

2023年一季度ABS市场运行报告
上交所ABS挂牌新规简析之可续发型ABS
商业保理公司在ABS中的风险二象性



联合资信

联合信用2023年信用发展论坛举办 专家热议信用赋能债市可持续发展



5月25日，联合信用2023年信用发展论坛在苏州举行。本次论坛以“信用赋能债市可持续发展”为主题，探讨在双碳目标下，通过环境、社会和治理（ESG）因素的整合，推动金融产品创新等话题。

联合信用管理有限公司董事长王少波表示，在中国经济快速发展的过程中，债券市场已成为中国经济发展的重要组成部分。在新时期下，实现中国式现代化的发展，赋予了债券市场更大的使命和责任。联合信用管理有限公司作为债券市场主要评级机构和风险预警机构，积极助力信用力量赋能债券市场健康可持续发展，在化解存量风险的同时，进一步推进债券融资和投资的

市场化进程。

“无论是通过传统信用评级服务的提供，还是在推动绿色金融服务、数字化信用产品等方面，都是联合人希望更好实现信用赋能中国债券市场可持续发展的努力和尝试。”王少波说，联合希望通过构建以“信用+”为核心的金融服务与投资机制，包括“信用+评级”服务、“信用+预警”服务、“信用+数据”服务、“信用+模型”服务、“信用+估值”服务、“信用+指数”服务、“信用+投资”服务、“信用+金融产品设计”服务、“信用+研究”服务等，为实现中国债券市场的可持续发展进行有益探索。

会上，苏州市政府副秘书长金

晓虎出席并致辞。联合资信副总裁陈茵介绍了联合ESG评价体系。联合赤道副总裁刘景允对联合在绿色金融创新和应用方面做了专题介绍。联合咨询研究总监余雷对当前城投风险和融资环境进行研判分析。

此次论坛围绕如何建设信用体系，如何提高风险识别能力，如何通过环境、社会和治理因素推动金融产品创新等话题进行深入探讨。与会专家热议信用赋能中国债券市场的新思路、新策略与新机遇，探索金融业实现高质量发展路径，助力中国经济转型升级。银行、证券、保险、基金等100余家机构近300位来宾参加了此次论坛。

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 艾仁智 申中一 田小卫 冯磊 成斐 任红
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 杜涵 李小建 李天娇
李云 李少龙 李为峰 李珍 李振宇 李晶 杨世龙 时南 张兆新 张丽 张连娜 张学群 张祎 张莉 张雪 陈诣辉
陈茵 陈勇军 邵天 邵立强 林光美 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉 周捷 周旭 官雪 赵东方 赵晓丽 赵鹏程 袁芳
贾二柳 徐阳 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

2023 June

目录

特别策划 Feature

- 1 2023年一季度ABS市场运行报告
联合资信 结构评级五部
- 8 上交所ABS挂牌新规简析之可续发型ABS
联合资信 刘斯怡 刘畅 陈晓璇
- 12 商业保理公司在ABS中的风险二象性
联合资信 陈开帆 李敦远
- 16 黑石CMBS违约启示录
联合资信 李晓音 陈开帆 唐思思

宏观研究 Macroeconomic Research

- 24 消费投资协同发力 经济运行企稳回升
联合资信 吴玥 刘东坡 马顺福

行业研究 Industry Research

- 32 城商行合并重组浪潮下的新格局
联合资信 陈绪童 郭嘉喆
- 39 保险业季度观察报
联合资信 马默坤 刘敏哲 郎朗
- 47 数字地产红海泛舟——中国IDC市场竞争要素与风险分析
联合资信 王佳晨子 崔濛晓

债券市场 Bond Market

- 54 一级市场发行小幅回暖，二级市场回报率呈现分化走势——2023年一季度中资美元债研究报告
联合资信 程泽宇
- 63 发行规模大幅回升，区域分化持续——2023年一季度城投债市场分析
联合资信 张婷婷 张博 张丽斐

专项研究 Monograph

- 67 可转债转股条件及转股可能性研究
联合资信 蒲雅修 宁立杰 王兴龙 李敬云 王佳晨子 王玥
- 73 2022年信用风险高企的行业，2023年将何去何从？
联合资信 研究中心
- 79 推动REITs 一箭三雕——发改委236号文解读
联合资信 陈谔辉

信用评级 Credit Rating

- 83 简析并表型资产证券化产品的模式及评级思路
联合资信 魏诗博

信用风险 Credit Risk

- 88 信用风险事件统计
- 89 违约案例 恒大地产集团有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 92 政策指南
- 93 市场动向

市场数据 Market Data

- 94 债券发行利率走势
- 96 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 53 关于债务融资工具置换业务的一些基础知识



2023年一季度ABS市场运行报告

文 | 联合资信 结构评级五部

一、一级市场运行情况

发行概览

(1) 2023年一季度ABS发行清淡

2023年一季度我国债券市场共发行329单ABS(含信贷ABS、企业ABS和ABN)产品,发行金额3507.85¹亿元,同比下降13.04%,主要受行业周期、季节性因素叠加资产投放放缓的影响,季度末市场存量为4.12万亿元,环比下降4.07%。

回顾2022年,我国资产证券化市场明显萎缩,全年共发行资产证券化产品1732单,较上年下降20.84%;发行金额19733.09亿元,较上年下降36.51%,主要受疫情反复、监管趋严以及消费、地产需求疲弱因素影响。近年来资产证券化发行规模变化见图1。

(2) 子市场表现分化,企业ABS同比有所增长

图1 近年来资产支持证券年度发行规模(单位:亿元、单)



数据来源: Wind, 联合资信整理

2023年一季度信贷ABS、ABN和企业ABS发行规模占比基本呈1:1:3格局。其中,信贷ABS发行28单,发行金额756.15亿元(同比下降22.67%),占发行总量的21.56%;ABN发行76单,发行金额587.00亿元(同比下降49.47%),占发行总量的16.73%;企业ABS发行225单,发行金额2164.69亿元(同比上升14.27%),占发行总量的61.71%。

(3) 热门资产发行量大, RMBS仍未发行

信贷ABS方面,车贷ABS占据半壁江山(发行规模占比57.57%),消费贷、小微类ABS亦是重要产品类型。不良贷款ABS发行单数最多(10单,单数占比35.71%),且发行规模同比大幅增长(增幅达107.59%)。一季度仍未发行RMBS产品,这是信贷ABS发行规模同比萎缩的重要影响因素之一。

企业ABN方面,应收账款、供应链、融资租赁ABN是主要的产品类型。其中,融资租赁ABN发行规模同比大幅下降(降幅达316.31%);同时,补贴款ABN、CMBN等品类未发行,是ABN市场发行规模同比大幅萎缩的主要原因。

企业ABS相对强劲,融资租赁ABS发行稳定(发行规模占比29.92%),信托受益权、供应链、小额贷款、应收账款ABS也是主力产品。得益于宏观经济修复及行业监管环境改善,消金ABS回暖(同比上升67.50%)。保单质押贷款ABS发行规模同比大幅增长(增幅达

¹ 本文数据来源于 Wind, 以项目成立日 / 起息日作为统计依据, 统计范围不含公募 REITs。

611.11%)，主要系基础资产规模增加，保险机构盘活资金的力度加大。受市场环境制约，CMBS发行规模明显下降（降幅为89.03%）。

各子市场主要ABS产品发行规模占比情况见图2。

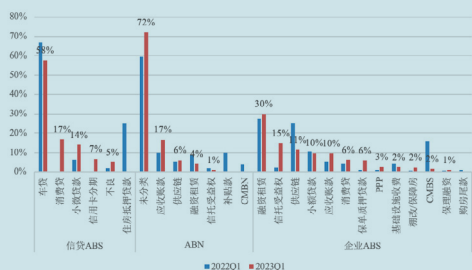
(4) 头部机构优势明显，信贷ABS市场集中度最高

从发起机构/原始权益人来看，2023年一季度信贷ABS发起机构集中度较高，ABN发起机构也呈现一定的集中度，企业ABS原始权益人更加多元化。其中，信贷ABS涉及21家发起机构，前3大、前5大和前10大发起机构发行金额占比分别为49.49%、64.97%和88.08%。ABN涉及43家发起机构，前3大、前5大和前10大发起机构发行金额占比分别为33.55%、42.52%和58.18%。企业ABS涉及125家原始权益人，前3大、前5大和前10大原始权益人发行金额占比分别为16.60%、23.06%和32.64%。

证券特点

(1) 各类ABS期限各有特色，ABN短期化趋势加剧
2023年一季度发行的ABS期限分布于0.14~18.01

图2 2022年及2023年一季度子市场主要ABS产品发行规模占比情况



注：该图中占比为各类产品发行规模/相应的子市场总发行规模，且未列示2022年及2023年一季度发行规模在各子市场占比均未超过1%的品类，占比数据标注为2023年一季度的比例
数据来源：Wind，联合资信整理

年，其中3年以内的证券共计708只，合计发行金额为2977.73亿元，金额占比约84.89%。具体来看，信贷ABS期限以中短期为主，1~2年期证券占比最多。企业ABS除中短期产品外，5年期以上证券占比较高（发行规模占比17.32%）。ABN期限仍以短期为主，且短期化趋势有所加剧，1年以下ABN发行规模占比75.12%，显著高于2022年各季度，主要受ABCP热度高涨影响。2023年一季度，ABCP发行规模为367.44亿元，在ABN中占比为62.60%，ABCP的大量发行将拉低ABN整体期限水平。

(2) 证券以高信用等级为主，企业ABS夹层信用等级分布范围最广

2023年一季度发行的ABS优先/夹层/次级占比约为91%/3%/5%，证券以高信用等级为主。披露级别的优先级证券的信用等级均为AAAsf和AA+sf，发行规模占比分别为95.96%和4.04%。夹层证券信用等级分布较广，多种信用等级证券的发行可以满足并有效平衡不同投资者对于风险和收益的需求。其中，ABN夹层信用等级均为AA+sf；信贷ABS夹层信用等级呈现多样化，信用等级涉及5类子级；企业ABS夹层信用等级分布范围最广，信用等级涉及8类子级，AA+sf夹层证券发行规模最大，除1只AAAsf夹层外，其他证券信用等级介于BBBs~AAAsf之间。

利率分析

(1) 除固定利率外，少量证券采用累进利率

2023年一季度发行的证券多采用固定利率（发行金额占比94.85%），少数证券采用累进利率²（发行金额占比5.15%）。目前采用累进利率的证券主要为收费收益权ABS、CMBS等，平均期限超过10年，其开放期常设置利率调整机制，累进利率有利于发行方获得长期稳定的资金。

² 累进利率：利率与期限挂钩，采取分段累进计息方式。

(2) 利率水平环比上升

从AAA sf和AA+sf发行利率情况来看, 2023年一季度证券的利率环比明显上升。信用等级为AAA sf的证券中, 2~3年证券发行利率环比上升幅度最大, 可达9.81%, 2年期以下证券发行利率环比上升幅度为7.00%~9.00%之间, 3年以上证券发行利率环比上升幅度有限, 维持在2.00%~4.00%的区间。信用等级为AA+sf的证券中, 各期限证券发行利率环比上升幅度均在10%以上, 且上升幅度均明显高于同期限AAA sf证券。其中, 4~5年期和2~3年期AA+sf证券发行利率为环比上升幅度分别为71.88%和71.51%, 其他期限证券发行利率环比上升幅度基本维持在10.00%~20.00%。AAA sf和AA+sf证券发行利率情况见图3。

(3) 信贷ABS利差较低, 信用风险、期限及基础资产类型均影响利差表现

本文采用线性插值法计算证券发行利率与同期限中债中短期票据收益率之间的利差, 因5年以上及信用等级在AA+sf以下的证券数量少, 本文仅研究2022年和2023年一季度发行的且期限在5年以下的AAA sf和AA+sf证券, 涉及2989只证券。

分市场来看, 企业ABS和ABN利差主要集中在100bps以内, 其发行规模占比分别为80.75%和80.51%, 其中利差为20~40bps的证券金额占比最大; 信贷ABS利差主要集中在20bps以内, 其中负利差证券发行规模占比达74.95%, 说明投资者对信贷ABS认可度

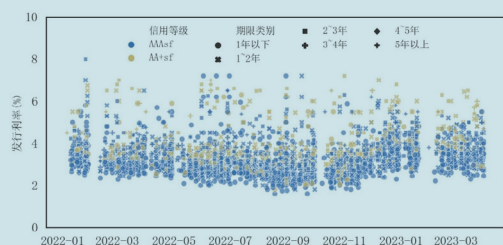
高, 发行人通过高利差吸引投资者的动力不足。

从信用评级来看, AAA sf和AA+sf级证券平均利差分别为70.59bps和127.58bps, AA+sf级证券的利差处于较高水平, 实务中车贷和消费贷ABS在跟踪时通常发生信用级别提升, 对投资人而言优质的AA+sf证券性价比更高。AAA sf和AA+sf证券利差分布情况见图4。

1年以下证券的平均利差为77.00bps, 明显低于中长期证券利差; 2~3年期证券利差跨度最大, 3~4年期证券相比其他中长期证券并未表现出明显的利差优势, 平均利差为82.67bps, 4~5年期证券的利差较集中, 且整体处于较高水平。不同期限证券利差分布情况见图5。

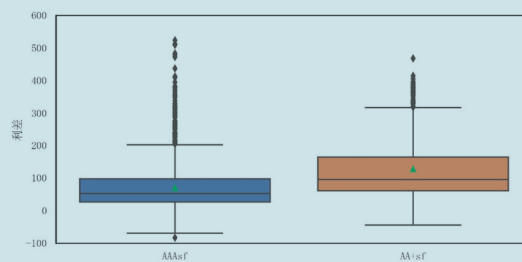
常见大类基础资产中, 车贷ABS的利差最集中, 且整体处于偏低水平; 应收账款ABS利差分布范围广, 消费类和小额贷款ABS利差分布相对集中, 且整体处于较高水平。不同基础资产证券利差分布情况见图6。

图3 一季度AAA sf和AA+sf证券发行利率情况



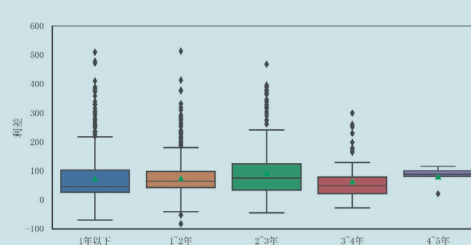
数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 AAA sf和AA+sf证券利差分布情况(单位:bps)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 不同期限证券利差分布情况(单位:bps)



数据来源: Wind, 联合资信整理

存续证券表现

(1) ABS存续规模环比下降

截至2023年3月底,我国ABS市场存续项目3701单,存量规模4.12万亿,以RMBS、应收账款ABS和CMBS/CMBN为主,余额占比分别为24.29%、11.18%和10.35%。分市场来看,信贷ABS存续569单,存量规模1.35万亿元,环比下降5.53%,存量占比32.88%;企业ABS存续2336单,存量规模1.99万亿,环比下降1.77%,存量占比48.41%;ABN项目存续796单,存量规模0.77万亿,环比下降7.17%,存量占比18.71%。

(2) 一季度无证券违约,个别证券级别调整

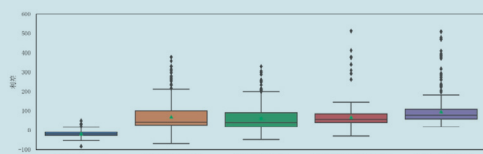
证券存续期管理尤为重要,需从基础资产、交易结构、参与方主体信用水平等多方面关注证券在存续期的信用风险变化情况。基础资产方面,需关注基础资产回款情况,包括早偿、逾期、违约等,通过对比存续期间基础资产现金流真实回款情况与首评预测的偏离度,判断项目运行风险是否处于合理范围内。交易结构方面,需关注存续期证券利息、本金是否得到及时、足额的兑付;关注项目是否触发相关信用事件、事件触发后的交易安排执行情况以及现金流的重新分配情况,并评估其对证券兑付造成的影响。此外,存续期内,需关注原始权益人、重要债务人、增信方等参与方的经营及财务状况、是否发生重点风险事项(如监管处罚等)、是否发生替换等情况。

从存续期实际表现来看,2023年一季度,ABS市场未出现违约,11只证券进行了级别调整。其中9只证



券级别上调,7只证券由AA+sf调升至AAAsf,2只证券由A+sf调升至AAAsf,上调证券涉及4家原始权益人,对应的基础资产类型主要为消金、小微贷款、融资租赁和PPP项目,上调原因主要系资产端与证券端双重去杠杆效应,亦或是增信方提供的信用支持有所增强;2只类REITs证券出现级别下调,主要受差额支付承诺人信用等级变动影响。证券级别变动情况见表1。

图6 不同基础资产证券利差分布情况(单位:bps)



数据来源: Wind, 联合资信整理

表1 2023年一季度资产支持证券级别变动情况(单位:只)

最新评级 上次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	#总数
AAA _{sf}	-	-	-	-	-	-
AA ⁺ _{sf}	7	-	1	-	-	8
AA _{sf}	-	-	-	1	-	1
AA ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-
A ⁺ _{sf}	2	-	-	-	-	2
#总数	9	-	1	1	-	11

数据来源: Wind, 联合资信整理

市场热点及创新

(1) 基础资产类型日益丰富

2022年首单车险分期ABS³、首单绿色新能源电池资产ABS⁴、首单蓝色ABS⁵等创新产品相继发行,有效拓宽了ABS基础资产类型,有助于推动资产证券化业务创新发展。2023年一季度首单上市公司“保函+”供应链ABS⁶和首单“长江经济带乡村振兴”ABS⁷成功发行。

(2) 绿色ABS发行增长

2022年ABS市场共发行绿色ABS125单,规模为2143.55亿元,分别为2021年的1.54倍和1.74倍。2023年一季度,共发行28单绿色ABS,发行规模458.65亿元。绿色ABS产品创新不断涌现。2022年4月,全国首单绿色电池资产ABN⁸成功发行;12月,首单户用光伏基础设施类REITs⁹成功发行,具有“绿色”“双碳”“助农”等多重特色。2023年3月,全国最大规模的储架碳中和CMBS¹⁰(同时也是首单灵活期限储架CMBS和央企首单单楼宇储架CMBS)成功发行。随着我国对于实现“双碳”战略目标的路径逐渐清晰,“1+N”政策体系不断完善,绿色ABS将有广阔的发展空间。

(3) 小微ABS发行升温,产品多元化特征明显

政策支持环境下,2023年一季度小微类ABS发行规模112.95亿元,同比增长88.33%。对于不同小微贷款ABS产品,受获客渠道、风控政策和产品定位不同影响,其资产特征差异较大;在证券发行端,小微贷款ABS产品分层结构丰富,夹层较多,且证券级别呈多元

化特征,有助于满足投资者对证券的多样化需求。随着经济修复以及宏观政策对小微企业的金融支持力度持续加大,小微贷款规模有望保持增长,小微贷款ABS发行有望增长,进一步盘活存量资产。

(4) NPL市场具有增长潜力

2023年一季度,共发行10单不良贷款ABS,规模38.23亿元,同比增长107.59%,主要受经济下行因素影响,银行资产质量承压,不良资产转出动力较大。从资产类型来看,抵押类不良ABS占比增大,个人住房抵押不良贷款ABS发行规模占比达42.90%。随着不良ABS试点机构的扩容,不良ABS发行仍有增长空间,基础资产类型有望进一步丰富。

(5) 保交所ABS注册规模明显增长

2022年保交所注册产品65单,规模3076亿元,分别为2021年的1.76倍和1.97倍,基础资产类型主要以消金和供应链为主,规模占比分别为51.82%和35.53%。根据2023年3月发布的保险资管ABS业务指引¹¹,保险资管纳入企业ABS管理人范围,有助于保险资管扩围到标准ABS市场,有望为市场带来新增供给和活力。

二、二级市场交易情况

成交规模

成交规模环比下降。2023年一季度,资产证券化二级市场成交规模为0.52万亿,剔除起息日2个工作日内成交净价为100元的交易后成交规模为0.50万

³ 国投-天风-普洛斯车险分期1期资产支持专项计划(疫情防控ABS)。

⁴ 蔚能-华泰-甬兴-绿色新能源电池资产支持专项计划(碳中和)。

⁵ 中国交建应收账款1号第11期绿色资产支持专项计划(蓝色)。

⁶ 国海证券-锦融1期资产支持专项计划。

⁷ 天风-财通租赁1期长江经济带资产支持专项计划(乡村振兴)。

⁸ 武汉蔚能电池资产有限公司2022年度第一期绿色电池资产支持票据。

⁹ 国家电投-重庆公司能源基础设施投资户用光伏绿色资产支持专项计划(类REITs)。

¹⁰ 金茂申万-上海金茂大厦-鑫悦绿色资产支持专项计划(碳中和)。

¹¹ 《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》。

亿¹²，同比上升15.07%，环比下降26.76%。其中，信贷ABS成交规模0.10万亿，占比19.50%；ABN成交规模0.17万亿，占比34.48%；企业ABS成交规模0.23万亿，占比46.01%。

成交基础资产类型

从基础资产类型来看，二级成交活跃度与一级发行量有一定关联。2023年一季度信贷ABS中，RMBS是交易最活跃的品种，其次为车贷ABS，成交规模合计占比超过90%。ABN市场中，并表类ABN以及应收账款、小微贷款、融资租赁、供应链ABS是主要交易品种，成交规模合计占比超过70%。企业ABS中，应收账款、CMBS、融资租赁、小额贷款、类REITs、供应链、消费类ABS是主要交易品种，成交规模合计占比超过80%。

成交证券期限特征

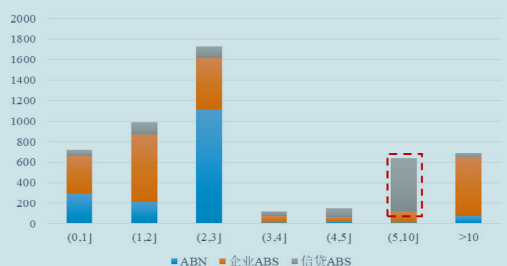
从证券期限来看，2023年一季度期限在3年以内（占比68.30%）和5年以上（占比26.26%）的证券成交规模较大。分市场来看，信贷ABS市场期限在5~10年的证券成交规模最大，占比52.96%，主要为RMBS

产品；期限在1~3年的证券也有较大规模的成交，占比24.07%，主要为车贷ABS产品。ABN市场期限在2~3年内的证券成交规模最大，占比64.17%，主要为并表类ABN；其次为1年以内的短券，占比16.79%，主要为应收账款ABS和供应链ABS；期限在1~2年的证券成交规模占比12.21%，主要为小微贷款ABS。企业ABS市场期限在1~2年的证券成交规模最大，占比28.36%，主要为应收账款ABS、小额贷款ABS及消费类ABS；其次为10年以上的长券，占比24.84%，主要为CMBS、类REITs；期限在2~3年的证券成交规模占比21.64%，主要为应收账款和融资租赁ABS。成交证券期限分布情况见图7。

证券分档成交情况

2023年一季度优先：夹层：次级的成交规模占比约为94:3:3。优先档方面，信贷ABS市场除A1档外，RMBS的A2档和A3档也有较大规模的成交，主要受分配机制影响A1档剩余规模缩小，且期限较短；ABN市场优先A1档成交占比超过97%；企业ABS市场A1档成交占比超过81%。夹层档方面，企业ABS市场的CMBS、类REITs、应收账款及融资租赁ABS成交活跃。次级档方面，企业ABS市场的小额贷款和消费类ABS较活跃，其次为信贷ABS市场的RMBS和不良ABS，ABN市场的小微贷款ABS也有一定的成交。成交证券档次分布情况见图8。

图7 2023年一季度成交证券期限分布(单位:亿元)



数据来源：Wind,联合资信整理

三、监管动态

鼓励通过资产证券化方式盘活存量资产

2022年5月，国务院办公厅印发关于盘活存量资产的意见¹³，提出聚焦重点领域、重点区域、重点企业，通

¹² 二级市场交易情况后续分析均以剔除起息日2个工作日内成交净价为100元的交易数据为准。

¹³ 即《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》。

过推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展、规范有序推进政府和社会资本合作（PPP）、积极推进产权规范交易等多种方式盘活存量资产。6月，上海证券交易所（以下简称“上交所”）发布的关于盘活存量资产的通知¹⁴，提出以下几方面内容：一是聚焦重点方向，创新拓展资产证券化盘活存量方式；二是突出资产信用，加强完善资产证券化投资者保护机制；三是加大融资服务，优化强化资产证券化市场支持举措。

制定或完善资产证券化业务规则

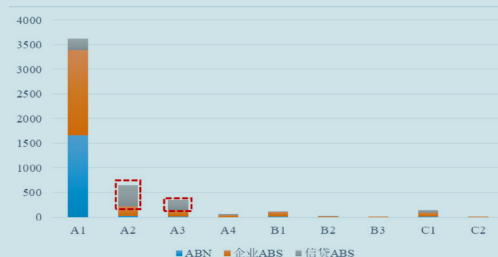
2022年12月，上交所发布资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引系列文件¹⁵，深圳证券交易所（以下简称“深交所”）发布两项业务指引¹⁶，明确信息披露要求；规范3大类7小类基础资产准入标准，新增小额贷款债权、企业融资债权（非标转标）准入要求，强化不动产项目估值及现金流预测合理性核查；提出分层分类审核，重点支持小额分散的债权类和质量较优、估值和现金流预测合理的不动产类项目；从基础资产来源和资金用途两个维度，明确7类特定品种ABS认定标准，引入可续发型交易所ABS。2023年3月，交易商协会发布相关业务规则及信息披露指引¹⁷，落实了“重资产信用、重信息披露、重投资者保护”的监管思路，并首次提出银行间债券市场企业资产证券化概念，拓宽发起机构的范围，金融企业在银行间市场发行ABS成为可能。同期，证监会及上交所分别发布保险资管开展资产证券化业务指引及要求文件¹⁸，将保险资管纳入企业ABS管理人范围，有望加强保险资管投融资一体化联动，加大保险资金投资ABS的力

度，保险资管或将进一步深化参与公募REITs业务。

规范ABS风险分类办法及资本计提标准

2023年2月，中国银保监会、中国人民银行发布《商业银行金融资产风险分类办法》。根据该办法，信贷ABS可豁免穿透，一般情况下可以分为“正常类”；非信贷ABS如若获得银保监会认可，也可豁免穿透，若不认可，则需穿透，其中高分散债权类品种大概率不需要穿透，其余品种实操中可能需要根据基础资产类别、交易结构特点来确定风险分类。同月《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》发布，提出“简单、透明、可比”的认可标准；重新确定ABS风险权重的3种计算方法：内评法、外评法和标准法；外评法下风险权重确定依据从仅依赖于评级，增加了剩余有效期限、分层档次、档次厚度等维度，提高了风险敏感度。符合STC标准的ABS资本计提优势提升，商业银行投资ABS的性价比提升，可能提升配置动力。■

图8 2023年一季度成交证券档次分布(单位:亿元)



注：部分项目优先档和夹层档档次数量较多，受篇幅限制，该图中仅列示占比较大的档次

数据来源：Wind，联合资信整理

¹⁴ 即《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》。

¹⁵ 包括《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第1号—申请文件及编制》《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第2号—大类基础资产》《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第3号—分类审核》《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第4号—特定品种资产支持证券》。

¹⁶ 包括《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第2号——分类审核》《资产支持证券挂牌条件确认业务指引第3号——特定品种》。

¹⁷ 即《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》《银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引》。

¹⁸ 即《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》和《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第5号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》。

上交所ABS挂牌新规简析之可续发ABS

文 | 联合资信 刘斯怡 刘畅 陈晓璇

2022年12月30日，上交所发布了4项资产支持证券业务规则（《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引》第1—4号），内容涵盖发行准入标准、信息披露、分类审核和特定品种四个方面。业务规则对上交所现有资产支持证券相关规则进行了全面优化和整合，将促进ABS产品设计更规范化、信息披露更透明化。其中《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第4号——特定品种资产支持证券》（以下简称“《指引4号》”）规范了8个特定品种资产支持证券的认定标准、中介机构信息披露及核查管理要求，引导市场创新发展。《指引4号》首次将可续发资产支持证券（以下简称“可续发ABS”）作为特定品种资产支持证券予以明确，确认了交易结构中引入可续发创新结构的可行性。本文将针对《指引4号》中涉及可续发ABS的相关规则进行分析。

一、认定标准

产品定义

指引首次对可续发ABS定义，明确了此品种资产

支持证券的短期属性，并对连续发行作出具体说明。

为服务固定收益产品市场多元化投融资需求，在原有资产支持证券业务规则体系下，各参与机构积极探索资产支持证券产品结构创新。此前，交易所市场已有多笔设计续发交易结构的专项计划成功发行，然而市场对于可续发创新结构在资产支持证券产品中的应用仍处于尝试阶段。上交所在《指引4号》中对可续发ABS首次进行了定义，明确了此类品种资产支持证券的短期属性，对资产支持证券中引入可续发产品结构的可行性予以确认。在产品定义中，《指引4号》进一步对“连续发行”作出解释，说明了可续发ABS的滚动发行是前后期资产支持证券持有人对于资产支持专项计划份额的转让（见图1）。

产品命名

指引明确指出，在偿付资金来源包含后一期资产支持证券募集资金的情况下，资产支持证券名称应标注“可续发型”，并提示约定流动性支持措施。

可续发交易结构的引入有利于提高资产盘活的灵活性和发行效率，同时市场也需要一定的时间去

图1 可续发ABS的定义及连续发行的释义

《指引4号》

第十八条 本指引所称可续发资产支持证券，是指以能够产生持续稳定现金流的基础资产为支持，以后一期资产支持证券募集资金、基础资产现金流回款、增信主体流动性支持作为偿付资金来源，滚动连续发行的短期资产支持证券。
前款所称连续发行，是指计划管理人按照计划说明书的约定，组织以后一期资产支持证券募集资金作为对价，将前一期资产支持证券持有人持有的资产支持专项计划份额转让给后一期资产支持证券持有人的行为。

适应新品种的发展。基于可续发型ABS的结构特点,《指引4号》明确了可续发型ABS的三大偿付来源可以单独或同时使用。需注意的是,《指引4号》指出,对于偿付资金来源包含后一期资产支持证券募集资金的,资产支持证券名称应当标注“资产支持证券(可续发型)”。在此之前,采用连续发行交易结构设计的专项计划,在产品名称上与一般专项计划无明显差异;《指引4号》发布之后,通过命名规则将可续发型ABS与非可续发型ABS予以区分,将有助于投资人高效地识别特定品种证券独特的交易结构设计,以及特定交易结构的潜在风险。

对于可续发型ABS而言,前一期资产支持证券的本金偿付主要来源于后一期资产支持证券的募集资金,在后一期资产支持证券发行不成功时,将引发流动性风险。对于续发不确定性带来的流动性风险,《指引4号》第一次在业务规则中指出了设置流动性支持措施的重要性(见图2)。

二、核查要求与信息披露

参与机构及资产范围

指引对于原始权益人、流动性支持机构的核查重点分别强调了持续经营能力以及流动性支持能力,同时在既有债权类资产中具体明确了基础资产准入范围。



可续发型ABS由于证券期限短而基础资产存续期限长,存在期限错配的情形,由此对原始权益人的经营稳定性提出一定要求。《指引4号》指出原始权益人应当具备持续经营能力及良好的资信状况。可续发型ABS在不选择续发或续发不成功时,通常由流动性支持机构承担基础资产回购义务,或承担应付证券本息的差额补足义务,因此,《指引4号》指出流动性支持机构应当具备流动性支持能力。考虑到原始权益人和流动性支持机构的重要性,《指引4号》强调计划管理人应对相关参与机构的履职能力进行核查并出具核查意见。

在基础资产准入方面,应收账款(含供应链)、租赁债权、小额贷款债权等既有债权类资产,因具备权属清晰、现金流明确可预测的特点,而被《指引4号》纳入准予作为发行可续发型ABS的基础资产类型。在此基础上,对于其他资产类型发行可续发型ABS的可行性,

图2 可续发型ABS命名及流动性支持说明要求

《指引4号》

第二十一条 可续发型资产支持证券可以单独或者同时以基础资产现金流回收、增信主体流动性支持、后一期资产支持证券募集资金作为偿付来源。计划管理人应当在计划说明书中披露具体偿付来源。

偿付资金来源包含后一期资产支持证券募集资金的,资产支持证券名称应当标注“资产支持证券(可续发型)”。

计划管理人可以在计划说明书中约定流动性支持措施,缓释信用风险及续发不确定性带来的流动性风险。计划管理人可以设置债务人提前清偿债务、原始权益人公允价值回购或者非现金资产处置等条款,通过基础资产变现提供流动性支持。

《指引4号》相应的保留了市场的探索空间（见图3）。

续发安排

指引对续发过程中需考虑的规模调整机制及续发时间安排均提出了指导性要求。

在引入续发结构后,《指引4号》在续发程序安排上提出若干指导性条款。可续发型ABS在续发时,通常可能面临部分基础资产到期,资产规模和证券规模不匹配的问题。如未进行基础资产追加购买,续发金额上限等于资产池内剩余未偿本金余额。如进行追加购买,续发金额可以大于、等于或者小于前一期资产支持证券的发行金额。基于已有市场经验,在续发规模方面,《指引4号》明确了规模调整机制的可行性,结合专项计划本金摊还或增加资产的情形,准予续发证券可以缩小或扩大募集资金规模;需注意的是,对于扩大募集规模的情形,《指引4号》明确了以核准规模为限的要求。

从产品定义来看,可续发型ABS续发的本质是资产支持证券在各期投资人之间进行流转。采用“可续

发型”命名的证券,前一期证券本金兑付将来源于后一期证券的募集资金,因此是否能续发成功,是前一期可续发型ABS本金是否能按时兑付的关键因素。对于前后两期证券续发时间的程序性安排上,《指引4号》强调了防范流动性风险的重要性。首先,《指引4号》指出中介机构需对重复计息期间在不同投资人之间形成有效约定;其次,明确以续发募集资金或流动性支持资金作为偿付来源情况下,兑付资金划转至专项计划账户的时间至少应提前至兑付日的前两日,以保障前一期证券的按时分配（见图4）。

风险披露

指引规范了可续发型ABS的信息披露要点,明确了中介机构的监督管理责任及充分进行风险揭示的要求。

续发结构的设计,使得投资人额外关注前后两期资产支持证券的偿付和募集的衔接安排。在规范化信息披露要点和提高信息披露透明度上,《指引4号》指

图3 可续发ABS参与方核查及资产准入范围

《指引4号》

第十九条 可续发型资产支持证券的原始权益人应当具有持续经营能力,资信状况良好,流动性支持机构(如有)应当具备良好的流动性支持能力。

计划管理人应当就原始权益人的持续经营能力及流动性支持机构的流动性支持能力进行核查并出具核查意见。

第二十条 可续发型资产支持证券的基础资产原则上应当为应收账款(含供应链)、租赁债权、小额贷款债权等权属清晰、现金流明确可预测的既有债权类资产。

本所可以根据市场发展情况适时调整可续发型资产支持证券的资产范围。

图4 可续发型ABS续发安排披露

《指引4号》

第二十二條 可续发型资产支持证券存续期内可以设置下列规模调整机制:

(一) 缩小募集资金规模,即每期续发时,专项计划可以结合本金摊还等安排,缩小续发的资产支持证券规模;

(二) 扩大募集资金规模,即每期续发时,专项计划可以在核准规模内,增加当期资产支持证券募集资金规模,并向原始权益人购买额外基础资产。

第二十三條 计划管理人应当合理安排续发时间,防范流动性风险,并与前一期和后一期资产支持证券持有人就重复的计息期间达成有效约定。

以续发募集资金或流动性支持资金兑付前一期资产支持证券的,计划管理人应当最迟于前一期资产支持证券兑付日的前两日将资金划转至专项计划账户,用于向前一期资产支持证券持有人分配。

第二十四條 各期资产支持证券存量余额合计不得超过本所无异议函规定的规模。

出中介机构的信息披露责任。首先,《指引4号》明确了续发结构设计中的续发条件、时间等七个要点进行详细披露的要求,同时提出对尽职调查和事先授权情况的披露;其次,前后期资产支持证券的转让而可能存在的定价公允性、续发失败可能存在的风险、成功续发时现金流的分配与资金衔接等,相应的续发交易细节均对中介机构提出了披露要求,夯实中介机构的信息披露责任。除了明确对续发安排可能出现的风险进行交易前的约定和披露外,《指引4号》将计划管理人的监督管理机制列入披露范围中,明确了中介机构的监督管理责任。

特别地,针对续发结构特有的流动性风险,《指引4号》在业务规则中再次明确强调了对于续发终止的触发情形和风险缓释措施的披露,指出中介结构需充分进行风险揭示。由于基础资产存续期限长于资产支持证券期限,可续发型ABS可能会存在投资者到期应分配的本息收益无法由基础资产现金流偿付的情形,对这一流动性风险,《指引4号》强调了中介机构需充分揭示风险及设置对应的风险缓释措施,同时指出除流动性支持作为风险缓释措施外,其他基础资产变现措施也可作为风险缓释措施的交易安排(见图5)。



三、总结

新发布的《指引4号》中,上交所首次对可续发型ABS作出产品界定,体现了交易所对创新结构的认可;对续发结构在发行探索阶段存在的实操问题,《指引4号》则进行了相应业务规则的明确,反映出上交所对规范挂牌条件、提升挂牌规则透明度的推进方向。从业务核查和披露的内容来看,《指引4号》从产品命名、参与机构核查、基础资产准入、续发设计、风险缓释措施等各方面的信息披露均做出指引性规定,建立了产品信息披露及风险揭示的基本要求,明确了相关中介机构的责任,对于提高市场对可续发型ABS的认可度及推进资产证券化市场高质量创新发展具有重要意义。■

图5 可续发型ABS风险揭示要求

《指引4号》

第二十五条 计划管理人应当在计划说明书、标准条款(如有)详细披露下列资产支持证券续发安排,并对资产支持证券续发失败等风险进行充分风险揭示:

- (一) 续发条件、时间、流程、频率、账户设置、计息安排、续发证券规模的确定方式;
- (二) 尽职调查安排;
- (三) 转让资产支持证券的事先授权;
- (四) 续发定价的公允性;
- (五) 续发失败时的防范和处理机制;
- (六) 续发安排与专项计划现金流分配的衔接安排;
- (七) 计划管理人监督管理机制安排;
- (八) 资产支持证券续发的其他安排。

第二十七条 计划管理人应当在计划说明书中披露资产支持证券不再续发的触发情形,以及情形触发后的风险缓释措施。

前款所称触发情形可以包括后续资产支持证券发行失败、计划管理人确认不再续发资产支持证券等。

第一款所称风险缓释措施可以包括流动性支持(包括证券或资产回购)、由计划管理人与基础资产项下债务人协商进行基础资产提前还款、变更还本付息条款为过手摊还等。

商业保理公司在ABS中的风险二象性

文 | 联合资信 陈开帆 李敦远

一、商业保理行业概况

商业保理公司主营业务是供应商（即债权人）将其基于真实交易的应收账款转让给商业保理公司，由商业保理公司向其提供保理融资、销售分户（分类）账管理、应收账款催收、非商业性坏账担保等服务。

我国商业保理行业发展超过十年，行业监管逐步完善，企业趋于高质量发展。

2012年6月27日商务部发布的《关于商业保理试点有关工作的通知》（商资函〔2012〕419号）开启了商业保理试点工作，在此之前我国保理行业以银行保理为主导。2018年4月，商业保理公司业务经营与监管规则职责划给了中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）。2019年10月，银保监会办公厅发布《关于加强商业保理企业监督管理的通知》（银保监办发〔2019〕205号，以下简称“205号文”）。205号文从依法合规经营、加强监督管理、稳妥推进分类处置、严把市场准入关、压实地方监管责任、优化营商环境六个方面指导各地加强商业保理公司的事中、事后监管。在2021年《民法典》生效前，商业保理业务在法律法规方面主要依据《合同法》《物权法》等，《民法典》实施后，保理合同进入了有名合同行列，保理业务从此有法可依。

从试点经营至规范发展，至今商业保理行业发展已逾十年。根据中国服务贸易协会商业保理专业委员会（以下简称“商业保理专委会”）发布的《中国商业保理行业发展报告（2021）》（以下简称“《报告》”）显示，2021年我国商业保理业务量约2.02万亿元，同比增速约34.7%。

2021年以来，行业清理规范工作及“白名单”制度的实施使得国内商业保理公司数量持续下降。据商业保理专业委会不完全统计，截至2021年底，全国存续的商业保理法人企业及分公司共计7984家，同比减少6.82%，在市场整体规模增长的同时商业保理公司数量却在下降，单体规模增长，商业保理行业在规范发展的同时也在走向高质量发展，市场集中度或将继续提升。

从注册地来看，商业保理公司大多数位于广东、天津、上海等沿海经济发达地区。天津由于商业保理起步较早且政策优惠吸引了较多央、国企的商业保理公司，根据《报告》显示，截至2021年底存续的71家央企背景的商业保理公司中，在天津注册的有36家，占比50.70%。深圳也由于良好的营商环境吸引了约半数商业保理公司注册。

从企业性质来看，在2021年396家监管名单企业中，民营保理公司数量占比58%，央企、地方国企保理公司占比41%。根据中物联物流与供应链金融分会的不完全统计，2022年前10个月全国有91家商业保理公司注册成立，其中国有企业商业保理公司占比近60%。国有集团公司由于在产业链中处于核心地位，通过设立商业保理公司进行资源整合，以供应链金融服务盘活资产，因此近年来国有企业商业保理公司占比逐渐提升。

二、商业保理公司在不同资产证券化交易结构中的作用、相关风险点及缓释措施

从商业保理公司与基础资产的关系来看，可以区分为通道类业务和非通道类业务，通道类业务的资产并非商业

保理公司日常业务所形成的资产,是商业保理公司为特定的资产证券化业务而专门持有的某类资产;而在非通道类业务模式中,商业保理公司将自身日常经营所产生的资产作为基础资产转让予专项计划。

通道业务

基于通道业务开展的资产证券化产品中,应注重基础资产的质量、法律合规性和转让的合法性,以及底层现金流的归集路径;商业保理公司在此类交易结构中的职责相对较弱,在基础资产及其转让事项的真实、合法性得到有效确认,且资金归集由债务人直接划往证券相关托管账户的情况下,因商业保理公司履职能力大幅下降而影响到证券兑付的风险较为可控。

基于通道业务开展的资产证券化产品的基础资产通常是商业保理公司为设立特定资产证券化产品而专门持有的资产,主要包含供应链上下游应收账款债权等。在基于通道业务开展的资产证券化产品的交易结构中,商业保理公司通常担任原始权益人/发起机构和资产服务机构的职责,增信主体(或有)一般是信用级别较高的资产提供方。

商业保理公司作为原始权益人/发起机构在构建资产、封包转让及专项计划存续期间承担着不同职责:

首先,商业保理公司在资产池的构建中扮演着重要角色,在构建资产的过程中,商业保理公司应重点关注基础资产的质量、法律合规性及转让的合法性。一方面,商业保理公司承担着汇聚应收账款的职责,依据资产准入标准,对底层资产买卖双方资质进行审核,筛选、打包基础资产;另一方面,基于底层交易合同的真实合法性,商业保理公司可向融资人提供融资服务,以有/无追索权的方式购买应收账款,构建基础资产池。在基础资产审查时,商业保理公司重点考察应收账款质量风险,以及合同条款中是否存在限制转让等条款。应收账款质量风险主要包含贸易背景真实性与合法性风险、供应商与购货商之间贸易纠纷引发的债权风险、购货方抗辩权引发的风险及交易双方债权抵销风险。贸易背景真实性与合法

性风险指如应收账款本身存在法律问题,将影响应收账款转让的合法性,因此商业保理公司需要严格审查交易双方主体情况,对交易合同、发票等文件严格审查。其次是供应商与购货商之间贸易纠纷引发的债权风险,若买卖双方产生纠纷,保理款项的回收将受到影响,因此商业保理公司需掌握交易双方历史纠纷情况,或在保理合同中约定若交易双方产生纠纷保理公司仍有权进行追索。此外应收账款质量风险还包含购货方抗辩权引发的风险及交易双方债权抵销风险,因此商业保理公司需要重点调查买卖双方日常交易背景,审查卖方的历史交易记录、账单、卖方指定账户的资金情况及财务状况。通常增信主体的信用带入是通过两种方式完成的,第一种方式是通过增信主体对应收账款确权,增信主体会出具《付款确认书》对基础资产所涉及应收账款的到期偿付提供不可撤销的到期付款承诺,在这种增信方式下,要更为重视基础资产的真实性和有效性,及《付款确认书》的表述中是否含有由增信主体履行还款义务或在债务人不履行还款义务的情况下履行付款义务的意思表示;第二种方式是增信主体对券端直接增信来覆盖底层资产风险,例如差额支付承诺人出具《差额支付承诺函》对专项计划优先级资产支持证券/资产支持票据的偿付提供不可撤销及无条件的差额支付承诺。

其次,在封包转让的过程中,原始权益人将基础资产“真实出售”给专项计划/财产信托应满足终止确认、对价及批准登记通知三个要素。交易结构中通常要求债权人及债务人分别出具《债权转让通知书》和《债权转让通知书回执》确认债权已由债权人转让予商业保理公司且由商业保理公司转让予专项计划/财产信托的事实,并需要在中国人民银行征信中心办理《动产担保登记证明-初始登记》,但需要注意的是该应收账款转让登记仅能作为判定受让第三人是否善意的参考,不能作为替代转让通知的程序。另外需要注意的是,如原始权益人自持的资产支持证券的比例较高,可能会被认定为非“真实出售”。此外,在专项计划存续期间,商业保理公司可能承担不合格基础资产赎回及置换的职责。部分通道业务的交易结构设

置有不合格基础资产赎回及置换机制,如在初始封包日、设立日、初始购买日、置换封包日或资产置换日,基础资产不符合入池标准或原始权益人对该等目标保理资产作出的资产保证不真实、不完整、不准确,原始权益人有义务赎回/置换该笔基础资产。如交易结构设置了不合格资产赎回及置换机制,需要适当关注商业保理公司的财务及经营情况,商业保理公司能否持续的向资产提供方购买合格资产,履职不力的情况下后备机构的替换机制如何设置等。

最后,专项计划存续期间若商业保理公司同时作为资产服务机构,交易结构安排中需关注底层现金流的归集路径。商业保理公司作为资产服务机构应提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务,包含对基础资产状况进行监控,于每个应收账款到期日前按约定向债务人提示到期付款时间,对基础资产进行催收及清收等。从现金流归集路径看,由于此类资产证券化产品通常存续时间较短,到期一次性还本付息,一般情形下基础资产涉及的回收款直接归集到专项计划账户/信托账户,不经过商业保理公司账户,因此不存在资金挪用或因商业保理公司丧失清偿能力甚至破产导致资金发生混同的风险;但个别交易结构设置中,基础资产涉及的回收款会先归集至资产服务机构的账户,再划转至专项计划账户/信托账户,在这种情况下,专项计划存在一定的资金挪用和混同风险。另外,交易结构通常会设置资产服务机构解任事件或权利完善事件,若发生相关事件,管理人/资产支持证券持有人可召集持有人大会商讨风险缓释措施,决定资产服务机构的卸任及替代资产服务机构的选任事宜。根据《业务管理规定》第五条规定,专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产;原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人因依法解散、被依法解散或者宣告破产等原因进行清算的,专项计划资产不属于其清算财产。但因《业务管理规定》为部门规范性文件而非法律法规,真实案件中法院如何做出裁决仍存在不确定性。

整体看,通道型资产证券化产品的最终还款来源

为底层资产债务人,主要依赖债务人的还款意愿及信用水平,商业保理公司在通道业务的交易结构中的职责相对较弱。在保障基础资产及其转让事项的真实、合法性的同时,应尽可能规避资金归集经商业保理公司账户。在此前提下,如发生商业保理公司违约或解任事件,对资产支持证券的影响较小。

非通道业务

基于非通道业务开展的资产证券化业务中,应重点关注商业保理公司运营、财务、合规风控及与基础资产相关业务等方面的尽职调查,对其不良事项保持警惕。

基于非通道类业务开展的资产证券化业务,由于基础资产来源于商业保理公司的日常经营业务,这类业务所涉基础资产通常为应收账款相关的类型,包括保理债权、应收账款债权等。在基于非通道业务开展的资产证券化产品交易结构中,商业保理公司除了担任原始权益人/发起机构和资产服务机构的角色外,还可能担任增信机构的角色。

商业保理公司作为原始权益人/发起机构时,由于非通道业务中的基础资产一般为商业保理公司日常应收账款保理业务中产生的保理债权等,因此基础资产的质量与商业保理公司的合规风控、资产监控、回款管理等体系的建设紧密相关。在非通道项目中,商业保理公司会同时承担不合格基础资产赎回及置换等义务。在开展评级作业前,评级项目组会对原始权益人/资产服务机构展开尽调工作,信用评级资料清单应该包含受访对象基本情况、主营业务情况和财务状况,以及与基础资产相关的业务情况。在开展非通道型资产证券化业务的过程时,需要更加注重商业保理公司的业务流程、客户分布和集中度、历史违约率、资产拖欠率、内审风控等方面的尽职调查。此外,为了降低保理业务的风险,越来越多的商业保理公司开始将自身业务与互联网相结合建立SaaS平台,将保理业务流程线上化,在线上收集整理审核资料,实现资产监控、催收提醒自动化。因此,在尽职调查过程中,还需要了解企业信息平台的在企业日常业务中的职能。从现金流归



集路径看,在此类资产证券化产品的交易结构中,通常设置有保理收款账户和专项计划账户/托管账户,基础资产回收款先转付至保理收款账户,再根据交易文件设置按一定频率将基础资产回收款划付至专项计划账户/托管账户,存在一定的资金挪用风险;若商业保理公司的信用状况恶化,丧失清偿能力甚至破产,基础资产的回收款可能和商业保理公司其他资金混同。为了缓解资金混同、挪用的风险,专项计划应单独设立保理收款账户,与商业保理公司的其他账户区分开;交易文件可能设置有加速归集的机制,例如当基础资产的逾期率高于一定比例时,由保理收款账户到专项计划账户/托管账户的划转频率由季度改为按笔划付。在评级项目作业过程中及债券存续期间,评级项目组要随时关注项目所涉及各参与方的实时新闻动态,对可能突然发生的不良事项保持警惕,如有发现应及时采取应对措施。

当原始权益人同时担任资产服务机构时,应符合《企业会计准则第23号——金融资产转移》第六条第(二)项,即商业保理公司保留了收取金融资产现金流量的合同权利,但承担了将收取的该现金流量支付给一个或多个最终收款方的合同义务,且同时满足其余三项条件,避免被继续确认金融资产,从而潜藏原始权益人暨资产服务机构破产时专项计划资产被归入其清算财产的重大风险。交易文件还通常设置有提前清偿事件、权利完善事件、资产服务机构解任事件等,如发生任一事件,将终止使用保理收款账户,商业保理公司作为资产服务机构应按约定将已归

集的资产回收资金支付至专项计划账户/托管账户,并要求债务人后续直接向专项计划账户/托管账户偿付相关款项。

当商业保理公司还同时担任增信机构角色时,需要特别关注商业保理公司盈利能力、短期及长期的偿债能力。据企查查统计数据显示,截至2023年4月23日,可查询到的正常状态的3805家商业保理公司中,注册资金10亿元以下的公司占比约97.95%;2016年之后成立的公司占比约82.26%。由于商业保理公司普遍规模不大,经营年限较短,资信水平不高,因此交易文件通常会设置增信机构/担保人对商业保理公司未按期足额向专项计划账户/托管账户支付的部分提供差额补足承诺/连带责任保证担保。

整体看,非通道业务中基础资产的质量与商业保理公司的运营及风控体系建设紧密相关,商业保理公司除了担任原始权益人/发起机构和资产服务机构的角色外,还可能担任增信机构的角色。因此在此类业务中要重点关注商业保理公司运营、财务、合规风控及与基础资产相关业务的尽职调查,关注可能发生的资金混同、挪用的风险,对其不良事项保持警惕。

三、总结

近年来,随着《民法典》等一系列政策法规的出台,商业保理行业更加规范化,保护了保理业务各参与方的合法权益,防范了保理融资风险,促进了商业保理行业良性发展,创造了良好的保理经营环境。本文主要介绍了商业保理公司在通道类和非通道类资产证券化产品的交易结构中的作用,涉及的相关风险点以及对应的缓释措施。在通道类资产证券化产品中,在保障基础资产及其转让事项的真实、合法性,及尽可能规避资金归集经商业保理公司账户的前提下,商业保理公司发生违约或解任,对资产支持证券的影响较小。在非通道类资产证券化产品中,基础资产质量与商业保理公司运营、风控体系密切相关,且商业保理公司在交易结构中承担的角色较为重要,要注重对商业保理公司的尽职调查并对其不良事项保持警惕。■

黑石CMBS违约启示录

文 | 联合资信 李晓音 陈开帆 唐思思

一、事件

2023年3月2日, Blackstone Inc. (以下简称“黑石集团”) 价值5.62亿美元的浮动利率商业地产抵押贷款支持证券(FROSN-2018 DAC) 发生违约, 该证券由Citigroup Inc.和Morgan Stanley承销, 底层资产为2018年黑石集团收购的芬兰房地产企业Sponda Ltd.拥有的63栋办公室和商店资产组合。本次发生违约的债券属于黑石集团旗下最大的房地产投资业务板块。引发本次CMBS违约的最根本原因是利率飙升、地缘冲突及商业房地产市场低迷。

投资人视角

※ 关键词: 信心

内忧: 俄乌冲突及芬兰低迷的经济形势和地产行业状况导致本次债券底层资产运营和出售不及预期, 到期无法兑付本息。

2022年爆发的俄乌冲突加剧了全球能源及重要金属原料的短期供给压力, 导致全球能源价格飙升。本次违约的CMBS底层资产位于芬兰, 因化石能源严重依赖俄罗斯, 随着能源价格不断攀高, 芬兰物价上涨迅速, 通胀率进入历史高位。芬兰统计局的数据显示, 截至2023年2月, 芬兰通胀率为8.8%¹, 消费者信心指数(CCI) 为-11.9², 俄

乌冲突和高通胀削弱了消费者和企业对未来的信心, 从2022年开始, 芬兰GDP和私人消费支出均有所下降。加之芬兰与俄罗斯接壤, 2022年芬兰积极推进加入北约并于2023年3月议会通过相关提案, 这使得俄乌战争进程充满不确定性, 投资者曾一度因市场恐慌而抛售股票, 出于对风险的考量, 国际投资者对芬兰的投资将会更加谨慎。

芬兰低迷的经济形势导致本次违约的CMBS底层资产空置率由发行时的30%上升到45%。早在2020年, 因为底层资产的运营情况下降等原因, DBRS Ratings GmbH (以下简称“DBRS”) 发布公告降低该债券的信用评级³。根据惠誉国际信用评级有限公司(以下简称“惠誉”) ⁴及DBRS⁵披露的信息显示, 底层资产从2020年开始一直保持在40%以上的高空置率, 当地市场对商业地产租赁需求较低; 此外, 疫情改变了传统办公形式, 混合式办公已成为疫情下新常态, 企业更加注重办公环境及灵活性, 芬兰当地市场竞争较为激烈, 续租合同的租金水平降低, 高空置率和低租金水平的双重打击最终导致底层资产租赁收入下降。DBRS在2022年4月7日发布的公告中表示, 近一半的现有租户在未来一年面临租约到期或出现解约窗口期。综合以上因素, 未来底层资产现金流的实现情况具有较高的不确定性; 加之新冠疫情期间芬兰实行限制措施, 资产处置周期延长, 处置价格降低, 可

¹ Inflation 8.8 per cent in February 2023 - Statistics Finland.

² Consumer confidence still very low in February 2023 - Statistics Finland.

³ DBRS Morningstar Downgrades Class A2, B, C, D, and E Notes of FROSN-2018 DAC | DBRS Morningstar.

⁴ Correction: Fitch Downgrades 6 Classes of FROSN-2018 DAC; Outlook Stable (fitchratings.com).

⁵ DBRS Morningstar Confirms Ratings on FROSN-2018 DAC | DBRS Morningstar.

能引发债券持有人对未来底层资产现金流及资产处置价格能否兑付本息的担忧。

该债券的原定到期日为2023年2月, 据悉, 黑石集团曾打算通过产品展期以便拥有更多时间处置资产或者再融资来兑付该债券本息, 并充满信心地认为投资人将会接受此方案。如果黑石集团面临的难题仅为该只CMBS底层资产的运营问题, 此时投资人丧失的信心仅针对单只CMBS, 为争取资金回流的最大可能性, 投资人的最优选择通常为接受黑石集团的展期方案, 降低资本市场违约对发行人带来的信誉影响, 督促黑石集团尽快处置资产或以其他途径筹集资金以收回投资本息。但外部整体的市场环境进一步降低了投资者信心。

外患: 从外部环境看, 黑石集团旗下BREIT大量赎回, 美国利率持续上涨, 美国商业地产市场低迷, 导致投资人整体信心下降。

本次黑石集团旗下CMBS的违约并非偶然事件。自2022年10月开始, 受到利率上涨、房地产低迷等因素的影响, 黑石集团旗下的房地产板块信托BREIT收到大量的赎回申请, 2022年10月的赎回申请金额高达18亿美元, 合计为基金净资产规模(NVA)的2.7%。黑石集团在2022年12月1日给投资者的通知中表示因赎回申请超过月度赎回上限即NVA的2.00%及季度赎回上限即NAV的5.00%, 因此触发了限制赎回⁶。限制赎回的消息一出, 巴克莱分析师将黑石集团股票的评级从“增持”下调至“持股观望”⁷, BMO Capital将黑石集团的目标价格从109美元下调至90美元⁸。因BREIT与公众投资者不具有有效的沟通渠道, 在信息不对称的情况下市场恐慌情绪升温, 投资者纷纷担忧, 从而导致挤兑发生。根据黑石集团公布的数据显示, 2023年2月的赎回申请较1月下降了26%⁹。但

如果利率继续上涨, 3月的赎回申请可能再次反弹并触发季度赎回上限。

挤兑发生的原因主要在于市场投资者对黑石集团的资金流动性产生担忧。从美国的经济周期来看, 新冠疫情、美国极度扩张性的财政政策和美联储持续的货币宽松政策导致高通胀, 2022年6月美国年通胀率一度飙升到9.10%, 随后2022年12月降到6.50%。为应对飙升的通胀, 美联储收紧货币政策, 自2022年3月以来累计加息450个基点。与此同时, 2023年3月7日至8日, 美联储主席鲍威尔在参众两院听证会上表示保持长期通胀目标2.00%不变, 因此本轮加息进程可能尚未结束, 货币紧缩政策及高利率可能保持更久, 直至通胀回落到美联储的目标范围。另外, 美国国债收益率曲线倒挂¹⁰, 1年期美国国债收益率频繁触及5.00%, 或预示美国经济衰退即将到来。随着美联储不断加息, 近一个月内黑天鹅事件频发, 一周内美国硅谷银行、Silvergate Bank、Signature Bank三家银行接连因流动性枯竭倒闭或关闭。考虑到其他银行可能面临的资金压力, 2023年3月14日, 穆迪宣布将整个美国银行系统的评级展望由稳定调整为负面, 这一行动有可能会影响银行债券评级, 进而导致借款成本进一步增加。不断上涨的利率导致黑石集团旗下基于浮动利率的房地产抵押贷款利息上涨, 增加其运营资金成本和流动性风险。

另一方面, 美国商业地产市场的表现更加令投资人忐忑不安。戴德梁行(Cushman & Wakefield)预计, “远程办公或混合办公趋势将令美国写字楼空置率飙升至创纪录水平……在疫情前的2019年, 全美写字楼空置率约为12%, 预计至2030年, 该指标将飙升至18%”。商业地产分析公司Green Street数据显示, 2022年美国写字楼价格下滑25%。

⁶ Notice to Stockholders - December 1, 2022 (breit.com).

⁷ Barclays downgrades Blackstone shares after firm limits withdrawals from real estate fund (cnbc.com).

⁸ BMO Capital Slashes Price Target on Blackstone to \$90 From \$109, Reiterates Market Perform Rating | MarketScreener.

⁹ Notice to Stockholders - March 1, 2023 (breit.com).

¹⁰ 1 Year Treasury Rate (ycharts.com); 2 Year Treasury Rate (ycharts.com); 10 Year Treasury Rate (ycharts.com).

买卖信心不足导致成交寡淡，2023年1月的交易量更为2010年以来最低水平。同时，根据美国按揭贷款银行家协会MBA公布的调查结果¹¹，初步数据显示2022年美国商业/多户抵押贷款发放量同比下降10%，其中抵押贷款银行对CMBS的发放量同比下降63%；2022年第四季度，CMBS发行量同比下降92%，环比下降35%。商业地产市场的冻结导致黑石集团持有的大量商业地产资产价值缩水，变卖资产回流资金的难度和周期增加，对商业地产类资产的不看好也导致CMBS的发行难度上升。

在市场环境不利且引发赎回挤兑的境况下，黑石集团将大量资金用于基金投资者的赎回兑付，高估了FROSN-2018 DAC投资人的风险容忍度与投资耐心，仍期望投资人用时间换取理想的高回报。但在内忧加外患的冲击下，投资人无法确保黑石集团未来对本只CMBS优先偿付，对该只CMBS以及黑石集团整体的偿债能力丧失信心，一致拒绝黑石集团延期一年的请求，选择落袋为安。

发行人视角

※ 关键词：资金链

截至贷款服务商Mount Street判定该债券违约时（2023年3月2日），该债券剩余未偿本金约2.96亿美元。当债券投资人集体选择行权退出时，到期应付利息尚可通过底层资产经营或租赁产生的现金流回款偿付，到期退出本金缺口则依赖于黑石集团后续的融资计划。

途径一，黑石集团是否能够续发CMBS或者发行其他证券化产品，以募集资金偿付FROSN-2018 DAC退出本金？根据惠誉披露的信息显示，该债券的底层资产为芬兰次级缺乏流动性的写字楼和零售资产，这加剧了投资人普遍担心底层资产未来有可能成为“僵尸资产”的担

忧。其次，黑石集团持有多处美国商业物业资产，但自2022年开始，美国经济起伏不定，经济出现技术性衰退，劳动力市场降温，通胀压力居高不下，美国商业房地产行业低迷，在这种大环境下，投资者会更加谨慎，同时也将要求更高的回报率来弥补商业地产投资带来的高风险，导致发债成本上升。此外，利率上涨导致资本报酬率提高，资产估值下降，续发CMBS或者发行其他证券化产品的发行规模都将降低，黑石集团必须打包更多的资产达到相同额度的募集效果。但即使黑石集团同意为了资金流动性承担更高的融资成本、抵押更多的底层资产，目前美国CMBS的发行环境仍然不甚友好。

途径二，黑石集团是否能够寻求其他融资渠道？

根据黑石集团发布的公告¹²，加利福尼亚大学在2023年1月先后向黑石集团旗下BREIT投资45亿美元。若黑石集团能获得其他融资渠道偿还债券本息，可缓解目前的流动性问题。但由于市场投资人信心不足引发的BREIT赎回挤兑缺口过大，融资资金尚不足以流向FROSN-2018 DAC。

途径三，若黑石集团无法获取其他融资渠道，则需要出售持有的资产变现。近年来，黑石集团已陆续出售手中的其他资产变现。2022年12月，黑石集团已同意将米高梅大酒店和曼德勒海湾度假村的剩余49.9%股权出售给VICI Properties，现金收购对价约12.70亿美元；2023年1月，黑石集团完成出售圣凯瑟琳码头，收购对价约3.95亿英镑，同月计划出售Embassy Office Parks约50%的股权，售价约4.80亿美元。目前，商业地产市场活跃度下降，有效购买方较少，成交周期长，资产处置难度较大，加之利率走高、商业房地产市场不景气导致资产价值下降，面对巨大的BREIT赎回资金缺口及本次违约债券未偿还的本息金额，黑石集团仍无法全部及时满足。

¹¹ 4q22cmforiginationsurvey.pdf (mba.org).

¹² UC Investments Creates Strategic Venture with Blackstone to Invest \$4 Billion in BREIT Common Shares | BREIT | Blackstone. Real Estate Income Trust UC Investments to Invest Additional \$500 Million in BREIT Common Shares | BREIT | Blackstone Real Estate Income Trust.

途径四,如上述渠道均无法解决债券违约的情况,黑石集团需要变卖底层资产进行兑付。该债券首次评级时底层资产的评估价值为8.88亿欧元,优先级证券抵押率为59.80%。黑石集团在收购Sponda Ltd.后,随即在2018年开始出售相关资产,但芬兰持续两年的严格新冠防控措施令这一资产出售过程放缓,买方难以查看有关资产,因此销售底层资产的周期拉长,销售难度加大。若黑石急于抛售资产变现,买方或进一步压低价格。对于债券持有人来说,只要销售价格能够偿付未偿本息即可接受,其诉求为尽快变卖资产实现现金回流。但对于资产所有者黑石集团来说,销售价格越低其损失越大,黑石集团对交易价格的诉求为能够覆盖CMBS未偿本息,同时尽可能高的取得剩余收益,因此黑石集团更愿意等待市场恢复以更加公允的价格出售,此番博弈最终导致未能在违约前完成抵押资产变现。

二、投射

自2016年6月中国境内首单CMBS¹³成功发行以来,截至2023年3月20日,境内CMBS及CMBN(主要为发行场所不同,下文以CMBS代称)存续规模合计已达4951.66亿元¹⁴,成为商业地产类资产的主要证券化融资途径之一。目前国内商业地产市场低迷的环境下,黑石集团CMBS违约事件无疑又笼罩了一层乌云,诱发该事件的因素是否同样存在于境内CMBS市场成为投资人和发行人最担忧的风险点。

个例债券警惕“黑天鹅事件”,关注商业物业区位因素

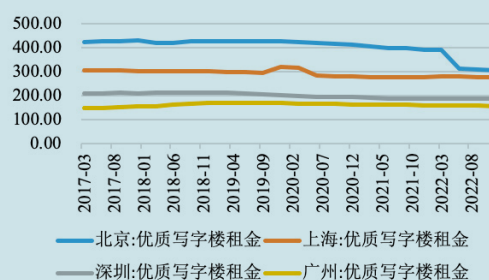
商业物业发展受区域内营商环境影响大,而不同区域内城市发展活力差异大。写字楼、零售物业等商业物业市场需求量受区域内经济增速、人口数量、居民可支配收入

等影响,这些因素区域间差异明显,多数企业布局更加聚焦于人口和资源聚集能力强、城市发展活力和潜力较大的核心一、二线城市以及核心城市群强三线城市,对于非核心城市的商业物业常年处于空置高、租金低的不利局面,需关注商业物业的区域因素。此外,此次FROSN-2018 DAC底层资产跌价和不受信赖的一大原因为俄乌战争的影响传递。投资人在选择认购CMBS时应重视底层资产区位因素,尽可能排除区位风险因素,警惕区域性外部“黑天鹅事件”的影响,同时需关注商业物业因自身经营、安全等突发性事件引发的影响。

投资人对商业物业市场信心下降,发行可能性降低

黑石CMBS违约事件已清晰地显示出下行的商业地产宏观环境引起的投资人集体信心下降对证券被迫集中兑付的毁灭式影响。从过往来看,境内商业物业给定的评估价值多呈现较明显的上浮趋势,评估参数设置也多体现出市场的乐观态度。但数据显示,近年来境内优质写字楼、优质零售物业首层租金单价均呈较明显的下降趋势,空置率则呈上升趋势(见图1至图4)。商业物业业主亦普遍感受到今年还是明显的客户市场,抢占市场和引进客户为首要目标,

图1 北京、上海、深圳、广州2017—2022年优质写字楼租金水平(单位:元/平方米/月)



数据来源:Wind

¹³ 汇富富华金宝大厦资产支持专项计划于2016年6月15日成功设立。

¹⁴ 数据来源:CNABS。

策略基本为通过降低租金单价提高出租率。但对于已发行CMBS来说, 底层物业的价值评估并非一个连续过程, 市场环境无法及时传导至估值来反映, 因此物业估值可能呈现跳跃性, 尤其当风险事件发生后物业重估价值可能面临突然的大幅下跌。据悉, 未来商业物业价值评估时, 预测参数空置率和折价率会上调、租金单价增幅会拉低, 最终呈现为物业估值的平稳化甚至下行。底层物业价值的下降迫使现存投资人承担更高的风险, 投资人开放期行权的意愿大大增强, 本应作为长期限债券的CMBS被挤向3年期债券, 发行人集中兑付压力上升, 反复发行的过程也给发行人造成了流程上的繁琐与成本支出的浪费。

另外, 商业地产市场的低迷也拉低了潜在投资人对该类底层资产的投资信心。CMBS相较于传统信用债、利率债而言, 债券二级市场流动性较差, 投资人本就要求更高的

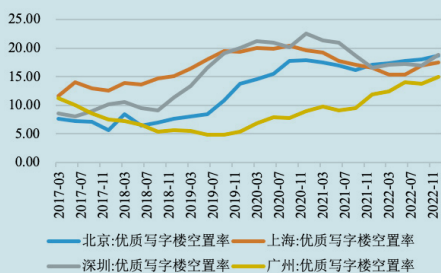
收益率; 与此同时, 商业地产市场下行更加削弱了投资人对CMBS的投资信心, 转向寻求基础设施等其他类型底层资产的债券品种。2020年以来, CMBS发行规模呈下降趋势, 投资人对CMBS的需求下降。

关注发行人资金流动性

美联储加息是黑石集团CMBS违约的重要原因之一, 国内央行的利率政策也将很大程度上影响境内发行人的融资成本及投资人的资金充足性。

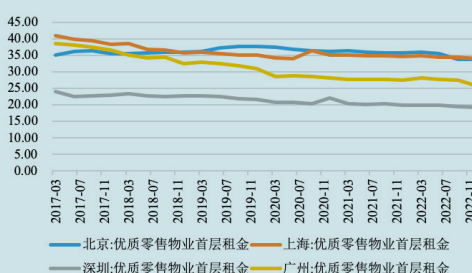
从2023年来看, 美联储加息动作暂未传导至国内, 国内利率水平存在波动, 整体相对较平稳, 但未来利率政策可能受国际形势、国内经济环境等多因素影响(见图5和图6)。当处在加息环境时, 投资人资金可能流向银行等其他投资途径, 而发行人通过银行借

图2 北京、上海、深圳、广州2017-2022年优质写字楼空置率(单位:%)



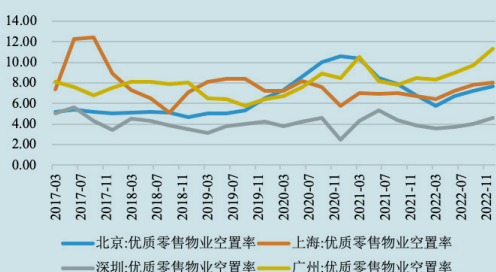
数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 北京、上海、深圳、广州2017-2022年优质零售物业首层租金水平(单位:元/平方米/天)



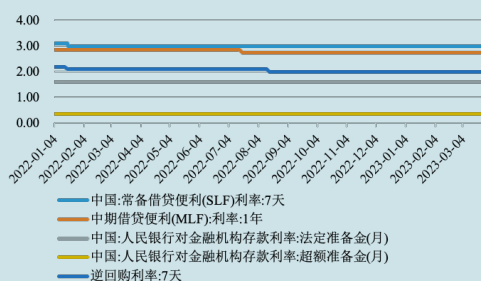
数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 北京、上海、深圳、广州2017-2022年优质零售物业空置率(单位:%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2022-2023年中国政策利率指标走势(单位:%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

款、资产证券化等融资成本也将随之上升；同时，受经济、政策等方面因素的影响传统商业物业高杠杆融资受限，发行人发行债券难度增大；且受商业物业评估价值下降影响，发行CMBS募集金额亦可能下降，或将最终引起发行人资金流动性紧张。

境内CMBS底层物业处置难度大，破产隔离效果较差，处置周期和回款不确定性高

黑石集团违约CMBS最终也走到了变卖底层物业回款的阶段。由于CMBS的基本结构设计，底层物业仅以抵押方式作为债券投资人的增信担保，所有权仍归属于发行人，虽然设计债券时已尽可能避免第三方权利负担的情形，但从实践来看境内CMBS底层物业仍存在陷入债权纠纷的可能，物业的处置价格会涉及多方利益博弈，而预设的高位价格必然会提高变卖难度，拉长处置周期，对投资人利益造成不利影响。在目前境内商业地产市场同样不太乐观、投资人信心不足的环境下，商业物业的处置价格与处置周期恐将难以匹配投资人、发行人多方的利益需求。

此外，与境外CMBS不同的是，境内CMBS的破产隔离效果尚无法完全实现。首先，底层物业所有权人仍为项目公司（发行人方），CMBS对底层物业仅有抵押权和现金流质押权而无所有权，境内现行法律框架暂不支持实现破产隔离。其二，交易结构账户设置上底层物业经营现金流需先归集到项目公司收款账户/监管账户，在客观上无法实现与项目公司其他资金隔离。其三，一般而言，收款账户/监管账户均在项目公司名下，项目公司的母公司或关联公司（外部增信方）发生债务兑付困难时连带影响CMBS相关资金被挪用甚至相关账户被冻结的可能性大，且当项目公司涉及债务纠纷时底层资产可能会有被查封的风险。其四，CMBS设置退出形式上包括回购人提前回购、触发终止事件等，而回购人承诺以及触发提前终止兑付依赖的主要仍是发行人/最高增信方的主体信用。最后，物

业处置回款并非一定全额流向专项计划，由于物业的控制权仍被所有权人掌握，可能存在其他未付款项情形，此时物业处置回款被要求优先支付未完全缴纳的土地出让金、未付工程款等，若底层物业所有权人涉及破产还需优先支付破产费用、职工薪酬、社保和税收等，剩余部分可能难以覆盖投资人的本息。

三、启示

境内CMBS与FROSN-2018 DAC 的结构设置大体相似，但也存在不同，面临的物业处置难题亦障碍重重，亟需探讨现存CMBS结构是否能够有效保护投资人的利益，是否存在改进空间。

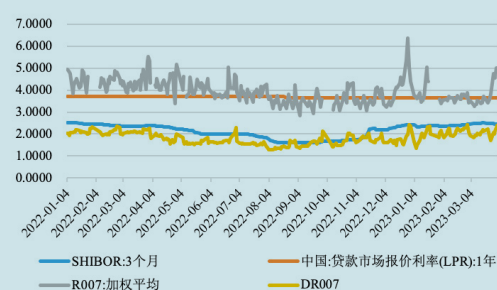
仍选择CMBS发行方式

境内CMBS历经近7年的发展，融资模式已相对成熟，根据指引和实践形成了基本一致的结构设置模式。结合境内CMBS的普遍设置与FROSN-2018 DAC违约后显现的问题来看，可以考虑从以下三方面进行改进。

分层与偿付顺序

从FROSN-2018 DAC披露信息来看，该CMBS通过分层机制共发行6档可认购优先级证券，惠誉初始评级从AAA-sf到BB-sf，2022年11月各调降一个小级别。从分配

图6 2022—2023年中国市场利率指标走势(单位:%)



数据来源：Wind，联合资信整理

方式来看,每个季度对各档优先级证券本金按比例过手摊还,这就造成违约时没有一档证券全身而退,所有优先级证券的剩余本金均为该档发行规模的52%。后续在底层物业完成处置实现现金回流后应能按优先顺序偿付各档剩余本金,但仅从存续期现金流分配考虑,优先级证券的偿付顺序并未实现高优先级投资人的利益保护。因此,笔者建议设置CMBS分配方式应当优先考虑高位证券的本金偿付,高位证券指向的损失风险应小于下位证券,应该在每期已偿付本金比重上有所体现。

另一方面, FROSN-2018 DAC的分层具有借鉴意义。境外CMBS没有对发行人的追索权,证券分层和级别评定完全依赖于底层资产的经营、租赁、处置现金流,因此证券的信用级别与发行人的信用级别脱钩,下位证券的级别可以击穿发行人主体级别,这就为分层细化提供了操作空间。相比境外CMBS,境内CMBS在分层上仍无法脱离发行人的主体信用,最低级别给定的预设条件下难以实现多分层细化风险、多级利差满足不同风险偏好投资需求的目标。在无法脱离主体的情况下,未来可考虑发行人对各档证券差别担保,高位证券仍然沿用现有模式实现追索权,同时切分相对高风险低级别的证券分档,发行人不对其提供担保,并设定更高的收益率以吸引风险投资人,释放过往浪费的信用空间。

对物业所有权人的权力限制

FROSN-2018 DAC违约时底层资产债权关系清晰,不涉及第三方债权人,但不代表CMBS底层资产的权利负担完全可控。境内CMBS设置将底层资产抵押予专项计划,所有权和经营权不发生转移,这就意味着发行人依然拥有完整的控制权。虽然发行前各方参与人已尽可能排除现有他项权利负担,但部分产品未对发行人未来再融资行为进行明确约束,发行人利用底层资产进行二次抵质押等行为造成底层资产债权关系复杂;另外,发行人可能存在与专项计划底层资产无关的其他债务关系,在所涉债权人诉至法院要求履行债权请求权时可能导致专项计划底层资产被一并查封。从资金流转路径来看,底层资产产生的现金流通

常首先回流到发行人(所有权人)开设的收款账户、监管账户,尽管设有某些监管限制,作为户主的发行人仍掌握支取账户资金的权力,当存在他项债权关系或发生经营不善等不利情形时将面临更大的资金挪用、资金混同风险。

针对经营不善等不利因素,通常会设置风险触发事件,但对于再抵押等他项债权引发的回款截留、资金挪用、查封冻结、处置困难等风险尚未形成有效的约束,笔者建议可从以下几方面考虑。

一,对于发行人再融资造成的债权关系复杂,风险诱发点不仅限于物业运营不善,多方利益纠葛进一步加剧资产处置困难的情况,建议设置完善的再融资限制性条款。特别是对于以项目公司独立运营标的资产的项目,事实上具备便利条件设置再融资限制,降低项目公司运营风险,亦可同步质押项目公司股权,便于CMBS产品在后续处置环节降低交易难度。

二,对于发行人以底层资产租户分散度高、为改变收款账户重签租约操作难度大为由拒绝将底层资产现金流直接回款至专项计划账户(或信托户),可考虑在正常情况下继续采用监管账户路径,减轻发行人操作负担,但同时设置权利完善条款,当发现底层资产被二次融资或存在他项债权时,还款路径改变,要求新签租约收款账户直接设为专项计划账户(或信托户),已签租约变更收款账户为专项计划账户(或信托户),保证底层资产现金流直接回款至专项计划以降低专项计划资金流失的可能性,因收款账户变更重签补充协议对发行人来说确实费时费力,但反方向来看也是对其的一种制约,督促其按照专项计划合同约定执行。

物业处置机制

黑石集团作为深耕房地产板块的世界顶级投资公司,丰富的商业地产交易经验仍然未能帮助FROSN-2018 DAC底层资产及时完成处置,主要归咎于芬兰商业地产市场的低迷。相较于黑石集团,境内CMBS处置物业时主要由管理人牵头,发行人配合意愿较低。境内管理人一般拥有丰富的金融领域经验,但欠缺不动产交易领域的专业度,渠

道不通, 很难快速接触客源达成交易。从过往违约处置情况来看, 管理人引入专业第三方操作物业变卖的项目处置进程远优于由管理人操作物业处置的项目。因此, 可考虑前期提高对处置设置的关注, 细化处置约定、提高处置效率, 处置时要求引入专业第三方, 实现物业处置专业化。

而对于底层资产所有权人无法持续运营、走到破产清算的CMBS来说, 物业处置除上述问题外还涉及无法完全实现破产隔离的问题, 在现有立法框架下难以通过改进结构设置实现投资人保护。

选择类reits发行方式

CMBS抵押增信的先天基因决定了其物业处置的难题, 投资人希望变卖、拍卖抵押物时会受到其他利益方的干扰, 甚至难以得到法律的支持; 且CMBS保留追索权的模式使其无法脱离发行人主体信用, 发行人准入门槛高, 导致持有好区位优势商业物业但整体信用水平较低的中小企业未能受惠。而上述缺陷恰好可以通过发行类reits的方式弥补。

避免物业处置难题

类reits模式下, 专项计划(基金/信托层)通过直接收购底层资产或多种途径取得项目公司全部股权的方式获得底层资产所有权, 投资人(通过专项计划)对底层资产的控制力明显优于CMBS。操作层面, 证券存续期间发行人无法利用底层资产抵质押进行二次融资, 有效避免了CMBS可能存在的他项债权问题; 物业处置时仅需满足投资人利益, 涉及利益方单纯且利益基本一致, 有利于就处置价格和处置流程达成一致, 加速处置进程和资金回流。法律层面, 现行法律支持类reits实现破产隔离, 即使发行人主体破产, 其所涉其他债务及法律纠纷均与已转让所有权的底层资产无关, 底层资产权属清晰、权利负担清晰, 能够保障经营及处置现金流的全额回收, 最大化保护投资人利益。

另外, 目前境内物业处置期限通常设置为2年, 明显短于境外5年期的设置。在下行的国内商业地产宏观环境下, 2

年的处置期已较难匹配物业的实际处置时间, 容易造成实质违约, 未来可考虑拉长处置期设置, 完善结构搭建。

中小企业渠道通畅

目前境内市场认可的CMBS信用级别要求从准入端对发行人已经进行了筛选, 信用水平较低的中小企业被排除在外。但主体信用水平的差异不能简单对应到掌握资产的质量差异, 市场上区位优势、运营成熟、盈利水平良好的优质商业资产的业主中不乏为中小企业, 类reits能够有效地将资产从发行人中独立出来的特点给中小企业资产证券化提供了操作空间。

不同于CMBS, 类reits在分层时可不考虑对发行人的追索权, 因此不受发行人主体信用水平限制, 证券本息的偿付来源主要为底层资产的经营现金流和处置回款或再融资募集资金, 证券化的过程回归资产本身从而实现与主体脱钩, 利好持有优质商业物业、有融资需求但无法发行CMBS且暂不计划彻底变卖资产的中小企业。发行人的主要目的—是实现以物业资产价值为基础的资金募集最大化, 二是尽量在节约资金成本和时间成本的前提下将拟发行的底层物业装入专项计划, 目前类reits在各层交易架构设计上有多种可选择工具, 针对不同案例搭建合适的结构, 最大化满足发行人的盘活存量资产或投资退出诉求。

四、结语

对于投资人而言, 境内CMBS底层资产的相关风险因素可以通过优化交易条款得到部分改善, 但很难彻底根除, 当承受黑石违约CMBS同样的压力时部分境内CMBS项目的投资人依据底层资产可获得的保护力度偏弱, 单以资产而言, 可考虑以商业地产类reits产品替代。对于发行人而言, 重要的是选择适合自身融资需求的产品, CMBS产品适合自身资信水平良好的企业, 类reits产品可脱离主体信用, 适合盘活存量资产以及中小企业融资, 但当前外部环境整体低迷的情况下, 需结合整体流动性制定融资计划。///

消费投资协同发力 经济运行企稳回升

文|联合资信 吴玥 刘东坡 马顺福

一、宏观经济与行业运行情况

2023年一季度，随着各项稳增长、稳就业、稳物价政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，积极因素累积增多，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点；环比增长2.2%，为近年来一季度最高增幅（见图1）。

从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；需求端方面，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑（见图2）。

展望未来，在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，受外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间、投资在政策的支撑下稳定增长态势有

望延续，内需或将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，在基数作用下，2023年二季度经济增长明显加快的可能性较高，而下半年随着基数的升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，但全年实现5%增长目标的基础更加牢固。

生产端：服务业改善幅度大于工业

工业经济实现平稳增长。2023年一季度，全国规模以上工业增加值同比增长3.0%，较上年四季度加快0.3个百分点（见图3）。其中，3月全国规模以上工业增加值同比增长3.9%，较1—2月加快1.5个百分点。随着稳增长政策持续显效，产业链、供应链加快恢复，工业经济实现平稳增长，但改善幅度相对温和。

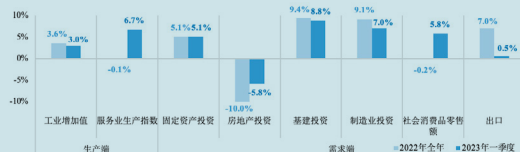
行业方面，制造业增加值一季度累计同比增长2.9%，其中化学制品、有色金属行业增加值实现较快增长；随着市场需求不断恢复，黑色金属、非金属矿等行业增加值增长明显加快；医药制造、纺织、电子设备、饮料制造等行业增加值有所下降。

图1 GDP当季同比增速（不变价）



注：2021年数据为两年平均增速，下同
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2 主要经济指标累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业明显回升。随着生活秩序加快恢复, 服务需求特别是接触型、聚集型的服务需求快速释放, 服务业增长明显回升。经初步核算, 2023年一季度服务业增加值同比增长5.4%, 较上年四季度加快3.1个百分点(见图4)。

从主要行业来看, 一季度批发和零售业, 交通运输、仓储和邮政业以及住宿和餐饮业等接触性服务业和聚集性服务业恢复较快, 增加值分别同比增长5.5%、4.8%和13.6%, 增速较上年四季度分别提高5.2个百分点、8.7个百分点和19.4个百分点。

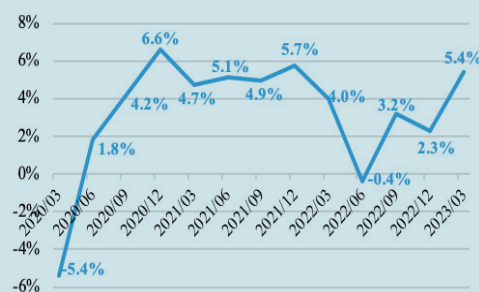
需求端：消费投资协同发力，内需拉动作用增强

固定资产投资平稳增长。2023年一季度, 全国固定资产投资完成额(不含农户) 10.73万亿元, 同比增长5.1%。随着政策性开发性金融工具等稳投资政策落地落实, 重大项目建设、设备更新改造加快推进, 有效投资持续扩大, 为推动经济企稳回升提供有力支撑(见图5)。

三大领域方面, 房地产市场复苏态势初现, 一季

度房地产开发投资同比下降5.8%, 同比降幅较上年全年有所收窄。在宽松购房政策下, 前期积压的购房需求逐步释放, 销售市场企稳复苏态势初显, 3月房地产销售额同比增速转正, 保交楼推动复工链继续改善, 支撑竣工大幅回升至32.02%; 另一方面, 房地产新开工和投资端依旧疲软, 或反映出房地产投资的重点仍在保交付, 扩大投资的意愿和信心不足(见图6)。基建投资仍保持较快增长, 主要受稳投资政策的驱动。制造业投资在上年高增长的背景下小幅放缓, 可能与前期出口回落有关, 但受益于设备更新改造政策以及制造

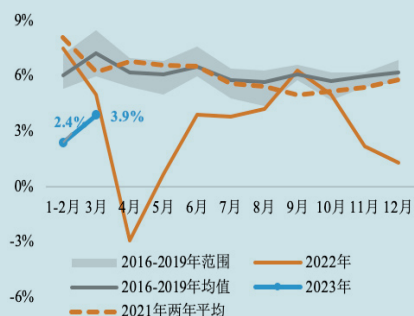
图4 服务业增加值当季同比增速



注: 2021年数据为两年平均增速

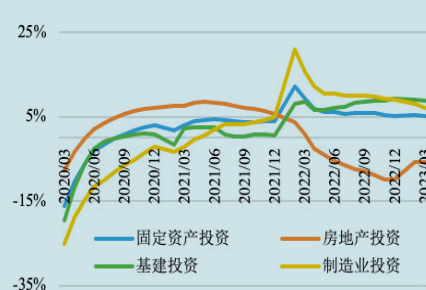
数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图3 工业增加值当月同比增速¹



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图5 固定资产投资累计同比增速



注: 2021年数据为两年平均增速, 基建投资不含电力

数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

¹ 为剔除基数效应影响, 方便对经济实际运行情况进行分析判断, 文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率, 下同。

业中长期贷款投放显著增长,制造业投资仍保持较高增速。其中,高技术制造业投资是主要支撑,同比增长15.2%,增速比制造业投资高8.2个百分点。

消费实现大幅改善,接触型消费需求快速释放。2023年一季度,社会消费品零售总额(下称“社零”)11.49万亿元,同比增长5.8%,较上年四季度下降2.7%;3月当月同比增长10.6%,边际修复明显加快(见图7)。其中,一季度餐饮收入同比增长13.9%,3月当月同比增长26.3%,接触型消费需求快速释放。限额以上商品方面,金银珠宝、服装鞋帽针纺织品、化妆品、体育娱乐用品等商品销售由上年全年的同比下降转为一季度的同比增长,消费升级类商品销售明显恢复;在传统燃油车购置税优惠、新能源车补贴等政策退出、前期汽车消费需求透支等因素影响下,一季度汽车销售同比下降。

2023年3月出口回暖带动一季度出口同比实现小幅增长。2023年一季度,中国货物出口8218.31亿美元,进口6171.23亿美元,贸易顺差2047.08亿美元。一季度出口同比增长0.50%,其中3月出口增速大幅上行至14.80%,扭转了上年四季度以来的负增长态势,主要与国内生产秩序恢复、上年四季度和春节积压订单释放有关(见图8)。主要出口商品方面,一季度汽车零件、玩具和钢材出口金额同比涨幅有所加快;通用机

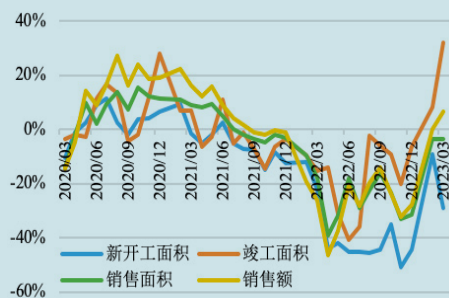
械设备、手机和灯具、照明装置及类似品出口金额同比降幅扩大。

价格:生产者出厂价格继续下降,人民币对美元即期汇率小幅震荡升值

CPI同比涨幅回落。2023年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.3%,当月同比涨幅逐月回落。分项来看,一季度食品价格同比上涨3.7%,其中鲜果价格涨幅较高;非食品价格同比上涨0.7%,其中工业消费品价格上涨0.3%,在消费逐步恢复的带动下服务价格上涨0.8%。

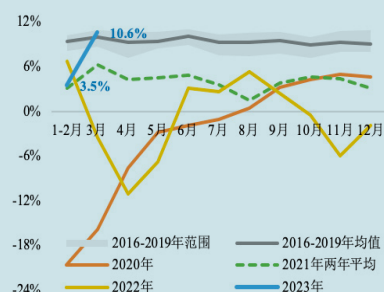
PPI同比继续下降。2023年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降1.6%,当月同比降幅

图6 房地产主要指标当月同比增长情况



数据来源:国家统计局、Wind, 联合资信整理

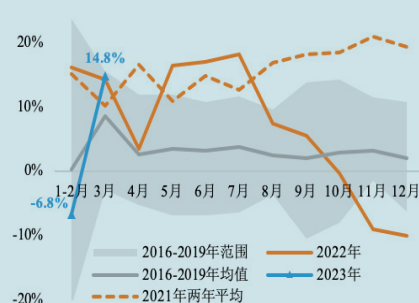
图7 社零当月同比增速情况



注: 2021年虚线数据为两年平均增速

数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图8 出口同比增速情况



数据来源: 海关总署、Wind, 联合资信整理

逐月扩大(见图9)。从主要行业来看,能源保供稳价成效显著,煤炭先进产能有序释放,叠加气温上升采暖用煤需求减少,一季度煤炭价格同比小幅下降;国际输入性因素带动国内石油、有色金属及相关行业价格同比明显走低;随着各项稳增长、稳就业、稳物价政策持续显效,市场需求不断改善,钢铁等行业出厂价格环比有所上涨,但受上年同期对比基数走高影响,钢材价格同比降幅有所扩大。

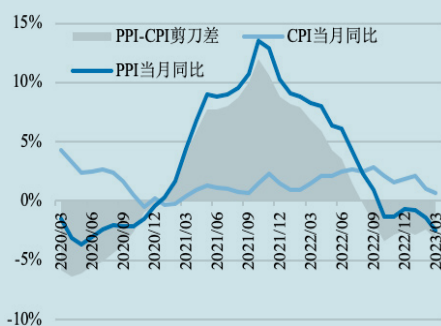
汇率方面,2023年一季度人民币对美元即期汇率小幅震荡升值。截至2023年3月31日,人民币对美元即期汇率报6.87,较上年年末(6.95)升值约1.15%(见图10)。1月份,国内经济基本面复苏态势稳中向好,叠加美元指数回落、中美国债利差倒挂程度减轻、春节前企业结汇需求旺盛等因素,人民币对美元即期汇率强势升值。2月份,美国通胀数据超预期走高、主要经济数据表现强劲,叠加俄乌冲突局势加剧,强化了美联储加息预期,美元指数反弹,中美国债利差倒挂程度加剧,受此影响人民币对美元即期汇率走弱。3月份,国内经济数据证实经济复苏态势良好,美国银行业流动性危机不断发酵使得美国经济衰退风险进一步上升,美元指数回落,美联储加息预期弱化,中美国债利差倒挂程度缓解,人民币对美元即期汇率小幅升值。

展望后市,从内部因素看,随着稳增长政策措施效果不断显现,国内经济料将延续目前的良好复苏态势,考虑到去年同期的低基数影响,二季度经济增速有望迎来年内高点,这将为人民币汇率提供支撑。但房地产复苏仍不稳固,出口增长势头能否延续也存在不确定性,或将对人民币汇率形成一定拖累。从外部因素看,目前美国主要经济数据仍然保持韧性,但银行业流动性危机使得美国经济陷入衰退的风险有所上升,面临控通胀和保持金融稳定的两难,美联储未来加息会更为谨慎,美元指数维持震荡的可能性较高。综上所述,预计二季度人民币对美元即期汇率将在震荡中小幅升值。

就业: 就业形势略有好转, 青年就业压力仍然较大

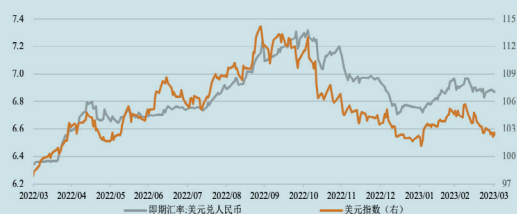
2023年一季度,全国城镇调查失业率均值为5.47%,低于上年同期0.07个百分点,比上年四季度下降0.10个百分点。逐月来看,1月全国城镇调查失业率为5.5%;2月受春节后外出求职和转换工作影响,失业率小幅上升至5.6%;3月随着生产生活秩序逐步恢复,外出务工以及转换工作的求职者陆续找到工作,全国城镇调查失业率降至5.3%,比上年同月下降0.5个百分点。2023年以来经济运行整体呈现向好态势,尤其是作为吸纳就业主体的服务业恢复加快,为就业形势好

图9 PPI-CPI剪刀差情况



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图10 人民币汇率走势



数据来源: 中国外汇交易中心、Wind, 联合资信整理

转提供了强有力的保障。

2023年一季度, 16~24岁城镇青年劳动力调查失业率均值为18.33%, 高于上年同期2.80个百分点, 青年失业率处于较高水平。当前青年人尤其是高学历青年就业压力较大, 但随着经济企稳回升, 各项促进高校毕业生就业政策发力, 青年人就业有望逐步改善, 全国就业形势也将进一步好转。

财政：财政收入由负转正，支出保持较高强度

2023年一季度, 全国一般公共预算收入6.23万亿元, 同比增长0.5%, 累计增幅比1—2月提高1.7个百分点, 实现由负转正。其中地方一般公共预算本级收入3.47万亿元, 同比增长5.0%。中国经济总体回升将为财政收入增长提供基本支撑, 财政收入有望继续回稳向上。全国一般公共预算支出6.79万亿元, 同比增长6.8%, 其中地方一般公共预算本级支出6.07万亿元, 同比增长6.9%, 保持了较高的支出强度。结构上看, 基本民生、乡村振兴、区域重大战略等重点支出得到有力保障。其中, 卫生健康支出增长12.2%, 较上年全年明显回落, 反映出相关支出压力有所缓解, 后续财政支出结构将逐渐回归常态, 同时随着财政收入端的回稳向上, 财政支出对于科学技术等领域的支持力度或将有所提升。

二、宏观信用环境

2023年一季度, 社融规模超预期扩张, 信贷结构有所好转, 但居民融资需求仍偏弱, 同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧, 债券市场融资成本有所上升。展望二季度, 预计社融规模扩张力度和信贷投放力度将有所减弱, 市场流动性将维持总体平稳态势, 实体经济综合融资成本或稳中有降。

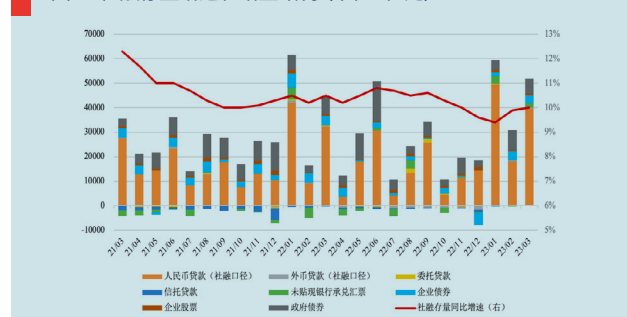
社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，企业债券融资节奏同比放缓

社融口径人民币信贷、表外融资和政府债券净融资推动社融规模超预期扩张。2023年一季度, 全国新增社融规模14.53万亿元, 同比多增2.47万亿元, 其中3月份新增社融规模5.38万亿元, 同比多增7079亿元; 3月末社融规模存量为359.02万亿元, 同比增长10.0%, 增速比上月末高0.1个百分点(见图11)。分项上看, 一季度社融口径人民币贷款同比多增2.36万亿元, 表外融资项下委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增221亿元、少减1649亿元和多增3892亿元, 政府债券净融资同比多增2470亿元, 是社融规模扩张的主要支撑因素。企业债券净融资、社融口径外币贷款(折合人民币)和非金融企业境内股票融资同比分别少增4718亿元、1144亿元和833亿元, 是一季度社融主要的拖累因素。展望后市, 为推动经济持续恢复, 政策面将延续宽松基调, 预计二季度社融规模将延续扩张态势, 但由于一季度社融规模超预期扩张可能带来透支效应, 二季度社融规模扩张力度或有所减弱。

信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱。

2023年一季度金融机构口径人民币贷款增加10.6万亿元, 同比多增2.27万亿元, 创历史同期最高水平, 其中3月份金融机构口径人民币贷款增加3.89万亿元, 同比多增7497亿元; 3月末金融机构口径人民币贷款

图11 社融存量增速和增量结构(单位: 亿元)



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

余额225.45万亿元,同比增长11.8%,增速分别比上月末和上年同期高0.2个百分点和0.3个百分点。结构上看,在稳增长政策和经济内生修复的共同作用下,企业融资需求持续扩大。一季度企业贷款增加8.99万亿元,同比多增1.89万亿元,其中企业短期贷款、中长期贷款和票据融资同比分别多增9400亿元、多增2.73万亿元、少增1.78万亿元。居民融资需求边际改善但总体仍偏弱。一季度居民贷款增加1.71万亿元,同比多增4452亿元,其中居民短期贷款、中长期贷款同比分别多增5710亿元、少增1258亿元。展望后市,在取得超预期的“开门红”后,二季度信贷投放力度或将有所放缓。随着房地产维稳政策不断优化,居民购房贷款需求有望继续改善。

企业债券融资节奏同比有所放缓。从概念板块看,2023年一季度,产业债和城投债净融资规模同比收缩(见图12)。其中,产业债净融资额-1174.60亿元,同比少增5383.29亿元;城投债全年净融资额5457.93亿元,同比少增126.13亿元。从企业性质看,一季度国企债和民企债净融资规模同比均大幅收缩。其中,国企债净融资额7073.99亿元,同比少增1.37万亿元;民企债净融资额-710.69亿元,同比多减497.58亿元。从区域结构看,一季度,广东、北京、天津、山西、辽宁、贵州、甘肃、黑龙江、海南、内蒙古等10省市企业债券净融资额为负,北京、上海、广东、江苏、福建、四川等省市企业债券净融资规模同比收缩幅度较大。

图12 产业债和城投债净融资额(单位:亿元)



注:城投债为Wind口径,数据统计时点为2023年4月13日
数据来源:Wind,联合资信整理

资金利率中枢显著抬升,债券市场融资成本有所上升

资金利率中枢显著抬升。1月份,面对税期、春节取现等季节性扰动因素,央行通过加大公开市场资金投放力度维持了市场流动性总体平稳,但资金利率中枢小幅抬升。2月份,受春节假期后现金回流偏慢、大量逆回购集中到期、信贷投放节奏和专项债发行节奏前置等因素影响,市场流动性快速收紧,资金利率中枢显著抬升。同时,R007和DR007走势显著背离,流动性分层现象明显。3月份,随着逆回购集中到期的短期冲击逐渐消退,加之央行超额续作MLF和超预期降准,市场流动性边际转松,资金利率中枢稳中有降,但临近季末市场流动性再次收紧。**债券市场融资成本有所上升。**一季度,央行1年期MLF和7天逆回购利率均维持不变,1年期和5年期LPR报价也维持原有水平。市场流动性整体偏紧叠加实体融资需求边际回暖,导致债券发行利率走高。数据显示,一季度,公司债、企业债和中期票据发行加权平均票面利率分别为3.97%、4.50%和4.08%,较上季度分别高54个基点、7个基点和61个基点,较上年同期分别高45个基点、3个基点和47个基点。

展望后市,央行行长易纲在2023年3月3日国新办“权威部门话开局”新闻发布会上表示,下一步将综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,要保持实际利率的合适水平,适当降低融资成本。预计二季度市场流动性将维持总体平稳态势,实体经济综合融资成本或稳中有降。

三、宏观政策环境

2023年一季度,宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国两会决策部署为主,聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力,推动经济运行稳步恢复。3月,全国两会胜利召开,延续中央



经济工作会议“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”。

展望未来，根据2023年经济工作总基调及一季度经济运行形势，扩大内需、增加就业是未来政策重点方向。预计宏观政策将聚焦促进投资和消费增长，继续发挥内需对稳增长的支撑作用，同时将积极创造良好政策环境，扩大就业，促进房地产市场稳健发展。

《政府工作报告》延续“稳字当头、稳中求进”政策总基调

2023年3月5日，国务院总理李克强在第十四届全国人民代表大会第一次会议上做2023年《政府工作报告》（简称《报告》）。在经济政策方面，《报告》延续了去年12月中央经济工作会议“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”。《报告》提出，**积极的财政政策要加力提效**：赤字率拟按3%安排，较去年提升0.2个百分点。完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化。做好基层“三保”工作。**稳健的货币政策要精准有力**：保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**产业政策要发展和安全并举**：促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节。**科技政策要聚焦自立自强，也要坚持国际合作**：完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，支持和突出企业科技创新主体地位，加大科技人才及团队培养支持力度。**社会政策要兜牢民生底线**：落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突

出的位置,切实保障好基本民生。

房地产调控政策继续优化完善,支持房地产市场平稳健康发展

2023年1月5日,央行、银保监会发布通知,决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。对于新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市,可阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。1月10日,央行、银保监会信贷工作座谈会明确,实施改善优质房企资产负债表计划,聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企,开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动,引导优质房企资产负债表回归安全区间。2月24日,央行、银保监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见(征求意见稿)》,围绕住房租赁供给侧结构性改革方向,以商业可持续为基本前提,重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展,为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。3月30日,自然资源部、银保监会印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》,主要包括以下内容:一是以点带面,积极做好“带押过户”;二是因地制宜,确定“带押过户”模式;三是深化协同,提升便利化服务水平。

进一步健全REITs市场功能,更好盘活存量资产、扩大有效投资

2023年3月24日,证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》,提出4方面共12条措施。一是加快推进市场体系建设,研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs。分类调整产权类、特许经营权类项目的收益率以及保障性租赁住房项目首发资产规模要求,推动扩募

发行常态化,支持优质保险资产管理公司等开展ABS及REITs业务,加强二级市场建设。二是完善审核注册机制,优化审核注册流程,明确大类资产准入标准,完善发行、信息披露等基础制度。三是坚持规范与发展并重,突出以“管资产”为核心,构建全链条监管机制,促进市场主体归位尽责。四是凝聚各方合力,完善重点地区综合推动机制,统筹协调解决REITs涉及各类问题,推动完善配套政策,抓紧推动REITs专项立法。同日,国家发改委印发《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报推荐工作的通知》,从6方面提出19项具体工作要求。一是认真做好项目前期培育,二是合理把握项目发行条件,三是切实提高申报推荐效率,四是充分发挥专家和专业机构作用,五是用好回收资金促进有效投资,六是切实加强运营管理。

多措并举推动稳增长稳预期,促进中小微企业调结构强能力

2023年1月14日,国务院促进中小企业发展工作领导小组办公室印发了《助力中小微企业稳增长调结构强能力若干措施》,立足于“纾困和服务两手抓,调结构和强能力并行推”,提出进一步推动稳增长稳预期、着力促进中小微企业调结构强能力2方面15条具体举措。其中,进一步推动稳增长稳预期方面包括以下7条举措:强化政策落实和支持力度、加大对中小微企业的金融支持力度、促进产业链上中小微企业融资、有效扩大市场需求、做好大宗原材料保供稳价、加大公共服务供给和舆论宣传引导和强化合法权益保护。促进中小微企业调结构强能力方面包括以下8条举措:加大专精特新中小企业培育力度、促进大中小企业融通创新、促进科技成果转化和中小企业数字化转型、提升中小企业质量标准品牌水平、加强知识产权运用和保护、加大人才兴企支持力度、加大对优质中小企业直接融资支持和促进中小企业特色产业集群高质量发展。///

城商行合并重组浪潮下的新格局

文 | 联合资信 陈绪童 郭嘉喆

一、城商行发展历史及经营现状

我国城商行发展历程

城商行前身为城市信用合作社，随着我国上世纪市场经济改革不断深化，我国步入经济快速发展阶段，经济结构呈多元发展趋势，地方企业对于金融服务需求激增，各地方加速设立城市信用合作社。在经过早期快速发展阶段后，一些规模较大的城市信用合作社逐步背离了合作制原则，且资金成本高、股权结构不合理、内控制度不健全等风险日益凸显。在此背景下，1995年，国务院决议在原城市信用合作社的基础上组建城市商业银行，以规范、整顿我国金融体系秩序，我国首家城市商业银行——深圳城市合作银行（后更名深圳城市商业银行）顺势成立。

“重装上阵”，依托地方经济发展实现快速扩张。

在成立初期，城商行继承了原城市信用合作社的历史包袱“重装上阵”，通过债务重组、引入股东、规范管理等手段，各家城商行逐步处理了历史遗留的不良资产，并改善了经营模式，建立了现代化的公司治理结构，明确了“一级法人、两级经营”的管理模式。此后，城商行依靠自身地方法人机构决策链短、业务策略灵活以及地方政府项目资源倾斜等优势，其业务规模呈现快速扩张的态势。

异地设立分支机构再次加速城商行规模扩张，头部城商行迈入“万亿”资产规模台阶，城商行“中小不小”。随着城商行的良好发展，其在经营当地积累了较好的品牌知名度，形成了较强的业务竞争优势，部分经济发达地区的城商行开始谋求进一步的发展，在

“规模信仰”的加持下，城商行开始寻求“走出去”的经营模式，纷纷在异地设立分支机构，部分经营较好的头部城商行开始跨省设立异地分行，规模拓张再次提速，经营实力整体有所增强；且我国多家城商行入选英国《银行家》杂志全球银行1000强，城商行整体呈现“中小不小”的局面。在快速扩张的过程中，城商行之间的差距也在逐步拉开，各家城商行的规模、抗风险能力出现分层，头部万亿级别的城商行在业务规模上已超过部分全国性股份制商业银行，并被选为我国系统重要性银行，亦有部分下沉区域的城商行资产规模不足200亿元。

高速发展下带来新的隐患及挑战，城商行之间经营实力拉开差距，信用分层加剧。在城商行快速崛起的背后，亦埋下了部分风险隐患。跨省经营的城商行随着经营管理半径的延伸，对其科技水平、管理制度、风险管控能力均提出一定挑战；此外，在“牌照信仰”及“规模信仰”的加持下，部分扩张激进的城商行出现了“资产端投资银行化，负债端存单化”的现象，传统的存贷款业务占比反而下降；同时，随着我国产业结构转型、宏观经济下行，部分区域经济持续低迷，作为地方法人机构的城商行业务经营及资产质量均受到一定冲击，我国城商行逐步呈现区域化信用分层的情况。2019年，包商银行宣布破产，这一标志性事件在引起外界对于我国中小银行抗风险能力担忧的同时，亦为央行及监管层敲响了对中小城市商业银行风险管控及风险化解的警钟；此外，包商银行事件暴露了我国部分中小银行公司治理和内部人控制方面的问题，公司治理与内控水平的差异进一步加剧了中小银行的信用分层。

监管加强规范管理, 倡导中小银行回归传统业务服务地方经济, 稳步推进城商行化险改革。随着地方城商行经营风险逐步暴露, 监管层及时刹车, 出台多项监管政策对城商行业务发展进行规范。2020年, 央行就《中华人民共和国商业银行法(修改建议稿)》公开征求意见, 其中明确, 城市商业银行等区域性商业银行应当在住所地范围内依法开展经营活动, 未经批准, 不得跨区域展业; 同时倡导中小银行回归银行传统业务, 改善资产负债结构, 加大对普惠金融的支持力度; 包商银行重组工作落地、蒙商银行筹建完成也为地方中小城商行化险改革提供了重要的样本意义, 监管开始着手稳步、积极推进城商行化险改革工作, 对于部分资本实力弱、市场竞争力弱、公司治理体系差、抗风险能力弱的银行统筹采用合并重组或吸收合并等方式化解历史包袱, 提升其资本实力。

重组整合拉开化险改革序幕, 重洗城商行分布格局。2020年包商银行破产, 蒙商银行新成立, 拉开了监管对区域性城商行格局洗牌的序幕, 四川、山西、辽宁省内的中小城商行陆续开始整合、重组, 中原银行亦吸收合并了三家省内城商行, 在此背景下, 我国城商行数量降至125家。从区域分布情况来看, 我国城商行分布广泛, 31个省级地区至少拥有一家城市商业银行, 其中辽宁、山东、浙江等省份城市商业银行数量较为集中, 重庆、南京、武汉、厦门、宁波等16个地级城市拥有不止1家城市商业银行。

我国城商行经营特点

服务一方经济, 经营区域特性较强。从经营定位来看, 城商行是地方区域主要的金融资源储备, 肩负着为地方居民提供金融服务、为地方经济发展提供支持的使命, 其业务经营理念与区域经济发展目标联系紧密, 经营状况也与当地区域经济发展质量相关性较高, 整体经营上具备较强的区域特性。具体来看, 城商行作为地方法人金融机构, 在当地业务经营上存在地缘及人

缘优势, 客户资源上往往会受到地方政府一定倾斜, 相对能够容易获得地方优质国企的客户资源; 其次, 城商行作为多年扎根本土的金融机构, 对经营区域内重点企业经营状况了解程度较深, 这使得其在当地的业务拓展、风险防控方面具备了一定的信息优势; 此外, 城商行是地方一级法人机构, 决策链条相较于国有银行及股份制银行更短, 能够较为灵活的调整业务策略, 更好地适应区域经济政策调整、服务地方经济产业结构转型。

资产负债规模保持增长且结构有所优化, 但财务表现呈现一定的区域分化。从经营情况来看, 近年来, 我国城商行资产负债规模持续增长, 且在监管导向下逐步调整业务结构, 非标投资压降带动投资资产占比下降, 资产配置向贷款倾斜, 同时负债端存款占比呈上升趋势, 资产负债结构均有所优化, 截至2022年末, 我国城商行资产总额49.9万亿元, 同比增长10.7%, 占银行业金融机构的比重为13.1%; 资产质量方面, 得益于客户资质及风险管理水平的相对优势, 其信贷资产质量优于农商行, 但区域性经营的特点使其资产质量易受经营所在地产业结构及经济发展状况制约, 财务表现呈现一定的区域分化, 部分经营环境相对较差地区的城商行信贷资产质量下行压力较大; 盈利水平方面, 城商行营业收入和净利润保持增长, 但由于资产端议价能力相对国股行较弱而存款成本相对较高, 城商行净息差低于商业银行平均水平, 且在竞争加剧和减费让利的背景下, 净息差呈收窄趋势, 盈利能力持续承压, 尤其东北地区城商行在资产质量下行的影响下盈利面临较大压力; 资本水平方面, 得益于资本补充渠道相对多元化, 其近年来通过增资扩股和发行资本补充债券等多种方式补充资本, 城商行资本处于充足水平。截至2022年末, 城商行不良贷款率1.85%, 拨备覆盖率191.62%, 资本充足率12.61%; 2022年, 城商行资产利润率和净息差分别为0.54%和1.67%。

二、城商行合并重组进程回溯及案例分析

城商行合并重组进程回溯

以徽商银行作为起点的合并重组大浪潮

2004年，原银监会主席首次提出城商行联合重组的构想，同年11月，原银监会下发了《城市商业银行监管与发展纲要》，鼓励同一行政区域经济区划内尚不具备跨区域发展条件的城市商业银行在自愿的前提下，按照市场原则实现资本重组和联合，并支持城市商业银行按照市场化原则收购、兼并周边地区城市信用社。在此政策背景下，2005年12月，安徽省原合肥、芜湖、安庆、马鞍山、淮北、蚌埠6家城商行和六安、铜陵、淮南、阜阳的7家城市信用社合并组建为徽商银行，是我国首家通过合并重组方式成立的省级城商行，并由此开启了城商行的重组之路。

以改革化险为基调的合并重组新历程

部分城商行在经历了信贷资产快速增长、通过非标投资跨区展业的高速发展的同时，也埋下了风险隐患；近年来，在宏观经济疲软、产业结构调整的大背景下，部分区域由于支柱产业受冲击较大而新兴产业支

撑不足导致当地经济发展面临较大压力，从而导致地方企业经营压力大幅上升，偿债水平明显下降，风险暴露并传导至对当地企业信贷支持力度较大的城商行，而个别城商行由于前期信贷管理较为粗放导致风险管理能力不足，在内外因素的双重影响下，其资产质量明显恶化，同时强监管使潜在风险亦露出水面；然而，中小银行对不良资产的处置方式多以自我消化为主，部分地区城商行受限于盈利较弱等因素难以化解较重的历史包袱。在此背景下，2020年7月，银保监会城市银行部副主任刘荣在银保监会通气会上表示，支持因地制宜、综合施策，积极推动深化城商行改革和化解风险，支持部分省份因地制宜对辖内城商行采取联合重组等方式，深化改革化解风险，目前有的省份辖内中小银行改革重组正在有序推进。在上述背景下，2020年以来，多个地区政府牵头推进城商行通过合并重组的方式化解金融风险，并取得一定成效，四川银行、山西银行和辽沈银行陆续成立，同时，中原银行于2022年吸收合并原洛阳银行、平顶山银行和焦作中旅银行，进一步推动了城商行的合并重组进程。这一阶段的城商行改革重组，则凸显了“化险”的主基调（见表1）。

表1 城商行合并重组历程

成立时间	银行名称	成立背景
2005年	徽商银行	由安徽省原合肥、芜湖、安庆、马鞍山、淮北、蚌埠6家城商行和六安、铜陵、淮南、阜阳的7家城市信用社合并组建。
2006年	江苏银行	由江苏省原无锡市商业银行、苏州市商业银行、南通市商业银行、常州市商业银行、淮安市商业银行、徐州市商业银行、扬州市商业银行、镇江市商业银行、盐城市商业银行和连云港市商业银行10家城商行合并组建。
2007年	吉林银行	前身为长春市商业银行，在吸收合并原吉林市商业银行、辽源市城市信用社的基础上设立，并于2008年完成了对吉林省白山、通化、四平、松原4个地区城市信用社的吸收合并。
2009年	龙江银行	由原大庆市商业银行、齐齐哈尔市商业银行、牡丹江市商业银行和七台河市城市信用社合并组建。
2010年	湖南银行	前身为由原株洲市商业银行、湘潭市商业银行、岳阳市商业银行、衡阳市商业银行和邵阳市城市信用社合并组建的华融湘江银行。
2010年	湖北银行	由原黄石银行、宜昌市商业银行、襄樊市商业银行、荆州市商业银行和孝感市商业银行5家城商行合并组建。
2011年	甘肃银行	由原平凉市商业银行和白银市商业银行合并组建。
2012年	贵州银行	由原遵义市商业银行、六盘水市商业银行和安顺市商业银行合并组建。
2014年	中原银行	在河南省原开封、安阳、鹤壁、新乡、濮阳、许昌、漯河、三门峡、南阳、商丘、信阳、周口、驻马店等13家城商行基础上设立，并于2022年吸收合并原洛阳银行、平顶山银行和焦作中旅银行。
2015年	江西银行	前身为在原南昌市40家城市信用社基础上设立的南昌银行，于2015年吸收合并景德镇市商业银行组建成立。

2020年	四川银行	由原攀枝花市商业银行和凉山州商业银行合并组建。
2021年	山西银行	由原大同银行、长治银行、晋城银行、晋中银行和阳泉市商业银行合并重组设立。
2021年	辽沈银行	由辽宁省金融控股集团发起新设省级城商行，吸收合并原辽阳和营口沿海银行。

资料来源：联合资信整理

城商行合并重组案例分析

合并重组城商行	合并重组方式	风险化解措施
 四川银行	在原攀枝花商行和凉山州商行基础上以 新设合并 的方式成立	处置方式： 剥离转让、核销和账面保留 资金来源： 新股东和注册地政府提供的产业扶持资金
 山西银行 SHANXI BANK	以原大同银行、长治银行、晋城银行、晋中银行和阳泉市商业银行为基础，采用 合并重组 的方式成立	处置方式： 剥离转让、现金清收、以物抵债、诉讼清收、贷款核销等 资金来源： 人民银行专项借款和山西省政府、相关市政府筹集资金
 辽沈银行 LIAOSHEN BANK	由辽宁省金融控股集团发起 新设省级城商行 后吸收合并原辽阳银行和营口沿海银行	通过 现金收回 和 认购定向债务工具 的方式处置不良资产
 中原银行 ZHONGYUAN BANK	直接在原主体的基础上通过 吸收合并 的方式进行改革重组	通过多渠道筹措资金，由地方资产管理公司以市场化的方式依法依规承接不良资产

四川银行

2020年11月，四川银行在原攀枝花市商业银行与原凉山州商业银行的基础上，以新设合并的方式成立，注册资本300亿元，为四川省首家省级法人城商行；原攀枝花市商业银行与原凉山州商业银行分别变为其攀枝花分行和凉山分行，成立以来，其在四川省内主要地市设立了多家分行，稳步推进网点布局，业务范围及市场竞争力持续提升，同时，其作为地方省属法人城商行，在政府业务资源方面能够得到一定的倾斜。股权结构方面，成立时，四川银行清理了原两家银行问题股东，并引入了四川金融控股集团、凉山州发展（控股）集团以及成都天府资本投资等以四川

省内国有企业为主的28家股东，股权结构以国有股份为主，且高级管理人员均具有较为丰富的银行从业及管理经验，良好的股东背景及治理架构为其业务稳健发展奠定了良好的基础。风险化解方面，四川银行主要通过剥离转让、核销和账面保留的方式处置原两家银行不良资产，剥离转让部分的收购资金主要来源于其新股东提供的不良资产处置资金和注册地政府提供的产业扶持资金，不良资产实现真实出表，风险得到实质性化解。从经营表现来看，成立以来，四川银行资产负债规模快速增长，信贷资产质量呈改善趋势，拨备及资本均保持充足水平，盈利水平亦有所提升，但由于成立时间较短，盈利能力尚未完全体现，盈利性

指标仍处于行业较低水平，未来随着业务持续稳健发展，其盈利水平或将有所提升。截至2022年9月末，四川银行资产总额2155.99亿元，负债总额1835.96亿元，所有者权益320.03亿元，不良贷款率1.44%，拨备覆盖率319.83%，资本充足率21.94%；2022年1—9月实现营业收入32.56亿元，净利润9.02亿元，净资产收益率2.82%。

山西银行

2021年4月，山西银行以原大同银行、长治银行、晋城银行、晋中银行和阳泉市商业银行为基础，采用合并重组的方式成立，为山西省级城商行；成立时，上述5家银行原股本共折算为86.96亿股，计入山西银行实收资本，同时以每股1元的价格引入新股东山西融金兴晋私募投资基金合伙企业（有限合伙），新增股本153亿股，全部计入实收资本，其注册资本及实收资本均239.96亿元，资本实力较强。作为省级城商行，山西银行分支机构覆盖山西省主要地市，且在原5家银行经营所在地具有较好的业务基础，成立以来，其依托省级城商行的品牌优势推动业务发展，并推进分支机构布局，市场竞争力逐步提升。公司治理层面，山西银行实际控制人为山西省财政厅，且股权结构中国有股份占比超过70%，山西省及各地市政府能够在资本补充、业务发展等方面给予其一定支持。风险化解方面，山西银行主要通过剥离转让、现金清收、以物抵债、诉讼清收、贷款核销等方式处理成立前存量不良资产，其中通过剥离转让处置的不良资产由山西省城商行改革发展基金旗下的私募投资基金承接，承接资金来源于人民银行专项借款和山西省政府、相关市政府筹集资金。从经营表现来看，成立以来，山西银行资产负债规模增长较快，资产结构较为稳定，负债来源以客户存款为主，且存款稳定性较好；但由于原5家银行已投放的贷款质量下迁，其不良贷款率和关注类贷款占比均有不同程度的上升，拨备水平亦有所下降，为进一步夯实

资产质量，其计提较大规模拨备，导致2021年呈现较大亏损，对资本亦产生较大消耗；但随着存量风险的逐步化解以及主营业务的持续拓展带来营收水平的提升，山西银行2022年前三季度已实现盈利。截至2022年9月末，山西银行资产总额3062.71亿元，负债总额2867.94亿元，所有者权益194.77亿元，不良贷款率2.98%，拨备覆盖率153.95%，资本充足率11.52%；2022年1—9月实现营业收入27.48亿元，净利润1.59亿元。

辽沈银行

2021年6月，辽沈银行由辽宁金融控股集团、辽宁省交通建设投资集团等8家国资股东共同发起设立；与四川银行和山西银行不同的是，辽沈银行不是由辽宁地区原城商行合并而成，是由辽宁省金融控股集团发起新设省级城商行后，在同年9月吸收合并原辽阳银行和营口沿海银行，并承接了原两行清产核资后的有效资产、全部负债、业务、所有网点及员工。从股权结构来看，截至2022年3月末，辽沈银行股本总额200.00亿股，全部为国有法人股，控股股东为辽宁金控（持股52.50%），股东资质良好且股东背景较强；成立以来，辽沈银行依托其较强的股东背景及省内唯一省属法人城商行的金融战略地位，在营销省内省属国有企业及央企地方分支机构等优质机构客户方面具有相对优势，为其未来业务开展奠定了较好的发展基础。风险化解方面，辽沈银行通过现金收回和认购定向债务工具的方式处置原两行形成的不良资产，将持有的定向债务工具计入交易性金融资产科目中，期限为15年。从经营表现来看，成立以来，辽沈银行资产负债规模变动不大，且由于其认购的用于置换原两行不良资产的定向债务工具规模较大，其资产结构以投资资产为主，贷款占比低，同时受贷款规模较小、承接原两行资产质量较差等因素影响，辽沈银行关注类贷款占比和不良贷款率较高，资产质量有下迁压力；盈利方面，由于承接原两行付息负债规模较大

且付息成本较高,生息资产端贷款规模较小,而占比较高的债权投资收益率相对较低,其利息净收入和营业收入均为负,息差倒挂,尚处于净亏损状态;但另一方面,辽沈银行负债来源以存款为主,且储蓄存款占比高,负债稳定性较好,资本充足率亦处于较高水平。截至2022年3月末,辽沈银行资产总额2230.71亿元,负债总额2047.72亿元,所有者权益182.99亿元,不良贷款率5.13%,拨备覆盖率601.91%,资本充足率30.01%;2022年1—3月净亏损6.59亿元,净息差-0.88%。

中原银行

与其他化险改革的城商行不同,中原银行是唯一直接在原主体的基础上通过吸收合并的方式进行改革重组的省级城商行。2021年10月,中原银行发布公告称拟吸收合并洛阳银行、平顶山银行及焦作中旅银行,2022年5月,中原银行发布公告称于当日收到中国银保监会《关于中原银行吸收合并洛阳银行、平顶山银行、焦作中旅银行的批复》,吸收合并的所有相关条件均已达成,新中原银行正式成立,2022年6月,三家吸收合并的目标银行均发布公告,其存续债券全部权利和义务由中原银行继承。股权结构方面,中原银行吸收合并目标银行原股东按照转股系数全部转变为中原银行股东,同时为吸收合并后资本充足率满足监管要求,中原银行向合格认购人非公开发行H股以补充资本,作为吸收合并完成的先决条件;吸收合并完成后新中原银行第一大股东未发生变化,仍为河南投资集团有限公司。风险化解方面,中原银行得到了省政府的大力支持,通过多渠道筹措资金,由地方资产管理公司以市场化的方式依法合规承接了中原银行及吸收合并目标银行的不良资产;在多方支持下,中原银行对于历史包袱的处置力度较大,做到了“整洁起步”。2022年8月,中原银行于香港联合交易所披露其2022年中期报告,交出了其吸收合并完成后一份“亮眼”的答卷;其资产规模突破1.2万亿,成为国内第九

家突破万亿规模的城商行,同时得益于吸收合并前不良资产的剥离处置,其资产质量整体处于较好水平,不良贷款率相较于合并前有所下降;同时,吸收合并后,中原银行在省内营业网点、分支机构数量增多,业务覆盖范围进一步扩大,为其业务发展提供了增长动力;但另一方面,吸收合并后迅速攀升的资产规模加大了对资本水平的消耗,其核心一级资本充足率承压临近监管红线,核心一级资本有待补充,此外,吸收合并后各机构网点整合经营情况及盈利能力仍有待进一步观察。截至2022年6月末,新中原银行资产规模12668.31亿元,股东权益919.98亿元,不良贷款率1.82%,资本充足率及核心一级资本充足率分别为12.00%和7.97%;2022年1—6月实现营业收入105.22亿元,实现净利润21.39亿元。

三、城商行改革重组后的新面貌

近年来,持续进行的城商行改革化险工作反映了其在经营过程中信用风险有不同程度的上升,在地方政府的支持下,各地省级城商行改革重组进程不断推进,在化解历史包袱、防范区域性金融风险的同时,重组后的城商行市场竞争力、抗风险能力、业务经营范围、股权结构、公司治理等方面均得到不同程度的提升,具体来看:

综合运用地方金融资源化解历史包袱轻装上阵,防范区域性金融风险。

2020年以来四川银行、山西银行和辽沈银行陆续重组设立挂牌,2022年中原银行吸收合并省内三家城商行,在上述推动组建省级城商行的过程中,地方政府积极调动区域内金融资源,通过直接出资购买或在地方AMC的辅助配合下剥离历史存量风险资产,减轻新主体信用风险压力,确保其“轻装上阵”,遏制风险进一步传导,守住了不发生区域性系统风险的底线。在我国中小银行经营风险的逐步传导暴露以及信用风险分

层效应加剧的背景下，上述地方政府灵活化解区域性银行风险的案例起到了重要的样本意义。

国资股占比提升，清退问题股东，股权结构优化，打下稳健经营的基础。

部分区域出现经营风险的银行股东管理存在一定潜在问题，一些经营实力较弱的民营企业法人股东对外出质股份比例较高，存在交叉持股、股权管理混乱等潜在风险，埋下了城商行违规向股东输送利益的隐患；在城商行合并重组过程中，大多由地方政府直接牵头，通过直接或间接注资或认购转股协议存款的形式充实资本，合并重组后国资股东占比显著提升，同时会将不符合资质的问题股东进行清退，进一步减轻城商行的历史包袱，降低城商行违规经营的风险，为后续稳健经营打下了较好的基础。

“大行”直接输出管理团队及技术人才，优化组织架构及公司治理。

在地方政府及监管的主导下，以改革化险为基调组建的省级城商行承接了来自当地国有银行及股份制银行高级管理层和专业技术人才，为其直接输出了专业的技术及丰富的管理经验，并帮助其制定了正确战略定位及差异化经营策略，显著提升了新组建城商行的专业及管理水平的同时，组织架构和公司治理均得到不同程度的优化，为其日后平稳发展打下坚实基础。

“去糟粕、取精华”，重组、合并后省级城商行发挥协同效应。

在城商行重组、合并的过程中，一方面地方政府积极主导协助剥离历史包袱，另一方面亦保留、归集了原吸收合并目标银行在当地的优质客户资源、业务资源及经营网点，发挥了吸收合并的协同效应，提升了业务综合辐射半径，深化了综合化经营程度，凸显了其省级城商行的金融战略定位，在化解区域性金融风险的同时提升了其经营的综合实力。

资本规模扩大，抗风险能力增强，市场竞争力提升。

城商行合并重组后，在原被合并主体原机构网

点的基础上，业务覆盖范围及拓客空间均有所扩大，且组建省级城商行常伴随着地方政府注资，其资本实力明显提升，抗风险能力增强的同时，也为未来业务发展奠定了较好的资本基础；此外，作为省级城商行，其凭借省属法人的金融战略地位，业务发展一定程度上能够获得政府资源的倾斜，亦可通过资源整合提高经营效率，伴随着客户结构的优化和议价能力的提升，存贷款业务在当地的市场占有率及竞争力均有所提升。

四、总结

作为服务地方金融的主体，城商行业务经营理念与区域经济发展目标联系紧密，经营区域特性较强，且在业务资源、资本补充及风险化解等方面能够获得一定政府支持，近年来资产负债规模保持增长且结构有所优化，但由于经营状况与当地区域经济发展质量相关性较高，其财务表现呈现一定的区域分化；部分区域城商行在经历了信贷资产快速增长、通过非标投资跨区展业的高速发展的同时，也埋下了风险隐患，加之区域经济下行加大了地方城商行的经营压力，导致其形成了较重的历史包袱。在此背景下，监管提出通过合并重组等方式推动城商行改革化险，2020年包商银行重组工作落地以及蒙商银行筹建完成拉开了地方城商行化险改革的序幕，此后，多个地区政府牵头推进城商行通过合并重组的方式化解金融风险，并取得一定成效，在化解了历史包袱的同时，亦有效防范了区域性金融风险。整体看，虽然近年来部分区域的城商行信用风险有不同程度的上升，但我们认为，我国城商行面临的风险整体可控，以商业银行为重要代表的金融领域整体风险水平还在安全边际以内，且随着合并重组的完成，新的银行主体综合实力将有所提升，亦能够更为有效地整合区域内金融资源，从而更好地服务地方实体经济。 

保险业季度观察报

文 | 联合资信 马默坤 刘敏哲 郎 朗

2022年,宏观经济增速进一步放缓,叠加市场营销拓展难度加大、居民消费意愿减弱、资本市场波动较大等因素的影响,保险行业发展仍面临一定压力;行业竞争格局基本保持稳定,市场集中度仍较高;人身险业务的持续发展推动人身险公司原保险保费收入同比小幅回升,同时车险综合费改影响逐年弱化叠加非车险业务较快增长,财产险公司保费收入增速加快;《保险公司偿付能力监管规则(II)》(以下简称“规则II”)的实施及资本市场行情走低等因素均对保险公司偿付能力充足水平带来较大影响;几大上市险企方面,保险业务收入同比增速出现一定分化,资金运用规模持续增长,投资结构仍以固定收益类资产为主,但受资本市场波动影响,险企投资业绩表现均有所下降。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已初见成效,2023年一季度居民保险需求有所提升,代理人展业等将逐步恢复常态,此外随着我国社会养老三支柱体系的不断完善,未来社会养老产业或将迎来持续向好发展。车险业务发展趋稳,加之随着健康中国、乡村振兴等国家战略深入实施,非车险业务或将保持较快增长,推动财产险公司保费收入保持较好增长态势。另一方面,2023年全球经济发展不确定因素仍较多,需关注险企未来投资收益实现情况;规则II的实施将不断强化保险风险管理水平,但其对保险公司偿付能力充足水平及资本补充压力等带来的影响仍需保持关注。此外,新会计准则的实施或将对上市保险企业利润表现等带来较大影响,同时也有助于提升保险公司盈利透明性、增强与国际同行对标及跨行业企业可比性,

促进保险行业高质量发展。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,行业信用水平将保持稳定。

关注:

1. 规则II实施对多数险企偿付能力充足水平产生较大影响,加之2022年以来资本市场行情走低亦对险企偿付能力产生一定负面影响。在保险公司业务经营持续发展的背景下,需关注保险公司偿付能力变动情况及面临的资本补充压力。

2. 2022年,受规则II实施等因素影响,多家险企风险综合评级下调,使得部分保险公司偿付能力不达标,需关注相关险企后续业务整改及数据披露情况。

3. 受资本市场波动及保险公司投资策略调整等因素影响,2022年主要上市保险企业投资收益率有所下降,同时受部分保险公司其他综合收益下可供出售金融资产公允价值变动形成浮亏等因素影响,净资产有所下降,考虑到目前资本市场整体处于低利率的环境,权益市场波动尚存在不确定性,需关注保险公司投资收益实现及净资产变动等情况。

4. 2022年,人身险业务持续发展推动人身险公司原保险保费收入同比小幅回升,但受线下营销受阻、居民消费意愿减弱等因素影响,人身险公司代理人队伍规模及个险渠道业务规模进一步下滑,人身险公司未来业务发展仍面临一定压力。

5. 2023年1月1日起,在我国境内外同时上市的保险公司已正式实施《企业会计准则第25号——保险合

同》(以下简称“IFRS17”),需关注相关上市保险企业2023年一季度利润表现、列示方式等变动情况。

展望:

1. 保险行业整体业务结构持续优化,同时随着国民健康保障需求的增加,健康险业务收入增速及占比持续增长,未来有望保持良好发展态势。

2. 人身险公司的业务结构转型已初见成效,2023年以来线下活动明显改善,居民保险需求有所提升,代理人展业等将恢复常态,此外随着我国社会养老三支柱体系的不断完善,未来社会养老产业或将迎来持续向好发展。

3. 车险业务发展趋势趋稳,加之随着健康中国、乡村振兴等国家战略深入实施,非车险业务或将保持较快增长,推动财产险公司保费收入保持较好增长态势。

4. 规则II的实施有利于进一步夯实保险公司资本质量,不断强化保险风险管理,且险企可根据自身情况向银保监会申请其过渡期政策,有助于保险公司持续稳健经营发展。

5. IFRS17新会计准则的实施,或将对上市保险企业利润表现等带来较大影响,同时也将有助于我国保险公司提升保险公司盈利透明性、增强与国际同行对标及跨行业企业可比性,促进保险行业高质量发展。

一、2022年保险业务收入分析

人身险公司保险业务收入情况分析

2022年,受代理人清虚及经济景气度下行影响,人身险公司代理人队伍规模及个险渠道业务规模进一步下滑,银保渠道成为人身险公司维持规模的主要动力。2022年,寿险渠道改革,人身险公司仍延续较为严格的渠道清虚政策,叠加经济景气度下行影响,代理人稳定性下滑,代理人队伍规模进一步精简,导致代理

人营销渠道拓展受阻;另一方面,在权益市场波动以及银行理财产品破净的影响下,保险保本理财产品的市场需求有所提升,加之银行出于中间业务收入考虑加大保险产品营销力度,银保渠道成为人身险公司维持规模的主要动力。2022年,人身险业务原保险保费收入3.21万亿元,同比增长2.78%,增幅扭负为正。其中,普通寿险实现原保险保费收入2.45万亿元,同比增长4.02%;健康险业务实现原保险保费收入0.71万亿元,同比增长0.06%。

人身险行业市场集中度仍处于较高水平;头部险企排名相对稳定,部分险企市场排名有所变动。2022年,人身险行业市场集中度仍保持在较高水平,市场份额排名前10的人身险公司市场份额共计65%左右。头部险企依托于在产品体系、销售渠道、品牌影响力及客户基础等方面的绝对优势,在监管趋严及经济景气度下行的背景下仍保持相对稳定的市场份额。从市场份额排名来看,前三大人身险公司市场排名保持稳定;从保险业务收入增速来看,2022年,保险业务收入排名前10的人身险公司中中国人寿保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、新华人寿保险股份有限公司、中国人民人寿保险股份有限公司以及百年人寿保险股份有限公司保险业务收入呈负增长态势(见表1)。

财产险公司保险业务收入情况分析

2022年,新车消费刺激政策持续推进,国内乘用车销量有所增长,加之车险综合改革影响逐步消除,推动财产险公司保费收入增长;健康险、责任保险、农业保险等非车险险种保费收入快速增长,对财产险公司保费收入规模的贡献度持续提升。财产险业务产品仍以商业车险为主,随着新车消费刺激政策持续推进,2022年全国乘用车销量同比增长8%,加之车险综合改革周期性影响的逐步消除,推动财产险公司车险业务规模的增长;非车险产品方面,政策引导下,财产险公司针对农险险种进一步创新,保险类型覆盖面持续

拓展,使得农业保险保费收入实现较快增长,此外,随着政策利好以及公众保险意识提升,责任险与健康险需求进一步提升,其保费收入增长较快,对财产险公司原保险保费收入的贡献度持续提升。2022年,我国财产险公司实现保险业务收入1.49万亿元,同比增长8.70%,增速进一步提升;其中机动车辆保险原保险保费收入8210亿元,同比增长5.63%;健康险保费收入1580亿元,同比增长14.65%,为财产险公司的第二大险种;农业保险实现原保险保费收入1219亿元,同比增长24.92%;责任保险实现原保险保费收入1148亿元,同比增长12.72%。

财产险市场竞争格局变化不大,行业市场集中度高,头部险企排名稳定。2022年,保费收入排名前10的财产险公司市场份额占比在85%左右,其中前3大财产险公司市场占比保持在60%以上,市场集中度高。从保险业务收入增速来看,2022年保险业务收入排名前10的财产险公司中阳光财产保险股份有限公司、太平财产保险有限公司保险业务收入呈下滑状态(见表1)。

表1 2022年市场份额排名前5人身险&财产险公司保险业务收入情况表

排名	名称	保险业务收入 (亿元)	保险业务收入 同比增速 (%)
人身险公司			
1	中国人寿保险股份有限公司	6151.90	-0.51
2	中国平安人寿保险股份有限公司	4392.77	-3.89
3	中国太平洋人寿保险股份有限公司	2253.43	6.45
4	泰康人寿保险股份有限公司	1708.40	3.68
5	新华人寿保险股份有限公司	1630.99	-0.23
财产险公司			
1	中国人民财产保险股份有限公司	4875.33	8.45
2	中国平安财产保险股份有限公司	2980.74	10.35
3	中国太平洋财产保险股份有限公司	1703.77	11.62
4	中国人寿财产保险股份有限公司	983.43	7.35
5	中华联合财产保险股份有限公司	603.43	8.30

数据来源: Wind、保险行业协会网站, 联合资信整理

再保险公司保险业务收入情况分析

再保险行业保持较快发展态势,行业头部效应明显。与国外相比,中国再保险行业发展较晚,目前尚处于起步阶段。根据中国保险行业协会网站披露数据,截至2022年末,中国境内共有14家再保险公司,包括6家中资再保险公司及8家境外再保险公司的中国内地分支机构。2022年,在直保业务快速发展的背景下,国内再保险市场保持较快发展态势,业务规模增速整体大于直保行业。同时值得关注的是,中国农业再保险股份有限公司(以下简称“中国农业再保险”)主营农业险再保险业务,2022年,随着国家政策进一步对农业的保险发展进行规划,再保险机制分散农业灾害的职能更加明确,中国农业再保险作为政策性再保险公司,积极承担农业风险保障责任,其保险业务收入规模持续增长,截至2022年末,中国农业再保险的保险业务收入居于市场第三位(见表2)。

表2 2022年再保险公司分保费收入情况表

排名	名称	保险业务收入 (亿元)	保险业务收入 同比增速 (%)
1	中国人寿再保险有限责任公司	663.03	-4.33
2	中国财产再保险有限责任公司	618.19	18.99
3	中国农业再保险股份有限公司	240.77	25.61
4	瑞士再保险股份有限公司北京分公司	185.21	-3.63
5	汉诺威再保险股份有限公司上海分公司	158.39	-3.74
6	前海再保险股份有限公司	127.44	0.35
7	慕尼黑再保险公司北京分公司	123.44	-3.21
8	法国再保险公司北京分公司	87.90	-14.67
9	人保再保险股份有限公司	82.38	20.95
10	太平再保险有限公司	72.46	31.77
11	德国通用再保险股份有限公司上海分公司	46.35	-21.08
12	RGAA美国再保险公司上海分公司	14.11	23.34
13	大韩再保险公司上海分公司	6.13	19.96
14	信利再保险(中国)有限公司	3.13	-34.24

数据来源: 中国保险行业协会网站, 联合资信整理

二、2022年四季度保险行业偿付能力表现

根据银保监会于2021年1月修订发布的《保险公司偿付能力管理规定》，保险公司需同时符合核心偿付能力充足率不低于50%、综合偿付能力充足率不低于100%以及风险综合评级在B类及以上，才属于偿付能力达标公司；同时银保监会将核心偿付能力充足率低于60%或综合偿付能力充足率低于120%的保险公司为重点核查对象，银保监会及其派出机构对上述保险公司报送的其他偿付能力信息和数据进行核查。

从各类保险公司偿付能力数据来看，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，同时部分人身险及财产险公司偿付能力数据已不达标，未来面临较大资本补充压力（见表3）。

在已披露2022年四季度偿付能力报告摘要的保



险公司中，百年人寿保险股份有限公司、合众人寿保险股份有限公司、华汇人寿保险股份有限公司、渤海人寿保险股份有限公司、三峡人寿保险股份有限公司、华安财产保险股份有限公司、渤海财产保险股份有限公司、富德财产保险股份有限公司、珠峰财产保险股份有限公司、新疆前海联合财产保险股份有限公司最新一期

表3 2022年末市场份额排名前5人身险及再保险公司偿付能力水平

排名	名称	核心偿付能力充足率		综合偿付能力充足率	
		2022年末 (%)	较上年末变化情况 (百分点)	2022年末 (%)	较上年末变化情况 (百分点)
人身险公司					
1	中国人寿保险股份有限公司	143.59	-110.11	206.78	-55.63
2	中国平安人寿保险股份有限公司	124.10	-101.89	219.70	-10.7
3	中国太平洋人寿保险股份有限公司	132.00	-86.00	218.00	0.00
4	泰康人寿保险股份有限公司	105.80	-152.17	211.60	-47.07
5	新华人寿保险股份有限公司	140.53	-102.82	238.20	-13.89
财产险公司					
1	中国人民财产保险股份有限公司	201.92	-64.03	229.25	-54.57
2	中国平安财产保险股份有限公司	177.60	-70.96	220.00	-58.44
3	中国太平洋财产保险股份有限公司	166.10	-93.90	202.40	-63.60
4	中国人寿财产保险股份有限公司	209.09	28.23	248.10	34.18
5	中华联合财产保险股份有限公司	153.51	-33.88	192.45	-17.32
再保险公司					
1	中国人寿再保险有限责任公司	167	-20.00	208	-7.00
2	中国财产再保险有限责任公司	120	-37.00	190	-23.00

3	中国农业再保险股份有限公司	366.89	17.43	366.89	17.43
4	瑞士再保险股份有限公司北京分公司	309	-83.00	320	-72.00
5	汉诺威再保险股份有限公司上海分公司	232	-53.00	232	-53.00
6	前海再保险股份有限公司	167.19	-36.75	207.87	3.93
7	慕尼黑再保险公司北京分公司	220.98	-83.76	254.78	-49.96
8	法国再保险公司北京分公司	179.54	-96.27	224.60	-51.21
9	人保再保险股份有限公司	110.73	-11.11	183.66	0.98
10	太平再保险有限公司	123.41	-86.59	169.22	-40.78
11	德国通用再保险股份有限公司上海分公司	255	24.00	278	47.00
12	RGA美国再保险公司上海分公司	269.55	-26.34	269.55	-26.25
13	大韩再保险公司上海分公司	312	-178.00	312	-178.00
14	信利再保险（中国）有限公司	369.95	-40.75	369.95	-40.75

注：中国太平洋人寿保险股份有限公司于2022年三季度增资2.08亿元
数据来源：中国保险行业协会网站，联合资信整理

风险综合评级为C，偿付能力不达标；同时，安心财产保险股份有限公司核心及综合偿付能力充足率均为负值，已严重不达标，风险综合评级为D；都邦财产保险股份有限公司2022年四度风险综合评级为D，银保监会给予都邦财产保险股份有限公司三年过渡期政策；长安责任保险股份有限公司核心及综合偿付能力充足率大幅下滑且远低于监管要求，风险综合评级为D。

2022年，在规则II的影响下，我国保险业整体偿付能力水平较上年有所下降，其中，相较于财产险公司，人身险公司的资本金规模和储备金规模更大，在市场

波动幅度加剧的背景下，为应对潜在风险及损失其资本金及储备金要求更高，加之人身险公司需以长期资产匹配较长的负债久期，其投资组合相较于财产险公司投资组合风险更高，资本市场下行对其投资组合带来更高风险，使得人身险核心偿付能力充足率下降幅度较大，但偿付能力相关指标仍远高于偿付能力充足率不低于50%、综合偿付能力充足率不低于100%的监管红线；此外，对于受规则影响较大的保险公司，银保监会将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。

三、2023年一季度重点行业政策

表4 2023年一季度保险业主要监管政策

颁布机构	文件名称	主要内容
银行保险监督管理委员会	《养老保险公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》	养老保险公司应当在公司章程中载明：“本公司为专业性养老保险经营机构，将聚焦养老主业，依法依规发展商业养老保险、企业（职业）年金基金管理等业务，着力满足人民群众多样化养老保障需求”；考核机制方面，养老保险公司的养老年金保险、商业养老金、养老基金管理等业务，要在绩效考核中的权重合计占比不得低于70%，上述业务的投资管理考核期限不得短于三年；对于意外伤害保险、医疗保险、疾病保险等不具有明显养老属性的保险业务，则要求其合计保费规模不得超过年金保险、人寿保险、健康保险、意外伤害保险等保险业务总保费规模的40%；注册资本方面，养老保险公司欲经营年金保险、人寿保险、健康保险、意外伤害保险；商业养老金；养老基金管理这三项业务中的两项，其注册资本不得低于10亿元，而经营上述全部业务类型，其注册资本不得低于30亿元
银行保险监督管理委员会	《银行保险监管统计管理办法》	一是明确归口管理要求；二是明确数据质量责任，银行保险机构法定代表人或者主要负责人对监管统计数据质量承担最终责任；三是强调数据安全保护；四是对接数据治理要求；五是重视数据价值实现

数据来源：中国银行保险监督管理委员会及公开资料，联合资信整理

四、2023年一季度保险行业债券发行及级别变动情况

截至2023年3月末，在银行间市场成功发行资本补充债券的人身险和财产险公司合计50家，其中，人身险公司34家、财产险公司12家，再保险公司3家，保险集团1家。2023年一季度，共有4家保险公司发行资本补充债券（见表5），此外，自保险公司发行无固定期限资本债券相关政策落地以来，目前尚未有保险公司发行无固定期限资本补充债券；3家保险公司信用评级结

果发生调整，长安责任保险股份有限公司、百年人寿保险股份有限公司和幸福人寿保险股份有限公司主体及债项级别被下调（见表6）。

五、2022年主要上市险企¹经营表现分析

2022年，几大主要上市人身险公司保险业务收入同比增速出现一定分化，得益于银保渠道新单增速较快，阳光人寿及太保人寿保费收入增速高于行业平均水平，部分险企保费收入增速较缓且存在负增长现象，人

表5 2023年一季度保险公司发债情况

发行人	发行时间	债券简称	债券规模	评级机构1	主体级别	债券级别	评级展望	评级机构2	主体级别	债项级别	评级展望
太平再保险（中国）有限公司	2023-3-1	23太平再保险资本补充债01	13亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定
中国太平洋财产保险股份有限公司	2023-3-9	23太平洋财险债01	70亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定
利安人寿保险股份有限公司	2023-3-10	23利安人寿资本补充债01	10亿元	远东资信评估有限公司	AA+	AAA	稳定	东方金诚国际信用评级有限公司	AA+	AAA	稳定
农银人寿保险股份有限公司	2023-3-30	23农银人寿资本补充债01	35亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定

数据来源：公开市场数据，联合资信整理

表6 2023年一季度保险公司信用等级调整情况

序号	发行人	评级机构	评级调整日	本次评级结果	上次评级结果
1	长安责任保险股份有限公司	大公国际资信评估有限公司	2022/3/13	A-/负面	A+/稳定
2	长安责任保险股份有限公司	中债资信评估有限责任公司	2022/3/30	BBB/负面	BBB+/列入信用观察名单
3	百年人寿保险股份有限公司	联合资信评估股份有限公司	2022/3/30	A+/稳定	AA-/负面
4	幸福人寿保险股份有限公司	中债资信评估有限责任公司	2022/3/30	A/稳定	A+/稳定

数据来源：公开市场数据，联合资信整理

¹ 本文中主要上市险企指 A 股五大上市保险集团及 2 家 H 股上市保险集团，分别为中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国平安”，其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“平安人寿”及“平安财险”）、中国人寿保险（集团）公司（以下简称“中国人寿”，其旗下人身险公司亦简称“中国人寿”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”，其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“太保人寿”及“太保财险”）、新华人寿保险股份有限公司（以下简称“新华保险”，其旗下人身险公司亦简称“新华人寿”）、中国人民保险集团股份有限公司（以下简称“中国人保”，其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“人保寿险”及“人保财险”）、中国太平保险集团有限责任公司（以下简称“中国太平”，其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“太平人寿”及“太平财险”）以及阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险”，其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“阳光人寿”及“阳光财险”）。

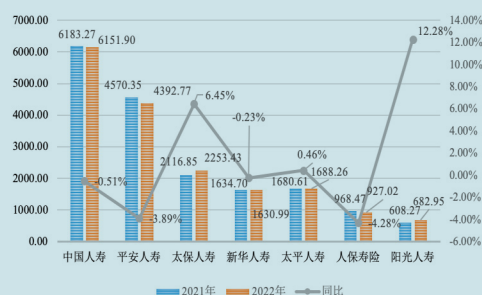
身险业务保费收入面临一定压力,但整体保持稳定。根据A股五大上市保险集团及H股上市中国太平²及阳光保险³公开披露的2022年年度数据显示,部分险企受代理人规模持续下降、需求相对不足等因素影响,保险业务收入同比有所下滑(见图1)。具体来看,2022年,中国人寿、平安人寿、新华人寿和人保寿险保费收入同比出现一定程度负增长情况。得益于积极拓宽多元渠道布局及业务模式调整,太保人寿及阳光人寿银保渠道保费收入明显增长,推动保费收入增速高于行业平均水平和其他上市险企。2022年,几大上市险企人身险公司整体保费收入规模保持基本稳定,未呈现大幅收缩。

2022年,我国乘用车市场回暖,车险业务保费规模回升,加之非车险险种保费收入较快增长,除太平财险及阳光财险外,几大上市财产险公司保费收入均有较好增长。根据A股五大上市保险集团及H股上市中国太平及阳光保险公开披露2022年年度数据显示(见图2),2022年,人保财险、平安财险和太保财险车险保费收入同比均有所增长,同时健康险、农险、责任险等非车险类业务的较好发展,推动其保费收入较好增长。另一方面,受业务结构调整影响,阳光财险收紧风险敞口,控

制信用保证保险业务规模,非车险保险业务规模收缩,导致当年保险业务收入有所下降;同时,太平财险保费收入同比略有下降,但若不考虑汇率影响,太平财险保费收入在人民币口径下同比增长2.8%。

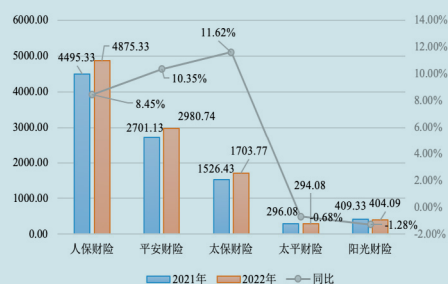
2022年,上市保险集团整体资金运用规模均有增长,受资本市场波动及险企资金配置策略调整等因素影响,整体投资收益水平承压。根据A股五大上市保险集团及H股上市中国太平及阳光保险公开披露2022年年度数据显示,截至2022年末,几大上市保险集团公司投资资产规模均较上年末有所增长(见图3)。投资收益方面,2022年,受国际形势复杂多变、宏观经济下行以及资本市场持续震荡等因素影响,上市保险集团年化投资收益率同比均下降(见图4),投资收益水平承压。从投资结构来看,上市保险集团的投资资产结构变化不大,固定收益类资产保持险资配置的主力,但不同保险集团采取的投资策略略有差别,中国人保把握交易时机,加大固收类资产配置占比,权益类资产配置占比较上年末有所下降;中国太保及中国人寿把握权益市场调整过程中的长期配置机会,固收类资产配置略有下降,权益类资产配置占比小幅增长,而中国

图1 主要上市险企保费收入—人身险公司(单位:亿元)



数据来源:公开市场数据,联合资信整理

图2 主要上市险企保费收入—财产险公司(单位:亿元)



数据来源:公开市场数据,联合资信整理

² 中国太平为H股上市险企,其业务数据均为单位均为“亿港元”,根据港元和人民币2022年12月31日汇率兑换1港元=0.8933人民币。

³ 阳光保险年度报告业务数据均为单位均为“百万元人民币”。



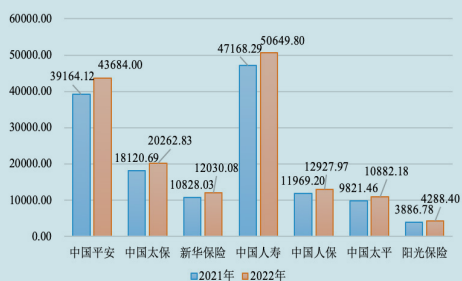
平安及新华保险加大现金及定期存款占比，固收及权益类投资占比均有所下降。

六、行业展望

2022年，我国保险行业竞争格局基本保持稳定，保险行业市场集中度仍较高；人身险公司保费收入同比小幅回升，同时得益于乘用车市场表现较好叠加非车险业务较快增长，财产险公司保费收入增速较快；规则II的实施及资本市场行情走低等因素均对保险公司偿付能力充足水平带来较大影响；上市险企保险业务收入同比增速出现一定分化，整体投资收益水平承

压。展望未来，人身险行业将持续优化转型，车险业务发展趋稳，非车险业务收入占比或将持续提升；2023年全球经济发展不确定因素仍较多，需关注险企未来投资收益实现情况；规则II的实施有利于进一步夯实保险公司资本质量，不断强化保险风险管理，但其对保险公司偿付能力充足水平及资本补充压力等带来的影响仍需保持关注。此外，IFRS17新会计准则的实施或将对上市保险企业利润表现等带来较大影响，同时也将有助于提升保险公司盈利透明性、增强与国际同行对标及跨行业企业可比性，促进保险行业高质量发展。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，行业信用水平将保持稳定。

图3 上市保险集团投资资产规模（单位：亿元）



数据来源：公开市场数据，联合资信整理

图4 上市保险集团总投资收益率表现



数据来源：公开市场数据，联合资信整理

数字地产红海泛舟

——中国IDC市场竞争要素与风险分析

文 | 联合资信 王佳晨子 崔濛骁

互联网数据中心 (Internet Data Center, 简称 IDC) 行业具有较高资金壁垒与技术壁垒。与商业地产类似, IDC的盈利模式主要为出租数据中心并收取租金与服务费。本研究选取IDC行业各个梯队具有代表性的企业为样本, 得出影响IDC运营商竞争力的主要因素为资源禀赋、资金实力和运营技术: 第一梯队企业在资源规模与资金实力方面具备优势, 但在资源质量与运营技术方面存在劣势; 第二梯队企业积累了一定资源规模优势与运营技术优势, 但债务负担重且期间费用率较高, 扣非净利润持续亏损; 第三梯队企业存在的优势包括股东背景、资源禀赋、细分领域运营经验与技术等, 存在的风险包括储备项目上架率不达预期、互联网客户降价、客户集中度高、短期偿债压力大等。受“东数西算”及“双碳”系列政策影响, 全国数据中心布局将逐步优化, 中期内市场规模仍将保持较快速度增长。未来, 行业还需关注相关政策落地不及预期、技术革新等因素引发的供给过剩风险。

一、行业概况

数据中心行业具有较高资金壁垒与技术壁垒, 市

场集中度较高, 行业内企业对上、下游议价能力有限。

互联网数据中心 (Internet Data Center, 简称 IDC), 即配置服务器与网络连接设备的机房, 是承载数据存储、分析、计算的载体。根据中国信息通信研究院 (CAICT) 数据, 2021年, 全球数据中心市场规模超过679亿美元, 同比增长9.8%, 预计2022年可达746亿美元; 中国数据中心行业市场收入约1500亿元, 近三年均复合增长率约30.69%。

数据中心又被称为“数字房地产”, 与商业地产类似, IDC行业盈利模式主要为出租机架并收取租金与服务费, 其上架率可理解为商业地产的出租率。数据中心的销售方式可分为零售型与批发型。其中, 零售型机房通常面向第三方型客户, 上架率爬升慢, 出租价格随行就市, 毛利率相对较高; 批发 (定制) 型机房通常为大型客户定制, 上架率高, 现金回流较快, 销售价格综合考虑市场情况, 以招投标合同为准, 毛利率相对较低。由于电费支出在IDC运营中占比较高, 且商业用电价格易受多种宏观因素影响, “租电分离”的收费模式逐渐成为大趋势: 批发型IDC“租电分离”已成主流, 零售型IDC已出现部分“租电分离”的情况¹。

影响数据中心质量的核心因素包括选址与能效²,

¹ 信达证券·光环新网 (300383) 深度报告·蒋颖·(2021-3-11)。

² 国内外普遍采用的能效指标为 PUE, 计算公式为: PUE= 数据中心总耗电 /IT 设备耗电。

选址决定了数据中心的上架率,能效决定了数据中心是否能通过能评,以及运营过程中的电费支出。由于数据延时随地理距离而增加,且一线城市能评日趋严格,发达地区核心位置的机柜资源往往供不应求,而非核心区域的机柜目前存在一定供给过剩情况。IDC行业存在较高资金壁垒与技术壁垒,资金壁垒体现在建设成本上。按运营负载计算,数据中心单位建设成本约为2.0~2.5万元/kW,大型与超大型数据中心起步建设成本即为9000万元~3亿元。技术壁垒主要体现在储能、蓄冷、算力网络、智能运维、超融合架构技术等,上述技术主要用于提高数据中心电能使用效率、保障供电稳定、提升单位面积算力和容灾备份能力等。受上述因素影响,决定行业内企业竞争力的核心要素即为资源禀赋、资金实力与技术水平。

IDC厂商的采购可分为日常经营类与工程建设类。其中,日常经营类采购的上游(见图1)包括带宽、机柜、IP地址等基础电信资源、电力和土地房屋租用;基础电信资源和电力属于垄断行业,IDC厂商对上游议价能力很弱;土地房屋的租赁价格随行就市。工程建设类上游主要为机房建设服务和基础设备提供商,包括路由器、服务器、交换机厂商等;基础设备行业集中度较高,华为、思科、浪潮等头部企业对市场形成一定垄断,在产业链中较为强势,IDC厂商对上游的议价能力有限。

IDC厂商的直接下游为云服务提供商,服务内容可分为基础设施服务(IaaS)、平台服务(PaaS)与软件服务(SaaS)等。IaaS与PaaS市场集中度较高,阿里、华为、腾讯、Amazon等头部参与者市场份额超过70%,在产业链中较为强势,随着头部互联网企业降本压力上升,IDC厂商对上述客户议价能力更加有限。SaaS市场较分散,差异化程度高,但竞争更为激烈,IDC厂商对SaaS服务商议价能力一般。

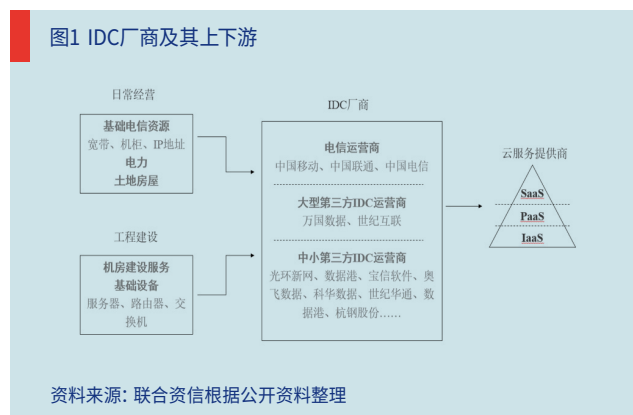
二、行业内重点企业分析

影响IDC运营商竞争力的主要因素有资源禀赋、资金实力和运营技术:第一梯队企业在资源规模与资金实力方面具备优势,但在资源质量与运营技术方面存在劣势;第二梯队企业积累了一定资源规模优势与运营技术优势,但债务负担重且期间费用率较高,扣非净利润持续亏损;第三梯队企业存在的优势包括股东背景、资源禀赋、细分领域运营经验与技术等;存在风险包括储备项目上架率不达预期、互联网客户降价、客户集中度高、短期偿债压力大等。

中国IDC市场参与者可按业务规模分为三个梯队。2021年,三大基础电信运营商约占中国IDC市场份额的一半,为第一梯队;头部第三方IDC运营商,如万国数据、世纪互联等为第二梯队;其他第三方IDC运营商如秦淮数据、光环新网、数据港、奥飞数据、宝信软件、科华数据等,自持机柜数相对较少,合计市场占有率在40%左右(见图2),为第三梯队。本报告选取各梯队较具有代表性的上市公司进行分析。

中国电信股份有限公司(以下简称“中国电信”)、中国移动有限公司(以下简称“中国移动”)和中国联合网络通信股份有限公司(以下简称“中国联通”)构成IDC行业第一梯队。三大电信运营商依靠央企背景与先发优势已持有大规模数据中心资源,资源禀赋与资金实力强,且具有一体化及大规模带来的成本优

图1 IDC厂商及其上下游



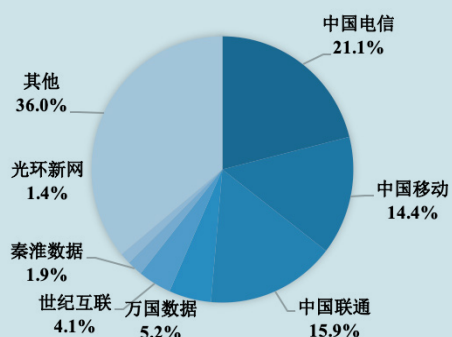
势。对上游，三大电信运营商自身即是IDC宽带资源的提供者和垄断者；对下游，电信运营商也从事一部分云计算业务，上下游一体化有利于IDC业务减少交易成本和市场信息采集成本。此外，由于集中采购规模大，电信运营商在产业链中较为强势，对硬件设备与建设服务供应商也具备较强议价能力，但规模经营与先发优势也伴随一些困难：部分数据中心由于建设时期较早，设备相对老旧，能耗技术落后。随着下游对质量与能效要求提升，老旧数据中心存在上架率持续下降风险。此外，电信运营商IDC业务规模很大、资源分布全国（见表1），整体精细化运作难度较大，运营技术的开发与改进缺乏灵活性，服务质量普遍不如第三方

IDC运营商。基于上述情况，三大电信运营商在自身资源与服务无法满足客户需求时，向中小IDC服务商采购IDC机房与服务的情况也较为常见。

万国数据控股有限公司（以下简称“万国数据”）与世纪互联集团（以下简称“世纪互联”）为头部第三方IDC运营商，属于IDC行业第二梯队（见表2）。万国数据与世纪互联均以IDC运营为主业，依靠先发优势在国内重要区域中心持有了较大规模资源。与第一梯队不同，上述两家公司积累了较为领先的运营技术经验，并具备专业的数据中心运维团队。由于第二梯队企业销售方式均以批发为主，毛利率表现一般。截至2022年6月末，万国数据运营中的总净机房面积达50.44万平方米，其中95.9%已签约；总在建机房16.31万平米，其中64.1%已签约。截至2022年9月末，世纪互联旗下总机柜数达到8.26万个，机柜总体上架率为55.1%。需关注的是，过去几年两家公司通过债权融资（以长期债务为主）支持其扩张活动，债务负担均较重，期间费用对利润侵蚀严重。2021年，万国数据与世纪互联的营业利润均无法覆盖利息支出。

第三梯队IDC运营商数量较多（见表3），以中小型企业为主，在竞争力与风险方面各具特点。不同竞争优势对第三方IDC运营商的影响不同：资源禀赋优势有利于保障上架率，从而允许企业在上架率较高的情况下从

图2 2021年中国IDC市场占有率分布



资料来源：联合资信根据公开资料整理

表1 第一梯队样本企业2021年IDC业务情况对比

证券简称	资源分布	2022年6月末机柜数量 (万个)	营业总收入 (亿元)	IDC业务收入 (亿元)
中国电信	内蒙古、贵州、京津冀、长三角、粤港澳、川陕渝等全国地区	48.7	4341.59	316
中国移动	京津冀、长三角、粤港澳、成渝；呼和浩特、哈尔滨、贵阳；多个省级中心等全国地区	42.9	8482.58	216
中国联通	京津冀、长三角、粤港澳、成渝、鲁豫陕等全国地区	32.9	3278.54	239 ³

资料来源：各公司财务报告，联合资信整理

³ 此为估计值：中国联通 IDC 业务收入 = 中国联通产业互联网收入 - （“联通云” + 大数据 + 物联网 + IT 服务收入）。

事毛利更高的零售型业务；股东背景优势能够在数据中心建设期为企业提供土地、厂房、水电等便利条件，进而降低企业资本性支出；具备技术经验优势的IDC运营商有能力降低数据中心能耗并提供高质量服务，从而取得成本领先优势或细分领域竞争优势。由于IDC行业具有较高资金壁垒，第三方IDC运营商在扩张过程中往往面临债务增长过快、财务费用侵蚀利润的风险。此外，中小IDC企业的储备项目位于一线城市之外的非核心区域较多，甚至还有在华南、西部地区的项目储备，存在上架率不达预期的风险。与此同时，以大型互联网企业为主要客户的IDC运营商对下游议价能力有限，未来若下游降本需求增加，IDC运营商将面临较大降价压

力，客户集中度高的企业尤其如此。

秦淮数据集团（以下简称“秦淮数据”）专注与超大数据中心业务，核心竞争力主要为超大数据中心的运营技术与交付能力，毛利率水平较高。秦淮数据客户集中度高，面临一定互联网客户降价压力，债务负担尚可但期间费用对利润侵蚀严重，2020年及以前均处于亏损状态(见表4)。

北京光环新网科技股份有限公司（以下简称“光环新网”）从事云计算与IDC业务，综合上架率超过70%，核心竞争力为所持机柜资源的区域位置优势，以及基于区域位置获得的互联网、金融企业总部等优质客户资源。光环新网的储备项目主要位于天津、长沙、杭

表2 第二梯队样本企业2021年IDC业务情况对比

证券简称	资源分布	2022年6月末机柜数量	营业总收入(亿元)	综合毛利率(%)	全部债务资本化比率(%)	期间费用率(%)
万国数据	京津冀、长三角、粤港澳、内蒙古、西南、华中	10.08万个 ⁴	78.19	22.76	58.00	36.63
世纪互联	京津冀、长三角、粤港澳	8.08万个	61.90	23.23	51.98	26.49

注：期间费用率=（营业开支+利息支出）/营业总收入
资料来源：Wind，联合资信整理

表3 第三梯队样本企业IDC业务情况对比

证券简称	已投产资源分布	2022年6月末机柜数量	主要销售类型	核心竞争力	主要风险
秦淮数据	京津冀、长三角、粤港澳、印度、马来西亚	8.21万个 ⁵	批发为主	超大型数据中心运营技术、高效交付	期间费用率高，过去长期亏损
光环新网	北京、上海、燕郊	近4.7万个	零售向零售+批发转变	资源禀赋优势	储备项目上架率不达预期
数据港	京津冀、长三角、粤港澳大湾区	3.67万个 ⁶	批发为主，零售为辅	国资背景、能耗管控能力	客户集中度很高、期间费用对利润侵蚀严重
奥飞数据	粤港澳、京津冀等	2.2万个	零售+批发	细分领域运营技术	互联网客户降价压力、短期偿债压力大
宝信软件	上海	3万个	批发型	股东支持，资金实力强	储备项目上架率不达预期
科华数据	北京、上海、广州	3万多个	零售+批发型	资源禀赋优势、运营技术优势	互联网客户降价压力、期间费用对利润侵蚀严重

注：期间费用率=（营业开支+利息支出）/营业总收入
资料来源：Wind，联合资信整理

⁴ 由运营面积 58.80 万平米、辅助区域占比 40%、单台机柜占地 3.5 平方米换算得到。

⁵ 由 IT 负载 821MW、高密度机柜单个负载 10KW 换算得到。

⁶ 由 IT 负载 366.82MW、高密度机柜单个负载 10KW 换算得到。

州等二线城市和西部新疆地区所在地, 市场需求与价格相比一线城市较弱, 未来存在上架率不达预期的风险, 该企业因此提出从零售型向“零售+批发型”转变的策略, 此举可能导致IDC业务毛利率下降。为补充固定资产投资资金, 2019—2021年末, 光环新网全部债务快速增长, 需关注未来集中偿付压力以及财务费用上升较快的风险。

上海数据港股份有限公司(以下简称“数据港”)的机柜资源主要位于河北、浙江、上海和深圳等地。数据港核心竞争力为国资背景与运营能力, 数据港实际控制人为上海市静安区国有资产监督管理委员会, 在长三角地区的能耗指标获取与绿地储备等方面具备一定优势; 运营能力体现为2021年度全国运营数据中心最低PUE可达1.09, 达到国际领先水平。2021年, 数据港向前五名客户的销售额占销售总额的94.89%, 其中第一大客户及其控制企业占47.35%, 未来若该客户业务需求下降, 数据港面临较大收入下滑风险。2019—2021年末, 受河北等地新建数据中心转固影响, 数据港固定资产规模与全部债务均高速增长, 债务负担较重, 期间费用对利润侵蚀严重。

广东奥飞数据科技股份有限公司(以下简称“奥飞数据”)的机柜资源主要位于广州、深圳、北京、海口、南宁和廊坊等地。奥飞数据IDC业务以零售为主, 在网络视频、网络游戏、门户网站等细分领域具备较强的专业运营优势。随着互联网公司降本压力增加, 奥飞数据可能面临较大降价压力。奥飞数据储备项目主要位于廊坊固安、天津武清、广州南沙、江西南昌和云南昆明, 预计于2022年、2023年期间建成并分批次交付使用, 建成后将增加超5万个可用机柜。2019—2021年末, 奥飞数据全部债务高速增长, 债务负担重, 短期偿债压力较大。

上海宝信软件股份有限公司(以下简称“宝信软件”)主要从事工业软件业务, 自有云计算品牌“宝之云”包含IDC和云计算两部分业务。宝信软件已投产的3万个机柜位于上海宝山, 以大型客户为主, 平均上架率超过9成; 储备项目主要位于河北、南京、武汉、马鞍山、合肥等二、三线城市, 规划至2023年达到5万个机柜, 未来可能存在上架率不达预期风险。宝信软件的核心竞争力为依托其实际控制人中国宝武钢铁集团有限公司(以下简称“宝武集团”)获得的拿地与建设成

表4 第三梯队样本企业2021年部分财务指标对比

证券简称	营业总收入 (亿元)	综合毛利率 (%)	IDC业务收入 (亿元)	IDC业务毛利率 (%)	ROE (%)	全部债务资本化 比率 (%)	期间费用率 (%)
秦淮数据	28.52	42.06	28.52	42.06	3.19	35.36	28.73
光环新网	77.00	20.61	20.29	53.62	7.51	21.18	7.76
数据港	12.06	33.09	12.04	33.08	3.78	57.96	23.04
奥飞数据	12.05	29.25	10.32	30.87	10.14	63.88	14.64
宝信软件 ⁷	117.59	32.52	31.21	46.72	22.32	8.06	15.15
科华数据	48.66	29.21	30.48	30.02	12.97	52.36	20.93

资料来源: Wind, 联合资信整理

⁷ 宝信软件的IDC业务收入包括其IDC服务与云计算服务收入, IDC业务毛利率为上述两项业务的综合毛利率。

本优势。宝武集团为宝信软件提供了厂房、土地等支持，宝信软件还通过关联交易以较低价格租赁罗泾、浦钢和梅山等厂区。此外，宝信软件现金类资产充裕，经营活动现金流入情况良好，能够为其后续数据中心建设产生的资本支出提供良好支持。宝之云一到四期的主要签约客户为上海电信、上海移动和中国太保等大型国企，合同期限为10年或20年，持有机柜上架率在中长期内有较好保障。

科华数据股份有限公司（以下简称“科华数据”）主要从事IDC、高端电源和光伏组件业务。科华数据自持机柜3万多个，主要位于北京、上海、广州，采用零售+批发的销售模式；储备项目主要位于广州、北京、河北。公司核心竞争力为其机柜资源禀赋优势与基于储能、液冷等IDC相关硬件技术建立的运营经验优势。科华数据采取大客户绑定策略，广州、怀来等地的多个数据中心为腾讯定制。随着互联网公司降本压力增加，科华数据可能面临较大降价压力。此外，公司现金类资产规模相对较小，资产因抵押借款受限规模较大，债务负担较重，存在一定短期偿债压力。

三、行业展望

未来三到五年，IDC行业预计仍将保持较快速度增长。“双碳”“四高三协同”“东数西算”等政策将推动行业向低能耗高集中度方向发展。此外还需关注相关政策落地不及预期、技术革新等因素引发的供给过剩等风险。

2021年7月，工信部发布《新型数据中心发展三年行动计划（2021—2023年）》，明确提出“四高三协同”的新型数据中心发展方向及路径，即高技术、高算力、高能效和高安全，以及数云协同、云边协同、数网协同。2022年以来，国家发展改革委员会等部门提出“东数西算”系列政策，提出建设全国一体化算力网络，在宁夏、贵州、内蒙古、甘肃、京津冀、长三角、粤港



澳和成渝地区8个算力枢纽规划设立10个国家级数据中心集群，将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，达到节能降碳作用。

IDC市场规模快速增长不断吸引新参与者加入行业竞争，其中不乏宝信软件、杭州钢铁股份有限公司等背景实力强的传统企业与云服务商跨界合作，在区域内具备较强竞争优势，加剧了IDC行业增量市场的竞争。国内行业竞争加剧促使头部企业加速出海进程，也驱使境内企业更加激进地抢占核心城市优质资源。

未来三到五年，随着传统企业数字化转型进程加快，物联网、工业互联网技术不断发展，中国IDC行业预计仍将保持较快速度增长。“双碳”等能耗政策趋严将驱使相关技术不断进步，单位算力成本不断下降。

“东数西算”政策推动下，全国数据中心布局将逐步优化，西部地区算力增长空间或将打开。在上述背景下，行业资源将向具备较强技术实力与资金实力的企业倾斜，行业集中度可能进一步上升。此外，还需关注相关政策落地不及预期、技术革新大幅提升算力效率等因素引发的供给过剩等风险。 

评级小贴士**关于债务融资工具置换业务的一些基础知识****企业开展置换业务，与主承销商等专业机构的权利义务关系应如何约定？**

企业开展置换业务，应同主承销商等专业机构通过签署《承销协议》补充协议，或单独签署协议的方式，明确置换相关权利义务关系。

企业开展置换业务，在注册发行流程方面有何要求？

企业开展置换业务，应事先通过债务融资工具注册、备案或发行条款变更流程，提交置换公告和置换要约文件。企业拟变更注册时确定的置换相关安排的，应事先报送发行条款变更流程。

企业开展置换业务，在置换要约文件的信息披露方面有哪些要求？

企业开展置换业务，主要需要根据置换业务实际在《募集说明书》《法律意见书》等置换要约文件中明确以下内容：

（一）《募集说明书》：“封面”应明确置换标的；“声明与承诺”部分应明确置换目的等内容；“重要提示”部分应明确置换业务相关提示；“释义”章节应明确置换及置换标的等名词释义；“风险提示及说明”章节应补充置换相关风险提示；“发行条款”章节应明确置换标的基本情况、本期债务融资工具的置换安排；“募集资金运用”章节应披露置换标的相关信息；其他与本次置换业务开展有关的信息。

（二）《法律意见书》：律师应对本次置换是否具有有效的有权机构决议、置换公告是否按要求编制、本次置换有关重大法律事项及潜在法律风险、本次置换过程及相关文件是否符合法律法规和自律规则要求发表明确的法律意见。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《银行间债券市场非金融企业债务融资工具置换业务指引（试行）》

一级市场发行小幅回暖，二级市场回报率呈现分化走势

——2023年一季度中资美元债研究报告

文 | 联合资信 程泽宇

一、中资美元债¹发行市场环境

在美国通胀预期博弈以及银行业流动性风险暴露等因素的作用下，各期限美债收益率呈现先升后降走势，中美利差继续保持倒挂，美元融资吸引力仍显不足

2023年一季度，得益于能源价格的持续回落以及加息对流动性的收紧作用愈发显现，美国1月和2月的CPI同比增幅分别回落至6.4%和6.0%，其中2月通胀水平回落至2021年9月以来的最低值，表明美国的通货膨胀压力得到显著缓解，也为美联储放缓加息节奏起到重要的参考意义。因此美联储放缓加息节奏，分别在2月和3月各温和加息25个BP，将联邦基金利率的目标区间上调至4.75%~5.00%。另一方面，美联储将利率区间抬升至2006年6月以来的最高水平，持续加息带来的副作用也逐步显现，欧美商业地产收入下降且地产流动性变差，以商业地产作为底层资产的商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）面临到期违约风险，2023年3月2日黑石集团旗下价值5.6亿美元的CMBS发生违约。此外，美国中小型银行面临存款流失以及债券减值的双重困境，存在较为严峻的流动性风险，3月9日总资产规模位列全美第16名的硅谷银行因流动性不足且资不抵债而陷入破产，储户陷入流动性挤兑的恐慌，流动性风险在欧美银行业传导。在上述两种因素的作用下，一季

度各期限美债收益率呈现先升后降的走势，1—2月在美联储温和加息的作用下各期限美债收益率稳步上行，3月银行流动性危机叠加商业地产违约加剧了市场恐慌情绪，各期限美债收益率大幅回落。截至3月末，1年期、5年期和10年期美债收益率分别为4.64%、3.60%和3.48%，季度内分别小幅收跌8个、34个和34个BP。

本季度，中国经济进入了疫后修复和政策靠前发力的复苏上升期，为有效推动经济较快向好复苏，政府积极的财政政策加力提效，稳健的货币政策精准有力。3月27日，央行降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，有效缓解市场资金利率的波动。考虑到硅谷银行、瑞士信贷等海外风险事件对于国内市场风险偏好也造成负面扰动，因此本次降准将释放积极信号有助于提升市场信心，边际改善市场风险偏好。整体看，中国一季度1年期、5年期和10年期国债收益率走势较为平稳，较本季度初分别小幅上涨12.08个、5.39个和3.00个BP至2.23%、2.68%和2.85%。

综合来看，本季度中美货币政策进一步分化，虽然在欧美银行业危机扩散、美联储加息或进入尾期以及中国经济稳步复苏的背景下，中美国债收益率利差倒挂幅度小幅收窄，但倒挂幅度依旧较大。2023年一季度，1年期、5年期和10年期中美国债平均利差分别为-255.43个、-111.96个和-77.87个BP，较2022年四季

¹ 中资美元债又称“功夫债”，指在离岸债券市场由中资企业发行的美元计价债券。本文中资美元债是根据彭博“功夫债”板块数据，按发行币种为美元、风险涉及国家定义为中国（即主要业务在中国）、排除CD（银行同业存单）筛选。

度平均利差分别小幅收窄7.40个、28.37个和26.20个BP（见图1）。整体看，本季度中美利差继续保持倒挂，美元融资吸引力仍显不足。

在美联储持续加息以及欧美银行业危机爆发的作用下，美元指数宽幅波动走跌；在中国经济发展前景预期转好的背景下，人民币兑美元汇率走强并逐步企稳，中资美元债发行环境得到一定程度的改善

2023年一季度，美元指数呈现波动下跌趋势。1月，美国通胀和经济数据表现好于预期，彰显出美国经济存在一定复苏韧性，经济“软着陆”预期带动美联储释放加息放缓信号，市场避险情绪得到显著缓解，导致美元指数波动走弱。2月，因美国通胀显示出一定粘性压力，同时强劲的劳动力市场数据为美联储继续加息提供支撑，2月美联储采取继续温和加息25个BP，带动美元指数波动上扬。3月，美联储主席鲍威尔的鹰派表态使得美元指数一度突破105并创下近三个月新高，但随着欧美银行业危机的爆发以及市场预期美联储货币政策转向宽松，美元指数大幅回落。截至3月31日，美元指数回落至102.5970，较上季度末下跌0.86%。

另一方面，在新冠疫情感染情况达峰回落、春节假期居民“报复性”消费以及政府积极出台各项经济刺激计划的多重作用下，市场对中国经济发展前景的看好预期持续增强，助力人民币汇率走强并逐步企稳，1月末美元兑人民币汇率回落至6.75左右。但2月和3月

美联储连续加息对人民币汇率形成一定打压，3月初美元兑人民币汇率再度反弹至7.00下方。直到欧美银行业流动性危机爆发，人民币汇率才有所走强。截至3月31日，美元兑人民币汇率收于6.8717，较上季度末下跌1.33%（见图2和图3）。人民币兑美元汇率波动区间较上季度有所收窄，汇率风险有所下降，中资美元债发行环境得到一定程度的改善。

中央层面对房地产总体延续积极的政策导向，房企资质分化趋势显著，融资仍偏向于优质房企；防范化解隐性债务的监管方向并未改变，城投相关的外债融资政策依旧保持严格，城投区域分化仍将持续

从房地产板块看，中央层面对房地产总体延续积极的政策导向，强调房地产业的支柱地位，着力防范化解房地产金融风险。1月10日，央行、银保监会召开银

图2 2023年一季度美元指数



数据来源：Wind，联合资信整理

图1 中美各期限国债利率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

图3 2023年一季度美元兑人民币汇率走势情况



数据来源：Wind，联合资信整理

行信贷工作座谈会，会议明确要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。落实“金融16条”和房企融资“三支箭”（债券融资、信贷融资、股权融资），支持房地产市场平稳健康发展，保持房企信贷、债券等融资渠道稳定。同时，优质房企及白名单企业保持融资优势。1月11日，首批改善优质房企资产负债表名单出炉，龙湖、碧桂园、新城控股、远洋集团、金地集团、美的置业、杭州滨江在列。值得注意的是，尽管各部门积极出台政策支持房地产企业，但房企资质分化趋势显著，融资仍倾向于优质房企，高杠杆民营地产公司的信用风险事件依旧频发，以上坤地产、正荣地产、泛海控股为代表的多个房地产企业的美元债出现违约或寻求展期。

从城投板块看，防范化解隐性债务的监管方向并未改变，城投相关的外债融资政策依旧保持严格。一方面，2023年2月习近平总书记在《当前经济工作的几个重大问题》中指出：防范化解地方政府债务风险。要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。表明隐性债务“遏增化存”的政策导向未变，信贷、债券、非标仍延续之前的管控力度并未放松。另一方面，城投区域分化仍将持续，在严控地方新增隐性债务政策的影响下，资质弱的区域城投债融资严重受限，暴露出部分城投的资金紧张和债务结构失衡问题。2022年12月，中央经济工作会议提出“要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域

性、系统性金融风险”，在一定程度上体现出对于区域性债务风险的重视。财政部部长发文“坚决防范地方政府融资平台债务风险，强化融资平台公司治理，在有效支持经济高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，意味着围绕着地方政府融资平台，包含投融资、偿债安排等各方面的管理措施都将进一步加强，城投信用得到一定修复，城投信仰也得到一定支撑。整体看，政府对于城投债务管控的政策依旧严格，对城投中资美元债的发行造成一定限制。

二、中资美元债一级发行情况²分析

受益于中美双边汇率波动放缓以及房地产支持政策持续发力，本季度中资美元债一级市场逐步复苏，但较去年同期仍有一定差距

2023年一季度，受益于中美双边汇率波动放缓以及房地产支持政策持续发力，中资美元债发行规模小幅回暖。本季度，一级市场共发行556只中资美元债，发行规模升至182.85亿美元，环比大幅增长51.37%，但同比仍大幅下跌51.68%（见图4），说明中资美元债一级市场逐步复苏，但较去年同期水平仍有一定差距。

具体来看，随着房地产行业“三支箭”以及实施改善优质房企资产负债表计划等政策的持续发力，房企通过美元债渠道的融资途径得到修复，带动1月中资美元债发行市场显著回暖，累计发行金额达到91.71亿美元。2月，美国通胀粘性压力仍存导致美联储释放“鹰派”态度，美债收益率受此影响继续走高，发行成本走高叠加再融资需求显著回落，本月发行规模深跌至29.02亿美元。3月，得益于城投企业境外融资增加及个别金融机构的大额美元债发行，中资美元债一级市场发行有所回暖，发行规模上升至62.11亿美元。

² 所有数据统计以发行日期为准。

中国太平和中金香港发行大额美元债，带动金融板块成为本季度的发行主力；受益于政策的持续发力，房企通过美元债渠道的融资途径得到修复，地产美元债发行规模显著回暖；受政府严控债务增量、城投风险事件发酵以及自贸区债券分流等因素影响，城投板块发行规模显著下滑

从发行主体行业分布³看，金融板块成为本季度发行规模最大的板块，占总发行规模的46.69%；其次为房地产板块，发行规模占比为34.55%；而本季度城投板块发行规模降至不足15亿美元，占总发行规模的7.80%（见图5和图6）。

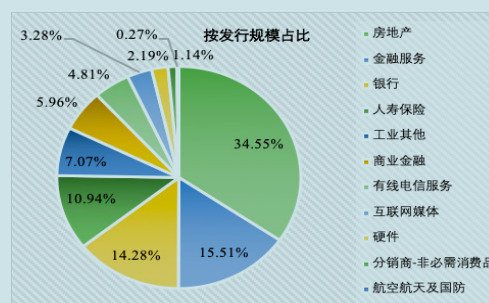
具体来看，金融美元债方面，3月中国太平和中金香港分别发行价值20亿美元和12.50亿美元的中资美元债，带动本季度金融机构美元债规模回升至85.37亿美元，发行规模环比大幅增长20.63%，但同比仍大幅回落51.40%。

房地产美元债方面，随着房地产行业“三支箭”以及实施改善优质房企资产负债表计划等政策的持续发力，房企通过美元债渠道的融资途径得到修复，带动房地产美元债发行市场显著回暖。本季度发行期数为8只，发行规模达到63.17亿美元，环比和同比分别大幅上涨

549.82%和45.85%。其中，万达地产环球有限公司直接发行2只美元债，实现了房地产美元债新发“破冰”。

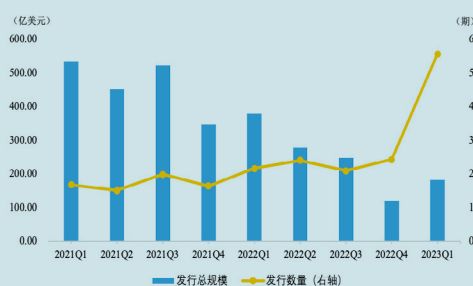
城投美元债方面，融资成本的走高和监管仍旧趋紧都对城投美元债的发行情况造成阻力，再加上城投区域分化持续，2022年负面信用事件对城投信仰造成一定影响，市场观望情绪抬升拖累城投美元债的发行。此外，今年来自自贸区债券凭借其成本优势及独特的制度优势持续火热，在境外融资时选择自贸区债券的城投企业持续增多，对美元债发行起到一定分流作用。本季度城投美元债共发行13只，发行规模合计14.26亿美元，环比和同比分别下降56.12%和83.58%。

图5 2023Q1中资美元债发行主体行业分布



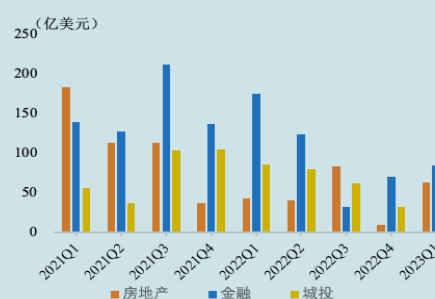
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图4 中资美元债发行情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图6 2023Q1中资美元债近年各板块美元债发行趋势



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

³ 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

受美债收益率继续抬升以及金融板块融资成本大幅走高的影响，带动中资美元债发行成本上升至历史新高，其中金融板块受部分高票息债券影响涨幅较大；受益于房地产融资政策的持续支持以及部分房企完成债务重组，地产板块平均票息显著回落；固定票息仍是最主要的票息类型

2023年一季度，受美债收益率继续抬升以及金融板块融资成本大幅走高的影响，中资美元债整体发行成本创历史新高。本季度中资美元债平均发行票息⁴为12.63%，环比和同比分别大幅上涨294.21个和934.03个BP（见图7）。

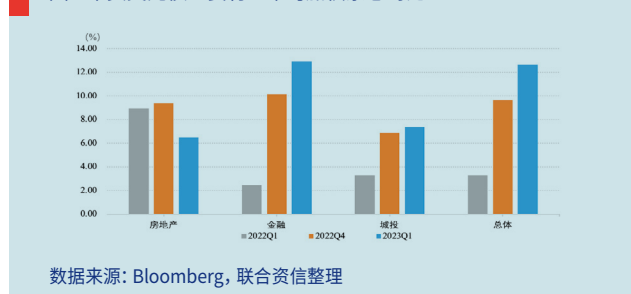
分行业来看，首先，金融类中资美元债的发行利率跃升至所有板块中的最高，平均发行票息升至12.93%，创历史新高，环比和同比分别大幅上涨278.99个和1049.99个BP，主要是因为中信证券国际发行了多只高票息的短期中资美元债，带动金融板块以及整体中资美元的发行成本大幅走高。若剔除中信证券国际的高息中资美元债，金融类中资美元债的平均发行利率约为5.78%。其次，在美元债融资成本走高以及部分城投信用风险暴露的背景下，城投美元债本季度平均发行票息为7.38%，环比和同比分别大幅上涨49.91个和406.91个BP。最后，受益于房地产融资政策的持续支持以及部分房企完成债务重组，带动本季度房地产板块的融资成本回落至2018年一季度以来的新低，平均发行票息降至6.50%，环比和同比分别大幅下降293个和244.01个BP，其中华夏幸福的美元债重组方案于1月通过，华夏幸福在现金偿还现有债券本金的1%后，剩余部分重组为三只票息2.5%、本金合计48.47亿美元的新债券，因此带动房地产板块发行票息下降。

从票息类型来看，本季度中资美元债票息类型包括固定票息、浮动票息、可变以及零息四种类型，其中固定利率发行规模占比虽小幅下降，但仍是中资美元债最主要的票息类型。具体来看，固定利率债券发行规模达到138.52亿美元，占总发行规模的75.75%，环比下降10.04个百分点；可变票息债券发行规模为20.05亿美元，占总发行规模的75.75%，环比上涨10.35个百分点，主要是因为中国太平发行价值20亿美元的可变票息美元债；浮动利率债券发行规模为16.15亿美元，发行主体均为金融机构，占总发行规模的10.97%，环比下滑0.65个百分点；零息债券发行规模为8.13亿美元，占总发行规模的4.45%，较上季度基本持平。

本季度中资美元债发行方式仍以RegS为主；发行架构则仍以直接发行和担保发行为主，采用备证架构发行的中资美元债仍集中在城投板块

从发行方式来看，RegS⁵具有对信息披露要求较为宽松以及发行流程相对较快的优势，因此RegS仍是本季度中资美元债最主要的发行方式，发行规模达到121.75亿美元，占本季度总发行规模的66.59%，环比和同比分别下滑19.26和16.57个百分点。本季度采用

图7 中资美元债主要行业平均加权票息对比



⁴ 剔除浮息和零息债券，以下同。

⁵ 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

144A发行方式的债券规模大幅攀升至51.15亿美元, 占本季度总发行规模的27.98%, 环比和同比分别上涨26.65个和19.39个百分点, 主要原因在于华夏幸福美元债重组后按照144A方式发行了4只价值51.15亿美元的债券; 本季度其他发行方式发行规模合计为9.94亿美元, 发行规模占比为5.44%, 环比和同比分别下降7.40个和2.82个百分点; 本季度无中资美元债选择SEC公开发行方式(见图8和图9)。

从发行架构⁶看, 2023年一季度, 担保发行和直接发行仍是中资美元债最主要的两种发行架构。具体来看, 采用直接发行的债券发行金额达到54.15亿美元, 占总发行规模的52.64%, 环比和同比分别上涨6.44个和8.15个百分点; 采用担保发行的发行规模达到25.63亿美元, 占总发行规模的24.92%, 环比和同比分别下降21.10个和13.12个百分点; 采用备用信用证或担保+备用信用证发行架构的债券发行规模共计3.08亿美元, 占总发行规模的3%, 环比和同比分别下

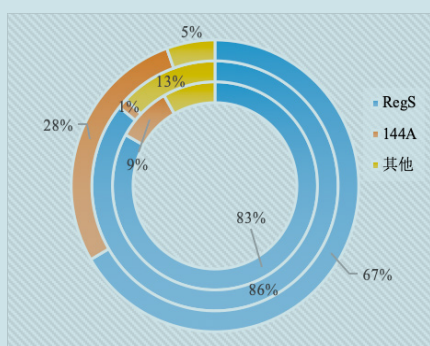
降4.78个和8.39个百分点。采用备证架构发行的中资美元债仍集中在城投板块, 主要是因为备用信用证发行架构采用境内银行背书的方式对债券形成一定外部信用支撑且成本相对较低。

在备用信用证发行架构受到欢迎以及弱资质主体发行困难的背景下, 市场评级需求有所减弱, 无评级发行债券仍然占据主导; 投资级发行主体主要集中在金融板块, 无评级债券的发行主体分布较为分散

从评级状况来看, 2023年一季度无评级⁷中资美元债发行规模为108.75亿美元, 占总发行规模的59.47%, 环比和同比分别增长1.29个和22.30个百分点。一是弱资质企业发行难度走高, 进一步导致无评级发行占据主流; 二是因为备用信用证发行架构对债券起到增信作用, 削弱了部分发行主体的评级需求。

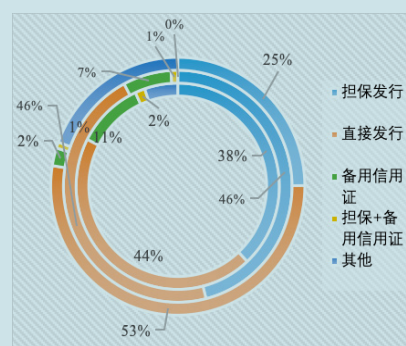
在有评级的中资美元债中, 信用级别主要集中在BBB级别, 投资级中资美元债发行规模为66.10亿美元, 合计占总发行规模的36.15%, 环比和同比分别下

图8 中资美元债发行方式(发行规模占比, 单位:%)



注：内、中、外圈分别代表2022Q1、2022Q4和2023Q1数据
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图9 中资美元债发行架构分布(发行规模占比, 单位:%)



注：内、中、外圈分别代表2022Q1、2022Q4和2023Q1数据
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

⁶ 根据数据及实际发行情况, 我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构、维好协议发行、备用信用证发行和担保+备用信用证发行等。

⁷ “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券, 以下同。

降4.75个和26.50个百分点。本季度高收益级中资美元债（BBB-级以下⁸）发行规模降低至8.00亿美元，占总发行规模的4.38%，环比和同比分别下跌3.46个和4.20个百分点（见图10和图11）。

从行业分布来看，本季度投资级发行主体行业集中在金融板块，发行规模为57.5亿美元，占到投资级发行规模的86.99%；无评级行业分布则较为分散，其中房地产、金融板块和工业其他占比较高，占比分别为50.74%、25.63%、10.41%。

三、中资美元债二级市场表现

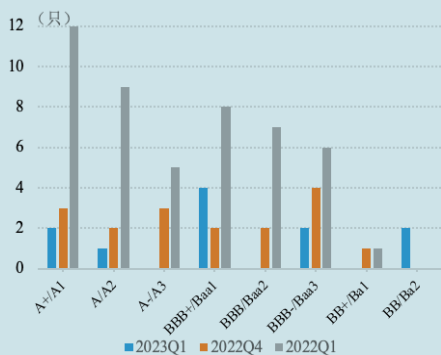
美联储持续加息叠加欧美银行业危机爆发，导致市场避险情绪走高，中资美元债二级市场回报率呈现分化走势；分行业来看，地产板块宏观政策密集出台以及实施改善优质房企资产负债表计划，都对地产板块表现形成支撑，而金融板块受欧美银行业流动性风险波及，二级市场表现有所走弱

2023年一季度，美联储持续加息叠加欧美银行

业危机爆发，加重了投资者的避险情绪，对高收益美元债的回报率造成较大冲击；但另一方面，本季度中国经济显示出较强的复苏优势，提振了市场对中资美元债的投资信心。在二者的相互作用下，本季度中资美元债二级市场呈现分化走势。具体来看，截至一季度末，Markit iBoxx中资美元债指数总回报率录得2.71%；其中，高收益中资美元债回报率为2.91%，投资级中资美元债回报率为2.66%（见图12）。

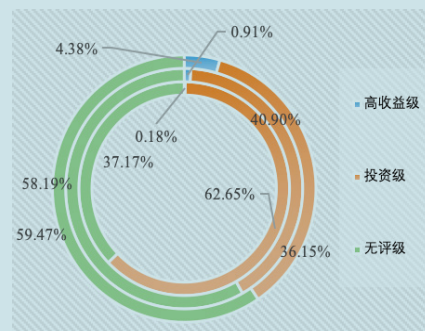
分行业来看，监管部门先后向房地产业发出“三支箭”，分别从信贷、债券、股权三个融资主渠道给予地产支持，以及实施改善优质房企资产负债表计划，

图10 中资美元债债项级别分布



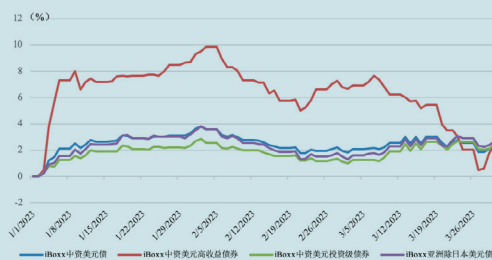
数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图11 中资美元债债项级别分布



注：内、中、外圈分别代表2022Q1、2022Q4和2023Q1数据
数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图12 2023年一季度中资美元债回报率走势



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

⁸ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

提振了投资者对中资地产企业的投资信心,因此本季度地产板块的回报率高于总回报率(2.71%),达到3.70%,同比大幅增长23.15个百分点,但在高基数效应下,环比下跌15.20个百分点;高收益债券和投资级债券回报率差异不大,分别为3.40%和4.17%。本季度,受欧美银行业流动性风险波及,金融板块债券回报率回落至2.29%,环比下跌2.56个百分点,但同比回升9.86个百分点;其中,高收益级债券回报率为2.83%,投资级债券回报率为2.13%。本季度,非金融机构行业总回报率为3.24%,环比和同比分别上涨1.47个和8.48个百分点;其中,高收益债券和投资级债券回报率分别为3.85%和3.21%(见表1)。

四、2023年二季度中资美元债市场展望

在中美货币政策分化走势下,中美国债利差仍将继续保持倒挂趋势,中资美元债发行端将持续承压;中国经济有望延续复苏态势,预计人民币兑美元汇率波动区间或将有所收窄,对中资美元债发行形成一定支撑

展望2023年二季度,美联储货币政策将面临艰

难选择。一方面,虽然美国通胀组成中的能源价格已经得到显著回落,但4月OPEC+成员国宣布了一项集体减产决定,涉及沙特、伊拉克和阿联酋等国,合计减产规模达166万桶/日,将从5月生效至2023年底。OPEC+进一步减产的决定预计将加剧原油市场供求失衡,预计将带动国际原油价格走高,美国通胀压力有反弹的可能。再加上美国劳动力市场表现强劲,服务业岗位供不应求叠加工资价格上涨,导致美国通胀粘性较高,美联储需要继续对抗通胀走高。另一方面,虽然美国中小银行业的流动性危机得到一定缓解,但考虑到美联储的基准利率已经上升至限制性区间,对经济造成的负担不仅体现在中小银行业,还体现在商业地产、政府债务等领域,美国经济面临较大的衰退压力。4月美国供应管理协会(ISM)公布的数据显示,美国3月ISM制造业PMI仅为46.3,创2020年5月以来最低,远低于2月的47.7和市场预期的47.5,也是连续五个月处于荣枯线下方,表明美国制造业活动进一步陷入萎缩,工厂产出放缓势头会逐步蔓延至其他领域,经济下行压力进一步彰显。在此背景下,预计二季度美联储货币政策将继续与通胀博弈,美国国债收益率将趋向宽幅波动。预计二季度中国货币政策将保持平稳,中美国债利差仍将继续保持倒挂走势,中资美元债发行端将持续承压。

从汇率波动角度看,考虑到美联储加息或进入尾期以及美国经济下行压力加剧,美元指数或将延续一季度的波动走弱趋势。在中国经济平稳复苏以及地产支持政策持续发力的作用下,二季度中国经济有望延续复苏态势,将对人民币汇率形成一定支撑。预计二季度人民币兑美元汇率波动区间较一季度或将有所收窄,对中资美元债发行形成一定支撑。

预计二季度房地产政策将以稳为主,房企融资政策有望继续边际放松,房地产美元债发行规模有望企稳回升;城投板块仍将坚持防范化解地方政府隐性债务的总体方向不变,城投企业发债难度依旧较大,信用风险

表1 中资美元债分行业回报率(%)

	2023Q1	2022Q4	2022Q1
金融机构	2.29	4.85	-7.56
金融机构-投资级	2.13	1.18	-3.81
金融机构-高收益	2.83	21.79	-15.18
非金融机构	3.24	1.77	-5.25
非金融机构-投资级	3.21	1.69	-5.46
非金融机构-高收益	3.85	3.22	-2.41
房地产	3.70	18.90	-19.45
房地产-投资级	4.17	2.41	-8.34
房地产-高收益	3.40	37.13	-27.30

数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

分化预计进一步加剧

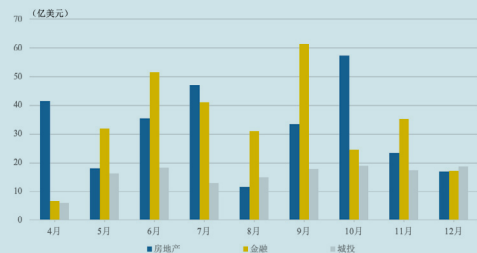
预计二季度房地产政策将以稳为主，引导市场预期稳步修复，逐步化解市场信用风险。从供给端看，在销售回暖和融资能力增强的综合影响下，部分房企具备了一定购地补库的能力，房地产土地市场或将逐步回暖，地产企业投资性支出意愿将有所上升。住房销售企稳回升及融资工具的支持效果有望得到进一步强化，信贷、债券、股权三支箭将接续发力，头部优质房企融资环境将明显改善。从需求端看，国内宏观经济及消费者预期在疫情政策优化后逐步回暖，购房者预期也有望随之改善，预计二季度房价可能出现先抑后稳的态势。同时，监管部门和各地政府配合因城施策，地方将以支持刚需和改善性需求释放为切入点，进一步解除购房限制。整体看，房地产市场供给端和需求端利好正不断形成合力，产生共振效应，促进房地产与金融加快恢复正常循环，预计二季度房地产美元债发行规模将企稳走高，对中资美元债一级市场发行起到支撑作用。

预计二季度城投板块仍坚持防范化解地方政府隐性债务的总体方向保持不变。中央化债决心坚定，地方隐性债务化解和融资平台公司治理的执行力度有望进一步加大，城投债融资环境难有大幅放松。2023年经济复苏将是政策主基调，基建稳增长预期仍在，预计城投债市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，同时城投债发行监管或将延续扶优限劣的思路。预计二季度城投信仰将继续修复，城投公司发生违约的概率依然较低，但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道偏紧及到期债务压力的影响下，信用风险分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力不减。整体看，政府“坚决遏制隐性债务增量，妥善化解隐性债务存量”的政策基调并未改变，城投企业发债难度依旧较大，预计二季度城投美元债发行继续承压。

二季度金融板块中资美元债的到期压力显著攀升，金融机构的再融资需求有望走高；资质较弱地产企业依旧面临一定信用风险，房企再融资需求依旧较高；城投企业的流动性压力较大，需关注部分资质较弱省份的到期偿付情况

截至2023年3月末数据显示，2023年4—12月共有934只中资美元债到期，累计未偿额约985亿美元；其中二季度有350只合计330.58亿美元的中资美元债到期，偿付压力依旧较大。金融美元债方面，金融板块的集中到期规模位居第一，4—12月共有721只金融中资美元债到期，累计到期规模约300.67亿美元，其中二季度到期规模约为90亿美元，压力主要集中在6月的51.5亿美元债务到期。在较大的兑付压力下，二季度金融类中资美元债的再融资需求有望走高。房地产美元债方面，房地产板块的集中到期压力依旧较大，4—12月共有91只地产中资美元债到期，累计到期规模约285.18亿美元，其中二季度到期规模约为95亿美元，偿付规模较上季度环比增长约22%，房企再融资需求依旧较高。城投美元债方面，4—12月共有72只到期债券，累计未偿额约为141.30亿美元，其中二季度到期规模约为40亿美元，兑付压力相对较低（见图13）。预计二季度城投企业的流动性压力尚可，但仍需关注部分资质较弱省份的城投企业的到期偿付情况。

图13 2023年4—12月中资美元债各板块未偿额到期分布情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

发行规模大幅回升 区域分化持续

——2023年一季度城投债市场分析

文 | 联合资信 张婷婷 张 博 张丽斐

2023年一季度,城投债发行回暖,发行支数及规模增幅均较大,净融资环比明显修复,但部分西部及东北部地区持续净偿还;发行利率和发行利差环比整体呈下降态势。

未来,城投企业继续面临着加大投资力度以及加快债务化解的双重压力,需重点关注城投企业回款情况和投融资压力,以及债务重组、风险事件等对区域融资环境的影响。2023年二季度城投债到期及回售规模仍居高位,其中甘肃、宁夏、天津和青海到期城投债规模占比较大,山东和四川城投债到期规模较大且区县级城投债占比高,兑付压力有待关注。

一、政策环境

监管部门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;企业债审批权限划转至证监会,债市统一监管取得进展,但弱资质主体企业债发行难度或将加大。

2023年初,财政部多次会议提出积极的财政政策要加力提效,同时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。

2023年3月,十四届全国人大第一次会议通过《国务院机构改革方案》(以下简称“方案”),方案对科学

技术、金融监管、数据管理、乡村振兴等重点领域机构进行职责调整和优化,其中在金融领域方面,提出强化资本市场监管职责,将企业债发行审核职责由发改委划入证监会,精简了公司信用类债券的监管体系,信用债市场多头监管格局有所优化,债市统一监管取得进展。同时,后续企业债发行条件、审核标准或将与公司债趋同,区县级或弱资质城投主体企业债发行难度或将加大。

二、一季度城投债市场回顾

发行概况

2023年一季度,城投债发行回暖,发行支数及规模同比环比均有较大幅增长,净融资额受当期兑付城投债规模较大影响同比有所下滑,环比明显修复。债券融资短期化趋势持续,AA+级城投企业发行规模同比环比增幅最大,AA级城投企业净融资明显上升、发债对担保增信依赖仍较大,区县级主体城投债发行规模同比明显增长、净融资却同比收缩,弱资质城投企业融资改善情况仍需持续关注。

2023年一季度,城投债发行情况有所回暖,城投债发行2298支,发行规模15607.31亿元,同比分别增长16.59%和12.18%;环比分别增长55.80%和59.06%,环比增幅显著,整体发行规模位于2020年以来的高点(见图1)。净融资方面,2023年一季度城投债到期规模仍较大,当期城投债净融资额同比下降18.24%至

5069.98亿元；环比来看，2023年一季度城投债净融资额扭转2022年四季度净偿还的态势，恢复至较高水平。此外，募集资金用途中用于借新还旧的比例同比继续升高，达82.78%。

从发行品种看(见图2)，2023年一季度，城投债发行仍以公司债、短期融资券及中期票据为主，发行规模合计占83.84%。私募公司债和一般短期融资券同比较快增长，增速分别为58.76%和34.23%，募集资金中超过95%用于偿还存量债务；企业债发行规模进一步减少，同比下降45.01%。净融资方面，短期融资券净融资有所增长，各类中长期债务融资工具的净融资规模同比呈现不同程度下降，债券融资短期化趋势持续。此外，银行间市场品种净融资规模同比降幅高于交易所市场品种。

按照主体信用等级分布统计(见图3)，2023年一季度，AA+及以上主体发行规模和净融资分别占74.55%和83.70%。具体来看，各级别城投企业发行规模同比及环比均有所上升，其中，AA+级城投企

业发行规模同比环比增幅最大，分别增长17.65%和68.10%。净融资方面，AA级城投企业净融资较明显上升，实现净融入924.53亿元，改变2022年一季度和四季度净偿还的局面；AAA及AA+级城投企业净融资额环比明显上升，同比均有所下降。

从行政层级上看(见图4)，2023年一季度，地市级主体仍是城投债发行主力，发行规模8183.32亿元，占比52.43%。与上年同期相比，省级主体和地市级主体城投债发行规模变化不大，区县级主体城投债发行规模同比增长42.44%。净融资方面，省级主体城投债净融资规模同比有所上升，地市级和区县级城投债净融资规模同比均有所下滑，下降幅度分别为28.06%和17.14%。

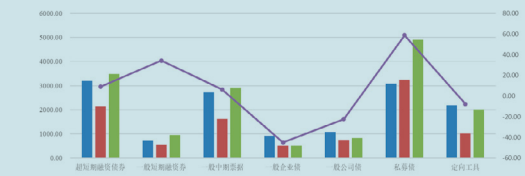
从债券担保情况来看，2023年一季度，有担保的城投债发行主体级别仍主要集中于AA，行政级别以区县级为主。AA级主体发行城投债中，有担保的债券占44.05%，占比较上年同期保持稳定；严监管背景下，AA级主体发债对担保增信依赖较大。

图1 2020年以来城投债发行和净融资情况 (单位: 亿元、支)



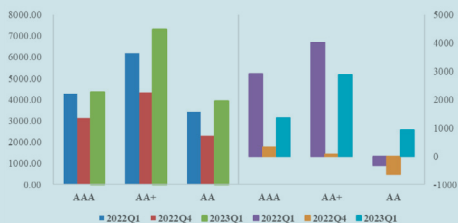
资料来源: 联合资信根据Wind整理

图2 各品种城投债发行规模变化 (单位: 亿元、%)



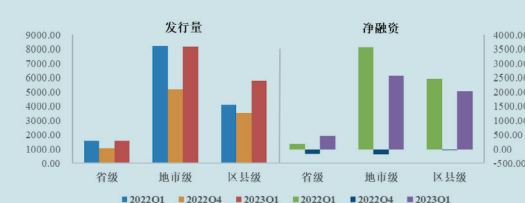
资料来源: 联合资信根据Wind整理

图3 不同级别主体城投债发行和净融资规模变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图4 各行政级别城投债发行规模及净融资变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

分区域发行情况

大多数地区城投债发行规模同比均有所增长，苏、浙、鲁地区城投债发行规模和净融资额稳居前三，但净融资规模同比均有所收缩；部分西部及东北部地区持续净偿还，再融资环境未见明显修复。

2023年一季度，大多数地区城投债发行规模同比均有所增长，其中江苏、浙江和山东发行规模排名稳居前三，发行规模合计占全国的47.58%；而贵州、西藏、宁夏、海南、青海、黑龙江、辽宁、甘肃发行规模不足50亿元(见图5)。发行规模大于百亿的省份中，吉林发行规模同比增幅最大，为104.01%，其后为浙江和北京，发行规模同比增长约40%；安徽、重庆、广东、上海、山西、云南地区的发行规模同比均有所下降。净融资方面，出现净偿还的区域包括甘肃、贵州、辽宁、云南和黑龙江，部分西部及东北部地区净融资表现持续欠佳，再融资环境未见明显修复；江苏、浙江和山东净融资规模位居前列，均超过600亿元，但净融资规模同比均有所下降，分别下降13.42%、18.06%和9.26%；天津一季度净融资273.88亿元，同比增长187.70%，但新发行城投债中一年以内的规模占比超过90%，短期化趋势明显，区域再融资环境仍有待改善。

发行利率和利差

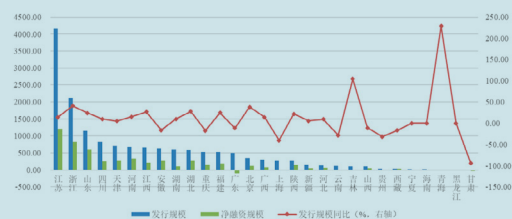
城投债发行利率和发行利差同比均明显上升，环

比整体呈下降态势。甘肃、云南、天津和广西等地城投债发行利差同比上升超过100BP，山东、江西和安徽城投债发行利差同比上升超过60BP。

2023年一季度，与上年同期相比，各级别各期限城投债发行利率和发行利差均明显上行(见图6和图7)；环比来看，2022年底，受地产政策扩容和理财产品赎回潮等因素影响，城投债发行利率和发行利差上行至高位，2023年一季度，除AAA级短期城投债外，其余各级别各期限城投债发行利率和发行利差整体呈下行趋势。具体来看，1月，受春节前后取现需求较大影响，资金面整体仍较为紧张，除AA+级短期城投债发行利率较明显下降外，其他各级别各期限城投债发行利率基本维持在上年底的高位，发行利差开始有所收窄；2月，随着资金面逐步好转，城投债发行利率和发行利差整体较年初明显下行；3月，央行降准释放流动性，除AA+级和AAA短期城投债发行利率和利差小幅回弹外，其他各级别各期限城投债发行利率和发行利差均保持下行态势。

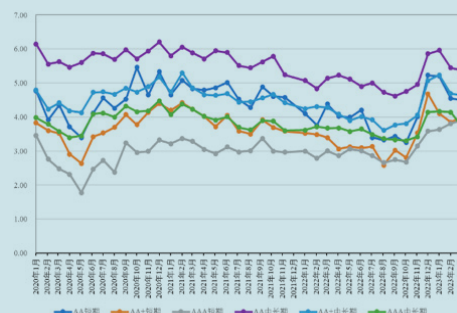
分区域来看，2023年一季度大部分省份城投债发行利率和发行利差同比均有所上升，但上升幅度差异明显。其中，发行利率和发行利差同比大幅走扩的省份包括甘肃、广西、天津、云南和青海，发行利差同比上升

图5 2023年一季度各地区城投债发行及净融资规模情况(单位: 亿元)



注：辽宁省和内蒙古自治区2023年一季度未发行城投债，辽宁省偿还规模17.00亿元，内蒙古自治区无债券偿还，发行规模增长率未显示
资料来源：联合资信根据Wind整理

图6 发行利率走势(单位: %)



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据Wind整理

均超过100BP；其次，山东、江西和安徽城投债发行利率和利差同比上行幅度亦较大，发行利差同比上升均超过60BP；贵州当期城投债发行主体集中于省本级，带动发行利率和利差同比均有所下降。

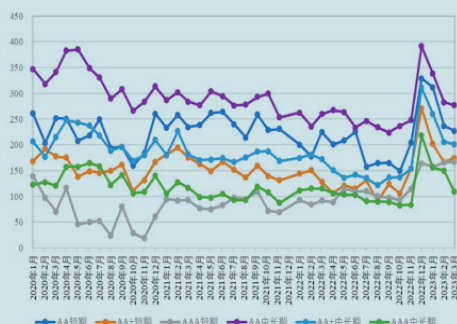
三、展望

在中央加大稳增长力度和加快地方政府隐性债务化解的背景下，未来城投企业继续面临着加大投资力度以及加快债务化解的双重压力，需重点关注城投企业回款情况和投融资压力，以及债务重组、风险事件等对区域融资环境的影响。2023年一季度，全国经济企稳回升，基础设施投资同比增长8.8%，带动国内生产总值同比增长4.5%；国务院《2023年政府工作报告》提出加快基础设施投资建设、争取2023年全国实现生产总值增长5%左右的发展目标，并继续要求防范和化解地方政府债务风险，遏制增量、化解存量，同时更为细化地提出优化债务期限结构，降低利息负担等要求。经济实现稳增长良好开局的同时，对地方政府债务风险防控仍保持着高压监管态势。未来一定时期内，城投企业仍将面临加大投资力度和债务化解兼顾的局面。在此背景下，各地促经济增长政策持续发力，城投企业投融资需求明显上升，考虑到2022年一季度

房地产开发投资同比仍下降5.8%，未来房地产及土地出让市场回暖情况尚有待观察，需重点关注城投企业回款情况和投融资压力。2023年以来，多地城投企业新增商票逾期、非标违约等风险事件，体现出部分城投企业经营及流动性趋紧走势，考虑到部分区域互联互通现象突出，风险相互交织，需关注平台风险通过担保链条、特殊条款等方式蔓延，进而引发区域融资环境恶化的风险。当前，协调银行等金融机构参与地方政府相关债务置换、重组、展期等方式已成为部分再融资压力较大地区化债的重要手段，但需关注债务重组方案、重组后债务清偿顺序等对投资人利益及区域融资环境的影响。此外，部分再融资压力较大地区非标违约、对外担保逾期的风险事件频出，不利于当地再融资环境的修复，将进一步加大地方债务化解及债务偿付的压力。

2023年二季度城投债到期及回售规模仍居高位，其中甘肃、宁夏、天津和青海到期城投债规模占比较大，山东和四川城投债到期规模较大且区县级城投债占比高，兑付压力有待关注。截至2023年一季度末，存续城投债余额约14万亿元。其中，江苏城投债余额近3万亿元，占存续城投债券余额的比例超过20%；浙江、山东、四川和湖南城投债余额位列其后，上述五个省份城投债余额合计占比超过55%，存续城投债区域分布较集中。假设含回售选择权的债券在最近一次回售日全额回售，2023年二季度到期城投债余额合计约12450.35亿元，较2023年一季度增长17.23%。其中，江苏、浙江、山东、天津及四川城投债到期规模位列前五，而甘肃、宁夏、天津和青海二季度到期城投债规模占存续城投债的比重超过18%，需关注债券集中兑付压力。从行政级别来看，二季度到期城投债以地市级和区县级城投债为主，占比分别为41.35%和32.09%；其中四川和山东区县级城投债到期规模占比高，分别为48.81%和35.91%，其债务到期偿付情况仍需保持关注。

图7 发行利差走势 (单位: BP)



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据Wind整理

可转债转股条件及转股可能性研究

文 | 联合资信 蒲雅修 宁立杰 王兴龙 李敬云 王佳晨子 王 玥

一、目前可转债发行基本情况

2017年以来可转债发行快速增加，成为资本市场重要的融资方式。相较于信用债，可转债发行的信用级别水平有所下沉，发行主体中高新技术企业占比较高。同时从退市情况来看，我国可转债表现出了较强的偏股性。

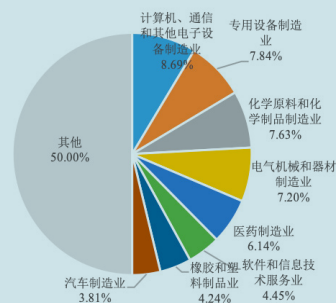
可转换债券是公司发行的一种较为特殊的公司债券，它赋予了持有者将所持债券在条款规定的限期内转化为公司普通股股票的权利。与单纯持有债券或者股票不同，在未转股期间，持有者可以获得发行条款中规定的固定利息收益，而在选择转股之后，持有者还可以获得股价上涨带来的风险收益。因此，可转换债券是一种兼具股权和债权特征的金融衍生工具。

从发行方面来看，2010年以来，我国工商企业发行可转债规模¹逐年增长，尤其是在2017年，定向增发大幅缩减的情况下迅速增加，可转债成为资本市场重要的融资方式。2019年，工商企业可转债发行规模突破千亿，达到1375.08亿元，同比大幅增长124.00%。2019年以后，工商企业每年转债发行规模均超1000亿元，其中2020年工商企业发行规模达到2393.81亿元的高峰，在2021年发行规模回落至1589.12亿元。2022年1—11月，工商企业发行转债规模1537.64亿元。截至2022年11月末，全市场工商企业存续可转债总量为4811.19亿元，存续债券443支，其中高新技术行业存量规模较大（见图1）。

从发行主体信用级别来看，2017年以后，可转债市场不断扩容，主体信用级别不断下沉，2017年出现3支主体信用级别为A+的可转债，2018年出现1支主体信用级别为A的可转债。此外，低级别主体发行只数占比不断上升，2021年，全市场共发行19支A+或A级别债券，占当期总发行只数的17.27%（见图2）。

从政策来看，关于上市公司可转债融资的政策文件主要有《上市公司证券发行管理办法》（以下简称《办法》）和《上市公司可转换公司债券发行实施细则》等。2017年，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）对《上市公司非公开发行股票实施细则》（以下简称《非公开发行股票细则》）部分条文进行了修订，并同时发布了《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行

图1 截至2022年11月末全市场工商企业存续可转债按行业划分情况



资料来源：Wind，联合资信整理

¹ 以下数据均已扣除金融类企业发行的可转债。

为的监管要求》(以下简称《发行监管问答》),对上市公司通过定向增发进行融资的定价机制、融资规模、时间间隔、公司资质等诸方面都提出了更加严格的要求,证监会对定增监管的趋严使得可转债这一再融资方式呈现出了更大的优势。不少上市公司可能利用可转债转股的特点,将其视为定向增发的替代手段;同年9月,证监会将可转债的资金申购方式改为信用申购,也就是投资者只要拥有股票账户,不管账户里有没有资产,都可以进行申购,仅需在中签后再履行缴款义务即可。这种申购方式,极大地扩充了可转债投资者的范围。而在这之前,可转债除了向原股东配售以外,主要面向的是机构投资者。因此信用申购的方式使部分个人投资者也参与到了可转债市场之中,这可能会增加转债市场的波动性和流动性,从而增强可转债的股性。

2020年2月证监会发布了《关于修改<办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<非公开发行股票细则>的决定》(以下合称“再融资新规”),并对《发行监管问答》进行修订,再融资政策从定价、发行规模、发行对象、发行条

件、限售期等方面进行松绑，降低了创业板再融资的门槛，优化非公开发行制度安排，延长再融资实施期限，加强对“明股实债”的监管。再融资新规有利于再融资市场的繁荣，一方面大力提升了上市公司非公开发行的积极性，另一方面可能短期内挤压可转债融资可能性。而从中长期来看，可转债发行成本较低、对原股东股权稀释过程较慢、有利于提升资金配置效率等相对优势，或可一定程度上缓解政策对可转债发行的冲击。

根据可转债的特征, 可转债可分为偏股型、偏债型
和平衡型。偏股型可转债具有转股优势, 转股可能性较
高; 偏债型可转债一般具有较高的债息分红, 股优势不
明显, 转股可能性较低; 平衡型可转债位于偏股型和偏
债型之间。目前, 我国已发行的可转债, 无论是从发行
条款设计还是从历史转股情况来看, 均具有较强的偏
股性的特征 (见表1)。

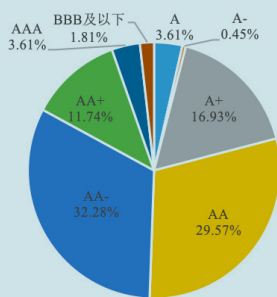
二、可转债相关条款分析

我国工商企业可转债在条款设置上表现出了较强的转股动机，不同发行主体在可转债在条款设置上同质性较高。从2017年以来发行并退市的可转债来看，退出方式以转股为主。

上市公司要实现可对转债股性预设的偏好,一般通过合理设计可转债条款实现。可转债的核心条款包括发行规模、票面利率、转股价格及调整、转股价格向下修正、赎回条款、回售条款等。

票面利率。可转债的票面利率并没有具体的规定，2017年以来发行的工商企业可转债均采用了累进利率。由于可转债内含转股期权，其利率通常低于同期同信用

图2 截至2022年11月末全市场工商企业存续可转债按级别划分情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

表1 截至2022年11月底工商企业已退市工商企业公募可转债转股比例情况

转股比例 (%)	25.27	31.05	67.74	82.46	90.00
债券只数 (只)	1	1	1	1	190

注：上表统计的可转债仅含2017年以后发行的工商企业公募可转债

资料来源: Wind, 联合资信整理

级别普通债券, 仅与银行一年期定期存款利率大致持平。此外, 可转债还设置了补偿利率条款, 如果可转债到期时, 投资人无法实现转股, 那么发行方有必要对投资人进行一定的补偿。补偿利率的上升能够使可转债债券部分的价值增加, 使可转债的总体利率水平比同期银行定期存款利率略高, 可转债债性略有增强 (见表2)。

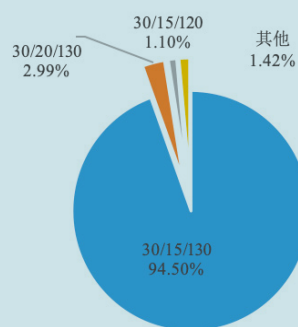
转股条款。转股是可转换债券的核心内容, 因此转股条款对可转债的股性强弱存在很重要的影响。通常情况下, 转股条款主要涉及转股价格和转股期限两部分内容。转股价格方面, 初始转股价格一般为不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价。理论上, 上市公司市值围绕其内在价值波动, 在不考虑其它因素的情况下, 初始转股溢价率²越高, 说明初始转股价和发行时正股的价格差距越大, 可转债转股的难度越大。从下表中数据可知, 我国可转债的初始溢价率整体水平较低, 均值仅为2.33% (见表3)。此外, 当公司股价持续下降时, 可能触发下修条款, 转股价格的下修有助于可转债进行转股, 但实际操作中选择下修转股价格的发行人数量较少。截

至2022年11月底, 存续的公募可转债中触发下修条款的可转债206只, 其中选择下修转股价格的可转债72支。

赎回条款。赎回条款是一项选择性条款, 它的实质是给予了发行人一个买入期权, 是对发行人权益的保护。我国上市公司在赎回条款的设计上相似度高, 以15/30/130%³为主 (见图3), 且有条件赎回条款的存在实质上起到了迫使投资人尽快转股的作用, 有助于增强可转债的股性。

从我国2017年以来所发行可转债的退市实际情况

图3 2017年以来工商企业可转债赎回条款情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

表2 2017年以来工商企业可转债发行利率统计表

第一年利率	第1年占比	第二年利率	第2年占比	第三年利率	第3年占比	第四年利率	第4年占比	第五年利率	第5年占比	第六年利率	第6年占比
0.30%	32.91%	0.50%	30.55%	0.60%	5.83%	1.30%	3.94%	1.80%	48.50%	2.00%	50.24%
0.40%	34.17%	0.60%	33.54%	1.00%	71.02%	1.50%	68.82%	2.00%	13.39%	2.50%	7.09%
0.50%	19.06%	0.70%	13.07%	1.20%	12.28%	1.80%	13.07%	2.50%	18.43%	3.00%	25.04%

注: 上表仅包含占比前三的票面利率值

资料来源: Wind, 联合资信整理

表3 2017年以来我国工商企业可转债初始转股溢价率统计情况 (%)

项目	最大值	最小值	均值	标准差
初始转股溢价率	57.19	-23.39	2.33	7.66

资料来源: Wind, 联合资信整理

² 初始转股溢价率 = (初始转股价格 - 发行时股票价格) / 发行时股票价格。

³ 公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130% (含)。

来看,除济川转债外,其他退市的工商企业可转债退市方式均为触发有条件赎回条款后选择实施赎回可转债。赎回价格越低,赎回价格和投资人选择转股的收益差越大,投资者选择进行转股的可能性就越高,相应地可转债的股性越强。我国2017年以来发行并退市的工商企业可转债有条件赎回价格最高值为101.56元,最低值为100.00元,均值为100.35元,赎回均值很低,因此在触发有条件赎回条款时投资者一般选择转股。

回售条款。回售条款总体上属于对投资人的利益保护条款,因为它向投资人提供了在正股价格下跌导致其无法转股的情况下选择将可转债回售给发行方的机会,包括有条件回售条款和附加赎回条款。回售条件一般有两类,一类是正股价格大幅下跌且持续低迷时,另一类是若公司改变募资资金去向时,投资者有权将部分或全部转债进行回售。通常情况下,回售条件设定地越苛刻,表明回售条件越难触发,那么投资人转股的机会越多,表明可转债的股性越强。我国2017年以来发行并退市的工商企业可转债中仅有1只债券回售比例超过50%。

三、可转债转股可能性实证分析

基于上文分析可知,近年来我国可转债发行数量快速增长,相关政策不断完善。同时,我国工商企业发行的可转债从条款设置来看具备较强的转股特征。下文将通过实证分析探究影响我国可转债股性的个体因素,并对其显著性进行研究从而得出结论。

样本选取和数据来源

本文选取了2017年1月1日至2021年12月31日中国大陆地区公告发行的514支公募可转债,考虑到金融行业的特殊性,样本数据中已剔除金融行业上市公司所发行债券。本文实证研究所使用数据均来自于Wind数据库以及上市公司公告。

变量定义和模型构建

Lewis, Rogalski & Seward (2003) 提出可用 $N(d)$ 指标衡量可转债到期前转股的概率,具体公式如下。

$$N(d) = N \left[\frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(\gamma - \delta + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \right]$$

其中, S ——公告日一周前正股股票的周平均收盘价; X ——初始转股价格; γ ——可转债公告日当天1年期国债收益率; δ ——可转债公告日前一年的正股股利收益率; σ ——正股股价的年波动率(用可转债公告日前240日-前40日正股股票收益率的标准差衡量); T ——可转债的到期期限(以年为单位表示); $N(\cdot)$ ——标准正态分布下的累计分布概率。

将 $N(d)$ 作为被解释变量,根据已有研究及相关文献选择涉及资产结构、成长能力、公司规模、税负、外部环境等的其他变量如下(见表4)。

构建多元线性回归模型如下:

$$\begin{aligned} N(d) = & \alpha + \mu_1\beta_{i,t} + \mu_2evx_{i,t} + \mu_3btop_{i,t} \\ & + \mu_4egrsf_{i,t} + \mu_5fa_{i,t} + \mu_6size_{i,t} \\ & + \mu_7tax_{i,t} + \mu_8cf_{i,t} + \mu_9div_{i,t} + \mu_{10}nature_{i,t} \\ & + \mu_{11}indu_{i,t} + \mu_{12}policy_{i,t} + \mu_{13}owner_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

其中, α 为截距项, μ_1 到 μ_{13} 分别为对应变量的回归系数, ε 为残差项, i, t 表示可转债 i 发行公告日的前一年。

回归分析

首先运用方差膨胀因子进行共线性检验,结果如下(见表5)。

一般认为VIF小于10则不存在多重共线性,以上结果说明本文所用数据不存在多重共线性,可以进行

下一步回归。回归结果如下（见表6）。

根据回归结果可知，**btop**（平均市净率的倒数）和**size**（公司规模）两个指标在1%的水平上显著，且

与**N（d）**的变化负相关。说明在其他条件一致的情况下，普通股账面价值与当前市值比值越大（市净率越小），则该主体正股对应的可转债在到期前转股的概

表4 变量情况

变量符号	变量含义	变量数据处理方式
β	正股相对于总体市场的波动性	Cov (ra,rm)；其中ra为正股a的收益，rm为市场收益，Cov表示求二者的协方差
evx	企业倍数	企业价值/EBITDA
btop	价值	平均市净率的倒数
egrsf	成长性	分析师预测的一年增长率
fa	资产结构	有形资产/总资产
size	公司规模	公司总资产取自然对数
tax	税负情况	应付税费/主营业务收入
cf	现金盈余情况	自由现金流量/总资产
div	股利政策	平均每股税前股利
nature	公司性质	非国有企业设定为1，国有企业设定为0
indu	是否为高新技术企业	所得税率为15%则赋值1，含义为“是高新技术企业”；所得税率为25%则赋值0，含义为“非高新技术企业”
policy	政策因素	再融资新规实行前为0，实行后为1
owner	股权集中度	公司第一大股东持股比例

资料来源：联合资信整理

表5 方差膨胀因子检验情况

变量	VIF	1/VIF
size	1.830	0.546
fa	1.620	0.619
btop	1.600	0.626
evx	1.590	0.630
nature	1.290	0.777
div	1.250	0.802
indu	1.240	0.807
cf	1.170	0.858
tax	1.140	0.880
owner	1.090	0.916
β	1.060	0.944
egrsf	1.060	0.946
policy	1.020	0.980

资料来源：联合资信整理

表6 多元线性回归结果

解释变量	Coef.	St.Err.	t-value	p-value
β	0.008	0.009	0.84	0.402
evx	0.001	0.001	1.34	0.18
btop***	-0.203	0.052	-3.89	0
egrsf	0.005	0.005	1.01	0.311
fa**	-0.107	0.054	-1.97	0.05
size***	-0.0048	0.01	-4.66	0
tax	0.342	0.412	0.83	0.407
cf	-0.118	0.124	-0.96	0.34
div	0.007	0.043	0.17	0.865
nature**	-0.066	0.031	-2.15	0.032
indu	-0.035	0.022	-1.62	0.106
policy	0.033	0.063	0.52	0.605
owner	0.034	0.06	0.57	0.571
Constant***	1.889	0.259	7.29	0
R-squared=0.141				

注：***p<0.01，**p<0.05，*p<0.1；Coef.表示回归系数，St.Err.表示标准差
资料来源：联合资信整理

率越低。公司的总资产规模越大,发行的可转债规模越大,发行人的股票市值规模可能越大,其股价波动可能相对稳定,对于投资人而言可转债二级市场交易的收益可能高于转股带来的收益,因此表现出转股概率越低。市净率越小,说明对应正股的股价与公司实际价值更接近,此种情况下,大部分投资者可能认为该正股的股价偏低所以选择继续持有可转债而不选择转股。**fa (资产结构) 和nature (公司属性) 两个指标在5%的水平上显著,且与N (d) 的变化负相关。**说明在其他条件一致的情况下,有形资产在总资产中的占比越高,其发行的可转债在到期前转股的概率越低。而国有企业与非国有企业相比,转股概率更高。有形资产占比高,说明投资者债权的保障程度越高,公司越倾向于发行债性强的可转债,即可转债的股性越弱。国有企业相比于非国有企业,市场普遍预期前者比后者获取资源支持的能力更强,所以前者可转债的股性更强、债性更弱。其他指标对转股可能性的影响程度均不显著(见表7)。

近年来,我国上市公司的可转债转股动机强烈,发行可转债在很大程度上是为了快速筹集资金。考虑到我国目前对可转债发行条件要求较高,能够满足发行可转债条件的公司资质较好,成长性、现金盈余等基本特征指标对可转债股性影响不大。

四、总结及展望

随着2017年再融资新规的出台,我国可转债市场快速发展。与信用债相比,可转债表现出信用水平下沉的特点,这主要和我国目前发行的可转债具有较强的股性有关。我国可转债在条款设置方面表现出较强的偏股型,同时不同主体在条款设置上的同质性较强。我们进一步探索了对同一主体而言,不同因素对其可转债转股可能性的影响,其中**btop (平均市净率的倒数)、size (公司规模)、nature (公司属性) 和fa (资产结构)**解释变量显著负相关。此外,虽然实证分析中发行主体的行业相关性不显著,但考虑到国家鼓励和

表7 指标解释

解释变量	Coef.	p-value	分析	解释
β	0.008	0.402	不显著	虽然每家公司都有独立的波动趋势,但还是受到整体市场波动变化影响
evx	0.001	0.18	不显著	公司的企业价值和EBITDA有相关性
btop***	-0.203	0	显著负相关	普通股账面价值与当前市值比值越大(市净率越小),则该主体正股对应的可转债在到期前转股的概率越低
egrsf	0.005	0.311	不显著	业绩预测受影响因素较多,变化较大,部分情况下,公司最终业绩和预测业绩差异较大
fa**	-0.107	0.05	显著负相关	有形资产在总资产中的占比越高,其发行的可转债在到期前转股的概率越低
size***	-0.0048	0	显著负相关	公司的总资产规模越大,其市值可能越大,市值的稳定性可能越强,可转债转股的收益可能低于可转债二级市场交易的收益,其发行的可转债在到期前全部转股的概率越低
tax	0.342	0.407	不显著	不同的公司,可能税费缴纳周期差异较大
cf	-0.118	0.34	不显著	可能是国内公司大多都属于资本支出驱动型,公司的自由现金流规模基本为负数
div	0.007	0.865	不显著	可能目前整体市场的股利回报率偏低
nature**	-0.066	0.032	显著负相关	国有企业相比于非国有企业,市场普遍预期前者比后者获取资源支持的能更强,所以前者可转债的股性更强、债性更弱
indu	-0.035	0.106	不显著	-
policy	0.033	0.605	不显著	-
owner	0.034	0.571	不显著	-
Constant***	1.889	0	-	-

资料来源:联合资信整理

支持的行业,发行主体的成长性较强,未来可能表现出较高的市净率,因此我们认为发行主体所处行业和可转债的转股可能性存在一定相关性。

股性越强的可转债,其到期前转股的可能性越大,到期不能兑付的风险越低。在信用评级时应考虑相关因素对可转债转股可能性的影响,从而更准确地判断被评主体信用水平。

2017年,全市场发行的工商企业公募可转债36只,目前已经有20只完成退市。存续的16只可转债中,转股比例在50%以下的9只。其中亚太转债转股比例最低,为0.14%。受投资人对公司的预期、公司资金使用计划等因素影响,可转债转股日期面临不确定性,但整体来看,2023年可转债市场发生兑付风险的可能性较小。///

2022年信用风险高企的行业,2023年将何去何从?

文|联合资信 研究中心

2022年上市企业年报进入密集发布期,截至2023年3月底,2695家A股上市企业发布了业绩预告,预警为亏损的企业占比为45%,其中亏损企业占比排名前五分别为综合、社会服务、传媒、纺织服饰以及房地产业,其业绩亏损预警占比均超过45%,主要是由于2022年国内外形势总体较为复杂,各类风险因素交织。2020年以来,新冠疫情暴发并在全世界蔓延,各行各业均受到不同程度的冲击,为了更直观地测度各行业在2019—2022年的信用风险变化,本文拟利用KMV模型测度行业信用风险状况,采用违约距离作为行业信用风险的评价指标。

KMV模型的基本原理是假设企业股权是买入一份欧式看涨期权,该期权以企业价值作为标的资产,以企业债务面值为执行价格。假设在企业债务到期日,若企业资产的市场价值低于企业所需偿还的债务面值时,企业将发生违约;否则,视为企业不违约。违约距离表示企业资产市场价值期望值距离违约点的远近。距离越大,企业发生违约的可能性越小;距离越小,发生违约的可能性越大。具体做法是,通过KMV模型计算各个上市企业违约距离,通过计算平均值得到各家公司

的平均违约距离,从而得到各个公司所属行业的违约距离,可以一定程度上反应各行业的信用风险水平。

本文通过计算2019—2022年三季度末A股上市企业的违约距离,作为行业信用风险的度量,并在此基础上进行分析。本文以申万一级行业为依据对行业进行分析,共计包含房地产、钢铁、煤炭、商贸零售等在内的29个行业。

最终计算结果显示,与2019年相比,2022年前三季度上市企业的违约距离出现明显的下行,违约风险明显上升;从违约距离绝对值看,公用事业、环保、食品饮料、石油石化以及煤炭行业上市企业的违约距离相对较大,即违约风险相对较低;房地产、钢铁、社会服务、电力设备以及汽车行业上市企业的违约距离相对较小。

一、企业整体情况

行业信用风险分化程度下降,违约风险进一步集中

KMV模型对2019年和2022年前三季度A股上市企业的违约距离显示(见图1),2022年前三季度上市企业

的违约距离较2019年显著下降,即违约风险较2019年明显上升,且从分布图显示,2022年前三季度上市企业的违约距离的分布区间较2019年有所收窄,表明与2019年相比,2022年前三季度上市企业信用风险分化程度有所下降,违约风险进一步集中,主要是由于受疫情影响,宏观经济增长压力较大的背景下,除医药行业外,其余各行业的需求均受到不同程度的负向影响。所以整体看,A股上市企业的违约风险呈现进一步加大的趋势。

分行业看,公用事业行业上市企业的违约风险相对最小

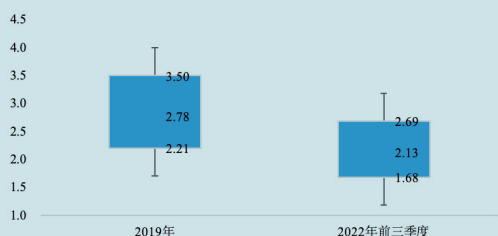
2022年前三季度各行业上市企业的违约距离显示(见图2),公用事业、环保、食品饮料、石油石化以及煤炭行业上市企业的违约距离相对较大,表明其违约风险相对较低;房地产、钢铁、社会服务、电力设备以及汽车行业上市企业的违约距离相对较小,即违约风险相对较大。

具体看,公用事业和食品饮料上市企业违约距离相对较大,主要是由于在国内各行业需求普遍下降的背景下,其需求端的需求弹性较小,需求相对较为稳定,所以其违约距离相对较大,违约风险相对较小;环保上市企业违约风险相对较小,主要是自2021年以来,在“碳达峰”“碳中和”政策引领下,涉及节能、降耗、减排的各类“十四五”规划等重大节能环保政策密集发布出台,环保行业充分享受政策红利,各行业

对环保设备、环境治理等需求上升,环保行业进入新一轮高景气周期;石油石化行业受国际大宗商品价格影响,价格大幅上行,且石油石化行业处于产业上游,其成本压力得到转移,在成本压力较小、产品价格上升的情况下,石油石化上市企业的盈利能力增强,其违约风险相对较小;煤炭行业,一方面动力煤价格一直高位运行,另一方面受益于保供政策,原煤产量稳定增长,2022年全国原煤产量45.6亿吨,同比增长10.5%,产量再创历史新高,全国规模以上煤炭企业营业收入4.02万亿元,同比增长19.5%;利润总额1.02万亿元,同比增长44.3%。2022年煤炭行业量、价齐升,企业盈利能力大幅提升,煤炭行业违约风险相对较小。

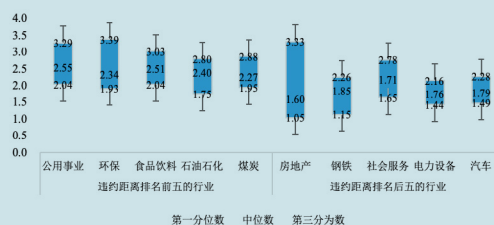
违约距离较小的行业中,房地产行业整体违约风险相对最大,且行业内企业违约风险分化程度较重。具体看,房地产行业违约距离最大,主要是在宏观经济下行压力、疫情反弹以及前期调控对市场传导作用的滞后作用影响下,房地产市场景气度继续下行,购房者观望心态下销售端一直不景气,进一步导致房企新开工意愿下降,叠加违约房企增加,导致房地产行业信用风险高增;同时房地产行业违约距离分布区间(1.50-3.33)最大,行业内的风险分化相对更大。社会服务行业违约距离也较低,主要是由于疫情背景下,隔离和社交距离限制使出行链条受限,酒店、餐

图1 2019年及2022年前三季度A股上市企业违约距离分布情况



注:图中数据标签由下到上分别表示25%分位数、中位数和75%分位数,下同
数据来源:Wind,联合资信整理

图2 2022年前三季度排名前五和后五的行业分布情况



数据来源:国家统计局、Wind,联合资信整理

饮、旅游业等需求大大下降,导致其经营大幅出现亏损。电力设备、汽车行业的违约距离相对也较小,且与其他三个行业相比,其违约距离分布相对较为集中,显示其违约风险相对更加集中。钢铁行业的违约距离也相对较小,主要是由于供给端原材料价格上升、需求端的三大主力——房地产、基建以及汽车——需求均出现大幅萎缩,受到供需两端的挤压,钢铁行业的盈利能力下降,但钢铁企业获得外部资源支持的可能性较大,所以其虽然盈利受到挤压但整体的违约风险相对较低。

二、企业信用风险变化

对比2022年前三季度与2019年各行业的违约距离看(见图3),房地产、钢铁、建筑装饰、社会服务以及商贸零售的是违约距离下降最大的五个行业。

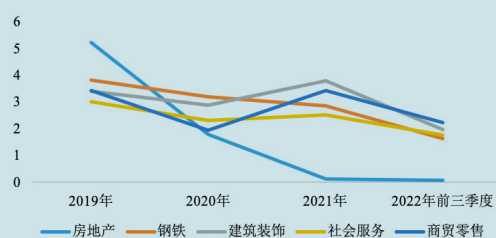
其中钢铁以及建筑装饰行业均属于房地产行业相关行业,主要是受房地产影响,而房地产行业的违约距离在2021年出现大幅度下降,主要是由于房地产行业在贷款集中制度以及“三条红线”政策下,融资环境紧张,叠加房地产销售端的低迷(见图4),市场对房地产行业担忧上升,2021年恒大违约更加大了市场的担忧情绪。整体看,2022年房地产行业违约距离较2019年出现显著的下滑,且行业内违约距离分布进一步集中(见图5)。

步集中(见图5)。

社会服务和商贸零售行业违约距离较2019年出现大幅下滑,主要是受疫情的影响,一方面疫情封控下,居民出行旅游、聚餐等受到限制,对社会服务、商贸零售行业的需求端带来负向影响(2022年前三季度,社会零售品总额同比仅增长0.6%,远低于2019年的水平);另一方面,疫情环境下,居民失业压力上行,居民的储蓄需求上升从而压制消费端(2022年前三季度,国内居民人均可支配收入人民币27650元,同比实际增长3.2%,相比之下,国内居民人均消费支出人民币17878元,同比实际增长1.5%,消费意愿远低于储蓄意愿)。

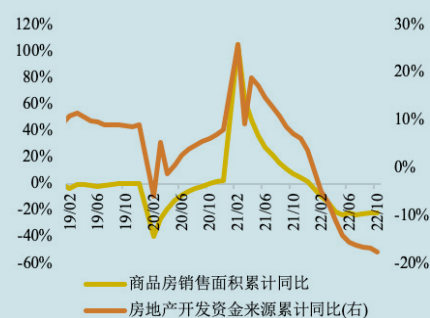
与2019年相比,电子、计算机、传媒、通信以及农林牧渔五个行业的违约距离变化相对较小(见图6)。

图3 2022年前三季度违约距离较2019年变化最大的前五大的行业



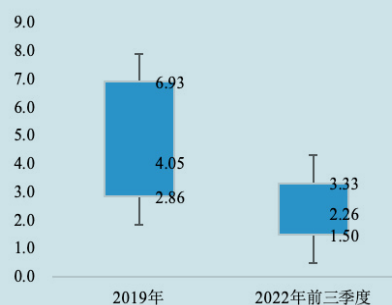
数据来源: Wind, 联合资信

图4 2022年前三季度房地产供需两端均大幅下降



数据来源: Wind, 联合资信

图5 2022年前三季度房地产行业违约距离分布进一步集中



数据来源: 联合资信

三、分企业性质看上市企业信用风险

民营企业违约风险高于国有企业

分企业性质看, 2022年前三季度, 民营企业的违约距离均值及中位数均高于国有企业, 违约风险高于国有企业(见图7)。与国有企业相比, 融资难一直是制约我国民营企业发展的一大因素, 2018年来, 金融去杠杆的环境下, 民营企业融资条件进一步收紧, 国家出台了很多支持民营企业发展的政策措施, 但存在落实不到位的问题; 同时, 民营企业本身存在经营比较粗放的问题, 缺乏健全的规章制度, 致使在加强监管执法的背景下面临较大的压力; 此外, 我国经济转型高质量发展, 民营企业在上述两个原因的情况下转型压力相较国有企业更大, 民营企业的盈利能力有所下降。而国有企业具有资金雄厚且外部融资支持普遍较强的独特优势, 故而相对来说, 其违约距离均值较大, 违约风险相对较低。从其违约距离分布看, 国有企业的违约距离分布区间大于民营企业, 表明国有企业主体违约风险分化较其他类型企业严重, 可能是不同国有企业经营状况、偿债能力及其所获得的外部支持力度差异较大导致的。

2022年国有企业与民营经济违约距离差值有所收窄

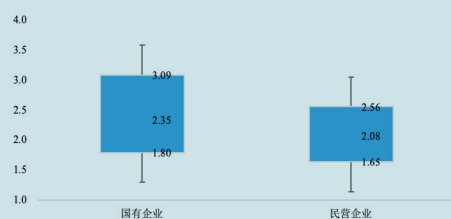
较2019年相比, 国有企业和民营企业的违约距离

均出现不同程度的下行, 违约风险较2019年均出现上升, 2022年前三季度国有企业和民营企业的违约距离差值较2019年有所收窄(见图8), 可能是由于中小企业支持政策落地, 政策有所见效。

具体看, 民营企业大多处于行业的中下游, 疫情期间, 停工停产等抗疫政策、国内经济下行压力叠加国际需求低迷等多重压力下, 民营企业尤其是中小民营企业面临的经营压力加大, 民营企业的盈利能力出现下滑, 违约风险较2019年出现明显的上行, 且与2019年相比, 民营企业的违约距离分布更加集中。国有企业相对位于行业中上游, 风险对抗压力较强, 且外部融资环境明显好于民营企业, 因此其违约距离相对强于民营企业, 违约风险相对低于民营企业。

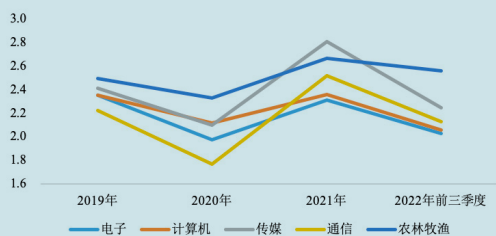
2022年, 为支持中小企业渡过难关, 国家出台了一系列支持中小企业的相关政策, 取得了一定的效

图7 2022年前三季度不同企业性质的上市企业违约距离DD分布情况



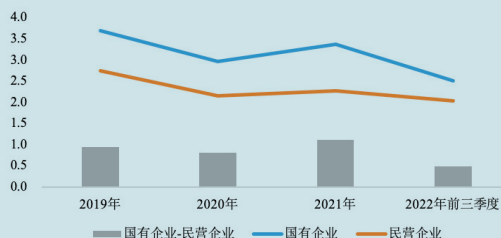
注: 国有企业包含地方国有企业和中央国有企业; 民营企业包含公众企业、集体企业、民营企业、外资企业以及替他企业; 下同
数据来源: Wind, 联合资信整理

图6 2022年前三季度违约距离较2019年变化最小的五大行业



数据来源: Wind, 联合资信

图8 不同性质企业近几年违约距离DD分布情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

果。银保监会数据显示,从总量上看,截至三季度末,民营企业贷款余额59.7万亿元,同比增长12.4%,其中民营企业信用贷款同比增长28.7%,远高于国有企业贷款平均增速;从成本上看,截至2022年三季度末,新发放民营企业贷款年化利率也同比下降0.64个百分点。民营企业的信贷投放总体呈现“量增、价降、质升”的良好态势。政策效果或是2022年国有企业和民营企业间的违约距离差值有所收窄的原因。

四、小结与展望

通过对各行业的违约距离进行分析来看,2022年前三季度,房地产、钢铁、社会服务、电力设备以及汽车行业上市企业的违约距离相对较小,违约风险相对较大;房地产、钢铁、建筑装饰、社会服务以及商贸零售的违约距离较2019年出现了显著的下滑。具体看,房地产行业及钢铁、建筑装饰行业的违约距离出现大幅的下滑,主要是受房地产资金收紧、销售低迷导致,同时房企违约更是加大了市场的担忧情绪;社会服务和商贸零售的违约风险较2019年上升,主要是由于防疫政策导致出行链条经营困难。展望2023年,政府工作报告将“着力扩大国内需求”列为重点工作之一,各项政策着力推动经济恢复性增长,同时新冠疫情实行“乙类乙管”,疫情对经济的扰动作用逐渐消退,预计疫情期间受到较大影响的上述行业的违约距离均会较2022年出现上行,违约风险会有所下降。

房地产、钢铁以及建筑装饰及相关行业,预计违约距离会有所上行,违约风险有所缓释。从供给端看,2023年中央经济工作会议强调2023年房地产行业的工作重点仍是“保交楼,保民生,保稳定”。一方面2023年新冠疫情实行“乙类乙管”,出行流动不再受限,跨省农民工流动或将随之恢复,房地产新开工情况或将有所改善;另一方面,随着当前房地产政策的落地显效,房企融资环境有所好转。从需求端看,

2022年制约房地产销售最大的两大因素——收入预期和出行受限——均将逐步得到缓解,2022年11月以来疫情防控政策优化调整为“乙类乙管”,居民线下看房不再受到出行限制的影响,同时随着疫情对经济的扰动逐渐消退,居民收入预期或将逐渐修复。随着房地产行业的供需两端的逐渐恢复,房地产景气度预期有所上行,同时会带动钢铁、建筑装饰及相关行业的需求增加,所以预计房地产及其相关的上下游链条行业的违约距离较2022年会出现明显的上行,违约风险有所下降,尤其是绩优头部房企或将持续快速发展。分企业性质看,国企由于直接受国家或地方政府监管,资金挪用风险相对较低,且在消费者信心恢复的初期,购房者对国企的信任感相对更强,同时国企的融资环境明显好于民企,因此,预计2023年国企房地产企业的违约风险仍会显著低于民营企业。

社会服务行业和商贸零售行业,预计2023年违约距离会逐步上行,违约风险有所下降。自2020年疫情突发以来,居民出行受限,餐饮、酒店和旅游行业受到较大的冲击,社会服务行业出现大面积的亏损情况。2023年,疫情防控政策的优化使居民流动、外出聚餐等行为不再受到限制,叠加居民收入预期修复以及促消费政策的提振,预计2023年社会服务和商贸零售行业经营会逐步修复经营,其违约风险也会随之缓解。但在前期可能会存在结构上的差异,参考美国、日本等海外国家放松疫情防控后的经验,修复节奏是本地消费优先于异地消费,因此社会服务行业的修复节奏依次是餐饮、酒店、旅游。跨境游方面,12月27日卫健委发布《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》,对中外人员往来管理进行优化,但是2023年初以来,跨境游恢复较为缓慢,一方面各国的入境检测要求并未完全撤销,阻碍了出境游的修复;另一方面,国外疫情的不确定性也加大了对于出境游的忧虑。3月文化和旅游部办公厅发出通知决定自3月15日起,试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中

国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务，本批包含40个国家，加上之前第一批试点恢复的20个国家，目前中国出境团队旅游目的地增加至60个国家。第二批名单的恢复，一定程度上缓解了居民跨境游的观望态度，近期多国陆续放宽入境核酸检测要求，叠加清明节、五一小长假，跨境游有望迎来快速修复。

汽车行业，预计2023年违约风险有所缓释，但企业经营或将依旧承压。2022年汽车行业受到供需两端的冲击：需求端受疫情影响，多地车展等促销活动暂停，线下经销商闭店情况较为明显，抑制了汽车消费需求；供给端，受到芯片缺失和原材料价格上涨等因素的冲击影响，产量出现下降。受供需两端的冲击影响，汽车行业的违约风险相对较大。2023年以来，国内汽车销量较为低迷，而出口市场表现相对强劲，汽车行

业盈利进一步收缩：1—2月，我国汽车产销同比分别下降14.5%和15.2%，出口同比增长39%，汽车行业企业利润总额同比下降41.7%。展望后期，从需求端看，疫情防控政策放松后，线下车展促销活动逐渐恢复叠加促汽车消费的政策，汽车行业的消费将出现上行，年初以来各大厂商的降价一定程度上促进了汽车的消费，但也压缩了汽车企业的盈利空间，此外2022年促汽车消费的政策或已透支部分消费，2023年的汽车消费虽有好转但依旧承压。同时，2023年7月1日国六B正式实施，对于燃油车车企来说也是一个较大的压力；但新能源汽车出口或将延续强劲态势，同时原材料端的价格自年初以来一直处于下降趋势，缓解了车企的部分经营压力。所以整体来看，预计2023年汽车行业的违约风险会有所缓释，但企业经营依然会有一定的压力存在，尤其是燃油车企业。///



推动REITs一箭三雕——发改委236号文解读

文 | 联合资信 陈诣辉

一、拓宽资产类型，支持消费复苏

2023年3月，国家发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信用基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投资〔2023〕236号，以下简称“236号文”），与此同时，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》（以下简称《通知》）。两项新政打开了基础设施公募REITs的政策空间，为推动中国特色REITs的健康发展提供了重要的政策依据。

236号文拓宽了公募REITs底层资产的范围，支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施公募REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目和保障基本民生的社区商业项目发行基础设施公募REITs。236号文首次将消费基础设施纳入基础设施公募REITs底层资产范畴，突破了此前基础设施公募REITs不涉及商业不动产的限制，有助于盘活数万亿消费基础设施，有利于恢复和扩大消费。

一方面，236号文不仅优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等零售基础设施，也为其他消费基础设施留足了政策空间。酒店、美容院、健身房、疗养院等具有明显的消费属性，有利于改善消费条件、促进消费升级，有望依据236号文发行消费基础设施公募REITs。

另一方面，236号文不仅支持线下消费，同时也支持线上消费。236号文在优先支持城乡商业网点项目和社区商业项目发行基础设施公募REITs的同时，要求发起人（原始权益人）利用回收资金加大便民商业、智慧商

圈、数字化转型投资力度，更好地满足居民消费需求。智慧商圈是指以大数据平台为核心，运用现代信息技术，建立面向消费者、商业企业、运营机构和政府部门的智慧应用服务体系，具备数据获取、消费服务、交通引导、信息推送、移动支付、物流配送、公共服务、运营管理等功能，实现业态融合互补、设施智能高效、功能便利完备的商圈。236号文通过支持智慧商圈的建设，促进线上消费与线下消费有机融合，为消费者提供智能化服务和个性化购物体验。

二、用好回收资金，促进有效投资

236号文规定了回收资金的用途，基础设施公募REITs净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目（含新建项目、改扩建项目），其中，不超过30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目；净回收资金可跨区域、跨行业使用。基础设施公募REITs的回收资金可按照市场化原则投资在建项目和新项目，可以直接促进有效投资，直接形成新的基础设施；不超过30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目，可以实现存量资产项目前期投资的有序退出，引导前期投资退出资金再投资新项目，间接促进有效投资，形成项目投资的良性循环。

236号文同时明确了回收资金的使用进度，基础设施公募REITs购入项目完成之日起2年内，净回收资金使用率原则上应不低于75%，3年内应全部使用完毕。236号文对回收资金使用进度的明确规定，将加快回收资金的投资进度，尽快形成有效投资，更快支持实体经

济发展, 推动高质量发展。

三、创新融资模式, 化解政府债务风险

236号文拓宽了资产类型、优化了项目收益率要求、降低了目标不动产评估价值标准, 为基础设施公募REITs的发行创造了有利条件。

236号文根据不同类型基础设施公募REITs优化了项目收益率要求。其中, 特许经营权、经营收益权类项目, 基金存续期内部收益率 (IRR) 原则上不低于5%; 非特许经营权、经营收益权类项目, 预计未来3年每年净现金流分派率 (预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值) 原则上不低于3.8%。此前2021年6月国家发改委发布的《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》(发改投资〔2021〕958号, 以下简称“958号文”) 规定, 基础设施项目预计未来3年净现金流分派率原则上不低于4%。此次236号文针对不同类型基础设施公募REITs的特点, 分类设置了不同的项目收益率要求。特许经营权、经营收益权类项目的不动产估值通常不包含土地使用权价值, 其估值方法一般采用经营期内现金流折现法, 因此, 特许经营权、经营收益权类项目收益率适宜采用内部收益率标准; 而非特许经营权、经营收益权类项目的不动产估值一般包含土地使用权价值, 其估值方法多采用市场比较法, 不动产估值金额往往较高, 因此, 非特许经营权、经营收益权类项目适宜采用净现金流分派率指标。消费基础设施项目一般属于非特许经营权、经营收益权类项目。236号文将非特许经营权、经营收益权类项目的收益率要求从958号文规定的4%下调到3.8%, 有利于拓宽目标不动产的范围, 吸引更多不动产项目发行基础设施公募REITs。

同时, 236号文降低了保障性租赁住房项目的不动产估值标准, 将首次发行基础设施公募REITs的保障性租赁住房项目不动产估值标准从958号文规定的10亿元下调到8亿元, 有利于吸引更多保障性租赁住房项目发行基础设施公募REITs。

截至2023年4月末, 我国资本市场共发行27单基础设施公募REITs, 发行规模达927.88亿元, 为广东、北京、江苏等11个省市的公路桥梁、水电气热、产业园区、污染治理、仓储物流、保障性租赁住房项目提供了重要的资金支持 (见表1)。

近年来, 我国政府部门债务负担加重, 政府部门杠杆率居高不下 (见图1)。根据国际清算银行 (BIS) 的数据, 截至2022年9月末, 我国政府部门杠杆率达76.2%, 较年初显著上升了4.9个百分点, 明显高于发展中国家政府部门杠杆率的平均水平 (61.8%)。除了显性债务之外, 我国地方政府还有一定规模的隐性债务, 估计在30~50万亿 (楼继伟, 2023)¹。如果将隐性债

表1 我国基础设施公募REITs地区分布

省份	产品数量 (单)	发行总规模 (亿元)	每单发行规模 (亿元)
广东	7	211.51	30.22
北京	5	150.53	30.11
江苏	3	143.86	47.95
安徽	1	108.80	108.80
湖北	1	93.99	93.99
重庆	2	65.50	32.75
浙江	2	57.64	28.82
上海	3	38.37	12.79
陕西	1	29.35	29.35
合肥	1	15.33	15.33
福建	1	13.00	13.00
总计/平均	27	927.88	34.37

资料来源: Wind, 联合资信整理

¹ 楼继伟, 《新时代中国财政体系改革和未来展望》, 《比较》, 2023年第1期。



务统计进政府部门债务,我国政府部门杠杆率实际将超过100%,超过20国集团政府部门杠杆率的平均水平(89.2%)。

2023年,为了防范化解地方政府债务风险,中央要求地方政府遏制增量、化解存量。而基础设施公募REITs正是化解地方政府债务风险的利器。一方面,公募REITs可为地方政府基础设施建设提供大量低成本的权益资金,从而替换高成本的隐性债务,遏制地方政府债务规模的膨胀;另一方面,公募REITs可盘活存量基础设施项目,回收资金可再投资于在建项目和新项目,促进地方经济的发展,为地方政府创造新的财

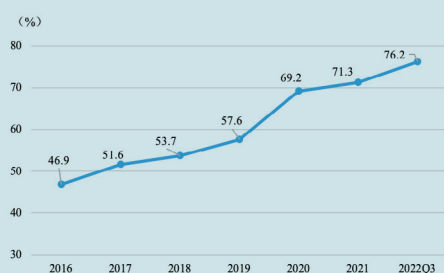
税收入,增强地方政府的财政实力,提高地方政府的偿债能力。

四、借助专业机构,揭示项目风险

236号文要求充分发挥专业机构的业务专长,就项目收益稳定性研提意见;专业机构应独立、客观、公正地开展工作,提供科学、合规、真实、全面、准确的项目材料。基础设施公募REITs是一类特殊的具有固定收益属性的权益产品。表面上看,公募REITs不需要还本付息,是一类权益产品;但实质上,公募REITs的底层资产往往具有比较稳定的收益,且其分配比例相对固定,因此,公募REITs的投资者通常享有长期稳定的投资收益。特别是对于基础设施项目,其收益稳定性特征更加明显。经营权类基础设施项目(如公路桥梁、水电气热、污染治理等)通常具有排他性,用户比较分散,政府补贴来源可靠,总体收益比较稳定;产权类基础设施项目(如产业园区、仓储物流、保障房等)的用户相对固定,交易价格基本稳定,其收益也比较稳定。

由于收益具有稳定性,基础设施公募REITs实质上是一类具有固定收益属性的权益产品。在海外,公

图1 我国政府部门杠杆率



资料来源:国际清算银行(BIS)网站,联合资信整理

募REITs通常会安排信用评级机构进行信用评级（见表2），由信用评级机构对公募REITs的收益稳定性及信用风险进行专业分析。

我国应借鉴境外的成熟经验，鼓励基础设施公募REITs开展信用评级，由专业的信用评级机构针对公募REITs的收益稳定性及信用风险进行分析，并授予相应的信用等级。

信用评级机构应独立、客观、公正地开展评级工作，科学分析公募REITs的收益稳定性及信用风险。在分析公募REITs的收益稳定性时，评级机构应审慎

分析项目的历史收益数据，着重考察项目现金流波动率和资产价值波动率。在分析公募REITs的信用风险时，信用评级机构应结合我国实际情况，借鉴236号文对基础设施公募REITs的项目收益率要求，将净现金流分派率低于3.8%或内部收益率低于5%视为信用事件，从运营、财务、可持续发展等多维度全面考察公募REITs的信用风险。最终，信用评级机构基于上述分析授予公募REITs相应的信用等级，为投资者揭示公募REITs的收益稳定性及信用风险状况，促进中国特色REITs的高质量发展。■

表2 部分境外REITs的信用评级

产品名称	代码	资产业态	交易场所	产品状态	上市日期	穆迪	标普	惠誉
领展房产基金 (Link REIT)	00823	零售	香港联合交易所	上市	2005/11/25	A2 稳定	A 稳定	A 稳定
越秀房产信托基金 (Yuexiu REIT)	00405	零售、办公、酒店、公寓	香港联合交易所	上市	2005/12/21	Baa3 负面	BBB- 负面	BBB- 稳定
冠君产业信托 (Champion REIT)	02778	办公、零售	香港联合交易所	上市	2006/5/24	Baa1 稳定	--	--
凯德腾飞房产信托 (CapitaLand Ascendas REIT)	ACDSF	工业、办公、数据中心、物流	新加坡证券交易所	上市	2002/7/17	A3 稳定	--	--
新达产业信托 (Suntec REIT)	T82U	办公、零售	新加坡证券交易所	上市	2004/12/9	Baa3 负面	--	--
升禧环球房地产投资信托 (Starhill Global REIT)	P40U	零售、办公	新加坡证券交易所	上市	2005/9/20	Baa2 稳定	--	BBB 稳定 负面观察
星狮地产信托 (Fraser's Centrepoint Trust)	J69U	零售	新加坡证券交易所	上市	2006/3/30	Baa2 稳定	BBB 稳定	--
雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust)	HMN	公寓	新加坡证券交易所	上市	2006/3/31	Baa3 稳定	--	BBB- 稳定
吉宝房地产信托 (Keppel REIT)	K71U	办公	新加坡证券交易所	上市	2006/4/28	Baa3 稳定	--	--
城市酒店信托 (CDL Hospitality REIT)	J85	酒店、公寓	新加坡证券交易所	上市	2006/7/19	--	--	BB+ 稳定
ESR房地产投资信托 (ESR-REIT)	J91U	工业、物流	新加坡证券交易所	上市	2006/7/25	Baa3 稳定	--	--
宝泽安保资本工业房地产信托 (AIMS AMP Capital Industrial REIT)	O5RU	物流、工业	新加坡证券交易所	上市	2007/4/19	Ba1 稳定	--	--
最善房产信托 (Saizen REIT)	T8JU	住宅	新加坡证券交易所	退市	2007/11/9	Ba3 稳定	--	--
百汇生命产业信托 (ParkwayLife REIT)	C2PU	医疗保健	新加坡证券交易所	上市	2007/8/23	Baa2 稳定	--	--
速美商业空间信托 (Soilbuild Business Space REIT)	SV3U	办公、工业	新加坡证券交易所	退市	2013/8/16	Baa3 负面	--	--
辉盛国际信托 (Fraser's Hospitality Trust)	ACV	酒店、公寓	新加坡证券交易所	上市	2014/7/14	Baa3 稳定	--	--
克伦威尔欧洲房地产投资信托 (Cromwell European REIT)	CNNU	工业、物流	新加坡证券交易所	上市	2017/11/30	Baa3 稳定	--	BBB- 稳定

资料来源：穆迪、标普、惠誉网站，联合资信整理



简析并表型资产证券化产品的模式及评级思路

文 | 联合资信 魏诗博

一、背景及发行情况

近年的宏观去杠杆政策使负债管理降杠杆成为央企、国企的主要目标之一，负债管理中金融工具的运用又是其最重要的一环，不断创新的金融产品应运而生，2019年，部分金融机构将有限合伙基金灵活的并表结构设计进资产证券化产品中，为有需求的央企、国企打开了一扇降杠杆的大门。从实际发行情况来看，由于公开资料中无法显示其内部交易结构，我们无法做出并表型资产证券化产品的发行完全统计信息，但从可了解到的信息看，2019年下半年以来首次出现并表型资产证券化产品，2020—2022年该种产品仍在陆续发行；发行主体均为AAA级的央企或国企，发行场所主要为交易商协会；基本采取储架发行的模式，储架规模较大，单笔发行规模也偏大。其中自2021年下半年开始，并表与地产类资产相结合的产品也在尝试并创新中，本文仅从

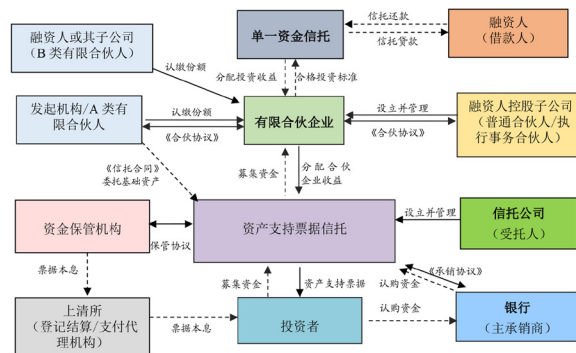
单纯的并表型资产证券化产品分析出发，分析该产品存在独特风险点以作出客观的评价。

二、交易机制及如何实现并表

基本交易结构

并表型资产证券化（常见交易结构见图1）的构建

图1 并表型资产证券化常见交易结构



资料来源：联合资信整理

核心在于采用了有限合伙企业（或有限合伙基金¹）作为并表主体。并表型资产证券化产品通常最典型的结构有三层，分别为SPV（ABS为资产支持专项计划、ABN为票据信托）、有限合伙企业和资金信托（或财产权信托）。通常此种产品中有限合伙企业存在两方LP（有限合伙人）和一方GP（普通合伙人/执行事务合伙人）²，其中LP1份额将由过桥方转让予SPV持有（即产品的基础资产），LP2为融资人或其控股子公司，GP为融资人控股子公司。有限合伙企业将全部合伙企业资金向融资人发放信托贷款（即底层资产）。两端的证券层和信托贷款层与其他项目无异，均为债性，分别对应投资人和底层借款人，资金从投资人募集过来之后最终会通过信托贷款的形式流向实际融资人。产品存续期间，融资人进行信托贷款的还本付息，从而形成了对投资人还本付息的还款来源。在资产证券化过程中，资金经过有限合伙企业划转，那么资金在有限合伙企业层面是通过什么机制进行流动的？又是如何实现并表使债性融资变成了权益性融资呢？

并表的实现

所谓并表，是采用了会计上的一个概念。从表面上来看，融资人做的是借款性融资，应该构成其一项负债，但并表型资产证券化嵌套了一层有限合伙企业，该有限合伙企业的GP和LP2均为融资人并表子公司，在有限合伙企业的相关约定下（见下文分析），GP和LP2可以实现对有限合伙企业的控制，因而使有限合伙企业在会计上被认定为是融资人的一项权益投资，被并入融资人财务报表，那么合伙企业对融资人发放的这笔融

资就可以被抵销，不反映在合并报表中，同时有限合伙企业层面的外部投资人（即SPV持有的LP1）所投资金被计入少数股东权益，这样就实现了融资人实实在在得到一笔融资，但在财务上显示为权益增加，资产负债率不升反降。由此可见，并表型资产证券化的关键就在于如何使有限合伙企业能够得到会计师的认可，并入融资人财务报表³。根据《企业会计准则第33号-合并财务报表》，应当以控制为基础确定合并范围，针对此，通常合伙协议会在如下方面进行安排：

第一，取得表决控制权。合伙协议应在法律框架内签署，根据《合伙企业法》，有限合伙企业由GP执行合伙事务，因此一般情况下，有限合伙企业的相关活动由GP主导，GP拥有对有限合伙企业的日常经营决策权，但这些机制仍需要通过合伙协议来安排。有限合伙企业拥有两大权利机构——合伙人会议和投资决策委员会。根据《合伙企业法》，所有合伙人在合伙人会议中一人一票，除根据《合伙企业法》必须经全体合伙人一致同意的事务外，均可以另行约定，因此在存在三方及以上合伙人情况下，通过一致行动的方式可以实现GP对合伙人会议中表决事项的控制。但特殊情况下，如果在合伙人会议中表决票数无法达到要求⁴，可以授权投资决策委员会主导合伙企业的相关活动。投资决策委员会委员通常由GP和LP委派，决策机制可以为一定比例以上委员表决通过，这时可通过约定GP派驻人数达到足够的人数要求，使其有实际能力主导合伙企业的相关活动。但需要注意的是，合伙协议中不能存在非法定事项外对GP否决权的情况，根据《合伙企业法》，对合伙人的退伙分为四类（法定退伙、自由退伙、当然退伙

¹ 在不同的产品类型应用中使用的形式有所不同，下文会有提及。本文为了简化描述，以有限合伙企业代为代表。下文的资金信托（或财产权信托）同理，以资金信托代为代表。

² 实操中根据融资人不同的情况，构成LP和GP的数量不尽相同，这里只列最典型的情况以说明问题。

³ 实际上直接并入的是GP的财务报表，由于GP是融资人的控股子公司，从而实现融资人的并表。

⁴ 比如只存在一方LP和GP的情形，GP无法控制合伙人会议。

和除名退伙),若在合伙协议中约定GP在非法定或当然退伙情形下可以被LP除名,这种约定也无法认定GP拥有控制权。

第二,表决控制权中需要包含的事项。虽然根据《合伙企业法》必须经全体合伙人同意的事务外均可另行约定表决机制,但作为资产证券化产品,根本上还是要保护投资者利益,我们希望能够给予LP1尽可能多的权利,但为了并表,除了必须由GP决策控制的事项外,均可赋予LP1更大的表决权。通常认为如下事项是需由GP决策控制的事项:(1)经营收益分配相关;(2)投资退出分配相关;(3)投资标的选择相关;(4)财务预算与年度决算方案相关;(5)弥补亏损方案。

如上二点满足后,通常情况下可被会计师判断为融资方拥有对有限合伙企业的权力⁵、享有可变回报以及有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额,从而将有限合伙企业纳入合并报表范围。但需要注意的是,在实操过程中,不同会计师对并表要素的认定存在差异,同一事项的约定是否构成有限合伙企业并表可能有不同的解读,此时取决于会计师的职业判断。

三、交易结构风险点及评级思路

为了实现并表的目的,融资人需要对收益分配拥有绝对的控制权,由此产生了收益分配不确定性的风险,迫使融资人进行强制分配的方法主要是通过再投资条款的约束以及隐性的公开市场信誉。但由于该产品的天然瑕疵,评级在关注融资人自身偿债能力的同时结合交易条款设置综合判定产品级别。

ABS产品评级评的是资产支持证券的违约风险,违约主要看两个维度,一是金额是否足额,二是分配是

否按时。

底层现金流实现的风险

从底层现金流金额来看,并表型资产证券化的底层资产为信托贷款,资金来源即信托贷款的还本付息金额,只要在还款安排上使其还本付息的频率和金额(扣除相关税费)与券端需要兑付投资者的还本付息额相匹配,即可实现足额覆盖。因此单从金额方面来讲,最终还款来源的金额是确定的,评级认为底层现金流金额明确、风险可控。

从金额的可实现性上来看,合伙企业通过严格限制投资标的的合格标准来保证底层现金流的实现,通常包含以下几个方面:一是对投资标的的质量作出一定的限制,比如要求单个投资标的或投资标的的增信主体的主体信用等级不低于AAA。二是对投资期限作出限定,要求投资期限不超过专项计划存续期。三是对行业作出限制,需为投资决策委员会委员一致同意且不涉及房地产和“高污染、高能耗、产能过剩”的行业。因此通过对投资标的合格标准的约束,底层现金流的实现来源为AAA级别且非高风险行业的主体,现金流回款期限与专项计划匹配,评级认为在可实现性上风险亦可控。

现金流分配的风险

底层现金流回款至有限合伙企业层面后,是否能按时分配是并表型资产证券化产品的核心。根据交易安排,资金可以形成一个完整的闭环,即融资人进行信托贷款本息的偿还,还本付息额会作为信托利益分配至有限合伙企业,有限合伙企业再按照约定向合伙人进行分配。但从法律关系上来看,融资人是《信托贷款合同》的借款人,其根据《信托贷款合同》还本付

⁵ 专指根据《企业会计准则第33号-合并财务报表》,控制定义中所说的权力。

息是必须履行的义务,如果不按约定履行付款义务,构成融资人违约,但融资人还款后,资金进入到有限合伙企业,为实现融资人的权益性投资并表需求,有限合伙企业的存续期限需设置为长期⁶,那么合伙企业分配收益则不是其必须履行的义务,一旦合伙企业不分配收益,就会构成产品端的违约。不考虑融资人信誉的问题,融资人在没有违约的情况下可能会造成产品违约,即收益分配的不确定性是并表型资产证券化产品最大的风险点。

对此,评级是希望合伙企业可以设置必须进行收益分配的机制来规避此风险,但这又和产品的初衷有所违背,强制分配意味着合伙企业不能受融资人控制从而不能实现并表的目的。所以有限合伙企业只能通过其他方式迫使其进行分配,通常使用的方法为在再投资条款中设置跳息条款以及对投资标的做出限制,其目的是通过提高有限合伙企业再投资的经济成本来阻止其选择再投资。例如,后续每个投资标的的预期年化收益率不低于首个投资标的的年化预期收益率+3%+基准利差,以及投资标的需为融资人或其并表范围内子公司,且投资标的本身为AAA级别或其有AAA级别的担保。这也就意味着,对于信用资质极其良好的央企和国企而言,要承受超过其自身信用标准300BP的融资成本,在企业没有出现经营困难和财务问题的情况下,几乎是不可能接受的,从而使得融资人一定会选择进行收益分配。但值得注意的是,跳息限制并不是法律上的义务,只是融资人对于经济成本的考量。

此外,代表投资人利益的LP1在针对需要全票通过的事项方面拥有控制力,比如修订合伙协议重要事项、增减合伙人等,这在一定程度上能够使有限合伙企业的决策机制相对稳定,保障收益分配按原约定执行。

同时,为了保证按时分配,合伙协议需要就分配决

议、选择再投资标的等一系列时间作出约定,确保合伙企业资金分配在向投资人还本付息的时间之前完成。通常约定,执行事务合伙人应在合伙企业收到拟经营收益分配和投资退出分配对应的可分配财产前3个月召开合伙人会议,对合伙企业是否进行经营收益分配和投资退出分配作出决议,若决议进行分配,则合伙企业应在收到可分配财产之日起的1个工作日内按相关约定进行分配。若决议不进行分配或未作出有效决议,执行事务合伙人需在最多3个月内选定符合合格投资标准的投资标的,如未能在上述期限内选定投资标的并完成相应投资或决策委员会未表决通过的,合伙企业应以全部可分配财产按照约定的程序实施分配。由此可见,合伙协议中需预留出足够分配决议及投资决策的时间,并且考虑到影响分配的各种情形,以减少风险敞口。此外,为了保证合伙企业资金的安全,需限制合伙企业在存续期间内举借债务和对外提供担保。

基于以上分析,合伙企业对收益及投资本金的分配基本可以通过合伙协议被限定,风险点的实质来源仍然在于发行人的意愿,产品违约使发行人在资本市场声誉受损,再融资能力会大幅下降,因此隐性的公开市场信誉成为该产品在高信用级别央企和国企中应用最主要的考量要素。另外,笔者了解到,在实操层面,管理人或主承销商会在产品发行前提前取得合伙企业的分配决议,以锁定现金流的来源。因此,针对AAA级央企和国企,评级在考量主体整体信用风险能够支撑可发行规模的前提下,会评定债项级别与主体级别一致。

那么是否其他相对低级别的企业也能发行并表型资产证券化产品呢?正如前述所说,跳息的设置是通常采用的一种强迫分配方法,但这并不是融资人法律上的义务,只是融资人出于经济成本的考量大概率可能作出的决策,如果是低级别的发行人,其违约的经济成本、

⁶ 通常设置为长期,有的也设置为存续期为 n (n 为自然整数) 年,但 n 年届满后自动续期,续期次数不受限制,本质上和长期没有区别。



声誉成本都会下降,从而增加了发行人的违约风险,因此,评定产品的债项级别等于主体级别存在一定难度。

总而言之,从评级公司角度,我们关心的是融资人的实际还款能力,但由于会计并表的需要,使并表资产证券化产品具有天然的瑕疵,需综合判断融资人偿债能力以及交易结构安排来判定产品级别。

四、未来发展

从发行主体来看,目前并表类资产证券化的发行主体全部为信用水平极高的央企和国企,鉴于其交易结构存在的瑕疵,短时间内很难扩充至低级别的主体。另外,由于并表的会计处理方式,融资人的财务报表中很难追踪到该笔融资,即使是审计报告的附注中一般也

不会披露到如此详细的程度,对于评级而言,比较难把握融资人的实际融资情况,因此评级也同样会采用相对谨慎的方法,也进一步限制了低级别主体的发行。

从产品设计来看,有限合伙企业投资标的除信托贷款外,理论上可以嫁接其他类型的资产证券化产品,目前市场上已发行的产品类型有并表CMBS和并表REITS。但就笔者了解,此类产品在合规性上或存在较大的风险⁷。

但金融产品的创新都有一个过程,并表型资产证券化将当前准入主体限定在高资信的企业中一定程度上也是基于把控风险考虑下鼓励创新的一种方式,相信在以后的业务实践中,各方专业机构、投资人会在不断的论证中完善产品方案,以提高各个环节的可行性和合法合规性。■

⁷ 源自《权益型并表基金 ABN “0 元模式” 的合规性探讨》。

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2023年4—5月, 债券市场¹无新增违约²主体。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3.22亿元。

截至5月31日, 2023年我国债券市场新增违约主体2家, 涉及到期违约债券2期, 到期违约债券规模5.16亿元, 均较上年同期(7家、28期和168.04亿元)有所减少。重复违约主体7家, 涉及到期违约债券10期, 到期违约规模约20.77亿元, 均较上年同期(8家、12期和66.77亿元)有所减少(见表1)。

二、信用等级调整⁴情况

2023年4—5月, 债券市场有7家发行人主体级别发生上调, 1家发行人主体展望发生上调, 有5家发行人主体级别发生下调, 2家发行人主体展望发生下调。

截至5月31日, 2023年我国债券市场有9家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(1家)有所增加, 有9家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(38家)有所减少。有1家发行人主体展望发生上调, 较上年同期(3家)有所减少, 有2家发行人主体展望发生下调, 较上年同期(4家)有所减少(见表2)。

表1 2020—2023年5月我国债券市场违约情况(单位: 家、期、亿元)

	2020年			2021年			2022年			2023年1—5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	30	98	1019.36	23	90	1015.76	8	43	223.47	2	2	5.16
重复违约	19	63	367.41	27	79	743.28	9	27	173.13	7	10	20.77

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 2020—2023年5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			
	2020年	2021年	2022年	2023年1—5月	2020年	2021年	2022年	2023年1—5月
调升数量(家)	235	17	25	9	5	3	6	1
调降数量(家)	93	138	86	9	24	50	25	2

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2022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

恒大地产集团有限公司

一、主体概况

恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”或“公司”）前身为广州市恒大房地产开发有限公司，成立于1996年6月，由广州天帝实业开发有限公司和广州凯隆实业有限公司（后更名为“广州凯隆置业有限公司”，以下简称“凯隆置业”）出资组建，后经过多轮资本公积转增注册资本和股权转让，截至2023年5月末，凯隆置业对恒大地产的持股比例为60.29%，实际控制人是许家印。恒大地产主营房地产开发、物业投资及物

业管理，以房地产开发为主，系中国恒大集团（以下简称“中国恒大”）房地产业务板块经营主体与境内发债主体，是国内项目覆盖城市最多，品牌影响力最广，综合实力最强的房地产开发企业之一。

受高杠杆扩张地产业务及多元化布局影响，2021年以来，恒大地产及中国恒大经营与财务状况显著恶化，境内外债务大量逾期或违约。2023年3月23日，恒大地产所发行的公司债券“20恒大04”未能如约付息，构成公司境内债券首次实质性违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	首次违约日期	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
20恒大04	2020/9/21	2025/9/23	2023/3/23	4.64	--	AAA/AAA/ 稳定	公司债	中诚信国际	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
2020-04-14	公司发布2019年年报，资产总计18614.09亿元，同比增长13.81%；负债总计14810.88亿元，同比增长12.78%；资产负债率79.57%；营业收入4264.70亿元，同比减少2.31%，利润总额643.56亿元，同比减少36.76%；经营性净现金流208.03亿元，同比减少84.55%
2021-04-09	公司发布2020年年报，资产总计18558.93亿元，同比变化不大；负债总计15221.80亿元，同比增长2.05%；资产负债率82.02%；营业收入4458.53亿元，同比增长4.46%，利润总额378.46亿元，同比减少8.22%；经营性净现金流1582.34亿元，同比增加678.48%
2021-06-07	公司控股股东中国恒大发布声明，提及“极少量商票未及时兑付”
2021-06-09	中诚信国际认为短期内中国恒大及恒大地产债务规模仍将处于很高水平，同时房地产行业外部融资环境不容乐观，关于商票逾期的负面信息对公司外部融资环境造成的影响有待观察，决定维持公司主体信用等级及“20恒大04”债项信用等级为AAA，并将公司主体及上述债项信用等级列入信用评级观察名单
2021-08-10	中国恒大公告称计划出售旗下部分资产，包括上市公司恒大汽车和恒大物业的部分权益

2021-09-02	中诚信国际认为公司与供应商的诉讼事项增加、部分项目停工以及拟出售资产等事项表明公司及中国恒大现金流紧张情况进一步加剧，且由于降价及销售费用增长等因素导致其盈利情况大幅恶化，中诚信国际决定将公司主体信用等级及“20恒大04”债项信用等级由AAA调降至AA，并将主体和债项信用等级列入可能降级的观察名单
2021-09-15	中诚信国际认为公司和中国恒大流动性状况持续恶化，股权及资产出售等事项未取得实质性进展，销售回款的持续下降将进一步加剧现金流压力，负面信息不断增多带来的相关各方信心的下降，都将使其生产经营恢复的不确定性增加，加大借款续贷及展期协商难度，并对其信用质量进一步带来负面影响，中诚信国际决定将公司主体信用等级由AA调降至A，将“20恒大04”的债项信用等级由AA调降至A，并将主体和上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单
2021-12-03	中国恒大公告称，鉴于目前的流动性情况，中国恒大不确定是否拥有充足资金继续履行财务责任，并将积极与境外债权人沟通，为所有利益相关方制定可行的境外重组方案。于公告之日，中国恒大收到要求其履行一项金额为2.6亿美元担保义务的通知，在中国恒大未能履行担保或其他财务责任的情况下，可能导致债权人要求债务加速到期
2021-12-07	中诚信国际认为公司和中国恒大继续履行财务责任的可能性较低，其债务本息的偿还存在很大不确定性。基于上述因素，中诚信国际决定将公司主体信用等级由A调降至BB，将“20恒大04”的债项信用等级由A调降至BB，并将主体和上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单
2021-12-20	中诚信国际认为公司及中国恒大现金流状况仍在不断恶化，可用于偿还债务本息的资金非常有限，而未来一年内公司债务集中到期压力很大。基于上述因素，中诚信国际决定将公司主体信用等级由BB调降至B，将“20恒大04”的债项信用等级由BB调降至B，并将主体和上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单
2022-1-08	公司首次发生债券展期，“20恒大01”付息日展期6个月
2023-03-23	“20恒大04”未按时兑付利息，构成实质违约

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：联合资信整理

三、违约原因分析

大规模举债扩张抬高杠杆，短期债务占比高，再融资压力大

公司自2012年以来以举债方式持续扩张地产业务，体现为经营活动现金流持续为负，筹资活动现金净流入规模较大，尤其是2016年以来，公司加大举债

力度扩张规模，致使债务杠杆持续提升，资金链常年紧张。截至2020年末，恒大地产短期债务达4601.85亿元，占总债务的比例为64.79%。2017年以来，公司净负债率持续上升且处于较高水平，2020年高达171.68%。同时，其账上资金（可自由使用）规模持续下降，现金短期债务比持续不足0.50倍，2020年现金短期债务比仅为0.30倍，经营活动净现金流/总债务



仅为0.22倍,货币资金及经营活动现金流对短期债务的保障不足,在房住不炒和三道红线政策背景下,公司面临再融资压力。

转型“文旅+养老”项目,沉淀资金多,加剧流动资金短缺

自2015年开始,恒大地产开始涉足文旅项目;2016年继续加码文旅项目的投资;并于2017年提出战略转型,由“规模战略”向“规模+效益战略”转型,具体表现为重仓“文旅+养老”项目的投资。业务模式表现为:一是文旅项目相对于正常住宅项目开发周期长,沉淀资金多,回款很慢;二是新获取项目的城市分布中,三四线占比持续提升(2018年已提升至69%),即使二线城市项目区位分布也较差,但同时恒大地产获取的项目中大盘项目(单盘面积超100万平方米)占比持续提升,2017年已经提升至41%(2018年无公开数据),受限于当地客户购买力,大盘项目只能分期开

发,致使土储占用较大资金,造成流动资金短缺。

集团多元化布局及高比例分红消耗大量资金,现金流持续恶化

中国恒大盲目推进多元化业务,投入巨大但一直处于亏损状态,非核心业务未能带来业务增长,反而要依靠地产业主弥补,使得恒大地产现金流不断恶化。中国恒大多元化业务涉及物业、汽车、文旅、健康、冰泉粮油、互联网、足球俱乐部等领域,主要依靠地产业务提供资金支持。其中,中国恒大2018年进军新能源汽车领域,截至2020年底,恒大汽车累计投资472亿元,高投入使得净亏损逐年加大。恒大汽车2019年净利润亏损44.26亿元,2020年净亏损73.94亿元。同时,恒大地产近年来分红比例较大,在2018年、2020年1月和7月分别分配2017年、2018年和2019年利润金额284.09亿元、446.06亿元和275.22亿元,持续高比例分红消耗了其可动用资金,极大地削弱了现金流。///

表3 主要财务指标

财务指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年6月
资产总额(亿元)	12401.38	15700.62	16355.61	18614.09	18558.93	19056.43
所有者权益(亿元)	881.42	2586.73	3222.49	3803.21	3337.13	3383.05
长期债务(亿元)	3845.74	2886.85	2374.53	2601.28	2501.03	2202.60
全部债务(亿元)	5977.09	7017.72	6695.62	7283.12	7102.88	4060.76
营业收入(亿元)	2050.97	3022.33	4365.52	4264.70	4458.53	1735.52
利润总额(亿元)	265.10	626.02	1017.62	643.56	590.34	-37.23
EBITDA(亿元)	322.11	687.87	1084.24	714.37	652.55	--
经营性净现金流(亿元)	-158.34	-783.98	1346.55	208.03	1582.34	41.87
营业利润率(%)	23.66	29.43	30.17	23.82	21.89	10.89
净资产收益率(%)	20.08	16.24	24.87	12.20	10.61	--
资产负债率(%)	92.89	83.52	80.30	79.57	82.02	82.25
全部债务资本化比率(%)	87.15	73.07	67.51	65.69	68.04	54.55
流动比率(%)	149.34	142.53	138.42	141.28	134.08	130.31
全部债务/EBITDA(倍)	18.56	10.20	6.18	10.20	10.88	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.87	1.48	2.26	1.49	1.12	--
经营现金流流动负债比(%)	-2.28	-8.07	13.10	1.79	12.95	--

资料来源:联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

国资委印发《中央企业债券发行管理办法》

为健全中央企业债券发行管理体系,提高债券发行审批效率,加强债券全流程管控,有效防范债券违约风险,利用债券融资推动国有资本和国有企业做强做优做大,国务院国资委印发了《中央企业债券发行管理办法》,重点在完善工作体系、优化审批程序、强化过程管理、加强风险防控等四个方面作出规定。办法的出台,有利于中央企业用好债券市场深化改革、高质量发展机遇,及时抓住债券发行窗口,为建设现代化产业体系、实现高水平科技自立自强提供资金支持,保障国家重大工程、重点项目建设和实体经济发展。

(摘自金融时报, 2023年5月9日)

证监会 发改委发布《关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排的公告》

2023年4月21日,为做好企业债券发行审核职责划转工作衔接,中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排的公告》,公

告表示过渡期内企业债券受理审核、发行承销、登记托管等安排保持不变,并明确自公告发布之日起6个月为过渡期。

(摘自中国证监会官网, 2023年4月21日)

证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》

2023年4月28日,为进一步健全资本市场功能,加快提升科技创新企业服务质效,促进科技、产业和金融良性循环,更好支持高水平科技自立自强,证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》。该方案坚持服务实体经济和创新驱动发展战略的根本导向,立足健全债券市场服务科技创新的融资服务机制,坚持制度创新、坚持协同发力、坚持示范引领,积极引导各类金融资源加快向科技创新领域聚集,更好支持科技创新企业高质量发展。

(摘自证券日报, 2023年4月29日)

证监会指导交易所修订REITs审核关注事项指引

2023年5月12日,证监会指导证券交易所修订REITs审核关注事项

指引,突出以“管资产”为核心,进一步优化REITs审核关注事项,强化信息披露要求,明确产业园区、收费公路两大类资产的审核和信息披露标准,提高成熟类型资产的推荐审核透明度,加快发行上市节奏,推动REITs市场高质量发展。

(摘自中国证监会官网, 2023年5月12日)

交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期业务规则》

2023年4月20日,交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期业务规则》,并于发布之日起施行。《存续期业务规则》是规范债务融资工具发行人、主承销商、受托管理人等各类市场参与主体开展存续期工作的基础性制度,旨在清晰界定各类参与主体的职责定位、工作内容、权利义务。此项规则的发布,标志着在债务融资工具存续期工作领域已经建成“层次清晰、系统完备、科学有效”的规则体系,实现了存续期各项业务条线、各类参与主体以及各个工作环节的规则全覆盖。

(摘自交易商协会官网, 2023年4月20日)

市场动向 Market Trends

全国首笔民营企业离岸人民币自贸债发行

2023年4月3日, 泰州三福重工集团有限公司在澳交所发行全国首笔民营企业离岸人民币自贸债, 发行规模4.04亿元, 债券期限3年, 票面利率4.8%。此次发行标志着民营企业离岸债开始积极融入全球离岸债券市场, 有利于提升全球人民币资产流动性, 助力民营企业全球贸易开展。

(摘自新浪财经, 2023年4月3日)

农发行发行首单支持县城补短板主题债券

2023年4月17日, 中国农业发展银行在中央结算公司以公开招标方式, 面向全球投资者成功发行国内首单5年期支持县城补短板主题债券70亿元, 发行利率2.8392%。该期债券募集资金将主要用于支持县城市政公用设施、环境基础设施、公共服务设施、产业配套设施建设等领域的贷款投放。

(摘自东方财富, 2023年4月18日)

全国首单新旧动能转换ABS发行

2023年4月18日, “华泰-济南先投1期供应链金融(新旧动能转换)资产支持专项计划”在上交所成功设立, 成为全国首单“新旧动能转换”资产支持专项计划。本期产品为20亿元储架批文项下第一期, 发行规模7.73亿元, 优先级发行利率3.80%。

(摘自中国证券网, 2023年4月18日)

全国首单动力电池产业链ABS发行

2023年4月25日, 宜宾发展控股集团有限公司下属四川三江汇海商业保理有限公司在上交所发行中银证券-三江保理动力电池产业链资产支持专项计划。该债券是全国首单动力电池产业链资产支持证券, 发行规模1.71亿元人民币, 期限13个月, 加权利率2.94%, 创今年以来全国商业保理公司ABS同期发行利率新低。此次发行将为宜宾动力电池产业链企业拓宽融资渠道发挥积极作用, 并进一步提高资本市场对宜宾经济和产业的关注, 引导和激励更多社会资本

有序投入宜宾动力电池产业, 为全方位推进宜宾经济“提质进位”开辟新路径。

(摘自中国证券网, 2023年4月26日)

全国首单绿色及能源保供双主题ABS发行

2023年4月20日, “中信建投-中燃-一方2023年第1期供应链绿色资产支持专项计划(能源保供)”在深交所发行。本项目由深圳市前海一方恒融商业保理有限公司作为原始权益人, 由中燃投资有限公司作为共同债务人, 发行规模为3.97亿, 加权平均期限0.88年。本期产品是中燃投资在深交所申报的30亿ABS储架下的首期产品, 同时也是市场上首单绿色+能源保供双标创新产品。本期产品优先级票面利率3.0%, 全场认购倍数2.63倍, 受到市场投资者的广泛认购, 体现了本单绿色+能源保供双标产品的对市场投资者的吸引力。

(摘自中国证券网, 2023年4月21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4月至5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，央行实施逆回购共计11730.00亿元，逆回购到期22470.00亿元，实现净回笼10740.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作2950.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）2500.00亿元，实现净投放450.00亿元。在此背景下，2023年5月，3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（3.30%和3.41%）较4月（3.50%和3.63%）均有所下降；1年期短融和7年期企业债的平均发行利率（3.84%和4.98%）较4月（3.77%和4.88%）均有所上升。

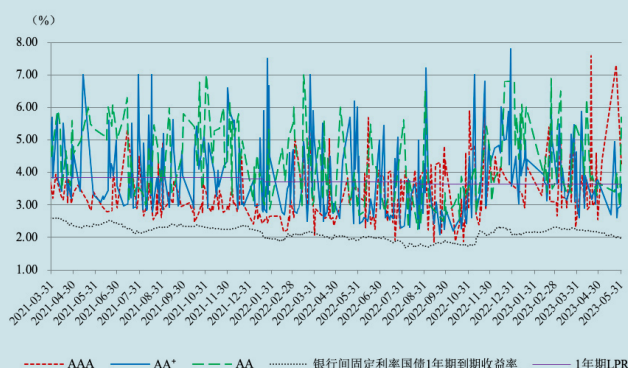


表1 2023年4—5月债券平均发行利率 (%)

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4月	2023年5月	2023年4月	2023年5月	2023年4月	2023年5月	2023年4月	2023年5月
AAA	3.65	5.32	3.39	3.19	3.62	3.41	4.70	4.83
AA+	3.71	3.50	4.10	3.30	--	--	--	5.28
AA	4.04	3.81	5.00	4.80	3.65	--	7.00	--
平均发行利率	3.77	3.84	3.50	3.30	3.63	3.41	4.88	4.98

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4月至5月，银行间固定利率国债1年期到期收益率总体呈下降走势。2023年5月，AAA级所发1年期短期融资券的平均发行利率（5.32%）较4月（3.65%）有所上升，AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.50%和3.81%）较4月（3.71%和4.04%）均有所下降。

2023年4月至5月，交易所国债

3年期到期收益率总体呈下降走势。2023年5月, 3年期AAA级、AA+级和AA级公司债的平均发行利率(3.19%、3.30%和4.80%)较4月(3.39%、4.10%和5.00%)均有所下降。

2023年4月至5月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈下降走势。2023年5月, 5年期AAA级中期票据的平均发行利率(3.41%)较4月(3.62%)有所下降。

2023年4月至5月, 银行间固定利率国债7年期到期收益率呈下降走势。2023年5月, 7年期AAA级企业债的平均发行利率(4.83%)较4月(4.70%)有所上升。

当前, 我国经济保持修复态势, 但经济稳定运行仍面临一些风险, 国内经济内生动力还不强, 需求仍然不足, 国际地缘政经关系依然复杂多变, 通胀仍处高位, 外部环境不确定性仍然较大, 我国经济回升基础尚不牢固。展望后市, 央行将坚持稳中求进的工作总基调, 综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 预计市场流动性将维持总体平稳态势, 实体经济综合融资成本或稳中有降。■

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

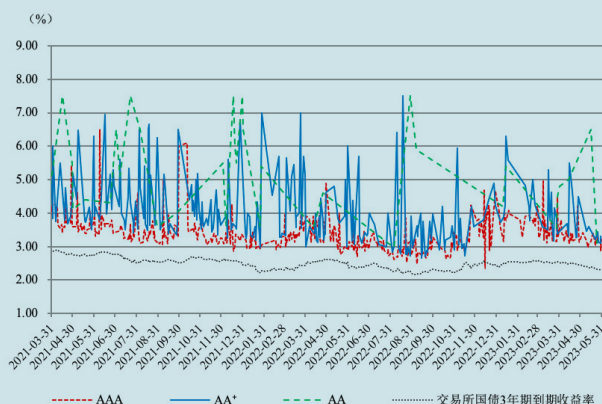


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

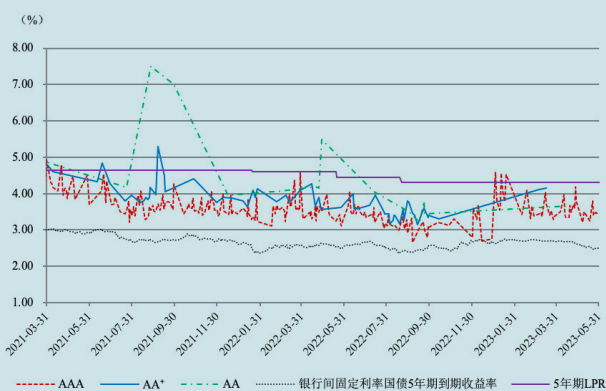
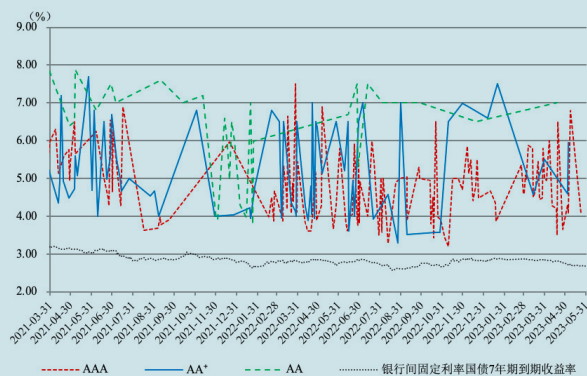


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2020年—2023年5月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1—5月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	2.2	8.4	3.0	--	--
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	--	3.6
固定资产投资总额 (不含农户)	2.9	4.9	5.1	18.9	4.0
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	18.8	9.3
出口总额	4.0	21.0	10.4	9.6	8.1
进口总额	-0.2	21.5	4.2	7.2	0.5
CPI	2.5	0.9	2.0	--	0.8
PPI	-1.8	8.1	4.1	--	-2.6
社会融资规模存量	13.3	10.3	9.6	361.4	9.5
M2余额	10.1	9.0	11.8	282.1	11.6
人民币贷款余额	12.8	11.6	11.1	227.5	11.4

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

2020年—2023年5月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2020年	2021年	2022年	2023年1—5月	2023年1—5月 同比 (%)	2020年	2021年	2022年	2023年1—5月	2023年1—5月 同比 (%)
政府债	2024	2148	2330	898	-11.09	140690.98	136632.90	172648.49	68419.39	9.22
国债	176	159	183	70	11.11	76252.85	61816.60	99082.70	33571.60	10.58
地方政府债	1848	1989	2147	828	-12.57	64438.13	74816.30	73565.79	34847.79	7.94
央行票据	12	12	12	5	0.00	610	600.00	600.00	250.00	0.00
同业存单	28610	29909	25805	11432	0.86	189719.8	217761.60	204969.90	103210.00	15.22
金融债	1735	1940	1762	733	5.01	89717.21	91477.66	95445.86	37962.1	0.91
政策银行债	790	893	860	305	-15.75	50997.7	53004.50	59360.60	23126.90	-2.92
商业银行债	84	103	159	65	3.17	6754.8	7710.55	12062.17	5340.00	7.09
商业银行次级债券	126	145	139	32	-20.00	12636.9	12025.73	11941.55	3042.00	-23.23
保险公司债	21	19	11	7	0.00	780	539.00	224.50	318.00	86.51
证券公司债	358	449	347	197	39.72	8742.81	10962.38	7109.74	4125.50	43.86
证券公司短期融资券	295	269	223	124	58.97	7983	5937.00	3988.30	1959.70	39.08
其它金融机构债	61	62	23	3	-57.14	1822	1298.50	759.00	50.00	-87.50
企业债	389	489	487	147	-33.78	3949.49	4379.80	3703.30	1135.90	-32.83
公司债	3622	4047	3653	1926	38.06	33729.14	34428.73	30981.21	14856.14	19.77
一般公司债	1213	1422	1395	485	-16.23	15248.07	16382.13	14763.09	5006.91	-22.04
私募债	2409	2625	2258	1441	76.59	18481.07	18046.60	16218.12	9849.23	64.66
中期票据	2119	2555	2659	1185	2.86	23469.92	25389.65	28059.30	11031.18	-4.44
短期融资券	4847	5147	4995	2349	4.73	50045.43	51940.71	49824.48	22620.9	0.99
一般短期融资券	513	582	558	299	19.60	4924.78	5234.78	5150.30	2171.23	-4.04
超短期融资债券	4334	4565	4437	2050	2.86	45120.65	46705.93	44674.18	20449.67	1.56
定向工具	1021	1399	1102	535	0.56	7071.85	8605.83	6784.21	3411.86	-1.30
国际机构债	5	9	5	3	0.00	120	175.00	165.00	110.00	-4.35
政府支持机构债	15	20	25	10	0.00	1730	1900.00	2760.00	1000.00	0.00
资产支持证券	5485	5882	4503	1627	6.97	29069.72	31437.21	20069.48	6502.35	-9.01
交易商协会ABN	1092	1408	831	225	-44.58	5096.96	6455.17	4624.28	1114.98	-50.27
银保监会主管ABS	522	586	379	144	27.43	8230.48	8827.98	3556.86	1231.76	-9.03
证监会主管ABS	3871	3888	3293	1258	25.55	15742.28	16154.06	11888.34	4155.61	17.05
可转债	219	119	148	49	2.08	2778.27	2828.47	2190.13	644.20	-36.50
可交换债	42	34	36	11	0.00	461.39	436.60	422.94	200.24	19.74
项目收益票据	3	8	0	0	--	24	49.30	0	0	--
标准化票据	57	1	0	0	--	61.18	0.50	0	0	--
合计	50205	53719	47522	20910	3.59	573248.38	608043.96	618624.30	271354.26	8.10

注: 本表统计口径为Wind中截至2023年6月15日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2022年及之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind

联合资信荣获第九届中国资产证券化论坛 年度杰出机构嘉勉



2023年4月27—28日，第九届中国资产证券化论坛（CSF）年会在北京万达文华酒店成功举办。本次论坛年会以“信心、发展”为聚焦主题，展开多个专题讨论，并于28日晚举行年度嘉勉晚宴。联合资信凭借对中国资产证券化信用评级行业的出色贡献与过硬的专业能力，荣获第九届CSF“年度杰出机构”嘉勉。同时，公司申报的四个项目均获得项目嘉勉。其中，“上汽通用融资租赁有限公司2022年度第一期绿色定向资产支持票据”及“重庆茂和基础设施建设有限公司2022年度第一期中建五局投资PPP资产支持商业票据”荣获“资产支持票据年度杰出嘉勉（银行间交易所协会）”；“中国交建应收账款1号第11期绿色资产支持专项计划（蓝色）”荣获“企业资产证券化

年度杰出嘉勉（上交所、深交所）”；“臻金2022年第三期不良资产支持证券”荣获“信贷资产证券化年度杰出嘉勉（银行间）”。

联合资信深耕资产证券化领域，不断创新产品理念、方法，凭借领先的评级技术和良好的投资人服务，在资产证券化领域始终保持行业领先地位，在历次资产证券化产品评奖中斩获众多奖项，得到各界机构、人士的肯定与嘉勉。

未来，联合资信将继续砥砺前行，提升自身能力，充分发挥在评级技术与评级人才方面的优势，以“专业、责任、创新、坚持”的态度服务于资产证券化市场，积极推动资产证券化市场的健康优质发展！



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