

GOLDEN CREDIT RESEARCH

东方信用

VOL.32

2021年第二期

内部资料免费交流
京内资准字 1319-L0120 号

SPECIAL TOPICS 特约专题

开局之年——2021年中国信用债市场展望(下)

产业债篇 | 绿色金融篇

公司动态

东方金诚开展“改进作风”系列活动

东方金诚受邀参加国际知名投行香港投资者线上峰会

研究精选

“十四五”规划要点解读

深化预算管理制度改革政策解读

服务案例

东方金诚助力全国首单权益出资型“碳中和”债成功发行

东方金诚助力全国首批可持续发展挂钩债券成功发行

媒体报道

专访：评级机构启动市场驱动按键

行业驶入多元化服务赛道



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

东方信用

GOLDEN CREDIT RESEAR

2021 年第二期



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 5 月 31 日

印数

700 册

守正立信 持诚致远





06

公司动态 · COMPANY DYNAMICS

中国东方召开党史学习教育 动员大会

- 04 行业热点
- 06 公司动态
- 84 市场统计

特约专题 · Special Topics

【产业债篇】

- 10 房地产行业信用风险回顾与 2021 年展望
- 22 高速公路行业信用风险回顾与 2021 年展望
- 30 零售行业信用风险回顾与 2021 年展望

【绿色金融篇】

- 38 沧海横流显本色，绿色复苏提信心
中国绿色债券稳步发展，政策礼包推进绿色发展
——2020 年我国绿色债券市场发展回顾与展望
- 54 碳中和债创新拉动绿债发行，
一季度绿债同比大幅增长
——2021 年一季度我国绿色债券市场分析

媒体报道 · Media Report

- 82 评级机构启动市场驱动按键
行业驶入多元化服务赛道
——专访东方金诚董事长崔磊



07

公司动态 · COMPANY DYNAMICS

东方金诚受邀参加国际知名投行 香港投资者线上峰会

研究精选 · Selected research

- 62 双循环是贯穿“十四五”规划的一条主线
——“十四五”规划要点解读
- 64 预算管理改革进一步深化
防范化解隐性债务风险基调未变
——《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》
解读
- 66 聚焦公司债发行典型问题
把好债券风险管控入口关
——交易所公司债券审核新规解读
- 70 监管创新推出“碳中和债”
绿色债券市场迎来发展“新风口”
- 73 绿色债券迎来统一标准，碳中和征程再添新动力
——解读《绿色债券支持项目目录（2021年版）》
- 77 可持续发展挂钩债券知多少

服务案例 · Service Cases

- 80 东方金诚助力全国首单
权益出资型“碳中和”债成功发行
- 81 东方金诚助力全国首支
可持续发展挂钩气候债券 / 碳中和债券成功发行
- 81 东方金诚助力大唐发电成功发行
全国首批可持续发展挂钩债券

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“汇菁奖”
2019“创新机构奖”“最具影响力奖”
2018“最佳研究机构”“最具影响力奖”
2017“创新机构奖”“最具影响力奖”
2016 ABS“最具潜力评级机构”

中国资产证券化论坛（CSF）年会
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”



2月 February

关注监管 | 监管创新推出碳中和债，绿色债券市场迎来发展“新风口”

2月9日，交易商协会在人民银行的指导下，积极践行绿色发展理念，在绿色债务融资工具项下创新推出碳中和债，募集资金专项用于具有碳减排效益的绿色项目，且需明确披露碳减排等环境效益信息，确保碳减排效益“可计算、可核查、可检验”。同日，南方电网、三峡集团、华能国际、国家电投集团、四川机场集团、雅砻江水电等6家企业注册的首批碳中和债成功发行。



关注监管 | 证监会发布《证券市场资信评级业务管理办法》

2月26日，证监会修订发布了《证券市场资信评级业务管理办法》。取消证券评级业务行政许可，改为备案管理，鼓励优质机构开展证券评级业务，在相关规章取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为，增加独立性要求并专章规定，明确信息披露要求并专章规定，强化证券自律组织的自律管理职能，增加破坏市场秩序行为的禁止性规定，提高证券评级业务违法违规成本。



关注监管 | 证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》

2月26日，证监会修订发布了《公司债券发行与交易管理办法》落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制，加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为，并根据监管实践增加限制结

构化发债的条款，结合债券市场监管做出的其他相关修订，调整公司债券交易场所，取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定，明确非公开发行公司债券的监管机制，强调发行公司债券应当符合地方政府性债务管理的相关规定。



3月 March

关注两会 | 十三届全国人大四次会议在京开幕

3月5日，第十三届全国人民代表大会第四次会议在北京人民大会堂开幕。党和国家领导人习近平、李克强、汪洋、王沪宁、赵乐际、韩正、王岐山等出席，栗战书主持大会。李克强在报告中指出，过去一年，在新中国历史上极不平凡。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，脱贫攻坚战取得全面胜利，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。



关注监管 | 交易商协会发布取消强制评级安排

3月26日，交易商协会发布《关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》，在前期债务融资工具注册申报环节取消信用评级报告要件要求的基础上，进一步在发行环节取消债项评级强制披露，仅保留企业主体评级披露要求，将企业评级选择权交予市场决定。

通知表示，在申报环节，不强制要求企业提供债务融资工具信用评级报告及跟踪评级安排作为申报材料要件。申报时，企业已取得本次债务融资工具相关评级报告的，应作为申报材料提供；未取得相关评级报告的，应在注册文件清单中备注。

在发行环节，取消债项评级报告强制披露要求，保留企业主体评级报告披露要求。但企业发行债项本金和利息的清偿顺序劣后于一般债务和普通债券等，可能引起债项评级低于主体评级情形的，企业仍需披露债项评级报告。

交易商协会表示，下一步，交易商协会将继续做好政策效果跟踪评估工作，推动信用评级行业更好服务于债券市场健康发展的大局。



地方国有企业债务 | 关于印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》的通知

3月26日，印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》的通知，通知提出要充分认识当前加强国有企业债务风险管控的重要性，完善债务风险监测预警机制，精准识别高风险企业，分类管控资产负债率，保持合理债务水平，开展债券全生命周期管理，重点防控债券违约，依法处置债券违约风险，严禁恶意逃废债行为，规范债务资金用途，确保投入主业实业，全面推动国企深化改革，有效增强抗风险能力，发挥监管合力，完善国有企业债务风险管控工作体系。



关注监管 | 五部委发文促进信用评级行业高质量发展

3月28日，中国人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会发布《关于促进债券市场信用评级行业高质量发展健康发展的通知（征求意见稿）》。《通知》立足提升信用评级质量，从规范性、独立性、质量控制等方面强化信用评级行业要求，强化评级结果的一致性、准确性和稳定性，构建以评级质量为导向的良性竞争环境，加大监管力度，强化市场纪律，压实评级机构作为独立第三方的中介责任，引导其将声誉机制作为生存之本，充分发挥风险揭示功能。

《通知》主要内容包括加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度；完善公司治理和内部控制，坚守评级独立性；加强信息披露，强化市场约束机制；优化评级生态环境，营造公平、公正的市场环境；严格监督管理，加大对违规行为惩戒力度。

在加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度方面，起草说明强调，一是要求评级机构构建以违约率为核心的评级质量验证机制；二是对于评级大幅调整行为，要求评级机构对评级方法模型进行检查和评估；三是强调评级机构跟踪评级的及时性，提高跟踪评级的有效性和前瞻性；四是要求评级机构主要基于受评主体自身信用状况开展信用评级；五是鼓励评级机构运用大数据、人工智能等科技手段，提高风险识别能力。在加强信息披露，强化市场约束机制方面，一是细化评级机构信息披露，要求分开披露受评主体个体信用状况和外部支持提升情况的信息；二是鼓励发行人采用多评级，引导扩大投资者付费评级适用范围，发挥多评级以及不同模式评级的交叉验证作用；三是明确评级机构评价评估应以评级质量为核心、以投资者为导向，并定期组织开展。

另外，在严格监督管理，加大对违规行为惩戒力度方面，一是联合制定统一的评级机构业务标准，加强监管协同和信息共享，防止监管套利；二是加强对评级质量和全流程作业合规情况的检查；三是对违规机构和人员依据有关规定予以处罚。



金融稳定工作会议 | 人民银行召开2021年金融稳定工作视频会议

3月30日，人民银行召开2021年金融稳定工作视频会议。会议以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻党的十九大、十九届二中、三中、四中、五中全会及中央经济工作会议精神，积极落实人民银行工作会议部署，总结过去一段时间金融稳定工作，分析当前金融风险形势，部署下一阶段金融稳定工作。人民银行党委委员、副行长刘桂平出席会议并讲话。



4月 April

金融委会议 | 国务院金融稳定发展委员会会议召开

4月8日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）召开第五十次会议，研究加强地方金融机构微观治理和金融监管等工作。会议要求，以优化金融供给侧体系为目标，坚持问题导向，标本兼治，深化改革，加强监管，促进微观治理机制见效、地区金融生态改善。一是把握定位，优化结构。二是强化监管，提升质效。三是健全治理，规范经营。四是完善法治，增强活力。



关注监管 | 中国人民银行、发展改革委、证监会印发《绿色债券支持项目目录（2021年版）》

4月21日，人民银行、发展改革委、证监会联合发布《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2021年版）〉的通知》，并随文发布《绿色债券支持项目目录（2021年版）》（简称《绿债目录（2021年版）》）。《绿债目录（2021年版）》实现三大重点突破。对绿色债券支持领域和范围进行科学统一界定，有助于提升我国绿色债券的绿色程度和市场认可度。



C 公司动态 COMPANY DYNAMICS

中国东方召开党史学习教育动员大会

2021年4月2日上午，中国东方召开党史学习教育动员大会，深入学习贯彻习近平总书记在党史学习教育动员大会上的重要讲话精神，全面贯彻落实党中央和银保监会党委关于开展党史学习教育的部署要求，对公司系统党史学习教育进行动员部署。中国东方党委书记、董事长吴跃作动员讲话，中国东方党委副书记、总裁邓智毅主持会议。



会议指出，开展党史学习教育，是以习近平同志为核心的党中央立足党的百年历史新起点、统筹中华民族伟大复兴战略全局和世界百年未有之大变局、为动员全党全国满怀信心投身全面建设社会主义现代化国家而作出的重大决策。习近平总书记在党史学习教育动员大会上的重要讲话，深刻阐述了开展党史学习教育的重大意义，深刻阐明了党史学习教育的重点和工作要求，为开展好党史学习教育指明了方向、提供了根本遵循。

会议强调，要深刻认识党史学习教育的重大意义，

切实增强学习党史的自觉性主动性。学习领会开展党史学习教育是牢记初心使命、推进中华民族伟大复兴历史伟业的必然要求，是坚定信仰信念、在新时代坚持和发展中国特色社会主义的必然要求，是推进党的自我革命、永葆党的生机活力的必然要求。要深刻认识到，机遇与挑战并存，中华民族伟大复兴绝不是轻轻松松、敲锣打鼓就能实现的；要深刻认识到，中国共产党为什么“能”、马克思主义为什么“行”、中国特色社会主义为什么“好”；要深刻认识到，在新征程必须发扬斗争精神、践行初心使命，持之以恒推进全面从严治党。

会议要求，准确把握党史学习教育的重点内容，切实从百年党史中汲取前进的智慧和力量。要通过学习教育，进一步感悟思想伟力，增强用党的创新理论武装全党的政治自觉；进一步把握历史发展规律和大势，始终掌握党和国家事业发展的历史主动；进一步深化对党的性质宗旨的认识，始终保持马克思主义政党的鲜明本色；进一步总结党的历史经验，不断提高应对风险挑战的能力水平；进一步发扬革命精神，始终保持艰苦奋斗的昂扬精神；进一步增强政治意识，更加坚定自觉地做到“两个维护”。在学习过程中，要树立正确党史观，坚持历史唯物主义，坚持以我们党关于历史问题的两个决议和党中央有关精神为依据，准确把握党的历史发展的主题主线、主流本质。

会议对中国东方党史学习教育主要工作进行了部署安排，提出了明确要求。强调要立足实际、守正创新，加强组织领导、把握学习内容、明晰总体进度、做实规定动作、抓好宣传引导，高标准高质量开展党史学习教育，引导公司系统广大党员做到学史明理、学史增信、学史崇德、学史力行，做到学党史、悟思想、办实事、开新局，以高质量党建引领高质量发展。

中国东方公司领导，总部各部门、直属事业部全体党员现场参会，分公司全体党员、控股公司党委班子成员和中层以上党员干部通过视频参会。

东方金诚开展“改进作风”系列活动

为贯彻落实东方金诚 2021 年度经营工作会议暨全面从严治党暨党风廉政建设工作会议精神，根据公司党委统一部署，公司在全辖范围内组织开展“改进作风”系列活动，引导广大员工正风提气，担当作为，以一流作风确保各项工作有效落实，增强公司凝聚力和向心力。

学习先进榜样，聚力作风建设

公司各单位通过线上线下多样化方式组织员工开展学习，通过集中学习“感动中国”十大人物的先进事迹及《大国工匠》《战“疫”故事》《故事里的中国》等专题教育片，引导广大员工树立担当意识，充分认识改进作风的重要意义。



员工观看“感动中国”十大人物先进事迹

深化作风转变，提升服务效能

结合转作风活动总体部署，东方金诚综合管理部本着“开放 倾听 协作 高效 共赢”的原则，率先举办“部门开放日”活动，深化作风转变，提升服务效能，融合经营发展，做好服务支撑。公司党委副书记、监事长许向阳，党委委员、副总经理杨文捷，评级副总监俞春江等公司领导和公司各部门、各分（子）公司员工代表 30 余人参加了开放日活动。



综合管理部举办“部门开放日”活动

与会人员诚恳交流、建言献策，以实际行动践行“改进作风 强化担当”的要求，营造公司积极向上的良性企业文化，推动公司各项工作稳步发展。

东方金诚受邀参加国际知名投行香港投资者线上峰会

2021 年 3 月 31 日，东方金诚受邀参加国际知名投行香港投资者在线峰会。东方金诚副总经理杨文捷博士、首席债券分析师苏莉博士出席会议，并围绕地方政府债务管理、债券利率走势、行业及区域风险、高收益债市场发展、民企融资结构以及监管新趋势对评级行业的影响等热点话题同与会投资人进行了分享和交流。

针对利率走势和债市发展，东方金诚认为，“稳中偏紧”的政策环境下，利率中枢将有所抬升，叠加债券发行端监管加强、投资人风险偏好降低等因素，短期债券发行量和净融资规模会有一定程度萎缩。但长期来看，有大力发展直接融资市场支持实体经济的政策支持，有投资人对安全资产依然较强的配置需求，债券市场的规模将会保持稳定。

信用风险层面，东方金诚提示，通胀预期及供应链受冲击所带来的相关风险需警惕。全球经济复苏具有不可持续性，各国央行争夺流动性的背景下，新兴经济体的风险在累积。疫情叠加国际合作的不确定性，对全球供应链带来较大冲击，并有向中低端制造业蔓延的趋势。上述风险对企业信用的影响，东方金诚在评级实践中会予以重点考量。

谈及评级行业的发展，东方金诚表示，金融中介服务机构的放开是中国推进对外开放的重要举措之一。作为资本市场旨在消除信息不对称、预警风险的中介机构，内外资评级公司均应秉承“独立、客观、公正”的原则。在产业不断迭代，大数据、人工智能对各行业产生深远影响的时代背景下，内外资评级机构同台竞技，有助于在竞争学习中不断提升评级质量。

此次活动的成功举办，加强了国际投资者对中国债券市场的了解。未来，东方金诚将继续加强与境内外投资人的沟通交流，以高水平、高质量的信用服务更好地推动债券市场和评级行业健康发展。



开局之年 ——2021年中国信用债市场展望（下）

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，精选产业债、绿色金融等系列研究成果汇编成册，以飨读者。信

【产业债篇】

房地产行业信用风险回顾与 2021 年展望

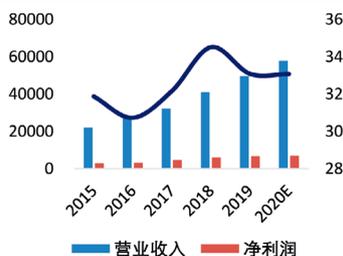
文 | 工商企业部 谢瑞 谷建伟

行业信用质量：2021 年信用质量总体稳定



资料来源：Wind，东方金诚整理

房地产行业样本企业数据和指标（亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理（营业收入和净利润为样本企业的合计值；毛利率为中位数）

- 政策：五线两集控犀牛，熨平地产周期，确立地产融资长效机制，“一城一策 + 松紧结合 + 高频微调”或是促进地产行业稳步发展的重要方式；
- 需求：国内房地产长效机制趋势确定，预计 2021 年在置业人口触顶下滑、居民杠杆趋稳、城镇化和都市圈推进、抗全球通胀属性多重影响下，销售面积持平或微增，销售额增速为 6% 左右；
- 供给：2020 年房地产开发投资保持较强韧性，预计 2021 年在信贷资金严格管控及房企降杠杆、建安及拿地支出增速放缓、广义库存依然较高下，投资增速略降至 6.6% 左右；
- 预计 2021 年，房企信用风险整体将保持稳定，房企加大销售回款力度，以及拿地及新开工增速下滑有利于内在现金流平衡，盈利能力及债务负担稳中略降，整体信用质量稳定；
- 关注信用分化，警惕“紧融资、高偿债”下，城市布局不佳、土储质量及流动性差、“高杠杆但非高周转”等特性房企信用风险加速暴露。

一、行业基本面五线两集控犀牛，熨平地产周期，确立地产融资长效机制，“一城一策+松紧结合+高频微调”或是促进地产行业稳步发展的重要方式

我国房地产行业政策敏感度高，受行业调控政策影响较大，现在的行业政策倾向于左手去泡沫，右手稳投资。2020年4月，政治局会议重提“房住不炒”；5月政府工作报告在“房住不炒”的基础上增加“因城施策”；7月中共中央政治局会议重申：“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”；2021年3月，政府工作报告再次重申“稳地价、稳房价、稳预期”以及“房住不炒”。疫情初期到2020年4月份，多个城市密集出台稳楼市政策扶持房地产企业“渡难关”，但倾向于支持供给端，缓解了房企资金面压力；此后向户籍、土地等长期改革层面转变，有助于项目错峰入市，维护市场平稳；随着疫情压力的逐步释放，销售和投资显著回暖下，带动土地市场热度提升，调控政策转向边际收紧。

从2008年以来几次地产周期来看，地产政策由收紧转向宽松的信号为：商品房销售面积增速大幅走负、土地溢价率低于5%，代表地产基本面变差，政策面开始转向宽松。销售及土地基本面在2018年以来已整体稳定，2020年疫情得到有效控制、地产基本面刚恢复稳定，“五道红线”、“两级中”则随之而来，将熨平地产周期，确立地产融资长效机制，拴住这头“灰犀牛”。此外，“一城一策+松紧结合+高频微调”是促进地产行业健康稳步发展的重要方式。



图2：“五道红线”、“两级中”政策



资料来源：Wind，东方金诚整理

国内房地产长效机制趋势确定，预计2021年在置业人口触顶、居民杠杆趋稳、城镇化和都市圈推进、抗全球通胀属性等影响下，销售面积持平或微增，销售额增速为6%左右

2020年来，疫情对房地产行业销售及回款均产生不利影响，但随着国内疫情好转复工深化，供需双向改善助力销售逐步修复，全年国内商品房销售面积为17.61亿平方米，同比增长2.60%，略好于我们增速为0的预期；商品房销售额17.36万亿元，同比增长8.70%。2021年1~2月，商品房销售面积同比增长104.90%，主要源于：1. 去年疫情基数低，且受到多地政府“就地过年”号召以及多数售楼处春节期间“不打烊”影响；2. “五道红线”全面实施前，银行给地产加杠杆，地产开发资金来源、按揭超预期，同比增长50%~60%左右，居民中长期贷款同比增长70%左右；3. 国际疫情不确定下，中国房地产抗通胀保值的属性增强。

需求侧中长期稳中偏弱，为长效机制趋势确定的核心理由，预计2021年销售面积持平，或在抗全球通胀属性下微增，销售额增速6%。房地产需求端来源于消费者和购买力，消费者主要来源于置业人口、人口迁移、住房结构及消费升级。置业人口方面，国内15~64岁人口于2014年起触顶缓降，将于2028年开始加速下滑；人口迁移方面，2019年我国城镇化率已达60.60%，根据政府工作报告，预计未来十年年均提升1%，年均1300万农村人口转变城市人口，但难以带来增量购房需求；住房结构及消费升级方面，我国2018年住房套户比为

1.09, 虽低于发达国家美国和日本的 1.15 和 1.16 套户比, 但已基本告别短缺。购买力方面, 我国 2020 年居民杠杆率 61.4%, 接近国际 63.7% 平均水平, 为这几年增速最快的国家, 货币政策方面也出台了个人房贷余额管控, 空间有限; 按揭投放趋稳到 5 万亿增量以内, 房贷利率趋稳 11 连平, 首套二套房贷款利率有上升趋势, 购买力也是上升空间有限。

图 3: 置业人口及商品房销售面积情况 单位: 亿平方米、亿人

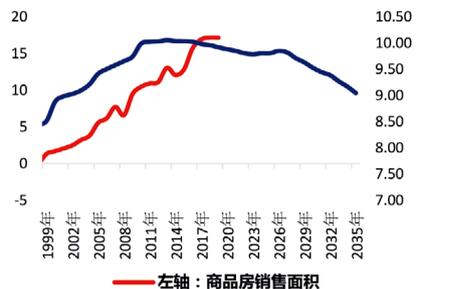


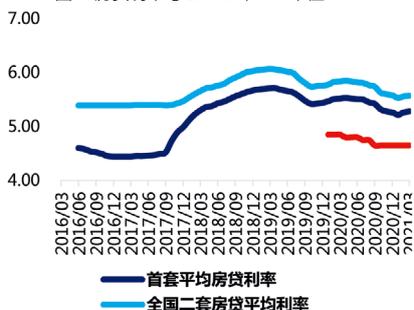
图 4: 全国商品房销售面积及销售额增速 单位: %



图 5: 杠杆率: 居民部门 单位: %



图 6: 房贷利率与 LPR-5 年 单位: %



资料来源: Wind, 东方金诚整理

2020 年房地产开发投资保持较强韧性, 预计 2021 年在信贷资金严格管控及房企降杠杆、建安及拿地支出增速放缓、广义库存依然较高下, 投资增速略降至 6.6% 左右

疫情对房地产行业短期内新开工及施工进度、政府土地供应等产生不利影响, 制约行业投资增速, 随着国内房地产项目有序复工, 上半年宽信用下房企到位资金降幅收窄, 土地市场供需端均能看到略有回暖态势, 新开工及补库存积极, 施工保持增长, 对房地产开发投资规模实现了拉动, 2020 年, 国内房地产开发投资完成额 14.14 万亿元, 同比增长 7.00%, 与我们预测的 7.10% 增速趋同, 累计增速同比下降 2.90 个百分点。2021 年 1~2 月, 低基数、回款及银行端放贷下, 房地产开发投资完成额同比增长 38.30%, 但先行指标房屋新开工面积同比 2019 年下降 9.44%。

预计 2021 年, 房地产开发投资完成额同比增速为 6.6% 左右, “五道红线”和“两集中”如同及时雨、水龙头的控速开关, 确立了融资管理的长效机制, 为供给侧中长期稳定提供有力支撑。作为链接国内大循环的关键齿轮, 在房企销售回款回暖及补库存需求带动下, 同时施工进度将有所加快, 对投资规模稳定产生支撑; 但另一方面, 与需求端及政策端相互呼应的融资管理的长效机制, 对房地产投资影响将较为显著, 融资收紧将抑制房企拿地意愿、拿地能力及建安投资等, 土地市场预计将出现降温, 整体溢价率有望下行, 将对投资增速的持续高增长形成拖累。此外, 根据统计局历年新开工、施工及销售数据, 截至 2021 年 2 月末, 商品房开工未售面积 29 亿平方米, 竣工未售面积 2.47 亿平方米, 库存水平依然较高。

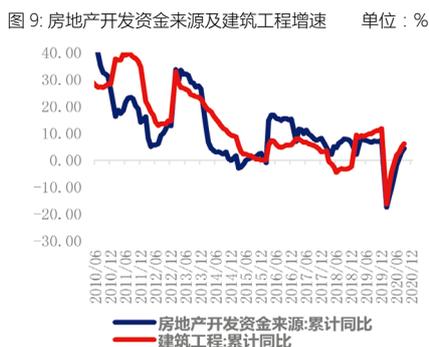
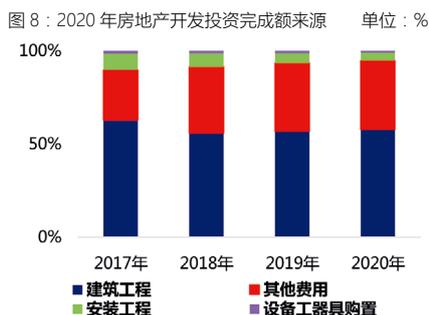
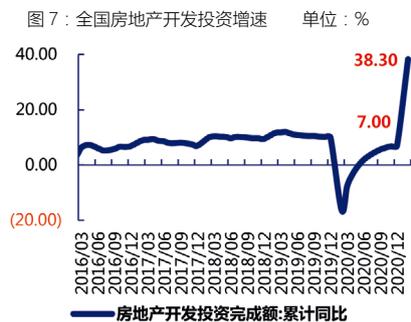


图10:2020年全国房地产开发投资增速预计 单位：%

其他费用 建筑工程	悲观 (5%)	中性 (8%)	乐观 (12%)
4%	4.3%	5.5%	6.9%
5%	4.9%	6.0%	7.5%
6%	5.5%	6.6%	8.1%
7%	6.1%	7.2%	8.7%
9%	7.2%	8.3%	9.8%

资料来源：Wind，东方金诚整理

二、房地产企业信用表现

本文选取156家发债房企作为样本对房地产行业整体信用表现进行分析，其中包含上市公司56家、非上市公司100家。从企业性质看，样本房企包含中央国有企业17家、地方国有企业48家、民企及其他性质企业合计91家。信用等级方面，样本企业最新主体信用等级为AAA、AA+和AA的房企分别为41家、37家和66家。本文从企业规模、盈利能力和运营效

率、债务负担和保障程度几个方面，对样本企业主要指标进行相对排序，以观察房地产行业信用风险的变化趋势。

从样本房企分组情况来看，我们将样本企业分为5类，随行业供需平稳、信用风险稳定，整体变化不大。但需关注房企信用风险分化加剧，警惕“紧融资、高偿债”下，经营韧性不足的房企。2020年，部分IV类房企下滑至V类，剔除违约企业后，V类房企数量仍有增长，I、II、III类房企整体稳定，信用分布趋近于正态分布。其中V组房企为22家，同比增加8家，主要是部分房企信用风险暴露，包括盈利能力显著下滑、债务负担明显提升，债务偿付压力加大等因素所致。此外，样本房企信用等级迁移整体随行业发展较为平稳，2020年，房企主体信用等级上调13家，下调4家。

图11：房地产样本企业分组分布图

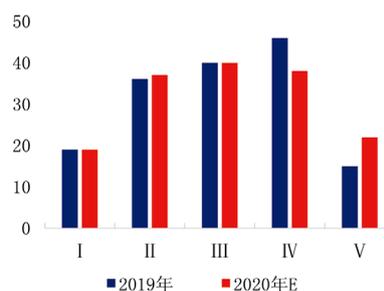
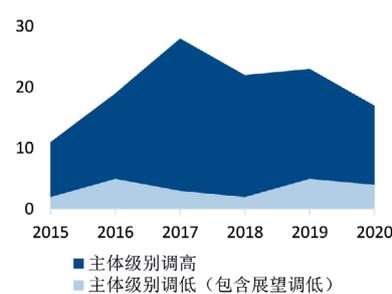


图12：房企主体信用等级迁移（家）



资料来源：公开资料，东方金诚整理；此外，样本分组变化不构成评级行动

房企整体信用风险稳定，企业规模对整体信用质量的稳定形成支撑，预计2021年在销售回款力度加大、竣工结转节奏加快、业绩正当释放下，房企整体信用质量将保持稳定

近年来，样本房企整体信用质量稳中有升，主要是房企规模总体增长，对信用质量形成支

撑。在房企土地储备保持增长、项目投资规模加大,业绩不断释放下,企业规模指标稳定提升;结转项目增多带来的业绩释放对利润水平形成保障,但房价趋稳下,拿地成本及建安费用的增加导致房企盈利能力自2017年起有所下降;此外,房企债务负担和保障程度受自身债务状况、外部融资环境影响较大,近年来有所波动。

预计2021年房企信用质量将保持稳定。首先,房企前期获取的土地储备较充裕,2021年虽然房企在“三道红线”等融资和贷款收紧政策陆续出台下,土地获取支出将更为谨慎,但同时也将平衡现金流下加大项目新开工及在建项目的投资力度,存货及投资性房地产的增长将带动资产规模的进一步提升,推盘销售节奏的加快和外部市场需求的回暖也将一定程度上促使合同销售金额及回款增加;其次,楼面地价的上涨将一定程度降低房企盈利能力,但利润规模随着收入结转仍将维持稳定,盈利能力和运营效率预计稳中略降;最后,房企短期偿债规模依然较大,债务负担总体较重,但在融资环境边际收紧下,房企将追求销售回款以提升现金储备,同时减少拿地力度,有助于控制房企有息债务规模及债务负担,因此预计债务负担和保障程度总体稳定。

图 13: 样本房企整体信用质量变化

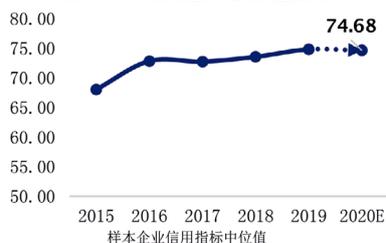


图 14: 样本房企各一级指标信用质量变化



资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

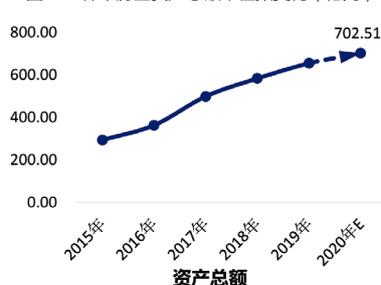
1. 企业规模

疫情导致土地获取及开发进度趋缓, 房企资产规模增幅放缓, 预计2021年在房企加大推盘及竣工力度下, 销售规模及收入将有所释放, 房企规模仍将保持增长, 但增幅放缓

2021年房地产企业资产总额仍保持增长, 但增速有所放缓, 主要是在融资环境边际收紧同时土地集中供应政策出台的背景下, 房企将加大降杠杆力度, 土地获取更为谨慎, 因此将对以存货为主的资产规模增速形成制约; 但另一方面, 房企将加大新开工和施工力度以促进销售回款, 将对资产规模形成一定支撑。

合同销售金额方面, 2020年4月以来, 随着复工复产率的提升及市场需求回暖, 房企销售规模持续回升, 其中5月行业销售增速已单月回正, 全年累计增速同比提升。2021年, 房企将加大项目推盘销售力度以促进回款、增加现金储备, 前期库存项目有望加快去化, 对合同销售金额的增长提供保障, 因此预计销售规模仍将保持小幅增长。此外, 房企集中度进一步提升, 尤其在外部融资环境收紧的背景下, 大型房企凭借其充裕的土地储备和货币资金, 销售规模增幅扩大, 马太效应愈发显现, 2020年房企TOP30、TOP50和TOP100房企销售金额集中度同比均小幅提升, 资源集中度提升下头部房企优势明显。此外, 随着房地产项目陆续进入竣工结转期, 预收账款及竣工回升对样本房企营业收入的增长可以提供较强支撑。

图 15: 样本房企资产总额中位数变化 (亿元)





资料来源：Wind，东方金诚整理

总体看来，预计 2021 年，房企规模性指标将继续保持增长但增速放缓，可以一定程度上对信用质量形成支撑。房企将进一步加大推盘力度和竣工进度，促进合同销售金额和营业收入维持高位。此外，近年头部房企拿地面积市占率持续高于销售市占率，土储资源集中，支撑未来销售集中度，叠加品牌、融资等优势，马太效应愈发显现。

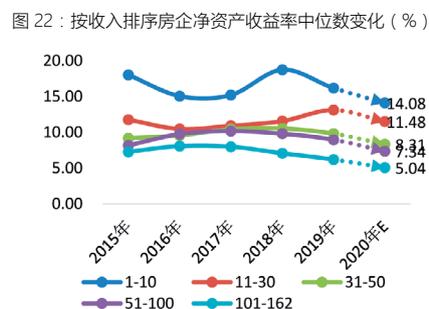
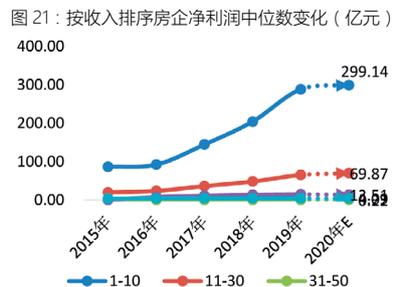
2. 盈利能力和运营效率

预计 2021 年随着施工及竣工节奏加快，房企收入及利润规模将有所回升，但成本上升及所有者权益的增加导致房企盈利能力和运营效率稳中略降

2021 年预计房企净利润与营业收入走势趋同，随着项目竣工及结转节奏的加快，房企业绩释放将带动净利润规模增长，但增幅趋缓，

主要是结转项目拿地成本总体有所上涨。

净资产收益率方面，预计 2021 年仍将维持下行趋势，但依然维持在 8.00% 以上，高于多数其他产业。具体来讲，一方面受拿地成本及建安支出增加影响，房企盈利水平下降，净利润增幅放缓；另一方面，阳光城、蓝光发展、融信集团等多家房企所有者权益在净利润增长、合作开发项目明显增多、永续债及股权融资增发下增速更为显著，尤其在项目合作开发占比大幅提升的情况下，少数股东权益大幅提升，造成净资产收益率趋弱。



资料来源：Wind，东方金诚整理

房企预收账款规模自2015年以来逐年增长，预计在销售回款增长下，2021年房企预收账款仍将保持增长，但受销售回款增幅放缓且结转节奏加快影响，预收账款对营业收入的覆盖程度略有减弱，但仍保持在较好水平。同时，房企间分化程度进一步加剧，2019年，美的置业、新城控股、金辉集团和滨江房地产等企业期末预收账款对其当期营业收入的覆盖倍数均在2倍以上，对其未来一段时期的营业收入提供较强保障；相比之下，小型房企收入增速最低，且预收对未来收入结转保障最低，如华鑫置业、北京住总、国华置业、广州珠江实业等房企，预收账款对营业收入保障倍数相对较低，对未来项目结转收入及利润的释放带来一定压力。

图 23：样本房企期末预收账款与当期营业收入比值（倍）

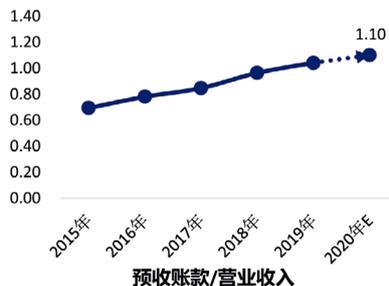
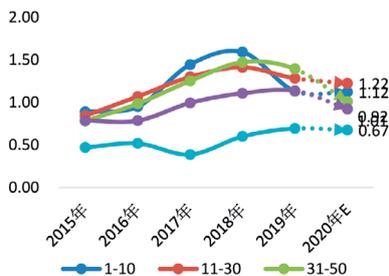


图 24：按收入排序房企期末预收账款 / 当期营业收入（倍）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图 25：重点企业盈利能力指标变动情况（亿元、%）

企业名称	企业性质	净利润		净资产收益率		
		2019年	2020年1~6月	2019年同比	2019年	2019年同比
万科	公众企业	551.32	186.29	11.89	20.38	-0.54
碧桂园地产	民营企业	535.45	-	61.58	33.55	1.96
保利发展	中央国有企业	375.54	133.22	43.61	16.36	2.34
重庆龙湖	中外合资企业	270.56	97.60	26.49	14.79	0.63
融创房地产	民营企业	305.89	116.84	121.17	24.64	5.05
新城控股	民营企业	133.30	38.49	9.18	21.52	-2.44
金地集团	公众企业	154.65	47.23	27.76	18.78	0.57
中海发展	中央国有企业	203.57	72.59	80.75	16.00	5.47
世茂建设	外商投资企业	133.87	-	34.77	19.54	1.79

资料来源：Wind，东方金诚整理

从周转效率看，预计2021年房企存货周

转率将略有下降，一方面，房企前期存在大规模的已售未结转项目及其他土地储备，存货较为充足；另一方面，疫情对房企竣工及结转进度产生阻碍，导致短期结转项目减少，库存去化受限，虽然下半年房企将加大项目推盘及结转进度，但同时也将加大项目建设力度及土地获取，以保持存货维持较大规模，因此存货周转率将小幅下降。此外，头部房企土储资源丰富、存货周转效率最高；中小房企土储资源较少，在融资收紧下补库存较少且周转效率较低，未来业绩面临一定压力。

图 26：样本房企存货中位数变化（亿元）



图 27：样本房企存货周转率中位数变化（次）

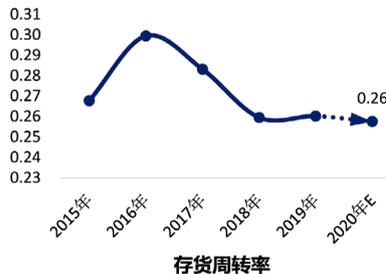


图 28：按收入排序房企存货中位数变化（亿元）

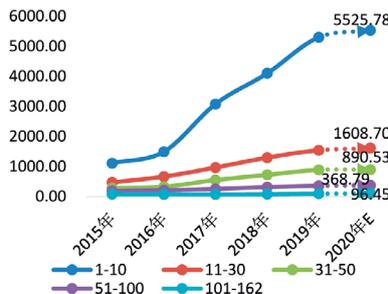
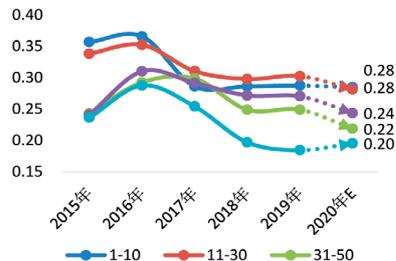


图 29：按收入排序房企存货周转率中位数变化（次）



资料来源：Wind，东方金诚整理

整体来看，预计2021年房企盈利能力和运营效率将稳中略降。竣工进度加快所带来的业绩释放有助于净利润规模的提升，但成本增长对利润形成一定侵蚀；净资产收益率指标在净利润增幅放缓及所有者权益增长显著下，预计将小幅下降，对盈利能力产生不利影响。此外，盈利能力和运营效率在房企间的分化加剧，头部房企基于其在土地获取、融资、销售等资源管控方面的优势，盈利水平及费用控制能力仍将保持在较高水平，竣工节奏较有保障，周转效率较高；部分没有产业及人口支撑三四线城市拿地的中小房企面临较大压力。

3. 债务负担保障程度

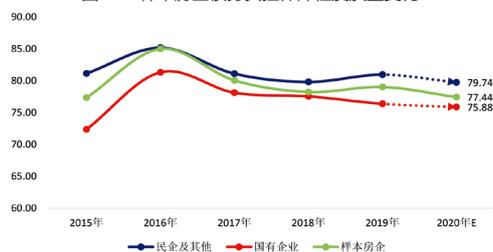
“五道红线”“两集中”下，行业融资环境趋紧，房企将借新还旧及加大销售回款力度以降低财务杠杆，债务负担总体稳定

2020年上半年，为应对疫情产生的负面影响，央行在一定程度上释放流动性，同时多地出台相关金融政策帮助房企“渡难关”，房企融资规模增加，债务负担进一步加重；2020年9月以来，随着“五道红线”及“两集中”陆续扩大试点范围及落实，房企融资渠道总体收紧，债务规模增速有所放缓，预计2021年增速为7.5%。

2021年，“五道红线”下行业融资环境仍将趋紧，同时房企集中到期债务规模依然较大，房企仍面临一定债务负担。房企间债务负担分化将进一步加剧，其中国有企业债务负担及偿债能力稳中走强，而民企偿债能力小幅减弱，反映出在目前债务压力较大、融资需求旺盛的背景下，土地储备资源优质、融资能力强的大型房企和国有企业在融资方面优势显著，对于债务的保障能力更强。

注：[1] 剔除预收账款的资产负债率 = (负债总额 - 预收账款) / (资产总额 - 预收账款) * 100%。(包括新准则：合同负债)。

图 30：样本房企债务负担保障程度质量变化



资料来源：Wind，东方金诚整理

从偿债指标看，2021年房企货币资金对其短期有息债务的覆盖程度总体有所上升，2020年疫情影响下，房企销售回款受到一定制约，2021年随着疫情影响逐步减弱，同时考虑到融资收紧对房企外部融资增速的限制，房企将加大销售回款力度、增加存量货币资金保障，增强对短期有息债务的保障程度。其中国有企业货币资金对短期有息债务覆盖倍数有所增强，但民营企业出现下降，反映出国有企业在疫情过后，凭借其较强的股东背景及融资能力，货币资金获取相对充裕，对短期有息债务的覆盖能力较强；部分融资受限且短债高企的中小房企面临较大偿债压力。

资产负债率方面，预计2021年房企剔除预收账款的资产负债率^[1]同比略有下降，主要考虑到房企债务负担相对较重，同时政策端对债券发行用途进行严格限制，融资更多用于借新还旧，融资环境的收紧将迫使房企减少拿地支出、加大销售回款，同时增强预收账款规模。国有房企债务安全性相对较高，融资渠道总体仍较为通畅，或将导致剔除预收账款的资产负债率水平小幅提升。具体企业看，近年重庆龙湖、万科和保利发展等大型房企剔除预收账款的资产负债率呈下降趋势，且凭借其在土地储备、土地获取以及融资等方面的优势，业务扩张依然不慢；爱普地产、香江控股等小型房企剔除预收账款的资产负债率有所下降，主要受行业调控政策、融资环境及偏好影响，流动性及业绩压力开始显现。

图 31：样本房企货币资金 / 短期有息债务中位数变化（倍）

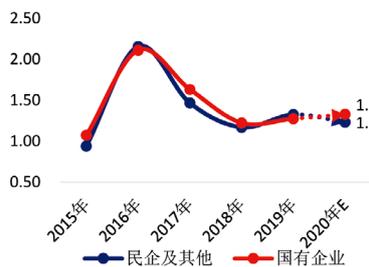


图 32：样本房企剔除预收账款的资产负债率中位数变化（%）

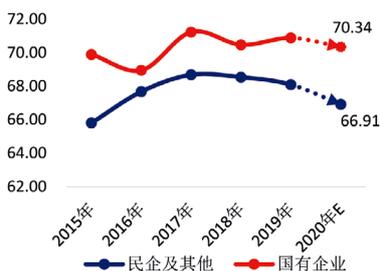


图 33：按收入排序房企货币资金 / 短期有息债务中位数变化（倍）

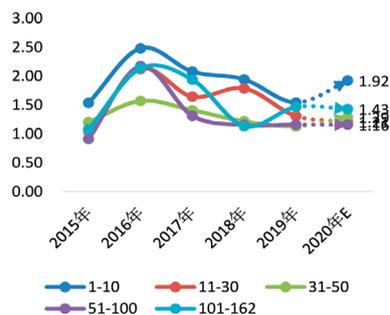
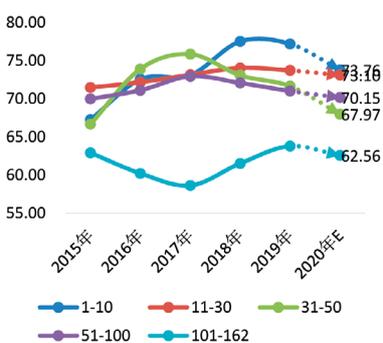


图 34：按收入排序房企剔除预收账款的资产负债率中位数变化（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

房企净负债率在 2020 年有所上升，主要考虑到上半年流动性释放导致融资规模增长显著，债务负担相应增加。预计 2021 年，房企基于控制债务的考虑，一方面将增强项目销售回款，增强业务内生动力，减少融资依赖度；另一方面将继续加大项目合作力度，分散经营风险，增大净资产规模，因此，净负债率预计将呈下降态势。此外，预计 2021 年随着房企在

疫情过后加大项目投资力度，存货将保持一定增幅，同时有息债务规模增速放缓，因此土储债务比总体稳定。

图 35：样本房企净负债率中位数变化（%）

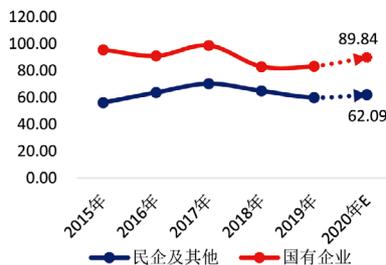


图 36：样本房企土储债务比中位数变化（倍）

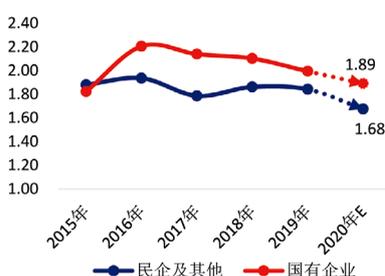


图 37：按收入排序房企净负债率中位数变化（%）

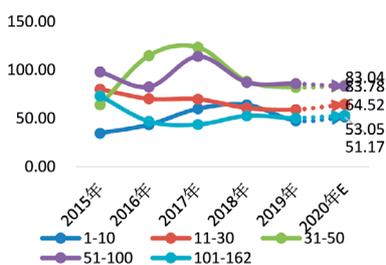
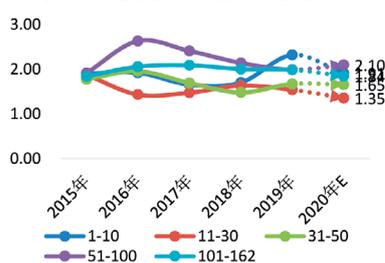


图 38：按收入排序房企土储债务比中位数变化（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2021 年，房企融资环境仍将维持 2020 年下半年以来的趋紧态势，房企规模扩张将更多依赖于自身的造血能力，更加注重运营质量而非“规模为王”，房地产项目的销售回款将成为主攻方向，业务扩张对外部融资的依赖程度将有所减弱。部分债务负担较重的房企将着重控制借贷规模，降低有息债务及财务杠杆，减少债务压力；同时用期限相对较长的债

注：[2] 净负债率 = (全部有息债务 - 货币资金) / 所有者权益 * 100%。
注：[3] 土储债务比 = (存货 + 投资性房地产 - 预收账款) / (全部有息债务 - 货币资金)。

务来替换短期有息债务，降低短期债务压力，优化债务结构，房企资产负债结构或将得到改善。总体看来，房企销售回款力度的加大可以对项目建设及短期债务形成一定覆盖，减少拿地力度也将对债务增幅形成限制，房企债务负担及保障程度将保持稳定。

图 39：重点民营房企债务负担保障程度相关指标变动情况（%、倍）

企业名称	剔除预收款项的资产负债率			货币资金/短期有息债务		
	2019年末	2020年6月末	2019年末同比	2019年末	2020年6月末	2019年末同比
泛海控股	80.84	79.45	-3.73	0.41	0.40	-0.02
中天金融	80.73	81.65	4.12	0.29	0.19	-0.11
广州富力	76.85	76.44	-1.64	0.57	0.45	-0.08
恒大地产	76.41	-	-	1.32	0.38	-
重庆协信	74.93	74.41	-0.84	0.13	0.16	-0.10
中南建设	74.73	74.73	2.69	0.72	0.78	-0.03
融创房地产	74.69	-	-2.26	0.90	-	-0.45
阳光城	70.98	71.91	-2.71	1.20	1.28	-0.42
合景控股	70.44	65.33	-0.26	3.18	2.59	-1.02
碧桂园地产	68.49	-	-2.79	3.37	-	-0.52

数据来源：Wind，东方金诚整理

三、房地产企业债市表现

2021年房企面临大考，信用债、海外债、信托三高，融资环境面临收紧趋势，房企仍将保持较大债券发行规模，同时债券发行仍将以高信用等级为主

房企债务基本来源于：银行贷款，信用债、海外债和非标，房地产开发贷余额方面，截至2020年末达11.91万亿，增速6.1%，低于金融机构各项贷款余额12.8%的增速，防止资金过度流向房地产的效果显现，中央工作会议2021年房地产融资长效表述从“建立”改“落实”“实施”，结合贷款集中管理，预计2021年房地产开发贷余额增速为8.0%左右。

信用债方面，2020年，房企新发行债券金额合计6014.41亿元，同比增长25.27%，发债金额的同比上涨主要源于上半年疫情背景下，房企融资环境改善，房企资金面相对宽松，窗口期信用债发行规模回暖，债券用途主要为偿还本息债务。预计2021年，现借新还旧压力加大，房贷新政、海外回流、非标转标下，信用债增速5.0%左右。同时房企分化加剧，主体信用等级为AAA、AA+和AA的债券发行金额占比分别为73.80%、20.78%和5.43%，其中AAA债券发行金额占比较2019年提升20.88个百分点，

债券发行高等级趋势显著。在信用债发行回升的情况下，房企信用债净融资额较2019年有所提升，由净流出转为净流入，为2021年即将兑付的较大规模信用债提前做出了应对。

海外债方面，全球疫情、汇率波动，海外融资回流，2020年房企新发行债券金额合计4535.97亿元，同比下降18.51%，2021年预计海外债在增加的借新还旧压力下，仍有4900亿左右融资规模。信托方面，非标转标效果显著，根据中国信托业协会统计，截至2020年末，房地产信托余额2.28万亿，连续6个季度下降；根据用益信托网统计，2020年信托发行金额降速约10%，21年我们预计发行金额继续降速5%左右。

图 40：房地产开发贷余额情况（亿元、%）

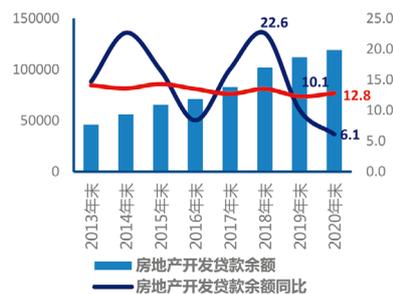


图 41：房企信用债新发债券、债券偿付情况（亿元）

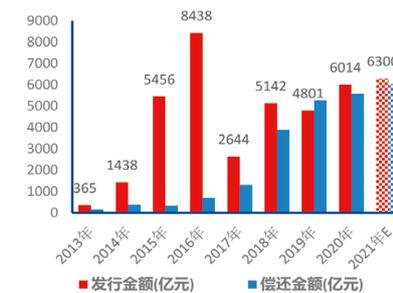


图 42：房企海外债新发债券、债券偿付情况（亿元）



图 43：房企信托新发债券、债券偿付情况（亿元）



资料来源：Wind，用益信托网，东方金诚整理

2020 年房地产行业利差亦呈现“V 字形”态势，总体变化不大，预计在融资环境收紧背景下，不同等级房企利差去化趋势增大，高信用等级利差优势依然显著

2020 年产业债利差波动较大，房地产行业利差亦呈现“V 字形”的态势，其中 1~3 月房地产利差呈现快速扩张趋势，主要由于疫情影响下，房企销售金额和利润水平均呈下降趋势，考虑到房企债务集中偿付压力大，市场对房企担忧加剧，信用利差走扩；3 月以来，随着全国多地出台相关政策帮助房企“渡难关”，房企流动性改善，融资环境有所好转，融资规模加大，信用利差有所收窄；10 月以来，地产利差大幅走阔，五道红线相继出台、龙头房企流动性舆情、国企信用事件引发，地产行业数据回暖与房企利差走阔出现冰火两重天的局面。

不同主体信用等级的房企利差走势有所区别，其中 AAA 房企利差优势依然显著，且波动较小，AA+ 等级房企利差总体呈收窄趋势，AA 等级房企利差波动较大，一季度迅速走阔，之后显著回落，在 6 月份之后利差大幅走阔，截至 2020 年末，AA 级房地产企业信用利差（中位数）超过 400BP，处于年内高位。总体来看，高信用等级房企利差波动较小且总体收窄，优势较为显著，反映出投资者风险偏好的下降。

图 44：房地产行业与其他行业信用利差中位数对比（BP）

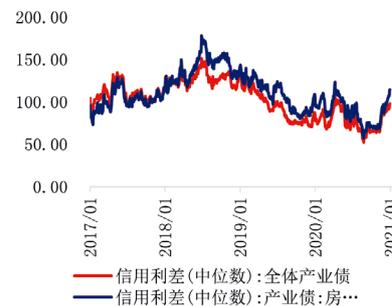
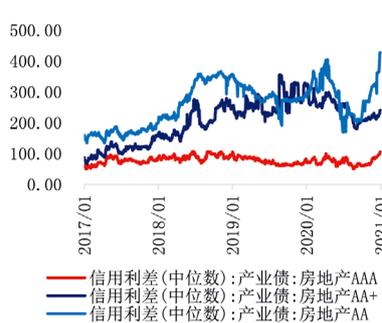


图 45：房地产行业不同等级信用利差中位数对比（BP）



资料来源：Wind，东方金诚整理

违约房企共同特征为豪宅、商业地产项目去化回款慢，无序并购风险高的民营企业，预计 2021 年，同类型房企在债务到期压力集中下仍存在违约风险

从违约房企的特征来看，截至 2020 年末，房企信用债违约 9 家，合计金额 261.53 亿违约 8 民营房企，1 家地方国有房企。2020 年房地产行业新增信用债违约企业为泰禾集团、天房集团、三盛宏业、福建福晟。

从目前已发生违约房企的特征来看，一方面，业务规模较小且项目区域布局集中度高。例如国购投资土地储备主要位于合肥，销售依赖于少数几个项目，业绩稳定性差；中弘控股销售业绩依赖于个别项目，受北京和海南政策调控影响，现金流受到较大冲击等。

另一方面，高端住宅或商业地产项目占比较大，造成去化速度较慢，回款周期较长。例如泰禾集团住宅项目多为高端住宅，定位人群相对有限，部分项目为位于深圳、福州等城市的商业地产项目，去化周期长，

回款无法与债务期限相匹配；中弘控股受商办项目调控政策的影响造成销售停滞，对现金流产生影响；国购投资的商办房项目去化速度较慢；而颐和地产商业地产占比较大，以豪宅和旅游地产为核心，回款周期较长。

最后，多元化扩张业务、无序并购风险较高。例如国购投资向化肥、医疗等领域拓展造成流动性紧张；银亿股份进入零部件产业造成大规模商誉减值，同时受到汽车行业调整期导致板块收入下降；华业资本向医疗、金融等领域转型，因应收账款逾期造成大额损失。

图 46：违约房企情况（单位：亿元）

公司全称	首次违约时点	当前违约金额合计	违约关键词（经营层面）
华业资本	2018/10/15	5.70	区域小房企，无土储、无序并购、实控人风险（合同诈骗）
中弘控股	2018/10/19	24.90	区域小房企，商业项目集中度高和回款长、实控人风险
银亿股份	2018/12/24	18.00	区域小房企，土储低、无序并购，汽车行业下行
华业资本	2018/10/15	19.16	区域小房企，无土储、无序并购、实控人风险（合同诈骗）
中弘控股	2018/10/22	24.90	区域小房企，两条红线，商业项目集中度高和回款长、实控人风险
银亿股份	2018/12/24	18.00	区域小房企，土储低、无序并购，汽车行业下行
国购投资	2019/02/01	42.90	区域小房企，两条红线，项目集中合肥，无序并购
颐和地产	2019/09/11	-	土储质量不佳、专注豪宅和旅游地产，去化慢
泰禾集团	2020/07/06	89.16	高杠杆经营，三条红线，高端住宅及商业去化较慢，疫情推波助澜
天房集团	2020/09/08	35.77	区域中型房企，多元化、拿地王，三条红线，地价高盈利弱，土储集中遇见政策调控
三盛宏业	2020/09/22	6.64	三条红线、盲目多元化，市场调控、副业无现金流，家族化管理能力弱
福建福晟	2020/11/19	25.00	区域中型房企，三四线为主，拿地飞虎队靠非标，旧改项目回款慢

资料来源：Wind，东方金诚整理

四、结论

预计 2021 年，房企加强销售回款、拿地及新开工增速下滑有利于内在现金流平衡，盈利能力及债务负担稳中略降，整体信用质量稳定，但需关注土储质量差、“高杠杆但非高周转”等房企信用风险加速暴露

信用表现方面，预计 2021 年房企推盘销售节奏的提升和市场需求的回暖将促进合同销售金额回升，房企规模指标的增长对信用质量

提供较强保障；随着大量项目进入结转高峰期，利润随收入保持增长，但在土地成本上升及前期疫情影响下导致的建安成本的增加，房企利润水平有所下降，盈利能力和运营效率稳中略降；此外，房企融资环境难有显著放松，在“五道红线”“两集中”等政策影响下，房企将加大借新偿旧力度，同时促进项目销售回款以降低债务杠杆，土地获取将更加谨慎，预计债务负担及保障程度将保持稳定。总体看，2021 年房企信用风险将保持稳定。

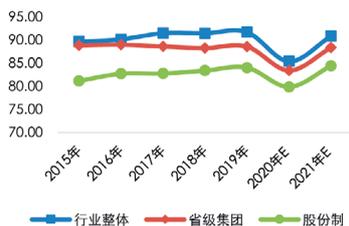
行业方面，政策端：五线两集拴犀牛，熨平地产周期，确立地产融资长效机制，“一城一策+松紧结合+高频微调”或是促进地产行业稳步发展的重要方式；需求端：国内房地产长效机制趋势确定，预计 2021 年在置业人口触顶下滑、居民杠杆趋稳、棚改收官、抗全球通胀属性多重影响下，销售面积持平或微增，销售额增速为 6% 左右；供给端：作为链接国内大循环的关键齿轮，地产开复工及补库存积极，疫情缓解后开发投资累计增速回升，但预计 2021 年在融资受限导致建安及拿地支出放缓下，投资增速为 6.6% 左右。

考虑到房企当前的信用风险表现，2021 年将主要重点关注城市布局不佳、土地储备质量差、财务杠杆过高或“高杠杆但非高周转”的房企。一方面，部分产业及人口支撑较弱的三四线城市，前期市场购买力透支叠加棚改货币化力度减弱，同时在疫情影响下，购房需求相对不足，销售增速及房价下行压力较大；另一方面，部分房企财务杠杆过高，但土地储备质量不佳，主要体现在拿地成本高、较难去化的商业和高端住宅占比大、项目周边配套不足、抵质押比重过高等，对项目回款产生较大影响，信用风险将有所上升。■

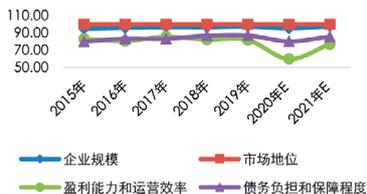
高速公路行业信用风险回顾与2021年展望

文 | 工商企业部 王黎娅 罗修

行业信用质量：2021年信用质量将有所回升



高速公路样本企业主要信用表现得分变化



资料来源：Wind，东方金诚整理

- 2020年阶段性实施的免收通行费政策对高速公路运营企业收入及利润造成了较大不利影响；
- “十四五规划”及信息技术深度赋能交通基础设施的提出，将为高速公路行业带来新的发展机遇；
- 居民的出行需求持续提升，经济企稳对公路货运量形成有力支撑，高速公路车流量恢复具备持续性；
- 预计2021年，客货运需求回升将带动企业业绩持续修复，在政策支持及建设项目的推进下，行业投资将保持一定规模，高速公路企业整体信用质量将有所回升。

一、行业基本面

(一) 行业政策

2020年新冠肺炎疫情防控期间阶段性实施的免收通行费政策对高速公路运营企业收入及利润造成了较大不利影响，同时交通运输部将车型进行重新分类，各省收费标准有所降低，“十四五规划”及信息技术深度赋能交通基础设施的提出，将为高速公路行业带来新的发展机遇

2020年初，我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，期间为配合疫情防治工作，根据交通运输部等部门相关要求，自2月17日零时起至5月6日止，全国收费公路免收通行费。此外，疫情防治期间还出台了春节假期免收小型客车通行费期限延长（同比延长9天）、五一小长假免费通行时间延长（同比延长2天）等政策。阶段性实施的免收通行费政策对高速公路运营企业收入及利润造成了较大不利影响。

2020年初，各省交通运输厅等部门陆续出台收费标准调整公告，各省收费标准有所降低。主要遵循2019年7月交通运输部发布的《收费公路车辆通行费车型分类》的原则，重新核定车型分类，制定通行费收费标准。其中，客车的通行费收费标准没有调整；货车收费方面则确保在相同交通量条件下，不增加货车通行费总体负担，确保每一类收费车型在标准装载状态下的应交通行费额均不大于原计重收费的应交通行费额，实现新的收费标准对应吨位比满载吨位至少降低10%。

2020年8月，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》，提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，到2035年，交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效，先进信息技术深度赋能交通基础设施。2020年11月，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“十四五规划”）提出，加

快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。高速公路作为交通基础设施中的重要组成部分，“十四五规划”及信息技术深度赋能交通基础设施的提出，将为高速公路行业带来新的发展机遇。

(二) 高速公路通行需求

预计2021年，居民的出行需求持续提升，我国人均交通通信消费支出仍将保持修复态势，高速公路车流量恢复具备持续性

高速公路客车通行结构以私家车为主，通行主要受出行能力以及出行意愿两方面因素影响。

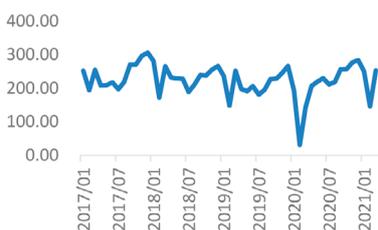
出行能力方面，主要通过考核小型载客汽车保有量及驾驶人数量来近似衡量。截至2020年末，全国民用汽车保有量2.81亿辆，比上年末增加0.19亿辆。其中，私人汽车保有量24393万辆，增加1758万辆。同时，我国汽车驾驶人数量逐年增长，2020年末达到4.45亿人，由此可见，居民的出行能力充足且持续提升。

出行意愿方面，近年来受民航、高铁等分流影响所致，公路旅客周转量呈下降的趋势，但2020年初受疫情防控期间安全等方面考虑的影响，居民更愿意采取私家车出行的方式通行，全国高速公路网车流量在3月和4月分别同比增长10.4%和21.4%，但同期当月货运量及货运周转量指标表现较差，增长的车流量主要来自私家车的带动，5月开始收费后，全国高速公路网车流量增速有所下降。同时，年初疫情影响下居民消费需求下降，储蓄需求增加，但随着疫情逐渐缓解已逐渐修复，2020年前三季度全国居民人均交通通信消费支出累计值同比下降3.5%，降幅较2020年一季度收窄13.5个百分点。

图表 1：我国客运量累计增速（%）



图表 2：汽车销量当月值（万辆）



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计 2021 年，居民小型客车出行能力充足且持续提升，由于疫情存在阶段性反复的情况，疫情期间养成的出行习惯短时间难以改变，居民的私家车出行意愿仍相对较强。考虑到前期疫情对经济活动的拖累，叠加 2020 年低基数效应，我国人均交通通信消费支出仍将继续保持修复态势，小客车通行将持续恢复。整体来看，2021 年高速公路车流量恢复具备持续性。

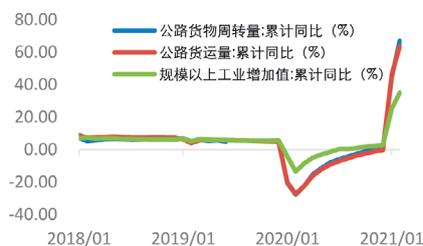
预计 2021 年，国内工业生产增速延续修复态势、轻小件的快递、快运的需求扩张，均将对公路货运量形成有力支撑，高速公路货车车流量将继续增长

货运方面，高速公路通行的货物种类分散，与各工业制造领域均有密切联系，公路货运需求的变化与整体工业发展状况紧密相关，在此表现为货运量累计增速与工业增加值累计增速的高速正相关。

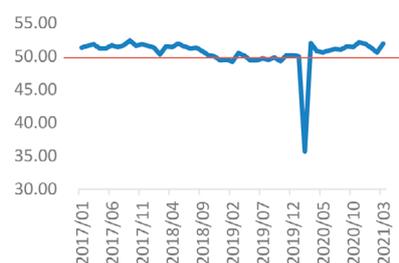
受疫情影响，2020 年，全国规模以上工业增加值累计增速呈前低后高的“V”型走势，截至 10 月末，累计增速已经转正并增加为 2.8%。从 PMI 指数来看，2020 年 2 月受疫情影响大幅下降，而 3 月以来随着疫情的逐步缓解，PMI 指数迅速恢复，连续高于枯荣线（50%），经

济明显企稳。

图表 3：我国货运量与工业增加值累计增速对比（%）



图表 4：2017 年来我国 PMI 变化情况（%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计 2021 年，内需仍有恢复空间，PPI、产能利用率仍有上行条件，制造业景气回升，国内工业生产增速将延续修复态势，将对货运量增速形成有力支撑。在运输品种方面，随着多式联运发展，大宗商品有望进一步向铁路和水路转移，但轻小件的快递、快运的需求扩张可对货运车流量形成一定支撑。预计 2021 年高速公路货车车流量将持续增长，有利于高速公路运营企业通行费收入的逐步回升。

（三）公路建设固定资产投资情况 [1]

预计 2021 年财政政策向基建领域发力或边际趋降，全年公路固定资产投资额增速呈现出前高后低的态势

近年来我国高速公路行业保持良好的发展态势，高速公路通车总里程、通行费收入及投资额等主要指标持续增长，但近年来建设速度有所放缓。截至 2019 年末全国高速公路通车总里程达到 14.96 万公里，继续保持世界第一位，但增速同比下降 2.63 个百分点。预计至 2020 年末全国高速公路将达 15.5 万公里 [2]。

受春节因素和新冠肺炎疫情影响，2020 年除全国工程项目开竣工及施工进度等均受到严

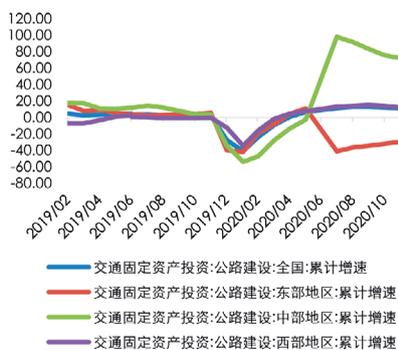
注：[1] 在此通过分析公路建设固定资产投资情况来近似得出对高速公路的投资情况。2016 年~2018 年，高速公路建设完成投资额在公路建设投资额中占比分别为 45.81%、43.56% 和 46.74%，占比稳定在 45% 左右。
注：[2] 数据来源：2020 年 10 月，国务院新闻办公室新闻发布会上交通运输部李小鹏介绍。

重抑制，公路固定资产投资增速大幅下降，一季度为-23.75%。三月以来，国内疫情形势逐步向好，各地纷纷加快复产复工进度，且国家积极推行“基建稳增长”等刺激政策，继财政部提前下达1.29万亿专项债额度后，4月20日财政部又提前下达1万亿专项债额度，且投入基建建设的比例较去年大幅提升，使得公路固定资产投资增速迅速回升，2020年，全国累计增速为11.50%。

图表5：近年来我国高速公路通车里程以及同比增速情况



图表6：近年来我国公路建设固定资产投资累计值增速变化情况 (%)



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计2021年，“十四五规划”政策的发布及交通强国战略的明确，对公路固定资产投资形成支撑，同时，2021年经济增长前景良好，虽然部分地区疫情有所反复，但总体可控，“基建稳增长”进一步加码的必要性降低，财政政策向基建领域发力或较2020年边际趋降，叠加2020年的基数效应，2021年全年公路固定资产投资额增速或将呈现出前高后低的态势。

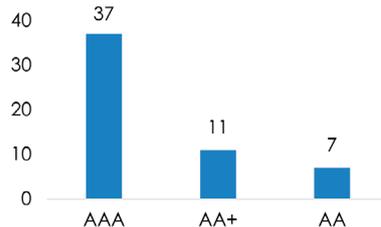
注：[3] 为了检验同比变化情况，此处样本选取标准除满足行业定义外还需要有2019年及2020年9月末财务数据。

注：[4] 此处用“股份制企业”这一惯用称谓来指代非省级集团高速公路企业，并非指公司满足股份制企业的条件。

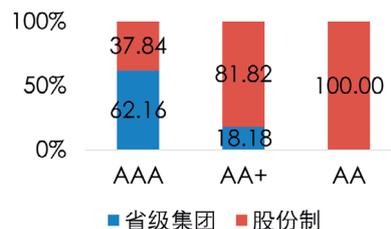
二、高速公路企业信用表现

本文选取55家发债高速公路企业^[3]（其中AAA企业37家，AA+企业11家，AA企业7家）作为样本。截至2020年9月末，样本中剔除母子关系后的高速公路企业收费总里程约占同期末全国高速公路总收费里程的50%以上。本文将从企业规模、市场地位、盈利能力和运营效率及债务负担保障程度等几个方面，对样本企业主要指标进行信用排序，具体包括总资产、营业总收入、收费高速公路里程、毛利率、净资产收益率、资产负债率及经营现金流动负债比等指标。

图表7：样本企业信用等级分布情况



图表8：样本企业分类情况



高速公路企业分为两类，一类是由省级交通主管部门或省级国资委直接控股的，集中了全省较多路产的省级集团企业，在样本中数量占比45.45%；另一类是单独拥有少量路段的股份制企业^[4]，在样本中数量占比54.55%。省级集团企业作为全省高速公路投融资、建设和运营主体，具有运营里程数高，资产规模大、业务经营趋于多元化等特点，一般来说信用等级较高。而股份制企业则具有运营里程数较短，盈利能力强，债务负担轻等特点，信用等级分布较平均。下文将分别讨论行业整体、省级集团及股份制企业各自的指标表现情况。

疫情影响下高速公路企业信用质量小幅下降， 预计2021年，行业投资将保持一定规模， 同时经济企稳客货运需求回升带动企业业绩持续 修复，高速公路企业信用质量将有所回升

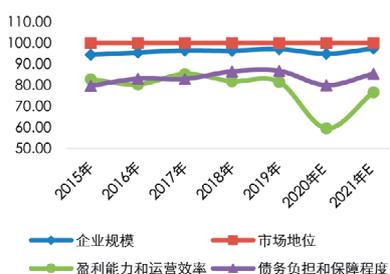
2020年，受年初疫情期间施行的通行费减免措施影响，省级集团及股份制企业盈利能力均受到了较大负面影响。但整体来看，由于省级集团开展的业务相对较为多元，部分业务受疫情影响较小，所以省级集团受疫情影响程度略小于股份制。随着3月以来国内疫情逐步缓解以及5月以来国家恢复通行费收费，企业复产复工进度明显加快，且叠加国家持续施行的逆周期调控基建稳增长等系列措施，疫情带来的负面影响将逐步缓解，但考虑到免收通行费期间对各企业收入的影响程度，2020年高速公路行业整体信用质量出现小幅下降；但整体来说，高速公路作为重要的交通基础设施，且运营企业绝大部分为国有企业，行业整体信用质量仍保持较高水平。

预计2021年，高速公路企业整体信用质量将有所回升。随着建设项目的持续推进及政策支持，行业投资将保持一定规模。同时，随着疫情缓解和经济企稳，客货运需求回升，对车流量的增长及通行费收入形成保障，高速公路企业业绩将持续修复。

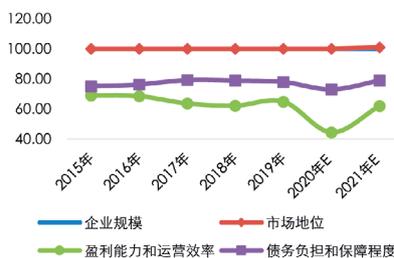
图表9：样本企业信用质量中位数变化情况



图表10：样本企业总体各一级信用质量指标中位数变化情况



图表11：省级集团企业各一级指标信用质量中位数变化情况 [5]



图表12：股份制企业各一级指标信用质量中位数变化情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

1. 企业规模和市场地位

2020年受新冠肺炎疫情影响高速公路企业收入 受到较大影响，预计2021年客货运需求修复 带动车流量增长，对高速公路运营企业通行费 收入形成有力支撑

2020年，随着高速公路路网的不断完善，同时新冠肺炎疫情后国家出台的各项“两新一重”新基建建设工程对社会经济的复苏增长起到良好的助推作用，整体样本企业的资产总额中位数持续增长，其中省级集团因多元化业务的开展在总资产规模上明显高于股份制企业。

受新冠疫情防控阶段推行的免收通行费收入政策及部分区域疫情反复影响，2020年高速公路企业上半年营业总收入受到较大影响，下半年复产复工以来车流量快速恢复，2020年前三季度整体营业总收入规模同比增长1.83%，其中省级集团收入规模增长1.55%，股份制增长3.78%。

预计2021年，受前期政府积极引导专项债投入基建领域的影响，高速公路企业建设项目将保持一定的投资规模，高速公路企业的规模类指标将保持增长，其中省级集团作为全省高速公路建设运营主体，承担着一定的社会责任与义务，会修建一些盈利能力较差但是具有

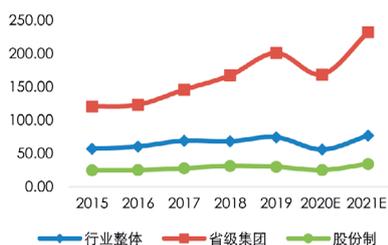
注：[5] 图中企业规模及收费高速公路里程指标中位数均取得了最高值，故线条有重合。

民生意义的路段，故规模类指标增速仍将高于股份制类企业。同时，客货运需求的修复将持续带动车流量增长，对高速公路运营企业通行费收入形成有力支撑。

图表 13：样本企业总资产中位数变化情况（亿元）



图表 14：样本企业营业总收入中位数变化情况（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2. 盈利能力

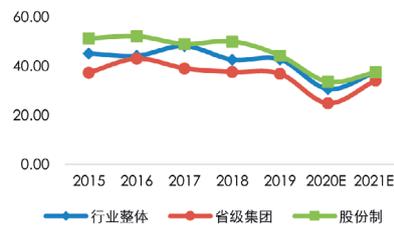
预计 2021 年，高速公路行业企业盈利能力将实现触底后的回升，但盈利能力在修复后上行空间有限

2020 年，受新冠疫情影响高速公路企业通行费收入下降，而同期成本较为刚性，前三季度高速公路企业整体毛利率和净资产收益率大幅下滑，行业整体利润总额大幅下滑 76.32%，其中 47.37% 的样本企业利润总额为负，且利润总额为正的企业大部分是由于收到了大额政府补贴收入等非经常性损益。其中，业务相对集中于路桥收费类业务的股份制企业盈利能力下滑程度将高于省级集团，但考虑到股份制资产较为优良，整体盈利能力仍将高于省级集团。

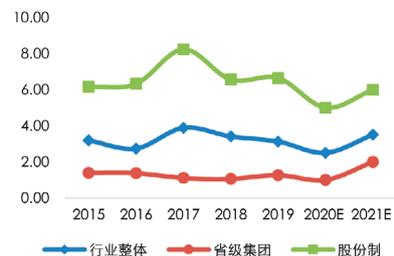
预计 2021 年，在通行费收入恢复增长叠加 2020 的低基数效应下，高速公路行业企业盈利能力将实现触底后的回升，但受多元化业务持续开展及收费标准修订等因素影响，以及预计新通车路段下沉，仍需一定时间培育，将在一定程度上拖累企业单公里收费水平，企业盈

利能力在修复后上行空间有限。

图表 15：样本企业毛利率中位数变化情况（%）



图表 16：样本企业净资产收益率中位数变化情况（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

3. 债务负担保障程度

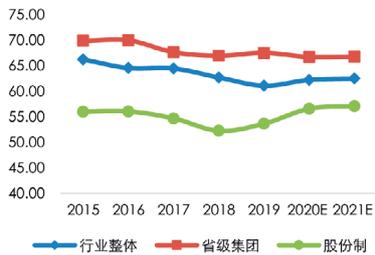
预计 2021 年，高速公路企业债务规模将保持增长，但整体偿债能力将有所改善

2020 年以来，受疫情防治期间暂停收费政策影响，大部分企业整体经营性净现金流同比大幅下降，且疫情平复后，处于“基建稳增长”等经济刺激政策的施行，保持了一定规模的投资资金，2020 年高速公路企业债务负担将有所增长且保障程度将有所下降。分类来看，大部分股份制企业为省级集团的核心子公司，同时其业务较为纯粹，往年经营性净现金流较稳定，在 2020 年疫情影响下，股份制企业债务负担规模增速及债务保障程度的下降幅度将高于省级集团。

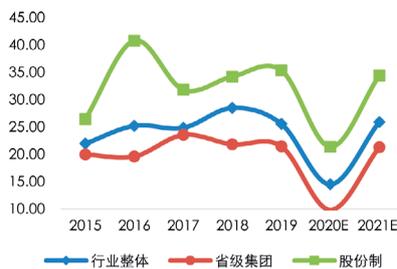
计 2021 年，高速公路企业债务规模将保持增长，整体偿债能力将有所改善。受疫情期间政府积极引导专项债投入基建领域的影响，及“十四五规划”对交通运输提出的更高要求，高速公路企业建设项目将保持一定的投资规模，高速公路企业债务规模将保持增长。从债务保障程度上来看，政府还贷高速公路能获得当地交通主管部门或政府部门拨付的资本金支持，高速公路路网的逐步成熟将为高速公路企

业提供稳定的现金流入，同时省级集团多元化业务在疫情后持续修复预计高速公路企业的整体偿债能力将有所改善。

图表 17：样本企业资产负债率中位数变化情况（%）



图表 18：样本企业经营现金流动负债比中位数变化情况（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

三、高速公路企业的区域性特征

东部区域高速公路企业的盈利能力较好且债务负担适中，财务表现相对强于中部及西部区域

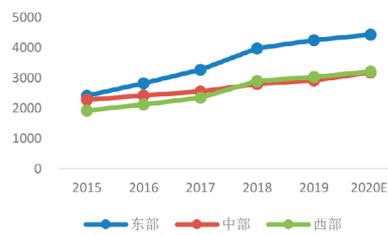
省级集团企业拥有全省多数路产，路产质量相对平均，其经营情况在很大程度上可以代表该地区高速公路行业整体发展水平。

从样本信用等级分布来看，东部共计拥有 7 家 AAA 等级企业；中部共计拥有 6 家 AAA 等级企业；西部共计拥有 9 家 AAA 等级企业，2 家 AA+ 等级企业；东北有 1 家 AAA 等级企业。东部和中部区域高速公路企业信用等级相对较高。

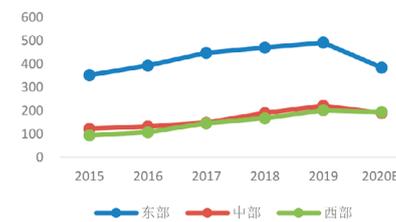
近年来，随着在建及新开工路段的持续投入，各区域企业总资产规模均呈上升趋势；随着“十三五”规划建设的推进，中东部地区路网建设基本成形，资产增速有所降低。同时，西部区域高速公路企业随着前期运营路产的逐步成熟及新增路产的投入运营，营业收入提升较快；中东部地区路产以改扩建和加密线为主，新增路产收入能力一般，营业收入增速逐渐平缓。2020 年受疫情防控期间免收通行费的影响，

各区域企业通行费收入出现不同程度下降。

图表 19：省级集团总资产中位数变化情况（亿元）



图表 20：省级集团营业总收入中位数变化情况（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

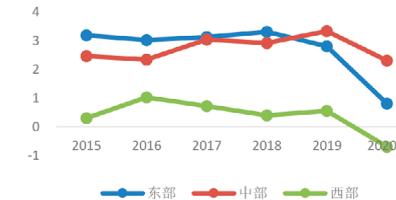
从毛利率水平来看，受收费标准降低及上半年免收通行费政策影响，2020 年各区域高速公路企业毛利率水平平均出现不同程度下降，其中东部区域叠加多元化业务开展较多影响，毛利率水平相对较低，2020 年较其他区域降幅较大。从净资产收益率水平来看，部分西部区域企业该指标明显较低，或不能实现盈利。

值得注意的是，部分区域高速公路企业根据各地政府相关文件，部分或者全部路产不计提折旧，从账面上改善了企业的盈利能力，如：河南、湖南及甘肃等地。由于中部地区路产不计提折旧的企业数量较多且样本均为 AAA 等级，而东部区域路产不计提折旧省份数量较少，且存在部分 AA+ 等级企业，所以从财务结果看来中部地区高速公路企业盈利能力要强于东部地区企业。

图表 21：省级集团毛利率中位数变化情况（%）



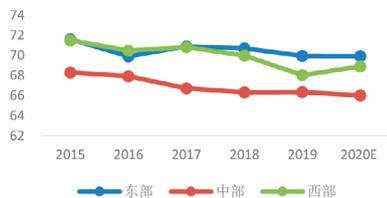
图表 22：省级集团净资产收益率中位数变化情况（%）



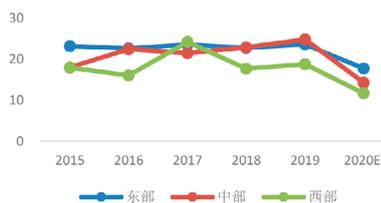
资料来源：Wind，东方金诚整理

近年来，各区域高速公路企业资产负债率差距逐渐缩小，2020年预计西部以及东部地区企业会有小幅增长；同时2020年来受经营性净现金流明显下降影响，各区域企业经营现金流流动负债比均显著下降。

图表 23：省级集团资产负债率中位数变化情况（%）



图表 24：省级集团经营现金流流动负债比中位数变化情况（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

整体而言，东部区域高速公路企业的盈利能力较好且债务负担适中，财务表现相对强于中部及西部区域。

四、高速公路企业债市表现

2020年高速公路企业债券发行仍将以高信用等级为主，且高信用等级利差优势依然显著

2020年，高速公路企业新发债券主要为超短期融资券、中期票据和一般公司债，且以AAA和AA+高信用等级发行人为主，低等级主体发行债券较少。在发行利差方面参考交通运输行业，2020年交通运输行业利差走势同产业债利差基本一致，呈现“V字形”的态势，行业利差仍小于产业债。同时，交通运输行业企业内部分化大，AAA企业利差优势依然显著，且波动较小，AA+和AA等级企业利差波动较大，一季度迅速走阔，之后显著回落。

图 25：2020年高速公路企业新发债券规模同比情况（亿元）



图 26：交通运输行业与其他行业信用利差中位数对比（BP）



资料来源：Wind，东方金诚整理

五、结论

预计2021年，高速公路企业整体信用质量将有所回升，客货运需求回升对车流量形成支撑，有利于高速公路企业收入及利润的修复，在政策支持及建设项目的推进下，行业投资将保持一定规模，东部区域高速公路企业财务表现相对较强

2020年，受年初疫情期间施行的通行费减免措施影响，高速公路企业通行费收入出现较大幅度下降，同时，因为成本相对刚性，部分高速公路运营企业出现亏损。受疫情影响导致经营性净现金流同比大幅下降以及疫情缓解后施行的基建稳增长类政策影响，大部分企业债务负担将有所增长且保障程度有所下降。

预计2021年，随着经济企稳客货运需求回升，高速公路车流量恢复具备持续性，对高速公路通行费收入形成有力支撑，高速公路企业业绩将持续修复。“十四五规划”及信息技术深度赋能交通基础设施的提出为高速公路行业发展带来新机遇，随着前期基建稳增长等建设项目的持续推进，行业投资将保持一定规模。整体来看，高速公路企业整体信用质量将有所回升，但行业内地区分化将继续持续，风险仍相对集中于盈利能力较差且债务负担较重的西部地区企业，东部区域高速公路企业财务表现相对较强。■

附件一：2020年以来我国出台的主要与高速公路相关政策梳理

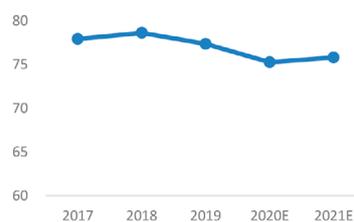
发文时间	文件名称	主要内容
2020.02	《关于新冠肺炎疫情 防控期间免收收费公路车辆通行费的实际范围从 2020年2月17日零时起，至疫情防控工作结束；免收通行费的车辆范围为依法通行收费公路的所有车辆。》	
2020.08	《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》	围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，到2035年，交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效，先进信息技术深度赋能交通基础设施。
2020.11	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。

数据来源：公开资料，东方金诚整理

零售行业信用风险回顾与 2021 年展望

文 | 工商企业部 罗修 王黎娅

行业信用质量：2021 年将有所回升



零售样本企业主要数据和指标（亿元、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

- 2020 年受新冠肺炎疫情影响，全国社会消费品零售总额出现负增长，预计 2021 年经济“内循环”扩内需，海外疫情推动高端消费回流，利好国内消费市场持续回暖；
- 预计 2021 年，零售企业租金成本仍维持高位，人工成本将继续提高，叠加防疫成本增加，总体成本控制压力将有所上升；
- 疫情推动零售企业信用质量进一步分化，线上线下融合较好的零售企业受益，部分供应链体系缺乏效率、自持门店比例低、债务负担沉重的零售企业信用风险将显著升高。

一、行业基本面

2020年受新冠肺炎疫情影响，全国社会消费品零售总额出现负增长，预计2021年经济“内循环”扩内需，推动高端消费回流，利好国内消费市场持续回暖

2020年，全国社会消费品零售总额为39.20万亿元，累计同比增速为-3.90%，受新冠肺炎疫情影响，增速同比大幅下滑11.90个百分点，从边际增速上看，社零总额增速于8月转正并逐步回暖。同期，限额以上企业消费品零售总额14.33万亿元，同比增速-1.90%，增速同比减少5.80个百分点。2020年3月，国家发改委等23部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出大力优化国内市场供给、重点推进文旅休闲消费提质升级等实施意见。同年5月，两会期间，提出“逐步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”，推动高端消费回流，扩大内需，有利于国内消费市场持续回暖。2021年1月，商务部等12部门联合印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》，进一步促进汽车、家电家具家装、餐饮等消费回升和潜力释放。2021年一季度，全国社会消费品零售总额为10.52万亿元，累计同比增速为33.90%，受2020年一季度低基数影响，同比大幅增长。

从细分品类商品零售额来看，占限额以上企业商品零售总额比重最高的主要为汽车类，粮油食品、饮料烟酒类、石油及制品类和服装鞋帽、针、纺织品类等。2020年，必选消费品表现出较强韧性，疫情对服装、金银珠宝、汽车等可选消费品冲击较大。疫情缓解后，粮油、食品等必需品增速有所放缓，化妆品类、金银珠宝类、汽车类等品类反弹明显，服装纺织类逐渐加速复苏。

图1：我国社零总额及同比增速变动情况（亿元、%）



图2：细分品类商品零售额同比增速（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020年，受疫情影响，网上商品和服务零售额同比增速下滑明显，但仍显著高于社零整体增速，疫情使得零售行业向线上转型加速，预计2021年网络零售渗透率将进一步上升

随着网络零售规模基数增大和获客成本的上升，网上商品和服务零售额同比增速总体持续波动下降。2020年，网上商品和服务零售额增速下降明显，同比增速10.90%，同比减少5.60个百分点，但仍远高于社零增速。网上商品和服务零售额占社零总额的比例为24.90%，疫情影响居民消费习惯改变，减少外出购物与消费，增加网购比例，加上线上直播电商等新型消费业态快速增长，零售行业向线上转型加速，网络零售渗透率有望进一步上升。

图3：网上商品和服务零售额变化情况（亿元、%）



图4：网上商品和服务零售额同比增速（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计2021年，社零总额及网上零售额增速将明显回升，后疫情时代，线上线下融合持续加速

2020年末，居民部门杠杆率达到62.20%，较2019年末增加6.40个百分点，主要由于住房贷款增加。预计2021年，居民部门杠杆率仍将维持高位，并继续对消费需求产生挤出效应。但7月召开的房地产工作座谈会，重提“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，以及房企融资“三道红线”试行，预计2021年房地产市场调控仍趋严，有利于消费需求的释放。同时受疫情影响，2020年，居民人均可支配收入增速明显下降将对消费需求产生不利影响，居民人均消费支出同比下降4.00%，但各类促消费政策的实施有利于减缓消费增速下行压力。综合考虑，随着疫情缓解以及2020年低基数影响，预计2021年社零总额增速及网上零售额同比增幅将有明显回升，网上零售额同比增幅仍将明显高于社零总额同比增速。

同时，随着云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术的发展，传统零售行业将通过线下与线上的融合，重构线上、线下的“人、货、场”三要素，企业数字化转型对客户进行个性、高效地服务，改善消费者体验。2021年1月，商务部办公厅印发《商场、超市疫情防控技术指南》等4个防控指南，倡导商超实行线上线下结合的方式进行消费，鼓励商场、超市、农贸市场提供网订店送、无接触交易等便利服务，防范纾解购物可能导致的人群聚集。疫情促使居民消费习惯向线上转移，促进线上直播电商等新业态快速发展，推动后

疫情时代，零售业线上线下融合持续加速。

图5：居民部门杠杆率情况（%）

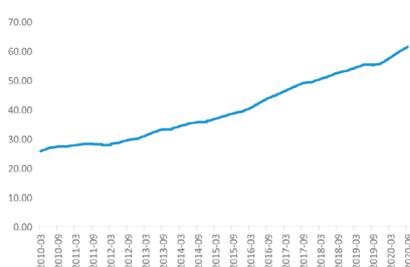


图6：居民人均可支配收入及消费支出累计同比（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计2021年，零售企业租金成本仍将维持高位，人工成本将继续提升，叠加防疫成本支出增加，将推升零售企业经营成本压力

2020年以来，房地产市场在经历疫情期间的大幅下跌之后快速反弹，总体维持高位震荡的态势。疫情爆发期间，各地商场关闭，百货企业面临较大的租金支出压力，考虑到部分地区出台免租金或延迟支付租金的政策，租金压力得到一定缓解。人工成本方面，2019年我国批发和零售行业就业人员年平均工资金额为89047元，同比增长10.55%。除此之外，疫情带来的防疫成本增加，也抬升了零售企业经营成本。总体看，2020年零售企业仍存在一定成本控制压力。2020年1-9月，零售企业受疫情冲击较大，零售样本企业营收合计5941.56亿元，同比下降16.57%；利润总额合计209.94亿元，同比下降57.29%。

预计2021年，零售企业租金成本仍将维持高位，人员平均工资将继续提升，同时，随着国内疫情防控常态化，防疫成本支出增加，也将推升零售企业经营成本压力。

图7：24个样本城市商铺平均租金（元/日·平米）

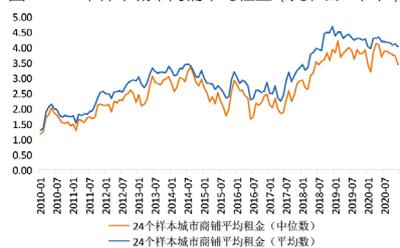
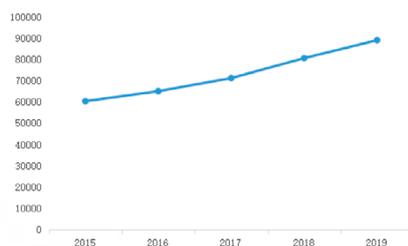


图8：我国批发和零售业人员平均工资情况（元/年）



资料来源：Wind，东方金诚整理

二、零售企业信用表现

东方金诚将29家重点零售上市公司和31家发债企业作为样本（见附件），从总资产、营业收入、毛利率、存货周转率、资产负债率等指标进行信用排序。

零售样本企业可分为百货、超市、黄金珠宝等多种细分子行业，本文主要对零售行业整体和主要细分行业百货和超市企业进行分析。

图9：零售样本企业分组分布图（个）

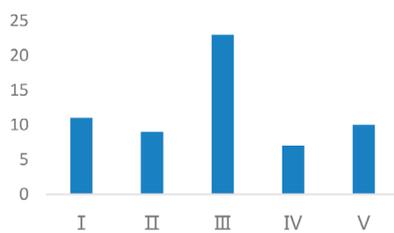


图10：零售样本企业信用质量变化情况（中位数）



资料来源：Wind，东方金诚整理

疫情推动2020年零售企业信用质量进一步分化，马太效应持续，行业头部企业地位将更加

稳固

零售行业整体受疫情冲击较大，尤其以可选消费品为主的百货行业受疫情影响很大。疫情冲击下，零售企业整体信用质量有所下降。细分行业看，以必选消费为主的超市企业受疫情影响小，表现出较强的韧性，而百货企业受到冲击较大，主要体现在收入端显著下降以及成本端压力造成盈利能力有所下降。

预计2021年，随疫情影响逐步减弱，消费逐渐回暖，零售企业整体信用质量将显著回升。细分行业看，超市企业相对百货企业竞争更为激烈，规模化效益更为显著，疫情使得生鲜品类占比及供应链效率较高的超市企业优势更加凸显，超市企业之间信用分化将进一步加剧，行业头部企业地位更加稳固。后疫情时代，百货企业扩张意愿有所减弱，优质商业资源的稀缺也使得百货企业将多以收购兼并方式扩大规模，增强竞争力。

图11：零售企业及细分行业整体信用质量变化情况

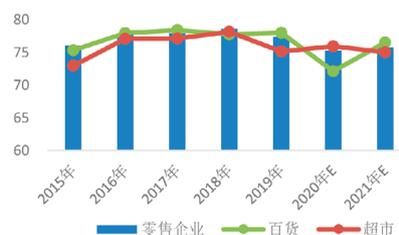


图12：零售企业一级信用指标变化情况（中位数）



资料来源：Wind，东方金诚整理

1. 盈利能力和运营效率

预计2021年，随疫情得到缓解，百货企业盈利能力和运营效率将有明显改善，超市企业盈利能力和运营效率将稳步提升

2020年1-9月，零售样本企业营收合计5941.56亿元，同比下降16.57%；利润总额合计

209.94 亿元, 同比下降 57.29%。2020 年前三季度, 零售企业整体盈利能力和运营效率有所下降, 主要是疫情对线下百货门店客流量持续抑制, 叠加新收入准则对百货企业收入确认的影响, 百货企业收入同比降幅较大。

预计 2021 年, 随着国内疫情逐步缓解, 零售企业整体盈利能力和运营效率将有所改善。随着疫情影响逐渐减弱, 加上各地消费补贴、鼓励海外消费回流等措施, 百货企业盈利能力和运营效率将明显改善。超市企业方面, 随着前期新开门店运营的逐步成熟及规模扩张步伐的放缓, 供应链持续优化, 企业盈利能力和运营效率将有所提升。

图 13: 零售企业盈利能力和运营效率变化情况

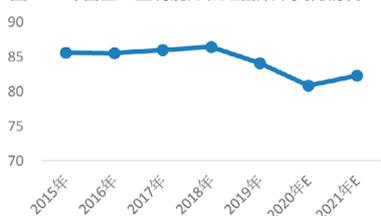


图 14: 超市和百货企业盈利能力和运营效率变化情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2021 年, 生鲜品类运营能力强、到家服务成熟的超市企业盈利能力和运营效率将不断提升, 竞争优势凸显, 线上线下融合情况较好、自持物业占比高、拥有免税牌照的百货企业, 业绩有望得到较快恢复

2020 年前三季度, 超市企业盈利能力和运营效率整体相对稳定。其中, 红旗连锁、家家悦和永辉超市总资产收益率排名靠前, 其共同特征主要为生鲜品类产品运营能力强, 供应链体系强大, 物流仓储体系完善, 线上线下融合较快, 社区配送能力强等。人人乐总资产收益率下滑较快, 主要由于经营效率低下致使盈利

下滑。疫情下, 超市企业存货周转率有所分化, 其中大型企业新开门店较多, 周转效率有所下降。

百货企业因新收入确认准则, 运营效率指标同比下降明显, 另外, 盈利能力与运营效率因受疫情影响下滑幅度较大。业态多元的百货企业如重庆百货、天虹股份、新华百货等, 因其业态多元化, 旗下超市业务对其百货业务亏损形成一定弥补, 相比业态单一的百货企业如王府井、首商股份等, 抗风险能力较强。另外, 网络直播带货模式快速发展以及免税牌照的开放, 将有利于百货企业业绩回暖。疫情促进线上直播电商等新型业态快速发展, 线上渠道渗透率有望进一步提升, 有益于线上线下融合程度较高的百货企业业绩恢复。2020 年是免税政策大年, 免税是促进消费回流的重要抓手。2020 年 6 月, 财政部授予王府井免税品经营资质, 允许其经营免税品零售业务, 随后多家上市公司相继公告开展免税经营资质申请。

预计 2021 年, 超市企业内部分化愈加明显, 具备强大的生鲜食品类供应链体系、线上线下融合程度较好、社区销售渠道及物流体系完善的新零售超市企业盈利能力和运营效率将不断提升; 而管理效率低下、供应链体系建设落后的超市企业在激烈的竞争中将被加速淘汰。随着新增优质商业地产资源的逐步减少, 经营区域布局经济发达地区, 且拥有核心商圈优质自持门店的百货企业竞争地位愈加稳固, 盈利能力和运营效率将率先得到改善, 此外, 布局线上直播业态以及获得免税牌照的百货公司未来盈利空间也有望进一步打开; 受人工成本不断增长、门店租金成本持续较高影响, 租赁门店比例高、核心商圈自持门店数量少且经营区域集中在欠发达地区的百货企业盈利能力和运营效率将进一步下滑。

图 15：重点超市和百货企业 2019 年、2020 年 1-9 月总资产收益率及最新一期同比情况（%）

超市重点企业	2019	2020.9	同比	百货重点企业	2019	2020.9	同比
永辉超市	4.32	5.17	0.35	王府井	6.01	1.53	-3.66
百联股份	3.19	1.56	-1.52	重庆百货	7.69	7.36	-0.38
华润万家	1.42	0.88	-0.14	天虹股份	6.28	1.06	-4.13
中百集团	0.81	1.31	0.24	首商股份	9.17	-1.75	-9.43
家家悦	7.42	5.86	0.02	新华百货	4.40	1.53	-3.27
华联综超	2.13	2.53	0.63	兰州民百	8.40	3.88	-1.91
红旗连锁	11.13	8.45	-0.28	银座股份	3.05	0.04	-2.53
人人乐	1.36	-6.08	-4.44	汇嘉时代	2.21	1.23	-1.21
安德利	2.56	1.38	-0.73	南宁百货	1.12	-2.32	-3.47

图 16：重点超市和百货企业 2019 年末、2020 年 9 月末存货周转率及最新一期同比情况（次）

超市重点企业	2019	2020.9	同比	百货重点企业	2019	2020.9	同比
永辉超市	6.51	5.30	-0.94	王府井	22.06	3.66	-12.28
百联股份	12.68	3.72	-6.52	重庆百货	10.82	4.34	-4.56
华润万家	9.24	7.25	-1.12	天虹股份	14.63	6.39	-4.28
中百集团	7.75	4.57	-2.56	首商股份	12.40	2.58	-6.48
家家悦	7.00	5.24	-1.03	新华百货	9.15	6.30	-0.97
华联综超	7.64	3.34	-2.88	兰州民百	0.84	0.20	-0.41
红旗连锁	5.00	3.67	-0.18	银座股份	10.64	2.99	-4.78
人人乐	4.16	2.19	-1.22	汇嘉时代	16.13	3.20	-9.37
安德利	4.24	3.04	-0.41	南宁百货	12.15	3.41	-5.73

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2. 规模和市场地位

2021 年，零售企业规模和市场地位将有所回升，超市表现仍将优于百货企业

疫情之下，零售企业扩张速度减缓，根据赢商网统计数据，2020 年，超市（包含传统商超和“超市+餐饮”品牌）开店总数呈现同比下滑趋势，其中：盒马、七鲜等“超市+餐饮”品牌累计开店 121 家，开店总数已连续 2 年双位数下滑；永辉超市、物美超市等传统商超累计开店 214 家，创下近 5 年新低，开店总数为近 5 年首次下滑。零售企业收入有所下降，资产规模增速放缓，规模和市场地位指标有所下降。其中，超市企业表现相对稳定，百货企业因受疫情及收入确认准则影响，指标下降较明显。

预计 2021 年，大型超市企业将加速向下沉市场布局，并购、扩张仍是主旋律，超市企业整体规模和市场地位将略有提升。随着疫情得到缓解，国内消费逐步回暖，百货企业业态升级、积极布局直播电商、加速线上与线下融合，百货企业规模与市场地位将有所回升。

图 17：零售样本企业规模和市场地位变化情况

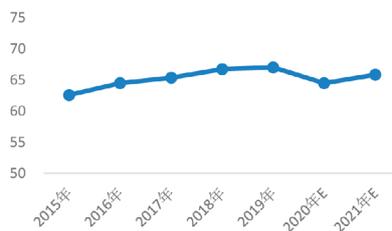
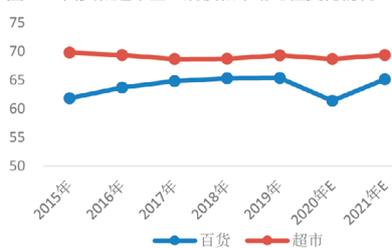


图 18：百货和超市企业规模和市场地位变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计 2021 年，超市企业在行业高景气度下，收入和资产规模将保持稳定增长，后疫情时代，百货企业将仍以优化门店结构、业态升级为主，资产规模保持小幅增长，收入在低基数效应下出现明显回升

2021 年，必需消费品需求保持稳定增长，可选消费品需求随疫情逐步得到缓解逐渐复苏，零售企业整体营业收入将明显回升，资产规模保持小幅增长。

超市企业以销售生活日用品和生鲜食品类为主，需求增长稳定，支撑超市企业收入规模整体呈现稳步增长态势，生鲜品类运营能力强的超市企业如永辉超市、家家悦等收入增长更快。

2020 年，疫情使得百货企业放缓新开门店速度，仍以优化门店结构为主，总资产规模略微增长，收入受疫情影响将有所下降。从重点百货企业来看，2020 年前三季度，受疫情及新收入准则双重压力下，多数重点百货企业收入出现大幅下降，新华百货下降幅度较小，主要系新华百货的超市业务在疫情爆发期间收入增长，弥补百货部分收入下降所致。

预计 2021 年，日用品和生鲜品类需求整体仍将稳定增长，超市企业在行业高景气度下，收入和资产规模将保持稳定增长，尤其生鲜品

类占比高、供应链体系完善的超市企业将依靠质优价廉的生鲜产品吸引客户流并带动其他品类商品的销售，业绩增速将高于行业平均水平。百货企业将以优化门店结构、业态升级为主，资产规模保持小幅增长，随着国内疫情逐步缓解，可选消费品需求得到较快恢复，叠加各地出台促进消费政策，以及经济“内循环”，鼓励海外消费回流，有利于国内消费持续回暖，预计在2020年低基数效应及国内消费逐步回暖态势下，百货企业2021年收入将有明显回升。

图 19：重点超市和百货企业 2019 年、2020 年 1-9 月营业收入及最新一期同比情况（亿元、%）

超市重点企业	2019	2020.9	同比	百货重点企业	2019	2020.9	同比
永辉超市	848.77	726.70	-14.36	王府井	267.89	56.32	-79.97
百联股份	504.59	279.38	-45.21	重庆百货	345.36	154.54	-55.57
华润万家	257.02	187.17	-27.40	天虹股份	193.93	88.51	-54.11
中百集团	155.48	102.27	-34.87	首商股份	99.44	21.80	-78.09
家家悦	152.64	137.63	-9.87	新华百货	76.68	55.85	-27.07
华联综超	119.93	60.88	-49.45	兰州民百	18.83	4.37	-77.01
红旗连锁	78.23	68.09	-12.66	银座股份	122.62	38.64	-68.06
人人乐	76.01	43.61	-42.53	汇嘉时代	44.03	14.20	-68.82
安德利	18.98	13.41	-29.03	南宁百货	18.58	5.52	-70.10

资料来源：公开资料，东方金诚整理

3. 债务保障程度

随着国内疫情逐渐缓解，预计2021年，零售企业债务保障程度将略有改善，但超市企业债务负担仍将高于百货企业

2020年受疫情冲击，零售企业门店扩张意愿下降，债务增长速度随之减缓，零售企业债务保障程度继续下降，但降幅较小。

超市企业债务负担与百货企业相比较重，超市门店多以租赁物业为主，需要形成网络，持续扩张以摊低物流仓储等成本，门店扩张带来装修、设备等支出增加，存货水平上升，使得超市企业短期流动资金需求较大。而百货门店大多以自有物业形式扩张，速度相对较慢，且为独立生态，不必形成网络，资本支出压力和债务融资需求相对超市企业较低。

预计2021年，零售企业总体扩张速度将放缓，整体债务负担将有所减轻。同时，疫情导致百货企业现金流入减少，短期偿债压力有所上升；大型超市企业仍处在完善供应链体系，不断提高规模效益阶段，其扩张意愿仍强于百

货企业，预计其债务增速仍将高于百货企业。

图 20：零售样本企业债务保障程度变化情况



图 21：百货和超市企业债务保障程度变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

预计2021年，大型超市企业保持扩张态势，致使资产负债率将继续小幅上升，百货企业新开门店数将迎来大幅反弹，资产负债率将有所上升，同时百货盈利能力也将有所修复，整体债务负担较2020年有所减轻

超市企业近年规模扩张相对百货企业较快，资产负债率总体高于百货企业。其中永辉超市、百联股份和中百集团等资产负债率有所上升，主要是大型超市企业在行业增速放缓时期逆势扩张导致债务增长所致。2020年9月末，百货企业中，王府井、首商股份等大型百货企业资产负债率下降，主要系受疫情、电商冲击、社零增速下降、消费者偏好改变等多重因素影响，这些企业将重点放在优化门店结构上，总体规模扩张速度较慢，资产负债率相对稳定。

经营现金流流动负债比指标方面，2020年9月末，大部分百货和超市样本企业经营现金流流动负债比有所下降，主要原因一是受疫情影响，百货企业经营性现金流入减少；二是超市企业营运资金需求增加导致经营性净现金流下降所致。

预计2021年，随着疫情对百货企业冲击减弱，百货企业新开门店数将迎来大幅反弹，

资产负债率将有所上升，同时百货盈利能力也将有所修复，整体债务负担较 2020 年有所减轻；超市行业内并购机会增加，个别大型超市企业继续通过并购活动进行外延式扩张的需求仍在，资产负债率将继续小幅上升。

图 22：重点超市和百货企业 2019 年末、2020 年 9 月末资产负债率及最新一期同比情况（%）

超市重点企业	2019	2020.9	同比	百货重点企业	2019	2020.9	同比
永辉超市	60.93	58.91	4.71	王府井	49.95	44.61	6.60
百联股份	60.63	63.72	3.45	重庆百货	57.37	55.97	1.13
华润万家	82.20	81.25	-2.26	天虹股份	58.19	58.99	-2.01
中百集团	61.20	64.74	4.88	首商股份	34.20	34.27	-0.70
家家悦	63.90	66.51	2.39	新华百货	62.92	63.44	-4.45
华联综超	71.11	69.13	-3.27	兰州民百	57.03	51.71	5.88
红旗连锁	40.12	42.35	3.41	银座股份	70.50	72.71	-1.34
人人乐	69.45	73.45	2.62	汇嘉时代	63.78	64.73	1.63
安德利	66.20	64.17	-2.55	南宁百货	45.85	47.49	-2.02

图 23：重点超市和百货企业 2019 年末、2020 年 9 月末经营现金流负债比及最新一期同比情况（%）

超市重点企业	2019	2020.9	同比	百货重点企业	2019	2020.9	同比
永辉超市	1.32	19.83	10.33	王府井	15.86	3.79	-5.62
百联股份	7.93	8.70	-3.13	重庆百货	10.44	12.22	0.78
华润万家	2.40	-6.48	-6.45	天虹股份	15.30	3.47	-0.70
中百集团	13.54	13.15	0.44	首商股份	15.34	-11.42	15.48
家家悦	14.40	14.15	-0.18	新华百货	4.95	9.19	8.59
华联综超	9.81	7.62	-1.61	兰州民百	-3.00	-6.52	-4.18
红旗连锁	30.37	0.36	-2.25	银座股份	9.63	9.20	0.73
人人乐	-7.19	-1.97	-3.42	汇嘉时代	20.08	-20.89	-26.92
安德利	12.22	6.08	-3.27	南宁百货	3.54	-3.74	-6.66

资料来源：公开资料，东方金诚整理

三、零售企业债市表现

2020 年零售行业发债规模同比略有增长，短期债券发行利差上升明显，中长期债券发行利差有所下降

2020 年，零售样本企业信用债发行规模为 266.55 亿元，同比增长 9.24%，疫情使得零售企业短期资金需求增加。零售企业新发债券主要为超短期融资券、中期票据以及公司债，且以 AAA 和 AA+ 高信用等级发行人为主，低等级主体发行债券难度仍较大；从发行利差来看，中长期债券发行利差有所下降，短期债券发行利差上升明显。

图 24：2020 年零售样本企业新发债券规模同比情况（亿元）

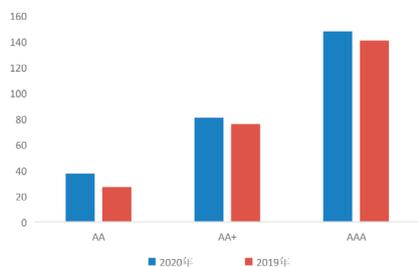


图 25：2020 年零售企业发行利差情况（BP、%）

类型	期限	债项等级	利差区间	利差均值	同比
超短期融资券	<1 年	AAA	49-298	115	72
		AA+	268-428	356	87
中期票据	3 年	AAA	241-271	204	49
		AA+	219-481	334	-
		AA	462	462	34
公司债	3 年	AAA	72-292	164	118
	4 年	AAA	163	163	-31
	5 年	AAA	62	62	-
	6 年	AA+	381	381	-32

资料来源：Wind，东方金诚整理

四、结论

预计 2021 年，零售企业整体信用质量将有所回升，百货和超市企业信用资质均有所分化，线上线下融合较好的零售企业受益，部分供应链体系缺乏效率、自持门店比例低、债务负担沉重的零售企业信用风险将显著升高

东方金诚认为，零售行业尤其以可选消费品为主的百货行业受疫情冲击较大，2020 年零售企业整体信用质量将稳中略降，疫情催使百货和超市企业信用资质均将有所分化，线上线下融合较好的零售企业受益，部分供应链体系不完善，自持门店比例低，债务负担沉重的零售企业信用风险将显著升高。从主要细分行业来看，主要呈现以下趋势：

超市企业方面，预计 2021 年，超市企业内部加速分化，其中具备强大的生鲜食品类供应链体系、线上线下融合较快、社区销售渠道及物流体系完善的新零售超市企业在疫情期间竞争优势显著，信用质量将不断提升；而管理效率低下、供应链体系建设落后的超市企业在激烈的竞争中将被加速淘汰。

百货企业方面，预计 2021 年，随着疫情得到缓解，拥有经济发达地区核心商圈优质自持门店的百货企业，业绩将得到较快恢复，信用质量逐步改善，国家消费“内循环”政策，促进海外消费回流，也将有利于百货行业景气度回暖，另外，布局直播电商以及获得免税牌照的百货企业盈利空间有望进一步打开；同时，受人工成本不断增长、门店租金成本持续较高影响，租赁门店比例高、核心商圈自持门店数量少且经营区域集中在经济欠发达地区的百货企业，业绩恢复相对较慢，风险将有所升高。

【绿色金融篇】

沧海横流显本色，绿色复苏提信心

中国绿色债券稳步发展，政策礼包推进绿色发展

——2020年我国绿色债券市场发展回顾与展望

文 | 绿色金融团队 方怡向 武慧斌 闫娜 王璐 高东

1. 2020年绿色债券市场及政策回顾：

- 2020年境内“贴标”绿债发行数量213只，发行规模2181.47亿元，数量同比上涨8.12%，规模同比下滑23.20%。非金融企业成为绿色债券发行主力，交易所市场发行规模上升。发行主体以高信用级别的国有企业为主，国有企业性质发行人占比接近九成，AAA和AA+级别的发债主体依旧保持稳步增长的态势。
- 2020年我国绿债有52只绿色信用债到期，到期规模逾千亿；年内20个绿债发行主体信用评级上调，1个绿债发行主体信用等级下调，1个绿债发行主体信用等级展望调整为负面。
- 清洁能源和清洁交通领域投资占比过半，符合绿色企业认定的发行主体明显增加；绿色债券总体环境效益披露不够充分，采用第三方认证的环境效益披露更详细。
- 绿色金融债、绿色公司债、绿色企业债和绿色中期票据的加权平均发行利率分别为2.87%、4.87%、4.75%和3.67%，较2019年分别下降77bp、21bp、16bp和140bp。2020年AAA级别绿色信用债发行利差中位数为103bp，对应券种的一般信用债发行利差中位数为123bp，高信用等级绿色债券仍具有发行成本优势，但有所缩窄。
- 绿色债券二级市场交易额6043.73亿元，较

2019年降低0.22%，其中绿色金融债占比约60.58%，同比减少7.06个百分点。2020年全年交易活跃度保持在22.61%-36.68%之间，继续保持了平稳发展趋势。

- 国家绿色产业基金相继设立，为经济绿色发展增加新动能，绿色金融体系深化推进；在深注册上市公司拟强制披露环境信息，强制性环境信息披露将分步骤开展；《绿色债券支持项目目录(2020年版)(征求意见稿)》发布，细化绿色项目的范畴和类型；多部委联合支持气候投融资，驱动绿色低碳发展。

2. 2021年绿色债券市场展望

- 《绿色债券支持项目目录(2020年版)(征求意见稿)》为各个细分领域提供了明确的发行指引，操作性更强，便于市场判断绿色项目，有利于未来绿色债券进一步释放市场潜力。碳中和目标和“十四五”规划建议对绿色发展作出总体框架的统筹安排，节能和新能源行业、造林、农林废弃物利用、垃圾资源化利用等绿色产业有望得到更多支持和发展。预计2021年绿债发行节奏逐步恢复，绿色债券市场整体将延续向好态势。
- 疫情过后的绿色复苏阶段和国家对中小企业大力支持的情况下，通过发行绿色债券

也有望成为民营企业支持实体经济、改善企业融资结构的重要渠道，并有利于持续激发民营企业活力和创造力，促进民营企业绿色债券融资规模的提升。预期2021年及以后年度将有越来越多的创新型中小企业进入绿色债券融资市场，单只绿色债券的发行规模或将呈下降趋势。

- 《银行业存款类金融机构绿色金融业绩评价方案》（征求意见稿）加强了对银行开展绿色金融业务的激励约束机制，推动银行绿色金融的规模化发展，可以预见2021年银行等相关金融机构将加强绿色金融体系建设，绿色金融债发行将有望再度升温。
- 《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》明确要求，银行业和保险业将ESG纳入授信全流程，强化ESG信息披露与利益相关者交流互动。《上市公司信息披露工作考核办法》亦重点关注ESG履行及披露情况。ESG投资环境逐渐改善，强制环境信息披露制度也将逐步建立，加之数字基础设施的完善，绿色金融融资成本将大大降低，ESG投资者群体将不断增加，都将对绿色债券的发展起到正向的促进作用。

一、2020年我国绿色债券市场回顾

（一）发行数量及规模平稳发展，券种类型趋于均衡

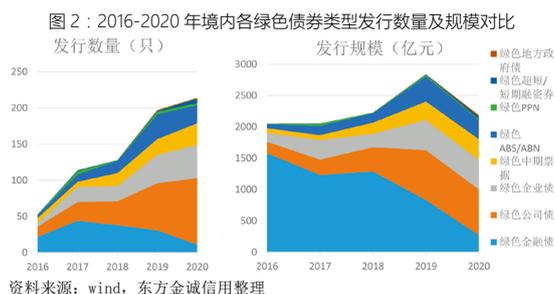
2020年中国境内“贴标”绿色债券累计发行213只，发行规模2181.47亿元，约占同期全球绿色债券发行规模的15.14%^[1]。2020年境内新发行绿色债券发行数量较去年上涨8.12%，发行规模同比下滑23.20%。2020年新发行绿色债券包括188只信用债和利率债，发行规模1877.70亿元；25只绿色资产证券化产品，发行规模303.77亿元。前十大绿债发行主体累计发行规模达到4266.30亿元，约占绿债市场累计发行规模的37.56%。2020年境内整体新发行债券规模为56.64万亿元^[2]，绿色债券发行规模仅占总发行规模的0.39%，未来还有较大的增长空间。



分债券类型来看，绿色债券市场各券种分布趋于均衡。自2019年上半年绿色公司债发行数量及规模首次超越绿色金融债以来，非金融企业绿色债券的发行数量及规模持续增长。2020年非金融企业成为绿色债券市场的主力，绿色公司债、绿色企业债、绿色中期票据发行数量和规模分列绿色债券市场前三位，三类债券发行数量占比分别为42.99%、21.50%和14.02%，发行规模占比分别为33.11%、21.56%和15.29%。2016年以来，绿色金融债占绿色债券总体发行规模的比例逐年下降，从2016年的76.99%降为2020年的12.47%。究其原因：一是绿色债券经过2017~2019年的迅猛增长，已

注：[1] 根据CBI官网截至2020年1月12日的统计，2020年全球绿色债券发行规模为2228亿美元。
注：[2] 数据来源：Wind资讯

经逐渐过渡到一个相对平稳的发展阶段。特别是2020年在新冠疫情影响、经济增速放缓的大背景下，监管部门为缓解疫情给企业带来的资金压力，出台了多项政策推动债券发行，便于企业借新还旧和补充营运资金，也使得非金融企业绿色债券发行规模持续增长。二是，疫情下金融机构更多地将融资支持直接投向中小微企业，发行小微企业专项债等品种，相对的绿色金融债的发行机会有所减少。因此，整体来看以商业银行为主的绿色金融债发行步调出现放缓，发行数量和规模明显回落。

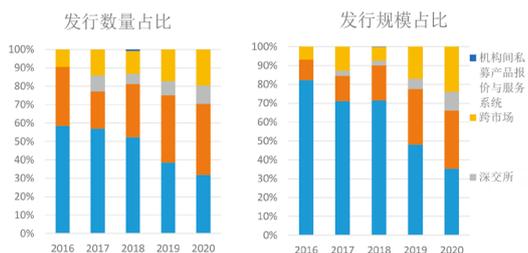


发行场所方面，2020年，银行间债券市场绿色债券发行数量和发行规模占比分别为31.78%和35.44%，比2019年（38.58%、48.07%）分别下降6.80和12.63个百分点。自2016年绿色债券发行以来，证券交易所的发行规模逐年上升，2020年上海证券交易所绿色债券发行数量和发行规模占比分别较上年提高2.24和1.20个百分点；深圳交易所绿色债券发行数量和发行规模占比较2019年分别上升2.20和4.39个百分点。2020年跨市场发行的绿色债券数量和规模占比也实现了双增长，分别较上年同期提高2.37和7.05个百分点。

2020年绿色债券发行场所的这些变化，一方面是随着国家生态文明体制建设的推进，非金融企业绿色债券发行意识有了一定的提升；另一方面也是因为2020年新冠疫情的影响，监管层面给予了非金融企业较多的政策支持，促进了非金融企业绿色债券发行规模持续增长。此外，2020年11月27日沪深交易所针对绿色

公司债券等创新债券品种相继发布指引，梳理整合现行规则，优化体系架构，精简监管要求。此次上交所《特定债券品种指引》第四章与深交所《创新品种指引》第1号均是针对绿色公司债券的专门指引，对于绿色公司债券的定义、募集资金用途、绿色产业信息披露、评估认证及主承销商尽职要求做出规定。这为证券交易所市场绿色债券发行持续升温提供了政策支持，有助于推动证券交易所绿色公司债券的持续创新。

图3：2016-2020年境内“贴标”绿色债券各场所发行数量和规模对比



数据来源：wind，东方金诚信用整理

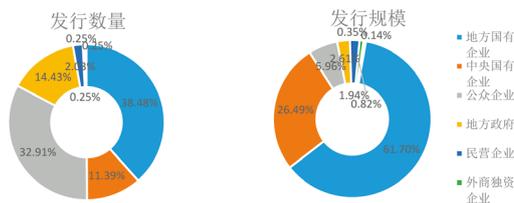
（二）发行主体以高信用级别国企为主，区域分布较为集中

2020年绿色债券发行主体覆盖地方国有企业、中央国有企业、公众企业、民营企业、外商独资企业、中外合资企业、集体企业以及地方政府（见图4），其中地方国有企业发行规模达到1345.98亿元，占总发行规模的61.70%，中央国有企业发行规模为577.83亿元，占总发行规模的26.49%，国有企业性质发行人占比接近九成，是绿债的主要发行主体。

主体及债项信用级别方面^[3]，2020年AAA和AA+级别的发债主体依旧保持稳步增长的态势（见图4）。在债项信用级别中，依然是AAA级占比最高。随着非金融企业发行主体的不断增多，低信用等级发行主体可以通过发行高信用等级绿债债券在资本市场亮相，借此获取更优的融资渠道。

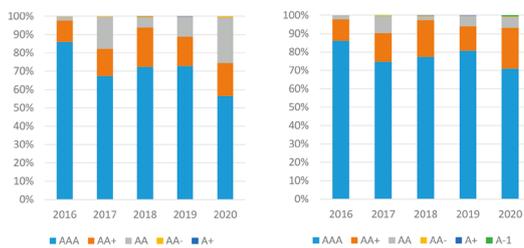
注：[3] 此处未统计绿色私募公司债等无主体评级信息的绿色债券。

图4：2020年绿色债券发行主体类型分布



资料来源：wind，东方金诚信用整理

图5：2016-2020年绿色债券发行主体（左）及债项（右）级别分布（按规模计）



资料来源：wind，东方金诚信用整理

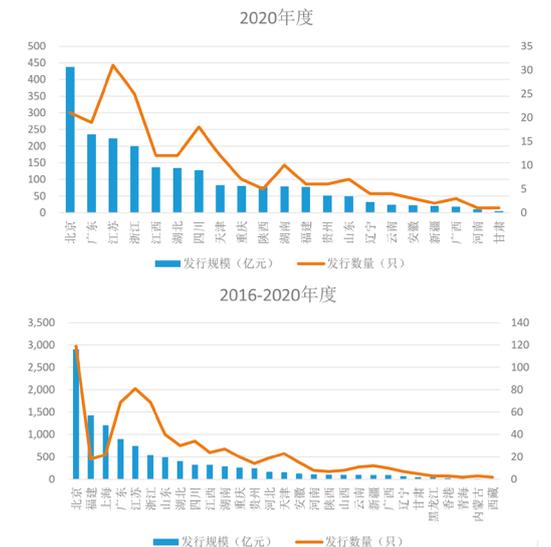
从发行人的区域分布来看，2020年共计21个省份（含自治区、直辖市）参与了绿色债券的发行。北京继续保持领先地位，发行规模超400亿元；广东、江苏、浙江三省位居其后，发行规模均保持在200亿元左右。

从绿色债券的历史发行区域分布来看，自2016年到2020年，共计29个省份（含自治区、直辖市、香港）参与了绿色债券的发行。绿色债券发行人分布较为集中，北京、福建、上海三地累计发行规模位居前三，均超过1000亿元，共计5537.65亿元，占历史绿色债券总发行额度的48.75%；广东、江苏、浙江三省累计发行规模均保持在500~1000亿元，三省累计发行规模之和占历史绿色债券总发行额度的19.23%；其他各地历史发行规模均未超过500亿元。分析绿色债券发行人地域集中的原因发现，北京、福建、上海三地绿色金融债的累计发行规模达3425.00亿元，占三地累计发行规模的61.85%。这是由于在绿色债券发展初期，银行作为绿色金融的主力军，特别是国有大行发挥头雁作用，引领了绿色债券的发展。之后虽然国有大行和股份制银行大额度发行绿色金融债的步伐有所放缓，但城商行、农商行等中小银行开始逐渐

注：[4] 未计入绿色资产证券化产品。

发力发行小额度绿色金融债，使得绿色金融债的整体发行规模仍占据较大份额。

图6：2020年（上）及累计（下）境内“贴标”绿色债券发行数量和规模地区分布情况



数据来源：wind，东方金诚信用整理

（三）绿债到期规模逾千亿，多主体及债券信用等级上调

2020年我国绿债市场共有52只绿色信用债到期，规模合计1129.85亿元（见表1），包括32只绿色金融债、11只绿色公司债、4只绿色中期票据、3只绿色超短融、2只绿色PPN。截至2020年末我国绿债市场存续信用债券共542只，规模8126.16亿元^[4]（见图7）。

图7：绿色信用债到期规模及数量分布情况



资料来源：wind，东方金诚信用整理

主体及债项级别调整方面，2020年有1个绿色债券发行主体（博天环境）信用等级下调，原因是博天环境持续亏损、部分债务提前到期且部分金融机构债务已发生逾期；1个绿债发行主体（协鑫能源）信用等级展望调整为负面，原因是协鑫能源实际控制人下属其他企业偿债

表 1：2020 年绿色债券到期情况（单位：亿元、年）

债券类别	债券简称	发行时间	发行规模	票面利率	发行期限	债券到期日
金融债	17 徽商银行绿色金融 01	2017-9-6	10	4.49%	3	2020-9-7
金融债	17 华兴银行绿色金融 01	2017-8-23	20	5.00%	3	2020-8-25
金融债	17 国开绿债 03	2017-9-12	50	4.19%	3	2020-9-14
金融债	17 国开绿债 03(增发)	2017-11-21	50	4.19%	3	2020-9-15
金融债	17 华融租赁绿色金融 01	2017-2-14	10	4.45%	3	2020-2-15
金融债	17 乌海银行绿色金融债	2017-2-17	5	4.90%	3	2020-2-21
金融债	17 哈尔滨市绿色金融 01	2017-4-6	20	4.79%	3	2020-4-11
金融债	17 哈尔滨市绿色金融 02	2017-5-8	20	4.68%	3	2020-5-10
金融债	17 北京银行绿色金融 01	2017-4-17	120	4.30%	3	2020-4-19
金融债	17 北京银行绿色金融债	2017-11-28	150	4.90%	3	2020-11-30
金融债	17 南京银行绿色金融 01	2017-4-25	40	4.40%	3	2020-4-27
金融债	17 洛阳银行绿色金融债	2017-5-10	10	4.70%	3	2020-5-12
金融债	17 长沙银行绿色金融 01	2017-5-12	20	4.90%	3	2020-6-16
金融债	17 长沙银行绿色金融 02	2017-7-18	30	4.82%	3	2020-7-20
金融债	17 甘肃银行绿色金融债	2017-5-22	10	4.90%	3	2020-5-24
金融债	17 乐山商行绿色金融 01	2017-6-1	8	5.30%	3	2020-6-5
金融债	17 乐山商行绿色金融 03	2017-8-9	15	5.10%	3	2020-8-11
金融债	17 乐山商行绿色金融 05	2017-9-7	10	5.20%	3	2020-9-10
金融债	17 青岛农商绿色金融 01	2017-7-31	10	4.70%	3	2020-8-1
金融债	17 河北租赁绿色金融 01	2017-1-19	1	5.00%	3	2020-1-23
金融债	17 河北租赁绿色金融 02	2017-8-16	5	5.79%	3	2020-8-17
金融债	17 河北租赁绿色金融 03	2017-10-10	7	5.97%	3	2020-10-9
金融债	17 河北租赁绿色金融 04	2017-12-20	7	6.50%	3	2020-12-22
金融债	17 南海农商绿色金融 01	2017-8-15	3	4.69%	3	2020-8-14
金融债	17 郑州银行绿色金融 01	2017-9-5	30	4.70%	3	2020-9-4
金融债	17 东莞银行绿色金融 01	2017-9-8	20	4.75%	3	2020-9-11
金融债	17 交通银行绿色金融债	2017-10-26	200	4.29%	3	2020-10-29
金融债	17 湘江银行绿色金融 01	2017-11-21	10	4.90%	3	2020-11-23
金融债	17 兰州银行绿色金融 01	2017-11-16	10	4.80%	3	2020-11-20
金融债	17 烟台银行绿色金融 01	2017-11-29	10	5.50%	3	2020-12-4
金融债	17 昆仑银行绿色金融 01	2017-12-20	1	6.00%	3	2020-12-22
金融债	17 泰隆商行绿色金融债	2017-12-8	15	5.29%	3	2020-12-8
公司债	G17 三峡 1	2017-8-14	35	4.56%	3	2020-8-15
公司债	G17 三峡 3	2017-10-17	20	4.68%	3	2020-10-18
公司债	17 东江 G1	2017-3-9	6	4.90%	3	2020-3-10
公司债	G17 首 Y1	2017-5-25	10	5.50%	3	2020-5-26
公司债	17 蒙草 G1	2017-09-01	2.5	5.50%	3	2020-9-1
公司债	G17 协合 1	2017-12-01	1	7.17%	3	2020-12-6
公司债	G17 丰盛 1	2017-7-19	20	7.50%	3	2020-7-19
公司债	G17 丰盛 2	2017-9-8	5	7.50%	3	2020-9-7
公司债	G7 云水 Y1	2017-6-29	12	7.00%	3	2020-6-29
公司债	17 协鑫 G1	2017-7-25	3.75	7.50%	3	2020-7-27
公司债	17 协鑫 G2	2017-12-1	5.6	7.50%	3	2020-12-1
中期票据	17 国网节能 GN001	2017-4-21	10	4.99%	3	2020-4-25
中期票据	17 三峡 MTN001	2017-6-5	20	4.73%	3	2020-6-7
中期票据	17 义鸟国资 GN001	2017-7-11	8	5.48%	8	2020-7-13
中期票据	17 东华能源 GN001	2017-11-6	6	6.50%	3	2020-11-6
PPN	17 融和融资 GN002	2017-11-20	10	5.90%	3	2020-11-22
PPN	17 中电新能 GN001	2017-5-19	8	5.50%	3	2020-5-22
超短融	20 华能水电 GN002	2020-6-17	10	1.69%	0.3452	2020-10-23
超短融	20 华能水电 GN001	2020-5-18	5	1.70%	0.4082	2020-10-16
超短融	19 龙源电力 GN001	2019-9-24	5	2.60%	0.7377	2020-6-22

资料来源：wind，东方金诚信用整理

注：[5] 此处统计时采用的信用评级结果不限于本次绿色债券发行时提供评级服务的评级机构出具的结果。

压力很大，其直接或间接融资亦受到一定影响，协鑫能源关联方往来款规模较大且股权质押比例很高，其债务规模持续提升，面临一定流动性压力。2020 年有 20 个绿债发行主体信用等级上调 [5]，其中包括 10 家金融机构。金融机构

主体信用等级上调原因主要是银行资产质量不断好转，存款稳定性好，资本较为充足；非金融机构主体信用等级上调原因主要是公司在行业或区域内保持领先地位，资本实力和盈利能力增强。

表 2：2020 年绿债市场主体及债券级别调整情况

债券简称	发行人简称	评级机构	发行日 / 调整日	调整前主体 / 债项	调整后主体 / 债项	级别调整	级别调整原因 (来自评级报告)
20 荣盛 G2	荣盛石化	上海新世纪	2020-8-28/ 2020-10-13	AA+/AAA	AAA/AAA	↑	
20 荣盛 G1	荣盛石化	上海新世纪	2020-4-20/ 2020-10-13	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	该公司融资渠道通畅，资本实力得到增强；该公司主营业务全产业链及规模优势明显，新增产能释放，盈利能力显著提升。
19 荣盛 G1	荣盛石化	上海新世纪	2019-11-21/2020-10-13	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	
G20 衢交 1	衢州交投	上海新世纪	2020-2-28/2020-6-29	AA/AA+	AA+/AA+	↑	-
G19 衢交 1	衢州交投	上海新世纪	2019-12-5/ 2020-6-29	AA/AA+	AA+/AA+	↑	-
G20 新昌 1	新昌投资	上海新世纪	2020-2-28/2020-5-12	AA/-	AA+/-	↑	区域经济持续发展，政府支持力度较大，资本实力持续增强。
G20 唐租 1	大唐租赁	上海新世纪	2020-2-27/2020-6-4	AA+/-	AAA/-	↑	2019 年以来，随着大唐集团对融资租赁板块业务整合工作的推进，大唐集团对大唐租赁在资本补充、资金等方面的支持力度进一步加大，有助于大唐租赁进一步提高流动性管理能力、降低负债成本及杠杆水平，也体现了大唐集团对旗下租赁板块重视程度和支持意愿的提高。
G20 宁经 1	宁乡经开	大公国际	2020-2-27/ 2020-5-20	AA/-	AA+/-	↑	宁乡经开区经济继续保持增值，且得益于一批优质企业入驻、投产及合并飞地园区的财政收入，经开区财政收入大幅增长；宁乡经开得益于经开区管委会在资金注入、税收优惠、政府补贴等方面的大力支持，公司净利润同比上涨，资本实力进一步增强。
G20 江北 2	江北公用	东方金诚、中诚信国际	2020-4-28/ 2020-5-29、2020-6-22	AA/-	AA+/-	↑	江北新区直管区良好的发展前景，为公司业务发展提供较好保障；公司已被定位为区域内最重要的公用事业运营主体，平台地位提升显著；公司获得的股东支持力度较大，资本实力显著提升，且展业区域拓展和业务种类丰富对其业务发展形成的良好支撑。
G20 江北 1	江北公用	东方金诚、中诚信国际	2020-3-25/2020-5-29/2020-6-22	AA/-	AA+/-	↑	
G18 海兴 1/ G19 海兴 1	海兴集团	上海新世纪	2018-11-9、2019-3-22/ 2019-5-21	AA/-	AA+/-	↑	业务地位进一步加强，大规模的资产注入，负债经营程度较低。
19 北湾银行绿色金融 01	北部湾银行	联合资信	2019-10-11/2020-5-8	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	公司治理及风险管理体系不断完善，主营业务发展良好，资产质量处于行业较好水平，资本实力不断提升；且 2019 年增资扩股完成，使银行资本实力得到较大提升。
19 北湾银行绿色金融 02	北部湾银行	联合资信	2019-11-27/2020-5-8	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	
19 杭州联合农商绿色 01	杭州联合农商行	中诚信国际	2019-8-14/2020-5-8	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	杭州联合银行经营所在地的良好区域经济环境、明确的市场定位、灵活快速的决策机制、较快的业务增长速度、较高的息差水平、良好的盈利能力和资产质量等信用优势。
19 杭州联合农商绿色 02	杭州联合农商行	中诚信国际	2019-12-6/ 2020-11-16	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	
G19 望城 1	望城城投	东方金诚、中诚信国际	2019-12-17/2020-6-12、2020-6-18	AA/AA+	AA+/AA+	↑	望城区区域优势提升、经济及财政实力显著增强；公司主体地位进一步提升、得到股东大力支持以及公司收现比转好、业务回款情况较好。
G19 望城 2	望城城投	东方金诚、中诚信国际	2019-12-17/2020-6-12、2020-6-18	AA/AA+	AA+/AA+	↑	
G19 湖州 1	湖州城投	中证鹏元	2019-1-16/2020-6-29	AA+/-	AAA/-	↑	股东和地方政府向湖州城投注入大量优质资产，大幅提升公司的资本实力；作为湖州市内的重要基础设施建设项目实施主体和投融资主体，湖州市经济快速增长推动公司基建业务持续快速发展；公司承接湖州市的重大基建与民生项目，未来业务持续性较好。
G18 湖州 1	湖州城投	中证鹏元	2018-3-30/2020-6-29	AA+/-	AAA/-	↑	
18 桂林银行绿色金融 01	桂林银行	大公国际	2018-11-12/2020-7-21	AA+/AA+	AAA/AA+	↑	公司存贷款市场份额在桂林市位居前列，区域竞争优势较强；持续推进营业网点布局建设，营业收入保持增长，存贷款业务规模继续扩大；逐步调整投资资产构成，流动性水平有所上升；2019 年公司定向募股增资 19.52 亿元，加大对不良资产的认定和处置核销。

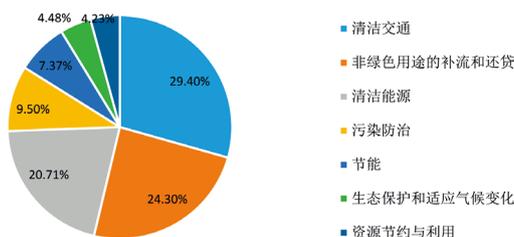
债券简称	发行人简称	评级机构	发行日 / 调整日	调整前主体 / 债项	调整后主体 / 债项	级别调整	级别调整原因 (来自评级报告)
18 贵州银行绿色金融 01	贵州银行	中诚信国际	2018-11-16/2020-7-29	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	贵州银行良好的业务发展空间、灵活的决策机制、较快的业务和盈利增长、有所优化的资产负债结构、持续改善的贷款质量以及上市成功提升资本实力和公司治理水平等信用优势
18 贵州银行绿色金融 02	贵州银行	中诚信国际	2018-12-3/2020-7-29	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	贵州银行良好的业务发展空间、灵活的决策机制、较快的业务和盈利增长、有所优化的资产负债结构、持续改善的贷款质量以及上市成功提升资本实力和公司治理水平等信用优势
18 安吉农商绿色金融债	安吉农商行	上海新世纪	2018-11-15/2020-7-30	AA-/AA-	AA/AA-	↑	安吉农商行在安吉县保持了较稳定的存贷款市场占有率，存贷款占比近年在安吉县稳居第一；。2019 年以来安吉农商行存款保持增长，且以零售存款为主，存款稳定性较好；2019 年以来，安吉农商行关注类贷款占比及不良率实现双降，该行资产质量趋稳。
18 九江银行绿色金融 01	九江银行	大公国际	2018-8-15/2020-7-6	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	公司存贷款规模持续增长，绿色金融业务及汽车金融业务进一步拓展，市场地位继续巩固，存款稳定性进一步增强，流动性风险抵御能力仍较强，同时能够继续获得股东多方面的支持。
18 九江银行绿色金融 02	九江银行	大公国际	2018-11-1/2020-7-6	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	
19 南海农商绿色金融 01	南海农商行	联合资信	2019-3-19/2020-7-16	AA/AA+	AAA/AAA	↑	公司治理和内部控制体系进一步健全、区域内同业市场竞争能力强、信贷资产质量较好及盈利水平较好、资本充足等方面的优势。
18 南海农商绿色金融 01	南海农商行	联合资信	2018-6-4/2020-7-16	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	
17 南海农商绿色金融 01	南海农商行	联合资信	2017-8-15/2020-7-16	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	泰隆银行所处地区良好的经济环境、明确的市场定位和快速灵活的决策机制、在小企业信贷服务方面成熟的运营经验、稳定的资产质量、较强的盈利能力和资本内生能力以及跨区域经营为业务发展提供更大空间等信用优势。
17 泰隆商行绿色金融债	泰隆商业银行	中诚信国际	2017-12-7/2020-7-28	AA+/AA+	AAA/AAA	↑	
17 徐州经开 GN001	徐州经开	大公国际	2017-9-4/2020-1-22	AA/AA	AA+/AA+	↑	徐州市和徐州经开区经济和财政实力很强；公司是徐州经开区最重要的开发建设主体，继续承担徐州经开区大量土地开发、安置房和基础设施建设项目；公司得到经开区管委会在资产注入和政府补贴方面的支持。
17 南通经开 GN001	南通经开	联合资信	2017-3-21/2020-7-24	AA+/-	AAA/-	↑	南通市及南通经开区保持经济增长，公司股东由南通市经开区管委会变为南通市人民政府，公司提升为市属一类企业接受市级考核。2020 年南通市人民政府将炜赋集团等 3 家公司的股权注入公司，显著增加公司资本实力。
17 南通经开 GN002	南通经开	联合资信	2017-6-21/2020-7-24	AA+/-	AAA/-	↑	
G17 汴投 1	开封发展投资	大公国际	2017-9-7/2020-7-31	AA/AA	AA+/AA+	↑	2018 年以来，开封市经济继续发展，一般预算收入快速增长，财政实力继续增强，公司发展仍面临良好的外部环境；公司作为开封市重要的基础设施建设投融资主体，仍在全市城市建设领域发挥着重要作用；公司继续获得开封市政府在资本金注入及财政补贴等方面的有力支持；2019 年 4 月，开封市政府整合全市水务产业链，公司作为市级唯一水务运营主体城发集团的控股股东，水务业务的专营优势将会提升公司的市场竞争力。
G16 博天	博天环境	东方金诚、上海新世纪	2016-10-11/2020-9-30/2020-10-15	AA-/AAA	BB-/AAA	↓	公司持续亏损，2020 年上半年公司营收大幅下降；部分债务提前到期，2020 年 9 月 30 日，公司发布《博天环境集团股份有限公司关于公司债务提前到期的公告》，因公司未能按期归还部分债务及利息，北京银行翠微路支行宣布借款合同及展期协议项下的全部债务于 2020 年 9 月 15 日提前到期，公司流动性仍未改善，后续融资难度可能进一步加大；部分金融机构债务逾期，截至 2020 年 9 月 18 日，逾期债务本金及租金合计 5.61 亿元。
17 鑫能 G1	协鑫能源	中诚信国际	2017-12-6	AA/AA	评级展望调整为负面	-	公司装机容量持续提升，上网电量及收入规模不断增长，盈利及获现能力有所提升，但公司实际控制人下属其他企业偿债压力很大，外部融资环境相对较差，公司直接或间接融资亦受到一定影响；公司关联方往来款规模较大且股权质押比例很高，同时公司债务规模持续提升，且 2020 年 12 月“17 鑫能 G1”面临回售，公司面临一定流动性压力；此外，燃气价格以及用电需求波动等因素对公司经营及信用状况的影响也值得关注。

资料来源: wind, 东方金诚信用整理

（四）清洁能源和清洁交通领域投资占比过半，符合绿色企业认定的发行主体明显增加

2020年，非银行主体发行的绿色债券^[6]发行共计180只，其中51只债券因主体绿色未对应具体绿色项目或因私募发行绿色项目信息不明确，因此，仅对129只募集资金用途较为明确的绿色债券进行统计，其合计资金规模1191.40亿元。已披露具体资金投向的129只绿色债券中，清洁能源和清洁交通领域的资金规模合计占比超过50%。清洁交通领域发行规模占比最高，且主要由资金密集型的轨道交通项目贡献，其中资金用于偿还前期绿色交通项目贷款的规模占比接近四成。清洁能源领域的绿色债券也继续保持着较高的发行规模，这也得益于中国在能源环保领域的政策红利，如《中华人民共和国能源法（征求意见稿）》再次将可再生能源摆在了突出重要位置，中国的国家级碳中和目标的宣布也将进一步促进清洁能源领域的投资和发展。

图8：2020年披露资金投向的非金融企业绿色债券资金投放分布



数据来源：公开资料，东方金诚信用整理

2020年有21个发行主体因绿色收入或绿色利润达到一定比例，符合监管机构对绿色企业的认定，而采用绿色发行主体的形式发行了28只绿色债券（发行规模合计190.80亿元）。其中有13个发行主体的主营业务属于风力发电、水力发电或提供新能源设备融资租赁等清洁能源领域，5个发行主体主营业务为三废治理、园林绿化等环保领域，3个发行主体为轨道交通领域。部分发行主体聘请了第三方开展绿色主体认证，绿色主体认证从绿色运营、绿色管理、绿色规划、环境信用与社会责任等多

维度进行评价，有效识别绿色发行主体，使发行主体在债券发行前不用明确募集资金对应的具体绿色项目，发行更加便捷，同时有利于发行主体在资本市场展示绿色品牌形象。

（五）绿色债券总体环境效益披露不够充分，采用第三方认证的环境效益披露更详细

绿色债券相比普通债券，其募集资金投向的绿色项目能产生一定的生态环境效益，而绿色债券募投项目的环境效益是评估项目绿色属性的重要指标之一，但有些绿色项目的环境效益并不能直接分析评估出来，需要专业的评估认证机构依据科学的测算方法来分析。从公开资料和统计结果来看，2020年境内发行的“贴标”绿色债券的环境信息披露依然不够充分，披露了量化环境效益的绿色债券比例仍较低。在统计的188只“贴标”绿色债券中^[7]，仅有18.09%（34只）的新发绿色债券披露了预计产生的量化环境效益。究其原因：一是以非公开形式发行的绿色债券发行数量持续增加，2020年达到67只，占绿色债券全年发行数量的35.67%，绿色私募债信息的不可获得性拉低了绿债环境效益信息披露的比例；二是公开发行的绿色债券中采用第三方认证的数量有所下降，在公开发行的121只“贴标”绿色债券中，仅有48.76%（59只）的新发债券进行了第三方评估认证。对比发现，采用第三方评估认证的绿色债券的环境效益信息披露较未采用第三方评估认证的更为详细和具体，量化环境效益也更充分。第三方评估认证机构不仅会将绿色债券募投项目与绿色项目标准进行对标，还会通过专业的测算，提出募投项目预期可实现的环境效益；三是部分公开发行的绿色债券主要对社会效益和经济效益进行了披露，对环境效益的披露停留在定性的描述层面，没有进行量化的披露，披露质量不高；四是由于2020年有更多的企业以绿色主体的形式发行绿色债券，在发行前并未对应具体项目，因此也并未在发行

注：[6] 通过公开信息对2020年境内发行的“贴标”绿色债券资金投向进行统计，考虑到银行发行的绿色金融债是融资后再匹配绿色项目进行投放，资金投放完毕前募投项目不能确定，因此仅对非银行主体发行的绿色债券进行统计分析，也不包括绿色ABS和绿色ABN。

注：[7] 不包括绿色ABS和绿色ABN。

前提出具体的量化环境效益目标，但是经第三方主体认证的发行主体，会将企业年度已实现的环境效益进行披露。

具体到绿色债券募投项目预期所产生的环境效益，一般体现在“节约标准煤、减排二氧化碳、减排二氧化硫、减排氮氧化物、减排颗粒物、化学需氧量消减量、生化需氧量消减量、氨氮消减量、固体废弃物循环利用、节约用水（再生水利用）、改建/新建污水管道、综合治理（河道治理/清淤等）、造林面积”等方面，预期实现的量化的环境效益如表 3 所示。

表 3：2020 年公开发行绿色债券募投项目预期环境效益 [8]

环境效益分类	预期效益
节约标准煤（万吨/年）	3516.12
节约标准油（万吨/年）	23110.36
减排二氧化碳（万吨/年）	17524.98
减排一氧化碳（万吨/年）	3.73
减排二氧化硫（万吨/年）	222.66
减排氮氧化物（万吨/年）	133.17
减排颗粒物（万吨/年）	24.90
减排化学需氧量 CODCr（万吨/年）	2.68
减排生化需氧量 BOD5（万吨/年）	1.99
植树绿化（公顷/万株）	100.6 公顷, 93.2 万株
节水（万立方米/年）	3883.6
固废处理（万吨/年）	95.36

数据来源：公开资料，东方金诚信用整理

随着未来监管对信息披露要求的不断提高和绿色金融各项标准的出台，绿色债券的环境效益信息披露要求也将随之进一步加强，信息披露标准也将逐渐统一。东方金诚信用认为，未来环境效益的信息披露依然需要重点关注，同时应加强和鼓励第三方评估机构更积极地参与绿色债券的评估认证，使之更好地为发行人、投资者和监管机构提供专业、详细的绿色项目环境效益评估参考，更全面的甄别绿色债券产生的环境影响。

（六）绿色债券主要品种加权平均发行利率呈下移趋势，高信用等级绿色信用债发行利差仍具优势

发行利率方面，2020 年一季度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；二季度以来，货币政策逐步常态化回归，资金利率中枢抬升，债券收益率拐头向上；

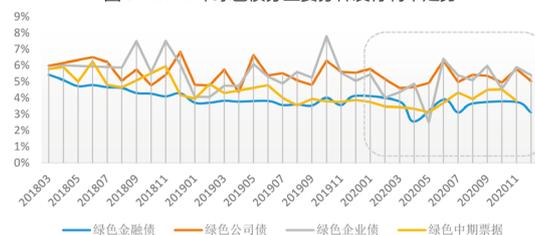
三季度债市进入多空相对平衡的窄幅震荡阶段；四季度受永煤违约事件冲击，信用债市场剧烈调整，并通过流动性压力传导至利率债市场，收益率较快上行。2020 年绿色金融债、绿色公司债、绿色企业债和绿色中期票据的加权平均发行利率分别为 2.87%、4.87%、4.75% 和 3.67%（见表 4），较 2019 年分别下降 77bp、21bp、16bp 和 140bp；呈现下移趋势（见图 9）。

表 4：2020 年绿色债券主要券种发行期限及发行利率统计表

券种	样本数量 (个)	加权平均期限 (年)	发行利率区间 (%)	加权平均发行利率 (%)	同比变化 (bp)
绿色金融债	11	3.00	2.08 ~ 4.50	2.87	-77
绿色公司债	91	2.84	2.54 ~ 7.50	4.87	-21
绿色企业债	46	4.59	2.50 ~ 7.50	4.75	-16
绿色中期票据	30	3.86	2.60 ~ 5.60	3.67	-140

数据来源：wind，东方金诚信用整理

图 9：2020 年绿色债券主要券种发行利率走势



数据来源：wind，东方金诚信用整理

发行利差方面，东方金诚信用通过债券发行利率减去相同起息日、相同期限的国债到期收益率，得到个券发行利差。2020 年 AAA 级样本中绿色信用债发行利差中位数为 103bp，对应券种的一般信用债发行利差中位数为 123bp，AAA 级别主体发行的绿色债券仍然具有一定的发行成本优势，但 AA+ 和 AA 级别主体发行的绿色债券没有体现成本优势（见表 5）。整体而言，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”特征。上半年疫情发生后经济受到较大冲击，市场对企业的信心大大降低，违约预期上升，利差走阔。下半年宽信用持续助力企业复工复产，基本面改善，货币中性保持流动性充裕，利率回调，回购利率平稳，信用票息优势显现，信用利差整体压缩。受此影响，高信用等级的绿

注：[8] 数据来自公开发行债券的募集说明书及绿色认证报告，部分项目未量化环境效益，故此表为不完全统计。

色债券与同类型一般信用债券的利差优势也出现缩窄，且低等级品种利差未体现优势。此外，现阶段绿债发行数量与规模仍然较小，受限于绿色债券样本较少，发行成本分析易受市场波动和个券极值影响，相关分析存在局限性。

表5：2020年绿色信用债与一般信用债不同级别发行主体发行利差对比

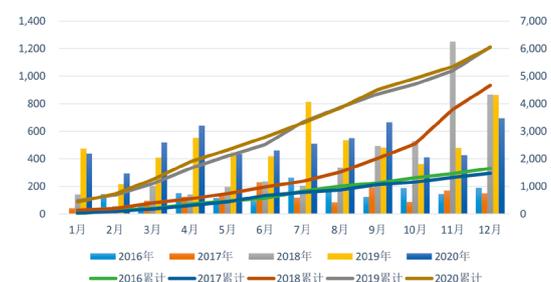
类别	主体级别	样本数量(个)	发行利差区间(bp)	发行利差中位数(bp)
绿色信用债	AAA	69	-255 ~ 336	103
	AA+	39	75 ~ 561	232
	AA	68	58 ~ 597	293
一般信用债	AAA	1598	-298 ~ 588	123
	AA+	1539	-304 ~ 598	181
	AA	1453	-298 ~ 703	292

数据来源：wind，东方金诚信用整理

(七) 绿债二级市场交易额略有减少，绿色金融债交投有所回落

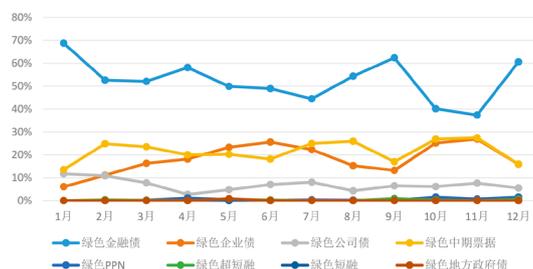
2020年绿色债券二级市场交易额达6043.73亿元，较2019年减少13.51亿元，同比下降0.22%（见图10）。在2020年绿色债券现券交易总额中，绿色金融债占比60.58%，同比减少7.06个百分点（见图11）。自2016年绿色债券上市交易以来，绿色金融债券在绿色债券现券交易额的占比一直最高，2020年随着其他券种发行数量和规模比重的增加，绿色金融债的二级市场交易金额占比有所回落，但仍是成交最为活跃的产品。从月度债券交易走势来看，受债券市场总体区间震荡起伏的影响，绿色债券现券交易额也呈现出区间波动攀升的态势，同时因绿色金融政策的持续利好，绿色债券的现券交易保持平稳增长，交易额均保持在400亿元以上的高位（除2月外）。

图10：2016-2020年绿色债券各券种月度二级市场交易额（单位：亿元）



资料来源：wind，东方金诚信用整理

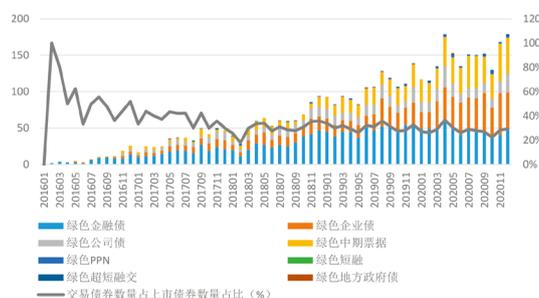
图11：2020年绿色债券各券种月度二级市场交易额占比



资料来源：wind，东方金诚信用整理

从交易活跃度来看，经过2016年的较大幅度波动后，2017年波动幅度逐渐收窄，2018年、2019年活跃度趋于稳定，2020年全年交易活跃度保持在22.61%-36.68%之间，继续保持了平稳发展趋势（见图12）。虽然受2020年初新冠疫情影响，投资者避险情绪依旧，但得益于绿色债券较低的信用风险以及绿色金融政策环境的不断完善，绿色债券二级市场可交易品种数量保持了稳步提升，保证了绿色债券的流动性。

图12：2016-2020年绿色债券各券种月度二级市场交易数量（单位：只）



资料来源：wind，东方金诚信用整理

二、绿色政策及市场动态

(一) 绿色金融地方政策密集推出，地方持续推进绿色转型发展，绿色金融创新不断深化

生态文明建设是关系中华民族永续发展的“根本大计”，随着国家绿色发展战略的深入推进，多地积极响应并进行绿色发展探索，在绿色金融顶层设计的支持和推动下，各省市结合自身金融基础和发展需求，构建各具特色的地方绿色金融体系。2020年伊始，贵安新区优先在土地、金融、财税、投融资、生态环保等

领域开展绿色金融改革试点；3月，湖州市提出绿色建筑和绿色金融协同发展，到2021年城镇绿色建筑占新建建筑比例达到98%以上，建筑领域绿色信贷余额占全部绿色信贷余额比重达到15%；济南市全力打造国内面积最大的绿色建筑产业示范区，提出先行区450平方公里直管区新开工绿色建筑比例要达到100%，并对绿色建筑项目以及绿色建筑技术研究给出了多项“真金白银”的奖励政策；南京江北新区将在三到五年时间内，通过每年配置一定额度的财政专项资金，推动绿色信贷增量占各项贷款增量的比重逐年提高至江苏省前列；南宁市加快绿色信贷产品和服务创新，拓宽绿色产业直接融资渠道，发展各类绿色基金。广东省持续推进粤港澳大湾区建设绿色金融建设，从2019年2月印发的《粤港澳大湾区发展规划纲要》，到2020年5月中央人民银行等10部门发布的《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》等政策都多次提及绿色金融，7月广东多部门共同印发的《关于贯彻落实金融支持粤港澳大湾区建设意见的实施方案》，及广州发布的《关于贯彻落实金融支持粤港澳大湾区建设意见的行动方案》，为不断深化绿色金融发展提供了政策支持。9月、10月青海省和福建省依次发布了相关绿色金融发展建设的规划或改革方案，11月南宁市积极申报国家级绿色金融改革试验区；人民银行天津分行出台措施进一步推动天津市绿色金融创新发展。截至2020年12月，已有20个省区发布省级绿色金融综合指导文件，有23个省（区）发布绿色金融专项指导文件，包括绿色信贷、绿色保险、绿色债券、绿色基金、环境权益交易等绿色金融细分领域。

目前来看，各地政府也不断从大力发展绿色信贷、绿色债券、支持发展绿色担保、设立绿色发展基金、发展绿色保险、建设绿色金融要素交易市场等各个方面发力，并支持开展绿色金融改革创新。各地对绿色产业的资金支持

依旧强劲，补贴力度不断加码，随着我国绿色金融配套体系等基础设施建设不断完善，绿色金融发展继续向纵深推进。在绿色金融改革创新示范区的带动和国家的持续支持引导下，全国多地绿色金融改革呈星火燎原之势，不断完善生态文明领域统筹协调机制，构建生态文明体系，促进地方的经济社会发展的全面绿色转型。

（二）国家绿色产业基金设立，为经济绿色发展增加新动能，绿色金融体系深化推进

2020年2月28日，财政部、生态环境部、农业农村部自然资源部住房城乡建设部、国家林业和草原局六部门联合印发《土壤污染防治基金管理办法》（以下简称“《办法》”）。《办法》共包含十九条细则，包括鼓励土壤污染防治任务重、具备条件的省设立基金，积极探索基金管理有效模式和回报机制。中央财政通过土壤污染防治专项资金对本办法出台后一年内建立基金的省予以适当支持。东方金诚信用认为，《办法》中提及鼓励设立省级基金进行土壤污染防治，积极探索基金管理有效模式和回报机制。紧接着《意见》的发布，则更充分体现出国家在现代环境治理体系上的顶层思路和设计决心。

2020年3月3日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于构建现代环境治理体系的指导意见》（以下简称“《意见》”），文件指出要健全环境治理法律法规政策体系，其中包括要完善金融扶持。具体包括要设立国家绿色发展基金；推动环境污染责任保险发展，在环境高风险领域研究建立环境污染强制责任保险制度；开展排污权交易，研究探索对排污权交易进行抵质押融资；鼓励发展重大环保装备融资租赁；加快建立省级土壤污染防治基金；统一国内绿色债券标准等。东方金诚信用认为，《意见》是我国现代环境治理体系建设的纲领性文件，其要求构建党委领导、政府主导、企

业主体、社会组织和公众共同参与的系统化现代环境治理体系，并对环保督察、排污许可、监测覆盖、三方治理等重点的环保机制体制提出了深化要求。《意见》提到了统一国内绿色债券标准。此外《意见》再提加快建立省级土壤污染防治基金。自2016年国务院发布《土壤污染防治行动计划》作为我国土壤污染防治工作的行动纲领以来，相关部门先后印发了《建设用地土壤污染状况调查、风险评估、风险管控及修复效果评估报告评审指南》、《建设用地土壤状况调查技术导则》等国家环境保护标准和行业指南支持土壤污染防治工作。

《办法》和《意见》的发布是党中央、国务院推进生态文明建设，坚决向环境治理宣战的重大举措，是系统开展环境治理的重要战略部署，对确保生态环境质量改善、各类自然生态系统安全稳定具有重要作用。两份纲领性文件的出台无疑将进一步扩容土壤修复资金，带动土壤修复行业提速，进而推动土壤修复行业的高质量发展。

2020年7月15日，国家绿色发展基金股份有限公司在上海市揭牌运营，首期募资规模885亿元。基金由财政部、生态环境部、上海市人民政府三方发起成立，财政部委托上海市人民政府进行管理，采取公司制形式，注册资本885亿元，长江经济带沿线11省、金融机构和大型企业均参与出资，股东共26位。国家绿色发展基金首期存续期间主要投向长江经济带沿线11省市，适当投向其他重大战略区域。东方金诚信用认为，作为我国生态环保领域第一个国家级政府投资基金，国家绿色发展基金将引导和激励更多社会资本参与绿色环保产业，成为绿色金融支持绿色可持续发展的新动能。在2016年七部委《关于构建绿色金融体系的指导意见》发布之后，已有几十只各级政府发起设立的绿色发展基金，政府通过设立绿色发展基金使财政支持进入绿色金融领域，体现了生态

环境保护的公共属性，并通过基金的引导示范作用，影响社会对绿色金融的态度，发挥市场在资源配置中的决定作用。同时，绿色基金也能够与绿色信贷和绿色债券等其他绿色金融工具互为补充，通过发挥各类绿色金融工具和组合工具的优势，通过绿色金融体系的不断完善和发展，支持经济社会的绿色发展。

（三）在深注册上市公司拟强制披露环境信息，强制性环境信息披露将分步骤开展

2020年6月28日，《深圳经济特区绿色金融发展条例（草案）》（以下简称“条例（草案）”）提请市人大常委会会议审议，《条例（草案）》要求从2022年起在深注册的上市公司要强制披露环境信息。《条例（草案）》提出，按照规模大小对金融机构和实体企业分步骤开展强制性环境信息披露。自2022年1月1日起，在特区内注册的上市公司、绿色债券发行人、已经享受绿色金融优惠政策的融资主体、市生态环境主管部门认定的重点排污单位要披露环境信息。从2023年1月1日起，总部或者分支机构在深资产规模500亿元以上的银行、资产管理规模100亿元以上的机构投资者、资产管理规模100亿元以上的公募基金管理人和50亿元以上的私募基金管理人应当披露环境信息。

2020年11月6日，湖州率先落地实施全国金融标准化技术委员会的《金融机构环境信息披露指南（试行）》，发布全国首份区域性环境信息披露报告，包括1份环境信息披露区域报告以及19家湖州市主要银行业金融机构环境信息披露报告。

东方金诚信用认为，环境信息披露是绿色金融发展的重要基础，强化上市公司环境信息披露，让信息透明化，有助于推动企业改善环境、绿色转型，也有利于资本市场识别绿色企业，从而更好地发挥资本市场的资源配置功能，促进资源向绿色企业倾斜。而作为绿色金融的首批改革试点地区，湖州市通过统一标准模板

等措施，积极引导金融机构开展环境信息披露，提升信息披露公信力和真实性，不断强化银行机构的责任担当。近些年，我国不断加强对环境信息披露的重视程度，相继颁布了与企业环境信息披露相关的系列制度和法规，环境信息披露从自愿性到强制性，制度日趋完善，规定更加细化，标准逐步提高。如2003年原国家环保局发布我国第一个关于企业环境信息披露的规范《关于企业环境信息公开的公告》，即要求列入重污染企业进行环境信息披露。2006年深交所发布《上市公司社会责任指引》，作为一项企业自愿遵循的“常规建议”规定，开启了交易所指导上市企业信息披露之路。2015年香港港交所出台《环境、社会及管治报告指引》开展上市公司强制ESG信息披露工作。2016年之后，央行、证监会等监管机构也针对上市公司环境信息披露、公司治理等责任管理方面出台了一系列政策要求，适时推动A股上市公司强制披露非财务信息。

（四）新版绿债目录征求意见，绿色债券标准统一在望

2020年7月8日，中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会就《关于印发〈绿色债券支持项目目录(2020年版)〉的通知(征求意见稿)》，面向社会公开征求意见。征求意见稿对《绿色产业指导目录(2019年版)》三级分类进行了细化，增加为四级分类。其中一级分类包括节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级、绿色服务六大类。此外，征求意见稿为后续与国际相关标准的接轨，删除了化石能源清洁利用的相关类别并将部分项目相关的贸易和消费融资活动也纳入支持范围。

东方金诚信用认为，征求意见稿细化了绿色项目的范畴和类型，建立了绿色项目的分类标准体系，降低了绿色标准识别成本，提升了绿色金融业务管理规范性，实现了国内绿色债

券市场在支持项目和领域上的统一，是绿色金融标准工作的一项重大突破。此外，征求意见稿在四级分类中删除了化石能源清洁利用的相关类别，一方面为更好地与国际上气候债券、可持续发展债券等未纳入化石能源清洁利用的标准接轨，体现负责任大国的担当，另一方面也有助于提升中国在国际绿色债券标准领域的国际话语权，推进我国能源结构的进一步绿色转型升级，增强绿色产业的国际竞争力。国内绿色债券标准的统一，不仅能够规范我国绿色债券发展，规避监管套利；而且能够进一步提升我国绿色债券在国际市场的认可度，吸引更多的境外发行人和国际投资者进入中国市场，发行绿色熊猫债或投资国内绿色金融产品，丰富我国绿色债券发行主体，更好推动绿色债券市场的发展。

（五）多部委联合支持气候投融资，驱动绿色低碳发展

2020年10月21日，为全面贯彻落实党中央、国务院关于积极应对气候变化的一系列重大决策部署，更好发挥投融资对应对气候变化的支撑作用，对落实国家自主贡献目标的促进作用，对绿色低碳发展的助推作用，生态环境部、国家发改委、人民银行、银保监会、证监会联合发布《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》（以下简称《指导意见》）。

东方金诚信用认为，气候变化是当前人类社会面临的巨大威胁之一，气候变化所带来的全球温度升高将对全球生态带来破坏性后果。为积极应对全球气候变化，各国在《巴黎协定》的引导下承担减排责任。2020年9月，习主席在联合国大会一般性辩论上做出了重大宣誓，表明中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。东方金诚信用认为，《指导意见》是气候投融资领域的纲领性文件，凝聚了国家在应对

气候变化方面相关部委的共识，动员和激励更多社会资本投入气候变化领域，并明确以气候投融资体系的制度安排为气候相关投融资保驾护航。

三、展望

受新冠疫情的持续影响，2020年我国境内绿色债券市场发行规模较2019年同期降低22.98%。随着国内疫情形势的好转，各地绿色金融政策频频落地，绿债发行节奏有望逐步恢复，绿色债券市场整体将延续持续向好态势。

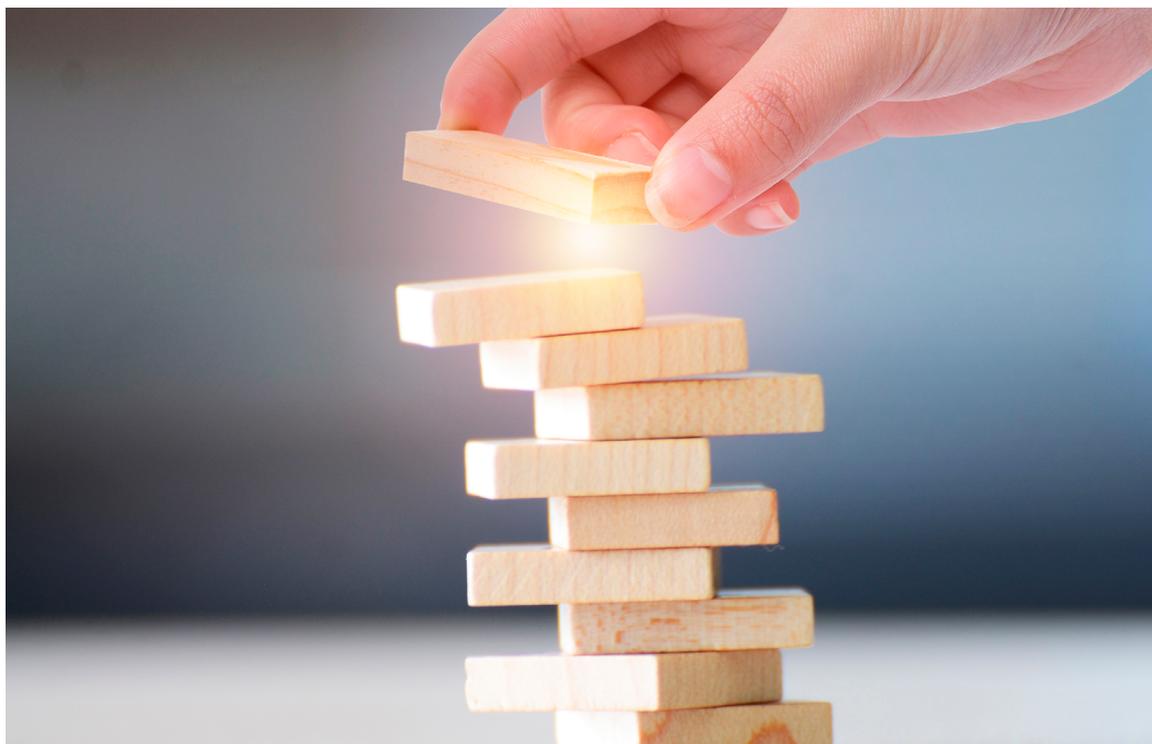
（一）绿债标准有望统一，绿色债券市场潜力将进一步释放

在宽信用预期和基建对经济的支撑作用凸显的情况下，2021年“两新一重”将依然成为信用债的主要发力点，包括大数据、智慧城市、城市轨道交通、新能源及配套汽车充电桩等领域的基础建设投入对绿色金融起到实质性的推动作用。值得关注的是，2020年7月8日《绿色债券支持项目目录（2020年版）》（以下简称“《新版目录》”）发布征求意见稿。《新版

目录》以《绿色产业指导目录（2019年版）》为基础，增加了债券市场绿色项目类型，如绿色农业、可持续建筑、水资源节约和非常规水资源利用的分类层级，并丰富扩展了农业和生态保护等领域的支持项目范围。《新版目录》的推出，为各个细分领域提供了明确的发行指引，操作性更强，便于市场判断绿色项目，有利于未来绿色债券进一步释放市场潜力。东方金诚信用预计，2021年绿债发行节奏逐步恢复，绿色债券市场整体将延续向好态势。

（二）受国家宣布碳中和目标和“十四五”规划建议等利好消息的刺激，节能和新能源等相关绿色产业长期受益

2020年9月22日，在第75届联合国大会期间，中方提出将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。11月3日，《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》）发布，在“十四五”规划中，在“推动



绿色发展，促进人与自然和谐共生”部分，要求将绿色发展体现到经济社会发展的各领域各方面，并从加快推动绿色低碳发展、持续改善环境质量、提升生态系统质量和稳定性、全面提高资源利用效率等方面作出专门部署。《建议》对绿色发展作了总体框架的统筹安排，并且贯彻到“十四五”规划的各项领域各方面。相信为了达到这一目标，节能和新能源行业、造林、农林废弃物利用、垃圾资源化利用等绿色产业将受到更多支持。东方金诚信用认为，“十四五”时期的生态文明建设将会在“绿水青山就是金山银山”和绿色发展理念的引领之下，开启绿色发展的新征程，并对绿色发展提出了新的要求和举措，这将会更有利于自然生态环境保护和修复治理，并推动经济社会绿色低碳的深入发展。

（三）绿债品种分布格局更趋均衡，绿色债券创新产品不断涌出

从发行券种来看，绿色债券的发展涉及金融债、公司债、企业债、债务融资工具、资产支持证券、市政债等各类主要品种，分布格局更趋均衡。2020年，为应对疫情对企业融资环境和短期流动性带来的负面影响，绿色疫情防控债应运而生，及时保障疫情防控企业融资需求的同时，亦丰富了绿色债券市场创新产品。随着后疫情时代的到来，国际社会一直呼吁推动经济绿色、低碳复苏，绿色债券市场亦能够为经济的绿色增长提供更多的发展空间。未来，绿色债券市场或将推出更多的绿色创新产品，为绿色增长提供新的复苏引擎。

（四）单只绿债规模或呈下降趋势，中小企业发行绿色债券积极性有望提升

继2019年上半年绿色公司债发行规模及数量首次超越绿色金融债以来，2020年绿色公司债继续领跑绿色债券市场，而绿色债券主体的多元化使得平均单只绿色债券发行规模较去年同期降低4.95亿元。在疫情过后的绿色复苏

阶段和国家对中小企业大力支持的情况下，绿色债券有望更多的满足创新型中小企业的融资需求，可以预期2021年以后年度将有越来越多的创新型中小企业进入绿色债券融资市场，单只绿色债券的发行规模或将呈下降趋势。2020年10月23日，发改委等六部委发布《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》（以下简称《意见》），提出切实降低企业生产经营成本、强化科技创新支撑、完善资源要素保障、着力解决融资难题、引导扩大转型升级投资、巩固提升产业链水平、深入挖掘市场需求潜力、鼓励引导民营企业改革创新、统筹推进政策落实等9个方面38项具体举措。

《意见》进一步放宽民营企业市场准入；放开石油、化工、电力、天然气等领域节能环保竞争性业务；制定鼓励民营企业参与铁路发展的政策措施，支持民营企业参与重大铁路项目建设以及铁路客货站场经营开发、快递物流等业务经营；推动检验检测机构市场化改革，鼓励社会力量进入检验检测市场等。东方金诚信用认为，在新冠肺炎疫情对民营经济、中小微企业造成冲击的影响下，这一政策的出台为民营企业发展再次注入强大动力。一方面《意见》进一步放宽了民营企业进入石化等节能环保竞争性业务、重大铁路项目建设、检验检测等领域的门槛；另一方面也再次强调了要拓展民营经济直接融资渠道。作为直接融资的重要方式，发行债券是民营企业缓解融资困境、优化融资结构的有效举措。而从民营企业在绿色债券市场的表现来看，截至2020年12年末，民营企业发行绿色债券的规模占比均值仅为1.93%，作为绿色债券的重要参与者，这个市场份额仍非常小。在绿色发展的大背景下，《意见》中进一步放宽的产业领域中也包含了相当的绿色产业，因此通过发行绿色债券也有望成为民营企业支持实体经济、改善企业融资结构的重要渠道，并有利于持续激发民营企业活力和创造

力，促进民营企业绿色债券融资规模的提升。

（五）银行业绩评价征求意见，绿色金融激励约束将再升级，绿色金融债规模将不断扩大

2020年7月21日，中国人民银行发布《关于印发〈银行业存款类金融机构绿色金融业绩评价方案〉的通知（征求意见稿）》（以下简称《方案》），对2018年7月发布的《关于开展银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价的通知》（银发〔2018〕180号）进行了更新。《方案》明确了绿色金融业绩评价的实施原则、覆盖的业务范围、实施责任主体及被考核对象、评价周期、数据来源、评价方法、评价结果的应用场景等内容，并对前期考核过程中遇到的极端情况和因政策调整导致的过渡期进行了特别安排。央行对银行绿色信贷业绩的评价拓展到对其绿色金融业务的整体评价，丰富了商业银行绿色金融业务的覆盖范围，促进银行在绿色债券、绿色股权投资、绿色信托等新业态的业务拓展和积极创新。同时，在评估结果运用方面，将银行绿色金融业绩评价结果由“纳入MPA考核”拓展为“纳入央行金融机构评级”，加强了对银行开展绿色金融业务的激励约束机制。

当前，我国的金融体系仍呈现出银行主导型金融的特点，银行在我国绿色金融市场中也占有较大份额，其中绿色信贷规模超过10万亿，银行发行的绿色金融债规模占到全部绿色债券规模的一半以上。通过不断完善银行类绿色金融制度，加大对银行业的绿色金融激励约束，可以使银行业在绿色金融发展中发挥更重要作用，推动银行绿色金融的规模化发展，可以预见的是银行存款类金融机构绿色金融业绩评价方案的推出将极大促进整个银行体系绿色化的转变，2021年银行等相关金融机构将加强绿色金融体系建设，绿色金融债发行将有望再度升温。

（六）ESG投资环境逐渐改善，ESG激励约束制度逐步形成，绿色价值投资将兴起

随着国家碳达峰、碳中和目标的提出，

ESG投资理念逐渐明确，ESG投资作为实现碳达峰、碳中和目标的重要抓手将迎来史无前例的“风口”。数据显示，2020年国内泛ESG指数数量增至52只，泛ESG公募基金数量则增至127只，资产规模1209.72亿元，达到历史最高水平。“十三五”（2016-2020）期间，我国泛ESG指数数量增长34%，泛ESG公募基金数量增长79%，资产规模增长109%。

2021年中国人民银行工作会议要求，逐步健全绿色金融标准体系，明确金融机构监管和信息披露要求，建立政策激励约束体系，完善绿色金融产品和市场体系，持续推进绿色金融国际合作。值得关注的是，在金融机构制度环境方面，ESG相关的激励约束制度建设正在逐步完善。2020年银保监会发布的《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》明确要求，银行业和保险业将ESG纳入授信全流程，强化ESG信息披露与利益相关者交流互动。证券市场方面，有关部门近年来在推动上市公司ESG信息披露方面提供了相关指引。2020年9月，深交所修订《上市公司信息披露工作考核办法》，提到对上市公司履行社会责任的披露情况进行考核，重点关注的方面包括“是否主动披露环境、社会责任和公司治理(ESG)履行情况，报告内容是否充实、完整。”

目前来看，中外绿色金融标准趋同的趋势不可避免，强制环境信息披露制度也将逐步建立，加之数字基础设施的完善，绿色金融融资成本将大大降低，在此背景之下，ESG投资者群体将不断增加，这都将对绿色债券发展起到正向的促进作用。目前基金公司、商业银行等机构已对ESG投资发展有较好的引导推动作用，随着ESG评级标准的建立，将促使国际金融市场理解中国市场定价体系，绿色价值投资理念也将兴起，金融机构也应抓住ESG投资风口，在ESG评级体系、ESG数字基础设施等方向进行发力。■

碳中和债创新拉动绿债发行， 一季度绿债同比大幅增长

——2021 年一季度我国绿色债券市场分析

文 | 绿色金融团队 方怡向 武慧斌 闫娜 王璐 高东

本期要点：

- 碳中和债券创新拉动绿债发行，一级市场绿债发行数量规模同比双增长：一季度境内新发行绿色债券 82 只，发行规模 1185.76 亿元，规模数量实现双增长。超七成绿色债券采用第三方认证披露环境信息数据，清洁能源领域发行夺魁，发行主体地域偏好明显。
- 二级市场现券交易规模同比小幅提升：一季度境内“贴标”绿色债券在二级市场现券交易额为 1405.20 亿元，较去年同期增长 12.23 个百分点。绿色中票和绿色企业债券交投活跃度保持较高水平，绿色金融债交投活跃度有所下降。
- 一季度不同券种的绿色债券成本优势差异明显：主要券种绿色债券发行利率环比下降，碳中和债发行成本优势显现。
- 一季度重点政策及市场动态：碳中和目标推动经济体系加速转型，碳中和债创新推出，全国碳交易市场蓄势待发；证监会首次将 ESG 信息纳入投资者关系指引，深交所指出上市公司初步形成 ESG 意识

一、绿色债券一级市场

1. 一季度绿债发行规模 1185.76 亿元，碳中和助力绿色低碳发展

一季度境内共有 82 只“贴标”绿色债券发行，发行规模共 1185.76 亿元，包括 9 只绿色金融债、7 只绿色企业债、28 只绿色公司债、22 只绿色中期票据、4 只绿色超短期融资券、9 只绿色 ABN 和 3 只绿色企业 ABS。一季度境内新发行绿色债券约占同期全球绿色债券发行规模的 21.42%^[1]。2021 年一季度境内新发行绿色债券的数量同比增长 51.85%，规模同比增长 132.10%。自 2016 年至 2021 年一季度末，我国境内新发行绿色债券累计 793 只，规模达 1.26 万亿元。

2021 年一季度，为响应碳中和国家战略目标，在中国人民银行的指导下，交易商协会于 2 月 9 日正式推出碳中和债。南方电网、三峡集团、华能国际、国家电投集团、四川机场集团、雅砻江水电等 6 家企业注册的首批碳中和债成功发行。上海证券交易所和深圳交易所也分别于 2 月 25 日和 3 月 5 日相继推出碳中和公司债券。截至 2021 年 3 月末，碳中和债已成功发行 32 只，规模达到 551.35 亿元，债券类别涉及公司债、超短期融资券、中期票据和资产支持证券。此次推出的碳中和债，作为绿色债券的子品种，募集资金用途主要集中于新能源、绿色建筑、清洁交通等领域，这也正是

注：[1] 据气候债券组织 CBI 统计，2021 年第一季度，全球绿色债券发行规模为 843.2 亿美元，约合人民币 5535.2707 亿元。

实现节能降碳的重点领域，是产业结构、能源结构向绿色低碳转型的发力点。而绿色债券贴标“碳中和”，更有利于使投资者识别气候友好型绿色金融产品，满足气候投融资需求。为了精准识别出碳中和债，交易商协会明确要求碳中和债需要披露碳减排等环境效益信息，确保碳减排效益“可计算、可核查、可检验”，建议发行人聘请第三方专业机构出具评估认证报告。高标准的提出，将使碳中和债的信息披露更加透明，为高质量的碳中和债发展提供保障。同时，为达成国家的碳中和目标，在减排的同时还可以发挥在碳吸收相关项目的资金配置作用。目前，《绿色债券支持项目目录》中对碳吸收类项目的类别主要包括“二氧化碳捕集、利用与封存工程建设和运营”、“碳汇林、植树种草及林木种苗花卉”等。未来，随着中国碳定价机制的完善，碳价的升高将提升碳吸收类项目的商业可行性，成为气候投融资青睐的领域。



数据来源：wind 资讯，东方金诚信用整理

2. 非金融企业绿色债券数量及规模保持增长，绿色金融债券重回三甲

2021 年一季度非金融企业绿色债券数量及规模保持增长态势。从债券类型上来看，绿色中期票据、绿色金融债、绿色公司债发行规模分列绿色债券市场前三位，占比分别为 30.73%、22.10% 和 20.84%。自去年绿色金融债发行规模持续萎缩后，本季度绿色金融债发行规模重回三甲，且单只债券发行规模最大，达 29.11 亿元。自 2016 年至 2021 年一季度末，国内绿色金融债发行规模达 5535.70 亿元，占绿色债券全部

注：[2] 发行期限分布未将绿色资产支持证券纳入统计。

发行规模的 43.88%，依然是国内绿色债券市场最大的发行品种。

表 1：2021 年一季度各类绿色债券发行情况

债券类型	发行数量 (只)	数量占比 (%)	发行规模 (亿元)	规模占比 (%)	单只规模* (亿元)
绿色公司债	28	34.15	247.10	20.84	8.83
绿色金融债	9	10.98	262.00	22.10	29.11
绿色企业债	7	8.54	78.00	6.58	11.14
绿色中期票据	22	26.83	364.40	30.73	16.56
绿色超短期融资券	4	4.88	90.00	7.59	22.50
绿色资产支持证券	12	14.63	144.26	12.17	12.02
总计	82	100.00	1185.76	100.00	14.46

数据来源：wind 资讯，东方金诚信用整理

注*：单只规模指平均单只债券发行规模，下表同

3. 银行间市场绿债发行规模及数量居高，跨市场单只绿债融资规模高

一季度超半数绿色债券在银行间市场发行，较去年同期提升 12.84 个百分点。从发行规模看，一季度银行间债券市场仍为绿色债券的主要发行场所，占比达 56.63%；交易所和跨市场发行的绿债规模占比平分秋色，同比均有所回落，分别降低 12.54 和 0.30 个百分点（见表 2）。

表 2：2021 年一季度境内“贴标”绿色债券发行市场数量及规模

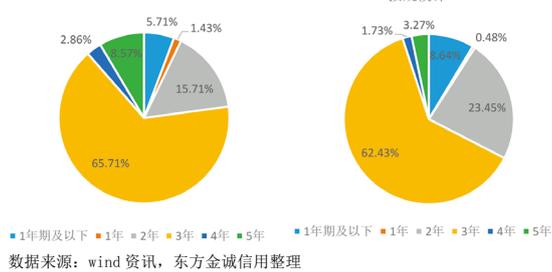
发行市场	发行数量 (只)	数量占比 (%)	发行规模 (亿元)	规模占比 (%)	单只规模 (亿元)
银行间	42	51.22	671.45	56.63	15.99
交易所	31	37.80	266.31	22.46	8.59
跨市场	9	10.98	248.00	20.91	27.56
总计	82	100.00	1185.76	100.00	14.46

数据来源：wind 资讯，东方金诚信用整理

4. 发行期限以三年期为主，超七成采用第三方认证

从发行期限看^[2]，一季度绿色债券发行期限仍集中在 3 年期，其发行数量及规模占比分别为 65.71% 和 62.43%。根据公开资料统计，2021 年一季度新发行的绿色债券中 72.12% 采用第三方绿色认证。

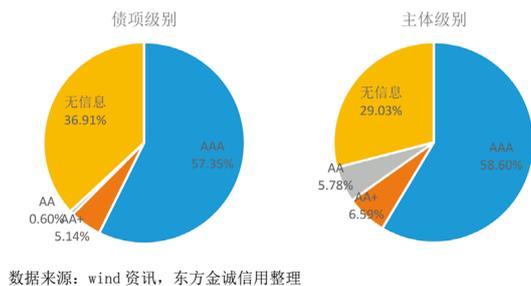
图 2：2021 年一季度绿色债券发行期限数量（左）及规模（右）分布



5. 发行主体及债项级别仍集中于高等级信用

从债项和主体级别来看，2021 年一季度债项和主体的信用级别仍以高信用等级为主。对应 67 个发行主体中，AAA 级别占比达到 58.60%，债券级别 AAA 级的占比达到 57.35%。

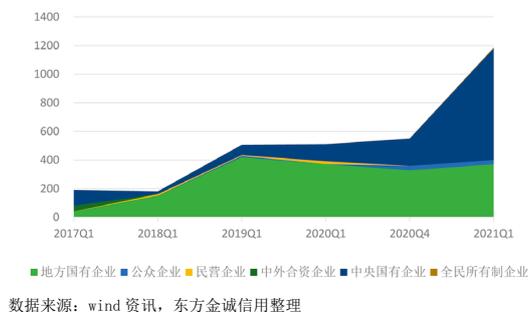
图 3：2021 年一季度绿色债券债项（左）及主体（右）级别分布



6. 发行主体中国企占比超九成，清洁能源领域发行夺魁

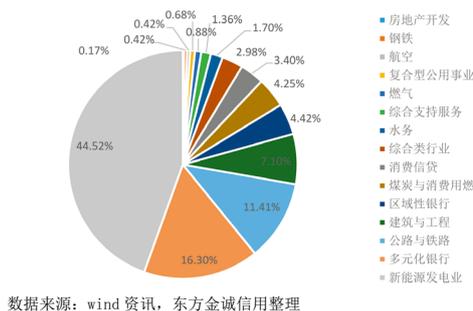
从发行主体的企业性质方面看，2021 年一季度绿色债券的 67 个发行主体中，主体覆盖地方国有企业、中央国有企业、公众企业和全民所有制企业，国有企业（中央国企和地方国企）依然是绿色债券发行绿色债券的主力军，占比达到 97.00%，其中中央国有企业占比环比同比分别增长 42.39 个百分点和 30.99 个百分点。

图 4：2021 年一季度绿色债券发行人主体性质分布情况



按照 wind 资讯四级行业分类划分，一季度 67 个发行主体中，行业分类继续保持了多元化发展，新能源发电业（28 只，524.30 亿元）、多元化银行（1 只，192.00 亿元）、公路与铁路运输（12，134.36 亿元）、建筑与工程（15 只，83.60 亿元）的发行数量和发行规模分列行业前四位。

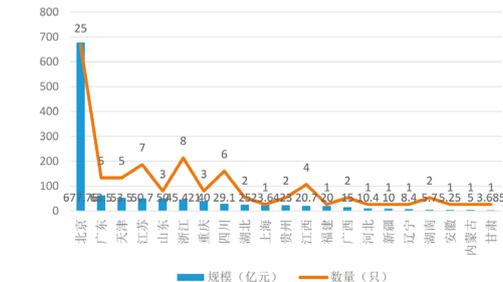
图 5：2021 年一季度绿色债券发行人行业分布情况



7. 北京地区发行一枝独秀，东部地区持续发行

2021 年一季度绿色债券的发行主体分布在 21 个省（直辖市）。除北京市一枝独秀，发行规模高达 677.76 亿元外，其他省市的发行规模均未超过百亿元。从发行集中度来看，东部地区保持了较好的持续发行，广东、天津、江苏、山东、浙江等省的绿色债券发行规模在 40 至 60 亿元规模左右（见图 6）。

图 6：2021 年一季度绿色债券发行主体地域分布明细



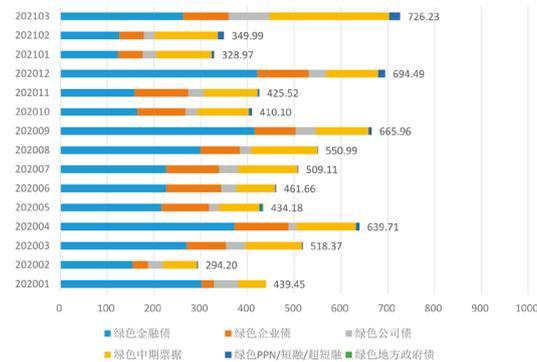
二、绿色债券二级市场

1. 绿色债券现券交易规模

2021 年一季度，中国境内“贴标”绿色债券在二级市场现券交易额为 1405.20 亿元，较去年同期（1252.02 亿元）增长 12.23 个百分点，

环比降低 8.16 个百分点（见图 7）。从现券交易走势来看，绿色金融债依然是绿色债券二级市场交易的主要类型，一季度绿色金融债现券交易额占比为 36.41%（见表 3）。

图 7：2020 年 1 月 -2021 年 3 月境内“贴标”绿色债券分债券类别各月二级现券交易额



数据来源：wind 资讯，东方金诚信用整理

表 3：2021 年一季度境内“贴标”绿色债券不同类别现券交易额及发行规模占比

债券类型	现券交易额 (亿元)	交易额占比 (%)	发行规模 ^[3] (亿元)	发行额占比 (%)
绿色金融债	511.61	36.41	262.00	24.58
绿色企业债	202.82	14.43	78.00	7.55
绿色公司债	139.59	9.93	247.10	23.43
绿色中期票据	509.98	36.29	364.40	35.74
绿色 PPN/短期融资券	41.20	2.93	90.00	8.71
合计	1405.20	100.00	1041.50	100.00

数据来源：wind 资讯，东方金诚信用整理

2. 交易活跃度分析

截至 2021 年一季度，境内上市的 679 只“贴标”绿色债券中，共有 435 只发生二级市场现券交易（见图 8），发生交易的绿色债券占总上市绿色债券的比重达 64.06%，较 2020 年同期（45.51%）增加 18.55%，上市债券交易活跃度涨幅明显。

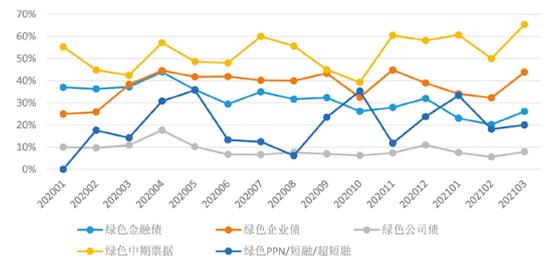
分券种来看，绿色债券交易格局延续 2020 年态势，未发生大的变动，绿色中期票据和绿色企业债券交易活跃度保持在较高水平。绿色金融债交易活度有所下降，月度现券交易只数占发行只数比例已经下降至 40% 以下，绿色公司债和绿色 PPN/短融/超短融交易活跃度较低（见图 9）。

图 8：2021 年一季度境内“贴标”绿色债券二级市场交易数量及占比情况



数据来源：wind 资讯，东方金诚信用整理

图 9：2020 年 1 月 -2021 年 3 月各类绿色债券交易债券数量与上市债券数量占比变化



数据来源：wind 资讯，东方金诚信用整理

三、绿色债券发行成本分析

1. 主要券种绿色债券发行利率环比下降，AAA 发行主体占比环比增加

发行利率方面，2020 年 AAA 发行主体信用债违约增加，尤其是受四季度永煤事件冲击，债券市场信心受到重创，新发信用债利率在 2020 年四季度出现抬升。随着监管层面杜绝逃废债的定调和永煤化债方案获得投资者认可，2021 年一季度，信用债市场开始回暖，市场情绪有所缓和，但信用分化愈加明显。2021 年一季度，绿色债券主要券种绿色金融债、绿色公司债、绿色企业债、绿色中票和绿色超短融的加权平均发行利率分别为 3.17%、4.32%、4.80%、3.40% 和 2.57%，除绿色超短融外，其他主要券种较去年四季度分别下降 43bp、42bp、28bp、85bp（见表 4）。除市场较去年四季度有所回暖外，主要因为市场风险偏好的降低导致 AAA 发行主体占比的进一步提升，2021 年一季度绿色债券 AAA 发行主体占比超过 60%，而 2020 年四季度占比仅略高于 40%。

注：[3] 此处未统计绿色资产支持证券

表 4：2021 年一季度绿色债券主要券种发行期限及发行利率统计表

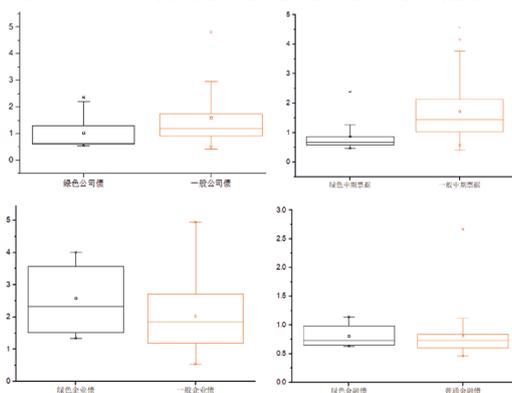
券种	样本数量 (个)	加权平均期限 (年)	发行利率区间 (%)	加权平均发行利率 (%)	环比变化 (bp)
绿色金融债	9	3.00	3.07-4.00	3.17	-43
绿色公司债	28	3.84	3.35-7.30	4.32	-42
绿色企业债	7	6.74	4.23-6.90	4.80	-28
绿色中期票据	22	2.74	3.25-5.20	3.40	-85
绿色超短融	4	0.48	2.35-2.75	2.57	36

数据来源: wind 资讯, 东方金诚信用整理

2. 绿色中期票据和绿色公司债具有发行成本优势, 碳中和债融资成本优势显现

发行利差方面, 东方金诚信用通过债券发行利率减去相同起息日、相同期限的国债到期收益率, 得到个券发行利差。2021 年一季度绿色信用债发行利差中位数为 92bp, 对应券种的普通信用债发行利差中位数为 125bp, 整体看绿色债券仍具有发行成本优势。分券种来看, 绿色公司债和绿色中期票据发行成本优势明显 (详见图 10)。

图 10：2021 年一季度绿色信用债与一般信用债分券种利差对比



数据来源: wind 资讯, 东方金诚信用整理

以 2021 年一季度同时发行了碳中和债和普通债券的发行主体为分析对象, 考察碳中和债的发行成本。2021 年一季度共有 32 只碳中和债发行, 其中共有 4 个发行主体既发行了碳中和债也发行了普通债。在券种和发行期限都相同的情况下, 这 4 个发行主体发行的碳中和债相较于普通债券都具有发行成本优势, 见表 5。

表 5：相同主体碳中和债和普通债券发行利率比较

序号	发行主体	债券简称	起息日	发行券种	发行期限 (年)	票面利率 (%)	是否有成本优势
1	中国南方电网有限责任公司	21 南电 MTN001	2021/2/25	中期票据	3	3.66	是
		21 南电 GN001	2021/2/9	中期票据	3	3.45	
2	苏州苏高新集团有限公司	21 苏州高新 MTN002	2021/3/3	中期票据	3	3.80	是
		21 苏高新 GN001	2021/3/9	中期票据	3	3.60	
3	四川省机场集团有限公司	21 四川机场 MTN001	2021/1/18	中期票据	3	3.68	是
		21 四川机场 GN001	2021/2/7	中期票据	3	3.60	
4	深圳市地铁集团有限公司	21 深铁 04	2021/3/15	公司债	3	3.63	是
		21 深铁 02	2021/3/8	公司债	3	3.64	
		21 深铁 G1	2021/2/26	公司债	3	3.50	

数据来源: wind 资讯, 东方金诚信用整理

四、重点政策及市场动态

1. 碳中和目标推动经济体系加速转型, 全国碳交易市场蓄势待发

- 1 月 5 日, 生态环境部公布《碳排放权交易管理办法 (试行)》, 本办法适用于全国碳排放权交易及相关活动, 包括碳排放配额分配和清缴, 碳排放权登记、交易、结算, 温室气体排放报告与核查等活动, 以及对前述活动的监督管理。该办法自 2021 年 2 月 1 日起施行。
- 1 月 13 日, 生态环境部发布《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》。生态环境部相关负责人表示, 出台《指导意见》, 主要是加快推进应对气候变化与生态环境保护相关职能协同、工作协同和机制协同, 加强源头治理、系统治理、整体治理, 以更大力度推进应对气候变化工作, 实现减污降碳协同效应, 为实现碳达峰目标与碳中和愿景提供支撑保障, 助力美丽中国建设。
- 2 月 2 日, 国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》

(国发〔2021〕4号)。对加快建立健全绿色低碳循环发展的经济体系作了顶层设计和总体部署，旨在统筹好经济发展和生态环境保护建设的关系，促进经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化。

- 3月30日，生态环境部就《碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）》公开征求意见。根据《条例》，碳排放配额分配包括免费分配和有偿分配两种方式，初期以免费分配为主，根据国家要求适时引入有偿分配，并逐步扩大有偿分配比例。同时，条例首次提出国家建立“碳排放交易基金”，并明确有偿碳排放配额收入的用途。

【评论】积极应对气候变化、加快建立绿色发展体系已成为我国的工作重点之一，国家主席习近平于2020年9月宣布我国碳达峰、碳中和的“3060”目标以来，去年年底的中央经济工作会议中将“做好碳达峰、碳中和工作”列为重点任务之一，今年年初正式公布的十四五规划中首次将碳达峰和碳中和目标写入其中。**东方金诚信用认为**，碳达峰和碳中和“30·60”目标的提出将加速推动我国经济绿色转型升级，对我国能源结构和产业转型产生深远影响。实现碳中和目标的路径可大致从提升可再生能源比例、工业提质增效、碳捕集与封存等三方面进行，预计未来光伏、风电等可再生能源装机容量及发电量贡献率将持续提升，传统高耗能行业如钢铁、化工、有色面临较大的转型风险，碳捕集与封存等技术有望获得一定突破并扩大推广应用范围。与此同时，我国碳交易市场的配套制度也在积极完善，为实现6月份全国碳交易市场的启动而积极准备。随着碳中和目标的提出以及全国碳交易市场的正式启动，预计未来碳市场参与主体和交易量都将有大幅提升，金融属性也将更加明确，企业碳盘查、第三方机构碳核查的需求将大大增

加，全国碳市场未来可期。

2. 碳中和债成市场亮点，交易商协会明确碳中和债机制

- 为响应碳中和国家战略目标，交易商协会在人民银行的指导下，于2月9日正式推出碳中和债，南方电网、三峡集团、华能国际、国家电投集团、四川机场集团、雅砻江水电等6家企业注册的首批碳中和债成功发行。碳中和债作为绿色债务融资工具的子品种，募集资金专项用于具有碳减排效益的绿色项目。紧随其后，上交所于2月25日、深交所于3月5日也纷纷推出碳中和公司债券。
- 3月18日，中国银行间市场交易商协会发布《关于明确碳中和债相关机制的通知》，《通知》所称碳中和债，是指募集资金专项用于具有碳减排效益的绿色项目的债务融资工具。《通知》称，碳中和债募集资金应全部专项用于清洁能源、清洁能源、可持续建筑、工业低碳改造等绿色项目的建设、运营、收购及偿还绿色项目的有息债务，募投项目应符合《绿色债券支持项目目录》或国际绿色产业分类标准，且聚焦于低碳减排领域。《通知》建议发行人聘请第三方专业机构出具评估认证报告。按照“可计算、可核查、可检验”的原则，对绿色项目能源节约量（以标准煤计）、碳减排等预期环境效益进行专业定量测算，提升碳中和债的公信力。

【评论】一季度碳中和债的创新推出成为我国债券市场的一大亮点，此后交易商协会也率先明确了碳中和债的相关机制，对募集资金用途、环境效益测算、募集资金管理等作出具体规定。**东方金诚信用认为**，碳中和债的推出是金融机构助力碳中和目标实现的体现，金融机构可在配置社会资源、引导和塑造产业结构、促进绿色投资和消费等绿色低碳实践方面发挥

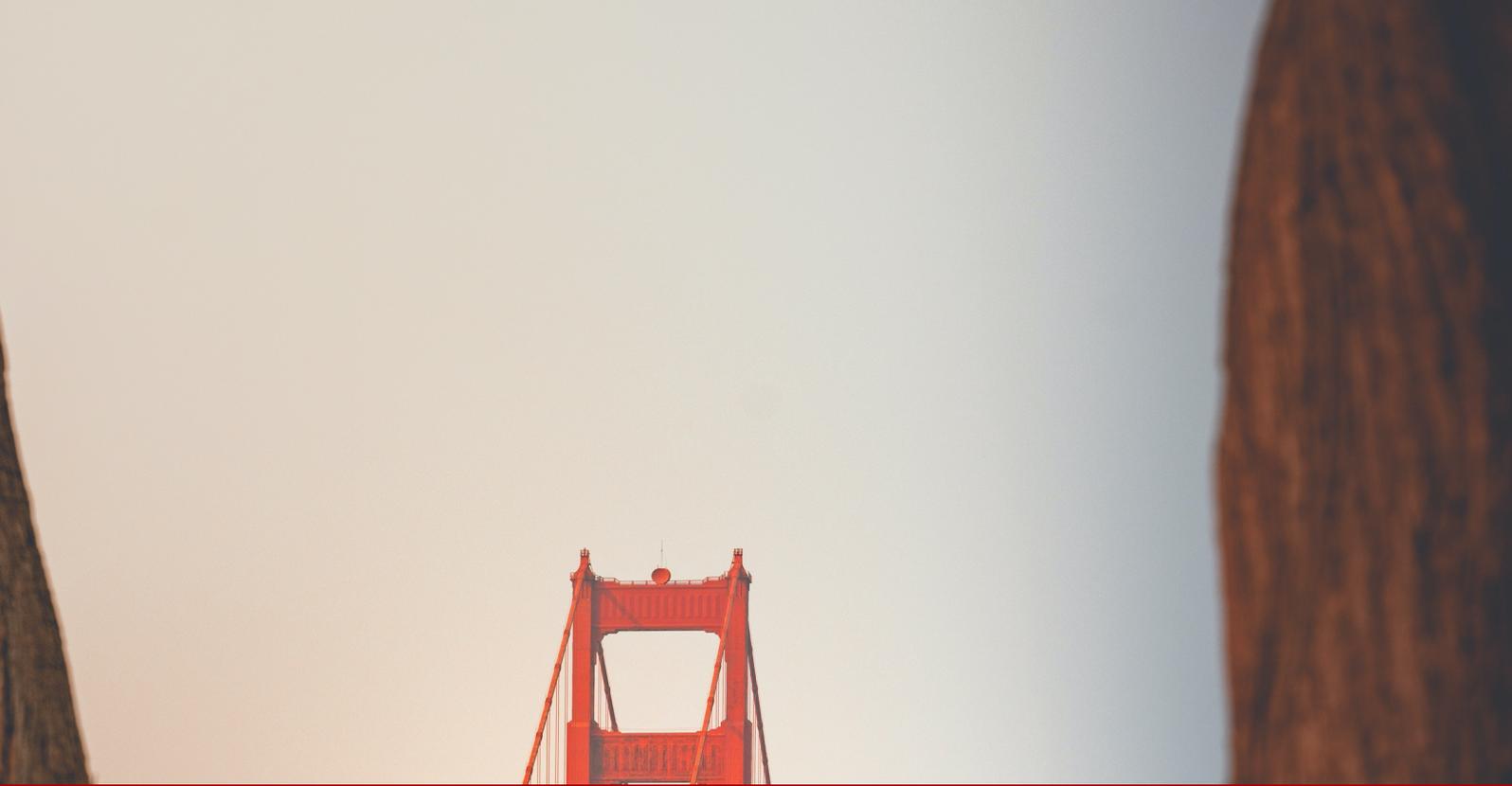
积极作用。作为绿债的一个子品种，碳中和债聚焦低碳减排领域，且对于环境效益的定量测算有着更高要求，这有助于提升碳中和债的公信力，也对发行人和第三方专业机构提出更高要求。预计未来围绕碳排放权的债券、碳资产抵质押融资、碳期货等碳金融产品将增加，建议企业积极开展碳盘查，摸清碳家底，以便于更加准确地制定碳减排规划与实施路径，加强碳资产管理；建议金融机构加大对碳金融产品的研究投入并适时开展产品创新，在落实国家的碳达峰和碳中和重大决策部署中积极发挥作用。

3. 证监会首次将 ESG 信息纳入投资者关系指引，深交所指出上市公司初步形成 ESG 意识

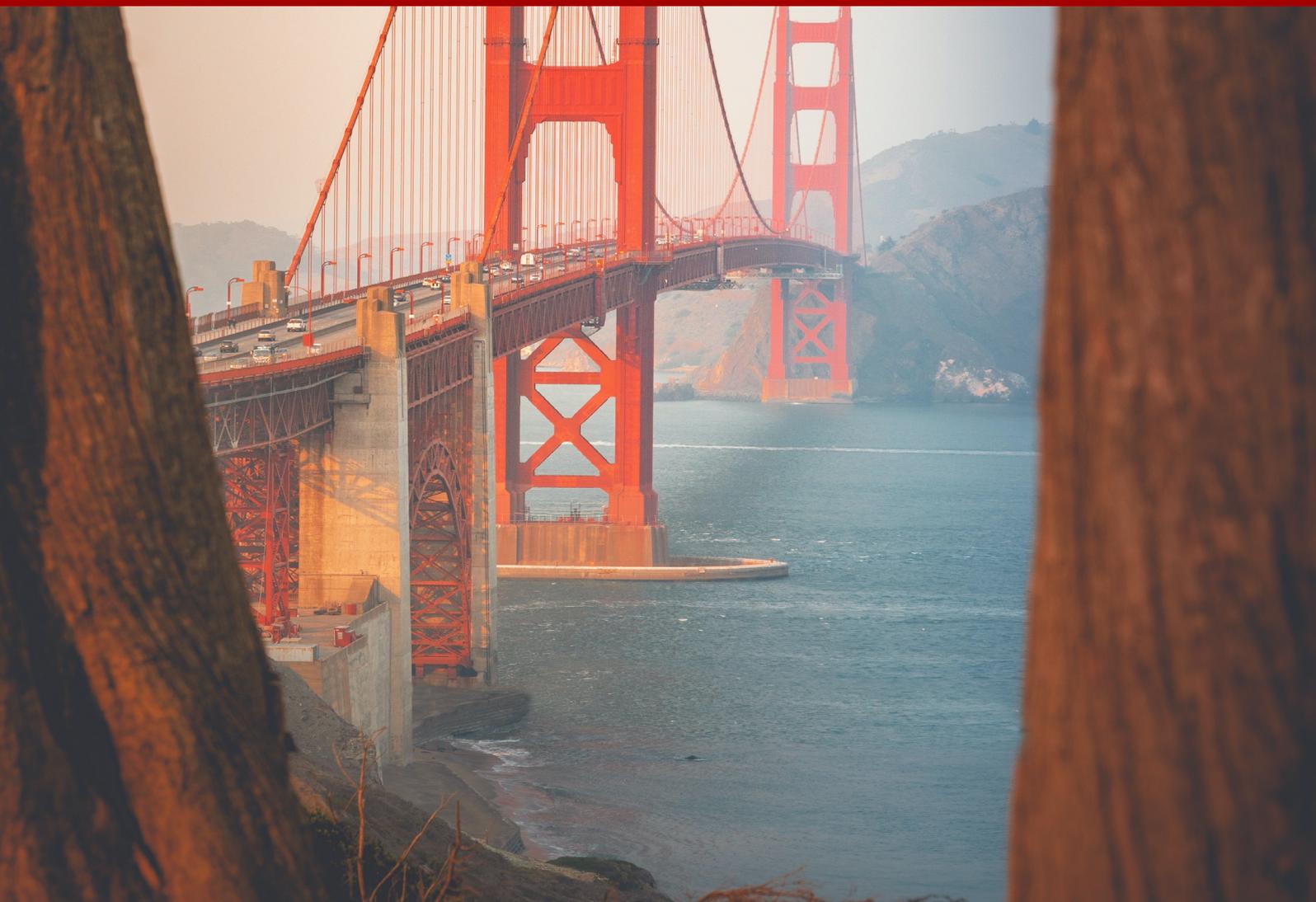
- 2月5日，证监会就《上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）》公开征求意见。征求意见稿主要修订内容如下：一是进一步明确投资者关系管理的内涵，从内容、方式和目的等维度对投资者关系管理进行界定；二是进一步增加和丰富投资者关系管理的内容及方式，同时对近年来实践中的良好做法予以固化；三是强化对上市公司的约束，强化上市公司“关键少数”的主体责任，同时明确投资者关系管理活动中的禁止情形和监督管理要求。关于“进一步增加和丰富投资者关系管理的内容及方式”，修订说明特别强调：落实新发展理念的要求，根据新修订的《上市公司治理准则》（证监会公告〔2018〕29号）要求，在沟通内容中增加公司的环境保护、社会责任和公司治理（ESG）信息。这是证监会首次在投资者关系管理指引中纳入 ESG 信息。
- 4月9日，深交所发布《上市公司2020年投资者关系管理状况调查报告》，这是深交所连续第二年开展此类调查活动，共收到2,290份有效问卷，覆盖97%的深市上

市公司。报告指出，上市公司初步形成 ESG 意识，有意愿与投资者交流 ESG 信息。92%的上市公司认为 ESG 属于投关工作的范畴，70%的公司认为 ESG 评级对投资者信心有重要影响，约一半的公司表示2020年曾答复过 ESG 相关提问、披露过 ESG 相关信息。

【评论】2018年9月证监会发布了修订后的《上市公司治理准则》，确立 ESG 信息披露基本框架，近年来证监会也一直在积极完善上市公司强制性环境信息披露制度。东方金诚信用认为，此次证监会在《上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）》中首次纳入 ESG 信息体现了监管机构对于 ESG 信息披露的重视以及持续推动 ESG 信息披露的决心。ESG 投资理念受到了越来越多人的关注，多个 ESG 主题基金成立，包括华夏银行、中国农业银行在内的银行理财引入 ESG 投资理念，推出 ESG 主题产品，此外保险公司也积极探索将 ESG 纳入长期发展规划。碳中和战略背景下，ESG 投资理念有望获得更多投资者关注和认可，有效的 ESG 信息也将成为上市公司与投资者沟通的关键内容，以及投资者价值判断的重要依据。■



评级行业国有力量代表



双循环是贯穿“十四五”规划的一条主线 ——“十四五”规划要点解读

文 | 研究发展部 王青 冯琳

3月11日，全国人大通过“十四五”（2021年到2025年）规划和2035年远景目标纲要（以下简称“《纲要》”）。《纲要》全文超过7万字，涵盖经济发展、深化改革、生态文明、民生福祉、国家等十九个维度，为下个五年制定了指标、指明了方向，集中体现未来五年国家战略意图和中长期发展目标。由此，准确把握《纲要》精髓，对于理解未来五年乃至中长期宏观政策导向、宏观经济走势具有重要意义。

一、在形势判断方面，《纲要》认为“当今世界正经历百年未有之大变局”，“十四五”期间需要“统筹发展和安全”。

主要受科技与产业变革驱动，一段时期以来世界各国经济发展态势、国际力量格局对比发生深刻调整，“东升西降”是大势所趋势，并正在引发全球地缘政治格局发生重要演变。这意味着未来五年国际格局演化态势总体对我有利，同时我国经济社会发展面临的外部环境趋于复杂，挑战性上升。这是“当今世界正经历百年未有之大变局”的基本内涵。在这一大的背景下，《纲要》首次设立“安全发展”专篇，要求加强国家安全体系和能力建设，对保障粮食、能源资源和金融安全等作出具体安排，将“安全”上升到重要高度。

二、在战略规划方面，双循环是贯穿“十四五”规划的一条主线，核心是“独立自主+高水平开放”。

在《纲要》的概述部分之后，紧接的是

“坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势”，“加快发展现代产业体系，巩固壮大实体经济根基”，“形成强大国内市场，构建新发展格局”。以上三个部分既规划了推动经济高质量发展的主要动力，同时也是壮大内循环，实现“独立自主”的三根支柱：科技自主，产业链安全和内需驱动。

首先，在外部环境挑战性增强的背景下，关键技术必须掌握在自己手里。下一步需要通过强化科技自主创新，解决类似芯片领域的“卡脖子”问题。为此，《纲要》提出要发挥新型举国体制优势，打好关键核心技术攻坚战；同时通过科技体制改革，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力。

其次，《纲要》明确要求“深入实施制造强国战略，坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化。”《纲要》取消了“十三五”规划中的“服务业增加值比重”指标^[1]，强调“保持制造业比重基本稳定”，并要求“引导产业链关键环节留在国内”，主要目标是降低可能出现的“断供”风险。我们注意到，2020年金融机构对制造业的贷款达到此前5年之和，未来制造业、特别是高端制造业仍将是政策倾斜的重点。

第三，《纲要》要求“坚持扩大内需这个战略基点”，全面促进消费，拓展投资空间。这意味着未来我国要逐步减少对出口市场的依赖，进一步加大内需对经济增长的贡献率。《纲要》提出“优先发展农业农村，全面推进乡村

注：[1]即“服务业增加值/GDP”，设立的主要目的是推动服务业在国民经济中的占比提升。

振兴”，直接目标就是通过增加农民收入，释放农村消费潜力，补齐农村消费短板。而“完善新型城镇化战略”则要实现两个目标：一是继续推进农村人口城镇化，壮大消费基础。2020年我国城镇人口的年人均可支配收入为4.4万元，远高于农村人口的1.7万元。根据国家统计局数据，2020年我国城镇化率（城镇常住人口/总人口）为60%，在同等发展水平（人均GDP在1万美元左右）国家中明显偏低。

“十四五”期间我国将进一步放开户籍限制，加快农业转移人口市民化，引导更多农村劳动力向第二产业和第三产业转移，提升其劳动生产率及收入与消费水平。二是在新型城镇化建设过程中，教育、医疗、养老等公共服务需要大量资金投入，交通、通讯等基础设施建设也需要持续更新升级，这将为“拓展投资空间”提供重要推动力。

《纲要》提出，要把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。而“全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制”则是进一步畅通国内生产、流通、分配、消费大循环的关键所在。我们预计，下一步深化供给侧改革将主要围绕“堵点”较多的要素市场化配置领域展开，通过加大土地、资本、劳动力、技术、数据要素的市场化配置，引导国内生产要素禀赋变化，释放国内经济增长的内生动力，夯实扩大内需基础。

第四，《纲要》在第十二篇提出“实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面”。这意味着双循环新发展格局绝非关起门来搞建设。这与《纲要》判断“和平与发展仍然是时代主题”相呼应，意味着未来我国将更好利用国际国内两个市场、两种资源，通过国内和国际市场有效联通，改善经济增长中的全要素生产率。我们判断，下一步我国对外开放的重点有两个：

一是依托我国大市场优势，通过扩大商品进口，培育国内消费市场，带动国内制造业转移升级；二是进一步加大服务业开放，全面增强服务业竞争力，打造“中国服务”品牌。

三、“十四五”期间将淡化经济增速目标，着重推进经济高质量发展。

与“十三五”规划不同，《纲要》未提出下个五年的经济增长量化指标，而是将GDP增长目标改为定性表述，即“保持在合理区间、各年度视情提出”。这首先体现了我国经济管理重心已从高速度转向高质量，“不以GDP论英雄”；同时，在未来五年内外部环境存在较大不确定性的背景下，不框定具体的量化增速目标，有利于更从容地应对各类风险挑战，增强宏观政策的灵活性，也有利于引导各地方、各部门把工作重心放在提高经济发展质量上。

当然，不提目标并不意味着不要经济增长。综合考虑未来一段时期我国人口、资本及全要素生产率的变化趋势，我们判断“十四五”期间我国GDP年均增速将保持在4%至5%的中高速增长水平。这一方面将确保我国在2025年人均国民收入跨过高收入国家门槛，另一方面也有助于宏观经济在稳增长、调结构和防风险之间达到综合平衡，为切实推进高质量发展、绿色发展提供较为充裕的政策空间。■

预算管理改革进一步深化 防范化解隐性债务风险基调未变

——《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》解读

文 | 研究发展部 张伊君 刘暮菡

4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(以下简称《意见》)，明确了6个方面的重点改革措施。其中关于政府债务风险防范和化解，《意见》提出：健全地方政府依法适度举债机制，完善以债务率为主的政府债务风险评估指标体系；防范化解地方政府隐性债务风险，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算等。

从相关内容本身来看，《意见》提出的多项措施在以前的诸多政策文件中已有提及，但措辞更为严厉，举措也更具操作性。《意见》非常明确地表达了中央政府压降债务率、化解隐性债务的决心，强调“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”。具体有如下方面：

1、健全地方政府依法适度举债机制，控制政府杠杆率

3月15日的国常会要求“保持宏观杠杆基本稳定，政府杠杆率要有所下降”。《意见》也明确提出“充分发挥财政政策逆周期调节作用，安排财政赤字和举借债务要与经济逆周期调节相适应，将政府杠杆率控制在合理水平，并预留应对经济周期变化的政策空间”，这体现了政府对此政策的一贯性。

根据前期对政府债务率的统计，目前省级政府法定债务率大多在120%以内，总体可控。

因此关于地方政府一般债务和专项债务管理，主要是从风险防控和风险预警入手，如《意见》明确了健全地方政府债务限额确定机制、完善专项债券管理机制、完善以债务率为主的政府债务风险评估指标体系、加强风险评估预警结果应用等措施。从这一角度看，结合对财政支出结构优化的要求，未来政府债务融资或更多考虑资金用途实用性、成本等方面。

2、防范化解地方政府隐性债务风险要求下，重大战略、国家发展规划重点区域或将得到更大的财力支持

“政府过紧日子”的要求不断被强调，政府支出方面始终保持着有保有压，要求坚决兜住“三保”（保基本民生、保工资、保运转）底线，因此政府显性债务角度看，杠杆率压降的难度较大，政府杠杆率可以更多从地方政府隐性债务的角度关注。

防范化解隐性债务一直是近年来财政领域的重点问题，“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的总体基调亦保持了一贯性，本次《意见》的表述与此前相比有所趋严，强调“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”，将相关工作提高到了政治纪律的高度，表明了中央政府防控相关风险的决心。

从防范化解的措施来看，对地方政府、国有企业事业单位、金融机构和地方融资平台公司

等相关主体均进行了全面风险管理。此外,《意见》还提出“健全市场化、法治化的债务违约处置机制,鼓励债务人、债权人协商处置存量债务,切实防范恶意逃废债”。化解隐性债务或对债务率偏高的地区造成较大压力。由于化解存量隐性债务的任务仍然较重,地方政府不可避免的需要挤出一部分财政支出用来还债。而减税降费要求下政府财政收入或承压,这对于本身债务率就高的省份来说,财政压力相对更大。

本次《意见》用较大的篇幅明确了财政预算管理方面改革措施,强调预算硬约束,要求加强重大决策部署财力保障。结合此前《建立现代财税体制》中的表述“适当上移并强化中央财政事权和支出责任……加强中央直接履行的事权和支出责任”,可以看出,未来中央权威将进一步加强,将在未来发展中发挥重要的作用,《意见》突出的重点是加强预算统筹,集中力量办大事。我们判断,未来重大战略、国家发展规划重点区域或将得到更大的财力支持。

3、重提允许地方融资平台破产清算引导市场预期,进一步厘清政府债务与企业债务边界,城投融资环境整体趋紧

融资平台公司是地方政府隐性债务最主要的来源,因此防范化解隐性债务,重要的是规范地方融资平台公司融资行为,也是一直以来中央化债工作的重点。此次《意见》重新提出“清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”。上述内容沿用了此前专门文件中的表述,也表明了中央在进一步厘清政府债务与企业债务边界,逐步化解隐性债务这一问题上态度没有发生改变。2018年9月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中就提到,“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平

台公司,依法实施破产重整或清算”,剥离政府融资职能则更早就已明确要求。但从不断出台的相关政策来看,目前地方政府隐性债务问题依然没有得到非常有效的控制,地方政府通过城投公司违规增加隐性债务的情况可能依然不同程度的存在。

从中央地方政府关系和财政收支的角度来看,目前财政体制改革还在持续推进,中央和地方事权和财权分配制度还有待进一步理顺,城投公司产生和发展的基础依然存在。疫情发生后,投资领域的各类项目落地又再一次强化了城投公司在地区经济发展的重要性。这也是一直以来隐性债务规模居高不下的原因之一。

这一问题的产生有其历史根源,可以说是中央政府、地方政府、金融机构和融资平台公司各方博弈的综合结果,因此问题的解决不是一朝一夕,但中央政府遏制隐性债务增量的态度非常明确。随着今年我国经济的持续复苏,政策将努力保持经济运行在合理区间,重提对失去清偿能力的融资平台要依法实施破产重整或清算也是希望引导市场预期,打破城投刚兑信仰。但从目前来看,若真有承担政府融资职能的城投公司由于失去清偿能力而直接破产清算,将会对市场有较大冲击,加之今年是城投债和地方政府债务到期的大年,因此各地对于城投公司破产清算会慎之又慎。但我们也关注到,近期监管密集出台关于地方政府隐性债务化解政策,城投公司融资环境趋紧,部分负债率高、短期债务到期规模大以及非标融资占比较高的城投公司债务滚续压力加大,城投债面临的流动性风险或提升。■

聚焦公司债发行典型问题 把好债券风险管控入口关

——交易所公司债券审核新规解读

文 | 研究发展部 冯琳 于丽峰

2021年4月22日，沪深交易所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》（以下合并简称《指引》），对公司债券审核中的重点关注事项及相关信息披露要求作出规定。《指引》围绕组织机构和公司治理、经营情况、财务状况、特定情形发行人等方面，明确了需审慎确定申报规模和募集资金优先用于偿还存量公司债券的若干情形，同时强化了信息披露和风险提示要求，体现了扶优限劣、防范过度融资风险的监管思路。《指引》与近期防范化解地方政府隐性债务风险、降低房地产行业杠杆率、加强信用债市场信息披露与压实中介责任等政策一脉相承，有利于强化重点领域风险防控，保护投资者合法权益。

东方金诚对此解读如下：

1. 《指引》的适用范围既包括公开发行公司债券的发行上市审核，也包括非公开发行公司债券的挂牌条件确认。

尽管《指引》名称为“公司债券发行上市审核规则适用指引（审核业务指引）”，但《指引》明确除公开发行公司债券的发行上市审核外，非公开发行公司债券的挂牌条件确认也参照适用。从背景来看，截至2021年4月23日，交易所公司债存量规模为9.22万亿，其中私募

债存量规模4.56万亿，占据公司债市场半壁江山。更为重要的是，由于私募债发行条件相对宽松，发行主体资质较公募公司债明显偏低，其存量规模中，主体评级AA级占比37.3%（公募公司债这一比例仅为3.9%）。从近期增量情况看，一季度交易所私募债净融资额2660亿，远高于公募公司债的仅12亿，其中主体评级AA级占比61.7%。私募债市场的持续“膨胀”和主体资质较弱带来的风险积聚，要求加强对私募债发行的风险防控，此次《指引》明确指出适用范围包括私募债，即具有较强的指向性。

2. 《指引》强化了发行人针对性信息披露和风险提示要求，明确了需审慎确定申报规模和募集资金应优先偿还存量公司债券的若干情形

《指引》重点关注发行人组织机构运行及公司治理情况、经营情况、资产负债结构与现金流量等财务状况，并围绕上述关注点明确了发行人应加强针对性信息披露和风险提示、审慎确定公司债券申报规模以及募集资金应优先用于偿还存量公司债券的若干情形（详见附表）。我们提示关注以下要点：

1. 《指引》明确了发行人控股股东、实际控制人和董监高相关信息披露的重点，包括涉嫌违法违规、被采取强制措施或存在严重失信行为、存在重大负面舆情、高比例质押、冻结或发生诉讼仲裁、董事和高管

变动频繁或变动人数比例较大等事项。“重大负面舆情”又包括频繁受到监管关注或问询、面临大额诉讼、存在被媒体质疑的重大事项，其中，“被媒体质疑”提示发行人关注媒体公关和舆情管理的重要性。

2. 《指引》关注发行人非经营性往来占款和资金拆借相关事项。在《指引》中，交易所首度明确提出对非经营性往来占款和资金拆借余额的量化审核要求。规定发行人非经营性往来占款和资金拆借余额超过最近一年末经审计总资产3%的，应充分披露并作风险提示；超过5%的，应承诺债券存续期内不新增非经营性往来占款和资金拆借余额；超过10%的，募集资金原则上应用于偿还存量公司债券。
3. 《指引》关注发行人有息债务结构，对非标融资、短期债务占比较高的发行人加以限制。《指引》明确，若发行人同时存在银行借款余额低于有息负债总额的30%、银行借款与公司债券外其他公司信用类债券余额之和低于有息负债总额的50%这两种情形的，募集资金应优先用于偿还存量公司债券。换言之，如果发行人非标融资占有息负债比例过半，则募集资金用途将会受到限制。在今年为资管新规过渡期最后一年、非标继续压降的大环境下，需警惕非标融资占比较高的发行人信用风险。
4. 《指引》规定发行人非公开发行公司债券余额占净资产比例达到40%，再次申请非公开发行公司债券的，募集资金应用于偿还存量公司债券。按照新《证券法》的要求，公司债发行取消了“累计债券余额不超过公司净资产40%”的限制，《指引》重提40%红线限制，但相较“累计债券余额”，“非公开发行公司债券余额”针对的是私募债规模较大的情况，这也对应前文所述此次《指引》明确指出适用范围包括私募债，

对于防控私募债发行风险具有较强的指向性。

5. 《指引》关注发行人非流动性资产和受限资产占比过高以及“存贷双高”情形。《指引》规定，发行人非流动资产占总资产的比例显著高于同行业可比企业的、权利受限制的资产账面价值超过总资产50%的，应强化针对性的信息披露，后者还需审慎确定债券申报规模。同时，若发行人“存贷双高”，应详细说明具体原因及合理性。“存贷双高”背后可能存在财务造假、关联方大额占款或未披露的大额受限资金等情况，强化“存贷双高”相关信息披露，体现了对投资者权益的保护。

3.《指引》明确了特定情形发行人的特殊信息披露及相关核查情况，对“子强母弱”、低于AA级（含）的城投和“踩红线”房企三类特定情形发行人予以重点关注。

根据《指引》要求，针对经营成果主要来自子公司的投资控股型发行人，应结合母公司资产受限、资金拆借、有息负债、对核心子公司控制力、股权质押、子公司分红政策、报告期内实际分红等情况披露投资控股型架构对发行人偿债能力的影响。若发行人母公司单体资产质量较低、盈利能力较弱、有息债务负担较重的，即出现“子强母弱”情形的，应审慎确定公司债券申报规模，募集资金应优先用于偿还存量公司债券。

城投方面，《指引》明确总资产规模小于100亿或主体信用评级低于AA（含）的城投平台，应采取调整债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化偿债保障能力。这意味着，小规模、低评级城投公司债发行受到限制，其中负债率高、短期债务到期规模大以及非标融资占比较高的主体债务滚续压力加大，提示关注该类型城投平台非标或私募债违约风险。

房企方面，《指引》规定发行人存在扣除预收款后资产负债率较高、净负债率较高或现金对短期债务覆盖程度较低情形的，应结合报告期内经营情况、财务状况细化本次债券的偿付安排，制定切实可行的偿债保障措施。《指引》所述情形恰好对应房企“三道红线”，即要求“踩红线”房企强化偿债保障。

此外，《指引》要求发行人首次申请发行公司债券的、报告期内曾发生公司债券或其他债务违约或延迟支付本息的发行人、报告期内发行人主体信用评级下调的，以及发行人短期债券余额占比显著高于同行业可比企业，且报告期内短期债券余额呈大幅增长趋势的，应审慎确定公司债券申报方案。

4、《指引》对存在信用风险隐患的重点领域公司债发行规模和资金使用的要求，与防范化解地方政府隐性债务风险、降低房地产行业杠杆率等政策一脉相承，将对相关主体债券融资行为和信用债市场结构产生重要影响。

城投方面，今年以来，政策对于地方政府隐性债务风险的关注度提升。3月15日，国常会首提“政府杠杆率要有所降低”，剑指地方政府隐性债务；4月8日，财政部部长刘昆在《人民日报》发表署名文章《努力实现财政高质量发展》，文中着重谈及地方政府隐性债务风险、“保工资、保运转、保基本民生”风险和金融风险三大领域风险；4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，首提“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”。

与“严控隐性债务增量”、“降低政府杠杆率”的政策思路一脉相承，《指引》明确城投平台申报发行公司债券，不得新增地方政府债务，同时对小规模、低评级城投平台公司债发行加以限制，以防范过度融资风险，这将对相关主体融资行为产生重要影响。我们关注到，截至2021年4月23日，存量公司债中主

体评级为AA级的城投债^[1]数量占比20%，债券余额占比13%，其中私募债在所有主体评级为AA级的城投公司债中占比超过97%。同时，今年一季度信用债市场净融资几乎全部由城投债贡献^[2]，主体评级AA级城投债净融资规模占全市场的27%，其中80%为交易所私募债。此番《指引》明确城投平台“总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的……审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力”，AA级城投公司债净融资规模和占比相对较高的情况或出现逆转。

房企方面，在“房住不炒”的总基调下，去年下半年以来房地产调控持续加码，房地产金融政策亦全面收紧，房企控负债、降杠杆压力加大。尤其是去年8月开始试点的“三道红线”融资新规（剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1）以及去年末针对银行的房地产资产占比压降“两道红线”（房地产贷款占比、个人住房贷款占比），令房企债权融资受限。从交易所债券市场来看，今年一季度房地产公司债净融资规模已经转负，因此，《指引》对房企发行人的要求更多体现在偿付风险防范和偿债保障机制建设上。

最后值得一提的是，近年来，在公司信用类债券部际协调机制框架下，交易所和银行间债券市场规则统一不断推进。从注册制改革、信息披露到中介机构监管等政策发布情况看，两市场监管协调程度不断提高，监管套利空间正逐步消失。因此，从监管配合的角度看，后续银行间债券市场相关政策或将跟进，可能会针对中票、（超）短融、定向工具发行人推出与《指引》相匹配的审核标准。

注：[1]Wind口径城投债。

注：[2]据Wind数据，2021年一季度信用债（含企业债、公司债、中票、（超）短融和定向工具）净融资额6671亿，城投债净融资额6397亿。

附表 1 《指引》规定需审慎确定公司债券申报规模的情形

1	发行人控股股东、实际控制人存在债务违约等负面情形，并对发行人公司治理、经营情况或偿债能力造成严重不利影响
2	最近一期未发行人对外担保余额超过当期末净资产
3	报告期内发行人有息债务结构发生大幅变化
4	报告期内发行人短期债务占比显著上升或最近一期末有息债务构成以短期债务为主
5	发行人合并报表范围内公司债券存量余额较大且存在显著债务集中兑付压力
6	发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产比例达到 40%，再次申请非公开发行公司债券
7	报告期内有息负债余额年均增长率超过 30%、最近一年末资产负债率超过行业平均水平且速动比率小于 1；最近一年末资产负债率、有息负债与净资产比例均超出行业平均水平的 30%
8	最近一期未发行人权利受限制的资产账面价值超过总资产 50%
9	发行人盈利能力缺乏可持续性且显著影响偿债能力的
10	发行人母公司单体资产质量较低、盈利能力较弱、有息债务负担较重的
11	城市建设企业总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的

附表 2 《指引》规定募集资金应优先用于偿还存量公司债券的情形

1	发行人控股股东、实际控制人存在债务违约等负面情形，并对发行人公司治理、经营情况或偿债能力造成严重不利影响
2	发行人非经营性往来占款和资金拆借余额超过最近一年末经审计总资产 10%
3	银行借款余额低于有息负债总额的 30%；银行借款与公司债券外其他公司信用类债券余额之和低于有息负债总额的 50%。
4	发行人偿债能力因有息债务结构变化受到显著不利影响
5	报告期内发行人短期债务占比显著上升或最近一期末有息债务构成以短期债务为主
6	发行人合并报表范围内公司债券存量余额较大且存在显著债务集中兑付压力
7	发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产比例达到 40%，再次申请非公开发行公司债券
8	报告期内有息负债余额年均增长率超过 30%、最近一年末资产负债率超过行业平均水平且速动比率小于 1；最近一年末资产负债率、有息负债与净资产比例均超出行业平均水平的 30%
9	发行人盈利能力缺乏可持续性且显著影响偿债能力的
10	发行人母公司单体资产质量较低、盈利能力较弱、有息债务负担较重的
11	城市建设企业总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的

监管创新推出“碳中和债” 绿色债券市场迎来发展“新风口”

文 | 研究发展部 冯琳

2021年2月9日，交易商协会官网发布动态，提到“在绿色债务融资工具项下创新推出碳中和债”^[1]，同日，南方电网、三峡集团、华能国际、国家电投集团、四川机场集团、雅砻江水电等6家企业注册的首批碳中和债成功发行。2月24日-25日，国家能源集团、国家电投、华能集团、核工业集团、华能天成融资租赁公司等5家企业先后在上交所披露绿色公司债券（专项用于碳中和）发行公告，成为交易所市场上首批碳中和绿色公司债发行人。

（一）碳中和债的定义

碳中和债作为刚刚出现的创新品种，从本质上讲，仍属于绿色债券的子品种。与传统绿色债券相比，主要差别在于其募集资金使用项目除需符合《绿色债券支持名录》及其他必要的绿色项目评估标准外，还需具有碳减排效益——主要包括清洁能源类项目、清洁交通类项目和低碳改造类项目等。从已挂网发行的11只碳中和债（截至2月25日）来看，募集资金使用严格按照监管规定，聚焦碳减排领域。其中，6只交易商协会碳中和债募集资金均全部用于碳减排项目；5只交易所碳中和债募集资金全部（1只）或不低于70%（4只）用于碳减排项目，剩余部分可用于补充流动资金。我们注意到，募集资金除可用作碳减排项目的建设资金外，还可用于偿还前期已投入碳减排项目的金融机构借款。

此外，交易商协会要求碳中和债发行企业需聘请独立的第三方专业机构出具评估认证报告，对募投项目的碳减排效益及其他环境效益进行定量测算，同时强化了债券存续期的信息披露管理要求，规定发行人需对募投项目碳减排效益相关情况进行定期披露。在已发行的协会碳中和债募集说明书中，对于募投项目的碳减排和其他环境效益预估情况均有定量测算并详细列明（见表1）。而从已挂网发行的交易所碳中和债募集说明书来看，发行企业均承诺在募集资金实际投入使用后最近一次披露定期报告时，同步披露由独立第三方机构出具的项目碳中和评估认证报告；同时，在债券存续期内定期和临时报告中披露关于募集资金使用情况、碳中和项目的进展情况以及碳减排效益等相关内容。

表1：已发行协会碳中和债募投项目碳减排和其他环境效益预估情况

	年减排二氧化碳(万吨)	年节能量(万吨标煤)	年减排二氧化硫(吨)	年减排氮氧化物(吨)	年减排烟尘(吨)
21 中电投 GN001	22.23	8.29	50.58	52.74	10.28
21 雅砻江 GN001	628.76	337.04	2057	2145	418
21 四川机场 GN001	1.93	0.8717	5.32	5.55	1.08
21 三峡 GN001	3367.79	1847.76	11794.19	11310.32	2295.38
21 南电 GN001	74.35	33.64	6862.56	1110.12	44.39
21 华能 GN001	69.6	29.19	178.18	185.8	36.21

资料来源：相关债项募集说明书

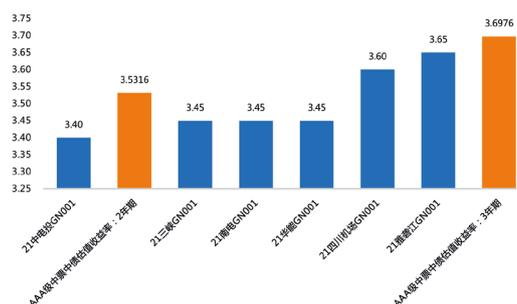
注：[1]http://www.nafmii.org.cn/xhdt/202102/t20210209_84483.html

（二）已发行碳中和债特点

我们梳理了截至2月25日已挂网发行的11只碳中和债，在发行主体、债券条款和募集资金使用方面表现出如下特征：

1. 发行人均为强资质企业。已挂网发行的11只碳中和债涉及发行企业10家，主体和债项评级均为AAA，且除四川机场集团为地方国企外，其余全部为央企。
2. 发行期限以2-3年的中期限为主。其中，2年期债券4只，3年期债券7只。
3. 发行规模差别较大。发行额最低为3亿元，最高为50亿元。
4. 协会碳中和债均为中期票据，交易所碳中和债均为一般公司债。
5. 发行人所属行业以主要为公用事业；同时，因企业属性多为央企，故所属区域主要在北京。
6. 利率方面，从已经成功发行的6只协会碳中和债来看，发行利率均低于发行当日同期限AAA级中票中债估值收益率，下浮幅度在5bp-25bp之间（见图1）。
7. 募投项目以可再生能源电力项目为主。除“21四川机场GN001”募集资金用于成都天府国际机场工程项目建设、属清洁交通类项目外，其他债项募集资金均用于水电、核电、风电、光伏等可再生能源电力项目。

图1：已发行协会碳中和债发行利率（%）



资料来源：Wind

需要说明的是，目前碳中和债发行尚处于起步试点阶段，发行主体高度集中于高等级央企，这也是已发行债券表现出上述特征的重要原因。因此，无法将上述特征视为碳中和债发行所面临的隐性条件。

（三）碳中和债的意义和前景

在2030年前实现碳达峰、2060年前实现碳中和的目标下，监管层强调金融要加大对绿色发展的支持力度，使更多金融资源投向绿色低碳领域。以此为契机，监管层创新推出聚焦碳减排的碳中和债，有利于推动绿色债券市场发展，更好发挥绿色债券这一重要绿色金融产品支持绿色发展的功能。

从发行人的角度来看，碳中和债的推出可以帮助发行企业抓住战略机遇期的政策红利，拓宽企业绿色项目融资渠道，支持企业绿色发展和低碳转型。同时，企业通过发行碳中和债

表2：已挂网发行碳中和债发行企业及债券条款情况

债券简称	发行企业	发行额 (亿)	期限 (年)	主体评级	债项评级	债券类型	企业性质	地域	行业
21中电投GN001	国家电力投资集团有限公司	6	2	AAA	AAA	中期票据	央企	北京	公用事业
21雅鲁江GN001	雅鲁江流域水电开发有限公司	3	3	AAA	AAA	中期票据	央企	四川	公用事业
21四川机场GN001	四川省机场集团有限公司	5	3	AAA	AAA	中期票据	地方国企	四川	工业
21三峡GN001	中国长江三峡集团有限公司	20	3	AAA	AAA	中期票据	央企	北京	公用事业
21南电GN001	中国南方电网有限责任公司	20	3	AAA	AAA	中期票据	央企	广东	公用事业
21华能GN001	华能国际电力股份有限公司	10	3	AAA	AAA	中期票据	央企	北京	公用事业
GC中核01	中国核工业集团有限公司	30	3	AAA	AAA	公司债	央企	北京	工业
GC华能01	中国华能集团有限公司	20	2	AAA	AAA	公司债	央企	北京	公用事业
GC国能01	国家能源投资集团有限责任公司	50	3	AAA	AAA	公司债	央企	北京	能源
GC电投01	国家电力投资集团有限公司	5	2	AAA	AAA	公司债	央企	北京	公用事业
GC天成01	华能天成融资租赁有限公司	10	2	AAA	AAA	公司债	央企	天津	金融

注：[2] 参考Wind行业分类标准

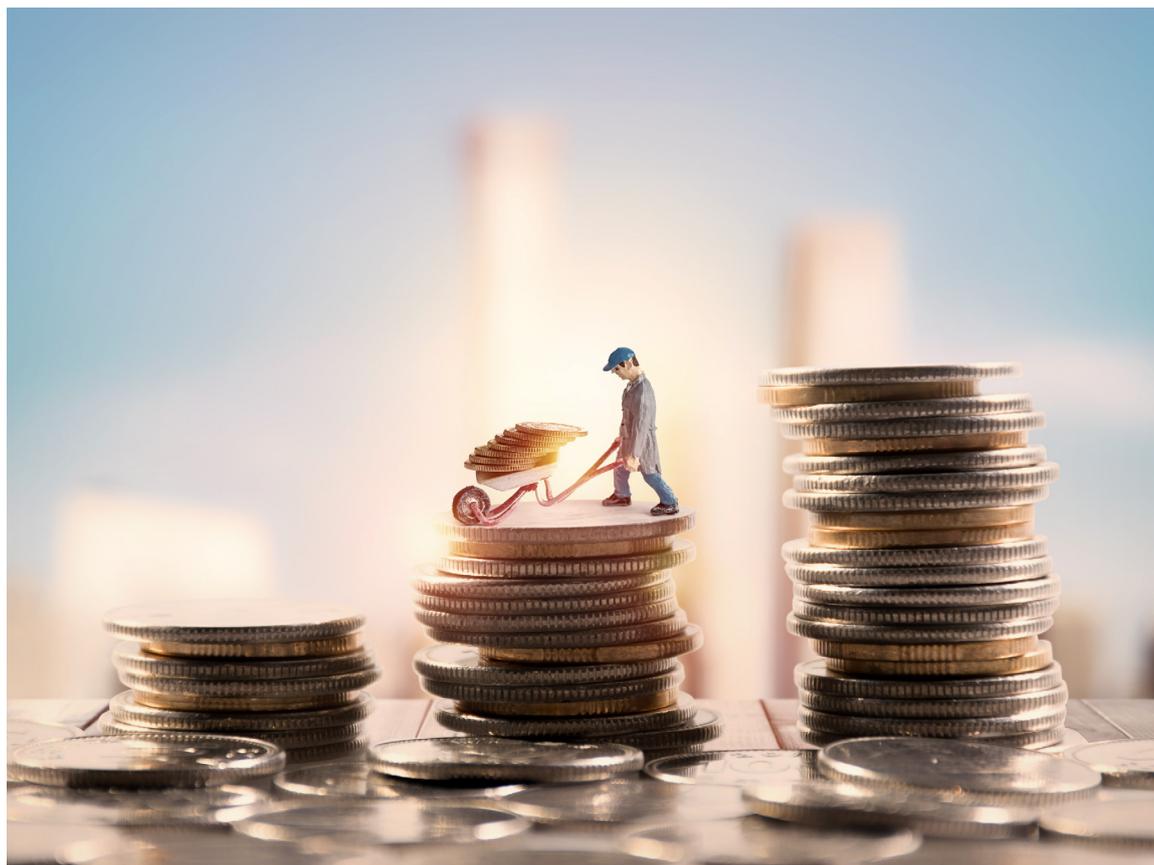
资料来源：Wind

募集的资金将切实用于具有碳减排效益的绿色项目，加之监管对环境效益信息披露要求的提高，能够让投资者及时了解募集资金使用的预期效果和实际成果。这将提升债券发行及存续期信息披露的透明度，有助于增强投资者信心，提高碳中和债对投资者的吸引力，进而利好债券发行利率的下降，助力企业降低绿色项目融资成本。

我们预计，在政策支持下，后续碳中和债发行将逐步扩容，发行主体的等级、区域和行业分布将趋于分散，募投项目类型也将更加多元化。在今年信用扩张边际放缓、债券发行监管政策趋严，信用债一级市场将有所收紧的预期下，包括碳中和债在内的绿色债券有望成为今年信用债发行整体“小年”背景下的结构性亮点。但需说明的是，目前发行碳中和债的企业均为高等级国企，高等级国企的成功发行可以起到良好的示范作用，提高发行人和投资人

对这一新品种的认可度。后续随着发行主体扩容，投资者对该品种的认可度能否维持还有待观察，这将直接影响债券发行成本和企业发行积极性，进而影响发行扩容的速度。

从中长期来看，央行在《2020年四季度货币政策执行报告》中以专栏形式提出要逐步完善绿色金融体系五大支柱，包括健全绿色金融标准体系，逐步在国内统一、与国际接轨；完善金融机构监管和信息披露要求；针对金融机构绿色金融业务构建政策激励约束体系；不断完善绿色金融产品和市场体系；加强绿色金融国际合作。东方金诚认为，信息披露的完善以及政策激励约束体系的建立有利于提高绿色债券对投资者的吸引力，绿色债券标准与国际标准的统一以及绿色金融国际合作的加强则有望为国内绿色债券市场引入外资“活水”。可以预期，围绕碳达峰、碳中和，国内绿色债券市场发展的“新风口”正在兴起。■



绿色债券迎来统一标准，碳中和征程再添新动力

——解读《绿色债券支持项目目录（2021年版）》

文 | 绿色金融团队 方怡向 武慧斌 闫娜

4月21日，在领导人气候峰会召开前一天，人民银行会同国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）正式推出《绿色债券支持项目目录（2021年版）》（以下简称“《绿债目录》（2021年版）”）。

一、发布背景

随着双碳目标的提出，加之我国生态文明建设不断向纵深推进，绿色发展内涵不断丰富，产业政策持续更新，技术标准不断升级，现行绿色债券支持项目范围的界定和技术标准也需要适时地更新升级来适应新时期绿色低碳发展的需要。为进一步规范国内绿色债券市场，充分发挥绿色金融在调结构、转方式、促进生态文明建设、推动经济绿色低碳发展等方面的积极作用，并逐步实现与国际通行标准和规范的接轨，人民银行会同发展改革委、证监会等部门，研究制定并发布了新版的《绿色债券支持项目目录（2021年版）》。

二、主要亮点与重要变化

整体而言，《绿债目录》（2021年版）在内容上与发改委等七部门于2019年印发的《绿色产业指导目录（2019年版）》（以下简称“《产业指导目录》”）高度契合，在承袭《绿色债券支持项目目录（2015年版）》基本思路的基

础上，兼顾我国经济结构、社会发展阶段特征并保持与国际接轨的原则，新版目录做出了重要的调整。

1. 新版目录与《绿色产业指导目录（2019年版）》的主要差异

《绿债目录》（2021年版）与《产业指导目录》在内容上体现了高度的一致性，在一级分类上均包含节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级、绿色服务六大类，体现了部门间政策的协同。在具体的装备标准、能效标准上，新版目录也基本与《产业指导目录》保持一致。二者的主要区别在于：

（1）涉及化石能源项目的考量

由于煤炭等化石能源本质上仍属于高碳排放项目，为更好地与国际上气候债券、可持续发展债券的标准接轨，吸引更多国际负责任投资者进入中国绿色债券市场，同时也推进我国能源结构进一步绿色转型升级，新版目录删除了煤炭等化石能源清洁利用相关的类别（见表1）。

相对煤炭、石油等化石能源来说，天然气作为化石能源仍被《绿债目录》（2021年版）纳入支持范围，如包括伴生天然气、低浓度瓦斯等能源伴生矿产资源的综合利用、天然气动力船舶、天然气输送储运调峰设施等项目。分

表 1：新版目录与《产业指导目录》在化石能源方面的对比

具体内容	《绿债目录》 (2021 年版)	《产业指导目录》 (2019 年版)
工业固体废物综合利用装备制造	1.5.1.2 脱硫石膏、磷石膏、化工废渣、冶炼废渣、尾矿、赤泥等固体废物的二次利用或综合利用装备制造及贸易活动，冶金烟尘粉尘回收与稀贵金属高效低成本回收装备等装备的制造及贸易活动。	1.3.2 包括煤矸石、粉煤灰、脱硫石膏、磷石膏、化工废渣、冶炼废渣、尾矿、赤泥等固体废物的二次利用或综合利用装备，冶金烟尘粉尘回收与稀贵金属高效低成本回收工艺与装备等的制造
燃煤电厂超低排放改造	无	2.3.2 包括脱硫、脱硝、烟尘超低排放改造、超低排放控制系统优化等燃煤发电机组超低排放改造。
非常规油气勘察开采装备制造	无	3.1.6 包括百万道级地震采集系统、多维高精度成像测井系统、深井自动化钻机、旋转导向钻井系统、并钻井液及压裂返排液处理处置装备等的制造。
海洋油气开采装备制造	无	3.1.7 包括半潜式钻井平台、钻井船、自升式钻井/作业平台、泄漏油应急处理装置等水下系统及作业装备等的制造。
煤层气(煤矿瓦斯)抽采利用设施建设和运营	无	3.2.6 包括煤层气开采设备、井下瓦斯抽采、煤层气输配管网铺设、煤层气储存设施建设、煤层气发电系统等。
传统能源清洁高效利用	无	3.3.1 清洁燃油生产，指生产合规燃油，重劣质原油、煤焦油加工技术装备，人工智能技术炼化产业应用等。 3.3.2 煤炭清洁利用，需符合符合《发展改革委 工业和信息化部关于印发〈现代煤化工产业创新发展布局方案〉的通知》(发改产业〔2017〕553 号)、《国家能源局关于印发〈煤炭深加工产业示范“十三五”规划〉的通知》(国能科技〔2017〕43 号)等国家标准。 3.3.3 煤炭清洁生产，指在煤炭生产过程中利用智能化装备和绿色开采技术，减少生态环境损害和破坏；加大煤炭洗选加工力度，提高商品煤煤质质量
燃煤发电机组调峰灵活性改造工程和运营	无	3.4.4 参照国家能源局火电灵活性改造试点项目(国能综电力〔2016〕397 号、国能综电力〔2016〕474 号)有关标准开展工程建设和运营的项目。

资料来源：公开资料，东方金诚信用整理

析原因，天然气可算是一种清洁能源，相较于其他化石能源能够产生更少的污染和碳排放，在现阶段我国能源不断向清洁化平稳转型的过程中，天然气尚承担着一定的调峰作用。随着碳达峰碳中和的不断推进，能源系统不断转型升级，天然气的战略支持作用也会适时地调整，需要适时关注监管对天然气项目的支持方向。

值得注意的是，在人行有关部门负责人对《绿债目录》(2021 年版)进行解读时提出，煤炭等化石能源清洁生产和高效利用对现阶段我国经济高质量发展有重要意义，相关部门正在积极研究转型金融相关标准。转型债券(Transition Bond)是指募集资金用于支持传统行业与能源结构向低碳直至零碳转型相关项目的债券。目前，国际资本市场协会 ICMA 于 2020 年 12 月推出气候转型融资手册(Climate Transition Finance Handbook 2020)，欧盟绿色金融分类(EU Taxonomy)标准中也对减缓气候变

化的“转型”活动作出相应规定，可以期待未来我国推出符合国情的转型金融标准，支持能源体系和用能行业做好有序、渐进绿色转型。

(2) 绿色消费、贸易类项目考量

不同于《产业指导目录》，《绿债目录》(2021 年版)将高效节能装备、资源循环利用装备、新能源汽车和绿色船舶制造、新能源与清洁能源装备等贸易活动，以及新能源汽车、高效节能家用电器制造和绿色建筑材料的消费活动纳入其中，有利于整个绿色产业链的发展(见表 2)。

2. 新版目录相对《绿色债券支持项目目录(2015 年版)》的重要调整

相较于《绿债目录》(2015 年版)，《绿债目录》(2021 年版)覆盖的产业面更广，将高效节能装备、先进环保装备等装备制造，绿色咨询技术服务、环境权益交易服务、技术产品认证和推广服务等绿色服务纳入支持范围。

表 2：新版目录与《产业指导目录》在贸易活动及消费融资方面的对比

具体内容	《绿债目录》 (2021年版)	《产业指导目录》 (2019年版)
贸易活动	<p>将 1.1.1 高效节能装备制造中，包括节能锅炉制造、节能窑炉制造、节能型泵及真空设备制造、节能型气体压缩设备制造、节能型液压气压元件制造、能风机风扇制造等在内的装备贸易活动纳入其中。</p> <p>将 1.3.1 先进环保装备制造中，包括水污染防治装备、大气污染防治装备、土壤污染防治装备、环境监测仪器与应急处理设备在内的装备贸易活动纳入其中。</p> <p>将 1.5.1 资源循环利用装备制造中，包括工业固废综合利用装备、建筑废弃物和道路废弃物资源化无害化利用装备制造、汽车零部件及机电产品再制造装备制造等在内的装备贸易活动纳入其中。</p> <p>将 1.6.1 新能源汽车和绿色船舶制造中，包括新能源汽车关键零部件、绿色船舶等在内的装备贸易活动纳入其中。</p> <p>将 3.2.1 新能源与清洁能源装备制造中，包括风力发电装备、太阳能发电装备、燃料电池装备等在内的装备贸易活动纳入其中。</p> <p>将 4.1.3 绿色农产品供给中，有机农产品和绿色食品生产及大宗绿色农产品贸易活动纳入其中。</p>	无
消费融资	<p>1.1.1.11 高效节能家用电器制造，节能型空调器、空调机组、电冰箱、电动洗衣机、平板电视机、电风扇等家用电器的消费活动。</p> <p>1.2.1.1 绿色建筑制造，节能墙体材料、外墙保温材料、装配式建筑部品部件、预拌混凝土等绿色建材产品消费。</p> <p>1.6.1.1 新能源汽车关键零部件制造和产业化，新能源汽车和清洁能源汽车的购置消费。</p> <p>5.2.1.1 超低能耗建筑建设，超低能耗建筑的建设和购置消费。</p> <p>5.2.1.2 绿色建筑，依据国家绿色建筑相关规范、标准设计建设，并获得国家相关绿色建筑评价标识的各类民用、工业建筑建设和购置消费。</p> <p>5.2.1.5 既有建筑节能及绿色化改造，获得国家相关绿色建筑标识的既有建筑改造和运营，及购置消费。</p>	无

资料来源：公开资料，东方金诚信用整理

新版目录扩大了对绿色农业的支持范围，包括农业资源保护、农业农村环境综合治理、绿色农产品供给等。

在能源方面，相较于《绿债目录》（2015年版），新版目录剔除了化石能源清洁利用类别项目，新增了核电的使用，与《产业指导目录》保持一致。

在建筑领域，新版目录明确将装配式建筑纳入支持范围。在星级认证方面分为了2个阶段，即预评价和运行评价。预评价即依据国家绿色建筑相关规范、标准设计建设，建筑施工图对建筑建设前进行预评价，评估是否达到有效期内绿色建筑星级标准；运行评价即按照绿色建筑星级标准建设，运行一段时间后评价是否达到有效期内国家相关绿色建筑运营评价标识星级标准。这一修改这也与我国最新的绿色建筑评价标准和绿色建筑标识管理办法相适应。《绿债目录》（2021年版）不再强制要求绿色建筑达到二星及以上，只要求达到有效期内的绿色建筑星级标准即可。

在基础设施建设方面，新版目录将工业园区和企业集群的供水、供电、供热、道路、通信等公共基础设施建设和技术改造纳入支持范围。此外，不同于以往的绿色债券相关的目录，

新版目录新增了“二氧化碳捕集、利用与封存工程建设和运营”，体现了新版标准的先进性。

3. 新版目录相对于征求意见稿的主要调整

2020年7月8日，人行就会同发改委、证监会就《绿色债券支持项目目录（2020年版）》公开征求意见，此次正式发布的《绿债目录》（2021年版）相较于征求意见稿，扩展了部分项目支持内容（见表3），在“说明/条件”列根据绿色债券支持项目的特征对每个四级分类所包含的项目范围进行解释，同时对各个项目需满足的标准进一步细化，并设置了技术筛选标准和详细说明。

此外，《绿债目录》（2021年版）也增加了支持生物多样性的内容，其中包括了对项目增设前提条件，如对大型水利发电设施要求在“对生态环境无重大影响前提下”进行建设，对海洋能利用等项目要求“在对海洋生态和生物多样性不造成严重损害的前提下”开展，体现出我国绿色发展内涵不断丰富。

三、《绿债目录》（2021年版）的意义

1. 绿色债券标准统一，实现绿色金融标准工作的重大突破

《绿债目录》（2021年版）坚持与《绿色

表 3：《绿债目录》（2021 年版）主要新增内容

涉及领域 / 项目	增加内容
1.1.1.13 高效照明产品及系统制造	半导体照明产业链中衬底、外延片、光源及其生产相比、电子镇流器产品制造及贸易活动
1.3.1.2 大气污染防治装备制造	电力开关设备六氟化硫（SF6）气体替代等温室气体减排技术装备制造及贸易活动
1.3.1.4 固体废物处理设备制造	生活垃圾无害化资源化处理、危险废弃物处理等装备制造及贸易活动
1.3.2.2 重点流域海域水环境治理	近海区域塑料垃圾的监测与整治
1.3.2.4 船舶港口污染防治	避免船舶压舱水带来外来物种入侵危害的设施建设
1.3.3.1 交通车辆污染治理	道路遥感监测和定位系统建设
1.3.5.1 农业草业面源污染防治	农业地膜污染防治
1.5.1.5 汽车零部件及机电产品再制造装备制造	大型动力旋转机电产品的制造及贸易活动
1.5.2.2 废旧资源再生利用	废旧大型动力旋转机电设备、废纸（废旧印刷制品等）、废旧脱硝催化剂、除尘用废旧布袋等废旧资源的再生利用
2.1.4.1 无毒无害原料生产与替代使用	儿童玩具、教育场所硬件设备使用无毒无害或低毒低害原料或进行替代的技术改造或新工艺生产设施建设
2.3.1 固体废弃物综合利用	包括粉煤灰的回收再利用；以及危险废物焚烧、高温熔融等无害化处理设施建设和运营；混合包装等包装废弃物的回收和处理设施建设和运营
3.2.2.8 氢能利用设施建设和运营	清洁制氢、加氢站的技术设置和氢能应用

资料来源：公开资料，东方金诚信用整理

债券支持目录（2015 年版）》、《绿色债券发行指引》、《绿色产业指导目录（2019 年版）》等政策文件的适用范围相衔接，并结合中国经济社会发展阶段、产业状况和生态环境特点等因素，细化了绿色项目的范畴和类型，建立了绿色项目的分类标准体系，实现了国内绿色债券市场在支持项目和领域上的统一，是绿色金融标准工作的一项重大突破。这不仅有助于绿色项目的宣传、推广和应用，壮大绿色企业及绿色经济的健康可持续发展，而且有利于扩大我国绿色债券市场规模，推动我国绿色金融的高质量发展。

2. 降低绿色标准识别成本，提升绿色金融业务管理规范性

《绿债目录》（2021 年版）兼容了之前各个版本的适用范围，旗帜鲜明地明确了绿色项目界限，有利于市场各方加强对绿色项目的识别和监督，将有效提升绿色债券业务管理的专业性和规范性。同时，《绿债目录》（2021 年版）的更新发布也将为绿色金融相关标准的统一制定提供重要参考，有助于进一步完善我国绿色金融标准体系，推动绿色金融的规范化标准化发展。

3. 扩展支持项目范围，更好兼顾绿色产业链条完整性

《绿债目录》（2021 年版）增加了《绿色产业指导目录（2019 年版）》中有关绿色农业、可持续建筑、水资源节约和非常规水资源利用的分类层级，同时扩展了农业和生态保护等领域的支持项目范围，这有利于绿色债券市场的持续扩容。此外，《绿债目录》（2021 年版）将绿色贸易、绿色消费等融资活动也纳入到绿色债券支持目录，更好地兼顾了绿色产业链条的完整性，体现了对绿色产品整个生命周期的考量，以期促使厂商和零售商更加谨慎地对待产品整个生命周期的相关生态环境问题，不断提升消费者与生产者自觉保护生态环境的意识。

4. 接轨国际原则，提升“中国绿色标准”国际话语权

双碳目标背景下，《绿债目录》（2021 年版）在四级分类中删除了化石能源清洁利用的相关类别，一方面为更好地与国际上气候债券、可持续发展债券等未纳入化石能源清洁利用的标准接轨，体现负责任大国的担当；另一方面也有助于提升中国在国际绿色债券标准领域的国际话语权，推进我国能源结构的进一步绿色转型升级，增强绿色产业的国际竞争力。■

可持续发展挂钩债券知多少？

文 | 绿色金融团队 方怡向 武慧斌

随着气候变化问题的尖锐化，气候治理及可持续发展已成为各国提升全球影响力、彰显国际领导力的新杠杆。我国政府在应对气候变化和可持续发展方面，也不断改善可持续金融市场的结构，持续推出了绿色债券、社会债券、可持续发展债券、气候债券、碳中和债券等创新产品，推动经济社会的低碳转型和可持续创新。4月15日中国建设银行成功发行中资机构全球首单可持续发展挂钩债券，为我国可持续发展金融服务模式再添新案例。本文结合2020年6月9日国际资本市场协会（ICMA）对外发布的《可持续发展挂钩债券原则》（The Sustainability-Linked Bond Principles，以下简称“SLBP”）对可持续发展挂钩债券（Sustainability-Linked Bond，以下简称“SLB”）进行介绍。

一、什么是可持续发展挂钩债券？

根据SLBP中的定义，可持续发展挂钩债券是为进一步促进、鼓励对于可持续发展（从环境、社会及公司治理的角度，亦称为“ESG”）做出贡献的公司进行债务资本市场融资的一个债券品种。其具有一定财务和/或结构特性，该财务和/或结构特征将会根据发行人是否实现其预设的可持续发展/ESG目标而发生改变。也就是说，发行人须明确承诺在预定时间内改善其在可持续发展方面的绩效表现。

可持续发展挂钩债券是前瞻性的、基于绩效指标的债券工具。发行人预设的可持续发展或ESG目标包括两个方面：（1）通过预设关键绩效指标（Key Performance Indicators，以下简称“KPI”）进行衡量；（2）根据预设的可持续发展绩效目标（Sustainability Performance Targets，以下简称“SPT”）进行比对评估。

可持续发展挂钩债券募集资金用于一般用途，并未进行分类限制。而绿色债券、社会债券、可持续发展债券都限定了募集资金用途，是用于特定募集资金用途的债券种类。如绿色债券募集资金专用于具有绿色效益的项目，其有助于实现改善气候和环境的可持续效益；社会债券募集资金专用于具有社会效益的项目，其能够帮助特定目标人群解决或减轻设定社会问题；可持续发展债券募集资金专用于同时具有绿色效益和社会效益的项目。因此募集资金用途不是可持续发展挂钩债券分类的决定因素。

二、可持续发展挂钩债券的特征要素

SLBP对SLB的债券特征要素给出了明确的指导，主要包含遴选关键绩效指标（KPI）、校验可持续绩效目标（SPT）、债券特征、报告信息披露和验证5个核心要素，这为发行人规划了清晰的发行流程和信息披露框架，不仅有助于发行人更好地发行SLB，而且也有利于投资者更好地理解SLB的结构和特点。

1. 关键绩效指标 (KPI) 遴选

选择 KPI 可参考 SMART 理论, 即具体、可测量、可实现、相关性高, 并且具有明确时效性。

首先, KPI 对发行人主营业务具有相关性、核心性和实质性, 即对发行人核心可持续发展和业务战略至关重要, 和发行人的主营业务高度关联; 并且 KPI 的提升能够切实帮助发行人应对其在 ESG 等方面的相关挑战, 而且要求发行人管理层可以通过管理实现 KPI 的提升。

其次, KPI 可以是一个或是多个。发行人的 KPI, 可由发行人自行公布, 或由第三方机构协助发布。就是说发行人在过往的年度报告、社会责任报告、可持续发展报告中已经涵盖或披露过的关键绩效指标, 可以选择作为债券的 KPI, 这有助于投资者追踪到 KPI 的历史表现并进行对比分析。但如发行人过往没有披露过该项 KPI, 应尽可能提供经外部验证过的至少过去三年的 KPI 历史数据。

KPI 需要可量化。可基于一致的方法论进行计量或量化, 或进行基准标杆比对, 并尽可能使用外部参考或定义来帮助评估可持续发展绩效目标的雄心水平, 是过于激进或是过于宽松。也就是说发行人应提供 KPI 的明确定义, 其中应包括指标应用范围和计算方法。指标应用范围, 如发行人总排放量占某一基准的百分比; 计算方法, 如在使用与经济活动强度相关的 KPI 时明确定义选取的何种经济活动强度, 通过设置可行的、有科学依据的或对标行业标准的基准线来计算关键绩效指标。

2. 可持续绩效目标 (SPT) 校验

可持续发展挂钩债券结构设计的关键是发行人为每个 KPI 对应选取一个或多个 SPT, 体现发行人在可持续发展方面承诺实现及采取行动的决心, 同时发行人应披露可能对其实现 SPT 有决定性影响的战略性信息。具体可以从 SPT 设定和信息披露方面来看。

SPT 目标设定可从四个方面展开:

序号	目标设定内容
1	SPT 应是发行人按照高标准、高要求设定的雄心壮志, 代表各自 KPI 的重大提升或改进, 能够超出“基准情景”下的目标值
2	SPT 设定应尽可能与多个基准标杆值或外部参考进行比较。建议通过对选定的 KPI 进行至少三年的测量跟踪和记录来评价发行人的表现, 并对 KPI 进行前瞻性指导。如和同业相比, 发行人 SPT 在同业中所处水平 (平均绩效、最佳绩效等); 或与当前行业标准 / 技术相比较, 以及基于科学的情景假设 (如《巴黎气候变化协定》和净零排放目标、可持续发展目标等等), 来设定与环境、社会效益主题相关的目标
3	SPT 设定应与发行人的总体战略可持续性或 ESG 战略一致
4	SPT 预设需要在债券发行之前 (或同时) 完成, 并在预设的期限内衡量可持续表现

资料来源: 公开资料, 东方金诚信用整理

SPT 设定的信息披露需要明确以下五方面内容:

序号	信息披露内容
1	实现目标时间表, 包括绩效评估日期、周期, 触发事件和可持续发展绩效目标的评估频率
2	理论依据: 用于验证的基准线或参考值 (包括应用日期 / 周期) 的理论依据
3	调整 / 计算: 在何种情况下会对基准情景或基准值进行重新计算或形式调整
4	尽可能多的披露 (需考虑竞争和商业机密): 如通过讲述其 ESG 战略、实践等, 尽可能量化的标准, 披露如何达成其预设的 SPT
5	其他关键因素: 发行人无法直接控制但可能影响发行人实现 SPT 的任何其他关键因素

资料来源: 公开资料, 东方金诚信用整理

3. 债券特征

SLB 最具标志性的特征是债券的财务和 / 或结构特征会根据所选的 KPI 是否达到预定的 SPT 而发生改变, 即债券的结构设计需包括其财务和 / 或结构特性受触发事件影响所产生的变化。就是说, 当 SLB 设定的 KPI 未能达到预设的 SPT 时, 债券的财务和 / 或结构特征 (票息、到期日、还款、付息日期、金额、期权等) 将会受到影响发生变化。

其实市场上已有类似机制的融资工具, 即债券的财务特征与绩效目标挂钩, 如投资回报取决于项目绩效是否达成, 体现着收益回报与项目服务绩效挂钩的结果导向。典型如社会影响力债券 (Social Impact Bond, 以下简称“SIB”)。SIB 是私人投资者为社会项目和发展项目融资, 并根据项目成果来确定是否获得资金偿付。SIB 与传统债券相似的是都需要经历由发起到偿付的过程, 即政府通过中介机构向社会投资人融资, 将募集资金用于资助社会服务提供者为目标群体提供帮助, 最后通过独立第三方机构对服务提供者的服务效果和社会影响进行评估, 并根据最后的服务绩效由政府决定是否服务买单。

SLB 的财务结构特征与可持续绩效目标挂钩最常见的一种形式就是票息的变化。如一只 3 年期的 SLB，设计在前 2 个计息年度内初始票面利率保持不变，第 3 个计息年度票面利率采用票面利率跃升方式，即根据发行人是否达到设定的可持续发展绩效目标来决定第 3 个计息年度票面利率是否跃升，如在第三年末未达到发行人设定的上述目标则票面利率保持不变，如在第三年末未达到上述目标，则票面利率在初始票面利率的基础上会进行跃升。

此外，除了票息变化，可以考虑设计其他财务和 / 或结构特征变化。而设计的这些财务结构特征的变化应与发行人债券起始的财务特征相称且有意义。

4. 报告及信息披露要求

SLB 报告中发行人需要披露的信息包括以下主要内容：

序号	披露信息	具体内容
1	每年更新所选关键绩效指标的绩效结果	包括相关的基准线数据
2	可持续发展绩效目标的验证报告	需列示可持续发展绩效目标的绩效结果、实现可持续发展效益及其对应期间、该表现结果对此债券的财务和 / 或结构特征所产生的影响
3	任何有助于投资人监控发行人可持续发展绩效目标是否足够积极的信息	如发行人可持续发展战略的修订，或相关关键绩效指标 / ESG 治理政策的任何更新，以及可用来分析关键绩效指标和可持续发展绩效目标的信息
4	报告频率	应定期发布，且至少每年发布一次

资料来源：公开资料，东方金诚信用整理

此外，SLBP 整理汇总了债券发行前和存续期内必须披露或建议披露的信息披露清单，为发行人提供了多种提升信息披露透明度的措施，更多详细内容可参见 ICMA 官网 SLBP 信息披露清单^[2]。

5. 验证

发行人在发行前或存续期应聘任具有相关专业知识和资质的外部评审机构（如审计师、环境顾问等）对其 KPI 的表现是否满足 SPT 做出独立的外部验证并公开发布。其中，SLBP 建议发行人进行发行前的验证披露，但要求存续期必须进行验证披露。此外，SLBP 要求对债券的验证频率至少每年一次，期间可能影响其 SPT 绩效表现并导致债券财务结构特征发生改变的情况或时间，均需对 SPT 绩效评估进行验证披露。

注：[2]<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp>

三、可持续发展挂钩债券的融资优势

可持续发展挂钩债券作为创新型融资工具，在培育可持续发展产业，助力经济绿色转型方面将发挥更大作用，特别是在发行端和投资端也有着各自的融资优势，具体如下：

针对发行人来说，首先，募集资金的使用范围放宽，可以为一般用途。不同于绿色债券、社会债券、或可持续发展债券等严格控制募集资金用于募投项目的债券品种，SLB 募集资金用途持有的开放态度将有利于更多发行主体参与到可持续债券市场。其次，发行 SLB 需要发行人制定并执行企业的可持续发展规划，一方面可以展示其坚持可持续发展的雄心和决心，有利于体现发行人的负责任形象，为发行人吸引更多秉承负责任理念的投资者；另一方面也可以有效提升发行人 ESG 相关的总体目标、战略、政策及流程中的能力建设和公司治理水平，增强发行主体在应对全球气候变化、环境风险及更多市场挑战中的可持续竞争实力。但同时需要注意到，雄心壮志必将伴随着挑战与风险。发行人在 SLB 结构中设计的 KPI 需要与发行人的核心可持续发展战略相匹配，同时每个 KPI 对应选取的一个或多个 SPT 需要发行人通过实质性、可衡量的方法进行验证并公开披露，接受市场监督。这种倒逼的机制使得发行人要更慎重地选择可信的 KPI 并设置具有雄心决心的 KPI，并在后续的进程中切实落实可持续发展理念，实质性地提升企业的 ESG 等可持续发展表现，避免企业陷入夸大其词、名不副实的困境。

针对投资者来说，SLB 通过推动发行人建立可持续发展战略，设定 KPI 和 SPT，激励发行人实现具有实质性、可计量、可预测、具有一定雄心的 ESG 目标，并对该目标定期监控及进行外部验证。这样的债券结构使得 SLB 的信息披露更加规范、可靠和透明，使投资人能够更好地理解和评估 SLB。如 SLBP 中建议发行人尽量选择过往年度报告、可持续发展报告或其他非财务报告披露中已涵盖和披露过的 KPI，并尽可能提供经外部验证过的至少过去三年的 KPI 历史数据。通过分析对比发行人 KPI 的历史表现，对投资标的进行前瞻性的投资预测及判断。■

服务案例 | SERVICE CASES

作为国有信用评级机构代表，东方金诚积极响应“碳达峰、碳中和”要求，持续加强在气候和环境风险管理方面的能力建设，不断推进对绿色发展的评级服务与研究支持。作为联合国负责任投资原则 ESG 评级声明签署方、CBI 认证机构，东方金诚深耕绿色金融领域多年，致力于开展可持续金融、ESG、碳中和研究，助力企业创新利用绿色债务融资工具，进一步落实“碳达峰、碳中和”目标，为绿色金融服务碳达峰、碳中和提供专业高质量信用风险服务。

东方金诚助力全国首单权益出资型“碳中和”债成功发行

近日，东方金诚评级的碳中和债——华电福新能源有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）（以下简称“本期中期票据”）在银行间市场成功发行。本期中期票据发行规模为 20 亿元，期限为 3 年，发行利率为 3.6%，是全国首单权益出资型“碳中和”债券，也是福建省首单“碳中和”主题债券。

本期中期票据属于权益出资型碳中和债券，主要是指募集资金专项用于具有碳减排效益的企业权益投资的绿色金融债务融资工具。本期中期票据发行人华电福新能源有限公司（以下简称“华电福新”）是中国华电集团有限公司发展清洁能源及在福建省电力投资的重要平台，拥有包括水电、风电、太阳能、分布式、煤电、核电和生物质能等多种发电类型。华电福新积极响应“碳达峰、碳中和”要求，本期中期票据募集资金将全部用于发行人及其子公司华电福新能源发展有限公司收购 7 家新能源发电公司股权，从而获得这 7 家新能源公司所属的风电项目和光伏项目的所有权和运营权。

东方金诚为华电福新提供信用评级服务。东方金诚通过对华电福新的业务运营、区域经济环境、企业管理、财务及偿债能力等因素进行综合分析，评定华电福新主体信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA。

东方金诚信用为本期中期票据提供绿色评估认证。经核查，本期碳中和债券在发行人绿色程度、募投项目绿色属性、募集资金的绿色效益、募集资金使用与管理规范、信息披露透明度等五个方面均符合绿色债券/碳中和债券要求，募集资金用于收购的新能源项目具有较显著的污染物和碳减排效益，预期每年可减排二氧化碳 152.92 万吨，同时项目每年还将减排二氧化硫、氮氧化物、烟尘等其他污染物分别为 369.01 吨、384.80 吨和 74.99 吨。

东方金诚助力全国首支可持续发展挂钩气候债券 / 碳中和债券成功发行

近日，东方金诚评级的“国电电力发展股份有限公司 2021 年度第二期绿色中期票据（可持续挂钩 / 碳中和债）”（以下简称“本期中期票据”）在银行间市场成功发行，发行规模为 10 亿元，期限为 3 年，发行利率为 3.4%。本期中期票据被认证为碳中和债、国际标准气候债券，也是中国市场首支可持续发展挂钩气候债券 / 碳中和债券。

可持续发展挂钩债券是指将债券条款与发行人可持续发展目标相挂钩的债务融资工具。挂钩目标包括关键绩效指标（KPI）和可持续发展绩效目标（SPT），其中，关键绩效指标（KPI）是对发行人运营有核心作用的可持续发展业绩指标；可持续发展绩效目标（SPT）是对关键绩效指标的量化评估目标，并需明确达成时限。

本期中期票据发行人国电电力发展股份有限公司（以下简称“国电电力”）是国家能源投资集团有限责任公司核心上市子公司。本期中期票据将风力发电装机增长目标与票面利率挂钩，募集资金全部用于风力发电项目，预计年均新增可再生能源供电量约为 74,467.20 万千瓦时，折合年均减少碳排放量约为 56.36 万吨二氧化碳当量。

东方金诚为国电电力提供信用评级服务。东方金诚通过对国电电力的业务运营、区域经济环境、企业管理、财务及偿债能力等因素进行综合分析，评定国电电力主体信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA。

东方金诚助力大唐发电成功发行全国首批可持续发展挂钩债券

近日，东方金诚评级的“大唐国际发电股份有限公司 2021 年度第一期中期票据（可持续挂钩）”（以下简称“本期中期票据”）在银行间市场成功发行。本期中期票据发行规模为 20 亿元，期限为 2+1 年，发行利率为 3.09%，为全国首批可持续发展挂钩债券。

本期中期票据发行人大唐国际发电股份有限公司（以下简称“大唐发电”）是中国大唐集团有限公司核心上市子公司。本期中期票据发行期限与大唐国际京津冀区域企业单位火力发电平均供电煤耗相挂钩，通过降低该能耗，预计 2022 年度京津冀地区可实现年减排二氧化碳 50.87 万吨。京津冀是大唐国际装机规模最大、火电占比最高的区域，降低该区域单位火力发电平均供电煤耗，是大唐国际实现碳达峰、碳中和目标的关键任务。

东方金诚为大唐发电提供信用评级服务。通过对大唐发电的业务运营、区域经济环境、企业管理、财务及偿债能力等因素进行综合分析，东方金诚评定大唐发电主体信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA。

目前，东方金诚已为首批 7 单可持续发展挂钩债券中的 2 单提供专业信用评级服务。

评级机构启动市场驱动按键 行业驶入多元化服务赛道

——专访东方金诚董事长崔磊



随着债市取消强制评级的改革大幕徐徐拉开，市场正在悄然生变。进入4月后，已经开始有企业在发行债券时未进行债项评级。例如，4月7日，广州珠江实业集团发行的12亿元中票仅进行了主体信用等级，成为监管取消强制评级后的首单无债项评级中票。

事实上，自2008年金融危机之后，国际上降低外部评级依赖早已成为共识。不过，一段时间以来，国内债券市场并未跟随国际脚步取消强制评级。进入2021年之后，随着债券市场的持续深化改革，监管层在取消强制评级方面迈出了重要一步。

2月26日，证监会宣布取消公司债发行委托具有从事证券服务业务资格的资信评级机构进行信用评级的规定，取消了普通投资者认购公募债券AAA评级的要求。3月26日，银行间市场交易商协会发布公告称，从3月29日起，将取消发行短融、超短融、中票等债务融资工具注册强制评级，取消发行环节的债项评级强制披露，并引导评级机构更多从投资人角度出发揭

示风险。

3月28日，央行会同发改委、财政部、银保监会和证监会起草了《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》（下称“《通知》”），向社会公开征求意见。

相对于此前强制评级下的市场环境，监管新规之后，评级业务势必会受到一定冲击。那么，如何评判监管不断升级对于评级行业的长、短期影响？行业的竞争秩序如何演变？带着这些问题，新华财经近日对东方金诚国际信用评估有限公司（下称“东方金诚”）董事长崔磊进行了专访。

评级新常态：由监管驱动向市场驱动转变

在国内债券市场发展初期，信用体系尚不完善，市场缺乏对债券发行主体的信用判断基础。为了保护投资者权益、防范信用风险，监管机构开始将强制评级作为债券注册、发行、投资、交易、抵质押等方面的硬性条件。通过信用评级这一“看门人”角色，将债券市场风险锁定在监管环节。但在业内人士看来，虽然强制评级短期内起到了防控风险的作用，但长期来看并不利于中国债

券市场的发展。

“《通知》立足于提升信用评级质量，从规范性、独立性、质量控制等方面强化对信用评级行业要求，强化评级结果的一致性、准确性和稳定性，构建以评级质量为导向的良性竞争环境，充分发挥风险揭示功能。”崔磊对新华财经表示。

在崔磊看来，短期来看，取消强制评级可能对评级机构收入、评级技术改进等方面带来一定压力。但有压力才有动力，未来随着取消强制评级和《通知》等政策的落地，以及各项配套指引的完善，评级机构将进一步夯实基础，丰富评级内容，更好的满足资本市场信用服务新需求。

崔磊称，《通知》提出未来将降低监管对外部评级的依赖，将评级需求的主导权交还市场，明确了评级机构的评价体系要以评级质量为核心、以投资者为导向。投资人对债券信用风险管理需求的精细化既为信用评级机构提供了新的发展机遇和新的竞争舞台，也对信用评级机构的评级质量和服务水平提出了新的挑战。《通知》的发布，意味着信用评级从监管驱动逐渐转向市场驱动的新业态。

缘何评级机构屡遭诟病？

去年永煤、华晨等发行人爆出的风险事件引发市场巨震，随之而来的是跟踪评级滞后、大跨度调整评级等再被推上舆论的风口浪尖，市场质疑的焦点集中在：在揭示信用风险方面，评级往往难以及时发挥作用。

在崔磊看来，其背后有多重制约因素，主要与国内市场对信用等级使用环境密切相关，或者说市场各方共同造就的结果。长期处于刚兑环境使得投资人对外部信用评级的信用风险揭示功能和精细化管理需求不足，也导致我国信用评级机构在提高预测和预警信用风险能力、评级技术水平和服务能力方面的投入动力不足。

崔磊表示，改善这一情况，既需要信用评级机构切实提高信用风险预警能力，改进信用评级预警方式，向投资人提供更具有信息含量的评级报告和更直观的评级观点；同时也需要市场参与各方共同提高对信用风险的理性应对机制，多元化信用风险偏好。

“《通知》提出未来将降低监管对外部评级的要

求，将评级需求的主导权交还市场，就是从政策层面降低评级依赖度，将为评级行业发展和评级结果应用创造良好的外部环境，让评级更好服务于投资人和市场，充分揭示风险和预警风险。”崔磊称。

行业竞争格局料将生变

随着监管部门在弱化外部评级依赖的改革举措上形成合力，势必会对我国债券市场的发行人、投资者和评级行业均产生深远影响。从发行人来说，部分市场人士担心，鉴于当前存在评级虚高的现实，在监管不断加强的背景下，下一步评级机构可能会大规模下调评级。

对此，崔磊认为，《通知》提出信用评级机构应逐步将高评级主体比例降低至合理范围内，并要求单独披露受评主体个体信用状况，这是监管对未来市场评级结果分布的预期和要求。短期来看，考虑到评级结果的稳定性以及评级自身的逻辑性，拉开级别区分度将主要依靠“基础评级+外部支持”的分项披露，不大可能出现大规模集中评级调整的情况，因而对存量债券市场及发债企业的再融资影响有限。长期来看，随着多元化投资机构的培育和市场定价体系的完善，低信用资质的融资主体或有更多机会进入债券市场，评级区分度有望得到较为明显地改善。

而对于评级行业来说，随着市场化进程加快，竞争料将更趋多元化。崔磊认为，投资者付费模式、双评级、多评级等多元化评级服务都可能成为行业的发展方向。短期内，大概率会形成内资为主，外资为辅的行业格局；长期来看，行业逐渐在新的起点实现充分竞争后，最终留下的将是获得投资人认可的机构。

他表示，下一步东方金诚将探索多元化评级服务，在重视业务防火墙的前提下，推进投资人服务产品开发，着力提升信用风险预警的前瞻性、全局性和主动性，全方位提高投资人服务能力水平，为债券市场提供更为有价值和高品质的信用服务。■

市场统计 | MARKET STATISTICS

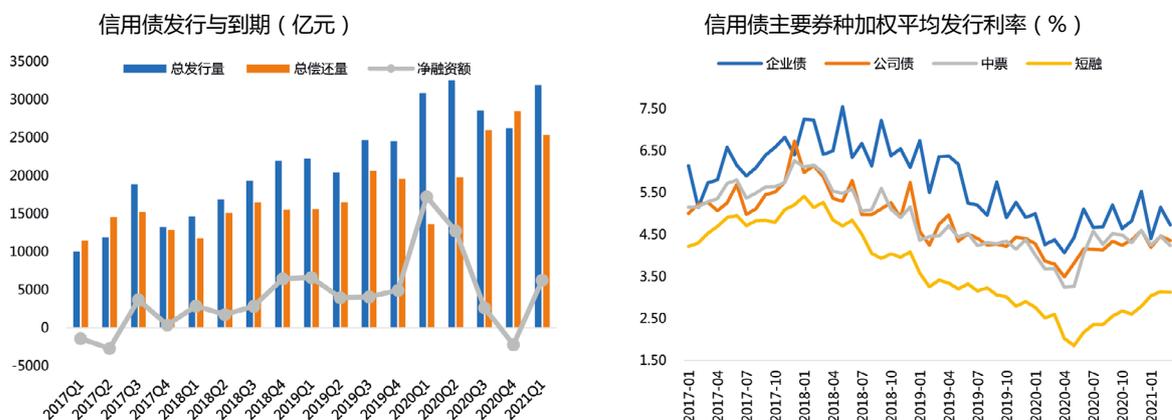
2021年一季度主要债券指标统计表

指标	月份	2021年1月	2021年2月	2021年3月
债券发行量	国债	5,740	3,730	4,940
	地方政府债	3,623	557	4,771
	政策性银行债	6,235	3,906	5,893
	企业债	280	176	439
	公司债	3,351	1,151	3,961
	中期票据	2,041	806	2,603
	短期融资券(含超短期融资券)	5,288	2,894	6,497
	定向工具	1,106	432	904
	同业存单	11,553	19,562	24,867
	金融债(除政策性银行债)	2,959	963	3,652
	资产支持证券	2,240	1,236	2,980
债券发行利率	国债招投标利率	2.6817	2.7358	2.8980
	地方政府债招投标利率	3.3707	3.4462	3.4369
	政策性银行债招投标利率	3.1018	3.2513	3.1616
	企业债发行利率	4.4057	5.1474	4.7303
	公司债发行利率	4.2002	4.4663	4.3546
	中期票据发行利率	4.2504	4.4600	4.2344
	短期融资券发行利率	3.0423	3.1421	3.1200
	同业存单发行利率	2.8200	3.0280	2.9734
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)	3.1587	2.2135	2.2855
	月末SHIBOR3个月利率	2.7650	2.8330	2.6350
	月末10年期国债到期收益率	3.1786	3.2798	3.1887
	月末3年期AAA级中期票据到期收益率	3.5928	3.7015	3.6733
信用利差	月末3年期AAA级中期票据利差	50.00	47.05	40.34
	月末3年期AA+级中期票据利差	76.86	70.91	66.21
	月末3年期AA级中期票据利差	119.86	117.91	112.21

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



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

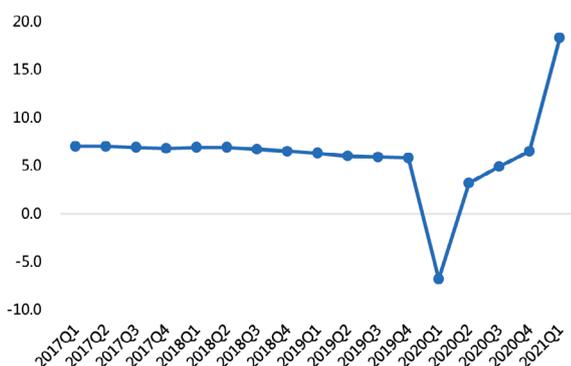
2021 年一季度主要宏观经济及金融指标统计表

指标	月份	2021 年 1 月	2021 年 2 月	2021 年 3 月
国内生产总值	国内生产总值 (GDP)	-	-	249,310
	国内生产总值 (GDP) 增长率	-	-	18.3
	工业增加值增长率	25.4	35.1	24.5
	固定资产投资完成额增长率	-	35.0	25.6
	社会消费品零售总额增长率	-	33.8	33.9
	(人民币计价) 出口金额增长率	16.6	50.1	38.7
	(人民币计价) 进口金额增长率	18.5	14.7	19.3
货币供应量与社会融资规模	货币供应量 (M1) 增长率	14.7	7.4	7.1
	货币供应量 (M2) 增长率	9.4	10.1	9.4
	社会融资规模存量增长率	13.0	13.3	12.3
	金融机构人民币贷款余额增长率	12.7	12.9	12.6
价格指数	居民消费价格指数 (CPI) 增长率	-0.3	-0.2	0.4
	工业生产者出厂价格指数 (PPI) 增长率	0.3	1.7	4.4

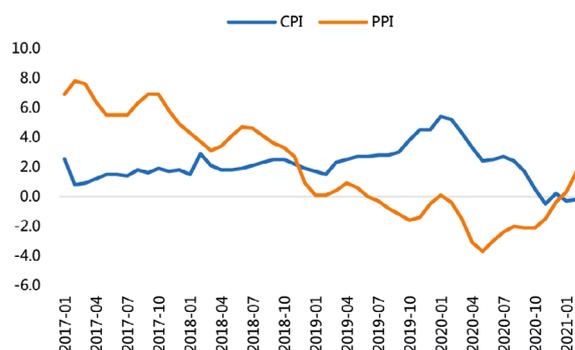
注：GDP 单位为亿元，增长率单位均为 %；3 月 GDP 为 1-3 月累计值；GDP、工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口金额、进口金额增长率均为累计同比增长率；CPI、PPI 增长率为当月同比增长率；M1、M2、社会融资规模存量和金融机构人民币贷款余额增长率均为月末存量同比增长率。
数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

主要宏观经济指标走势图

实际 GDP 增速 (当季值, %)



CPI 及 PPI 同比增速 (当月值, %)



数据来源：WIND 资讯，东方金诚整理

东方信用

GOLDEN CREDIT RESEARCH

VOL.32

2021年第二期

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