

新形势下信用服务业发展新机遇¹

文/郭继丰 周美玲

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2018 年中国信用服务行业发展的国内外环境发生了重大的变化。从国际环境看，主要体现为美国单方面向以中国为代表的诸多国家或地区发起了贸易战，美联储退出量化宽松货币政策后的逐步加息。从国内环境看，主要体现为金融监管的趋严和货币政策稳健中性，向结构性调整的变化。从技术环境看，主要体现为区块链和人工智能的发展。国内外环境的变化，在对中国信用服务行业带来了冲击的同时，也为中国信用服务行业的发展提供了机遇。

一、信用服务行业面临的环境新形势

中国信用服务行业面临的环境新形势主要体现为国际环境、国内环境和技术环境新形势。这三面的形势分别从国际冲击、国内冲击和技术竞争三个角度，对中国信用服务行业产生影响。

（一）国际环境的新形势

美国在“美国优先”口号引导下，不顾及北美自由贸易协定（NAFTA）、世贸组织（WTO）等促进区域和全球经济一体化的协议和发展原则，向全球主要经济体发起了贸易战。

美国向中国发起贸易战的原因在于中国经济的增长和发展不断创出历史新高，尤其是中国 2025 计划的发布成为美国认为中国发展对其霸主地位构成威胁的实锤。这种危机感的形成是随着中国长期保持经济高速增长和发展逐步积累起来的，不是一蹴而就的。自 2010 年以来中国经济以稳定的高速增长实现了四大超越。第一，根据 IMF 数据，2010 年中国 GDP 达到 6.07 万亿美元，首次超过日本，成为国内生产总值仅次于美国的世界第二大国家，同年日本和美国的 GDP 分别为 5.70 万亿美元和 14.96 万亿美元。第二，2011 年中国的工业总产值达到美国的 120%，成为世界第一制造大国，并且具有比美国相对完备的工业体系。第三，2013 年中国货物进出口贸易总额达到 4.16 万亿美元²，首次超过美国，跃居全球第一，中国对全球贸易增长和经济复苏影响力进一步提高，虽然 2016 年被美国反超，但是 2017 年中国实现了再度赶超。第四，2017 年中国社会消费品零售总额 36.63 万亿元³，接近美国，考虑到中国的消费增速长期大幅领先美

¹ 本文刊登于《上海商业》杂志 2019 年 2 月刊。

² 数据来源商务部。

³ 数据来源国家统计局。

国，2018 年超过美国的可能性较大。拉动经济增长的三驾马车中，中国即将在消费和进出口两方面实现超越，对美国形成了较大的竞争压力。

2015 年美联储在退出量化宽松货币政策进入加息周期，施行紧缩性的货币政策，加息缩表持续推进，2018 年美联储加息 4 次，资产负债表规模较 2017 年 10 月启动缩表时下降了 8%。美联储加息带来的资本回流会对全球市场产生重要影响，就美联储历史加息周期来看，一般都伴随着新兴市场国家经济危机的发生。但较历史情景相比，目前基准利率水平仍处于历史低位。目前虽尚未有危机迹象，但是后期随着美联储继续加息和缩表，新兴市场国家能否避免危机发生尚不得知。

2018 年全球经济增长步伐放缓，全球制造业 PMI 经过 2016 年、2017 年的持续上升后从高位持续下降，全球经济景气度回落，本轮全球经济复苏或已进入尾声，未来全球经济增长压力将持续上升。

英国脱欧问题，受影响的不仅仅是英国本身，对整个欧盟地区，乃至对全球经济增长都会带来一定冲击。若未来英国与欧盟之间最终未能达成一致协议，英国将进入无协议脱欧状态，对欧盟现有的制度体系形成冲击，将构成 2019 年全球重大风险事件，将对全球金融市场、经济发展特别是英国和欧盟地区经济发展带来冲击。同时，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。

（二）国内环境新形势

2017 年 11 月资管新规征求意见稿的出台，预示着融资体系新构建的开始。非标融资的剧烈收缩使得社会融资增速一路下滑，委贷和信托更是负增长。虽然在央行实行了 4 次定向降准、以及持续的公开市场操作等货币政策支持下，金融体系内集聚了大量的流动性，但是金融的强监管和政府债务严监管的政策影响下，银行对民营企业特别是中小企业的信贷投放的积极性和动力不足，投资者风险偏好下降，广义信用仍然处于收缩状态。同时，民营企业违约的集中爆发，进一步降低了投资者的风险偏好，加剧了广义信用的收缩，使得低资质企业发债困难，企业债务滚动变得更加艰难，从而形成了信用收缩的闭圈，违约风险在整个资本市场蔓延。

2018 年债券市场信用违约事件频发，不仅公开、非公开发行的债券违约多，同时结构化融资工具亦发生了大量的违约，对公开市场亦形成了一定影响。2018 年主体违约数量、违约债券数量与违约金额等指标均创出历史新高，并且发生了首家 AAA 级违约主体。债券的集中违约、突发违约、连环违约等一时间对市场造成了较大的冲击。结构化非标融资的违约事件中不乏城投公司的身影，对相关区域的融资环境也造成了一定的不良影响。同期银行体系内，信贷不良率亦呈现

上升趋势，特别是农商行等中小型银行的资产质量承受更大的压力，不良率普遍高于平均水平。

在国际环境发生变化的同时，国内经济形势亦表现出新格局。在美国贸易战影响下，中国出口压力逐步显现。2018 年前三季度我国进出口增速双双下降，货物贸易顺差大幅收窄。虽说与外部经济体的景气度持续回落，外部需求疲软有关，但是贸易战带来的冲击不可忽视。2018 年 1-11 月，中国对美进出口额同比增速为 10.9%，较上年同期下降 1.9 个百分点，对美进出口额占进出口总额的 13.73%，较上年下降 0.48 个百分点。另一方面，中国积极降低关税、举办进博会等方式主动扩大进口来促进对外贸易平衡，贸易顺差优势将逐步缩小。

宏观经济大环境方面，总体来说，2018 年中国宏观经济运行平稳，就业情况良好，CPI 上涨略有加快；产业结构继续优化，以互联网和相关服务为代表的现代新兴服务业继续较快发展，信息传输、软件和信息技术服务业对 GDP 增长的贡献提升明显；消费成为经济增长的“压舱石”，对经济发展的基础性作用不断夯实。但制造业 PMI 指数从 6 月份中美首轮贸易关税措施落实后掉至枯荣线以下，经济景气度持续回落，外部需求前景不乐观；基建投资地位的下降，使得整体投资回落，经济增长压力加大。

（三）技术创新环境

科技与信息技术发展创新涌动，不断刷新认知。大数据、物联网、云计算、人工智能、区块链等技术不断进步，让生活便利化不断提高的同时，也对传统产业的未来发展形成一定冲击。

数据被誉为“未来的新石油”，国内大数据发展已进入快车道，以 BAT 为代表的互联网企业在数据应用领域不断进步和完善，例如阿里的菜鸟网络利用大数据技术对物流信息数据的监控，能够实现对订单流量和流向很好的预测。大数据在公共安全、金融、电信、交通、医疗等领域的发展均已取得了一定的成果。

云计算作为数字化浪潮中的基础设施，如今已成为各互联网巨头的竞赛场。大数据、物联网、人工智能等信息技术的快速发展对数据存储和计算能力的需求呈现几何级增长，传统产业的数字化转型的需求空间亦较大。虽个人云存储发展日渐成熟，但未来企业级云存储的市场仍有巨大的发展潜力。算力需求增长的同时，计算成本的快速下降，为人工智能、基因测序、加速器芯片等以算力作为必要保障的新技术发展做好了经济铺垫，算力竞争也成为云计算发展的重要方向。

人工智能起源于 1956 年，虽说不是新生事物，但近几年突破性的进展，如 AlphaGo 在围棋上的胜利向世人展示了人工智能处理信息的能力，让人工智能

发展进入第三次爆发期。国内人工智能发展要素齐全，大数据、搜索技术、人才，以及相关基础设施的建设和运营等方面均具有较强的竞争优势。人工智能的巨大潜力已被各国政府所认同，AI 的开发与应用在多国已上升到国家战略层面，2018 年以来，我国政府对 AI 的重视程度进一步提升，“AI+”国家战略雏形显现。

比特币的火爆让区块链技术进入大众视野，越来越多互联网企业投入区块链的技术和应用研发，如阿里巴巴、腾讯、百度、京东、苏宁等，结合自有应用场景，都相继推出了面向企业用户的区块链平台进行信息共享。区块链作为一项技术革新，除了虚拟货币的应用外，在现实场景下的成功应用均可能是一场行业进步。例如，蚂蚁金服旗下支付宝平台的区块链电子发票，摆脱了发票对税控盘的依赖，是对电子发票行业的革新。同时，区块链技术的战略意义业已得到各国政府的认可，并出台政策推进技术的应用和落地。但区块链技术仍处于发展的初级阶段，技术水平还不足以支持复杂业务流程，区块链进入大规模的商业应用仍需时日，区块链技术发展仍具有巨大推进空间。

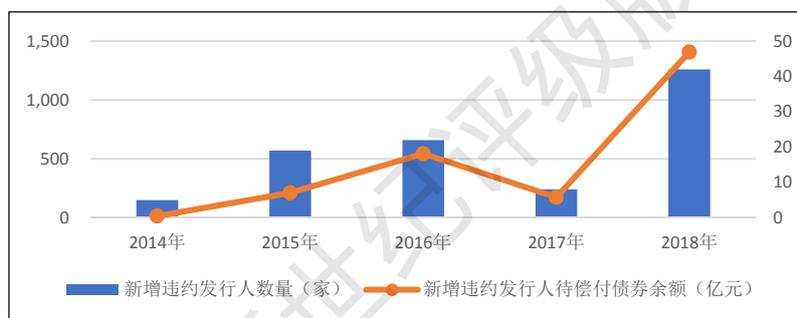
二、债券市场违约新特征

在国内外环境下，中国债券市场出现了新一轮的违约高潮、体现出了新的特征。与此同时，中国的信用服务行业也承受着来自各方的诟病。

（一）2018 年违约状况

2018 年债券市场进入违约高发期，一天内发生多只债券违约已非罕见。2018 年全年违约债券超百只，当年违约债券余额超千亿。新增违约发行人的数量与涉及的债券金额亦均远超往年水平。2018 年债券市场共新增违约发行人 43 家，而 2014~2017 年同期分别为 5 家、20 家、23 家和 9 家；违约发行人首次违约时待偿付债券余额共 1413.68 亿元，超过 2014~2017 年总和。

图 1：2014~2018 年债券市场新增违约发行人数量与待偿付债券余额



注：数据来源 Wind，其中待偿付债券余额仅限本金金额，包括已违约的债券，不含利息、罚息与手续费；不含境外债券；不含资产支持证券。

债券违约增多的同时，2018 年结构化与非标产品的违约事件亦呈大幅上升

趋势，债权计划、资管计划、专项计划、信托计划纷纷暴雷。虽然债券市场尚未发生城投公司债的公开违约，但从非标产品的实际资金使用方或担保方来看，不乏城投公司身影，如云南国资、天津市政、凯宏资产、科尔沁城投等。城投公司非标融资的违约对区域性融资环境的稳定性带来了一定不良影响。

（二）2018 年违约新特征

从债券历史上的违约来看，往年的违约都具有较强的行业特征，而 2018 年违约企业涉及行业广泛，按证监会行业分类，除了科学研究和技术服务业、住宿和餐饮业没有企业发生违约外，其他 14 个行业均有涉及，有别于 2016 年的违约潮为产能过剩企业信用风险集中暴露。

从区域分布上来看，2018 年违约事件并未呈现出明显的区域集中爆发趋势。2018 年违约企业注册地最多的为北京，共 9 家，主要为业务范围面向全国上市公司。虽然违约事件中，存在信用风险在产业链上下游以及在区域互保关系之间蔓延的隐忧，但尚未形成实质性的违约连锁反应。

2018 年违约潮最大的特点是突发性较强，单家违约发行人存续债券规模大，对市场造成了较大的冲击。如上海华信、永泰能源在首次违约时待偿付的债券余额均超过 200 亿元，新光控股超过 100 亿元。从待偿付债券余额的角度，自 2014 年以来金额排位前 15 名的违约发行人，2018 年首次违约的占 6 家。突发性则体现在很多企业在违约前自身经营状况并未发生经营不善或大幅亏损的情况，甚至很多企业仍持续盈利。但其激进的财务投资在外部融资渠道收缩的情况下难以为继，从而引发了违约。

2018 年违约潮最为显著的特征是违约企业集中于民营企业，且上市公司占比较高。根据 Wind 数据显示，2018 年违约发行人中民营企业占 33 家，公众企业、外资企业与中外合资企业（主要为 VIE 结构，实际控制人可追溯至境内）共 4 家，国有企业仅 6 家。另一方面，受股市大幅下跌影响，上市公司控股股东股权质押出现爆仓，上市公司或其控股股东的债券亦未能幸免，2018 年违约发行人中 24 家为上市公司或其股东。因此出现的母子公司连环违约的现象也是 2018 年的违约新特征。

三、信用行业服务的新机遇

在中国债券市场出现新的违约潮和新特征下，政府部门为了促进经济的稳定增长和高质量发展，推出了一系列的结构性政策新举措，为中国信用服务行业的发展提供了新机遇。

（一）促进债券市场发展的新举措

在债券市场违约风险爆发，形成违约闭环的情况下，监管部门为缓解民营企业融资难相继出台了多种政策，促进债券市场稳定与发展。

为缓解债券市场低评级信用债发行困难的局面，7月18日央行窗口指导银行增配低评级信用债投资，对于产业债投资，“AA+及以上评级按1:1比例给予MLF，AA+以下评级按1:2给予MLF”，虽然银行可抵押资产众多，实际操作中使用低评级产业债作为MLF抵押品的可能性较小，但该项政策的出台对短期内提振市场信心具有较为显著的作用。

9月下旬，银行间市场交易商协会再次推出信用风险缓释工具（CRM），以推动民营企业的发债。10月下旬以来，高层密集发声积极支持民企发展，支持有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业的债务融资。例如：各地方政府也在积极设立纾困基金缓释上市公司股权质押风险；发行纾困债券用于缓解地方优质民营企业的纾困；货币政策方面，央行宣布推出TMLF，针对民营和小微企业的定向宽松。

（二）债券市场发展为信用服务行业提高服务质量提供新机遇

为支持民营经济发展，未来创新产品也将逐步增多，如扶贫债、纾困债等品种将进一步丰富债券市场品种。2019年在积极的财政政策下，财政部将增加地方政府专项债券的发行额度，市场将会进一步扩容。债券市场容量的增长和产品结构的进一步完善都将为信用服务行业发展带来新机遇。

2018年债券市场违约的大幅增多，有利于国内评级机构评级经验的积累，为评级方法和逻辑体系的完善带来了一定契机和促进作用。在没有违约，或者实质性违约发生较少的情况下，国内评级机构的评级体系与方法仍以引进和学习国外评级机构为主；随着违约的增加，国内评级机构对信用风险的认识更进一步，为信用评级服务行业发展带来方法和逻辑体系完善提供了新机遇。同时，随着信用服务体量的积累，评级行业必将从量的发展转向对质的追求，信用评级服务将走向高质量发展的新征程。

（三）技术创新为信用服务行业新业态发展提供了新机遇

随着信息技术的创新与发展的加速，对传统行业服务效率与质量的提升有目共睹，信用服务行业也必将受惠。未来大数据、云计算、人工智能的运用可显著降低信用评级信息获取的难度，提升信用模型的效率，甚至可能涉足报告的撰写，这是提升信用评级服务效率与服务质量的新机遇。

同时，新技术的发展也催生了信用评级服务行业的细化。大数据在信用风险分析方面的应用，让基于大数据、云计算、区块链和人工智能的新型征信和信用评级机构不再局限于政府资格认证和传统的信用服务模式，向政府机构、金融机构、工商企业等提供多样化的信用服务，信用服务行业面临进一步的分工的新机遇，面临进一步拓展信用服务内涵和外延的新机遇，面临进一步完善和优化信用服务行业结构的新机遇。

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。