

2018 年四季度联合-中国绿色债券信用指数解读

2019 年 2 月 26 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

一、2018 年四季度指数表现综述

2018 年四季度，符合联合-中国绿色债券信用指数标准的新发绿债 78 只，本季度绿色债券存量合计共 1,111 只绿色债券，涉及发行人 552 家。本季度四大行业存量规模占比为 84.72%，较上季度下滑 0.31 个百分点，绿色债券行业集中度有所减轻。

与上期展望相符，尽管四季度宏观要素仍面临严峻考验，但随着绿色债券发行鼓励政策的持续、融资环境的改善以及市场的青睐，2018 年四季度综合指数逆转二、三季度的颓势，上行至 102.26，呈现企稳回升的势头。分要素来看，低信用水平主体发债踊跃，信用背景较强的国企以及信用状况优异的 AAA 发行人占比在本期均有所下滑，主体要素得分因发行人整体资质变化较上期小幅下降 0.41%；债项要素则因偿付压力缓释较上期表现上行 2.72%；市场表现依然积极，尽管新债平均发债利差¹有所上行，但二级市场交易行情较上期有所抬升，市场表现较上期整体上涨 1.16%；最后宏观要素方面，经济增速较上季度 6.7%继续小幅下行至 6.6%，同时 PMI 转入荣枯线以下，无风险利率继续下行，社会融资存量累计增速继续放缓，宏观要素较三季度明显下滑，整体下行 3.32%，基本对冲三季度利好。综合表现下，三季度综合指数为 102.26，比上季度上行 0.23 个百分点。

分行业来看，本季度电力和基础建设行业指数表现上行，铁路运输和银行业指数均表现一定程度下滑。具体来看，电力行业，债项要素表现抢眼，低信用级别债券占比下滑，未来三个月偿付压力下降，行业信用指数保持上行趋势，较上期增长了 0.48 个百分点，达到 98.95；基础建设行业，在基建补短板政策的有力支持下，加之本季度新增清洁交通相关债券受到市场追捧，新发债平均利差较上期大幅缩小，受此影响基建行业指数逆转上期颓势，上行 2.69 个百分点至 100.62；铁路运输行业债券到期压力有所释放，但 AAA 发行人占比有所下滑，企业财务状况承压，新发债平均发行利差上行，最终行业指数下滑 0.23 个百分点至 99.13；银行业随着小型金融机构的持续发力，初期主体要素整体优势被稀释，AAA 发行人占比下滑明显，未来三个月偿付压力上行，较上期下滑 2.87 个百分点至

¹ 与同期限同期发行国债相比

100.74，成为本期绿色债券信用指数下滑最大的行业。

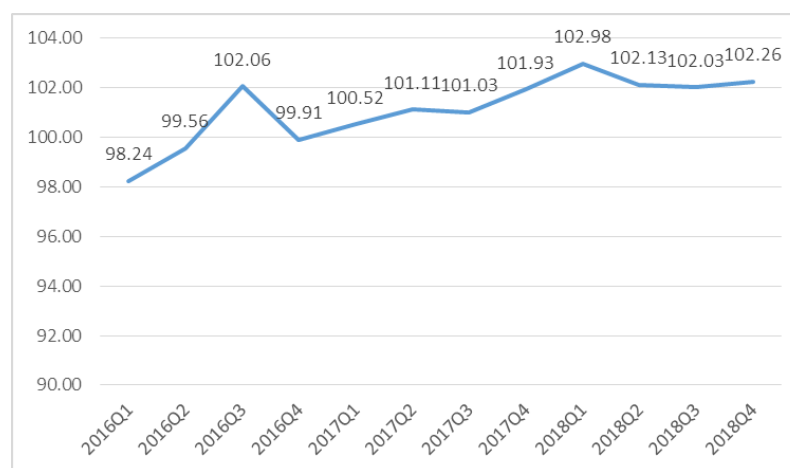
二、绿色债券全行业综合信用指数

（一）2018 年四季度综合信用指数企稳回升

2018 年四季度经济增速继续探底，PMI 均值降至 50 荣枯线以下，社融规模存量增速继续下滑，宏观方面下行压力仍然存在，但绿色债券发行依然保持活力，新增债券达到 78 只，新增债券发行规模达到 1,661.7 亿元，均较上期有明显增长。绿色债券发行主体愈加丰富，国企和 AAA 等级发行人占比进一步下滑，主体要素得分稳中有降，说明初期的发行人资信集中度被稀释，绿色债券市场发行人愈加丰富，发行端逐步成熟和多元化，充分体现了宏观层面鼓励更多主体参与绿色债券发行的政策倾向。另一方面，尽管四季度新增绿债平均发行利差有所上升，但债券到期压力较上季度有所减轻，同时，二级市场交易价格持续上涨，交易行情连创新高，债项要素得分和市场表现得分均较上期表现上涨。

整体来看，2018 年四季度绿色债券市场尽管发行主体和宏观方面承压，但债券要素和市场表现方面仍保持活力，绿色债券综合信用指数达到 102.26，摆脱三季度颓势，实现小幅上涨。

图 1 绿色债券全行业综合信用指数走势



数据来源：联合资信、联合评级

（二）分要素表现

中国绿色债券信用指数的指标体系分为 4 个信用维度，各包括主体要素、债项要素、市场表现以及宏观经济。2018 年四季度来看。

发行人资信状况不及上期，主体要素得分略有下行

本季度绿色债券主体要素得分较上期表现下滑 0.41% 至 102.73。主要是发行人国企占比以及 AAA 等级占比均表现下滑。随着绿色债券市场的逐步扩大，绿色债券发行参与主体逐步丰富，发行人资信集中度被稀释，民营、合资等非国企的优质发行人也积极参与其中，特别是银行业和基础建设行业表现明显。发行端的参与主体丰富显示出绿色债券市场的逐步成熟。

到期压力缓释，债券要素得分上行

债券方面，本季度到期偿付压力较上期得到明显缓释。尽管本期债券要素在其他三个维度表现不佳，例如 AA 及以下低信用质量债券占比小幅上升、企业经营现金流对债券余额覆盖率表现下降，以及担保占比方面较上期表现下滑，但波动程度偏小，在未来三个月到期压力缓释对冲下，本期债券要素得分表现上行 2.72% 至 98.96。

行业集中度下降，市场表现保持良好

本季度绿色债券市场行业集中度下滑、二级市场交易行情较好，市场表现得分上行 1.16% 至 114.81。行业集中度方面，绿色债券依然主要集中分布在铁路运输、电力、基础建设等行业中，排名第一位的铁路运输行业占比为 50.19%，较上期明显下滑，同时，二级市场绿色债券价格上升较快，交易活跃，市场表现整体保持良好。另一方面，本季度绿色债券政策方面均出现积极且富有实质性措施的地方鼓励政策，为绿色债券发展提供了持续活力。

表 1 本季度绿色债券动态

本季度绿色债券相关政策动态
10 月 10 日，江苏省发布《关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见》(下称“实施意见”)，对绿色债券、绿色资产支持证券 (ABS) 贴息 30%，践行绿色金融。
10 月，人民银行泰州市中心支行会同泰州市金融办、环保局、发改委、经信委、财政局，出台《泰州市推进绿色金融发展支持转型升级专项行动计划》。《行动计划》从六方面

出台了 15 项实施细则，多措并举构建绿色金融服务体系、推动经济绿色转型。
11 月 10 日，中国证券投资基金业协会正式发布了《绿色投资指引（试行）》。这份被业内人士称为本土化的“责任投资原则”的《指引》明确了绿色投资的内涵、投资目标和原则，以及开展绿色投资的基本方法，并规定了绿色投资的评价和监管要求。专家认为，这份行业自律规范，为投资者进行责任投资提供了导向性指引，在中国绿色投资信息披露制度制定、绿色指标量化与设计等方面发挥重要的政策指导作用。
11 月，中国人民银行成都分行、四川省金融工作局、四川省发展和改革委员会、四川省财政厅、四川省环境保护厅、四川银保监局筹备组、四川证监局等七部门联合下发《关于开展绿色金融创新试点的通知》，确定将成都市（新都区）纳入五个四川省绿色金融创新试点地区之一。新都区陆续制定出台了《成都市新都区建设绿色金融特色功能区行动计划（2018-2022）》和《新都区绿色金融发展若干政策意见》等相关政策文件，未来几年，将每年从预算中安排 3000 万元资金用于支持绿色金融发展。
11 月 22 日，广州市出台《关于支持广州区域金融中心建设的若干规定（修订）（征求意见稿）》，对在交易所市场、银行间市场、机构间私募产品报价与服务系统等平台新发行债券的企业给予发行费用 10% 的一次性补贴；在区域性股权市场新发行债券的企业给予发行费用 20% 的一次性补贴。以上补贴最高不超过 50 万元，认定为绿色债券的，给予发行费用 15% 的一次性补贴，最高不超过 100 万
12 月 7 日，深圳市发布《深圳市人民政府关于构建绿色金融体系的实施意见》，对成功发行绿色债券的企业按照发行规模的 2% 给予补贴，给予单个项目单个企业最高 50 万元的补贴

资料来源：联合资信、联合评级根据公开资料整理

下行压力依然存在，宏观表现承压

从经济总量来看，四季度中国经济同比增速为 6.4%，2018 年全年经济增速下滑至 6.6%。经济增速继续探底，PMI 跌破 50% 荣枯线，无风险利率继续下行，社会融资规模增速继续放缓，资金面紧张局面持续，宏观方面压力依然存在，宏观经济得分下行 3.32% 至 91.73。现阶段绿色债券仍处在发展调整过程中，信用

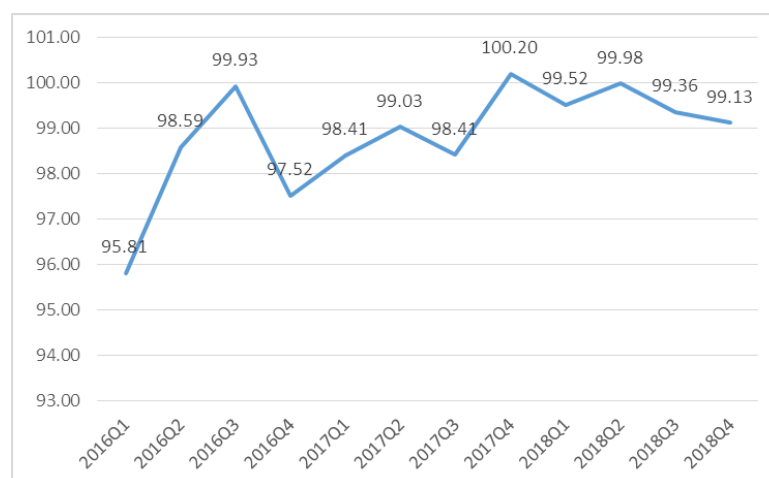
质量的波动仍受到宏观政策的明显影响。

四、绿色债券各行业信用指数

（一）铁路运输行业信用指数 2018 年下半年持续下滑

铁路运输行业在 2018 年四季度存量规模达到 16,840 亿元，新增 139 亿元，发行规模存量占比有所下降，但依然稳固在绿色债券第一大行业的位置。2018 年四季度，绿色债券铁路运输行业信用指数继续下滑，较三季度下滑 0.23 个百分点至 99.13。尽管本期铁路运输行业债券到期压力释放，但 AAA 级别发行人占比持续下滑，发行人平均财务状况面临小幅恶化，发行人平均银行授信额度呈下滑态势，新债发行也面临市场考验，新债发行利差较上期明显上升，市场表现下滑明显。四大要素来看，本季度铁路运输行业中，除债项要素因到期偿付压力释放而有所上升外，主体要素、市场表现以及宏观经济方面均面临下滑，综合影响下，本期铁路运输信用指数呈现继续下滑态势。

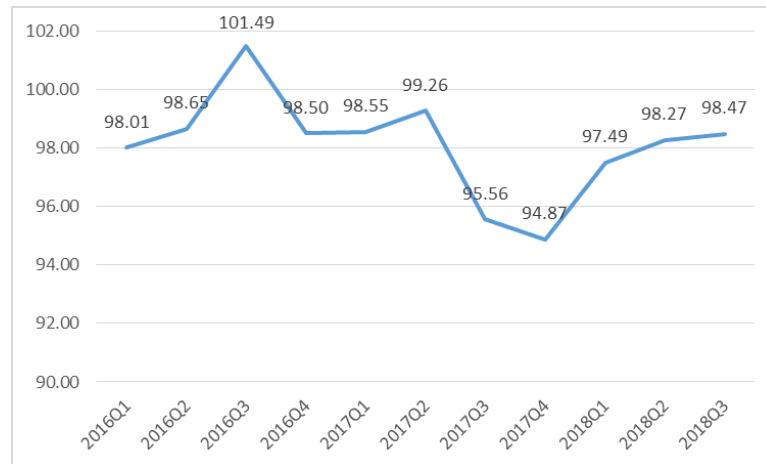
图 2 绿色债券铁路运输行业信用指数



数据来源：联合资信、联合评级

（二）电力行业信用指数持续小幅上升

图 3 绿色债券电力行业信用指数

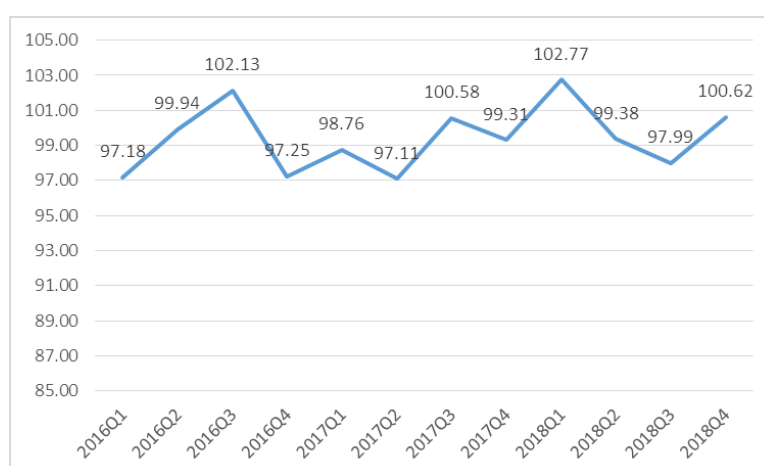


数据来源：联合资信、联合评级

在“绿色”发展理念和打好“污染防治”等三大攻坚战指引下，受煤价上涨，电力价格限制等因素影响，电力行业内的清洁能源发展受到越来越多的关注，清洁能源相关债券发行受到投资者青睐。电力行业内清洁能源仍是绿色债券的主要发行动力。本季度电力行业绿色债券存量规模达到 3,501 亿元，新增 343 亿元，存量规模占比达到 10.45%，是绿色债券市场中的第三大存量行业。本季度电力行业信用指数继续保持小幅上升态势，较上季度增长 0.48 个百分点至 98.95。本季度电力行业发行人 AAA 占比上升，平均财务状况小幅改善，同时低级别债券占比下滑，未来三个月偿付压力减轻，另一方面我们也看到，企业经营现金流对债项覆盖能力下降，担保占比也呈现出下滑态势，表明电力行业盈利和外部增信能力仍然面临考验。综合来看，本期得益于主体要素和债项要素的提振，绿色债券电力行业信用指数保持小幅上升态势，但增速持续放缓。

（三）基础建设行业信用指数逆转上季度颓势

图 4 绿色债券基础建设行业信用指数

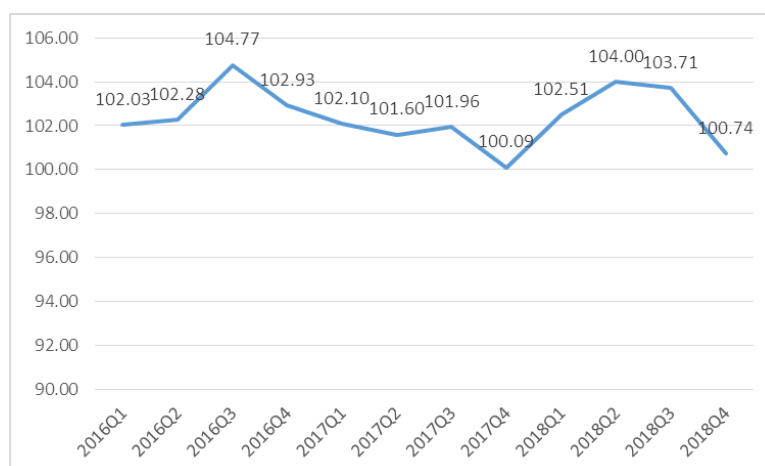


数据来源：联合资信、联合评级

2018 年以来，受到去杠杆和清理 PPP 等影响，基础建设投资增速出现回落。受此影响，基础建设行业信用指数今年以来一度呈现萎靡态势。下半年以来，受到外部不确定性因素影响，在消费和外贸承压的背景下，三季度国务院常务会议和政治局会议相继提出鼓励基建投资的积极信号，，基础设施建设补短板成为经济调控的重要着力点。四季度以来，随着国务院《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见（国办发〔2018〕101 号）》的发布，基础建设投资稳步发力。融资方面，在加大专项债发行、鼓励民间资本投资以及财政支持方面都出现了积极信号。绿色债券方面，2018 年四季度，基础建设行业新增发债 123.2 亿元，存量规模达到 2,156 亿元，占比达到 6.43%。四季度行业信用指数逆转上季度颓势，上升 2.69% 至 100.62。特别是在轨道交通、清洁交通方面，绿色债券发行受到市场追捧，新债发行平均利差较上期有明显缩小。同时，基础建设行业仍然受到主体要素和债项要素信用质量不高的困扰，发行人在授信、信用质量以及财务状况等方面表现仍然较差，债项偿付压力较大，担保能力一般。综合来看，本期受到市场表现提振，基础建设行业信用指数逆转上季度颓势，信用质量好转。

（四）银行业信用指数下行明显

图 5 绿色债券银行业信用指数



数据来源：联合资信、联合评级

银行业是我国绿色债券市场的重要参与者，也是绿色债券市场的发行主力。本季度银行业新发绿色债券合计 884.7 亿元，存量规模达到 5,927.9 亿元，占比达到 17.67%，是绿色债券市场第二大存量行业。随着更多的小型金融机构进入绿色债券市场，相较初期的大型银行集中优势，发行人信用质量出现分化，叠加债券逐渐出现集中到期，行业信用质量正逐步承受压力，本季度银行业信用指数下降明显，较上季度下滑 2.87%，达到 100.74。综合来看，在主体要素和债项要素逐步承压的情况下，本期银行业信用指数出现明显下滑。但同时也要看到，绿色金融债仍然是绿色债券市场主力，其市场表现一直处在较好状态。

五、2019 年一季度展望

就当前的绿色债券市场表现来看，发行主体方面，随着更多发行人的参与，初期的集中优势有所稀释，各行业发行人表现也发生了分化，预计主体要素未来一季度表现仍有下降趋势；但参与主体的多元化是市场逐步成熟的标志之一，而随着绿色债券市场的成熟，制度和政策方面的支持得到逐步落实，稳投资的共识下，债项要素和市场表现方面有可能出现提升；而宏观方面则因外部不确定性因素的影响，出现波动的可能性较大。

预计 2019 年一季度，绿色债券市场主体要素随着参与主体的多元化可能出现小幅下滑；债项偿付压力进一步释放，各地绿色债券发行鼓励政策逐步落实，债项要素和市场表现预计有期待空间；与此同时，宏观方面尽管受到外部不确定

性因素影响，但一季度融资环境有进一步放松信号；综合来看，预计一季度绿色债券信用指数存在继续上行的动力。