

联合

Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2024 FEBRUARY

城投行业2023年信用风险回顾与2024年展望

2023年建筑施工行业研究报告

2023年化工行业回顾与2024年信用风险展望



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

联合ESG服务

联合优势

深耕多年的品牌实力：联合是中国最具影响力的公信力机构之一；旗下的联合资信作为国内头部评级公司，在信用评级行业深耕20多年；联合旗下的联合赤道是国内绿色债券认证市场份额最大的认证机构；联合旗下的联合国际是香港中资美元债市场上最大的中资评级机构；联合旗下的联合绿色是香港金融管理局“绿色和可持续金融资助计划”认可的外部评审机构；联合致力于和港交所开展碳及ESG相关合作，通过其推出的国际碳市场Core Climate平台，连接资本与香港、中国内地、亚洲以至全球的气候相关产品机遇。

强大的ESG团队：包括欧洲金融分析师协会(EFFAS)认证ESG分析师(CESGA)11名，以及众多博士、硕士专业人才和深入研究国民经济全部行业的分析师团队。联合已对3000余家上市公司和发债企业进行ESG评级打分，特别是在专业度高的环境维度，联合旗下的联合赤道具有“绿色金融+环保咨询+环境检测”多重专业进行整合的技术优势，拥有近百名环境评估工程师，在业内具有良好的口碑并稳居市场首位。

庞大的数据体系支撑：除了市场上公开的数据以外，联合还拥有企业负面舆情数据以及在多年企业信用风险研究中积累下的数据。此外，联合分析师对行业和企业较为熟悉，能够真实客观地对相关指标进行打分比较。

服务内容



协助撰写 ESG 报告

根据企业年报、社会责任报告、社会舆论等公开数据和企业提供的ESG相关资料，协助企业撰写ESG报告。



提供 ESG 评级报告

根据联合的ESG评级体系，对企业环境、社会、治理三个方面近百个指标的表现进行打分，并最终给出企业ESG评级。最终企业ESG级别从AAA_{esg}到C_{esg}共分7个级别。



ESG 能力提升及相关服务

针对监管部门的要求与企业提升可持续发展能力的内在动力，联合资信可以在ESG管理体系建设、可持续发展能力提升，以及ESG风险防范等方面，为企业提供辅导与研究服务。



为投资人提供 ESG 信息和模型

随着中国国际化的发展，很多投资机构（包括银行、基金、资管、资产所有者等）和个人投资者将ESG纳入投资考量要素中，联合资信可以根据投资人的需求提供企业和项目的ESG数据，并协助建立ESG评价体系。

我们真诚期待与贵公司的合作！

联合资信评估股份有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

电话：(010) 85679696 | 传真：(010) 85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com | 网址：www.lhratings.com

联系方式：

陈茵 电话：010-85172818-8016 | 邮箱：chenyin@lhratings.com

王妍 电话：010-85172818-8105 | 邮箱：wangyan@lhratings.com

侯睿 电话：010-85172818-8107 | 邮箱：hourui@lhratings.com



联合

Lianhe Credit Research

信用研究

主办单位 Sponsors

联合信用管理有限公司
Lianhe Credit Information Service Co.,Ltd.

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 于良 万华伟 马新疆 王安娜 王丽娟 王治 王宝卉 王娟 王越 王蛟龙 申中一 田小卫 冯锐 冯磊
成斐 任贵永 庄园 刘克东 刘洪涛 刘振 刘晓佳 刘晓濛 刘强 刘颖 刘睿 闫昱州 孙汝汀 杜洲 李小建
李天娇 李云 李少龙 李为峰 李珍 李振宇 李晶 杨世龙 杨爽 时南 张兆新 张丽 张连娜 张祎 张莉
张雪 陈诣辉 陈茵 陈勇军 邵天 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉 周捷 周旭 官雪 孟悦 赵东方 赵晓丽
袁芳 贾二柳 徐阳 徐博闻 高宇欣 高景楠 高鹏 高鑫磊 唐玉丽 鹿永东 蒋建国 韩夷 雷君 谭心远

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

薛逸竹 Xue Yizhu

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 邮箱 (Email) : lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228

网址 (Website) :www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code) :100022

市场部门联系人

Marketing Department Contact

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang

13301118401 | maxj@lhratings.com

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务热线

Investor Service Hotline

陈家林 Chen Jialin

电话 (Tel) : (8610) 8567 9696-8624 | 13611310882 邮箱 (Email) chenjialin@lhratings.com

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

Address:17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2024 February

目录

特别策划 Feature

- 1** 化债提速，分化加剧——城投行业2023年信用风险回顾与2024年展望
联合资信 刘亚利 张婧茜 李坤 张宁
- 6** 建筑施工行业政策以高质量发展转型为主导，加快推进“三大工程”建设或将带动下游需求释放——建筑施工行业研究报告
联合资信 张雪婷 王治 闫蓉 高志杰 陈佳琪 何泰 杨柳
- 17** 2023年化工行业回顾与2024年信用风险展望
联合资信 樊思 毛文娟

行业研究 Industry Research

- 23** 出险房企后续风险处置措施分析
联合资信 朱一汀 张琳
- 30** 融资租赁行业2023年回顾与2024年展望
联合资信 张帆 余晓艳 刘嘉
- 38** 2023年保险行业分析及2024年展望
联合资信 谢冰姝 许国号 马默坤 刘敏哲
- 46** 蓄势待发、前景可期——智能驾驶产业链发展情况简析
联合资信 丁媛香 李成帅 孙长征

债券市场 Bond Market

- 54** 资产支持证券内嵌信用风险缓释工具探讨：创新金融工具的整合与优势
联合资信 宋旭
- 58** 中资离岸债券市场发展的新趋势
联合资信 张敏 程泽宇

专项研究 Monograph

- 65** 从化债资源禀赋视角看区域债务化解路径
联合资信 夏妍妍 高锐 程畅威 王文才
- 71** 防范化解地方债务风险背景下城投企业财务表现
联合资信 谢晨 李晓晓 张英昊
- 79** 城投公司参与城市更新业务的模式及主要风险研究
联合资信 马颖
- 84** 寒风料峭，春意未至，现存房企压力几何——开发型房地产企业现金流预测模型研究
联合资信 宋莹莹 卢瑞

信用风险 Credit Risk

- 90** 信用风险事件统计
- 91** 违约案例 国美电器有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 94** 政策指南
- 95** 市场动向

市场数据 Market Data

- 96** 债券发行利率走势
- 98** 宏观经济及债券市场数据



化债提速, 分化加剧

——城投行业2023年信用风险回顾与2024年展望

文 | 联合资信 刘亚利 张婧茜 李 坤 张 宁

一、城投债市场回顾

一揽子化债增强市场信心, 审核趋严供给控量, 城投债发行利率和发行利差整体呈下行趋势。稳增长压力加大、城投债发行规模较快增长, 但监管审核严控募集资金用途、借新换旧比例持续上升、城投债净融资同比基本持平。城投债发行短期化趋势持续, 长期债券占比下降, 天津、云南城投债发行短期化特征突出; 控增化存背景下, 区县级城投企业新增债券发行难度持续加大, 净融资大幅下滑。城投债提前偿还规模明显增长, 贵州、湖南、广西等地提前偿还城投债规模较大。

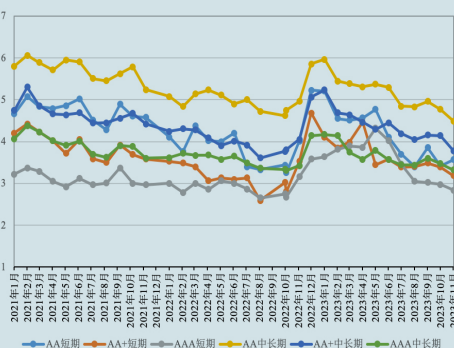
1—11月, 城投债发行利率及发行利差震荡下行, 整体来看利率及利差中枢仍高于上年同期。具体来看, 2022年末理财产品赎回潮引发市场资金面收紧, 城投债发行利率快速上行、利差同步走扩的局面延续至2023年初; 随后央行降准释放流动性、资金面逐步好转, 城投债发行利率及

发行利差逐步回落; 5—6月, 不同期限、不同级别城投债发行利差有所分化; 一揽子化债政策逐步落地、特殊再融资债券发行重启增强市场信心, 叠加9月份以来城投债审核趋严、供给收紧引发资产荒, 部分区域城投债认购热情高涨, 除AA短期产品外, 城投债整体发行利率和发行利差下行较快(见图1和图2)。

2023年以来, 经济增长不及预期、货币政策宽松、资金面逐步好转, 叠加债券到期兑付规模大, 1—11月, 城投债发行规模同比增长26.10%至55433.50亿元。9月城投企业实行名单制管控, 城投债发行审核条件进一步收紧, 严控募集资金用途, 城投债发行规模及净融资均明显下降, 11月城投债融资呈净偿还状态; 整体看, 1—11月, 城投债净融资规模同比小幅增长4.02%至12451.79亿元, 预计全年净融资规模较上年相差不多; 同时, 募集资金约77%用于偿还债务, 较上年同期的73%进一步上升。

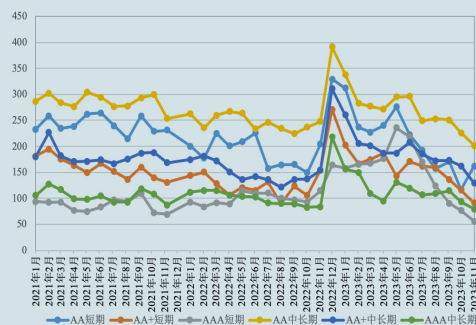
从发行期限看, 自2021年以来城投企业中长期债券

图1 发行利率走势(单位: %)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图2 发行利差走势(单位: BP)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

发行难度加大,城投债发行维持短期化趋势;1—11月,1年期债券占比变化不大,3年期以上债券占比下降超10个百分点。主要区域中,天津、云南城投债发行短期化特征突出,1年期债券(含)占比分别约80%和60%。从行政层级看,作为城投债发行主力,地市级城投企业发行规模占比近半,省级及区县级城投债发行规模同比增长较快;控增化存背景下,行政层级越低、新增债券发行难度越大,区县级城投债净融资规模持续大幅下降。此外,城投债提前兑付规模约800亿元,较上年(约350亿元)增长明显,10月份特殊再融资债券发行重启后,11月城投债提前偿还规模约150亿元,12月提前偿还规模预计约400亿元;贵州、湖南、广西等地提前偿还城投债规模较大。

发行利率和发行利差的区域分化依然显著,一揽子化债政策对部分弱区域债务化解影响更加积极,下半年以来天津、贵州等地城投债发行利差收窄。同时,发行及净融资区域分化态势持续,江苏、浙江和山东城投债发行规模和净融资额稳居前三;东北地区、西北及西南地区部分省份持续压降城投企业债券融资,城投债融资持续呈净偿还状态。随着市场投资情绪持续修复,天津、河南等地城投债发行及净融资持续改善。

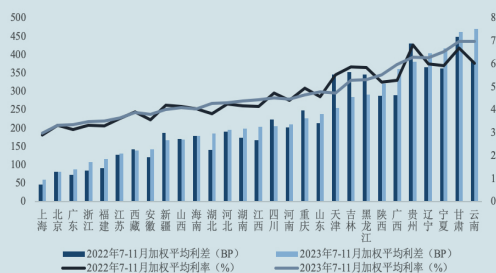
城投债发行利率和发行利差的区域分化依然显著,但受益于特殊再融资债券重启发行、监管表态金融支持地方政府化债、银行推进中长期贷款置换等一揽子化债政策的逐步落地,市场对弱区域城投债情绪回暖,部分地区

发行利差下行较快。下半年以来,天津、贵州、重庆、四川等地发行利率较上年同期明显下降,发行利差明显收窄,天津城投债发行利差较上年同期收窄超90BP,贵州收窄约50BP(见图3)。

不同地区城投债发行及净融资情况持续分化,1—11月,天津、河南等地城投债发行及净融资增速均较高、融资环境持续改善。具体来看,江苏、浙江和山东发行规模排名稳居前三,发行规模合计约占全国的45%,而宁夏、西藏、辽宁、黑龙江、海南、青海、甘肃、内蒙古发行规模不足百亿。天津、山东、湖北、四川等大部分地区城投债发行规模保持增长,而湖南、吉林和贵州等地城投债发行规模有所下降。净融资方面,西南地区中贵州、广西、云南,西北地区中宁夏、内蒙古、青海以及东北地区持续压降公开市场债券融资,贵州省城投债净偿还规模约200亿元,广西、甘肃净偿还规模接近百亿;2022年云南省省级平台提前兑付较大规模债券,2023年以来城投债净偿还规模明显下降。半数省市城投债净融资规模下降,主要地区中上海、广东、浙江净融资降幅明显,而天津、北京、山西、重庆净融资增幅超50%(见图4)。

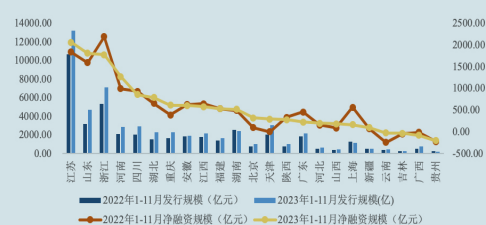
主要城市城投债发行利差亦明显分化,下半年以来,贵阳、天津、泰州、镇江等市发行利差均不同程度下降,天津、昆明等地二级交易利差下行较快。重庆、成都、青岛等市发行及净融资规模居于前列,柳州、贵阳、昆明、潍坊呈净偿还状态。

图3 主要地区城投债发行利差变化情况(单位: BP、%)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图4 主要地区城投债发行及净融资情况(单位: 亿元)



注: 宁夏、西藏、辽宁、黑龙江、海南、青海、甘肃及内蒙古城投债发行规模均小于100亿元, 未在上图显示

资料来源: 联合资信根据Wind整理

截至2023年11月底，城投债存续余额前50大城市（以下简称“50大城市”）存续城投债余额合计约占全市场70%左右。50大城市中江浙城市约占四成，山东、湖南城市紧随其后，其余主要包括4个直辖市和部分省会城市等。下半年以来，受益于一揽子化债政策，贵阳、天津、泰州、镇江、盐城、重庆、成都、衡阳、郑州、柳州、赣州城投债发行利差有不同程度下降。从交易利差来看，二级市场对政策敏感度更高，部分重点城市交易利差下行较快，8月天津城投债交易利差显著收窄，10月以来昆明交易利差下降较为明显（见表1）。

从发行及净融资来看，天津城投债期限较短，发

行规模居于首位；重庆、成都、青岛、济南及江浙城市城投债发行规模排名靠前；山东、湖南一般地市及综合实力较弱的省会城市发行规模排名靠后。从净融资来看，柳州市积极化债成效明显，存续债券压降规模较大；贵阳、昆明、潍坊等受区域融资环境影响，城投债融资呈净偿还状态。

二、城投企业财务指标变化

发债城投企业债务余额持续增长，债务负担持续加重，短期偿债压力仍较大；城投企业债务负担及短

表1 50大城市下半年以来城投债发行利差变动情况

城市	发行利差		环比变动	城市	发行利差		环比变动
	2023年1-6月	2023年7-11月			2023年1-6月	2023年7-11月	
天津市	475.27	255.24	-220.03	襄阳市	173.45	135.57	-37.88
连云港市	272.72	160.69	-112.04	常德市	233.28	197.74	-35.54
镇江市	247.30	141.72	-105.59	嘉兴市	134.02	98.60	-35.42
泰州市	256.77	164.11	-92.65	南京市	141.67	106.96	-34.71
淮安市	258.89	171.51	-87.38	无锡市	133.31	100.99	-32.32
盐城市	314.24	228.64	-85.60	昆明市	488.41	457.21	-31.20
郑州市	226.00	143.71	-82.29	济南市	154.48	124.45	-30.03
赣州市	265.20	183.38	-81.82	绍兴市	139.13	109.92	-29.21
湖州市	190.17	125.22	-64.95	宁波市	123.12	94.51	-28.61
徐州市	248.92	186.48	-62.44	泉州市	154.74	126.46	-28.28
株洲市	328.70	266.67	-62.03	淄博市	306.18	278.54	-27.63
衡阳市	227.25	167.40	-59.85	苏州市	111.28	87.13	-24.15
成都市	204.42	145.38	-59.04	潍坊市	429.06	407.08	-21.98
南通市	161.93	103.26	-58.68	济宁市	430.19	410.35	-19.84
上饶市	282.96	227.19	-55.77	乌鲁木齐市	156.24	137.48	-18.76
扬州市	184.73	129.78	-54.95	上海市	74.62	60.20	-14.42
重庆市	279.35	225.94	-53.41	太原市	171.98	160.05	-11.93
青岛市	231.11	178.06	-53.06	武汉市	126.43	118.00	-8.43
合肥市	129.40	77.22	-52.17	杭州市	106.46	100.42	-6.03
长沙市	168.22	117.54	-50.68	南昌市	107.69	103.57	-4.12
北京市	130.14	81.63	-48.51	广州市	93.71	92.26	-1.46
洛阳市	265.79	219.10	-46.69	金华市	110.55	109.36	-1.19
常州市	157.45	111.54	-45.91	深圳市	54.31	57.66	3.34
贵阳市	363.63	322.31	-41.33	柳州市	466.10	492.96	26.86
温州市	141.74	101.11	-40.63	西安市	266.35	341.12	74.77

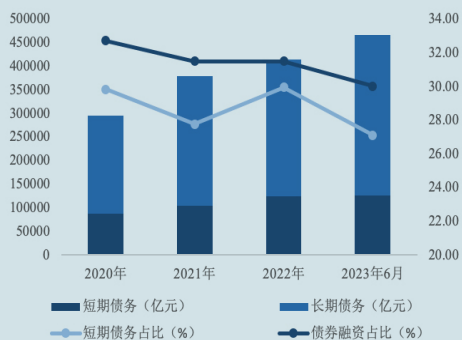
资料来源：联合资信根据Wind整理

期偿债能力区域分化仍较明显。未来随着一揽子化债政策全面深入实施及政策效果逐步显现，城投企业短期偿债压力有望得到缓解，但不同地区政策落地执行情况仍有待观察。

近年来，内外部环境复杂多变，地方政府债务保持高压监管，城投企业面临化解债务和市场化转型的双重压力，自身流动性压力有所加大。以可获取数据的城投企业（已剔除子公司）作为分析样本，在地方政府持续注入资金、资产、股权等支持下，城投企业资产及净资产持续增长；但地方政府财政收支矛盾加大，尤其是土地市场低迷、土地出让金明显下滑，城投企业回款滞后、经营获现能力下降；债务余额增速虽有所放缓，但为满足新建项目投资及债务滚续需求，城投企业仍保持较大的融资力度，债务负担持续加重；随着发行审核趋严及部分融资环境较差区域压降债券融资规模，城投企业债务结构有所调整，债券融资占比呈小幅下降趋势（见图5）。2023年6月底短期债务占比有所下降，现金类资产对短期债务覆盖程度仍处于较低水平，城投企业整体流动性压力仍较大（见图6）。

分区域来看，各地城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化。截至2023年6月底，江苏、浙江和四川发债城投企业有息债务规模位居前列，福建、浙江、广东、广西、安徽、四川等地城投企业债务增长较快。

图5 债务变化情况



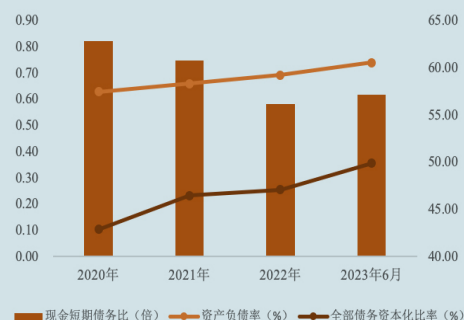
资料来源：联合资信根据Wind整理

从债务期限结构看，大部分省份城投企业短期债务占比有所下降，但山东、山西、江苏、云南、天津、陕西等地短期债务占比均超过30%，债务短期化特征仍较明显。主要地区中，北京、广西、云南城投企业短期偿债能力较2022年底有所弱化；绝大部分地区城投企业现金类资产无法全面覆盖短期债务，河南、山东、天津、贵州、云南等地城投企业流动性压力凸显（见图7）。未来随着一揽子化债政策全面深入实施，政策效果逐步显现，城投企业短期偿债压力有望得到缓解，但不同区域政策落地执行情况仍有待观察。

三、展望

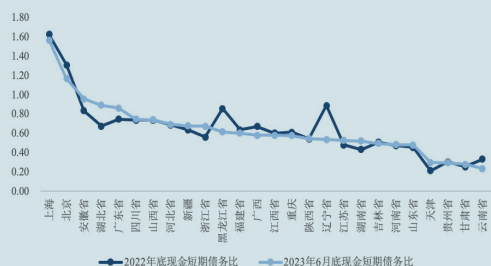
防范化解地方政府债务风险长效机制及债务管理机制进一步完善，延续“控增化存”思路，中央对地方

图6 短期偿债能力变化



资料来源：联合资信根据Wind整理

图7 主要地区城投企业现金短期债务比变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据Wind整理

政府债务监管再升级，债务无序增长问题或将得到实质性改善。2023年以来，财政部多次会议提出强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理，打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型，推动形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制，牢牢守住不发生系统性风险的底线。7月，中共中央政治局会议首次提出要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。8月，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合会议中要求，金融部门要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段。10月，第六次中央金融工作会议特别强调建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构；人大常委会明确中央财政增发1万亿国债用于地方灾后恢复重建等，减轻地方财政负担。11月，财政部通报八起地方政府隐债化解问责典型案例。整体看，“控增化存”思路的基础上，中央对地方政府债务监管再升级，相关举措将有助于从根本上防范和化解地方债务风险，未来将更加注重债务资金对地方高质量发展的使用效益，地方政府及城投企业债务无序增长问题或将得到实质性改善。

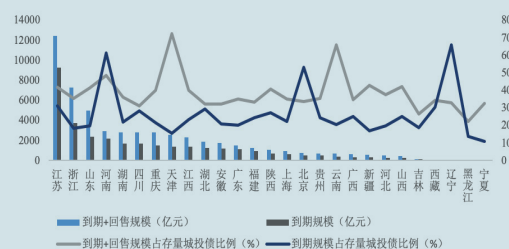
一揽子化债方案持续落地实施，地方政府及城投企业化债手段进一步丰富，短期内债务风险得以缓释，长期来看城投企业债务化解仍需依靠自身发展。地方政府债务严监管背景下，各地方政府资源禀赋及化债措施不尽相同，不同地区隐性债务化解进程分化明显。受宏观经济下行、留抵退税及土地市场低迷等因素综合影响，地方政府财政收支矛盾加大，部分地区政府债务与财力严重不匹配，本息滚续难度及债务化解压力日渐增大。地方政府债务的形成具有复杂性和特殊性，一揽子化债方案的制定和实施是对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑，具体措施包括特殊再融资债券、金融支持地方政府化债、央行提供应急

流动性贷款等，相关方案的出台有助于引导地方政府和城投企业丰富化债手段、因地制宜采取更加有效的化债措施，有助于缓释城投企业短期债务压力。长期来看，隐性债务显性化及债务置换等手段均不能实质化解债务，债务责任主体没有发生根本改变，地方政府及城投企业债务化解仍需依靠自身发展，政策导向促进城投企业市场化转型提速。

2024年城投债到期兑付压力持续加大，天津、云南、河南等地集中兑付情况突出。除天津、重庆外，重点省市特殊再融资债券对2024年到期城投债形成完全覆盖。部分地区城投债集中兑付压力较大，特殊再融资债券规模较小，城投企业债务化解更加依赖自身再融资、银行资源及其他手段。截至2023年11月底，存续城投债余额超14万亿。假设含回售选择权的债券全额回售（下同），2024年城投债到期规模合计约5.45万亿，约占存续债券余额40%，集中偿付压力持续加大（2023年城投债到期规模约4.64万亿）。主要地区中，江苏、浙江、山东、河南和湖南城投债到期规模位列前五；天津、云南及河南集中兑付情况突出，江苏、山东、重庆等地偿付度集中略高于全国平均水平。从50大城市来看，重庆、天津、南京、青岛2024年到期及回售城投债规模合计均超过2000亿元，同时，昆明、天津、青岛、郑州2024年城投债偿付集中度均超过50%，集中兑付压力较大（见图8）。

截至2023年12月13日，特殊再融资债券累计发

图8 2024年城投债到期区域分布情况



注：青海、内蒙古、甘肃及海南存续城投债规模较小，未在上图中显示
资料来源：联合资信根据Wind整理

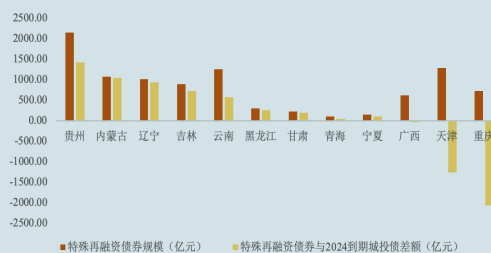
行规模达1.38万亿元，12个重点省市中贵州、天津、云南发行规模位列前三，内蒙古和辽宁发行规模超千亿（见图9）。作为一揽子化债方案的重要实施手段之一，特殊再融资债券额度主要向政府债务负担较重的区域倾斜，为其推进债务化解提供了重要的资金来源；部分地区特殊再融资债券募集资金首要用于偿还纳入隐债的债券及非标，随着资金的逐步到位，区域内城投企业的短期偿债压力将得到缓释。具体来看，12个重点省市中，仅天津、重庆特殊再融资债券未能覆盖2024年到期城投债。河南、新疆、山西、江苏、山东、陕西等地城投债集中兑付压力较大，而特殊再融资债券规模较小，城投企业债务化解更加依赖自身再融资、银行资源及其他手段。

2024年城投债整体兑付风险较低，非标债务重组、打折、逾期等难以避免。各地对公开市场债券“保兑付”意愿强烈，2024年化债政策逐步落地，整体上城投债兑付较有保障。但城投企业债务规模庞大，2023年以来，部分区域城投企业票据逾期、非标及银行借款逾期等情况持续发生；2024年化债资源向公开市场

债券倾斜，非标债务重组、打折、逾期等仍难以避免，同时还需关注城投企业利息支付压力。

化债提速背景下，不同地区、不同资质城投企业信用风险分化将进一步加剧。长期以来，城投债融资区域分化明显。化债提速背景下，城投企业再融资收紧，各地城投企业融资环境、化债资源、转型进程等差异较大，不同地区、不同资质城投企业信用风险分化将进一步加剧。部分重点省市获取化债支持相对有限，非重点省市中仍有部分区域债务负担重、城投债兑付集中度较高，区域内城投企业信用风险值得关注。■

图9 重点省市特殊再融资政府债券与2024年城投债到期规模差额（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据Wind整理

建筑施工行业政策以高质量发展转型为主导，加快推进“三大工程”建设或将带动下游需求释放——建筑施工行业研究报告

文|联合资信 张雪婷 王治 闫蓉 高志杰 陈佳琪 何泰 杨柳

一、行业概况

建筑业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与宏观经济走势高度相关。2023年前三季度，受房地产投资持续低迷和基建投资增速放缓

影响，建筑业增速回落明显；建筑业增加值占国内生产总值比重同比略有提高，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。近年来，随着经济增速的持

续下行, 建筑业整体增速也随之放缓。2017年之前, 建筑业总产值单季增速基本高于GDP增速, 自2017年起, 建筑业总产值增速长期低于GDP增速。2023年前三季度, 受房地产投资持续低迷和基建投资增速回落影响, 建筑业单季同比增速分别为5.98%、0.24%和0.45%, 增速回落明显(见图1)。

从建筑业对GDP增长的贡献情况来看, 自2011年以来, 建筑业增加值占国内生产总值的比例始终保持在6.70%以上, 2022年为6.89%。2023年前三季度, 建筑业实现增加值60196.60亿元, 同比增长7.20%, 增速高于国内生产总值增速2.00个百分点, 建筑业增加值占国内生产总值的比重为6.59%, 略高于2022年前三季度比重(6.52%)。建筑业通常第四季度的增加值占比更高, 预计2023年全年建筑业增加值占国内生产总值的比重同比不会发生明显下滑, 建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

整体看, 建筑业周期性明显, 在经济下行期间, 建筑业受到的冲击较大, 在经济恢复期间, 建筑业对国民经济贡献作用明显提升。

二、行业环境

宏观经济环境

2023年以来, 随着经济社会全面恢复常态化运营以及宏观政策调控发力, 国民经济逐步恢复; 受房地产

投资持续低迷和基建投资增速放缓影响, 前三季度建筑业增速有所回落; 宏观经济政策持续保持宽松, 宏观政策将聚焦高质量发展。

建筑业是国民经济支柱产业之一, 在经济面临下行压力时, 政府通常会采用刺激投资的方式来稳定经济增速, 而建筑业是固定资本形成的重要组成部分, 因此建筑业增长与宏观经济走势高度相关。

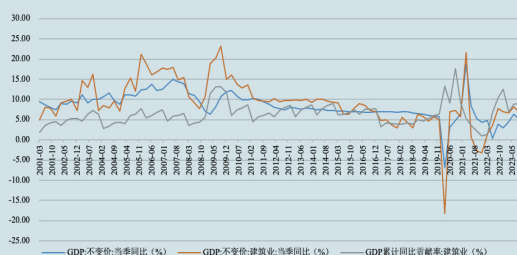
2023年前三季度, 随着经济社会全面恢复常态化运行以及宏观政策调控发力, 国民经济持续恢复向好。经初步核算, 2023年前三季度国内生产总值91.3万亿元, 按不变价计算, 同比增长5.2%, 较上半年增速回落0.3个百分点。

宏观政策方面, 2023年上半年, 宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议以及4月中央政治局会议精神为主, 聚焦于优化完善房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、促进中小微企业调结构强能力等方面; 三季度, 根据7月中央政治局会议决策部署, 宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。2023年12月, 中央经济工作会议提出, 社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配, 将非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估, 持续有效化解重点领域风险, 统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险, 2024年经济工作总基调为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。预计未来宏观政策将聚焦于高质量发展, 更加注重有力有效地实施宏观政策调控, 推动各项政策加快落地见效, 为实现经济社会发展目标提供有力支撑。

行业监管与行业政策

建筑业发展受政策影响较大, 在推动高质量发展的背景下, 行业政策主要为推进标准化作业和促进行业转型升级。需求端方面, 房地产行业利好政策持续推出, 加快推进“三大工程”建设或将改善房地产行业预

图1 GDP及建筑业增速情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

期;伴随着基础设施建设稳步推进,作为“稳增长”的重要抓手,基建投资增速未来或将保持中高水平。在行业转型升级和需求端积极改善的背景下,短期内建筑业仍将保持中低速增长趋势。

建筑业发展受政策的影响较大。由于建筑业涉及诸多民生问题,农民工权益、项目招投标、工程技术标准、建筑质量管理等方面都有具体的行业政策予以规范。目前,我国正在进入新发展阶段,以推动高质量发展为主题。2022年9月以来,建筑行业相关政策以推进标准化作业和促进行业转型升级为主导,对建筑业的引导主要体现在规范施工过程标准和提升工程建设质量安全方面。在“双碳”目标的约束下,绿色低碳行业(如绿色清洁能源、绿色建筑建材、绿色交通运输)的市场空间有望继续扩大。

从需求端政策来看,房地产和基础设施建设行业是建筑业下游需求的主要来源。房地产行业方面,2023年初,全国住房和城乡建设会议将2023年工作重心放在“防风险、促转型”工作主线上。10月,中央金融工作会议提出,促进金融与房地产良性循环,健全房地产企业主体监管制度和资金监管,完善房地产金融宏观审慎管理,一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求,因城施策用好政策工具箱,更好支持刚性和改善性住房需求,加快保障性住房等“三大工程”建设,构建房地产发展新模式;12月,中央经济工作会议提出,积极稳妥化解房地产风险,促进房地产市场平稳健康发展。

“三大工程”建设是指规划建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设,为了提振市场信心,自2023年4月中央政治局会议以来,“三大工程”在多个重要会议被反复强调。其中,规划建设保障性住房是完善住房制度和供应体系、重构市场和保障关系的重大改革;城中村改造有利于改善居民居住条件、推动城市高质量发展;“平急两用”公共基础设施建设侧重于低效资产和闲置资源的盘活。预计随着“三大工程”建设的加速推动,将有利于对冲房地产投资下行压力,推动构建房地产发展新模式,同时达到实现政府保障民生和满足市场多层

次住房需求的目的。

基建投资方面,2023年1—9月,全国地方政府新增一般债券0.65万亿元,完成全年新增一般债务限额的91.55%,新增专项债券3.46万亿元,完成全年新增专项债务限额的91.29%,新增再融资债券2.97万亿元;2023年10月,中央增发1万亿特别国债用于集中力量支持灾后恢复重建和弥补防治灾害方面的短板;同期,第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议决定,授权国务院在授权期限内,在当年新增地方政府债务限额(包括一般债务限额和专项债务限额)的60%以内,提前下达下一年度新增地方政府债务限额。受益于资金面回暖及政策支持,基建投资将继续作为经济“稳增长”的重要抓手,未来投资增速或将保持中高水平。

整体看,房地产和基建投资作为提振建筑业的主力军,房地产行业利好政策持续推出,加快推进“三大工程”建设或将改善房地产行业预期,成为房地产投资增量新抓手,基建投资增速或将保持中高水平。

三、行业周期及目前所处的阶段

建筑业的长周期特征较为明显,且当前周期被动拉长,目前我国建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段,未来需持续关注下游房地产调控政策和基建投资强度对建筑业影响情况。

建筑业存在一定的周期性波动规律,根据库兹涅茨周期理论,一般20~40年为一个长周期,背后反映了人口规模与结构的变化。对于建筑企业而言,并不存在传统意义上产成品库存,其短周期的存在性更多的受到其他下游行业(尤其是地产行业)周期性的影响。商品房销售面积和房屋新开工面积存在明显的周期性,时间在3年左右。从历史经验来看,商品房销售增速较新开工增速有一定的领先性,因此房地产销售周期会对建筑业的下游需求产生一定的结构性影响。

房地产行业 and 基建行业为建筑业下游两大主要需求

来源, 2013年起, 基础设施建设投资增速处于长期下行趋势, 房地产开发投资增速在2012至2015年处于下降趋势, 2016年起实现回升。2020年初, 受公共卫生事件影响, 房地产和基建投资增速出现断崖式下跌, 对年内建筑业总产值和企业盈利能力均造成较大影响, 建筑业下行压力加大。随着2020年上半年公共卫生事件逐步稳定, 房地产投资完成额增速和基础设施建设投资完成额增速在二至四季度陆续转正。2021年以来, 房地产投资完成额增速持续下探, 基础设施建设投资增速于2021年末触底后反弹至10.00%上下波动。2023年1—10月, 全国固定资产投资完成额41.94万亿元, 同比增长2.90%, 增速降至2020年同期水平。其中, 房地产投资自2022年二季度以来持续负增长, 对固定资产投资的拉动作用进一步下降(见图2)。

四、行业竞争态势分析

受监管环境、企业性质不同影响, 近年来建筑业集中度逐步提升, 形成了多层次竞争格局。抗风险能力强、拥有融资和技术优势的中央和地方国有建筑业企业有望维持业绩增长态势, 随着其市场占有率的进一步提高, 叠加民营建筑业企业逐渐被动出清, 建筑业集中度将持续提升。

建筑业准入及行业壁垒主要体现在两个方面, 一是技术及资质水平, 二是资金及融资实力。首先, 建筑企业只有

在取得相应资质证书后, 才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动, 技术及资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包和劳务分包三个序列。

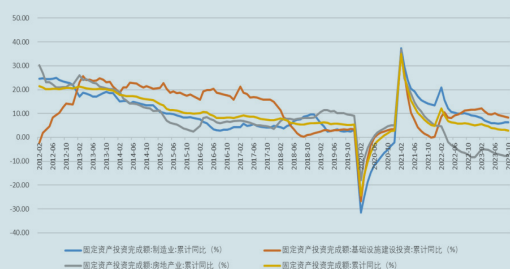
从公开发债企业营业总收入变动率来看, 不同所有制企业营业总收入增速分化较为严重。近年来, 中央国有企业和地方国有企业营业总收入增速基本呈小幅波动趋势, 2020年受公共卫生事件影响增速均有所下降, 2021年地方国有企业营业总收入增速小幅回升; 民营建筑业企业营业总收入增速则波动很大, 2018至2020年持续快速下降且与中央及地方国有企业差距逐步拉大, 2020年增速降为负值, 2021年小幅回升。2022年, 不同所有制企业营业总收入增速均出现不同程度下降, 其中民营建筑业企业在行业景气度下行和公共卫生事件冲击双重影响下, 营业总收入增速下降幅度明显高于中央国有建筑业企业和地方国有建筑业企业, 表明其融资、项目承接及抗风险等综合能力明显弱于中央和地方国有建筑业企业(见图3)。

五、行业增长与盈利能力趋势分析

行业增长分析

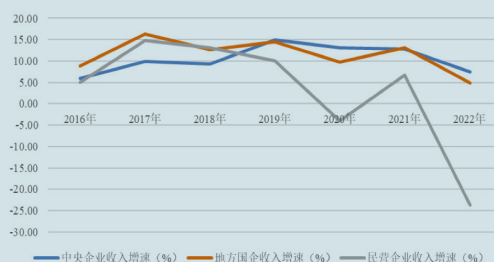
建筑业是一个由需求驱动的行业, 行业增长主要取决于下游需求。整体看, 建筑业短期及长期增长均面临较大压力, 2023年前三季度全国建筑业总产值增速

图2 2012年2月—2023年10月建筑业主要下游行业投资完成额同比变化



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图3 2016—2022年不同所有制样本企业营业总收入同比变化情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

和新签合同额增速同比均有所回落，未来行业总体有望维持中低速增长态势。

由于建筑业处于产业链的中游，所提供的服务本质上等同材料加工，但由于建筑产权不归建筑施工企业所有，企业生产决策不受库存因素干扰，而是由下游需求直接决定。

从行业层面来看，2023年前三季度，全国建筑业实现总产值20.99万亿元，同比增长5.80%，增速较上年同期下降2.00个百分点，增速有所回落，主要系下游房地产市场需求疲软和基建投资增速回落等因素影响所致。

从“量”来看，2023年前三季度，全国建筑业累计新签合同23.43万亿元，新签合同额累计同比增长0.01%，增速较上年同期下降6.76个百分点，降幅明显。截至2023年9月底，全国建筑业签订合同总额（在手）59.96万亿元，较2022年9月底增长3.76%，增速较上年同期末下降6.80个百分点，在手订单增速高于新签订单增速，主要受部分房地产项目停建缓建导致开工率下降等因素影响所致（见图4）。

建筑业上游分析

建筑业上游以水泥和钢材为主，2021年上半年水泥、钢材价格快速回暖，但11月之后价格出现回落；2022至2023年持续波动下行态势，预计后期价格将呈现震荡走势。

建筑施工企业上游“原材料”主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过30.00%，因

此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。水泥价格方面，2023年以来，国内经济延续恢复态势，但受房地产市场下行拖累，水泥市场需求不振，水泥价格持续低位下行，于9月份降至2017年下半年以来价格新低。钢材价格方面，2023年以来，钢材价格整体震荡下行，一季度国内宏观经济预期回暖，钢材价格呈增长趋势，二季度受国内经济复苏情况不及预期叠加海外银行暴雷带来的流动性危机，钢材价格进入下行通道，三四季度整体价格窄幅波动（见图5）。

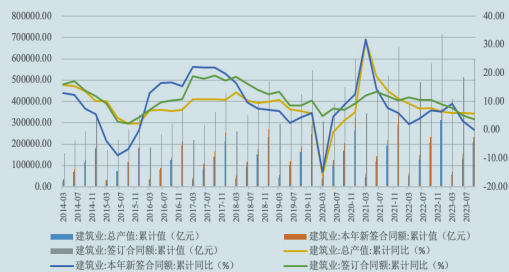
建筑业下游需求分析

2023年以来，房地产市场波动较大，整体呈“前高、中低、后稳”，2024年房地产行业重点工作聚焦化解行业风险和推动构建房地产发展新模式，叠加“三大工程”加速推进，行业基本面预计将实现边际改善；基建投资增速较上年同期有所回落，但总体保持相对平稳的增长态势，预计未来稳增长政策将持续发力，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基建投资潜力或将得到逐步释放。

建筑业的下游需求可以大致分为房建和基建，分别对应固定资产投资中的房地产和基础设施这两大分项。房地产和基础设施投资增速自2010年以来呈下降趋势，这也是导致建筑业进入下行周期的直接原因。

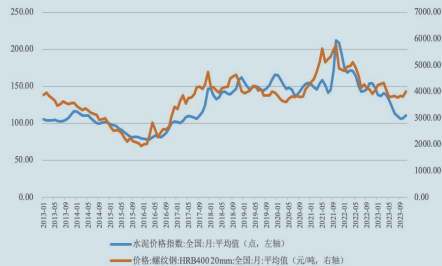
2023年1—11月，全国完成房地产开发投资104045.0亿元，同比下降9.4%，累计投资增速自2023年以来持续为负

图4 2014年以来建筑业总产值及新签合同情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

且逐月回落。销售方面, 2023年1—11月, 全国商品房销售面积100509.0万平方米, 同比下降8.0%, 累计同比增速自2022年2月以来持续为负。施工方面, 2023年1—11月, 全国房屋新开工面积87456.0万平方米, 同比下降21.2%, 2021年7月以来累计同比增速持续为负(见图6)。

2023年以来, 房地产市场波动较大, 整体呈“前高、中低、后稳”, 其中受积压需求集中释放带动, 一季度市场景气度呈现短暂回暖复苏, 但二季度再次降温。2023年7月中央政治局会议对房地产行业供需关系重新定调后, 包括“降首付”“降利率”“限购限贷放宽”等利好政策集中释放, 但政策效果持续性不足, 市场下行趋势仍未逆转。2023年四季度, 继10月中央金融工作会议提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求后”, 11月以来房地产企业境内债券市场融资呈边际改善状态, 12月中央经济工作会议将“积极稳妥化解房地产风险”列为2024年重要经济工作之一, 加快推进保障性住房等“三大工程”建设或将成为拉动房地产投资增量的新抓手, 预计随着中央各项决策部署持续落实, 房地产发展新模式逐步建立, 将推动房地产转型升级、实现高质量发展。

2023年以来, 稳增长政策持续发力, 2023年政府工作报告指出, “提前实施部分‘十四五’规划重大工程项

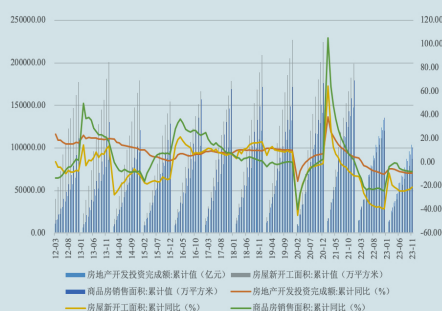
目, 加快地方政府专项债券发行使用, 依法盘活用好专项债务结存限额, 分两期投放政策性开发性金融工具7400亿元, 为重大项目建设补充资本金”, 基础设施建设继续在中国经济社会发展中发挥重要的支撑作用。2023年1—11月, 全国基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长5.8%, 增速较1—10月回落0.1个百分点、较上年同期下降3.1个百分点, 总体保持相对平稳的增长状态(见图7)。

2023年前三季度, 地方政府债券累计发行1799支, 金额合计70662.87亿元, 其中新增债券40968.60亿元, 发行总额相当于2022年全年的96.07%, 较上年同期增长11.31%。2023年前三季度地方债发行总额及新增规模均创出历年同期高峰。从资金用途看, 2023年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占68.22%, 延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构。随着专项债券发行提速以及投向领域扩大和使用效益提升, 对开工项目的支持力度明显增强, 基建投资将成为建筑业增长主要驱动力。

建筑施工企业¹收入及盈利分析

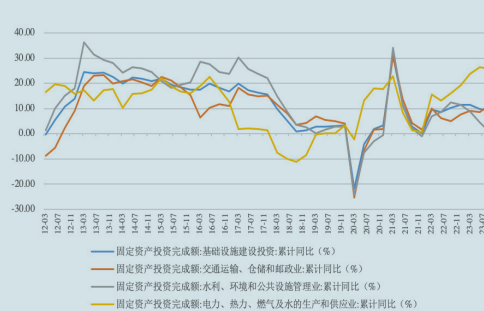
近年来, 建筑施工企业营业总收入和利润总额合

图6 2012年2月至2023年11月房地产投资、开工及销售情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图7 基建投资分项增速情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

¹ 建筑施工企业财务表现分析部分, 仅保留 2020—2022 年及 2023 年前三季度财务数据完整的企业样本, 样本数量为 137 家, 未剔除母子公司影响。



计规模均呈持续增长态势，利润规模增速明显低于收入增速；建筑施工企业整体盈利水平呈下降趋势，营业利润率逐年下滑。

2020—2022年，建筑施工企业营业总收入规模合计分别为11.57万亿元、13.30万亿元和14.57万亿元，年均复合增长12.19%。同期，建筑施工企业利润总额规模合计分别为4407.26亿元、4513.04亿元和4803.85亿元，年均复合增长4.40%。建筑施工企业营业总收入和利润总额均呈持续增长态势。2023年1—9月，建筑施工企业营业总收入合计为11.12万亿元，同比增长6.85%；同期，建筑施工企业利润总额合计为3807.29亿元，同比增长2.30%。

2020—2022年，建筑施工企业营业利润率中位数分别为10.43%、10.02%和9.42%，呈逐年下降趋势。2023年1—9月，建筑施工企业营业利润率中位数为8.93%，较2022年1—9月（9.34%）下降0.41个百分点。

从不同所有制建筑施工企业来看，公共卫生事件爆发以来，中央国有企业和地方国有企业表现出相对更强的经营韧性，而民营企业营收和利润增速均下滑明显；受地产行业冲击导致坏账计提规模扩大影响，2022年中央国有企业和地方国有企业利润总额增速亦同比大幅下降，民营企业利润总额继续负增长。

从不同所有制建筑施工企业来看，2022年及2023年1—9月，国有企业与民营企业营收和利润水平分化仍

在持续。利润总额增速方面，2022年，中央国有企业和地方国有企业利润总额增速均同比下降明显，民营企业利润总额继续负增长，主要系下游地产行业多个房企资金链断裂导致建筑施工企业坏账计提规模扩大所致。营业利润率方面，受益于严格的成本控制及民营建筑施工企业主要分布在营业利润率较高的装饰装修和园林工程等细分行业，民企营业利润率较其他性质企业仍维持高位，但整体降幅最为明显。

六、行业杠杆与偿债能力

建筑施工企业现金流情况

建筑行业现金流受施工周期影响呈现明显的周期性，四季度普遍为集中回款期，前三季度的经营性现金流出规模较大；2023年前三季度，建筑行业经营回款质量保持稳定，受行业回款周期性特征、下游地产行业持续低迷及PPP等投融资项目持续推进等因素影响，建筑施工企业经营和投资活动产生的现金流为负，缺口同比有所扩大。

从经营活动现金流入规模及收现质量情况来看，2020—2022年，建筑施工企业经营活动现金流入量合计持续增长，年均复合增长10.04%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计年均复合增长10.12%，现金收入比中位数在94.00%~100.00%的区间呈下降趋势，收现质量相对稳定且整体表现较好。2023年前三季度，建筑施工企业经营活动现金流入量合计11.46万亿元，同比增长4.58%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计10.54万亿元，同比增长5.00%，现金收入比中位数94.07%，同比下降0.70个百分点。

从现金流净额及资金缺口来看，建筑行业现金流受施工周期影响呈现明显的周期性，前三季度的经营性现金流出规模较大，第四季度普遍为集中回款期。2023年前三季度，受行业回款特征及下游地产企业持续低迷影响，建筑施工企业经营活动产生的现金流量净

额合计-3903.05亿元, 缺口同比扩大29.52%。2023年前三季度, 建筑施工企业投资活动产生的现金流量净额合计-5945.88亿元, 缺口同比扩大12.00%。2023年前三季度, 建筑施工企业筹资活动前产生的现金流量净额合计-9848.94亿元, 缺口同比扩大18.35%; 同期, 建筑施工企业筹资活动产生的现金流量净额合计10100.87亿元, 同比下降1.34%, 净融资规模小幅收缩。

建筑施工企业有息债务情况

受投融资项目持续投入和垫资施工等因素影响, 建筑施工企业普遍存在较大的资金压力, 主要表现为资产负债率较高、短债规模较大等特点。近年来, 建筑施工企业整体债务规模持续增长, 杠杆水平不断攀升, 债务负担整体较重。

2020—2022年末, 建筑施工企业资产负债率中位数维持在75.00%左右呈逐年上升趋势, 有息债务规模年均复合增长12.43%。截至2023年9月底, 建筑施工企业资产负债率平均值为76.26%、中位数为77.28%, 分别较上年底增长1.11个百分点和增长1.06个百分点; 有息债务规模合计79382.26亿元, 较上年底增长16.68%, 其中短期债务为29543.92亿元, 较上年底增长19.84%, 长期债务为49838.34亿元, 较上年底增长14.88%。截至2023年9月底, 建筑施工企业全部债务资本化比率平均值为59.86%、中位数为57.78%, 分别较上年底增长3.86个百分点和增长2.08个百分点。

从不同所有制建筑施工企业来看, 受融资环境相对宽松、政策导向下资金投放更多流向龙头企业等因素影响, 中央国有企业和地方国有企业融资规模扩大, 杠杆水平较高; 民营企业债务融资规模收缩, 杠杆水平有所下降。

从不同所有制建筑施工企业来看, 截至2023年9月底, 中央国有企业和地方国有企业资产负债率平均值分别为75.97%和78.32%, 分别较上年底增长1.43个百分点和增长0.70个百分点, 中央国有企业和地方国有企

业较民营企业融资环境相对宽松, 且政策导向下的资金投放更多流向建筑业龙头企业, 在经历主动去杠杆后负债水平有所企稳; 民营企业资产负债率平均值为65.37%, 较上年底下降1.77个百分点, 主要系民营企业融资环境相对紧张导致债务规模被动收缩。

建筑施工企业偿债指标

近年来, 建筑施工企业的流动性压力进一步显现, 短期流动性趋紧, 不同所有制企业之间分化程度较高, 民营企业短期偿债压力大且流动性紧缩趋势更加明显, 需持续关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。

短期偿债指标方面, 分企业性质看, 中央国有企业短期偿债指标表现整体较强, 地方国有企业短期偿债指标表现尚可, 民营企业受到再融资能力削弱影响, 短期偿债指标表现波动下降。截至2023年9月底, 中央国有企业货币资金/短期债务中位数为0.84倍, 较上年底下降21.63%; 地方国有企业货币资金/短期债务中位数为0.62倍, 较上年底下降10.63%; 民营企业货币资金/短期债务中位数为0.41倍, 较上年底下降43.77%。

长期偿债指标方面, 2020—2022年, 建筑施工企业全部债务/EBITDA中位数波动下降, 分别为6.26倍、5.25倍和5.93倍, 整体长期偿债指标表现有所改善。分企业性质看, 2022年, 中央国有企业全部债务/EBITDA中位数为5.07倍, 较2021年增长5.55%; 地方国有企业全部债务/EBITDA中位数为10.21倍, 较2021年增长16.25%; 民营企业全部债务/EBITDA中位数由负转正, 为1.78倍。

七、企业信用状况

建筑施工企业债券发行情况分析

2023年前三季度, 建筑施工企业发债期数及规模同比有所增长, 短期债券更受投资人青睐, 一般中期票

据和私募债发行规模较上年同期增幅明显；从交易场所看，银行间债券发行期数及规模均领先于交易所债券且差距有所扩大；从发行主体级别看，高等级发行主体优势明显；从企业性质看，中央国有企业发债主体数量及发债规模明显领先于其他所有制企业，且优势同比有所扩大。

发债期数及规模有所增长。除一般短期融资券和一般企业债外，其他债券类型的发行规模同比均有所增长，其中一般中期票据和私募债发行规模增幅明显。超短期融资债券发行规模仍为最大，但发行规模占比有所下降，此外一般短期融资券、一般公司债及一般企业债发行规模占比亦有所下降，私募债及一般中期票据发行规模占比有所增长（见表1）。

银行间市场债券发行领先于交易所市场且差距有所扩大。从交易场所看，2023年前三季度，建筑施

工企业发行交易所债券88期，同比增长31.34%；交易所债券发行金额960.10亿元，同比增长16.75%。同期，建筑施工企业共发行银行间债券254期，同比增长6.28%；银行间债券发行金额3418.96亿元，同比增长31.46%。

高等级主体更受资本青睐。从发行主体级别看，2023年前三季度，建筑施工企业AAA级主体共发行债券253期，同比增长4.98%；AAA级主体发债规模为3781.36亿元，同比增长25.08%。同期，AAA级主体债券发行规模占同期总发行规模的86.35%，同比下降1.97个百分点，规模优势仍突出。此外，AA+和AA级主体债券发行期数及发行规模均同比有所增长，发行规模占同期总发行规模的比重较上年同期均有所提升。

中央国有企业发债规模明显领先于其他所有制企业，且发债主体数量及发债规模占比均有所增长。从

表1 2023年前三季度建筑施工企业发行债券类型同比情况（单位：期、亿元）

类别	2022年前三季度			2023年前三季度			期数同比增幅 (%)	规模同比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
债券类型								
超短期融资债券	188	2163.70	63.21	159	2357.00	53.82	-15.43	8.93
私募债	9	57.91	1.69	12	87.90	2.01	33.33	51.79
一般短期融资券	5	32.50	0.95	1	9.00	0.21	-80.00	-72.31
一般公司债	58	764.47	22.33	76	872.20	19.92	31.03	14.09
一般企业债	2	11.00	0.32	1	10.00	0.23	-50.00	-9.09
一般中期票据	44	393.50	11.50	93	1042.96	23.82	111.36	165.05
合计	306	3423.08	100.00	342	4379.06	100.00	11.76	27.93
交易场所								
交易所	67	822.38	24.02	88	960.10	21.92	31.34	16.75
上海	63	792.38	23.15	74	825.10	18.84	17.46	4.13
深圳	4	30.00	0.88	14	135.00	3.08	250.00	350.00
银行间	239	2600.70	75.98	254	3418.96	78.08	6.28	31.46
合计	306	3423.08	100.00	342	4379.06	100.00	11.76	27.93
主体级别								
AAA	241	3023.20	88.32	253	3781.36	86.35	4.98	25.08
AA+	41	304.10	8.88	56	433.00	9.89	36.59	42.39
AA	24	95.78	2.80	33	164.70	3.76	37.50	71.96
合计	306	3423.08	100.00	342	4379.06	100.00	11.76	27.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

企业性质看，2023年前三季度，中央国有企业发行债券220期，同比增长19.60%，发行债券金额为3369.56亿元，同比增长36.30%，中央国有企业在发行数量及金额方面大幅领先于其他所有制企业；同期，中央国有企业发行债券规模占总发行规模的76.95%，同比增长4.75个百分点。2023年前三季度，建筑施工企业发债主体数量同比增长2.74%，其中中央国有企业和民营企业发债主体数量较上年同期无变化，地方国有企业发债主体数量同比增加2家（见表2）。

建筑施工企业债券发行利率分析

2023年前三季度，我国宏观政策继续坚持稳中求进的政策总基调，央行加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，维持债券市场流动性合理充裕。

2023年上半年，我国宏观政策以贯彻落实二十大报告、中央经济工作会议、全国两会决策部署及中央政治局会议精神为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，同时强调“保持政策连续性稳定性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”，经济运行整体企稳回升。债券市场运行方面，2023年上半年，央行加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，维持债券市场流动性合理充裕。上半年利率债收益率总体呈现波动下行态势，主要信用债发行利率均有所上行。

2023年前三季度，建筑业发债主体债券发行利率

均值整体较上年同期有所上升，信用等级对信用利差表现出较强的区分度。

2023年前三季度，建筑业发债主体债券发行利率均值整体较上年同期有所上升，其中超短期融资券和一般企业债券的发行利率均值上升幅度较明显。值得关注的是，超短期融资券AAA级债券发行利率区间宽度较大，主要系部分AAA级地方国有企业超短期融资券发行利率明显高于正常水平所致，该情况亦导致超短期融资券发行利差出现级差为负现象，即AAA级主体和AA+级主体的超短期融资券发行利差出现倒挂（见表3）。

若剔除上述极值干扰，信用等级对信用风险仍表现出较强的区分度，即建筑业债券发行主体的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系。

建筑施工企业级别及展望调整情况

2023年1—9月，建筑业债券市场发行主体中无信用等级调升情况，共有1家发行主体信用等级发生下调，系由AA-下调至A+，并伴随评级展望调整，信用等级调降率为0.47%。从等级调整企业性质来看，该信用等级调降主体为民营企业。

八、总结

作为国民经济支柱产业之一，建筑业周期性明显，其发展情况与宏观经济走势高度相关。2023年以

表2 2023年前三季度建筑施工企业不同企业性质债券发行同比情况（单位：期、亿元、家）

企业性质	2022年前三季度				2023年前三季度				期数同比增幅 (%)	规模同比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	主体数量	期数	规模	规模占比 (%)	主体数量		
中央国有企业	184	2471.60	72.20	38	220	3369.56	76.95	38	19.60	36.30
地方国有企业	121	947.98	27.69	34	121	1006.00	22.97	36	0.00	6.12
民营企业	1	3.50	0.10	1	1	3.50	0.08	1	0.00	0.00
合计	306	3423.08	100.00	73	342	4379.06	100.00	75	11.80	27.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

来, 随着经济社会全面恢复常态化运行以及宏观政策调控发力, 国民经济持续恢复向好, 但受房地产投资持续低迷和基建投资增幅放缓影响, 前三季度全国建筑业总产值增速和新签合同额增速同比均有所回落, 总体维持中低速增长, 行业增加值占国内生产总值比重同比略有提高, 建筑业对国民经济的支柱地位稳固。建筑业发展受政策影响较大, 在推动高质量发展的背景下, 行业政策主要为推进标准化作业和促进行业转型升级。从需求端来看, 房地产行业利好政策持续推出, 加快推进“三大工程”建设将有利于对冲房地产投资下行压力, 成为房地产投资增量的新

抓手, 对基建投资亦可起到带动作用; 基建投资增速较上年同期小幅回落, 但稳增长政策调控叠加专项债券方面的资金支持力度增强, 基建投资潜力或将得到逐步释放。

整体看, 联合资信认为建筑施工行业政策以高质量发展转型为主导, 加快推进“三大工程”建设或将改善房地产行业预期, 基建投资未来或将保持中高速增长。在行业升级转型和需求端积极改善的背景下, 短期内建筑业仍将保持中低速增长趋势。建筑业行业集中度将持续提升, 需重点关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。///

表3 2023年前三季度建筑业债券发行主体主要券种发行利率及发行利差统计 (单位: 家)

项目			2022年前三季度					2023年前三季度				
期限类型	债券类型	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP)		样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP)	
				区间	均值	均值	级差		区间	均值	均值	级差
短期	超短期 融资债券	小计	188	1.27~5.20	2.53	66.32	--	159	1.79~7.87	3.06	106.33	--
		AAA	155	1.27~5.20	2.50	64.81	--	126	1.79~7.87	3.08	108.45	--
		AA+	23	1.70~3.70	2.54	69.15	4.34	22	2.14~3.90	2.80	82.94	-25.51
		AA	10	2.18~3.90	2.83	83.10	13.95	11	2.56~6.00	3.39	128.76	45.82
	一般短期 融资券	小计	5	2.50~4.20	3.07	110.82	--	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--
		AAA	2	2.50~2.55	2.53	55.16	--	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--
		AA+	1	4.20~4.20	4.20	224.93	169.77	--	--	--	--	--
		AA	2	2.80~3.30	3.05	109.42	-115.52	--	--	--	--	--
中长期	一般公司债	小计	58	2.44~5.70	3.17	80.08	--	76	2.30~6.50	3.30	93.93	--
		AAA	52	2.44~5.70	3.13	77.01	--	65	2.30~4.50	3.20	85.19	--
		AA+	5	2.50~4.90	3.55	107.79	30.78	6	2.85~3.98	3.43	111.35	26.16
		AA	1	3.20~3.20	3.20	101.00	-6.79	5	3.49~6.50	4.42	186.67	75.33
	一般企业债	小计	2	3.40~3.76	3.58	109.30	--	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--
		AAA	1	3.76~3.76	3.76	133.85	--	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--
		AA+	1	3.40~3.40	3.40	84.74	-49.11	--	--	--	--	--
		AA	-	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	一般中期 票据	小计	44	2.20~5.90	3.74	139.87	--	93	2.68~6.50	3.70	136.57	--
		AAA	28	2.20~5.70	3.64	130.42	--	56	2.68~6.50	3.46	113.52	--
		AA+	8	3.19~4.50	3.80	142.49	12.07	28	3.14~5.88	3.92	160.42	46.90
		AA	8	2.74~5.90	4.03	170.31	27.83	9	3.70~5.80	4.51	205.75	45.33
总计			297	1.27~5.90	2.85	80.94	--	330	1.79~7.87	3.30	112.28	--

注: 所有债券样本均为公开发行债券并剔除定向工具、可转债、私募债和证监会主管ABS产品; 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; 级差为本信用等级利差均值减去该信用等级高1个子级的利差均值
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

2023年化工行业回顾与2024年信用风险展望

文|联合资信 樊思 毛文娟

一、2023年化工行业运行情况

行业运行概况

2023年1—10月,国内主要化工产品产量保持小幅增长,但下游需求不振,相关产品出口下降,化工品价格跌多涨少,化工行业收入及利润同比大幅下滑。

2023年上半年国内外经济修复不及预期,化工行业下游需求不振,行业景气度震荡下行;2023年7月以来,国内出台了一系列经济刺激政策,下游需求弱复苏,同时受巴以冲突爆发以及OPEC+减产等因素的影响,原油及石化等化工产品价格上涨,行业景气度小幅回暖(见图1)。

从经营业绩来看,2023年1—10月,石油、煤炭及其他燃料加工业和化学原料和化学制品制造业营业收入及利润总额均同比下降,其中利润降幅明显;化学纤维制造业因上年基数较低,营业收入及利润同比略有增长。根据国家统计局关于全国规模以上工业企业的统计数据,2023年1—10月,石油、煤炭及其他燃料加工业实现营业收入50211.30亿元,同比下降1.60%;实现利润总额468.70亿元,同比下

降27.00%。同期,化学原料和化学制品制造业实现营业收入71787.80亿元,同比下降4.70%;实现利润总额3671.30亿元,同比下降42.80%。同期,化学纤维制造业实现营业收入8857.30亿元,同比增长4.00%;实现利润总额161.00亿元,同比增长2.30%。

投资方面,2023年1—10月,石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资同比下降20.70%,化学原料和化学制品制造业固定资产投资同比增长13.40%,化学纤维制造业固定资产投资同比下降9.70%。整体看,化学原料和化学制品制造业环节投资继续保持较快增长,其他环节投资有所放缓。

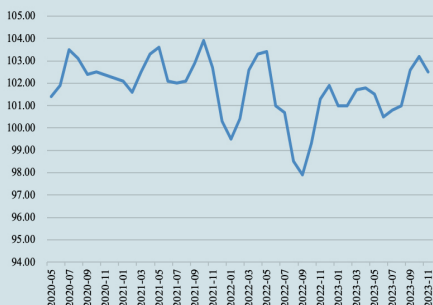
从生产经营情况来看,2023年1—10月,国内主要化工产品产量保持小幅增长态势。硫酸(折100%)产量7860.20万吨,同比增长2.70%;烧碱(折100%)产量3377.90万吨,同比增长2.50%;乙烯产量2645.80万吨,同比增长6.60%;化学纤维产量5911.60万吨,同比增长8.80%;原油加工量6.19亿吨,同比增长11.20%。

对外贸易方面,国内化工相关产品出口金额同比下降较快。据海关数据显示,2023年1—10月,化学工业及其相关工业进出口(HS分类)总额31982.80亿元,同比下降15.41%。其中,出口(HS分类)总额16505.53亿元,同比下降21.88%,进口(HS分类)总额15477.28亿元,同比增长7.21%。

主要化工产品价格走势

2023年1—10月,化工品价格跌多涨少,由于原油价格对化工品成本的支撑,产业链上游价格变动幅度整体小于中下游产品,中下游产品受下游需求减弱影

图1 化工行业综合景气指数



资料来源: Wind, 联合资信整理

响较大,其中丁二烯、己内酰胺、硫酸、纯碱、烧碱和氯化钾等产品价格波动明显。

2023年上半年,随着化工品需求减弱,化工产品价格指数(CCPI)快速下降;2023年7月以来,下游需求弱复苏带动化工产品价格指数(CCPI)略有回升。截至2023年10月底,化工产品价格指数(CCPI)位于4734点附近,但较年初仍略有下降。2023年1—10月,化学工业PPI呈现先跌后升的趋势,其中石油、煤炭及其他燃料加工业PPI下降幅度较大,行业上游环节利润大幅收窄。

2023年1—10月,布伦特原油期间涨幅为8.98%,但化工品价格跌多涨少,产业链上游产品价格变动幅度整体小于中下游产品,总体维持在10%以内,部分产品价格变动分化明显,涨幅较大的产品有丁二烯、己内酰胺、硫酸。具体看,2023年以来,丁二烯价格受到下游己二腈行业装置释放、丁二烯新产能释放、丁二烯进口量变动等多重因

素影响波动较大,丁二烯期间涨幅为26.19%;己内酰胺价格涨跌互现,偏强上涨后震荡运行,主要受到上游纯苯价格支撑、己内酰胺部分企业装置检修、下游PA6市场行情向好等多重因素影响所致,己内酰胺期间涨幅为14.06%;硫酸价格呈先跌后涨趋势,2023年三季度以来受秋季肥市场需求的带动以及季度性出口订单的重启,使得硫酸市场价格快速上涨,期间涨幅为30.20%。

2023年1—10月,化工行业跌幅较大的产品有纯碱、烧碱和氯化钾等。其中,纯碱价格波动剧烈,主要系受新产能投产扰动,2023年10月底纯碱价格快速大幅下降。2023年1—10月,国内氯碱装置开工负荷率阶段性持续高位叠加新增产能投产,烧碱供应量增加,同时下游氧化铝整体盈利水平和订货情绪一般,导致烧碱价格期间跌幅为20.34%;氯化钾价格已从2022年的历史高位逐步回落,氯化钾期间跌幅为24.00%。



行业政策

2023年1—10月，化工行业政策主要围绕“控能耗”“调结构”“稳增长”制定。

2023年6月6日，国家发展改革委等部门发布的《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》在此前明确炼油、煤制焦炭、煤制甲醇等25个重点领域能效标杆水平和基准水平的基础上，增加乙二醇、尿素、钛白粉、聚氯乙烯等11个领域，进一步扩大工业重点领域节能降碳改造升级范围。2023年7月14日，国家发展改革委发布的《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》由鼓励、限制和淘汰三类目录组成，对拥有限制和淘汰类的装置或技术的企业应保持关注。2023年7月27日，国家发展改革委等发布的《石化化工行业稳增长工作方案》聚焦当前石化化工行业薄弱环节，着力精准施策，将对行业稳定运行和促进工业经济稳定增长产生积极作用，并对年均工业增加值、石化行业收入等提出目标。2023年8月18日，工业和信息化部等部门发布的《国家发展改革委等部门关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》对于煤化工行业更加规范项目建设审核、地理布局、安全环保、能耗等方面，存量低效项目需在2025年前完成升级改造。2023年10月10日，国家发展改革委发布的《国家发展改革委等部门关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》严控国内原油一次加工能力，上大压小，实行产能减量置换和污染物总量控制。

二、2023年前三季度化工企业财务情况

企业盈利情况

2023年前三季度，化工行业主要产品价格下跌，样本企业整体营业收入同比下降，盈利承压。但在国产替代的进程下，工业气体细分行业的市场规模扩大带动相关样本企业的收入及利润均实现增长。

根据债市和股市存在公开数据的Wind化工企业统计（下文采用Wind行业分类中的化工企业口径），2023年前三季度，化工产品价格以下跌为主，样本企业营业收入同比

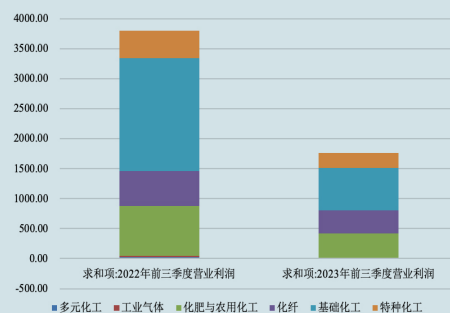
下降1.65%，其中多元化工、化肥与农用化工、基础化工和特种化工细分行业的样本企业收入均同比下降，但化纤和工业气体企业收入同比分别实现增长，其中化纤企业收入同比增长9.84%，主要系个别样本企业延长产业链，非化纤板块收入增幅较大所致；工业气体收入同比增长9.62%，主要系在国家政策推动、高新技术发展、下游需求增长等因素推动下，特种气体市场规模持续快速增长，国产替代进程加快所致。营业利润方面（见图2），受宏观经济下滑、行业需求疲软影响，样本企业盈利能力不佳，2023年前三季度营业利润同比下降53.79%，除工业气体细分行业企业营业利润同比增长外，其他细分行业营业利润均同比大幅下降。同期，各化工细分行业企业销售毛利率均同比下滑，样本企业平均同比下滑3.37个百分点。

企业现金流情况

2023年前三季度，化工行业经营业绩下滑导致其经营现金流表现不佳，但中大型化工企业仍处于资本扩张期，其投资活动资金需求主要依靠外部筹资进行补充。

2023年前三季度，由于化工企业经营业绩同比下滑，其经营活动现金流量净额同比下降34.21%，降幅较大；但投资活动现金净流出规模同比增长5.00%，经营活动现金净流入无法满足投资需求，企业净融资额有所扩大。2023年前三季度，化工企业筹资活动现金净流入量同比扩大34.97%。从细分行业来看，工业气体和特种化

图2 2023年前三季度营业利润同比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

工净流入规模同比扩大,其他细分行业净流入规模同比下降,表明行业发展增速较快或者技术门槛较高的细分行业经营回款更具优势。从投资活动来看,2023年前三季度,工业气体行业正处于行业快速发展期,投资活动现金净流出同比增长66.23%。基础化工行业投资活动现金净额同比增长13.41%,主要系随着双碳、ESG政策的不断出台和化工行业供给侧结构性改革的持续推进,行业内小产能企业不断退出,龙头企业开始布局多元化产品,对固定资产的投资也进一步加大所致;化肥与农用工行业投资活动现金净额同比增长30.43%,主要系少数龙头企业投资支出规模扩大所致(见图3)。

化工企业债务情况

2023年前三季度,化工企业债务负担有所加重,

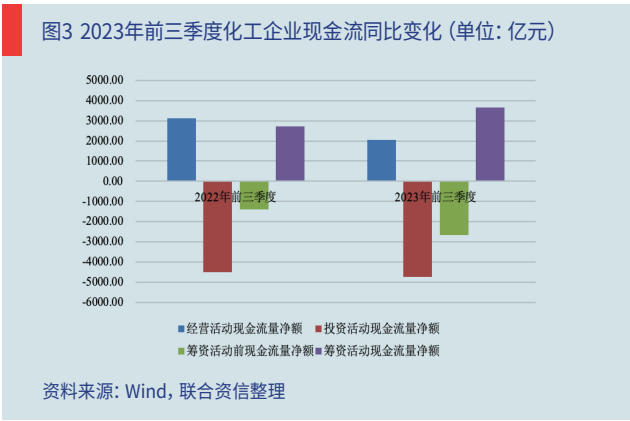


表1 化工企业资产负债表情况(单位:亿元、%)

细分行业	资产负债率			有息负债率			所有者权益			期末现金及现金等价物净增加额		
	2022/09/30	2022/12/31	2023/09/30	2022/09/30	2022/12/31	2023/09/30	2022/09/30	2022/12/31	2023/09/30	2022/09/30	2022/12/31	2023/09/30
多元化工	49.29	45.94	44.86	25.28	26.13	26.92	65.71	79.15	69.65	3.96	6.44	-8.14
工业气体	34.61	38.26	37.00	16.77	17.48	15.80	15.28	18.88	28.26	0.82	1.53	3.00
化肥与农用工	44.38	44.67	44.41	17.96	18.37	20.68	62.28	64.05	67.71	4.66	3.71	1.29
化纤	46.71	46.64	48.10	27.36	27.13	28.70	160.38	159.26	166.07	5.26	0.79	9.44
基础化工	36.26	37.60	39.34	15.89	16.57	18.98	65.18	63.71	64.00	3.50	1.90	2.07
特种化工	35.77	37.82	36.92	16.49	17.47	18.40	32.70	34.17	37.07	1.71	1.59	0.88
平均	38.02	39.32	39.98	17.33	17.98	19.81	62.47	62.46	64.50	3.24	1.97	2.17

资料来源: Wind, 联合资信整理

但有息负债率较低,行业信用风险整体可控。

由于化工企业2023年前三季度经营业绩不佳,获现能力减弱,同时,部分企业仍处于资本扩张阶段,2023年9月底,化工企业的资产负债率及有息负债率均较2022年底有所上升,债务负担有所加重。就细分行业情况看,工业气体行业有息负债率较2022年底略有下降,其他细分行业涨幅控制在3个百分点以内(见表1)。

三、2023年前三季度化工行业债券市场运行情况

2023年前三季度化工企业债券发行情况

2023年1—9月,化工企业发行品种仍以超短期融资券为主,但大型化工企业增加了对间接融资渠道的使用,银行长短期借款增加,化工企业信用债的发行数量和发行规模较上年同期均下降明显。此外,上市公司股票价格处于低位,化工企业可转债发行意愿减弱,可转债发行数量和发行金额亦有所下降。

1.发行数量及发行金额

2023年1—9月,化工行业合计45家企业共发行143只债券,发行规模1062.12亿元,发债数量和发行规模分别占2022年全年的69.08%和56.15%,当期大型化工企业增加了对间接融资渠道的使用,银行长短期借款增加,化工企业信用债的发行数量和发行规模较上年同期

均下降明显(见图4)。

2.发行品种

从发行品种来看, 2023年1—9月, 化工企业发行信用债券中, 超短期融资券仍为第一大品种, 共计发行75只, 占化工企业信用债券发行总量的52.45%, 较2022年占比(47.34%)进一步上升。当期, 部分化工发债主体调整了债务融资工具结构, 减少了对短期融资券的使用, 增加了银行短期借款, 导致短期融资券发行数量和金额同比显著下降。中期票据和公司债券整体发行金额和数量相对稳定。2023年1—9月, 化工行业发行可转债16只, 发行金额146.32亿元, 仍保持了相当比例的发行量和发行规模, 但发行数量和发行金额占2022年全年的比例仅为50%和49.20%, 且化工可转债发行数量和发行金额占化工整体行业比重分别为11.19%和13.78%, 占比亦有所下降。2023年以来国内化工上市企业股票价格处于低位,

化工企业的可转债发行意愿降低(见图5)。

3.发债主体企业性质和发行债券信用水平

从发债主体企业性质来看, 民营企业的发行数量占比变化不大, 但发行规模下降明显。而中央国有企业的发行数量虽有所减少, 但发行金额仍保持了稳定的比例(见图6), 主要受以下因素影响: (1) 部分中央国有企业根据融资需求调整融资方式, 增加了银行短期借款; (2) 部分大型中央国有企业重组事项使得融资主体发生变化, 直接融资规模下降; (3) 中央国有企业的融资能力较强, 单笔债券发行规模较大。

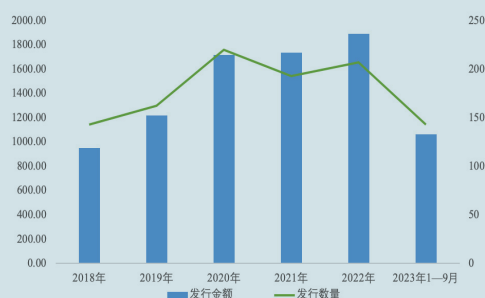
从主体发行级别分布看, 2023年1—9月, 化工行业债券发行仍以信用等级高的AA+和AAA为主, 分别占化工行业发行数量的51.75%和31.47%, 较上年变化不大, AA级以下化工企业发行数量较少, 占比仅为13.99%(不含私募债)。

2023年前三季度化工企业债券到期情况

截至2023年11月25日, 化工行业债券主体评级以AAA以及AA+为主, 头部发债企业占比较高, 2024年为化工行业债券集中到期年份。

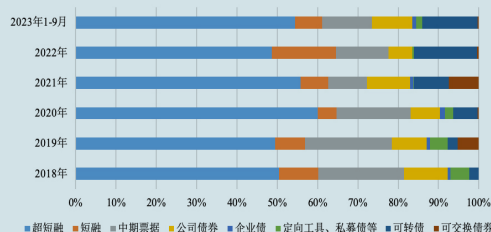
截至2023年11月25日, 化工行业存续债券共270只, 合计余额2220.76亿元, 以AAA和AA+为主(合计占比75.52%)(见图7)。其中, 存续债券规模前五大企业分别为烟台国丰投资控股集团有限公司、中国蓝星(集团)股份有限公司、恒力集团有限公司、浙江荣盛控股集团有限公司

图4 近年来化工企业债券发行情况(单位: 只、亿元)



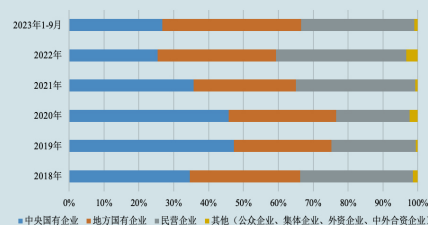
资料来源: Wind, 联合资信整理

图5 近年来化工企业债券发行品种金额占比情况(单位: %)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图6 按发行规模统计化工企业债券主体属性



注: 统计不含私募债信息

资料来源: Wind, 联合资信整理

司和中化国际(控股)股份有限公司, 其债券存续规模合计815.10亿元, 占化工行业债券总存续规模的36.70%, 上述企业的信用等级均为AAA。

到期债券分布方面, 2023年12月, 化工行业到期金额合计52.11亿元, 2024年为化工行业债券集中到期年份, 其中, 6月和8月到期债券较多, 6月到期债券余额152.02亿元, 主要为恒力集团有限公司120亿元可交债; 8月到期债券余额113.40亿元, 其中, AAA到期债券余额77.00亿元, AA+到期债券余额为31.40亿元, AA到期债券余额为5.00亿元; 中央国有企业到期32.40亿元, 地方国有企业到期债券余额37亿元, 民营企业到期债券余额44.00亿元, 需关注当月化工企业偿债压力。

化工企业信用迁徙

2023年1—11月, 3家发行主体级别出现下调; 同时, 化工行业未新增违约主体, 整体变化不大。

2023年1—11月, 化工企业信用迁徙情况见表2所示



表2 2023年1—11月化工企业信用迁徙情况

发行人	最新评级日期	最新主体评级	最新评级展望	上次主体评级	上次评级展望	主要调级理由
亿利洁能股份有限公司	2023-11-10	AA	负面	AA	稳定	公司2023年前三季度经营业绩大幅下降以及亿鼎生态的整改停产将对公司2023年全年经营业绩产生显著不利影响。
江苏锦鸡实业股份有限公司	2023-06-12	A+	稳定	AA-	稳定	公司变更为无实际控制人。公司面临较大的原材料价格波动风险, 2022年净利润大幅下降, 盈利能力偏弱。公司经营活动现金流转为净流出, 现金生成能力下降。公司面临一定的安全生产和环保风险。
鸿达兴业股份有限公司	2023-06-28	CC	负面	CCC	负面	大量借款逾期未偿还。涉及大量诉讼和仲裁案件。运营资金周转压力极大。控股股东已进入破产清算程序。审计意见带有强调事项。安环风险等。

数据来源: Wind, 联合资信整理

(仅涉及公开可得数据), 评级下调的主体为3家, 评级下调因素主要涉及原材料价格波动导致盈利下滑、公司经营活动现金流表现较差、安环风险、债务逾期等多重因素。

四、2024年化工行业信用风险展望

未来, “稳增长” 仍将是中国经济发展的主基调, 但目前化工行业供需矛盾依然突出, 短期内行业景气度仍将在底部徘徊, 但部分高耗能细分行业有望提前复苏。

我国化工行业正处于从规模增长向高质量发展转变的阶段, 展望2024年, 化工行业的资本性支出尚处于高峰期, 新产能的投放将推动行业供给宽松。2023年上游油气等原材料价格整体处于高位, 而多数基础化工主要为加工制造环节, 由于需求相对不足, 成本无法顺利传导, 产品盈利处于底部徘徊。预计化工行业的供需格局短期难以改变, 行业整体景气度仍将在底部徘徊。但也关注到, 随着中国“双碳” 目标的提出, 类似氯碱化工等高能耗行业的扩张面临较多限制。同时, 由于相关行业对电力等基础配套条件需求高, 产业大量转移到海外的可能性很低。随着近两年海外新兴发展中国家对基础化工材料的消费需求不断增加, 预计未来相关高耗能细分行业或有望提前复苏。

从国内债券市场来看, 化工行业债券品种短期化特征明显, 2024年化工行业债券到期规模较大, 面临一定的接续压力, 但考虑到存续的发债主体信用等级普遍较高, 在当前融资整体较为宽松的环境下, 化工行业发生系统性违约的概率很低。

出险房企后续风险处置措施分析

文|联合资信 朱一汀 张琳

一、房企出险概况

从2015年以来零星违约到房地产行业迎来集中展期潮，境内外已超百家房地产主体发生风险事件。房企出险花样较多，越来越多房企选择展期的方式“以时间换空间”，从而避免实质违约。

中国房地产行业经历了二十多年发展，产业链延伸广泛，为中国经济提供重要支撑，被誉为“国民经济支柱性行业”。房地产行业资金运作密集，同时商品房采用预售制、长期的融资便利以及地方财政对土地出让较为依赖导致中国房地产行业具有明显的金融属性，多数房地产企业在发展过程中偏好加杠杆以实现规模的快速扩张，形成了经营和财务杠杆双高的情况。

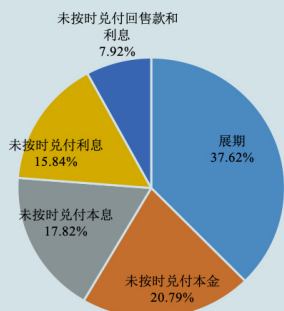
2015年，《公司债券发行与交易管理办法》和《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》的发布进一步拓宽了房地产企业融资渠道，境内公司债及境外美元债发行量均大幅上升。为抑制房地产市场

过热，2016年底“房住不炒”等调控政策出台，并随着融资渠道尤其是非银融资的收紧，行业边缘化的中小民营房企首当其冲；2019年，调控政策的延续叠加行业竞争加剧，中小民营房企违约事件零星发生；2020年下半年以来，随着“三条红线”和“银行贷款双集中管理”政策出台，违约房企向大中型房企过渡，“千亿房企”出险；2021年，头部房企暴雷引发房地产行业震荡，叠加境外美元债市场迅速转冷，风险开始大面积蔓延至境内信用债市场，房地产行业正式进入下行期；2022年以来，在宏观经济下行及房地产市场销售低迷的影响下，不具备天生融资优势的民营房企流动性承压，房地产行业迎来集中展期潮。进入2023年，持续的低位销售及信用渠道的收缩，风险事件仍在上演但总趋势已进入收尾阶段。

截至2023年10月4日，境内外超百家主体发生风险事件，出险花样较多（见图1），且随着数量的增加，越来越多房企选择展期的方式“以时间换空间”，从而避免实质违约。

从境内外违约情况来看（见图2），2021年以前房企境外融资环境相对宽松，部分资质较差的民营房企借助高息境外融资进行债务滚动，境外债违约金额及违约主体数量均明显低于境内同期。但随着中资美元债监管的趋严以及“三道红线”和“银行贷款集中度”等政策的实施，房企债务增速及融资渠道受到限制，流动性管理压力加大。2021年下半年以来恒大暴雷，美元债市场信心触底、再融资渠道迅速收缩，叠加购房人置业需求及信心下降，房地产市场正式进入下行通道，在行业震荡下多数民营房企都无法独善其身，2021

图1 房企首次出险类型分布情况



注：美元债交换要约计入“未按时兑付本金”

资料来源：Wind，联合资信整理

年房企境内外违约逻辑首次出现分化，当年境外债违约金额大幅增加。2022年以来，美联储多轮加息导致美元债兑付成本大幅上升，在“保交付”政策要求下，出险房企多选择“弃外保内”，2022年境外违约金额及数量达到峰值。2023年以来，前期风险的集中出清已基本结束，且伴随2022年底以来宽松政策的释放，行业出险趋势得到控制，但境内外违约金额及违约数量仍高于房地产下行周期前的2020年。

二、房企应对流动性危机的措施

面对融资渠道收紧、预售监管资金从严及销售下滑等多重不利因素的冲击，房企偿债来源被阻断，被动通过出售资产、引入战投或股权融资等方式应对，但只能缓解一时之困，后续风险的化解仍需依靠对债务进行实际处置。

房企偿债来源主要为经营性现金流（项目销售回款）和融资性现金流（新增借款及债券的借新还旧），但面对融资渠道收紧、预售监管资金从严及销售下滑等多重不利因素的冲击，房企偿债来源被阻断，流动性风险加速暴露，被动通过出售资产、引入战投或股权融资等方式进行应对。

出售资产

在房地产行业整体陷入流动性风险之前，个别房

企因自身战略及债务问题，通过剥离房地产开发业务或酒店、文旅等低效资产，重回经营正轨。随着房地产行业下行，作为最直接的“回血”方式，出售资产成为绝大多数出险房企“自救”的首选。但并非所有出险房企都有资产可处置，一方面在开发过程中，房企已将存货、在建工程、土地使用权等核心资产进行抵质押，资产受限程度较高；另一方面，部分房企业务模式较为单一，仅进行住宅开发，持有的其他可售资产较少。

2021年以来，部分房企（见表1）通过出售了估值相对较高的物业公司补充了流动性；富力、世茂和融创等进行多元化业务的房企及时完成物流园、住宅及商业等资产的变现，延缓了公开债务违约时间。2022年房地产行业风险集中爆发，房企急于出售导致待售资产较多，市场观望情绪较为浓厚，交易难度加大，资产流拍情况较为普遍；为加速资金回笼，核心资产成交及折价出售的情况屡见不鲜。

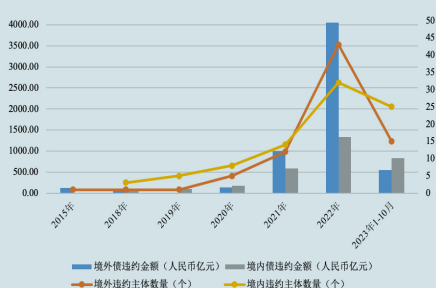
短期来看，出售资产虽能缓解一时之急，但回笼资金规模相对于债务体量来说实属杯水车薪。以世茂集团为例，自2021年底以来其公开披露的资产出售交易共7笔，合计金额约176.23亿元，仅占短期借款的约十分之一。长期来看，房地产行业筑底销售的局面仍将持续，在处置优质资产的同时，房企业务规模下降将引发经营风险的提高，不利于后续的债务兑付安排。此外，房地产行业已进入存量竞争模式，物业服务和持有型资产等非房业务发展前景较大，相关资产的剥离并不利于房企的可持续发展。

引入战投

在“自救”之余，部分遭遇流动性危机的房企也努力寻求外部援助（见表2），包括早期的蓝光、泰禾等房企均曾披露引入战投的计划，但仅建业、红星美凯龙、华南城和新湖中宝成功引入国资战投。

具体来看，上述四家房企引入国资的持股比例并不高，均低于30%。其中，深圳市特区建设发展集团有

图2 境内外违约统计



资料来源：联合资信根据公开资料整理

表1 典型房企出售资产情况

卖方	出售时间	交易内容	短期债务
蓝光	2021年2月	标的资产：物业公司64%的股权交易价格：48.47亿元，买方：碧桂园服务	截至2020年底为279.76亿元
富力	2021年9月	标的资产：物业公司交易价格：100亿元，买方：碧桂园服务	截至2021年6月底为536.91亿元
	2021年12月	标的资产：广州国际机场富力综合物流园股权，交易价格：53亿元，买方：黑石集团	
	2022年3月	标的资产：伦敦Vauxhall Square项目，交易价格：9570.26万英镑（约人民币7.98亿元），买方：远东发展	
	2022年4月	标的资产：伦敦One Thames City 50%股权，交易价格：26.6亿港元（约人民币22.43亿元），买方：中渝置地	
佳兆业	2021年11月	标的资产：香港屯门住宅官地，交易价格：37.7亿港元（约人民币31.11亿元），买方：蔡志明（旭日国际集团主席）	截至2021年6月底为300.66亿元
融创	2021年11月	标的资产：杭州项目，交易价格：16.73亿元，买方：滨江	截至2021年6月底为767.18亿元
	2021年12月	标的资产：上海虹桥商务区写字楼、杭州核心地段酒店及写字楼，交易价格：26.8亿元，买方：未披露	
世茂系	2021年12月	标的资产：香港维港汇物业，交易价格：20.86亿港元（约人民币17.06亿元），买方：爪哇控股、信和置业及会德丰	截至2021年6月底为444.43亿元
	2022年1月	标的资产：上海外滩的茂悦酒店，交易价格：45亿元，买方：上海地产	
	2022年1月	标的资产：上海黄浦路一宗商业用地，交易价格：10.6亿元，买方：上海久事	
中梁	2022年2月	标的资产：物业公司93.76%的股权，交易价格：不高于31.29亿元，买方：碧桂园服务	截至2021年底为123.41亿元
合景泰富	2022年4月	标的资产：上海写字楼，交易价格：13亿元，买方：未披露	截至2021年底为248.70亿元
	2022年11月	标的资产：合营公司50%股权，交易价格：3.71亿元，买方：香港置地	截至2022年6月底为264.34亿元
	2023年5月	标的资产：两家子公司100%股权，交易价格：7.5亿元，买方：嘉兴平安安住壹号股权投资合伙企业（有限合伙）、平安创赢资本管理有限公司	截至2022年底为249.03亿元
旭辉	2022年6月	标的资产：香港物业，交易价格：13.38亿港元（约人民币11.44亿元），买方：华王	截至2021年底为216.92亿元
碧桂园	2023年7月	标的资产：墨尔本西南部的温德米尔庄园项目尚未开发的150公顷地块，交易价格：定价2.5亿澳元（约12.12亿元人民币），买方：未披露	截至2023年6月底为1087.03亿元
	2023年8月	标的资产：广州亚运城26.67%股权，交易价格：12.92亿元，买方：中海	截至2023年6月底为1087.03亿元

注：1. 上表仅列示债务违约或展期前的重要资产出售事项；2. 为方便统计，短期债务包括短期借款及一年内到期的非流动负债
资料来源：联合资信根据Wind及公开资料整理

表2 引入战投及AMC纾困情况

涉及房企	时间	外部支援	具体内容
福晟	2020年1月	东方资产、世茂	建立战略合作伙伴关系，成立世茂·福晟平台
华南城	2022年1月	特区建发	收购华南城29.28%股权
建业	2022年6月	河南铁建投	收购建业29.01%股权
融创	2022年12月	中国华融、中信信托以及浦发银行等6家银团	为董家渡项目提供新增融资（预计超过120亿元）
		东方资产	为武汉桃花源项目带来33.11亿元融资
红星美凯龙	2023年1月	建发股份	收购红星美凯龙29.95%股权
新湖中宝	2023年2月	新安财通	收购新湖中宝10%股权
中南建设	2022年5月	华融资产、南通市保障房建设投资有限公司	针对中南系主体在建工程复工复产、优质项目并购、社会与资本合作项目盘活等开展业务，有关支持项目总规模不超过50亿元，也可引入其他投资机构
	2023年2月	中国信达	深圳城市更新项目
旭辉	2023年2月	东方资产	签署战略合作协议
恒大	2023年2月	东方资产、长城资管、深圳安居建业	深圳旧改项目
佳兆业	2023年3月	东方资产、中国华融	昆明佳兆业项目
	2023年4月	福田安城投资	深圳项目
德信	2023年6月	浙商资产	德清时代云起项目
金科	2023年6月	长城国富	作为重整投资人参与金科的预重整程序
泰禾	2023年7月	兴业信托	泰禾香山湾项目
华夏幸福	2023年7月	浙商资产	签署战略合作协议，就各自存量业务、“AMC+保交楼”业务开展战略合作
新华联文旅	2023年8月	招商平安资管、外贸信托等6家	参与重整

资料来源：联合资信根据公开资料整理

限公司（以下简称“特区建发”）收购华南城29.28%股权后成为其第一大股东，持股比例已超过华南城原实际控制人家族，获得经营控制权，在人员（涉及运营管理、投融资、财务等多个重要部门）、资金（设立110亿元股权投资基金，签订贷款协议）、融资（与上海银行深圳分行签署合作协议新增40亿元授信）和项目纾困（南昌、郑州和南宁项目开展全面协同合作，推进旧改项目）等方面提供了实质性支持。作为深耕河南市场三十多年的建业，在流动性紧张之际得到包括河南省铁路建设投资集团有限公司（以下简称“河南铁投”）入股（成为建业第二大股东），与河南省文化旅游投资集团有限公司签署文旅项目合作协议等国资背景企业的支援，并与建设银行和工商银行签署战略合作协议（共计250亿元的授信额度）。然而，国有企业本身对外投资限制较为严格，叠加面对房地产超预期的下行风险，支持意愿不够强烈；引入国资带来的利好仅维持不足一年，建业便再次发生负面舆情。

作为参与纾困的老玩家，国内四大AMC自成立以来收购了不少不良资产，在房地产项目处置方面积累了较为丰富的经验。随着中央及地方层面支持政策的出台，2022年以来AMC参与纾困的范围有所扩大，从传统的项目层面纾困延伸到参与出险房企重整及代建等工作中。

依靠国资信用背书，房企的融资环境得到了一定程度的改善，但引入国资并非意味着“一劳永逸”，华南城美元债仍展期，且在目前较为脆弱及敏感的市场情绪下，具备国资背景的房企仍不时面临着来自市场及投资者的质疑，需持续观察国资股东支持情况。对于AMC纾困效果目前尚不能过于乐观，基于“救项目不救主体”的原则，出险房企自身基本面差异较大，项目盘活进展有待观察。

股权融资

受监管政策影响，房企参与股权融资的机会波动

较大，且相关政策较为严格，难以通过股权融资方式补充流动资金。2022年底以来金融支持政策接连出台，证监会宣布恢复涉房上市公司并购重组和配套融资，并恢复上市房企和涉房上市公司再融资，以及于2023年8月18日表示要保持房企股债融资渠道总体稳定，支持正常经营房企合理融资需求，坚持“一企一策”稳妥化解大型房企债券违约风险。在此背景下，多家出险房企于2022年底陆续宣布定增计划（见表3）。其中，合景泰富、德信中国及旭辉控股等港股房企完成配股；但A股出险房企再融资进展整体推动缓慢，定增获批房企仍以非出险央国企为主。

考虑到出险房企持续经营能力存疑，面对长于预期的房地产销售下行，投资人对于房企的投资偏好已然发生转变，预计短时间内股权融资政策的落地效果无法显现。

综上，出售资产及引入战投在短期内缓解了房企流动性危机，但后续风险的化解仍需依靠对债务进行实际处置。

三、房企债务处置分析

整体看，出险房企债务处理思路基本保持一致，即在境内债达成展期的同时商谈境外债的重组方案。但房地产市场修复尚需时间，房企债务处置之路仍很漫长，若经营性现金流持续无法得到改善，债务“一展再展”或触发实质违约将成为常态。

境内债务处置方式——展期

境内债的处置方式主要依靠债券展期来实现。截至2023年9月底，约149只境内债券完成展期，展期金额前五大分别为恒大（535亿元）、世茂建设及世茂股份（193亿元）、华夏幸福（179亿元）、碧桂园（147亿元）及富力（135亿元）。其中，富力为首家完成境内外存续债券展期的房企。

在展期方案制定方面,通常围绕展期期限、利率、兑付安排等方面进行协商。具体来看,展期时间从0.5个月到60个月不等,利率较展期前基本保持一致,兑付安排分为期间支付和期末集中支付两种;此外,部分债券在展期过程中设置了增信措施或项目股权抵押。但2022年以来行业销售下行趋势仍未逆转,在兑付安排方面从最初的分期大额兑付向分期小额兑付转变,部分债券发生二次展期或展期到期后未偿还触发违约的情况。对于展期债券,其偿还仍较依赖于行业转暖,若行业持续下行,考虑到大额本金集中在期末兑付,其风险仍不容忽视。

境外债务处置方式——交换要约及债务重组

境外债的处置主要采用交换要约和同意征求的方式变更债券条款,优化债务达到“展期”的效果。2021年以来随着债务到期兑付压力上升以及境外信用环境的集体崩塌,房企境外债进行交换要约的次数快速增加。根据DM数据统计,2021年共15家房企涉及19笔

美元债完成交换要约,金额合计49.57亿美元,交换要约后获得0.5~2.3年不等的展期时间。2022年以来,共计16家房企对44只相关债券发起了交换要约,以溢价交换形式为主;其中佳源国际打破单笔债券交换要约延期次数的最高记录,截至2023年5月初已申请第11次延期。2023年以来,进行交换要约的房企数量明显回落,前八月共5家房企完成交换要约,要约金额合计20.15亿美元。

在构成实质性违约后,房企也会选择债务重组的方式化解风险,通过“债转股”“现金兑付”或“发行新债”等方式进行削债。但受限于境内外法律和偿还优先级等问题,能够完成的均为少数。2023年以来房企债务重组进程有所加快,1月华夏幸福和当代置业率先达成境外债务重组协议,6月德信中国美元债重组获法院许可并生效,9月融创以较高的同意比例获得了债权人的债务重组支持并于10月获得法院批准。

对于不具备偿还能力的房企来说,走向破产和解或破产重整将是唯一结局,较早出险的银亿股份已于

表3 部分出险房企股权融资计划

涉及房企	公告日期	募集金额	资金用途	进展
世茂股份	2022年11月30日	/	拟用于公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、偿还部分公开市场债务本息、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金等	/
华夏幸福	2022年12月2日	/	拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目,以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等	/
金科	2022年12月5日	/	拟用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、棚户区改造或旧城改造项目开发建设,偿还部分债务本息、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金等	/
冠城大通	2022年12月6日	/	用于投资满足公司转型需求的业务扩张和产业链上下游并购项目、与“保交楼、保民生”相关的房地产项目,以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等	/
绿地控股	2022年12月7日	/	用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设,以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等用途	/
合景泰富	2022年12月10日	4.67亿港元	用于现有债务的再融资即一般企业用途	2022年12月23日完成配售
德信中国	2022年12月13日	2.31亿港元	用于公司现有业务之未来发展、偿还债务、集团运营资金及一般企业用途	2022年12月21日完成配售
旭辉控股	2022年12月20日	9.46亿港元	用作偿还现有债务(包括应计利息)及用作一般企业用途	2022年12月28日完成配售
荣盛发展	2022年12月21日	30.00亿元	用于成都时代天府、长沙锦绣学府和唐山西定府邸项目建设,并补充流动资金	2023年2月1日获证监会受理;3月7日获深交所受理;截至2023年9月2日完成第二轮审核问询函的回复
中南建设	2023年1月6日	28.00亿元	用于临沂春风南岸项目和青岛即墨樾府项目建设,补充流动资金	2023年4月6日获深交所受理;截至2023年10月21日完成第二轮审核问询函的回复

资料来源:联合资信根据公开资料整理

2022年11月完成破产重整，国购投资也已进入重整执行阶段。

随着越来越多房企加入债务处置工作，如何协商出双方都能接受的方案成为一大难题。归根结底，出险房企完成债券展期及债务重组只是以“时间换空间”，治标不治本，偿债压力尤在，最终债务的偿还需要通过销售的恢复来实现。但2022年底以来各类宽松政策并未带动销售复苏，若经营性现金流无法得到改善，债务“一展再展”或触发实质违约将成为常态。

四、房企违约回收率

由于行业特性以及目前主要采取展期兑付安排，房企违约回收率普遍较低。同时，境外债务违约受法律及监管等因素影响处置难度较大。根据测算，出险房企回收率在20%~40%的可能性较高，其中仅进行住宅开发的出险房企回收率将偏低，处于资不抵债情形下的出险房企难以对债务进行回收。

违约回收概况

境内债方面，截至2023年10月31日，境内违约债券共280只，仅50只债券完成部分本息的兑付。境外债方面，由于房企发行美元债的融资主体多为离岸母公司，无实际业务和境外资产，且与境内经营的子公司之间间隔多层公司架构，受限于国内外法律、监管等因素影响，境外债违约后兑付工作难度较大，目前尚无完成兑付的案例。

房企违约债务兑付困难与其行业特性密不可分。首先，在开发过程中房企已将核心资产进行抵质押，并在流动性危机爆发初期将优质资产进行变现，回笼了部分资金；其次，在预售资金监管从严的影响下，出险

房企可动用资金快速减少，无法以现金方式进行偿付。此外，在债务违约后上下游和债权人的集中挤兑拉长了债务兑付周期，同时以信用债为主的融资模式也决定了对债权人的保障程度有限。

房企违约回收率测算

1. 可变现有效资产及普通债权的估算

由于我国债券市场发展时间较短，违约数据库及回收率研究方法尚未建立，通过借鉴国际评级相关研究经验，下文采用“资产负债法”对部分出险房企的普通债权回收率进行测算，以期为进一步发展适合于我国房地产债券市场回收率评级方法做准备。

作为偿还债务的前提条件，房企仍需维持“经营状态”，其中能够进行变现的有效资产包括存货和投资性房地产，同时应收账款、在建工程、土地使用权等资产也可在短期内进行处置；在剔除受限部分后，对上述资产进行一定比例的折算¹，可粗略计算出房企的短期可变现有效资产净值。

考虑到破产法对于清偿顺序的规定，扣除优先偿还债权后，剩余资产将用于向普通债权人进行分配。普通类债权包括扣除资产抵质押后的长短期借款、应付票据和应付债券等。通过观察房企可变现资产净值对普通类债权的覆盖程度，得出违约回收率区间。

2. 测算结果

由于目前仅银亿股份一家完成破产重整，按此前联合资信研究方法计算的违约回收率区间为[34.81%，44.39%]，与其《重整计划》披露的普通债权清偿率39.75%进行对比，表明测算结果具有一定可靠性。

但考虑到房地产市场下行，资产变现难度上升且多为折价处置，在资产折算比例方面应进行下调；此外，出险房企的主要资产即存货优先用于“保交付”，扣除合

¹ 折现率数据详见联合资信发表的《借他山之石，探违约回收之路——我国违约债券回收率测算》。

同负债和预收账款后的实际可变现规模较小。从测算结果来看(见图3),由于出险房企自身基本面及债务体量差异较大,预计回收率水平为[20%, 40%]的可能性较高。其中,有2家样本房企回收结果偏低(回收率上限低于20%),主要系其业务模式较为单一仅进行住宅开发,待扣除优先偿还部分后可用于偿还普通类债权的资产金额较小所致;部分样本房企回收结果偏高,系其储备的未开发存货较多或持有的投资性房地产规模较大,待处置后能补充一定流动性所致;除以上情形外,部分房企在出险前已发生亏损、偿债能力较差,在资不抵债的情形下将难以对债务进行回收。

3. 局限性

首先,回收测算过程中包含了较多假设条件,测算使用的数据时点也仅限于首次出险前,折现率等参数的设定受时间及各类主客观因素影响存在变化的可能,实际回收效果与测算数据或存在一定差异,违约回收测算应为动态追踪的过程。

其次,出险房企资产质量良莠不齐,在实操过程中资产可变现情况存在较大差异。回收率的计算数据较为依赖财务报表及公开评级报告,若出险房企无

法披露财务报告或终止信用评级,相关数据将无法获取;财务报表的审计质量及数据准确性亦对测算产生一定影响;对于部分合作开发规模较大的房企,其表外债务的风险敞口未能体现,上述因素均会影响测算结果。

此外,考虑到房地产行业供需格局已发生改变,销售规模无法回归巅峰时期,在未来尚不明朗的市场环境下,房企违约回收效果或将进一步大打折扣。

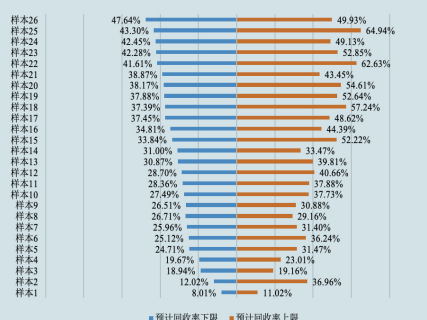
五、启示与总结

房地产行业在经历了多年高速发展后,于2022年迎来较为集中且残酷的高杠杆房企淘汰赛,目前面临新一轮转型及发展周期。随着2022年底以来“三支箭”“金融16条”等各类宽松政策的落地,以及“认房不认贷”、取消限购限售、降低首付比例以及降低存量房贷利率等需求端政策的优化,长远来看房地产市场将得以修复。

利好政策的释放也在一定程度上提升出险房企债务处置速度。但无论是采用展期还是重组的方式,本质上仅延缓了债务兑付时间,并未化解实质风险,出险房企偿债压力尤在,债务逾期和不良记录时有发生。同时,因停工等负面事件导致品牌受损,出险房企2022年及2023年1-10月平均权益销售金额降幅分别为64%和44%²,销售端难有起色,通过经营端获得现金流入的难度较大。此外,随着存量项目的持续消化,若长期无法恢复正常经营,出险房企最终将走向经营的终点。

回收率测算方面,由于大部分出险房企仍处于债务展期状态,违约回收效果尚需时间观察,测算中使用的假设条件及参数仍有调整空间。

图3 样本房企预计回收率情况



注: 1. 统计样本不包括私募债主体; 2. 由于出险房企展期或违约时间各不相同, 计算时选择首次出险前的最新财务数据进行计算
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

² 根据克而瑞披露的《2022年中国房地产企业销售榜 TOP100》及《2023年1-10月中国房地产企业销售榜 TOP100》统计。

融资租赁行业2023年回顾与2024年展望

文|联合资信 张帆 余晓艳 刘嘉

一、2023年融资租赁行业运行情况

截至2023年9月末,全国融资租赁企业总数以及融资租赁合同余额持续下降,下降主要来自于外资租赁公司;金融租赁公司虽然数量最少,但合同余额占比最高。

截至2023年9月末,全国融资租赁企业总数保持持续下降趋势,为9170家,较2022年末的9840家减少了670家。其中,金融租赁公司保持72家没有变化,内资租赁公司增加6家至440家,外资租赁公司减少676家至8658家。2022年,有大批外资租赁公司陆续退出市场,当年外资租赁公司减少2083家;2023年前三季度,外资租赁公司数量继续下降,但下降幅度较2022年有所缓和。在业务总量上,全国融资租赁企业合同余额持续下降,截至2023年9月末,全国融资租赁合同余额约为57560亿元,较2022年末的58500亿元减少了940亿元,降幅主要来自于外资租赁公司。其中,金融租赁公司合同余额约为25160亿元,占比43.71%;内资租赁公司合同余额约为20740亿元,占比36.03%;外资租赁公司合同余额约为11660亿元,占比20.26%(见图1)。

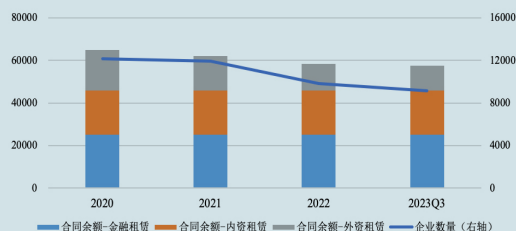
二、2023年以来融资租赁行业政策动态

2023年,针对部分金融租赁公司偏离融物本源问题,国家金融监督管理总局下发了金融租赁公司管理办法,强调金融租赁公司回归“融资融物”的经营模式,暂未有针对融资租赁公司的具体文件下发;新

增贵州省、北京市、山西省和陕西省等地方金融监督管理局发布融资租赁业务指引及实施细则,主要目的以规范地方金融组织及其活动,防范、化解与处置金融风险为主,对融资租赁公司的设立要求更加严格,业务范围界定更加清晰,监督管理力度更大;融资租赁公司所在地较多的天津、江苏和上海等地区延长了融资租赁公司监督管理办法实施的过渡期。

2022年2月,针对部分金融租赁公司偏离融物本源,忽视租赁物合规管理和风险缓释作用,存在以融物为名开展“类信贷”业务、虚构租赁物、租赁物低值高买、涉嫌新增地方政府隐性债务等问题,中国银保监会发布了《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》(银保监办发〔2022〕12号),明确了金融租赁公司立足主责主业,摒弃“类信贷”经营理念,突出“融物”特色功能,与传统银行业务实现差异互补;同时强调加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管。

图1 融资租赁企业数量及合同余额情况(单位:家、亿元)



注:不含单一项目公司、分公司、SPV子公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的公司,不含已正式退出市场的企业,包括一些地区监管部门列入失联或经营异常名单的企业
资料来源:中国租赁联盟、南开大学当代中国问题研究院、租赁联合研究院,联合资信整理

2023年10月,国家金融监督管理总局发布了《金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》(金规〔2023〕8号),从健全公司治理和内控管理机制、规范融资租赁经营行为、有的放矢提升金融监管有效性和建立健全监管协作机制等四个方面提出十三项监管要求,强调突出金融租赁公司特色,回归以融资和融物相结合的经营模式,旨在促进融资租赁公司聚焦主责主业,服务实体经济;此外,文件在规范融资租赁经营行为中强调了优化租赁业务结构,2024年新增业务中售后回租业务占比相比2023年前三季度要下降15个百分点,力争在2026年实现年度新增直租业务占比不低于50%的目标。

相较于金融租赁公司,融资租赁公司数量众多,且已经历了十余年扩张式发展,对其监管的难度较大,融资租赁公司的监管职责从商务部划转至银保监会后,原银保监会和央行于2020年5月和2021年12月先后发布了《融资租赁公司监督管理暂行办法》和《地方金融监督管理条例(草案征求意见稿)》。2022年已有北京市、陕西省、吉林省、内蒙古自治区、湖北省、广东省和安徽省地方金融监督管理局下发了相关金融监管条例和办法。2023年,新增贵州省、北京市、山西省和陕西省等地方金融监督管理局发布融资租赁公司监督管理办法。各地虽陆续出台了配套监管文件,但国家金融监督管理总局仍未下发针对融资租赁公司规范经营和合规管理方法的监管文件,基于融资租赁行业整体监管趋严的态势以及明确要求融资租赁行业进一步回归本源,未来,融资租赁公司的监管要求可能会参考金融租赁公司监管要求,届时融资租赁公司的转型压力将加大。

《融资租赁公司监督管理暂行办法》中设置的三年过渡期已到,但仍有部分融资租赁公司因业务定位等原因无法满足监管指标。融资租赁公司所在地较多的天津、江苏和上海的地方金融监督管理局发文延迟融资租赁公司监督管理办法实施有效期,其中天津市有效期延长至2024年12月31日,江苏省有效期延长至2025年3月1日,上海市有效期延长至2025年9月30日。

三、2023年发债企业信用状况分析

债券发行及到期情况

2023年1—11月,融资租赁公司债券发行规模同比微幅增长,其中信用债发行规模同比增长,而资产支持证券发行规模同比下降;信用债以公募产品为主、发行期限整体偏短,资产支持证券以交易所市场发行的ABS为主,整体融资情况稳定。

2023年1—11月,共有130家融资租赁公司发行了债券,发行规模6614亿元(同比+2.36%)。其中,共有55家融资租赁公司发行了信用债,发行规模3080亿元(同比+13.07%);共有109家融资租赁公司发行了资产支持证券,发行规模3534亿元(同比-5.45%),整体保持稳定。信用债方面,以发行市场看,仍以银行间市场为主(发行规模占比75.44%);以债券品种看,以公募方式发行的短期融资券(发行规模占比58.90%)、一般公司债(发行规模占比22.38%)和中期票据(占比14.18%)为主,以私募方式发行的定向工具和私募债占比很低;发行期限方面,1年以内(含1年)的占比61.37%、1~2年(含2年)的占比17.91%、3年的占比14.94%、发行期限3年以上的占比5.78%,发行期限整体偏短且1年以内(含1年)的规模占比较上年同期提高了11.10个百分点,融资租赁公司倾向于资金成本较低的短期融资,另外,4年期和5年期的债券均在第2年末或第3年末设置发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权,也有部分3年期债券在第2年末设置发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权,长期限债券市场发行压力较大,整体融资环境面临一定压力;募集资金用途主要为偿还到期债务。资产支持证券方面,融资租赁公司倾向于在交易所市场发行ABS,ABN的发行规模同比下滑,ABS的发行规模和占比同比提升,发行规模占比74.86%(见表1)。

信用等级高的主体资本市场融资渠道较丰富,是债券市场的主要参与者,资产支持证券为信用等级较低的融资租赁公司提供了一条债券市场融资渠道。

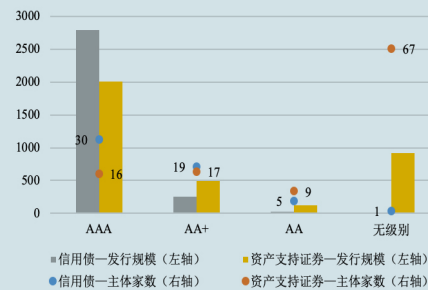
从主体级别看，发行信用债的融资租赁公司主体级别整体高于发行资产支持证券的融资租赁公司。2023年1—11月，发行信用债的主体中，主体级别为AAA占比54.55%、AA+占比34.55%、AA占比9.09%、无级别占比1.82%；发行资产支持证券的主体中，主体级别为AAA占比14.68%、AA+占比15.60%、AA占比8.26%、无级别占比61.47%。从发行规模看，2023年1—11月，信用债中，AAA主体发行规模占比90.78%、AA+主体发行规模占比8.16%，AA和无级别主体发行规模占比极低且基本含有AAA增信；资产支持证券中，AAA主体发行规模占比56.71%、AA+主体发行规模占比13.91%、AA主体发行规模占比3.36%、无级别主体发行规模占比26.02%。在信用债市场中，AAA主体是主要参与者；在资产支持证券市场中，AAA主体发行规模仍占半壁江山，但其他级别主体发行规模占比相对提升。值得注意的是，信用债和资产支持证券高级别发行主体的重合度高，发行资产支持证券的AAA主体全部发行了信用债，82.35%的AA+主体也发行了信用债（见图2）。综上，信用等级高的主体债券市场融资渠道较丰富，可根据自身融资需求选择不同的债券品种；资产支持证券为信用等级较低的融资租赁

公司提供了一条债券市场融资渠道。

前十大发债主体发行规模集中度较高，其中信用债前十大发债主体发行规模占比较上年同期有所下降，而资产支持证券前十大发债主体发行规模占比却有所提高。

从前十大发债主体来看，2023年1—11月，信用债前十大发债主体发行规模合计1931亿元，占比62.71%；资产支持证券前十大发债主体发行规模合计1831亿元，占比51.79%。整体看，信用债发债主体的集中度高

图2 2023年1—11月发债融资租赁公司主体级别分布情况
(单位: 家数, 亿元)



注：1. 级别为最新主体级别；2. 对于级别有差异的主体按最高级别统计
资料来源：Wind，联合资信整理

表1 融资租赁公司发债同期对比 (单位: 只、亿元)

项目		2022年1—11月		2023年1—11月	
		只数	发行规模	只数	发行规模
银行间市场	短期融资券	177	1349	251	1814
	中期票据	58	526	55	437
	定向工具	9	44	12	73
	小计	244	1919	318	2323
交易所市场	一般公司债	90	757	90	689
	私募债	6	48	12	67
	小计	96	805	102	756
信用债合计		340	2723	420	3080
ABN		281	1320	169	889
ABS		790	2418	799	2646
资产支持证券合计		1071	3738	968	3534
合计		1411	6462	1388	6614

注：时间按照“起息日”统计
资料来源：Wind，联合资信整理

于资产支持证券。从前十大主体重合度看,共有5家主体既是信用债也是资产支持证券的前十大发债主体。平安国际融资租赁有限公司和远东国际融资租赁有限公司作为头部公司,其信用债和资产支持证券发行规模均列前三;中国康富国际租赁股份有限公司资产支持证券发行规模位列第一,但信用债发行规模较小。信用债前十大发债主体发行规模占比较上年同期下降6.07个百分点,资产支持证券前十大发债主体发行规模占比较上年同期提高5.44个百分点(见表2)。

AAA发行主体资金成本优势明显。

信用债发行票面利率方面,2023年1—11月,发行期限1年以内的债券,AAA主体票面利率区间相对集中,中位数为2.45%,但有部分离群值,主要来自于某头部公司发行的短期融资券;AA+主体票面利率区间相对分散,中位数为2.96%;仅有一家AA主体发行债券且期限在60天~120天,可比较性较差。1年期债券(含权债券按首次行权日作为到期日进行统计,下同),AAA主体票面利率中位数为3.20%,AA+主体票面利率中位数为4.00%,AAA主体资金成本优势较为明显。2年期债券,AAA主体票面利率中位数为3.39%,AA+主

体票面利率中位数为3.35%,AA主体票面利率中位数为3.87%;AA+主体票面利率中位数较低主要由于发行期数较少且某产业类租赁公司发行了4期票面利率较低的绿色债券。3年期债券,AAA主体票面利率中位数为3.37%,AA+主体票面利率中位数为3.80%,AA主体票面利率中位数为4.25%(全部含有AAA增信),较为公允的反映了信用利差(见图3)。

存续信用债集中在2024年和2025年到期,期限集中度较高。

从存续信用债到期期限结构来看(含权债券按下一行权日作为到期日进行统计),截至2023年11月末,存续信用债余额4325亿元,其中2023年12月到期的占比3.76%、2024年到期的占比54.62%、2025年到期的占比32.41%、2026年到期的占比8.91%、2027年到期的占比0.30%。到期集中在2024年和2025年,融资租赁公司信用债到期期限集中度较高、流动性承压。

级别调整情况

2023年1—11月,融资租赁行业信用市场公开数据中,10家主体级别发生上调,未出现下调的企业,租赁

表2 2023年1—11月前10大发债主体情况

信用债			资产支持证券		
发债主体	发行规模(亿元)	占比(%)	发债主体	发行规模(亿元)	占比(%)
平安国际融资租赁有限公司	359	11.64	中国康富国际租赁股份有限公司	389	11.02
远东国际融资租赁有限公司	236	7.66	远东国际融资租赁有限公司	279	7.90
华能天成融资租赁有限公司	205	6.66	平安国际融资租赁有限公司	223	6.32
一汽租赁有限公司	198	6.43	海发宝诚融资租赁有限公司	203	5.74
海通恒信国际融资租赁股份有限公司	180	5.85	海通恒信国际融资租赁股份有限公司	175	4.94
中航国际融资租赁有限公司	179	5.81	江苏徐工工程机械租赁有限公司	146	4.14
中电投融和融资租赁有限公司	166	5.39	中电投融和融资租赁有限公司	129	3.64
中国环球租赁有限公司	148	4.81	一汽租赁有限公司	128	3.62
大唐融资租赁有限公司	136	4.42	广州越秀融资租赁有限公司	83	2.34
国新融资租赁有限公司	125	4.06	国泰租赁有限公司	75	2.13
合计	1931	62.71	合计	1831	51.79

注: 1. 占比为占融资租赁公司总发行规模的比例; 2. 表格中公司名称标红代表既是信用债也是资产支持证券发行规模前十大的主体
资料来源: Wind, 联合资信整理

公司整体信用级别向上迁移，上调企业中多数为股东支持力度大，资本补充明显。

2023年1—11月发行债券的公司，共有10家企业主体评级发生上调，无主体评级发生下调的企业，且上调主体个数为近三年中最多，其中，3家企业主体评级由AA上调至AA+，7家企业主体评级由AA+上调至AAA，高信用级别租赁公司有所增多。

主体评级AA+上调至AAA的企业分别为中飞融资租赁有限公司、无锡财通融资租赁有限公司、华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司、海发宝诚融资租赁有限公司、国泰租赁有限公司¹、中核融资租赁有限公司、中国康富国际租赁股份有限公司²，其中，中核融资租赁有限公司上调因为其绿色租赁业务和绿色租赁品牌形象、贴合国家战略发展方向的业务开展和股东增资等正面因素，其余6家主体上调的原因包括盈利能力强、资产质量较好和股东支持力度加大（主要系增资）等正面因素。主体评级AA上调至AA+的企业分别是重庆银海融资租赁有限公司、江苏徐工工程机械租赁有限公

司和杭州金投融资租赁有限公司，上述企业上调的主要原因有业务结构优化、资本实力增强等正面因素。

对比2022年信用级别调整情况，融资租赁公司主体评级上调主要系股东产业背景强、自身经营较好及股东增资等因素。

发债企业财务表现

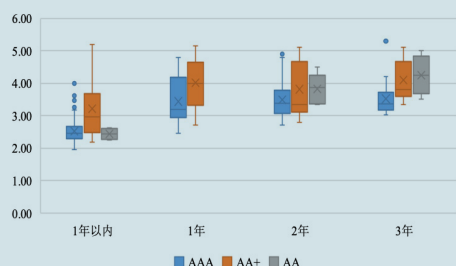
本文选取了截至2023年11月末有存续公募信用债且披露2023年三季报的46家融资租赁公司作为样本公司以观察其财务表现情况，其中AAA样本主体29家、AA+样本主体17家、无AA样本主体。截至2023年9月末，资产总额和所有者权益前十大的样本企业如表3所示。

2023年9月末，样本企业平均资产总额和所有者权益均稳步增长，其中资产总额增速较2022年有所提升但所有者权益增速较2022年略有下降，AAA样本企业和AA+样本企业资产总额和所有者权益增速较2022年变化各异；样本企业平均杠杆倍数较上年末略有下降，AAA样本企业杠杆水平高于AA+样本企业，整体杠杆水平适中。

截至2023年9月末，样本企业平均资产总额保持增长，较上年末增长7.95%，增速较2022年有所提升；其中AAA样本企业较上年末增长7.58%、AA+样本企业较上年末增长10.53%，AAA样本企业增速较2022年有所提升，而AA+样本企业增速较2022年有所下降（见表4）。

截至2023年9月末，样本企业平均所有者权益保持增长，较上年末增长8.36%，增速较2022年略有下降；其中AAA样本企业较上年末增长7.83%、AA+样本企业较上年末增长11.72%，AAA样本企业增速较2022年有所下降，AA+样本企业增速较2022年有较大幅度的提

图3 2023年1—11月融资租赁公司信用债票面利率情况（单位：%）



注：1. 级别为发行时发债主体级别；2. 含权债券按首次行权日期统计；3. “1年以内”不含1年；4. 有5只期限在1-2年的债券纳入2年期统计；5. 有1家主体未披露主体评级（发行规模2.00亿元，期限3年），该主体纳入AA主体统计
资料来源：Wind，联合资信整理

¹ 2021年大公国际资信评估有限公司将国泰租赁有限公司由AA+上调至AAA；2023年东方金诚国际信用评估有限公司将国泰租赁有限公司由AA+上调至AAA。

² 中国康富国际租赁股份有限公司由中证鹏元资信评估股份有限公司给予AAA主体评级，与其他评级机构存在级别差异。

升，主要由于个别样本企业获得增资且相比于原有所有者权益规模，增资规模较大。

截至2023年9月末，样本企业平均杠杆倍数5.22倍，较上年末略有下降，AAA和AA+样本企业平均杠杆倍数也较2022年有不同程度的下降，AAA样本企业杠杆倍数仍高于AA+样本企业，主要由于AAA主体业务资源更丰富、融资渠道更通畅。整体看，相较于监管要求的“风险资产总额不得超过净资产的8倍”，样本企业的杠杆倍数适中，未来仍有上升空间。

2023年1—9月，样本企业平均营业总收入、拨备前利润和净利润均较上年同期保持增长，AA+样本企业增速高于AAA样本企业；AA+样本企业平均总资产收入率优于AAA样本企业，净资产收益率水平二者相近。

2023年1—9月，样本企业平均营业总收入、拨备

前利润和净利润较上年同期均保持增长。2023年1—9月，样本企业平均营业总收入同比增长4.96%，其中AAA样本企业同比增长3.73%、AA+样本企业同比增长11.99%；样本企业平均拨备前利润同比增长2.19%，其中AAA样本企业同比增长0.49%、AA+样本企业同比增长13.29%；样本企业平均净利润同比增长4.76%，其中AAA样本企业同比增长2.12%、AA+样本企业同比增长23.97%。从盈利规模指标来看，AA+样本企业增速均显著高于AAA样本企业，主要由于：AA+样本企业平均营业总收入增长金额略低于AAA样本企业、平均拨备前利润和平均净利润增长金额均高于AAA样本企业，加之AA+样本企业基数较小所致，我们也关注到AA+样本企业平均减值损失计提规模小于AAA样本企业（见表5）。

2023年1—9月，样本企业平均总资产收入率（未经

表3 截至2023年9月末，资产规模、所有者权益规模前10大样本企业（单位：亿元）

按资产总额排序			按所有者权益排序		
序号	企业名称	资产总额	序号	企业名称	所有者权益
1	远东国际融资租赁有限公司	3035.18	1	远东国际融资租赁有限公司	750.34
2	平安国际融资租赁有限公司	2433.99	2	平安国际融资租赁有限公司	422.14
3	国网国际融资租赁有限公司	1828.47	3	中航国际融资租赁有限公司	271.33
4	中航国际融资租赁有限公司	1671.32	4	国网国际融资租赁有限公司	253.73
5	海通恒信国际融资租赁股份有限公司	1237.24	5	中国环球租赁有限公司	222.18
6	中电投融和融资租赁有限公司	967.21	6	海通恒信国际融资租赁股份有限公司	203.37
7	中国环球租赁有限公司	851.02	7	芯鑫融资租赁有限责任公司	168.96
8	一汽租赁有限公司	767.79	8	中交融资租赁有限公司	143.50
9	广州越秀融资租赁有限公司	763.98	9	中电投融和融资租赁有限公司	140.79
10	中交融资租赁有限公司	712.87	10	广州越秀融资租赁有限公司	138.22

资料来源：Wind，联合资信整理

表4 样本企业规模和杠杆水平指标

项目	2022年			2023年9月		
	全体	AAA	AA+	全体	AAA	AA+
平均资产总额（亿元）	520.22	721.82	176.32	561.60	776.56	194.89
平均资产总额增速（%）	5.68	4.60	13.89	7.95	7.58	10.53
平均所有者权益（亿元）	96.41	132.08	35.57	104.47	142.42	39.74
平均所有者权益增速（%）	9.17	9.75	5.66	8.36	7.83	11.72
平均杠杆倍数（倍）	5.38	5.58	5.03	5.22	5.44	4.84

注：杠杆倍数=（资产总额-货币资金）/所有者权益

资料来源：Wind，联合资信整理

年化)为5.07%,其中AAA样本企业为4.47%、AA+样本企业为6.05%,AA+样本企业资产收益水平优于AAA样本企业。同期,样本企业平均净资产收益率(未经年化)为6.44%,其中AAA样本企业为6.43%、AA+样本企业为6.45%,AAA样本企业和AA+样本企业盈利能力相近。AAA样本企业平均总资产收入率较上年同期略有下降,AA+样本企业与上年同期基本持平;AAA样本企业净资产收益率较上年同期有所下降,AA+样本企业较上年同期有所提升。

2022年,样本企业不良率水平有所下降,处于较低水平,AAA样本企业资产质量优于AA+样本企业;样本企业拨备覆盖率有所提升,拨备计提充足。

因2023年9月末,不良率和拨备覆盖率数据可得性差,本文对比了2022年和2021年不良率和拨备覆盖率的情况。2022年,样本企业平均不良率较2021年有所回落,其中AAA样本企业平均不良率较2021年微幅下降,AA+样本企业平均不良率较2021年下降幅度较大,主要由于1家样本企业进行大额核销导致不良率下降以及1家样本企业租赁资产规模大幅增加导致不良率下降,

AAA样本企业资产质量仍优于AA+样本企业。2022年,样本企业平均拨备覆盖率较2021年有所提升,AAA和AA+样本企业平均拨备覆盖率均较2021年有不同程度的提升,样本企业拨备计提充足(见表6)。

2023年9月末,样本企业流动比率有所提升,但由于新发债券久期偏短,需关注融资租赁公司的流动性管理情况。

流动性方面,截至2023年9月末,样本企业平均流动性比率92.15%,较上年末略有提升,AAA和AA+样本企业平均流动性比率较上年末均有不同程度的提高,AA+样本企业的流动性比率高于AAA样本企业(见表7)。需要关注的是,产业类融资租赁公司,特别是能源、飞机等产业的,由于项目周期长,资产期限长,流动比率处于较低水平,且新发债券偏短期,与资产存在一定的错配,需关注其流动性管理情况。

四、融资租赁公司2024年展望

展望2024年,经济复苏进程延续,融资租赁公司

表5 样本企业盈利指标

项目	2022年1-9月			2023年1-9月		
	全体	AAA	AA+	全体	AAA	AA+
平均营业总收入(亿元)	26.11	35.73	10.26	27.40	37.06	10.47
平均拨备前利润(亿元)	10.11	13.91	3.64	10.33	13.98	4.12
平均净利润(亿元)	6.33	8.83	2.07	6.64	9.02	2.57
平均总资产收入率(%)	5.12	4.66	6.03	5.07	4.47	6.05
净资产收益率(%)	6.68	7.02	5.97	6.44	6.43	6.45

注: 1. 拨备前利润=利润总额+各类减值损失; 2. 总资产收入率=营业总收入/平均总资产; 3. 收益率相关指标未年化; 4. 剔除异常值和缺失值
资料来源: Wind, 联合资信整理

表6 样本企业资产质量指标

项目	2021年			2022年		
	全体	AAA	AA+	全体	AAA	AA+
平均不良率(%)	1.20	0.89	1.73	1.02	0.88	1.27
平均拨备覆盖率(%)	214.66	213.18	217.38	251.15	253.37	246.90

注: 样本剔除缺失值和异常值后测算
资料来源: Wind, 联合资信整理



总体将缓慢发展，租赁资产质量持续承压，流动性压力仍在；融资租赁公司业务转型压力加大，应着力于提升自身专业水平，增加可持续经营能力。

近年来监管政策逐步引导融资租赁公司回归本源，专注主业，提高服务实体经济的能力；同时规范地方金融组织及其活动，防范、化解与处置金融风险，限制融资租赁公司违规向政府融资平台提供融资。虽然融资租赁公司不是银保监办发〔2022〕12号文和金规8号文的直接发文对象，但未来监管趋势趋同。现阶段，融资租赁公司业务模式仍以具有信贷业务特征的售后回租为主，并且城投业务占据一定规模，存在违规新增隐债的风险和租赁物难以处置的问题，融资租赁公司城投业务的新增及存量资产的质量受政策影响的可能性大。未来融资租赁公司将向服务实体经济转型发展，随着监管政策的逐步引导和行业竞争的加剧，对融资

租赁公司的人员配备、专业能力积累和风控水平提出了更高的要求。

2023年，经济复苏有所加快但弱复苏的格局未发生根本改变，展望2024年，在政策呵护及内生动力逐步修复的推动下，经济复苏进程延续。我们预计2024年融资租赁行业总体将缓慢发展。行业分化趋势将继续，头部融资租赁公司经过多年的经营，已形成了较大的业务规模，资本实力较强，并且在深耕的领域具有较强的专业能力和丰富的业务资源，风险识别能力以及损失吸收能力较强，融资渠道较丰富且融资成本较低，相较于低级别的融资租赁公司，具有更强的竞争能力。

融资租赁公司中小企业客户较多，抗风险能力较小，租赁资产质量持续承压。另外考虑到融资租赁公司城投业务具有一定规模且城投客户资质相对下沉，仍需警惕尾部区域城投信用风险的释放，城投业务资产质量仍承压。

融资租赁公司2024年和2025年到期信用债占比高，未来债券兑付压力增加。本文还观察了样本企业“一年内到期的租赁资产/短期债务”指标，2022年末，样本企业平均一年内到期的租赁资产/短期债务为80.12%，一年内到期的租赁资产对短期债务的覆盖程度一般。整体看，融资租赁公司流动性压力较大。此外，租赁融资需求较大的行业中，房地产及建筑类企业的偿债压力短期难以有效缓解，城投的非标违约风险加大，加之监管加强对涉政府隐债的合规审查，预计未来展期、违约的可能性增加，若融资租赁公司资产端回收不及预期，加之负债端结构偏短，融资租赁公司流动性风险将进一步加大。■

表7 样本企业流动性指标

项目	2022年			2023年9月		
	全体	AAA	AA+	全体	AAA	AA+
流动比率 (%)	89.41	88.47	91.03	92.15	91.04	94.04

资料来源: Wind, 联合资信整理

2023年保险行业分析及2024年展望

文 | 联合资信 谢冰姝 许国号 马默坤 刘敏哲



有效计量,引导保险公司回归保障本源,同时《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的实施有利于中小保险公司偿付能力充足率水平的提升,有利于其更好参与市场竞争及行业稳健均衡发展,保险公司偿付能力充足率预计会保持在合理区间。此外,首单保险公司无固定期限资本债券已于2023年11月7日成功发行,保险公司资本补充渠道得到进一步拓宽。

二、监管政策主要动向及对行业的影响

一、2023年保险行业发展回顾

2023年以来,在预定利率调整预期及居民购买储蓄型险种需求上升的背景下,人身险业务保费收入实现较好增长,同时国内新车销量快速增长拉动财产险业务收入提升,保险行业整体保费收入规模同比大幅回升。从行业竞争来看,我国保险行业监管制度体系不断完善,监管机构对于保险公司的规范经营与治理的要求不断提升;此外,当前投资压力较大的市场环境对保险公司的稳定投资能力提出更高要求。从保险资金运用方面看,在目前低利率市场环境以及优质资产项目稀缺的背景下,资产配置压力及风险管控挑战有所加大,未来资本市场或将持续震荡,险企未来投资收益实现仍面临一定压力。

2023年以来,保险业偿付能力水平较上年有所下降。截至2023年9月末,我国保险公司的平均综合偿付能力充足率及平均核心偿付能力充足率分别为194%和126%。长期来看,规则下,保险公司资本将更加科学、

2023年,金融风险防控力度持续加大、保险行业规范及促发展制度持续推行,为保险行业的健康发展夯实制度基础,保险行业监管制度体系不断完善,监管机构继续保持审慎的监管态度,对于违法违规行为给予坚决处罚,持续净化市场环境。

2023年,随着国家金融监督管理总局(以下简称“金融监管总局”)正式揭牌成立,在原银保监会职责的基础上,将金融消费者保护职责、投资者保护职责等一并纳入金融监管总局统一管理,以落实服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革为主要目标,政策逐步由全方位从严管理方向转向防风险与促发展齐头并进的方向。同时,随着各项保险监管政策相继出台,保险行业监管制度体系持续完善并持续推动国内保险行业高质量发展。

在防控金融风险方面,明确归口管理要求,明确了数据质量责任,对监管统计管理机构归口管理部门职责作出界定,列明各相关主体责任边界;同时,在保持综合偿付能力充足率100%和核心偿付能力充足率

50%监管标准不变的基础上,根据保险公司资产规模的不同差异化调节最低资本,并提高剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例,鼓励保险公司发展长期保障型产品,降低投资于沪深300股票、科创普通股票、未穿透的REITS的风险因子系数,为资本市场平稳健康发展形成有效支撑,并推动保险行业稳健经营及高质量发展。

在完善制度建设的同时,2023年以来,金融监管总局等监管机构继续保持审慎的监管态度,对于违法违规行给予坚决处罚,持续净化市场环境。在公司治理层面,银保监会持续强化治理保险机构违规关联交易进行利益输送等问题,同时强调监管底线,以实现银行保险机构持续健康发展。

三、行业竞争情况

2023年以来,保险公司市场格局变化不大,头部险企依托于在产品体系、销售渠道、品牌影响力、稳定的投资能力等方面的绝对优势,在监管体系逐步完善及资本市场较大波动的背景下仍保持相对稳定的市场份额,头部效应较为明显。

根据国家金融监督管理总局公布的《保险机构法人名单》所显示信息,截至2023年9月末已经在国家金融监督管理总局注册并且有相关信息公开的正规保险机构一共有240家。从经营数据来看,2023年1—9月,我国保险业实现原保险保费收入4.25万亿元,同比增长10.98%;其中人身险公司实现原保险保费收入3.21万亿元,财产险公司实现原保险保费收入1.04万亿元;2023年9月末,我国保险公司总资产29.59万亿元,较2022年末增加2.44万亿元,增幅9.00%;其中财产险公司总资产2.85万亿元,较2022年末增长6.56%;人身险公司总资产25.44万亿元,较2022年末增长8.85%。

随着我国保险行业监管制度体系不断完善,监管政策对于保险公司的规范经营与治理的要求不断提升,同时当前市场环境对保险公司的稳定投资能力提出更高要求。部分头部险企依托于在产品体系、销售渠道、品牌影响力、稳定的投资能力等方面的绝对优势,在监管体系逐步完善及资本市场较大波动的背景下仍保持相对稳定的市场份额。2023年以来,人身险与财产险市场竞争格局变化不大,市场集中度仍处于较高水平,头部险企排名相对稳定(见表1和表2)。

表1 人身险公司原保险保费收入市场集中度

排名	2020年		2021年		2022年		2023年9月末	
	公司	占比 (%)	公司	占比 (%)	公司	占比 (%)	公司	占比 (%)
1	中国人寿	19.33	中国人寿	19.80	中国人寿	19.17	中国人寿	19.20
2	平安人寿	15.03	平安人寿	14.64	平安人寿	13.69	平安人寿	12.69
3	太保人寿	6.58	太保人寿	6.71	太保人寿	6.93	太保人寿	6.79
4	新华人寿	5.04	新华人寿	5.24	泰康人寿	5.17	泰康人寿	5.35
5	太平人寿	4.56	泰康人寿	4.95	新华人寿	5.08	新华人寿	4.74
6	泰康人寿	4.54	太平人寿	4.76	太平人寿	4.80	太平人寿	4.56
7	人保寿险	3.04	人保寿险	3.10	人保寿险	2.89	中邮人寿	3.46
8	中邮人寿	2.59	中邮人寿	2.75	中邮人寿	2.85	人保寿险	3.03
9	前海人寿	2.47	前海人寿	2.30	阳光人寿	2.13	阳光人寿	2.00
10	富德生命	2.02	阳光人寿	1.95	百年人寿	1.65	友邦人寿	1.70
	合计	65.20	合计	66.20	合计	64.36	合计	63.53

数据来源: Wind、金融监管总局及保险行业协会网站,联合资信整理

四、保险公司经营分析

保险业务

人身险方面，2023年以来，在预定利率调整预期及居民购买储蓄型险种需求上升的背景下，人身险业务保费收入实现较好增长，随着高预定利率产品的陆续停售，需关注未来人身险业务保费收入变动情况，同时“报行合一”要求对人身险公司银保业务保费收入影响及对市场竞争情况影响需保持关注；人身险公司保费收入增长主要靠寿险业务拉动，万能险业务规模有所回升，投连险业务规模持续收缩。

2023年以来，得益于市场对预定利率调整的预期，市场对寿险产品需求得到一定程度的集中释放；同时，在资本市场波动、利率持续下行的背景下，居民购买储蓄型保险产品需求有所上升，在上述因素叠加影响下，2023年前两个季度人身险业务原保费收入增速较去年同期大幅提升；三季度以来，随着高预定利率产品的陆续停售，人身险原保险保费收入增速有所下降，需关注未来人身险业务保费收入变动情况。另一方面，2023年8月以来，为进一步规范银行代理渠道业务，监管在人身险公司银保渠道施行“报行合一”要求，要求

保险产品佣金等实际费用与备案材料保持一致，部分保险公司在施行上述要求的过程中，暂停了银保新单业务的开展；同时，在“报行合一”要求下，银保渠道费用下降可能会影响相关业务开展积极性，上述要求对人身险公司银保业务保费收入影响及对市场竞争情况影响需保持关注。2023年1—9月，实现人身险原保险保费收入32115亿元，同比增长12.04%，增速较去年同期增长8.68个百分点（见图1）。

从人身险公司保费收入结构来看，2023年以来，居民储蓄意愿增长而消费意愿持续减弱，故对储蓄类



表2 财产险公司原保险保费收入市场集中度

排名	2020年		2021年		2022年		2023年9月末	
	公司	占比 (%)	公司	占比 (%)	公司	占比 (%)	公司	占比 (%)
1	人保财险	31.80	人保财险	32.79	人保财险	32.65	人保财险	33.19
2	平安财险	21.04	平安财险	19.75	平安财险	20.05	平安财险	18.25
3	太保财险	10.90	太保财险	11.19	太保财险	11.49	太保财险	11.97
4	国寿财险	6.36	国寿财险	6.69	国寿财险	6.60	国寿财险	6.50
5	中华联合财险	3.88	中华联合财险	4.07	中华联合财险	4.06	中华联合财险	4.32
6	大地财险	3.52	大地财险	3.16	大地财险	3.10	阳光财产	2.71
7	阳光财产	2.75	阳光财产	2.96	阳光财产	2.72	大地财险	2.35
8	太平财险	2.07	太平财险	2.01	太平财险	1.90	太平财险	1.91
9	众安在线	1.23	众安在线	1.50	众安在线	1.61	众安在线	1.86
10	华安财险	1.09	华安财险	1.14	华安财险	1.10	华安财险	1.09
	合计	84.92	合计	85.25	合计	85.29	合计	84.14

数据来源：Wind、金融监管总局、保险行业协会网站、各保险公司2023年三季度偿付能力报告及财务报表，联合资信整理

寿险产品需求持续提升,对医疗、重疾等消费型险种产品需求走弱。2023年前三季度,寿险和健康险业务收入分别占人身险公司原保险保费收入的78.86%和19.92%,寿险业务原保险保费收入占比较之前年度持续提升,健康险业务原保险保费收入占比较去年同期有所下滑,意外险原保险保费收入占比保持在较低水平(见图2)。

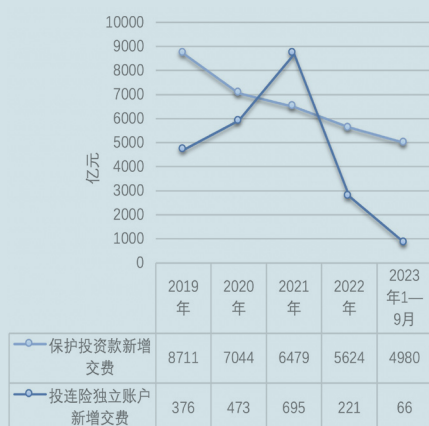
2023年以来,在万能险演示利率调整及后续保底利率下调预期的影响下,万能险产品需求也得到一定释放,而风险较高的投连险业务规模持续大幅下滑。

图2 人身险公司保费收入结构情况图



数据来源:金融监管总结网站,联合资信整理

图3 人身险公司投资款新增交费占比分布情况

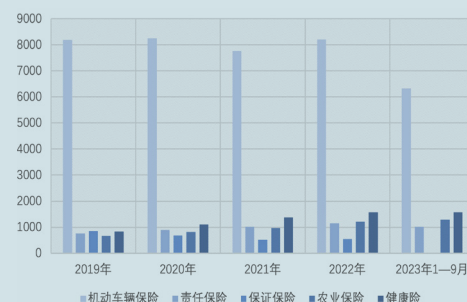


数据来源:金融监管总局网站,联合资信整理

2023年1—9月,人身险公司保户投资款新增缴费4980亿元,同比增长7.38%;投连险独立账户新增缴费66亿元,同比减少65.08%(见图3)。

财产险方面,2023年以来,在国内新车销量快速增长的带动下,财产险保费收入增速较快;短期健康险、农业保险等非车险险种保费收入亦快速增长,对财产险公司保费收入规模的贡献度持续提升。财产险公司保费收入仍主要靠车险业务收入拉动,汽车销量的持续增长为车险业务拓展提供了较好的基础。2023年以来,中国汽车销售量延续增长态势,新能源汽车产销规模的扩大成为拉动行业增长的主要因素。另一方面,随着政策利好以及公众保险意识提升,责任险与健康险保费收入持续增长,非车险业务对财产险公司原保险保费收入的贡献度持续提升,多元化产品策略为财产险公司业务拓展开辟新的发展空间。2023年前三季度,财产险原保险保费收入10412亿元,同比增长7.85%;其中财产险公司实现机动车辆保险原保险保费收入6335亿元,保费收入较去年同期增长5.76%,占原保险保费收入的51.17%,仍为财产险公司最主要的险种,但占原保险保费收入的比重持续降低;健康险保费收入占比为12.71%,为财产险公司的第二大险种;农业保险对保费收入贡献度持续增长(见图4)。

图4 财产险公司保费收入结构情况图(单位:亿元)



数据来源:金融监管总结网站,联合资信整理

投资业务

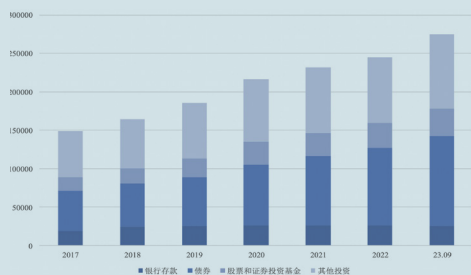
2023年以来，保险行业资金运用余额保持增长，投资资产结构相对稳定，固定收益类资产仍为投资配置主力；在目前低利率市场环境以及优质资产项目稀缺的背景下，险企资产配置压力及风险管控挑战有所加大，中小保险公司在市场持续震荡的背景下资产配置压力增加较明显；受保险公司投资资产配置管理逐步加强、资本市场回暖影响，行业综合投资收益率水平较去年同期有所回升，但考虑到目前处于低利率的环境，资本市场或将持续震荡，险企未来投资收益实现仍面临一定压力。

在保费收入持续增长的推动下，保险业资金运用余额保持逐年增长趋势；投资资产结构变化不大，固定收益类资产保持险资配置的主力（见图5）。债券投资方面，2023年以来，债券投资在总资产中的占比在维持在42%左右，规模及占比呈稳中有升趋势，固定收益类资产仍为险资配置主力。股票和证券投资基金的配置方面，2023年前三季度，我国权益市场持续震荡，监管出台政策积极引导长期保险资金入市、支持资本市场平稳健康发展，股票和证券投资基金

金规模有所增长，占比略有下降。保险公司其他投资以非标为主，另包括不动产、权益类理财、非上市股权等，2023年以来另类投资占比小幅增长。2023年9月，金融监管总局出台《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》规定，释放了保险公司权益投资空间，未来保险资金将进一步向科创及战略新兴产业倾斜，更好服务实体经济，发挥保险资金长期、稳定、规模大的优势。

2023年以来，随着经济社会全面恢复常态化运行，市场需求逐步恢复、生产供给持续增加、消费和服务业加快修复、就业物价总体稳定，经济运行整体回升向好；同时，我国加大稳健的货币政策实施力度，加强逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。但另一方面，国际政治经济形势复杂严峻，发达经济体快速加息的累积效应继续显现，全球经济复苏动能减弱，国内经济运行面临需求不足、部分领域面临风险隐患等挑战，煤炭、房地产、城投平台等投资领域的信用分层愈发明显，保险资金配置压力仍不断增加；2023年前三季度，保险行业财务收益率年化¹2.92%，同比下降0.55个百分点；综合收益率年化²3.28%，同比增长1.72个百分点。此外，值得注意的是，中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力增加较明显，同时由于保险业务转型、偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限，与头部险企的投资绩效差异趋于明显；考虑到目前资本市场整体处于低利率的环境，市场波动尚存在不确定性，未来险企投资收益实现面临一定压力。

图5 保险公司投资资产结构图 (单位: 亿元)



数据来源：金融监管总局网站，联合资信整理

盈利表现

2023年前三季度，我国人身险及财产险公司净利

¹ 财务收益率年化 = (期末累计实现财务收益 / 平均资金运用余额) / x * 4, x 为当前季度。

² 综合收益率年化 = (期末累计实现综合收益 / 平均资金运用余额) / x * 4, x 为当前季度。

润同比均有所下降,同时有多家保险公司仍呈亏损状态;行业的主要利润实现仍集中于大型保险公司,中小保险公司盈利持续承压。2023年1—9月,从已披露三季度偿付能力报告的76家人身险公司数据来看,共计实现净利润1212.1亿元,较上年同期下降2.25%,其中,35家人身险公司亏损共计216.41亿元,亏损规模较上年同期有所增长,其余41家公司盈利共计1437.31亿元;在盈利的人身险公司中,净利润同比负增长的公司合计14家;其中中国人寿净利润降幅最大,下降191.31亿元;平安人寿实现净利润增长630.25亿元,增长规模最大;同时平安人寿、中国人寿、太保人寿、新华人寿、泰康人寿和太平人寿合计实现净利润1242.15亿元,超过人身险公司总利润。财产险公司方面,已披露三季度偿付能力报告的85家财产险公司共实现净利润441.69亿元,较上年同期下降77.13亿元,降幅为14.87%,其中52家财险公司实现盈利共计470.57亿元,33家财险公司共计亏损29.30亿元;人保财险、平安财险和太保财险三家头部财险公司上半年实现净利润共计369.20亿元,同比下降15.56%,占全行业净利润的83.59%。2023年前三季度,人身险和财产险行业的分化效应不断凸显,头部险企市场份额稳固且行业利润占比较高,未来一段时间内行业分化效应仍将持续;同时,目前经济发展不确定因素仍较多,资本市场或将持续震荡,保险行业盈利实现仍面临一定压力。

偿付能力分析

2023年以来,在规则II实施叠加资本市场波动、业务规模持续增长的情况下,我国保险业偿付能力水平仍呈下降态势,但偿付能力相关指标仍远高于偿付能力充足率的监管红线;部分保险公司偿付能力数据已不达标,且多数为中小保险公司,《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的实施有利于中小保险公司偿付能力充足率水平的提升,有利于其更好参与市场竞争及行业稳健均衡发展。

从各类保险公司偿付能力数据来看,2023年以来保险公司偿付能力充足率持续下降,受业务结构的影响,财产险及再保险公司整体偿付能力保持充足水平;人身险公司偿付能力充足率水平低于财产险及再保险公司。根据金融监管总局披露数据,截至2023年9月末,我国保险公司的平均综合偿付能力充足率及平均核心偿付能力充足率分别为194%和126%(见表3),较上年末均有所下降。针对部分受规则II影响较大的保险公司,监管机构根据实际情况确定过渡期政策,允许在部分监管规则上分步到位,最晚于2025年起全面执行到位,规则II更加科学、有效计量保险公司资本,引导保险公司加强内部管理,回归保障本源。

部分人身险及财产险公司偿付能力数据已不达标,偿付能力未达标的多数为中小保险公司,未来面临较大资本补充压力。从行业整体风险评级结果来看,2023年二季度末纳入风险评级的保险公司总数共家,55家保险公司风险综合评级被评为A类,104家被评为B类,15家被评为C类,12家被评为D类。

2023年9月,金融监管总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》规定,体现了国家对中小保险公司业务开展、稳健经营的支持,有利于中小保险公司更好参与市场竞争,有利于保险行业稳健均衡发展。得益于此,2023年三季度保险公司偿付能力指标均有所回升。

五、保险公司资本补充债券发行情况及信用水平

2023年以来新发行资本补充债券规模远超上年,新发行资本补充债主体以存续债券险企为主,首单保险公司无固定期限资本债券成功发行,同时考虑到规则II下部分保险公司核心偿付能力充足率指标面临一定补充压力,未来保险公司无固定期限资本债券发行规模有望得到提升;新增首次公开发债险企外部信用评级高,行业发债企业整体信用状况较好,2024年保险行业

资本补充债券集中兑付规模仍较大，部分主体已出现评级下调、延期或终止评级情况，需对相关保险公司信用水平及资本补充债券还本付息情况保持关注。

2023年以来，保险公司资本补充债券发行规模远超上年。一方面，从发债成本来看，在市场利率下行背景下，保险公司发债成本较上年同期大幅走低，一定程度上提升了保险公司发行债券意愿；另一方面，规则II的影响下，我国保险业整体偿付能力水平下降，加之2023年保险行业资本补充债券迎来集中兑付期，保险公司新发行资本补充债券需求加大，使得当年发债规模较上年大幅上升。此外，2023年11月，泰康人寿保险有限责任公司成功发行50亿元无固定期限资本债券，保险行业首单获批发行的无固定期限资本债券落地。同时考虑到规则II下部分保险公司核心偿付能力充足率指标面临一定补充压力，未来保险公司无固定期限资本债券发行规模有望得到提升。

2023年以来，多家保险公司通过增资扩股等方式补充资本。此外，从债券到期期限来看，2023年共有10只保险公司资本补充债券到第5年行权日，债券规模共605亿元，2023年保险行业资本补充债券迎来集中兑付期。截至2023年9月末，共有8只债券合计525亿元资本

补充债券已完成赎回，由于赎回规模较大，截至2023年9月末，我国存量资本补充债券85只，存量规模为2987.50亿元，较上年末有所下降（见图6）。此外，2024年共有9只合计566.50亿元资本补充债券到第5年行权日，预计2024年保险行业资本补充债券兑付规模仍较大，值得注意的是，部分主体已出现评级下调、延期或终止评级情况，需对相关保险公司信用水平及资本补充债券还本付息情况保持关注。

从发债保险公司主体级别来看，截至2023年9月末，我国市场上存续资本补充债的保险公司共有51家，



表3 2023年保险行业偿付能力状况表 (季度)

	公司类型	第一季度	第二季度	第三季度
综合偿付能力充足率 (%)	保险公司	190.3	188.0	194
	财产险公司	227.1	224.6	232
	人身险公司	180.9	178.7	184.1
	再保险公司	277.7	275.2	278.3
核心偿付能力充足 (%)	保险公司	125.7	122.7	126
	财产险公司	196.6	193.7	200
	人身险公司	109.7	106.5	108.6
	再保险公司	240.9	239.3	242.3
风险综合评级 (家)	A类公司	53	55	--
	B类公司	105	104	--
	C类公司	16	15	--
	D类公司	11	12	--

数据来源：金融监管总局网站，联合资信整理



其中AAA级别33家、AA+级别4家、AA级别7家、AA-级别1家, 2家延迟披露评级结果, 4家已终止评级(见图7)。整体来看, 保险公司高级别发债主体占比较高, 且2023年以来新发行资本补充债主体以存续债券险企为主, 新增首次公开发债险企外部信用级别高, 我国保险行业发债主体信用水平整体较好。

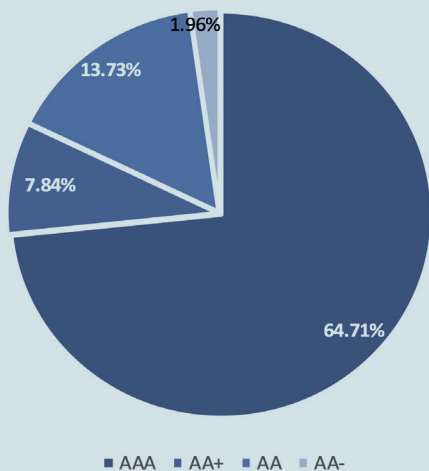
从信用等级变化看, 2023年以来, 百年人寿保险股份有限公司、长安责任保险股份有限公司、幸福人寿保险股份有限公司以及民生人寿保险股份有限公司主体及债项级别被下调, 部分保险公司被延迟或终止评级。

中英人寿保险有限公司主体及债项级别上调, 主要系其中外双方股东支持意愿明显提升、保持盈利及偿付能力在中外合资寿险公司中处于领先水平等正面因素对公司整体经营及信用水平的支撑作用。其他保险公司信用等级未发生调整, 整体行业信用水平保持稳定。

六、展望

展望未来, 保险行业整体业务结构将持续优化, 人身险公司的业务结构转型持续推进, 未来社会养老产业或将迎来持续向好发展; 随着以市场为导向、以风险为基础的车险条款费率形成机制完善健全, 未来车险业务有望保持高质量发展, 同时农险、健康险等非车险业务为财产险公司业务拓展开辟新的发展空间, 推动财产险公司保费收入保持较好增长态势。规则II下, 保险公司资本将更加科学、有效计量, 引导保险公司回归保障本源, 同时《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的实施有利于中小保险公司偿付能力充足率水平的提升, 有利于其更好参与市场竞争及行业稳健均衡发展, 保险公司偿付能力充足率预计会保持在合理区间。整体看, 我国保险行业整体信用风险可控, 展望未来一段时间内, 行业信用水平保持稳定。 

图7 截至2023年9月末发债保险公司主体级别分布



数据来源: 中国货币网, 联合资信整理

蓄势待发、前景可期

——智能驾驶产业链发展情况简析

文 | 联合资信 丁媛香 李成帅 孙长征

一、智能驾驶技术及产业概况

经过多年积累，目前智能驾驶正处于由辅助驾驶向无人驾驶发展的过渡阶段；智能驾驶的发展需要上游多个领域配套的跟进，具有很强的产业带动作用。

智能驾驶的基本情况介绍

智能驾驶（又称“自动驾驶”）是指通过对汽车配置传感、控制、执行等软硬件设施，使得汽车可以感知道路环境信息，并根据相关信息控制汽车的运行方向和速度，从而使车辆安全、可靠地行驶到预定地点的功能体系。人类对智能驾驶技术的研究迄今已有近70年的历史，智能驾驶由实验室走向产业化，技术进步的重点由对人类驾驶员提供越来越多的辅助，发展到在更多操作上取代人类驾驶员，乃至逐步实现“无人驾驶”。为准确描述车辆的自动驾驶能力，汽车行业普遍按照国际汽车工程师协会（SAE）所提出标准，将自动驾驶划分为六个等级（L0至L5）；2021年8月，中国汽车标准化技术委员会发布了《汽车驾驶自动化分级》，该标准与SAE标准基本一致。

L2级以下的智能驾驶通常被称为ADAS（高级驾驶辅助系统），其特点是，系统只在特定场景下对驾驶员提供协助，车辆行驶决策权在驾驶员，驾驶员需承担所有的责任与后果；在L4和L5级的智能驾驶中，系统主导

驾驶行为，责任主体为汽车生产或智能驾驶服务商。L3级是技术发展的必经阶段，由于该级别的智能驾驶只能在特定条件下代替人，并且在系统失效时需要人及时接管车辆，在实际应用中的可操作性及责任界定问题存在较大争议。

根据工信部数据，2020年以来，中国乘用车智能驾驶L2级及以上渗透率快速上升，其中，2021年约为20.0%，同比提高约5.0个百分点；2023年7月约为37.0%，同比提高约8.8个百分点。汽车的智能化由多种电子器件完成，其功能扩展伴随着电耗的增加，近年来汽车的电动化转型中，单车平均带电量的增加对智能化提供了支持。目前常见的L2级自动驾驶普遍具有自适应巡航、车道保持、自动刹车辅助和自动泊车四大类基本功能，主流车企均已导入了L2级的辅助驾驶产品，行业技术研发的主流已聚焦于L3及以上级别的功能。

智能驾驶从L2向L3的跃升，意味着驾驶权从“人”过渡到“车”，属于重要分水岭，从技术层面看，首先需要驾驶系统算法（决策能力）的突破，其次需要系统感知能力的提升。2022年以来，更高级的人工智能算法和深度学习技术被应用于智能驾驶系统，核心算法取得突破，行业步入城市NOA¹时代；同时，越来越多的车型引入4D毫米波雷达或激光雷达、高清摄像头等部件，系统感知能力得以明显提升。目前，从厂家所介绍功能看，普遍认为特斯拉全系产品，以及小鹏P7、长安Uni-T、问

¹ 领航辅助，Navigate on Autopilot。

界M7、蔚来ES8等产品在感知能力、算力等方面已经可以满足L3级自动驾驶的需要（因法律许可等问题，多数车企在正式场合尚不能使用“L3”进行宣传）。

从法律层面，L3级自动驾驶的落地，需要政府部门出台相关规定，开放车辆的路权许可并厘清驾驶人、主机厂等各方的责任边界。2022年7月，深圳市出台地方法规，放开L3级以上自动驾驶汽车路权，限于当前技术条件，该法规规定发生事故时责任仍由驾驶员承担，大大降低了车企的顾虑。从相关人员的表态看，工信部正在积极推动智能网联汽车准入和上路通行试点。未来，随着相关政策的逐步放开，国内L3级自动驾驶的研发、试验和推广有望加速。

智能驾驶产业链基本情况

汽车智能驾驶功能的实现，可以简要归结为感知层、决策层和执行层三大部分的配合，三个部分分别相当于人类的眼、脑和四肢。其中，感知层负责感知周围环境并进行识别、分析，探测的精度、广度与速度是影

响系统安全性的重要因素，该部分的核心为毫米波雷达、摄像头、激光雷达等传感器件。决策层负责路径规划和导航等，主要载体为域控制器²，其功能的实现依赖于主控芯片、软件操作系统和应用算法等多层次软硬件的结合。执行层通过线控装置取代人类的手和脚来执行刹车、加减速和转向操作，主要包括线控制动系统、线控转向系统等。

智能驾驶产业链的下游环节为整车企业，中游环节主要为向汽车厂家供应集成类部件的企业（tier1），上游主要为基础元器件厂家。按上述划分模式，智驾领域产业链概况如表1所示。

根据乘用车市场信息联席会数据，2021年和2022年，中国智能驾驶硬件市场规模分别约为104亿元和337亿元，根据部分市场研究机构预测，2025年，中国智能驾驶硬件市场规模有望超1200亿元。

在前述主要中游产品中，国内企业在车载摄像头、激光雷达、域控制器及功能集成、软件算法领域已具备较强的竞争力；国外企业在毫米波雷达、线控制动和线

表1 智能驾驶产业链基本组成

项目	中游产品	中游主要供应商	上游核心元器件（及主要供应商）
感知层	毫米波雷达	博世、大陆、安波福、维宁尔、经纬恒润、威孚高科、联合光电、世运电路、胜宏科技、沪电股份、深南电路、隼眼科技、保隆科技等	射频MMIC芯片（NXP、英飞凌、意法半导体、瑞萨电子、得捷电子等）、高频PCB（生益电子、沪电股份、松下、ROGERS等）
	摄像头	舜宇光学、联创电子、欧菲光、德赛西威、豪恩汽电、麦格纳、大陆、采埃孚、松下、索尼、法雷奥、德尔福、海康威视、大华股份等	光学镜片（舜宇光学、大立光等）、滤光片（水晶光电、欧菲光等）、CMOS图片传感器（韦尔股份、豪威科技等）等
	激光雷达	禾赛科技、图达通、速腾聚创、Luminar览沃科技、Velodyne Lidar、Aeva等	激光器（美国IPG、德国通快、大族激光、华工科技等）、FPGA（AMD、Intel等）、模拟芯片（德州仪器、亚德诺、英飞凌等）等
决策层	域控制器及功能集成	德赛西威、华为、经纬恒润、毫末智行、福瑞泰克、佑驾创新、纵目科技、超星未来、易航智能等	主控芯片（mobileye、高通、英伟达、地平线、黑芝麻、华为、恩智浦、英飞凌、瑞萨等）；底层操作系统及中间层软件（未动科技、纽劦科技、中科创达、东软瑞驰以及映驰科技等）
	软件算法	华为、商汤、文远知行、天瞳威视、魔视智能、虹软科技、仙途智能、中科创达、禾多科技、觉非科技、流马锐驰等；车企自研（如特斯拉、蔚来、小鹏）	
执行层	线控制动	博世、大陆、采埃孚、日立、爱德克斯、布雷博、伯特利、亚太股份、同驭汽车、格陆博等	ECU（英飞凌、意法半导体等）、制动电机、制动器、传感器等
	线控转向	德尔股份、世宝股份、kayaba、博世、拿森科技、耐世特、捷太格特等	ECU（英飞凌、意法半导体等）、电动机、扭矩传感器、车速传感器等

资料来源：公开信息，联合资信整理

² 为避免传统汽车分布式架构所存在的布线复杂、算力浪费、协同困难等弊端，主流的智能汽车基于功能对动力、底盘、座舱、自动驾驶、车身五大区域分设域控制器。

控转向产品领域居于主导地位,而随着国内企业竞争力的提升,国产替代正在逐步进行;但在各类部件涉及的上游核心元器件(主要是各类芯片)领域,国内企业仍较为薄弱,中高端产品主要依靠进口,对产业链稳定性产生不利影响。

二、智能驾驶相关整车企业情况

相关主要车企销售表现

2023年以来,以智能化作为重要卖点的车企市场表现较好,销量增速总体高于新能源汽车市场总体增速。

智能驾驶技术经过多年的积累,在2022年之后发展速度明显提高。目前,L2及以上等级智能驾驶在新能源汽车中的渗透率,大幅高于其在燃油汽车中的渗透率。同时,新能源车企之间的竞争围绕续航能力、价格、智能化水平等多个维度开展,不同的企业现阶段对自动驾驶的重视程度、投入有所差异。本部分选取在智能驾驶领域投入较大,以智能化作为产品重要卖点的部分新能源车企进行分析。

2023年1—9月,中国新能源汽车销量为627.8万辆,同比增长37.5%。从前述8家企业的情况看,2023年前三季度,8家企业中,蔚来汽车交付量同比增幅与新能源汽车总体增速接近,广汽埃安、理想汽车、极氪汽车、岚图汽车和特斯拉上海工厂等5家企业交付量的同

比增幅明显高于新能源汽车总销量增幅。小鹏汽车、合众汽车交付量同比下降,主要系自身产品周期、产品定位调整等因素影响所致,但该两家企业9月份销量环比已出现增长(见表2)。以智能化作为重要产品卖点的新能源汽车企业,销售情况明显好于新能源汽车行业总体情况,值得注意的是,广汽埃安、极氪汽车和岚图汽车分别作为传统汽车集团(广汽、吉利和东风)的子公司,其良好的增长态势反映了传统车企对“电动+智能化”转型的重视和取得的进展。

样本企业盈利情况

2022年及2023年上半年,造车新势力企业的业绩表现差异较大,部分企业毛利率低、期间费用对利润侵蚀大,仍处于亏损状态,而个别企业因规模扩张,固定性成本、费用被有效摊低,已处于扭亏的临界点。

为便于数据获取,本部分仅以前述8家企业中的4家上市公司为分析对象。其中,特斯拉是全球新能源汽车行业的龙头,而“蔚小理”(蔚来、理想和小鹏)是中国“造车新势力”乃至智能电动汽车行业的代表性企业。

特斯拉作为全球新能源汽车的标杆企业,自2017年第三季度起推出大众化中型轿车(Model 3)并加大力度发展全球领先的自动驾驶平台(FSD),自2019年第三季度起实现单季盈利,并自2020年(成立的第18年)起持续实现年度盈利。近年来,特斯拉的收入、利

表2 2023年9月部分新能源车企销量(单位:万辆,%)

车企	2023年9月	9月份同比	9月份环比	2023年1—9月	累计同比(%)
特斯拉中国	7.41	-10.90	-11.98	69.89	44.67
广汽埃安	5.16	71.89	14.58	35.10	92.51
理想汽车	3.61	212.72	3.28	24.42	180.95
蔚来汽车	1.56	43.79	-19.08	11.00	33.43
小鹏汽车	1.53	80.80	11.83	8.14	-17.36
合众汽车	1.32	-26.63	9.15	9.78	-12.07
极氪汽车	1.21	45.64	-2.03	7.90	100.20
岚图汽车	0.50	98.89	24.97	2.76	102.31

资料来源:公开信息,联合资信整理

润均大幅领先于其他新能源车企。2022年及2023年上半年, 特斯拉的收入仍保持高速增长(同比增长率分别为65.33%和45.57%)。2022年, 特斯拉净利润同比增长148.52%; 而因率先发起价格竞争, 2023年上半年其净利润增幅仅为0.70%, 明显落后于收入增幅。

国内三家企业中, 2022年以来, 理想汽车业绩表现最为突出, 因其主要产品既对消费者提供了智能化体验, 又通过“增程式”技术缓解了现阶段人们仍存在的“里程焦虑”, 产销量大幅增长, 摊低了单车固定成本和费用。2022年, 理想汽车营业总收入同比增长67.67%; 2023年上半年, 其营业总收入同比增长159.31%, 并成为“造车新势力”中唯一扭亏的企业。而同样注重产品智能化的蔚来和小鹏, 因尚不能形成规模效应, 业绩表现不佳, 2022年收入同比增幅分别为36.34%和27.95%; 2023年上半年, 因产品周期等原因, 营业总收入分别有不同程度的下降, 净利润仍处于亏损状态, 且亏损规模有所扩大(见表3)。

从毛利率数据来看, 四家企业的毛利率与其销量呈现正相关关系, 2022年及2023年上半年, 特斯拉和理想的毛利率明显高于蔚来和小鹏, 体现了汽车行业的“规模经济”特性; 2023年上半年, 因价格竞争加剧, 特斯拉、蔚来和小鹏的毛利率较上年均有不同程度的下降, 而理想汽车因其销量大幅增长摊薄固定成本, 毛利率不降反升。

规模效应对车企的影响也体现在期间费用的摊薄方面。近年来四家企业均投入大量资金进行智能化等方面的研发, 以研发费用为主的期间费用规模很大。但销售规模大的企业, 期间费用对利润影响较小, 以2023年上半年为例, 特斯拉和理想汽车的期间费用率分别为8.25%和16.94%; 蔚来、小鹏的期间费用率分别高达58.80%和61.49%, 进一步拖累了其业绩表现。受前述因素影响, 近年来特斯拉的ROE始终为正值, 理想汽车2023年上半年扭亏, ROE由负转正; 而蔚来和小鹏仍处于亏损状态, ROE为负值且呈下降趋势(见表4)。

主要企业研发情况

近年来, 相关主要企业的研发方向、技术路线有所差异, 通过大规模研发投入, 均取得了较大的进展, 目前行业整体已具备向L3级自动驾驶过渡的技术准备。

1. 研发成果及方向

特斯拉: 2021年特斯拉首次将BEV+Transformer的算法形式引入到自动驾驶, 开启了以大模型视觉算法为主的自动驾驶时代。根据相关预测, 其FSD V12有望于2023年底落地, V12实现了全AI端到端的驾驶控制, 有效提升自动驾驶算法性能。

小鹏汽车: 2021年和2022年, 小鹏分别推出高速NGP和城市NGP。小鹏通过自研BEV感知技术架构, 进而开发出感知网络XNet, XNet通过将多个摄像头采

表3 2022年及2023年上半年样本车企营业总收入及净利润数据比较³ (单位: 亿元)

企业	2022年		2023年上半年	
	营业总收入	净利润	营业总收入	净利润
特斯拉	5673.50	874.48	3486.88	376.9
蔚来	492.69	-145.59	194.48	-109.26
理想	452.87	-20.12	474.40	32.23
小鹏	268.55	-91.39	90.96	-51.42

资料来源: 公开信息, 联合资信整理

³ 各期的收入、利润、成本费用等数据均已按期末汇率中间价折合为人民币, 下同。

集的数据进行多帧时序前融合, 输出BEV视角下的动态目标物的4D信息(如车辆速度、运动预测等)和静态目标物的3D信息, 利用神经网络实现端到端数据驱动算法迭代, 提升车辆的智能辅助驾驶能力。小鹏有望在2023—2024年实现XNGP(全场景智能辅助驾驶), 并于2025年起向无人驾驶突破。

理想汽车: 理想汽车于2021年推出高速NOA功能, 2023年6月开启城市NOA内测, 计划在12月份将布局范围扩大至全国100个城市。同时, 理想汽车计划2023年底向用户推送AD Max 3.0正式版软件, 提供全场景NOA能力。与小鹏汽车需要高精地图辅助、对车辆AI算力要求较低的NGP不同, 理想汽车NOA不依赖高精地图也不依赖激光雷达, 但对于车辆的AI算力要求较高。理想的AD Max3.0引入大模型AI算法, 融合了静态BEV道路结构感知网络、动态BEV网络和通用障碍物感知Occupancy网络, 能够实现实时感知、决策和规划路线。

蔚来汽车: 蔚来汽车于2020年10月发布基于高精地图的NOP高速领航功能。2023年9月, 蔚来发布国内首个整车全域操作系统天枢SkyOS和首款自研芯片产品“杨戬”, 并宣布增强领航辅助NOP+从高速进入城区, 10月份开始逐步为用户开通心愿路线, 提供全域增强领航辅助驾驶服务。蔚来NT2.0平台相较于NT1.0平台增配激光雷达, 芯片转为算力更高的英伟达Orin, 新增换电站全自动领航泊车、NAD辅助驾驶等功能, 提升自动驾驶体验感及安全性。

除前述四家样本企业外, 近年来华为依靠其在信息技术、芯片等领域的优势, 积极介入智能驾驶领域的研发。2023年4月以来, 华为与赛力斯合作的量产车问界M5、M7先后得以发布, 产品搭载华为ADS2.0高阶智能驾驶系统, 该系统融合感知BEV网络+华为融合感知GOD网络+道路推理网络, 可实现城市NOA功能, 以及接近L3级别的智能驾驶体验。华为是国内唯一一家可实现自动驾驶芯片、大模型训练芯片、软件算法和数据分析算法等全栈自研的企业, 其拥有1.8EFLOPS的学习训练算力, 仅次于特斯拉。

2.研发投入

近年来, 四家样本企业研发费用均持续增长, 充分体现了行业转型期的特点。

特斯拉的研发费用远超3家中国“造车新势力”车企, 但因产销量和收入规模大, 其研发费用占营业收入的比例明显低于三家中国企业, 且始终未超过5%。

三家中国企业研发费用率整体较高, 特别是蔚来和小鹏, 2022年研发费用率在20%左右, 研发费用对利润形成了很大侵蚀(见图1和图2)。

三、供应链分析

各类零部件单车价值量

汽车智能驾驶将产生较大的增量价值需求, 从选取的主要零部件来看, 智能驾驶系统三大组成部分中, 域控制器的单车价值量最高。

表4 2020—2022年及2023年上半年样本汽车企业毛利率、ROE数据比较(单位: %)

企业	2020年		2021年		2022年		2023年上半年	
	毛利率	ROE	毛利率	ROE	毛利率	ROE	毛利率	ROE
特斯拉	21.02	3.24	25.28	18.28	25.60	28.09	18.74	10.20
蔚来	11.52	-20.65	18.88	-30.46	10.44	-61.00	1.28	-75.60
理想	16.38	-0.51	21.33	-0.78	19.41	-4.49	21.11	6.59
小鹏	4.55	-7.93	12.50	-11.54	11.50	-24.76	-1.43	-15.74

资料来源: 公开信息, 联合资信整理

智能驾驶系统主要分为感知、决策和执行三大部分,由此带来的新增零部件主要有传感器(摄像头,各类雷达等)、域控制器和线控制动、线控转向部件等。各部分部件的价值如表5所示。

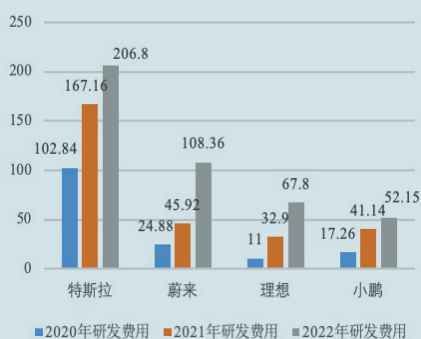
智能驾驶主要部件的应用情况及市场规模

感知层面,毫米波雷达渗透迅速,出货量增速可观;车载摄像头渗透率逐步提高;国内激光雷达市场“后来居上”,渗透率快速提高。决策层面,国内乘用车域控制器发展迅速,但规模仍较小,渗透率较低;执行层面,智能驾驶对制动及转向的灵敏度要求更高,线控制动市场渗透率提升快速,线控转向政策限制解除,未来发展空间大。

从传感器件领域看,2023年1—7月,前视摄像头

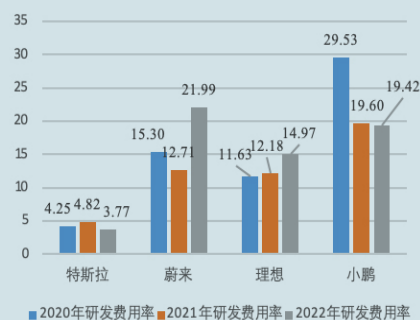
的渗透率为51.7%;2023年上半年,环视摄像头渗透率达到39.6%,超声波雷达由于很早便作为倒车雷达应用于汽车倒车辅助中,因此渗透率达到79.4%,已达到渗透高位;毫米波雷达作为汽车ADAS的核心传感器之一,被广泛应用在高阶自动驾驶功能中,2023年上半年市场渗透率达到20.5%;激光雷达方面,国内自2021年底才开始大规模应用,根据中商产业研究院数据,2022年中国激光雷达市场约为26.4亿元,预计2023年将达到75.9亿元,据《车载前装激光雷达全球发展报告(2022)》预计,全球搭载前装激光雷达的乘用车渗透率将从2021年的0.12%,提升到2027年的1.5%,国内车企激光雷达搭载量的增加,理想L系列、蔚来ET系列等品牌带动的市场增量、增速较为显著,推动国内激光雷达市场快速增长至全球的73%左右,中国区的渗透率

图1 2020—2022年样本企业研发费用数据(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 2020—2022年样本企业研发费用占营业收入的比例(单位:%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

表5 智能驾驶系统各主要环节单车价值量

域控制器	自动驾驶域		动力域	座舱域	车身域	底盘域
	L2级	L3级及以上				
单车价值量	2000元	3000~10000元	6000~10000元	2000元	1500~2000元	1500~2000元
线控	线控制制动		线控转向	线控油门	线控换挡	
单车价值量	2000~2500元		≈5000元	≈3000元	400~500元	
合计	感知层		域控制器(五域)		执行层	
单车价值量	15000~20000元		14000~26000元		8400~11000元	

注:在感知层,目前行业普遍采用的11~12颗摄像头、5颗毫米波雷达、1~3颗激光雷达方案的成本在1.5万元~2万元水平

数据来源:联合资信根据公开资料整理

将接近10%（见表6）。

域控制器层面，根据弗若斯特沙利文数据，2020—2022年，国内自动驾驶域控制器的市场规模由14亿元迅速增长至98亿元，年均复合增长率高达约164%；细分来看，国内域控制器以OEM为主，但第三方供应商域控制器市场规模及OEM域控制器市场规模均迅速增长。渗透率方面，2022年国内域控制器渗透率为4.5%，相比2020年大幅提升，高于全球2.6%的渗透率，但仍有很大的渗透空间。

执行层面，汽车智能化对转向与制动的灵敏度和反应速度提出了更高的要求，原有的液压制动、助力转向等技术已不能满足要求，转向系统需要向冗余EPS（电动助力转向系统）及线控转向（SWB）发展，而制动系统需要向EHB（电子液压制动系统）和EMB（电子机械制动系统）方向发展。中国汽车工程学会发布的《线控转向技术路线图》预计，2025年SBW渗透率将达到5%，2030年将达到30%；根据交强险数据，2022年中国市场（不含进出口）乘用车前装搭载线控制动系统上险交付497.39万辆，同比增长56.56%，前装搭载率为24.95%，较2021年的15.04%快速提升，市场规模达84.56亿元。

新国标放宽约束，促进线控转向系统落地。2021年《汽车转向系基本要求》新国标（GB17675-2021）发布，新国标删除了原“不得装用全动力转向机构”的规定，在方向盘位置、转向偏转性、转向系统设计与装配等方面修订了原标准，放宽了对转向系统的约束，线控转向将进一步落地。

竞争格局

车载摄像头中价值较高的CMOS图像传感器被国际巨头垄断，且随着技术要求的提高，其“马太效应”明显，未来行业集中度可能进一步提高；车载镜头呈现“一超多强”局面，国内厂商也积极进行布局，多家厂商已进入主机厂配套名单；激光雷达领域受国内需求拉动，多家国内厂商进入，市场集中度较高；毫米波雷达被海外厂商垄断，国内处于培育期。国内域控制器竞争格局集中度高，OEM厂商占据龙头地位，第三方厂商占比较低。线控方面，国内基本被海外厂商垄断，其中线控制动处于商业化初期，国内厂商已有布局，有望后来居上；线控转向尚未完全商业化，预计商业化前期仍将保持海外厂商领先的局面。

传感器器件方面，目前车载摄像头市场份额较大的公司均为全球领先的一级零部件供应商，其下游客户基本覆盖了全球主要的整车企业。CMOS图像传感器、光学镜头和模组封装是车载摄像头重要构成部分，其中CMOS图像传感器由国际巨头垄断，主要厂商涉及安森美、豪威科技、三星、索尼等，2022年全球市场占有率合计超过85%，随着智能驾驶的发展，对其技术要求逐渐提高，加之用户粘性大，行业壁垒将在技术和供应链资源的集中之下不断提高；目前车载摄像头领域呈现“一超多强”的局面，舜宇光学连续十年全球市场占有率第一，2022年全球市占率约为34%，国内方面近年来也有联创电子、经纬恒润、欧菲光等后起之秀。以舜宇光学、联创电子等为代表的光学镜片厂商正积极从光学

表6 部分传感器出货量及渗透率情况

企业	环视摄像头		超声波雷达			毫米波雷达	
	市场渗透率 (%)	出货量 (万)	市场渗透率 (%)	出货量 (万)	(8个以上) 渗透率 (%)	市场渗透率 (%)	出货量 (万)
2020年	28.6	566.0	71.7	7887.5	6.1	0.6	60.7
2021年	34.7	732.2	75.5	9217.7	10.4	5.5	254.6
2022年	36.6	848.3	83.8	11276.7	15.2	10.0	671.2
2023年上半年	39.6	438.8	79.4	5441.2	16.7	20.5	531.9

资料来源：公开信息，联合资信整理

镜片向下游镜头模组业务进行扩展,逐步承接摄像头模组的封装业务。

激光雷达行业市场集中度较高,行业竞争激烈。根据中商产业研究院数据,2022年,激光雷达行业CR7达到95%,其中,国内厂商禾赛科技市场占有率全球第一(占47%),图通达依靠蔚来汽车的持续出货,居全球份额第二(占15%),国内厂商速腾聚创市场占有率9%,另有多家国内创业公司及整车厂商进入该领域。毫米波雷达技术壁垒较高,全球市场被外国零部件领先企业所垄断,前几大供应商为国外领先企业,但毫米波雷达行业在我国处于市场培育期,参与企业较少。

域控制器方面,我国乘用车自动驾驶域控制器市场高度集中,分为OEM与第三方供应商,根据知行汽车科技《招股说明书》数据,OEM模式最大参与者为特斯拉,2022年市场份额达到51.7%,蔚来OEM占比为14.2%;第三方域控制器供应商中,德赛西威占比最高,为14.8%,其次为知行科技,为8.6%;CR10为96.8%,行业集中度高。

线控方面,线控转向系统落地难度大,线控转向预计将在2024年左右开始实现商业化落地,早期供应商仍以海外Tier1为主。线控转向技术建立在EPS技术之上,且芯片等核心零部件均由海外主机厂掌握,预计早期的市场份额仍将主要由博世、采埃孚等海外Tier1占据。线控制动方面,我国线控制动市场目前主要被海外品牌博世占据,根据可获得的最新公开数据,2021年博世市占率达到65%,大陆市占率达到23%,国内领先供应商有伯特利、亚大股份等,目前线控制动处于商业化初期,随着未来市场的放量,国内厂商有望后来居上。

四、未来展望

近年来,新能源汽车的普及、车企的持续投入、算

法的提升以及配套产业的跟进已为汽车产品智能化转型打下良好基础,未来,政策的放开、法规的完善,有望使智能驾驶拓展应用的速度加快,汽车行业的盈利模式将得以丰富,具备技术积累的车企有望取得先发优势;智能驾驶的发展,也将为零部件厂商带来新的增长点。

商业模式变更+城市NOA落地加速,智能驾驶前景可期。随着智能驾驶的渗透,越来越多的车企将采用“硬件预埋+软件付费”的方式,以售出的硬件为基础,在平台加成下,推出软件包、软件订阅服务等功能,将商业模式拓展到汽车全生命周期,实现销售数量与价格的双重提升。另外,近年来,各主要企业NOA由高速向城区迈进,2023年将成城市NOA重要落地年份。以新势力为代表的自主车企(理想、小鹏、蔚来、华为赛力斯)年内均有城市辅助驾驶落地规划。总体来看,华为和小鹏处于相对领先地位,落地时间上领先国内其他企业。后续结合法规政策向好趋势以及数据量逐渐积累,2023年城市NOA发展水平有望迎来全面提升。

产业链逐步完善,智能驾驶蓄势待发。智能驾驶对产业链提出了新增需求,也对技术提出了更高要求。目前,产业链部分关键环节仍被海外巨头垄断,未来或将有所突破;传统燃油车供应商将调整产品结构,更多的应用于电动化及智能化产品。另外,整车企业或将通过品牌、制造和软件的分离,加速产业链成熟进程。目前国内已经有华为和赛力斯、奇瑞等合作的问界和智界品牌,及蔚来与江淮的合作等。由于整车制造的重资产特征和产能过剩的局面,制造方和品牌方均有合作诉求。2023年7月,大众公告拟用小鹏的智能车技术,在中国推出多款纯电动车型。智能化与电动化天然耦合的优势叠加软件端高研发壁垒,技术领先的新势力车企有望实现智能化技术输出,而传统车厂在自主转型受阻的情况下,可通过合资合作引入智能化架构,实现智能化层面的快速追赶。■

资产支持证券内嵌信用风险缓释工具探讨： 创新金融工具的整合与优势

文 | 联合资信 宋旭

资产支持证券 (Asset-Backed Securities, 简称ABS) 和信用风险缓释工具 (Credit Risk Mitigation, 简称CRM) 作为金融市场的创新工具, 各自具备独特的优势。将CRM内嵌于ABS中使其作为一个整体的资产组合, 可以进一步提高投资者的风险控制能力, 促进企业尤其是民营企业的融资发展。本文将深入探讨资产支持证券内嵌信用风险缓释工具的产生背景、评级关注点、优势和制约因素, 并展望其对金融市场的积极影响。

一、产生背景

资产支持证券 (Asset-Backed Securities, 简称ABS) 是一种债券性质的金融工具。资产证券化就是原始权益人将预期能够产生稳定现金流的资产通过结构化等方式进行组合, 以其现金流为支持发行有价证券出售给投资者的过程, 其向投资者支付的本息来自于基础资产池产生的现金流或剩余权益。资产支持证券市场的发展具有典型的政策导向, 先后经历了初步试点 (2004—2008年)、金融危机停滞发展 (2008—2011年)、重启试点 (2011—2014年) 和快速增长 (2014年之后), 各类产品放量增长的标志性事件是放开审批制 (严素华, 2022年)。2020—2022年度, 全市场资产支持证券 (含信贷ABS、企业ABS和ABN) 发行规模分别为2.91万亿元、3.14万亿元和2.00万亿元, 资产支持证券已经逐渐成为我国债券市场一个不可或缺的品类。

缓释是一种策略, 意在降低、转移或消除金融资

产或投资组合中存在的某种风险, 使得投资者在控制该种风险的同时能够得到稳定回报。根据美国货币监理署 (OCC) 的分类, 信用风险缓释工具主要包括信用违约互换 (CDS)、总收益互换 (TRS)、信用差价期权 (CSO) 以及信用连接票据 (CLN) 以及指数类的CDS指数, 担保债务凭证 (CDO)、互换期权 (Swaption) 和分层指数交易 (Trenched Index Trades) 等衍生金融产品 (卜振兴, 2019)。根据2023年《商业银行资本管理办法 (征求意见稿) 》, 信用风险缓释是指商业银行运用合格的抵质押品、净额结算、保证和信用衍生工具等方式转移或降低信用风险, 信用风险缓释的工具包括抵质押品、净额结算协议、保证/保险、信用衍生工具等, 其中抵质押品、保证比较常见。交易商协会在2010年发布的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》中将用于管理信用风险的信用衍生产品定义为信用风险缓释工具。信用风险缓释工具具体分类为合约类产品和凭证类产品, 其中, 合约类产品为信用违约互换 (Credit Default Swap, 简称CDS) 和信用风险缓释合约 (Credit Risk Mitigation Agreement, 简称CRMA), 凭证型为信用联结票据 (Credit Linked Note, 简称CLN) 和信用风险缓释凭证 (Credit Risk Mitigation Warrant, 简称CRMW)。CRMW和CRMA于2010年首次公开亮相, 均是盯紧参考主体单一债务的产品, 不同点在于CRMW是标准化合约, 需要由在交易商协会备案的创设机构进行创设, 并且可以在二级市场流通转让 (见表1)。2016年, 交易商协会相继推出了CDS和CLN, 这两类是盯紧参考实体一揽子

债务的产品, 进一步拓展了CRM工具的品类。由于目前市场上ABS的多为单一项目发行, 涉及的信用风险缓释工具多用CRMW和CRMA, 故下文仅摘取CRMW和CRMA进行进一步研究。

CRMW和CRMA的本质是违约保险。买方支付费用后, 在买入的标的债务违约时能获得卖方的偿付。CRMW和CRMA设计的初衷是将信用风险从标的债务中提取出来, 在不同风险偏好的投资人之间进行转移。CRMW和CRMA盯紧的标的债务产品类型多样, 主要有短期融资债券、中期票据和公司债等, 融资主体涉及民营企业、国有企业和中外合资企业等。我国被允许交易信用风险缓释合约 (CRMA) 的只有9家中资商业银行和5家外资银行¹。现行信用风险缓释合约 (CRMA) 的交易平台是中国银行间市场交易商协会, 交易由中国银行间市场交易商协会金融衍生品专业委员会监管。CRMW的投资者范围为已签署和备案《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议 (凭证特别版) 》的银行间债券市场投资人, 分为核心交易商和一般交易商。根据交易商协会官网披露, 截至2023年7月底, 市场中有核心交易商66家, 主要为商业银行和证券公司; 另有56家一般交易商, 为各类型资产管理人, 涉及308只资管产品。

根据公开数据显示, 2016年出现了首单以资产支持证券为标的债务的CRMW工具“16中信建投CRMW001”, 此后该细分领域一度沉寂, 直到2019年才重新恢复。

相较于传统的资产支持证券产品, 内嵌CRMW和CRMA的资产支持证券组合 (以下简称“内嵌组合”) 是指将CRMW和CRMA作为资产支持证券交易安排的一部分, 以进一步提高投资者的风险控制能力。通过将CRMW和CRMA内嵌于资产支持证券中, 投资者可以在获得资产现金流收益的同时, 通过CRMW和CRMA分散信用风险, 提高资产支持证券整体的信用质量。在宏观经济下行, 企业尤其是民营企业融资困难的大背景下, 对于内嵌组合的研究具有广泛且实际的意义。

二、评级关注点

理论上评级机构倾向于将内嵌CRMW和CRMA的资产支持证券作为一种资产的“组合”。在做信用级别评定时, 将信用风险缓释工具作为一种违约保险, 当资产证券化产品本身发生违约事件时能够触发工具的使用, 从而可以使得该资产组合能够得到足额兑付的进一步保障。这样使得该内嵌组合可以依托创设机构的履约

表1 CRMA和CRMW介绍

项目	CRMA	CRMW
推出时间	2010年10月	2010年10月
产品类型	合约类产品	凭证类产品
交易场所	场外	场内
创设备案	无需协会备案和资格准入	需要在交易商协会登记备案
创设规模	无明确限制	不得超过该标的债务总余额的500%
标的债务种类	债权、贷款或其他类似债务	债权、贷款或其他类似债务
结算方式	实物结算或现金结算	实物结算或现金结算
结算机构	可以自行双边清算, 也可以通过上海清算所清算	只能由上海清算所“集中登记、集中托管、集中清算”

资料来源:《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》

¹ 9 家中资银行为国家开发银行、中国银行、建设银行、交通银行、工商银行、光大银行、民生银行、兴业银行、浦发银行。5 家外资银行为汇丰银行 (中国)、德意志银行 (中国)、巴黎银行 (中国)、花旗银行 (中国)、巴克莱银行 (上海分行)。

能力得到整体的信用提升。为了达到上述的目的,笔者梳理了CRMW和CRMA和资产支持证券从发行设立到结束清算的各个环节,认为有以下几个问题需要明晰。

发行设立时

首先在资产证券化产品发行设立时,为了使得优先级资产支持证券的持有人能够被信用风险缓释工具全覆盖到,信用风险缓释工具需要与优先级资产支持证券进行等金额1:1的发行配售。同时需要信用风险缓释工具创设文件和资产证券化募集文件中应共同约定,投资该资产组合的投资人须同时等比例投资这两种产品。

另外,对于优先级资产支持证券存续期限超过一年的产品来说,信用风险缓释工具的创设期限需要与优先级资产支持证券剩余期限一致。创设费用在创设初期前端一次性缴纳,以防止后续因创设费用缴纳不足而造成的信用风险缓释工具失效。

存续期限内

在该内嵌组合存续期间,为了保证优先级资产支持证券持有人能获得信用风险缓释工具的全程信用支持,该资产组合需要被捆绑交易,即投资人买入/卖出CRM产品时,必须向同一交易对手买入/卖出相同本金金额的优先级资产支持证券。

期末触发后

信用风险缓释工具属于违约保险,一般需要设置支付违约事件,在事件发生后的约定时间内进行赔付。传统的资产支持证券预设有预期到期日,但同时设置了法定到期日,从预期到期日至法定到期日为基础资产的处置时间。评级机构一般会以资产支持证券在法定到期日是否能够还本付息作为判定是否最终违约的标准。但市场上的证券投资人更为关心预期到期日是否可足额收回本息。如果将上述两种单独的产品打包为一个内嵌组合,那么对于违约的概念就需要重新认定。笔者建

议鉴于目前市场上投资人的惯例是紧盯资产支持证券兑付的预期到期日,信用风险缓释工具的触发事件需要前置。触发事件置于预期到期日之前,给信用风险缓释工具的赔付留出适当的交割时间,从而保证信用风险缓释工具的交割不晚于预期到期日。

此外,CRM产品和资产支持证券作为两个独立的产品,在清算时存在两套独立的体系。具体来说,CRMA由于是合约制产品,设置相对自由,买卖双方可以自行双边清算,也可以通过上海清算所逐笔结算。CRMW由于可以在二级市场上单独流通,清算流程较为严格,必须由上海清算所“集中登记、集中托管、集中清算”。目前市面上主流的资产证券化产品有三类:信贷ABS、企业ABS和ABN。信贷ABS的登记结算机构主要为中央国债登记结算有限责任公司,企业ABS的登记结算机构为中国证券登记结算有限责任公司(或中证机构间报价系统登记结算机构),ABN登记结算机构为上海清算所。换句话说,内嵌组合会涉及两套分配清算体系,当单独的资产支持证券到期兑付触发信用风险缓释工具的使用时,会出现资产支持证券清算体系没有资金兑付,投资人从信用风险缓释工具的清算体系得到兑付的情况。因此需关注的是,当CRM产品的卖方通过相关清算体系完成实物结算或现金结算之后,资产支持证券需要终止,届时资产支持证券清算是否可以原状分配等方式完成清算需要进一步验证。

三、内嵌组合的优势

第一,内嵌组合的优势在于提供了更加灵活和多样化的投资选择,同时增强了投资组合风险控制能力。首先,传统的资产证券化产品将特定资产转化为可交易的证券,通过切分现金流瀑布形成信用级别不同,期限不同的证券化产品,形成第一步的风险分散化。将信用风险缓释工具内嵌于资产支持证券中,可以进一步将信用风险从其中分离出来。投资者可以选择购买不同风险水



平的证券和相应的信用风险缓释工具，以满足其风险偏好和投资目标。

第二，内嵌组合的优势可以提高企业尤其是民营企业融资效率，帮助其获得更多的融资机会，提高融资效率。近年来我国宏观经济下行，企业融资面临困难。自2018年外部融资环境收紧后，民营企业面临更大的流动性压力，部分民营企业出现流动性危机甚至发生债券违约，债券违约的频频发生又加剧了投资者对民营企业信用能力的担忧，从而进一步恶化了民营企业的融资环境和信用环境。传统的资产证券化产品当发行主体为民营企业时，可能会遇到发行效率放缓，认购倍数不足的问题。此时内嵌组合就可以起到缩短融资周期，从而加快企业的资金周转速度的作用。

第三，内嵌组合通过增发信用风险缓释工具，金融机构可以获得更多的收入来源，同时也可以为企业提供更全面的金融服务。

四、内嵌组合的制约因素

内嵌组合也面临一些挑战。首先，我国信用风险缓释工具的市场建立时间不长，尚未建立起有效的评估和定价模型，以确保投资者能够准确评估风险和回报。

若定价过高，将提高发行人的发行成本，若过低则无法准确衡量信用风险，从而影响CRMW和CRMA卖方的参与热情。其次，供需不平衡。受备案和准入许可的限制，信用风险缓释工具的供给方过少，相比于我国4.37万亿²资产证券化市场规模来说可以提供CRMW和CRMA产品的卖方数量还远远不够，供需明显失衡。此外，内嵌组合为了能使信用风险缓释工具和资产证券化产品进行更好的衔接和融合，需要在CRMW和CRMA产品的条款上定制一些内容。CRMW由于是凭证类产品，条款和要求相对固定，定制内容的认定还需要市场的进一步检验。

五、结论

随着金融市场的不断发展，信用风险缓释工具和资产支持证券均作为一种重要的金融工具发挥着自己的作用。将两种产品进行整合是理论上的又一次创新。评级机构也对这类资产组合在一个评级周期内进行了不同维度思考。这种创新工具的实现，将起到多样化投资选择、提高融资效率的作用。但这类创新产品的实施也面临着很多制约因素，需要市场内不同角色的参与者贡献自己的智慧和力量。///

² 该数据为截至 2023 年 6 月 30 日时点数据，包含信贷 ABS、企业 ABS 和 ABN。

中资离岸债券市场发展的新趋势

文 | 联合资信 张 敏 程泽宇

一、人民币计价的中资离岸债券¹发行成本优势彰显，美元债发行规模大幅下滑，中资离岸债券币种结构趋于多元化

2023年以来，以欧美央行为首的全球主要央行依旧采取紧缩的货币政策。美联储年内继续加息四次，将联邦基金目标利率继续推高100个BP至5.25%~5.50%区间，之后随着美国通胀压力得到逐步缓解，美联储连续三次暂停加息，但仍继续将高利率维持在较长时间，以防止粘性通胀反弹。美联储保持高利率水平导致美元债券发行成本高企，2年期和10年期美债收益率年内一度走高至5%以上，创2007年以来新高。叠加中资房地产企业接连出险导致市场情绪受抑，中资美元债发行规模显著下滑，2023年前三季度新发债券总额仅为409亿美元，同比大跌超过60%，发行规模占中资离岸债券市场发行总额的比重由去年同期的87%大幅压缩至53%。欧洲央行与美联储加息节奏同步，年内继续加息六次，将欧元区基准利率累计抬升200个BP，欧洲央行激进加息导致中资离岸欧元债券发行规模大幅缩量，2023年前三季度累计新发规模不足4亿美元，较去年同期暴跌近95%。美元和欧元融资成本走高导致中资离岸债券一级市场遇冷，发行规模大幅下滑，2023年前三季度，中资离岸债券发行总额仅771亿美元（见图1），较2022年同期（1202亿美元）下跌超35%。

另一方面，俄乌冲突爆发以来，欧美政府不断推出对俄制裁措施，冻结俄罗斯海外资产并限制俄罗斯在国际金融市场的外币融资能力，引发了各国对以美元和欧元计价资产安全性的担忧，各国政府由此开始加速资产多元化配置进程，人民币国际资产需求有所抬头。再者，人民币中资离岸债券的发行成本优势彰显。中国央行在2023年前三季度多次降息降准，维持流动性合理充裕，使人民币债券融资成本保持在相对低位，截至2023年9月末，2年期和10年期中美利差倒挂幅度分别达到503个BP和459个BP，较年初分别走扩了296个和362个BP；2年期和10年期中欧利差倒挂幅度分别达到316个BP和288个BP，较年初分别走扩了294个和326个BP，中美、中欧利差大幅倒挂提升了离岸人民币债券的吸引力。此外，自贸区债券市场加速发展也为离岸人民币债券市场的增长提

图1 2018—2023年三季度中资离岸债券发行情况



¹ 本文统计的中资离岸债券仅包括公司债，不包括主权债和地方政府债。

供了强劲动力。2023年前三季度,中资离岸人民币债券发行规模较去年同期大涨近380%至326亿美元,占中资离岸债券市场发行总额的比重大幅跃升至40%以上(见图2),日元、港币等计价债券发行规模也有不同程度的增长,中资离岸债的币种结构更加多元。

二、境内政策间接推动中资离岸债券各主要板块发生结构性转变,地产板块境外发行持续低迷,城投板块美元债发行逐季上升

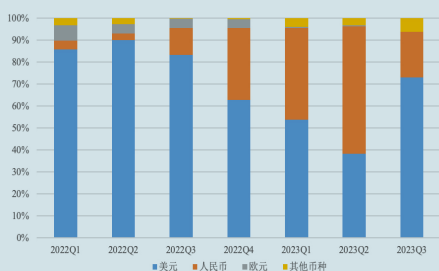
中资离岸债券市场以美元债为主要品种,占比接近90%。中资美元债以地产、城投以及金融三大板块为主,但受境内政策调控以及市场风险出清等因素影响,地产和城投板块发生结构性转变。

从地产板块看,地产美元债此前作为中资美元债的主要组成部分,是境外机构较为熟悉也是主要配置的标的资产之一,但受到前期政策调控以及市场需求萎缩等因素影响,地产美元债表现较为低迷。尤其是在经历了2022年中资美元债市场的历史性违约高峰后,尽管中央监管部门从加大政策支持和放松融资条件等多个方面发力,以期重拾市场对房地产行业的信心,但碍于中资美元债市场的房地产企业不断出险、市场需求回升缓慢,中资房地产企业仍面临较大的资金回流压力。此外,国际评级机构在前三季度密集下调中资主体、特别是房地产企业的信用级别,导致市场信心亦受到一定影

响。2023年前三季度房地产美元债合计发行规模仅为86亿美元(见图3),较去年同期下跌49%,发行规模逐季下挫,其中一季度发行规模达63亿美元,二季度和三季度房地产美元债单季发行规模均不足15亿美元。

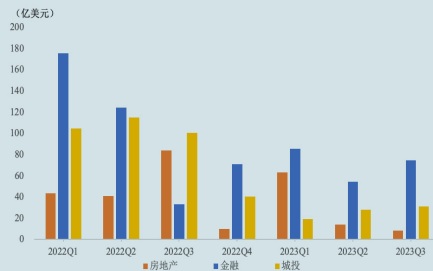
从城投板块看,由于境内城投债融资监管政策趋严,城投境外发债规模有所抬升。为防范化解隐性债务风险,监管部门对于城投平台公司在境内发债的监管要求越发严格,部分融资平台公司为拓宽融资渠道,将目光转向香港等境外债券市场,但在外债管理框架下,城投债境外发债的相关政策整体趋严。2023年城投美元债是发行规模同比下滑幅度最大的主要板块,与房地产企业面临的支持性政策环境和相对宽松的融资条件不同,中央监管部门对城投企业债务管理仍采取从严态度。自2023年以来,除了发布外债发行管理新规、明文要求地方政府不得使用外债新增隐性债务之外,中央政府对于防范缓解地方政府债务风险的态度始终未有松懈。三季度以来,中央政府和监管部门继续发声督促各省级政府积极推进对地方政府债务风险的压降和化解。监管政策不断趋严以及融资利率上涨导致城投美元债发行规模严重承压,2023年前三季度新发规模仅78亿美元,同比重挫76%。有别于房地产美元债持续下跌的发行走势,城投美元债虽然发行总量出现暴跌,但单季发行规模逐季上涨。这一特殊现象主要是由于中资美元债券总供给大幅下滑,导致市场对于优质债券的需求急剧上升,优质债券资产稀缺引发的“资产荒”推动城投美元债在

图2 2022—2023年三季度主要币种中资离岸债券发行占比



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图3 2022—2023年三季度中资房地产、金融和城投美元债券发行情况



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

持续收紧的监管环境中发行规模不断回升，城投美元债作为优质资产的投资性价比得以凸显。

三、以房地产企业为主的中资美元债发行主体持续风险出清，城投美元债在信用资质方面则更胜一筹

自2020年起，中国人民银行联合银保监会、住建部和国家发改委等部门先后发布了多项监管新政以限制企业信贷盲目大规模扩张，其中房地产板块作为存续美元债规模最大的发行主体行业成为重点监管目标，房地产企业降杠杆测试密度不断加大。为满足“三档四线”监管要求，大量房地产企业2021年新增债务速度明显放缓，部分高杠杆企业因重度依赖债务融资，在“借新还旧”融资途径难以为继后出现了不同程度资金回笼速度不及时、企业流动性明显恶化、偿债能力严重承压的现象。在此背景下，2021年中资美元债市场发生多起信用风险事件，对市场情绪造成沉重打击，投资者信心大幅下挫、避险情绪急剧上升，并反向作用于一级市场，导致中资美元债发行市场环境热度明显降温并显著抑制四季度发行表现。2022年，中资美元债违约规模创纪录新高，年内共有80只美元债出现实质性违约，违约未偿额高达277.26亿美元（见图4），较2021年同比大增229.81%。2022年违约中资美元债的行业集中度较去

年进一步上升，97%的违约债券来自房地产行业。由于之前融资环境持续收紧，房地产企业境内外融资渠道急剧萎缩、企业再融资难度明显增加。另一方面，居民收入预期下滑、需求端表现低迷致使房屋销售收入不及预期、房地产企业回款能力较弱。除此之外，多数房地产企业盈利能力不佳、自身造血能力较弱导致流动性严重承压。多重因素影响下，中资房地产企业成为本年度中资美元债信用风暴中的主要出险主体。

2023年以来，市场需求不振导致回款较慢、企业自身造血能力较弱等因素使得部分房地产企业信用风险持续暴露，以房地产企业为主的中资美元债发行主体继续出险，但整体违约规模较2022年明显下降。根据Bloomberg统计数据，2023年前三季度，共有48只中资美元债违约，违约规模为191亿美元（见图5），较去年同期下降过半。具体来看，2023年违约的中资美元债主要集中在一季度，其中2月违约债券规模达84亿美元，占前三季度违约总额的44%。从行业分布来看，46只违约债券来自房地产行业，违约规模（187.8亿美元）占违约债券总额的约99%。目前，境内和境外市场均未发生过城投债券实质性违约，虽然关于城投企业的非标违约风波的讨论愈发热烈、以及中央政府不断表态不会“兜底”地方债务动摇了市场对于城投企业债务一直以来的“刚兑信仰”，但较之市场内其他行业的中资美元债，城投美元债在信用资质方面仍更胜一筹。

图4 2021—2022年中资美元债违约统计（以未偿额计）

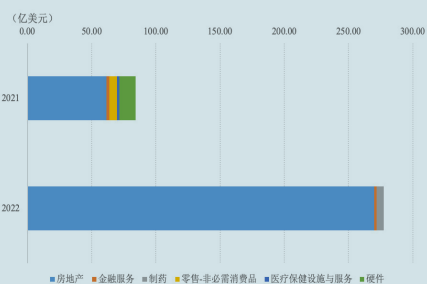
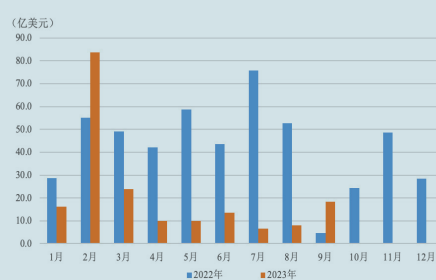


图5 2022—2023年三季度中资美元债违约未偿金额统计



四、以自贸区债券和点心债券为代表的离岸人民币债券迅速崛起,但后期发展受政策影响较大

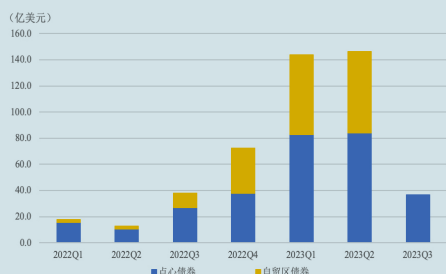
目前,离岸人民币债券市场主要由点心债券和自贸区债券构成。在中美国债收益率利差进入倒挂阶段后,离岸人民币债券发行快速放量,发行规模实现5个季度的连续增长。从点心债来看,在美联储尚未启动本轮加息之前,点心债券市场发行主体以金融机构为主,由于城投企业在境内便可以享有较低的人民币融资成本,因此其发行离岸人民币债券的动力较弱,在境外市场融资更加偏好发行具有一定相对成本优势的美元债券。自2022年起,随着美联储大幅加息,美元债券融资利率加速上行,离岸美元债券的相对成本优势也随之消失,部分资质较弱的城投企业已无力负担持续上涨的融资成本,叠加城投企业境内外融资监管政策自2022年下半年起全面趋紧,城投企业本、外币债务融资难度均明显上升。面对大量集中到期的境外债务,境内城投企业开始尝试转向离岸人民币债券市场进行再融资,城投点心债发行规模由此持续上涨,发行规模占比一度过半。点心债券市场作为离岸人民币债券传统发行场所,在外部发行条件较好、市场对人民币国际资产需求有所提升的背景下,2023年前三季度发行规模达203.8亿美元(见图6),较去年同期暴涨逾283%。其中一季度和二季度发行规模均突破80亿美元,创2014年

二季度以来单季发行新高;三季度发行规模大幅下跌,回落至40亿美元以下。

从自贸区债来看,自贸区债券作为新兴债务融资产品正值推广阶段,监管要求和发行难度较其他离岸债券而言相对较松,其既可以使用企业已申请的境外发债额度,还可以实现全币种融资,是城投企业在符合监管要求的同时实现自身再融资需求的优质工具。在此背景下,部分城投企业,特别是信用资质相对较弱、境内融资渠道收缩明显的区县级城投企业为满足自身融资需求,开始利用自贸区债券作为补充融资工具进行人民币融资,并带动自贸区债券全年总发行额在2022年首次突破50亿美元,自贸区债券的“替代融资功能”得以凸显。2022年,城投自贸区债券发行规模占自贸区债券发行总额的比重逾60%,城投企业成为自贸区债券一级市场的最大发行主体。2023年前三季度,城投自贸区债券发行规模达57亿美元,占同期自贸区债券发行总额的46%,蝉联自贸区债券最大发行主体的市场地位。截至2023年三季度末,城投自贸区债券累计发行规模达92亿美元,占自贸区债券发行总额的50%,城投企业撑起了自贸区债券市场发展的半壁江山。除了城投企业之外,房地产和金融主体也在自贸区市场占据重要地位。截至2023年三季度末,房地产和金融主体发行的自贸区债券分别占自贸区债券发行总额的13%和17%,是自贸区一级市场的重要组成部分。

2023年上半年,自贸区债券合计发行规模达122.9亿美元,已超过2022年发行总额。但由于大量城投企业在并无自贸区内实际业务的情况下进入自贸区债券市场融资虽然在一定程度上促进了自贸区债券市场的发展进程,但同时也导致了该债券市场的发展方向与设计原意出现明显背离。出于对自贸区债券市场发展方向进行“纠偏”、加强对城投企业债务管理效率的目的,监管部门于二季度末出台了自贸区债券窗口指导意见,加强了对自贸区债券发行人的监管要求,自贸区债券市场再度转冷,三季度无新发债券。截至2023年三季度末,自

图6 2022—2023年三季度中资离岸人民币债券发行统计



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

贸区债券累计发行规模达183亿美元（见图7），其中人民币计价债券发行规模达177亿美元，占自贸区债券发行总额的97%。

五、随着ESG概念的兴起和推广，中资离岸绿色和可持续发展债券迅速崛起，但在融资成本高企的背景下2023年以来有所放缓

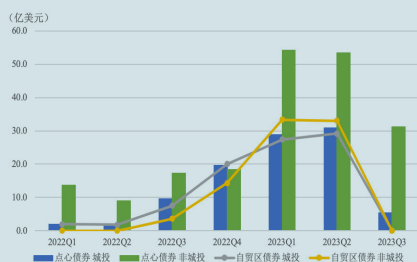
随着ESG概念的兴起和推广，与社会责任或环境目标的挂钩的绿色债券和可持续发展债券应运而生。中国的绿色和可持续发展债券市场较国际市场起步略晚，但发展速度很快。2021年4月，中国人民银行、发展改革委、证监会联合发布了《绿色债券支持项目目录（2021年版）》，对绿色债券支持项目进行明确划分，并且对其细分领域进行更加清晰的界定。2022年7月，绿色债券标准委员会组织全体成员单位制定了《中国绿色债券原则》，标志着中国正式形成统一的绿色债券评估标准。在《生态文明体制改革总体方案》发布后，农业银行于同年10月在国际市场发行了首只中资离岸绿色债券，发行金额5亿美元，债券期限5年。中资离岸绿色和可持续发展债券市场由此进入快速发展阶段，并在2019年首次实现全年发行规模突破100亿美元；2020年新冠疫情暴发导致绿色和可持续发展债券发行节奏有所放缓；在政府的政策和融资支持下，中资离岸绿色

和可持续发展债券在2021年发行规模突破350亿美元，创纪录新高；2022年发行规模回落至250亿美元以下；2023年发行节奏进一步放缓，前三季度合计发行金额仅100亿美元，较去年同期下跌56%。截至2023年三季度末，中资离岸绿色和可持续发展债券累计发行299只，发行规模达1128亿美元（见图8）。

中资离岸绿色和可持续债券主要由金融机构债券和房地产债券组成。截至2023年三季度末，离岸金融绿色和可持续发展债券累计发行规模达611亿美元，占离岸绿色和可持续发展债券发行总额的54.2%；离岸房地产绿色和可持续发展债券累计发行规模达229.8亿美元，占离岸绿色和可持续发展债券发行总额的20%。中资离岸绿色和可持续发展债券的信用评级覆盖率很高，在已发行的299只债券中，共有253只绿色和可持续发展债券获得了至少一家国际三大信用评级机构的评级结果，合计发行规模达1039亿美元。其中投资级债券206只，发行规模为897亿美元，占债券发行总额的80%；高收益级债券47只，占债券发行总额的13%；无评级债券发行占比不足10%。2023年前三季度发行的绿色和可持续发展债券中共有21只附评级发行，合计发行规模达84亿美元，占前三季度发行总额的84%，且均为投资级债券。

但绿色债券和可持续发展债券在发展过程中存在一些问题：一是存在不符合要求的债券“洗绿”行为。由于绿色和可持续发展债券目前正值大力推广发展

图7 2022年—2023年三季度城投点心债券和城投自贸区债券发行统计



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图8 中资离岸绿色和可持续发展债券发行统计



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

期，地方政府对于此类债券的发行在监管政策要求上相对宽松，融资条件也有一定补贴，这导致部分企业为以较低成本、较快的速度获得融资资金，在自身不符合要求的情况下将债券进行包装“洗绿”，造成名不副实的现象，违背了监管部门推广绿色和可持续发展债券市场的初衷，同时也在一定程度上损害了投资者对该市场的信任。二是发行主体高度集中，对于支持实体绿色项目的资金利用效率存疑。从目前的市场发行情况来看，大量的新发债券来自银行，产业主体债券发行占比相对较低。绿色债券对于资金用途有着明确的规定，银行符合绿色标准的合格绿色项目较少，其募集的大量资金可能无法得以有效投放，这将削弱资金配置和利用效率，并给市场带来不良示范作用。

六、维好结构的监管便利优势将再次彰显，但备用信用证模式在2023年呈现大幅收缩态势

自2012年起，迫于境内间接融资成本高企，债券市场直接融资也难以满足资金需求，以房企为代表的许多中资企业将目光投向了境外债券市场。中资企业赴境外融资急需开辟新的增信手段，以维好协议 (Keepwell Deed) 为核心的跨境债务交易应运而生。维好协议通常约定，母公司为境外子公司 (即发行人) 提供支持，向国际债券投资人承诺发行人会保持适当的净资产和流动资金，不会出现破产等情况，对投资人资金安全提供保护。因此，维好协议得发行架构也受到市场青睐。但2017年1月，外管局颁布了《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》 (简称“3号文”)，允许内保外贷项下的资金调回境内使用。跨境担保发行债券全程合规，维好协议绕开监管的优势有所降低。自3号文后，尽管中资美元债的发行总量不断攀升，维好结构的发行却出现了回落。2017年包括纯维好发行、维好搭配银行备用信用证 (SBLC) 以及维好搭配担保的各种含维好元素的发行总量为323亿美元，而2018

年的维好发行总量跌破300亿美元，2019至2020年均维持在250亿美元左右。截至2023年12月中旬，存续中维好结构的中资境外债券折合约836亿美元。发行人以金融机构为主，而地方国企则多是维好加上其他增信措施，比如备用信用证。考虑到自贸区离岸人民币债券被叫停后，境外债发行的选择变得非常有限，在这种不确定的环境下，维好结构的监管便利优势再次彰显。

备用信用证 (SBLC) 是中资美元债四种基本发行架构中的一种，相较于维好协议与股权回购承诺模式，备用信用证在法律层面上具备强制担保属性，增信力度更强；相较于直接发行和担保发行模式，备用信用证对境内母公司资信背景的要求稍低，可以借助银行信用提高债项评级。提供备用信用证的银行通常是境内主体的授信银行，发行主体一般需提供反担保措施，包括保证金、抵押、质押等，银行通常按备用信用证金额的一定比例收取开证费用。2020年以来备用信用证模式发行的中资美元债规模快速增长，发债主力是城投平台，且多为弱资质平台。备用信用证在国际上拥有相对成熟的规范，从信用角度看基本等同于独立保函，因此备用信用证市场认可度很高，对主体利差可起到1~4个百分点的调降作用。2021年以来，随着信用风险事件增多以及美元债市场波动，备用信用证发债模式开始迅速扩容。2022年采用备用信用证模式发行的中资美元债规模飙升至121.7亿美元，较2021年 (72亿美元) 增长超过68%，但2023年1—11月采用备用信用证模式发行的中资美元债规模下降至11亿美元 (见图9)，备用信用证模式在2023年呈现大幅收缩态势。

七、展望2024年，中资离岸人民币债券市场有望在大量城投企业的再融资需求推动下逆势崛起，绿色和可持续发展债券有望迎来新的发展契机

对比2023年以来的中资离岸美元债券市场和离岸

人民币债券市场表现,可以发现中资离岸债券市场的发展趋势已不同以往:中资美元债市场在融资成本持续上行、信用事件风波不断、市场信心回升缓慢等因素的作用下主导地位已逐渐减弱;与此同时,中资离岸人民币债券市场则在大量城投企业的再融资需求推动下逆势崛起,并有望发展为中资离岸债券市场的中坚力量。

虽然美联储或于2024年开始降息,但中美国债收益率利差深度倒挂预计仍将持续一段时间,境外美元债发行意愿将继续受抑,离岸美元债一级市场短期内较难出现明显起色。考虑到2024年到2025年将有大量中资美元债到期,预计中资美元债一级市场将主要由到期债券的再融资需求支撑。与此同时,中国央行始终保持货币政策的稳健性,人民币债券融资利率也维持在相对低位,由于非自贸区内的城投企业已较难通过自贸区债券进行融资,预计点心债券市场将成为城投企业未来进行离岸再融资的主要场所,中资离岸人民币债券市场方兴未艾。

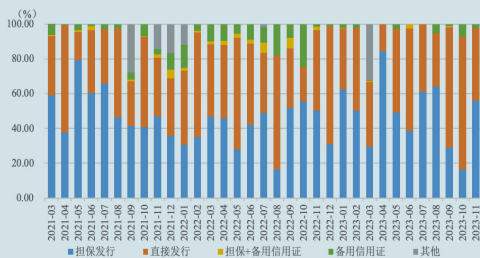
债务到期方面,根据Bloomberg数据显示,2023年四季度将有289.7亿美元中资离岸债券到期,其中以美元债为主,占比超过90%。2024年和2025年中资离岸债券的偿付压力不断增大,其中2024年的到期规模约为1594亿美元,兑付高峰集中在二季度,兑付规模达到506亿美元;2025年的到期规模进一步攀升至1737亿美元,前三季度的兑付压力均较为显著,因此2024年和2025年中资离岸债的借新还旧需求较大,且如果2024年美联储转向



宽松的货币政策,将有效降低中资美元债券的融资成本,有助于中资美元债券市场发展。从行业分布来看,房地产美元债待偿规模最大,四季度共有93.13亿美元债务到期,占到期美元债总额的逾三分之一;金融美元债待偿规模位居第二,达到84.53亿美元。从目前市场表现来看,四季度仍需对信用风险事件高发的房地产企业偿债情况保持重点关注,同时也要关注部分已违约房地产企业的美元债重组进展。

金融创新方面,国家发改委和香港金融管理局于2023年10月签订了《关于支持中资企业跨境融资和推动香港债券市场发展的谅解备忘录》。根据谅解备忘录,国家发改委与金管局将在未来加强交流与合作,充分发挥香港独特的金融和专业服务优势,助力中资企业跨境融资。在支持中资企业在港发债、联合举办推广活动和推动香港债券市场多元化发展等重点领域深化合作。香港作为中资企业出海的第一站,一直是中资离岸债券的重要发行地点,此次谅解备忘录的签订将进一步加固双方的合作关系,对于拓展点心债券和绿色及可持续发展债券融资活动具有积极推动作用,绿色和可持续发展债券有望迎来新的发展契机。//

图9 2021年以来中资美元债发行架构规模占比



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

从化债资源禀赋视角看区域债务化解路径

文 | 联合资信 夏妍妍 高锐 程畅威 王文才

一、区域债务化解政策

从政策角度看，我国区域化债主要经历了通过发行地方债进行置换和严控增量、化解存量两个阶段；基于地情不同，各地在化债政策措施方面存在一定差异。

中央层面

从中央层面来看，我国区域化债大致可以分为两个阶段：

一是2019年以前，通过发行地方债进行置换。2014年，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）和《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号）发布，明确对地方政府性债务存量进行甄别，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行政府债券置换。2015—2018年，全国分别发行3.20万亿元、4.78万亿元、2.77万亿元和1.31万亿元地方政府置换债券置换存量地方债务，合计12.06万亿元。

二是2019年以来，严控增量、化解存量。2018年10月，财政部发布《地方政府隐性债务统计监测工作指引》《地方全口径债务清查统计填报说明》《政府隐性债务认定细则》等相关文件，并在《地方全口径债务清查统计填报说明》中列举了六种化债方式：安排财政资金偿还；出让政府股权以及经营性国有产权权益偿还；利用项目结转资金、经营收入偿还；合规转化为企业经营性债务；通过借新还旧、展期等方式偿还；采取破产重组或清算方式化解。中央层面还先后推出地方特殊再融资债券、建制县隐性化解试点、全域无隐

债试点等化债方案。此外，2023年7月24日召开的中央政治局会议提出有效防范化解地方隐性债务风险，制定实施一揽子化债方案。2023年8月28日，十四届全国人大常委会第五次会议审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，其中在防范化解地方政府债务风险方面的内容包括：①制定实施一揽子化债方案。②中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。③加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为，终身问责、倒查责任，防止一边化债一边新增。

地方层面

在中央层面化债思路下，各地因地制宜提出了具体要求和措施。我们通过梳理31个省市自治区2022年预算执行情况与2023年预算草案报告发现：①除广东、上海、北京和山东外，其余各省市自治区在2023年工作重点中均有明确关于化债的表述。②中、西部省市自治区的要求和措施整体更为细化。③9个省市自治区提及加强风险监测预警，其中约一半为东部省市自治区。④12个省市自治区报告中有加强融资平台治理、推进融资平台转型的相关表述，中部6个省市自治区全部提及。⑤5个省市自治区报告内容涉及金融机构支持化债。⑥8个省市自治区提及加大问责或激励奖补。⑦贵州提及“争取中央支持”，青海提及“争取县级化债试点”。

我们分别在东、中、西部地区选取受到市场广泛

关注同时化债取得一定成效的镇江、湘潭及遵义，通过梳理总结三个地区主要的化债措施后发现：①三地均有盘活资产进行化债的措施，主要包括土地、房产、项目资产、特许经营权等。②协调金融机构置换债务是三地最重要的化债措施，这主要由于我国以间接融资为主，银行借款是城投企业最主要的融资渠道，同时遵义由于地域特殊受政策支持明显。③三地在地方债置换、建制县隐性债务风险化解试点等中央支持力度上存在显著差异。从地方债置换金额、是否为建制县隐性债务风险化解试点来看，遵义得到的支持力度最大，湘潭次之，镇江最少。④除协调金融机构置换债务是三地最重要的化债共同措施外，三地在其他主要措施上有所差异，镇江主要是通过市场化转型增强城投企业经营能力，湘潭财政资金偿还力度较大同时大力推进平台整合，而遵义则主要通过债务重组、以时间换空间化解城投企业债务风险。⑤在财政部六种化债方式之外，地方还利用化债基金等短期流动性支持工具、债转股、PPP化债等方式进行化债。

二、债务化解所需资源禀赋及区域对比

从政策和实践来看，区域债务化解方式包括但不限于：通过财政资金、特殊再融资债券偿还，协调商业银行等金融机构贷款或展期、债务重组等，利用化债基金等短期流动性支持，通过国企股权变现支持化债等。总体来看，主要的化债措施背后对应的是该区域所能调动的财政资源、金融资源和国企资源，而这些资源的充裕程度又受不同因素影响，我们据此选取相应指标进行分析，从而描绘不同区域化债资源禀赋

的充裕程度。

财政资源

经济和财政实力、地方债发行空间和上级支持力度是影响区域利用财政资源化债的主要因素，本文选取GDP和综合财力（一般公共预算收入+政府性基金预算收入+上级补助）对区域经济和财政实力进行分析，以“地方债发行限额-地方债余额”估计地方债发行空间，选取“上级补助/一般公共预算收入”和“特殊再融资债券发行额度合计/全部债务¹”两个指标来衡量上级支持力度。

1. 经济和财政实力

我国经济总体呈现“东强西弱”的格局，从2022年数据来看，东部地区²中天津市和海南省经济总量较小，中部地区经济实力整体差异性较小，西部地区中四川省2022年经济总量在31个省市自治区中位列第6位，显著高于西部其他省市自治区。此外，我国不同区域综合财力和全部债务（区域地方政府债务余额+发债城投企业全部债务，下同）与GDP均呈现较强的相关性（见图1）。

2. 地方债发行空间

从指标表现看，我国不同区域地方债发行空间（地方债发行限额-地方债余额）差异较大。截至2022年底，上海市、江苏省、北京市、河北省和河南省地方债发行空间位列前5位，西藏自治区、黑龙江省、湖南省、重庆市和青海省地方债发行空间位列后5位；地方债发行空间超过500亿元的18个地区中，东部地区8个、中部地区4个、西部地区5个、东北地区1个。2023年9月，用于偿还地方政府存量债务的特殊再融资债券重启发行，我们将各区域地方债发行空间

¹ 本文中特殊再融资债券发行额度合计为截至2023年10月31日区域用于偿还政府债务的地方政府再融资债券发行总额，全部债务为截至2022年底区域地方政府债务余额+发债城投企业全部债务，下同。

² 本文按照国家统计局对我国区域的划分标准，将全国31个省市自治区分为东部地区（北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南）、中部地区（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）、西部地区（内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）及东北地区（黑龙江、吉林、辽宁）。

与该区域发债城投企业全部债务进行对比发现,截至2022年底,内蒙古自治区、海南省地方债发行空间超过区域发债城投企业全部债务规模100亿元以上,宁夏自治区地方债发行空间与区域发债城投企业全部债务基本持平;江苏省、浙江省、四川省、山东省、湖北省和湖南省地方债发行空间少于区域发债城投企业全部债务规模均超过2万亿元。

3. 上级支持力度

我们采用“上级补助/一般公共预算收入”及“特殊再融资债券发行规模合计/全部债务”来衡量上级支持力度。从“上级补助/一般公共预算收入”指标表现来看,2022年,上级支持力度总体呈现出西部>中部>东部的特征,其中东部地区中河北省和海南省上级支持力度较大,西部地区中西藏自治区、青海省、甘肃省的上级支持力度更大。从“特殊再融资债券发行规模合计/全部债务”指标表现来看,北京市、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、天津市和云南省上级支持力度位居前列,海南省、湖北省、浙江省、江苏省和安徽省上级支持力度靠后(见图2)。

4. 小结

总体来看,我国各省区市财政资源呈现不平衡状态,东部省区市的综合财力和地方债发行空间整体强于中部、中部强于西部,但在上级支持力度上则是大致相反的情况;海南省、宁夏自治区、青海省、内蒙古自治区

和西藏自治区的城投企业全部债务规模位列31个省市市区后5位,其中内蒙古自治区和海南省的地方债发行空间可以完全覆盖区域城投企业全部债务;从“特殊再融资债券发行额度合计/全部债务”指标表现看,中部省市市区得到的支持较少,除大多西部省市市区外部分东部省市市区如北京市和天津市也得到了较大的支持。

金融资源

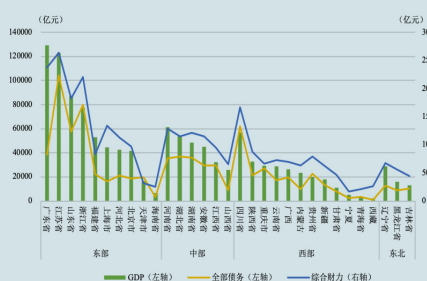
融资环境和地方政府债务管理能力是影响区域利用金融资源化债的主要因素,本文选取本外币贷款总额、“本外币贷款总额/GDP”、属地银行资产总额和“属地银行资产总额/全部债务”对不同区域的信贷市场融资环境进行分析,选取债券净融资规模和债券发行利差两个指标来衡量区域债券市场融资环境。

1. 融资环境

(1) 信贷市场

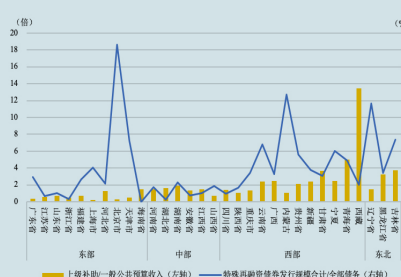
我国金融资源在各省市区间分布不均衡状况较为显著。从本外币贷款余额和同比增速来看,东部省市市区整体高于中部和西部省市市区。截至2022年底,广东省、江苏省和浙江省本外币贷款余额远高于其他省市市区,西藏自治区、青海省和宁夏自治区本外币贷款规模均不足万亿元,西部省市市区中四川省本外币贷款余额位列31个省市市区中第7位,明显高于其他西部省市市区。2022年底,东部、中部、西部和东北地区本外币贷款余额同比增速分别为11.5%、11.1%、10.3%

图1 2022年我国不同区域经济发展水平及财政实力



注: 按2022年GDP由高到低排序; 数据为2022年/截至2022年底
数据来源: 联合资信整理

图2 我国不同区域上级支持力度情况



注: 按2022年GDP由高到低排序
数据来源: 联合资信整理

和3.8%。从本外币贷款余额/GDP来看,除东部的浙江省、上海市、北京市、天津市,西部的贵州省、甘肃省、青海省和西藏自治区以及东北的吉林省较高外,其他省市区水平大致相当(见图3)。

从属地银行资产总额³来看,东部省市区整体高于中部和西部省市区。截至2022年底,北京市、上海市、广东省、浙江省、福建省、江苏省和山东省的属地银行总资产均高于5万亿元;中部省市区中仅山西省属地银行总资产规模不足万亿元;西部省市区中四川省、重庆市属地银行资产总额较高,西藏自治区、青海省、宁夏自治区等7个省市区属地银行总资产规模不足万亿元。从2022年底属地银行资产总额/全部债务来看,北京市、上海市、广东省和福建省属地银行资产总额对区域全部债务的覆盖程度较好,西藏自治区、云南省、青海省和湖北省的属地银行资产总额对区域全部债务的覆盖程度均不足1/2(见图4)。

(2) 债券市场

从净融资规模来看,2022年和2023年前三季度区域城投企业净融资额均为负的省市区均位于西部,其中贵州省、云南省、甘肃省和吉林省的城投企业2022年净偿还额均超过100亿元;宁夏自治区和天津

市城投企业2022年净融资额为负,但净偿还规模不大;广西自治区城投企业2023年前三季度净融资额大幅转负,净偿还规模超过100亿元。从发行利差看,2022年,贵州省、甘肃省、天津市、云南省和宁夏自治区AA+级城投企业所发3年期无担保债券发行利差由高到低位列前5位;上海市、西藏自治区、浙江省、福建省和广东省AA+级城投企业所发3年期无担保债券发行利差由高到低位列后5位;西部地区除新疆自治区和西藏自治区外,其余省市区发行利差显著高于东部、中部各省市区;山东省AA+级城投企业2022年以来所发3年期无担保债券发行利差较其他东部省市区高,天津市AA+级城投企业2023年前三季度所发3年期无担保债券发行利差仅低于云南省;在中部地区,湖南省和陕西省AA+级城投企业所发3年期无担保债券发行利差较高(见图5)。

2. 地方政府债务管理能力

金融资源是区域化债的重要基础,而政府债务管理能力则很大程度上决定了能否利用金融资源最终实现化债目标。不管是信用风险预警、进行债务置换还是采取化债基金、应急资金池等流动性支持手段,当地政府协调资源、谈判能力以及管理能力都至关重要。在当前中央层面将防范化解地方债务风险作为工作重点、加强问责的背景下,地方政府有足够的动力持续完善债务管理机制、提高债务管理能力,但客观上会因官员的政绩观、管理经验、对债务问题的认识水平和重视程度等多方面因素影响使得不同区域存在差异。

3. 小结

总体来看,我国东部地区的银行信贷资源和债券市场融资环境整体均强于中部、中部强于西部;东部地区中海南省银行信贷资源排名靠后,天津市的债券市场融资环境排名靠后;中部地区湖北省和湖南省属地

图3 截至2022年底我国不同区域本外币贷款余额及同比增速情况



注：按本外币余额由高到低排序
数据来源：联合资信整理

³ 属地银行统计范围为注册地在该区域的发债银行，下同。

银行资产总额对区域全部债务的覆盖程度排名靠后；云南省不管从银行信贷资源和债券市场融资环境来看均处于比较靠后的位置；贵州省的银行信贷资源属于中等靠后水平，债券市场融资环境排名靠后。此外，地方政府债务管理能力对于区域利用有限的金融资源化债而言至关重要。

国企资源

闲置国有资产情况、地方国企经营情况及地方政府持股情况是影响区域利用国企资源化债的主要因素，本文选取国有资本经营收入对不同区域的地方国企经营情况进行分析，以地方政府持有上市公司市值（不含央企）来估计地方政府可用于化债的可变现股权资产规模。

1. 闲置国有资产情况

盘活国有资产是中央和地方化债政策中普遍提到的一种方式，在实践中也被广泛应用，但同时我们也看到，当前实践中地方政府和城投企业可盘活的价值较大的闲置资产主要是土地和房产，但整体规模或有限，并且国有资产的闲置通常有其历史原因，因此在盘活的过程中可能还会面临相关程序和法律问题。

2. 地方国企经营情况

从指标表现来看，2022年，在国有资本收入排名

前10位的省市区中，东部地区有6个、中部地区2个、西部地区2个；广东省、江苏省、山西省、上海市和浙江省国有资本收入排名前5位，青海省、宁夏回族自治区、吉林省、海南省和西藏自治区位列后5位。

3. 地方政府持股情况

从指标表现看，截至2023年11月25日，贵州省政府持有上市公司股权市值位列31个省市区首位，主要由于贵州茅台市值高，除贵州省、四川省、陕西省、山西省和安徽省外，其他西部、中部地区省市区地方政府持有上市公司股权市值情况一般；东部地区除河北省、天津市和海南省外，其他地区地方政府持有上市公司股权市值均超过2000亿元。

4. 小结

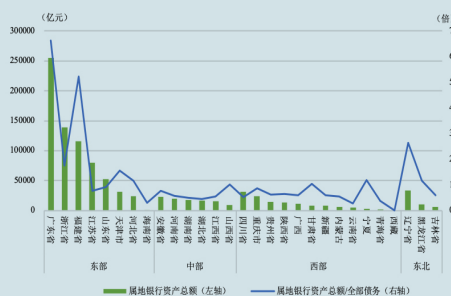
总体来看，除河北省、天津市和海南省外，东部其他省市区和中部全部省市区国企资源整体较好；西部地区除四川省、陕西省和贵州省外，其他省市区国企资源排名均靠后。

三、区域债务现状及债务化解路径可行性建议

区域债务现状

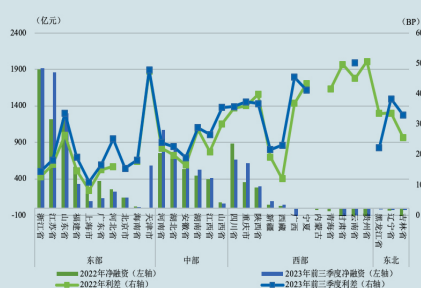
从全部债务规模来看，截至2022年底，江苏省、浙江省、四川省和山东省均超过5万亿元，显著高于其

图4 截至2022年底我国不同区域属地银行资产总额及对区域债务覆盖情况



注：按属地银行资产总额由高到低排序；北京市、上海市属地银行资产总额及对区域全部债务覆盖程度显著高于其它地区，图中未列示
数据来源：联合资信整理

图5 2022年以来我国不同区域城投企业债券净融资额及利差情况



注：按2022年净融资额由高到低排序；利差统计样本为区域内发行时主体级别为AA+级的城投企业所发3年期无担保债券，个别省市区存在无满足条件样本的情况
数据来源：联合资信整理

它省区市, 西藏自治区、宁夏自治区、青海省、海南省、甘肃省、山西省、黑龙江省和内蒙古自治区均不到万亿元, 债务规模相对较小。从“全部债务/综合财力”指标来看, 天津市、重庆市、江苏省、四川省和浙江省债务负担由重到轻位列前5位, 西藏自治区、上海市、宁夏自治区、山西省和海南省债务负担由重到轻位列后5位。从“全部债务/GDP”指标来看, 天津市、贵州省、四川省、浙江省和青海省债务负担由重到轻位列前5位, 广东省、山西省、上海市、福建省和内蒙古自治区债务负担由重到轻位列后5位(见图6)。

区域债务化解路径可行性建议

综上所述, 我们认为, ①区域化债政策措施的制定和执行受到当地财政资源、金融资源和国企资源等的制约和影响, 基于上述资源在我国不同区域的分布存在较大的差异, 各省市区应当根据自身债务负担情况、化债资源禀赋情况制定系统的化债措施和债务应急管理方案。②中央和地方都应强化对地方政府债务风险的预研预判和处置, 在妥善处理债务风险的同时, 及时遏制地方政府债务的过快和不合理增长。③加大问责和奖惩力度, 防范道德风险, 严肃财经纪律。④地方政府和城投企业需要加强与金融机构的沟通与协调, 探寻合理可行的债务置换方案, 在个别企业发生风险事件的情况下要采取及时有力的措施呵护区域融资环境。⑤清晰界定政府隐性债务的内涵, 把不再新增政府隐性债务作为基本要求; 推动城投企业整合转型, 提高企业运营效率和综合融资能力。⑥盘活存量资产方面, 除对闲置的国有土地、房产等资产进行梳理和利用外, 地方政府和城投企业还可以探索新的方式如公募REITs来盘活资产、拓宽融资途径。

地方政府和城投企业除了可以从上述共性角度着手积极化解地方政府债务风险外, 基于化债资源禀赋的差异, 不同区域在化解措施上也应有所侧重:

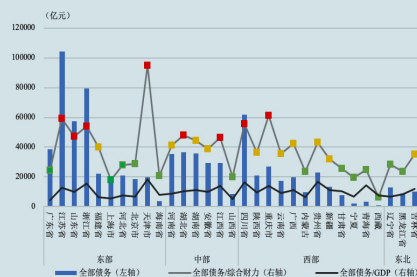
(1) 东部地区的财政资源、金融资源和国企资

源整体较为丰富, 各地区应重点做好债务管理和风险预警, 主要通过城投企业市场化转型升级加强造血功能、推动债务良性循环, 同时防范转型过程中因业务激进扩张累积债务风险。部分债务负担较重的省份如天津市、江苏省、浙江省和山东省在上述措施的基础上还应当充分协调金融资源、国企资源寻求债务的持续化解。

(2) 中部地区化债资源整体一般, 各地区一方面应当结合自身优势综合协调各类资源缓释债务风险, 如山西省可以利用其较为丰富的国企资源、通过国企经营收益、部分国企股权变现等方式进行化债; 另一方面还要加强项目的前期研究和审核, 防止地区债务的低效增长。

(3) 除个别省市外, 西部地区的财政资源、金融资源和国企资源较东部、中部而言均较差, 但在上级支持方面存在较大优势, 地方政府和城投企业可以积极争取上级政府在资金、政策等方面的支持助力区域化债。贵州省国企资源丰富, 实践中“茅台化债”模式也取得一定成效。对于西部地区部分债务规模不大的省市区如西藏自治区、宁夏自治区、青海省和内蒙古自治区, 其“地方债发行空间-发债城投企业全部债务”有盈余或缺口不大, 可通过地方债的置换逐步化解隐性债务风险。■

图6 截至2022年底我国不同区域全部债务及债务率情况



注: 按2022年GDP由高到低排序; “全部债务/综合财力”大于等于300%以红色数据点表示, “全部债务/综合财力”大于等于200%小于300%以橙色数据点表示, “全部债务/综合财力”小于等于200%以绿色数据点表示
数据来源: 联合资信整理

防范化解地方债务风险背景下城投企业财务表现

文 | 联合资信 谢晨 李晓晓 张英昊

一、防范化解地方债务风险的背景及政策梳理

我国地方政府显性债务风险总体可控，防范化解地方债务风险的核心在于隐性债务的化解和管理；从政策导向上看，规范地方债务的相关政策整体趋于高压监管态势。

近年来，随着全国经济增速放缓和地方政府举债规模扩大，地方债务风险日益凸显。具体看，地方债务风险主要来自显性债务和隐性债务两个方面。

2014年出台的《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国预算法〉的决定》（以下简称“新《预算法》”），正式赋予了地方政府发行地方政府债券的权力，同时规定发行债券作为地方政府融资的唯一途径。此后作为“前门”的地方政府债券持续扩容，截至2023年9月底，我国地方政府债券余额为38.90万亿元，其中一般债务14.97万亿元，专项债务23.93万亿元，均控制在全国人大批准的限额之内；2022年底，我国地方政府负债率为28.97%，低于国际通行警戒值60%；地方政府债务率为125.08%，仍然处于国际货币基金组织提出风险参考区间90%~150%之内，同时考虑到地方政府债券举借规模由国务院报全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会批准并由国务院财政部门实施严格监督管理，我国地方政府显性债务风险总体可控。

早期的隐性债务经历了从被动负债到主动举债的两个阶段，①被动负债阶段：1994年分税制改革造成了地方财权事权不匹配，1995年的《中华人民共和国预算法》《中华人民共和国担保法》及1996年的《中华人

民共和国贷款通则》进一步限制了地方政府合法融资的途径，但地方政府依旧承担着基础设施投资建设的重大任务，在此背景下，城投企业应运而生，承担了非市场化的社会公共职能及部分政府性融资职能；②主动负债阶段：2008年全球金融危机爆发，我国政府为进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长，安排了总规模达4万亿元中央投资资金，允许地方政府组建融资平台拓宽融资渠道；房地产和土地市场的阶段性繁荣支撑了地方财政，隐性债务快速扩张。在新《预算法》出台后的债务置换期间（2015—2018年），地方政府隐性债务规模仍不断攀升。2018年，国务院发布《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27号文），明确了隐性债务的定义、风险管理及化解安排等内容。与地方政府显性债务相比，隐性债务多具有信息不透明性和风险隐蔽性，同时无明确的债务来源和还款计划，鉴于其特殊性，故防范化解地方债务风险的核心在于隐性债务的化解和管理。

从政策导向上看，规范地方债务的相关政策整体趋于高压监管态势，2021年以来各项政策/指导意见/通知的出台频率变得愈发密集。2017—2018年，我国针对地方政府和城投企业的相关政策监管趋严，在防范化解地方债务风险的同时也逐步规范了地方政府及地方国有企业的投融资行为。2019—2020年，在宏观经济下行的背景下，我国在防范风险的同时推行了适当的扩张政策拉动内需，稳定经济增长，各项结构性宽松的政策直接或间接地为城投企业提供了较好的再融资环境。2021年以来，各项政策及指导文件将地方政府隐性债务风险管理提上新高度，相关防范化解工作持

续实施且监管政策日渐趋严。2023年7月,中央政治局会议明确指出“要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案”,表明对于隐性债务化解问题的重视程度进一步提升。

二、防范化解地方债务风险对城投企业经营发展的影响

在监管政策整体高压下,城投企业融资难度阶段性上升,整合步伐进一步加快,隐债化解压力倒逼着城投企业加速多途径寻求从单一政府融资平台向实体化、市场化、产业化方向转型发展。

严控地方债务风险的核心在于隐性债务的防范化解,而城投企业是地方政府隐性债务的重要承载主体,也是化解地方政府隐性债务的主力军。大部分城投企业回款高度依赖于政府财政资金安排,但由于近年来宏观经济下行压力较大,各地政府财政状况有所收紧,不同地区化债进程明显分化。在监管政策整体高压下,涉及隐债的城投企业在新增融资及募集资金用途方面受到较多限制,整体看城投企业融资难度阶段性上升。

隐债化解压力倒逼着城投企业加速多途径寻求从单一政府融资平台向实体化、市场化、产业化方向转型发展,同时同一区域内城投企业数量进一步压减。目前,城投企业转型路径大致分为以下几类:(1)平台整合,即地方政府通过资产运作的方式,对城投平台进行资源整合、层级提升等操作。平台整合可以将资源集中,产生协同效应。2018年起,随着隐债监管趋严、城投融资限制增多、部分区域加强债务集中管控以及各地政府陆续出台城投整合相关政策,城投整合的数量迅速增多。2022年以来,在城投融资监管持续加码等的背景下,城投整合的步伐进一步加快。整合方式方面,通过新成立城投公司作为母公司,将原有平台公司的股权划转至新平台成为近年相对主流的方式。(2)向上下游产业链延伸。委托代建和土地开发整理是城

投企业最传统的业务,也是城投企业受地方政府财力影响最大的两类业务。委托代建业务中城投企业往往担任业主方角色将工程项目分包给建筑施工企业,为降低对政府的依赖,城投企业可以通过并购等方式取得建筑施工相关资质,自己承接政府及市场化的施工项目,增加收入来源。另外,城投平台一般在成立之初会获得政府注入的一些土地资产,鉴于城投企业土地整理的主业,其拿地更具优势,可从土地一级整理向房地产开发方向延伸,实现一二级联动。(3)向公用事业企业转型。供水电热气、公共交通等公用事业具有较高的准入门槛和较强的规模效应,民营企业很难获得专营权进入相关领域经营,但城投企业在经营公用事业上具有天然优势,也可为自身提供相对稳定的现金流。(4)向商业、产业类转型。部分城投企业已涉及经营性业务的可将这部分业务发展壮大,提升经营性业务占比;未开展经营性业务的城投企业也可以通过收购或地方政府划转的方式,获得优质的产业公司股权,进入相关业务领域,增加市场化业务收入,提升自我造血能力。(5)向投资类企业转型。一方面,城投企业可以通过直接或间接控股的方式成为控股型集团;另一方面,城投企业可以通过参股(股权投资)的方式获取投资收益和积累目标业务的经营管理经验,或通过设立产业引导基金,布局符合当地发展规划的重点产业和战略性新兴产业。

三、2015—2022年及2023年1—6月样本城投企业财务表现

样本城投企业获取及分布情况

为观察防范化解地方债务风险相关政策的影响及保证样本数据可比性,本文根据联合资信行业分类标准筛选2015—2022年及2023年半年度财务数据完整的城投企业,并剔除存在母子关系的重复性样本,最终获得样本城投企业1335家。

样本城投企业分析指标选取及指标表现

1. 盈利能力

(1) 指标选取

净资产收益率是指净利润与所有者权益的比值, 该指标反映了企业股东权益的收益水平。总资本收益率则反映了企业利用其拥有的全部资本(自有资本+借入资本)获取利润的能力。本文通过对样本整体及不同类型样本在时间轴的纵向比较, 观察分析在防范化解地方债务风险背景下城投企业盈利水平的变化情况。

(2) 样本指标表现

2015年以来, 样本城投企业净资产收益率及总资本收益率均持续下降, 主要受经营性业务盈利状况不稳定与平台规模加速扩张的综合影响。信用级别较高的样本城投企业盈利能力表现出较强韧性。

2015—2022年, 在防范化解地方债务风险的背景下, 城投企业加速业务转型, 增加经营性收入来源, 积极拓展产品销售、对外贸易、房屋租赁等经营性业务, 该类业务占比逐年提升。虽然部分经营性业务可以扩充城投企业营业收入, 但较低的利润水平难以助力企业盈利增长, 部分地方政府通过股权划拨的方式向城投企业注入经营性资产, 但因注入资产质量参差不齐, 城投企业经营性业务盈利状况并不理想, 使得样本城投企业净利润增速放缓或呈现下降的趋势。此外, 在限制平台数量的政策陆续出台背景下, 平台整合进程加快,

部分城投企业规模迅速扩张, 所有者权益增速较快。在利润增速下滑和企业规模快速扩张的双重影响下, 样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均呈逐年下降趋势, 净资产收益率由2015年的2.45%降至2022年的1.23% (见图1), 总资本收益率由2015年的1.93%降至2022年的1.11% (见图2), 盈利能力不断下降。

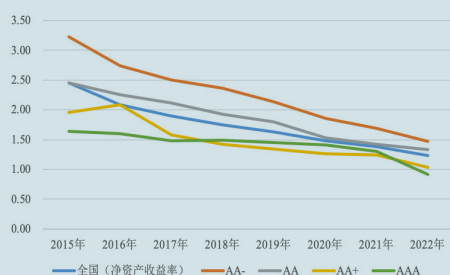
从级别分布来看, 2015—2022年, 不同主体信用级别的样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均呈现不同程度的下降 (见图1、图2)。AA-级别样本城投企业2022年底净资产收益率较2015年下降了1.75个百分点, 总资本收益率较2015年下降1.51个百分点, 降幅最大; AA级别的样本城投企业2022年净资产收益率较2015年下降1.13个百分点, 总资本收益率较2015年下降0.96个百分点; 在财政收紧与业务转型的大趋势下, 上述级别城投企业盈利能力面临极大挑战; AA+、AAA级别样本城投企业展现出更强的发展韧性, AA+、AAA级别的样本城投企业净资产收益率和总资本收益率在2015至2022年呈波动下降趋势, 但下降幅度相对较小。

2. 融资缺口

(1) 指标选取

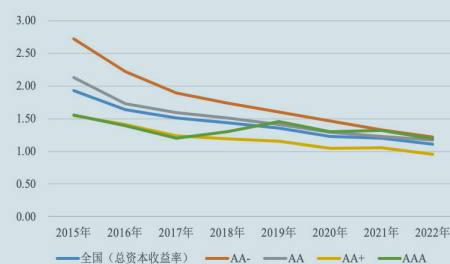
本文对融资缺口的分析仅考虑企业以债权形式获得的资金, 并选取净融资额为相应的分析指标。通过对样本整体及不同类型样本净融资额在时间轴的纵向比较, 分析防范化解地方债务风险背景下城投企业融资缺

图1 全国样本城投企业以及各级别样本城投企业净资产收益率 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据Wind等公开数据整理

图2 全国样本城投企业以及各级别样本城投企业总资本收益率 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据Wind等公开数据整理

口的变化情况。

城投企业以银行借款、债券发行等为主要融资形式,资金流入对应体现在现金流量表中的“取得借款收到的现金”和“发行债券收到的现金”两个科目¹,资金流出对应体现在现金流量表中的“偿还债务所支付的现金”科目。本文选取绝对值、比值两类指标,体现城投企业的融资缺口情况。对于净融资额(绝对值)指标而言,零值是一个很重要的分界点,当指标为正时表示企业债权形式融资资金流入量大于流出量;当指标为负时表示企业债权形式融资资金流入量小于流出量。融资率(比值)指标在分母设置“偿还债务所支付的现金”,主要考虑了企业规模对净融资额的影响,1是该指标的重要分界点,当指标大于1时表示企业债权形式资金融入量大于偿还量,小于1时表示企业债权形式资金偿还量大于融入量。

(2) 样本指标表现

2015年至2023年上半年,样本城投企业净融资情况在绝对值和比值的表现形式下呈相同走势。不同区域、信用级别样本城投企业净融资情况对监管政策宽松程度的敏感性及其响应速度有所不同,其中所在区域经济相对较弱、信用级别较低的样本城投企业在监管政策趋紧时,外部融资难度上升,融资表现不佳;区域经济相对较强、信用级别较高的样本城投企业在严监管下韧性较强。

受到“三去一降一补”、结构性去杠杆等政策的影响,2017年无论是以绝对值形式还是比值形式表现的净融资情况均较2016年有所下降(见图3)。2017年以来财政部陆续发布92号文等政策文件,加强对PPP项目及政府购买服务的监管;2018年,中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会联合印发《关于规范金融机

构资产管理业务的指导意见》,要求规范非标债务的运行、限制债务规模的快速扩张。在各项针对地方政府和城投企业债务管理的监管政策加码下,2018年样本城投企业净融资额(绝对值)与融资率(比值)均降至2015年以来最低点,融资难度明显上升。2019年我国宏观经济下行压力上升,政府逆周期调节力度加大,城投企业紧张的融资环境有所缓解,净融资额(绝对值)和融资率(比值)两个指标均较2018年有所回升。2020年,受不可抗力因素影响,基础设施建设投资再次成为拉动经济增长的新动力,城投企业融资环境进一步改善,净融资额(绝对值)达2015年以来最高点,融资率(比值)较2019年略有上升。2021年,银保监会15号文发布,城投企业融资环境全面趋紧,全国样本城投企业净融资较2020年下降,2022年略有回升。2023年上半年,国内经济明显复苏,样本城投企业融资活动加快,净融资额规模较大,相当于2022年的83.42%,融资率较2022年全年有所上升。

从区域分布来看(见图4),2015—2020年,华东、华南、西南地区样本城投企业净融资额(绝对值)变动趋势与全国样本城投企业变动趋势大体一致。2017年,

图3 全国样本城投企业净融资额及融资率(单位:亿元、倍)



资料来源:联合资信根据Wind等公开数据整理

¹ 本文假设银行借款、发行债券是主要的融资形式,未考虑非标融资,具有一定的局限性。

进一步规范地方政府举债以及规范城投企业融资的相关政策出台后,上述三个地区纷纷响应,2017年净融资额(绝对值)均较2016年有所减少,2018年受监管政策持续收紧的影响,净融资额(绝对值)分别降至2016年以来最低点;此后两年,我国加大逆周期调节力度,城投企业融资环境向好,华东、华南、西南地区样本城投企业净融资额(绝对值)保持增长。2021年以来,我国对城投企业融资管控进一步加强,华南和西南地区净融资额(绝对值)呈波动下降的趋势,华南地区2022年净融资额(绝对值)较2021年增长48.80%,达到2015年以来的最高点,主要由于福建、广东等地区整体债务负担有所减轻,区域内城投企业面临的融资限制减少,债券发行额显著增长。而华东地区净融资额(绝对值)自2021年以来呈持续下降趋势。

剔除企业规模对净融资额的影响,以融资率(比值)的表现形式来分析不同级别样本城投企业的融资情况(见图5)。不同级别样本城投企业对于政策变化的反应程度有所不同,样本城投企业级别越高,受政策及宏观经济环境的影响越小,表现为融资率波动区间越小;随着政府对城投平台隐性债务增量的管控趋严,2019年开始各级别样本城投企业融资率(比值)指标趋同。具体来看,2015—2022年及2023年上半年,AAA级别的样本城投企业融资率(比值)在1.28~1.46倍之间波动,表现更为平稳;AA+级别的样本城投企

业融资率(比值)在1.20~1.63倍之间波动;AA级别的样本城投企业融资率(比值)从2016年开始下降,2018年降至最低,随后开始波动反弹;2015—2018年,AA-级别的样本城投企业融资率(比值)明显高于其他级别,2019年开始趋缓。

3.流动性水平

(1) 指标选取

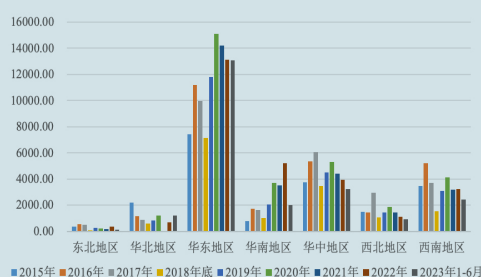
现金短期债务比是指企业现金类资产对即将到期的短期债务的保障倍数,该指标能够较好反映企业短期偿债压力及流动性情况。本文通过对样本整体及不同类型样本在时间轴的纵向比较,分析防范化解地方债务风险背景下城投企业流动性水平的变化情况。

(2) 样本指标表现

2015年以来,样本城投企业现金短期债务比呈波动下降趋势,整体流动性趋紧;短期债务占比以2017年为拐点呈上升态势,城投企业获得较长期限债务融资的难度上升,预计短期内城投企业流动性持续承压,各类金融机构以及投资者对城投企业长期投资更加审慎。所在区域经济相对较弱、信用级别较低的样本城投企业普遍面临更为严峻的流动性风险,流动性水平受政策影响波动较大;所在区域经济相对较强、化债进程较快、信用级别较高的样本城投企业流动性水平表现出较强韧性或处于较高水平。

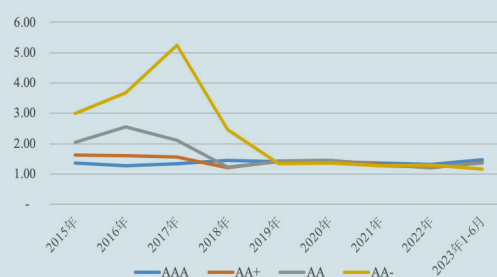
2015—2016年,城投行业融资环境相对宽松,

图4 全国各地区样本城投企业净融资额(绝对值)(单位:亿元)



资料来源:联合资信根据Wind等公开数据整理

图5 全国各级别样本城投企业融资率(比值)(单位:倍)



资料来源:联合资信根据Wind等公开数据整理

2015年底和2016年底样本城投企业现金短期债务比分别为1.62倍和2.07倍，整体流动性水平尚可（见图6）。2017—2022年底，在加强地方债务风险管控的背景下，样本城投企业现金短期债务比呈逐年下降趋势，由2017年底的1.79倍降至2022年底的0.43倍，其中2018年降幅显著，主要受到对地方政府和城投企业债务管理加强监管的影响。2022年，全国样本城投企业现金短期债务比降至0.50倍以下，主要由于政策监管力度持续加强，严格遏制新增政府隐性债务，城投企业融资压力增大，流动性持续趋紧。2023年6月底，样本城投企业现金短期债务比较2022年底略有回升，但仍存在较大的流动性压力。

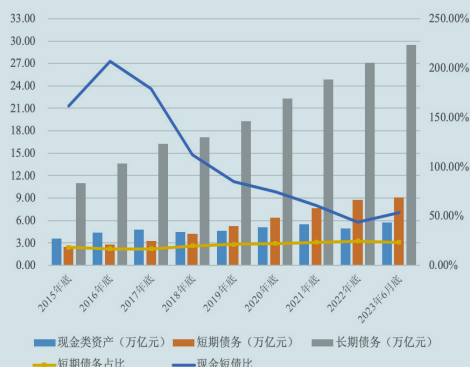
样本城投企业整体现金类资产由2015年底的3.61万亿元波动增长至2022年底的4.97万亿元，年均复合增长4.70%，增长较为平稳；短期债务由2015年底的2.44万亿元增至2022年底的8.80万亿元，年均复合增长20.09%，增速较快，主要原因为城投企业陆续进入偿债高峰期，从而导致城投企业短期偿债压力不断攀升（见图6）。从样本城投企业整体债务结构看，2015—2022年底，样本城投企业短期债务占比以2017年底为拐点呈持续上升态势，由2017年底的16.66%上升至2022年底的24.51%，反映出城投企业新融资获得的资

金期限有所缩短。在宏观审慎、严格遏制新增地方政府隐性债务以及部分地区非标、票据逾期等负面舆情频发的大背景下，各类金融机构及债券投资者对城投企业整体持观望态度，对给予城投企业长期限资金支持的态度更加谨慎，预计短期内城投企业流动性将持续承压。

从区域分布来看，2015—2016年，大部分省份样本城投企业现金短债比呈上升趋势。2017年以来，不同省市样本城投企业现金短期债务比基本呈不同程度下降趋势。其中，经济发达程度相对较高的上海、北京、广东等区域因化债进程较快，城投企业在信用环境收紧时期仍能维持较强的流动性；江苏及浙江区域内城投企业数量众多，流动性承压，但上述区域现金短期债务比与全国水平的差距持续收窄，表现出较强韧性；经济发达程度相对落后的贵州、甘肃、辽宁、云南、吉林等区域城投企业现金短期债务比下降显著，2022年底上述地区现金短期债务比在0.06倍~0.25倍之间，面临较为严峻的流动性风险。天津地区样本城投企业受融资限制政策的影响，现金短债比水平较低，2022年仅为0.24倍，流动性压力较大。

从级别分布来看（见图7），2015—2016年底，AA-、AA和AA+信用级别的样本城投企业现金短期债务比均呈现不同程度的上升态势，AAA级别的样本城投企业现金短期债务比基本维持稳定。2017—2022年底，AA-级别的样本城投企业现金短期债务比由2017年底的4.87倍下降至2022年底的0.38倍，降幅最大，主要系自2018年起融资渠道持续收缩所致；AA和AA+级别的样本城投企业现金短期债务比分别由2017年底的2.10倍、1.50倍降至2022年底的0.38倍、0.43倍，伴随着债务的集中到期和融资难度上升，上述级别城投企业流动性压力逐年加大；AAA级别的样本城投企业融资渠道相对通畅，现金短期债务比降幅有限，短期偿债压力较小。整体看，融资环境变化对低级别样本城投企业流动性水平影响更为显著，高级别样本城投

图6 全国样本城投企业整体现金类资产、现金短期债务比以及短期债务占比情况



注：上图现金短期债务比为各年底全国样本城投企业现金短期债务比中位数
资料来源：联合资信根据Wind等公开数据整理

企业流动性水平在不同融资环境下变化则相对平缓。

4.投资活动

(1) 指标选取

近年来,在政策倒逼和城投公司自身发展需求的综合影响下,城投企业谋求转型已成为其实现高质量发展的核心要务,其中向商业、产业类企业转型和向投资类企业转型是目前城投企业转型的两条重要途径。本文选取(可供出售金融资产+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+长期股权投资)占比来衡量样本城投企业对股权、基金投资的投入情况,选取在建工程增量及在建工程占比两个指标衡量样本城投企业转型过程中自营项目(一般计入“在建工程”科目)的投入情况;通过纵向时间、横向级别和区域等方面多层次进行对比分析,对样本城投企业转型中投资活动变化情况进行研究。

(2) 样本指标表现

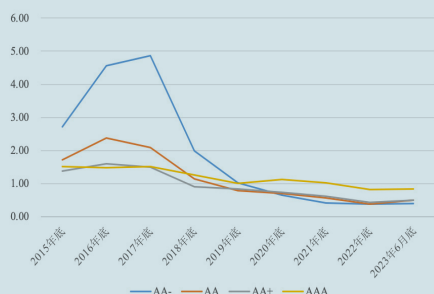
2015年以来,随着转型发展不断深入,样本城投企业在建工程和股权、基金投资规模均持续增长;增量指标在不同年份呈波动态势,其中股权、基金投资增量与净融资额走势大致相同。从级别来看,级别越高的样本城投企业由于资本实力更雄厚,其业务类型更为多元化,政府支持意愿更强,其在建工程占比和股权、基金投资占比更高,平台转型速度更快。

2015年以来,样本城投企业股权、基金投资规模

逐年扩大,样本城投企业股权、基金投资占比持续上升。从股权、基金投资规模增量来看(见图8),2016年以来,样本城投企业股权、基金投资增量与净融资额走势大致相同。2017年,财预〔2017〕50号文提出“进一步规范融资平台公司融资行为管理,推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资”,样本城投企业股权、基金投资力度加大,规模增量较2016年有所扩大;2018年,由于政府对城投平台企业举债限制增加,全国样本城投企业净融资规模降幅明显,因此其对股权、基金投资的规模增量也随之降至2016年以来的最低点;随着融资环境的阶段性调整,2019年样本城投企业股权、基金投资增量回升;2020年,城投企业融资环境进一步改善,样本城投企业净融资额达到2016年以来的最高点,但受不可抗力因素影响工程项目进度有所延迟,城投企业有较充裕资金进行股权、基金投资,当期样本城投企业股权、基金投资增量亦达到2016年以来的最高点;2021年,受不可抗力因素的持续影响,市场不确定性加大,样本城投企业股权、基金投资增量规模有所下降,但仍高于2019年水平;2022年,随着宏观经济下行压力加大,政府债务管控趋严,样本城投企业转型速度加快,股权、基金投资增量规模同比增长。

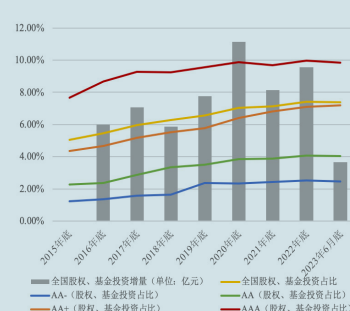
从级别分布情况来看,2015年以来,各级别样本城投企业股权、基金投资占比均呈上升趋势,自2020

图7 全国各级别样本城投企业现金短期债务比情况(单位:倍)



资料来源:联合资信根据Wind等公开数据整理

图8 全国样本城投企业以及各级别样本城投企业股权、基金投资情况



资料来源:联合资信根据Wind等公开数据整理

年底趋于稳定。样本城投企业表现出级别越高,其股权、基金投资占比越高的特点。结合在建工程占比指标来看,级别越高的城投企业其资本实力越雄厚,其本身业务类型较多元,平台转型有一定基础,转型更快,也相对更容易。

从级别分布来看(见图9),2015年底以来,AAA和AA+级别样本城投企业在建工程占比与全国样本城投企业变动基本一致,呈下降趋势;AA级别样本城投企业在建工程占比变动相对平缓;AA-级别样本城投企业在建工程占比在2018年底有小幅上升后趋于稳定。各级别样本城投企业在建工程占比分化明显,但整体呈现出级别越高,在建工程占比越高的特点。信用等级越高的城投企业本身资本实力较为雄厚,加之政府支持意愿较强,其业务转型更快也相对更容易,自营项目投入力度更大。2019年开始,AAA和AA+级别样本城投企业在建工程占比有所下降,并趋于稳定。

5. 杠杆水平

(1) 指标选取

资产负债率是指企业负债总额占资产总额的百分比,该指标不仅反映了企业举债经营的能力,还体现了企业的杠杆水平。但因未考虑往来款等扰动因素,故对资产负债率指标的分析存在一定的局限性。全部债务资本化比率是仅考虑企业有息债务对应的杠杆水平,该指标相比资产负债率更好地反映了企业刚性债务负担。本文采用资产负债率、全部债务资本化比率指标

以纵向时间、横向级别和区域等方面多层次进行对比分析,对严控地方债务风险背景下样本城投企业的资本结构、杠杆水平进行研究。

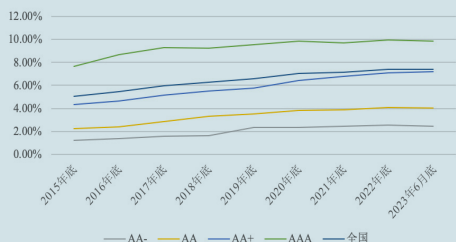
(2) 样本指标表现

2015年以来,样本城投企业资产负债率及全部债务资本化比率均呈上升趋势,但增速自2018年开始十年化债进程后逐步趋缓;经济发达地区资产负债率和全部债务资本化比率波动较小,维持较高水平;级别越高的样本城投企业在政策周期变动下能够保持较强韧性,资产负债率、全部债务资本化比率相对越高。

2015底以来,样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率变化趋势基本一致,均持续上升(见图10)。2016—2017年底,样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率的增长幅度相对较大,杠杆水平上升较快;2018年,我国完成隐债认定工作,十年化债计划开始,样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率的增幅较2017年底明显下降,杠杆水平增长放缓。2019年以来,上述指标增幅保持在1个百分点左右。2023年6月底,样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率分别为59.61%和51.74%。

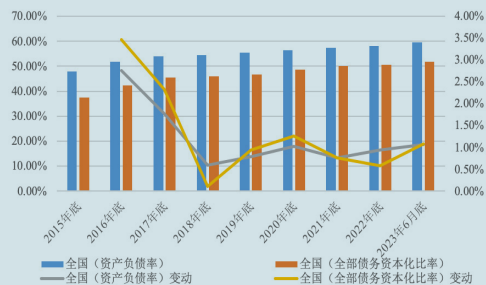
从区域分布来看,2015年底以来,各省市样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率变化趋势相近,大部分省市呈上升趋势,但在隐债化解推进过程中

图9 全国各级别样本城投企业在建工程占比情况



资料来源: 联合资信根据Wind等公开数据整理

图10 全国样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率情况



注: 资产负债率、全部债务资本化比率的变动是指两个指标分别较上一年同期变动的绝对量

资料来源: 联合资信根据Wind等公开数据整理

增速开始走缓。其中,天津和海南两地资产负债率和全部债务资本化比率均呈下降趋势。天津降幅较小,但资产负债率和全部债务资本化比率处于较高水平;海南资产负债率降幅不大,全部债务资本化比率降幅明显,主要系海南自2017年开始工程项目投入需求大幅减少,存续债务逐步减少所致。河南、山东、江西、湖北等地的资产负债率和全部债务资本化比率增幅较大,2022年底较2015年底增幅均在15个百分点以上;经济发达的地区,如上海、北京、江苏、浙江等地城投企业资质较好,债券市场认可度较高,其资产负债率和全部债务资本化比率处于较高水平,且波动相对较小。

从级别分布来看,各级别样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率变动趋势基本一致,且呈现出信用级别越高的样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率也相对越高的特点。2015底以来,各级别的样本城投企业的资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势,但2018年开始趋于平稳;AAA、AA+级别的样本城投企业的资产负债率、全部债务资本化比率在个别年份略有下降外,基本保持平稳增长趋势,在政策周期变动下保持较强韧性;AA-级别的样本城投企业两个指标整体呈现上升趋势,但波动较为明显;AA级别的样本城投企业两个指标整体波动较小。■

城投公司参与城市更新业务的模式及主要风险研究

文|联合资信 马颖

一、城市更新的背景及主要特征

根据国家发改委规划司的解释,城市更新行动是指对旧城区内功能偏离需求、利用效率低下、环境品质不高的存量片区进行功能性改造,打造成为新型生产生活空间,以推进老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三老一村”改造为主要内容。

城市更新产生的背景

伴随城市化进程的不断推进,我国城市发展逐渐面临土地资源瓶颈和产业结构转型的双重压力,部分区域因设施老化或设计局限等导致城市功能衰退,给居民生活带来不便。当前我国城镇化率达65%,部分城市的城镇化水平已经超过80%,正处于由增量扩张转

向存量更新的阶段。在此情况下,城市更新成为促进城市可持续发展的重要途径。

在我国,“城市更新”一词最早由深圳市提出,2009年深圳市人民政府颁布《深圳市城市更新办法》,对城市更新的定义及类型进行了界定。我国国家层面的城市更新概念始于2019年12月的中央经济工作会议,并在2021年3月列入了政府工作报告和“十四五”规划,至此城市更新进入了快速发展期,由地方探索扩大到全国发展。目前国家层面尚未对城市更新专门立法,但住建部、发改委等部委相继发布了一系列城市更新相关通知,深圳市、上海市、辽宁省、北京市等地方陆续发布了各自的城市更新条例,多个城市发布了各自的城市更新办法、行动计划、实施细则等,城市更新的政策体系日渐完善。

城市更新的主要特征

广义的城市更新包括棚户区改造、旧城改造和片区开发等，狭义的城市更新则主要指“三老一村”改造。以棚改为主的以往的城市更新追求增量，主要采取拆除重建、大拆大建的更新手段，而现阶段的城市更新主要强调可持续发展，具有以下特征：

留改拆相结合，拆除重建比例较低：现阶段的城市更新强调“留改拆”并举，以保留、利用、提升为主，拆除重建的比例较低。并且在开展具体项目时，需符合住建部“2255”¹的底线要求。

供地模式多样化。根据《土地法》及自然资源部相关规定，经营性用地必须通过招标、拍卖或挂牌等方式向社会公开出让国有土地。相比于此，城市更新项目的供地模式则较为多样化，在城市更新项目中，除公开招拍挂外，各地根据实际需要，还出台了相关政策，允许或鼓励采用协议出让、带方案招拍挂等多种土地供应方式。2023年11月，自然资源部办公厅印发《支持城市更新的规划与土地政策指引（2023版）》，明确了复合利用土地、容积率核定优化、建筑规模统筹、技术标准差异化等方面的支持举措，完善了城市更新在规划管控和土地利用方面的支撑保障。

具有一定收益。城市更新项目多数都有一定的经营性收益，例如老旧小区改造项目的收益通常包括物业管理费、停车费、闲置空间租赁费等，但与市场化程度较高的项目相比，其收益水平相对较低，尤其在住建部对拆除比和拆建比作了明确规定后，城市更新项目的收益率水平明显降低。

不同区域各有特色：我国城市更新实践中地方先行，各城市制定的城市更新政策在更新内容、侧重点等方面存在明显差异，因此城市更新在推进时需要“一

城一策”。另外，在更新项目类型方面，各城市也有不同的特色，比如北京作为千年古都，其城市更新相对更重视传统建筑修缮和城市风貌保护。重庆市作为中国六大老工业基地之一，拥有较为丰富的工业资产，其城市更新项目中老旧厂区改造、老旧街区改造居多。

投资规模大：据住建部数据统计，截至2022年，中国已有411个城市实施超2.3万个城市更新项目，总投资达5.3万亿元。其中不乏多个百亿级的城市更新项目，例如天津城市基础设施建设投资集团有限公司承担的金钟河大街南侧城市更新项目及设计之都核心区柳林街区城市更新项目、成都市锦江投资发展集团有限公司开展的成都市锦江区四圣祠片区城市有机更新项目的投资规模均在100~200亿元之间。

城投公司是重要的参与主体

城市更新项目的实施主体可分为：政府部门、国有企业（包括城投公司）、房地产开发企业、施工单位等。

项目实施主体因城而异。从各城市的政策及案例实践看，不同区域的城市更新项目实施主体有一定差异，比如已经启动了大规模旧改近三十年的上海市，由于拆迁成本高、开发难度大、市场主体参与的积极性不高，其城市更新项目以政府主导推进为主。深圳、广州等地区的城市更新项目则市场化程度相对较高，有统计资料显示，深圳市城市更新项目实施主体以民营企业为主，占比达74%，其次为国企，占比仅16%。但受房地产行业深度调整等影响，2021年以来上述地区有多个城市更新项目转让给国有企业继续推进。北京、天津、山东省等地区的城市更新项目，政府部门、城投公司参与的相对多一些。

¹ “2255”是指原则上城市更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的20%，拆建比不应大于2，居民就地、就近安置率不宜低于50%，城市住房租金年度涨幅不超过5%。

示范项目多由政府部门或城投公司开展。通常情况下各地的城市更新示范项目库中由政府部门和城投公司作为实施主体的居多,比如2023年9月山东省住房和城乡建设厅公布的132个城市更新示范项目中实施主体为政府部门和城投公司的比例分别约为71%和16%。重庆市住建委印发的《2023年增补城市更新试点示范项目年度计划》中公布了总投资285亿元的12个城市更新项目,项目实施主体均为国有企业,其中多数为城投公司。

城投公司具有实施城市更新项目的天然优势。首先,具有政策支持优势。城投公司通常与地方政府关系较为紧密,城投公司参与城市更新项目有利于地方政府降低其决策风险,对区域的城市更新工作起到带动和示范作用,也因此涉及公共利益、公共安全、历史风貌的城市更新项目,地方政府通常指定或授权当地国有企业(通常是城投公司)作为项目实施主体。**其次,具有资源协调优势。**城市更新项目的报批报建程序繁琐,审批手续多。相比于民营企业,城投公司更加熟悉区域规划和发展需要,其作为实施主体,更有利于审批工作的快速推进。此外,一个城市更新项目涉及投资、规划、设计、建造、运营等各个环节,部分项目产权结构较为复杂,实施主体可能需要进行拆迁意愿征询、规划编制、资金筹措、项目运营等工作,这对其综合能力提出了更高要求。**再次,具有项目经验优势。**城投公司通常具有较丰富的基建项目经验,部分城投公司的业务还涉及公用事业、房地产开发、工程施工等领域,这为其开展城市更新项目提供了技术支持和团队储备。

二、城投公司城市更新业务现状及主要模式

我国部分城市城投公司城市更新业务开展现状

实践中发现,我国部分城市中已有一定数量的城投公司主导或参与了当地的城市更新项目,项目类型较为多样,具有一定区域特色,业务模式以自营自建为

主,老旧小区改造、历史街区改造等公益性相对较强的项目则更多采用委托代建模式。

本文从我国超大城市以及住建部公布的21个试点城市中选取了上海、北京、深圳、成都和烟台五个城市,对其区域内的发债城投公司的城市更新业务开展现状进行研究。研究发现,深圳市和烟台市的城投公司数量较少,上海市、北京市和成都市的城投公司中开展城市更新项目的比例在25%左右。其中,上海市开展城市更新项目的城投公司主要包括市属企业以及静安区、黄浦区和普陀区等老城区的区属企业,项目类型以旧区改造、城中村改造和历史建筑保护改造项目为主,业务模式主要为自营自建,少数历史建筑保护改造项目采用委托代建模式。与上海市类似,成都市参与城市更新项目的城投公司既有市属企业,也有成华区、金牛区、温江区和新都区等的区属企业,项目类型以片区开发为主,也有部分特色街区改造、公共空间改造及工业上楼项目。

主要模式

具体来看,城投公司开展城市更新项目的业务模式主要有以下几种:

委托代建模式:与城投公司传统的基础设施建设业务类似,城投公司接受地方政府委托,以代建模式承接区域内具体城市更新项目的建设,项目建设资金主要由财政拨付或由城投公司负责筹措。实践来看,采用该模式推进的项目案例不多,项目类型主要集中在老旧小区改造、公共空间改造等公益性较强、收益相对有限的项目上。

PPP模式:城投公司作为政府方出资代表或社会资本方,以PPP模式参与政府主导的城市更新项目,PPP模式下的项目公司作为实施运营主体,负责城市更新项目的融资、投资、建设、运营等全流程工作。实践来看,城投公司采用PPP模式参与城市更新项目的案例相对有限,PPP模式更多出现于房地产开发企业、

施工单位等实施的城市更新项目中。此外，2023年11月，国务院办公厅转发国家发展改革委、财政部《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，该意见明确提出，政府和社会资本合作项目应聚焦使用者付费项目，项目经营收入能够覆盖建设投资和运营成本、具备一定投资回报，不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任，政府付费只能按规定补贴运营、不能补贴建设成本。因此，可以合理预见，受符合该种回报机制的项目大幅减少影响，采用PPP模式开展的城市更新项目将更加有限。

“投资人+EPC”模式：地方政府授权城投公司作为项目实施主体，城投公司通过公开招标的方式选择社会投资人（通常为EPC总承包方），城投公司与社会投资人按照约定股权比例成立项目公司（由于投资人作为主要出资对象，其出资比例较高，通常是项目公司的控股股东），由项目公司负责城市更新项目的投资、建设以及运营工作。项目公司的收益主要由两部分构成：项目运营收入（主要收益来源）、城投公司或政府相关部门支付的运营补贴。

“EPC+O”模式：以城投公司为实施主体，其通过公开招标等方式选择城市更新项目的工程建设和运营方，“EPC+O”将设计、采购、施工和运营等环节结合起来，在EPC总承包模式基础上向后端运营环节进行延伸，有利于提高项目运营效率和降低全生命周期成本。

自建自营模式：经地方政府指定、授权或通过其他渠道获取城市更新项目后，城投公司自筹资金进行项目建设，并通过项目改造提升后的租售及运营（物业管理、广告、充电桩等）收入平衡前期投资。实践中，对于一些老旧厂房改造、老旧商业改造等项目，城投公司还可通过资产或股权收购、资产租赁等方式，对相关资产进行改造提升并获取租金收益。例如北人厂（南区）老旧厂房改造提升项目即北京城市副中心投资建设集团有限公司（以下简称“北投集团”）与北人集团有限公司签订整体租赁合同，北投集团自筹资金对该宗工业用地

盘活并按照规定实施改造建设后获取收益。

发起设立城市更新基金：城投公司作为政府出资人发起设立城市更新基金，吸引社会资本参与。组织形式上，城投公司通常作为基金管理人，负责组建基金管理公司和基金的日常经营管理，收益为管理费和利润分成；其他参与方为有限合伙人，以其投资金额为限承担有限责任，收益为利润分成，采用设立母子基金架构，母基金以直接投资和设立子基金投资两种方式进行投资，子基金一般针对城市更新中边界清晰、性质统一的具体子项目。目前已有无锡、天津、石家庄、南宁等城市的城投公司发起设立城市更新基金，但由于组建时间较短，投资收益情况暂不详。从退出方式看，若城投公司参与投资母基金，母基金从直接投资项目中退出，实现提前退出，而母基金若从子基金中退出，一般通过到期清算、社会资本回购、股权转让、发行REITs等方式退出。

三、城投公司参与城市更新项目风险分析

当前我国城投公司实施的城市更新项目尚处于初期，仍处于大规模投资建设的阶段。城市更新为城投公司带来一定的发展机遇，有利于其增加经营性收入和实现市场化转型，但也可能带来诸多风险。常见的风险包括政策风险、经营风险、财务风险和合规风险。

政策风险：我国城市更新起步较晚，2021年住建部启动第一批试点城市，至今刚满两年，因此各地的城市更新经验较为有限，实践中可能会随着项目经验的积累，对先前制定的城市更新政策进行修订、变更或完善。大型的城市更新项目从前期的谈判拆迁到开发建设再到完工运营通常会历经数年，期间除政策变更外，还可能出现因政府换届或其他情况导致城市更新项目无法满足相关要求而被暂停。加之，目前我国国家层面尚未对城市更新专门立法，仅深圳、上海、辽宁和北京出台了各自的城市更新地方性法规，其余省市出台的主要是城市更新办法、行动计划等，部分城市对城市更新项目中

关注度比较高的问题（例如土地如何获取等）可能规定的较为笼统，实践中还需具体的实施细则。

经营风险：是指城投公司在运营中面临的不确定因素和挑战给其带来的风险。具体体现为：回款周期长、收益不确定性大、运营难度大。

①回款周期长：PPP模式下的城市更新项目合作期限基本在10~30年之间，委托代建模式下的城市更新项目的回款周期取决于地方政府的财政实力及回款安排，自营模式下的城市更新项目主要通过租售及运营收入进行平衡，租金及运营收入所占的比例越高，对应的投资回收周期越长。此外，受外部因素影响，城市更新项目还可能会出现工程进度缓慢、财务费用超支，并进一步导致项目投资回收周期的延长。需要特别注意的是，在工业用地更新改造的项目中，还可能会出现因土壤治理不到位导致项目竣工后无法通过土壤污染及环境检测验收的情况，并最终导致投资回收周期的无限延长。

②收益回报不确定：委托代建模式下项目通常收益确定程度较高，但该模式下的项目受限于当地财力，其他模式的城市更新项目更多与运营收入挂钩，面临的不确定性较大。

③运营难度大。城市更新项目通常要在项目中嵌入物业管理、文化旅游等多元化业务，城投公司长期从事的是基建项目的投资建设，普遍缺乏运营相关的专业人才。

财务风险：是指城投公司在资金运作、资本结构和财务状况等方面可能面临的风险，包括流动性风险、融资期限不匹配风险、或有负债及表外负债风险等。

①流动性风险：若实施的城市更新项目投资规模较大，并主要采用债务融资，将给城投公司带来较大的债务增量和刚性利息支出压力。若城投公司自身经营性现金流不足以覆盖城市更新项目刚性利息支出，将面临短期资金周转压力。

②融资期限不匹配风险：大型的城市更新项目投

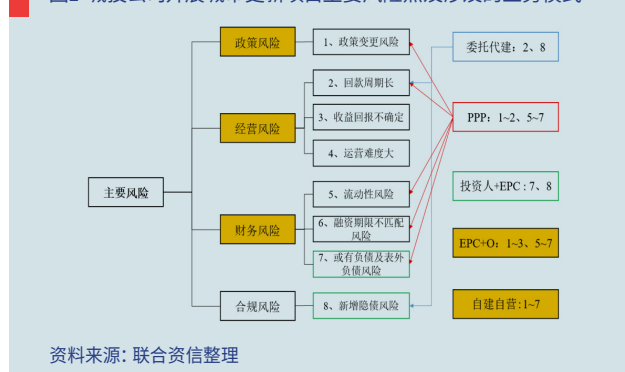
资回收周期通常长达15~20年。若城市更新项目采用银团贷款，而对应的银团贷款期限相对较短，或者若由于外部因素导致项目投资回收周期的延长，但贷款期限无法变更的情况，城投公司则面临“短贷长投”，给其债务管理和资金周转带来压力。

③或有负债及表外负债风险：若城投公司与第三方合作成立项目公司（城投公司参股），由项目公司负责项目具体的开发运营，该情况下城投公司可能会为项目公司借款提供担保，由此产生担保代偿风险；亦或城投公司借助项目公司为其新增债务融资，形成城投公司的表外负债。

合规风险：主要是指涉嫌违规新增隐性债务风险。城市更新项目中若涉及地方政府提供担保或承诺以财政资金偿还债务、承诺兜底回购或由城投公司垫资建设等，则可能涉嫌违规新增政府隐性债务。尤其是片区开发项目中基本包含了公益性、准公益性、经营性项目，不同类型项目如何确定资金筹集方式，一定程度上决定了项目的合规性以及是否存在违规举债或隐性债务风险。

结合城投公司城市更新项目采用的业务模式来看，自建自营项目以及“EPC+O”模式下面临的风险点较多，涉及政策、经营及财务风险的较多方面。委托代建及“投资人+EPC”模式下的项目则可能面临新增隐债风险（见图1）。

图1 城投公司开展城市更新项目主要风险点及涉及的业务模式



四、信用评级角度的相关建议

结合上述风险, 本文从信用评级角度为城投公司开展城市更新业务提出以下建议。

坚守合规与法律底线。城投公司开展具体城市更新项目之前, 务必熟悉国家法律法规及当地城市更新相关政策, 必要时组成由公司内部法务员工与外部法律专业人士构成的合规小组, 在资金来源、土地获取、平衡方式等重点环节, 坚持合规审查先行, 避免触及隐债红线。

开展与自身规模相应的城市更新项目, 适度举债。城市更新项目通常具有较大的投资规模, 城投公司开展项目之前要综合考虑自身职能定位及未来发展规划、当前债务规模及融资成本、城市更新项目的投资规模及资金来源等, 积极争取当地的城市更新专项资金及基金支持, 尽量降低债务融资占比。新增债务融资时, 要审慎测算自身对新增债务的承受度, 确保城市

更新项目进入运营期之前, 城投公司可依靠自身经营性业务覆盖城市更新项目对应债务的还本付息支出。

充分调研并综合考虑各种因素, 合理测算投资回收期, 并匹配融资期限, 保留一定安全边际。在进行城市更新项目投资测算时, 对售价、租金及运营收入的预测要充分调研项目周边实际情况, 在决定项目租售比时, 要结合当地政策审慎确定, 例如部分城市规定在协议出让方式取得的土地上所建设的标准厂房只租不售, 该种情况下项目的收益则不宜包括出售收入。城市更新项目若采用债务融资, 则贷款期限应当长于投资回收期, 两者中间适当预留3~5年的安全边际。

借助与专业运营公司的合作, 提高运营效率。城投公司擅长和政府单位沟通协调, 但在和政府合作进行城市开发的过程中, 通常缺乏项目运营的经验和专业人员, 因此在城市更新项目中, 必要时可聘请专业运营团队, 通过签署运营协议等方式, 以市场化方式提高运营效率, 尽快实现项目收益。■

寒风料峭, 春意未至, 现存房企压力几何 ——开发型房地产企业现金流预测模型研究

文 | 联合资信 宋莹莹 卢瑞

现金流对企业发展及正常运营极其重要, 特别是房地产企业, 拥有持续稳定并周转顺畅的现金流, 能够提高企业的抗风险能力。房地产行业属于重资本行业, 对企业自身资本实力要求较高。房地产企业前期拿地资本支出压力较大, 虽然销售采取预售制度, 但为满足持续开发需求, 房地产企业对外部融资仍存在一定的依赖; 特别是近年发展较为激进的企业, 往往

债务大幅增长, 资产负债率持续上升。同时在当前房地产行业景气度下行背景下, 研究房地产企业现金流状况对于判断房地产企业短期信用风险具有一定指导意义。

本模型旨在建立房地产企业基于目前资源状况及该企业历史表现情况下的现金流状态模拟, 通过预测的现金类资产情况筛选风险企业。

一、模型构建

房企短期偿债来源主要包括期初存量现金类资产、当期销售回款和融资获取的资金等，本模型旨在测算出房企当期销售房地产项目获得的现金和借款获取的资金等现金流入，以及当期拿地支出、建安支出和需要偿还的债务规模等现金流出，结合期初现金类资产计算房企期末现金类资产，并通过结果判断企业流动性压力。如期末现金类资产为负，则认为该企业可能会出现流动性风险。

本模型预测1：以2022年房企财务数据为基础，预测房企2023年底经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流情况，获取2023年底现金类资产；

本模型预测2：以2023年9月房企财务数据为基础，并结合模型预测1的结果，预测房企2024年底经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流情况，获取2024年底现金类资产。

对模型中涉及的需要对前三年（2020—2022年以及2021—2023年）数据进行加权平均的按照20%、30%和50%比例进行。现金类资产按照以下公式进行计算：

2023年/2024年底现金类资产=2023年/2024年年初现金类资产+2023年/2024年经营性净现金流+2023年/2024年投资性净现金流+2023年/2024年筹资性净现金流

经营性净现金流

经营性净现金流=销售商品、提供劳务收到的现金-购买商品、接受劳务支付的现金-支付给职工或为职工支付的现金-支付各项税费+其他与经营活动有关的现金净额

1.销售商品、提供劳务收到的现金

房地产企业销售商品及提供劳务收到的现金主要为销售住宅及商业等产品于当年收回的现金，销售的

产品一部分为房企期初已开发项目，另一部分为房企当期期初获得并于当期开发预售的项目。对于期初已开发项目，通过存货估算货值并扣除已销售未结转部分后，再乘以销售比率来预估销售额；对于当期拿地开发销售项目，假设房企会根据其上年销售商品、提供劳务收到的现金情况，按照一定比例获取土地，故先估算出房企当期拿地货值，再乘以销售比率来预估销售额；由于房企预售产品绝大多数不能于当期全额收回现金，故乘以回款率来测算实际回款金额；考虑2023年房地产景气度对房企销售影响较大，故根据2022年房企销售波动情况考虑2023年和2024年房企销售变化情况。综上可通过以下公式计算房地产企业销售商品、提供劳务收到的现金。

销售商品、提供劳务收到现金=（已有土储销售回款+当年拿地当年销售回款）=（（年初存货×地货比-年初预收款）×销售比率×回款率+上年销售商品、提供劳务收到的现金×拿地比率×地货比×销售比率×回款率）×（1+销售波动率）

其中：拿地比率=前三年加权平均值（拿地支出金额/销售金额）（数据统计需统一口径）

销售波动率=（2022年销售金额-2021年销售金额）/2021年销售金额（数据统计需统一口径）

在该公式中，年初存货、预收款项/合同负债、上年销售商品及提供劳务收到的现金均可通过企业财报获取数据；在模型预测2中，2023年底的存货、预收款及2023年的销售商品、提供劳务收到的现金以2023年9月数据进行模拟获取；地货比和回款率可设置为参数，需要根据样本企业调试后获取最佳数值；销售比率用房企加权平均存货周转率进行替代，拿地比率和销售波动率通过收集公开资料获取。

2.购买商品、接受劳务支付的现金

房企购买商品、接受劳务支付的现金主要来自于两部分，一部分是拿地支出，一部分是房企当期施工项目的建安支出。假设房地产企业当期拿地支出与上年

销售回款存在相关关系, 房地产企业会根据上年销售情况来决定当期拿地规模。同时房地产企业每平方米建安支出有一定的成本控制标准, 房企当期施工项目面积可用上年期末在建面积和当年新开工面积之和进行计算, 但由于企业上年末在建面积和本年新开工面积比实际施工面积要大, 且存在统计口径问题, 企业公开的经营数据多为全口径数据, 此处预估数据为合并报表数据, 故存在一定差异, 需使用折算率对该数据进行调整。房地产企业不同住宅业态的每平方米建安支出存在一定差异, 此处按照普通住宅的建安支出预估企业的建安成本。综上所述可以通过以下公式计算房地产企业购买商品、接受劳务支付的现金。

购买商品、接受劳务支付的现金=(购地支出+建安支出)÷上年销售商品、提供劳务收到现金*拿地比率+(上年末并表在建面积+上年并表新开工面积*波动比率)*开发折算率*每平米建安支出

其中: 拿地比率=前三年加权平均值(拿地支出金额/销售金额)(数据统计需统一口径)

新开工面积波动比率=前三年加权平均值((新开工面积-上一年新开工面积)/上一年新开工面积)(数据统计需统一口径)

在公式中, 上年销售商品及提供劳务收到的现金、期末在建面积、本年新开工面积可在企业财报及企业公开资料中获取, 每平方米建安支出设置为参数, 需要根据样本企业调试后获取最佳数值, 开发折算率用房企存货周转率进行替代, 拿地比率和销售波动率通过收集公开资料获取。

3. 支付给职工或为职工支付的现金/支付各项税费

房地产企业支付给职工或者为职工支付的现金及支付的各项税费与销售存在一定关系, 故在计算该数据时, 先计算出支付给职工或为职工支付的现金及支付的各项税费的现金与销售商品及支付劳务收到的现金的比值的近三年加权平均值, 然后用预估的当年的销售商品、接受劳务收到的现金来预测该数据。

支付给职工或为职工支付的现金=当年销售商品、接受劳务收到的现金×前三年加权平均值(支付给职工或为职工支付的现金/销售商品、支付劳务收到的现金)

支付各项税费的现金=当年销售商品、接受劳务收到的现金×前三年加权平均值(支付各项税费的现金/销售商品、支付劳务收到的现金)

4. 其他与经营活动有关的现金净额

房地产企业其他与经营活动有关的现金流入及流出存在较大的波动, 且主要为公司非合并范围内的合作开发项目等现金流入及流出, 较难预估, 故以近三年加权平均数来估算该数据。

其他与经营活动有关的现金净额=前三年加权平均值(其他与经营活动有关现金流入-其他与经营活动有关现金流出)

投资性净现金流

房地产企业投资活动各科目的现金流入及流出存在较大的波动, 较难预估, 故以近三年投资活动现金流净额平均数来估算该数据。

投资活动现金流净额=前三年加权平均值(投资活动现金流入-投资活动现金流出)

筹资性净现金流

1. 取得借款收到的现金

假设房地产企业当期借款收到的现金主要为项目开发类贷款, 项目开发贷主要来自于企业当期新开工项目抵押后获得的借款, 假设房地产企业现有货值将在未来3年平均开发, 并且公司用于抵押的资产按照一定比例进行折算(0.65), 考虑当前房地产行业景气度下行背景下, 非国有房企新增借款及公开市场融资难度较大, 对非国有房企进行融资加压, 故公式如下。

国有房企取得借款收到的现金=(年初存货×2-年初预收款)/3×0.65

非国有房企取得借款收到的现金=(年初存货×2-

年初预收款项)/3×0.65×加压系数

2. 偿还债务支付现金

房地产企业当期偿还债务支付的现金与年初短期债务存在关联关系, 一般情况下, 该数值应为企业按照期限结构调整后的年初短期债务, 但由于部分企业存在长期债务按年支付本金及融资期限短于1年的超短期债务及隐性债务等, 故用偿还债务与年初短期债务比率的近三年加权平均值调整年初短期债务来预估该数值。同时假设样本房企年初的长期债务将于未来三年陆续到期, 故以长期债务的1/3测算2023年需要偿付债务规模。

偿还债务支付现金=年初短期债务(不包含应付票据)×前三年加权平均值(当年偿还债务/不含应付票据的短期债务)+年初长期债务/3

3. 分配股利、利润或偿付利息支出的现金

房地产企业进行股利及利润分配的情况较少, 且股利和利润分配存在不确定性; 偿付利息支出与企业全部债务存在一定关联关系, 故用分配股利、利润或偿付利息支付的现金与全部债务比值的近三年加权平均值与年初全部债务来估算该数值。

偿付利息支出=年初全部债务×前三年加权平均值(分配股利、利润或偿付利息支付的现金/(年初全部债务+年末全部债务)/2)

4. 其他与筹资活动有关的现金净额

房企其他与筹资活动有关的现金流入及流出存在较大的波动, 较难预估, 故以近三年加权平均数来估算该数据。

其他与筹资活动有关的现金净额=前三年加权平均值(其他与筹资活动有关现金流入-其他与筹资活动有关现金流出)

二、模型适用性及局限性

模型主要适用于以住宅开发为主业的房企, 且该

模型存在的局限性可能会致使预测结果存在一定偏差。

该模型主要是针对以住宅地产开发及销售为主业的房地产企业, 以自持物业运营为主业及参加一级开发或旧改等长周期、前期资金投入规模较大业务的房企不适用于该模型。

该模型是以2022年数据为基础, 先预测出2023年底现金类资产, 再以2023年9月数据和预测的2023年底现金类资产测算房企2024年经营、投资和筹资性活动净现金流及期末现金类资产, 考虑中央国有房企、地方国有房企和民营房企融资差异, 销售和融资环境则以2023年现阶段情况为基础, 未考虑2024年各房企面临的销售及融资环境可能产生的变化情况。

同时该模型存在一定局限性, 如房企存在以下情况, 预测结果可能存在一定偏差: 1、该模型假设同类型房企具有相同经营行为, 现实中由于战略、经营风格等不同, 可能在相同的资源禀赋情况下会产生不同的经营行为; 2、该模型主要使用数据来自财务报表及公开资料, 考虑到房地产企业合作开发比例的不断提高, 非并表合作开发项目规模随之增长, 可能对结果造成一定干扰; 3、财务报表数据具有滞后性, 且模型假设房地产企业经营行为具有连续一致性, 对于战略发生较大改变的房地产企业预测结果存在一定出入; 4、预测以年度为单位, 未考虑集中到期情况; 5、该模型假设公司拿地支出主要体现在经营活动现金流中, 但部分企业可能通过收并购或者增资进入等形式获取土储, 现金流体现在投资活动现金流中, 在目前房企谨慎拿地的背景下, 通过前三年投资活动净现金流进行加权平均获取预测的投资活动净现金流或会存在高估情况。

三、模型预测结果

企业性质、区域布局等因素差异致使房企对销售环境的敏感度存在差异, 整体看, 民营房企对销售环境

敏感度更高;如销售延续2023年下降态势,2024年仍会出现新的出险房企。

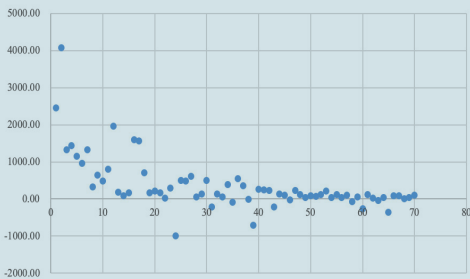
本次样本房企为未发生债务逾期的纯住宅开发类房企,共涉及70家,其中国有房企49家,民营房企21家。本模型以2022年数据为标准,利用模型预测2023年和2024年现金类资产,在2024年的销售不发生较大变化的情况下,预测结果具体如图1和表1所示,2023年底和2024年底现金类资产为负的企业中均以民营房企为主,其中2024年较2023年新增5家房企预测的现金类资产由正转负,主要原因都是在该模型下预测的购买商品接受劳务支出的现金规模较大所致,但是在实际情况下,如果企业现金流紧张会通过收缩投资来缓解现金流压力,以防止发生流动性风险。

对于房企而言,项目销售回款的波动对于自身现金流影响较大,为了解不同销售环境下,房企的现金类资产表现,增加了如果2024年销售全面下降10%、全面增长10%以及房企销售波动情况与2023年一致三种情

景,来预测不同销售环境下的房企2024年现金类资产情况,结果详见图2和表2。从预测的结果看,民营企业对销售环境的变化更加敏感,与2024年销售波动率为0相比,在模拟情况1和3下,新增的现金类资产为负的房企均为民营房企,而且由于部分房企2023年销售下降明显,致使模拟情况3较模拟情况1新增了3家民营房企现金类资产由正转负。整体看,销售缓慢恢复并不能很好的缓解房企面临的流动性压力,但如果销售继续下降,将会有更多的房企可能面临流动性风险。

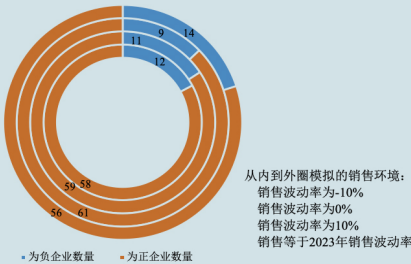
通过观察2023年销售波动率发现,70家样本房企中,有32家房企销售波动率为正,占比为45.71%;其中有4家民企房企销售波动率为正,占比为19.05%;其余28家均为国有房企,占比为57.14%。在当前房企暴雷频发的背景下,房企的市场认可度出现较大差异,部分国企和优质房企仍拥有较好的销售表现;但部分房企受布局区域、企业性质等多重影响,销售下降明显,筹资活动持续消耗现金类资产,抗风险能力较弱;如果

图1 模型预测的房企2024年底现金类资产分布散点图(单位:亿元、个)



注:上图销售环境假设在2023年基础上不发生变动,即销售波动率为0%
资料来源:联合资信整理

图2 不同销售环境模型预测的房企2024年底现金类资产正负情况(单位:个)



资料来源:联合资信整理

表1 模型预测的房企现金类资产为负情况(单位:个)

预测年份	2023年底		2024年底	
	个数	占比	个数	占比
国有房企	0	0%	4	8.16%
非国有房企	6	28.57%	7	33.33%
合计	6	8.57%	11	15.71%

资料来源:联合资信整理

2024年销售延续2023年的下降态势，仍将有一定数量的房企发生流动性风险。

四、总结

以上模型在预测房企流动性风险上具有一定预警作用，需要及时跟踪和重点关注预测的现金类资产为负的房企流动性变化情况；由于该模型存在较多假设和局限性，在未来的研究中还需要不断改进，以提高预测准确性。

该模型对于衡量房地产企业现金流的稳定性具有一定指导意义，如果房地产企业实际现金流与该模型预测的结果存在较大差异，且为较大恶化偏离差异，或者预测的现金类资产为负，可以对该企业进行进一步分析产生该结果原因及是否对企业未来发展产生负面影响，以监测企业偿债风险及压力，及时关注其流动性变化。

但由于模型中存在的假设和局限以及单一房企经营上的波动，测算的样本企业现金类资产与实际现金类资产可能存在较大差异，产生的原因主要包括：(1) 样本企业当期销售大幅增长、样本企业地货比较高以及其他与经营活动相关现金预测不准确等原因致使经营性净现金流预测值与实际值差异较大；(2) 样本企业前期投资性支出较多或投资性现金流入较大致使以均值预测的结果与实际情况偏离较大；(3) 样本企业以自有资金或经营性杠杆开发项目、融资受限等致使



取得借款收到的现金与实际现金差异较大；(4) 样本企业存在回售或债务提前偿还致使预测的偿付债务支付现金与实际情况差异较大；(5) 模型中地货比、回款率部分参数计算方式或者赋值趋同，长期借款到期时间等预测一致，没有根据房企自身业务情况进行区分等。在后续的工作中还需要不断优化该模型，以提高预测准确性。■

表2 销售环境变化对模型2024年预测结果的影响 (单位: 个)

销售环境模拟情况	销售波动率	现金类资产由正转负房企个数		现金类资产由负转正房企个数	
		国有房企	民营房企	国有房企	民营房企
模拟情况1	下降10%	0	1	0	0
模拟情况2	增长10%	0	0	1	1
模拟情况3	和2023年销售波动率保持一致	0	4	1	0

注：以上变动为和2024年销售波动率为0的情景进行对比
资料来源：联合资信整理

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2023年12—2024年1月，债券市场¹新增违约²主体1家，涉及到期违约债券1期，到期违约债券规模0.08亿元。另有重复违约³主体1家，共涉及到期违约债券1期，到期违约规模合计约0.69亿元。

截至1月31日，2024年我国债券市场新增违约主体1家，涉及到期违约债券1期，到期违约债券规模0.08亿元，均较上年同期（2家、2期和1.05亿元）有所减少。重复违约主体1家，涉及到期违约债券1期，到期违约规模约0.69亿元，均较上年同期（4家、5期和10.22亿元）有所减少（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2023年12—2024年1月，债券市场有16家发行人主体级别发生上调，1家发行人主体级别发生下调。无发行人主体展望发生调整。

截至1月31日，2024年我国债券市场有2家发行人主体级别发生上调，较上年同期（1家）有所增加，有1家发行人主体级别发生下调，较上年同期（1家）持平。无发行人主体展望发生调整（见表2）。 

表1 2021年—2024年1月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2021年			2022年			2023年			2024年1月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	23	90	1015.76	8	43	223.47	5	17	183.35	1	1	0.08
重复违约	27	79	743.28	9	27	173.13	10	20	50.38	1	1	0.69

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源：联合资信整理

表2 2021年—2024年1月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2021年	2022年	2023年	2024年1月	2021年	2022年	2023年	2024年1月
调升数量（家）	17	25	86	2	3	6	7	0
调降数量（家）	138	86	37	1	50	25	26	0

注1.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；2.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
数据来源：联合资信整理

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。
² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》（<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>）。
³ 重复违约是指发行人在 2023 年（含）之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。
⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

国美电器有限公司

一、主体概况

国美电器有限公司（以下简称“公司”或“国美电器”）成立于1999年，为上市民营企业（股票代码300262.SZ）。国美电器主要从事家用电器及电子产品销售业务，主要经营产品种类涵盖冰箱、空调、洗衣机等家电产品和手机、电脑等数码产品。截至2023年末，公司直接控股股东为中国鹏润管理有限公司（以下简称“鹏润管理”），香港联交所上市公司国美零售控股有

限公司（股票代码“0493.HK”，以下简称“国美控股”）持有鹏润管理100.00%的股份，为国美电器间接控股股东，公司实际控制人为自然人黄光裕。

受宏观经济下行、行业需求萎靡影响，公司盈利能力持续下滑，同时负面舆情频发，外部支持较弱，在前期积累的高额债务集中到期下，公司流动性承压。2023年12月21日，公司未能按时兑付“18国美01”2022年12月21日至2023年12月20日期间的利息792.17万元，构成实质性违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
18国美01	20181220	20241221	20231221	0.08	--	AA+/AA+/稳定	公司债	东方金诚	利息违约

注：1.违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；2.债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别
资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2019-04-29	公司发布2018年年度财务报告，资产总额454.00亿元，同比增长4.75%；负债总额292.22亿元，同比增长6.40%；利润总额5.61亿元，同比减少50.90%；归属母公司股东的净利润4.66亿元，同比减少50.63%；经营活动产生的现金流净额6.54亿元，同比减少125.98%
2020-04-01	公司发布2019年年度财务报告，利润总额6.82亿元，同比增长21.70%；经营活动产生的现金流净额4.03亿元，同比减少38.43%
2020-08-31	公司发布2020年半年度报告，营业收入同比下降25.69%，利润总额同比下降97.38%，净利润同比下降97.38%
2020-09-11	东方金诚发布关于国美电器有限公司2020年半年度业绩下滑的关注公告
2021-04-09	公司发布2020年年度财务报告，营业收入431.32亿元，同比减少27.47%；净利润0.45亿元，同比减少92.49%；经营活动产生的现金流净额1.38亿元，同比减少65.67%
2022-04-14	公司发布2021年年度财务报告，营业收入460.72亿元，净利润1.27亿元，应收账款净额同比上升70.17%
2022-08-31	公司发布2022年中期财报，营业收入105.35亿元，同比下降58.77%，归母净利润-1.28亿元
2022-09-06	公司持有的中关村股份被轮候冻结，数量为1100.08万股

2022-09-26	公司控股股东国美控股发布2022年中期报告显示, 国美控股出现应付金融机构逾期贷款
2022-09-27	东方金诚发布关于国美电器有限公司2022年半年度业绩亏损的关注公告
2022-10-21	公司公告, 原公司董事方巍和魏秋立离职
2022-11-04	鉴于国美电器2022年上半年业绩下滑, 所持中关村控股股份被司法冻结, 控股股东国美控股业绩下滑等因素, 东方金诚下调国美电器主体信用等级至AA-, 评级展望为负面, 同时下调“18国美01”“19国美01”和“20国美01”的信用等级至AA-
2023-04-28	公司发布2022年年报, 营业收入同比减少74.16%。审计机构北京兴华会计师事务所出具无法表示意见的审计结果

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源: 联合资信COS系统

三、违约原因分析

公司核心业务毛利率逐年降低, 关联交易占比较高, 短期债务高企

从营收构成来看, 家用电器及电子产品销售业务是公司核心业务, 长期占公司总营收的90%以上。近年来, 受经济增速下行、国内家电市场消费需求萎

靡影响, 公司核心业务毛利率逐年下降, 2021年末仅为10.87%, 处于行业偏弱水平。国美电器为实现线上战略转型, 通过保证、质押及信用方式借款或银行贷款等渠道获取资金, 导致公司有息债务规模大, 且以短期债务为主。截至2022年末, 公司短期债务占比94.13%, 债务集中到期压力很大。同时, 公司销售中关联方占款严重, 截至2021年末, 公司应收账款、其他



应收款前五大对象均为公司关联方,可用偿债资金不足,无法覆盖到期债务。

负面舆情频发,融资渠道受阻,公司流动性恶化

2022年以来,公司负面舆情频发,对公司的再融资产生严重不利影响,公司流动性恶化。根据中关村控股公告,截至2022年10月18日,国美电器所持中关村控股股份累计被司法冻结5000万股,占其所持股份比例90.09%;累计被轮候冻结股份14938.38万股,占其所持股份比例269.16%,被冻结比例高。同时,受公司未按期支付门店员工薪资、部分高管接连离职等负面事件影响,国美电器筹资性现金流净额持续净流出,2021年和2022年分别为-68.52亿和-31.46亿元,公司外部融资环境恶化,流动性日益枯竭。

间接控股股东债务高企,无法给予公司相应支持

公司作为国美集团内部的资金调拨中心,在集团

内部独立性较弱,债务偿付主要依靠集团内资金统筹调配,而间接控股股东国美控股债务高企,流动性压力大。2017年以来,国美控股连续亏损,截至2021年末累计亏损超过220亿元。2022年国美控股累计销售收入同比下滑61.81%,收入下降造成部分应付金融机构贷款逾期。同时,截至2022年末,国美控股流动负债占比高达96.44%,存在巨大的短期偿债压力。国美控股自身存在债务危机,无法给予国美电器相应支持,最终导致公司信用风险爆发,发生实质性违约。■



表3 主要财务指标

财务指标	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年6月
资产总额 (亿元)	454.00	458.78	480.17	463.44	367.29	297.05
所有者权益 (亿元)	161.79	168.65	169.83	174.02	121.32	100.06
长期债务 (亿元)	54.98	57.75	53.16	31.75	8.07	10.06
全部债务 (亿元)	207.14	216.04	238.89	205.26	137.38	134.02
营业收入 (亿元)	581.59	594.70	431.32	460.72	119.03	1.38
利润总额 (亿元)	5.61	6.82	0.51	1.19	-55.55	-20.63
EBITDA (亿元)	14.66	14.90	10.71	10.34	-48.79	--
经营性净现金流 (亿元)	6.54	4.03	1.38	16.18	-18.66	-4.75
营业利润率 (%)	13.31	12.13	10.89	12.22	21.26	83.33
净资产收益率 (%)	2.88	3.54	0.26	0.73	-44.78	--
资产负债率 (%)	64.36	63.24	64.63	62.45	66.97	66.31
全部债务资本化比率 (%)	54.32	56.16	58.45	54.12	53.10	57.25
流动比率 (%)	152.42	157.39	151.54	131.66	123.89	124.70
全部债务/EBITDA (倍)	9.94	14.13	14.50	22.30	19.84	--
EBITDA利息倍数 (倍)	2.55	2.82	1.55	1.81	-10.83	--
经营现金流动负债比 (%)	2.79	1.76	0.54	6.35	-8.77	--

资料来源: 联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

央行发布银行间债券市场债券估值业务管理办法

2023年12月1日, 央行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》, 明确估值机构内部治理、数据来源选取和使用、估值方法、信息披露、利益冲突等多方面要求, 要求提高估值技术和透明度, 鼓励估值机构多元化竞争。《办法》的发布有助于进一步规范银行间债券市场债券估值业务, 有利于提升估值机构服务水平, 完善债券市场定价机制, 进而更好保护投资者合法权益, 促进债券市场平稳健康发展。

(摘自中国人民银行官网, 2023年12月1日)

两部门联合发文支持中央企业发行绿色债券

为贯彻落实中央金融工作会议关于做好绿色金融等五篇大文章的战略部署, 进一步提升资本市场服务绿色低碳发展能力, 2023年12月8日, 证监会、国资委联合发布《关于支持中央企业发行绿色债券的通知》, 支持中央企业发行绿色债券(含绿色资产支持证券)融

资, 协同推进降碳、减污、扩绿、增长, 带动支持民营经济绿色低碳发展, 促进经济社会全面绿色转型。

(摘自证监会官网, 2023年12月8日)

交易所规范完善债券发行业务

2024年1月12日, 根据中国证监会统一部署, 深沪北证券交易所发布《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》, 在交易所公司债券发行承销规则的基础上, 针对部分债券存在发行定价不审慎、未遵循市场化原则确定利率区间等发行业务不规范行为, 坚持问题导向, 立足交易所债券发展实际, 按照市场化、透明化、规范化原则, 从政策层面进一步完善债券市场各参与方发行操作规范, 加强发行业务自律管理, 促进发行价格的市场化形成机制, 有利于进一步夯实市场持续健康发展基础。

(摘自中国证券报, 2024年1月12日)

交易商协会发布持有人会议新规

2023年12月25日, 交易商协会发布了《银行间债券市场非金融

企业债务融资工具持有人会议规程》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引》及配套文件。本次更新旨在对市场反映较为集中的持有人会议“召开针对性不强”“召集程序灵活性不够”“决议达成难度较大”等核心问题进行优化, 并对同意征集制度、募集说明书投资人保护机制、投资人保护条款和信息披露文件等配套文本进行修订。此次修订, 有利于提高持有人会议议事效率, 强化日常管理和监督, 有利于发行人加快风险处置。

(摘自交易商协会官网, 2023年12月25日)

精简“两类机构”注册要求

2024年1月12日, 交易商协会发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》, 修订公布关于外国政府类机构和国际开发机构(以下简称“两类机构”)的债券业务指引, 精简定向发行相关要求, 进一步支持两类机构在境内债市融资, 以促进两类机构债券业务规范发展, 提升债券市场对外开放水平。

(摘自交易商协会官网, 2024年1月12日)

市场动向 Market Trends

全国首单“平急两用”债务融资工具发行

2023年12月6日,山东颐养健康产业发展有限公司发行全国首单“平急两用”债务融资工具项目,发行金额1亿元,期限3年,票面利率3.2%,发行利率创集团同期限债券新低。本期债券募集资金均用于偿还银行贷款,但是其中50%用于偿还“平急两用”项目贷款。此次创新债务融资工具发行是“三大工程”领域的重要债券产品创新,体现了金融机构对“平急两用”项目的支持力度,开创了企业优质项目融资的新渠道。

(摘自中国证券报,2023年12月6日)

全国首单中小微企业支持债券发行

2023年12月27日,湖州市产业集团发行中小微企业支持债券,系全国首单该类创新产品。本次债券发行规模5000万元,发行期限3年,发行利率3.50%,发行利率创集团同期限债券新低。募集资金通过投放融资租赁款、保理款、支付货款的形式专项支持当地中小微企业发展,资金实际投向民宿经

营、景区建设、渔业饲养销售、农副产品加工、旅游用品制造等多个乡村振兴、文旅、绿色发展相关行业的民营中小微企业。本次中小微企业支持债券的成功发行,是资本市场贯彻落实中央金融工作会议精神,利用公司债券专项品种缓解中小微企业融资困境的有益实践,具有很强的示范意义。

(摘自中国证券报,2023年12月27日)

全国首单科技创新低碳转型“一带一路”公司债券发行

2024年1月29日,中国宝武钢

铁集团有限公司发行科技创新低碳转型“一带一路”公司债券(第一期),本期债券发行期限为3年期,发行规模为100亿元,发行利率为2.45%,为全国首单科技创新低碳转型“一带一路”债券。本期债券募集资金拟用于几内亚西芒杜铁矿,铁矿平均品位65%以上,是钢铁冶金降碳减排的优质原料。本期债券为科技创新债券、低碳转型债券和“一带一路”债券的混合创新债券品种,对于促进我国钢铁行业科技创新、低碳转型和全球化布局具有极强的引领和示范作用。

(摘自中国证券报,2024年1月29日)



1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

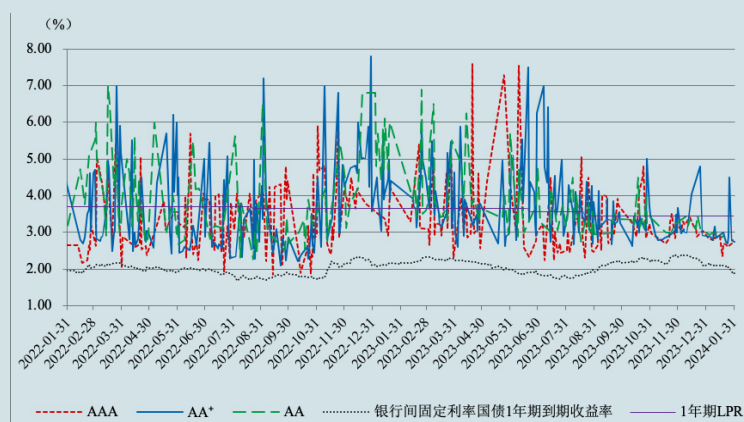
2023年12月至2024年1月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计116020.00亿元，逆回购到期117490.00亿元，实现净投放1470.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作24450.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）14290.00亿元，实现净投放10160.00亿元。在此背景下，2024年1月，1年期短融、3年期公司债、5年期中票和7年期企业债的平均发行利率（2.89%、2.98%、3.18%和3.26%）均较2023年12月（3.28%、3.70%、3.28%和3.48%）有所下降。

表1 2023年12月—2024年 1月债券平均发行利率 (%)

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2023年12月	2024年1月	2023年12月	2024年1月	2023年12月	2024年1月	2023年12月	2024年1月
AAA	3.10	2.73	3.24	2.96	3.27	3.10	3.50	3.26
AA+	3.51	2.99	3.45	3.06	3.38	3.31	3.45	3.25
AA	3.24	2.93	3.98	--	--	4.50	--	--
平均发行利率	3.28	2.89	3.70	2.98	3.28	3.18	3.48	3.26

注：1年期短融及其他券种无债项评级债券信用等级为主体级别，其余券种信用等级为债项级别

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2023年12月至2024年1月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈下降态势。2024年1月，AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（2.73%、2.99%和2.93%）均较2023年12月（3.10%、3.51%和3.24%）有所下降。

2023年12月至2024年1月，交易所国债3年期到期收益率呈下降态势。2024年1月，3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率

(2.96%和3.06%) 均较2023年12月(3.24%和3.45%) 有所下降。

2023年12月至2024年1月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈下降态势。2024年1月, 5年期AAA级和AA+中期票据的平均发行利率(3.10%和3.31%) 均较2023年12月(3.27%和3.38%) 有所下降。

2023年12月至2024年1月, 银行间固定利率国债7年期到期收益率呈下降态势。2024年1月, 7年期AAA级和AA+级企业债的平均发行利率(3.26%和3.25%) 均较2023年12月(3.50%和3.45%) 有所下降。

当前, 我国经济回升向好, 供给需求稳步改善, 转型升级积极推进, 但同时也面临外部环境不稳定、不确定性上升以及国内有效需求不足、社会预期偏弱等问题。在此背景下, 央行施行稳健有力的货币政策, 综合运用多种政策工具, 强化逆周期和跨周期调节力度, 助力经济恢复向好。未来, 稳健的货币政策将更加灵活适度、精准有效, 加大宏观调控力度, 保持流动性合理充裕, 促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配, 持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。 

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

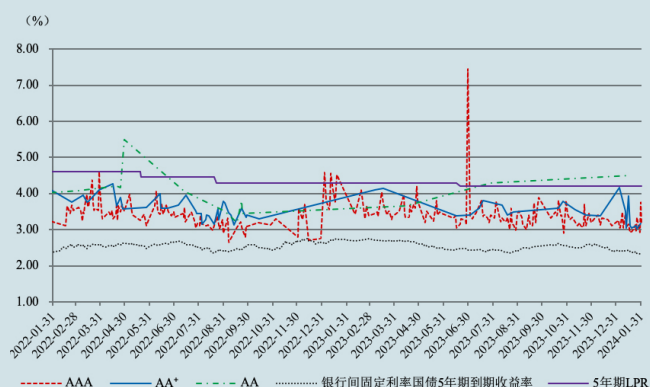


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

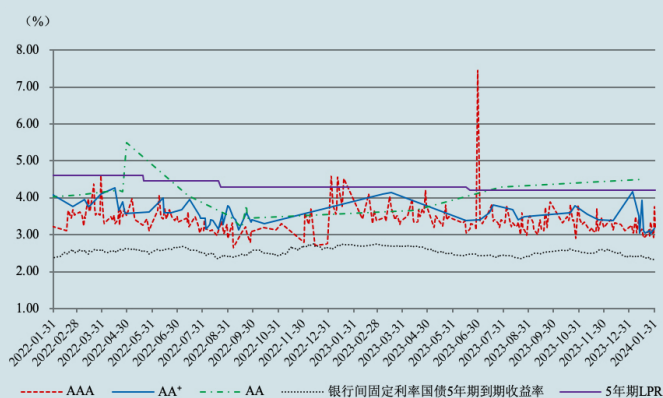
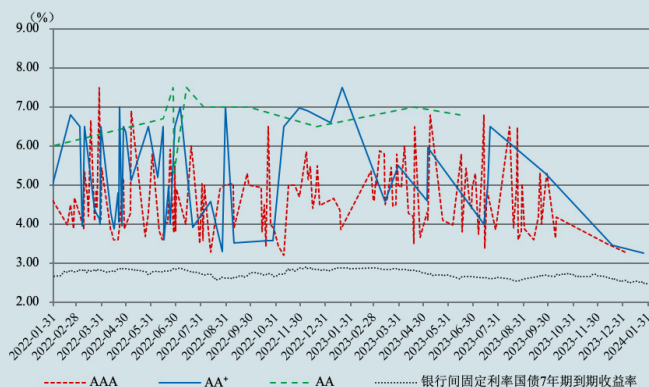


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2020年—2023年我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2020年	2021年	2022年	2023年	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	2.2	8.4	3.0	126.1	5.2
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	--	4.6
固定资产投资总额 (不含农户)	2.9	4.9	5.1	50.3	3.0
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	47.1	7.2
出口总额	4.0	21.0	9.0	23.8	0.6
进口总额	-0.2	21.5	3.9	18.0	-0.3
CPI	2.5	0.9	2.0	--	0.2
PPI	-1.8	8.1	4.1	--	-3.0
社会融资规模存量	13.3	10.3	9.6	378.1	9.5
M2余额	10.1	9.0	11.8	292.3	9.7
人民币贷款余额	12.8	11.6	11.1	237.6	10.6

注: 1.GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率; 2.出口总额、进口总额计价货币为人民币

资料来源: Wind, 联合资信整理

2021年—2024年1月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2021年	2022年	2023年	2024年1月	2024年1月同比 (%)	2021年	2022年	2023年	2024年1月	2024年1月同比 (%)
政府债	2148	2330	2363	53	-43.01	136632.90	172648.49	204804.08	8788.25	-19.09
国债	159	183	189	9	-10.00	61816.6	99082.70	111550.40	5260.00	-9.93
地方政府债	1989	2147	2174	44	-46.99	74816.3	73565.79	93253.68	3528.25	-29.73
央行票据	12	12	12	1	0.00	600	600.00	600.00	50.00	0.00
同业存单	29909	25805	26903	2215	42.44	217761.6	204969.90	257134.40	22778.30	115.45
金融债	1950	1763	1915	95	-24.60	91892.66	95625.86	93360.38	3314.9	-45.28
政策银行债	905	867	770	25	-72.22	53439.5	59620.60	52259.20	2140.00	-59.59
商业银行债	103	159	183	5	--	7710.55	12062.17	13195.00	45.00	--
商业银行次级债券	145	139	124	0	-100.00	12025.73	11941.55	11157.90	0.00	-100.00
保险公司债	19	11	23	0	--	539	224.50	1121.70	0.00	--
证券公司债	449	347	501	44	120.00	10962.38	7109.74	10466.63	795.90	90.86
证券公司短期融资券	269	223	285	18	28.57	5937	3988.30	4529.70	279.00	-2.11
其它金融机构债	60	17	29	3	--	1278.5	679.00	630.25	55.00	--
企业债	489	487	269	13	-18.75	4379.8	3703.30	2007.80	76.68	-53.70
公司债	4047	3659	4863	396	75.22	34444.23	31061.21	38537.59	3154.69	108.63
一般公司债	1424	1401	3516	89	154.29	16402.13	14843.09	24046.23	1043.92	204.37
私募债	2623	2258	1347	307	60.73	18042.1	16218.12	14491.36	2110.77	80.54
中期票据	2555	2659	3189	374	206.56	25389.65	28059.30	29643.97	3311.04	199.32
短期融资券	5147	4995	5224	495	16.20	51940.71	49824.48	48473.95	5089.53	17.09
一般短期融资券	582	558	704	62	12.73	5234.78	5150.30	5300.70	436.87	12.57
超短期融资债券	4565	4437	4520	433	16.71	46705.93	44674.18	43173.25	4652.66	17.53
定向工具	1399	1102	1225	139	44.79	8605.83	6784.21	7522.02	726.05	19.43
国际机构债	9	5	9	0	-100.00	175	165.00	210.00	0.00	-100.00
政府支持机构债	20	25	21	0	-100.00	1900	2760.00	1930.00	0.00	-100.00
资产支持证券	5881	4496	4785	304	32.17	31441.93	20115.54	18773.77	859.46	-5.78
交易商协会ABN	586	379	629	57	78.13	8827.98	3556.84	3220.08	197.40	77.63
银保监会主管ABS	1407	831	3667	8	-33.33	6459.89	4677.99	12058.00	52.08	-69.88
证监会主管ABS	3888	3286	489	239	28.49	16154.06	11880.71	3495.69	609.98	-2.89
可转债	119	149	141	6	100.00	2828.47	2200.93	1411.60	57.36	62.45
可交换债	34	36	29	2	100.00	436.6	422.94	334.06	5.00	-75.00
项目收益票据	8	--	--	--	--	49.3	--	--	--	--
标准化票据	1	--	--	--	--	0.5	--	--	--	--
合计	53728	47523	50948	4093	41.24	608479.18	618941.16	704743.62	48211.26	32.24

注: 本表统计口径为Wind中截至2024年2月22日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2023年及之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind

“债市治理能力现代化背景下信用评级高质量发展交流会”成功举办



由中国人民银行重庆市分行、重庆市南岸区人民政府主办的“债市治理能力现代化背景下信用评级高质量发展交流会”于2023年12月17日在重庆成功举办。联合资信总裁万华伟、董事会秘书刘晓佳应邀出席了本次交流会，并与来自国内多所高校法学教授、知名证券争议解决律师以及中诚信国际、大公国际、东方金诚等同业就债券市场和评级行业高质量发展法治保障进行交流探讨。

联合资信总裁万华伟发表了题为《信用评级行业高质量发展的法治保障》的主旨演讲。万华伟在回顾评级行业发展历史、总结信用评级特点与目标基础上指出，作为金融体系中特殊的中介服务行业，信用评级是维护国家

金融主权与金融安全的重要力量之一。评级行业在债券市场发展和目前司法形势下面临新挑战，需要监管机构、司法机关大力支持，给与评级行业发展提供更多的发展机会和发展空间。

联合资信董事会秘书刘晓佳介绍了评级行业整体证券虚假陈述涉诉现状，从司法实践角度剖析了当前评级行业在虚假陈述民事诉讼中面临的具体司法困境，并同与会嘉宾就证券虚假陈述司法实践标准不一致的问题展开探讨。

本次交流会对我国债市治理能力现代化背景下信用评级高质量发展具有理论与现实意义，为评级行业在证券虚假陈述案件中责任界定指明了方向。





专业 · 尽责 · 真诚 · 服务



联合信用管理有限公司
China Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

编辑部: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编: 100022 电话: (010) 85679696 传真: (010) 85679228 Email: lianhe@lhratings.com