加发行规模及降低集中度风险考虑，预计未来以多个不动产资产组合作为底层资产的 ABS 项目数量将保持增长；

不动产 ABS 按品种主要分为房地产投资信托基金 REITs 以及商业房地产抵押贷款支持证券 CMBS/CMBN。不动产 ABS 有助于产权人盘活存量资产，同时将偿债来源锁定为物业产生的现金流，偿债来源明确，更易获得投资人认可。基于上述优势，近年来，商业不动产 ABS 市场逐渐繁荣，发行单数及规模增长较快。

### (一) 2020 年不动产 ABS 回顾

**受新冠疫情影响，我国商业地产供需短期承压，房企融资需求上升和金融环境相对宽松带动 2020 年不动产 ABS 发行高涨，预计未来在监管收紧的趋势下，不动产 ABS 将发挥其优化债务期限结构的优势，继续为房企青睐**

2020 年，新冠肺炎疫情在全球范围内持续蔓延，宏观经济遭遇重挫，商业地产行业也未能独善其身。2020 年 1~10 月，我国商业营业用房新开工面积 14566.69 万平方米，同比下降 6.05%；商业营业用房销售面积 6689.36 万平方米，同比下降 13.98%。同期，我国办公楼新开工面积 5395.76 万平方米，同比下降 7.21%；办公楼销售面积 2449.49 万平方米，同比下降 14.54%。在疫情防控取得重大战略成果的背景下，我国复工复产扎实推进、生产需求逐步好转，商业地产投资及销售情况同比降幅较 2020 年上半年有所收窄，但恢复至疫情前水平尚需时间。

图表 1：2017 年~2020 年不动产 ABS 产品发行概况



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

不动产 ABS 发行方面，受 2020 年疫情爆发，房企现金流持续紧张，融资需求旺盛及金融环

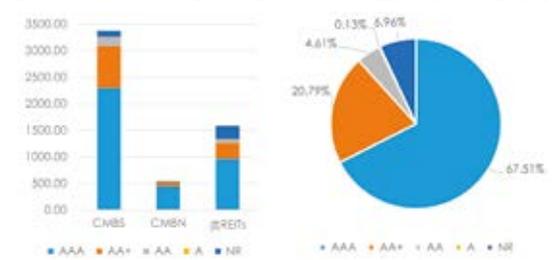
境相对宽松等因素影响，2020 年我国房企发行不动产 ABS 产品融资的热情持续高涨。2020 年，全市场共发行不动产 ABS 产品 96 单，规模合计 1862 亿元，金额较 2019 年增长 20.53%，其中，CMBS 产品发行规模同比增长 58.21%。

进入 2020 年三季度，房地产金融监管力度再度加大，2020 年 8 月 20 日，中国人民银行、住房和城乡建设部约谈 12 家房企召开座谈会，明确了房企的资金监测和融资管理规则，即“三道红线”和“四档管理”，进一步释放了收紧监管环境的信号。在日趋常态化的监管环境下，部分房企面临降杠杆、优化债务期限结构的压力，而不动产 ABS 具备融资规模大、融资期限长等特点，可为发行人优化债务结构，未来不动产 ABS 仍将是备受房企青睐的融资途径，预计 2021 年，不动产 ABS 发行规模可突破 2000 亿元。

**不动产 ABS 产品整体信用质量较高，产品信用更依赖物业运营情况及物业增值的类 REITs 产品权益级占比相对较高**

已发行的不动产类 ABS 产品中，按照发行规模来看，CMBS、CMBN 及类 REITs 产品债项级别在 AA+（含）以上的比例分别为 91.45%、96.18% 和 78.93%，产品整体信用质量较高。从次级/权益级占比来看，相较于 CMBS 和 CMBN 产品，类 REITs 产品更依赖物业的运营情况及物业增值，产品权益级占比设置仍相对较高。

图表 2：截至 2020 年 10 月末，不动产 ABS 产品级别分布概况 (单位：亿元)



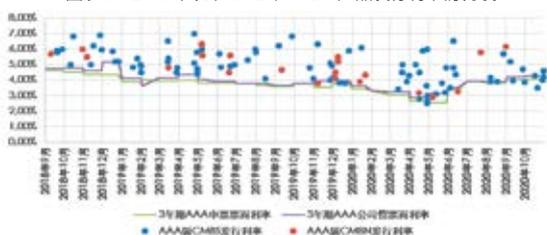
数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

**受原始权益人信用水平及标的物业差异影响，CMBS/CMBN 产品发行利率波动较大，发行**

### 利率整体高于同期同信用等级债券产品

不动产 ABS 以标的物业在专项计划 / 信托计划存续期间的未来现金流入作为还款来源, 受目前我国不动产租售比普遍偏低影响, 产品期限一般较长 (多数在 12 ~ 18 年之间) 且不尽相同。为便于销售, 不动产 ABS 通常设置有 3 年 1 次的退出开放期, 同时引入强信用主体提供差额支付或流动性支持, 以缓释集中兑付引发的流动性风险。2018 年以来, CMBS/CMBN 发行利率整体高于 3 年期同信用等级债券产品, 主要原因是 CMBS/CMBN 产品发展时间较短, 仍需经历一定时间的市场检验; 同时, CMBS/CMBN 产品的二级市场交易尚不活跃, 由此产生一定的流动性溢价。CMBS/CMBN 产品发行利率波动也较大, 主要原因是 CMBS/CMBN 产品无法实现正式破产隔离, 原始权益人信用水平差异往往对 CMBS/CMBN 发行利率产生较大影响; 同时, 标的物业所处区域及物业的运营情况对发行利率也会有一定的影响。2020 年上半年, 为刺激经济发展, 金融环境较为宽松, 产品发行利率同比大幅下降, 进入第三季度, 产品发行利率有所回升。

图表 3 : 2018 年以来 CMBS/CMBN 产品发行利率情况 [1]



数据来源: Wind, 东方金诚整理

**受新冠疫情冲击, 我国线下零售行业遭遇重创, 部分城市零售物业空置率持续高企, 租金回调继续承压, 长三角地区则展现强大经济韧性, 恢复速度较快, 预计未来随着全球疫情得到有效控制, 我国各地体验式消费将进一步复苏, 零售物业现金流将有所改善**

不动产 ABS 的标的物业, 根据面向客户对象不同可以大体划分为零售物业、写字楼、仓储物流、公寓及酒店等业态。受经济下行及电

商冲击等因素影响, 2017 年以来, 除北京和南京优质零售物业首层租金价格有小幅增长外, 国内其他主要城市优质零售物业首层租金出现不同程度下滑。受益于良好的区域经济环境及较高的人均收入, 一线城市、杭州、南京及宁波等地区优质零售物业租金表现优于其他城市。2019 年末, 北京、上海和广州优质零售物业首层租金分别以 37.70 元 / 天 / 平方米、35.10 元 / 天 / 平方米和 31.00 元 / 天 / 平方米位居全国前三位, 因邻近香港, 受分流影响, 深圳优质零售物业首层租金为 21.60 元 / 天 / 平方米, 位居全国第六位。同期末, 宁波和杭州分别以 22.60 元 / 天 / 平方米和 22.20 元 / 天 / 平方米位居二线城市前两位, 其余二线城市平均租金均未超过 20.00 元 / 天 / 平方米。

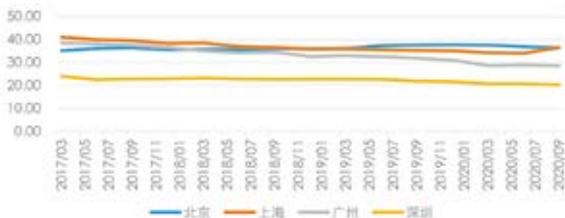
2020 年新冠肺炎疫情爆发, 线下零售行业遭遇重创, 尽管二季度以来国内疫情防控已卓有成效, 但部分零售商现金流仍难以为继, 加之海外疫情蔓延难控, 部分国际品牌纷纷陷入关店潮, 疫情连锁效应下, 我国部分城市零售物业运营危机仍未消散。为快速填补空置面积, 维持日常运营, 多数购物中心纷纷下调租金预期, 2020 年 9 月末, 北京、广州和深圳等一线城市优质零售物业首层租金分别较 2019 年末下降 1.30 元 / 天 / 平方米、2.40 元 / 天 / 平方米和 1.30 元 / 天 / 平方米。

相较而言, 以上海、南京为代表的长三角城市在疫情的冲击下展现出强大的经济韧性, 恢复较为乐观。2020 年 9 月末, 两地优质零售物业首层租金均已止跌, 并逐步恢复至疫情前水平。其中, 上海优质零售物业首层租金为 36.50 元 / 天 / 平方米, 较 2019 年末增长 1.40 元 / 天 / 平方米; 南京优质零售物业首层租金为 20.09 元 / 天 / 平方米, 较 2019 年末增长 0.18 元 / 天 / 平方米。

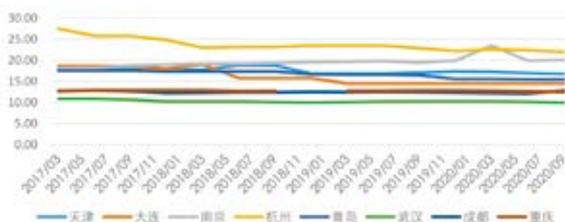
注: [1] 类 REITs 产品发行利率受标的物业运营情况及物业增值影响较大, 且偏股型和偏债型类 REITs 间利率也存在较大差异, 本文仅对 AAA 级 CMBS/CMBN 与 3 年期同信用等级债券发行利率进行了对比分析。

注: [2] 全国主要城市包括北京、上海、广州、深圳、南京、宁波、杭州、成都、重庆、大连、沈阳、青岛、武汉及天津共 14 个城市 (下同)。

图表 4：全国主要一线城市优质零售物业首层租金水平（单位：元/天/平方米）



图表 5：全国主要二线城市优质零售物业首层租金水平（单位：元/天/平方米）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2017 年～2019 年，全国主要城市优质零售物业空置率处于较低水平，其中杭州、宁波和武汉表现较为抢眼，平均空置率分别为 3.00%、3.45% 和 3.67%。但 2020 年新冠疫情爆发以来，居民外出及消费受限，收入不达预期，多数体验式业态客流量显著下滑，部分餐饮、娱乐、线下培训等商户陷入停业退租潮。与此同时，疫情使我国居民消费习惯加速变革，直播带货模式备受推崇，线上零售进一步挤占了线下零售业市场空间，致使服饰、配饰、鞋包等时尚业态的退租率持续攀升。

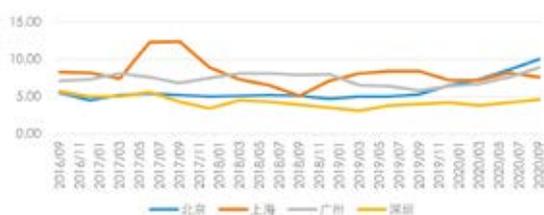
零售商户的退租潮推升了部分城市零售物业的空置率，一线城市中，北京、广州的零售物业空置率上升较为明显，2020 年 9 月末，两地优质零售物业空置率分别较 2019 年末上升 3.5% 和 2.5%，至 10.00% 和 8.90%。相较而言，深圳零售物业空置率相对平稳，受疫情及电商冲击较小；上海零售行业复苏较快，2019 年 9 月末，上海优质零售物业空置率已降至疫情前水平。

二线城市中优质零售物业空置水平差异较大，2020 年 9 月末，天津及重庆优质零售物业空置率均已超过 10%，分别增至 17.10% 和 10.90%。天津优质零售物业空置率较 2019 年末

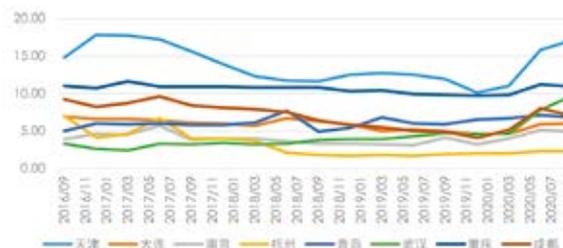
已上升 7.00%，零售物业空置风险大幅上升。武汉受疫情影响最为严重，优质零售物业空置率亦较上年末有明显增长。相较而言，杭州、南京等长三角城市零售物业空置率始终保持在较低水平，对抗宏观风险的能力较强。

预计 2021 年，随着全球疫情得到进一步控制，我国线下体验式消费将逐步复苏，实体零售行业发展活力将随之改善，从而推进零售物业租金及空置率逐步恢复至疫情前水平。

图表 6：全国主要一线城市优质零售物业空置率（单位：%）



图表 7：全国主要二线城市优质零售物业空置率（单位：%）



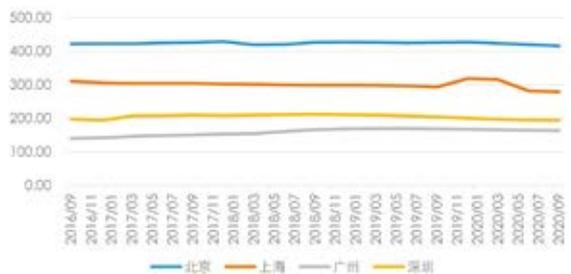
数据来源：Wind，东方金诚整理

### 2020 年我国写字楼租金降幅相对较小，但城市间分化较大，部分城市优质写字楼空置率持续走高，二线城市整体高于一线城市，未来仍需警惕写字楼空置风险

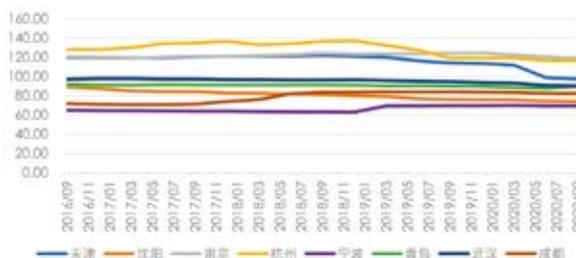
因写字楼的地区聚集效应更为显著，各城市间优质写字楼租金存在较大差异。国企、央企总部多位于北京，得益于总部经济效应，北京地区优质写字楼租金与其它一线城市拉开较大距离。2020 年 9 月末，北京优质写字楼租金为 416.10 元/平方米/月，高出第二位的上海 136.90 元/平方米/月；同期末，深圳及广州写字楼租金分别为 194.30 元/平方米/月和 163.80 元/平方米/月，租金价格分别位列全国第三和第四位。此外，受益于长三角一体化背景下南京与杭州都市圈协调联动的强化，南京和杭州优质写字楼租金较高，2020 年 9 月末

分别为 119.40 元 / 平方米 / 月和 116.70 元 / 平方米 / 月，位居二线城市前列，其余二线城市每平方米月租金均不超过 100 元。同期末，受新冠疫情影响，全国主要城市写字楼租金也普遍下降，但相较于零售物业租金而言，降幅较小。

图表 8：全国主要一线城市优质写字楼租金水平（单位：元 / 平方米 / 月）



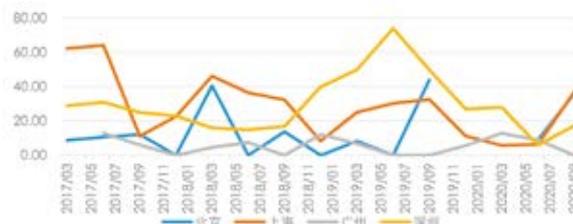
图表 9：全国主要二线城市优质写字楼租金水平（单位：元 / 平方米 / 月）



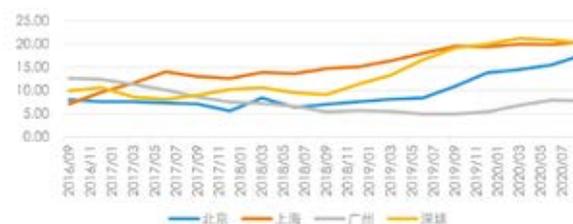
数据来源：Wind，东方金诚整理

写字楼空置率方面，2017 年以来，一线城市中，广州近年来写字楼新增供应增长较为平稳，有限供应下有利于去化，优质写字楼空置率一直处于较低水平。深圳累计新增写字楼供应面积一直位居一线城市之首，优质写字楼供过于求特征凸显，受此影响，近年来空置率大幅提高。其余一线城市优质写字楼空置率整体呈增长趋势，但明显好于二线城市。2020 年以来，受新冠疫情影响，部分行业尚未恢复到疫情前水平，重点城市写字楼租赁需求仍然疲软，空置率较 2019 年末有所上升。2020 年 9 月末，北京、上海、广州和深圳优质写字楼空置率分别较 2019 年末上升 3.9%、1.0%、2.4% 和 0.1%，至 17.70%、20.40%、7.80% 和 20.10%。一线城市中，上海及深圳优质写字楼空置率均已超过 20%，写字楼空置风险值得关注。

图表 10：全国主要一线城市新增优质写字楼情况（单位：万平方米）



图表 11：全国主要一线城市优质写字楼空置率（单位：%）

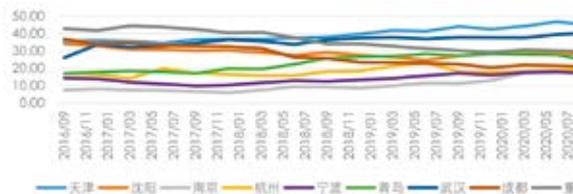


数据来源：Wind，东方金诚整理

二线城市方面，2017 年以来，南京和青岛优质写字楼的空置率增长较快，但整体来看，长三角区域的南京、杭州及宁波空置率仍处于较低水平，天津、武汉及重庆优质写字楼空置率持续高企。2020 年 9 月末，二线重点城市中，南京写字楼空置率仍最低为 17.00%，最高为天津的 44.70%。2017 年以来，受新增写字楼供给较大、区域经济增长放缓等因素影响，天津优质写字楼空置率持续处于高位；此外，武汉、重庆优质写字楼空置率近三年也均在 30.00% 以上。

整体来看，近年来我国重点城市优质写字楼空置率呈上升趋势，二线城市空置率整体高于一线城市。预计 2021 年，我国宏观经济的恢复仍面临诸多挑战，写字楼去化尚需时间，短期内写字楼空置风险依然较高，部分城市写字楼空置风险值得警惕。

图表 12：全国主要二线城市优质写字楼空置率（单位：%）



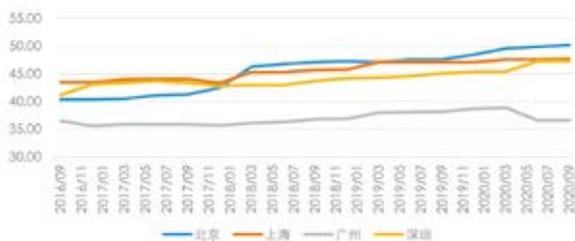
数据来源：Wind，东方金诚整理

### 2020 年多数一线城市仓储物流租金上升趋势良好，后疫情时代，居民消费习惯加速变革，持续攀升的线上消费需求将同步利好仓储物流行业，预计一线城市仓储物流地产租金水平仍将保持良好上升趋势

2017 年以来，一线城市仓储物流地产租金逐年增长，北京仓储物流地产租金增长速度最快，年均复合增长率<sup>[3]</sup>达到 6.28%。2020 年 9 月末，北京、上海、广州和深圳仓储物流地产租金分别为 50.20 元 / 平方米 / 月、47.70 元 / 平方米 / 月、36.60 元 / 平方米 / 月和 47.30 元 / 平方米 / 月。受益于新冠疫情期间抗疫物资运输及线上消费需求的增长，2020 年以来，除广州外，一线城市仓储物流地产租金较 2019 年末均小幅增加。

此次疫情加速居民消费习惯的变革，未来仓储物流需求量仍将继续攀升，而政策对一线城市物流用地有所限制，供给有限，预计未来一线城市物流仓储地产租金仍有上升空间。

图表 13：北京、上海、广州和深圳仓储物流地产租金水平（单位：元 / 平方米 / 月）



### 近年来新兴业态不动产 ABS 发展较快，区域分布仍以人口聚集度高、经济增速快、区位优势明显的一、二线城市核心地段为主，该等区域商业物业处置价值较高，保值性较强

据统计，已发行的不动产 ABS 产品底层资产业态类型仍以综合体、商业、写字楼、酒店等及长租公寓 / 租赁住宅为主，截至 2020 年 10 月末，以上述业态为底层资产的不动产 ABS 项目发行规模累计达 4993.78 亿元，占比为 90.61%。2020 年以来，长租公寓 / 租赁住房、仓储物流、产业园及基础设施类等新兴业态不动产 ABS 继续保持较快发展，相较于 2019 年末，发行规模占比均有所提高。

注：[3] 系指 2016 年 ~ 2019 年末三年期间。

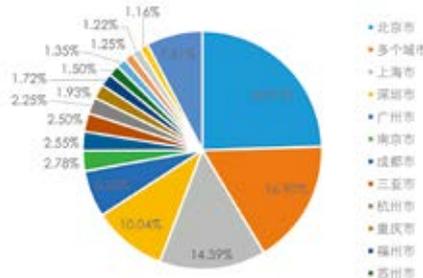
图表 14：截至 2020 年 10 月末不动产 ABS 底层资产类型构成



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

2020 年 10 月末，除单个项目底层资产分布在多个城市的情况外，不动产 ABS 产品发行规模前五大城市分别为北京市、上海市、深圳市、广州市和南京市，发行规模占比为 58.05%，规模占比较 2019 年末变化不大。除此之外，不动产 ABS 项目底层物业资产分布较广的区域还包括成都市、三亚市、杭州市、重庆市和福州市等城市。2020 年以来，三亚市新发行 3 单以酒店为底层资产的 CMBS 项目，带动三亚市不动产 ABS 产品发行规模占比提高至 2.50%；2020 年 6 月 12 日，底层资产位于清远市的首单桥梁基础设施类 REITs 产品成功发行，清远市不动产 ABS 产品发行规模占比至 1.03%。其他主要不动产 ABS 产品底层资产区域未发生较大变化，预计未来，单一规模较大 ABS 产品的发行可能导致部分底层资产区域发生一定变化，但主流城市仍以北上广深等一线城市为主。

图表 15：截至 2020 年 10 月末不动产 ABS 产品底层物业区域分布



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

综上所述，因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，预计未来底层物业仍主要分布于此类区域。

## （二）2021 年不动产 ABS 展望

**经疫情大考，长三角地区展现强大经济韧性，城市间表现分化加剧，预计 2021 年各地零售物业现金流将有所好转，部分城市写字楼空置风险仍值得关注，仓储物流地产或迎快速发展**

受新冠疫情冲击，我国线下零售行业遭遇重创，城市间优质零售物业表现差异较大，部分城市零售物业空置风险大幅上升，租金回调持续承压，而杭州、南京等长三角城市零售物业空置率始终保持在较低水平，对抗宏观风险的能力较强。预计 2021 年，随着全球疫情得到进一步控制，我国线下体验式消费将逐步复苏，实体零售行业发展活力将随之改善，零售物业租金及空置率逐步恢复至疫情前水平。长三角地区经受疫情考验，零售物业表现亮眼，预计未来仍将维持强劲的发展活力。近年来我国重点城市优质写字楼空置率呈上升趋势，二线城市空置率整体高于一线城市。预计 2021 年，我国宏观经济的恢复仍面临诸多挑战，写字楼去化尚需时间，短期内写字楼空置风险依然较高，部分城市写字楼空置风险值得警惕。受线上消费增长影响，2020 年多数一线城市仓储物流地产保持增势，后疫情时代，居民消费习惯加速变革，持续攀升的线上消费需求将同步利好仓储物流行业，预计一线城市仓储物流地产将迎快速发展。

**在日趋常态化的监管环境下，不动产 ABS 融资优势突显，预计未来房企发行不动产 ABS 仍热情不减**

受 2020 年疫情爆发，房企现金流持续紧张，融资需求旺盛及金融环境相对宽松等因素影响，2020 年我国房企发行不动产 ABS 产品融资的热情持续高涨。2020 年三季度以来，针对房企的监管政策再度收紧，部分房企面临降杠杆、优化债务期限结构的压力，而不动产 ABS 具备融资规模大、融资期限长等特点，可为发行人优化债务结构，未来不动产 ABS 仍将是备受房企青睐的融资途径之一，预计 2021 年不动产 ABS 发行规模将突破 2000 亿元。

**不动产 ABS 底层物业分布仍以主流一二线城市为主，同时多物业组合作为底层资产的产品数量仍将保持增长**

因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，预计 2021 年，底层物业仍将主要分布于此类区域。同时，已发行的不动产 ABS 产品中，以多个物业资产组合作为底层资产的项目逐渐增加，但相较于单个物业入池其价值变动对整个项目影响较大，多个物业组合入池不仅可以增加发行规模，还可以有效降低项目的集中度风险，预计未来，随着不动产 ABS 持续扩容，以多个不动产资产组合作为底层资产的 ABS 项目数量将保持增加。

**基础设施公募 REITs 试点正式启动，基础设施类不动产 ABS 发展可期**

2020 年以来，商业不动产 ABS 底层物业中零售物业、写字楼、物流仓储、长租公寓等较为平均，业态类型分布趋于稳定。2020 年 4 月 30 日，证监会和国家发改委联合发布《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》，基础设施领域的公募 REITs 试点工作正式启动。发展基础设施 REITs 能够有效盘活存量资产，启动新一轮基建投资，同时拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效，对应对疫情冲击下的短期经济下滑、激活长期市场活力及丰富多层次资本市场都具有重大意义。公募 REITs 基础资产准入条件较为严格，现阶段符合要求的产权清晰、现金流能力强的基础资产仍较为有限，项目实际落地尚需时间，但长远来看，较为严格的基础资产准入条件有利于保障产品的安全。总体而言，基础设施公募 REITs 虽然在税收、资产期限及资产价值衡量等方面面临一定挑战，但随着试点工作的不断开展，配套的法律及税收细则的逐步完善，长期内基础设施类不动产 ABS 发展可期。■

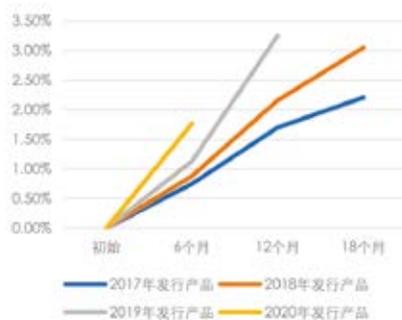
# 2020 年我国消费金融 ABS 信用风险回顾与 2021 年展望

文 | 结构融资部 路曦

图表 1：我国消费金融 ABS 发行概况

	2020 年	2019 年
银行间和交易所市场发行情况合计		
发行单数 (单)	344	134
发行规模总额 (亿元)	4579.97	3130.47
银行间消费金融 ABS 基础资产情况		
加权平均贷款笔数 (万笔)	146.54	83.25
前 20 大借款人占比 (%)	0.16	0.13
借款人平均收入债务比 (倍)	6.79	9.68
加权平均账龄 (月)	4.10	4.71
加权平均剩余期限 (月)	14.61	12.25
银行间消费金融 ABS 交易结构		
AAA 档加权平均占比 (%)	78.54	84.42
加权平均超额利差 (%)	8.18	7.21

图表 2：消费金融 ABS 累计违约率



## 主要观点：

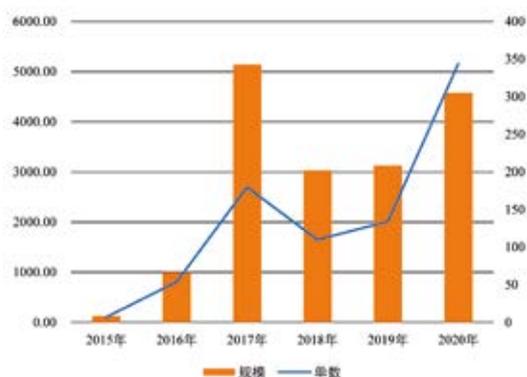
- 2020 年消费金融 ABS 发行端总体受新冠疫情影响较小，发行主体以头部小贷公司为主，总单数大幅增加，单笔规模有所下降，集中度风险有所降低；
- 2020 年商业银行发行消费金融 ABS 受疫情影响较大，发行量和规模大幅缩减，预计未来 1 至 2 年内逐步恢复至疫情前水平；
- 受新冠疫情影响，基础资产累计违约率有所上升，违约回收率仍较低，但 2020 年新发行产品的分散程度、超额利差、次级比例等同比均有所上升，缓冲了违约率上升带来的损失，产品存续期风险整体维持平稳；
- 居民杠杆率的提高和民间借贷利率新规带来的超额利差收窄短期内将导致基础资产质量有所下沉且短期内难以改善，信用风险主要靠次级吸收，预计 2021 年产品次级比例将进一步上升，保障优先级的支撑效果；
- 2020 年 11 月，网络小贷公司最严监管令出台，其融资渠道收窄，“蚂蚁系”、“京东系”ABS 融资规模将有所收缩。随着监管体系不断完善，预计 2021 年消费金融 ABS 整体发行量将有所下降，发行主体向银行和消费金融公司转移。

## 一、消费金融 ABS 信用风险回顾

**2020 年我国消费金融 ABS 发行端整体受新冠疫情影响较小，发行单数大幅增加，单笔规模有所下降，发行主体以消费金融公司和小贷公司为主，银行系产品大幅减少**

2020 年，我国银行间和交易所市场共发行 344 单消费金融资产证券化产品，总规模为 4579.97 亿元，较 2019 年全年相比发行数量再创新高，但单笔发行规模有所下降。

图表 1：近年来消费金融 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



注：图表 1 统计包括所有银行间和交易所产品

分市场来看，2020 年发行产品中，银行间产品单笔平均规模 20.79 亿元，较 2019 年下降 21.96 亿元。单笔平均规模下降主要系 2020 年单笔发行规模大的商业银行信贷类消费金融 ABS 大幅减少，2019 年招商银行、光大银行等发行了多期“和智”、“阳光”系列产品，单笔发行规模均在 90 亿元以上，而 2020 年“和智”系列发行量大幅下降，杭州银行发行了“幸福”系列，单笔发行规模 30 亿元。2020 年爆发的新冠肺炎疫情导致银行系消费贷基础资产的增长较慢，且违约风险有所增加，较高的市场风险溢价要求降低了商业银行的发行动力。

ABN/ABCP 类的发行主体主要为消费金融公司（“捷赢”系列等）和电商平台（“京东白条”系列等），该类主体单笔发行规模较小；交易所产品单笔平均发行规模为 12.65 亿元，较 2019 年下降 3.31 亿元。

图表 2：2019 年及 2020 年银行间和交易所消费金融 ABS 发行情况（单位：单、亿元）

	2019 年		2020 年	
	发行单数	发行规模	发行单数	发行规模
银行间市场	37	1581.86	28	582.22
其中：ABN/ABCP	16	180.00	18	204.80
信贷类	21	1401.86	10	377.42
交易所市场	97	1548.61	316	3997.75
合计	134	3130.47	344	4579.97

从发行主体来看，银行间产品发行主体主要为商业银行和持牌消费金融公司，受银保监会监管，其中持牌消费金融公司须年满三年才可能获批发行消费金融 ABS 资格，但相比小贷公司有更高的杠杆率上限（10 倍）。2020 年 3 月和 11 月，晋商消费金融和中邮消费金融相继获批发行消费金融 ABS 资格，成为国内第 10 家和 11 家获批发行消费金融 ABS 的持牌消费金融公司。2020 年上半年，湖北消费金融发行了首单消费金融 ABS 产品“楚赢 2020-1”，发行主体持续扩容。2020 年以来，随着监管部门相继批筹 6 家消费金融公司，其中包括 2020 年 9 月获批筹建的重庆蚂蚁消费金融有限公司，其注册资本高达 80 亿元。截至目前我国已有 30 家消费金融公司，未来消费金融 ABS 发行主体有望持续扩容。

交易所消费金融 ABS 发行主体主要为小贷公司，产品主要为“花呗”、“借呗”、“东道”等系列产品，发行主体自 2019 年以来逐渐趋于稳定，以阿里系、京东系等头部小贷公司为主要发行主体，小米、百度、苏宁旗下的小贷公司也参与发行，但市场份额相对较小。

从基础资产类别来看，2020 年，银行间和交易所消费金融 ABS 基础资产多为一般消费贷款，仅和智 2020-1 和和智 2020-2 为信用卡类基础资产。

因交易所 ABS 产品基础资产特征、累计违约率、违约回收率、早偿率等数据可得性受限，本报告下文涉及这些指标分析引用数据均来源于银行间产品。

从基础资产特征来看，2020 年发行的银行

间消费金融 ABS 贷款笔数有所上升，主要系北京京东世纪贸易有限公司发行 9 单“白条”产品，贷款笔数均在 200 万笔以上，资产分散度很高。资产加权平均账龄和剩余期限较短，借款人平均收入债务比继续保持较好水平。2020 年相对宽松的流动性与上半年较低的利率环境导致产品超额利差均值较前两年有所上升。整体资产池指标表现较好，有利于构成高度分散，现金流回收较为平缓的资产池。

图表 3：近年来银行间消费金融 ABS 资产池表现

指标	2018 年	2019 年	2020 年
加权平均贷款笔数（万笔）	74.57	83.25	146.54
前 20 大借款人占比（%）	0.16	0.13	0.16
借款人平均收入债务比（倍）	7.14	9.68	6.79
加权平均账龄（月）	3.92	4.71	4.10
加权平均剩余期限（月）	12.03	12.25	14.61
超额利差均值（%）	6.16	7.21	8.18

### 消费金融 ABS 违约率高于 RMBS 和 auto-ABS，受新冠疫情影响，2020 年发行产品的基础资产累计违约率高于往期

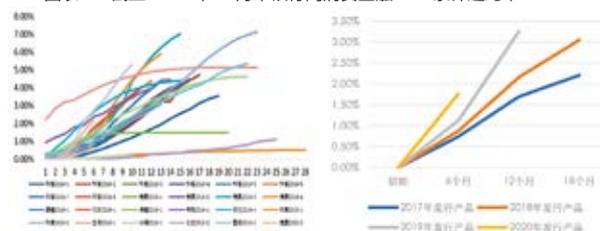
受消费贷款无抵押、质押、担保等还款保证措施影响，消费金融 ABS 基础资产违约率显著高于 RMBS 和 auto-ABS。大部分产品设置了触发加速清偿事件的累计违约率阈值，银行间产品一般设置为某一时点累计违约率在 5% ~ 10% 范围内触发加速清偿事件，持牌消费金融公司发行产品相应设置范围为 10% ~ 20%。截至 2020 年末，各存续期产品均未触发加速清偿事件设置的累计违约率阈值。

持牌消费金融公司发行产品累计违约率高于银行发行产品。商业银行的还款情况直接与个人征信系统关联，一定程度上可以保障借款人的还款意愿；消金公司的客户群体呈低龄化，客户质量相对较差，且利率较高，累计违约率显著偏高。截至 2020 年 10 月末，捷赢 2019 和 2020 系列平均累计违约率分别为 5.29% 和 2.61%。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情带来的影响，居民的可支配收入普遍下降，消费意愿和消费

能力均有所下降，还款能力欠佳，存续产品的累计违约率迅速攀升，2020 年发行产品前 6 个月累计违约率高于往期，基础资产质量有所下沉。

图表 4：截至 2020 年 10 月末银行间消费金融 ABS 累计违约率



数据来源：各产品受托报告，东方金诚整理

### 基础资产违约率提高，质量略有下沉，但次级支持效果仍较好，基础资产违约部分主要由次级吸收

考虑到不同产品存续期限不一，考虑到数据的可得性，本报告选取同系列产品存续第 13 期时累计违约率进行比较以研究近年来同类产品基础资产质量变化情况。根据图表 5，2019 年的“和享/和智”系列、“捷赢”系列存续相同期间后的累计违约率较 2018 年发行产品高，基础资产质量略有下沉。

从已清算产品来看，银行间清算产品最后一期累计违约率位于 0.17% ~ 9.25% 之间，而多数产品次级占比在 5% ~ 20% 之间。根据图表 6，在不考虑违约回收的情况下，已清算产品最后一期，产品次级依然能够高出最终累计违约率约 10%，次级对优先级的信用支撑仍然很强，产品的整体风险可控。

考虑到新冠疫情的持续性和滞后性影响，存续期产品逾期情况或将持续，但考虑到次级的内部信用支撑作用较强，疫情对存续期产品的负面影响主要由次级部分消化。

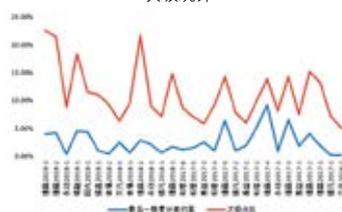
图表 5：同类产品存续第 13 期累计违约率统计（单位：%）

和享 2018-1	和享 2018-2	和智 2019-2	和智 2019-3
0.22	2.17	3.24	3.26

捷赢 2018-2	捷赢 2018-3	捷赢 2019-3	捷赢 2019-4
2.91	2.92	6.27	5.91

图表 6：已清算产品最后一期累计违约率和次级统计



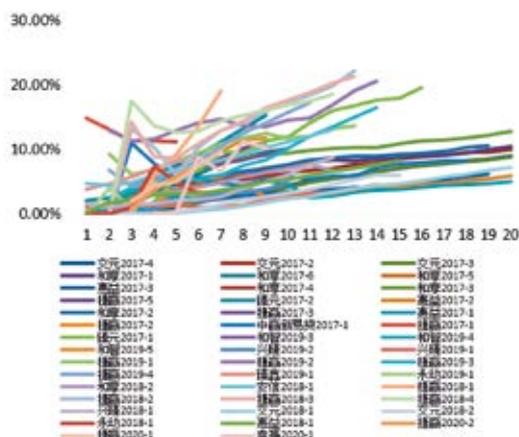
### 2020年受疫情影响，基础资产累计违约回收率增长放缓，违约回收率整体水平较低且差异化明显

各个产品违约回收情况有所差异，“捷赢”系列的违约率水平较高，但由于贷款服务机构催收能力强，违约回收率较高，产品存续期12个月后的违约回收率可达到10%以上。银行类产品的违约回收率较低，存续期一般不超过10%。

违约回收率受基础资产底层借款人的行业、年龄分布影响较大。2020年新冠肺炎疫情对建筑业、制造业等冲击很大，疫情期间企业停工停产导致居民偿债能力下降。同时催收机构的催收效率下降，回收金额减少。总体来看，2020年以来存续期产品累计违约回收率增长速度同比有所放缓。

消费贷款主要为信用贷款，基本无抵押措施担保，且央行个人征信系统尚不完善，目前我国央行征信系统信贷记录覆盖率不及30%，大批借款人违约后无相应的贷款记录，借款人违约成本较低，违约后偿还动力不足导致产品违约回收率较低。同时我国居民债务负担不断加重，2017年~2019年，我国人均可支配收入上涨18.48%，同期居民短期贷款增长37.41%，居民短期贷款增长幅度远超过人均可支配收入，居民债务负担的不断加重也不利于基础资产后续回收。

图表7：截至2020年10月末银行间消费金融ABS累计违约回收率

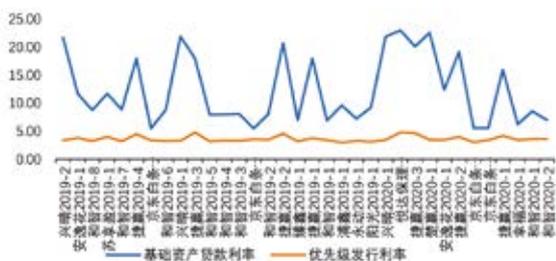


数据来源：各单产品信息，东方金诚整理。因存续期短，部分产品只有约12期的数据

### 受益于2020年宽松的流动性与较低的利率环境，超额利差均值较2019年有所上升，疫情影响下产品仍有较高的安全边际

2020年发行的银行间产品加权平均贷款利率为11.76%，平均发行利率为3.58%，超额利差为8.18%，较2019年进一步上升。2020年宽松的流动性与较低的利率环境导致产品超额利差均值较前两年有所上升。同时，较高的贷款利率为产品提供了良好的超额利差保障，疫情影响下优先级仍有较高的安全边际。

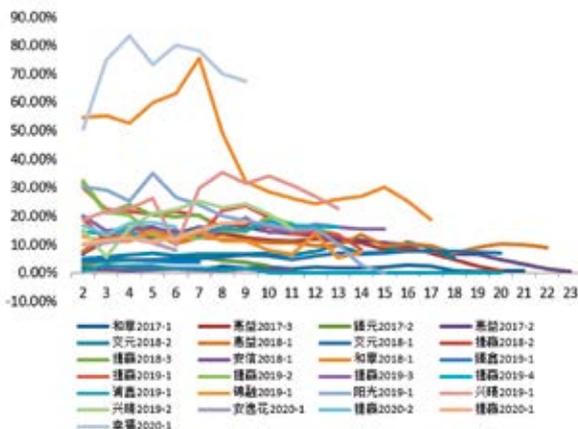
图表8：2019年和2020年消费金融产品基础资产利率和优先级发行利率（单位：%）



### 早偿率普遍偏高，完善的交易结构设置缓释了早偿引起的流动性风险

因贷款利率较高，消费金融ABS早偿率一直维持较高水平。截至2020年10月末，产品年化早偿率位于10%~20%之间，较上年末有所下降。其中“捷赢”系列产品发行主体为捷信消费金融有限公司，因贷款利率较高且无提前还款费用，年化提前还款率高达20%，此外“幸福2020-1”为杭州银行股份有限公司发行，年化早偿率很高，超过50%；而“交元”系列信用卡分期债权因合同约定提前还款费用较高，借款人提前还款意愿低，年化早偿率约为5%左右。因产品设置优先级为过手摊还，完善的交易结构设置在一定程度上缓释了早偿引起的流动性风险。

图表 9：截至 2020 年 10 月末银行间部分消费金融 ABS 年化早偿率



数据来源：各单产品受托报告，东方金诚整理。因封包日至设立日产品早偿金额较多，早偿率从第二期开始计算

## 二、消费金融 ABS 展望

**居民杠杆率的提高和民间借贷利率新规带来的超额利差收窄短期内将导致基础资产质量有所下沉且短期内难以改善，但同系列产品次级比例略有上升，次级对优先级支撑效果仍较好，产品整体风险可控**

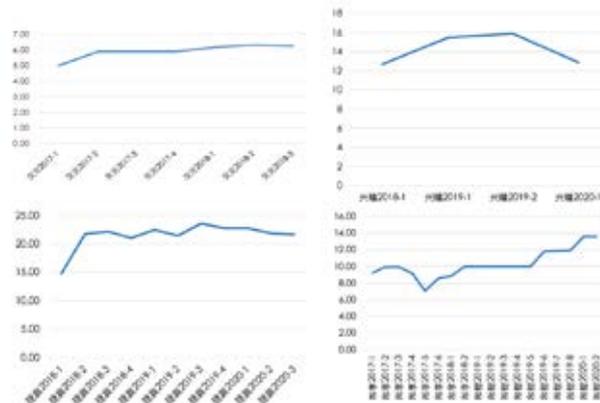
消费贷无抵押物，借款人的违约成本相比 RMBS 和 auto-ABS 较低，在当前居民杠杆率不断提高及宏观经济下行的背景下，叠加疫情的滞后性和持续性影响，对借款人的还款能力造成一定的不利影响，2020 年发行产品中，借款人加权平均收入债务比已有所下降，预计短期内基础资产质量将继续下沉。

2020 年 8 月 20 日，最高人民法院正式发布《关于修改〈关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定〉的决定》，调整民间借贷利率的司法保护上限为 LPR 的 4 倍，根据目前一年期 LPR3.85% 的水平，民间借贷利率上限为 15.4%，低于部分存续消费金融 ABS 的加权平均贷款利率（如“捷赢”系列）。随着消费金融公司新增贷款的利率下行，超额利差的收窄对优先级的支撑作用将有所下降，造成基础资产质量下沉。

居民杠杆率的不断提高和超额利差的收窄导致基础资产质量的下沉且在短期内难以得到

显著改善，优先级的支撑作用主要依靠次级比例上升带来的缓冲作用。本报告选取发行产品较多的“交元”、“兴晴”、“捷赢”和“和享/和智”系列产品进行比较，2017 年~2020 年，同系列产品次级比例有所提升，次级比例有所提升为优先级提供了更多保障。

图表 10：2017 年~2020 年同系列产品次级比例统计（单位：%）



预期基础资产质量短期内难以改善，不同目标信用等级下资产池违约比率和损失比率或将有所上升。预期次级比例或将继续提升，保障次级对优先级的支撑作用，目前存续期产品的累计违约率仍低于次级，产品整体风险可控。

网络小贷公司最严监管令出台，小贷公司的融资渠道大幅收窄，“蚂蚁系”、“京东系”续发困难，预计 2021 年消费金融 ABS 发行量将下降，发行主体向银行和消费金融公司转移。

2020 年 11 月 2 日，中国银保监会、中国人民银行在官网公布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“新规”），对网络小贷公司的注册资本金、业务范围、贷款金额和用途、联合贷款等方面做出新的规定，新规实施后将对小贷公司的经营和融资产生重大影响。新规要求，网络小贷公司的注册资本不得低于 10 亿元，跨省经营的小贷公司注册资本不得低于 50 亿元，而对比持牌的消费金融公司注册资本 3 亿元的最低要求，小贷公司的注册资本金要求严格许多。融资方面，新规规定，网络小贷公司通过银行借款、股东借款等非标

准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的1倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍，且获得发行债券和资产证券化的业务资质的网络小贷公司必须满足经营管理较好、风控能力较强、监管评价满足一定标准等前提条件。

资产证券化一直是小贷公司的重要融资手段，以蚂蚁集团为例，2020年以重庆市蚂蚁商诚小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁商诚”）和重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）为原始权益人在上交所和深交所发行的消费金融ABS产品达到70单，规模达到1300亿元，占2020年消费金融发行总规模的28.38%，接近三分之一，存续产品规模更是超过3000亿元。截至2019年末，蚂蚁商城净资产176.09亿元，蚂蚁小微净资产171.45亿元，按净资产的4倍要求融资规模应控制在1390.16亿元内，远小于存续产品规模。新规正式实行后，目前交易所市场上的主要发行主体“蚂蚁系”“京东系”小贷公司通过发行ABS融资的渠道和规模都将受限，预计2021年消费金融ABS产品发行规模和速度都将受到显著抑制。

另外，按照新规要求，在单笔联合贷款中，网络小贷公司的出资比例不得低于30%。而目前的放贷模式中，持牌金融机构与网络小贷平台合作的模式形成主流，持牌金融机构（如银行）的资金成本较低，而像蚂蚁集团在内的网络消费平台的用户面很广，用户量大，二者的联合贷款业务得到广泛。根据蚂蚁集团的招股说明书，截至2020年6月末，平台促成的1.7万亿元信贷余额中，由金融机构合作伙伴进行实际放款或已实现资产证券化的比例合计约为98%，其余2%则通过蚂蚁商诚和蚂蚁小微发放，联合放贷带来的杠杆效应巨大。新规实施后，小贷公司依靠自有资金和融资进行放贷，业务规模将大幅缩减，相应的，作为消费金融ABS的基础资产，产品发行量将下降，存续产品的

后续循环购买资产充足情况也值得关注，但由于目前已发行产品期限相对较短，存续产品的整体风险尚处于可控范围内。

### 随着鼓励消费政策的出台及投资端环境不断完善，以银行和消费金融公司为发行主体的消费金融ABS将具有广阔的市场空间

2020年，国家出台一系列政策促进消费拉动内需。3月13日，国家发展改革委、财政部、文化和旅游部等23个部门联合印发《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》，提出19条促消费硬举措；3月18日，国家发展改革委印发《消费扶贫助力决战决胜脱贫攻坚2020年行动方案》，并联合27个部门和单位开展30项具体行动。目前经济面临下行压力，消费行业受疫情影响较大，预计刺激消费的政策具有可持续性。2020年下半年，随着金九银十、双十一等传统消费旺季的到来，各地区纷纷采取不同政策，如发放消费券等，促进线上和线下居民消费。2020年1~10月，我国社会消费品零售总额为311901亿元，同比下降5.9%，其中10月零售总额为38576亿元，同比增长4.3%，增速较上月加快1.0个百分点。消费金融供给端依然保持旺盛。

从投资端来看，消费金融ABS基础资产小而分散，发行期限短，发行主体较为固定，超额利差很高，作为优质的ABS产品一直受到市场上投资者的青睐。银保监会印发了《商业银行理财业务监督管理办法》，允许银行使用理财资金购买信贷类ABS，消费金融ABS投资端环境不断完善。

随着小贷公司的监管环境愈发严峻，监管体系不断完善，而同时随着经济基本面的恢复，居民的消费需求保持旺盛，银行和消费金融公司成为首选。2020年11月初，银保监下发《中国银保监会办公厅关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力、提升金融服务质效的通知》（以下简称“《通知》”），消费金融、汽车金融公司迎来政策利好。《通知》中对两类机构适当降低了拨备监管要求，其中消费金融公司拨备覆盖率的监管要求从150%降至不低于130%。拨备覆盖率的下降，将进一步提高其整体经营指标、盈利水平和风险化解能力，进而推动更健康发展。《通知》还支持消费金融公司开展正常的信贷资产收益权转让业务，且可在银行间市场发行二级资本债券补充资本，不仅拓宽了消费金融公司的资本补充和融资渠道，增加其流动性，提供贷款投放能力，还能够增强抵御风险的能力。预计2021年以银行和消费金融公司为发行主体的消费金融ABS规模将持续扩容，拥有广阔的前景空间。■

## 2020 年我国应收账款资产支持证券 信用风险回顾与 2021 年展望

文 | 结构融资部 李睿

2014 年以来应收账款资产支持证券发行情况



2020 年发行应收账款资产支持证券统计特征

指标	购房尾款	工程施工	普通贸易	贸易融资
债务人户数 / 资产笔数 (户 / 笔)	1301 笔	57 户	290 户	11 户
前三大行业占比 (%)	-	78.90	97.53	63.01
前三大地区占比 (%)	62.95	61.27	68.53	91.26
循环购买安排	均循环购买	部分产品循环购买	部分产品循环购买	不循环购买
优先 A 档比例 (%)	86.99	87.47	81.96	99.61
优先 B 档比例 (%)	7.24	6.56	10.08	-
优先 C 档比例 (%)	0.41	-	1.87	-
次级档比例 (%)	5.37	5.97	6.10	0.39

注：以上指标数值均为平均数。

### 主要观点：

- 受疫情及强监管下房企资产盘活需求强烈及央企降负债阶段性收官节点影响，2020 年购房尾款类和工程施工类应收账款资产证券化产品发行快速增长，应收账款资产支持证券全年发行单数和规模创历史新高；随着疫情后经济逐步复苏，企业资金回流需求紧迫性得到一定缓释，预计 2021 年发行规模或将略有下降；
- 工程施工类应收账款资产支持证券项目原始权益人 / 发起机构多为大型国有建筑企业，大多数由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，依托发行方的强信用增信，维持较低信用风险；
- 存续的购房尾款类应收账款资产支持证券项目对应资产区域集中度普遍较高，在房地产行业维持“房企限负债、银行房贷集中度管理”强监管的态势下，区域性小型房企及高负债房企为原始权益人或增信方的产品信用风险将进一步上升；
- 普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和外部增信方资质分化较大，预计 2021 年发行产品信用风险水平差异仍较大；
- 贸易融资类应收账款资产证券化产品入池资产以高信用等级银行作为保兑人 / 信用证开证行提供增信为主，产品信用风险较低。

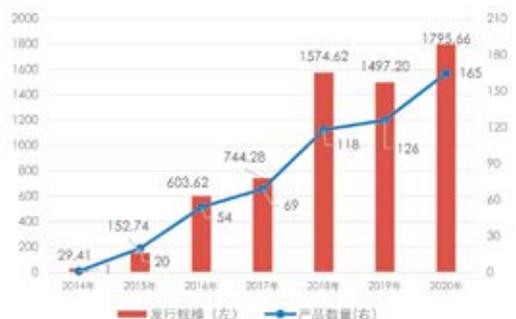
## 一、应收账款资产支持证券

### (一) 2020年应收账款资产支持证券发行情况

2020年应收账款ABS发行单数和规模创历史新高

2020年全年发行应收账款资产证券化产品165单，发行规模合计1795.66亿元，较2019年分别增长30.95%和19.93%，发行单数和规模均创历史新高。

图表1：2014年以来应收账款资产支持证券发行情况（单位：万元、单）



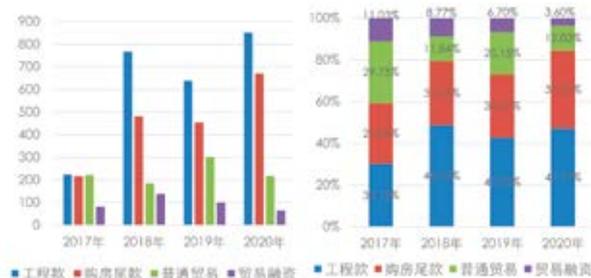
2020年应收账款资产证券化产品规模的快速增长主要受两方面因素影响。一方面，2020年末是中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》提出“推动国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右”要求的收官节点，高负债类的建筑、施工等央企企业通过应收账款出表实现降负债动力需求较高；另一方面，“三条红线”等房企融资监管政策再加码，房企债务增长受限，盘活资产加快资金回流需求进一步提升。

大类占比来看，2020年工程施工类和购房尾款类产品发行规模快速增长，规模占比合计超过80%，其中购房尾款类增速最快，普通贸易类和贸易融资类发行规模均有所下降

2020年，应收账款资产证券化产品中，工程施工类、购房尾款类、普通贸易类和贸易融资类的应收账款资产证券化产品发行规模分别为850.99亿元、662.66亿元、217.03亿元和64.98亿元，较2019年分别增长33.01%、45.54%、-28.08%和-35.22%，购房尾款类应收账款增幅最大。占比来看，工程施工类和

购房尾款类是应收账款资产证券化产品主要发行类型，2020年占总发行规模的47.39%和36.90%。受2020年上半年新冠疫情影响，房地产企业项目开发和销售进度延缓，同时下半年以来房地产行业融资监管政策进一步收紧，上述因素推动了购房尾款类项目的发行。受信用证结算手续费高、审核手续多、跟单信用证单据处理和程序复杂、周期长等因素影响，以及托收、汇付、保理、出口信用保险等工具的普及应用，贸易融资类产品发行规模自2018年来持续下降。

图表2：应收账款资产证券化产品基础资产类别发行情况及占比（单位：亿元、%）



### (二) 应收账款资产支持证券信用风险特征

从应收账款资产支持证券细分类型来看，普通贸易类、工程款类、购房尾款类、贸易融资类应收账款资产支持证券在基础资产和交易结构等方面的信用风险特征有所不同。

#### 1、购房尾款类应收账款资产支持证券

购房尾款类应收账款资产支持证券的基础资产为房地产企业的银行按揭贷款购房尾款或公积金贷款购房尾款，本质为房地产企业因销售商品房对购房人的应收账款。

图表3：2019年和2020年发行购房尾款类应收账款资产支持证券初始入池资产特征指标

指标	2019年			2020年		
	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值
入池资产笔数(笔)	688	4026	1851	1042	2217	1563
入池项目个数(个)	6	61	23	11	41	22
单笔合同最大应收购房尾款金额占比(%)	0.19	2.15	0.85	0.13	1.12	0.47
前三大地区占比(%)	33.38	94.77	75.73	37.21	81.99	62.95
住宅项目金额占比(%)	60.89	99.20	86.91	94.76	100.00	98.84
银行按揭贷款金额占比(%)	77.85	100.00	91.61	48.57	91.50	77.02
加权平均账龄(月)	1.74	5.87	3.13	1.61	4.36	2.17

注：上表信息来源于2019年和2020年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的22单产品和披露加权平均账龄的16单产品。

相比 2019 年，2020 年购房尾款类资产证券化产品初始入池资产分散性提升，同时初始入池资产中住宅类占比增加，加权平均账龄下降，初始入池基础资产质量有所改善，但资产区域集中度维持在较高水平，基础资产回款受区域房地产行业银行审批政策、尾款使用监管政策影响较大

因单笔购房尾款金额相对较小，购房尾款项目一般入池合同笔数多，单笔合同最大应收购购房尾款金额占比较低，基础资产回款受单个购房人影响较小。从 2019 年和 2020 年披露基础资产信息的 22 单产品来看，单笔合同最大应收购购房尾款金额占比和入池项目所在地区前三大地地区占比，均较 2019 年有所下降，入池楼盘项目数最小值为 11 个，显著高于 2019 年，整体资产分散性有所提升。同时，入池物业中住宅类产品占比有明显提升，考虑到住宅物业回款相比商业物业回款更快，住宅类产品占比的上升一定程度上有利于保障后期资产的回款。

对账龄较高的入池资产，应关注其长期尚未回款的原因及已回款导致可能的资金沉淀和资金混同风险。根据 2019 年和 2020 年披露平均账龄的 16 单产品，2020 年初始入池资产的加权平均账龄整体低于 2019 年，资金混同风险有所下降。

2020 年入池项目所在地区前三大地地区占比 62.95%，区域集中度维持在较高水平，基础资产回款时间受区域房地产行业政策、银行放款政策和额度充足性等因素影响较大。此外，若银行对项目公司进行资金监管，对尾款回款提取受限，则可能导致开发贷截留，降低归集到资产支持证券账户的现金流金额。

受疫情及银行放贷政策影响，2020 年购房尾款回款前 3 个月回款速率加快，3 个月往后的回款有所放缓，随着监管部门对银行业金融机构实施房地产贷款集中度管理制度，预计

2021 年位于热点限贷调控区域的项目回款时间不确定性加强

回款方面，2020 年披露基础资产回款的单产品来看，购房尾款在前 3 个月内回款的比例平均为 72.23%，6 个月内回款的比例为 88.86%，回款期 6 个月到 1 年的比例为 8.43%，超过 1 年的比例为 2.71%，相比 2019 年对应的 71.65%、96.61%、2.74% 和 0.65%，前 3 个月回款速率有所上升，3 个月往后的回款速率下降，或受到入池资产账龄下降、2020 年初疫情及银行放贷审批政策影响所致。

2020 年 12 月 31 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《贷款集中度管理制度》”），建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，房地产贷款额度进一步收紧，位于热点限贷调控区域的项目回款时间不确定性加强。

图表 4：2019 年和 2020 年购房尾款类应收账款资产证券化产品披露资产历史回款情况（%）

指标	2019 年			2020 年		
	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值	最小值
历史回款期间金额占比 (%)						
0-30 天	7.51	34.15	20.83	7.29	61.01	35.82
31-60 天	23.20	32.77	28.11	19.51	27.20	23.41
61-90 天	17.62	28.40	22.71	8.56	16.18	12.99
91-180 天	20.95	32.16	24.96	6.11	30.33	16.63
181-360 天	0.84	4.07	2.74	2.48	22.89	8.43
超过 360 天	0.01	1.67	0.65	0.00	10.99	2.71

注：上表信息来源于 2019 年和 2020 年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露历史回款信息的 9 单产品

因尾款回款时间与项目期限时间的错配，所有购房尾款类资产支持专项计划均采用了循环购买结构，若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足，可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响，已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准，但原始权益人的在建待售项目充足性情况和所在区域房地产政策变动对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

内外部增信交易结构安排可缓释基础资产现金流不确定性较大风险，2020年购房尾款类产品初始入池资产覆盖倍数有所提升，但融资收紧环境下房企作为增信方的履约能力应予以关注

在已披露相关信息产品中，购房尾款类资产支持证券的初始覆盖倍数对发行规模的覆盖倍数差异较大，分布于1.31~1.81倍之间，平均1.55倍，略有提升，对优先级资产支持证券本息的保障程度有所增强。大部分产品循环期平价购买，部分产品循环期采用固定折价率进行循环购买，初始与循环折价率高低反映了现金流回款情况和发行利率等特征。

除折价购买外，由于基础资产现金流回收时间和金额的不确定性较大，购房尾款应收账款资产支持证券一般均采用了不合格资产置换/赎回安排等内部增信机制。根据披露存续期信息的产品资料，部分购房尾款类应收账款资产支持证券存续期存在开发贷截留等情况，已按交易结构安排进行赎回，交易结构安排有效地缓释了基础资产风险。在2020年披露相关信息的产品中，摊还期基础资产预期现金流对优先档当期本息的最低覆盖倍数分布于1.15~2.54倍之间，平均为1.48倍，较2019年亦有提升，大部分产品现金流覆盖倍数较高，可一定程度缓释现金流不确定性风险。

在外部增信机制方面，购房尾款类资产支持证券均由房地产公司提供外部增信。虽然购房尾款类产品现金流主要来源于银行和公积金贷款放款，但款项的收集、转付，以及后续房屋建造的交付仍依赖于房地产公司。根据统计，截至2020年末，市场存续的购房尾款增信房企中，大多为主体级别AA+及以上房企，但在融资全面收紧的环境下，房地产公司自身的负债水平、现金流充足性等应予以关注。

图表5：2019年和2020年发行购房尾款类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	2019年			2020年		
	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值
初始入池资产对优先级资产支持证券覆盖倍数(倍)	1.33	2.14	1.50	1.31	1.81	1.55
摊还期优先档本息最低覆盖倍数(倍)	1.08	2.10	1.37	1.15	2.54	1.48
优先A档级别	AA+	AAA	AA+~AAA	AA+	AAA	AA+~AAA
优先A档占比(%)	62.69	97.00	85.73	35.01	99.61	86.99
优先B档级别	AA	AA+	AA~AA+	AA	AA+	AA~AA+
优先B档占比(%)	0.00	32.11	7.44	0.00	47.50	7.24
优先C档级别	-	-	-	-	-	-
优先C档占比(%)	-	-	-	0.00	26.50	0.41
次级档占比(%)	3.00	35.00	6.83	0.39	11.29	5.37

注：上表信息来源于2019年和2020年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的22单产品。

## 2、工程款类应收账款资产支持证券

工程施工类应收账款资产支持证券的基础资产为建筑施工企业因提供工程施工服务而对发包方享有的应收账款。

图表6：2019年及2020年发行工程施工类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	2019年			2020年		
	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值
债务人户数(户)	12	90	43	13	122	57
前五大债务人占比(%)	21.46	53.92	38.48	20.02	85.80	46.40
债务人前三大行业占比(%)	60.08	100.00	80.93	57.04	100.00	78.90
前三大地区占比(%)	27.72	100.00	54.43	27.76	100.00	61.27
循环购买安排	部分产品循环购买					
增信方式	内外部增信					
初始入池资产覆盖倍数(倍)	1.000	1.071	1.044	1.015	1.166	1.044
优先档本息覆盖倍数	1.090	1.140	1.108	1.006	1.320	1.111
优先A档级别	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
优先A档占比(%)	70.00	97.00	92.83	5.33	100.00	87.25
优先B档级别	AA+	AA+	AA+	AA	AAA	AA~AAA
优先B档占比(%)	0.00	25.00	0.63	0.00	89.67	6.68
次级档占比(%)	3.00	12.67	6.54	0.00	20.00	6.07

注：上表信息来源于2019年及2020年10月末已发行产品中披露基础资产信息的19单产品

工程施工类应收账款资产证券化产品基础资产债务人以基建类及房地产公司为主，行业集中度很高，应收账款回款受下游行业景气度波动影响存在较大压力

从2020年已披露信息的产品来看，工程施工类应收账款资产证券化产品前五大债务人规模占比分布在20.02%~85.80%，平均值为38.48%，债务人集中度较2019年有所上升。建筑业下游行业包括铁路、城投、房地产等，以上行业易受政策调控影响，景气程度波动性较

大。2020 年前三季度，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.2%，较 1~8 月的 -0.3%，年内增速首次由负转正，但较 2019 年同期增长 3.40% 仍有较大差距。同期，房地产开发投资增长 5.6%，较一季度下滑已实现正增长，但较 2019 年同期 10.5% 增速亦差距较大。在“房住不炒”的定位下，随着“三道红线”和热点城市限贷政策的推出，房企融资环境进一步趋紧。整体来看，我国基础设施建设投资仍存在下行压力。受下游行业景气度波动和上下游产业链地位因素影响，建筑企业应收账款回款压力较大。

已披露产品信息的工程施工类资产支持专项计划多数采用了循环购买结构，若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足，可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响，已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准，但原始权益人的储备项目充足性情况对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

工程施工类应收账款资产支持证券产品次级档规模占比普遍较低，2020 年部分产品未设计次级档，结构化增信作用较为有限，但该类产品原始权益人多为大型国有建筑企业，大多由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，有效提升了产品信用质量，整体信用风险水平较低

由于基础资产无利息流入而证券端需支付利息，与其他债权类资产支持证券不同，应收账款资产支持证券一般采用折价购买方式。2020 年，根据已披露的产品信息来看，工程施工类应收账款资产支持证券的初始覆盖倍数分布于 1.02~1.17 倍之间，以 1.01~1.10 倍之间的产品居多，循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买。

由于基础资产现金流具有较大不确定性，工程施工类应收账款资产支持证券普遍设置了内外部增信机制，内部增信机制主要包括优先

次级结构、不合格资产置换/赎回、信用触发机制等，但工程施工类应收账款资产支持证券产品次级档规模占比普遍较低，2020 年部分产品未设计次级档，结构化增信作用较为有限；外部增信机制主要为原始权益人自身或母公司的差额补足或流动性支持等。

在已披露相关信息的工程施工类应收账款资产支持证券中，绝大多数产品的原始权益人为大型国有建筑企业，且其中大多数由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，大多数增信方为主体级别 AAA，有效地提升了产品的信用质量。

### 3、普通贸易类应收账款资产支持证券

普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产为生产贸易类企业因销售货物或服务对其下游客户的应收账款。

图表 7：2019 年和 2020 年发行普通贸易类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	2019 年			2020 年		
	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值
债务人户数 (户)	90	675	340	16	1575	290
前五大债务人占比 (%)	20.00	22.79	21.40	25.23	95.76	49.76
债务人前三大行业占比 (%)	60.06	100.00	88.42	82.72	100.00	97.53
前三大地区占比 (%)	28.54	77.05	56.70	26.20	100.00	68.53
循环购买安排	部分产品循环购买					
增信方式	内外部增信					
初始入池资产覆盖倍数 (倍)	1.012	1.040	1.031	1.005	1.097	1.043
优先 A 档级别	AAA	AAA	AAA	AA+	AAA	AA+ ~ AAA
优先 A 档占比 (%)	37.02	95.00	80.20	30.00	100.00	83.76
优先 B 档级别	AA	AA+	AA ~ AA+	AA	AA+	AA ~ AA+
优先 B 档占比 (%)	0.00	37.00	9.01	0.00	65.00	8.62
优先 C 档级别	AA	AA	AA	AA+	AA+	AA+
优先 C 档占比 (%)	0.00	10.99	0.42	0.00	27.21	1.87
次级档占比 (%)	4.93	44.04	10.36	0.00	10.53	6.10

注：上表信息来源于 2019 年和 2020 年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 13 单产品。

普通贸易类应收账款资产支持证券债务人信用资质分化较大，部分债务人属于强周期或资金周转时间较长行业，基础资产现金流回收时间具有一定不确定性

在已披露影子评级信息的产品（13 单）中，普通贸易类应收账款资产支持证券的入池资产

加权平均信用等级分布于BB- ~ AA+ 之间，债务人信用资质分化较大。

由于基础资产债务人所处行业为原始权益人下游行业，受制于原始权益人自身主营业务特性，普通贸易类应收账款资产支持证券的行业集中度普遍偏高。根据2020年已披露产品相关信息，普通贸易类应收账款资产证券化产品的前三大行业OPB占比分布于82.72% ~ 100.00%之间，行业集中度较2019年有所上升，仍远高于CLO、租赁债权等债权类产品的平均值。

在已披露相关信息的产品中，普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产债务人广泛分布于医院、制造业（电子产品、电器设备、建筑材料制造等）、批发和零售业等各行业。部分产品的债务人属于强周期行业，其经营财务状况易受宏观经济和行业供需情况波动影响，在产能过剩、行业内竞争激烈的情况下，其盈利能力、现金流情况、偿债能力将可能有所恶化，从而影响基础资产逾期和违约情况。另一方面，部分原始权益人的下游客户（例如医院等）资金占用时间较长，且原始权益人相对下游客户较为弱势，从而导致原始权益人应收账款的回款周期较长。

除行业风险外，由于产品质量问题导致退货、下游客户要求返点等因素，普通贸易类应收账款的实际回款金额可能低于初始入池金额，导致基础资产存在灭失或贬损风险。

#### 普通贸易类应收账款资产支持证券采用内外部增信安排缓释基础资产无利息流入、回款时间和金额不确定性等风险

普通贸易类应收账款资产支持证券初始入池资产规模对发行规模的覆盖倍数分布于1.00 ~ 1.05倍之间，大部分产品循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买，部分产品未设置循环购买安排或循环期平价购买。初始与循环折价率高低与基础资产信用质量、对

应债务人历史回款情况、发行利率等因素有关。

除折价购买机制外，普通贸易类应收账款资产支持证券普遍设置其他内外部增信机制缓释基础资产现金流不稳定风险。内部增信措施包括权利完善事件、加速清偿事件和违约事件、与资产服务机构主体级别关联的回收款转付机制、不合格/灭失资产赎回等；外部增信措施包括原始权益人或关联方差额支付、关联方担保、关联方流动性差额支付承诺等，外部增信方主体级别分布于AA ~ AAA之间，对资产支持证券的信用增进作用差异较大。部分产品因原始权益人的出表需求未设置差额支付或担保，此类产品凭借入池资产较高的分散度或债务人较好的信用资质仍获得较高AAA档比例。

#### 4、贸易融资类应收账款资产支持证券

##### 贸易融资类应收账款资产支持证券基础资产集中度较高，但均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例

贸易融资类应收账款资产支持证券为以信用证、保理、保函方式增信的应收账款或票据收益权为基础资产的资产证券化产品，基础资产的本质为原始权益人的贸易合同项下的应收账款。2019年和2020年发行的贸易融资类应收账款资产支持证券全部为浙商链融系列保兑信用证产品，以浙商银行作为最后一手保兑人。由于基础资产嵌入银行信用，产品的入池资产加权平均信用级AAA（与银行主体信用等级等同）；全部产品的优先档比例均为100%。

根据2019年和2020年已发行5单产品披露信息，基础资产债务人户数分布于3 ~ 14户之间，行业个数和地区个数分别分布于4 ~ 7个和1 ~ 7个之间，债务人户数较少导致行业集中度和地区集中度较高，前三大行业占比平均值和前三大地区占比平均值分别为84.81%和94.00%。

由于基础资产无利息流入，贸易融资类应

收账款资产支持证券亦均采用折价购买安排，已披露信息的产品覆盖倍数分布于 1.00 ~ 1.01 倍之间。交易真实性风险为贸易融资类应收账款资产支持证券的特有风险，贸易融资类资产支持证券均设置了若出现单据伪造或债权人欺诈等情况，代理人应赎回相应基础资产的安排；部分产品还设置了票据质押、保证金提前划转事件等交易结构安排以缓释基础资产风险。

## 二、2021 年信用风险展望

随着疫情缓解后经济逐步复苏，企业资金回流需求紧迫性得到一定缓释，预计 2021 年发行规模与 2020 年持平或略有下降

随着疫情缓解，企业复工复产稳步推进，2020 年下半年以来，经济各项指标增速陆续由负转正，经济逐步复苏企稳，企业经营状况有所好转，预计整体资金回流需求紧迫性得到一定缓释。

分类别来看，在房地产行业维持“房企限负债、银行房贷集中度管理”强监管调控政策下，房企通过发行购房尾款资产支持证券实现资产盘活、加速现金流回流需求将进一步增强，购房尾款类应收账款资产支持证券发行主体和发行规模有望持续扩容。

工程施工类应收账款资产证券化产品主要发行主体为高信用资质的大型央企类建筑企业。随着央企降负债硬性目标的暂时解除，建筑企业通过发行应收账款资产支持证券实现应收账款出表降负债的需求动力或将有所减弱。另一方面，2020 年受疫情冲击，全国基建投资增速同比大幅下降，一定程度上也将限制具有滞后性表现的工程款整体规模，工程施工类应收账款资产支持证券 2021 年发行规模预计将有所下滑。

普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和原始权益人、外部增信方资质分化较大。受近期高信用等级债券违约带来的信用冲击影响，预计 2021 年弱资产或弱主体的普通贸易类

资产支持证券发行难度进一步加大，此类产品发行规模将持平或有所缩减。

受国内外疫情冲击，2020 年，货物进出口总额三季度后增速由负转正，全年实现货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.9%。在国外疫情形势得到控制之前，贸易往来结算下降影响预计仍将持续。同时，考虑到替代型结算方式的普及，2021 年，贸易融资类应收账款资产支持证券发行规模预计仍将下降趋势。

2021 年普通贸易类和购房尾款类产品信用风险水平差异较大，工程施工类和贸易融资类产品总体维持较低信用风险

购房尾款的回款情况与房地产行业监管政策、银行审批政策和流程密切相关。随着《贷款集中管理制度》的下发，2021 年后购房尾款回款速率或将延缓，位于热点限贷调控区域的项目回款时间不确定性进一步加强。小型房企资金较为紧张且经营区域较为集中，受区域性房地产调控政策影响大，未来经营将愈加艰难；同时，在房地产金融维持严监管态势情况下，高负债率大型房企持续经营能力亦值得关注，以区域性小型房企及高负债房企为原始权益人或增信方的产品信用风险将有所上升。

工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人所处行业周期性波动较大，基建投资恢复需一定时间，房地产行业个体经营分化加剧，对应基础资产回款仍具有一定不确定性，但依托大型央企建筑性企业的高等级增信，预计 2021 年工程施工类资产支持证券整体维持较低信用风险。

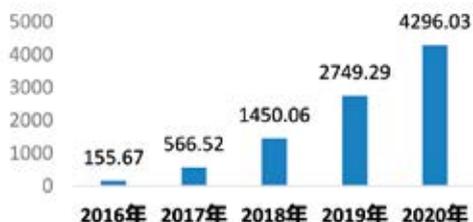
普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和外部增信方资质分化较大，债务人的信用品质仍受到行业供需、区域环境和行业政策的影响，预计 2021 年发行产品信用风险水平差异仍较大。

贸易融资类均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例，整体发行的产品信用风险仍较低。■

## 2020 年我国供应链金融资产支持证券信用风险回顾与 2021 年展望

文 | 结构融资部 聂秋霞

2016 年以来供应链金融 ABS 发行情况 (单位: 亿元)



2016 年以来供应链优先级资产支持证券级别分布



### 主要观点:

- 2020 年供应链金融资产支持证券发行量较大, 发行规模同比增长 69%, 随着国家相关政策的不断推出, 供应链金融资产支持证券仍有较大发展空间, 预计 2021 年发行规模将突破 5000 亿元;
- 2020 年供应链金融资产支持证券核心债务人以 AAA 主体级别的房地产公司为主, 发行主体不断扩容; 且供应链金融资产支持证券均取得核心债务人付款确认或差额支付, 信用风险较低;
- 基础资产期限小于产品期限的供应链金融资产支持证券存在循环购买不足等风险; 而基础资产期限大于产品期限的 ABCP 则可能面临续发失败等风险, 2020 年 ABCP 实际发行规模较小且有产品未续发成功, 预计 2021 年发行规模不大;
- 供应链金融资产支持证券围绕特定单一核心企业是主流, 不特定主体的“N+N”型供应链金融产品各期核心债务人和基础资产形式均可能有所不同, 通过交易结构安排缓释核心债务人信用风险和基础资产相关风险, 预计该类型供应链金融产品发行逐步上升;
- 区块链技术凭借数据不可篡改和去中心化的特性可解决基础资产真实性风险、核心企业信用难以在多级供应链之间传递等问题, 预期更多供应链金融产品将应用区块链技术;
- 预计 2021 年, 房地产企业受“三道红线”杠杆限制、房地产贷款集中度管理以及“两集中”供地政策影响, 房地产供应链金融资产支持证券发展将迎来新风口。

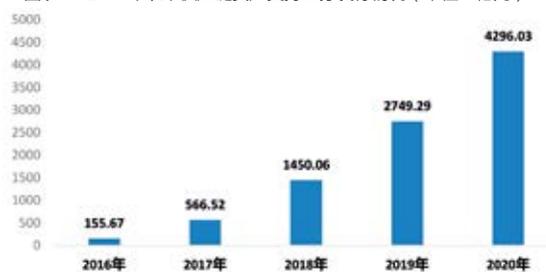
## 一、2020 年供应链金融资产支持证券回顾

2020 年供应链金融资产支持证券发行量较大，发行规模同比增长 69%，随着支持发展供应链金融相关政策的出台，预计 2021 年发行规模将突破 5000 亿元

供应链金融资产支持证券自 2016 年首单发行以来，发行规模与发行单数均加速上升。2020 年，我国市场共发行供应链金融资产支持证券 735 单，发行规模合计 4296.03 亿元，同比分别增长 56% 和 69%，发行量增幅较大，预计 2021 年规模将突破 5000 亿元。

2020 年 9 月，央行等八部委联合发布的《关于规范发展供应链金融支持供应链产业链稳定循环和优化升级的意见》（银发〔2020〕226 号）作为我国出台的首份供应链金融指导性文件提出，探索提升供应链融资结算线上化和数字化水平，提升应收账款的标准化和透明度，提高中小微企业应收账款融资效率，支持打通和修复全球产业链，规范发展供应链存货、仓单和订单融资，增强对供应链金融的风险保障支持。物流金融业务作为行业痛点系统性金融解决方案，有助于塑造大中小微企业共生共赢的产业生态，将具备广阔的发展前景。预计进一步助力推动与完善供应链金融的发展。

图表 1：2016 年以来供应链资产支持证券发行情况（单位：亿元）

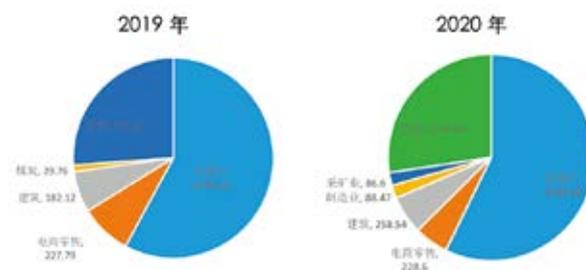


供应链金融资产支持证券核心债务人以 AAA 主体级别的房地产公司为主，发行规模同比增长 54.47%，发行主体不断扩容

2020 年，房地产企业核心债务人的发行规模为 2459.39 亿元，同比增长 54.47%。2018 年~2020 年，以房地产企业为核心债务人

的供应链金融资产支持证券发行占比分别为 83.43%、57.91% 和 57.25%。近两年来，以房企为核心债务人的产品占比有所下降，但仍为此类产品发行主力，但多种行业类型的融资主体在供应链金融资产证券化产品平台上稳步发展，丰富了市场的行业结构，2020 年建筑、电商零售公司核心企业发行规模占比分别位居二、三位。

图表 2：2019 年及 2020 年供应链资产支持证券核心债务人行业分布（单位：亿元）



2020 年房企供应链金融资产支持证券前十大核心债务人发行占比 65.72%，房企供应链金融产品债务人集中度较高；核心债务人主体级别均为 AAA，信用风险较低。2020 年以来，在融资方面，房地产企业融资规模持续收紧，银行信贷风险控制加强，房地产信托融资监管日趋严格。房地产企业普遍具有高杠杆、资金密集型的特点，核心债务人的经营和财务情况对于供应链金融资产支持证券信用风险影响较大。由于供应链金融资产支持证券仍体现为房企的“应付账款”二级科目，而不计入财报中的有息债务，部分房企发行多期供应链资产支持证券，其真实债务水平被大幅低估，建议综合考虑供应链产品发行规模以综合评估其债务水平。

图表 3：2020 年房企供应链金融资产支持证券前十大核心债务人发行情况（单位：单、亿元）

核心债务人	发行单数	发行规模	主体级别
万科	82	677.60	AAA
碧桂园	31	217.57	AAA
保利	18	135.67	AAA
世茂	21	123.54	AAA
绿城	16	102.05	AAA
珠海华发	16	80.72	AAA
金茂	15	78.63	AAA
龙光	12	73.20	AAA
金地	12	64.79	AAA
奥园	12	62.55	AAA
合计	235	1616.32	-

2020年发行供应链金融资产支持证券债项均取得核心债务人付款确认或差额支付，信用风险较低

2018年~2020年发行的供应链金融资产支持证券中，以AAA主体为核心债务人的产品发行规模占比分别为92.03%、89.82%和85.32%。

核心债务人通常以出具《付款确认书》、通过债务加入的方式成为各笔入池资产的共同债务人，或者通过出具《差额支付承诺》对直接债务人不足以支付全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务。

综合考虑核心债务人信用资质和其提供的付款确认/差额支付，核心债务人的履约能力和履约意愿均较强，供应链金融资产支持证券信用风险较低。

图表4：2016年以来供应链优先级资产支持证券级别分布



基础资产期限小于产品期限的供应链资产支持证券存在循环购买等风险，而基础资产期限大于产品期限的供应链资产支持证券(ABCP)面临续发失败等风险，2020年ABCP实际发行规模较小且有产品未续发，预计2021年发行规模不大

目前市场发行的供应链金融资产支持证券从基础资产期限和产品期限的匹配度方面可分为三类：一是基础资产期限等同于产品期限，一般为1年，此类产品仍占供应链金融资产支持证券的大多数；二是基础资产期限小于产品期限，需设置循环购买结构；三是部分或全部基础资产期限大于产品期限，即ABCP模式；

个别产品同时为第二和第三类，如河钢ABCP。

对于第二类产品，若在循环期内委托人无法提供足够的符合合格标准的资产，则会导致循环购买不足，基础资产现金流入对现金流出的覆盖倍数将产生不利影响；若循环购买资产质量不佳，亦将影响基础资产回款情况。对于第三类产品，若第二期产品发行失败，则将对第一期产品的本息兑付产生不利影响；但相关产品均设置了基础资产提前到期或核心债务人补足等增信机制，实质上将持续失败风险转化为核心债务人的主体信用风险，考虑供应链资产支持证券核心债务人经营财务实力较强，因续发失败导致第一期产品本息无法兑付的风险较小。

根据CNABS，2020年6月以来，9单供应链金融资产支持商业票据(ABCP)获批发行。与普通供应链金融ABS相比，ABCP为滚动发行的短期货币市场工具，即基础资产期限可长于产品期限，单期到期时可以以续发ABCP的募集款、基础资产回款或外部流动性支持作为偿付来源，实现滚动发行、循环融资。从包钢ABCP、同煤ABCP、河钢ABCP的交易结构安排来看，均设置以第二期产品的募集资金为第一偿付来源；若第二期产品发行不成功，则包钢ABCP、同煤ABCP基础资产提前到期，基础资产现金流入可覆盖证券本息，河钢ABCP由共同债务人将相当于证券本金余额的款项转入信托账户，为第二还款来源。9单ABCP中大同ABCP和晋阳ABCP发行了第二期产品，包钢ABCP、河钢ABCP和联捷ABCP到期后未发行第二期。2020年实际发行规模较小且有产品未续发，预计2021年发行规模不大。

供应链金融资产支持证券围绕特定单一核心企业是主流；不特定主体的“N+N”型供应链金融产品各期核心债务人和基础资产形式均可能有所不同，通过交易结构安排缓释核心债务人信用风险和基础资产相关风险，预计该类型供应链金融产品发行逐步上升

供应链金融资产支持证券围绕特定单一核心企业是主流，不特定主体发行逐步上升。2020年，多单“N+N”型供应链金融产品发行，包括中信证券-平安证券-鑫创供应链金融第1期资产支持专项计划、平安证券-高新投-深圳大型民企暨中小微企业供应链金融1期资产支持专项计划、中信证券-普链保区块链应收账款1期资产支持专项计划等。此类产品在储架阶段尚未确定核心债务人，且基础资产可采

取票据、非票据等多种形式。其中，中信证券-普链保区块链应收账款 1 期资产支持专项计划为国内首单基于区块链技术发行的多手商票入池资产支持证券项目，产品利用区块链上数据不可篡改的特性，让底层票据资产变得真实、透明，从而使得核心企业的信用可以通过电子票据进行多级流转，提高中小供应商资金融通的效率，开辟中小企业在资本市场的创新融资途径。

对于核心债务人，交易文件中通常约定核心债务人主体级别不低于某一特定等级（如 AA+）且限定核心债务人所处行业，从而保障产品信用质量。

对于票据类基础资产，由于 ABS 产品以质押控票而非直接背书受让该票据，不能排除供应商的债权人以供应商仍为票据记载的收款人或质押背书人而对已入池资产所涉商业汇票主张受偿的可能性，即在供应商作为被执行人进入法院强制执行程序或作为破产企业进入破产程序时，入池资产所涉票据存在被司法冻结或纳入破产财产的风险。在本专项计划存续期间，此类产品通常将出现被提出执行申请，或被有权机关采取扣押、冻结等强制措施或执行措施情况的票据类资产纳入不合格基础资产，资产服务机构或原始权益人应对不合格资产予以赎回，从而保障基础资产质量。

**区块链技术凭借数据不可篡改和去中心化的特性可解决基础资产真实性风险、核心企业信用难以在多级供应链之间传递等问题，预期更多供应链金融产品将应用区块链技术**

2020 年，多单供应链金融产品应用了区块链技术，如中信证券-平安证券-鑫创供应链金融第 1 期资产支持专项计划、链鑫 2020 年度联捷第一期资产支持商业票据等。企业将其经营活动形成的各类应收款在区块链平台上进行签发登记，平台依托区块链技术数据不可篡改和去中心化的特性，确保资金流信息、票据凭证类信息以及物流信息真实可控，也为应收账款在二三级供应商之间转让提供了技术基础。因为不特定的模式能够让企业享受灵活化、便利化的融资优势，而且随着保理公司、供应链资产服务机构 IT 化的进一步提升，其在资产运作的优势会进一步加强，资源也会进一步集中，随着区块链技术的进步，预计核心企业将从围绕房企向多元化客户转化，预期 2021 年将有更多的供应链金融产品应用区块链技术。

## 二、2021 年信用风险展望

**预计 2021 年，房地产企业受“三道红线”杠杆限制、房地产贷款集中度管理以及“两集中”供地政策影响，房企供应链金融资产支持证券发行规模将进一步扩容**

2020 年下半年“三道红线”后，监管对试点房企的全口径负债进行穿透式管控，而供应链资产支持证券正处于监测之列，要求披露“供应链资产证券化产品”余额。2020 年年末，继房企融资的“三道红线”之后，央行、银保监会发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，新添了房地产贷款的两道硬约束，但这并不意味着监管对房地产各融资渠道进行全方位打压。2021 年 2 月 18 日，22 个重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动。

“三道红线”杠杆限制、房地产贷款集中度管理以及“两集中”供地政策，对房企短期资金或将形成巨大挑战。但相较于表内负债、负债出表、明股实债、关联方交易等诸多或明或暗风险，供应链金融资产支持证券目前并未强制计入有息负债统计，可以缓解房地产企业的杠杆压力。

在国家规范房地产企业融资，适当控制房地产企业负债率，为房地产行业降温的大前提下，房地产融资渠道限制，将倒逼供应链资产证券化的房企数量和规模进一步扩容。截至目前房地产供应链资产支持证券并未发生实质性违约，考虑政府调控的出发点在于房地产供给侧改革和提升中小微企业融资的可得性，只要确保底层资产（应收账款债权）的真实性和合规性，短期来看，预计政策可能仍会鼓励涉房类供应链资产支持证券的发展，监管将不断规范和完善房地产企业供应链资产支持证券，2021 年或将迎来新的风口。■

## 2020 年我国汽车贷款 ABS 信用风险回顾与 2021 年展望

文 | 结构融资部 劳梦妃

图表 1：我国 Auto-ABS 发行概况

项目	2020 年	2019 年
发行情况		
发行规模总额 (亿元)	1940.32	1965.92
发行单数 (单)	41	41
基础资产		
单户贷款 OPB (万元)	7.40	7.81
前五大城市 OPB 占比 (%)	42.75	43.20
借款人加权平均 DTI (%)	426.17	394.96
抵押车辆加权平均 LTV (%)	61.98	63.24
前三大抵押车辆品牌 OPB 占比 (%)	83.82	81.66
加权平均账龄 (月)	7.75	7.97
加权平均剩余期限 (月)	23.70	23.49
交易结构		
超额利差 (%)	2.10	1.86
超额抵押率 (%)	1.55	1.43

### 主要观点：

- 2020 年我国 Auto-ABS 产品发行规模较上年略有下降，汽车金融公司依然为主要发起机构；
- 已清算 Auto-ABS 产品存续期内基础资产累计违约率均值略有上升，但依然处于较低水平，基础资产信用质量较好；
- Auto-ABS 产品基础资产加权平均初始贷款价值比 (LTV) 较低，且抵押车辆以新车为主，抵押担保较充分，对产品到期兑付形成有利支撑；
- 受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率整体有所下降，产品的超额利差整体有所下降，预计未来 Auto-ABS 基础资产利率将继续下降；
- 汽车金融行业增速整体有所下滑，但仍维持正向增长；预计 2021 年 Auto-ABS 产品增速较 2020 年有所放缓。

## 一、我国汽车贷款资产支持证券 (Auto-ABS) 信用风险回顾

2020 年我国 Auto-ABS 发行规模较去年略有下降，占同期信贷资产 ABS 发行规模的比重整体有所提高，仅次于 RMBS；汽车金融公司和汽车财务公司为 Auto-ABS 产品的主要发起机构

近年来，我国汽车贷款资产支持证券 (Auto-ABS) 整体维持快速发展状态，发行规模整体上升。截至 2020 年末，市场共计发行 185 单产品，合计发行规模 7437.28 亿元。2020 年，Auto-ABS 共计发行 41 单，发行规模为 1940.32 亿元，占同期信贷资产 ABS 发行规模的比例为 24.13%，仅次于 RMBS，为信贷类资产证券化产品的重要品种之一。

图表 1：2008 年~2020 年我国 Auto-ABS 产品发行情况统计  
(单位：亿元、单、%)

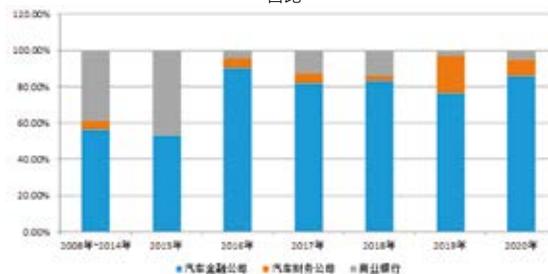


数据来源：Wind，东方金诚整理

我国 Auto-ABS 的发起机构主要包括汽车金融公司、汽车财务公司和商业银行。2016 年以来，汽车金融公司和汽车财务公司作为发起机构的 Auto-ABS 发行规模占比一直维持在 85.00% 以上。对汽车金融公司和汽车财务公司而言，其融资渠道较狭窄且 Auto-ABS 融资成本较低，目前汽车金融公司和汽车财务公司已将资产证券化作为一种常态化融资方式，未来其发行规模仍将保持稳定增长。对商业银行而言，发行 Auto-ABS 有利于其优化资产负债表结构、补充资本金，因而有一定动力转出个人汽车贷款资产。

注：[1] 含信用卡分期汽车贷款类产品，不含汽车租赁债权类产品。

图表 2：2008 年~2020 年我国 Auto-ABS 市场不同发起机构发行规模占比



数据来源：Wind，东方金诚整理

截至 2020 年末，已清算 Auto-ABS 产品存续期内基础资产累计违约率略有提升，但依然处于较低水平，产品整体信用质量较好

截至 2020 年末，在已发行的 185 单产品中有 110 单产品已经清算。已清算产品存续期内运行平稳，均未发生加速清偿事件、权利完善事件和产品违约事件。就基础资产信用表现来看，已清算产品在整个产品周期内的累计违约率分布于 0.00% ~ 3.63% 之间，平均值为 0.4974%，较上年末平均值 0.4705% 提升 0.0269 个百分点。其中 16 金诚 1、16 金诚 2、17 金诚 1 和 17 金诚 2 的累计违约率分别为 3.63%、2.98%、2.48% 和 1.86%，若不考虑上述 4 单金诚系列产品，已经清算的 106 单产品在整个产品周期内的累计违约率平均值为 0.4129%，较上年末平均值 0.3895% 提升 0.0234 个百分点。总体来看，Auto-ABS 产品违约率略有提升，但整体信用表现依然良好。

截至 2020 年末，已发行的 185 单产品中有 75 单处于存续期，累计违约率在 0.02% ~ 1.74% 之间。Auto-ABS 一般设置 1 ~ 2 年期间内触发加速清偿事件的累计违约率为 1.5% ~ 3.5%，各单产品累计违约率距离加速清偿事件触发阈值尚有较大的安全空间。

影响 Auto-ABS 借款人还款能力、还款意愿的相关指标各年表现平稳；基础资产分散性很好

借款人的还款能力是影响基础资产违约率的重要因素，借款人的年龄、收入债务比 (DTI) 是判断借款人还款能力的重要指标。从各年已发行 Auto-ABS 来看，借款人年龄均值处在

35 岁左右，该年龄段借款人多处于收入稳定期，有助于其按时足额偿还贷款。Auto-ABS 借款人加权平均收入债务比 (DTI) 均值约在 300% ~ 450% 之间。

除还款能力外，借款人的还款意愿受贷款初始贷款价值比 (LTV)<sup>[2]</sup>、贷款账龄、贷款剩余期限影响较大。较低的初始贷款价值比意味着抵押车辆对贷款的保障程度较好；较长的账龄和较短的剩余期限意味着借款人未来违约成本更高，有利于贷款的按期足额偿付。从各年已发行 Auto-ABS 来看，上述三项指标均较为平稳，各年变化不大。

从入池资产的分散性来看，Auto-ABS 单户贷款平均 OPB 在 6 ~ 10 万元之间，借款人前五大城市 OPB 占比在 45.00% 左右，基础资产分散性很好。

图表 3：2016 年 ~ 2020 年已发行 Auto-ABS 资产池表现

	指标	2020 年 均值	2019 年 均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值
借款人特征	加权平均收入债务比 (DTI) (%)	426.17	394.96	294.90	330.28	353.45
	加权平均年龄 (岁)	37.44	35.22	35.33	35.29	35.36
贷款特征	加权平均初始贷款价值比 (LTV) (%)	61.98	63.24	60.99	63.03	62.66
	加权平均贷款账龄 (月)	7.75	7.97	8.29	9.19	9.17
	加权平均剩余期限 (月)	23.70	23.49	23.86	24.11	24.37
	单户贷款平均 OPB (万元)	7.40	7.81	7.17	6.94	7.83
	借款人前五大城市 OPB 占比 (%)	42.75	43.20	45.14	45.97	45.21

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理  
注：包括已清算和存续期的产品

**Auto-ABS 产品抵押车辆通常来自同一汽车制造商，车辆品牌集中度较高；且全部产品未办理抵押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，大部分产品通过发起机构赎回安排缓释相应风险**

Auto-ABS 产品基础资产绝大部分由借款人以汽车提供抵押担保<sup>[3]</sup>，且抵押车辆以新车为主，加权平均初始贷款价值比 (LTV) 在 60.00% ~ 64.00% 之间，抵押担保较充分，对产品到期兑付形成有利支撑；抵押车辆新车占比在 99.00% 以上。

Auto-ABS 产品发起机构以汽车金融公司和

汽车财务公司为主，抵押车辆通常来自同一汽车制造商，车辆品牌集中度较高，若该汽车制造商在未来由于汽车质量问题导致车辆召回或其他问题的出现，则可能直接对汽车抵押贷款的按期偿付产生不利影响。

根据全部产品的交易安排，基础资产转移至信托但不办理抵押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，从而对信托财产造成不利影响。大部分产品的交易结构规定如发生因抵押权未变更登记导致无法对抗善意第三人的情形，将由发起人赎回该笔资产，在一定程度上缓释了不利影响。

图表 4：2016 年 ~ 2020 年末已发行 Auto-ABS 抵押车辆情况

	指标	2020 年 均值	2019 年 均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值
抵押车辆	加权平均初始贷款价值比 LTV (%)	61.98	63.24	60.99	63.03	62.66
	新车占比 (%)	99.76	99.31	99.99	99.88	99.89
	前三大抵押车辆品牌 OPB 占比 (%)	83.82	81.66	72.90	76.88	89.88

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理  
注：包括已清算和存续期的产品

**受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率持续下降，产品的超额利差整体有所下降；部分产品设置了初始超额抵押以弥补超额利差下降影响**

受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率逐年下降，受此影响，产品的超额利差呈整体下降趋势，对产品的保护程度有所减弱。

图表 5：Auto-ABS 超额利差情况

项目	2020 年 1 ~ 10 月均值	2019 年 均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值	2015 年 均值	2008 ~ 2014 年均值
基础资产加权平均贷款利率 (%)	4.51	5.23	6.13	7.46	7.83	8.96	11.05
证券加权平均票面利率 (%)	2.96	3.37	4.31	4.91	3.24	3.75	5.26
超额利差 (%)	1.55	1.86	1.82	2.54	4.59	5.21	5.79

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理  
注：包括已清算和存续期的产品

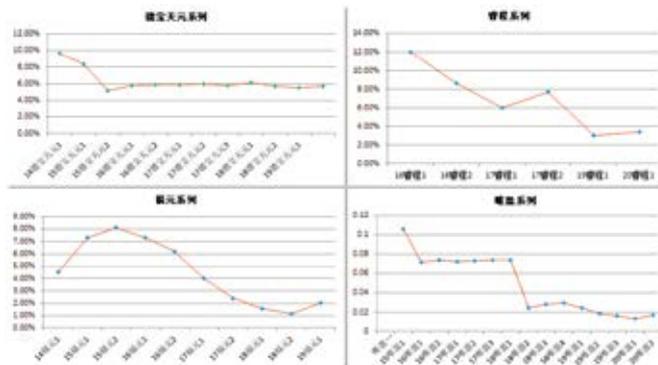
本报告选取了发行期数较多的“德宝天元”系列、“睿程”系列、“福元”系列和“唯盈”系列的产品，对其基础资产加权平均贷款利率

注：[2] 贷款价值比 (LTV) = 贷款余额 / 发放贷款时抵押物评估价值。

注：[3] 截至 2020 年末，已发行的 185 单 Auto-ABS 产品中，有 177 单产品入池资产全部为个人汽车抵押贷款，“14 招商 1”、“15 招元 2”、“15 和信 2”、“17 和信 1”、“18 和信 1”、“18 建优 1”、“19 和信 1”和“20 招银和信 1”8 单产品入池资产为信用卡分期汽车贷款，其入池资产中抵押类贷款占比分别为 26.94%、21.07%、30.22%、52.24%、29.38%、0.00%、98.94% 和 37.01%，信用类贷款占比分别为 73.06%、78.93%、69.78%、47.76%、70.62%、100.00%、1.06% 和 62.99%。

进行统计。从以上产品可以看出，入池资产的加权平均贷款利率呈整体下降趋势。

图表 6：部分 Auto-ABS 系列产品基础资产加权平均贷款利率



为弥补超额利差下降，部分产品设置了初始超额抵押，设置超额抵押的产品占比整体有所提升，占比约为 40.00%。

图表 7：Auto-ABS 超额抵押情况

项目	2020 年 均值	2019 年 均值	2018 年 均值	2017 年 均值	2016 年 均值	2015 年 均值	2008 ~ 2014 年 均值
设有超额抵押的产品占比 (%)	43.90	36.59	39.29	28.13	35.00	25.00	18.18
超额抵押率 (%)	2.10	1.43	1.86	1.14	1.41	0.20	0.43
超额利差 (%)	1.55	1.86	1.82	2.54	4.59	5.21	5.79

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理  
注：包括已清算和存续期的产品

## 二、Auto-ABS 展望

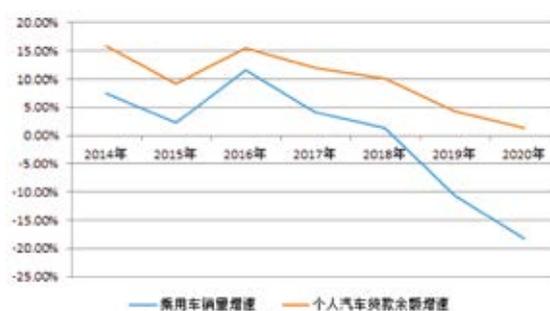
**汽车金融行业增速整体有所下滑，但仍维持正向增长；预计 2021 年 Auto-ABS 产品增速较 2020 年有所放缓**

从近年我国乘用车销量增速和个人汽车贷款余额增速情况来看，汽车金融行业与汽车行业基本呈现同涨同跌。2016 年开始，乘用车销量增速出现下滑，且于 2018 年出现负增长；同时，个人汽车贷款余额增速也有所下滑，但仍然维持着正向增长。主要原因包括以下两方面，第一，我国不同区域汽车保有量饱和程度存在差异，特别是经济欠发达地区汽车市场仍有需求，中短期内，汽车销量仍将以保有量的增量为主，汽车金融规模仍有增长空间；第二，我国 2020 年汽车金融的渗透率为 40% 左右，与发达国家平均约 70% 的金融渗透率仍有差距，

注：[4] 贴息贷款是主机厂为了促进汽车的销售，而向借款人提供的，补贴其利息支出的零息或低息贷款，贴息贷款发放利率与实际利率之间的利息差由汽车主机厂承担。

这也是助推我国汽车金融行业正向增长的重要原因。

图表 8：我国乘用车销量增速及个人汽车贷款余额增速



数据来源：中国汽车工业年鉴及 WIND，东方金诚整理

对汽车金融公司而言，其融资渠道较狭窄且 Auto-ABS 融资成本较低，目前汽车金融公司已将资产证券化作为一种常态化融资方式，未来其发行规模仍将保持稳定增长；对商业银行而言，发行 Auto-ABS 有利于其优化资产负债表结构、补充资本金，因而有一定动力转出个人汽车贷款资产；对投资者而言，在宏观经济下行、违约事件多发的背景下，Auto-ABS 基础资产违约率较低，产品安全性较高，易受到投资者青睐。

**Auto-ABS 产品基础资产利率水平持续下降，预计未来仍有一定程度下降**

2015 ~ 2020 年末，已发行的 Auto-ABS 产品基础资产加权平均贷款利率从 8.96% 下降至 4.51%，呈现明显的逐年持续下降趋势。预期未来，Auto-ABS 产品基础资产的平均利率水平仍将有一定程度的下降。一方面，汽车行业景气度下降，且汽车金融公司数量增加及汽车租赁业务的竞争，汽车主机厂商为了促进汽车的销售，可能加大与汽车金融机构的合作，进一步增大贴息贷款 [4] 力度。另一方面，对于部分使用浮动利率计价的汽车贷款而言，利率锚定值从贷款基准利率变为 LPR，在 LPR 预期下行的背景下，汽车贷款利率水平也将出现一定程度的下降。■

## 2021 年政府工作报告要点解读

文 | 研究发展部 王青 冯琳

2021 年 3 月 5 日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大四次会议作政府工作报告。对此，我们试做如下解读：

一、“面对突如其来的新冠肺炎疫情、世界经济深度衰退等多重严重冲击，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全国各族人民顽强拼搏，疫情防控取得重大战略成果，在全球主要经济体中唯一实现经济正增长，脱贫攻坚取得全面胜利，决胜全面建成小康社会取得决定性成就，交出一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。”报告同时强调，“在肯定成绩的同时，我们也清醒看到面临的困难和挑战。新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，国际形势中不稳定不确定因素增多，世界经济形势复杂严峻。国内疫情防控仍有薄弱环节，经济恢复基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多，稳就业压力较大。关键领域创新能力不强。”

解读：这是党中央、国务院对上年工作和当前中国经济面临的内外部挑战的总体评价和判断。在统筹疫情防控和经济社会发展过程中，2020 年的重点是前者，今年则会适时向后者转移。核心目标有两个：一是经济社会发展要实现常态化，二是着力推进以构建双循环新发展格局为核心的各项结构性改革。今年仍面临各类困难和挑战意味着，2021 年宏观政策不

会急转弯，特别是对实体经济的支持政策会保持连续性和稳定性。

二、“今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 6% 以上；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5% 左右；居民消费价格涨幅 3% 左右；进出口量稳质升，国际收支基本平衡；居民收入稳步增长；生态环境质量进一步改善，单位国内生产总值能耗降低 3% 左右，主要污染物排放量继续下降；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。”

解读：2021 年主要预期目标全面回归常态。其中，恢复设置 GDP 增速目标，但仅设置最低的底线目标（6% 的增长水平与当前我国潜在 GDP 增速基本相当），这与以往年份通常设置的区间目标和具体数值目标明显不同。在今年全球疫情进入“下半场”、世界经济料将普遍大幅反弹的背景下，我国 GDP 增速有望达到 8% 至 9%，因此达到这一底线目标的难度不大。从这个角度看，设置 6% 的底线目标，会有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展，而不是单纯追求经济高增速。同时，着眼于明、后两年的经济增长状况——2022 年起 GDP 增速将降至潜在增长水平附近，设置 6% 的底线目标也可以避免出现预期目标大起大落的现象。2021 年通胀和就业目标全面恢复至疫情前水平，单位 GDP 能耗降幅也与疫情前基本相当。总体上看，今



年宏观经济预期目标回归常态，为接下来的宏观政策从去年的强化逆周期调节向常态化回归奠定了基础。

三、“积极的财政政策要提质增效、更可持续。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，今年赤字率拟按 3.2% 左右安排、比去年有所下调，不再发行抗疫特别国债。”“今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。”“继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，实施新的结构性减税举措，对冲部分政策调整带来的影响。”

解读：财政政策基调恢复为疫情前的“提质增效”，强调“更可持续”，意味着今年整体财政政策力度下调，主要目标是降低政府债务增速，稳定政府宏观杠杆率。可以看到，今年赤字率比上年下调 0.4 个百分点，新增地方政府专项债比上年下调 0.1 万亿，不再发行

特别国债。不过，今年的财政政策力度仍然超出此前市场普遍预期，特别是新增地方政府专项债规模降幅很小——部分原因或是为了弥补 2021 年地方政府国有土地出让金收入可能出现的下降。这一方面体现出今年宏观政策“不急转弯”，另一方面则强调财政政策要通过加大减税降费的方式，继续为小微企业等市场主体纾困——2020 年 12 月以来，制造业小企业 PMI 持续处于收缩区间。

四、“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。”“引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户，推广随借随还贷款，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。”“推动实际

贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。”

解读：2020年政府工作报告的内容是“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。”显然，与去年相比，今年的货币政策将从对冲经济下行压力转向把握好稳增长、防风险与控通胀之间的综合平衡。

首先，“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”意味着今年货币投放量要小幅减速。“紧信用”下，今年M2和存量社融增速将比2020年低1至2个百分点。这是2021年货币政策“转弯”的一个体现。

其次，在年初市场利率已普遍升至政策利率附近后，“保持流动性合理充裕”意味着今年资金面出现趋势性收紧的可能性不大。未来市场利率将围绕政策利率宽幅波动，预计全年利率中枢与年初水平相比，不会出现大幅抬升，整体呈现“稳货币”特征。

第三，考虑到今年的经济增长及物价走势，年内实施加息提准的可能性很小，这也是货币政策“稳”字当头、不急转弯的一个具体体现。第四，“有保有压”的结构性货币政策将是今年的主要发力点，“保”的重点是科技创新、绿色发展和小微企业，“压”则会指向房地产金融，城投平台融资环境也会有所收紧。

最后，报告要求“推动实际贷款利率进一步降低”，应当主要是指今年实体经济中的企业一般贷款实际贷款利率还会进一步小幅下降。这会消除市场对今年贷款利率转而大幅上行的担忧。不过，今年涉房贷款等流向非实体经济的贷款利率仍有可能出现上升，这是报告中坚持“房住不炒”，实施结构性信贷政策的一种体现。

五、“强化国家战略科技力量，推进国家实验室建设，完善科技项目和创新基地布局。”“实施好关键核心技术攻关工程，运用市场化机制激励企业创新。”“优化和稳定产业链供应链”，“增强产业链供应链自主可控能力，实施好产业基础再造工程”、“坚持扩大内需这个战略基点，充分挖掘国内市场潜力。”“实行高水平对外开放，促进外贸外资稳中提质。实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，更好参与国际经济合作。”

解读：以上内容集中体现构建双循环发展新格局。双循环发展新格局的核心是“独立自主+高水平开放”。独立自主包括三项基本内容：一是强化科技创新，解决“卡脖子”问题；二是增强产业链供应链安全，降低可能出现的“断供”风险；三是经济增长更多依靠内需，主要包括扩大国内消费和拓展有效投资，降低对海外市场的依赖度，保持经常项目基本平衡。

高水平开放主要是指下一步要重点推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变，目标是以开放促改革，提升经济增长中的全要素生产率。近年来我国加大金融领域开放力度，2020年加入RCEP、签署中欧投资协定，就是推动高水平开放的具体体现，下一步的重点是争取加入开放程度更高的CPTPP。

总体上看，2021年政府工作报告体现了疫情、经济社会发展态势的最新变化，在目标设定、政策部署方面做了有针对性的安排。今年的工作重心是引导经济社会发展回归常态，并在“十四五”的开局之年着力深化结构性改革，力争在构建双循环发展新格局、引领经济高质量发展上展现新气象。■

# 信息披露管理办法发布 信用债统一监管再下一城

## ——《公司信用类债券信息披露管理办法》简评

文 | 研究发展部 于丽峰

近日，人民银行会同发展改革委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》（下文简称《办法》），自2021年5月1日起实施。《办法》通过统一和明确信息披露程序和要求，提升信息披露质量，有助于增强市场透明度，完善市场约束机制，强化投资者保护，健全债券市场基础性制度，推动债券市场持续健康发展。

### 一、《办法》是推进公司信用类债券统一监管的又一重大进展

近年来，在公司信用类债券部际协调机制框架下，人民银行、发展改革委、证监会共同推出了深化改革发展、统一市场规则的一系列举措，包括完善统一的市场化、法治化违约债券处置机制，建立债券市场统一执法机制，实现银行间和交易所市场信用评级互认和统一的市场化评价体系，推动基础设施互联互通等。

《办法》是推进公司信用类债券统一监管的又一重大进展，对公司信用类债券信息披露的基本原则和要求进行了统一和规范。《办法》明确适用于企业债、公司债和非金融企业债务融资工具，此后市场将告别不同券种披露要求不一导致的信息壁垒，不同券种在交易定价、信息披露和投资者保护等方面有望逐步统一。

《办法》提出，公司信用类债券信息披露应遵循“真实、准确、完整、及时、公平”原则，对信息披露制度建设、相关人责任、发行文件、

定期报告及重大事项需披露的内容、频率、时效、中介机构职责等进行明确了规定，同时，对债券募集说明书和定期报告的主要内容、结构框架、格式体例等提出了细化要求。此前企业债、公司债和非金融企业债务融资工具募集说明书和定期报告的编制要求和内容存在较大差异，统一编制要求以后，信息披露的质量将得到提高，同时降低发行人的信披成本及跨市场差价，进一步推动市场互联互通。

### 二、《办法》进一步完善了信息披露规则，推动信用债市场信息透明度提升

#### 1、《办法》明确并细化了信息披露责任主体的义务和法律责任

《办法》明确了对发行人及其董监高、控股股东和实控人及中介机构的信息披露义务和法律责任，对包括信用评级机构在内的部分中介机构信息披露工作作出了较详细的规定。《办法》明确了证监会负责对信息披露违法行为进行认定和行政处罚，开展债券市场统一执法工作以及各信息披露责任主体如未按规定履行信息披露义务时应承担连带责任。明确责任主体的义务和法律责任，将敦促发行人提高信息披露质量、中介机构勤勉尽责，严格遵守相关法律法规、执业规范和自律规则，保障投资者的合法权益。

#### 2、《办法》统一并细化了存续期重大事项界定标准和披露要求

针对近几年信用债市场出现的发行人重大事项披露不充分等问题,《办法》结合新《证券法》,明确了二十二项重大事项类型和具体界定标准,要求企业及时披露可能影响偿债能力或投资者权益的重大事项。与现行企业债、公司债和非金融企业债务融资工具监管规定的重大事项披露标准相比,《办法》对重大事项披露范围更广、要求更详细,有助于推动发债人信息透明度显著提升。

### 3、《办法》首次对违约等特殊情形下的信息披露进行规范

随着违约债券的日益增多,市场对违约等特殊情形发生后发行人信息披露需求大幅提升。《办法》首次对债券违约、企业被托管或接管、转移债券清偿义务等特殊情形下的信息披露进行了规范,保障了信用债发生违约等情形后信息披露的连贯性。对企业进入破产程序后的信息披露进行规范,与此前最高人民法院印发的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》中“企业进入破产环节后,企业信息披露义务由破产管理人承担”实现了较好衔接。对债券违约等特殊事件发生后的信息披露进行规范,将更好地发挥市场监督的力量,保护投资者权益。

### 4、《办法》进一步推动投资者保护力度提升

《办法》中的募集说明书编制规范中专设“投资者保护机制”一章,要求披露债券持有人会议机制、受托管理协议主要内容、违约情形、违约责任、债券违约救济机制和处置程序等与投资者权益密切相关的内容,包括要求企业当明确披露债券违约事件的定义、触发条件、违约责任、应急事件及债券违约救济机制和处置程序、不可抗力、弃权、争议解决机制等,将推动违约处置流程进一步规范化,保护投资者权益。除此以外,统一信息披露规则、明确参与方责任、对违约后的信息披露进行规范等

亦是提高投资者保护力度的重要措施。

### 三、《办法》的实施将对信用评级机构等中介机构的业务开展产生深远影响

《办法》第三章专门对中介机构的信息披露义务做出规定,并明确了主承销商、受托管理人、会计师事务所和信用评级机构的具体职责。对于为债券的发行、交易、存续期管理提供中介服务的专业机构(包括但不限于债券承销机构、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、受托管理人等)和人员,《办法》规定的信息披露义务要求包括(1)勤勉尽责,严格遵守相关法律法规、执业规范和自律规则,按规定和约定履行义务,对所出具的专业报告、专业意见以及其所披露的其他信息负责;(2)对企业提供的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行必要的核查和验证。中介机构认为企业提供的材料存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或其他重大违法行为的,应当要求其补充、纠正;(3)应当确认债券募集说明书所引用内容与其就本期债券发行出具的相关意见不存在矛盾,对所引用的内容无异议,并对所确认的债券募集说明书引用内容承担相应法律责任。

办法对于中介机构在信息披露违法案件中的法律责任进行了界定。《办法》第三十九条和第四十条规定,“企业等信息披露义务人未按照规定履行信息披露义务或所披露信息存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,给债券投资者造成损失的,……承销机构及其直接责任人员,应当依法与企业承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外”;“为债券的发行、上市、交易等业务活动制作、出具信用评级报告或者法律意见书等文件的证券服务机构,其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,给他人造成损失的,应当依法与委托人承担连带赔偿责任,但是能证明自己没有过错的除外。”

因此，《办法》对债券市场中介机构开展业务提出了更高的合规性和专业性要求。一方面，《办法》实施后，中介机构在提供专业服务的过程中要更加勤勉尽责，严格遵守相关法律法规、职业规范和自律规则，按规定和约定履行义务，对所出具报告和意见负责，防范“虚假记载、误导性陈述或重大遗漏”等问题出现。另一方面，中介机构应不断提升专业素质和信息披露水平，客观反映发行人的信用状况，在影响受评对象偿债能力的重大事项发生后进行及时判断，为市场揭示风险，履行好信用债市场“看门人”的责任。

总体看来，《办法》的发布和实施是对公司信用类债券信息披露进行统一和规范的重要制度安排，总体上提高了信用债发行的信息披露要求和规范性，进一步明确了信息披露参与各方的义务、职责和法律责任，有利于提升债券市场信息披露的质量和透明度，提高公司治理水平，完善市场约束机制，保护投资者合法权益。同时，《办法》对募集说明书、定期报告编制要求的统一，有助于降低发行人因规则不一致带来的信息披露成本，提升发行人跨市场发行债券的便利性，扩大债券融资规模，推动债券市场更好服务实体经济发展。■

## 建设高标准市场体系行动方案发布， 2021 年政策重心转向深化重大结构性改革 ——两办印发《建设高标准市场体系行动方案》解读

文 | 研究发展部 王青 冯琳

1月31日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《建设高标准市场体系行动方案》（以下简称《行动方案》）。首次提出通过5年左右的努力，基本建成统一开放、竞争有序、制度完备、治理完善的高标准市场体系，并围绕基础制度、要素市场、环境质量、市场开放、市场监管等五个方面，提出51条具体措施。

我们认为，这是对2020年中共中央、国务院发布的两项重大结构性改革部署<sup>[1]</sup>的具体落实，体现了政策的连续性。同时，《行动方案》的推出也表明，在2020年疫情突袭、宏观经济管理强调逆周期对冲之后，2021年扎实推进重

大结构性改革，已成为“十四五”开局之年的政策重心所在。可以看到，《行动方案》的具体内容有很强的现实针对性，旨在以高标准市场体系建设推动高质量发展，助力构建双循环发展新格局。具体来看：

一、“夯实市场体系基础制度”是建设高标准市场体系的基础。《行动方案》提出要建立三项基础性制度：一是要全面完善产权保护制度。其中，“加强对非公有制经济财产权的刑法保护”引人关注，有助于提振民营企业投资信心；而强化知识产权保护本质上就是保护科技创新，这将有助于关键领域尽快解决一批

注：[1]2020年4月9日，中共中央、国务院发布《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18日，中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。

“卡脖子”问题，并持续壮大国家战略科技力量。二是要全面实施市场准入负面清单制度，落实“全国一张清单”管理模式。这是打破区域分割、畅通国内大循环的重要抓手。三是全面完善公平竞争制度，突出反垄断与反不正当竞争执法，要求加强平台经济、共享经济等新业态领域反垄断和反不正当竞争规制。

二、“推进要素资源高效配置”进入具体操作层面。《行动方案》提出开展土地指标跨区域交易试点，试行以经常居住地登记户口制度，稳步推进股票发行注册制改革，建立常态化退市机制，设立知识产权和科技成果产权交易机构，加快培育发展数据要素市场等具体措施。伴随以上措施落地，作为新一轮供给侧结构性改革的重要突破口，“蛰伏”的要素资源将被充分唤醒，并有望成为推进经济高质量发展的新动能。

三、“改善提升市场环境和质量”指出了充分发挥国内超大规模市场优势的三个着力点：一是提升商品和服务质量，解决供给短板问题。《行动方案》提出实施质量提升行动，优化企业标准“领跑者”制度，进一步发挥品牌的引领作用，推动线上线下融合的商品市场创新发展。二是加强消费维权制度建设，简化消费争议处理程序。三是推动交通、通讯等市场基础设施互联互通，实施智能市场发展示范工程，支持平台企业创新发展，培育发展能源商品交易平台等。以上措施注重从供给、流通环节改善消费市场环境，强化消费者权益保护。

四、“推进高水平开放”是建设高标准市场体系的内在要求，也是构建双循环发展新格局的重要组成部分。需要指出的是，《行动方案》中的开放对象既包括外商外资，也包括民营社会资本。其中，加大金融、社会服务业开放主要是指支持社会资本依法进入银行、证券、资产管理、债券市场等金融服务业，减少医疗、

教育、体育、托幼、环保、市政等领域的市场准入限制。当前服务消费已占居民消费的半壁江山，但由于不同程度地存在行政垄断等现象，相比商品消费，服务消费的供给短板更为突出。

“对内开放”将有助于从根本上解决重点服务业领域供给质量不高，有效竞争不足的问题。在对外开放方面，《行动方案》提出完善外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度，推动规则等制度型开放，其中包括积极推进多双边自由贸易协定竞争政策等议题谈判。这再次表明，构建双循环发展新格局绝非关起门来搞建设，对外开放仍是撬动国内改革的重要杠杆。

五、“完善现代化市场监管机制”是建设高标准市场体系的重要保障。《行动方案》提出要推进协同监管，健全对新业态的包容审慎监管制度，加强对重要商品价格和要素市场交易监管，大力推进信用分级分类监管等措施，并提出要“加强对监管机构的监督”，落脚点是维护市场安全和稳定，防范市场异常波动和外部冲击风险。市场监管的总体原则是必须将该放的权放足放到位，该管的事管好管到位。

深化社会主义市场经济改革，坚持市场在资源配置中发挥决定性作用，要求建立市场主体活力充分释放、市场环境持续优化的市场体系，切实破除现存的一些体制机制性障碍。为此，党的十九届四中全会提出要建设高标准市场体系，党的十九届五中全会明确提出要实施高标准市场体系建设行动。此次中办、国办印发《行动方案》，既是对以上决策部署的具体落实，也意味着下一步相关行业和领域或将较快出台一批政策措施，其中可能引发的制度规则调整以及由此带来的市场机会将受到各界高度关注。■

## 商业银行业务改善，国股大行表现显著 ——银保监会四季度银行监管数据点评

文 | 金融业务部 郭妍芳 王宏伟

根据中国银保监会发布的 2020 年四季度商业银行业主要监管指标数据，商业银行四季度各项经营指标明显好转，盈利能力有所提升，资产质量得到进一步改善，风险抵补能力增强，但内部分化显著。截至 2020 年末，商业银行总资产 265.79 万亿元，全年实现净利润 1.94 万亿元，资产利润率 0.77%。四季度末不良贷款率为 1.84%，实现本年度以来首次下降。

### 四季度商业银行盈利能力提升，为全年业绩下滑提供缓冲，不同类型银行差异显著

新冠疫情影响下，受减费让利政策对营收端的影响，叠加贷款拨备力度的加大，2020 年商业银行净利润水平同比下滑。全年商业银行实现净利润 19392.13 亿元，同比下降 2.71%，自 2010 年以来首次出现负增长；资产利润率为 0.77%，同比下降 0.1 个百分点。具体来看，商业银行盈利全年呈现 V 型走势，二三季度净利润下降较多，与 2019 年同期相比分别下降 24.06% 和 5.78%。随着国内疫情得到控制，复工复产进程加快，降息趋势放缓，四季度商业银行净利润同比增长 24.10%。

从银行类型来看，国有大行业绩表现最好，全年净利润 10924.57 亿元，同比增长 3.0%，是唯一实现正增长的机构类型，其中四季度盈利同比大幅增长 60.19%，对全年盈利水平增长贡献较大。股份制银行全年净利润 4106.63 亿元，同比下降 2.99%，主要受二季度盈利水平大幅

下降影响；下半年盈利反弹较快，四季度同比大幅增长 19.11%。城商行和农商行全年净利润分别为 2145.63 亿元和 1952.76 亿元，同比下降 14.48% 和 14.61%，其中四季度盈利降幅最大，同比分别下降 50.53% 和 28.86%，与国有大行和股份制银行四季度的增长形成较大反差，或因四季度集中计提拨备所致。

图表 1：商业银行净利润和 ROA 走势 图表 2：不同银行类型净利润同比增长率  
(单位：亿元、%) (单位：%)



数据来源：银保监会、东方金诚整理

### 货币政策逐步回归稳健，2020 年四季度商业银行资产规模平稳增长，净息差维持稳态

2020 年上半年受整体宽松货币环境等因素影响，商业银行资产规模仍然保持着快速增长态势，三季度后货币政策逐步回归常态，资产规模增速平稳。四季度末，我国商业银行资产总规模 265.79 万亿元，同比增长 10.98%，环比增长 1.27%，较去年同期环比增速下降了 0.61 个百分点。具体来看，除国有大行同比增速由 18.73% 下降至 9.98%，股份制银行、城商行和农商行 2020 年末增速较上年同期均有不同程度的增长。其中农商行四季度末资产规模环比增长了 1.35%，较去年同期环比 0.41% 有较大幅

度的提升。国有大行、股份制银行和城商行较上年同期增速分别下降了0.59、0.87、1.39个百分点，环比增速降低较多。

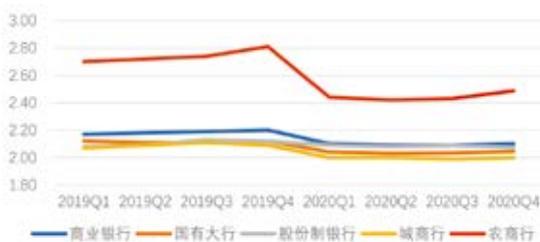
图表3：商业银行资产规模环比增长情况（单位：亿元）



数据来源：银保监会、东方金诚整理

在宽松货币政策及减费让利政策引导下，2020年一季度商业银行资产端收益率下行较快，导致净息差大幅下降。随着复工复产稳步推进，货币政策逐步回归常态化，二季度以来商业银行净息差止跌企稳并延续至四季度。2020年四季度，商业银行净息差2.10%，环比增长1BP，主要受国有大行和农商行环比增长所驱动。分银行类型来看，四季度农商行净息差较上年同期下降了32BP，但较三季度增长6BP至2.49%，环比增幅较大；国有大行和城商行净息差环比微涨2BP和1BP至2.05%和2.0%，而股份制银行则下降2BP至2.07%。2021年，受益于生息资产利率企稳回升和计息负债成本压力缓释，商业银行净息差有望走阔，前期净息差降幅最大的农商行将迎来更大幅度的回升。

图表4：不同银行类型净息差变化（单位：%）



数据来源：银保监会、东方金诚整理

### 商业银行不良贷款处置力度显著加大，促使2020年四季度资产质量环比改善

2020年受疫情影响，企业面临较大的经营

压力，导致银行潜在风险客户暴露加速，使得前三季度不良贷款规模和占比上升。得益于不良贷款处置力度的加大，四季度商业银行资产质量明显好转。2020年，商业银行共处置不良资产3.02万亿元，较2019年多处置约0.7万亿元，前三季度共处置1.73万亿元，四季度单季度处置1.29万亿元，风险处置能力显著提高。截至2020年末，商业银行整体不良贷款率为1.84%，环比下降12BP。从银行类型来看，除国有大行不良贷款率上涨2BP外，其他银行机构不良贷款率均有不同程度下降。其中，农商行和城商行资产质量改善最为明显，不良贷款率环比分别下降了47BP和29BP至1.81%和3.88%；股份制银行四季度不良贷款余额下降了309亿元至5008亿元，不良贷款率下降13BP至1.5%。

2020年疫情期间，商业银行对未来风险预期上升，加大了拨备计提力度以应对未来的不良风险，全年拨备覆盖率水平较为平稳，拨备计提充分。四季度随着不良贷款处置效果显现，商业银行拨备覆盖率环比上涨4.59个百分点至184.5%，风险抵补能力进一步增强。值得注意的是，国有大行、股份制银行和农商行拨备覆盖率水平全年变化较小，城商行拨备覆盖率在四季度则显著提升，环比上涨34.97个百分点至189.77%。考虑到不良贷款率对经济周期的滞后性，预计短期商业银行不良生成率仍将上升，但依托较强的不良清收和核销能力，商业银行资产质量压力可控。

图表5：不同银行类型不良贷款率变化（单位：%）

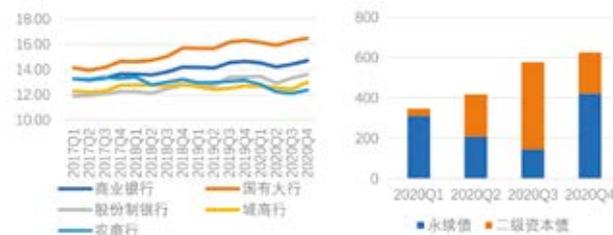


数据来源：银保监会、东方金诚整理

## 得益于内源资本补充能力增强，商业银行资本充足性环比提升，风险抵补能力增强

2020 年前三季度，受资产扩张节奏加快影响，商业银行资本充足性较年初有小幅下降。四季度国有大行和股份制银行得益于盈利能力大幅度提升，内源性资本补充能力增强，城商行和农商行则加大了资本补充工具的发行，致使商业银行整体资本充足性有明显的回升。截至 2020 年末，商业银行资本充足率较三季度上升 0.29 个百分点至 14.7%，一级资本充足率较三季度上升 0.36 个百分点至 12.04%，核心一级资本充足率较三季度上升 0.28 个百分点至 10.72%。2020 年城、农商行发行永续债和二级资本债共 1966.3 亿元，其中前三季度发行 1341.3 亿元，四季度单季度发行 625 亿元，环比增长了 8.32%，资本补充工具发行速度的加快使城、农商行资本充足率水平得到显著提升。从银行类型看，城商行四季度末资本充足率为 12.99%，环比上涨了 0.55 个百分点，上涨幅度最大。农商行资本充足率为 12.37%，环比上涨 0.26 个百分点，但较上年末同期相比显著回落，同比下降了 0.76 个百分点，与其他类型银行相比，仍然处于低位。依托盈利能力的提升和监管鼓励商业银行多渠道补充资本政策的持续推进，未来商业银行资本实力有望进一步夯实。■

图表 6：不同银行类型资本充足率变化 图表 7：城、农商行资本补充工具发行情况  
(单位：%) (单位：亿元)



数据来源：银保监会、东方金诚整理

### 声明

本刊内研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本刊内研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本刊内研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本刊内研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本刊内研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本刊内研究报告，东方金诚对本刊内研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



# 企业文化

## CORPORATE CULTURE

### 东方金诚召开 2021 年度工作会议 暨全面从严治党和党风廉政建设工作会议

近日，东方金诚召开 2021 年度工作会议。会议认真传达中国东方 2021 年工作会议暨全面从严治党和党风廉政建设工作会议精神，总结回顾 2020 年公司各项工作，分析当前形势，安排部署 2021 年工作。东方金诚党委书记、董事长崔磊作题为《凝心聚力，整改重塑再出发 奋勇担当，合规稳健谋发展》的讲话，东方金诚党委副书记、监事长许向阳主持会议，并作《抓贯彻、重落实、扛责任、重担当，以实际行动向建党 100 周年献礼》的总结讲话。东方金诚同时召开全面从严治党和党风廉政建设工作会议，传达学习贯彻十九届中央纪委五次全会精神，东方金诚党委委员、纪委书记付岩峰就做好 2021 年全面从严治党和党风廉政建设工作作出部署。



2021 年是中国共产党成立一百周年，是“十四五”发展规划的开局之年，也是东方金诚的“合规规范年”，是东方金诚涅槃重塑之年。会议号召，公司各部门、各单位要振奋精神、攻坚克难，齐心协力、实干担当，做好整改、扭

转局面，力争圆满完成全年各项目标任务，迈好构建新发展格局第一步，以优异成绩迎接中国共产党成立一百周年！

## 东方金诚在京党支部 组织参观抗美援朝70周年主题展览

为大力弘扬抗美援朝精神，激励广大党员干部在新时代勇挑重担、奋发图强，东方金诚在京党支部组织党员、入党积极分子前往中国人民革命军事博物馆开展主题党日活动，参观“铭记伟大胜利，捍卫和平正义——纪念中国人民志愿军抗美援朝出国作战70周年主题展览”。

通过参观“正义担当 决策出兵”“运动歼敌 稳定战线”“以打促谈 越战越强”“实现停战 胜利归国”“抗美援朝战争的伟大意义和历史贡献”等多个板块的千余件展品，党员同志们全面体会了抗美援朝战争的伟大历程以及抗美援朝精神的丰富内涵和时代价值。

参观后，广大党员倍感振奋，纷纷表示，一定要继承和弘扬伟大的抗美援朝精神，将爱国之情、报国之心转化为担当作为、爱岗敬业的自觉行动，坚定信心、团结一致、勤勉尽责，切实为推动公司高质量健康发展贡献力量。



## 东方金诚基层党务工作者培训班在京开班

近日，东方金诚党支部书记和基层党务工作者专题培训班在京开班，东方金诚党委书记、董事长崔磊同志出席开班仪式并作动员讲话。东方金诚党委职能部门、各党支部书记和支部委员参加了本次培训。

崔磊同志在开班动员讲话中指出，基层党务工作者要提高政治站位，充分认识到在基层党务工作者在公司党建工作中的关键地位，要强化责任担当，找好党建工作与经营工作相融合的着力点，将公司党委各项安排与部署落到实处，成为懂业务的“高手”、党建工作的“能手”和干事创业的“好手”。



本次培训课程紧扣学习贯彻党的十九届五中全会精神，重点围绕支部怎么建、书记怎么当、党员怎么管、作用怎么发挥”等问题，深入探讨党建工作与经营工作相融合的方法，详细讲解党章与《中国共产党支部工作条例》《中国共产党纪律处分条例》等党内规章制度，使参训人员学习基本知识、熟悉基本法规、掌握基本技能，为公司高质量发展提供组织保证。

参训人员纷纷表示，本次培训系统学习了党务工作知识，掌握了党务工作方法，提高了干事创业本领，对今后党支部工作的开展具有现实指导意义。在下一步工作中，将学以致用，找准融合点，全力以赴做好支部党建工作，推动党建工作再上新台阶，以全新的精神面貌迎接建党100周年。

# 市场统计 | MARKET STATISTICS

## 2020 年四季度主要债券指标统计表

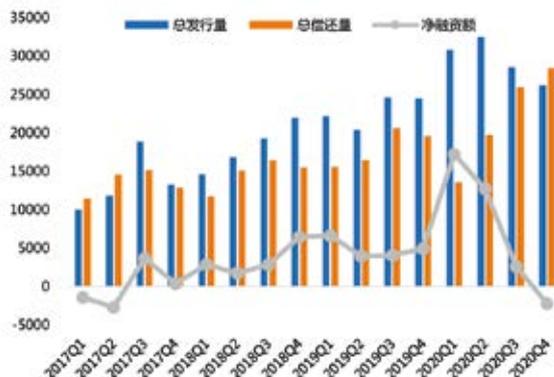
指标	月份	2020 年 10 月	2020 年 11 月	2020 年 12 月
债券发行量	国债	7,831	7,570	7,765
	地方政府债	4,429	1,384	1,836
	政策性银行债	3,344	3,130	1,866
	企业债	283	406	303
	公司债	2,999	3,033	2,336
	中期票据	1,803	1,518	1,210
	短期融资券 (含超短期融资券)	4,053	3,649	3,251
	定向工具	544	471	385
	同业存单	19,049	17,893	20,011
	金融债 (除政策性银行债)	2,535	4,009	2,584
	资产支持证券	2,798	4,619	4,490
债券发行利率	国债招投标利率	2.98	3.10	2.98
	地方政府债招投标利率	3.67	3.58	3.46
	政策性银行债招投标利率	3.39	3.38	3.48
	企业债发行利率	4.64	4.83	5.53
	公司债发行利率	4.25	4.37	4.60
	中期票据发行利率	4.49	4.30	4.60
	短期融资券发行利率	2.68	2.61	2.79
	同业存单发行利率	3.06	3.16	3.13
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)	2.59	2.30	2.46
	月末 SHIBOR3 个月利率	2.97	3.12	2.76
	月末 10 年期国债到期收益率	3.18	3.25	3.14
	月末 3 年期 AAA 级中期票据到期收益率	3.66	3.82	3.54
信用利差	月末 3 年期 AAA 级中期票据利差	41.40	56.02	56.23
	月末 3 年期 AA+ 级中期票据利差	56.36	88.95	104.12
	月末 3 年期 AA 级中期票据利差	76.36	117.95	141.12

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。

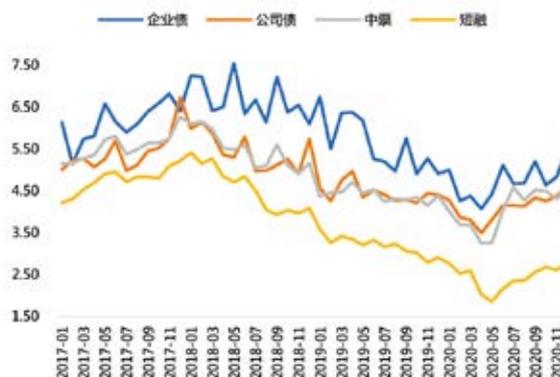
数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

## 主要债券指标走势图

### 信用债发行与到期 (亿元)



### 信用债主要券种加权平均发行利率 (%)



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

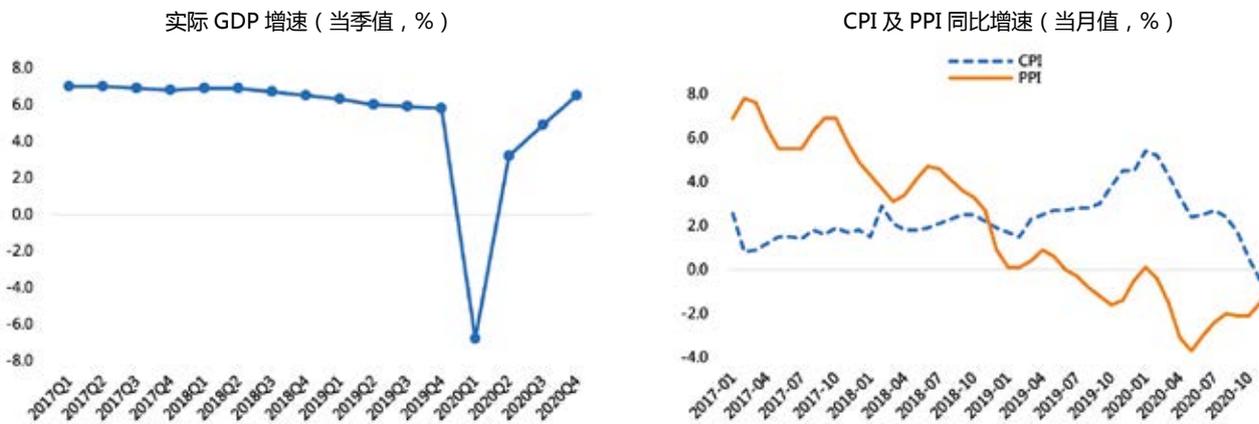
### 2020 年四季度主要宏观经济及金融指标统计表

指标	月份	2020 年 10 月	2020 年 11 月	2020 年 12 月
国内生产总值	国内生产总值 (GDP)	-	-	1,015,986
	国内生产总值 (GDP) 增长率	-	-	2.3
	工业增加值增长率	1.8	2.3	2.8
	固定资产投资完成额增长率	1.8	2.6	2.9
	社会消费品零售总额增长率	-5.9	-4.8	-3.9
	(人民币计价) 出口金额增长率	2.0	3.3	4.0
	(人民币计价) 进口金额增长率	-0.7	-0.8	-0.7
货币供应量与社会融资规模	货币供应量 (M1) 增长率	9.1	10.0	8.6
	货币供应量 (M2) 增长率	10.5	10.7	10.1
	社会融资规模存量增长率	13.7	13.6	13.3
	金融机构人民币贷款余额增长率	12.9	12.8	12.8
价格指数	居民消费价格指数 (CPI) 增长率	3.0	2.7	2.5
	工业生产者出厂价格指数 (PPI) 增长率	-2.0	-2.0	-1.8

注：GDP 单位为亿元，增长率单位均为 %；12 月 GDP 为 1-12 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.31

2021年第一期

守正立信 持诚致远



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