

联合

Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2023 DECEMBER

地方政府与城投企业债务风险研究报告——四川篇

地方政府与城投企业债务风险研究报告——湖北篇

地方政府与城投企业债务风险研究报告——广西篇



内部资料 仅供参考 版权所有未经许可不得转载



联合资信

联合资信及联合国际荣获企业财资人 2023年“最佳信用评级机构——中国大陆区”



HOUSE AWARDS | SERVICE PROVIDERS

Best Credit Ratings Agency

Apac, excluding China Mainland Winner: Moody's Investors Service

China Mainland Winner: Lianhe Group: Lianhe Ratings and Lianhe Global

ESG Ratings Winner: Fitch Group

2023年10月7日, 联合资信评估股份有限公司(“联合资信”)与联合评级国际有限公司(“联合国际”)在《企业财资人》(Corporate Treasurer)举办的奖项评选中获选为“最佳信用评级机构——中国大陆区”。此次评审团由从众多亚洲高级财务主管和首席财务官中挑选出来的11名专家所组成, 所有评委均需独立评审每家参赛机构。这是联合资信与联合国际首次共同参与奖项评选并共同获奖。

过去一年, 世界政经形势风起云涌, 中国的在岸和离岸债券市场都充满各种挑战。一切变化, 都是值得思考的奇迹, 每一刹那发生的事都可以是奇迹。境内外联合人努力进取, 在变中生迹, 因此有了今天来

之不易的荣誉——联合资信和联合国际首次共同荣获中国区“最佳信用评级机构”奖项, 标志着联合境内外评级业务强大的协同和品牌效应。这是每一位联合人在十月金秋的收获和喜悦, 也是联合人再次启程的动力。《企业财资人》于2012年4月推出, 是亚洲唯一专门针对财资市场参与者和首席财务官(CFO)的独立印刷刊物。《企业财资人》是Haymarket媒体集团的一员, 透过独家新闻和采访, 为财资和银行间市场的一员, 为财资和银行间市场的9000多名首席财务官、财资市场主管和财务总监提供市场情报和长期战略见解, 当中涉及金融科技、预测、风险管理、监管、现金流管理和合规等主题。

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

张岩 Zhang Yan

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 December

目录

特别策划 Feature

- 1** 地方政府与城投企业债务风险研究报告——四川篇
联合资信 崔莹 彭雪绒 王相尹
- 6** 地方政府与城投企业债务风险研究报告——湖北篇
联合资信 张晨 马成 黄旭明
- 11** 地方政府与城投企业债务风险研究报告——广西篇
联合资信 张婧茜 张昶 陈帅

宏观研究 Macroeconomic Research

- 15** 经济积极因素积累，内生动能逐步恢复——宏观经济信用观察三季报
联合资信 张振 刘东坡
- 21** 一级市场发行小幅回暖，二级市场表现震荡走弱——2023年三季度中资美元债研究报告
联合资信 李为峰 程泽宇

行业研究 Industry Research

- 28** 从围剿到突围，中国光伏企业的破局之路
联合资信 蔡伊静 马金星
- 32** 浅谈“双碳”政策下水泥行业未来发展
联合资信 刘珺轩 宋莹莹
- 39** 《非银行金融机构行政许可事项实施办法》解读
联合资信 盛世杰 林璐
- 43** 2023年行业信用风险表现新变化
联合资信 吴玥 王妍

债券市场 Bond Market

- 52** 它山之石，可以攻玉——中美可转债市场对比
联合资信 蒲雅修 王玥
- 57** 2023年三季度ABS市场运行报告
联合资信 欧阳睿 于会涛 宋宇 裴帅军
- 64** 隐债化解背景下租赁公司城投业务何去何从
联合资信 张帆

专项研究 Monograph

- 69** 商业银行资本新规资产证券化风险计量方法变化及其影响
联合资信 范雅欣 李玲珊 曹雨璇
- 76** 《商业银行资本管理办法》对专业评级机构的借鉴意义
联合资信 赵东方 辛纯璐

- 83** 非标产品抵押担保增级思路研究
联合资信 缪弘帅 刘凯元

信用风险 Credit Risk

- 88** 信用风险事件统计
- 89** 违约案例 宁夏远高实业集团有限公司

政策资讯 Policy & Information

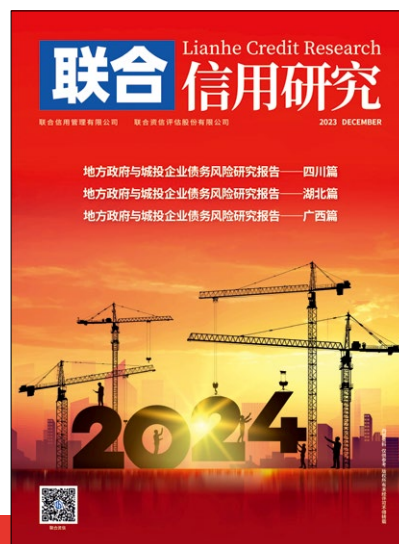
- 92** 政策指南
- 93** 市场动向

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

- 51** 关于混合型科创票据运作模式的一些基础知识



地方政府与城投企业债务风险研究报告——四川篇

文|联合资信 崔莹 彭雪绒 王相尹

一、四川省经济及财政实力

经济发展状况

四川省区位和资源禀赋优势明显，交通整体较发达，为经济发展奠定基础。经济总量居全国前列，但城镇化率偏低，人均GDP处于中下游水平。产业结构不断调整升级，第三产业是拉动全省经济增长的主要动力。成渝地区双城经济圈建设等利好区域发展。

区位和资源禀赋优势明显，陆路交通和航空运输较发达。四川省位于中国西南部，是对接国家向西向南开放、打造“一带一路”以及长江经济带联动发展的战略纽带和核心腹地。四川省水能及天然气资源丰富。陆路交通和航空运输发展位居全国前列，“十四五”期间四川省综合交通建设将完成投资1.2万亿元以上，重点投资于公路水路项目（投资达7000亿元）。

人口基数大且保持净流入，但城镇化率偏低。截至2022年末，四川省常住人口8374万人，位列全国第5名。成都市常住人口2126.8万人，同比增长0.4%。四川省城镇化率较上年末提高0.53个百分点至58.35%，但仍低于全国城镇化率（65.22%），主要系甘孜藏族自治州（以下简称“甘孜州”）、凉山彝族自治州（以下简称“凉山州”）和阿坝藏族羌族自治州（以下简称“阿坝州”）等城镇化率偏低所致。

经济总量居全国前列，固定资产投资是主要驱动，人均GDP处于中下游水平。2022年，四川省完成地区生产总值56749.81亿元，在全国各省中排第6位；GDP增速为2.90%，略低于全国平均水平；固定资产投资是拉动四川省经济增长的主要动力。2022年，四川省人均GDP

为6.78万元，在全国排第20名（较2021年下降2位），处于中下游水平。2023年1—6月，四川省完成地区生产总值27901.01亿元，按可比价格计算，同比增长5.5%，经济稳步发展。

产业结构调整升级，清洁能源转型逐步推进，第三产业是拉动全省经济增长的主要动力。近年来，四川省产业结构不断优化，2022年四川省三次产业结构由上年的10.5: 36.9: 52.6调整为10.5: 37.3: 52.2，第二产业增加值占比有所回升，第三产业是经济发展的主要支柱。二产方面，依托于丰富的自然资源及便利的交通条件，四川省工业经济不断发展，构建了电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料、能源化工和数字经济“5+1”产业体系。2022年，四川省全年工业增加值16412.2亿元，较上年增长3.3%，与全国增速基本一致。三产方面，2022年四川省第三产业增加值29628.4亿元，增长2.0%，是拉动全省经济增长的主要动力，其中批发和零售、交通运输、仓储及邮电通信业和住宿和餐饮业产值相对较高。此外，四川省清洁能源转型逐步推进，2022年末装机容量突破1亿千瓦，占比提高到86%以上，其中水电装机9748.5万千瓦，居全国第一。

成渝地区重大项目持续推进，带动综合交通枢纽集群成型起势，先进特色产业集群协同发展。共建西部金融中心细化落地，将辐射带动全省金融业高质量发展，为成渝地区建设提供有力金融支撑。四川省一系列政策促进重点产业增长，激发市场活力。

随着《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》发布，以及《共建成渝地区双城经济圈2022年重大项目名单》《共建成渝地区双城经济圈2023年重大项目名单》公布的重

大项目实施推进，成渝地区双城经济圈重大项目总投资预计超5.25万亿元，重大项目以现代基础设施网络和现代产业为主，带动综合交通枢纽集群成型起势，先进特色产业集群协同发展。

金融环境方面，从2021年12月中国人民银行等部门联合印发《成渝共建西部金融中心规划》到2023年1月四川省人民政府办公厅印发《〈成渝共建西部金融中心规划〉实施方案》，四川省从形成具有竞争力的金融机构组织体系、构建具有区域辐射力的金融市场体系等六个方面，提出42条细化措施，对于突出发挥成都金融极核作用，辐射带动全省金融业高质量发展具有重要意义，也为成渝地区双城经济圈建设提供有力金融支撑。

从四川省省内政策来看，“五区共兴”为四川省“十四五”发展的重点，五大经济区分别制定了相关规划，对于破解四川省发展不均衡，促进五大经济区“各有优势、各具特色、相互促进”的区域协调发展具有重要意义。四川省对五大经济区制定实施年度重点任务清单，项目化清单化推进实施五大经济区“十四五”发展规划。此外，2023年以来，四川省发布了一系列政策，以推动重点产业加快发展，激发市场主体活力。

财政实力及债务情况

四川省一般公共预算收入在全国排名处于上游，稳定性较高，但财政自给率偏低；受土地及房地产市场影响，政府性基金收入有所下降；上级补助收入规模持续居全国首位。四川省综合财力居全国前列，政府债务负担处于中游水平。

四川省一般公共预算收入规模排名处于全国上游，但财政自给率偏低。2022年，四川省一般公共预算收入为4880.55亿元，全国排名第7位，同口径增长7.5%；税收占比保持在70%左右，一般公共预算稳定性较高；财政自给率在40%左右，财政自给程度偏低。2023年1—6月，四川省一般公共预算收入3012.6亿元，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长7.2%。

受土地及房地产市场波动影响，2022年及2023年上半年四川省政府性基金收入均有所下降。四川省国有土地使用权出让收入占政府性基金收入比重在90%左右。2022年，四川省政府性基金收入4780.49亿元，较上年下降3.45%，主要系受房地产市场低迷影响土地出让金收入下降所致。2023年1—6月，四川省实现政府性基金收入1340.3亿元，较去年同期下降18.22%，主要系受国有土地使用权出让收入下降影响。

四川省上级补助收入规模位居全国首位。2020—2022年，四川省上级补助收入波动增长，2022年规模为6520.68亿元，主要是一般性转移支付收入，其中均衡性转移支付、社会保障和就业共同财政事权转移支付收入、税收返还及固定补助占比较高。

四川省综合财力持续增长，规模排名全国前列。2022年，四川省综合财力持续增长，在全国31个省市自治区中排名第5，居于全国前列。

四川省政府债务负担处于全国中游水平。2022年，四川省地方政府债务率（地方政府债务余额/综合财力*100%）和地方政府负债率（地方政府债务余额/GDP*100%）分别为109.42%和31.20%，在31个省市自治区中分别排名第6和第14。

二、四川省各地市（州）经济及财政实力

各地市（州）经济发展状况

四川省各地市（州）经济发展不均衡，成都平原经济区和川南经济区产业基础较好。成都市作为省会及副省级市，经济实力远强于其他地市（州），人口虹吸效应明显；攀枝花市受益于丰富的矿产资源，人均GDP在省内居首位。

四川省下辖18个地级市和3个自治州。根据2018年四川省提出构建“一干多支、五区协同”区域发展新格局的战略，将四川省划分为五大经济区。

成都平原经济区和川南经济区产业基础较好。从产业分布来看,四川省各地市(州)依托自身资源优势等发展相关产业,拥有1个国家级新区、18个国家级高新区/经开区和120个省级开发区,以及A股上市公司172家。其中,成都平原经济区和川南经济区产业基础较好。

成都市所在的成都平原经济区作为全省经济发展的龙头,经济实力明显强于其他经济区,经济实力分化明显。从区域看,省会成都市所在的成都平原经济区经济实力明显强于其他经济区,其中成都市GDP约占全省经济总量的37%。受益于白酒产业,宜宾市和泸州市经济实力强,同比增速均超4%,支撑起了川南经济区在全省经济版图中的重要地位。川东北经济区各地市的天然气储量均较丰富,但各地市经济实力分化明显。川西北生态示范区的经济实力相对较弱,是五大经济区中唯一未提出经济总量目标的区域,未来发展侧重于生态经济发展。

攀枝花市和成都市人均GDP领先于全省。从人均GDP来看,得益于矿产及水能资源丰富但常住人口较少,2022年,攀枝花市人均GDP超过了成都市,在四川省排名第一;德阳市、宜宾市、绵阳市和乐山市人均GDP在四川省处于相对较高水平;巴中市人均GDP最低。

成都市常住人口占四川省总人口四分之一,虹吸效应明显,省内其余大部分地市(州)常住人口呈负增长。2022年末,成都市常住人口约占全省常住人口的25%。从近五年情况看,成都市常住人口年均增长率约6.8%,绵阳市与宜宾市年均增长率低于0.5%,其余18个地市(州)常住人口均呈净流出趋势。

各地市(州)财政实力及债务情况

1. 财政收入情况

四川省各地市(州)一般公共预算收入整体呈增长趋势,但受经济下行和留抵退税等因素影响,税收收入占一般公共预算收入的比重有所下降,财政自给率整体小幅下降。

成都平原经济区内,成都市作为四川省省会城市,

一般公共预算收入远超其他地市(州)。受益于白酒行业贡献税收规模较大,位于川南经济区的宜宾市和泸州市一般公共预算收入规模较大,仅次于成都市。川东北经济区南充市一般公共预算收入为负增长,主要系受留抵退税等因素影响。攀西经济区中凉山州丰富的矿产资源带来较大规模的增值税和国有资源(资产)有偿使用收入,使得其一般公共预算收入排名靠前。川西北生态经济区受限于山区为主、交通不便、人口较少和主导产业税收贡献有限等因素,甘孜州和阿坝州一般公共预算收入规模较小。2023年1—6月,四川省各地市(州)一般公共预算收入均同比有所增长,其中宜宾市和遂宁市增速较高,分别达25.40%和25.14%。

从一般公共预算收入构成看,受经济下行和留抵退税政策等因素影响,四川大部分地市(州)税收收入占比均有所下降。自贡市税收收入占比仅为25.67%,较上年下降27.32个百分点,为四川省各地市(州)中税收收入占比最低且下降最快的城市。从财政自给率看,四川省各地市(州)财政自给率整体小幅下降。

受房地产市场低迷影响,四川省大部分地市(州)政府性基金收入有所下降。成都市政府性基金收入规模大,其他地市(州)政府性基金收入规模与成都市差距较大,川西北生态经济区政府性基金收入规模最小。受房地产市场低迷影响,绵阳市、眉山市、南充市和攀枝花市政府性基金收入降幅均在20%以上。2023年1—6月,各地市(州)政府性基金收入整体呈下降趋势,部分地市降幅明显,绵阳市和成都市分别同比下降47.2%和26%。

四川省各地市(州)上级补助收入对综合财力的贡献度较高。从上级补助收入规模来看,凉山州、南充市和成都市获得上级补助收入规模超400亿元,主要来自对欠发达地区的扶贫补助和对水电、农业等的补贴等。各地市(州)上级补助收入在综合财政收入中占比均较高。

2. 债务情况

债务方面,四川省各地市(州)政府债务余额均持续增长,政府负债率整体有所上升,自贡市、内江

市和巴中市政府债务率较高。四川省将有序推进政府债务和隐性债务合并监管，遏制新增并按计划有序化解存量债务。

四川省各地市（州）政府债务余额均持续增长，成都市政府债务余额增速有所放缓，截至2022年末成都市政府债务余额占全省比重为26.21%。政府负债率方面，四川省各地市（州）政府负债率整体有所上升，其中巴中市政府负债率近100%，其余各地市（州）政府债务率均在60%以内。政府债务率方面，四川省政府债务率较高的地市（州）集中在川南经济区和川东北经济区，其中自贡市、内江市和巴中市政府债务率超过150.00%。

债务管控方面，针对成渝地区双城经济圈建设投入规模大，国家发展改革委印发的《成渝地区双城经济圈多层次轨道交通规划》指出，建立持续稳定的建设资金保障机制，严禁以债务性资金代替财政资金，严格落实融资资金偿还来源，严禁通过融资平台公司或违规变相举债，坚决防范地方政府债务风险。《关于四川省2022年省级决算的报告》亦指出，基层财政平衡压力较大，个别地区债务风险不容忽视。同时，四川省将足额落实政府债务偿还资金，确保按时还本付息；积极探索债务化解新路径，研究建立偿债奖补激励机制；强化隐性债务问责闭环管理，有序推进政府债务和隐性债务合并监管；坚决遏制新增隐性债务，按计划有序化解存量。2023年10月末，四川省发行280亿元特殊再融资债券，用于偿还存量债务。

成都市方面，2019年研究出台防范化解地方政府隐性债务风险的实施意见和工作措施，2020年开展地方政府融资平台公司债务信息与银行共享比对试点工作，建立跨部门信息共享机制，2021年安排区（市）县化解隐性债务奖补资金，加大对债务风险较高地区的帮扶指导。《关于成都市2022年财政决算的报告》提出，统筹资金资产资源和各类政策措施有序化解存量债务；积极探索经营权转化、资产资源转化、债务项目转化等化债路径，充分运用各类市场化融资工具延期限、降成本、控节奏，逐步降低风险水平。

巴中市方面，持续推进债务风险等级降级行动，落实“四个一批”化债措施；与成都市一样，也提出实施经营权转化偿还债务、资产资源转化抵偿债务、债务项目转化化解债务的“三个转化”举措，并创新探索“债转股”化解存量债务；加强国企债务风险管控，梳理研究风险隐患处置，严格国企融资、融资担保和对外借款管理，千方百计按期还本付息、杜绝债务违约。

三、四川省城投企业偿债能力

城投企业概况

四川省城投企业行政层级较为下沉，其中成都市各区县发债城投企业数量占比近一半；发债城投企业主体信用级别以AA为主，高信用级别城投企业主要集中在成都市。

截至2023年7月末，四川省内有存续债券的城投企业共221家，其中省级城投企业2家、地市（州）级城投企业56家、区县级城投企业163家。从各地市（州）发债城投企业数量看，成都市发债城投企业数量最多，为100家；其次，绵阳市、泸州市、遂宁市和眉山市发债城投企业超10家；其他各地市（州）发债城投企业数量在10家以下，甘孜州和阿坝州无发债城投企业。从级别分布看，最新主体级别为AAA的城投企业共7家，其中省级和成都市级分别为1家和6家；AA+和AA城投企业分别为39家和142家。AA+发债城投企业中30家集中在成都市。

城投企业发债情况

2022年，四川省整体债券发行数量和规模同比均有所下降。2023年1—7月，部分地市新发行债券规模超过上年全年。成都平原经济区内多数地市净融资额规模较大，成都市净融资额占四川省比重超60%。

2022年，四川省共有124家城投企业发行债券，较上年减少20家，发行数量合计308只，规模为2368.73亿元，债券发行数量和规模同比均有所下降，其中成都平原经济



区和川东北经济区下降幅度较大。四川省发债城投企业仍集中在成都市，发债规模占全省的59.16%。2023年1—7月，南充市和攀枝花市未新发行债券，德阳市、乐山市、达州市和广元市债券发行规模已超过上年全年规模。

2022年，成都市城投企业中AAA、AA+和AA城投企业发行规模占比分别为37.46%、38.55%和23.63%，结构相对均衡。除成都市外，其余地市（州）发行债券的城投企业信用级别以AA为主（占合计数的66.84%），川南经济区、川东北经济区和攀西经济区AA+级别的发债城投企业集中在其区域内的核心城市。

2022年及2023年1—7月，成都市净融资额占四川省比重均超60%。从区域上看，成都平原经济区内多数地市净融资额规模较大；川南经济区中宜宾市和内江市净融资额规模有所增长，泸州市净融资额波动较大；川东北经济区和攀西经济区除达州市和凉山州外，其余地市净融资额均为负。

城投企业偿债能力分析

各地市（州）城投企业全部债务资本化比率整体有所上升，货币资金对短期债务的覆盖程度呈现不同程度

的下降。2023年6月末，各地市（州）城投企业货币资金对短期债务覆盖程度有所回升，但巴中市、绵阳市和南充市发债城投企业仍存在较大的短期偿债压力。

截至2022年末，成都市发债城投企业全部债务规模超万亿，绵阳市、泸州市和宜宾市城投企业全部债务规模在千亿左右，其余各地市（州）发债城投企业全部债务规模在千亿以下。**债务负担方面**，截至2022年末，四川省各地市（州）城投企业全部债务资本化比率整体有所上升，绵阳市、乐山市、宜宾市和广元市发债城投企业全部债务资本化比率超50%，债务负担相对较重。**债券集中兑付方面**，2024年，四川省发债城投企业到期债券（在考虑行权的情况下）规模为1423.62亿元，其中成都市、绵阳市和眉山市2024年规模较大，存在一定的集中偿付压力。

短期偿债能力方面，2022年末四川省各地市（州）发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖倍数均小于1，大部分地市（州）覆盖程度均呈现不同程度的下降。2023年6月末，各地市（州）发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖倍数整体有所上升，巴中市、绵阳市和南充市发债城投企业货币资金/短期债务倍数在0.40倍以下，存在较大的短期偿债压力。**再融资方面**，2022年及2023年上半年四川省各地市（州）发债城投企业筹资活动现金流整体表现为净流入，2022年净流入规模较上年小幅增加。其中，成都市发债城投企业筹资活动现金流入量破万亿，川东北经济区和攀西经济区发债城投企业数量不多，筹资活动现金流入和净流入规模相对较小。

各地市（州）财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

四川省超半数地市（州）的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/综合财力超过200%，其中成都市超过500%，绵阳市、泸州市、自贡市和遂宁市超过300%。成都市经济实力强，但债务规模亦大。整体来看，四川省各地市（州）综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”支持保障能力处于可控水平。■

地方政府与城投企业债务风险研究报告——湖北篇

文|联合资信 张晨 马成 黄旭明

一、湖北省经济及财政实力

经济发展状况

湖北省交通地位重要，公路和水运发达，资源禀赋优势明显，经济总量与人均GDP排名居全国中上游。战略性新兴产业快速发展，制造业向着高质量发展转型推进。《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》和《武汉都市圈发展规划》获批以及其他政策的出台利好湖北省经济发展。

湖北省交通地位重要，公路、水运较发达，资源禀赋优势明显。湖北省位于长江中游、中国中部地区，是长江经济带的核心地区之一、中部地区最大的综合交通通信枢纽，有“九省通衢”、“中国立交桥”之称，交通地位重要。湖北省水能、矿产和教育资源丰富，陆路交通和水运发展位居全国上游水平。“十四五”期间，湖北省综合交通建设将完成投资8200亿元，重点投资于公路水路（5200亿元）和铁路项目（2400亿元）。

常住人口有所增长，城镇化率略低于全国平均水平。2022年末，湖北省常住人口5844万人，位列全国第10名，较上年末增加14万人。同年末，湖北省城镇化率较上年末提高0.58个百分点，达到64.67%，略低于全国城镇化率（65.22%），主要系湖北省恩施土家族苗族自治州（以下简称“恩施州”）、神农架林区和黄冈市等地的城镇化率较低所致。

经济总量与人均GDP位于全国中上游水平，固定资产投资保持增长。2022年，湖北省地区生产总值与人均GDP分别为53734.92亿元和9.21万元，分别位居全国各省第7位和第9位，位于全国中上游水平；GDP增速为

4.3%，位于全国前列。2022年，湖北省固定资产投资同比增长15.0%。2023年1—6月，湖北省完成地区生产总值26259.22亿元，同比实际增长5.6%，经济稳步发展。

战略性新兴产业快速发展，制造业向着高质量发展转型推进。近年来，湖北省产业结构不断优化，2022年湖北省三次产业结构由上年的9.3:38.6:52.1调整为9.3:39.5:51.2，第二产业增加值占比有所上升。首先，依托于丰富的自然资源及便利的交通条件，湖北省工业经济不断发展，构建了以汽车、钢铁、纺织、化工和建材等产业为主导的工业体系。2022年，湖北省规模以上工业增加值较上年增长7%，高于全国平均水平3.4个百分点。战略性新兴产业发展方面，新能源汽车、光芯屏端网、电子信息等战略性新兴产业日渐成势，集成电路、新型显示器件、下一代信息网络、生物医药四个战略性新兴产业集群晋级国家级，其中光谷“光芯屏端网”产业集群最为突出，产业规模达6000亿元。2022年，湖北省高技术制造业增加值比上年增长21.7%，增速快于规模以上工业14.7个百分点，占规模以上工业增加值的比重达12.1%。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业增长26.2%。其次，2022年，湖北省第三产业增加值27507.59亿元，同比增长2.7%，其中房地产业、批发和零售业和金融业产值相对较高。

根据《湖北省制造业高质量发展“十四五”规划》，湖北省着力打造5个万亿级支柱产业、巩固提升10个5千亿级优势产业、培育壮大20个千亿级特色产业集群，加快构建“51020”现代产业集群。根据《湖北省服务业发展“十四五”规划》，到2025年，湖北省金融业、物流业增加值达到5000亿元，商务服务业营业收入达到5500亿元，研发设计和科技服务营业收入达到5000亿元以上，实现文

化和旅游综合收入1.2万亿元。

随着长江中游城市群建设的推进，基础设施互联互通水平将大幅提高，综合立体交通网将进一步完善，大规模的建设支出将带动湖北省固定资产投资增长。同时，湖北省将大力发展以“武鄂黄黄”为核心的武汉都市圈，有助于进一步推动武汉市辐射带动周边城镇共同发展，鄂州市、黄冈市和黄石市发展机会尤大。

2022年，国务院批复《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》（以下简称“《方案》”），长江中游城市群地跨湖北省、湖南省、江西省三省，是推动长江经济带发展、促进中部地区崛起、巩固“两横三纵”城镇化战略格局的重点区域，总体定位为打造长江经济带发展和中部地区崛起的重要支撑、全国高质量发展的重要增长极、具有国际影响力的重要城市群；发展方向为建设重要先进制造业基地、打造具有核心竞争力的科技创新高地、构筑内陆地区改革开放高地、创建绿色发展先行区和培育高品质生活宜居地；发展目标：到2025年，一体化发展格局基本形成，省会城市辐射带动作用进一步发挥，武汉、长株潭等都市圈同城化实现实质性突破，南昌都市圈培育取得积极进展，大中小城市和小城镇发展更加协调，常住人口城镇化率达到67%；基础设施互联互通水平大幅提高，综合立体交通网进一步完善，铁路总里程达到1.4万公里，基本实现城市群内主要城市间2小时通达，新型基础设施水平明显提高，能源保障能力进一步增强；具有全国竞争力的先进制造业集群基本形成，产业分工更加合理、协作效率大幅提升，区域协同创新体系初步建成等。

2022年6月，湖北省第十二次党代会明确提出，大力发展以“武鄂黄黄”为核心的武汉都市圈。2022年12月，《武鄂黄黄规划建设纲要大纲》正式印发。同期，《武汉都市圈发展规划》获国家发展和改革委员会正式批复，成为第7个获批的国家级都市圈发展规划，有助于进一步推动武汉市辐射带动周边城镇共同发展和中部地区高质量发展。2023年2月，《武汉都市圈发展三年行动方案（2023—2025年）》印发，在基础设施、创新策源、产业

协同、对外开放、公共服务、新型智慧、安全发展、生态绿色、要素市场九个领域推动武汉都市圈协同发展。2023年10月，武汉都市圈高质量发展基金成立，将围绕武汉都市圈各核心产业，重点投向光电子信息、生命健康、新能源、智能网联汽车、高端装备、智慧物流等领域，为武汉都市圈经济发展提供金融支持。

财政实力及债务情况

湖北省一般公共预算收入规模居全国中游水平，财政自给率偏低；受房地产市场影响，政府性基金收入大幅下降；上级补助收入规模位居全国第七位。湖北省综合财力与政府债务负担均处于全国中游水平。

湖北省一般公共预算收入规模居全国中游水平，财政自给率偏低。2022年，湖北省一般公共预算收入为3281.13亿元，全国排名第14位，同口径下降0.1%；税收占比为73.50%，一般公共预算稳定性较高；财政自给率为38.05%，财政自给程度偏低。2023年1—6月，湖北省一般公共预算收入2057亿元，同比增长15.1%。

受房地产市场波动影响，湖北省政府性基金收入均大幅下降。受房地产市场低迷影响，2022年，湖北省实现政府性基金收入2870.84亿元，较上年下降26.63%。2023年1—5月，湖北省政府性基金收入647亿元，较去年同期下降31.7%。

湖北省上级补助收入规模位居全国第7位，综合财力排名全国中游。2020—2022年，湖北省上级补助收入波动下降，2022年规模为4106.50亿元，居全国第7位，主要由一般性转移支付收入构成，其中均衡性转移支付、社会保障和就业共同财政事权占比较高。受政府性基金收入下降影响，2022年，湖北省综合财力较上年有所下降，在全国31个省市自治区中排名第11位，居于全国中游。

湖北省整体债务负担处于全国中游水平。2022年，湖北省地方政府债务率（地方政府债务余额/综合财力*100%）和地方政府负债率（地方政府债务余额/GDP*100%）分别为135.50%和25.87%，在31省中分别排

名第14位和第8位(由低到高)。

二、湖北省各地市(州)经济及财政实力

各地市(州)经济发展情况

“汉孝随襄十”汽车相关产业发达,“宜荆荆”化工产业发展较好,钢铁产业主要分布在武汉市、鄂州市和黄石市,武汉市的光芯屏端网和黄石市的电子信息等新兴产业发展迅速。武汉市经济发展水平处于绝对领先地位,人口虹吸效应明显。黄石市、宜昌市和襄阳市GDP增速较快,2022年,宜昌市人均GDP超过武汉市居湖北省第一位。

湖北省下辖12个地级市、1个自治州和3个省直辖县级市和1个林区,以下分析以地级市和自治州为主。根据湖北省的发展规划,省内分为三大城市群,分别是武汉城市圈、“襄随十神”城市群和“宜荆荆恩”城市群。2022年,湖北省提出实施“一主引领、两翼驱动、全域协同”区域发展布局,建设“省域区域性中心城市”,推动荆州市打造鄂中区域性中心城市、黄冈市打造鄂东区域性中心城市、十堰市打造鄂西区域性中心城市,计划形成“强核、壮圈、带群、兴县”多点支撑多极发力的格局。

“汉孝随襄十”汽车相关产业发达,“宜荆荆”化工产业发展较好,武汉市的光芯屏端网和黄石市的电子信息等新兴产业发展迅速。从产业分布看,“汉孝随襄十”汽车相关产业发达,是全国重要的轻重型商用车、中高档乘用车、新能源汽车和关键零部件基地。宜昌市、荆州市和荆门市化工产业发达,宜昌市、荆门市和荆州市分别侧重于农用化工、石油化工和日用精细化工。钢铁产业主要分布于武汉市、鄂州市和黄石市。新兴产业方面,武汉市“光芯屏端网”产业集群发展迅速,聚集了长江存储、京东方、烽火通信等为代表的集成电路、面板显示、光通信等领域的优秀企业;黄石市电子信息产业集群发展迅速,聚集了闻泰科技、欣兴电子和沪电股份等企业。

湖北省各地市(州)经济发展水平分化明显,黄石市

和宜昌市GDP增速较快,襄阳市GDP增速排名下滑至末位。从区域发展水平看,湖北省各地市(州)可以分为三个梯队:第一梯队为武汉市,2022年武汉市GDP占全省经济总量的37.72%,其经济实力明显高于其他地区;第二梯队为襄阳市和宜昌市,是湖北省大力发展的两个省级副中心城市;第三梯队为其余各地市(州),其经济实力明显低于上述三个城市。2022年,黄石市、宜昌市和襄阳市GDP同比增速较快,分别为5.6%、5.5%和5.4%,荆门市增速排名末位,仅为1%,主要系第二产业中轻工业增加值下降所致。2023年前三季度,黄石市和宜昌市GDP增速分别为7.2%和7.1%,继续排名省内前两位,襄阳市增速排名下滑至末位。

宜昌市、武汉市和鄂州市人均GDP省内排名靠前,黄冈市和恩施州排名最后两位。2022年,宜昌市人均GDP超过武汉市居湖北省第一。随着鄂州市融入武汉都市圈进程的推进,人均GDP位列武汉市之后,位于湖北省第三。襄阳市依托其发达的汽车等产业,人均GDP排名湖北省第四。恩施州和黄冈市人均GDP低于5万元,排名最后两位。

湖北省大部分地市(州)常住人口同比略有增长,武汉市人口虹吸效应明显。武汉市常住人口占全省常住人口的比重超过五分之一。2022年末,除荆州市、孝感市、黄石市和随州市外,湖北省其他地市(州)常住人口同比均略有增长,其中武汉市常住人口规模增加最多,虹吸效应明显。

各地市(州)财政实力及债务情况

1. 财政收入情况

2023年前三季度,湖北省各地市(州)一般公共预算收入同比均有所增长,宜昌市、黄石市和十堰市一般公共预算收入增速较快,武汉市和咸宁市增速较慢。2022年,除鄂州市、黄石市和襄阳市财政自给率有所上升外,湖北省其他地市(州)财政自给率均有所下降,财政自给能力整体偏弱。受房地产市场低迷影响,湖北省部分地市(州)政府性基金收入大幅下降。

一般公共预算收入规模方面，2022年，武汉市和黄冈市一般公共预算收入同比有所下降，其他地市（州）皆有所增长，其中宜昌市、黄石市和鄂州市分别同比增长9.98%、8.87%和7.20%，增速位列全省前三位。2023年前三季度，湖北省各地市（州）一般公共预算收入同比均有所增长。其中，宜昌市、黄石市和十堰市增速分别为23.3%、21.4%和20.1%，增速排名前三位；武汉市和咸宁市一般公共预算收入同比均增长1.1%，增速排名靠后。

从一般公共预算收入构成看，2022年，武汉市和孝感市税收收入占比相对较高，分别为82.38%和81.79%，其他地市（州）税收占比在65%~79%之间。2022年，除孝感市外，湖北省各地市（州）税收收入占比均有所下降。从财政自给率看，2022年，除鄂州市、黄石市和襄阳市财政自给率有所上升外，湖北省其他地市（州）财政自给率均有所下降。武汉市和鄂州市财政自给率相对较高，其他地市（州）财政自给率均在50%以下，财政自给能力偏弱。

受房地产市场低迷影响，湖北省部分地市（州）政府性基金收入大幅下降。湖北省各地市（州）政府性基金收入呈分化态势，2022年武汉市的政府性基金收入1330.42亿元，占湖北省政府性基金收入的68.44%，宜昌市的政府性基金收入超过200亿元，襄阳市、荆州市、孝感市、黄石市和十堰市政府性基金收入均超过100亿元，其余地市（州）政府性基金收入均在100亿元以下。受房地产市场低迷的影响，武汉市、襄阳市、鄂州市、黄冈市和荆州市等地的政府性基金收入皆出现大幅下降。2023年1—6月，根据各地市（州）已公布的数据来看，政府性基金收入均呈现明显下降趋势，荆门市、黄石市、恩施州和咸宁市分别同比下降较多。

2. 债务情况

湖北省各地市（州）政府债务余额均保持增长，政府负债率均有所上升。

湖北省各地市（州）政府债务规模均保持增长，其中鄂州市、潜江市和恩施州政府债务余额增长较快。2022年末，武汉市政府债务余额占全省（包括省本级债务）比

重为45.29%。**政府负债率方面**，2022年末，湖北省各地市（州）政府负债率均有所上升，恩施州政府负债率超过武汉市，成为省内政府负债率最高的区域。除恩施州和武汉市外，其他各地市（州）政府负债率均在30%以内。

债务管控方面，《关于湖北省2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告》中提到，严格落实常态化核查机制，坚决遏制隐性债务增量，多措并举筹集资金完成化债任务，稳步推进融资平台优化升级，加大风险缓释力度，防范处置风险的风险。2023年以来，湖北省共发行92.00亿元特殊再融资债券，用于偿还存量债务。

三、湖北省城投企业偿债能力

城投企业概况

湖北省发债城投企业以地市级和区县级为主，其中武汉市发债城投企业数量最多，占全省的21.48%；黄冈市和宜昌市区县级平台占比较高，高信用级别城投企业主要集中在武汉市。

截至2023年10月末，湖北省内有存续债券的城投企业共138家，其中省级城投企业3家、地市（州）级城投企业64家、区县级城投企业71家。从各地市（州）发债城投企业数量看，武汉市发债城投企业数量最多，宜昌市、荆门市、黄石市、荆州市和襄阳市次之，恩施州、鄂州市和随州市发债城投企业数量较少。从级别分布看，最新主体级别为AAA的城投企业共8家，其中省级和地市级分别为3家和5家（武汉市4家、襄阳市1家）；AA+和AA城投企业分别为28家和72家，AA以下城投企业主要集中在经济和财政实力相对较弱的区县。AA+发债城投企业中13家集中在武汉市。从区县级平台占比看，黄冈市和宜昌市区县级平台占比超过60%，咸宁市、孝感市、襄阳市、荆州市和武汉市区县级平台占比在50%~60%之间，黄石市和荆门市区县级平台占比在40%~50%之间，随州市区县级平台占比为25%，鄂州市无区县级平台。整体看，湖北省发债企业信用级别以AA为主，高信用级别城投企业主要集中在武汉市。

城投企业发债情况

2023年1—10月,部分地市(州)债券发行规模超过上年全年,除恩施州、鄂州市和黄冈市外,其他地市(州)债券融资均表现为净流入,武汉市、黄石市和十堰市净流入规模较大。

2022年,湖北省共有78家城投企业发行债券,较上年(89家)减少11家,发行数量合计254只(2021年为281只),规模为2008.53亿元(2021年为2053.121亿元),债券发行数量和规模同比均有所下降。其中,湖北省级城投企业的发债规模占全省的11.75%,地市(州)的发债城投企业主要集中在武汉市、黄石市和宜昌市,发债规模分别占全省的23.56%、14.05%和10.12%。2023年1—10月,恩施州未发行债券,多地债券发行规模均超过2022年全年发行规模,其中黄石市和襄阳市的债券发行规模增量最大。

2022年,武汉市的城投企业中AAA、AA+和AA城投企业发行规模占比分别为52.83%、39.13%和8.04%,以AAA为主。除武汉市外,其余地市(州)发行债券的城投企业中,AA和AA+企业的发行规模分别占合计数的51.98%和34.71%,信用级别以AA为主。

2022年,湖北省各地市(州)债券融资均为净流入。2023年1—10月,除恩施州、鄂州市和黄冈市外,其他地市(州)债券融资均表现为净流入,武汉市、黄石市和十堰市债券净流入规模较大,十堰市、襄阳市、荆州市、宜昌市和荆门市债券净融资也都超过50.00亿元。

城投企业偿债能力分析

2023年6月末,黄石市和鄂州市发债城投企业短期偿债指标表现偏弱,其中黄石市2024年到期债券规模较大。黄石市和鄂州市同属武汉都市圈核心城市,经济发展前景较好,区域内发债城投企业再融资情况表现平稳,整体债务风险可控。

截至2022年末,省级发债城投企业全部债务规模为2985.53亿元,武汉市发债城投企业全部债务规模为

9022.46亿元,宜昌市、黄石市、襄阳市和荆州市城投企业全部债务规模超千亿元,其余各地市(州)发债城投企业全部债务规模在千亿元以下。债务结构方面,鄂州市、恩施州和荆州市发债城投企业银行贷款占比在60.00%以上,债务结构以间接融资为主;宜昌市和黄石市发债城投企业债券融资及其他融资占比较银行贷款高;其他地市(州)发债城投企业银行贷款在50%~60%之间。

债务负担方面,截至2022年末,湖北省各地市(州)发债城投企业全部债务资本化比率整体变动不大,鄂州市和武汉市发债城投企业全部债务资本化比率超60%,债务负担相对较重。**债券集中兑付方面**,2024年,湖北省发债城投企业到期债券(在考虑行权的情况下)规模为2147.67亿元,其中武汉市、黄石市和宜昌市2024年到期规模较大,存在一定的集中偿付压力。

短期偿债能力方面,2022年末,除天门市、潜江市和孝感市发债城投企业外,其他各地市(州)发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖倍数均小于1,大部分地市(州)覆盖程度呈现不同程度的下降。2023年6月末,各地市(州)发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖倍数较上年末均有所上升,黄石市和鄂州市发债城投企业货币资金/短期债务倍数在0.50倍以下。**再融资方面**,2022年,湖北省各地市(州)发债城投企业筹资活动现金流均表现为净流入,武汉市和十堰市净流入规模同比下降较多;2023年上半年,鄂州市和恩施州发债城投企业筹资活动现金流小幅净流出,其他各地市(州)筹资活动现金流保持净流入。

各地市(州)财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

湖北省各地市(州)中,武汉市的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模最大,其次为襄阳市、宜昌市和黄石市。湖北省各地市(州)的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/“一般公共预算收入+政府性基金收入”均超过350%,随州市、黄石市、荆州市和宜昌市超过600%,襄阳市和荆门市超过700%。■

地方政府与城投企业债务风险研究报告——广西篇

文|联合资信 张婧茜 张昶 陈帅

一、广西经济及财政实力

广西区域特征及经济发展状况

广西拥有丰富的自然资源，经济总量处于全国中下游水平，2022年经济增速放缓，人均GDP排名靠后，城镇化率偏低。广西产业结构保持稳定，第三产业是拉动全自治区经济增长的主要动力。北部湾经济区、南宁临空经济示范区等重点区域建设助力广西经济发展。

区位和资源禀赋优势明显，陆路和水运交通较发达。广西位于中国西南部，是我国人口最多的少数民族自治区，也是唯一一个沿海自治区，与广东、湖南、贵州等省份接壤，毗邻越南，是连接粤港澳与西部地区的重要通道，也是连接东盟的枢纽。广西拥有丰富的矿产、生物、旅游和港口岸线等资源，其中，广西矿产资源中尤以铝、锡等有色金属最为丰富，是全国10个重点有色金属产区之一。广西陆路交通较发达，“十四五”期间综合交通建设将完成投资1.5万亿元以上，重点投资于公路项目（投资达1.1万亿元）。

人口基数大且保持增长，但城镇化率偏低。截至2022年末，广西常住人口5047万人，位列全国第11名，较上年底增长0.5%。广西城镇化率较上年末提高0.57个百分点至55.65%，但仍低于全国城镇化水平（65.22%）。

经济总量居全国中下游，进出口贸易是经济增长主要驱动力，人均GDP排名靠后。2022年，广西完成地区生产总值26300.87亿元，位居全国各省第19位，处于全国中下游水平；GDP增速为2.90%，略低于全国平均水平；进出口贸易是拉动广西经济增长的主要动力。2022年，广西人均GDP为5.22万元，在全国排第29名（较2021年不

变），处于下游水平。2023年1—6月，广西完成地区生产总值12684.78亿元，同比实际增长2.8%，经济稳步发展。

产业结构保持稳定，第三产业是拉动全自治区经济增长的主要动力。2022年广西三次产业结构由上年的16.2:33.1:50.7调整为16.2:34.0:49.8，第一产业占比相对较高，第二产业增加值占比有所回升，第三产业是经济发展的主要支柱。依托于丰富的自然资源及便利的交通条件，广西工业经济不断发展，构建了以有色金属、食品、汽车制造和冶金等产业为主的产业体系。2022年，广西全年工业增加值6775.89亿元，同比实际增速3.1%，低于全国增速0.2个百分点。2022年，广西第三产业增加值13092.49亿元，同比增长2.0%，是拉动全自治区经济增长的主要动力，但低于全国增速0.3个百分点。

北部湾经济区、南宁临空经济示范区等重点区域建设助力广西经济发展。根据《广西壮族自治区主体功能区规划》，全自治区将重点开发区域划分为“两区一带”，即北部湾经济区（国家层面重点开发区域）、西江经济带和桂西资源富集区（自治区层面重点开发区域）。北部湾经济区位优势明显，整体发展水平最高，区域内以第二、三产业为主，近年聚焦大健康、大数据、大物流、新制造、新材料、新能源等“三大三新”重点产业领域，推动传统产业转型升级；西江经济带以第三产业为主导，大力发展健康旅游、生物医药、养生食品等康养行业，以及机械制造、电子信息等优势产业；桂西资源富集区经济发展水平较落后，依托红水河、左江、右江三大经济带带动铝锰业、有色金属业、能源等产业转型升级。

根据《广西壮族自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，广西将贯彻落实“三大

定位”新使命,构建“南向、北联、东融、西合”全方位开放发展新格局,高水平共建西部陆海新通道,加快建设北部湾国际门户港,构建面向东盟的国际大通道,建设南宁临空经济示范区,推进多式联运发展,促进通道与产业融合发展,推动北部湾经济区和粤港澳大湾区“两湾联动”。

广西财政实力及债务情况

2022年广西一般公共预算收入有所下降,规模在全国排名处于下游,财政自给率较弱。2020—2022年,广西政府性基金收入持续下降,上级补助在综合财力中的占比分别为50.32%、49.69%和58.62%,上级补助对广西政府综合财力提供了有力支撑。

政府债务水平偏高。2022年,广西地方政府债务率(地方政府债务余额/综合财力*100%)和地方政府负债率(地方政府债务余额/GDP*100%)分别为143.73%和36.96%,在31省中分别排名第20和第18(按照从低到高排序)。

二、广西各地级市经济及财政状况

广西各地级市经济实力

广西各地级市经济实力分化明显,南宁市经济发展水平、人口、城镇化率均处于领先地位,柳州市、桂林市和玉林市紧随其后,其中柳州市GDP增速为负;广西大部分地级市人均GDP均低于全国平均水平,第一产业普遍占比高,南宁市、桂林市和玉林市三产占比较高。

截至2022年底,广西共辖14个地级市,依据《广西壮族自治区主体功能区规划》分为北部湾经济区4市(南宁市、北海市、钦州市和防城港市)、西江经济带7市(柳州市、桂林市、玉林市、贵港市、梧州市、贺州市和来宾市)和桂西资源富集区3市(百色市、崇左市和河池市)。

产业发展方面,北部湾经济区和西江经济带产业基础较好。从产业分布来看,广西各地级市依托自身资源优势等发展相关产业,拥有15个国家级新区/高新区/经开区、48个

自治区级产业园区、39个自治区A类产业园区和13个自治区B类产业园区,以及上市公司42家。

2022年广西各地级市经济实力分化明显,南宁市GDP规模处于领先地位,相当于广西GDP的19.84%。2022年,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力导致柳州市GDP有所下降。受常住人口规模较少影响,防城港市和北海市人均GDP高于其他地级市。广西大部分地级市城镇化水平均不高。产业结构方面,除百色市、北海市和防城港市产业结构以第二产业为主外,其他地级市产业结构均以第三产业为主,且第一产业普遍占比高。

广西各地级市财政实力及债务情况

南宁市综合财力远高于其他地级市,且债务增速较低;受房地产市场持续低迷影响,各地市政府性基金收入均有不同程度的下降,综合财力对上级补助的依赖性较高。广西各地级市政府债务率均有所提升,大部分地级市政府债务率均达到100%以上。

1. 财政收入情况

广西各地级市一般公共预算收入规模差异较大,南宁市的一般预算收入远高于其他地级市。2022年,贵港市、柳州市和防城港市的一般公共预算收入同比下滑幅度较大,主要系受经济下行及减税政策影响,重点税源企业纳税规模大幅下降等综合所致。2022年税收收入占比均有不同程度的下降,其中贺州市和贵港市的下降幅度均超过20%。同期,广西各地级市财政自给率均低于50%,财政自给能力均较弱。

2022年,受房地产市场持续低迷影响,除国有土地使用权出让收入增长导致北海市和百色市政府性基金收入较2021年小幅增长外,其余地级市政府性基金收入均有不同程度的下降,其中南宁市和崇左市政府性基金预算收入降幅超过55%。

广西大部分地级市上级补助收入对综合财力的贡献度较高。2022年,南宁市、玉林市、桂林市、河池市和百色市获得上级补助收入规模均超300亿元。

2. 债务情况

2022年,各地级市政府债务余额均呈上升趋势,其中南宁市政府债务规模最大,为1328.22亿元,但债务增速较低;贵港市、贺州市政府债务余额增长较快。受政府性基金收入下降幅度较大影响,崇左市、梧州市和南宁市政府债务率上升较快;除贵港市、河池市和玉林市外,其他地级市政府债务率均达到100%以上。

3. 债务管控政策及措施

《2023年广西壮族自治区政府工作报告》中强调有效防范化解重大风险,坚决遏制地方政府隐性债务增量,稳妥有序化解存量;加大财力下沉力度,严格按照以收定支原则编制和执行预算,全面启用“三保”资金专户,兜牢基层“三保”底线;加强和完善现代金融监管,依法将各类金融活动全部纳入监管,防止形成区域性、系统性金融风险;健全安全管理、技术防护和规范监管体系,提升常态化监管水平。

2023年6月,广西壮族自治区发展和改革委员会发布公告,就《广西壮族自治区政府投资管理办法》(以下简称“《管理办法》”)公开征求意见。《管理办法》明确,国有及国有控股企业对外投融资应当遵循审慎原则,严格控制资产负债率,不得脱离实际过度举债,举债融资时应主动声明不承担政府融资职能、所举债务是企业债务,地方政府不承担偿债责任;国有企业以市场化方式融资建设的项目,无后续资金保障以及因决策失误难以继续实施的,应按照“谁举债、谁负责”的原则,由国有企业自行负责清理处置,政府不承担偿还债务责任;政府投资应当与本地区经济社会发展水平和财政收支状况相适应,加强投资项目风险防控,按要求组织开展财政承受能力和债务风险评估,切实防范政府投资领域债务风险;政府投资项目确需通过政府举债的,只能在本级政府债务限额内通过发行地方政府债券的方式举借,严禁新增地方政府隐性债务。

2023年2月,柳州市政府工作报告中提出要深化重点领域改革,持续推进国资国企改革,加快国有经济布局优化和结构调整,深化国有集团公司市场化转型,妥善化解

企业债务,增强市场化盈利能力。柳州市于2023年2月21日召开柳州市国有企业发行债券推介会,会上强调柳州市将多渠道筹措资金,通过成立柳州市偿债准备基金、统筹财政资源银行再融资等多种方式,确保柳州市属国有企业所有债券均能够按期足额偿付,确保债券投资人的合法权益。同时,通过组建国有资本投资运营公司、分类组建和完善专业化集团公司、聚焦主营业务、盘活存量资产等措施推动市属国有企业市场化转型升级,提升企业的经营收入和利润。

三、广西城投企业偿债能力

广西城投企业概况

广西发债城投企业主要为地级市城投企业,柳州市和南宁市为广西发债城投企业最多的地区。

截至2023年10月底,广西有存续债券的城投企业共54家,其中省级城投企业3家、地市级城投企业46家、区县级城投企业5家。从各地市发债城投企业数量看,南宁市和柳州市发债城投企业数量最多,均为8家;其次,崇左市、梧州市和玉林市发债城投企业超3家;其他各地级市发债城投企业数量在3家及以下,贺州市无发债城投企业。从级别分布看,最新主体级别为AAA的城投企业共2家,均为自治区级企业;AA+和AA城投企业分别为13家和33家,11家AA+发债城投企业集中在南宁市和柳州市。

2022年以来,广西共有3家城投企业评级展望调整为负面,均为柳州市城投企业,原因包括企业债务负担重、资产变现能力弱、短期兑付压力大等。

城投企业发债情况

2022年,广西整体债券发行规模同比有所下降。2023年1—10月,部分地市债券发行规模超过2022年全年。自治区级发债城投企业净融资规模较大。

截至2023年10月底,广西城投企业存续债券规模为1982.29亿元。2022年,广西城投企业债券发行规模为

528.46亿元，同比有所下降，其中柳州市、桂林市和防城港市下降幅度较大。2023年1—10月，广西城投企业债券发行规模为525.13亿元，柳州市、桂林市、防城港市、百色市债券发行规模已超过上年全年规模。

2022年，广西AAA级城投企业发债规模占自治区总规模的29%，AA+和AA级城投企业发行规模分别占自治区总规模的42%和29%。

2022年，广西城投企业债券净融资106.76亿元，其中自治区级城投企业净融资85.10亿元（占78%）。从区域上看，柳州市和梧州市净融资规模较大，其余区域净融资规模较小或净融资额为负；2023年1—10月，广西城投企业净融资额超过2022年全年规模，其中自治区级城投企业净融资规模超过170亿元，南宁市、钦州市和桂林市城投企业净融资规模均超过10亿元，柳州市净融资规模小于2022年全年规模，其余地市净融资规模较小或净融资额为负。

广西城投企业偿债能力分析

广西城投企业中自治区级、桂林市、柳州市、河池市和贵港市城投企业债务负担相对较重。部分地区城投企业净融资额为负。柳州市、河池市、钦州市和北海市短期偿债能力指标表现较弱，柳州市城投企业2024年到期债券规模较大，存在较大的集中兑付压力。

截至2023年6月底，广西整体发债城投企业全部债务规模超过10540亿元。其中，自治区级、柳州市和南宁市城投企业全部债务规模较大。短期债务方面，短期债务占比超过30%区域包括百色市、河池市、柳州市和钦州市，其中钦州市短期债务占比超过40%，需关注上述区域城投企业的短期偿付压力。

债务负担方面，2021—2023年6月底，广西整体发债城投企业全部债务资本化比率均值偏稳定。其中，自治区级、桂林市、河池市、贵港市和柳州市城投企业债务负担相对较重。债券集中兑付方面，2024年，广西发债城投企业到期债券（在考虑行权的情况下）规模为429.18亿元，存在较大的集中偿付压力。具体来看，柳州市2024年到期规模



最大，占广西整体到期规模的32.83%，自治区级、南宁市位列其后，三者合计占广西整体到期规模的74%，其他地级市城投企业的到期债券规模相对较小。

偿债能力方面，2022年大部分地市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖程度有所下降，各区域短期偿债能力分化较为严重。截至2023年6月底，柳州市、河池市、钦州市和北海市城投企业的货币资金对短期债务的覆盖程度较低，均低于0.30倍，其中柳州市货币资金/短期债务为0.05倍，短期偿付压力很大。

再融资方面，2021—2022年，自治区级、南宁市城投企业融资能力明显强于其他区域。从2021—2022年各区域城投企业筹资活动现金流净额合计来看，除百色市、河池市、来宾市和柳州市存在筹资活动现金净流出外，其他地级市发债城投企业筹资活动现金流均表现为净流入。2023年1—6月，自治区级及南宁市城投企业融资规模较大，分别为122.29亿元和301.20亿元，柳州市城投企业筹资活动现金净流出17.26亿元。

广西各地级市财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

受限于自身经济财政实力，广西多数地级市城投企业发债规模较小。南宁市及柳州市债务规模较大，其中柳州市的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/综合财力接近500%。

经济积极因素积累,内生动能逐步恢复

——宏观经济信用观察三季报

文 | 联合资信 张振 刘东坡

一、宏观经济与行业运行情况

2023年前三季度,面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务,宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险,国民经济持续恢复向好,生产供给稳步增加,市场需求持续扩大,就业物价总体改善,发展质量稳步提升,积极因素累积增多。初步核算,前三季度,中国GDP为91.30万亿元,按不变价格计算,同比增长5.2%。其中,三季度GDP当季同比增长4.9%;剔除基数因素来看,第三季度GDP两年平均增速¹上升至4.4%,较第二季度3.3%的两年平均增速提高了1.1个百分点。从环比看,经调整季节因素后,第三季度GDP环比增长1.3%。工业、服务业三季度增速逐步回升,消费加速复苏,内生动能逐步恢复,推动经济三季度超预期增长。

展望2023年第四季度,特别国债发行支撑基建投资增速保持高位,汽车消费增速延续上升态势,经济主体信心持续上升,经济增长将延续三季度较快态势。前三季度GDP同比增长5.2%,有力保障了实现全年5%的经济增长目标。据国家统计局测算,第四季度GDP同比增长4.4%以上即可完成全年经济增长目标。因此,第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策,坚持稳中求进工作基调,固本培元。具体包括着力促进汽车消费增速回升,推进

高科技制造业投资扩容提效,采取多种手段稳外贸,以保交楼为抓手促进房地产相关债务重组。

生产端：工业、服务业三季度增速逐步回升

2023年前三季度,全国规模以上工业增加值同比增长4.0%,比上半年加快了0.2个百分点。9月,工业增加值同比增长4.5%,在2022年9月基数较高的情况下,同比增速与8月持平,两年平均增速呈现回升态势;同比增速较7月提高0.8个百分点。整体来看,工业增加值同比增速呈恢复企稳态势,相较其他宏观经济指标波动较小。前三季度,分三大门类看,采矿业增加值同比增长1.7%,制造业同比增长4.4%,电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长3.5%。装备制造业增加值同比增长6.0%,比全部规模以上工业快2.0个百分点。分产品看,太阳能电池、充电桩、新能源汽车产量同比分别增长63.2%、34.2%、26.7%。分行业看,9月,41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长。

2023年前三季度,服务业增加值同比增长6.0%。其中,住宿和餐饮业,信息传输、软件和信息技术服务业,租赁和商务服务业,交通运输、仓储和邮政业,金融业增加值分别同比增长14.4%、12.1%、9.5%、7.5%、7.0%。9月,服务业生产指数同比增长6.9%,比上月加快0.1个百分点,增

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,本文使用两年平均增速(几何平均增长率)对部分受基数效应影响较大的指标进行分析,如工业生产、服务消费等相关领域指标。

速连续2个月回升。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长17.7%、11.3%、9.3%。

需求端：房地产调控政策效果显现需待时间，消费加速复苏，内生动能逐步恢复

剔除价格因素后固定资产投资延续扩张态势。

2023年前三季度，全国固定资产投资完成额（不含农户）37.50万亿元，同比增长3.1%；扣除价格因素影响后，同比增长6.0%。

房地产投资继续回落，调控政策效果显现需待时间。2023年前三季度，房地产开发投资同比下降9.1%，一至二季度在“保交楼”政策支持下，房地产企业资金流动性得到补充，支撑了房地产开发投资增速的有序调整。7月24日，中央政治局会议提出：房地产市场供需关系已发生重大变化，继续加强房地产市场的逆周期调控力度。随后，相关部门针对性落实“认房不认贷”、房地产放松限购扩展到一线城市、降低存量房贷利率、降低首付比等政策，支持改善性住房需求。当前房地产市场相关债务进入重组的关键阶段，房地产企业资产负债表在深度调整之后，预计居民对房地产健康发展将会逐步重建信任，房地产市场良性循环将再次恢复。

基建和制造业投资增速稳、结构优。2023年前三季度，基建投资同比增长6.2%。三季度，经济积极因素不断积累，逆周期调控加码，专项债发行提速，充足的资金供给保障了基建投资增速的延续性。2023年前三季度，制造业投资同比增长6.2%。其中，高技术制造业投资同比增长11.3%，增速比制造业投资高5.1个百分点。在新能源车终端需求旺盛、绿色经济转型加快以及数字经济算力供给缺口巨大等因素影响下，制造业仍然存在重大产业机遇，预计其投资增速将更稳、结构更优。

消费加速复苏。2023年前三季度，社会消费品零售总额同比增速出现较大波动，一是基数效应较大，二是汽车价格调整导致了商品零售同比增速出现了较大波动。进

入三季度后，餐饮消费增速企稳，商品消费增速加速恢复，消费呈快速复苏态势，内生动能明显增强。前三季度社会消费品零售总额34.21万亿元，同比增长6.8%；9月份，社会消费品零售总额同比增长5.5%，比上月加快0.9个百分点，增速连续2个月加快。主要商品方面，基本生活类商品销售稳定增长，限额以上单位服装鞋帽针纺织品类、粮油食品类商品零售额同比分别增长10.6%、5.3%；升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额同比分别增长12.2%、8.3%、6.8%；建筑及装潢材料、文化办公用品、家用电器和音像器材零售额同比均有所下降。

经济是有惯性的，经济恢复是一个波浪式、曲折前进的过程。我国经济内需扩张的积极因素将会延续，内需将逐步恢复、稳固，向高质量发展下的新均衡点移动。

出口降幅收窄。2023年前三季度，面对美元利率升高、金融环境收紧、世界商品贸易下降的外部环境，我国货物贸易进出口平稳运行、积极向好，7月、8月、9月出口当月同比降幅逐步收窄。前三季度我国进出口总值30.8万亿元，同比微降0.2%。前三季度，我国机电产品出口10.26万亿元，占出口总值的58.3%，较去年同期提升1.5个百分点。同期，劳动密集型产品出口3.07万亿元，占17.5%。贸易结构不断优化。在世界经济复苏势头不稳的大环境下，我国外贸顶住压力，稳规模、优结构持续推进，积极因素不断积蓄。随着稳外贸各项务实举措效用的持续发挥，进出口运行态势有望进一步提升。

价格：生产者出厂价格指数降幅收窄，人民币对美元即期汇率整体呈波动贬值走势

CPI涨幅平稳筑底。2023年前三季度，受国内逆周期调控加码、美元指数阶段见顶的国内外因素影响，积极因素不断积累，国内需求企稳，全国居民消费价格指数（CPI）在三季度呈现平稳筑底的状态。CPI当月同比自今年2月份回落至2.0%以下，7月、8月、9月当月同比涨幅分别为-0.3%、0.1%、0.0%，结束了自2月以来的下行态势，前三

季度累计同比上涨0.4%。分项来看,猪肉价格前三季度累计同比下降6.8%,交通工具用燃料前三季度累计同比下降6.9%,是主要拖累项。交通工具用燃料主要受前期高基数影响,9月环比上涨2.3%,当月同比跌幅收窄至1.1%。受巴以冲突影响,国际原油价格难以回落,因此交通工具用燃料当月同比跌幅将继续收窄。

PPI同比降幅收窄。2023年前三季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降3.1%,三季度国际石油、铁矿石价格快速回升,制造业PMI自6月起连续4个月上升,9月录得50.2,恢复至扩张区间,众多因素影响下,PPI当月同比降幅三季度逐月收窄至9月的2.5%。生产资料出厂价格当月同比跌幅收窄是支撑PPI上行的主要因素。其中,9月采掘工业价格下降7.4%、原材料工业价格和加工工业价格均下降2.8%,降幅随产业链自上而下收窄。分行业来看,国际石油、铁矿石价格震荡上行,带动油气开采、钢铁、有色金属等行业价格累计同比降幅收窄,国际能源矿产价格和外汇市场波动向国内PPI的传导更多体现在供给侧;三季度国内积极因素的增多,拉升了国内能源需求,焦煤、焦炭价格大幅上涨,但较去年同期价格还有相当距离,9月煤炭开采和洗选业价格当月同比下降15.6%;房屋新开工面积同比下降,拖累钢铁、建材等行业价格走低。

汇率方面,2023年前三季度人民币对美元即期汇率整体呈波动贬值走势。一、**一季度**,国内经济内生动能强,人民币对美元维持强势。**2月末开始**,房地产风险逐步暴露,居民关于“保交楼”的意愿强烈,阶段性恐慌情绪下人民币对美元出现快速贬值。**4月、5月**,恐慌情绪过后,人民币对美元企稳。**6月**,美国经济硬着陆风险加大,加息预期下美元对全球货币均出现快速上涨。**三季度以来**,美国需求侧经济数据超预期,加深了市场对于美联储将利率维持在限制性水平上的预期,美元指数快速上涨。在这一全球环境下,我国处于货币宽松周期,三季度采取了一系列降准、降息的措施,人民币对美元出现了阶段性低点。

展望第四季度,美联储可能会在11月或12月还有1次25个基点的加息,并将高利率维持一段时间,以期物价

出现持续性回落趋势。美国长期国债收益率和美元指数可能逐步接近阶段性高点。通胀与通胀预期回落、加息放缓、公共债务负担加剧以及实体经济成本高企等使得美国长期利率难以继续大幅上行。长期利率趋于见顶、内外利差难以继续扩大、经济基本面有所弱化以及全球避险情绪缓释使得美元指数逐步接近阶段性高点。从国内看,经济积极因素不断增多,四季度宏观调控力度将延续三季度态势,一揽子化债方案加紧落地,经济堵点逐步疏解,专项债支撑的有效投资加快开工,人民币汇率具有稳定支撑。基于利率、在岸市场、离岸市场以及远期市场看,人民币对美元汇率继续显著贬值的空间不大,人民币汇率可能会呈现阶段性企稳态势。

就业：就业形势整体好转

2023年前三季度,经济波浪式前进,内需不足逐步缓解,房地产相关债务有序重组,内生动能不断恢复,与新能源汽车、数字经济、绿色转型相关的投资稳步增加,用工需求有所扩大,有力支撑了就业形势整体持续好转,全国城镇调查失业率均值为5.3%,低于上年同期0.3个百分点。逐月来看,2023年1月、2月受春节后外出求职和转换工作影响,失业率处于较高水平;3月随着节后生产生活秩序逐步恢复,就业状况有所好转,全国城镇调查失业率降至5.3%;二季度以来,城镇调查失业率维持在5.2%,就业形势保持稳定;9月份,全国城镇调查失业率为5.0%,较上月下降0.2个百分点,连续2个月下降。5.0%的失业率水平在我国历史中处于较低水平。从数据来看,失业率从2月份的5.6%逐步回落至9月份的5.0%,稳就业政策取得明显成效。后续来看,高质量发展服务业仍然是稳就业的重要抓手,服务业场景的恢复与创新将随着经济信心的稳定而重现繁荣态势。

财政：财政收支平稳运行，政府性基金仍低位调整

2023年前三季度,全国一般公共预算收入16.7万亿元,同比增长8.9%。9月,当月全国一般公共预算收入同

比下降1.3%，高基数下收入增速较8月上行3.3个百分点，两年平均增速涨幅也有所扩大。9月，一般公共预算收入同比增速在高基数下降幅收窄，环比涨幅创2018年以来同期新高，是8月经济改善的结果。9月，一般公共预算收入是8月经济活动的反映，在高基数下，8月生产、消费和投资增速仍有回升，显示经济修复的力度转强，支撑收入增速。9月，税收收入同比增速转正至0.9%、非税收入同比增长-7.4%，分别较上月回升3.1个百分点和7.6个百分点。非税收入增速改善幅度较大，占当月一般公共预算收入的比重较上月有所提升。

2023年前三季度，全国一般公共预算支出19.8万亿元，同比增长3.9%。9月，当月财政支出同比增速放缓至5.2%，回落2.1个百分点，不及今年前4个月的水平，9月支出环比增幅也创下2018年以来的同期新低。9月，中央、地方支出同比增速分别放缓1.9个百分点、2.1个百分点至7%、4.8%，中央支出同比增速依然高于地方。9月，支出分项同比增速涨跌互现，其中科技支出同比增速回升幅度最大，两年平均同比增速也有所上行；交通运输、农林水和城乡社区支出同比增速回升幅度也居前列，支出同比增速水平处年内新高，占9月当月支出的占比也有所提升，反映出预算内资金对于基建的支持；9月，卫生健康、社保就业和教育等民生相关支出同比增速均有不同程度回落，两年平均增速同样下行。

政府性基金收入方面，2023年前三季度，政府性基金收入同比下降15.7%。9月，当月收入同比降幅较8月走扩2.0个百分点至20.4%，其中国有土地使用权出让收入同比降幅收窄0.9个百分点至21.3%。前三季度，政府性基金支出同比增速为-17.3%，9月，政府性基金支出同比增速大幅上行36.2个百分点至26.1%。

二、宏观信用环境

2023年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且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，实体经济

融资成本明显下降。展望第四季度，预计社融规模将继续保持平稳增长，信贷结构将继续优化，市场流动性将延续偏紧态势，实体经济融资成本将继续稳中有降。

社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，企业债券融资节奏同比有所放缓

社融口径人民币贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票是社融规模扩张的主要支撑因素。2023年前三季度，全国新增社融规模29.33万亿元，同比多增1.41万亿元；9月末，社融规模存量为372.50万亿元，同比增长9%，增速比上年同期低1.6个百分点。分项上看，前三季度，社融口径人民币贷款同比多增1.55万亿元，信托贷款同比多增5453亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增3309亿元，以上三项是社融规模扩张的主要支撑因素。社融口径外币贷款（折合人民币）同比少减852亿元，政府债券净融资同比多增462亿元，亦对社融规模形成一定支撑。企业债券净融资、委托贷款和非金融企业境内股票融资同比分别少增6128亿元、2241亿元和1994亿元，是前三季度社融规模主要的拖累因素。展望2023年第四季度，预计社融规模将继续保持平稳增长。一方面，央行在三季度金融统计数据新闻发布会上指出“下阶段将保持社会融资规模增速同名义GDP增速相匹配”；另一方面，10月份以来全国各地陆续启动特殊再融资债券发行，同时，10月24日全国人大常委会批准中央财政在今年第四季度增发2023年国债10000亿元，其中5000亿元拟安排在今年第四季度使用，政府债券融资有望进一步支撑社融规模。

信贷结构有所改善，但居民融资需求总体仍偏弱。

2023年前三季度，金融机构口径人民币贷款增加19.75万亿元，同比多增1.58万亿元；9月末，金融机构口径人民币贷款余额239.52万亿元，同比增长10.2%，增速比上年同期低0.3个百分点。结构上看，在一系列稳增长政策的作用下，企业融资需求显著改善。前三季度，企业贷款增加15.68万亿元，同比多增1.10万亿元，其中企业短期贷款、中长期贷款和票据融资同比分别多增7100亿元、多增3.23万亿元、少增

2.84万亿元。居民融资需求持续改善但总体仍偏弱。前三季度，居民贷款增加3.85万亿元，同比多增4400亿元，其中居民短期贷款、中长期贷款同比分别多增6600亿元、少增2200亿元。展望2023年第四季度，央行在三季度金融统计数据新闻发布会上指出“货币政策应对超预期挑战和变化还有充足空间和储备”“增强信贷总量的稳定性和可持续性”“聚焦重点，对结构性矛盾突出领域加大支持”，预计信贷结构将继续优化。

企业债券融资节奏同比有所放缓，产业债、民营企业债券净融资额为负。从概念板块看，2023年前三季度，产业债净融资额-5604.33亿元，同比少增7368.15亿元；城投债净融资额1.13万亿元，同比多增1019.60亿元。从企业性质看，前三季度国有企业债券净融资额2.38万亿元，同比少增8108.64亿元；民营企业债券净融资额-756.77亿元，同比少减563.26亿元。

市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降

市场流动性整体偏紧。2023年一季度，国内经济运行开局良好，实体经济融资需求上升，叠加信贷投放节奏和专项债发行节奏前置，银行间市场流动性偏紧，带动资金利率中枢显著抬升。进入第二季度后，国内经济复苏动能有所放缓，实体经济融资需求转弱，信贷投放节奏和专项债发行节奏明显放缓，叠加政策利率、LPR调降，银行间市场流动性有所转松，带动资金利率中枢整体下行。但从8月下半月开始，在稳增长诉求下地方政府专项债发行节奏明显加快，叠加跨季及双节假期因素影响，银行间市场流动性持续偏紧，带动资金利率中枢明显上行。

实体经济融资成本明显下降。2023年前三季度，央行持续完善市场化利率形成和传导机制，6月、8月先后两次下调7天期逆回购利率和1年期MLF利率，分别累计下降

20个基点和25个基点，带动1年期和5年期LPR分别累计下降20个基点和10个基点，同时推动降低存量首套房贷利率政策落地，企业融资和居民信贷成本明显下降。央行数据显示，9月份，企业新发放贷款加权平均利率为3.85%，比上年同期低14个基点；9月末，存量住房贷款加权平均利率为4.29%，比上月末低42个基点²。

展望2023年第四季度，央行货币政策委员会2023年第三季度例会指出“要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕；完善市场化利率形成和传导机制，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”；同时，考虑到近期全国各地陆续启动发行的特殊再融资债券可能会对市场流动性造成一定挤压，预计市场流动性将延续偏紧态势，实体经济融资成本将继续稳中有降。

三、宏观政策环境

2023年上半年，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议以及4月中央政治局会议精神为主，聚焦于优化完善房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、促进中小微企业调结构强能力等方面³；三季度，根据7月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。展望第四季度，宏观政策将聚焦于高质量发展，更加注重有力有效地实施宏观政策调控，推动各项政策加快落地见效，为实现经济社会发展目标提供有力支撑。

中央政治局会议总体基调偏积极，首提“波浪式发展、曲折式前进”

2023年7月24日，中央政治局会议召开，分析研究当

² 见2023年10月13日人民银行网站《2023年三季度金融统计数据新闻发布会文字实录》。

³ 限于篇幅，此处不再赘述上半年主要宏观政策，请参阅《经济运行整体向好，恢复势头仍需呵护——宏观经济信用观察半年报（2023年上半年）》。

前经济形势,部署下半年经济工作。会议肯定了上半年的经济工作成绩,认为今年上半年国民经济持续恢复、总体回升向好,为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础,但同时指出,当前经济运行面临新的困难挑战,主要是国内需求不足,一些企业经营困难,重点领域风险隐患较多,外部环境复杂严峻;经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。会议强调,要坚持稳中求进工作总基调,加大宏观政策调控力度,着力扩大内需、提振信心、防范风险,不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解,推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。关于宏观政策,会议指出,要用好政策空间、找准发力方向,精准有力实施宏观调控,加强逆周期调节和政策储备,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

适应房地产市场供求关系重大变化,调整优化房地产政策

2023年8月18日,住房和城乡建设部、央行和金融监管总局联合发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》,落实个人住房贷款“认房不用认贷”政策,具体内容为:居民家庭申请贷款购买商品住房时,家庭成员在当地名下无成套住房的,不论是否已利用贷款购买过住房,银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。8月31日,央行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》,主要内容包括:首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%,二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%;二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点;自2023年9月25日起,承贷金融机构开始下调存量首套住房商业性个人住房贷款利率。

多措并举活跃资本市场,提振投资者信心

2023年8月18日,证监会有关负责人就“活跃资本市

场、提振投资者信心”贯彻落实情况接受媒体采访时指出,证监会已确定了活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施,主要包括以下6个方面:一是加快投资端改革,大力发展权益类基金;二是提高上市公司投资吸引力,更好回报投资者;三是优化完善交易机制,提升交易便利性;四是激发市场机构活力,促进行业高质量发展;五是支持香港市场发展,统筹提升A股、港股活跃度;六是加强跨部委协同,形成活跃资本市场合力。8月27日,财政部、税务总局联合发布《关于减半征收证券交易印花税的公告》,决定自2023年8月28日起,证券交易印花税实施减半征收。9月1日,证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》,从加快高质量上市公司供给、稳步推进市场改革创新、全面优化市场发展基础和环境、强化组织保障等4方面提出16条政策措施。

“1+N”政策体系不断完善,助力民营经济发展壮大

2023年7月19日,中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》,围绕持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度、强化民营经济发展法治保障、着力推动民营经济实现高质量发展、促进民营经济人士健康成长、持续营造关心促进民营经济发展壮大社会氛围、加强组织实施等7个方面提出31条具体意见。7月24日,国家发改委发布《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》,提出4方面17条具体政策措施。8月1日,国家发改委、工信部等部门联合发布《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》,提出5方面28条具体政策措施。8月10日,国家发改委发布《关于完善政府诚信履约机制 优化民营经济发展环境的通知》,提出3方面9条具体政策措施。9月4日,国家发改委副主任丛亮在国新办发布会上表示“近日,中央编办正式批复在国家发改委内部设立民营经济发展局,作为促进民营经济发展壮大的专门机构”。9月22日,市场监管总局发布《市场监管部门促进民营经济发展的若干举措》,提出5方面22条具体政策措施。

进一步优化外商投资环境，积极吸引和利用外商投资

2023年8月13日，国务院发布《关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》，从提高利用外资质量、保障外商投资企业国民待遇、持续加强外商投资保护、提高投资运营便利化水平、加大财税支持力度、完善外商投资促进方式等6方面提出24条具体的政策措施。9月

18日，央行行长、外汇局局长潘功胜主持召开外资金融机构和外资企业座谈会，会上表示，下一步将认真贯彻《国务院关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》要求，持续优化政策安排，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，不断提升金融服务质效，助力高水平对外开放。■

一级市场发行小幅回暖，二级市场表现震荡走弱 ——2023年三季度中资美元债研究报告

文 | 联合资信 李为峰 程泽宇

一、中资美元债¹发行市场环境

美国较强的经济基本面表现及具有韧性的通胀使得市场对于美联储在未来较长一段时期内保持较高利率水平的预期不断增强，各期限美债收益率持续走高，尤其是中长期美债收益率上行幅度更加明显，中美国债收益率利差则呈现短期收窄、中长期走扩的局面

尽管美联储在7月加息一次后在9月暂停加息，但得益于美国经济基本面表现持续超出市场预期，劳动力市场依旧强劲，再加上美国通胀仍具有一定韧性，市场对于美联储在未来较长一段时期内保持较高利率水平的预期不断增强，推动美债收益率在三季度持续走高；另一方面，在美国财政部宣布大规模发债计划以及惠誉下调美国主权信用评级的双重作用下，市场对美国财政前景的担忧明显上升，使得中长期美债收益率上行幅度更加明显。截至2023

年三季度末，1年期、5年期和10年期美债收益率分别较季初上涨了6.00个、47.00个和78.00个BP至5.46%、4.60%和4.59%。

另一方面，中国央行货币政策仍保持稳健基调不变，稳增长力度有所加大，在三季度实施了年内第二次全面降准，但受国债供给压力加大叠加税期缴款影响，中国各期限国债收益率由降转升，尤其是在季末资金面紧张的情况下短期国债收益率上行更加明显。截至2023年三季度末，1年期、5年期和10年期中国国债收益率分别较季初上涨了28.54个、11.05个和3.51个BP至2.16%、2.54%和2.67%。在此背景下，中美国债收益率利差呈现短期收窄、中长期走扩的局面。截至2023年三季度末，1年期中美国债收益率利差较二季度末收窄23.54个BP至-329.23BP，5年期和10年期中美国债收益率利差分别较二季度末走扩38.91BP和74.00BP至-209.44BP和-191.49BP（见图1）。

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。

美元指数降至近一年多新低后持续走高,但在中国人民银行加大稳汇率政策力度及中国经济恢复向好的情况下,人民币汇率保持了较强的韧性,汇率波动区间也明显收窄

三季度初,市场普遍预期美联储加息行动已经接近尾声,美元指数一度降至近一年多新低,但随着美国经济数据表现接连超出市场预期,市场对于美联储在未来较长一段时期内保持较高利率水平的预期不断增强,推动美元指数持续反弹走高。截至2023年三季度末,美元指数收于106.1919,较上季度末上涨2.72%。

本季度,中国央行适时上调企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数、下调金融机构外汇存款准备金率,合理引导市场人民币汇率预期,再加上中国经济多项宏观指标恢复向好,人民币汇率在美元指数明显走强的背景下仍保持了较强的韧性。截至2023年三季度末,美元兑人民币汇率中间价较上季度末下跌了0.64%至7.1798,扭转了二季度单边走弱的局面,汇率波动区间也明显收窄。

中央政府及监管部门对于防范化解地方政府债务风险的态度依然不改,城投企业融资环境出现边际改善;虽然针对房地产行业的各项利好政策密集出台,但

对销售端的影响仍待显现,再加上境外市场房地产企业违约事件仍然不断,市场信心有待进一步恢复

三季度以来,中央政府及监管部门对于防范化解地方政府债务风险的态度依然不变。8月,十四届全国人大常委会第五次会议审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》,对于化债工作提出了几个要点:一是制定实施一揽子化债方案;二是进一步压实地方和部门责任,严格落实“省负总责,地方各级党委和政府各负其责”的要求;三是中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作;四是防止一边化债一边新增;五是稳步推进地方政府债务合并监管,推动建立统一的长效监管制度框架。另一方面,三季度央行出台多项货币政策也为债务置换予以支持,包括为金融机构做债务展期提供流动性支持、通过降息为化债方案节约成本、设立SPV工具用作短期救急等。在各项政策的支持下,城投企业融资环境出现边际改善,境内外债券发行均有明显增加。

房地产行业方面,本季度各项稳地产政策频频出台:7月,政治局会议及之后的国常会均提出“适时调整优化房地产政策”;8月,央行、财政部、住建部等多部门相继推动“认房不认贷”、住房信贷优化、降低存量房贷利率、住房换购税收优惠等政策落地;9月,各地地产优化政策密集出台,涉及取消限购、优化限购限贷、优化限价等多方面。虽然各项利好政策密集出台,但对房地产销售端的影响仍待显现,再加上境外市场房地产企业违约事件仍然不断,市场信心有待进一步恢复,本季度房地产企业新发中资美元债仍以交换要约债券为主。

图1 中美各期限国债利率走势



数据来源: Wind, 联合资信整理

二、中资美元债一级发行情况²分析

本季度中资美元债一级市场发行有所回暖,但在

² 所有数据统计以发行日期为准

美元融资成本高企及房地产行业信用风险持续的情况下, 中资美元债发行仍处于相对低位

2023年三季度, 中资美元债发行规模虽然较上季度低点有所回暖, 但仍处于相对低位。具体来看, 一级市场共发行中资美元债557只, 发行规模为126.82亿美元, 虽然环比大幅增长37.54%, 但同比依旧大幅下跌48.71% (见图2)。

具体来看, 7月受美元融资成本继续走高、中资房地产企业信用风险加剧等因素影响, 中资美元债一级市场发行规模再度跌至24.16亿美元的历史低位; 8月在金融美元债发行大幅增量的带动下, 中资美元债一级市场发行规模企稳回升至43.17亿美元; 9月受益于美联储暂停加息, 中资美元债一级市场持续回暖, 发行规模回升至59.49亿美元。

本季度金融板块在中资银行海外机构增量发行的带动下发行规模企稳回升; 行业修复缓慢以及部分企业持续出险导致新发房地产美元债以交换要约债券为主; 得益于一揽子化债方案提出及融资环境的边际改善, 城投美元债发行小幅回暖

从发行主体行业分布³看, 金融板块蝉联单季发行规模最大的主要板块, 发行规模占季度发行总额的比重继续保持在58.98%; 城投板块和房地产板块则分别大幅锐减至

0.73%和6.63%; 工业其他及汽车制造行业有崛起之势, 占比分别走高至17.75%和9.07% (见图3)。

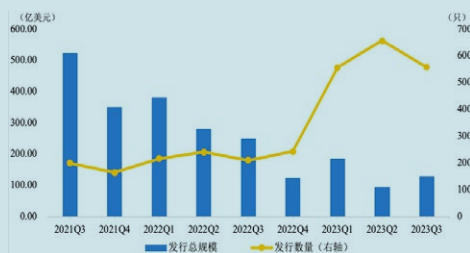
具体来看, 随着美国中小银行业危机暂时告一段落, 本季度金融板块在中资银行海外机构增量发行的带动下, 发行规模企稳回升, 发行总额环比和同比分别上涨37.49%和125.71%, 是本季度唯一实现增长的主要发行板块。此外, 本季度高息小额新发金融债规模下降至1亿美元左右。

尽管政策环境为房地产企业融资提供了较多利好条件, 但受制于行业修复缓慢以及中资房地产企业信用风险出清尚未结束, 碧桂园和远洋集团等龙头房企频发信用事件, 令市场再度风声鹤唳。本季度新发房地产美元债多为交换要约债券, 单季发行规模锐减至8.41亿美元, 环比和同比分别暴跌89.99%和39.48%。

得益于一揽子化债方案提出及融资环境的边际改善, 本季度城投美元债发行市场小幅回暖, 单季发行规模达到31.20亿美元, 环比增长11.58%, 同比下滑68.96%。

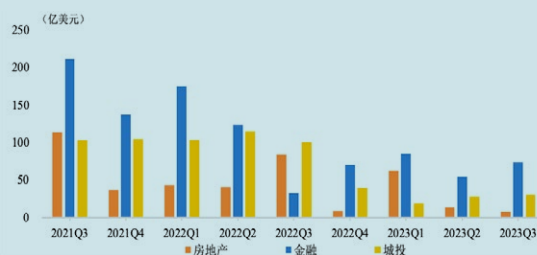
9月美联储暂停加息带动三季度中资美元债发行利率小幅回落; 融资成本较低的中资银行海外机构增量发行, 带动金融机构债券发行成本回落; 城投美元债为本季度唯一同比和环比成本均上涨的发行板块

图2 中资美元债发行情况



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图3 近年各板块中资美元债发行趋势



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。

虽然美联储在7月继续加息推动美元债融资成本走高,但9月美联储暂停加息带动三季度中资美元债发行成本小幅回落,平均发行票息⁴为11.28%,环比大幅降低235.67个BP,但同比仍上涨286.58个BP(见图4)。

分板块来看,本季度金融板块中的中资银行海外机构增量发行,且其融资成本较低,有助于拉低金融板块的平均融资成本,再加上高息小额新发金融债数量下降,导致金融机构债券发行成本明显回落,本季度金融美元债发行利率为11.62%,环比大幅下降222.93个BP,但同比仍上涨153.58个BP。

本季度房地产板块仅发行3只美元债券,且以交换要约债券为主,虽然交换要约新发债券票息通常较被置换债券而言更高,但这3只地产美元债均为有担保发行,地产板块美元债的发行成本略有回落,三季度房地产美元债发行成本为6.98%,环比和同比分别下跌27.92个和48.25个BP,为本季度唯一实现成本下降的主要发行板块。

本季度城投美元债发行成本达到6.91%,环比和同比

分别上涨12.11个和139.27个BP,为本季度唯一同比和环比成本均上涨的主要发行板块。

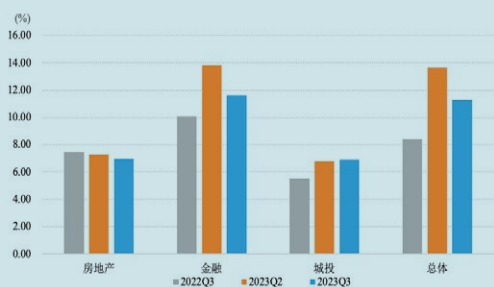
三季度以RegS和144A方式发行的中资美元债规模占比进一步增加;采用直接发行和担保发行架构的中资美元债规模占比逾95%,使用备用信用证进行增信的美元债规模明显上涨

从发行方式来看,对信息披露要求相对更少的RegS⁵仍是最受发行人青睐的发行方式,三季度以RegS方式发行的中资美元债规模达101.53亿美元,占季度发行总额的80.06%,环比和同比分别上涨了7.16个和17.49个百分点。本季度以144A方式发行的中资美元债有所回暖,单季发行规模上升至11.50亿美元,发行规模占发行总额的比重环比增长3.65个百分点,但同比微跌0.03个百分点。本季度没有以SEC形式发行的中资美元债,但以其他方式发行的中资美元债(主要为交换要约债券)规模显著回落,季度发行规模为13.78亿美元,发行规模占比为10.87%,环比和同比分别下跌了10.81个和17.46个百分点。

从发行架构⁶来看,直接发行和担保发行是三季度新发中资美元债中最常用的发行架构。其中直接发行的中资美元债规模达63.65亿美元,担保发行的中资美元债规模为59.15亿美元,分别占季度发行总额的50.19%和46.64%;以其他架构发行的中资美元债合计规模占比不足5%。三季度新发债券中,使用备用信用证进行增信的中资美元债规模较二季度明显上涨。

附评级发行债券以投资级债券为主,无评级债券发行规模占比依旧较高;债券级别分布区间较二季度明显收窄

图4 中资美元债主要行业平均加权票息对比



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

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。

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。

从债券评级情况来看, 三季度附评级发行的中资美元债规模较二季度低点反弹, 单季发行规模为43.82亿美元, 占季度发行总额的34.55%。附评级发行的中资美元债中, 未发行高收益中资美元债 (BBB-级以下⁷); 投资级债券发行12只, 规模为43.82亿美元, 占发行总额的比重环比和同比分别上涨5.02个和1.63个百分点至34.55%。无评级⁸中资美元债发行规模为83.00亿美元, 发行规模占季度发行总额的比重为65.45%, 虽然环比下跌了2.85个百分点, 但同比上涨了20.21个百分点。

无评级债券发行规模占比依旧较高, 主要是由于发行成本持续上行以及信用风险事件不断导致市场对于弱质企业的接受能力较差, 信用状况较差的弱质主体陆续退出中资美元债一级市场, 同时部分评级结果不及预期的发行主体选择不附评级发行以消除信用级别对债券认购情况可能产生的影响。

从债券级别分布区间来看, 三季度附评级发行的中资美元债评级分布区间较上季度明显收窄, 主要集中在投资级, 无投机级发行, 且债券结果主要分布在A+~BBB-级, 说明附级别发行美元债多为信用程度较好的企业。

三、中资美元债二级市场表现

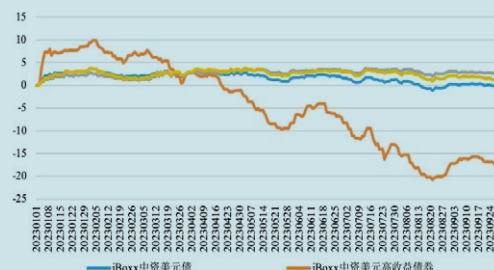
在内外双重压力下, 中资美元债回报率震荡走弱, 尤其是多个地产龙头企业发生信用风险事件, 导致高收益中资美元债延续下跌趋势; 金融美元债回报率继续下探, 非金融机构美元债总回报率由正转负, 房地产美元债依然是本季度回报率表现最差的主要板块

三季度以来, 在内外双重压力下, 中资美元债回报率震荡走弱, 尤其是多个地产龙头企业发生信用风险事件, 导致高收益中资美元债出现较大跌幅。截至2023年三季度末,

Markit iBoxx中资美元债指数回报率较上季度末下跌1.79个百分点, 回报率由正转负至-0.21% (见图5)。具体来看, 尽管监管部门持续出台重磅政策支持房地产行业发展, 但受多家龙头中资房地产公告境外债务兑付困难、部分美元债存续规模较大的违约主体债务重组进展缓慢等因素影响, 高收益中资美元债回报率较二季度末暴跌10.00个百分点至-18.17%; 但投资级美元债依旧具有较强的防御特征, 截至三季度末收于2.66%, 较上季度末微跌0.50个百分点。总体看来, 三季度中资美元债回报率震荡走弱。

具体来看, 三季度各主要板块回报率表现较二季度多数走弱。金融美元债回报率继续下探至-2.37%, 其中高收益金融美元债回报率延续跌势, 环比微跌0.15个百分点至-12.73%; 投资级金融美元债下跌0.72个百分点, 虽然本季度仍收于正回报 (0.09%), 但优势已经明显削弱。非金融机构美元债总回报率由正转负至-0.99%, 较上季度下跌了1.20个百分点, 但仍为本季度表现最佳的主要板块, 其中投资级债券回报率下跌1.27个百分点, 并由正转负至-1.12%; 高收益级债券回报率环比上涨1.06个百分点至3.12%, 是本季度唯一一个高收益级债券回报率优于投资级债券回报率的主要板块。房地产美元债依然是本季度回

图5 2023年以来中资美元债回报率走势



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

⁷ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计, 以下同。

⁸ “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。

报率表现最差的主要板块。受远洋集团、碧桂园、泛海控股等中资房地产企业频发信用风险事件的影响，本月房地产美元债回报率环比继续大跌4.40个百分点至-20.39%，其中投资级房地产美元债回报率较上季度下滑6.84个百分点至-6.94%，高收益级房地产美元债回报率环比继续下跌6.98个百分点至-35.53%。

四、2023年四季度中资美元债市场展望

美联储或将在未来较长时间内维持较高利率水平，中美利差也将保持深度倒挂；人民币汇率有望持续企稳，再加上国家发改委和香港金管局签署备忘录支持中资企业跨境融资，中资美元债发行环境预计会得到边际改善

10月公布的最新数据显示，美国三季度GDP增速达到4.9%，创2021年四季度以来的最佳表现，此外零售销售、非农就业等经济数据也表明美国经济韧性仍存。另一方面，美国9月CPI同比增幅达到3.7%，高于市场普遍预期。在11月1日举行的议息会议上，美联储再度暂定加息，同时释放了一定的“鸽派”信号。在美国经济韧性及通胀压力仍存的情况下，预计2023年四季度美联储维持利率水平不变的可能性较大。从美债供给的情况来看，由于上半年发生债务上限问题，四季度仍将是美债供给的高峰期，再加上美国政府“关门危机”仍存，或将给美债收益率造成一定扰动。总体来看，美债收益率有望在未来较长一段时间内仍将维持在相对较高水平。

中国货币政策方面，央行货币政策委员会在2023年第三季度例会上表示：“要持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度。其中，将加大已出台货币政策实施力度，保持信贷合理增长、节奏平稳。”10月底召开的中央金融工作会议也提出，“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。预计四季度中国央行稳健的货币政策将会持续发力，可能会再次通过降准甚至是降息的方式释放流动性。在此背景下，预计中国

债收益率将再度转为波动下行，中美国债收益率利差或将继续保持深度倒挂。

人民币汇率方面，从外部来看，尽管美国经济相对较好的表现将为美元指数提供支撑，但在美联储未来加息十分有限的情况下，美元指数有望在四季度见顶回落；从内部来看，中国经济企稳向好、央行外汇政策工具仍有调整空间、企业年底季节性结汇等因素也将给人民币汇率提供支撑。

此外，10月18日国家发改委与香港金融管理局签署了《关于支持中资企业跨境融资和推动香港债券市场发展的谅解备忘录》，提出“双方将针对在香港市场发行的中资企业境外债券和贷款，建立常态化沟通和信息交流机制，充分发挥香港独特的金融和专业服务优势助力中资企业跨境融资，支持和推动香港债券市场多元化发展，支持香港参与和助力‘一带一路’建设”。在两地监管合作持续加深的背景下，中资企业跨境融资便利程度或将得到提升。

总体来看，人民币汇率有望在四季度持续企稳，中资美元债发行环境预计会得到边际改善。

随着万亿级特殊再融资债发行，地方政府债务风险有望得到一定程度缓释，同时也利好城投企业；各地楼市宽松政策陆续落地将有助于房地产行业基本面逐步修复，但在境外违约事件不断、融资成本高企的背景下，房地产美元债发行规模预计将维持低位

10月初，内蒙古成为今年首个发行特殊再融资债（以下简称“特殊债”）的地区，预示着一揽子化债工作的正式落地，此后各地密集发债。根据中国债券信息网数据，截至10月31日，总计有24个省份合计发行特殊债10,431亿元，其中内蒙古、云南和辽宁的发债规模均超过千亿。本轮特殊债发行进度和规模明显超出市场预期，地方政府债务风险有望得到一定程度缓释，同时一些地方发行特殊债后计划将特殊债资金用于偿还隐性债务，利好城投企业。10月21日发布的《国务院关于金融工作情况的报告》提到：“要支持防范化解地方融资平台债务风险，在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融

资平台债务风险系列文件,引导金融机构按照市场化、法治化原则,与重点地区融资平台平等协商,依法合规、分类施策化解存量债务风险。”这也将为后续地方政府及城投债务风险化解提供指引,金融机构对城投企业的支持力度也有望持续加强,城投企业融资环境有望得到持续改善。

房地产行业方面,随着各地楼市宽松政策陆续落地,开发商在部分城市加大推盘力度,预计四季度一线城市房地产市场有望率先企稳恢复,销售或将略有回升。随着行业基本面逐步修复,房地产企业债务危机有望逐步化解,有助行业走出周期底部,但在境外违约事件不断、融资成本高企的背景下,预计四季度房地产美元债发行规模仍将维持在历史低位。

四季度中资美元债待偿规模呈逐月下降之势,偿债压力仍主要集中在房地产和金融行业

根据Bloomberg统计数据,截至2023年三季度末,年内待偿中资美元债规模达267.46亿美元,从各月来看则呈持续下降之势,到期规模从10月的120.36亿美元逐步降至12月的59.15亿美元。

从行业分布来看,房地产美元债待偿规模最大,四季度共有93.13亿美元债务到期,占到期美元债总额的逾三分之一;金融美元债待偿规模位居第二,达到84.53亿美元。从目前市场表现来看,四季度仍需对信用风险事件高发的房地产企业偿债情况保持重点关注,同时也要关注部分已违约房地产企业的美元债重组进展。■



从围剿到突围，中国光伏企业的破局之路

文 | 联合资信 蔡伊静 马金星

一、“双反”调查概况

自2011年美国对我国光伏产品发起第一轮“双反”调查以来，欧盟、加拿大等国家和地区也陆续对我国光伏产品开启相关调查。同时，各国对我国光伏产品出口贸易限制层层加码，我国光伏制造企业的生产经营面临严峻挑战。

自我国于1997年提出“中国光明工程”计划，利用光伏发电改善偏远地区的电力供应和贫困状况作为全国扶贫工作的重要举措，由此拉开了我国光伏产业的序幕，我国光伏装机规模快速扩大。1998—2008年末，我国光伏装机容量年均复合增长率超过100.00%。进入2009年后，“金太阳工程”和“光伏建筑应用示范”项目的实施进一步提升了我国光伏产业投资热情，我国成为全球最大的光伏产品生产基地，光伏组件和电池等产品大量销往欧盟、美国等国际市场。根据中国

光伏产业协会（CPIA）数据统计，2011年，我国光伏组件产量约21.00GW，其中出口占比超过90.00%。当年11月，美国商务部（DOC）应SolarWorld Industries America Inc.的申请，对原产于中国大陆的晶体硅光伏电池（无论是否组装为组件）开启第一轮反倾销和反补贴立案调查（以下简称“双反”调查），该次“双反”调查标志着中美光伏贸易争端的开启。随后，美国逐步扩大产品调查范围及区域，对我国光伏产品出口限制措施层层加码，欧盟、加拿大、印度等国家和地区也陆续对我国开展“双反”调查，我国光伏企业的生产经营面临严峻挑战（见表1）。

二、中国光伏企业的破局之路

在我国光伏产业发展初期，“双反”调查导致我国光伏产品出口成本明显增加，叠加多晶硅进口价格

表1 2011年以来美国对我国光伏企业出口限制措施

发起时间	调查地区	调查产品	裁定结果
2011年11月	中国大陆	中国大陆的晶体硅光伏电池（无论是否组装为组件）	2012年3月，美国商务部作出终裁，对中国企业征收反倾销税率18.32%~49.96%，反补贴税率14.78%~15.97%
2014年1月	中国大陆 中国台湾	电池、组件、层压材料在内的晶体硅光伏产品	2015年12月，美国商务部作出终裁，中国相关产品实行27.64%~49.79%的反补贴税以及26.71%~165.04%的反倾销税；对中国台湾相关产品实行11.45%~27.55%的反倾销税
2017年4月	中国及中国之外的生产基地	组件及超过配额的光伏电池	2018年1月23日，美国宣布对进口光伏产品采取为期4年的201保障措施，对组件及超过配额的光伏电池第一年征收30%关税，此后三年递减为25.00%、20.00%、15.00%
2017年8月	中国	中国产品的301程序征税清单	加征7.50%~25.00%的301税率
2022年4月	中国、越南、泰国 马来西亚、柬埔寨	所有光伏产品	2023年8月18日，美国商务部公布反规避调查的终裁结果：（1）比亚迪、New East、阿特斯、天合光能、Vina Solar（隆基控股公司）均存在“反规避行为”；（2）韩华、晶科、Boviet（博威集团旗下越南博威尔特）不存在“反规避行为”；（3）对于未作出回应的其他公司，均认为是存在“反规避行为”。同时，美国商务部终裁维持了三种免税“声明”的做法，特别是基于非中国元素的免税条件，又通过在免税“声明”要求中加入对于硅片和6种主材（银浆、铝框、玻璃、背板、EVA和接线盒）的非中国元素要求。

资料来源：公开资料

上涨及人民币升值等不利因素，我国光伏产品出口占比明显下降，企业整体盈利能力大幅降低，各偿债指标不断恶化，我国光伏制造企业信用风险极高。随着我国光伏产业快速发展，“双反”调查虽使得我国光伏产品出口占比有所下降，但高出口成本也促使我国光伏制造企业不断转型并寻求新的利润增长点。近年来，我国光伏制造企业加快产业链一体化进程，各环节已形成明显的产业规模优势；同时大力开拓并布局美国、东南亚等海外市场，收入及利润规模持续扩大，一定程度降低了“双反”调查带来的不利影响。目前，我国光伏制造企业整体偿债压力可控，融资环境良好，整体信用风险较低。

乘风而起，高空迫降

光伏产业发展初期，因国内下游电站市场需求较小，我国光伏制造企业收入主要依赖产品出口。2010年，我国光伏装机容量同比新增0.61GW；光伏组件产量约13.00GW，其中出口占比高达92.00%以上。2011年，我国光伏装机容量同比新增3.11GW；光伏组件产量约21.00GW，其中出口占比约90.00%以上。

2010—2011年，我国光伏组件出货量最多的企业主要包含无锡尚德太阳能电力有限公司（以下简称“无锡尚德”）、英利绿色能源控股有限公司（以下简称“英利绿色能源”）、晶澳太阳能科技股份有限公司

（以下简称“晶澳科技”）和天合光能股份有限公司（以下简称“天合光能”）等。2011年，美国商务部对我国光伏制造企业实施“双反”调查，其中英利绿色能源、无锡尚德和天合光能分别被征收31.18%、31.22%和31.14%的反倾销税，其他未应诉中国光伏企业的税率为249.96%，我国光伏产品出口成本大幅增加。同时，因我国光伏产业“两头”在外，原材料多晶硅过度依赖进口，在“双反”调查背景下，中欧、中美贸易摩擦加剧，国外多晶硅生产商被下游客户签订大量长协合同，流入现货市场的多晶硅较少，现货价格被迅速推高，使得我国多晶硅进口价格大幅上涨至2011年4月75.12美元/千克的最高点，光伏产品生产成本骤增。与此同时，人民币在该时期已处于升值通道，进一步降低了国内光伏产品出口的竞争力。2012年，我国光伏组件产量约24.00GW，其中出口占比同比下降11.31个百分点。

受“双反”调查影响，我国光伏制造企业整体盈利能力明显减弱，部分企业甚至被迫破产重组。2011年，尚德电力和英利绿色能源营业利润分别为亏损6.45亿美元和26.95亿元；各项盈利指标均显著恶化（见表2）。2012年，英利绿色能源仍处于大幅亏损状态；晶澳科技毛利率和净资产收益率分别同比大幅下降19.62个百分点和36.10个百分点；而尚德电力因资不抵债于2013年3月破产重整。随着盈利和偿债能力明显减弱，企业融资亦受到严重影响，金融机构收紧对光伏制造

表2 2010—2012年我国主要光伏制造企业盈利指标情况（单位：亿元）

公司名称	2010年			2011年			2012年		
	营业利润/ Income (loss) from operations	毛利率	净资产 收益率	营业利润/ Income (loss) from operations	毛利率	净资产 收益率	营业利润/ Income (loss) from operations	毛利率	净资产 收益率
尚德电力	1.97亿美元	6.80%	12.70%	-6.45亿美元	-20.50%	-106.80%	--	--	--
英利绿色能源	27.81	22.20%	13.50%	-26.95	18.40%	-45.50%	-25.23	-22.20%	-72.70%
晶澳科技	1.13	28.70%	12.10%	0.22	23.72%	0.60%	-3.49	4.10%	-29.30%

注：因尚德电力和英利绿色能源均为美股上市公司，毛利率=Income (loss) from operations/Total Net revenues*100%；净资产收益率=Net income (loss)/Net assets*100%；

资料来源：公司年报，Wind

表3 2010—2012年我国主要光伏制造企业偿债指标情况

公司名称	2010年			2011年			2012年		
	现金短期 债务比 (倍)	经营现金/ 全部债务 (倍)	EBIT/ 全部债务 (倍)	现金短 期债务比 (倍)	经营现金/ 全部债务 (倍)	EBIT/ 全部债务 (倍)	现金短期 债务比 (倍)	经营现金/ 全部债务 (倍)	EBIT/ 全部债务 (倍)
尚德电力	0.62	-0.01	0.11	0.31	0.04	-0.40	--	--	--
英利绿色能源	1.00	0.30	0.33	0.51	0.03	-0.23	0.28	-0.18	-0.22
晶澳科技	7.52	-1.15	1.04	0.99	-1.86	0.18	0.30	-0.13	-0.45

注：因尚德电力和英利绿色能源均为美股上市公司，现金短期债务比=Cash and cash equivalentss/Shortterm borrowings*100%；经营现金（经营活动现金流量净额）= Net cash provided by (used in) operating activities；EBIT=Income (loss) from continuing operations before tax
资料来源：公司年报

企业贷款政策，再融资空间不断收窄，进一步加大了光伏制造企业流动性压力（见表3）。

破局而立，向阳而生

“双反”调查等贸易限制虽然对我国光伏产品出口造成一定制约，但随着我国光伏产业利好政策的不断出台，我国光伏产业逐步突破“两头”在外困境，上中下各产业环节产业均展现明显的规模优势，在“双反”围城中破局而立，行业整体抗风险能力显著增强。

1.突破多晶硅生产技术限制，摆脱进口依赖

我国光伏制造企业已打破原料端技术壁垒，多晶硅产能和产量均快速增长。近五年，我国多晶硅产量年均复合增长约25.64%。截至2022年底，我国多晶硅产能为116.67万吨，占全球产能规模的87.00%。同时，多晶硅生产为高耗能生产工艺，我国多晶硅生产企业通过不断向新疆、内蒙古等能源丰富且价格相对低廉的区域转移，电力成本明显减低，我国光伏产品成本优势显著展现。

2.制造环节技术不断突破，“产业一体化”“全球化”进程加速

在制造环节，我国光伏企业不断加快技术创新和结构调整，硅片、组件和电池片工艺技术均持续优化，光电转换效率屡创新高，“硅片—电池片—组件”产业一体化进程加速，持续“降本增效”。近年来，随着电

池片技术的不断迭代升级，光伏电池片技术从初期的P型电池升级至N型电池。目前主流的PERC技术平均转换效率已由19.50%（AI-BSF电池平均转换效率）提升至23.20%。同时，我国已成为全球最大的光伏产品生产区域。截至2022年底，我国硅片、组件、电池片产能分别为650.10GW、505.60GW和551.60GW，分别占全球产能规模的97.90%、86.70%和80.80%。此外，面对欧美不断升级的“双反”调查，我国光伏制造企业通过布局海外光伏生产基地等方式来灵活应对。中国光伏制造行业的发展趋势已由“产品出口”逐渐转变为“产能出海”的格局。根据公开数据，隆基绿能科技股份有限公司、晶科能源股份有限公司及天合光能等20余家光伏制造企业已在海外（主要包括美国、马来西亚、越南和印度等国家）布局产能；目前投产及规划建设的硅片产能约27.00GW、电池片产能约61.00GW、组件产能约74.00GW。同时，海外建设产能除硅片、电池片和组件等主要产品外，组件生产所需的辅材环节也布局了配套产能。光伏组件全产业链的海外布局有利于我国光伏制造集群效应的形成，进一步提升了我国光伏产品的全球市场竞争力。2019年至今，我国光伏组件企业国外业务毛利率与组件出口占比走势基本保持一致（见图1）。近两年，我国光伏组件企业国外业务毛利率基本维持在12.00%~20.00%。

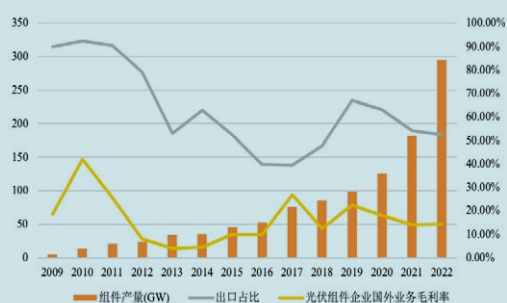
3.下游需求高速增长,降低光伏产品出口依赖度

我国光伏产业链不断向发电端延伸,积极布局电站开发,为光伏制造企业创造了新的利润增长点。2020年9月,我国明确提出2030年“碳达峰”、2060年“碳中和”目标,国内光伏电站规模快速扩张,为我国光伏产品提供了稳定的下游需求。2012—2022年末,我国光伏累计装机容量年均复合增长率为149.50%。2022年,我国光伏新增装机容量为87.41GW,预计2023年,我国光伏新增装机容量约150.00GW。

4.光伏企业的财务表现

从财务指标来看,2020—2022年末,我国光伏制造企业资产规模保持增长趋势,截至2022年底,我国光伏制造企业已具备明显的规模优势,在全球光伏产业居主导地位。2020—2022年,随着我国光伏市场需求的增加,我国光伏制造企业对外出口依赖度明显降低,“双反”调查等贸易限制对我国光伏制造企业生产经营的影响明显减弱,我国光伏制造企业营业收入和利润总额均不断增长,但由于上游原材料价格上涨,营业利润率有所下降。同期末,随着产能规模的不断扩大,我国光伏制造企业债务负担有所加重,偿债指标波动较大,但整体表现良好。2020年以来,我国光伏制造产业发债规模逐年扩大,同时我国不断出台各项政策保障光伏产业健康有序发展,整体融资环境较为良好。

图1 2009年以来我国光伏组件产量、出口占比及毛利率情况



资料来源: CPIA

考虑到光伏制造企业发行债券类型多为可转换公司债券,未来转股可能性较高,整体偿债压力可控,我国光伏制造产业整体信用风险可控。

三、中国光伏制造企业未来发展及展望

美国、印度等国家对我光伏产品的贸易限制短期内将难以消除;但考虑到海外光伏产品现有产能规模较小,同时受海外国家生产成本高等因素影响,生产规模无法快速扩张,短期内美国、印度、欧盟等国家和地区对我光伏产品依赖性仍很强。同时,在绿色能源低碳转型目标的推动下,国内外光伏市场需求持续向好,我国光伏产品出口仍具备良好的发展前景。长期来看,面对复杂多变的国际形势和经济环境,全球贸易局势紧张,我国光伏制造企业应不断提升技术研发水平,持续“降本增效”,合理开拓海外市场,进一步保持我国光伏产业在全球市场的主导地位。

2022年,美国针对我国光伏制造企业布局东南亚生产基地发起“反规避”调查;印度也针对原产于或进口自中国、泰国和越南的光伏电池及组件的进行反倾销调查,给我光伏制造企业带来新的挑战。现阶段看,美国等国家对我光伏产品的贸易限制短期内将难以消除。但考虑到海外光伏产品现有产能规模小,各环节产能规模仅占全球产能的20.00%以下,叠加受美国、欧盟等国家和地区电力、人工生产成本高等因素影响,生产规模扩张受限,短期内美国、印度、欧盟等国家和地区对我光伏产品依赖性仍很强。

同时,在绿色能源低碳转型目标的推动下,国内外光伏市场需求持续向好,我国光伏产品出口仍具备较为良好的发展前景。其中,我国国家发改委能源所按照“双碳”目标进行能源结构调整,预计2025年,我国光伏累计装机容量达730.00GW,2035年或将达到3000.00GW。美国、欧洲等各国也不断加快新能源产业进程,以巴西为主的拉美市场、以沙特阿拉伯、

阿联酋为主的中东市场的光伏装机规模快速扩张。根据Infolink、Solar Power Europe、巴西光伏太阳能协会（ABSolar）预测，预计美国、欧盟和巴西2023年新增光伏装机容量分别为42.00GW、68.00GW和15.00GW。根据中国光伏行业协会（CPIA）预测，2023—2030年，全球光伏新增装机容量增速仍保持上升态势（见图2）。因此，我国光伏制造企业应依托于自身的规模优势和成本优势持续合理开拓海外新兴市场；同时结合自身完善全球供应链和营销网络，对海外贸易限制政策做出灵活应对，不断寻求良好的发展机遇，持续巩固在全球光伏制造产业的主导地位。

此外，我国光伏制造企业应不断提升技术研发水平，持续“降本增效”。目前，我国光伏电池除PERC技术外，TOPcon和IBC等技术的转换率也屡次刷新纪录。2022年，我国TOPCon单晶电池、异质结电池和XBC电池量产平均转换效率已达到24.50%、24.60%和24.50%，预计2023年将突破24.90%、25.00%和24.90%；此外，钙钛矿叠层电池商业化进

程加速，实验效率最高达到33.50%。硅料方面，根据中国光伏行业协会（CPIA）预测，预计2023年底，我国多晶硅产能将达到230.00万吨/年，多晶硅的稳定供应将进一步增强我国光伏产品的成本竞争优势。未来，随着我国光伏制造企业的产业一体化优势以及光伏产品技术的不断提升，我国光伏制造企业将更加具有竞争力，有助于企业更好的应对“双反”调查带来的不利影响。//

图2 2011—2022年全球新增光伏装机规模及2023—2030年新增规模预测（单位：GW）



资料来源：CPIA

浅谈“双碳”政策下水泥行业未来发展

文 | 联合资信 刘璐轩 宋莹莹

一、水泥行业“双碳”政策梳理

中国“双碳”政策体系

2020年9月，中国首次提出“碳达峰”“碳中和”目标，随后各部门就“碳达峰十大行动”及涉及的重点行业出台多项政策措施，形成了覆盖短、中、长期的“双碳”政策体系。

2020年9月，在第七十五届联合国大会上，中国向

世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现“碳中和”。截至目前，中国已构建了“碳达峰”“碳中和”“1+N”的政策体系。2021年10月24日，国务院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好“碳达峰”“碳中和”工作的意见》（以下简称“《双碳工作意见》”），该意见提出了中国“碳达峰”“碳中和”工作的主要目标和工作方向，是顶层设计文件的核心“1”。

同月, 国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》(以下简称“《行动方案》”), 对2030年前实现“碳达峰”作了具体部署。2021年至今, 各部门已就“碳达峰十大行动”及涉及的重点行业出台多项政策措施, 形成了覆盖短、中、长期的“双碳”政策体系, 并强化碳汇能力、标准计量体系、人才培养、绿色金融等方面的保障措施。各地方政府也发布了全省或重点领域的“双碳”实施意见、方案或规划。

水泥行业相关“双碳政策”

水泥行业以国务院发布的《双碳工作意见》和《行动方案》为指导, 各部门发布的详细政策为依据, 逐渐明晰“双碳”工作目标和方向。

水泥行业前期的产能减量置换、错峰生产等行业政策已引导水泥行业向节能减排方向发展。2021年9月, 发改委发布的《完善能源消费强度和总量双控制度方案》提出了能耗双控要求。《双碳工作意见》和《行动方案》两个重要的国家级“双碳”政策出台后, 水泥行业的“双碳”工作目标和方向逐渐明晰。

2021年10月, 发改委发布的《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》中, 公布了《冶金、建材等重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案(2021—2025年)》, 首次提出到2025年, 通过实施节能降碳行动, 水泥行业能效达到能效标杆水平的比例超过30%, 行业整体能效水平明显提升, 碳排放强度明显下降, 绿色低碳发展能力显著增强。2021年11月, 发改委发布的《高能耗行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》则明确了水泥熟料的综合能耗标杆水平为100千克标准煤/吨, 基准水平为117千克标准煤/吨。

2022年2月, 发改委发布的《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》, 再次提到“到2025年, 水泥行业能效标杆水平以上熟料产能比例达30%”, 还进一步要求到2025年能效基准水平以下熟料产能基本清零, 并提出了水泥行业先进节能技术研

发和成熟节能技术应用方向。2022年7月, 工信部等3部门联合印发《工业领域碳达峰实施方案》, 提出了工业领域整体的碳达峰目标和重点碳达峰任务。在此基础上, 2022年11月, 工信部等4部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》(以下简称“《方案》”), 《方案》作为水泥行业碳达峰行动的指导文件, 提出了行业碳达峰的目标和重点工作任务。之后, 福建、江西、山东、湖南等省份也推出了省内建材行业碳达峰实施方案, 其他省份也在省碳达峰行动方案或省工业领域碳达峰行动方案中对建材行业碳达峰工作做出了要求。

2022年11月工信部等4部门联合印发的《建材行业碳达峰实施方案》提出了强化总量控制、推动原料替代、转换用能结构、加快技术创新、推进绿色制造5大类15项重点举措, 对水泥行业“双碳”实施路径给予指导。《方案》提出建材行业碳达峰主要目标为“十四五”期间, 建材产业结构调整取得明显进展, 行业节能低碳技术持续推广, 水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降, 水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上。“十五五”期间, 建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破, 原燃料替代水平大幅提高, 基本建立绿色低碳循环发展的产业体系, 确保2030年前建材行业实现碳达峰。

二、水泥行业的碳排放现状

中国碳排放趋势与结构

中国碳减排尤其是降能耗压力仍很大, 建材行业尤其是水泥行业为二氧化碳主要排放行业之一, 水泥行业的碳减排任务是实现“碳中和”的重点工作。

根据BP公布的各国碳排放数据, 中国自2005年成为世界第一大碳排放国。2005—2016年, 中国碳排放量增速呈波动下降态势, 2017—2021年, 增速整体小幅回升, 2022年伴随经济增速的放缓、经济结构的调整以及相关政策的实施, 碳排放量增速为负。2022年, 中

国碳排放总量105.50亿吨,同比下降0.13%;单位国内生产总值能耗比为0.540吨标准煤/万元,距“2025年比2020年(0.560标准煤/万元)下降13.5%”的目标仍有一定距离;单位国内生产总值二氧化碳排放比为0.87吨/万元¹,较2020年下降13%,距“2025年比2020年下降18%”的目标相对接近。整体看,中国碳减排尤其是降能耗压力仍很大。

从中国碳排放的结构来看,能源活动和工业生产过程是中国二氧化碳排放的主要来源,其中能源活动碳排放占比在75%以上。能源活动二氧化碳直接排放量中,电力、钢铁、建材和化工为四大重点行业,2015年分别为35.5亿吨、17.3亿吨、7.0亿吨和10.3亿吨²,分别占能源活动二氧化碳直接排放量的38.2%、17.3%、7.0%和10.3%。工业生产过程排放量中,水泥行业更是主要来源,2015年建材行业工业过程碳排放8.3亿吨。由此可见,建材行业尤其是水泥行业为二氧化碳主要排放行业之一,水泥行业的碳减排任务是实现“碳中和”的重点工作。

水泥行业碳排放情况与减排压力

水泥产量是水泥行业碳排放的决定性因素,随着生产线技术水平的不断提高,燃料碳排放占比有所下降,水泥熟料生产过程的碳排放占比较高,且过程排放的减排难度和压力相对更大。

水泥行业的碳排放主要来源于熟料生产过程中碳酸钙分解化学反应产生的二氧化碳排放和熟料煅烧生产阶段的燃料燃烧排放,另外还有各生产阶段电力、运输等能源消耗导致的间接碳排放,可通过余热发电等方式实现部分碳减排,间接碳排放占比较低。熟料生产阶段是主要的碳排放过程。

过往水泥行业的碳排放主要与水泥产量、单位能耗以及单位石灰石的碳排放相关,其中水泥产量为决定性因素。2005—2020年中国建筑材料联合会的水泥工业二氧化碳排放数据变化趋势与期间水泥产量变化趋势基本一致。以2020年为例,水泥工业二氧化碳排放12.3亿吨,同比上升1.8%,而同期水泥产量同比上升1.6%。2021年以来,随着需求的走弱,中国水泥产量有所下降,水泥工业的碳排放预计也随之下降。

而从水泥行业的碳排放结构来看,过程排放占比较高,且占比呈上升趋势(2020年工业过程排放:燃料排放约为2:1),主要系随着技术进步、装备水平提升,行业的单位生产能耗呈下降趋势。此外,水泥工业的电力消耗占比较低(2020年占比约为7%)。由于单位石灰石的碳排放相对固定,过程排放的控制更多依赖减少石灰石使用量、碳捕捉等技术和装备升级改造来完成,过程排放的减排难度和压力相对更大。

目前水泥行业单位能耗仍相对较高,与相关“双碳”政策要求目标相差较远;但部分大型水泥企业的降能耗工作进展效果显著,小型水泥企业面临较大减排压力。

单位能耗方面,根据发改委《高能耗行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》,水泥熟料的综合能耗标杆水平为100千克标准煤/吨,基准水平为117千克标准煤/吨。而国家发改委数据显示,按照电热当量算法,截至2020年底,水泥行业能效优于标杆水平的产能约占5%,能效低于基准水平的产能约占24%,与《水泥行业节能降碳改造升级实施指南》中“到2025年,水泥行业能效标杆水平以上的熟料产能比例达到30%,能效基准水平以下熟料产能基本清零”的目标差距尚远,节能任务艰巨。通过部分水泥上市公司

¹ 联合资信根据 BP 中国二氧化碳排放数据和中国官方 GDP 数据比值测算,非官方数据。

² 本段碳排放相关数据来源为国家应对气候变化战略研究和国际合作中心《十三五主要行业 and 重点部门二氧化碳排放控制目标建议》。

司披露的熟料能耗数据来看,华新水泥、华润水泥平均单位熟料综合能耗已达标杆水平以上,而即使是头部的海螺水泥和天山水泥也尚未达到标杆水平。但对比2022年与2021年数据也可看出,部分水泥企业降能耗工作效果显著(见表1)。对于大型水泥企业来说,降能耗的资金实力和技术装备优势更为突出,实现《方案》中“到2025年水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上”目标相对容易,小型企业如果不能完成降能耗任务或将面临市场出清。

整体看,随着城镇化进程高峰结束、房地产新房需求进入低位平台期以及行业供给侧政策发挥作用,水泥碳排放总量控制压力不大。但水泥行业的降能耗、降石灰石使用量等降碳排放强度压力仍然很大。

三、水泥行业“碳中和”实施路径

供给端加强改革

增强供给侧改革力度,加快低效产能淘汰出清。

压减水泥尤其是熟料产量仍然是水泥行业碳排放总量控制的主要手段。除了需求端因素影响,减产还需供给侧政策进一步发力。当前水泥行业在严格执行产能置换政策、扩大减量置换范围、提高减量置换比例、差异化错峰生产和提升落后产能标准等方面仍有政策空间。若按照《水泥行业节能降碳改造升级实施

指南》中“基准能效水平以下熟料产线基本清零”严格执行,低效产能将得以大规模出清,一批中小水泥企业或将退出市场。

能源端提升效率,调整结构

加大节能技术改造和余热发电技术应用,提升能源使用效率。

在降碳减排强度方面,节能技改和余热发电应用是水泥企业较容易实现的路径之一。如通过推动采用低阻高效预热预分解系统、富氧燃烧技术、第四代篦冷机、模块化节能或多层复合窑衬、气凝胶、窑炉专家优化智能控制系统等相对成熟的技术,可进一步提升烧成系统能源利用效率。中长期来看,更高能效的新型低碳水泥窑炉技术也可能为水泥行业能效提升带来突破性的变革。

水泥窑纯低温余热发电技术可以将熟料生产过程中产生的热能转换成电能从而实现资源的循环利用,已被水泥企业广泛采用,但还有进一步扩大空间。

增加清洁能源和替代燃料使用,推动协同处置,调整能源结构。

水泥企业可通过水泥窑协同处置将垃圾预处理可燃物、生物质燃料、工业固废等作为替代燃料。国内头部水泥企业在这一领域已有较为广泛的实践,如华新水泥2022年国内工厂热量替代率为15.9%,天山水泥

表1 部分水泥上市公司单位熟料综合能耗相关数据(单位:千克标准煤/吨)

公司名称	2021年	2022年	2022年同比变化
海螺水泥股份有限公司	110.20	104.88	-4.83%
华新水泥股份有限公司	108.76	99.46	-8.55%
天山水泥股份有限公司	/	107.49	/
华润水泥控股有限公司	103.8	99.5	-4.14%
中国西部水泥有限公司	107.43	106.6	-0.77%

注:“/”为未获取相关数据,华新水泥2021年数据为根据2022年变化数据推算
资料来源:上市公司年度报告等公开资料,联合资信整理

2022年燃料替代二氧化碳减排44万吨。我国水泥生产的热替代率仅不到2%³，协同处置尚有广阔的推广应用空间，但也需关注到协同处置应用有一定资金实力、运营经验和资源禀赋的壁垒限制。从远期来看，随着绿色氢能煅烧水泥熟料等关键技术攻关突破，清洁且经济的新型低碳燃料或将成为新的碳减排突破口。

另外，水泥企业可利用工厂建筑、土地等资源进行光伏、风电等清洁能源建设，减少火电使用，如2022年海螺水泥风力、光伏、生物质发电合计约2.5亿千瓦时，天山股份光伏自发电量0.18亿千瓦时。

原料端及产品端调整

增加石灰石及熟料替代原料使用，调整产品结构。

过程排放是水泥碳排放的主要来源且单位石灰石的碳排放相对固定，减少石灰石等碳酸盐的使用是水泥企业实现碳减排路径之一。短期内，在熟料生产阶段，可以使用石渣、磷石膏、氟石膏、锰渣、赤泥、钢渣等含钙资源等替代部分石灰石。而在水泥生产阶段，可使用矿粉、煤粉灰、矿渣和煤矸石等工业废渣来降低熟料消耗，实现碳减排的同时，还可有效消纳工业废弃物。但上述操作均须在保障水泥产品质量的前提下，需要水泥企业具有相应的技术水平和质控能力。

中期来看，低碳水泥新品种或将得到推广应用。低碳水泥具有所需CaO含量低、烧成温度低、碳排放低的特点。目前高贝利特水泥、硫酸硫（铁）铝酸盐水泥等新品种水泥已开始应用，但由于成本价格等因素尚未大范围使用。《方案》中也提到要推广上述新品种水泥的应用和含硫硅酸钙矿物、粘土煅烧水泥等材料的研发。新品种的推广应用一方面需要通过技术升级

等手段缩窄与普通水泥之间的成本差异，另一方面也需要相关政策的鼓励支持来扩大低碳水泥的应用场景和市场需求。长期展望，新型凝胶材料技术可能得到使用，逐步实现对传统水泥的替代。

建设碳排放管理体系，提高碳捕捉技术

健全碳排放管理体系，完成绿色制造转型。

强化全生命周期绿色管理、健全碳排放管理体系是水泥企业实现“碳中和”的保障措施。创建“绿色工厂”“绿色矿山”“绿色供应链”也能助力水泥企业实现一定量的碳减排。如在中长途运输优先采用铁路或水路中短途运输鼓励采用管廊、新能源车辆或达到国六排放标准的车辆，厂内物流运输加快建设皮带、轨道、辊道运输系统，减少厂内物料二次倒运以及汽车运输量。

远期路径：碳捕捉技术大范围使用，实现碳捕集、运输、封存和利用。

碳捕捉（Carbon Capture and Storage—CCS）就是捕捉释放到大气中的二氧化碳，通过一系列技术对二氧化碳进行提纯、分离、压缩之后，压回到枯竭的油田和天然气领域或者其他安全的地下场所。CCUS则是在CCS的基础上实现对“碳”的再利用。CCUS是目前公认的未来可能实现水泥行业“碳中和”的核心技术。目前海螺水泥、天山水泥和华新水泥等头部水泥企业均已经或计划开展碳捕提示范项目，如天山水泥实施青州中联年产20万吨全氧燃烧碳捕提示范项目，为大规模实施积累经验，到2025年建成二个碳捕捉项目；海螺水泥在白马山水泥厂碳捕集项目的基础上，将水泥生产过程中捕集的二氧化碳作为农业气肥使用，实现二氧化碳资源化利用；华新水泥计划在2026—2030年开

³ 根据中国水泥协会《加速工业深度脱碳：中国水泥行业碳中和之路》。

展BECCS（生物能源碳捕集和封存）试点项目。但目前CCUS存在大规模应用技术有待攻关以及成本高昂的问题。未来，随着CCUS技术突破和碳市场交易大规模开展，低成本技术和有效的碳价可能将使CCUS生产水泥综合成本与传统水泥综合成本持平或形成优势，对水泥行业的减排和转型将起到重要推动作用。

四、“双碳”政策对水泥企业信用水平影响

“双碳”政策对水泥企业的影响存在区域差异化

不同省市面临的降能耗压力存在较大差异，华北和华东地区水泥企业面临的节能降耗压力要大于其他区域水泥企业。

由于不同省市的水泥产能过剩情况（见图1）、供需关系及二氧化碳排放情况（见图2）存在一定差异，故水泥企业布局不同，在“碳中和”“碳达峰”实施过程中，面临的机遇和挑战也会存在差异。从此前各省市二氧化碳排放量情况看华北和华东地区中多个省份以及辽宁和广东二氧化碳排放量较高，布局于该区域的水泥企业面临的节能降耗压力要大于其他区域水泥企业。特别处于该区域的小型水泥企业，升级改造生产

线的实力不足，或将被出清。

“双碳”政策对水泥企业影响存在个体差异化

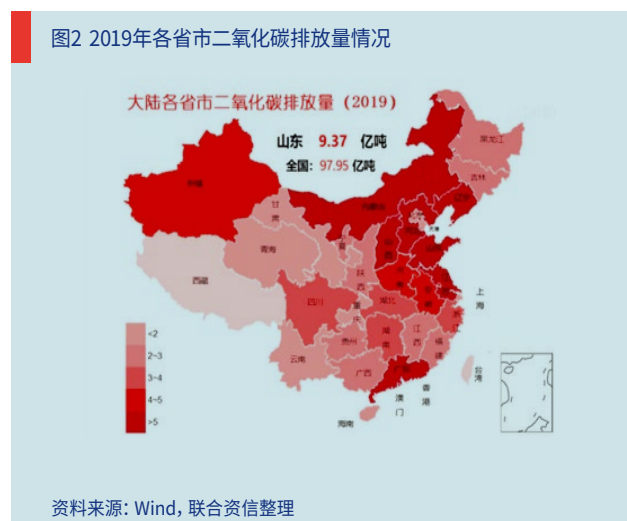
行业需求下行及“双碳”政策的持续实施下，行业生产及运营成本增长，收入及盈利规模或将下降，央企企及大型优质民营水泥企业具备实力穿越行业周期；中小型民营企业或将被出清，行业集中度或将提高。

受下游需求疲软影响，2022年和2023年前三季度水泥产量均有所下降，且随着城镇化率的不断提高及基础设施建设不断完善，下游房地产投资增长率或持续处于低位，水泥需求会继续下降；且随着“碳达峰”“碳中和”相关政策和执行标准陆续实施，新型胶凝材料、低碳混凝土等低碳建材产品的研发和应用逐步实现，一定程度上会替代部分水泥的需求，故整体看，未来水泥的需求会呈现下降趋势。从“碳达峰”“碳中和”实施路径看，通过缩减产能进行供给侧改革是其重要一环，但预计短期内水泥产能下降缓慢，行业供需失衡状态难以改变；长期看，随着强制关停产能或能耗不达标生产线及竞争实力较弱企业的陆续退出，行业供需会慢慢趋于平衡。在缩减产能这个过程中，为了保证自身生产线不被关停淘汰，水泥企业一方面需要进行技术改

图1 2022年各省市熟料产能排行榜



图2 2019年各省市二氧化碳排放量情况



造降低综合能耗，另一方面需要进行置换产能保证自身产能，这些都需要一定规模的资本投资，增加日常运营成本。

目前，水泥行业产能过剩比较严重，供需失衡的情况下很容易引起价格战等无序竞争，水泥价格将会下降（见图3），企业盈利空间将会缩窄，部分企业甚至会出现亏损情况，经营现金流压力将会增长，同时，熟料生产线改造升级或置换将会使投资压力加大；且长期看，水泥行业整体需求下降，水泥行业收入下滑，水泥企业整体的盈利规模将会缩减。在这个过程中，央企及大型优质民营水泥企业资金实力较强，面对的金融环境也较好，能够及时通过外部融资解决经营业绩下滑及投资压力加大带来的现金压力，抗风险能力较强，具备实力穿越行业周期；但中小型民营企业，融资能力及面临的融资环境均不及央企及大型优质民营水泥企业，或将难以抵抗经营和投资的双重压力而被出清，行业集中度会进一步提高。

在多重压力下，部分水泥企业延伸产业链，发展多元化业务，在增加业绩增长点同时也面临一系列挑战。

2022年以来，受供需失衡影响，水泥价格波动下降至很低水平，但原材料煤炭一直处于高位震荡，水泥企业盈利持续下滑；同时自2021年提出“碳达峰”“碳中和”目标以来，水泥行业面临升级产线降低单位能耗、增加碳捕捉设施、铺设光伏太阳能设备增加新能源利

用等一系列投资压力，部分水泥企业开启了多元化发展道路。目前水泥企业的多元化发展方式主要包括以下几个方式：（1）投资骨料业务。（2）拓展海外水泥业务。（3）投资建材以外其他业务。

业务多元化虽然可以发展业务新的增长点，抵抗主业下行风险，但多元化业务投资也存在较多风险，对于目前仍有较大投资的水泥企业，需要重点关注在目前经营获现能力大幅下滑情况下，大额再投资项目资金来源稳定性情况，以及业务投入运营后实现效益情况。

水泥行业发债集中度极高，目前行业处于下行通道，随着“双碳”政策的持续实施，中小型水泥企业、存在管理瑕疵的水泥企业信用风险或将加大，行业信用水平将继续分化。

从水泥行业发债企业情况看，目前存续的发债主体评级均在AA+以上，以AAA为主，主要为大型的央企，一方面系水泥企业现金流较好，部分企业资金充足且无大额投资需求，货币资金充裕，无债券融资需求；另一方面，级别较低的水泥企业发行难度及成本较高，陆续退出发债市场。目前水泥行业存续债券余额中为建材系和金隅系企业发债余额占发债总余额的比重分别为49%和40%，行业发债集中度极高。

目前受下游需求疲弱及上游煤炭价格高位波动影响，水泥行业处于下行通道，且随着“双碳”政策的逐步落地，水泥行业“碳中和”路径的持续实施，供给侧改革削减产能及下游需求持续下降的情况下，小型水泥企业、存在管理瑕疵的水泥企业产线质量不高，面临的信用风险或将加剧；多元化实施情况较好的水泥企业抗风险能力将强于单一水泥主业企业，中建材集团的竞争优势将逐步显现，行业信用水平将进一步分化。

五、总结

自2020年9月，中国首次提出“碳达峰”“碳中和”

图3 2015年以来全国水泥价格指数走势图（单位：点）



资料来源：Wind，联合资信整理

和”目标后,国内颁发了多项政策措施,形成了覆盖短、中、长期的“双碳”政策体系,指导各行业实现双碳目标。但目前中国碳减排尤其是降能耗压力仍很大,建材行业尤其是水泥行业为二氧化碳主要排放行业之一,水泥行业的碳减排任务是实现“碳中和”的重点工作。目前水泥行业单位能耗仍相对较高,与相关“双碳”政策要求目标相差较远;但部分大型水泥企业的降能耗工作进展效果显著,小型水泥企业面临较大压力。未来水泥行业仍然需要通过从供给端和能源端、原料端及产品端加强控制和改革,建设碳排放管理体系,提高碳捕捉技术,最终实现“碳中和”目标。

“双碳”政策对水泥行业及上下游均产生深远影响,长期看“双碳”政策下煤炭价格下行压力较大,利好水泥行业生产成本控制;装配式建筑及预制件使用或增加,有利于水泥行业调整淡季生产;但替代材料的研发和投入使用,或将降低水泥需求,且供给侧改革的持续推进,水泥行业产能将继续缩减;且在行业需求下行及“双碳”政策的持续实施下,行业生产及运营成本增长,收入及盈利规模或将下降,央国企及大型优质民营水泥企业具备实力穿越行业周期;中小型民营企业信用风险加剧,部分企业未来或将被出清。整体看,随着“双碳”政策的持续实施,预计未来水泥行业信用水平将继续分化。■

《非银行金融机构行政许可事项实施办法》解读

文|联合资信 盛世杰 林璐

一、修订背景和基本框架

新《办法》中的非银行金融机构包括经国家金融监督管理总局批准设立的金融资产管理公司、企业集团财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、货币经纪公司、消费金融公司、境外非银行金融机构驻华代表处等机构。随着社会经济发展对多元化和专业化金融服务需求的不断提高,以及我国多元化金融机构服务体系建设的不断完善,非银行金融机构在整合及优化分配社会资源、提供专业化金融服务、提高资金利用率、防范化解风险和服务实体经济等方面发挥着重要作用,非银行金融机构在构建我国多元化金融机构服务体系中的必要性、稳定性和实用性日益突出。加之近

年来我国金融行业推进高水平对外开放,以及监管对于金融机构“放管服”改革的推进,国家金融监督管理总局对原《办法》进行修订,以提升新《办法》的实际性和可操作性。

新《办法》共七章204条,内容涵盖了非银行金融机构及其境内外分公司和子公司准入、设立、变更及机构终止时,对于股东资质准入、股东出资比例、企业注册基本规范、行政事项报批等要求,非银行金融机构开展从事相关业务资质申请审批门槛,以及非银行金融机构董事和高级管理人员任职资格许可行政审批及相关管理人员任职准入要求等。此次新《办法》修订总共可以归纳为四个方面,一是结合早期修订的《汽车金融公司管理办法》和《企业集团财务公司管理办法》,

同步调整机构设立和股东准入条件, 落实业务分级管理规定, 完善财务公司专项业务准入条件; 二是进一步放宽境外机构入股金融资产管理公司准入条件, 允许境外非金融机构作为金融资产管理公司出资人, 取消境外金融机构作为金融资产管理公司出资人的总资产要求; 三是简化非银行金融机构债券发行审批, 取消非银行金融机构发行非资本类债券审批, 明确资本类债券储架发行机制; 四是完善相关许可规定, 简化部分人员任职资格审批程序, 同步更新《企业集团财务公司管理办法》中对财务公司业务范围及准入标准。下文我们将以此次修订的四个方面为基础, 结合金融租赁公司、消费金融公司、汽车金融公司、企业集团财务公司和金融资产管理公司当前运行情况, 展开探讨此次新《办法》对上述主要非银行金融机构带来的影响。

二、修订内容简析

较原《办法》相比, 此次修订变动内容最大的主要在于非银行金融机构在公司设立申请以及股东资质要求方面, 尤其是针对企业集团财务公司以及汽车金融公司在公司设立以及股东资质要求。同时, 针对消费金融公司、汽车金融公司和金融资产管理公司在机构设立和股东资质相关要求, 结合此次新《办法》修订背景, 对部分涉及公司治理、股东资质、外资股东入股等方面相关要求进行调整。

新《办法》从财务门槛、股东企业经营专业性及稳健性、股权稳定性等多个角度对非银行金融机构在机构设置及股东准入方面做了相应完善, 旨在一方面倒逼出资人从自身实际战略布局需要角度出发, 对出资非银行金融机构做审慎考量, 同时也从股东实力及其专业化运营能力、风险管理能力、股权结构稳定等方面为非银行金融机构后续经营带来更强保障。

股东资质准入调整方面, 新《办法》中对于各类非银行金融机构在股东资质准入条件方面均有不同程度的调整。其中, 针对汽车金融公司股东资质调整主要体

现在股东在汽车产销实力与汽车金融业务匹配度、财务实力以及汽车消费信贷业务管理及风险控制方面, 且在股东资质要求的提升一方面体现在删除了对非金融机构作为出资人最近1个会计年度末总资产不低于80亿元人民币或等值的可自由兑换货币的要求, 同时将非金融机构作为汽车金融公司出资人的最近1个会计年度营业收入不低于50亿元人民币或等值的可自由兑换货币提升为500亿元。将该准入标准对照全球上市车企2022年营业收入来看, 仅戴姆勒、宝马、福特、通用汽车、起亚等国外头部汽车生产企业以及国内如长安汽车、比亚迪、北京汽车、上汽集团、广汽集团、长城汽车、吉利汽车等头部企业能够达到相关要求, 国内新兴新能源汽车品牌较新《办法》中相关规定而言, 仍有小幅差距。

新《办法》中对于企业集团财务公司股东资质准入调整主要体现在股东财务实力方面, 且对企业集团财务水平准入要求做了全面提升。具体来看, 新《办法》中将申请财务公司的企业集团总资产由50亿元提升至300亿元、年度营业收入从不低于40亿元提升至200亿元、税前利润总额从2亿元提升至10亿元、实收资本不低于8亿元提升至50亿元、新增最近2个会计年度末的货币资金余额不低于50亿元、正常经营的成员单位数量不低于50家等。财务公司作为帮助集团公司和其成员单位提供财务的集中管理、资金调配等金融服务的重要的非银行金融机构, 其发展主要与集团母公司生存经营能力息息相关, 一旦集团母公司出现支付危机, 财务公司也容易陷入资不抵债的境地。2023年, 原中国银保监会发布公告, 原则批复同意北大方正集团财务有限公司进入破产程序, 而该财务公司进入破产程序原因主要系早期北大方正集团债务暴雷引发破产重整所致。除此之外, 企业集团财务公司过度金融化和过度经营问题较为突出, 从近年来发生的财务公司处罚案例来看, 部分企业集团利用其财务公司违规开具票据, 票据业务严重违规、保理融资监控不严等问题

受到监管处罚。而此次新《办法》中对于企业集团申请财务公司准入门槛的大幅提高,有利于企业集团从集团内集中调配管理财务资金的有效需求为出发点来进行财务公司的申请,提升企业集团财务公司的有效性,降低因集团自身经营不善或财务公司过度经营对企业自身乃至外部市场带来的不利影响。

对于拟设立企业本身要求上,新《办法》中对于企业集团财务公司和汽车金融公司在企业设立最低注册资本方面均有较为明显的提升。且在信息系统完善性方面,新办法明确了各类非银行金融机构及其下设分公司及子公司均应建立具备保障信息系统有效安全运行的技术措施。新《办法》对企业集团财务公司在设立时新增了至少引进1名具有5年以上银行业从业经验的高级管理人员的要求。同时,新《办法》将“主要股东承诺不将所持有的公司股权质押或成立信托”“控股股东最近1个会计年度末净资产不低于总资产40%”以及“出资人2年内不得有发生重大违法违规行为”覆盖至对于各类非银行金融机构管理中。从上述对于企业设立本身要求提升来看,新《办法》一方面提升了部分非银行金融机构设立的出资门槛,同时从各类非金融机构经营特性角度出发,在人员设置要求、信息系统安全性、股权结构稳定性以及股东经营稳健性等方面要求做了进一步补充,提升了非银行金融机构运行的安全性。

明确外资跨国集团设立财务公司以及放宽外资机构参与我国不良资产经营处置准入要求,有利于吸引外商投资以及加深外资对华投资的黏性,引进国外优质资源参与我国不良资产经营管理,有利于提升我国不良资产处置效率以及处置收益。

为保障进一步扩大我国金融对外开放,新《办法》中一方面明确和细化了外资跨国集团申请设立财务公司的准入要求,同时也放宽了境外机构入股金融资产管理公司的准入条件。其中,外资跨国集团可直接申请设立财务公司,也可通过其在中国境内设立的外资投

资性公司申请设立财务公司,相较于国内企业集团申请设立财务公司而言,外资跨国集团在净资产方面的准入要求为120亿元人民币,低于国内企业集团在净资产方面的要求,除此外与国内企业集团申请财务公司的股东财务水平要求一致。涉及境外机构作为金融资产管理公司出资人准入方面,新《办法》不再对境外金融机构总资产规模作为出资人准入要求,同时新增了境外非金融机构作为出资人的准入标准,其中明确规定了须拥有10年以上经营管理不良资产投资管理类机构的经验、最近2个或3个会计年度连续盈利等相关要求。综合来看,外资跨国集团设立财务公司,便于外资集团在中国对企业集团资金进行集中高效管理,有利于吸引大型外资集团在中国形成有效投资以及资金沉淀,提升外资集团在中国运行的稳定性。从目前不良资产供需市场情况看,一方面我国不良资产供给量和金融资产管理公司不良资产当年收购规模呈上升趋势,同时,近年来我国不良资产供给来源趋于向过剩产能企业、房地产及其相关产业、小微企业、地方融资平台集中的现象。结合当前宏观经济增速放缓的背景下,不良资产处置难度加大、处置周期长于预期、处置收益受到压缩,进而导致我国金融资产管理公司面临着收购压力及特殊资产持有成本持续上升的情况。境外机构投资金融资产管理公司准入门槛的调整,有利于引进境外优秀资本和先进不良资产经营处置经验,进一步扩大了我国不良资产处置期间可利用的资源维度,提升不良资产处置效率以及处置收益,使得外资更加深度参与到中国不良资产经营处置中,形成多元化良性竞争与合作的局面。

取消部分非银行金融机构发行非资本性债券业务资格审批,推动非银行金融机构债券发行量回归相对活跃状态,对于降低相关非银行金融机构资产负债期限错配、降低融资成本等方面带来有效改善;资本类债券储架发行机制的明确也将有利于非银行金融机构探索多种资本补充渠道,缓解自身经营期间的资本压力。

新《办法》明确，金融资产管理公司、金融租赁公司及其境内专业子公司、消费金融公司、汽车金融公司募集发行非资本类债券不需申请业务资格，简化放宽了债券发行的行政许可要求，其他一般性行政许可要求没有变化。此外，新《办法》明确了非银行金融机构资本类债券的储架发行机制，金融资产管理公司、金融租赁公司及其境内专业子公司、消费金融公司、汽车金融公司可在批准额度内，自主决定具体工具品种、发行时间、批次和规模，并于批准后的24个月内完成发行，在资本工具募集发行结束后10日内向决定机关报告；如在24个月内再次提交额度申请，则原有剩余额度失效，以最新批准额度为准。结合早期监管对于鼓励非银行金融机构通过发行资本补充债券等相关资本性债务融资工具进行资本补充的指导意见，此次新《办法》中对发行机制的明确一方面体现了对于非银行金融机构监管向银行类进行靠拢的趋势，同时也将有利于非银行金融机构拓展资本补充渠道，缓解自身经营期间资本补充压力。

非银行金融机构的负债来源主要为同业借款，同业借款期限主要为一年期或以内，为短期资金，而其业务期限多为中长期，普遍存在资产负债期限错配的情况。此外，同业借款受资金环境和监管政策影响较大，在近年来金融市场风险加剧的背景下，部分资质相对较弱的非银行金融机构融资难度有所加大。发行金融债券一方面可以拉长非银行金融机构的负债久期，缓解资产负债期限错配，另一方面可以平抑利率重定价风险，更好地将资金匹配到合适的中长期资产业务。近年来，为防范金融市场风险，促进非银行金融机构稳健经营，人民银行放缓非银行金融机构债券新发行的审批及备案审查，非银行金融机构发行债券节奏明显减弱，非银行金融机构发行债券的需求积蓄。下图1列示了2019年以来，金融资产管理公司、金融租赁公司、消费金融公司及汽车金融公司发行金融债券及资本类债券的情况。新《办法》对债券发行的简政放权，或意味着监管部门将逐渐恢复对非银行金融机构债券

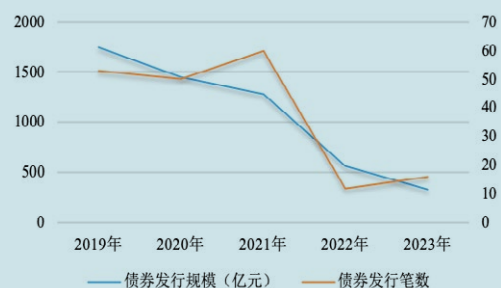
发行的审批备案，而非银行金融机构发行债券需求的逐步释放，也将更有利于其资金的合理安排以及未来业务的拓展。

简政放权，优化非银行金融机构在机构变更、董监高人员任职资格以及业务开展审批流程和权限。

机构变更方面，对于消费金融公司开业满5年且不涉及实际控制人变更的，不再要求其至少应当有1名具备5年以上消费金融业务管理和风险控制经验，并且出资比例不低于消费金融公司全部股本15%的出资人，一定程度上放宽出资人的条件。在新《办法》实施前已成为非银行金融机构控股股东的，申请变更股权或调整股权结构涉及该控股股东资格审核时，要求净资产率应不低于30%。董事和高级管理人员任职资格许可方面，新《办法》明确，对于事后报告制涉及的拟任人不符合任职资格条件的，监管机构可以责令该机构限期调整任职人员。

在业务范围和业务品种方面，新《办法》主要是将2022年11月修订发布的《企业集团财务公司管理办法》中对财务公司的业务调整纳入其中。由于《企业集团财务公司管理办法（2022年）》中取消了财务公司发行债券、对金融机构股权投资、开办外汇、进行股票投资、融资租赁等业务，新《办法》中同步取消了相关业务的行政许可要求；对于财务公司申请开办固定收益类有价证券投资业务的，新增要求注册资本不低于20

图1 非银行金融机构债券发行情况



数据来源：Wind，联合资信整理

亿元人民币或等值的可自由兑换货币,最近1年月均存放同业余额由不低于5亿元提升至不低于10亿元;财务公司申请开办成员单位产品消费信贷、买方信贷业务的,要求由注册资本不低于5亿元人民币或等值的可自由兑换货币提升至不低于20亿元,业务资格要求有所提升。此外,金融租赁公司为控股子公司、项目公司对外融资提供担保业务资格在批准其设立控股子公司、项目公司开展融资租赁业务资格时一并批准,进一步简政放权。对非银行金融机构衍生品交易业务资格更加明晰,同时明确非银行金融机构申请基础类衍生产品交易业务资格需要具有一定规模的衍生产品交易的真实需求背景,确有开办此项业务的需求,进一步完善

相关行政许可规定。

三、结论

此次新《办法》修订通过调整股东资质准入、完善相关条例、调整优化业务准入审批条件及流程,提升了部分非银行金融机构及其股东资质准入条件,放宽了外资集团公司财务集团设立以及外资机构入股我国金融资产管理公司门槛,优化了非银行金融机构债券发行以及部分任职人员任职资格许可的审批程序,进一步推进简政放权,旨在强化监管政策引领、提升非银行金融机构运行效率,保障非银行金融机构运行的有效性和稳定性。■

2023年行业信用风险表现新变化

文|联合资信 吴 玥 王 妍

一、研究方法与样本

根据《联合资信行业风险评价方法》,行业信用风险主要通过两个维度来考量,一是行业特征因素,主要分析在相当长一段时期内不易改变的行业本质,如行业经济周期特征、行业竞争格局等;二是行业信用风险表现因素,是衡量行业在中短期内的风险水平。本文重点关注行业的波动性,即信用风险表现因素,从行业成长性、盈利水平、杠杆水平、偿债水平等维度来观察分析2023年各行业信用风险变化情况。

本文以披露了近三年上半年度财务数据的3230家非金融发债可比主体为样本,选取了各行业普适性相对较高的财务指标对各行业的信用状况进行分析。本文仅涉及联合资信行业风险评价模型中部分指标的分

析,因此本文结论不能作为最终评级观点。

行业分类方面,本文按照联合资信行业分类(2022版),选取样本数量大于10且披露数据质量较好的27个行业,其中城市基础设施投资(以下简称“城投”)行业样本数量最多(1871家),其次为制造业(209家),建筑与工程和房地产开发经营行业样本数量在100~200家之间,多数行业企业样本数量不到100家,航空运输行业样本数量最少,仅为10家。

二、2023年各行业信用状况变化回顾

本部分先从各行业企业的“3C”评级结果的均值变化、行业内级别调整的企业占比两个角度,来回观观察2023年各行业整体信用状况的变化情况。

2023年,多数行业评级结果均值出现下降,特别是房地产开发经营、零售行业均值下降幅度较大(见图1)。具体来看,27个行业中有8个行业评级结果均值升高,2023年煤炭、石油化工行业评级结果平均数较2022年明显升高(图1中绿色区域),反映出行业整体信用状况有所改善;建材、房地产、医疗保健、农林牧渔、零售、航空运输以及港口行业评级结果平均数较2022年明显下降(图1中红色区域),行业整体信用风险有所提升;化工、钢铁、有色金属、建筑与工程、制造业、消费品生产、旅游、贸易、信息技术、机场、港口、收费公路以及公用事业等行业评级结果平均数变化较小,2023年行业整体信用质量相对稳定。

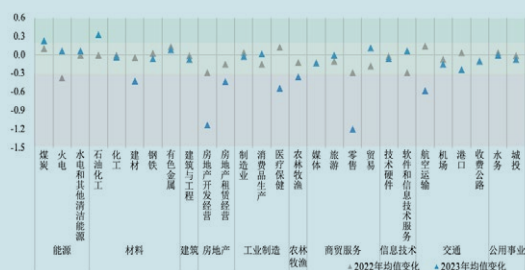
2023年各行业评级结果均值变化幅度明显大于2022年,整体信用状况波动增大。2022年评级结果均值下降幅度较大的火电行业,2023年评级结果均值小幅回升,信用状况得到修复;而医疗保健、航空运输行业评级结果均值由2022年的小幅提升转为2023年的明显下降,行业整体信用风险有所提升;建材、房地产、农林牧渔、零售行业评级结果均值连续两年下降且2022年降幅扩大,行业信用状况持续恶化。

评级结果调整方面,2023年煤炭、石油化工以及软件和信息技术服务行业内评级调高的企业最多,行业内四分之一左右的企业信用质量有所改善;电力、化工、有色金属、工业制造、贸易和技术硬件行业内评级调高的企业也较多,占比超过10%;航空运输行业级别调低的发行人占比最高,超过一半的企业级别出现下降;建材、房地产开发经营、医疗保健、农林牧渔以及零售行业内评级调低的企业也较多,占比在三成左右;软件和信息技术服务行业评级调高与调低的发行人占比均较高,行业内主体信用质量呈分化态势。

三、2023年上半年信用风险表现变化情况

从各行业的信用风险表现评价结果¹的同比变化来看,2023年上半年同比出现较大变化的行业有(见图2):受大宗商品价格跌多涨少以及需求不足的影响,煤炭、石油化工、化工行业同比下行幅度较大;因消费及出行限制取消,航空运输、机场以及旅游等消费服务类行业同比快速修复。

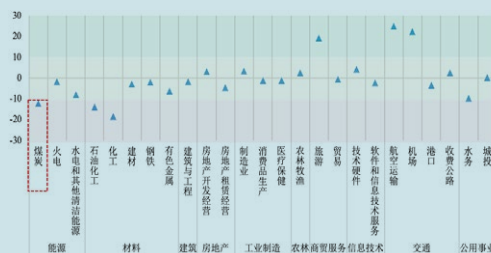
图1 各行业评级结果均值变化情况



注:“3C”评级结果为1-20分,行业评级结果均值为行业内企业的评级结果均值

数据来源:联合资信整理

图2 各行业2023年上半年行业信用风险表现评价结果同比变化情况



注:信用风险表现评价结果同比变化为百分制分数变化值,分数越高改善幅度越大

数据来源:联合资信整理

¹ 依据《联合资信行业风险评价方法》将各指标百分制标准化后加权得到行业信用风险表现评价结果。

行业增长性

2023年上半年,行业增长性可关注三大方向:一是主要大宗商品价格明显下行,煤炭、石油化工、有色金属等行业主要产品价格下跌,叠加能耗调控因素,行业收入增速大幅回落,利润降幅在10%以上;二是建材、钢铁等行业受地产拖累,需求疲弱导致增长承压,收入及利润降幅分别在8%和50%以上。三是在国内消费复苏和相关政策支持下,居民出行需求大幅回升,旅游、航空运输、机场以及收费公路行业收入基本恢复至三年前水平,但航空运输及机场盈利修复仍需时日,上半年利润总额仍处负值区间。

营业收入增速方面,2023年上半年,27个行业中有8个行业营业收入同比增速为负值,有15个行业营收增速较上年同期有不同程度的下降,PPI和CPI同比处于较低区间以及需求不足是收入的主要拖累,能源、材料以及信息技术类行业收入增速普遍回落。其中,建材、钢铁、煤炭以及石油化工行业营业收入同比降幅较大。另一方面,随着居民出行需求的回暖,航空运输、旅游、机场、收费公路行业营业收入同比增长较快,增速较上年同期也有较大提升,收入规模基本恢复至三年前水平。

利润增速方面,2023年上半年,27个行业中有12个行业利润总额同比增速为负值,其中,房地产租赁和开发、钢铁、化工、建材等行业利润总额同比降幅超过50%;旅游、航空运输以及机场行业利润同比增速较高,但利润总额仍处负值区间。增速变化方面,14个行业利润总额增速较上年同期有不同程度的下滑,其中煤炭行业利润总额增速下滑幅度最大,由上年同期的大幅增长转为小幅下降;农林牧渔、媒体、旅游、航空运输以及机场行业利润同比增速由负转正且改善幅度较大。

行业盈利能力

2023年上半年,煤炭、有色金属等行业盈利能力出现下降拐点,但仍处过去5年的75%分位左右,位于

历史相对高位;受产品价格跌多涨少以及需求不振影响,化工行业营业利润率及资产报酬率均降至1%且处历史5年低位,行业自身造血能力减弱;房地产条线的相关行业经营较为惨淡,房地产开发与经营、建材、钢铁等行业,盈利能力已降至历史低位,行业内企业经营状况相对困难,建筑与工程行业,盈利能力虽降幅不大,但现金收入比持续低位运行,行业收入实现难度较大。旅游、航空运输、机场行业盈利修复很快但仍处负值区间。

除关注上述三大方向外,还需关注农林牧渔行业处于周期底部,行业营业利润率及资产报酬率持续为负,盈利能力继续承压。

营业利润率方面,2023年上半年27个行业中有10个行业营业利润率为负值,其中机场和航空运输行业营业利润率低于-10%;水电和其他清洁能源、消费品生产行业营业利润率较高。同比变化方面,材料、信息技术类行业营业利润率同比均出现下滑,钢铁、媒体、零售行业营业利润率由上年同期的正值转为负值;石油化工、房地产开发经营行业的营业利润率进一步下滑。

资产报酬率方面,2023年上半年,房地产租赁、农林牧渔、航空运输和机场四个行业资产报酬率为负值。资产报酬率同比下滑的行业集中在材料、建筑以及房地产等行业,其中化工行业资产报酬率下滑幅度最大,房地产租赁行业资产报酬率由上年同期的正值转为负值;农林牧渔、航空运输和机场行业资产报酬率较上年同期有所改善,但仍未转正;旅游行业资产报酬率明显回升转为正值;得益于燃料价格回落,火电行业资产报酬率得到修复。

现金收入比方面,2023年上半年,27个行业中有16个行业现金收入比大于1,其中房地产租赁行业现金收入比同比明显上升,回款效率显著提升;港口行业现金收入比同比虽然出现明显下降,但收现比仍处于较高水平,盈利质量尚可;建筑与工程行业现金收入比低位运行,行业收入实现难度较大。现金收入比小于1的行

业中, 水电和其他清洁能源行业收现比同比下降幅度较大, 经营获现能力值得关注。

近五年同期比较来看, 2023年上半年火电、石油化工、消费品生产、机场以及收费公路盈利能力达到近五年同期较好的水平; 而建材、房地产开发、医疗保健、媒体以及水务行业盈利能力处于近五年同期低位。

行业杠杆水平

2023年上半年, 水电和其他清洁能源、水务等行业由于投资需求较大, 债务增速较高, 导致杠杆水平升高; 航空运输和机场行业受前期消费服务类行业需求疲弱影响, 经营业务收入承压, 通过增加负债来维持日常的资金运转, 导致近几年杠杆水平持续攀升; 城投行业由于其特殊属性, 行业负债一直处于较高水平, 近年来在对地方政府隐性债务的严监管背景下, 上半年全部债务增速有所放缓, 但为满足项目投资及债务滚续需求, 城投企业仍保持较大的融资力度, 债务同比增速仍超过10%, 债务负担较重。

从全部债务资本化比率来看, 2023年上半年, 27个行业中有19个行业全部债务资本化比率同比均有所上升, 其中航空运输、机场、化工、房地产租赁经营行业全部债务资本化比率同比上升幅度较大; 8个全部债务资本化比率同比下降的行业中, 贸易、煤炭、火电行业同比下降幅度较大。

近五年同期比较来看, 2023年上半年煤炭、石油化工、有色金属、技术硬件行业杠杆水平处于近五年同期低位; 水电和其他清洁能源、化工、旅游、软件和信息技术服务、航空运输、机场、收费公路、水务以及城投行业杠杆水平达到近五年同期较高的水平。

行业偿债能力

2023年上半年, 除机场行业现金短债比同比降幅(-1.2倍)较大外, 其余行业同比变化不大, 变动普遍位于±0.3倍以内, 各行业短期偿债能力保持基本稳定。长期偿债能力方面, 媒体、化工、建材、钢铁、软件和贸易行业全部债务/EBITDA同比上升幅度较大, 其中媒体行业主要是全部债务增长较快, 而化工、建材、钢铁、软件和贸易行业则主要受盈利端的拖累。

短期偿债能力指标方面, 2023年上半年, 27个行业中有7个行业现金类资产能够覆盖短期债务, 其中制造业、消费品生产以及两个信息技术行业现金短债比同比进一步上升, 短期偿债压力较小; 机场、媒体行业短期债务占比明显上升, 现金短债比同比虽然出现明显下降, 但现金短债比仍处于较高水平, 短期偿债能力相对较强。现金类资产无法覆盖短期债务的行业中, 农林牧渔、航空运输行业现金短债比在本就较低的水平上进一步下降, 短期偿债压力较大; 火电、水电和其他清洁能源行业现金短债比下降至低于0.50倍的水平, 短期偿债压力提升。

长期偿债能力指标²方面, 2023年上半年, 煤炭、火电、石油化工、制造业、消费品生产、医疗保健、零售等多数行业全部债务/EBITDA指标同比变化较小, 整体长期偿债能力较为稳定; 媒体、化工、建材、钢铁、软件和贸易行业全部债务/EBITDA指标同比上升幅度较大, 其中媒体行业主要是全部债务增长较快, 而化工、建材、钢铁、软件和贸易行业则主要受盈利端的拖累。

四、综合分析展望

2023年上半年, 受大宗商品价格跌多涨少, 房地产

² 由于半年度可获取的 EBITDA 数据有限, 部分行业数据对全行业的代表性较差, 因此本部分仅对部分行业长期偿债能力指标进行分析。

投资、出口等终端需求不足，以及地方政府债务化解压力影响，部分行业信用风险表现不佳，但因消费及出行限制取消，消费服务类行业信用风险表现快速修复。下半年宏观经济及政策等外部条件维持稳定，各行业信用风险表现预期延续上半年变化趋势。

大宗商品价格下跌以及需求不足导致的风险变化

煤炭行业盈利能力出现下降拐点，杠杆水平持续压降，偿债能力保持稳定，行业整体信用环境将持续改善，但仍需关注个别债务负担沉重的煤炭企业在煤炭价格波动情形下风险暴露的可能性。

2023年上半年，受煤炭价格同比下跌影响，2023年上半年煤炭行业收入和利润同比降幅分别在5%和15%以上，营业利润率、资产报酬率较上年同期回落，行业增长性和盈利水平同比有所下降，但仍处过去5年的75%分位左右，位于历史相对高位。但受益于前期企业效益明显改善，融资需求减少，行业杠杆水平持续压降，偿债能力保持稳定。

目前，由于煤炭行业政策仍以保障能源供应稳定以及价格合理可控为基调，季节性波动、极端天气、突发事件等因素将进一步凸显煤炭的托底保障作用。2023年下半年煤炭行业到期债券金额较小，且非AAA级别企业到期债券规模占比很低，预计行业整体信用环境将持续改善，但仍需关注个别债务负担沉重的煤炭企业在煤炭价格波动情形下风险暴露的可能性。

有色金属盈利高位回落，杠杆、债务结构相对稳定，需要重点关注资源禀赋差、成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的有色金属企业。

2023年上半年，2023年1—6月，有色金属景气指数呈窄幅下降态势，除黄金价格受益于央行储备及避险需求有所提振外，铜、铝、铅锌价格受国际经济及需求影响均呈下行，行业利润同比降幅近30%，营业利润率、资产报酬率较上年同期回落，但盈利能力仍位于历史相对高位。行业现金收入比相对稳定，杠杆水平、债务结

构变化不大，偿债能力指标受盈利下滑影响表现偏弱。

目前，有色金属行业发债主体信用级别普遍高，在债券市场融资环境相对宽松的情况下，有色金属行业整体信用风险可控。在海外需求下行压力仍然较大的背景下，有色金属企业的资源禀赋优势及成本控制能力对企业的盈利将产生重要影响，需要重点关注资源禀赋差、成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的有色金属企业。

化工行业自身造血能力弱化，整体债务负担有所加重，需关注资本开支较大的企业盈利与现金流修复情况。

2023年上半年，全球化工产品市场持续低迷，国内化工市场大部分产品价格下行，化工行业整体收入和利润均同比下降，营业利润率及资产报酬率均降至1%且处历史5年低位，行业自身造血能力减弱。随着双碳、ESG政策的不断出台和化工行业供给侧改革的持续推进，化工行业内小产能企业不断退出，龙头企业开始布局多元化产品，对固定资产的投资进一步加大，行业投资活动现金净流出规模同比增长，杠杆水平升至近五年同期高位，整体债务负担有所加重。但得益于短债占比下降，债务结构有所优化，行业现金短债比同比变化不大，短期偿债能力整体稳定；而在长期债务增长加快、盈利能力偏弱的影响下，行业整体长期偿债指标有所弱化。

2023年下半年，化工企业债券到期规模同比下降，到期债券的主体评级以高等级为主，整体看，化工行业整体信用风险可控，资本开支较大的企业盈利与现金流修复情况需关注。

房地产链条相关行业风险变化

房地产行业盈利能力持续下降，资金压力仍然较大，企业重心仍在“保交付”，行业出清仍在继续，债务偿还的核心仍在于销售回款或资产处置后的资金回笼，仍需关注存在债务集中到期或回售的房企。

2023年上半年,房地产市场在前期积压性需求集中释放后再度下滑,继续陷入低迷,行业流动性紧张的局面未得到有效改观,行业形势依然严峻,房地产行业利润总额同比降幅超过60%,营业利润率、资产报酬率下行至历史同期低位,现金短债比、全部债务/EBITDA等指标进一步弱化,行业盈利能力持续下降,流动性压力仍然较大。

展望2023年下半年,需求端一系列利好政策的出台,短期内有利于释放购房需求,提振市场信心,但实际效果仍有待观察。同时,在房地产企业竞争格局加速分化的背景下,央企、国企及部分优质民企韧性较强、中小房企竞争力不足,在产品力、服务力、营运能力和融资能力方面具备优势的房企将更具竞争力。整体来看行业出清仍在继续,债务偿还的核心仍在于销售回款或资产处置后的资金回笼,仍需关注存在债务集中到期或回售的房企。

建材行业盈利降至历史地位,拖累长期偿债能力指标弱化,应关注下游需求疲弱、成本端压力、大额投资支出以及债务集中到期等负面因素对建材企业偿债的影响。

2023年上半年,建材市场需求不振,整体呈现低迷态势。水泥、玻璃纤维等主要建材产品库存处于高位,建材产品价格持续低位运行。2023年上半年建材行业收入和利润同比降幅分别在10%和50%以上,盈利能力已降至历史低位。受盈利下降影响,建材行业整体长期偿债指标有所弱化,但全部债务特别是短期债务增速明显放缓,同时,行业整体对固定资产的投资同比大幅减少,一定程度上减轻了流动性压力,行业短期偿债能力指标相对稳定。

展望下半年,房地产行业仍将处于底部运行状态;作为经济“稳增长”的重要抓手,基建投资有望延续增长态势,持续为拉动水泥等建材需求提供重要支撑。目前建材行业融资主体以高信用等级央企和国企为主,整体偿债风险可控,但应关注下游需求疲弱、成本

端压力、大额投资支出以及债务集中到期等负面因素对建材企业偿债的影响。

钢铁行业亏损面扩大,在行业景气度下行阶段,企业信用分化或将加剧,需重点关注盈利能力持续恶化、债务负担重且债务结构不合理、短期流动性压力大的钢铁企业。

2023年上半年,国内钢材需求低迷,钢材价格整体震荡下行,钢铁企业营业收入同比下降。上游原燃料价格虽有下降但降幅不及钢价,行业利润同比降幅超过60%,呈现盈利大幅下滑、亏损面扩大的态势。受盈利下滑影响,2023年上半年钢铁行业现金流同比大幅减少,但得益于债务结构有所优化,行业短期偿债能力整体稳定,整体长期偿债指标有所弱化。

展望下半年,钢铁供需整体有望保持弱平衡状态,钢材价格预计仍然偏弱,钢铁行业效益仍将处于较低水平。目前钢铁行业存续债券规模不大,且发债主体以高信用等级的央企和地方国企为主,融资渠道较为畅通,行业整体信用风险较小。但在行业景气度下行阶段,企业信用分化或将加剧,需重点关注盈利能力持续恶化、债务负担重且债务结构不合理、短期流动性压力大的钢铁企业。

建筑与工程行业债务负担有所加重,未来行业集中度将持续提升,短期偿债指标明显弱化及资金链压力较为突出的企业值得关注。

2023年上半年,受下游房地产市场需求疲软等因素影响,全国建筑业总产值增速和新签合同额增速同比均有所回落,总体维持中低速增长,建筑行业收入、利润同比增速放缓,营业利润率、资产报酬率等指标虽降幅不大,但现金收入比处在低位,行业收入实现难度较大。受垫资施工和投融资模式承揽项目规模扩大影响,建筑与工程行业杠杆水平有所上升,债务负担有所加重;偿债压力方面,建筑施工企业整体短期偿债压力有所上升,民营企业融资情况未见好转,短期偿债指标下降明显。

未来建筑施工行业总体仍将维持中低速增长,下游需求中基建投资或将成为行业增长主要驱动力,行业集中度将持续提升,短期偿债指标明显弱化及资金链压力较为突出的企业值得关注。

出行需求回暖导致的行业风险表现新趋势

航空运输行业盈利快速增长但仍处负值区间,债务负担较重,盈利和杠杆的修复仍需时日,成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的航空运输企业需重点关注。

2023年上半年,我国航空客运需求大幅回升,整体呈现出稳健的恢复态势。随着市场环境的改善,航空运输行业收入、利润同比实现大幅增长,亏损规模持续收缩;虽然航油价格下降,但用油量大幅上升,使得航空油料成本同步增长,营业利润率同比大幅提升,但尚未转正。航空运输行业杠杆水平攀升至近五年同期高位,截至上半年底,行业全部债务资本化比率同比上升至70%以上;资产负债率也进一步上升,行业整体债务负担较重。同时,上半年行业固定资产投资现金流出也大幅增加,现金短债比在本就较低的水平上进一步下降,短期偿债压力较大。

整体来看,航空运输行业有望延续恢复改善的态势,但同时面临着国际航线恢复滞后、人民币兑美元汇率贬值等压力。航空公司的成本控制能力是对其盈利能力和市场竞争力具有重要作用的影响因素,成本控制能力弱、盈利能力弱以及债务负担重的航空运输企业需重点关注。

机场行业杠杆持续上升但仍处较低水平,偿债能力相对较强。

2023年上半年,在需求回暖的带动下,机场行业收入、利润同比实现大幅增长,亏损规模减小,但营业利润率等指标仍未转正。机场行业杠杆呈现持续上升趋势,但杠杆水平仍然处于较低水平;现金短债比虽明显下降,但短期偿债能力仍然较强。机场行业作为关乎

国计民生的基础性行业,外部支持力度较大,且发债主体整体资质较好,行业信用风险较低。

旅游行业需求快速释放,行业亏损面明显缩小,需警惕扩张速度过快、杠杆较高、运营现金流不及预期的情况。

2023年上半年,在商务差旅以及休闲旅游消费需求快速释放、市场全面复苏的背景下,旅游行业收入、利润同比大幅增长,行业亏损面明显缩小,盈利能力得到修复;行业杠杆小幅攀升,短期债务比重上升,但现金流入也大幅提升,短期偿债能力保持相对稳定。行业整体发展向好,但需警惕扩张速度过快、杠杆较高、运营现金流不及预期的情况。

出口承压对行业信用风险表现的影响

在外贸增速或将持续放缓的背景下,贸易企业面临的经营压力或将持续,需关注中小型企业价格风险控制能力。

2023年上半年,在商品需求疲软、价格大幅波动的环境下,外需放缓,全球贸易低迷,行业竞争加剧,出口企业面临的经营压力增加。同时,美元加息持续,人民币汇率波动,给中国外贸企业带来一定财务风险和订单转移风险;大宗商品价格延续波动态势,增加中小型企业贸易企业在风险控制等方面的压力。

在此背景下,2023年上半年,贸易行业整体营业收入增长明显放缓,利润总额同比下降,营业利润率、资产报酬率等指标出现下滑。行业杠杆水平有所下降,现金收入比和现金短债比均有所改善,但受盈利下降的影响,长期偿债压力有所加大。

海外国家收紧货币政策将持续加剧市场对2023年下半年可能出现全球经济衰退的预期,并持续干扰全球经济复苏,中国外贸增速或将持续放缓,外贸企业面临的经营压力或将持续。大宗商品价格持续波动,中小型企业贸易企业仍持续面临风险控制等方面的压力,需关注中小型企业贸易企业价格风险控制等方面的压力。

投资需求较大对行业信用风险的影响

水电和其他清洁能源行业资本开支压力较大，杠杆有所提高。

2023年上半年，受来水偏枯、电煤供应紧张等因素叠加影响，水力发电量同比下降，水电和其他清洁能源行业营业收入、利润总额增长放缓，但营业利润率保持在较高水平，行业盈利能力良好。由于水电和其他清洁能源行业投资需求较大，行业债务负担有所加重，杠杆率有所提高，偿债能力指标有所弱化。随着电源结构逐步向绿色低碳转型，清洁能源发电领域的大规模投资或将持续。

电力发债企业主要为中央国有企业和地方国有企业，企业整体资质好，融资渠道通畅且融资能力强，可获得的外部支持力度也较大，虽然下半年电力行业债券到期兑付压力较大，但行业偿债风险可控。

水务行业投资需求提升整体债务水平，未来预计大额投资需求仍将持续，现金回款质量情况需关注。

2023年上半年，水务行业需求保持稳定增长，受益于水务工程施工、水环境综合治理市场领域的发展、污水处理业务的增加，水务企业营业收入实现增长，但增速较上年同期有所放缓。近年来受股权投资收益变动、相关成本以及融资财务费用增加等影响，营业利润率、资产报酬率、现金收入比等指标持续下滑。城市污水处置、供水服务提质增效，国家水网建设等政策的推进，为供水行业提标改造和城镇污水处理扩产提供空间，水务行业投资活动整体表现为大额的现金流出，推升行业整体债务水平，偿债压力有所加大。在水务市场较大的增量潜力之下，固定资产投资和并购仍是行业发展的重点，未来随着污水处理及水环境治理领域的需求增长，预计大额投资需求仍将持续，水务企业现金回款质量情况需关注。

地方政府债务化解压力与城投行业风险表现

在对地方政府隐性债务的严监管背景下，城投债



务增速有所放缓但仍超10%，债务负担较重，“一揽子化债政策”有利于缓解城投企业的偿债风险，仍需关注弱资质区域城投企业的流动性风险。

2023年，防范化解地方政府债务风险的监管要求持续连贯，“遏增化存”的主基调保持不变，年初政府工作报告中提出优化债务期限结构、降低利息负担等要求，部分资质偏弱地区仍面临较大的隐性债务化解压力。

在地方政府持续注入资金、资产、股权等支持下，2023年上半年城投行业营业收入增速较快，但经营回款效率下滑，行业整体盈利水平较弱；全部债务同比增速虽然有所放缓，但为满足项目投资及债务滚续需求，城投企业仍保持较大的融资力度，债务同比增速仍超过10%，债务负担较重，杠杆小幅攀升，偿债压力较大。

2023年以来，部分区域城投企业票据逾期、非标及银行借款逾期等情况时有发生，流动性压力较大。7月中央政治局会议延续化债基调，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。“一揽子化债政策”所包含的化债政策工具或包括特殊再融资债、SPV和降息展期等方式，将一定程度上缓解城投企业的偿债风险，但考虑到防风险和严防新增隐性债务的因素，预计城投企业加杠杆空间有限，仍需关注弱资质区域城投企业的流动性风险。

评级小贴士

关于混合型科创票据运作模式的一些基础知识

什么是混合型科创票据？

混合型科创票据，是指企业发行的募集资金用于科技创新领域的，通过浮息含权条款、收益分成挂钩、股债联结转换等方式实现差异化组合式设计的债务融资工具。

募集资金用途有何要求？

募集资金应不低于50%用于科技创新领域，可用于具有科技创新称号的科技型企业生产经营活动，也可用于投资科技型企业的股权，对标的公司实现控制或参股，以及通过基金投资于科技创新领域，且基金需满足合规性要求。

基础条款设计模式有哪些？

基础条款设计包括但不限于以下模式：

1. 变现或质押财产权模式

由科技型企业或具有股权、基金投资需求的企业发行，通过质押专利权、商标权、著作权等财产权，或者采用浮动利率挂钩企业财产权收益的模式，实现增信作用或给予投资人额外收益；如财产权未实现预期收益，则正常还本付息。

2. 匹配企业投资退出安排模式

由企业或特殊目的载体（SPV）发行，可根据拟投资企业分红或股权退出收益，设置浮动利率或支付条款，与投资人约定分摊比例；期限设置可采取分期偿还，偿还比例与股权退出安排匹配。

3. 转换企业股权或基金份额模式

由企业或特殊目的载体（SPV）发行，可设置转股条款，约定投资人在转股窗口期可将持有的债券转换为科技型企业的股权或基金份额。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《关于明确混合型科创票据相关机制的通知》

它山之石，可以攻玉——中美可转债市场对比

文 | 联合资信 蒲雅修 王 玥

一、中美可转债情况对比

发行概况

美国是全球第一个发行可转债的国家，也是目前全球可转债市场中，可转债存续规模最大的市场。美国可转债市场参与主体数量大、可转债品种丰富、可转债条款灵活。从美国的可转债发行情况来看（见图1），上个世纪90年代末期起至2008年次贷危机前，由于金融企业大量发行可转债，美国发行主体数量快速增长，可转债发行规模保持在高位，此时美国可转债发行主体以银行等金融企业为主。2008年，美国爆发次贷危机，在此背景下美国IPO和可转债发行一度停止，可转债发行规模骤减，同时在全球低利率的背景下，很多公司选择发行普通债券。美国可转债市场的低迷状态持续到2020年新冠疫情爆发前夕。2020年，疫情爆发后美国企业融资需求增加，美国可转债发行金额大幅增长。

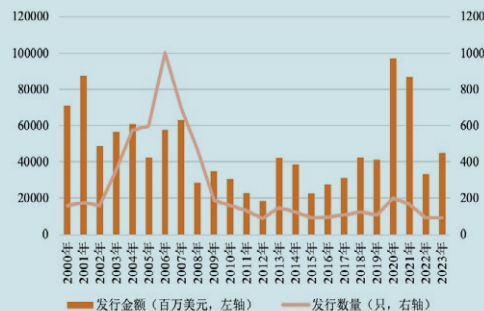
对同一发行人而言，可转债融资成本低于普通公司债，与普通公司债券相比可转换债券平均节省了2到3个百分点的利率。2022年以来，受美联储加息影响，企业融资成本增加，美国可转债受此影响发行规模及数量下降。但2023年，随着美国投资级债券平均收益率上升至6%，部分投资级主体为控制融资成本转为发行可转债。根据美国银行（Bank of America）的数据显示，截至2023年9月底，美国投资级发行人已发行了约120亿美元的可转换债券，占总发行量的30%以上，是近10年内的最高比例，是平均比例的3倍。在2022年，高评级公司仅发行了20亿美元的所谓可转债，占整体市场的7%。

从国内可转债发行来看（见图2），中国可转债市场开始时间较晚，整体发展时间不长，2017年后发行规模快速提升，但市场整体规模仍相对较小。1992年国内首只可转债“宝安转债”发行。此后，中国可转债市场规模一直不大，2017年之前中国可转债市场活跃度较低，整体发行数量不大，每年发行数量不超过20只，且发行主体以高级别企业为主。2017年中国证监会对再融资政策进行调整，提高了对定向增发的监管要求，同时鼓励上市公司通过可转债等其他产品进行再融资。至此以后，可转债发展速度明显提高，中国可转债发行数量及发行规模均大幅上升。2022年，中国可转债发行规模有所回落，但仍处于较高水平。

发行方式

中美可转债的发行都分为公募和私募两种方式。美国可转债中私募发行占比较高，主要是一方面私募发行流程较为便捷，有利于企业快速完成融资，另一方

图1 2000年以来美国可转债发行情况



资料来源：彭博，联合资信整理

面美国私募可转债发行后,可通过SEC进行简化的注册程序,从而向公众进行小规模融资(一般在150万美元以下)。此外,《144A法则》的几次修订,扩大了合格投资者的范围,2020年美国也成立了私募证券门户交易市场,美国私募可转债流动性较强。

中国的可转债以公募发行为主,仅有少量可转债采用私募方式发行。根据Wind数据统计,截至2023年10月17日,中国共发行113只私募可转债,发行总额211.75亿元,与可转债发行总量差距很大。中国的第一只私募可转债为“国泰盐湖2017年可转债”,发行主体为青海国泰盐湖资源股份有限公司,交易市场为青海股权交易中心。目前,中国私募可转债尚不能通过注册进行公开交易,流动性较美国而言较弱,因此私募发行的可转债数量及规模整体较小。

募集资金用途方面,美国公募可转债的募集说明书中所披露的募集资金用途则相对笼统,例如2021年哔哩哔哩发行可转债的募集说明书中提到,将本次募集的资金净额用于充实内容发行、研发和一般企业用途。国内可转债的募集资金用途方面,根据目前已发行公募可转债披露的募集说明书,中国可转债的募集资金一般用于公司主业相关的长期投资,具体来看一般为主业相关的项目建设以及补充流动资金,发行主体需要在募集说明书中写明募投项目的基本情况等要素。

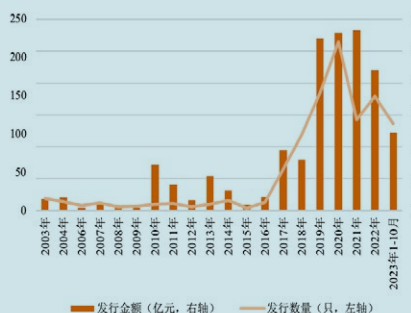
发行主体情况

从发行主体的行业来看,美国可转债发行行业以2008年次贷危机为分水岭。2008年以前由于可转债融资成本较低,发行主体以银行、金融企业为主。2008年后,随着经济的发展,工业企业融资需求增加,可转债发行主体的行业也转变为以工业行业为主,特别是新经济类企业融资需求大幅增加,可转债成为了此类企业重要的融资渠道之一,其中以软件及服务、生物科技、医疗设备和器械制造行业为主。根据杰富瑞数据显示,2021年美国可转债发行主体中新经济类的科技行业主体占比超过50%。2023年随着资本市场融资市场融资成本的增加,投资级主体发行可转债数量增加,公用事业、房地产和工业等较为稳健行业的公司也开始转向可转债市场以降低成本,而科技行业的交易量还不到总发行额的四分之一。2023年初,宾州电力(PPL.US)和美国南方公司(SO.US)通过发行可转换债券共融资24亿美元,成为20年来首次发行可转换债券的投资级公用事业公司。

国内可转债企业行业结构方面,2017年再融资新规出台前,国内可转债市场活跃度较低,发行可转债的企业以传统行业为主,集中于化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、造纸和纸制品业等。2017年后,随着国内经济快速发展,以及经济发展转向高质量发展,科技类企业融资需求大幅增加,计算机、专用设备制造业、汽车制造业、医药制造等行业发行数量快速提升。

从发债企业规模来看,中美两国企业中均以中小市值的企业为主要的发债主体。这类企业通过间接融资及发行标准债券融资成本较高,可转债对于中小企业而言能够获得更低的融资成本。截至2023年9月底,美国存续可转债的发行主体以市值100亿美元以下的企业为主,其中市值在10~30亿美元的企业最多,占比约为45%。中国存续的可转债发行主体中,以市值100亿元以下为主,其中20~50亿元的企业最多,占比约为39%。

图2 2003年以来中国可转债发行趋势



资料来源: Wind, 联合资信整理

整体来看,中美可转债的发行主体以市值中小规模的新经济型企业为主,这类企业通常具有成长性强、资产规模不大、现金流具有一定的不稳定性的特点。同时这类企业一般处于发展阶段,无论是新增产能还是兼并重组,都对资金有较大的需求,但是传统的债务融资途径对这类企业来说融资成本较高,股权融资又会稀释原有股东的股权,因此可转债对这类企业而言是更好的融资渠道。

信用评级及违约

从信用评级的角度来看,由于美国的评级费用高昂加之私募可转债发行量较大,美国历史上发行的可转债中超过50%的可转债无信用评级。从投资者的角度来看,针对无评级的可转债,除了参考财务报表外,还会参考发行主体其他债务工具的质量。在已有评级的发行主体中,A(含A-)及以上级别占比约为46%。2008年次贷危机后,A及以上级别占比明显下降,投机级主体占比超过60%。

中国公开发行的可转债必须提供信用评级,非公开发行的可转债无强制要求。中国可转债的发行主体中以AA和AA-主体为主,其中评级为AA-的数量最多。2017年至2023年10月17日,国内共发行可转债909只,其中无评级的可转债111只(均为定向转债或私募发行),有评级的可转债中,AA及AA-的转债数量约占63%,AAA的可转债约占7%。

违约方面,信用评级可以在投资者投资的过程中起到一定的风险提示的作用。美国可转债的违约率略高于1%,而高收益债的违约率接近4%,整体来看可转债的违约风险较小。从违约债券的评级情况来看,违约债券中未评级债券违约占比最高(约为70%),其次为投机级债券,投资级债券违约数量占比最少。从违约债券的行业分布来看,违约可转债的行业分布较为分散,但传统行业相对违约率高于科技类行业。勘探与开采行业虽然发行数量不高,但在违约的可转债数量

中占比最高;其次为金融服务行业,但金融服务行业的违约主要发生在次贷危机前;硬件、医药制造、医疗设备、软件服务等行业虽然在可转债违约数量中占比高,但综合考虑到这几个行业的主体发行可转债的数量在资本市场中也占到主导地位,综合来看违约率相对较低。

截至2023年9月底,中国可转债尚未发生违约事件,但近年来信用风险事件时有发生。2021年以来,受全球经济下行压力加大、国际贸易环境恶化等因素干扰,中国国内需求收缩,经济下行,可转债主体评级/展望下调频率增加。下调主体涉及行业较为分散,其中建筑装饰、计算机、轻工制造行业涉及数量最多。从发行时的主体评级来看,以AA和AA-为主,其他级别的主体较少。截至2023年9月底,蓝盾股份和搜于特正式退市,股票及可转债转入新三板。目前由于可转债转入新三板后具体规则暂缺,且无相关先例,蓝盾转债及搜特转债大概率转变为信用债。但考虑到蓝盾股份和搜于特账面上的货币资金情况,以及其再融资空间受限,届时蓝盾转债及搜特转债可能存在很大的实质违约风险。

整体来看,中美可转债因为发行要求的差异,在信用评级方面差异较大。美国可转债中无评级的债券占比较高,国内可转债以AA及AA-的主体为主,高评级占比较低。违约方面,美国可转债违约率整体低于信用债及高收益债,其中无评级可转债违约占比最高,投资级违约占比最低,信用评级对违约风险能够起到一定的提示作用;国内尚无可转债违约,但近年来随着经济下行压力加大,信用风险事件发生频率增加,中国可转债退市后相关规定暂不完善,转变为信用债的可能性较大,考虑到退市主体通常公司治理弱、财务和经营状况差,可转债退市后发生实质性违约风险很高,可转债的信用风险或将进一步得到重视。从行业风险来看,美国违约可转债中传统经济行业的违约率高于新经济行业,这主要是因为新经济行业发展空间较大,受周期性波动影响较小所致。

发行条款

中国可转债的条款设置较为固定、格式较为统一，而美国可转债的种类丰富，条款差异化程度较高，没有标准模式，设置也更为灵活。美国可转债种类多元化（见表1），目前，美国可转债品种包括普通可转债（Vanilla Convertible Bonds）、强制转股可转债（Mandatory Convertible Bonds）和可转换优先股（Convertible Preferred Stocks）等，其中普通可转债与中国可转债较为接近，也是目前美国可转债市场中发行量最大的产品。

从发行期限来看，美国可转债的发行期限比较灵活，以4~6年为主，同时兼有3年以下的短期可转债以及最长可达8年以上的长期可转债。中国可转债基本为6年期。

从利率条款来看，由于票面利率是美国可转债重要的定价依据，美国可转债的利率条款较为灵活，已发行的可转债中票面利率从零利率到8%以上的高利率均有分布，其中，0~3%的利率占比最大，约在一半以上。中国可转债票面利率条款模式较为统一，通常采用逐年递增的模式，且票面利率较低。以2023年10月19日发行的“中贝转债”为例，募集说明书中披露的利率条款为“第一年0.20%、第二年0.40%、第三年1.20%、第四年1.80%、第五年2.50%、第六年3.00%”。

从赎回条款来看，美国可转债有两类赎回条款。一类是和中国可转债条款类似的，当正股价格在连续n个交易日中的m个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进行赎回，这类条款属于软赎回。此外，美国可转债还有硬赎回条款，明确规定发行人在一段时间内不能赎回可转债。中国可转债一般包括①到期赎回；②当正股价格在连续n个交易日中的m个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进行赎回；③可转债月余额不足3000万元，发行人有权进行赎回。

从向下修正的条款来看，美国可转债则通常不会设置此类下修条款，而是只有在公司发生重大变化时才会触发下修。中国可转债普遍设有下修条款，常见的下修条件为“可转债存续期间，公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决”。

从回售条款来看，中国可转债一般设置为存续期最后2年连续30个交易日正股价低于转股价的70%或者募集资金改变用途时可触发回售；而美国可转债的回售条件十分严格，通常只有在公司发生重大变化时才可能触发回售。

整体来看，与美国相比，中国可转债形式较为固定，美国可转债各项条款设置灵活（见表2），转股、下

表1 美国可转债类型

发行人名称	证券名称
普通可转债 (Vanilla Convertible Bonds)	与中国可转债较为接近，也是目前美国可转债市场中发行量最大的产品；投资者有权在到期日前以确定得转换率和转换价格将债券转为股票
强制转股可转债(Mandatory Convertible)	要求投资者在到期日前必须转股，通常被认定为权益性证券；因为没有债底保护，其票息一般相对较高，以弥补投资者承担的风险
反向可转债 (Reverse Convertibles)	与普通可转债相反，相当于一种嵌入了看跌期权的债券，发行人有义务向债券持有人按期支付利息；债券到期时标的公司股票价格下跌至事先确定好的价格点以下，发行人有权将债券按一定转换比例转为股票，债券利息支付也就随即终止。该类债券一般期限较短，票面利率高于一般企业债券
合成可转债(Synthetic Convertible Bond)	由发行人将资产池中的资产打包为证券出售给投资者，发行人需要定期将现金流转给投资者。这类债券具有普通可转债的典型参数（转换比率、转换溢价等）主要区别在于发行人的责任范围：他只负责证券的债务部分，而另一类则通常不隶属于发行人公司
浮动转换比率可转债(Floating Rate Convertible Bond)	转股价格不固定，到期时将转换为数量不确定但金额确定的股份，发行时一般有与转股价格相当的抵押物
可交换可转债(Exchangeable Convertible Bond)	发行人的可转债最终转换为另一家公司的股票，前提是发行人持有另一家公司大量股份或交叉持股

资料来源：公开资料、联合资信整理

修、回售等与中国相比难度更大。这也表明中国的可转债股性更强，在发行人资质变弱的时候，可以通过下修转股价格促进可转债转股，从而降低可转债违约的风险。

二、中国可转债市场未来发展的思考与启示

中国可转债市场规模仍较小，并且可转债发行主体主要为上市公司，未来仍具有较大的扩容空间。同时随着可转债市场的扩容，信用风险亦将随之提升。目前，中国股市处于历史低位，可转债作为与正股高度关联的产品，未来获得收益的弹性空间较大。尽管近年来中国可转债市场规模快速扩大，但不论与美国可转债市场相比，还是与中国的信用债市场相比，中国可转债的发展时间相对较短、发行规模相对较小。可转债的发行主体方面，中国可转债发行主体主要为上市公司，而美国可转债融资主体中还包括了部分初创科技企业，并通过发行可转债进行最后一轮融资。整体看，未来中国可转债市场仍有较大的发展空间。对于发行人来说，相对于传统信用债而言可转债融资成本明显

更低；相对于股权融资，可转债具备发行更便利、股权稀释时间更长的优点。未来，随着中国可转债市场规模的扩大，可转债整体信用风险将会上升，未来在可转债定价中信用资质可能会表现出更高的权重；其次，对于投资者而言信用评级能够起到一定的指引作用。此外，中国股指整体处于历史较低水平，未来发展空间广阔。

可转债有望成为中小科创型企业重要的融资渠道。随着可转债市场的不断发展和经济形势的不断变化，近年来，中美可转债的市场中新经济行业中的中小型企业逐渐成为发行的主要群体。对于规模较小、资质一般但增长预期较好的中小型科创企业而言，可转债的融资成本相对较低，同时随着公司正股价格增长，部分投资人选择转股则会减轻公司的偿债付息压力。对于投资人而言，可转债能够随着正股价格波动而形成套利空间，又因为其债券属性使其相对于股票更加“抗跌”，并且可转债转股的特性也为投资人提供了一定的安全弹性空间。

为实现金融强国的目标，未来中国可转债可以在现在的基础上丰富可转债种类，在条款设置上更加多

表2 中美可转债条款对比

项目	中国	美国
发行期限	基本为6年期	期限比较灵活，以4~6年为主，兼有3年以下的短期可转债以及最长可达8年以上的长期可转债
利率条款	模式较为统一，通常采用逐年递增的模式，且票面利率较低。以“中贝转债”为例：第一年0.20%、第二年0.40%、第三年1.20%、第四年1.80%、第五年2.50%、第六年3.00%	利率条款较为灵活，票面利率从零利率到8%以上的高利率均有分布，0~3%的利率占比最大，约在一半以上
赎回条款	①到期赎回；②当正股价格在连续n个交易日中的m个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进行赎回；③可转债月余额不足3000万元，发行人有权进行赎回	软赎回：当正股价格在连续n个交易日中的m个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进行赎回；硬赎回：明确规定发行人在一段时间内不能赎回可转债
从向下修正的条款	普遍设有下修条款，常见的下修条件为“可转债存续期间，公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决”	通常不会设置此类下修条款，只有在公司发生重大变化时才会触发下修
回售条款	一般设置为存续期最后2年连续30个交易日正股价低于转股价的70%或者募集资金改变用途时可触发回售	回售条件十分严格，通常只有在公司发生重大变化时才可能触发回售

资料来源：公开资料、联合资信整理

元化,此外可转债相关政策将会更加完善。2023年10月底召开的中央金融工作会议提出“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业,做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”。脱胎于新三板精选层的北交所,定位为主要服务创新型中小企业,重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业,在未来可转债市场的发展过程中势必会起到重要作用。对比美国可转债市场而言,中国可转债的发行条款和产品依然较为单一,而美国可转债市场中如合成可转债、强制转股可

转债、反向可转债等为中国可转债产品的未来发展提供了一些思路。尤其是针对财务表现和信用资质较弱,但成长性较强的科技型企业而言,多元化的可转债品种有助于其扩充融资渠道。未来,随着中国可转债市场的发展,中国可转债的发行条款可以根据发行主体、发行需求的不同进行适当调整,从而提高可转债的流动性和适配性。北交所等相关机构可推出辅助政策,支持中小型科创企业发行更丰富灵活的可转债产品。与此同时,中小型科创企业在可转债市场上的活跃,亦有望拉动北交所整体交易活跃度的提升。■

2023年三季度ABS市场运行报告

文|联合资信 欧阳睿 于会涛 宋宇 裴帅军

一、一级市场运行情况

发行概览

1. 2023年三季度ABS发行单数略有上升,保交所ABS持续高位活跃

2023年三季度我国债券市场共发行497单ABS(含信贷ABS、企业ABS和ABN)产品,发行金额4682.76¹亿元,同比下降8.85%;发行单数较二季度发行环比增加4.85%,发行金额环比下降4.35%。2023年三季度,中保登登记注册²产品共计29单,规模1441.01亿元,环比增长100.14%,保交所ABS高位活跃,持续为ABS市场带来新增供给。

2023年1—9月共发行资产证券化产品1310单,同比上升2.83%;发行金额13130.01亿元,同比下降9.81%。

2. 子市场表现分化,信贷ABS同比有所增长

2023年三季度,企业ABS发行规模仍然居于子市场第一位,信贷ABS发行规模略有回升,资产支持票据发行规模略有下降。具体而言,企业ABS发行347单,发行金额3020.37亿元(同比下降10.54%),占发行总量的64.50%;信贷ABS发行62单,发行金额899.32亿元(同比上升6.33%),占发行总量的19.20%;ABN发行88单,发行金额763.07亿元(同比下降16.68%),占发行总量的16.30%。

¹ 本文数据来源于 Wind,以项目成立日/起息日作为统计依据,统计范围不含保交所ABS产品。

² 以“中保保险资产登记交易系统有限公司”官方网站的注册动态发布时间为准。

3. 热门资产发行量大

信贷ABS方面,车贷ABS仍占据半壁江山(发行规模占比57.53%),不良类、小微类与消费类ABS共同组成三季度信贷ABS的产品发行类型。三季度,不良贷款ABS发行单数仍最多(39单,单数占比62.90%),且发行规模保持同比大幅增长(增幅达89.05%),集中发行趋势明显;消费类ABS发行8单,发行金额118.85亿元(同比增长12.86%),小微类发行3单,发行金额126.94亿元(同比下降36.19%)。

企业ABN方面,融资租赁、供应链、补贴款和应收账款ABN仍是主要的产品类型,分别占发行总量的30.66%、22.27%、19.62%和14.44%,合计占三季度发行总量的86.99%。其中,应收账款ABN发行规模同比大幅上升(增幅达67.32%),供应链ABN发行规模同比上升规模显著(增幅达39.43%);补贴款ABN发行规模同比下降显著(降幅为24.35%);融资租赁发行规模变化不大。

企业ABS相对强劲,发行规模占三季度ABS市场发行规模的64.50%;发行单数占三季度ABS市场发行总单数的69.82%。企业ABS发行规模中占比较大的资产类型分别是融资租赁类ABS(占比25.10%)、应收账款(占比15.54%)、供应链(占比15.01%)、个人消费金融ABS(占比10.72%)。虽然PPP项目、保障房及基础设施收费收益权发行规模占企业ABS总体发行规模较小,但较二季度发行规模均呈倍数增长,增长倍数分别约6、2、1倍,主要系政策支持力度大,基础资产规模增加,ABS助力民生基建类项目健康发展。得益于行业监管环境改善,从发行单数上来看,供应链ABS、融资租赁、个人消费金融和小微贷款ABS发行单数占比较大(发行单数分别占比24.50%、19.88%、14.12%和13.54%)。

4. 头部机构优势明显,信贷ABS市场行业集中度最高

三季度ABS市场发起机构/原始权益人数量同二季度基本保持一致,分市场来看,2023年三季度信贷



ABS发起机构行业集中度依旧较高,汽车金融类公司仍然是信贷ABS市场的发行主力;ABN发起机构也呈现一定的集中度;企业ABS原始权益人依旧多元化。其中,信贷ABS涉及32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38.39%、53.31%和75.03%。ABN涉及53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27.74%、38.34%和53.68%。企业ABS涉及186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14.67%、20.68%和32.72%。

证券特点

1. 各类ABS期限各有特色,ABN短期化趋势依旧显著

2023年三季度发行的证券期限分布于0.08~22.02年,其中3年以内的证券共计1085只,合计发行金额为3860.06亿元,金额占比约82.43%。具体来看,信贷ABS

期限以中短期为主, 1~3年期证券占比最多, 5年期以上证券大部分为不良贷款ABS的次级证券。企业ABS也以中短期产品为主, 3年期以内证券占比较高(发行规模占比78.78%; 发行单数占比80.96%)。ABN期限仍以短期为主, 1年以下ABN发行规模占比67.56%, 较二季度1年以下ABN发行规模上升16.92个百分点。

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年三季度发行的ABS优先/夹层/次级占比总体上约为89%/5%/6%, 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AAA_{sf}和AA⁺_{sf}³, 发行规模占比分别为96.45%和3.55%。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夹层信用等级涉及3类子级, 信用等级介于AA_{sf}~AAA_{sf}之间; 信贷ABS和企业ABS夹层信用等级更加多样化, 信贷ABS涉及5类子级, 证券信用等级介于BBB_{sf}~AA⁺_{sf}之间, 其中AA⁺_{sf}夹层证券发行规模最大; 企业ABS除11只AAA_{sf}夹层外, 其他证券信用等级均介于BBB_{sf}~AA⁺_{sf}之间。

多元化的夹层证券信用等级有助于满足证券投资者的多样化投资需求, 并且存续期夹层档证券信用等级

的提升也体现出证券信用风险呈现下行趋势, 使证券更具投资价值。

利率分析

1. 发行证券以固定利率为主, 少量证券采用累进利率和浮动利率

2023年三季度发行的证券仍以固定利率为主, 少数证券采用累进利率⁴和浮动利率。采用累进利率的证券主要为CMBS和类REITs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(见表1)。

2. 3~5年期证券利率水平环比上升, 其他期限证券利率水平环比下降

从AAA_{sf}和AA⁺_{sf}证券的发行利率情况来看, 2023年三季度发行的证券3~5年期利率环比上升, 该期限证券2023年二季度的发行利率环比下降最为明显; 其他期限利率环比下降(见图1)。

信用等级为AAA_{sf}的证券中, 3~4年期证券和4~5年期证券的发行利率环比上升, 上升幅度分别为5.18%和10.27%; 其他期限证券发行利率环比降幅在4.00%~9.00%之间, 其中2~3年期证券的发行利率降幅较为明显, 环比下降幅度为8.16%。信用等级为AA⁺_{sf}的

表1 2023年三季度资产支持证券利率类型(单位: 只、%、亿元)

利率种类	数量	占比	金额	占比
固定利率	1294	95.85	4297.12	91.76
累进利率	54	4.00	370.11	7.90
浮动利率	2	0.15	15.53	0.33
总计	1350	100.00	4682.76	100.00

数据来源: Wind, 联合资信整理

³ 如存在双机构同时对证券进行评级的情况, 以双方中更低等级信用评级结果为准, 下同。

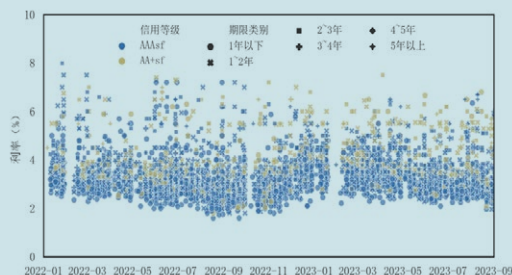
⁴ 累进利率: 利率与期限挂钩, 采取分段累进计息方式。

证券中, 3~4年期证券发行利率环比上升明显, 上升幅度为15.33%, 其他期限证券发行利率环比下降幅度在5.00%~13.00%之间, 且下降幅度均高于同期限AAA_{sf}证券, 其中2~3年期证券发行利率降幅最为明显, 为12.76% (见表2)。

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2023年截至三季度末发行的且期限在5年以下的AAA_{sf}和AA+sf证券, 涉及1942只证券。

图1 2022年至2023年三季度发行的AAA_{sf}和AA+sf证券发行利率情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

分市场来看, 企业ABS以正利差为主, 利差主要集中在0~200bps之间, 发行规模占比为92.48%, 其中利差为20~40bps的证券金额占比最大; ABN利差主要集中在200bps以内, 发行规模占比达98.13%, 其中利差为20~40bps及100~200bps的证券金额占比较大; 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73.63%, 由于投资者对信贷ABS认可度高, 其发行利差相对稳定地维持在低位水平。

从信用评级来看, AAA_{sf}和AA+sf级证券平均利差分别为71.88bps和136.22bps, AA+sf级证券的利差处于较高水平, 且利差分布范围广泛。对投资人而言, 底层资产信用质量较高的优质AA+sf证券更具投资价值, 可实现一定的超额收益。

从证券期限来看, 平均利差与证券期限基本呈正相关关系。中短期证券利差水平相对较低, 1年以下和1~2年期证券的平均利差分别为69.42bps和84.72bps; 中长期证券中, 2~3年期和3~4年期证券的平均利差分别为107.21bps和109.43bps; 4~5期证券的利差分布相对集中, 平均利差为151.63bps, 位于最高水平。

常见大类基础资产中, 车贷ABS由于基础资产分散度高、信用质量好, 利差水平整体偏低, 基本为负利差; 融资租赁ABS利差分布范围最广, 平均利差为

表2 2023年二季度和三季度AAA_{sf}和AA+sf证券发行利率及环比变动情况

证券类别	2023Q2		2023Q3		2023Q2		2023Q3	
	AAA _{sf}	环比变动	AAA _{sf}	环比变动	AA+ _{sf}	环比变动	AA+ _{sf}	环比变动
1年以下	2.86%	-9.13%	2.74%	-4.13%	4.21%	-8.28%	3.83%	-9.08%
1~2年	3.10%	-8.93%	2.98%	-3.79%	4.24%	-1.89%	3.81%	-10.00%
2~3年	3.37%	-6.55%	3.09%	-8.16%	4.68%	-9.20%	4.08%	-12.76%
3~4年	3.13%	-16.41%	3.30%	5.18%	4.01%	-19.88%	4.62%	15.33%
4~5年	3.83%	-13.59%	4.22%	10.27%	--	--	5.53%	--
5年以上	3.74%	-6.59%	3.56%	-4.72%	4.57%	-6.70%	4.34%	-5.06%

注: 因信用等级在AA+sf以下的证券规模较小, 故不作为重点研究对象; 以公开披露了发行利率且利率不为0%的证券作为研究样本, 且2023年二季度无4~5年期AA+sf的证券发行; 加权平均发行利率使用发行金额占比作为权重

数据来源: Wind, 联合资信整理

97.81bps, 位于最高水平; 企业应收账款ABS平均利差相对较低, 为64.16bps; 消费类和小额贷款ABS利差分分布相对集中, 平均利差分别为77.79bps和86.62bps, 处于较高水平。

存续证券表现

1. ABS存续规模环比下降

截至2023年9月底, 我国ABS市场存续项目3727单, 存续证券9171只, 存量规模3.78万亿, 以RMBS、应收账款ABS和CMBS/CMBN为主, 余额占比分别为22.43%、13.04%和11.53%。分市场来看, 信贷ABS存续575单, 存量规模1.18万亿元, 环比下降5.52%, 存量占比31.29%; 企业ABS存续2421单, 存量规模2.01万亿, 环比上升0.29%, 存量占比53.23%; ABN项目存续731单, 存量规模0.58万亿, 环比下降9.38%, 存量占比15.48%。

2. 二季度个别证券违约, 跟踪季部分证券级别调整

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年三季度, ABS市场共有5只证券展期, 基础资产类型分别为类REITs和供应链, 主要系发行人经营状况不达预期所致。2023年三季度, 未出现违约证券。

2023年三季度共有46只证券进行了级别调整, 主要由于定期跟踪所致证券级别上调。其中, 33只证券级别调升至AAA_{sf}, 6只证券调升至AA⁺_{sf}, 其他证券均有不同程度的调升, 上调证券共涉及18家原始权益人, 对应的基础资产类型主要为个人汽车贷款、消费贷款、小微贷款及住房抵押贷款项目, 上调原因主要系证券持续兑付和超额利差, 使得证券所获得的信用支持增加所致。

市场热点及创新

1. ABS产品创新度不断提升

2023年三季度银行间首单分布式光伏类REITs⁵、全国首单Pre-REITs培育清洁能源资产发行类REITs⁶、市场首单央企非主体增信工程尾款保理债权ABS⁷、市场首单摩托车ABS⁸、银行间首单公租房类REITs⁹、和首单担保公司增信民企类REITs¹⁰的成功发行, 进一步提升了ABS产品类型创新度, 推动资产证券化市场发展。

2. 绿色ABS发行与地区发展互相促进

绿色ABS产品创新不断涌现, 各地区着力发展绿

⁵ 中国康富国际租赁股份有限公司 2023 年度第一期浙江 1 号定向资产支持票据 (类 REITs)。

⁶ 国家电投 - 湖北电力清洁能源绿色碳中和资产支持专项计划 (类 REITs)。

⁷ 中建保理工程尾款保理债权第 1 期资产支持专项计划。

⁸ 智行浙江智慧普华融资租赁有限公司 2023 年度第一期定向资产支持票据。

⁹ 河南省豫资保障房管理运营有限公司 2023 年度第一期资产支持票据 (类 REITs)。

¹⁰ 宝供投资 - 深圳担保 - 仓储物流第一期资产支持专项计划。

色ABS,且各地方政府均在政策上予以支持。2023年8月,西北首单绿色PPP-ABS¹¹成功发行,系全国规模最大无增信PPP-ABS且为2023年以来利率最低无增信PPP-ABS;2023年9月,广东省首单绿色供水收费收益权ABS¹²成功发行,本次专项融资计划全场认购倍数2.1倍,创2023年以来全国同期供水行业ABS产品票面利率新低;2023年9月,青海首单省属国企绿色ABS¹³成功发行,为本年度中西部地区企业发行规模最大的CMBS,并且此单证券的发行为北京市丽泽金融商务区的首单CMBS产品和北京市丰台区的首单绿色碳中和CMBS。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,市场对绿色ABS认购态度积极,绿色ABS将有广阔的发展空间。

3. 民营企业ABS发行有望升温

2023年三季度,中国银行间市场交易商协会(以下简称交易商协会)先后发布交易商协会107号文,交易商协会146号文。文件指出鼓励创新民营小微企业盘活存量方式并鼓励以支持民营和中小微企业融资所形成的应收账款、融资租赁债权、不动产、微小企业贷款等作为基础资产发行资产支持票据(ABN)、资产支持商业票据(ABCP)、不动产信托资产支持票据(类REITs)等证券化产品,提升民营企业融资可得性,民营企业ABS发行有望增长,进一步盘活存量资产。

4. NPL市场仍具有增长潜力

2023年三季度,共发行39单不良贷款ABS,规模136.18亿元,同比增长89.05%,主要受经济下行因素影响,银行资产质量继续承压,不良资产转出动力仍较大。从资产类型来看,个人住房抵押不良贷款ABS

发行规模占比最大(占不良贷款ABS总发行规模的70.55%);信用卡不良贷款ABS发行单数最多(占不良贷款ABS总发行单数的53.85%)。

二、二级市场交易情况

成交规模

成交规模同比上升、环比降低。2023年三季度,资产证券化二级市场成交规模为0.37万亿,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0.33万亿¹⁴,同比上升1.19%,环比下降13.94%。其中,信贷ABS成交规模0.05万亿,占比15.08%;ABN成交规模0.11万亿,占比32.18%;企业ABS成交规模0.17万亿,占比52.74%。

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存量有一定关联。2023年三季度信贷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85%。ABN市场中,并表类ABN以及融资租赁、应收账款、供应链、类REITs、CMBS/CMBN、信托受益权是主要交易品种,成交规模合计占比超过88%,并表类ABN成交规模大主要是其成交笔数多。企业ABS中,应收账款、融资租赁、CMBS/CMBN、类REITs、小额贷款、供应链、消费贷是主要交易品种,成交规模合计占比超过84%。

受宏观经济因素影响,2023年三季度ABS产品收益率于8月下旬结束下行趋势,后呈现回升趋势。从主流

¹¹ 西安市幸福林带 PPP 项目绿色资产支持专项计划。

¹² 万联证券 - 增城自来水绿色供水收费收益权资产支持专项计划。

¹³ 中信建投 - 北京青海金融大厦绿色资产支持专项计划(碳中和)。

¹⁴ 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。。

ABS产品1年期中债AAA级收益率来看, RMBS、消费金融ABS、对公贷款与租赁债权ABS和企业ABS收益率三季度期末与三季度期初相比变动不大。ABS产品收益率是影响证券价格的重要因素, 受基础资产信用质量及分散度差异的影响, 不同基础资产类型的ABS产品收益率水平有明显分化, 或对证券二级成交活跃度产生一定影响。

成交证券期限特征

从证券期限来看, 2023年三季度期限在2~3年成交规模最大(占比23.21%), 期限在5年以上(占比26.68%)的证券成交亦活跃。

2023年三季度证券期限在1~4年的成交规模占比55.76%, 其中, 期限在1~3年的企业ABS市场成交规模最大, 占比25.25%, 主要为应收账款、融资租赁及小额贷款ABS; 其次为期限在2~4年的ABN市场, 成交规模占比为20.08%, 主要为并表类ABN。

2023年三季度证券期限在5年以上的成交规模占比26.68%, 其中, 期限在10年以上的企业ABS市场成交规模最大, 占比为11.24%, 主要为CMBS; 其次为期限在5~10年的信贷ABS市场, 成交规模占比为7.69%, 主要为RMBS。

证券分档成交情况

2023年三季度优先: 夹层: 次级的成交规模占比约为91:4:5。优先档方面, 信贷ABS市场中, A2档成交规模最大, 主要为RMBS, 其次成交较多的为A1档和A3档, A1档成交主要为车贷ABS, A3档成交同样主要为RMBS, 整体来看信贷ABS市场中期限较长的RMBS成交规模大; ABN市场中, A1档成交占比超过96%, 其中并表类ABN占比最高, 占A1档的55.10%; 企业ABS市场中, A1档成交占比超过75%, 其中应收账款ABS和CMBS占比较高, 分别占A1档的30.29%和19.50%; 夹层档方面, 企业ABS市场的CMBS、融资租赁、应收

账款及小额贷款ABS、类REITs成交活跃。次级档方面, 企业ABS市场的小额贷款ABS成交活跃度最高, 其次为信贷ABS市场的不良ABS, ABN市场的小微贷款ABS也有一定的成交。

三、监管动态

金融支持进一步推进乡村振兴

2023年7月17日, 中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)发布《关于进一步做好乡村振兴票据有关工作的通知》, 将进一步加大乡村振兴票据宣传力度, 对于创新程度高、示范效应好的乡村振兴票据项目, 可以适当形式同发行企业、主承销商等开展联合宣传。此外, 鼓励主承销商加强乡村振兴票据项目发掘, 有效拓展乡村振兴票据服务广度深度。除按月定期发布乡村振兴票据承销情况外, 将进一步推进乡村振兴相关业务成果纳入交易商协会主承销商考核评价, 激励提升市场机构服务乡村振兴积极性。

支持民营经济发展

2023年8月30日, 交易商协会发布《关于进一步加大债务融资工具支持力度促进民营经济健康发展的通知》, 鼓励以支持民营和中小微企业融资所形成的应收账款、融资租赁债权、不动产、小微企业贷款等作为基础资产发行资产支持票据(ABN)、资产支持商业票据(ABCP)、不动产信托资产支持票据(类REITs)等证券化产品, 提升民营企业融资可得性。支持科技型民营企业以知识产权质押贷款、许可使用费、融资租赁及供应链等多种模式开展证券化融资, 为民营企业提供多元化金融服务。鼓励民营企业注册发行资产担保债务融资工具(CB), 充分发挥资产和主体“双重增信”机制, 盘活不动产、土地使用权等存量资产。鼓励以上海票据交易所供应链票据作为基础资产发行资产证券化产品, 盘活票据资产, 引导债券市场资金加大对民营企业

业支持力度, 扎实推进保供稳链工作。

存量首套房住房贷款利率调整影响RMBS产品

2023年8月31日, 中央发布《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。自2023年9月25日起, 存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请, 由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定, 但在贷款市场报价利率 (LPR) 上的加点幅度, 不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款, 仍纳入商业性个人住房贷款管理。自2023年9月25日起, 存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人亦可向承贷金融机构提出申请, 协商变更合同约定的利率水平, 变更后的贷款合同利率水平应符合前述的规定。联合资

信针对存量首套房住房贷款利率调整进行了专项研究, 详情见《存量首套住房贷款利率下降对RMBS产品的影响——利率下调对优先级证券影响有限, 对次级证券有不同程度的负面影响》。

金融支持继续促进消费

2023年9月27日, 交易商协会发布“金融助力 促进消费——银行间市场创新支持促消费巡展”的资讯。在人民银行指导下, 交易商协会深入贯彻落实党中央、国务院关于促进消费、扩大内需系列政策精神, 近期进一步加大金融对消费领域支持力度, 持续推动一汽租赁、小鹏租赁等汽车租赁公司, 京东、美团等平台企业注册发行债务融资工具或资产支持证券, 银行间市场为助力促销费, 扩内需出实招、亮新招。近期, 交易商协会也将受理美团等平台企业以消费金融类资产, 以及网商银行、新网银行等合作机构以普惠小微类资产注册发行企业资产支持证券。■

隐债化解背景下租赁公司城投业务何去何从

文 | 联合资信 张帆

一、隐性债务的由来以及化解情况

地方隐性债务起源于分税制改革造成的地方财权与事权不匹配, 而地方政府举债意愿扩张加大了地方政府隐性债务风险; 2015年以来我国共进行过三轮隐债化解, 但化债目标尚未实现; 2023年7月中央政治局会议提出、8月十四届全国人大常委会第五次会议审议的一揽子化债方案已开始落地。

在本文的开篇, 我们需要先厘清何为地方隐性债务、何为地方政府融资平台 (以下简称“城投平台”)。

“地方隐性债务”的概念在2017年7月中央政治局会议上首次被提出; 之后, 《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发〔2018〕27号) 正式定义隐性债务为地方政府在法定债务预算之外, 直接或间接以财政资金偿还, 以及违法提供担保等方式举借的债务。城投平台以《关于加强地方政府融资平台公

司管理有关问题的通知》(国发〔2010〕19号)中的定义为普遍认识,即由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立,承担政府投资项目融资功能,并拥有独立法人资格的经济实体。城投平台是地方隐性债务的重要来源。

隐性债务起源于1994年分税制改革导致的地方财政与事权不匹配、收支不平衡,地方政府债务融资需求增加。而旧《预算法》(1995年)、《担保法》(1995年)、《贷款通则》(1996年)限制了地方政府通过发债、贷款、担保等渠道进行融资。于是,地方政府纷纷通过土地划拨等方式设立城投平台,并通过城投平台进行举债,将资金用于本应由财政预算安排支出的公益性项目建设,这即是早期的隐性债务。2008年,为应对国际金融危机冲击、保持经济平稳较快发展,我国政府推出四万亿投资计划。2009年,人民银行、原银监会下发《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》(银发〔2009〕92号),支持有条件的地方政府组建投融资平台,发行企业债、中期票据等融资工具,拓宽中央政府投资项目的配套资金渠道。城投平台进入高速发展期,城投平台举债融资规模迅速膨胀,伴随而来的是地方政府违规或变相提供担保、偿债风险加大,隐债规模激增,地方政府债务问题愈发严重。

直至国发〔2010〕19号文及其配套文件《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》(财预〔2010〕412号)等文件的出台,开启了对城投平台的监管时代。2014年新《预算法》以及《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号文)的出台,构建了地方债务管理的法律制度框架,明确了“开前门(即开放地方政府依法适度举债的权限)、堵后门(即制止地方政府违法违规举债)”核心监管思路,城投平台也被逐渐剥离政府融资职能,向市场化转型。2018年,国务院以密件形式下发中发〔2018〕27号文以及一系配套文件,旨在进一

步整治地方政府隐性债务,促使城投平台与政府信用切割,开启地方政府的“十年化债”之路。

2015年以来,我国共进行过三轮化债:第一轮(2015—2018年)在全国范围内发行地方政府置换债券,采用全域性、中央兜底的方式进行“非标转标”;第二轮(2019年)实行建制县隐债化解小规模试点,缓解尾部风险,财政部选取了辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南六个省份,采用竞争性立项的方式选择部分县市开展隐性债务风险化解试点,本轮仍采用地方政府置换债券;第三轮(2020年12月—2022年6月)通过发行特殊再融资债券,用于建制县区隐性债务化解试点扩容、辅助高风险地区化债以及京沪粤全域无隐债试点。

中发〔2018〕27号文要求地方政府在未来5~10年内化解隐性债务,十四五规划中将“稳妥化解地方隐性债”作为未来五年的重点工作目标。2023年已是化解地方隐债的第五年,7月24日,中央政治局会议提出“有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案”;8月28日,《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》明确“防范化解地方政府债务风险”是下一步财政五大重点工作之一,“地方政府承担隐债化解主责”“遏增量、化存量”为主要原则。2023年10月以来,各地披露特殊再融资债发行规模超7300亿元(截至10月17日),主要集中在偿债压力较大的省份,例如云南、内蒙古、贵州等,是一揽子化债方案积极推进的重要信号。

二、租赁公司城投业务发展情况

租赁融资因其灵活性等特点,成为城投平台非标融资的重要渠道。伴随着租赁融资需求的提高,租赁公司城投业务自2013年起进入快速增长阶段,其中2018年经历了短暂下降;2022年以来,受到监管政策的影响,租赁公司城投业务进入下降阶段;租赁公司城投客户资质相对下沉。

城投平台的融资渠道包括银行借款、债券和非标

融资，非标融资又可以进一步分为信托、融资租赁、定融和债权投资计划等。融资租赁由于其灵活性及缺乏有效监管等特点成为城投平台非标融资的重要力量。对于租赁公司来说，城投业务背靠政府信用，单笔金额较大，项目收益率较高，对业务专业性的要求相对不高，部分租赁公司将城投业务作为重点拓展的优质业务。

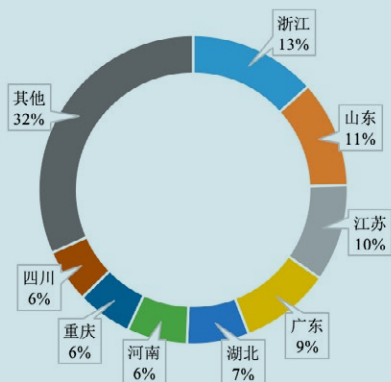
从事融资租赁业务的企业根据其监管机构及性质分为金融租赁公司和融资租赁公司。为观察金融租赁公司和融资租赁公司（以下统称为“租赁公司”）城投业务发展情况，本文选取了企业预警通披露的中登网租赁融资事件信息作为基础数据进行统计，需要注意的是，少部分融资租赁事件未披露金额数据，可能对数据的完整性产生一定影响。

租赁公司城投业务从2013年开始进入快速发展阶段，背后原因是2010年监管层控制城投平台贷款后，以信托为代表的影子银行向城投平台输血，而2012年底《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预〔2012〕463号）限制了基建类信托的开展，融资租赁正契合了城投平台的融资需求。租赁公司城投业务规模与城投债发行规模的变动趋势基本正相关，但在2017年、2018年和2023年前三季度发生了背离。2013年以来，租

赁公司城投业务规模出现2次同比下降，分别为2018年和2022年。为进一步整治地方政府隐性债务，促使融资平台与政府信用切割，国务院下发中发〔2018〕27号文及相关配套文件，2018年租赁公司城投业务投放经历了短暂的下降。但考虑到地方政府面临的化债压力较大，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国函办〔2019〕40号）指导金融机构和融资平台公司对隐性债务进行置换，其中一种方式就是贷款置换非标，2019年租赁公司城投业务大幅反弹。随着《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监〔2021〕15号）以及《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》（银保监办发〔2022〕12号）的发布，2022年租赁公司城投业务开始下滑，但因融资租赁公司不是银保监〔2021〕15号文和银保监办发〔2022〕12号文的直接发文对象，其城投业务降幅不及金融租赁公司。2023年前三季度，租赁公司城投业务同比持续下降。

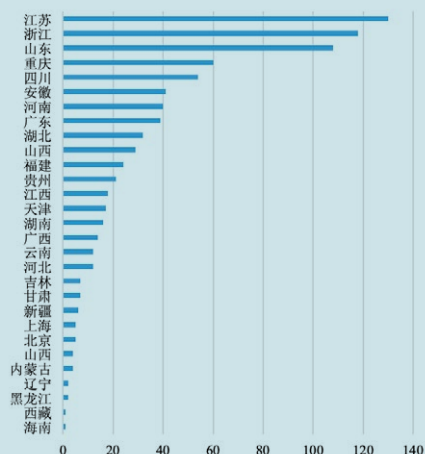
从区域分布看，2023年前三季度城投平台租赁融资金额占比超过5%的地区中，浙江省、山东省和江苏省是前三大省份，上述三个省份亦是城投债发行规模前三大的省份（见图1）。从城投客户数量看（见图2），2023

图1 2023年前三季度城投平台租赁融资金额分区域占比情况



注：上图中列举的地区系金额占比超过5%的省份
资料来源：企业预警通，联合资信整理

图2 2023年前三季度租赁公司城投客户区域分布情况（单位：家数）



资料来源：企业预警通、DM、Wind，联合资信整理

年前三季度, 城投客户数量前三的省份分别为江苏省、浙江省和山东省, 重庆市和四川省次之。

从城投客户资质看, 2023年前三季度, 租赁公司城投客户主体评级以AA为主(见图3), 平台层级以区县级和市级为主(见图4), 客户资质相对下沉。

三、隐债化解背景下租赁公司城投业务未来展望

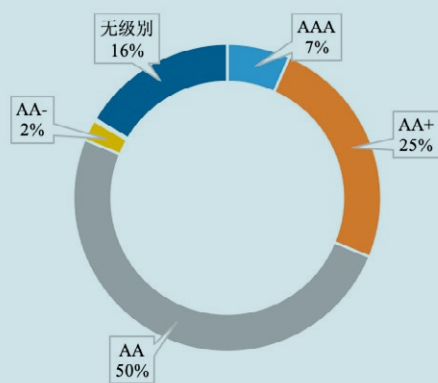
城投平台作为地方政府隐债主要承接主体, 随着地方隐债化解, 短期来看, 违约风险有所下降, 但长期来看, 信用风险分化将加大; 而作为重要的非标融资渠道的租赁融资来说, 监管政策将进一步规范租赁公司城投业务开展。未来, 租赁公司仍可以在合规框架下开展城投业务, 但业务风险将提升、竞争将加剧, 需要关注其城投客户信用风险变化情况; 此外, 部分从事城投业务的租赁公司将向产业类项目转型, 亦需关注业务转型风险。

城投平台是地方政府隐性债务的重要承载主体, 隐债化解对城投平台个体资质、融资需求等方面均将产生不同影响, 也将进一步对租赁公司城投业务产生影响。此外, 租赁公司城投业务还受监管政策的影响。

城投平台个体资质方面, 从短期来看, 化解隐性债务有助于城投平台债务瘦身、降低短期债务风险, 城投平台违约风险下降; 但长期来看, 随着政府隐债逐步清零, 城投平台不再承担政府融资职能, 其有息债务均变为经营性债务, 城投平台债务与政府信用剥离, 其信用风险分化将加大。首先, 需关注城投平台市场化转型的情况, 转型不能偏离其核心竞争力, 对于转型成功的城投平台, 自身具备造血功能, 在合规框架下与政府开展公益性项目, 在隐债清零后转为强国企, 信用风险将下降; 对于转型不成功的城投平台, 尤其是选择下行周期产业或进入自身缺乏资源禀赋产业的平台, 信用风险将上升。其次, 应关注城投平台地位边缘化的风险, 多地政府正积极推进城投平台整合升级, 但在整合的过程中, 部分城投平台将会出现股权层级下降、承接公益性项目减少、核心资产划出等情形, 此类城投平台信用风险将上升。最后, 尾部区域的城投平台信用风险或将上升, 在信用收缩周期, 尾部区域城投平台融资环境趋弱, 不得不通过高成本、短期限的再融资进行债务滚续, 虽然短期内风险得到缓释, 但长期偿债压力有所加大。

城投平台融资需求方面, 短期看, 随着新一轮隐

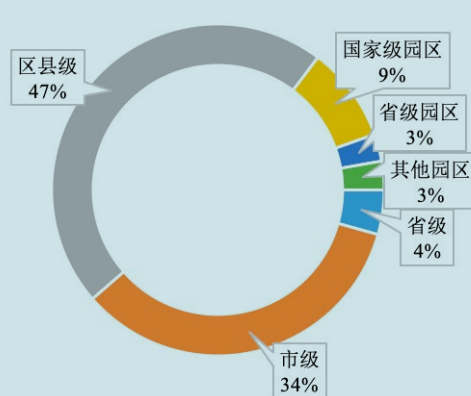
图3 2023年前三季度租赁公司城投客户主体级别分布情况



注: 占比为城投客户数量的占比

资料来源: 企业预警通、DM、Wind, 联合资信整理

图4 2023年前三季度租赁公司城投客户平台层级分布情况



注: 占比为城投客户数量的占比

资料来源: 企业预警通、DM、Wind, 联合资信整理



债化债方案的落地，城投平台融资需求或将下降；长期看，随着城投平台政府融资职能逐步被地方政府债券所替代，其融资需求来自于经营性融资需求，受政策周期性的影响或将减弱。

租赁公司监管政策方面，银保监〔2021〕15号文要求银行保险机构要进一步规范各类业务管理，不得通过理财、信托、保险、融资租赁等方式违规向融资平台公司提供融资或绕道置换不符合条件的隐性债务。银保监办发〔2022〕12号文引导金融租赁公司摒弃“类信贷”经营理念，突出“融物”特色功能，加强构筑物作为租赁物的适格性监管，严禁将道路、市政管道、水利管道、桥梁、坝、堰、水道、洞，非设备类在建工程、涉嫌新增地方政府隐性债务以及被处置后可能影响公共服务正常供应的构筑物作为租赁物。银保监办发〔2022〕12号文从租赁物的角度进一步限制了金融租赁公司的城投业务，城投业务常见的租赁物如管网和道路已不再具备可操作性。在融资租赁监管转隶地方金融监管局后，河北、江苏、山东、福建、湖南等地的地方金融监管局相继出台对融资租赁公司的监督管理指引，限制融资租赁公司违规向政府融资平台提供融资、要求地方政府违规进行担保。2022年10月，深圳市地方金融监督管理局也发文要求融资租赁公司不得开展涉新增地方政府隐性债务的业务。

需要注意的是，前文众多监管文件并非禁止租赁公司开展城投业务，而是监管城投平台违规融资所引起的隐性债务。因此，在合规的框架下，租赁公司仍可以开展城投业务，租赁物的适格性监管将更加严格，租赁公司的城投业务也将更加规范。随着城投平台逐步与政府信用脱钩，未来租赁公司应更加关注于城投平台的自身信用资质，而非政府信用，因此对其业务的专业性提出更高要求。由于隐债化解时，地方政府倾向于优先层级高、重要性高的平台，城投平台信用风险分化将加大，需要关注城投客户信用风险的变化情况。另外，随着隐债逐步清零，城投平台完成市场化转型，资质强的城投平台融资渠道更加通畅，对于资金成本较高的租赁融资的需求下降，租赁公司城投客户的资质或将进一步下沉。由于各家租赁公司自身资源禀赋的不同、对于城投业务风险判断的不同以及风险容忍度的差异，未来对于城投业务的业务策略也不尽相同。经了解，有部分租赁公司仍继续开展城投业务，但主要选取有稳定经营现金流的城投平台；也有部分租赁公司停止对城投业务的投放。此外，还有部分主要从事城投业务的租赁公司向产业类转型，由于产业类项目需要更强的专业度，需要更高的风险控制水平及组织人员配备，同时，短期业务尝试带来的盈利方面的波动，亦是对租赁公司经营的重大考验，需关注租赁公司业务转型风险。■

商业银行资本新规资产证券化风险计量方法变化及其影响

文 | 联合资信 范雅欣 李玲珊 曹雨璇

一、出台背景

金融危机后各主要证券化市场发行规模下降，反映出全球范围内对资产证券化产品信心缺失，同时暴露出巴塞尔协议II下资产证券化风险加权资产计量方法存在如机械性依赖外部信用评级、低评级优先档次证券适配的风险权重过高、悬崖效应及风险权重计量的风险敏感性不足等亟待弥补的缺陷。在此背景下，巴塞尔委员会（BCBS）对资产证券化监管资本计量方法进行了修订，于2016年7月发布了更新后的巴塞尔协议III资产证券化监管框架。

在我国2012年发布的《商业银行资本管理办法（试行）》（以下简称“原办法”）下，资产证券化风险权重计量方法与巴塞尔协议II相似，风险权重选取主要依赖外部信用评级。2023年2月18日，原中国银保监会、中国人民银行发布了《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），其中附件11《资产证券化风险加权资产计量规则》（以下简称“附件11”）对原办法下的风险权重计量规则在方法层级及

选取、优化方向以及风险权重选取范围等方面进行了较大幅度调整，并在风险权重计量框架中引入了“简单、透明、可比”标准，整体上与巴塞尔协议III一致。2023年11月1日，《商业银行资本管理办法》（以下简称“正式稿”）发布，宣布自2024年1月1日起实施。

二、计量框架变化

征求意见稿和原办法关于资产证券化风险加权资产计量方法的对比

征求意见稿与原办法的差异主要体现在计量方法层级及计量方法选取、计量方法优化方向、“简单、透明、可比”标准的引入以及风险权重选取范围四个方面。

1. 方法层级及计量方法选取

征求意见稿重新设定了风险加权资产计量方法层级及方法选取逻辑。原办法包含标准法与内部评级法两个层级，其中内部评级法可进一步划分为评级基础法和监管公式法。整体来看，原办法下资产证券化产品风险加权资产的计量主要参考外部信用评级等级这一单一因素。征求意见稿修订后的计量框架共分为三个层级（共3个方法），分别为内部评级法、外部评级法和标准法，其中，修订后的内部评级法及标准法为简化后的现行监管公式法，修订后的外部评级法为优化后的现行标准法。同时，征求意见稿将内部评级法提升至计量框架最高层级，方法选取主要取决于商业银行获取信息的充足性（见图1），从而在一定程度上降低了风险权重选取对外部信用评级等级的机械依赖。



2. 计量方法优化方向

征求意见稿下,修订后的计量方法在风险权重赋值及证券特征考虑范围两个方面进行了优化,从而提升了风险权重计量的精确度及风险敏感性。

风险权重赋值方面,我国原办法下标准法以信用评级等级区间为尺度标准设置风险权重(见表1),模糊程度相对较高。征求意见稿在外部评级法下进行了优化,细化了各信用评级等级适用的风险权重(见表2),提升了匹配精确度和区分度。

证券特征考虑范围方面,征求意见稿将档次剩余期限等证券特征纳入了风险权重计量的考虑范围。根据附件11,修订后的外部评级法增加档次剩余期限(MT)及是否为优先档次的风险权重划分维度,并根据证券厚度(T,其中 $T=D-A$)对非优先档次证券最终适用的风险权重进行修正。征求意见稿下,非评级类证券特征的纳入有助于风险权重计量风险敏感性的提高。

3. “简单、透明、可比”标准引入

征求意见稿引入了“简单、透明、可比”标准,并明确了符合“简单、透明、可比”标准的传统型资产支持证券(暂不包含资产支持商业票据或合成型资产证券化产品)所适用的风险权重优惠政策,其中优先档次证券在符合STC标准后风险权重结余范围为5%~55%,非优先档次证券在符合STC标准后风险权重结余范围为0%~120%。

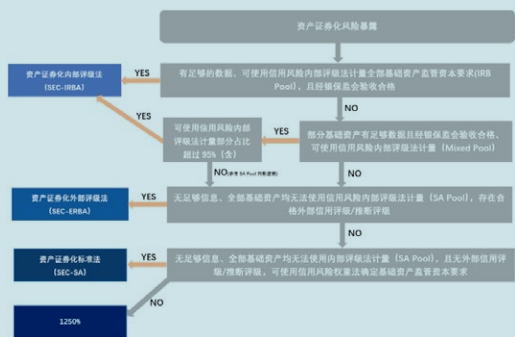
“简单、透明、可比”标准聚焦于资产证券化项目中可能会涉及三类主要风险,即资产风险(关注入池资产通用标准)、结构风险(关注交易结构透明度)及受托和服务风险(关注各参与方履职能力),涵盖了资产性质、资产筛选与转让、发行文件披露与审查等方面的要求。“简单、透明、可比”标准能够在一定程度上帮助商业银行更为准确地评估证券化活动所涉风险,提升风险权重计量的适配度。

4. 风险权重选取其他关注点

一般资产证券化产品风险权重选取上限方面,征求意见稿引入了“穿透法”。由于资产证券化活动本身并不会增加底层资产的既有风险,附件11约定,在商业银行能够持续掌握资产池信息,对优先档次风险暴露采用穿透法的前提下,优先档次证券风险权重上限应应为使用相关方法下的资产池加权平均风险权重,且不受风险权重下限约束。

同时,征求意见稿新增了对于不良贷款证券化产品风险加权资产计量标准的约定。在内部评级法及标准法下,不良贷款证券化产品风险权重下限为100%,征求意见稿外部评级法下暂未区分不良贷款证券化产品设置额外风险权重要求。

图1 征求意见稿资产证券化风险加权资产计量框架层级划分及方法选取



注: 占比为城投客户数量的占比

资料来源: 企业预警通、DM、Wind, 联合资信整理

表1 我国现行标准法下长期信用评级与风险权重匹配表

长期信用等级	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-	BB+/BB/BB-	B+及以下/未评级
资产证券化风险暴露	20%	50%	100%	350%(非发起机构)/1250%(发起机构)	1250%

资料来源:《商业银行资本管理办法(试行)》,联合资信整理

正式稿较《征求意见稿》关于资产证券化风险加权资产计量方法的细微变化

1. 明确不良贷款证券化产品风险权重下限要求

正式稿下，不良贷款证券化产品风险权重下限不再根据适用的计量方法进行区分，明确要求不良贷款证券化产品风险权重下限为100%。在此背景下，获得符合商业银行一般准入标准（AA-sf及以上）外部信用评级的不良贷款证券化产品风险权重或将高于同级别下一般资产证券化产品。

2. 增加可认定为优先档次的资产证券化风险暴露范围

正式稿新增对于资产支持商业票据流动性便利的优先档次认定要求，即若流动性便利能够覆盖所有未偿还的商业票据以及其他由资产池支持的优先级债

权，且全额享有最优先的受偿权利，则流动性便利可认定为优先档次。

3. 其他调整

正式稿下进一步明确了计量重叠风险暴露资本要求的可选方法，并提高STC标准中对于底层为商业房产抵押贷款的信用风险权重法下风险权重准入上限至65%。

三、正式稿实施对资产证券化风险计量的影响分析

商业银行因从事资产证券化业务而形成的表内外风险暴露包括但不限于资产支持证券、信用增级、流

表2 征求意见稿下外部评级法下长期信用评级与风险权重匹配表

优先档次/非优先档次	优先档次		非优先档次	
档次剩余期限 (MT)	1年期	5年期	1年期	5年期
AAA	15%	20%	15%	70%
AA+	15%	30%	15%	90%
AA	25%	40%	30%	120%
AA-	30%	45%	40%	140%
A+	40%	50%	60%	160%
A	50%	65%	80%	180%
A-	60%	70%	120%	210%
BBB+	75%	90%	170%	260%
BBB	90%	105%	220%	310%
BBB-	120%	140%	330%	420%
BB+	140%	160%	470%	580%
BB	160%	180%	620%	760%
BB-	200%	225%	750%	860%
B+	250%	280%	900%	950%
B	310%	340%	1050%	1050%
B-	380%	420%	1130%	1130%
CCC+/CCC/CCC-	460%	505%	1250%	1250%
低于CCC-	1250%	1250%	1250%	1250%

数据来源：Wind,联合资信整理

动性便利、利率或货币互换、信用衍生工具和分档次抵补。商业银行产生资产证券化风险暴露的情形主要包括发行和持有资产证券化产品¹。

从正式稿来看，修订后的计量框架对商业银行信用风险内部评级法应用能力的要求有所提升。考虑到现阶段我国仅个别商业银行能够使用信用风险内部评级法计量风险加权资产，且内部评级法对于商业银行信息获取充足性、建模技术及方法、模型校验及同业可比方面有较高的要求，预计大部分商业银行在短期内仍将使用外部评级法对资产证券化风险加权资产进行计量。为更好地了解正式稿实施对资产证券化风险计量的影响，下文将基于外部评级法，并从评级视角探究投资端与发行端资产证券化产品风险权重计量的主要变化。

投资端

商业银行是资产证券化产品的主要投资机构，正式稿的实施对于投资端资产证券化产品风险资产计量的影响主要体现在风险权重敏感度的提高以及证券存续期内风险权重的变化。

1. 风险权重敏感度的提升

从正式稿和原办法对比来看，正式稿在信用等级、档次剩余期限、档次优先级及档次厚度等方面提高了风险权重计量的敏感度，不同特征证券的风险权重计量区分度有所提升。正式稿对每个信用等级均匹配了适用的风险权重，将原办法按级别分组匹配的风险权重细化到每个信用等级；在此基础上，不同档次优先级、不同期限的证券风险权重调整幅度有所差异。一般来看，优先档次、短期限、原办法分组内级别更高的产品风险权重下降更为明显；优先档次、短期限、符合STC标准的资产证券化产品亦适用更低的风险权重。

整体来看，风险权重敏感度提升对于商业银行投资端的影响主要体现在以下方面：

a) 一般情况下，商业银行持有优先档次证券的风险权重要求所有降低。考虑到目前发行的资产证券化产品优先档次一般均为AAAsf评级，且除个人住房抵押贷款证券化外，其他绝大部分资产证券化产品期限均在5年期以下。从正式稿看，优先档次证券风险资产计量较原办法有所减少，其中优先档次证券风险权重下限由原办法的20%下降至15%，符合STC标准的资产证券化产品风险计量结余更为明显（优先档次证券的风险权重下限为10%）。

b) 正式稿下，商业银行持有非优先档次证券适用的风险权重档次厚度及档次剩余期限不同而略有差异。目前我国商业银行投资准入标准一般在AA—sf及以上，原办法下，商业银行持有相关证券适用的风险权重均为20%；对于档次厚度较厚且期限较短的非优先档次证券，正式稿下的风险权重要求或将低于原办法下20%的风险权重要求。

c) 商业银行持有次级档证券的风险权重要求未发生变化。次级档证券未予评级，在新旧标准下的风险权重没有变化，均适用1250%的风险权重最高值。

2. 证券存续期风险权重变化

存续期内，资产证券化产品的信用等级、档次厚度及剩余期限等特征或将随着证券的兑付而发生变化。正式稿下风险权重敏感性的提高，使得存续期内证券特征变化可能对优先档次证券和非优先次档证券的风险权重计量产生影响。主要体现在以下方面：

a) 就存续期内证券级别变化而言，一般情况下，随着存续期内资产证券化产品的兑付，资产池剩余期限变短，杠杆率降低，不确定性下降；且超额利差积累、证券端超额抵押等信用支持的提升，各档证券会在存续

¹ 本文不考虑信用增级、流动性便利、利率或货币互换、信用衍生工具和分档次抵补等其他资产证券化风险暴露情况。

期内随时发生级别的提升。正式稿下各信用等级区分度的增加,使得存续期内证券级别提升对风险权重的降低作用尤为明显。

b) 就是否为优先档次证券而言,由于目前大部分资产证券化产品发行时优先档次证券金额占比很高,夹层厚度相对保守,非优先档次提升为优先档次时,其档次剩余期限通常较短,且非优先档次级别通常已于优先档次证券偿付完毕前提升至AAAsf,风险权重在级别提升时已产生明显变化。在此类情况下,提升为优先档次对该档证券风险权重变化影响有限。

c) 就档次剩余期限及档次厚度而言,该类因素对各档证券风险权重的影响主要呈线性方式,影响程度与该等因素的大小密切相关。

综上,正式稿实施后,商业银行按照现行一般准入标准(AA-sf及以上)投资资产证券化产品风险资产计量优势提升,在投资端整体利好于资产证券化产品,也会进一步促进资产证券化产品的发行;同时,风险权重敏感度的提升会增加资产证券化产品精细化结构设置的需求,促进产品整体风险权重降低;另外,资产证券化风险权重对信用评级的高敏感性,对存续期内跟踪评级的开展有一定促进作用,有助于进一步提高资产证券化二级市场流动性。

发行端

正式稿的实施对于资产证券化产品发行端的影响,主要体现在证券化前后商业银行风险加权资产的释放效果方面。

1. 资产证券化后出表部分

正式稿下,商业银行通过资产证券化业务实现金融资产出表,仍可达到风险加权资产释放的效果。资产出表后,商业银行可终止确认该金融资产,并终止对已出表金融资产的风险加权资产计量;对于商业银行通过资产证券化交易获取的现金类资产,正式稿下,此类资产适用的风险权重仍为0。因此,正式稿实施后,通过资产证券化业务实现金融资产出表仍是商业银行实现风险加权资产释放的有效途径。

正式稿下,金融资产出表所实现的风险加权资产释放具体效果取决于底层资产类型。目前,我国商业银行发行信贷类资产证券化产品底层资产类型主要包括个人消费类贷款债权、个人汽车抵押贷款债权、个人信用卡债权、个人住房抵押贷款债权、小微企业债权及不良类信贷资产等。正式稿实施后,各类型资产出表后风险权重释放效果变动如下:

a) 监管零售个人债权资产(非合格交易者²)及小微企业债权资产通过资产证券化业务实现出表后,风

表3 监管零售个人风险暴露及小微企业风险暴露出表前后风险权重释放差额

风险暴露类型	原办法	正式稿	正式稿实施前后差异(正式稿下-原办法)
监管零售个人风险暴露(非合格交易者)	75%	75%	0%
监管零售个人风险暴露(合格交易者)	75%	45%	-30%
小微企业	75%	75%	0%

注:释放差额指商业银行在表内持有该类金融资产适用的风险权重与现金类金融资产适用的风险权重之间的差额,下同

资料来源:《商业银行资本管理办法》及《商业银行资本管理办法(试行)》,联合资信整理

² 合格交易者个人风险暴露是指在过去三年内最近12个账款金额大于0的账单周期,均按照事先约定的还款规则,在到期日前(含)全额偿还应付款项的信用卡个人风险暴露。

险权重释放效果与原办法一致,而符合合格交易者个人风险暴露要求的个人信用卡债权出表后的释放效果则有所减弱(见表3);

b) 个人住房抵押贷款债权出表后的风险权重释放效果视贷款特征不同有所差异(见表4)。

c) 不良类信贷资产出表后的风险权重释放效果有所增强。原办法下,商业银行不区分贷款状态,按对应资产类型的计量相应风险权重,出表后风险权重释放差额最高不超过75%;正式稿对不良信贷资产风险权重做了明确约定,视已计提损失准备水平有所区分,损失准备不低于资产账面价值20%的不良类信贷资产出表后风险权重释放差额为100%,否则为150%。

2. 发起机构自持部分

正式稿的实施对于发起机构自持部分风险权重计量的影响与投资端一致。根据人民银行及原中国银保监会的相关规定,商业银行作为信贷资产证券化业务

的发起机构,应平行自持或垂直自持不低于资产证券化产品发行规模5%的证券。整体来看,正式稿下,商业银行自持高评级、短期限的优先档次证券能够较原办法实现风险加权资产结余。

综上,正式稿实施后,商业银行仍可通过资产证券化业务实现资产出表进而释放风险加权资产,资本占用释放程度视底层资产类型不同而有所区分。对于商业银行作为发起机构自持的证券,风险权重要求与投资端一致,风险权重结余效果视档次特征有所差异。

四、启示与展望

短期内外部评级法仍为主流方法

在当前经济走势下,利用好资产证券化这一盘活存量资产的工具可以为金融市场增添新的动力,同时监管机构也在不断完善与之适配的监管体系,谨防风险的产

表4 个人住房抵押贷款资产出表前后风险权重释放差额

还款实质是否依赖于房地产产生的现金流	是否符合审慎要求	贷款价值比	原办法释放差额	正式稿下释放差额	正式稿实施前后差异(正式稿下-原办法)
否	是	<=50%	50%	20%	-30%
		(50%, 60%]		25%	-25%
		(60%, 70%]		30%	-20%
		(70%, 80%]		35%	-15%
		(80%, 90%]		40%	-10%
		(90%, 100%]		50%	0%
		>100%		交易对手风险权重	取决于交易对手风险权重
	否	--		交易对手风险权重	取决于交易对手风险权重
是	是	<=50%	50%	30%	-20%
		(50%, 60%]		35%	-15%
		(60%, 70%]		45%	-5%
		(70%, 80%]		50%	0%
		(80%, 90%]		60%	10%
		(90%, 100%]		75%	25%
		>100%		105%	55%
	否	--		150%	100%

资料来源:《商业银行资本管理办法》及《商业银行资本管理办法(试行)》,联合资信整理

生与积累。正式稿在资产证券化风险计量方法选择上给予商业银行更多的自由度,但内部评级法对于商业银行信息获取充足性、建模技术及方法、模型校验及同业可比方面有较高的要求,预计短期内使用外部评级法对资产证券化风险加权资产进行计量仍是主流。巴塞尔委员会鼓励有条件的商业银行逐步使用内部评级法,未来如何实现内部评级法下各商业银行间评级结果可比,是否需建立统一的评级标准或引入专业评级机构共同开发评级模型,以期更好的发挥内部评级法的作用,仍值得保持关注。应综合我国商业银行参与资产证券化业务的特点,引导银行选择合理的风险资产计量方法,在提升风险资产敏感度的同时,确保银行参与资产证券化业务的积极性获得激励。

风险资产敏感度提升有利于促进多样化产品设计

就风险资本占用方面而言,正式稿从投资端和发行端整体利好于资产证券化产品,风险资产计量优势提升,风险敏感度提高。资产证券化风险权重敏感性的提高,对存续期内跟踪评级的开展有一定促进作用,也会进一步提高资产证券化产品二级市场流动性,促进资产证券化市场高效发展。需要注意的是,正式稿下,不良贷款证券化产品风险权重下限为100%,高于一般资产证券化产品风险权重要求,或将增加商业银行的持有成本。

同时,正式稿外部评级法提高了各级别风险权重计量的区分度,投资级证券应计量风险权重相较于未评级证券优势明显。依据正式稿,在存续期内,具备合格外部评级的非优先档次随证券特征的变化,应计量的风险权重持续下降,而次级因不具备合格外部评级,其在产品存续期内适用的风险权重始终为最高值1250%。在我国,部分资产证券化产品夹层档次划分相对保守,次级厚度相对较高,若可在契合产品风险特征的基础上进一步切分投资级证券,或设置更低级别但规模更大的夹层证券,适当降低原有次级厚度,

则有助于优化产品风险结构,为发起机构产品设计提供新的思路。

STC业务发展和标准认证值得持续关注

正式稿对符合STC标准的资产支持证券均适配更低的风险权重,同时,STC标准的推行对提高信息披露透明度和质量提出更高的要求,从而助力资产证券化市场可持续发展。目前只有部分银行间信贷资产证券化产品可以满足STC标准,现行交易所资产证券化产品从发行到转让均为私募方式,中国证券投资基金业协会资产证券化业务委员会2023年第一次工作会议研究探讨推出资产证券化产品公开发行方式,有助于信息披露的公开性和透明度提升,也为后续交易所资产证券化产品满足STC标准创造条件。总体上,STC标准的实施有助于更准确的揭示资产证券化业务的实质风险。在STC认证方面,欧盟允许相关参与方聘请经监管授权的独立第三方机构对产品是否满足STS标准进行验证,本次正式稿尚未具体提及独立第三方验证相关事项,我国是否引入第三方验证服务以推动STC标准的统一落地实施有待探索。

完善存续期管理、信息披露机制促进ABS可持续发展

随着正式稿对风险权重敏感性的提高和风险权重计量维度的增加,存续期内证券特征变化将对资产证券化产品风险权重计量产生重要的影响。在存续期管理及信息披露方面,应进一步提高信息披露的标准化程度和质量要求,从而帮助商业银行更加准确地评估存续期内证券级别、优先档次厚度、剩余期限等特征变化对风险权重的影响。今年以来,交易商协会、交易所已多次发布信息披露指南及相关业务指引;展望未来,应持续建立健全存续期管理制度,压实参与机构责任,强化各参与机构信息披露职责,并监督各中介机构对其所出具的中介报告、专业意见以及所披露的信息审慎尽责,促进资产证券化市场简单、透明发展。///

《商业银行资本管理办法》对专业评级机构的借鉴意义

文 | 联合资信 赵东方 辛纯璐

一、《商业银行资本管理办法》推出背景

巴塞尔委员会在2017年修订完成了《巴塞尔III改革最终方案》(以下简称《巴III最终方案》),作为全球银行业资本监管最低标准。我国作为巴塞尔委员会成员应积极响应《巴III最终方案》。同时,《商业银行资本管理办法(试行)》(以下简称《试行办法》)实施多年来,随着我国经济金融形势和商业银行风险特征的发展变化,资本监管面临一些新问题。因此,国家金融监督管理总局结合国际监管改革最新成果,立足于我国银行业实际情况,对《试行办法》进行了修订(以下简称“本次修订”),于2023年2月18日发布了《商业银行资本管理办法(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》);2023年11月1日,国家金融监督管理总局令4号公布了《商业银行资本管理办法》(以下简称《资本办法》),自2024年1月1日起施行,旨在促进银行持续提升风险管理水平,引导银行更好服务实体经济。

二、本次修订的主要内容

本次修订的主要内容是“围绕构建差异化资本监管体系¹,修订重构第一支柱下风险加权资产计量规则、完善调整第二支柱监督检查规定,全面提升第三

支柱信息披露标准和内容”。《资本办法》由正文和25个附件组成,正文重点突出总体性、原则性和制度性要求,附件细化正文各项要求,明确具体的计量规则、技术标准、监管措施、信息披露内容等。上述修订中风险加权资产计量规则的调整最为突出。本文重点关注信用风险加权资产计量规则的变化及对合格外部评级机构的有关要求,并关注由此带来的对专业评级机构评级政策和评级标准的借鉴意义。

三、信用风险加权资产计量规则的调整及影响分析

权重法下计量规则的调整

采用权重法的第一档商业银行按照《资本办法》附件2的规定对银行账簿信用风险暴露进行分类,具体包括主权风险暴露、公共部门实体风险暴露、多边开发银行风险暴露、金融机构风险暴露、公司风险暴露、个人风险暴露、房地产风险暴露、股权风险暴露、合格资产担保债券风险暴露、已违约风险暴露。各类风险暴露又进一步有所细分,如金融机构风险暴露分为商业银行和其他金融机构,商业银行又根据尽职调查结果和各项条件进行标准信用风险评估划分为A+级、A级、B级、C级,公司风险暴露分为一般公司风险暴露和

¹ 《资本办法》构建了差异化资本监管体系,按照银行规模和业务复杂程度,划分为三个档次,匹配不同的资本监管方案。其中,规模较大或跨境业务较多的银行,划为第一档,对标资本监管国际规则;规模较小、跨境业务较少的银行纳入第二档,实施相对简化的监管规则;第三档主要是规模更小且无跨境业务的银行,进一步简化资本计量要求,引导其聚焦县域和小微金融服务。差异化资本监管不降低资本要求,在保持银行业整体稳健的前提下,激发中小银行的金融活水作用,减轻银行合规成本。

专业贷款。第二档商业银行相对第一档商业银行对风险暴露适用简化规定。通过研究第一档商业银行风险加权资产的风险暴露权重调整情况可以看出, 权重法下信用风险加权资产的风险暴露权重调整主要体现在新增资产类别和调整风险权重两个方面。

1. 新增资产类别

《资本办法》对于资产的区分更为细致, 其中主要的新增类别包括:

(1) 房地产开发风险暴露, 对符合审慎标准²的房地产开发风险暴露适用100%的风险权重, 而对其他房地产开发风险暴露则适用150%的风险权重, 整体较为严格。

(2) 居住用房地产风险暴露(商业银行对个人和企业以住房为抵押的债权)和商用房地产风险暴露(商业银行对个人和企业以商业用房为抵押的债权), 除部分房地产贷款按交易对手风险权重计量外, 其余风险权重根据贷款价值比计量, 分为不同档次。考虑到目前我国各地住房首付比例基本均不低于20%, 对应贷款价值比基本均不高于80%, 还款不实质性依赖于房地产所产生现金流的个人住房抵押贷款对应风险权重在20%~35%区间内, 低于之前的50%, 故本次修订对于居住用和商用房地产风险暴露权重的调整有所放松。

(3) 合格资产担保债券风险暴露, 《资本办法》中对符合要求的资产担保债券, 外部评级AA- (含) 以上、AA-以下BBB- (含) 以上、BBB-以下B- (含) 以上、B-以下的对应权重分别为10%、20%、50%、100%; 如不具备外部评级的债券可以参考发行银行的标准信用风险评估结果, A+、A、B、C级对应权重分别为15%、20%、35%、100%。总体来看, 对于外部评级较高、风

险级别较低的发债银行, 其风险权重相应越低。

(4) 已违约风险暴露, 《资本办法》将已违约业务划分至已违约风险暴露, 除以居住用房为抵押、还款不实质性依赖于房地产所产生的现金流的已违约风险暴露权重为100%外, 其余依据损失准备是否低于资产账面价值的20%设定不同的权重, 低于20%则使用150%的风险权重, 否则使用100%的风险权重。相比之下, 对于已违约风险暴露的整体风险权重有所上升。

除上述内容以外的其他新增类别, 包括新增对不合格多边开发银行风险暴露以及对专业贷款风险暴露等, 整体对标《巴III最终方案》。

2. 调整风险权重

《资本办法》对部分资产类别的风险权重进行了调整, 主要体现在:

(1) 对地方政府债券进一步划分为一般债券与专项债券, 其中, 专项债券适用的风险权重依旧为20%、一般债券适用的风险权重从20%下降为10%。该调整可能将有利于商业银行加大对地方一般债券的投资力度。

(2) 对境内外商业银行的风险权重进行大幅调整, 之前按资产的原始期限区分, 三个月以内的是20%、三个月以上的是25%。《资本办法》规定对期限3个月(含) 以内A+级和A级银行风险暴露的风险权重维持20%不变, 对B级、C级银行分别上调至50%、150%; 对3个月以上A+级、A级、B级、C级四类银行风险暴露的风险权重由统一的25%分别调高至30%、40%、75%和150%。我国大部分商业银行原则上被评为A级, 其风险权重总体而言小幅上升, 该调整明显抑制了3个月以上同业存单的配置需求。

(3) 对中小企业的风险暴露由100%调整为

² 审慎要求包括 (1) 审慎的贷款审批标准; (2) 项目资本金比例符合国务院关于固定资产投资项目资本金制度相关要求; (3) 未发生本金、利息或收益逾期, 不属于重组资产; (4) 用于居住用房的土地开发或建设。

85%，区分出投资级公司³，其风险权重由100%下调为75%。该调整将有利于进一步降低中小企业的融资成本，鼓励商业银行加强对中小企业的信贷支持，提高商业银行配置投资级公司债券的积极性；对于专业评级机构定义的投资级及整体评级区分度是否有影响还需要观察。

(4) 个人风险暴露方面，对合格交易者个人风险暴露⁴的风险权重由75%下调至45%，监管零售个人风险暴露应满足的条件包括商业银行对个人的风险暴露不超过1000万元、占本行信用风险暴露总额的比例不高于0.5%；而大部分其他个人贷款的风险权重则由75%调整为100%。

(5) 股权风险方面，对获得国家重大补贴并受到政府监督的股权投资的风险权重由1250%调整为250%，对于有政府参与的股权投资的风险看法大幅放松。

(6) 对我国商业银行的次级债权的风险权重由100%上调至150%。调整后，商业银行二级资本债、证券公司和保险公司次级债的风险权重将显著高于一般公司信用债券，资本占用成本将大幅上升，商业银行配置的积极性可能会减弱。

总体来看，本次修订对地方政府和企业的风险权重有所放松，对银行同业和次级债权的风险权重有所上升，对个人的风险权重则是有紧有松。风险权重的变化将影响银行的表内资产配置意愿，从资本节约的角度考虑，上述调整意味着银行或更倾向于投放地方政府一般债券、短期限同业存单、投资级公司和中小企

业、优质信用卡客户、高等级信用债等，对于弱资质银行债权、运营前阶段的项目贷款、房地产开发贷、以期房产为抵押的债权、次级债权等的投放意愿或有下降。

内部评级法下计量规则的调整

《资本办法》对于内部评级法下的调整主要是限制使用范围和校准风险参数，总体而言变得更加严格和细化，具体包括：

1. 限制使用范围，即明确商业银行对股权风险暴露不得采用内部评级法计量信用风险加权资产，对金融机构风险暴露和企业年营业收入（近三年营业收入的算术平均值）超过30亿元人民币或符合一定情形的一般公司风险暴露不得采用高级内部评级法计量信用风险加权资产。

2. 提高或新增违约概率和违约损失率的下限约束。如公司、金融机构和零售风险暴露的违约概率为商业银行内部估计的1年期违约概率与0.05%中的较大值，而《试行办法》中为0.03%。其中一般循环零售风险暴露的违约概率为商业银行内部估计的1年期违约概率与0.1%中的较大值，为新增约束。

四、商业银行信用风险内部评级体系监管要求与验证

内部评级体系监管要求

《资本办法》附件5详细介绍了信用风险内部评级体系监管要求，要求商业银行的内部评级体系应能有

³ 投资级公司至少应同时满足：最近三个会计年度利润总额（合并口径）、归属母公司所有者净利润（合并口径）均大于3000万元；最近三个会计年度利润总额（法人口径）、净利润（法人口径）均大于0；最新一期（季度频率）的归属母公司所有者净利润（合并口径）、净利润（法人口径）均大于0；归属母公司普通股股东综合收益总额（合并口径）、综合收益总额（法人口径）均大于0；上一会计年度末资产负债率原则上不高于70%；上一会计年度末经营活动产生的现金流量净额原则上应大于财务费用（金融行业公司可不受此限制）等具体财务指标及其他条件。

⁴ 合格交易者个人风险暴露是指在过去三年内最近12个账款金额大于0的账单周期，均按照事先约定的还款规则，在到期日前（含）全额偿还应付款项的信用卡个人风险暴露。

效识别信用风险,具备稳健的风险区分和排序能力,并准确量化风险。从商业银行内部评级体系的主要基本要素看:

治理结构方面,商业银行应建立、完善内部评级体系的治理结构,以保证内部评级结果的客观性和可靠性。

非零售风险暴露内部评级的技术要求主要包括:

①评级维度,即债务人评级和债项评级两个相互独立的维度;债务人级别应按照债务人违约概率的大小排序,若违约债务人级别超过1个,应按照预期损失大小排序。②评级结构,即商业银行应设定足够的债务人级别和债项级别,确保对信用风险的有效区分;信用风险暴露应在不同债务人级别和债项级别之间合理分布,不能过于集中;商业银行债务人评级应最少具备7个非违约级别、1个违约级别,并保证较高级别的风险小于较低级别的风险。③债务人评级方法论和时间跨度,即商业银行可以采取时点评级法、跨周期评级法以及介于两者之间的评级方法估计债务人的违约概率;且商业银行应至少估计债务人未来一年的违约概率。④评级标准,即商业银行评级定义和标准应合理、直观,且能够有意义地区分风险,评级定义应包括各级别风险程度的描述和各级别之间风险大小的区分标准,商业银行的内部评级可以参考外部评级结果,但不能仅依赖外部评级,并应满足了解外部评级所考虑的风险因素和评级标准,确保外部评级结构与内部评级保持一致,有能力分析外部评级工具的预测能力,评估使用外部评级工具对内部评级的影响等条件。⑤模型使用,即商业银行可以根据业务的复杂程度以及风险管理水平建立多种评级体系,应定期进行模型验证,包括对模型区分能力、预测能力、准确性和稳定性的监控,模型之间相互关系的复议以及模型预测结果和实际结果的返回检验。⑥文档化管理,即商业银行应书面记录内部评级的重要过程、评级标准以及各级别的定义。

商业银行内部评级流程包括**评级发起、评级认定、评级推翻和评级更新**。

风险参数量化是指商业银行估计内部评级法信用风险参数的过程。商业银行应根据所有可获得的数据、信息和方法并遵循审慎原则估计违约概率、违约损失率和违约风险暴露。商业银行应至少每年审查一次内部风险参数的估计值,并根据业务需要及时更新量化方法和流程。

信息系统与数据管理方面,商业银行应当建立相应的信息系统,记录工作流程,收集和存储数据,支持内部评级体系运行和风险参数量化。商业银行应当确保系统运行的可靠性、安全性和稳定性,内部评级使用的数据应当满足准确性、完整性和适当性要求。

内部评级应用方面,商业银行应确保内部评级和风险参数量化的结果应用于信用风险管理实践,商业银行获准采用内部评级法之前,内部评级体系实际应用应不短于3年。

内部评级体系验证

信用风险内部评级体系验证应包括投产前全面验证、定期持续监控和投产后全面验证三个阶段。

投产前全面验证工作包括但不限于:①对风险参数量化模型及其他评级相关模型进行开发阶段验证,涵盖风险量化的数据选取、参数估算、映射和参数应用四个阶段,包括对风险参数量化政策、流程、关键定义、建模数据和模型基础假设及方法论等的验证;②对评级治理结构、评级体系设计、评级流程以及支持内部评级的信息系统和数据管理进行验证。

定期持续监控工作包括但不限于:①评级治理工作情况;②评级系统运作情况,包括评级流程、评级推翻情况;③评级政策执行和调整情况;④评级结果的准确性;⑤评级使用情况;⑥数据存储、管理、维护情况和数据质量;⑦评级指标或风险变量的稳定性和预测性;⑧评级模型的稳定性;⑨评级分布和评级迁徙

情况；⑩评级模型使用环境的变化情况以及前一验证阶段发现的风险点等内容。

投产后全面验证指商业银行应当进行返回检验，运用统计方法分析内部评级结果和风险参数的估计值。返回检验至少每年进行一次。商业银行应当对内部评级计量模型和支持体系进行投产后全面验证。

其他验证要求包括：**对数据的验证，对评级模型的验证，对违约概率、违约损失率、违约风险暴露的验证，对信息系统的验证，对政策和流程的验证。**

五、商业银行外部评级使用规范

总体要求

商业银行对外部评级使用规范的总体要求包括：

1. **审慎选用**，即商业银行应根据合格外部评级机构的资格标准，在进行尽职调查的基础上，审慎选用合格外部评级机构及其信用评级结果。

2. **评估了解**，即商业银行应当至少每两年一次对认可的合格外部评级机构的独立性、专业性及内部控制能力进行评估，了解其评级原理，并阅读相关披露文件。

3. **明确映射关系**，即商业银行应明确所选择的外部评级机构使用的评级符号与《资本办法》规定的风险权重之间的映射关系，同时需考虑外部评级机构的评级对象覆盖范围、外部评级机构采用的违约定义及评估方法论等因素。

4. **文档报送**，即商业银行应当将认可的合格外部评级机构名单、变更情况、资质评估报告、评级与风险权重之间的映射方法论及相关支持文档进行报送。

5. **披露**，即商业银行应披露确定相关资产风险权重时认可的外部评级机构、该机构评级所对应的风险权重，以及按照外部评级机构不同评级所对应的风险权重计算的风险加权资产。

6. **保持一致且不得任意选择或随意变更**，即商业银行在资本计量和风险管理中，对合格外部评级机构

的选择以及评级结果的使用应当保持一致。存在多家外部评级机构对同一信用主体或债项的评级结果时，商业银行不得任意选择使用，或随意变更合格外部评级机构。

从上述要求内容可以看出，商业银行对外部评级机构的选择不再仅局限于其独立性、专业性和内部控制能力，而是**更侧重于其评级原理和评级方法，重点考量评级机构之间的技术支撑差异、评级与风险权重之间的映射方法**。有关披露的最新要求也**新增了结果导向**，以避免外部评级结果对应的风险加权资产被低估。

合格外部评级机构的资格标准

合格外部评级机构的资格标准包括：

1. **客观性**，即外部评级机构应当建立对市场各个组成部分的评级方法，包括严格的返回检验，评级方法至少有一年的使用时间，最好是三年以上；外部评级机构从事信用评级业务应当遵循独立、客观、公正和审慎性原则。

2. **独立性**，即外部评级机构应当具备足够的独立性，不会迫于政治或经济上的压力而影响评级结果；外部评级机构的内部信用评审委员会成员以及评估人员在评级过程中应当保持独立性，并应当根据所收集的数据和资料做出独立评判，不受评级对象及其他外来因素的影响；外部评级机构应建立健全隔离机制，在运营、制度层面确保评级业务与其他业务相分离。

3. **国际通用性及透明度**，即外部评级机构应当充分披露评级结果、评级过程中关键要素。同时，外部评级机构应披露其评级报告采用的评级符号、评级方法、评级模型和关键假设。

4. **披露**，即合格外部评级机构应披露其行为准则、与评级对象之间的利益冲突、评级方法论（包括违约定义、时间跨度及各信用等级的含义）、各信用等级的实际违约率、评级迁徙情况、评级的局限性以及过度依赖评级结果进行投资决策的潜在风险。

5. **资源**，即外部评级机构应当有足够的资源，收集充足的信息，全面及时地了解 and 掌握评级对象的风险状况，确保提供高质量的评级结果。

6. **可信度**，即合格外部评级机构的评级结果应当被市场参与者广泛认可和使用；应当建立防止机密信息被不当使用的内部程序。

7. **不滥用主动评级**，即合格外部评级机构不得运用主动评级⁵对评级对象施加压力，迫使其获取委托评级⁶的行为。

8. **信息共享**，即当评级方法论出现重大变动时，外部评级机构应当及时向相应监管部门报告，并提供外部评级及相关数据信息。

多方评级结果使用

于商业银行而言，若同一信用主体或债项有两个外部评级结果的，且对应不同的风险权重，应当使用风险权重较高的评级结果；若同一信用主体或债项有三个及以上外部评级结果的，且对应不同的风险权重，商业银行应当首先按照风险权重由低到高的顺序选择前两个评级结果，然后从中选择风险权重较高的评级结果。

债项评级结果确定

若债务工具拥有合格外部评级机构提供的债项评级结果的，则其风险权重将根据其外部评级来确定。若债务工具没有合格外部评级机构提供的债项评级结果的，商业银行应当依据一定原则确定其风险权重。

评级结果使用需考虑的其他问题

对于本币和外币的评级，当根据信用主体某一债项的外部评级结果来确定其未评级债项的风险权重

时，外币债项评级结果只能用于确定以同一外币标价的未评级债项的风险权重，本币债项评级结果只能用于确定以本币标价的未评级债项的风险权重。

对于短期和长期评级，短期评级只能用于确定信用主体发行的特定债务工具的风险权重，不能用于确定其他短期债权的风险权重。商业银行不得将短期评级用于确定未评级长期债务工具的风险权重。

评级的适用范围方面，企业集团内部某一信用主体的外部评级不能用于确定同一集团内部其他信用主体的风险权重。

评级结果的分类方面，评级结果为BB+以上（不含BB+）为投资级别，投资级别以外的评级为高收益级别。

原则上，商业银行应当使用合格外部评级机构给出的委托评级结果，商业银行可使用外部评级机构提供的主动评级结果的条件为其主动评级的信用评估量不低于委托评级，且已经其书面授权同意。

六、投资级公司及违约定义对专业评级机构的影响

商业银行对于投资级公司需满足的条件较专业评级机构当前评级标准更为严苛，如须“同时满足”明确的财务指标限制、无保留意见的经审计财务报表、债权风险分类均为正常、需有存续股票或债券、对外担保规模处于合理水平等条件。因此，专业评级机构可参考《资本办法》中对于投资级公司划分的有关标准调整完善评级政策和评级标准，以求更准确反映评级对象的信用质量和风险等级。

对比《资本办法》和当前专业评级机构对于违约

⁵ 投主动评级是指外部评级机构根据公开信息对评级对象主动进行的评级。

⁶ 委托评级是指外部评级机构接受评级对象的委托对评级对象进行的评级。

的定义,两者方向大体一致,但在具体判定的标准方面还存在一定细节差异。因此,专业评级机构可参考商业银行对于债务人违约的定义,从实际出发,进一步细化违约情形判定标准,增强违约责任的可识别性。

七、努力成为合格评级机构的建议

监管机构对于内部评级和外部评级的要求基本相通,如有效识别信用风险、具备稳健的风险区分和排序能力、准确量化风险等,对内部评级的要求更为细化、严格。参考前文内容,专业评级机构可从以下方面提升商业银行认可度,努力成为合格评级机构。

长期构建以长期违约率为核心的评级质量管理、验证体系

当前,资本市场各专业评级机构存在级别过于集中、区分度和稳定性不足等问题,违约率倒挂且分布不合理,与国际同业违约率水平和理想违约率标准差距较大,无法满足使用者对评级结果质量的需求。结合《资本办法》中“长期经验”以及“更长的历史观察期”等要求,专业评级机构应尽快开始构建以长期违约率为核心的评级质量管理体系,即真正以长期违约率为核心评判标准,通过对评级方法、评级模型、评级标准、内部治理、评级程序、评级结果等的渐进调整,逐步实现区分度和稳定性合理的满足使用者需求的违约率统计结果。

合理的评级检验方法和评级方法同样重要。专业评级机构可借鉴商业银行信用风险内部评级验证体系,通过对评级数据、评级模型、风险参数量化、信息系统、政策流程、治理结构、评级应用等内容进行事前验证、持续监控、事后验证,实现通过验证机制促进评级方法和评级体系持续改进的目标。

完善评级方法与评级模型

专业评级机构应以评级质量为核心,回归信用风

险揭示本质,不断优化现有的评级方法、模型,提高评级结果的准确性、区分度。可参考商业银行内部评级体系中的相关要求,如设置足够的主体级别和债项级别,确保对信用风险的有效区分,保证较高级别的风险小于较低级别的风险,且保持风险级别间排序的一致性和稳定性;考虑影响主体违约风险的非系统性因素、系统性因素及其影响,通过压力测试反映风险敏感性,至少估计主体未来一年的违约概率;使用历史数据定期或不定期进行模型验证、回溯检验,针对性地持续改进模型表现等。

量化风险评估参数

现代金融研究的重要前沿之一就是量化信用风险,信用风险量化与评级已经为西方发达国家的大型商业银行所应用及普及,并逐步发展为信用风险监控的主要工具。专业评级机构可参考商业银行内部评级要求,将主体和债项的风险特征转化为违约概率、违约损失率、迁徙率等风险评估参数。信用风险量化应以历史经验、实证研究、实证分析为基础,专业评级机构可在建立合理的压力测试流程、有针对性地选择假设情景后,定期进行压力测试,确保不低估风险。

提升信息与数据管理能力

数据信息系统是为满足评级作业的信息需求而定义和设计的数据集合,应包括客户主体、债项的详细数据以及行业、区域、产品等组合和宏观层面的数据等。专业评级机构应当建立相应的信息系统,记录工作流程、收集和存储数据,支持评级体系运行和风险参数量化。专业评级机构应当对数据信息系统的扩展配置足够资源,以满足当前评级体系的要求,且确保数据信息系统扩展过程中不发生信息丢失的风险。

提高内控管理水平,加强信息披露工作

参考《资本办法》有关要求,一方面,专业评级机

构应不断自查各项制度的完备性和执行的有效性,不断修订、完善各项制度、流程,提高内控管理水平,以维护评级决策的独立、客观、公正;另一方面,专业评级机构应不断扩大信息披露范围,包括但不限于评级过程、潜在风险、预测分析、敏感性因素、代表性企业名单、评级要素表现及检验检测情况等,同时改善信息披露标准和质量,以提高评级机构市场运作的透明度,减少信息不对称,逐步建立使用者对评级结果的信任。

积极开展高质量的主动评级工作

主动评级往往因其信息获取方式而被质疑其结果的准确性,但主动评级在促进行业规范竞争、提高市场透明度、为投资者提供信息参考等方面具有积极作用。在评级机构主动评级的信用评估质量不低于委托评级的前提下,商业银行可能会采用评级机构的主动

评级结果,因此评级机构应以市场需求为主积极开展主动评级工作。在主动评级业务开展过程中,评级机构应对通过公开渠道所获取信息的质量和充分性进行评估,把握好主动评级标准,确保主动评级结果质量。

高度重视银行对评级机构的认可工作

专业评级机构应关注并正视市场投资人评价,尤其应高度重视商业银行对其的认可工作,研究分析相关机构意见和建议并积极响应。根据《资本办法》,专业评级机构应始终遵循客观性等原则,保持足够的独立性,充分披露评级结果和评级过程中的关键要素等信息,利用足够的资源收集充足的信息,全面及时地了解 and 掌握评级对象的风险状况,提供高质量的评级结果,提高服务质量,提升评级结果的权威性和社会认同度,使评级结果被市场参与者广泛使用,进而获取商业银行的认可。■

非标产品抵押担保增级思路研究

文|联合资信 缪弘帅 刘凯元

一、研究适用范围

本报告相关研究适用于非标产品,具体包括集合资金信托计划(以下简称“信托计划”)、保险债权投资计划(以下简称“债权投资计划”)等产品,其他交易结构类似的融资工具亦可参考本报告分析建立增级路径。本报告研究基于目前中国境内的相关法律环境和法律法规,如果相关法律环境和法律法规发生重大变

化,很可能对受评产品信用等级带来影响。

二、抵押增级路径分析

增级原理

抵押担保不同于保证担保,抵押担保无法改变债务主体的违约概率,但是在产品发生违约后,债务人可通过处置抵押资产来降低违约损失率(1-违约回收

率), 进而实现一定增信作用。

抵押担保后违约损失率=违约损失率*(1-抵押覆盖率)

$$\text{抵押覆盖率} = \frac{\text{抵押物回收价值}}{\text{债务本息合计}} = 1 - \frac{\text{抵押担保后违约损失率}}{\text{违约损失率}}$$

在抵押覆盖率>0 (即抵押覆盖率>1- $\frac{\text{抵押担保后违约损失率}}{\text{违约损失率}}$) 时, 抵押担保后违约损失率<违约损失率, 即抵押担保具有一定增信作用。

抵押担保通过降低违约损失率(即提高违约回收率)达到增信的目的, 回收价值对债务本息覆盖率越高, 增信作用越强。抵押资产回收价值对于非标产品本金和利息的覆盖程度决定了抵押担保增信作用。下文将从抵押物实际回收价值、抵押物增级映射关系及其他影响因素对抵押增级进行探讨:

抵押物实际回收价值估算

非标产品评级中常见的抵押物包括土地使用权、在建工程、商业地产, 结合实践, 本文假设以上抵押物均采用司法拍卖方式进行处置。

根据《最高人民法院关于人民法院网络司法拍卖若干问题的规定》(以下简称“《若干规定》”), 第二条规定: 人民法院以拍卖方式处置财产的, 应当采取网络司法拍卖方式, 但法律、行政法规和司法解释规定必须通过其他途径处置, 或者不宜采用网络拍卖方式处置的除外。第四条规定: 对拟拍卖的财产, 人民法院应当委托具有相应资质的评估机构进行价格评估。第十条规定: 网络司法拍卖应当确定保留价, 拍卖保留价即为起拍价, 起拍价由人民法院参照评估价确定; 未作评估的, 参照市场价确定, 并征询当事人意见。此外, 抵押物的司法拍卖处置过程通常会涉及必要的税费。综上, 抵押物在处置过程中会受资产评估、司法拍卖折价和税收等多种因素影响。

1. 资产评估

资产评估机构一般根据资产类型、状态不同而采用不同评估方法对土地使用权、在建工程、商业地产等资产进行估价, 具体方法包括比较法、收益法、成本法

和假设开发法, 评估机构对抵押物估价一般会选取两种估价方法, 进行综合分析后确定最终评估价值。

为履行评级机构一般注意义务并复核评估价值准确性, 本文建议评级人员需对抵押物进行现场尽调并获取充分适当的资料。具体而言, 对于采用比较法、收益法进行评估的抵押物, 需关注其采用的比较案例是否足够多, 且是否具有可比性; 周边项目售价、租金水平与评估报告假设的差异等。对于采用假设开发法、成本法进行评估的抵押物, 需关注项目施工进度与评估报告是否一致, 如发现评估报告中假设信息与实际情况出现严重不符, 建议对折价系数进行调整。

2. 拍卖折价因素

根据《若干规定》, 司法拍卖中起拍价不得低于评估价或者市价的百分之七十。此外, 根据《最高人民法院关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》, 如果出现流拍, 再行拍卖时, 可以酌情降低保留价, 但每次降低的数额不得超过前次保留价的百分之二十。

在司法拍卖中, 受多种因素影响, 抵押物实际回收价值或与资产评估价值差异较大, 前者在后者基础上存在一定拍卖折价调整, 在不考虑税费因素前提下, 拍卖折价调整系数的确定过程如下:

司法拍卖的抵押物起拍价不得低于评估价70%, 基于谨慎考虑, 本文假设抵押物起拍价为评估价的70%, 且拍卖三次(至多拍卖三次), 通过以上假设得出抵押物拍卖折价调整系数(不考虑税费因素等) $=70\% \times (1-20\%) \times (1-20\%) = 44.8\%$ 。

综上, 抵押物拍卖折价调整系数(不考虑税费因素等)范围为44.8%~70%。

3. 税费因素

土地使用权、在建工程、商业地产等抵押物处置过程中涉及的税费包括土地增值税、契税、城建及教育附加、印花税等, 其中土地增值税、契税和企业所得税对抵押物的实际回收价值影响较大(见表1)。

需要注意的是, 我国各地法院对司法拍卖中税费

承担方尚未形成统一标准。根据最高法相关规定¹，人民法院在网络司法拍卖中负责确定税费负担，故各地法院在网拍公告中直接规定一种“包税条款”，税费承担方式包括“买受人承担”“卖方承担”和“双方各自共担”，各地要求尚存在不统一的情况。

由于无法确定税费最终承担方，本文建议在计算抵押物实际回收价值过程中，将相关税费作为抵押物实际回收价值调整因素之一。

其中，契税等于**拍卖成交价格**（未考虑税费因素）的3%或5%，本文假设为5%；

土地增值税方面，如在开展首评时难以获取抵押物实际成本，本文假设土地增值税采用核定征收方式，税率取最高8%（如可获取抵押物实际成本则建议采用常规计税方式）；企业所得税方面，由于违约企业一般处于长期亏损/微利状态，无需缴纳所得税/企业所得税较少，故本文不考虑抵押物处置收入产生的企业所得税。

综上，**税费调整系数为87%**。

抵押增级映射关系

在涉及抵押增级的非标产品中，非标产品最终信用级别通常是在保证担保增信效果（即担保主体国内信用等级AA或AA+，下文同）基础上考虑是否上调一定数量的子级。抵押增级映射关系中，我们将讨论，在考虑保证担保增信效果的基础上，“抵押物实际回收

价值对本息的覆盖倍数”与“非标产品信用等级上调子级”之间的对应关系。

非标产品抵押增级映射关系的确定可以借鉴国际评级机构的回收率评级方法。该回收率评级思路是对假定违约情况下的企业进行估值后，按照不同债项求偿次序进行价值分配，得到各债项的回收情况，并将回收率映射到对应的回收率评级表中得到回收率评级，然后根据回收率评级结果对主体评级进行调整得出各债项评级。抵押担保增级与回收率评级逻辑是一致的，均通过“估计价值/债务”获得回收率，并进一步对债项级别进行调整。

以标准普尔评级、惠誉评级的回收率评级标准为例，两家评级机构均先对假定违约情况下的投机级受评主体进行企业估值，并利用“waterfall”方法将企业价值分配给清偿顺序不同的债务，确定不同债务的回收率后赋予回收率级别。

其中，标普回收率评级与主体级别调整的映射关系如下（见表2）：

惠誉的回收率评级方法与标普基本一致，但在回收率级别设置、评级对象等方面有所差异（见表3）：

从标普、惠誉回收率评级对应债项调整规则来看，回收率在70%以上时（部分区域需达90%），债项信用等级可以在主体信用级别基础上进行适当上调。但考虑到回收率评级调整规则适用于投机级主体债务，而非标产品抵押增级映射关系应用于考虑保证担保增信效果后产品信用等级调整，故本文借鉴以上标准并进行适当调整²。

针对投机级受评主体，国际评级机构使用“假定违约情况下的估计企业价值/（债务本金和利息）”计算回收率。类似的，针对非标产品抵押物资产，本文

表1 税费调整系数

项目	税率	税费调整系数
契税	5%	87%
土地增值税	8%	

注：税费调整系数=100%-5%-8%

¹ 《最高人民法院关于人民法院网络司法拍卖若干问题的规定》。

² 考虑到高信用主体级别区分性低于低信用等级主体，故本文缩小债项级别调整范围。

使用“抵押物实际回收价值/非标产品待偿还本金及利息”计算回收率，并以该回收率作为非标产品抵押增级的映射指标。此外，区位因素采用《国务院关于调整城市规模划分标准的通知》中对我国城市等级划分（见表4）。

其他影响因素³

在开展非标产品抵押增级过程中，本文认为抵押人、多种担保责任竞合会对抵押增级效果产生一定影响。

1. 抵押人

从交易结构上看，抵押人为融资主体时，由于抵押

物一般为融资主体旗下的经营资产，没有与融资主体分离，融资主体存在“使用”或“被动使用”抵押物来偿还债务的可能性，如抵押物处置后建筑工程承包款等款项优先于抵押担保债权清偿。抵押人为担保主体，且担保主体信用等级高于融资主体时，考虑到抵押物处置折价、声誉影响等因素，担保主体一般优先选择履行担保责任；此外，融资主体与抵押物实现了“产权隔离”，抵押物处置不受融资主体信用状况影响。整体看，抵押物的所有权人为担保主体，且担保主体信用等级高于融资主体时，抵押担保对非标产品的增级效果相对更好。抵押人为第三方时，需综合考虑融资主体、担保主体与第三方的关联关系以及第三方的信用状况

表2 标普回收率评级与主体级别调整关系

回收率评级	回收情况	A组管辖区		B组管辖区		相对于主体级别
		大于等于	小于	大于等于	小于	
1+	完全回收	100%	--	--	--	+3子级
1	极高比例回收	90%	100%	--	--	+2子级
2	大量回收	70%	90%	90%	100%	+1子级
3	有意义回收	50%	70%	50%	90%	+0子级
4	平均回收	30%	50%	30%	50%	+0子级
5	适度回收	10%	30%	10%	30%	-1子级
6	低比例回收	0%	10%	0%	10%	-2子级

注：标普依据对债权人友好程度和法律执行有效程度，将各国和地区由高到低分为A、B、C三类司法管辖区
资料来源：标准普尔公司网站

表3 惠誉回收率评级与主体级别调整关系

回收率评级	回收描述	回收率范围	评级调整规则
RR1	优秀	91%~100%	+3个子级
RR2	良好	71%~90%	+2个子级
RR3	较好	51%~70%	+1个子级
RR4	一般	31%~50%	0个子级
RR5	较差	11%~30%	-1个子级
RR6	差	1%~10%	-2个或-3个子级
6	低比例回收	0%	10%

资料来源：惠誉网站

表4 债项级别调整映射表

回收率评级	抵押物实际回收价值/非标产品待偿还本金及利息合计	债项级别调整（考虑保证担保增信效果后）
超大城市	70%及以上	+0~1子级
	70%以下	+0子级
特大城市及大城市	90%及以上	+0~1子级
	90%以下	+0子级
中等城市及小城市	100%及以上	+0~1子级

注：1. 区域划分标准取自《国务院关于调整城市规模划分标准的通知》；2. 以上抵押担保需签订抵押担保合同并进行抵押登记

³ 由于相关监管文件包含非标产品需进行抵押登记的要求，且抵押担保过程需签订抵押合同，出具法律意见书，故本文不对抵押物是否进行抵押登记、抵押合同是否签订等因素进行讨论。



等信息后综合判断。

从抵押人企业类型看，抵押人为房地产企业时，其抵押物一般为房地产在建工程（含土地使用权）及商业地产，其中在建工程抵押物需关注其项目建设进度，处于停工状态的在建工程除可能涉及建筑工程款拖欠、产生实体性贬值外，抵押物买受人复工续建的在建工程项目亦需投入较大规模的资金；商业地产抵押物则需关注其租售情况、税费情况，尤其需关注商业地产独立使用情况、是否存在长期低租金合同等导致抵押物变现能力下降的不利因素。抵押人为城投企业时，其提供的抵押物主要为土地使用权及其他非公益性资产，资产流动性或相对较弱，如城投企业以划拨方式取得的国有土地使用权，变更产权需履行相应的审批程序、补交付土地出让金等程序，对抵押物价值和回收时间均会产生一定影响；某些地区特殊用地（如工业用地等）的需求较住宅、商业用地小，实际处置难度亦相对较高。此外，在抵押物处置过程中，城投企业还要防止出现因过度压价而造成国有资产流失的问题，这将加大处置难度。

2. 多种担保责任竞合

对于同时含有保证担保、抵押担保的非标项目，需关注不同担保方式的履行顺序问题。具体而言，如债权人在相关合同文件中已经约定可以无限制决定不同担保措施履行顺序时，则存在“先保证担保后抵押担保”“先抵押担保后保证担保”“同时履行保证担保和

抵押担保”三种不同履行顺序。

考虑到非标产品的担保主体一般为融资主体的母公司，一旦融资主体资金紧张，其为子公司提供代偿的意愿强烈，且保证担保履行时间明显短于抵押物处置时间（考虑到诉讼、司法拍卖等因素），债权人一般选择“先保证担保后抵押担保”。但无论选择何种履行顺序，抵押担保仅能通过降低违约损失率实现增信，而保证担保不仅可以降低违约损失率还能降低违约概率，可见保证担保是保障非标产品投资人利益的第一道防线。

若债权人在相关合同文件中未约定不同担保措施履行顺序，则需关注我国法律法规中对不同担保措施履行顺序的要求，并关注会否出现保证担保责任被免除的情况。具体而言，根据《民法典》第三百九十二条规定：“没有约定或者约定不明确，债务人自己提供物的担保的，债权人应当先就该物的担保实现债权”。当融资主体以自有资产为非标产品项下债务提供抵押担保时，若抵押合同、担保合同未对担保责任履行顺序作出约定，且抵押物价值出现损失（如抵押物为在建工程，抵押期间竣工并被出售），这可能导致担保主体在抵押物价值覆盖范围内的保证责任被免除。

三、其他建议

评级人员需对抵押物进行具有针对性的现场尽调。对于进行抵押增级的首次评级项目，评级人员需要结合抵押物特点制定具有针对性的现场尽调。抵押物采用比较法、收益法进行评估，评级人员需对周边项目的租金、售价、出租率情况进行走访，并对相关走访留痕；针对进行抵押增级的跟踪项目，评级人员需在跟踪期重新进行抵押物现场尽调，并重点关注跟踪期内抵押物价值变化情况。此外，评级人员需关注相关法律文件的条款约定，如是否对不同担保责任履行顺序进行约定，并对抵押物权属、抵押登记情况进行复核。■

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2023年10—11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0.20亿元。

截至11月30日, 2023年我国债券市场新增违约主体4家, 涉及到期违约债券15期, 到期违约债券规模183.19亿元, 均较上年同期(8家、42期和221.45亿元)有所减少。重复违约主体10家, 较上年同期(9家)有所增加, 涉及到期违约债券20期, 到期违约规模约50.38亿元, 均较上年同期(21期和163.36亿元)有所减少(见表1)。

二、信用等级调整⁴情况

2023年10—11月, 债券市场有8家发行人主体级别发生上调, 无发行人主体展望发生上调, 有3家发行人主体级别发生下调, 1家发行人主体展望发生下调。

截至11月30日, 2023年我国债券市场有72家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(21家)有所增加, 有36家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(85家)有所减少。有7家发行人主体展望发生上调, 与上年同期(7家)一致, 有26家发行人主体展望发生下调, 与上年同期(25家)基本持平(见表2)。

表1 2020年—2023年11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—11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	4	15	183.19
重复违约	19	63	367.41	27	79	743.28	9	27	173.13	10	20	50.38

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年—2023年11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—11月	2020年	2021年	2022年	2023年1—11月
调升数量(家)	235	17	25	72	5	3	7	7
调降数量(家)	93	138	86	36	24	50	26	26

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

宁夏远高实业集团有限公司

一、主体概况

宁夏远高实业集团有限公司（以下简称“公司”或“远高实业”）成立于2010年，为宁夏银川民营企业。远高实业是西北最大的塔筒生产商，主要从事风电塔筒和钢结构的生产制造，以及铜矿、金刚砂矿的开采及金属非金属粉末的销售。截至2020年12月，公司控股股东为北京远高启帆实业有限公司（以下简称“远高启帆”），控股比例为100%，实际控制人为自然人高红明，通过北京远高启帆实业有限公司间接持股88.91%。

由于公司经营获现能力持续下降、短期债务负担

加重、连带保证担保人未能按约履行担保责任等原因，2020年11月22日，公司未能偿付“18远高01”的本金及利息1.08亿元，构成实质性违约，同时触发投资者保护条款，造成远高实业公司债券“19远高01”“19远高02”交叉违约。此后，因远高实业未能在宽限期足额清偿全部逾期债务，也未能对“19远高01”增加足额有效的第三方担保或其他资产抵质押措施并完成相关法律手续，2021年1月6日，“19远高01”构成实质性违约。2021年4月12日，远高实业公司债券“16宁远高”未按时兑付本息，构成实质性违约。2021年6月，宁夏回族自治区贺兰县人民法院裁定远高实业与关联公司进行实质合并重整。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
18远高01	20181120	20221122	20201123	1.08	AA/AA/稳定	公司债	大公国际	本息违约
19远高01	20190308	20240312	20210106	1.00	AA/AA/稳定	公司债	大公国际	本金违约
19远高02	20190924	20240926	20201123	4.00	AA/AA/稳定	公司债	大公国际	触发交叉违约
16宁远高	20160411	20210412	20210412	5.73	AA/AA-/稳定	公司债	大公国际	本息违约

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
2018-03-07	公司发布《关于关注宁夏远高实业集团有限公司当年累计新增借款超过上年末净资产的百分之二十公告》，称截至2017年9月末，公司借款余额为23.77亿元，其中2017年1-9月累计新增借款金额10.07亿元，占2016年末净资产的比例为24.98%，超过2016年末净资产的20%；累计新增借款中，新增委托贷款和融资租赁借款等共计9.10亿元，新增银行借款0.97亿元，主要用于补充公司及分子公司营运资金。
2019-04-30	公司发布2018年年度报告，报告显示公司当期利润总额为8.71亿元，同比减少7.91%；当期净利润为6.26亿元，同比减少9.72%。筹资活动产生的现金流净额同比由正转负，公司称主要系报告期内归还借款较多所致。
2018-10-20	公司签署《收购意向书》，公司与全资子公司或控股子公司有意以8850万元现金收购江西鄱湖低碳环保股份有限公司合计100%股权。

2020-02-27	公司发布《宁夏远高实业集团有限公司关于与债券持有人签署展期兑付协议的公告》，公告称2022年2月18日召开的持有人会议中，全体“19远高实业CP001”债券持有人一致同意通过该展期议案，公司与债券持有人已完成展期兑付协议签署，“19远高实业CP001”的到期日由2020年2月27日变更为2020年5月27日。
2020-04-30	公司发布2019年年度报告，报告显示公司当期利润总额为8.13亿元，同比减少6.66%；当期净利润为6.04亿元，同比减少3.48%。经营活动产生的现金流净额同比下降40.76%，公司称主要系公司2019年度支付较多投标保证金所致。
2020-08-07	公司发布《宁夏远高实业集团有限公司董事及监事发生变动公告》，公告称公司控股股东远高启帆对公司进行董事及监事的更换。
2020-08-19	大公国际发布《关于关注宁夏远高实业集团有限公司董事及监事发生变动等事项的公告》，称对远高实业董监事变更事宜进行持续关注。
2020-08-31	公司发布2020年半年度报告，报告显示公司当期营业收入为17.96亿元，同比减少39.17%；当期净利润为1.42亿元，同比减少61.75%。公司称受公共卫生事件影响所致。
2020-11-03	大公国际发布《大公关于将宁夏远高实业集团有限公司主体及相关债项列入信用观察名单的公告》，大公认为远高实业的股权归属存在不确定性，且多次问询后没有明确进展，加之观察到公司短期债务负担加重，经营能力下降，因此将公司主体和相关债项列入信用观察名单。
2020-11-23	公司债券“18远高01”未能按时完成到期兑付，发生实质性违约，并触发“19远高01”“19远高02”的交叉违约保护条款。
2020-11-24	大公国际发布《大公关于下调宁夏远高实业集团有限公司主体信用等级至C的公告》，大公关注到公司股权结构与实际控制人发生变化，且公司未能按时支付“18远高01”的本金及最后一个年度利息，同时债券连带保证担保人未能按约定履行担保责任，已构成实质性违约。因此，大公国际决定将公司主体及“18远高01”的信用等级由AA下调为C，“16宁远高”“19远高01”及“19远高02”的信用等级由AA下调为CC。
2021-01-06	“宁夏远高实业集团有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)(面向合格投资者)2021年第一次债券持有人会议”于2021年1月6日表决通过议案，宣布“19远高01”因远高集团触发投资者保护条款已构成交叉违约，且由于远高集团未能在宽限期足额清偿全部逾期债务，也未对“19远高01”增加足额有效的第三方担保或其他资产抵质押措施并完成相关法律手续，因此不豁免远高集团违约责任并宣布“19远高01”提前到期，已构成实质性违约。

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COS系统

三、违约原因分析

行业竞争激烈，行业周期下行，公司盈利能力下滑

公司主要从事风塔和钢结构的生产销售，行业生产企业较多，市场集中度很低，竞争较为激烈。截至2019年，国内风塔企业已经超过100家，迫于市场竞争加剧，风塔企业通过降低价格以争取中标，行业

毛利率进一步下降。公司风塔和钢结构业务的上游原材料主要为钢制品，受钢材价格增长影响，公司采购成本逐年上升，2019年公司板材的采购单价同比上升20.95%，公司成本管控压力显著增加。从下游需求看，公司风塔及钢结构业务的主要客户为山西、内蒙古、青海和宁夏等西北地区的主机厂，客户集中度较高，2017年2月，国家能源局发布通知将内蒙古、宁夏



等地列为开发建设红色区域,禁止受理新增并网申请,公司销售受到较大影响,盈利能力有所下降。此外,2019年,由于市场铜价下降导致公司铜粉减产,环保检查加强导致公司金刚砂销量下滑,公司铜粉与金刚砂板块盈利也有所恶化,带动公司盈利水平进一步下滑。

公司内控制度存在明显缺陷,涉嫌财务造假,关联方占款严重,治理薄弱

公司内控制度存在重大缺陷,财务管理制度不能有效实施,财务造假问题严重,根据2022年8月证监会对公司出具的《行政处罚事先告知书》可知,公司2018—2019年年报中均存在虚增营业收入、虚增利润及虚增货币资金的情况,且涉嫌银行间债券市场信息披露违法、债券募集资金使用情况与实际不符等多项问题。此外,关联方对公司资金占用较为严重,2019年末

公司其他应收款3.69亿元,其中关联方往来款3.45亿元,占比高达93.5%。整体来看,公司内部控制制度失效,公司治理较为薄弱。

公司有息债务增速快,债务结构不合理,偿债能力减弱

近年来,伴随公司经营范围扩大及项目的持续推进,公司债务融资规模持续扩大。截至2019年末,公司总有息债务规模为27.59亿元,同比增长4.31%,有息债务规模进一步扩大。债务结构方面,2019年末,公司短期有息债务达到12.11亿元,占总息债比重为43.88%,短期有息债务占比高,公司短期偿债压力较大。但公司的货币资金自2017年以来逐年下滑,2017—2019年分别为9.10亿元、8.89亿元、6.66亿元,对短期债务的覆盖能力严重不足。此外,公司EBITDA利息倍数从2015年起逐年恶化,从2015年的21.01倍下降至2019年的6.79倍,公司偿债能力逐年减弱。■

表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额(亿元)	49.07	77.17	80.51	85.52	93.10	92.23
所有者权益(亿元)	34.74	40.31	47.74	54.39	60.79	62.36
长期债务(亿元)	2.77	6.88	13.12	11.02	14.58	14.58
全部债务(亿元)	11.63	18.66	29.61	26.45	27.59	--
营业收入(亿元)	35.68	47.43	54.92	55.83	58.37	17.96
利润总额(亿元)	5.20	7.09	9.46	8.71	8.13	2.03
EBITDA(亿元)	7.05	9.86	13.90	13.69	13.45	--
经营性净现金流(亿元)	1.94	6.14	7.19	10.40	6.16	0.60
营业利润率(%)	20.58	22.27	25.13	25.20	23.73	20.41
净资产收益率(%)	11.10	13.13	14.53	11.51	9.94	--
资产负债率(%)	29.21	47.77	40.70	36.41	34.70	32.38
全部债务资本化比率(%)	18.20	20.98	33.41	24.97	27.30	27.40
流动比率(%)	220.92	167.02	173.67	196.98	276.48	308.77
全部债务/EBITDA(倍)	1.10	1.09	1.72	1.32	1.70	--
EBITDA利息倍数(倍)	21.01	11.95	8.26	7.00	6.79	--
经营现金流动负债比(%)	17.07	29.80	36.68	54.60	36.79	--

资料来源:联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

国务院发布《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》

2023年10月11日,中共中央国务院发布《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》,指出健全资本市场功能,完善多层次资本市场差异化制度安排,适应各发展阶段、各类型小微企业特别是科技型企业融资需求,提高直接融资比重。鼓励企业发行创新创业专项债务融资工具,优化小微企业和“三农”、科技创新等领域公司债发行和资金流向监测机制,切实降低融资成本。意见的发布有助于降低上述企业的融资成本,推动科技创新、小微和乡村振兴等领域债券的发行,提升债券市场服务实体经济的质效。

(摘自国务院官网, 2023年10月11日)

八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》

2023年11月27日,中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金

融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》,提出支持民营经济的25条具体举措。《通知》强调要从民营企业融资需求特点出发,着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道。优化民营企业债务融资工具注册机制,充分发挥民营企业债券融资支持工具作用,扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者积极科学配置民营企业债券,加大对民营企业债券投资力度。政策的发布有助于深化债券市场体系建设,进一步畅通民营企业的融资渠道,推动民企债券的发行。

(摘自中国人民银行, 2023年11月27日)

证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》

2023年10月20日,中国证监会发布实施《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)和《公开发行证券的公司信息披露内

容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》(以下简称《24号准则》)。《管理办法》修订提出,要落实党和国家机构改革部署要求,将企业债券纳入《管理办法》规制范围,更好促进公司债券和企业债券协同发展。《24号准则》修订内容主要有两个方面:一是对于债券募集资金投向固定资产投资项目的,要求提供募投项目土地、环评、规划等合规合法性文件,强化募投项目合规性。二是明确部分债券发行人提供会计师事务所出具的发行人最近一年资产清单及相关说明文件的要求,进一步压实中介机构“看门人”责任。《管理办法》和《24号准则》的发布实施,有利于完善公司(企业)债券制度规则体系,进一步夯实债券市场防假打假、强化募集资金监管、防范非市场化发行的制度基础,更好为企业债券过渡期后转常规运行、促进债券市场高质量发展提供保障。

(摘自中国证监会官网, 2023年10月20日)

市场动向 Market Trends

全国首单历史文化街区CMBS成功发行

2023年10月19日,由成都宽窄文创产业投资集团有限公司作为原始权益人的“成都文旅宽窄巷子艺术中心资产支持专项计划”在上交所成功发行,这是全国首单历史文化街区CMBS,同时也是全国首单地方增信文旅类ABS产品。发行总额11.81亿元,其中优先A档8.50亿元,AAA评级,发行利率3.16%;优先B档3.30亿元,AA+评级,发行利率3.58%;次级档100万元,无评级。本期债券的成功发行有助于助力产业企业用好活债券市场工具开展高质量融资,实现转型升级。

(摘自腾讯网, 2023年10月23日)

全国首单火电+储能+光伏类REITs成功发行

2023年11月21日,中国康富国际租赁股份有限公司作为发起机构的“中国康富国际租赁股份有限公司2023年度第一期华能国际罗源定向资产支持票据(类REITs)”在银行间市场成功发行,实现了全国首单

“火电+储能+光伏”类REITs成功落地。本期项目总规模37.76亿元,创2022年以来银行间市场类REITs最大发行规模;优先级资产支持票据预期收益率3.58%,创下今年银行间市场火电资产类REITs发行利率新低。本期产品的成功发行落实了国家能源保供政策,有利于加快推进绿色低碳转型进程。

(摘自财新网, 2023年11月21日)

国内首个碳资产证券化项目签约

2023年11月26日,“2023碳达峰碳中和论坛暨深圳国际低碳城论坛——碳交易论坛”在深圳国际低碳城举行。会上,国内首个碳资产证券化项目签约,这是推动碳市场创新可持续发展的又一亮点举措。本次签约项目以碳排放权未来预期收益为支撑,通过发行市场流通证券,将闲置碳资产盘活变现,助力企业节能降碳。此次签约代表全国首单中小企业碳排放权资产证券化ABS项目成功启动,实现碳资产证券化ABS业务从“0”到“1”的突破。

(摘自同花顺财经, 2023年12月04日)

市场首单央企滚动发行类REITs成功落地

2023年11月27日,“中信建投—电建南国县华林资产支持专项计划”在深圳证券交易所成功设立。该专项计划发行规模18.46亿元,其中优先级规模13.00亿元,优先级预期收益率为4.50%;权益A级规模2.80亿元,权益B级规模2.66亿元,是市场首单央企滚动发行类REITs产品,由老专项计划优先收购权人直接指定新专项计划优先收购底层项目公司的股权和债权。该项目契合政府对县华林的打造定位,即艺术村以及全国汉秀基地,以期将传统文化艺术产业与现代商业相融合,致力成为集历史、文化、商务于一身的地标级城市综合体。

(摘自电力网, 2023年11月30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

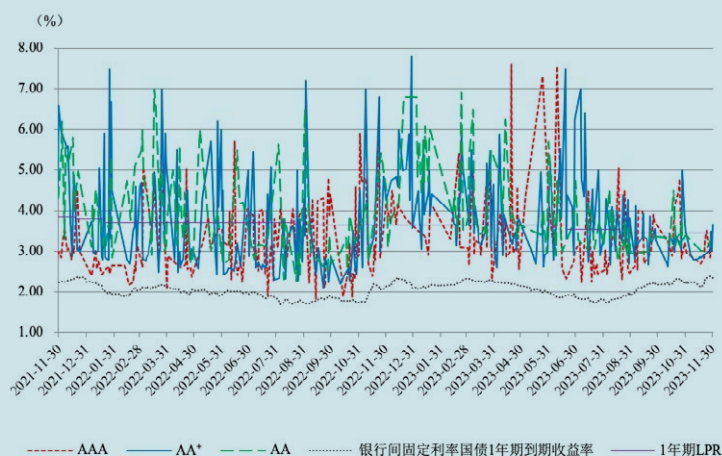
2023年10月至11月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计140370.00亿元，逆回购到期138030.00亿元，实现净投放2340.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作22390.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）13500.00亿元，实现净投放8890.00亿。在此背景下，2023年11月，1年期短融、3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（3.09%、3.22%、3.27%）均较10月（3.41%、3.23%、3.41%）有所下降。

表1 2023年10月—11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	
	2023年10月	2023年11月	2023年10月	2023年11月	2023年10月	2023年11月
AAA	3.50	3.01	3.16	3.19	3.38	3.25
AA+	3.34	3.12	3.39	3.38	3.69	3.48
AA	3.47	3.14	--	3.50	--	--
平均发行利率	3.41	3.09	3.23	3.22	3.41	3.27

：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10月至11月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈波动上升态势。2023年11月，AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.01%、3.12%和3.14%）较10月（3.50%、3.34%和3.47%）均有所下降。

2023年10月至11月，交易所国债3年期到期收益率呈波动上升态势。2023年11月，3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率（3.19%和3.38%）与10月（3.16%

和3.39%)基本持平。

2023年10月至11月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈平稳波动态势。2023年11月, 5年期AAA级和AA+级中期票据的平均发行利率(3.25%和3.48%)较10月(3.38%和3.69%)均有所下降。

当前, 我国经济保持恢复向好态势, 增长动能不断增强, 转型升级持续推进, 同时也面临世界经济复苏不均衡, 国内经济稳定回升基础不稳固等挑战。在此背景下, 央行施行稳健有力的货币政策, 着力支持扩大内需, 综合运用多种政策工具, 引导金融机构保持信贷总量适度、节奏平稳, 着力营造良好的货币金融环境。展望后市, 稳健的货币政策将更加灵活适度、精准有效, 在保持流动性合理充裕的基础上注重跨周期和逆周期调节, 平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系, 巩固经济回升向好态势。■

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

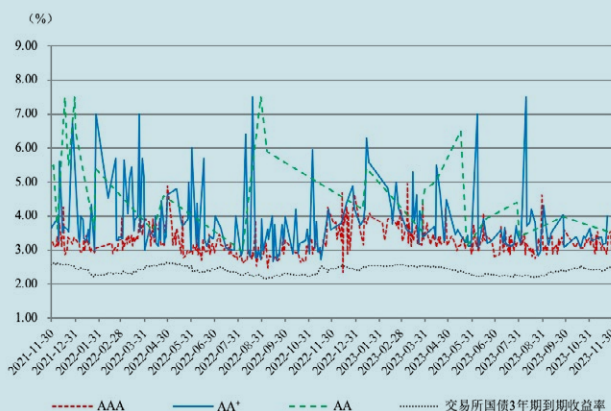
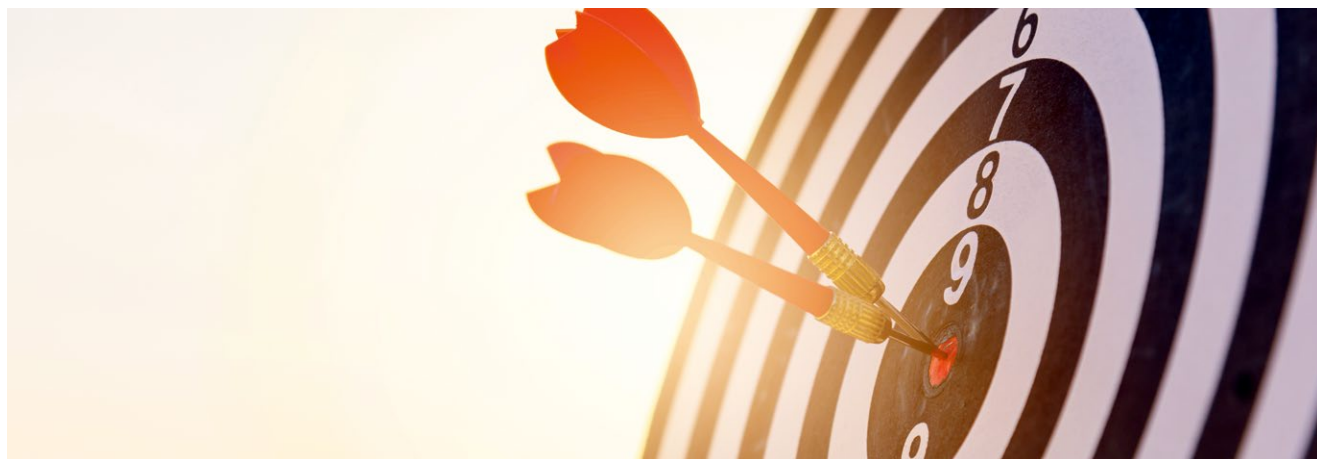
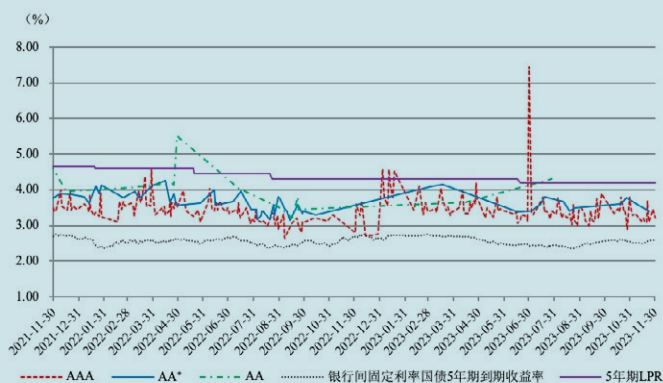


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势图



2020年—2023年11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—11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	--	4.3
固定资产投资总额(不含农户)	2.9	4.9	5.1	46.1	2.9
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	42.8	7.2
出口总额	4.0	21.0	9.0	21.6	0.3
进口总额	-0.2	21.5	3.9	16.4	-0.5
CPI	2.5	0.9	2.0	--	0.3
PPI	-1.8	8.1	4.1	--	-3.1
社会融资规模存量	13.3	10.3	9.6	376.4	9.4
M2余额	10.1	9.0	11.8	291.2	10.0
人民币贷款余额	12.8	11.6	11.1	236.4	10.8

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

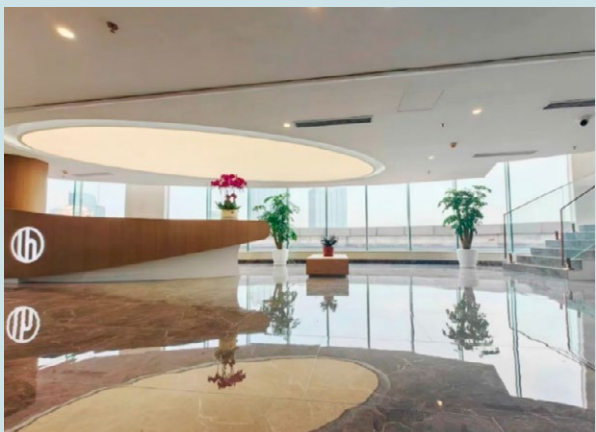
资料来源: Wind, 联合资信整理

2020年—2023年11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—11月	2023年1—11月同比(%)	2020年	2021年	2022年	2023年1—11月	2023年1—11月同比(%)
政府债	2024	2148	2330	2281	-0.09	140690.98	136632.90	172648.49	190676.52	21.99
国债	176	159	183	171	1.79	76252.85	61816.60	99082.70	99485.00	18.91
地方政府债	1848	1989	2147	2110	-0.24	64438.13	74816.30	73565.79	91191.52	25.54
央行票据	12	12	12	11	0.00	610.00	600.00	600.00	550.00	0.00
同业存单	28610	29909	25805	24362	2.96	189719.80	217761.60	204969.90	232027.00	24.56
金融债	1735	1945	1768	1756	8.40	89717.21	91612.66	95675.86	85801.38	-3.81
政策银行债	790	898	866	707	-13.14	50997.70	53139.50	59590.60	47681.90	-15.72
商业银行债	84	103	159	174	31.82	6754.80	7710.55	12062.17	12949.00	25.53
商业银行次级债券	126	145	139	110	-9.09	12636.90	12025.73	11941.55	10139.90	-9.76
保险公司债	21	19	11	15	36.36	780.00	539.00	224.50	719.00	220.27
证券公司债	358	449	347	464	40.61	8742.81	10962.38	7109.74	9657.63	41.63
证券公司短期融资券	295	269	223	260	36.84	7983.00	5937.00	3988.30	4108.70	21.88
其它金融机构债	61	62	23	26	18.18	1822.00	1298.50	759.00	545.25	-17.26
企业债	389	489	487	258	-43.30	3949.49	4379.80	3703.30	1917.80	-45.34
公司债	3619	4046	3653	4499	33.15	33716.84	34424.23	30981.21	35677.62	23.57
一般公司债	1213	1422	1395	3242	148.43	15248.07	16382.13	14763.09	22188.93	61.45
私募债	2406	2624	2258	1257	-39.39	18468.77	18042.10	16218.12	13488.69	-10.84
中期票据	2119	2555	2659	2972	17.66	23469.92	25389.65	28059.30	27610.26	3.74
短期融资券	4848	5147	4995	4922	6.08	50055.43	51940.71	49824.48	45617.181	-1.95
一般短期融资券	513	582	558	666	28.57	4924.78	5234.78	5150.30	5007.35	2.50
超短期融资债券	4335	4565	4437	4256	3.25	45130.65	46705.93	44674.18	40609.83	-2.48
定向工具	1021	1399	1102	1162	12.49	7071.85	8605.83	6784.22	7134.96	10.80
国际机构债	5	9	5	8	60.00	120.00	175.00	165.00	200.00	21.21
政府支持机构债	15	20	25	21	0.00	1730.00	1900.00	2760.00	1930.00	-18.22
资产支持证券	5485	5882	4497	4198	4.85	29069.72	31437.21	20115.62	16320.69	-9.27
交易商协会ABN	1092	1408	379	3234	885.98	5096.96	6455.17	3556.84	10438.42	216.46
银保监会主管ABS	522	586	831	538	-28.74	8230.48	8827.98	4677.99	2719.43	-36.00
证监会主管ABS	3871	3888	3287	426	-85.42	15742.28	16154.06	11880.79	3162.84	-69.70
可转债	220	119	149	130	-4.41	2786.27	2828.47	2200.93	1312.14	-37.68
可交换债	42	34	36	25	-10.71	461.39	436.60	422.94	280.16	-28.77
项目收益票据	3	8	0	0	--	24.00	49.30	0	0	--
标准化票据	57	1	0	0	--	61.18	0.50	0	0	--
合计	50204	53723	47523	46605	6.40	573254.08	608174.46	618911.25	647055.72	14.06

注: 本表统计口径为Wind中截至2023年12月20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



联合上海区域中心开业

2023年10月27日，联合上海区域中心开业仪式在上海市浦东新区国家开发银行大厦42层举行，联合信用管理有限公司、联合资信评估股份有限公司、联合赤道环境评价股份有限公司、联合信用投资咨询有限公司、联合信用评价有限公司相关领导同上海区域中心全体员工一道，共同见证这一重要时刻。联合信用管理有限公司董事长王少波发表开业致辞。

联合上海区域中心的建设，是集团着眼于各版块业务可持续发展做出的重大战略部署。未来，集团将以上海区域中心为基点，进一步整合市场资源，深耕长三角地区，有针对性的投入资源，逐步实现业务团队、营销团队本地化。同时依托智能化的信息平台 and 有效的管理体系，加强各业务版块间的协作联动，形成合力，不断提升服务效能。



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