

2020 年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

2020 年 8 月 20 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层
邮箱：lianhe@lhratings.com
网址：www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层
邮箱：lh@unitedratings.com.cn
网址：www.unitedratings.com.cn

2020 年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

作者：王自迪 闫瑾 吴昊

本文从违约情况、信用等级迁移和利差三个方面对 2020 年上半年我国债券市场评级表现进行分析并对评级质量进行检验。研究结果显示，违约情况方面，2020 年上半年我国债券市场新增违约主体 14 家，较 2019 年上半年和 2019 年下半年均有所减少，信用风险有序释放；信用等级迁移方面，发行人主体信用等级呈现调升趋势，调整率较 2019 年上半年略有上升，评级稳定性略有下降；利差方面，信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，主要券种不同信用等级利差间基本存在显著性差异。总体来看，我国债券市场信用评级能够较好反映受评主体信用风险差异。

一、违约情况统计分析¹

（一）信用风险有序释放，违约常态化发生

2020 年上半年，我国债券市场新增 14 家违约²发行人，共涉及到期违约债券³45 期，到期违约金额⁴约 554.96 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2019 年上半年（25 家，58 期）、2019 年下半年（21 家、50 期）均有所减少，到期违约金额较 2019 年上半年（269.74 亿元）和 2019 年下半年（426.23 亿元）均有所增加。分季度来看，2020 年一季度、二季度新增违约发行人家数分别为 8 家和 6 家，较 2019 年一季度、二季度均有所减少；同时，

¹ 根据最新信息披露情况，报告对历史数据进行了追溯调整。

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

³ 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

⁴ 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

由于部分违约发行人破产重整、存续债券立即到期应付，多期到期债券未能偿付、构成违约，2020 年一季度到期违约债券期数（35 期）、到期违约金额（503.06 亿元）均处于较高水平。

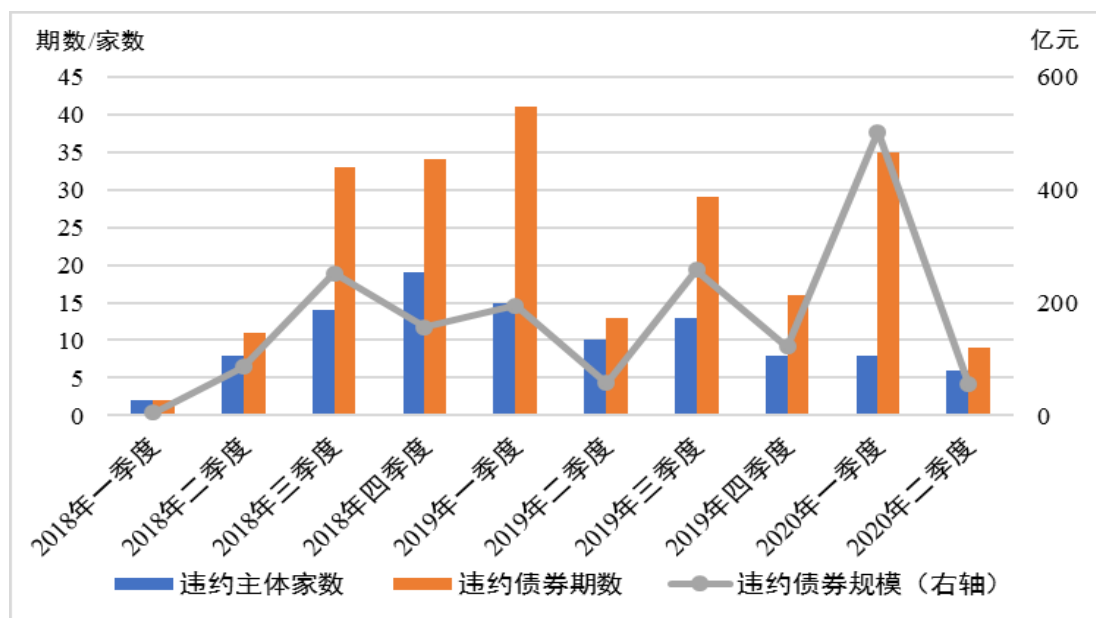


图 1 2018 年至 2020 年上半年各季度违约情况统计

此外，2020 年上半年另有 13 家在 2020 年初之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金（重复违约），共涉及到期违约债券 27 期，到期违约金额约 163.75 亿元，其中 18 期债券为首次到期违约，涉及到期违约金额约 83.51 亿元；重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数、到期违约金额较 2019 年上半年（21 家，43 期，163.75 亿元）和 2019 年下半年（26 家，55 期，338.36 亿元）均有所减少。随着债券市场风险主体逐步出清，违约发行人存量债券陆续到期，同时违约债券处置机制、破产法律制度等体制机制得以建立健全，债券市场重复违约量或将继续减少。

2020 年上半年新增违约发行人仍以民营企业为主，但部分国有企业信用风险开始暴露，新增违约发行人中有 3 家为上市公司；新增违约发行人行业、地区分布均较为分散，未呈现出明显特征（详见表 1）。公募债券市场方面，

2020 年上半年公募债券市场发行人违约家数⁵（13 家）较 2019 年上半年、2019 年下半年（均为 16 家）略有减少，违约级别范围与 2019 年上半年基本一致（详见表 2）。

表 1 2020 年上半年我国债券市场违约发行人明细

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

注：评级展望列示为“-”表示发行人被列入评级观察名单

资料来源：Wind

表 2 2018 年至 2020 年上半年我国公募债券市场发行主体违约率/数量（单位：家、%）

主体级别	2018			2019			2019H1	2019H2	2020H1
	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率	违约数量	违约数量	违约数量
AAA	705	1	0.14	815	2	0.25	1	1	--
AA+	882	1	0.11	971	9	0.93	2	7	2
AA	1970	20	1.02	1790	4	0.22	1	3	1
AA-	385	3	0.78	295	5	1.69	4	1	3
A+	75	1	1.33	70	4	5.71	1	3	--
A	17	2	11.76	22	3	13.64	2	1	1

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

A-	8	0	0.00	8	0	0.00	--	--	--
BBB+	5	0	0.00	4	1	25.00	1	--	--
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	2	--	3
BBB-	2	1	50.00	1	1	100.00	1	--	--
BB+	5	0	0.00	2	0	0.00	--	--	1
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	2	--	1
BB-	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
B+	0	0	0.00	1	0	0.00	--	--	--
B	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--	--
B-	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--	--
CCC	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
CC	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
C	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--	--
无评级	38	0	0.00	38	0	0.00	--	--	--
合计	3990	30	0.75	3907	32	0.82	16	16	12

注：1. 发行人样本为当年年初存续的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等的发行人主体，并剔除此前已发生违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形；2. 发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；3. 对发行人而言，若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；4. 部分债券发行人期初不具有有效信用等级，例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等，均计入无评级样本中；5. 合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数；6. 发行人主体违约率 = 当年新增违约的发行人家数 / 发行人样本家数；7. 2018 年公募债券发行人中新增 31 家违约主体，其中永泰集团有限公司期初无公募债券存续，未计入违约样本，山东金茂纺织化工集团有限公司期初具有不同级别双评级；2019 年公募债券发行人中新增 32 家违约主体，其中三胞集团有限公司期初具有不同级别双评级；2020 年上半年公募债券发行人中新增 13 家违约主体，其中北京信威通信技术股份有限公司在违约前被终止信用评级，未纳入违约数量统计

资料来源：联合资信 COS 系统

2020 年上半年新增违约发行人中，中融新大集团有限公司（简称“中融新大”）和宜华企业（集团）有限公司（简称“宜华集团”）均存在激进扩张、过度融资现象，导致债务规模较大且短期债务沉重，现金流持续承压，中融新大和宜华集团同为民营企业，两家公司受到民营企业融资环境结构性趋紧影响逐渐丧失融资能力，最终资金链断裂发生违约。北京信威通信技术股份有限公司海外业务存在较高的不确定性且业务模式为买方信贷，该模式下公司通过现金质押为合作客户进行担保，导致公司资产规模中受限比例较高，流动性高度紧张，同时公司短期债务占比较高，集中偿债压力较大，最终流动性枯竭发生违约。中国吉林森林工业集团有限责任公司（简称“吉林森工”）所从事的林木采伐、加工业务受政策影响较大，禁止商业性采伐、环保监管等政策因素导致公司业务陷入停滞，且公司战略转型未达预期、经营业绩持续恶化、短期流

动性压力持续加大；青海省投资集团有限公司（简称“青海省投”）主营业务发展质量不佳、盈利能力恶化，近两年来公司连续亏损且发生多笔债务逾期，同时由于债务违约涉及诉讼较多，公司所持子公司股权基本处于冻结状态，融资能力严重受限；最终吉林森工和青海省投均被债权人申请重整并获法院受理，其存续债券立即到期应付，两家公司均未能偿付到期债券，构成违约。

（二）违约风险预警能力有所提升

2020 年上半年我国债券市场 14 家新增违约主体中有 12 家在违约前具有有效信用等级，违约事件发生前评级机构均通过各类评级行动进行风险预警⁶，首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间均在 1 个月以上，其中 1~3 个月（含）有 6 家，6~12 个月（含）有 5 家，1 年以上有 5 家。整体来看，评级机构对违约主体的信用风险预警能力较 2019 年下半年和 2019 年上半年有所提升，但预警及时性仍有待提高。

表 3 新增违约主体首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布（家）

时间	1 个月以内	1~3 个月	3~6 个月	6~12 个月	1 年以上
2020 年上半年	--	6	--	5	5
2019 年下半年	5	3	2	2	6
2019 年上半年	2	4	7	7	1

注：若违约发行人具有双评级或多评级则按不同评级机构等级调整情况分别统计

二、信用等级迁移分析⁷

（一）信用等级调整情况

1. 主体信用等级呈现调升趋势，评级稳定性略有下降

2020 年上半年，我国公募债券市场共有 204 家发行人主体信用等级发生调整，调整率为 3.66%，较 2019 年上半年（3.52%）略有上升。其中，主体信用等级被调升的发行人有 154 家，主体信用等级被调降的发行人有 50 家，调升

⁶ 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

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

率和调降率分别为 2.76%和 0.90%，较 2019 年上半年（2.67%和 0.85%）均略有上升。整体来看，2020 年上半年我国公募债券市场发行人主体信用等级仍呈调升趋势，调整率较 2019 年上半年略有上升，评级稳定性略有下降。

评级展望方面，2020 年上半年我国公募债券市场评级展望被调升的发行人有 3 家，较 2019 年上半年（9 家）有所减少；评级展望被调降的发行人有 16 家，与 2019 年上半年（15 家）基本一致。债券市场违约常态化背景下，发行人评级展望下调已成为评级机构揭示信用风险的重要手段。

表 4 2019 年上半年和 2020 年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行主体 (家、%)	信用等级		评级展望		合计	
	2019 年 上半年	2020 年 上半年	2019 年 上半年	2020 年 上半年	2019 年 上半年	2020 年 上半年
样本数量	5200	5577	5200	5577	5200	5577
调升数量	139	154	9	3	148	157
调降数量	44	50	15	16	59	66
调升率	2.67	2.76	0.17	0.05	2.85	2.82
调降率	0.85	0.90	0.29	0.29	1.13	1.18

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

2. 民营企业调降率有所下降，国有企业调降率略有上升

企业性质方面，2020 年上半年我国公募债券市场主体信用等级被调升的发行人主要为国有企业（含地方国有企业和中央国有企业），占比（85.71%）较 2019 年上半年（82.73%）有所上升；信用等级被调降的发行人主要为民营企业，占比（62.00%）较 2019 年上半（70.45%）有所下降。国有企业信用等级调升率（3.00%）和调降率（0.30%）较 2019 年上半年（2.75%和 0.19%）均有不同程度上升；民营企业信用等级调升率（2.50%）较 2019 年上半年（1.98%）有所上升，调降率（3.88%）较 2019 年上半年（4.73%）有所下降。新冠肺炎疫情持续影响下，我国实体经济领域出现不同程度经营困难，部分盈利能力弱化、债务负担重且短期偿债压力较大、缺乏有效外部支持的国有企业信用风险有所显现。而随着债券市场信用风险有序释放，部分“问题”民营企业逐步出清，民营企业整体信用状况有所改善，信用等级调降趋势有所放缓。

3. 房地产管理和开发行业发行主体信用风险有所分化

行业方面，信用等级被调升的发行主体分布在建筑与工程、房地产管理和开发、综合类、多元金融服务等行业⁸（10 家以上）；信用等级被调降的发行主体行业分布相对分散，主要涉及综合类（6 家）、房地产管理和开发（5 家）、建筑与工程（3 家）、制药（3 家）以及金属、非金属与采矿（3 家）等行业。受益于市场资金面的合理充裕，房地产企业的流动性整体得以改善，信用状况有所提升，但行业内企业信用风险出现一定程度分化，信用等级调升率（5.91%）和调降率（1.18%）均较高。

地区方面，在样本数量相对较多（发行主体家数超过 100 家）的地区中，江苏（32 家）、浙江（23 家）、福建（10 家）、河南（9 家）等地发行主体信用等级被调升的数量相对较多，区域内发行主体调升率也较高，分别为 4.51%、4.68%、5.29%、7.14%；北京（10 家）、广东（9 家）、山东（6 家）等地发行主体信用等级被调降的数量相对较多，区域内发行主体调降率也较高，分别为 1.86%、1.89%、1.63%。

4. 大跨度评级调整数量仍然较多

2020 年上半年，我国公募债券市场共发生 23 次大跨度评级调整⁹现象，涉及发行主体 19 家，与 2019 年上半年（23 次，21 家）大致相同。从企业性质来看，发生大跨度调整的发行主体主要为民营企业（12 家），其次为国有企业（4 家），公众企业有 2 家，中外合资企业有 1 家；从地区分布来看，发生大跨度调整的发行主体分布于广东（5 家）、北京（3 家）以及山东、重庆（各 2 家）等地；从行业分布来看，发生大跨度调整的发行主体行业类型较为分散，涉及综合类行业、金属、非金属与采矿行业以及汽车、家庭耐用消费品、制药、软件等行业。

⁸ 如无特殊说明，本文所称行业均指 Wind 三级行业。

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

表 5 2020 年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

序号	发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	备注
1	中融新大集团有限公司	AA ⁺	稳定	BB	负面	调降
2	新华联控股有限公司	AA ⁺	稳定	C	--	调降
3	山东地矿集团有限公司	AA	--	A	--	调降
4	浙江亚太药业股份有限公司	AA	负面	A ⁻	负面	调降
5	凯撒同盛发展股份有限公司	AA	--	BBB	--	调降
6	华讯方舟科技有限公司	AA	稳定	BBB	负面	调降
7	宜华健康医疗股份有限公司	AA	负面	BB ⁺	负面	调降
8	宜华生活科技股份有限公司	AA	负面	B	--	调降
9	北京桑德环境工程有限公司	AA	稳定	CC	--	调降
10	宜华企业（集团）有限公司	AA ⁻	--	C	--	调降
11	力帆实业（集团）股份有限公司	AA ⁻	稳定	C	--	调降
12	重庆力帆控股有限公司	AA ⁻	稳定	C	--	调降
13	北大方正集团有限公司	A	负面	C	--	调降
14	华昌达智能装备集团股份有限公司	BBB ⁺	--	BB ⁺	--	调降
15	东旭集团有限公司	BBB	负面	C	稳定	调降
		BBB	--	C	--	调降
16	青海省投资集团有限公司	BBB	负面	C	稳定	调降
17	康美药业股份有限公司	BBB	--	C	--	调降
18	中国吉林森林工业集团有限责任公司	BB ⁺	--	C	--	调降
19	大连天神娱乐股份有限公司	BB	负面	C	稳定	调降

注：1. 主体等级不为 C 级、评级展望为 "--" 表示发行人被列入评级观察名单；2. 不同评级机构对同一发行人均发生大跨度评级调整的情况，如果期初和期末级别信息相同，仅列示一条记录

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

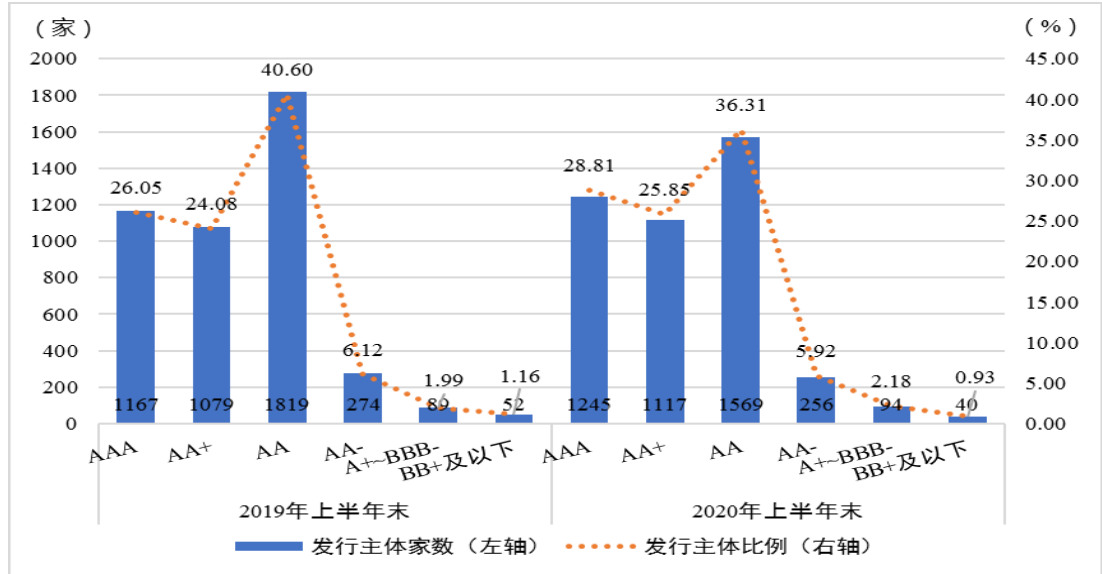
（二）信用等级迁移矩阵¹⁰

1. AA⁺级及以上级别发行主体占比进一步提升

截至 2020 年上半年末，我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在 AA⁻级及以上级别，占比（96.90%）较 2019 年上半年末（96.85%）变化不大。其中，AA 级发行主体占比仍然最高（36.31%），但较 2019 年上半年末下降 4.29 个百分点；AAA 级和 AA⁺级发行主体占比为 28.81%和 25.85%，较 2019 年上半年末分别上升 2.76 个百分点和 1.77 个百分点；AA⁻级发行主体占比（5.92%）较 2019 年上半年末下降 0.19 个百分点（详见图 2）。近两年来我国债券市场违约常态化发生，投资者风险偏好有所下行，新发行债券主体信用

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

等级呈现向高级别集中趋势，发行人信用等级中枢有所抬升，截至 2020 年上半年末 AA⁺级及以上级别发行主体占比过半且有所上升。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 2 2019 年上半年末和 2020 年上半年末我国公募债券市场发行主体信用等级分布图

2. 级别向上迁移趋势更为明显，AA⁺级和 AA 级稳定性略有下降

从信用等级迁移矩阵来看，在样本数量较多的 AA⁻级及以上级别中，各等级别稳定性均较好，级别未发生迁移的比率均在 90%以上，AA⁺级和 AA 级稳定性较 2019 年上半年均有不同程度下降；除 AAA 级未发生迁移外，各等级别均呈现向上迁移趋势且上移趋势较 2019 年上半年基本均有所加强。

表 6 2020 年上半年我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本量	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	1179	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
AA ⁺	1122	5.88	93.40	0.18	0.27	--	--	--	--	--	--	0.27
AA	1648	--	4.19	94.42	0.91	0.06	0.06	0.06	--	0.12	--	0.18
AA ⁻	253	--	--	4.35	93.28	0.79	0.79	--	--	--	--	0.79
A ⁺	73	--	--	--	2.74	95.89	1.37	--	--	--	--	--
A	11	--	--	--	--	9.09	72.73	--	--	--	--	18.18
A ⁻	1	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB ⁺	1	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--
BBB	6	--	--	--	--	--	--	--	--	33.33	--	66.67
BBB ⁻	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--

BB+及以下	26	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00
--------	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	--------

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况，无法体现各家评级机构的具体迁移情况；3. 统计期初为 2020 年 1 月 1 日，期末为 2020 年 3 月 31 日，下同

资料来源：联合资信 COS 系统

表 7 2019 年上半年我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	1117	99.64	0.18	-	-	-	0.18	-	-	-	-	-
AA+	1077	5.01	94.15	0.46	0.19	-	-	-	-	-	-	0.19
AA	1874	-	3.36	96.05	0.48	-	-	-	-	0.05	-	0.05
AA-	280	-	-	5.00	93.21	0.36	-	-	0.36	-	-	1.07
A+	64	-	-	-	3.13	95.31	-	-	-	-	-	1.56
A	16	-	-	-	-	-	75.00	-	-	-	-	25.00
A-	7	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
BBB+	3	-	-	-	-	-	-	-	66.67	-	-	33.33
BBB	4	-	-	-	-	-	-	-	-	50.00	-	50.00
BBB-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00
BB+及以下	37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

资料来源：联合资信 COS 系统

三、主要券种利差分析

2020 年上半年，为应对新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来的冲击，扎实做好落实“六稳”“六保”¹¹工作，支持实体经济复工复产，央行稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，进一步疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策精准滴灌作用。具体来看，央行综合运用降准¹²、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）等总量和结构性政策工具，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕。同时央行通过降低公开市场操作和

¹¹ 六稳工作即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，六保工作即“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”。

¹² 央行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放长期资金 8000 多亿元；于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，考核参与机构 2019 年度普惠金融领域贷款情况，对达标机构给予 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金优惠，新达标机构净释放长期资金约 4000 亿元；除此之外，对此次考核中得到 0.5 个百分点存款准备金优惠的股份制商业银行额外降准 1 个百分点，释放长期资金约 1500 亿元，需全部用于发放普惠金融领域贷款。

MLF 操作利率引导贷款市场报价利率（LPR）进一步下行¹³，推动降低实体经济融资成本；通过创设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两个新型货币政策工具，支持中小企业发展和稳企业保就业。在此背景下，债券市场资金面保持稳定，利率水平整体下行但仍保持在合理区间。

2020 年上半年，短融、中票、企业债、公司债、商业银行债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值、利差均值越低。使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法对样本数量较多¹⁴的短融、中期、公司债等的利差进行显著性检验。结果表明，各级别主体所发短融、各级别中票及公司债样本中，同券种、同期限、不同信用等级的债券利差均存在显著性差异，信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

表 8 2020 年上半年主要券种分级别利差统计

债券类型	期限 (Y)	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP,%)			交易利差 (BP,%)			
				区间	均值	均值	级差	变异系数	样本数量	均值	级差	变异系数
短融	1	AAA	101	1.50~6.50	2.92	119.33	--	84.28	97	125.84	--	78.03
		AA+	104	2.00~6.80	3.56	180.91	61.58	65.96	103	177.73	51.89	64.59
		AA	69	2.40~7.00	4.07	236.14	55.23	44.17	68	234.13	56.40	42.63
中票	3	AAA	271	2.05~6.00	3.17	117.12	--	47.06	264	120.23	--	45.57
		AA+	231	2.80~8.00	4.10	203.15	86.04	51.91	224	198.39	78.16	49.86
		AA	151	3.10~7.60	5.04	296.28	93.12	39.45	143	288.93	90.54	38.68
	5	AAA	161	2.70~4.77	3.50	118.89	--	30.40	155	121.55	--	28.79
		AA+	81	3.23~5.10	3.96	160.54	41.66	27.39	81	161.30	39.75	27.21
		AA	12	3.70~6.50	4.59	238.21	77.66	39.68	12	238.93	77.63	40.05
企业债	5	AAA	29	3.17~5.03	3.68	135.07	--	28.54	27	133.90	--	26.98
		AA+	8	3.60~7.50	4.96	280.06	144.99	48.62	6	229.78	95.88	41.22
		AA	1	4.48~4.48	4.48	188.90	-91.16	--	--	--	--	--
	7	AAA	6	3.46~4.37	3.92	129.51	--	17.89	6	127.21	--	19.25
		AA+	19	3.77~6.00	4.53	193.69	64.18	35.64	18	186.38	59.17	31.33
		AA	13	5.00~8.00	7.04	441.40	247.71	17.72	9	411.37	224.99	18.63

¹³ 2020 年 2 月 3 日，央行下调 7 天逆回购利率 10BP 至 2.40%，3 月 30 日再次下调 7 天逆回购利率 20BP 至 2.20%；2 月 17 日，央行下调 MLF 利率 10BP 至 3.15%；2 月 20 日，1 年期 LPR 由 4.15% 降至 4.05%，5 年期 LPR 由 4.80% 降至 4.75%。

¹⁴ 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。

公司债	3	AAA	176	2.29~7.30	3.25	117.94	--	61.22	62	115.56	--	44.60
		AA+	68	2.74~7.50	4.28	218.02	100.08	53.08	12	225.01	109.45	40.39
		AA	14	3.75~7.00	5.20	327.67	109.65	45.16	3	197.89	-27.12	21.38
	5	AAA	85	2.95~6.30	3.60	123.27	--	40.44	26	115.23	--	17.98
		AA+	7	3.54~4.49	3.97	162.00	38.72	29.65	1	104.29	-10.94	--
	商业银行债	3	AAA	25	1.99~3.73	2.75	65.65	--	24.38	25	66.64	--
AA+			12	2.80~3.80	3.26	138.06	72.41	27.17	11	135.42	68.78	26.94
AA			2	3.75~3.90	3.83	191.12	53.06	29.55	2	187.96	52.54	27.79
AA-			1	4.50~4.50	4.50	221.85	30.74	--	--	--	--	--
A+			1	4.00~4.00	4.00	259.05	37.20	--	--	--	--	--
5		AAA	4	2.67~3.10	2.96	67.71	--	16.22	4	68.32	--	12.88
商业银行二级资本工具		5	AAA	4	3.10~3.75	3.37	121.73	--	10.09	4	124.89	--
	AA+		2	4.30~4.38	4.34	171.29	49.56	0.08	2	176.12	51.23	2.70
	AA		4	4.50~5.18	4.80	235.73	64.44	4.56	3	232.53	56.41	8.97
	AA-		5	4.90~5.50	5.15	274.93	39.20	10.53	1	230.01	-2.52	--
	A+		4	4.65~5.50	4.99	237.72	-37.21	16.21	--	--	--	--
	A		2	5.00~5.80	5.40	297.91	60.18	17.18	1	266.28	--	--

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

资料来源：Wind