

联合

Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2024 AUGUST

商业地产资产证券化前景展望 我国资产证券化市场的破产隔离效果分析 类REITs培育至公募REITs要点分析 ——以消费基础设施为例



内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可 不得转载



联合资信

联合资信荣获2024第三届国际绿色零碳节 “2024ESG特别推动力奖”

由数央网、数央公益发起的“2024国际绿色零碳节暨ESG领袖峰会”公布旗下各奖项评选结果。联合资信凭借其在ESG领域的辛勤耕耘、对资本市场企业ESG实践的积极引导，荣获“2024ESG特别推动力奖”。联合资信副总裁陈茵荣获“2024ESG影响力人物奖”。

近年来，中国企业ESG监管要求提质加速，各类政策文件密集发布，鼓励企业积极推进可持续发展，支持ESG评级体系、ESG投资等ESG实践的应用发展。联合资信不断加大ESG评级技术的研究投入，率先将ESG因素纳入到信用评级体系。同时，基于国内外可持续发展相关标准、ESG投资实践、相关政策法规，结合中国国情及境内企业本土化实情，研发了具有中国特色的联合资信ESG评级体系。2023年以来，联合资信已发布了金融、能源、材料、消费等16个主要行业的中国上市公司ESG行业报告，为近百家企业和机构提供ESG服务，获得市场的广泛好评。



联合信用研究

Lianhe Credit Research

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

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

Contents

2024 AUGUST

目录

特别策划 Feature

商业地产资产证券化发展前景展望 P01

联合资信 段 彤

我国资产证券化市场的破产隔离效果分析 P06

联合资信 高鑫磊

类REITs培育至公募REITs要点分析

——以消费基础设施为例 P12

联合资信 魏诗博 刘玉婷 王劲蒙 熊可心

宏观研究 Macroeconomic Research

新国际环境下中国对外直接投资的新动向 P18

联合资信 程泽宇

左翼联盟意外获胜，法国议会“三足鼎立”

对未来影响几何？ P25

联合资信 张 敏

经济稳增长优，扩内需要加力

——宏观经济信用观察半年报 P28

联合资信 张 振

行业研究 Industry Research

2024年商业银行行业分析 P38

联合资信 陈绪童 盛世杰

债务增速及结构调整初步显现

——城投行业2023年年报变化研究 P42

联合资信 张婧茜 韩锦彪 李凯田

新政迭出引降本，准则切换筑新基

——保险业季度观察报 P47

联合资信 马默坤 周雅琦 蔡彬棋 李心慧

债券市场 Bond Market

债券市场助力货币政策开新局 P53

联合资信 研究中心

地方债新增限额创新高，上半年发行规模下降明显，

下半年发行有望提速，政府债务严监管仍将持续

——2024年上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望 P55

联合资信 邹 洁 陈佳琪 王晓喧

专项研究 Monograph

透过审计报告和资产评估报告识别城投公司财务风险 P64

联合资信 马 颖

数据资产入表对城投企业影响初探 P69

联合资信 李思卓 杨 柳

信用风险 Credit Risk

信用风险事件统计 P74

违约案例 P75

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P78

市场动向 P79



市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P80

宏观经济及债券市场数据 P82

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于证券、基金、保险公司互换便利工具的一些基础知识 P37



商业地产资产证券化发展前景展望

文 | 联合资信 段 彤

一、什么是商业地产资产证券化

本文商业地产资产支持证券指商业房地产抵押贷款支持证券（以下简称“CMBS¹”）和商业地产类REITs。商业房地产抵押贷款支持证券指发起机构（原始权益人）以其享有的商业地产抵押贷款债权作为基础资产发行的资产支持证券。类REITs指由发起机构（原始权益人）以其享有的资产抵押贷款债权以及资产所属公司的股权作为基础资产发行的资产支持证券。本文类REITs均指商业地产类REITs。

二、产品区别与联系

CMBS与商业地产类REITs的主要区别为类REITs可以通过持有项目公司（底层物业）股权进而持有底层物业所有权，实现与项目公司原股东的破产

隔离，而目前国内CMBS未实现破产隔离（见表1）。

CMBS基础资产为抵押贷款的债权，标的物业的产权不发生转移，依然保留对物业的所有权，对发行人而言可视为抵押贷款融资的一种形式，交易结构相对简单。类REITs涉及标的物业所在项目公司股权的转让，标的物业产权跟随项目公司股权转让而转移，考虑避/节税的诉求需进行资产重组，可改善发行人财务杠杆指标，但交易结构相对复杂。发行人基于筹备周期、发行效率等因素通常优先考虑CMBS，基于改善账面财务指标、获取更大融资规模时，优先考虑类REITs。

三、发行概况

自2016年首单CMBS产品“高和招商-金茂凯晨资产支持专项计划发行”以来，我国CMBS市场蓬勃

表1 CMBS和类REITs特征

产品类型	CMBS	类REITs
破产隔离	否	是
是否出表	否	可根据交易结构设计
是否持有底层物业	不持有	持有
性质	债权类	股权和债权的结合
基础资产	信托收益权或标的债权	SPV份额或项目公司股权和标的债权
底层收益来源	物业运营收益	物业运营收益
期限	3*N年，通常每三年一个开放期	3*N年或3+2年，设有明确的处置期
底层现金流分配	偿还标的债权本息	以标的债权本息、股息或分红形式向SPV分配
抵押率	一般不超过70%	一般不超过90%

数据来源：联合资信整理

¹ 商业房地产抵押贷款支持证券主管部门不同区分为资产支持证券（CMBS）和资产支持票据（CMBN），文中以CMBS代称。

发展,从2016年发行金额231.41亿元逐年稳步增长至2020年发行金额1380.62亿元。2020年之后,受到宏观经济下行叠加地产行业调控政策影响,发行金额虽然在2022年有所反弹,但整体仍呈回落趋势,2023年发行金额为947.24亿元,较上年减少25.65%,降幅明显。从产品发行数量来看,从2016年5单产品逐年增长至2022年74单产品,2023年发行产品数量为67单,较上年减少7单(见图1)。

类REITs产品起步略早于CMBS产品,自2014年首单类REITs产品“中信启航专项资产管理计划”发行以来,类REITs市场规模不断扩大。类REITs产品发行金额和发行单数均呈波动增长趋势,在2023年达到442.45亿元、32单(见图2)。

CMBS和类REITs二者合计情况来看,商业地产证券化的发行金额自2014年展业以来增长迅速,2018年达到1084.28亿元,突破千亿规模。此后两年仍持续大幅增长,2019年和2020年发行规模分别为1536.42亿元和1708.98亿元。2021年和2022年较2020年发行金额有所减少,仍维持在1600亿元规模以上。2023年发行规模大幅下降至1398.69亿元。从产品发行数量来看,2014—2022年发行单数持续逐年增长,2022年达

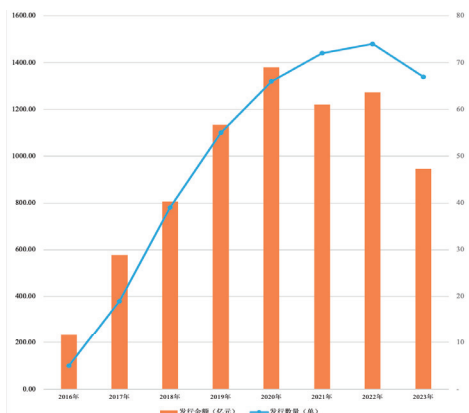
到101单;2023年发行单数略有减少(见图3)。

四、发展特征

资产类型丰富,以混合类、零售、办公物业为主;均分布在二线及以上等级城市

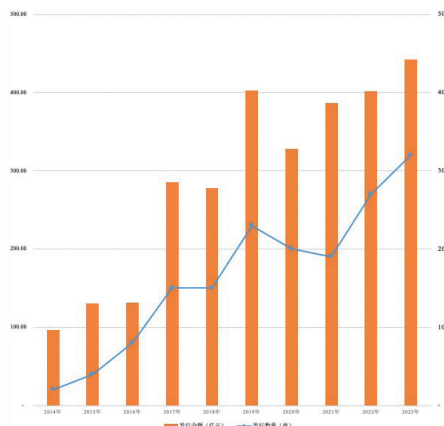
我国商业地产资产证券化市场随着产品发行数量和金额的持续增长,底层资产类型也在不断丰富,从最初的办公物业、零售物业扩展至酒店、公寓、产业园、仓储物流等业态类型。单个产品中业态种类也由单一

图1 CMBS发行概况



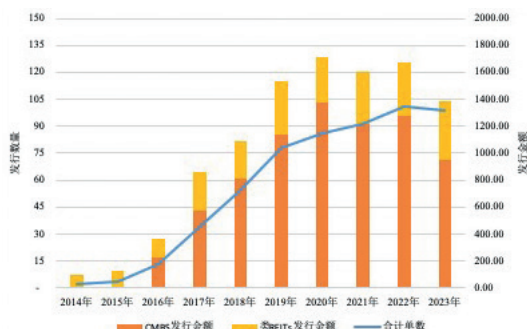
数据来源: CNABS, 联合资信整理

图2 类REITs发行概况



数据来源: CNABS, 联合资信整理

图3 CMBS和类REITs发行概况合计



资料来源: CNABS, 联合资信整理

业态发展到混合类业态，混合类、零售物业、办公物业发行金额占比前三，合计约80%。这三类业态为商业地产证券化的主要标的物业（见图4）。

从城市等级来看，已发行产品的标的物业均位于一线城市、新一线城市以及二线核心城市，城市分布等级较高。高等级城市配套设施完善、产业分布集中、人口密度高、消费水平高，对商业性质的标的物业运营现金流可以提供基本面的有力支撑。另外，高等级城市大宗物业交易相对活跃，在处置情形下更有利于尽快处置资产，回收资金偿付投资人证券本息。

交易结构不断创新

1. CMBS操作细节的优化创新

CMBS业务经历多年的发展，整体交易框架相对成熟且基本一致。然而交易结构设置并非完全标准化，每个项目的具体情况均有不同的细节差异。针对底层资产和项目公司的区别情况，交易结构的细节设置出现了很多新的形式。在此前提下，虽然仍无法实现破产隔离，但是部分新形式的交易结构优化了底层资产对投资人利益的保障。

(1) 对现金流的控制

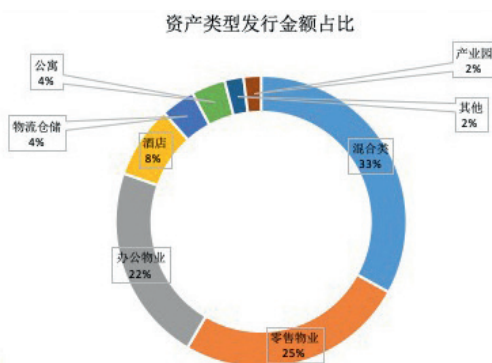
CMBS项目中常规交易结构账户设置上，一般会设立收款账户、监管账户、专项计划账户（托管账户）。标的物业日常经营现金流从项目公司收款账户根据交易文件约定频率（一般按季度）归集至监管账户，再同频率划转至专项计划账户。在前述情形下，日常经营现金流停留在项目公司的收款账户期间，存在被挪用的风险。部分CMBS项目，在交易安排中可能实现直接对项目公司收款账户的监管，在一定程度上加强了对底层现金流的控制权，缓释了挪用风险。

除了加强对账户的监管以外，权利完善机制的设置也可一定程度上加强对现金流的控制。若发生原始权益人或资产服务机构丧失清偿能力，或二者不能胜任对应角色导致其被解任对应角色的，则触发权利完善事件。触发权利完善事件后，理想情况下可将底层租赁合同中的收取租金的收款账户变更为专项计划账户（托管账户），现金流划转路径不再经过收款账户和监管账户，专项计划直接收取底层租赁现金流；或退而求其次可将底层租赁合同中的收取租金的收款账户变更为监管账户，现金流划转路径不再经过收款账户，专项计划可实现对底层租赁现金流的监管。因变更租金缴纳账户需和承租人重新签订租赁合同，且底层承租人分散度高，故在实际操作中与每一户承租人重新签订租赁合同难度较高。同时鉴于CMBS项目多由强主体增信，在CMBS项目中采用更改租金收取账户的权利完善机制的情况较为少见。

(2) 对抵押权的控制

在对抵押资产的控制层面，目前常用的方式为物业持有人应配合抵押权人于专项计划成立后30/60/90个工作日内办理完毕将抵押权人登记为抵押物唯一抵押权人的抵押登记手续。若未在约定的时限内办理完毕抵押登记手续，则触发提前到期事件，专项计划终止。CMBS产品发行后至抵押登记手续办理完成前的30/60/90个工作日内，发行人已获得募集资金而标的物

图4 CMBS和类REITs标的物业资产类型发行情况（2014—2023年）



注：无法确定资产类型的归为其他类。
资料来源：CNABS，联合资信整理

业并未抵押给CMBS产品，若此期间内发行人发生较为重大的信用风险事件导致其主体信用迅速恶化的极端情况，则标的物业有可能被发行人其他债务牵连甚至查封。在部分项目中，会先将CMBS产品设为第二顺位抵押权，待发行人使用募集资金偿还前序债务并解除对应的第一顺位抵押权后，CMBS的第二顺位抵押权自然上升至第一顺位抵押权，且约定抵押人不得以任何方式向抵押权人以外的任何第三方在抵押物上再行设置抵押权，保证CMBS产品抵押权的唯一性。

2. 类REITs的交易结构创新

类REITs项目中交易环节相对复杂且包含税务筹划的考虑，先后出现了多种多样的交易结构安排，概况来看可以分为双SPV和单SPV两类模式。

双SPV模式为前期市场上普遍采用的交易结构，主要分为“专项计划+私募基金”、“专项计划+信托计划”两种形式。若使用信托模式会占用地产公司的信托额度且管理费相对较高，后因信托公司相关监管趋于严格，此前已发行的类REITs项目大多选择“专项计划+私募基金”的交易结构。此后又因私募基金的监管规定以及类REITs项下私募基金备案的种种限制因素，并且参考了已发行的基础设施公募REITs中采用的专项计划直接受让项目公司股权/债权或专项计划直接发放借款的模式，后续类REITs项目陆续简化了双SPV结构，变成仅有资产支持专项计划的单SPV模式。

类REITs项目中股债结构的搭建也是创新的重要组成部分。搭建股债结构主要基于以下两个原因，一是为了节省税收成本，需要在项目公司和专项计划之间构建负债，以实现企业关联方利息支出的税前抵扣；二是若项目公司本身没有足够的存量债务，标的债权的借款将会沉淀在项目公司，无法回流至原始权益人，股债结构起到抽取项目经营现金流，防止项目公司资金沉淀的作用。双SPV模式改为单SPV模式后，股债结构的搭建也随之产生了新的方式。此前在双SPV模式中常见的反向吸收合并搭建股债结构的方式则不再适用，单SPV模式

下股债结构的搭建通常采用直接受让项目公司存量债权，或在专项计划设立后再对项目公司进行增减资从而形成项目公司对专项计划的负债两种形式。

仍主要依赖于增信方的主体信用

根据提供增信的主体来看，增信措施分为内部增信与外部增信两种形式。内部增信系指证券化产品交易结构而产生的增信措施，如优先/次级分层、现金流超额覆盖、信用触发机制、保证金机制等；以及基础资产自身提供的抵押、质押等担保措施。外部增信则指来自于自第三方提供的保证担保、差额支付承诺、回购承诺、权利维持费、流动性支持等信用支持。

从过往发行的商业地产证券化产品来看，基础资产业态主要为办公物业、酒店、公寓、零售物业、仓储物流等几大类，上述商业物业的持有方多为实际融资人的下属子公司。由于国内CMBS项目未实现破产隔离，其信用等级天然依赖于实际融资人提供的外部增信措施。这类项目对实际融资人的主体资信水平要求高，本息兑付、开放期退出、提前到期退出情形下均需强主体提供无风险敞口的外部增信措施来进行实质兜底。类REITs项目虽然可以实现与项目公司原股东的破产隔离，但是仅依靠底层资产可获取的融资规模和信用等级远不如提供外部增信措施后的结果。因此，实际融资人无论是为获取更多的融资规模或者获得是更好的信用级别，通常还是会采取外部增信的方式。综上，无论是CMBS项目亦或类REITs项目，绝大部分项目均无法脱离增信方的主体信用。

五、前景展望

经营性物业贷对CMBS的影响

2024年1月24日，中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》（以下简称“《通知》”），作为与经营性物业

贷相似且存在竞争替代关系的CMBS,《通知》无疑加剧了二者的竞争激烈程度。

《通知》对CMBS业务影响主要在以下几个方面。

(1) 资金用途。在2024年底前,对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业,全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上,还可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司(含并表子公司)存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。(2) 贷款额度。此前经营性物业贷贷款额度要求不超过承贷物业评估价值的50%,最高不超过60%,《通知》则将承贷比例提升到了70%。(3) 借款人主体。明确经营性物业贷借款人可以为房地产开发企业,借款人与承贷物业实际经营管理主体不一致的,可将承贷物业实际经营管理主体作为共同借款人或连带责任保证担保人。

在《通知》出台前,经营性物业贷款相对于CMBS来说,综合融资成本低、审批放款周期短。CMBS相对于经营性物业贷款,资金用途灵活且监管相对较低、融资规模大(目标物业情况较优且增信主体实力较强抵押率可达目标物业评估价值的70%)。CMBS上述资金用途和融资规模的优势在《通知》出具后也被明显削弱。《通知》的出具无疑对CMBS业务的开展形成了比较强烈的冲击。考虑到《通知》中明确时间范围在2024年底前,短期看2024年内会对CMBS业务规模产生较大影响,如后续没有持续政策出台,长期影响有限。

从类REITs到公募REITs,发行公募REITs前的阶段性安排

2020年4月,中国证监会与国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》,基础设施公募REITs试点正式起步。随着证监会、沪深两市交易所正式发布REITs业务配套规则,为基础设施公募REITs业务明确了相关业务流程、审查标准和发售流程。2023年10月,证监会又明确将消费基础设施资产纳入REITs试点范围,优先支持百货商场、购物中心、农贸

市场等城乡商业网点项目,保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。此举拓宽了公募REITs底层资产类型,而此类资产类型与类REITs高度重合。但这并不意味公募REITs会对类REITs业务产生强烈冲击。首先,从已发行的消费类基础设施REITs来看,底层资产均位于一二线城市,物业运营时间长,运营情况成熟稳定。由此可见,公募REITs产品对底层资产的准入门槛较高,物业持有方尽管有发行公募REITs的意愿,但资产情况不一定可以满足其标准,还需持续稳定的长久运营等待条件成熟后的发行机会。其次,本次拓宽的资产类型中并不包含写字楼、酒店等业态,对于持有此类优质物业的企业来说,同样需要等待资产类型的进一步拓宽。在此情况下,相关企业可以通过发行类REITs产品作为阶段性安排,在可以获得直接融资的情况下搭建产品结构、熟悉交易安排,等待未来条件成熟后再发行公募REITs产品。

法律法规不断完善推动交易结构仍将不断创新

自国内商业不动产资产证券化业务开展以来,相关法律法规也在不断更新和完善。在此过程中,交易结构根据相关法律法规的完善也在不断创新。

随着银行业、信托业等相关法规的更新完善,交易结构中标的债权的构建先后经历了委托贷款、资金信托、财产权信托、关联借款等模式创新。在关联借款构建标的债权模式下,交易结构由双SPV优化为单SPV,在单SPV模式下相关法规进一步放宽对抵押权人的限制,抵押权人由信托公司拓宽到作为计划管理人的证券公司/基金管理子公司。从过往的交易结构创新过程来看,法律法规的不断更新完善,也是推动商业地产证券化发展的重要因素。

自2014年国内首单产品发行至今,商业地产资产证券化市场发展仅十余年,无论是法律法规还是交易结构仍有很多需要更新完善之处。相信未来法律法规仍将不断升级完善促使交易结构创新,降低企业融资成

本, 更好的服务实体经济, 促进经济与金融良性循环。

优质资产脱离主体信用的交易模式预计有所增加

以往商业地产证券化项目多依赖于增信方的主体信用, 主要系地产企业为获取更多的融资规模以维持高周转的经营模式, 随着地产行业调控政策持续出台高周转模式难以为继, 销售业绩不振和现金流紧张成为行业共性问题, 地产企业债务违约频发。与此同时, 我国经济增速逐渐放缓, 城镇化进程已基本完成, 化解

房地产领域风险的宏观背景下, 地产企业主体资信普遍走弱并且商业地产已进入存量时代。

未来商业地产证券化或将回归资产本身, 即证券的本息偿付资金来源为底层资产的经营现金流和处置回款或再融资募集资金, 看重资产本身而脱离主体信用的交易模式将会有所增加。商业地产的区位优势、运营能力、盈利能力在资产证券化的过程中将得到突显。尤其是主体资信水平较弱的中小企业, 可以通过发行类REITs产品脱离主体信用, 盘活存量资产或实现投资退出。///

我国资产证券化市场的破产隔离效果分析

文 | 联合资信 高鑫磊

按发行载体的不同, 自2005年我国试点资产证券化以来, 我国出现的资产证券化主流模式可分为两种:

①中国人民银行、原中国银行业监督管理委员会(以下简称“原中国银监会”)监管的信贷资产证券化和中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)监管的非金融企业资产证券化, 该模式下采取的发行载体为信托; ②中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)监管的企业资产证券化, 该模式下采取的发行载体为资产支持专项计划(以下简称“专项计划”)。一些学者(李静宇, 2018)认为: 受到分业经营的限制, 中国证监会监管的企业资产证券化业务不能采取信托的方式, 而只能采取民法上委托代理的制度;

《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》明确了专项计划的破产隔离功能, 但其仅属于部门规范性文件, 效力级别低于《破产法》, 因此, 在原始权益人破产时, 发行载体为专项计划的证券化的资产有可能被划为清算财产。此外, 对于发行载体为信托的资产证券化业务, 一些学者认为(尹颖, 郭杰

群; 2019): 《信托法》对于信托财产的定性实际上回避了对信托财产是否不再是委托人财产的认定; 在资产证券化发起机构担任资产服务机构的情况下, 若未满足相关规定的条件, 则当发起机构破产时, 信托财产有可能被作为清算财产。因此, 从法律角度分析, 我国资产证券化市场破产隔离效果存在欠缺。

资产证券化项目实现破产隔离意味着资产产生的现金流不受资产证券化各业务参与人破产风险的影响, 能正常被用于偿还证券持有人。其中最主要的业务参与人为融资人。我国资产证券化项目中的融资人通常为底层资产的持有方或其母公司, 而不一定为原始权益人和发起机构。资产证券化项目实现破产隔离最重要的是要做到与底层资产的持有方或其母公司的破产隔离。

资产证券化项目破产隔离需要通过具体的交易结构设置实现。交易结构主要由基础资产的建构及转让、现金流的归集、增信方式和参与机构四部分组成。其中核心部分是基础资产的建构及转让, 其他部分由

其衍生而来或受其影响。不同的底层资产类型，其资产证券化项目涉及的基础资产的建构及转让过程具有较大差异。

本文将结合具体的底层资产类型，研究各种交易结构下的资产证券化项目的破产隔离效果，并探讨实现破产隔离的交易结构设置，以期对我国资产证券化市场的发展起到一定的作用。

一、实现破产隔离面临的问题分析

破产隔离是资产证券化的核心内容，需要通过具体的交易结构设置实现。通过分析发现，我国资产证券化市场的破产隔离效果存在欠缺。

破产隔离的判断标准

1. 基础资产的建构及转让过程

基础资产指原始权益人直接转让至发行载体¹（SPE的一种）的资产。基础资产的建构及转让主要通过特殊目的实体（英文全称“Special Purpose Entity”，简称“SPE”）来完成。

从可锁定的底层还款来源看，目前国内的资产证券化项目的底层资产大致可分为债权类、基础设施类（含公共服务）和商业地产类三类。不同的底层资产类型，从底层资产构建成基础资产的过程有较大差异。

债权类资产证券化项目涉及的基础资产的建构及转让过程通常较为简明。通常是金融机构作为发起机构将具备一定分散性的多笔底层债权作为基础资产转让至专项计划来完成这一过程。

基础设施类和商业地产类资产证券化项目涉及的基础资产的建构及转让过程呈现多样化。该过程通常

有以下三种形式：①底层资产持有方直接作为原始权益人将底层资产未来运营收益作为基础资产转让至专项计划；②底层资产持有方以借款人的角色借助关联方（含母公司）或信托公司等名义原始权益人形成单笔债权，名义原始权益人再将该单笔债权作为基础资产转让至专项计划。其中，该单笔债权可能为信托贷款债权，此时该信托贷款涉及的资金信托计划也是一种SPE；③底层资产持有方或其母公司将底层资产单独剥离出来成立项目公司，将享有的对项目公司的股权和债权直接作为基础资产转让至专项计划，或通过有限合伙企业/契约型基金/信托计划以合伙企业份额/基金份额/信托受益权作为基础资产转让至专项计划。上述内容中的有限合伙企业/契约型基金/信托计划也是一种SPE，并且本文将这种业务范围仅运营用于证券化的底层资产的项目公司²视为一种SPE。

其中，基础设施类资产证券化项目涉及的基础资产的建构及转让过程上述三种形式均有采用。商业类资产证券化项目涉及的基础资产的建构及转让过程通常采用上述第二和第三种形式。

2. 不同类型资产证券化项目实现破产隔离的判断标准

资产证券化项目实现破产隔离指底层资产从原始权益人及资产原持有方的破产风险中隔离出来，且交易设置使得SPE的破产风险最小化。

专项计划是管理人为开展资产证券化业务专门设立的一种SPE，仅持有基础资产，除了要向资产支持证券持有人分配本息及支付与之相关税费外，无其他债权债务。因此，专项计划无破产风险。同理，资产证券化项目涉及的契约型基金和信托计划无破产风险。同时，鉴于不同类型的底层资产证券化项目涉及的基础

¹在不特别说明的情况下，本文采用专项计划作为发行载体的代表。

²在基础设施类和商业地产类资产证券化项目中，项目公司为持有底层资产的企业。

资产建构及转让过程有所差异,不同类型的底层资产证券化项目是否实现破产隔离的主要考虑因素有所差异。其中债权类资产证券化项目是否实现破产隔离主要考虑底层资产是否从原始权益人的破产风险中隔离出来。基础设施类和商业地产类资产证券化项目是否实现破产隔离主要考虑底层资产是否从资产原持有方及其母公司的破产风险中隔离出来,且交易结构设置是否使得项目公司的破产风险最小化。

具体问题分析

1. 企业资产证券化的破产隔离在法律层面存在不确定性

2014年证监会发布的“49号文”(《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》)明确了专项计划的破产隔离功能,但该规定仅属于部门规范性文件,效力层级较低,其上位法《证券投资基金法》只明确证券投资基金具有类似信托的破产隔离效力,未将专项计划纳入立法范围,导致企业资产证券化的破产隔离在法律层面存在不确定性。因此,即便底层资产无瑕疵转让给了专项计划,在法律上也很难实现真正的破产隔离。

2. 因底层资产的转让行为存在瑕疵或底层资产与资产原持有方及其母公司的隔离效果不佳,多数资产证券化项目的破产隔离效果存在欠缺

多数债权类资产证券化项目在成立时,原始权益人并未将底层债权的转让通知底层债务人,该转让行为并未完全完成;而是在发生原始权益人信用水平下降等事件时,才通知债务人,这使得专项计划届时可能面临原始权益人配合意愿低,且债务人不作为甚至逃废债的风险。因此,一旦原始权益人破产,底层债权现

金流的实现将受到负面影响,即底层债权未能完全从原始权益人的破产风险中隔离出来。

我国基础设施类和商业地产类资产证券化项目,无论交易结构如何变化,其事实上的原始权益人(以下简称“实质原始权益人”)为底层资产的原持有方或其母公司。在项目公司的股权未转移至专项计划的情况下,底层资产的运营及处置现金流的实现受原持有方及其母公司的影响大,底层资产无法从实质原始权益人的破产风险中隔离出来³。在专项计划通过持有有限合伙企业的有限合伙份额间接持有对项目公司的股权和债权的情况下,无限合伙人通常由资产原持有人或其关联方担任,项目公司的运营管理权、决策权主要仍由原持有人母公司控制,底层资产未能从资产原持有人及其母公司的破产风险中隔离出来。在项目公司的全部股权转让至专项计划的情况下,加之交易文件对项目公司运营资产专一、再融资进行限制、与母公司进行隔离等方面进行约定可以将底层资产从资产原持有方及其母公司的破产风险中隔离出来,且交易结构设置使得项目公司的破产风险最小化,即此种情况,资产证券化项目实现了破产隔离。从实践看,目前我国资产证券化市场,实现破产隔离的基础设施类和商业地产类资产证券化项目仍是少数。

3. 多数资产证券化项目的底层资产现金流与原始权益人或资产原持有方的其他业务资金存在混同,并存在被挪用的风险。因此,底层资产未能完成从原始权益人或资产原持有方及其母公司的破产风险中隔离出来

债权类资产证券化项目的底层资产现金流一般先流入至原始权益人(通常也为资产服务机构)账户,再流入专项计划账户。基础设施类和商业地产类资产

³ 基础设施类资产中的部分 PPP 资产因类似于单一债务人的应收账款债权,其资产证券化存在实现破产隔离的实例。本文对基础设施类资产的结论不适用于实现破产隔离的部分 PPP 资产。

证券化项目的底层资产现金流一般先流入至项目公司（通常也为资产服务机构）账户（含收款账户和监管账户），再流入合伙企业/基金/信托账户（如有），最后流入专项计划账户。出于种种原因，绝大多数资产证券化的底层资产现金流难以直接流入专项计划账户。若原始权益人（债权类资产证券化项目）出现信用风险或在项目公司股权未全部转移至专项计划的情况下的项目公司及其母公司（基础设施类和商业地产类资产证券化项目）出现信用风险，底层资产现金流可能不能正常归集至专项计划账户。此时，底层资产现金流通常先流入原始权益人或资产原持有方的收款账户，该账户并未受到专项计划相关方的监控；且即便是约定直接流入受专项计划相关方监控的监管账户，也不能排除原始权益人或资产原持有方及其母公司违反约定使得底层资产现金流流入其他账户。因此，底层资产现金流与原始权益人或资产原持有方及其母公司的其他业务资金可能出现混同，并可能被原始权益人或资产原持有方及其母公司挪用，且当原始权益人或资产原持有方及其母公司面临司法纠纷时，归集至原始权益人或资产原持有方的底层资产资金易被司法冻结。

4. 在特定原始权益人不能正常履职的情况下，将管理底层资产的职责赋予计划管理人承担，底层资产现金流的实现可能受到负面影响。因此，底层资产可能受到原始权益人或资产原持有方及其母公司破产风险的不利影响

沪深交易所资产证券化市场的参与机构主要为特定原始权益人⁴、资产服务机构、计划管理人。特定原始权益人为基础资产的持有方，通常也为底层资产的运营方，专项计划设立后，通常也作为资产服务机构。资产服务机构通常负责底层资产的运营管理，现金流

的收取与划付。特定原始权益人作为底层资产的原运营方，在专项计划设立后有能力继续运营底层资产，承担资产服务机构的职责。

若专项计划出现违约事件、权利完善事件等情况，债权类资产证券化项目的计划管理人通常需代表投资者受让底层债权。受相关方配合意愿较弱的影响，底层债权现金流可能难以直接回款至专项计划账户，且底层债权附属的抵质押权利可能难以转移至专项计划名下。同时计划管理人的贷后管理能力可能弱于特定原始权益人。

对于项目公司全部股权未转移至专项计划的基础设施类和商业地产类资产证券化项目，抵质押物通常抵质押在计划管理人名下。一旦出现需要处置抵质押物的情形，若以处置价值最大化为目标，将考验计划管理人的处置能力。

对于项目公司股权全部转移至专项计划的基础设施类的商业地产类资产证券化项目，在特定原始权益人信用状况恶化甚至破产，且替代资产服务机制难落地的情况下，因欠缺底层资产运营的专业性，计划管理人运营资产、保障资产保值增值的能力可能较弱。

二、政策建议

完善法律制度建设

建议通过完善现有法律法规，明确市场中各类发行载体的法律地位，增强发行载体资产的独立性，使发行载体实现真正的破产隔离。

此外，在我国资产证券化的实践中，律师对资产证券化项目破产隔离的判断往往止步于基础资产层面，并未穿透到底层资产。建议监管部门明确破产隔离的

⁴便于分析起见，本文此节仅就特定原始权益人展开分析，这并不影响结论。

定义,把底层资产与资产原持有方及其母公司实现破产隔离作为资产证券化项目破产隔离的一部分内容。

进一步鼓励简化、标准化交易结构

简单、标准化的交易结构,便于投资者识别清楚交易结构风险,同时也可降低发行人的交易成本。

我国信贷资产证券化市场上项目交易结构的设置,一开始便是底层资产持有方直接将底层资产委托于信托公司发行资产支持证券;交易所资产证券化市场,实质上也是底层资产持有方间接或直接以底层资产作为支持发行资产支持证券。近年来监管机构鼓励去通道化,在交易所资产证券化市场,不借助信托公司、基金公司的资产证券化项目逐渐增加。

为使资产证券化实现破产隔离,激发各参与机构的积极性,我国应进一步鼓励简化、标准化交易结构。对于债权类资产证券化项目,我国应鼓励交易机构设置直接将底层债务人直接还款至专项计划账户。对于基础设施类和商业地产类资产证券化项目,我国应鼓励底层资产持有方及其关联方自行将底层资产构建成SPE,再将其持有的SPE的权益(股权、债权的结合)直接转让至专项计划。与此结合,在底层资产原持有方不作为外部增信机构的情况下,交易结构须设置底层资产原持有方/资产服务机构持有一定比例的次级资产支持证券,保障后续其运营底层资产的积极性。

未来我国债权的二级转让市场完善后,参照美国模式,可以鼓励发行人从多家资产持有方处购买更具分散性的债权资产打包发行资产支持证券,有利于进一步降低债权融资市场成本。

鼓励及时完成底层资产的买卖行为或将底层资产构建成SPE

对于债权类资产证券化项目,我国应鼓励原始权益人在项目设立时便将底层债权的买卖通知债务人,并变更收款账户为监管账户或专项计划账户,真正完

成资产的买卖行为。为此,原始权益人在订立借贷合同时,要考虑底层债权的转让情形、转让后贷款后续的服务安排、如何便捷变更还款账户等,减少债务人对债权转让的抵触感,使得债权便于转让。

基础设施类和商业地产类资产证券化项目,资产持有方可以考虑将经济效益好的资产进行证券化融资。具体而言,资产持有方应先将产生底层现金流所依赖的房地产、设施设备等资产剥离出来成立专门的项目公司,然后通过一系列交易,实现原始权益人持有的项目公司的股权和有息债权,最后原始权益人将享有的股权和债权转让至专项计划发行资产支持证券。通过该交易结构,项目公司被构建成SPE,专项计划持有项目公司的股权和债权,有利于破产隔离的实现。

在美国,在不转让项目公司股权的情况下,商业地产类资产证券化项目通过对项目公司运营资产的专一性、融资限制、与母公司进行一定的隔离等方面进行约定将项目公司构建成SPE,并对项目公司的现金流进行“锁箱”管理,实现了底层资产与底层资产原持有方及其母公司的破产隔离。我国商业地产类资产证券化项目可以参照美国模式,将项目公司构建成SPE,并将项目公司的基本账户设置成监管账户,约定资产运营收入先经过监管账户,预留还本付息额、日常运营支出以及资产保修支出后的资金才能由底层资产原持方及其母公司支配,以实现底层资产与底层资产原持方及其母公司的破产隔离。

完善替代资产服务机构机制

随着我国资产证券化市场的发展,资产服务机构信用水平恶化,不能正常履约的情况时有发生,并且后备资产服务机构未得到落实,底层资产现金流不能正常转付至专项计划账户,进而使得资产支持证券难以得到按时兑付。

为了规避资产服务机构信用水平恶化甚至破产给底层资产现金流带来的负面影响,除了鼓励加强底层资



产和交易信息的披露（中国资产证券化论坛，2022年）外，交易条款内容还应包含遴选专业的服务机构作为后备资产服务机构。在原资产服务机构不能履约的情况下，专业的后备资产服务机构的引入，有利于保障底层资产现金流的划转、违约资产的处理、资产的价值增值。此外，我国应引导后备资产服务机构投资非优先级资产支持证券，使得其利益与投资者利益一致，同时激发其获取超额收益的动力，更好地履行资产服务职责。

2020年4月，我国启动了公募REITs试点，截至2023年2月底，已上市25只。2023年2月，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）启动了不动产私募投资基金试点工作，指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别。不动产私募投资基金的投资范围包括特定住房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。2023年3月，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，拓宽了试点资产类型，将百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目纳入了基础设施范畴。这些政策的实施有

利于培育专业的资产服务机构，为替代资产服务机构机制的完善创造条件。

提高对违约底层资产的处置效率

首先，发行人应选择权属明确、转让不受限制或者限制因素可通过交易安排缓释、没有权属负担或通过交易安排可解除权属负担的底层资产进行资产证券化。选择满足前述条件的底层资产进行资产证券化，在底层资产违约的情况下，可以降低其他方主张权益的可能性，便于资产服务机构出于投资者的利益选择是否转让底层资产还是运营管理底层资产。

其次，资产服务机构应发挥其专业优势。资产服务机构（包括后备资产服务机构）应该具有丰富的发放债权的经验或项目公司运营管理经验，同时还应拥有适当的律师团队应对违约底层资产的相关司法纠纷。在底层债权违约时，资产服务机构应发挥其规模化和司法诉讼优势，使得违约底层债权的催收和处置更有效率。项目公司违约意味着原资产服务机构运营能力可能不佳且借款人（非项目公司时）未能履约，后备资产服务机构将取得项目公司控制权，依据其对底

层资产运营市场、区域环境等的专业判断,选择运营或择机处置底层资产。

最后,我国司法体系应加强应对原始权益人及其他机构延缓诉讼进程手段的措施,提高对违约底层资产的处置效率。

三、结论展望

理论上,通过适当的交易安排,资产证券化可以使优先级资产支持证券获得高于融资人/资产持有方的主体信用水平(非AAA)的信用等级,一定程度上降低融资人/资产持有方的融资成本,但实践中,效果不太理想,主要原因在于我国资产证券化市场的破产隔离效果存在欠缺。

实现破产隔离的资产证券化项目可以降低资产原持有方及其关联方对底层资产的干预,使底层资产现金流不受资产原持有方及其关联方破产风险的影响⁵而被正常的归集至发行载体账户,优先级资产支持证券的信用等级可以实现与资产原持有方及其关联方信用水平的脱钩。同时资产证券化项目实现破产隔离,投资者可以集中于资产风险的评估,简化评估考虑的因素。简化、标准化的交易结构,专业资产服务机构的引入,司法环境的改善,可以让投资者识别清楚交易结构、有相应的途径去处置违约资产,进一步增强投资者的信心。

我国资产证券化市场各参与方仍需通过努力实现项目的破产隔离,发挥资产证券化市场降低融资成本的优势,促进我国资产证券化市场的高质量发展。■

类REITs培育至公募REITs要点分析 ——以消费基础设施为例

文 | 联合资信 魏诗博 刘玉婷 王劲蒙 熊可心

一、中国消费基础设施公募REITs的政策和市场情况

政策

2023年3月24日发布的《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报推荐工作的通知》(发改投资〔2023〕236号,以下简称“236号文”),指出,对百货商

场、购物中心、农贸市场等保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs给予优先支持。同日,证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》,提出推进REITs常态化发行的12条措施。2023年11月26日,首批3单消费基础设施公募REITs准予注册。至此,消费基础设施公募REITs正式落地。

同时,236号文还有一个亮点,就是对前期培育工

⁵ 破产隔离效果的结论是非绝对的,如果遇到破产隔离相关的法律纠纷,最终由法院判断。

作重要性的充分认识,包括对资产的梳理和筛选,产品方案的制定,合规程序的完善,难点问题的解决等。在此背景下,重视和做好项目的前期培育是提高公募REITs质量的基础和前提。类REITs指以项目公司股权及债权作为基础资产、以不动产项目提供抵押担保(如有)、以不动产项目未来运营收入提供质押担保并作为偿债资金来源的资产支持证券化私募产品,其能够为公募REITs项目在做好前期培育方面提供一定思路。

市场

根据中国资产证券化分析网(CNABS)数据,截至2023年10月底,已发行类REITs合计203单,规模合计4245.31亿元。其中,商业地产类REITs合计70单,规模合计1444.87亿元,占比为34.03%。

根据中信证券研究部数据,截至2022年末,全国共有5851座购物中心,人均享有面积为0.38平方米,2022年累计总客流270亿人次,为消费类基础设施REITs发展提供了丰富的存量资产。

公募REITs扩容至消费类基础设施后进一步提高了类REITs与公募REITs的适配度。近期,刚刚获批注册的“华夏金茂购物中心封闭式基础设施证券投资基金”(以下简称“金茂购物中心REITs”)作为类REITs转为公募REITs的项目,为本研究提供了分析案例。

二、类REITs和公募REITs政策要求和实操安排的对比分析

底层资产的基本面比较

1. 资产权属和底层资产建设运营的合规性

根据监管规定(主要为《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》和《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》),无论是类REITs还是公募REITs,其底层资产均需权属清晰、资产范围明确、原始权益人需要依法合规直接或间接持有底层资

产的所有权。底层资产原则上均需要取得固定资产投资管理相关手续、不动产项目的土地实际用途应当与其规划用途及其权属证书所载用途相符。

从实际操作来看,在消费类基础设施资产中,底层资产的配套设施(如地下停车场、仓库库房、连廊等区域)未办理产权登记的问题较为普遍。特别是底层资产若为农贸市场,由于其通常位于城乡接合区域,需重点关注其建筑产权完整性。类REITs要求相对宽松,多数通过设置提前处分事件以及提前终止事件来缓释底层资产建设手续的合规性瑕疵带来的风险,或需要原始权益人/增信方/运营管理机构等出具承诺函就未来可能产生的罚款或其他支出承担兜底义务。过渡至公募REITs情况下,则应遵循“应补尽补”的原则,大多数资产权属问题和合规瑕疵需要对缺失文件进行补办且/或由当地主管部门出具证明函件,说明资产权属和合规瑕疵产生的原因,并确认底层资产不会因所有权及合规瑕疵而影响日常运营。

金茂购物中心REITs中,底层资产长沙览秀城项目建设时期以招拍挂方式获得出让地的商业建设项目不强制要求办理建设用地批准书,虽未影响后续签署土地出让合同及办理建设用地预审意见、土地使用权证或不动产权证,但就上述事项,长沙览秀城仍需所涉主管部门于金茂购物中心REITs申报前出具确认函,明确无需补办建设用地批准书。

2. 底层资产的可转让性

政策方面,类REITs要求基础资产、底层资产及其产生的现金流不得附带权利限制,且基础资产应当具有可转让性。公募REITs还要求土地使用依法合规,对于以划拨或协议出让方式取得土地使用权的项目,相关的主管部门应对项目100%股权转让方式发行基础设施REITs事项出具无异议函。

就底层资产及其对应的土地使用权的可转让性而言:

从实际操作来看,类REITs中专项计划可以通过项

目公司股权转让的形式间接持有底层资产所有权。因此,如底层资产及其所涉土地使用权的产权不发生变更,无需对其可转让性作强制要求,但应视具体情况考虑该事项对底层资产处置回收价值的影响。

公募REITs中如有采用划拨或协议出让方式取得土地使用权的,需要相关土地主管部门或地方政府明确对项目公司100%股权转让方式发行公募REITs无异议。如购物中心和百货商场项目所涉及的土地使用权出让合同、不动产权证等文件存在转让限制的约定,如政府及指定部门存在优先购买权、明确要求产权方不得分割或整体销售及产权方自持条款等,需解除上述转让限制。金茂购物中心REITs中,底层资产涉及转让限制,即约定自持建筑面积且对外转让需取得当地主管部门批准。金茂购物中心REITs申请注册需取得当地管委会等政府部门的转让限制解除同意函。

就项目公司股权的可转让性而言:

项目公司股权转让时均需履行国有资产转让的审批程序和国资流程。由于消费类基础设施不属于特定行业领域,因此在按照企业内部管理制度履行相应决策程序或经国家出资企业审核批准后,即可采用公开/非公开方式进行股权转让。

少数类REITs存在专项计划持有绝大部分项目公司股权,小部分项目公司股权由其他主体持有的情况。由于监管政策要求公募REITs需取得底层资产完全所有权,在过渡至公募REITs时,需改变交易结构,将项目公司小股东的股权转让至专项计划中。

原始权益人的比较

1. 扩募能力和同业竞争

政策方面,类REITs对原始权益人是否有扩募能力及是否涉及同业竞争没有特殊要求。公募REITs要求原始权益人以控股或相对控股方式储备的可发行基础设施REITs的各类资产规模应至少达到拟首次发行基础设施REITs资产规模的2倍。由于首次发行基础设施

REITs的底层资产的当期目标不动产评估净值原则上应至少达到10亿元,因此公募REITs的原始权益人需要至少储备20亿元以上的可发行资产。在此情况下,原始权益人存在同业竞争的问题。根据已申报获批的4单消费基础设施REITs交易文件,原始权益人及其控股股东均已出具避免同业竞争的承诺函。

2. 战略配售

政策方面,类REITs属于债权类产品,不涉及战略配售,但要求原始权益人或其关联方至少5%的风险自留。公募REITs要求基础设施项目的原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例不得低于基金份额发售数量的20%。

在实践操作中,基于资产管理和资本运作的不同需求,原始权益人及其关联方对于REITs份额的自持比例呈差异化分布。影响因素主要包括对底层资产控制权的预期、在会计处理上对资产并表的预期以及向市场传递信号积极程度预期等。从已发行的公募REITs来看,原始权益人参与战略配售的比例均值显著高于20%,达到36.82%。

底层目标物业运营的对比

政策方面,类REITs对于底层资产运营年限以及净现金流分派率均没有硬性要求。公募REITs要求非特许经营权、经营收益权类基础设施项目原则上运营3年以上、现金流持续稳定且来源合理分散、项目公司具有持续经营能力和专业经验,并要求预计未来3年的每年净现金流分派率原则上应不低于3.8%。

从评级的实际操作来看,商业地产类REITs产品分为两种评级逻辑,一是以增信主体作为信用背书,二是纯靠资产现金流进行切分。两种逻辑下所选取的目标物业形成自然分化,靠增信主体信用支撑的项目,通常其目标物业运营时间较短,经营性净现金流达不到公募REITs中净现金流分派率的要求。但是有部分类REITs的目标物业比较优质,更适合成为以公募REITs退出的

潜在项目，如运营时间超过3年已进入成熟运营期；现金流来源分散，且已产生持续稳定的现金流，可分配净现金流对优先档证券本息的覆盖程度很高。

从运营管理能力来看，类REITs实际运营管理仍由商业地产的原运营管理公司或团队操盘。公募REITs的运营管理为基金管理人或基金管理人设立专门的子公司或委托外部管理机构。从实际案例来看，绝大多数项目由原始权益人或者由原始权益人体系内专门运管机构运营，与类REITs无差。从项目公司层面来看，优质物业的项目公司已实现较好且稳定的盈利，自身和运营机构均具备持续经营能力。同时，类REITs产品亦要求项目公司只运营入池物业，且限制项目公司的对外融资和对外担保，因此在一个相对封闭的产品体系内，项目公司的持续运营风险可控。综上所述，优质物业的类REITs在目标物业运营方面基本可达到公募REITs的要求。

三、类REITs和公募REITs产品交易结构的对比和衔接

交易结构设计

1.基本结构

类REITs为“专项计划+项目公司”，公募REITs为“公募基金+专项计划+项目公司”，均是通过项目公司偿还债务或分红而获得现金流。

2.构建“股+债”

两种产品在构建“股+债”结构的方式上极为类似。形成股权的方式通常有两种，第一种为原始权益人新设SPV；第二种为专项计划直接受让项目公司股权。形成债权的方式通常有四种：第一种是通过专项计划直接向项目公司发放股东借款；第二种为通过调整投资性房地产会计政策形成应付股利；第三种为减资形成股东应收款；第四种为股权转让递延支付。

上述两种形成股权的方式是两种产品都常采用的

方式。构建债权上，类REITs通常采用上述第一种或者第三种方式，对于第二种，考虑到类REITs产品的大部分项目公司在专项计划终止后重新持有基础资产以及中国会计准则要求公允价值法不能转回成本法计量，实际操作中基本没有出现相关案例，第四种交易流程较为复杂，实际操作中亦没有此种案例。金茂购物中心REITs的股权构建采用上述第二种方式，债权构建采用上述第一种方式。从底层搭建结构上来看，两种产品的操作方法具有一致性。

交易结构的衔接

理论上，可先通过发行类REITs搭建“股+债”结构，再培育其收益与规模使底层资产达到发行公募REITs产品的要求，从而节省后续直接发行公募REITs的时间。但从实际来看，由于存续期限的不匹配、原始权益人认定困难以及交易机制设置不够灵活等原因，在现有的法律框架下难以实现类REITs与公募REITs的直接转化，故在类REITs的交易文件中对退出决策机制的设置是衔接后续公募REITs的关键。

根据存续类REITs（或商业房地产抵押贷款支持证券）项目，现存的退出机制主要包括三种：第一种是专项计划设立时没有考虑到公募REITs退出的情形，因此亦较难实现公募REITs退出；第二种是可由原始权益人单方面决策的公募REITs退出的情形；第三种是原始权益人作为权益级持有人协商决定退出。后两种情况，专项计划均在交易文件中对启动公募发行事宜的条件、处分方案的制定或“提前终止事件”等触发条件作了明确约定，故针对退出事项，无需召开持有人会议，发行人可直接启动公募REITs发行。在申报期间，发行人即可同时安排类REITs的提前还款、优先收购等事宜，从而实现类REITs终止流程和公募REITs申报流程的高效衔接。

针对金茂华福一申万一金茂商业卓越1号资产支持专项计划（以下简称“金茂类REITs”）转为金茂购物

中心REITs而言,金茂类REITs通过召开持有人大会并通过了专项计划进入处置期的议案,进入处置期后项目公司作为优先收购权人之一行使了对标的物业的优先收购权,从而进行处分分配提前终止专项计划,并履行了相关的内部决议程序后同意以长沙览秀城项目作为基础设施底层资产发行公募REITs。

四、类REITs和公募REITs量化测算的对比

类REITs:主要有DSCR2和LTV3两个指标,由于绝大多数项目有增信方的存在,使上述两个指标并没有统一的硬性要求。

公募REITs:非特许经营权、经营收益权类项目要求未来3年每年净现金流分派率原则上不低于3.8%。

两种产品的股债属性本质不同,故在评价指标方面亦差异较大,但笔者认为它们所使用的基础数据所代表的含义是类似的。票面利率和分派率都是指投资人所获得的回报,类REITs通常存在主体增信,再加上优先/劣后的设置使票面利率有所分化,而公募REITs同股同权,回报完全基于底层资产的运营。

如金茂购物中心REITs 2024年预计净现金流分派率为4.90%,金茂类REITs的优先级分三档,票面利率分别为4.70%、5.20%和6.00%，“21金茂1A”票面利率低于公募分派率,主要系金茂类REITs在交易结构中为部分增信,虽存在风险敞口,但增信措施和净现金流对“21金茂1A”的保障程度强,根据分配顺序“21金茂1A”享有最优先受偿的权利,DSCR为1.34倍⁴,故投资人获得报酬的相对风险小,票面利率低于分派率。而“21金茂1B”和“21金茂1C”处于劣后受偿的位置,应获得更高的风险报酬,故票面利率高于公募REITs分派率。从资本市场定价机制来看,类REITs提供的亦是市场相对公允的价值回报,其在定价机制上一定程度也可作为公募REITs提供参考。

从评估值比较来看,金茂类REITs入池的长沙览秀

城2022年12月31日的评估价值为159460万元。金茂购物中心REITs入池的长沙览秀城2023年6月30日评估价值为107600万元,较金茂类REITs评估值下降32.52%⁵,主要是由于金茂类REITs中整租的安排提高了收益法下的年运营净现金流以及市场法下评估值亦较高所致。若想类REITs转为公募REITs时在募集资金规模上尽量无缺口,类REITs总发行规模的LTV需综合考虑评估的逻辑和依据是否具有可持续性以及公募发行的要求,在预判评估值合理性的基础上给出合适的LTV。

五、类REITs直接对接公募REITs实现退出的难点及建议

难点

1.类REITs的刚性兑付要求和公募REITs发行的周期不匹配

类REITs属于债权类融资工具,投资人所持有的债券具有固定时间固定金额兑付的刚性要求,但公募REITs的审批和募集历时较长,无法匹配类REITs产品的正常兑付时点。即使可以采用资金过桥的方式进行过渡,过桥资金成本也会由于所需时间长而过高。

2.公募REITs结构上直接承接类REITs的难点

对于由专项计划直接持有项目公司股权的类REITs,直接对接公募REITs的操作方式有两种:一是公募基金直接购买原专项计划;二是新设立专项计划由公募基金持有,新专项计划从原专项计划受让项目公司。

按照第一种方式,由于原专项计划下的条款是匹配类REITs进行设置的,若公募基金直接买原专项计划,则原专项计划项下的约定需要通过持有人大会进行修改,工作量较大。按照第二种方式,原专项计划相当于原始权益人,根据236号文对原始权益人的要求,原专项计划显然不符合。因此,目前直接承接类REITs的可能性很小,只能是先结束类REITs再重新搭建公募REITs结构。

3.评估方法和评估价值的差异

类REITs通常的评估方法为收益法+市场法,一般采用50%、50%的权重占比得出目标物业的综合评估值。而公募REITs评估方法只能采用收益法。且两者在收益法指标的标准上不同。从实际发行经验来看,公募REITs评估标准严格得多,故评估价值会更接近于合理值或处置值。那么若类REITs直接对接公募REITs可能会存在资金缺口,同时由于评估价值的差异可能会导致不良的市场导向。

4.公募资金使用用途限制

236号文明确指出,基础设施REITs的净回收资金应主要用于在建项目和前期工作成熟的新项目,并给出了“1+3+6”的资金使用结构。若公募REITs直接购买类REITs使投资人退出,目前在资金用途上没有明确的说法,比如对管理人(代表专项计划)来说,用于置换本来需要由资产偿还的债务算不算净回收资金,通过次级回流至原始权益人的资金是否受上述规定限制等等。因此,关于资金用途的认定存在不确定性。

建议

综上所述,在公募REITs尚未成熟的当下,国内资本市场尚无两者进行衔接的转板机制,但结合上述难点,笔者从以下方面给出几个建议:

第一,在类REITs交易结构中设置可将启动公募REITs前置的方案,将公募REITs的审批时间与类REITs启动结束的时间合理化重叠。对于主体出现信用风险而需要以处置方式实现类REITs投资人退出的,通常在交易结构设置中有一定时间(大约为2年)的处置期,且处置期可以通过持有人大会表决延长,在有相关机动交易机制设置的情况下,通过直接转成公募实现退出的方式在时间匹配上具有可行性。但需注意此种情况下需寻找具备丰富运营管理经验的基金管理人或第三方对底层资产进行专业化的运营管理,以保证处置期间资产的可持续稳定运营。

第二,将公募基金以直接受让类REITs专项计划的项目公司股权和债权方式作为一种特殊的交易结构给予标准化的政策或指导,比如以类REITs的初始原始权益人或发行人作为衡量口径,去判断底层资产所属发行人的资质、资产规模、运营等指标是否符合政策要求,以及在募集资金使用用途上有所放宽。

第三,随着公募REITs的日益成熟和体量化,未来打算以公募REITs作为退出方式的类REITs产品也必将向公募REITs的标准靠拢,两者在评估值上的差异将会有所缩小,加上类REITs发行规模考虑抵押率的因素,两者的规模在衔接上完全可以做到事前预判,从而避免出现资金缺口的问题。■



新国际环境下中国对外直接投资的新动向

文 | 联合资信 程泽宇

一、新一轮全球产业转移的背景和路径

地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，欧洲在俄乌冲突爆发后加速供应链和产业链调整，对亚洲的产业“雁阵模式”造成较大冲击

近年来，民粹主义在全球范围内尤其是西方世界有所复兴，政治极端化趋势不断加强。美国自2018年通过“美国优先”、关税保护、制造业回流等举措开启逆全球化节奏，美国政府相继发布多项行政法令与政策，对其在制造业、国防工业等重点领域的供应链安全、对国外依赖程度以及具体应对策略等进行了全面评估，以应对激烈的国际竞争。2022年拜登政府实行更为严格的供应链转移计划，同年8月美国总统拜登签署《通胀削减法案》，出台包括高额补贴在内的大量激励措施，以推动电动汽车和其他绿色技术在美国本土的应用。

欧洲在俄乌冲突爆发后加速进行供应链和产业链调整。一方面，加快摆脱对俄罗斯能源依赖，欧洲国家政府会通过鼓励“欧盟制造”、发挥气候变化以及数字技术方面的优势，促进中高端制造业回流。另一方面，欧盟提出《绿色协议工业计划》，以增强欧洲净零工业的竞争力；德国《国家工业战略2030》提出深化工业4.0战略，推动德国工业全方位升级；法国公布“再工业化”计划，提出一系列扶持绿色产业及欧洲汽车、电池制造业的措施；意大利推出“意大利制造”法案，旨在促进制造业发展及完善相关制度。

东亚地区从传统的由日本作为“头雁”的“雁阵式”

产业体系，演变为以中国为主要供需价值链核心的网络拓扑结构式产业体系，中国在地区间的作用愈发凸显。但在中美“脱钩”以及中国产业升级的背景下，美国与一些亚太国家签署“印太经济框架”，意图建立将中国排除在外的世界经济秩序，导致部分在华中低端产业向“雁阵模式”下端（如印度、越南等国）迁移。虽然短时间内中国在全球供应链中的优势和粘性难以替代，但如果中美“脱钩”成为常态化，未来全球供应链存在部分中高端制造业加速回流欧美，以及部分中低端制造业向东南亚、南亚等具有人口红利国家迁移的风险。

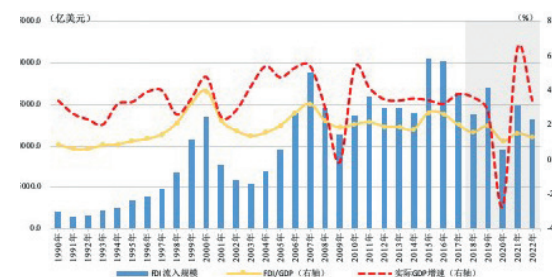
2018年后全球FDI发展进入收缩期，全球FDI主要从发达经济体流向发展中经济体，但发展中经济体区域分化较大，美国、日本和中国是全球前三大FDI流出国

国际直接投资（FDI）是全球产业布局 and 资本国际化的主要形式之一。自2018年后逆全球化思潮在全球范围内兴起，全球FDI的发展进入收缩期。尤其是2020年新冠疫情暴发后，各国为防控疫情而停工停产，经济停顿造成企业减产和库存消耗，全球供应链趋于紧张，随之全球FDI规模下跌至0.9万亿美元的历史新低。虽然2021年全球需求端强劲复苏，但供给端却出现低库存、弱生产、交通物流受阻等问题，全球供需结构进一步失衡，全球FDI规模仅恢复至疫情暴发前的85%左右。2022年俄乌冲突爆发对全球能源、原材料以及食品等供应链造成较大冲击，再加上国际融资项目和跨境并购业务受融资条件收紧以及利率高企等因素影响而显著下降，全球FDI规模同比下滑11.3%至1.3万亿美元（见图1）。

从资金流向看, FDI流动路径主要是从发达经济体流向发展中经济体。由于发达经济体跨国企业的金融交易减少, 2022年发达经济体FDI流量规模较上年大幅下降36.7%至3783.2亿美元(见图2)。发展中经济体FDI流量规模则稳步增长5.9%至9365.9亿美元, 但区域分布差异较大, 其中亚洲FDI流入量基本持平, 且占全球FDI流量的接近70%; 拉丁美洲和加勒比地区FDI流入量同比增长超50%至2080亿美元, 创历史新高; 非洲地区因多数国家经济结构薄弱且易受外部冲击, FDI流入量明显下降。

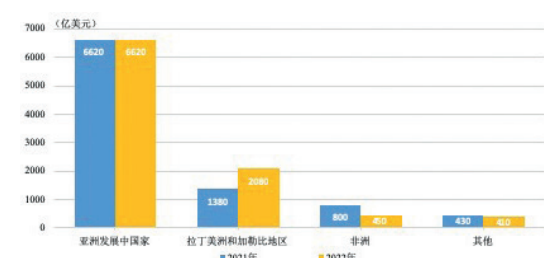
分国别来看, 美国、日本和中国是全球前三大FDI流出国, 其中日本在2022年由过去的全球第四位跃升为全球第二位; 美国、中国、新加坡为全球前三大FDI流入国, 其中新加坡首度超越中国香港跃居全球第三位(见图3)。

图1 1990—2022年全球FDI变化趋势



数据来源: UN-CTAD, 联合资信整理

图2 2021—2022年全球FDI流入发展中国家的地区分布



数据来源: UN-CTAD, 联合资信整理

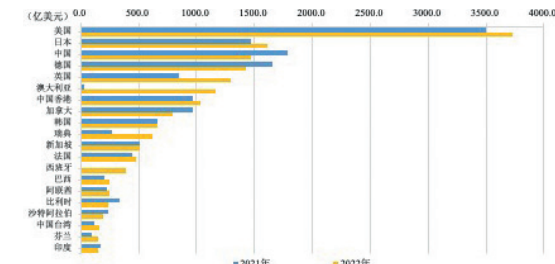
二、中国对外直接投资变化的内部原因

中国对外贸易阶段逐渐由“出口导向型”向“进口替代型”转变, 同时伴随着国内投资环境的改善以及出口和资本输出的快速增长, 目前出现了低端劳动密集型产业向外转移以及部分高端产业回流发达经济体的现象。

20世纪80—90年代, 发达经济体大力发展新材料、新能源等高新技术产业, 将产业结构重心转向高技术化、信息化和服务化方向发展。中国凭借着劳动力、土地等生产要素的低成本优势和优惠的外资政策, 承接转移劳动密集型产业和制造业生产加工环节, 使中国迅速成为新的“世界工厂”。随着经济发展得到一定积累以及国内市场逐步扩大, 中国经济发展模式逐渐由“出口导向型”向“进口替代型”转变, 对外贸易贸易依存度由2006年64%的历史高点一路下降至2023年的33%, 下滑逾30个百分点(见图4)。

21世纪初期, 中国的FDI流入规模由2000年的407.1亿美元飙升至2010年的1147.3亿美元, 涨幅超过180%。2010年以来, 经过改革开放30多年的高速发展, 中国沿海地区的发展开始受到土地、劳动力等因素的制约, 低端劳动密集型产业开始向成本和政策更具优势的东南亚国家转移, 2015年中国FDI流出规模首度超过流入规模。具体来说, 纺织服装产业链下游

图3 2022年全球前20名FDI流出国



数据来源: UN-CTAD, 联合资信整理

的劳动密集环节、家居用品产业链、化工制品类产业链下游环节、部分金属制品类、电子产业链下游环节是转出的重点行业。另一方面,受到发达经济体推出的“再工业化”战略、工业互联网战略、工业4.0战略等制造业振兴战略的影响,中国部分高端产业开始向美国、日本、欧洲等发达经济体回流,出现了“低端转移”和“高端转移”并存的现象。

随着中国从高速增长阶段迈向高质量发展阶段,经济在经历高速增长后逐步进入存量竞争时代,中国经济深层次的结构矛盾体现在产能结构过剩上,在一定程度上压缩企业发展空间,企业亟需向外拓展新市场以及产业升级来发掘新的业务增长点,包括高新技术产业(新质生产力)、精密仪器和设备为主的制造业等。

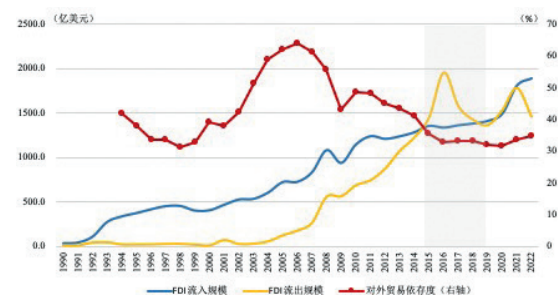
近年来,中国进入经济新常态并呈现三期叠加的阶段特征,经济结构性问题凸显。随着中国从高速增长阶段迈向高质量发展阶段,中国实际GDP增速由10% (2000—2009年平均) 逐步下降至7.5% (2010—2019年平均),再到如今的5%左右 (2020—2023年平均),中国经济在经历高速增长后逐步进入存量竞争时代 (见图5)。一方面,中国经济发展已步入城镇化发展中后期,前期通过大兴基建推动投资带动经济发展的模式呈现一定疲软态势,目前需要通过城市更新以及

新型基础设施建设,将大规模增量建设转为存量提质改造。另一方面,中国人口自然增长率在2022年首次出现负增长,且2023年负增长趋势有所扩大,但与此同时中国老龄化比率 (65岁以上人口占比) 上涨至15.4%,远高于联合国对老龄化社会7%的认定标准,表明中国人口红利优势明显削弱,人口结构的变化对未来消费前景或造成一定抑制。

中国经济深层次的结构矛盾体现在产能结构过剩上,目前中国政府正在主动开启供给侧结构性改革,通过挤出过剩产能来降低其对于土地、资本、劳动力等生产要素的占用,提高整个经济系统的生产和分配效率。从长期看,中国经济目前处于产业结构升级的过渡阶段,在一定程度上压缩企业发展空间,在雁阵模式转移和产业结构高级化的趋势下,产业结构必然会向高端化、智能化、绿色化方向转变,以逐步弥补甚至替代房地产行业对经济的拉动作用。企业亟需向外拓展新市场以及产业升级来发掘新的业务增长点,包括高新技术产业(新质生产力)、精密仪器和设备为主的制造业等。此外,传统过剩产能需要向后发国家转移,新兴产业全球布局成了中国对外直接投资的主要方向。

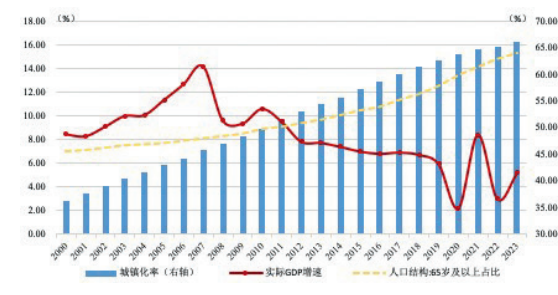
贸易保护主义成为传统大国抑制追赶国家的重要手段,导致中国高端制造业逐渐出现向发达经济体回流的趋势,价值链的高端环节出现区域性收紧。

图4 1990年以来中国FDI流入和流出情况



数据来源: WIPO, 联合资信整理

图5 2000年以来中国经济增速、城镇化率及老龄化情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

受大国博弈与竞争的影响,贸易保护主义成为传统大国抑制追赶国家的重要手段。2018年美国贸易代表办公室的“301调查”对多种中国商品加征关税,开启了这一阶段中美贸易摩擦的序幕。2024年,美国发布对华加征301关税四年期复审结果,宣布在原有301关税基础上,进一步提高对自中国进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品关税。其中,电动汽车进口关税将提高至100%,光伏面板和动力电池的关税则分别提高至50%和25%,企图以此抑制中国相关产业的发展。从长期来看,由于大国博弈以及产业链重构,中国产业对外转移是经济社会发展的必经阶段。在此背景下,中国高端制造业逐渐出现向发达经济体回流趋势,价值链的高端环节出现区域性收紧。

三、当前中国对外直接投资发展的模式及新趋势

目前中国产业对外转移主要采取“产品出海”、“产能出海”以及“商业模式出海”相结合的模式

从“产品出海”模式来看,过去中国企业“出海”更多地依赖强大的产业集群,通过更低的制造成本、更快的生产效率输出性价比更高的产品。随着中国制造在全世界范围的渗透率达到较高水平,中国企业对“出海”商品的品质愈发重视,中国企业“出海”正在经历从“加工制造”向“品质出海”的重大转变。该模式主要以纺织业为代表,主要包括嘉欣丝绸、天虹纺织、波司登等企业。

从“产能出海”模式来看,随着全球产业链重构,新兴市场国家存在较强的产业引入、产能扩张等诉求,中国企业可借此机会输出中国基建、发电、运输等配套建设的优势,进而拉动工程机械、电力设备等各领域需求。该模式主要以木器家具、手机家电以及新能源汽车为代表,主要包括顾家家居、小米手机、比亚迪

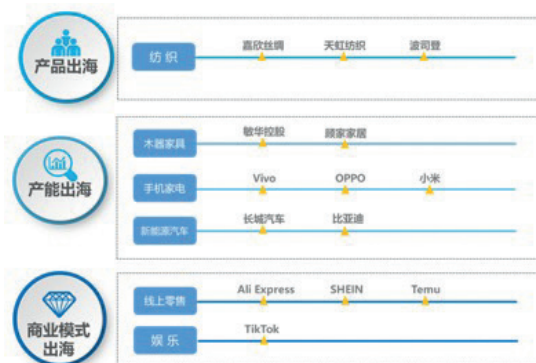
车等企业。

从“商业模式出海”模式来看,企业出海不再局限于传统行业,逐渐向高科技、跨境电商、互联网等领域延伸。中国企业品牌的竞争力正在加速提升,未来各类与国货、国潮相关的商品会逐步完成国际化进程,成为具备竞争力的全球品牌。该模式主要以线上零售和娱乐行业为代表,主要包括Ali Express、SHEIN、TikTok等企业(见图6)。

国有企业对外直接投资秉承国家“走出去”战略,提前进行全球产业布局;私营企业主要基于降低成本、避免制裁和开拓新市场等原因进行对外直接投资

国有企业海外并购和对外投资主要集中在基础设施、生态环保、民生改善等领域。中央企业和国有企业走出去最早是通过执行对外援助项目,然后才逐渐进入国际承包工程领域。在经济高速发展阶段,国有企业“走出去”主要以做大规模、扩充业务为主要目的,投资发展领域主要是附加值和科技含量较低的自然资源领域。当前,经济发展正从高速发展阶段向高质量发展阶段转变,在高质量发展要求下、在产业升级需求的驱动下,国有企业“走出去”也从注重传统自然资源获取向侧重新兴产业转变。2021年国内企业投资最多的两个领域分别是信息技术行业和消费医疗行业,占比

图6 中国对外直接投资的主要模式



数据来源：联合资信整理

分别为36%和28%。以北京控股集团有限公司为例，该公司积极响应国有企业“走出去”战略，主动在海外拓展布局，将主营业务拓展至欧洲、东南亚、拉丁美洲等地区，同时通过贸易出口带动我国产品走向非洲、亚洲、南美洲等区域。

私营企业是中国贸易出口的重要主力，近年来占比超过60%。中国私营企业产业外移主要分为四类：一是以服装鞋帽等纺织类商品为代表的劳动密集型产业，自2012年以来，中国纺织业龙头嘉欣丝绸、天虹纺织、波司登等公司纷纷在越南、柬埔寨以及缅甸等国进行产能布局，2023年嘉欣丝绸的海外产能占比已经接近50%。二是木器和家居产业，受中美贸易摩擦影响，2019年美国政府对美国家居类别征收高达25%的关税，加速中国外贸家居产业向东南亚转移。根据越南官方统计数据，2020年越南迅速取代中国，成为美国最大的家居供应国，其中约三分之一的外商投资家居企业来自于中国外迁。三是手机、家电等消费电子产业的低端组装环节，包括Vivo、OPPO、小米、金立在内的多家国内手机厂商已经在印度设立工厂，海尔等家电企业很早就开始在全球开设本地工厂，该策略有助于在降低生产成本的同时开拓东道国消费市场。四是汽车制造产业，得益于新能源汽车产业的全球发展，中国新能源汽车品牌积极布局海外市场。例如，比亚迪自2021年便开始乘用车“出海”，以挪威为起点并在其他欧洲国家快速铺开。2023年比亚迪开始推进汽车生产线“出海”，目前比亚迪已经在泰国、乌兹别克斯坦、匈牙利和巴西等国家投资建厂。

“一带一路”沿线国家是中国企业对外投资的重要目的地，为规避关税壁垒和地缘政治冲突，更多的中资企业选择绕道墨西哥进行对外投资

从中国FDI流出地区看，中国FDI流向全球190个国家（地区），设立境外企业约4.6万家，其中在“一带一路”沿线国家设立企业超过1.1万家。2013—2021年，中国对“一带一路”沿线国家累计直接投资1640亿美

元，“一带一路”沿线国家是中国企业对外投资的重要目的地（见图7）。值得注意的是，近年来越来越多的中国企业将匈牙利视为中欧主要投资目的地，2023年中国对匈牙利的FDI规模创历史新高，中国成为匈牙利最大的FDI来源国。中国对匈牙利的直接投资主要聚焦于新能源汽车、锂电池和光伏领域，比亚迪、宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、恩捷股份、华友钴业、杭可科技等公司已经接连宣布在匈牙利投资建厂。

另一方面，为规避关税壁垒和地缘政治冲突，更多的中资企业选择绕道墨西哥进行对外投资。2018年中美贸易摩擦后，中国逐步成为墨西哥增长最快的外商投资来源国，中国也成为了墨西哥的第二大商品进口国。中资企业主要聚焦于墨西哥与美国贸易联系较为密切的制造业：一是汽车工业，美国高度依赖墨西哥加工厂生产的零部件，2018—2022年美国约42%的机动车零部件进口来自墨西哥，新莱昂州是墨西哥的汽车工业聚集地，2022年中国对新莱昂州的FDI流入量占全部地区的比例接近50%。二是家电产业，墨西哥是全球主要的家电生产国之一，其生产的家电八成以上出口至美国市场，近年来中国家电企业开始在墨西哥布局，海信集团于2021年斥资2.6亿美元在墨西哥建设智能家电产业园。

中国对外直接投资涉及领域广泛，涵盖了国民经济的全部行业大类，近年来行业结构进一步优化

图7 2013—2021年中国对“一带一路”沿线国家投资情况



数据来源：商务部，联合资信整理

近年来,中资企业更多投向研发和服务等高附加值环节,积极参与全球先进产业链的打造和创新链的升级。2021年中国FDI流出行业主要集中在租赁和商务服务、批发和零售、制造、金融、交通运输/仓储和邮政业等传统领域,合计对外投资超过1400亿美元,占当年对外直接投资的比重超过80%(见图8)。其中,制造业对外直接投资268.7亿美元,同比增长4%,占当年FDI流出规模的15%。但信息、建筑、电力、房地产、农业、卫生等行业对外投资受国际投资环境变化影响,出现不同程度的下降。

绿色投资成为中国企业对外投资的重要方向,更多的中国企业参与到东道国钢铁、建材等传统高能耗、高污染、高排放项目的低碳改造

中国提出“力争2030年前实现碳达峰,2060年前实现碳中和”的目标,绿色发展成为未来一段时期引领经济社会发展的重要准则。因此,更多的中国企业参与到东道国钢铁、建材等传统高能耗、高污染、高排放项目的低碳改造。中国企业“走出去”通过参与公交车油改气项目、签署纯电动客车意向订单、达成客车当地化生产协议等多种途径,积极推广新能源和清洁能源车船等节能低碳型交通工具,帮助相关国家降低对传统燃油车船的依赖,加快发展绿色交通。2021年9月,中国在联合国大会上承诺将不再新建海外煤电项目,预示着以光伏、风电为主的清洁能源将成为中国海

外能源投资的重点。截至2022年7月,中国企业境外绿地投资可再生能源项目已超过200个。

从绿地投资看,在境外新建太阳能项目的中国企业包括上海电气、兴储世纪、正泰集团、正信光伏、天合光能、晶澳太阳能、海润光伏等,主要从事太阳能电池、组件、半成品及其他应用产品的研发、制造、销售等,业务广泛分布在美国、英国、俄罗斯、印度、日本等43个国家。境外新建风能项目的主要投资企业包括三一重工、中国电建、金风科技等,业务分布在英国、澳大利亚、巴基斯坦、哈萨克斯坦等21国。境外新建生物质能项目的主要投资企业包括北京德青源农业科技公司、华能集团、阳光凯迪新能源集团等,业务主要分布在印度尼西亚、泰国、菲律宾等东盟地区。新建地热项目的主要投资企业包括大唐电力、浙江正泰太阳能等,业务主要分布在西班牙、匈牙利等国。

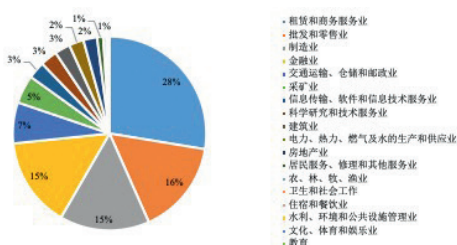
四、中国对外直接投资新动向下的影响

中国对外直接投资的新动向有助于消化国内过剩产能,同时发掘新兴市场需求并开拓海外市场

对外直接投资是推动跨国公司在全球范围内优化资源配置的重要途径,目前全球约80%的贸易进出口通过跨国公司的供应链实现,此外对外投资推动不同发展阶段的国家进行雁阵模式产业转移,将技术和管理优势输出到具有资源禀赋或人口红利的国家。目前,以机电行业和轻工服装业为代表的行业在中国已经面临边际成本恶化的情况。因此,部分企业将加工贸易、劳动密集型产业等边际产业转移至东南亚、非洲、南美等发展中国家,不仅可以降低运输成本和生产成本,还可以在在一定程度上缓解国内的过剩产能。此外,中国企业可通过对外直接投资来寻找具有成本优势的区位国家,同时拓展新兴市场需求,进一步实现增量市场发展。

新一轮全球科技革命和产业变革为中国制造业产能转移及技术发展提供新机遇,在一定程度上促进中

图8 2021年中国对外直接投资流量行业分布



数据来源: 商务部, 联合资信整理



国产业升级

2021年,中国对外直接投资涉及领域广泛,涵盖了国民经济的全部行业大类,行业结构进一步优化。租赁和商务服务、批发和零售、制造、金融、交通运输/仓储和邮政业等传统领域依然是中国对外直接投资的主要领域,占当年对外投资的80%以上。当前以数字化、智能化、信息化为基础,以新一代信息技术、人工智能为引领,新材料技术、生物技术、新能源技术等多重领域技术相互渗透融合发展为特征的新一轮科技革命和产业变革正在全球兴起,为中国制造业产能转移及技术发展提供了机遇,能够从价值链高端嵌入国际分工体系,摆脱从价值链低端被动嵌入发达国家主导的国际分工体系的发展模式,在一定程度上促进中国产业升级。

FDI流向的转变对中国的贸易结构、经常账户结构以及外汇储备结构均产生一定影响

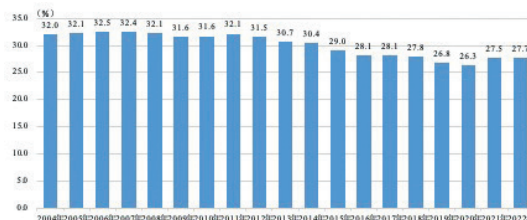
从长远看,FDI流向的转变对中国的贸易结构、经常账户结构以及外汇储备结构均产生一定影响。从贸易结构看,外商投资企业货物进出口贸易占到了中国对外贸易总额的一半以上,如果大量企业选择将部分产品或产能对外转移,中国长期以来维持的对外贸易盈余可能会逐步收窄,甚至有可能出现贸易逆差。从经常账户结构看,如果外迁企业每年的投资利润全部或大部分汇回本国,长期以往,利润汇出的规模会超过新

增资本流入的规模,会增加中国经常账户逆差的压力。从外汇储备结构看,过去中国积累外汇储备的方式源于国际收支顺差,即通过经常账户顺差和金融账户顺差来进行积累。但在逆全球化趋势以及新一轮中国产业对外转移的背景下,中国的经常账户顺差趋势难以长期保持,未来境外投资利润或通过证券资产等金融账户汇回,金融账户盈余或成为未来我国外汇储备积累的重要部分。

制造产业的外迁往往是整条产业链的外移,对外直接投资可能导致的制造业空心化风险应值得警惕

通常情况下,制造产业的外迁往往带动其关键工序、原材料、零部件和工艺流程等整条产业链的外移。例如,三星和苹果将其在华手机业务转移到东南亚地区后,由于相关供应商依赖三星、苹果的供应体系,并且受限于区域贸易规则的排他性条款要求,导致富士康、和硕等200多家配套企业迁移,但这种链条化的转移不符合中国经济发展的需求。无论是德国承接英国制造业转移后逐渐取代英国,还是日本、美国等对外投资导致国内经济空心化等现象,都是产业链控制力下降导致母国竞争力削弱的典型案例。从中国制造业增加值占GDP比重的变化情况来看,2004—2012年制造业占GDP的比重稳定在31%~32%左右,但从2013年到2022年制造业占GDP的比重则从30.7%下降至27.7%,说明制造业在中国经济中的比重有所下滑,中国制造业存在一定空心化风险,且这种趋势愈发明显(见图9)。

图9 2004—2022年中国制造业增加值占GDP比重



数据来源: Wind, 联合资信整理

左翼联盟意外获胜，法国议会“三足鼎立” 对未来影响几何？

文 | 联合资信 张 敏

当地时间2024年7月7日，法国议会选举进行第二轮投票。综合两轮投票结果，左翼联盟“新人民阵线”出人意料拿下最多选票，共获得182个席位，但未达到可以独立组阁的绝对多数；中间派执政党“在一起”位居第二，获得168个席位；此前在首轮投票中获得最高支持率的极右翼政党国民联盟及其盟友获得143个席位，总票数排在第三位。

7月8日，法国总理阿塔尔向马克龙递交辞呈，但未获得批准。

此前，法国执政党在6月上旬举行的欧洲议会选举意外失利，获得的支持率远低于极右翼政党国民联盟，法国总统马克龙基于该投票结果于6月9日宣布解散国民议会，并进行新的国民议会选举。在6月30日举行的首轮议会选举投票中，根据法国内政部最终统计，极右翼政党国民联盟以29.26%的选票率获得最多席位；左翼联盟“新人民阵线”和由现任总统马克龙领导的中间派执政党联盟“在一起”分别获得28.06%和20.04%的得票。

马克龙与左翼联盟合作的竞选策略虽然击退了极右翼当政的可能性，但部分极左翼成员拒绝合作的表态以及左翼政党与执政党截然不同的政策方针使法国政策不确定性明显加剧

马克龙发起此次议会投票的本意是为了证明虽然极右翼政党在欧洲议会选举中取得一定成果，但并未对法国国内政局产生明显影响，其领导的执政党仍是最受法国民众欢迎的党派。但首轮投票显示国民联盟

意外成为支持率最高的政党，执政党支持率仅排名第三。极右翼政党国民联盟在首轮投票中的强势表现使得中间派执政党和左翼政党对二轮投票结果的担忧加剧。为了阻止极右翼政党上台，约200个来自中间派和左翼联盟的候选人在第二轮投票中主动退出以集中选票，虽然最终成功击退了国民联盟入主议会，但左翼联盟成为最大赢家对马克龙而言仍不是最优选择。

本次参与竞选的左翼联盟“新人民阵线”在马克龙宣布解散议会后的几天内由“不屈法国”、社会党、绿党和法国共产党仓促组成，各党派之间的政治纲领并不完全一致。极左翼政党“不屈法国”的领导人梅朗雄作为左翼联盟的重要人物，曾在2022年参与总统竞选，并在第一轮投票中获得22%的支持率，仅次于玛丽娜·勒庞，位列第三。在议会选举投票结果出炉后，梅朗雄立刻表态要求马克龙“承认失败”、总理下台，并拒绝与马克龙进行谈判合作，称左翼联盟已准备好上台执政。

梅朗雄领导的“不屈法国”在财政经济计划方面有着与执政党截然不同的策略，大力推行扩张性财政政策，其竞选方针做出将取消养老金改革、提高最低工资、冻结部分消费必需品的价格以及征收巨额财富税等承诺。梅朗雄在财政支出方面的激进表态不仅有悖于执政党当前推行地促进长期增长、遏制财政赤字走扩的政策方针，在左翼联盟内部也存在颇多非议。

法国当前财政状况已十分严峻，2023年其财政赤字相当于GDP的比重高达5.5%，不仅超过了欧盟规定的3%目标水平，还明显高于欧盟（3.5%）和欧元区

(3.6%) 的平均表现。除此之外, 法国政府的债务负担也相对较大, 政府债务相当于GDP的比重高达110.6%, 远超欧盟 (81.7%) 及欧元区 (88.6%) 平均水平, 财政政策发挥空间十分有限。根据机构测算, 若“新人民阵线”完全实施其在竞选期间发表的政策计划, 则每年需要额外投入约960亿欧元, 约是中间派支出计划的6倍、国民联盟支出计划的2倍。

虽然左翼联盟尚未对下一任总理人选达成一致意见, 但考虑到“不屈法国”在左翼联盟中拥有最多席位, 如果梅朗雄上任成为新任总理, 法国政府之前力推的多项政策将受到颠覆性打击, 财政状况将大幅恶化, 法国后续的政策制定和实施不确定性也将明显加剧。

法国议会“三足鼎立”之势将加大立法难度, 各政党之间的政治博弈或使法国政府执政效率明显下滑, 法国作为欧盟核心国的政治地位可能受到动摇, 其在欧盟和国际舞台的影响力也将受到一定损害

根据目前的投票结果, 法国议会“三足鼎立”已成定局, 尽管下一任总理的任命仍未发布, 但议会更加分裂的局面势必将加大未来各项法案的设立和通过难度。由于没有任何独立党派获得了可以通过法案的绝对多数席位, 任何需要议会投票的法案均需要至少两党联合才能通过, 马克龙此前绕过国民议会、强力通过退休改革计划法案的强硬立法方式将难以复现。考虑到各党派之间的合作鲜有前例, 且不同党派之间的政治方针存在较大差异, 联合政府的组建预计将面临较大困难, 各党派之间的政治博弈也将使政府执政效率出现明显下滑, 马克龙此前积极推进、致力于增强法国经济长期增长潜力的各项结构性改革计划实施进度预将放缓, 甚至出现停滞或倒退。

从财政方面来看, 法国作为欧盟第二大成员国应该严格执行欧盟设立的各项财政标准, 将财政赤字控制在3%以内、政府债务水平下降至60%以下。尽管近几年的疫情暴发、俄乌冲突引起的能源价格飞涨导致法国政府阶段性推出了大规模财政补贴计划, 但随着疫情



因素逐渐消退、能源价格回归正常, 各项补贴支持政策也将陆续退场, 法国政府应重新回到收紧财政支出、严控债务增长的道路上, 这也是马克龙带领的中间派执政党一直执行的政策方针。但左翼联盟和极右翼政党倡导的扩张性财政政策明显背离了欧盟对各成员国财政政策的约束和要求, 并可能加大法国后续从欧盟获取各项援助和支持的难度。

从外交方面来看, 法国作为欧盟内仅次于德国的第二大成员国在欧盟具有强大话语权, 现任总统马克龙作为坚定的“欧洲一体化”支持者一直致力于加强欧盟各成员国之间的合作与交流, 并以欧盟作为一个整体参与国际事务、增强法国在欧盟和国际市场的政治和战略地位。但分裂议会带来的阻力可能削弱法国在欧盟内部的话语权, 并使其欧盟核心国的地位受到动摇。另一方面, 马克龙在任职期间一直积极参与对俄乌冲突、巴以冲突等国际事务的表态, 以期提升法国的国际地位、增加法国在国

际事务中的话语权。但左翼联盟和极右翼党派对于俄乌冲突和巴以冲突的态度与马克龙并不一致，且更倾向于将注意力回归至法国本土。各党派之间的政治拉锯可能导致新任政府领导的法国在国际舞台上的政治表现与之前呈现明显差异，而减少各项国际事务的参与度无疑将在一定程度上削弱法国在全球市场上的政治地位和国际影响力。

短期来看，国际市场已经接受并部分消化了当前的投票结果，法国及欧洲股债双双反弹；但长远来看，新联合政府就任带来的政策不确定性将使法国未来政策走向的预测难度加大、法国资产价格波动加剧，并需要一定时间才能返回至议会选举前水平

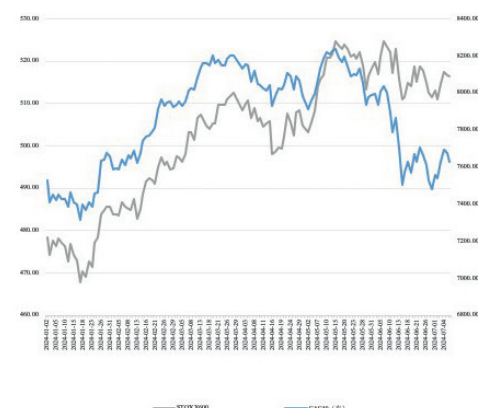
在马克龙宣布解散议会、并重新进行议会选举之前，法国及欧洲股票市场正处于波动上涨阶段，CAC40指数和STOXX600指数开年以来最大涨幅分别高达9.4%和9.7%（见图1）。在马克龙宣布重新进行议会选举之后，法国及欧洲股票市场受到重震迅速下挫，CAC40指数最大跌幅达5.3%，抹去今年过半涨幅；STOXX600受到影响相对较小，最大跌幅为2.2%。债券市场对该消息反应也十分强烈，投资者对法国未来

政局不确定性的担忧升温导致法国与德国十年期国债收益率利差迅速攀高，最大达82.8个BP，创2012年以来新高。

在首轮投票过后，中间派选择与左翼联盟合作的竞选策略在一定程度上稳定了“极右翼政党上台希望渺茫”的市场预期，股票及债券市场均有所回暖。在第二轮选票结果出台后的第一个交易日（7月8日），CAC40指数较首轮选票结果出台后的第一个交易日（7月1日）小幅上涨0.9%，STOXX600指数小幅上涨0.7%，法德10年期国债收益率利差由76.9个BP大幅收窄17.5个BP至59.4个BP（见图2），市场已基本消化了当前的投票结果。

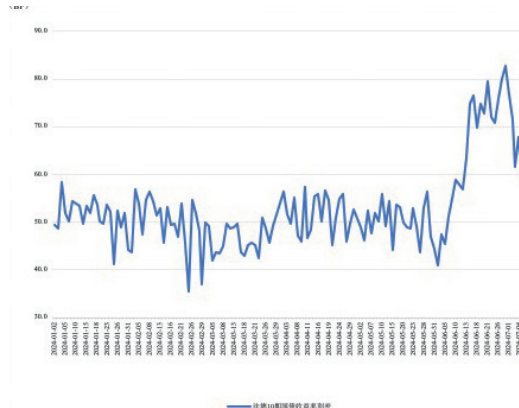
考虑到巴黎奥运会开幕在即，马克龙已邀请阿塔爾暂时继续担任总理以维持奥运会期间的国家稳定，新任政府的组建结果预计不会较快公布。从长远来看，无论是任意两党组建联合政府，还是马克龙牵头组建由非议员主导的技术性政府，新任联合政府带来的政策不确定性将较之前明显增加，法国未来政策走向的预测难度也将有所加大，法国资产价格波动幅度预计将加剧，并且需要一定时间才能返回至议会选举前水平。■

图1 CAC40和STOXX600价格指数走势



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 法国和德国10年期国债收益率利差



数据来源：Wind，联合资信整理

经济稳增长优，扩内需要加力

——宏观经济信用观察半年报

文 | 联合资信 张 振

一、宏观经济与行业运行情况

2024年上半年，中国经济面临着诸多新挑战，包括外部环境的复杂性、严峻性和不确定性的显著增加，以及国内结构调整的持续深入。尽管如此，得益于宏观政策的持续发力、外部需求的温和回升，以及新质生产力的快速成长，中国经济获得了新的增长支撑。国民经济保持了复苏和改善的趋势，整体运行保持稳定，并在稳定中实现了进步。上半年，国内生产总值达到了61.7万亿元，实现了5.0%的同比增长。聚焦二季度，国内生产总值同比增长4.7%，相较一季度略有下降。这种短期的经济增速减缓，部分可以归因于极端气候和频发的洪涝灾害等临时性因素，同时也映射出当前经济运作中所遭遇的困难和挑战正在增加。特别是国内的有效需求不足问题尤为明显，国内经济循环的流畅性有待提升。然而，经济稳定增长和长期向好的基本面依旧稳固，追求高质量发展的整体趋势并未发生改变，中国经济仍然具备持续健康发展的坚实基础和广阔前景。

展望下半年，外部环境的不稳定性与不确定性将继续存在，国内同样面临着一系列挑战。面对这些挑战，应落实好7月中央政治局会议精神，适时适度加强宏观调控力度，提振内需，保持金融稳定，以推动高质量发展。从整体情况来看，中国经济发展的有利条件仍然占据主导地位，这将支撑经济保持稳中有进、长期

向好的积极态势。在第二季度，中国经济总量已突破32万亿元大关，工业增加值和货物进出口总额双双跨越10万亿元的重要关口。第二季度城镇调查失业率较去年同期和第一季度均有所下降，均减少了0.2个百分点。中国正稳步推进制造业高端化、智能化、绿色化转型。大规模的设备更新和消费品以旧换新政策正逐步发挥效应。党的二十届三中全会对全面深化改革、推进中国特色社会主义现代化建设作出了新的部署，这将进一步凝聚社会共识，激发社会生产力，激活社会活力，增强社会的整体创新力和竞争力。通过不断优化政策环境，激发市场活力，加强创新驱动，有条件推动经济实现高质量发展。

生产端：工业生产延续增长，服务业新模式、新业态加速发展

工业生产延续增长态势，出口拉动明显。自2024年初至今，全国范围内的各级政府和相关部门齐心协力，大力推进新型工业化进程，取得了显著成效。规模以上工业生产活动自2023年底以来呈现出快速增长的趋势，这一态势在2024年得以持续。工业产品的出口速度逐月提升，制造业向高端化、智能化、绿色化方向的转型也在不断加速，整体工业经济运行呈现出稳定向好的发展态势。2024年上半年全国规模以上工业增加值实现了6.0%的同比增长率，这一增长率分别在第一季度和第二季度表现为6.1%和5.9%，保持了自去

年四季度以来的快速增长。在工业的三大类别中,制造业的表现尤为突出,其增加值增长达到6.5%,高出整体工业增长速度0.5个百分点。电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长6.0%,与整体工业增长速度一致;而采矿业的生长则为2.4%。上半年规模以上工业企业的出口交货值同比增长了3.3%,增速比1至5月份加快了0.3个百分点,呈现出逐月提升的趋势。按季度分析,第二季度的出口交货值同比增长了5.2%,比第一季度加快了4.4个百分点,自2023年第二季度以来已连续五个季度保持回升的态势。在主要的装备制造行业中,电子和汽车行业表现出色,增速分别达到13.3%和9.8%,对上半年整体规模以上工业增长的贡献接近三成,成为推动工业增长的重要引擎。展望未来,需不断扩大对制造业的有效投资,加速培育和发展新质生产力,巩固和加强工业经济的回升和向好趋势。

服务业保持复苏态势,为信息产业发展提供了充足的市场需求。2024年上半年,服务业展现出了持续的复苏势头,其内在发展动力得到了进一步的加强,新兴的增长点和竞争优势也日益显现和壮大。服务业在上半年的增加值达到了349646亿元,实现了4.6%的同比增长率。服务业对于整个国民经济增长的贡献十分显著,其贡献率达到了52.6%,为国内生产总值的增长贡献了2.6个百分点。在经济结构中,服务业增加值占国内生产总值的比重提升到了56.7%,比去年同期增加了0.2个百分点。特别是在现代服务业领域,增长速度尤为迅猛。信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业的增加值同比分别实现了11.9%和9.8%的增长率,两者合计对服务业增加值增长的贡献达到了1.7个百分点。上述快速增长的行业不仅推动了产业结构向价值链高端的延伸,而且为加快形成新质生产力和竞争优势提供了坚实的支撑。此外,人工智能等信息技术的应用场景也在服务业中加速落地,为行业的创新和发展注入了新的活力。在上半年,服务业商务活动指数始终保持在扩张区间,平均值达到了50.8%,显

示出服务业整体保持了稳健的增长态势。展望未来,宏观调控应在政策支持、技术创新、市场开拓等方面持续发力,以确保服务业能够持续作为国民经济的重要支柱,为经济的全面、协调发展做出更大的贡献。

需求端:房地产市场活跃度有所上升,投资强劲增长,消费展现韧性,出口持续扩张

投资强劲增长,大规模设备更新政策拉动效果显著。2024年上半年,积极扩大有效投资,持续推进大规模设备更新,并加大项目建设力度,有效激发了投资活力,促进了投资的平稳增长。全国固定资产投资(不含农户)达到了245391亿元,与去年同期相比增长了3.9%;如果剔除价格因素的影响,实际增长率达到了5.6%。随着大规模设备更新政策的稳步推进,设备工器具购置投资实现了显著增长。上半年,设备工器具购置投资同比增长了17.3%,这一增速比全部投资的增速高出13.4个百分点;对全部投资增长的贡献率达到了54.8%,比上一季度提升了5.8个百分点。下阶段,需要继续扩大有效投资,确保投资的质量和效益。优化投资结构,引导资金更多地流向关键领域和薄弱环节,提高投资效率。创新投融资方式,探索多元化的投融资渠道,降低融资成本,提高资金使用效率。加强财政、货币、产业等政策的协调配合,形成政策合力,为投资增长创造良好的环境。

房地产市场的活跃度呈现出上升趋势。面对房地产市场供求关系出现的重大变化,各地区各部门采取灵活的策略,因城施策。通过积极调整和优化政策,确保了住房交付的稳定,并支持了刚性及改善性住房需求,政策的正面效应正在逐步显现,进一步促进了市场活跃。2024年上半年,尽管全国新建商品房销售面积与销售额同比分别下降了19.0%和25.0%,但与1—5月份相比,降幅分别收窄了1.3个百分点和2.9个百分点。此外,房屋新开工面积和房地产开发企业到位资金的降幅也显示出收窄的趋势。特别是近几个月,二手

房市场的网签面积同比出现了增长,一线城市在6月份的成交面积更是实现了环比的快速增长。保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造等“三大工程”正在积极推进。这不仅有利于构建房地产市场发展的新模式,而且为投资的扩张提供了新的动力。据统计,上半年房地产领域的“三大工程”对房地产开发投资增长的贡献达到了0.9个百分点。但当前房地产相关指标仍处于下降态势,市场仍在经历调整和转型的过程。房地产市场的稳定和发展仍需各方面的共同努力和支持,以实现平稳健康的发展目标。

基础设施投资领域呈现出稳健增长的态势。2024年上半年,各地区积极响应,推动增发国债所支持的项目开工建设,并加速灾后恢复重建项目的实施。在此背景下,基础设施投资实现了同比5.4%的增长率,这一增速较全部投资增速高出1.5个百分点,对整体投资增长的贡献达到1.2个百分点。水利管理业表现尤为突出,投资增幅达到27.4%,显示出对水资源管理和防洪减灾能力的高度重视;航空运输业投资增长23.7%,反映出航空基础设施建设和服务能力提升的迫切需求;铁路运输业投资实现了18.5%的增长率,铁路网络扩展和现代化进程持续推进。下阶段,加大财政投入,用好增发国债资金,为基础设施项目提供稳定的资金来源。创新融资模式,加快REITs相关融资工具发行,盘活存量资产,吸引更多社会资本参与基础设施建设。

制造业领域正成为投资增长的重要引擎,其带动作用日益凸显。随着对传统产业的持续改造与升级,以及先进制造业的快速发展,制造业投资实现了显著增长。2024年上半年,制造业投资同比激增9.5%,这一增速远超全部投资增速的平均水平,高出5.6个百分点。制造业对整体投资增长的贡献率显著提升,57.5%,相较于一季度增长了5.2个百分点。具体来看,消费品制造业的投资增长尤为迅猛,达到了15.8%,显示出市场对日常消费品的强烈需求和行业升级的迫切性;装备制造业投资增长了11.3%,对高端装备和机

械的需求不断扩张;原材料制造业投资增长了8.0%,基础工业领域稳步发展;制造业技术改造投资增长了10.0%,这一增速比整体制造业投资增速高出0.5个百分点。下阶段,要完成全年增长目标,应维持制造业投资的强劲增长势头。加强政策支持,通过财政补贴、税收优惠等措施,鼓励对制造业的投资,尤其是对技术改造和创新的投入。拓展市场空间,通过开拓国内外市场,增加订单和需求,为制造业投资提供更大的市场空间。

随着扩大内需和促进消费政策的深入实施,消费市场规模实现了持续增长。基本生活类商品和部分升级类商品销售表现良好,其中,新型消费模式不断发展,线上消费的比重稳步提升,实体新业态展现出强劲的增长势头,服务消费同样保持了快速增长的态势。2024年上半年社会消费品零售总额达到了235969亿元,同比增长3.7%,二季度同比增速较一季度有所减缓;而剔除价格因素后,实际增长率为3.9%。商品零售额为209726亿元,小幅增长3.2%;餐饮收入达到26243亿元,增长更为显著,达到了7.9%。运动健身产品、绿色智能家电、新能源汽车等升级类商品成为新的消费增长点,限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类零售额同比分别实现了11.2%和11.3%的增长;高能效等级家电和智能家电销售也实现了快速增长。根据汽车流通协会的统计,新能源汽车零售量在上半年达到了411万辆,同比增长33.1%,市场渗透率达到41.8%。在服务消费领域,随着假日出游需求的增长,居民的出行体验得到了显著提升,餐饮、交通、文化旅游等相关服务消费呈现出良好的增长势头。文化和旅游部的数据显示,在春节长假出行消费大幅增长之后,“五一”和端午假期国内旅游出游人次同比分别增长了7.6%和6.3%,出游总花费分别增长了12.7%和8.1%。下半年,应继续扎实推进消费品以旧换新政策,释放消费潜能,着力增强居民消费能力,并不断培育和壮大消费新增长点。进一步发挥消费在经济发展中的基础性

作用, 为经济的持续健康发展提供坚实的支撑。

出口延续恢复态势, 高水平开放继续深化, 国际循环的质量进一步提升。在世界经济增长动能偏弱、外部不确定不稳定因素增多的背景下, 中国外贸进口规模稳步扩大, 出口质升量稳, 对经济增长作出了积极贡献。从国际收支看, 2024年上半年货物进出口总额达21.2万亿元, 规模创历史同期新高, 重点产品出口优势巩固, 外汇储备稳定在3.2万亿美元以上。上半年, 汽车、船舶、集成电路等产品出口额同比分别增长22.2%、91.1%、25.6%; 民营企业进出口额增长11.2%, 占进出口总额比重提升至55%, 外贸主力军继续发展壮大。上半年, 货物和服务净出口对经济增长的贡献率为13.9%。中国积极拓展世界经贸合作“朋友圈”, 上半年对共建“一带一路”国家合计进出口额同比增长7.2%; 中欧班列累计开行量比上年提前19天突破万列, 累计发送货物量增长11%, 为维护国际产业链、供应链稳定畅通发挥了积极作用。下半年, 世界经济保持温和复苏, 部分主要经济体补库存周期持续发展, 消费电子等行业上行周期有望延续, 有利于中国外需改善。美国大选在11月才出结果, 关税争论对于国际进出口商带来了一定不确定性, 但总体存在抢出口的倾向, 下半年的贸易环境较为宽松。联合国贸发会议预测2024年全球贸易额可能达到32万亿美元的较高水平; 世界银行将2024年全球经济增长预期由之前的2.4%上调至2.6%。总量和结构都是有利因素, 进出口增速将保持稳健。另外, 需要关注人民币下半年升值可能对于中国出口的冲击。

价格: 国内价格平稳运行、缓慢回升, 人民币汇率有所波动

消费领域价格运行总体平稳。2024年上半年, CPI比上年同期上涨0.1%, 一季度为持平, 运行总体平稳。分月看, 1月份, 受上年同期对比基数较高影响, CPI同比下降0.8%; 2月份, 受春节因素影响CPI同比上涨

0.7%; 3-6月份, 消费市场总体供应充足, CPI同比涨幅在0.1%~0.3%之间, 运行平稳。上半年, 扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.7%, 涨幅与一季度及上年同期相同, 保持温和上涨。上半年, 工业消费价格同比上涨0.5%, 涨幅比一季度扩大0.4个百分点。受国际油价上行影响, 国内能源价格涨幅由一季度的0.6%扩大至2.0%, 影响CPI上涨约0.15个百分点, 其中汽油价格上涨3.6%。上半年, 食品价格同比下降2.7%, 降幅比一季度收窄0.5个百分点。生猪产能去化效果逐步显现, 猪肉价格同比从4月份开始连续上涨且涨幅逐步扩大, 上半年平均同比持平, 对CPI的下拉影响比一季度减少约0.09个百分点。上半年, 服务价格同比上涨0.9%, 涨幅比一季度回落0.2个百分点。旅游和宾馆住宿价格上半年同比分别上涨7.0%和0.8%, 涨幅比一季度分别回落3.1和2.7个百分点。

生产领域价格低位回升。2024年上半年, PPI比上年同期下降2.1%, 降幅比一季度收窄0.6个百分点。分月看, PPI环比小幅波动, 同比降幅先扩大后收窄。前3个月, 受国内工业生产淡季等因素影响, PPI环比连续3个月下降, 同比降幅由1月份的2.5%逐月扩大至3月份的2.8%; 4至6月份, 国际大宗商品价格波动, 国内工业生产持续恢复, 加之上年同期基数走低, 同比降幅由4月份的2.5%收窄至6月份的0.8%。今年以来, 国际原油、有色金属价格整体呈上涨态势, 带动国内相关行业价格上涨。其中, 石油和天然气开采业价格月度同比涨幅在3.4%至9.4%之间, 上半年平均上涨6.7%, 涨幅比一季度扩大2.1个百分点; 精炼石油产品制造价格同比自4月份起转涨, 上半年平均上涨1.2%。大规模设备更新、消费品以旧换新等政策逐步落地生效, 钢材市场预期有所改善, 黑色金属冶炼和压延加工业价格上半年同比下降4.9%, 降幅比一季度收窄0.1个百分点。

受亚洲整体外汇市场波动的影响, 人民币汇率有所起伏, 但短期内汇率市场超调在央行的合理引导下逐步稳定, 并保持了人民币的相对强势。2024年以来, 跨

境资本流动平稳有序, 外汇市场供求基本平衡, 人民币汇率预期总体稳定。主要经济体货币政策分化, 国际地缘政治不确定性增加, 美元指数高位运行, 非美货币普遍承压, 人民币汇率在全球主要货币中表现相对稳健, 总体在合理均衡水平上保持基本稳定。上半年, 人民币汇率以市场供求为基础, 对一篮子货币汇率有所升值。6月末, 中国外汇交易中心 (CFETS) 人民币汇率指数报100.04, 较上年末升值2.7%; 人民币对美元汇率中间价为7.1268元, 较上年末贬值0.6% (见图1)。

就业: 整体形势稳中向好

就业形势稳中向好, 就业优先政策持续发力。2024年以来, 稳就业、促就业一揽子政策持续发挥效应, 城镇调查失业率保持平稳, 二季度失业率较一季度和上年同期均有所回落, 各月就业保持稳定。上半年, 全国城镇调查失业率均值为5.1%, 较上年同期下降0.2个百分点。其中, 一季度失业率均值为5.2%, 同比下降0.3个百分点; 二季度失业率均值为5.0%, 环比、同比均下降0.2个百分点。4月, 随着生产经营旺季的到来, 就业人员增加, 失业率回落至5.0%, 环比下降0.2个百分点; 5月和6月, 就业总体平稳, 失业率保持在5.0%的水平 (见图2)。从同比变动看, 服务业就业明显增长, 特别是住宿和餐饮业、批发和零售业、文化体育和娱乐业、租赁和商务服务业等行业就业同比增幅

较大。下一步, 要继续强化就业优先政策, 健全高校毕业生、农民工等重点群体就业促进机制, 积极培育新的就业增长点。

财政: 积极财政靠前发力、提质增效

上半年, 一般公共预算收入有所下降, 支出保持平稳。2024年上半年, 全国一般公共预算收入11.6万亿元, 同比下降2.8%, 财政收入略有下滑。其中, 中央财政收入同比下降7.2%、地方本级财政收入同比增长0.9%。全国税收收入9.4万亿元, 同比下降5.6%。其中, 国内增值税、企业所得税、个人所得税同比分别下降5.6%、5.5%、5.7%。非税收入2.2万亿元, 同比增长11.7%。财政支出稳定增长。上半年, 全国一般公共预算支出13.7万亿元, 同比增长2.0%。其中, 中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出同比分别增长9.6%和0.9%。从支出结构看, 城乡社区支出、农林水支出、社会保障和就业支出同比分别增长8.0%、6.8%和4.2% (见图3)。

受房地产仍处于深度调整状态影响, 政府性基金收支增速相对较慢。在土地市场低迷背景下, 政府性基金收入同比延续负增; 受去年同期低基数以及专项债发行小幅提速拉动, 政府性基金支出同比降幅继续收窄。6月政府性基金收入累计同比下降15.3%, 在去年全年累计下降9.2%的背景下继续深度下跌, 其中地

图1 人民币汇率和美元指数走势

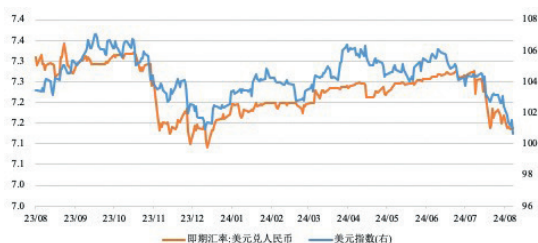
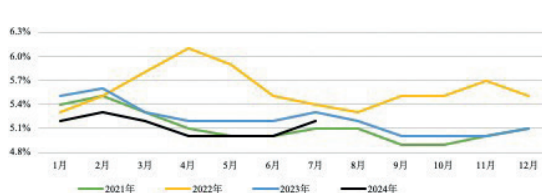


图2 城镇调查失业率



方政府土地出让金收入累计同比下降18.3%，降幅较去年全年进一步扩大。6月政府性基金支出累计同比下降17.6%，降幅超过政府性基金收入降幅。一方面源于土地出让金收入下滑，土地出让金安排的支出同比下降9.2%；另一方面，今年上半年地方政府专项债发行进度整体较慢，上半年新增专项债发行量1.49万亿元，比去年同期减少8074亿元（见图4）。

二、宏观信用环境

2024年以来，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，信贷结构不断优化，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

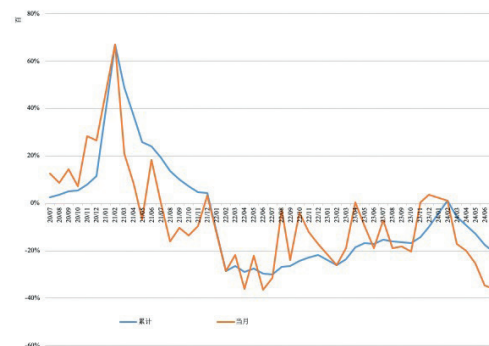
社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化

社会融资规模保持合理增长。初步统计，2024年6月末社会融资规模存量为395.1万亿元，同比增长8.1%。上半年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加12.5万亿元，占同期社会融资规模增量的68.8%。政府债券融资保持合理规模，上半年政府债券净融资

为3.3万亿元，比上年同期少393亿元；企业直接融资同比少增，上半年企业债券净融资比上年同期多2370亿元，非金融企业境内股票融资比上年同期少3382亿元。上半年信托贷款比上年同期多增2870亿元，委托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别比上年同期多减1660亿元、3219亿元（见图5）。

信贷投放节奏平稳，人民币贷款保持合理增长。2024年上半年，人民银行引导金融机构加强信贷均衡投放，治理和防范资金空转，虽然短期内对金融总量数据产生挤水分效应，但长远来看，信贷增长的质效和稳定性增强，有利于提升货币政策传导效率，缓解资源配置扭曲。6月末，金融机构本外币贷款余额为255.3

图4 地方政府性基金收入同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图3 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

万亿元,同比增长8.3%,比年初增加13.1万亿元。人民币贷款余额为250.9万亿元,同比增长8.8%,比年初增加13.3万亿元。信贷结构持续优化。6月末,企(事)业单位中长期贷款比年初增加8.1万亿元,在全部企业贷款中占比为73.5%。制造业中长期贷款余额同比增长18.1%,比全部贷款增速高9.3个百分点。普惠小微贷款余额同比增长16.5%,比全部贷款增速高7.7个百分点(见图6)。

市场流动性合理充裕,实体经济融资成本稳中有降

流动性合理充裕。2024年上半年,人民银行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利(MLF)和再贷款再贴现等多种方式投放流动性。其中,2月降准0.5个百分点,释放中长期流动性超1万亿元。灵活把握公开市场操作力度和节奏,引导货币市场利率围绕央行公开市场逆回购操作利率平稳运行。上半年,银行间市场存款类机构7天期回购加权平均利率(DR007)均值为1.87%,与同期公开市场7天期逆回购操作利率相差仅7个基点,波动区间明显收窄。6月末,金融机构超额准备金率为1.5%,银行体系流动性合理充裕(见图7)。

实体经济融资成本稳中有降。贷款加权平均利率持续处于历史低位。人民银行不断深化利率市场化改

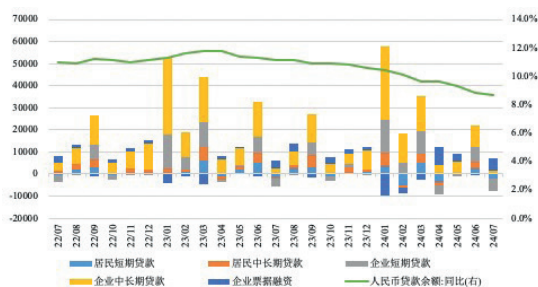
革,发挥贷款市场报价利率(LPR)改革和存款利率市场化调整机制效能,推动贷款利率稳中有降。2024年6月,1年期和5年期以上LPR分别为3.45%和3.95%,分别较上年12月持平和下降0.25个百分点。6月,新发放贷款加权平均利率为3.68%,同比下降0.51个百分点。其中,一般贷款加权平均利率为4.13%,同比下降0.35个百分点;企业贷款加权平均利率为3.63%,同比下降0.32个百分点,金融对实体经济的支持力度持续提升(见图8)。

展望下半年,货币政策将加快建设金融强国,推动金融高质量发展,深化金融体制改革,加快完善中央银行制度,推进货币政策框架转型。保持融资和货币总量合理增长,充实货币政策工具箱,丰富和完善基础货币投放方式,在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。把握好利率、汇率内外均衡,深入推进利率市场化改革,健全市场化利率形成、调控和传导机制,逐步理顺由短及长的传导关系。加快推进金融市场制度建设和高水平对外开放,完善债券市场法制,夯实公司信用类债券的法制基础。

三、宏观政策环境

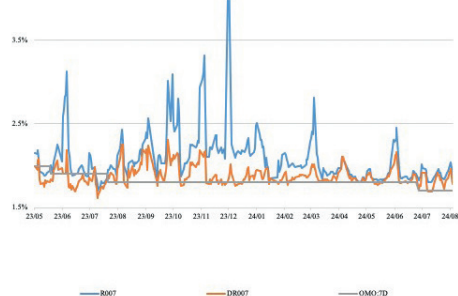
2024年上半年,宏观政策认真落实中央经济工作

图6 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构(亿元)



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图7 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

会议和4月政治局会议精神, 聚焦积极财政和稳健货币政策靠前发力, 加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案, 落实增发国债投资项目尽快尽早开工, 调整房地产政策适应新供求环境, 推动经济延续向好。展望下半年, 宏观政策按照三中全会和7月政治局会议安排, 持续用力、更加给力, 加强逆周期调节, 及时推出新的政策措施, 以提振消费为重点扩大国内需求。

“517” 新政优化房地产政策

2024年5月17日, 央行、金融监管总局接连发布3条关于房地产住房贷款方面的通知, 从贷款利率、首付比例和公积金贷款利率三方面进行调整。此外, 全国切实做好保交房工作视频会议同日在京召开, 继续坚持因城施策, 做好商品住房烂尾风险处置、推进保交房、消化存量商品房等重点工作。四箭齐发, 是央行对4月30日中央政治局会议中房地产相关指导意见的具体落实。降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率, 从需求端出发降低购房门槛及购房成本。从需求端出发的新政, 将居民购房门槛和房贷利息成本降至历史最低, 房贷利率也由原来的LPR上浮到取消下限。从历史经验来看, 降低房贷利率和首付比例后, 房地产销售面积增速会出现回升, 但2021年以后政

策效果弱化明显。短期来看, 本次新政预计能刺激部分刚需及首次改善客群入市, 提振市场的活跃度, 促进房地产市场加速改善。中期来看, 在房价下跌与居民收入预期弱的背景下, 降低房贷利率等可减轻购房压力, 但可能不足以对冲房价下跌对购房者的影响, 中期还得依靠经济就业环境的改善。

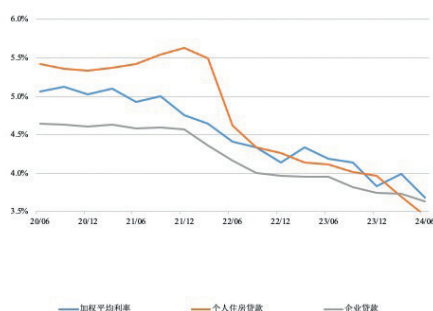
做好降成本重点工作

国家发改委等四部门发布《关于做好2024年降成本重点工作的通知》。2024年5月23日, 国家发改委发布《关于做好2024年降成本重点工作的通知》, 提出优化税费优惠政策。落实好研发费用税前加计扣除、科技成果转化税收减免等结构性减税降费政策, 重点支持科技创新和制造业发展, 强化企业科技创新主体地位。适当降低先进技术装备和资源品进口关税; 营造良好的货币金融环境。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效, 综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。畅通货币政策传导机制, 避免资金沉淀空转。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定; 推动贷款利率稳中有降。持续发挥贷款市场报价利率 (LPR) 改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用, 在保持商业银行净息差基本稳定的基础上, 促进社会综合融资成本稳中有降; 制定关于完善市场准入制度的意见, 修订新版市场准入负面清单, 推动市场准入效能评估全覆盖。持续深入开展民生领域反垄断执法专项行动, 加强重点领域反垄断监管执法。

因城施策、优化房地产调控持续推进

一线城市房地产政策密集出台, 进一步优化调整政策措施。2024年5月27日, 上海市住建委等四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》, 出台九条新措施以更好满足居民多元

图8 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源: Wind, 联合资信整理

化居住需求,包括进一步优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策等。继上海之后,广州于5月28日发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》,提出优化土地和住房供应、调整优化住房限购政策、优化住房信贷政策、公积金提取、优化限售政策、支持以旧换新六条政策措施。同日,深圳也宣布了优化政策,自5月29日起,深圳市下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。此举既打开了全国主要城市进一步优化房地产政策的空间,也体现了政府稳定房地产需求的决心。

三中全会召开

中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议于2024年7月15日至18日在北京举行。全会听取和讨论了习近平受中央政治局委托所作的工作报告,审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》(以下简称《决定》)。《决定》共15个部分60条,分三大板块。《决定》文件内容丰富、全面,通过将许多相关问题综合考量统一决策,制定突破性的改革措施,系统性地推进中国式现代化建设。

《决定》中经济体制改革是总引领,财税改革是大命题,人口趋势是主背景。一是分类推进国有企业改革。《决定》提出国有企业进一步遵循分类原则进行改革,提高效率,加强考核。推动国有企业修炼内功,专注主业,加强基础研究,减少对快钱、短利的过分追求,减轻规模情结,提高全要素生产率。《决定》提出,要推进国有经济布局优化和结构调整,进一步明晰不同类型国有企业功能定位,完善主责主业管理。国有企业有进有退,将在公平的市场竞争环境中,与民营企业共同释放生产力,相互促进。二是增设地方附加税。《决定》提出:研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税,授权地方在一定幅度内确定具体适用税率,这一举措将在2024—2029年的文件落实期内对地方财政起到重要



的支撑作用。相较于费,税的积极性在于可以享受税基扩大带来的收益,税率的灵活性使得财政收支平衡可以在更大的时间跨度内实现调节,具有正向激励效果。由于税基是增值税和消费税,这在一定程度上向地方让渡了地方经济发展的收益权,并且税率由地方财政的收支平衡决定,在长远上形成正向激励措施,特别是消费税作为基本税基,可以与消费税下移政策一起对地方的经济发展行为带来影响。三是教育与人口协同发展。《决定》提出“优化区域教育资源配置,建立同人口变化相协调的基本公共教育服务供给机制。完善义务教育优质均衡推进机制,探索逐步扩大免费教育范围”“把握人口流动客观规律,推动相关公共服务随人走,促进城乡、区域人口合理集聚、有序流动”。教育与人口协调既要体现教育资源的供求关系,也要起到对人口的战略引领,真正做到“就近入学”的巨大蓝图,为人口的高质量发展提供教育资源。在当前的社会背景下,教育资源的公平分配和优化配置不仅是教育领域内部的问题,更是影响整个社会结构和人口发展的宏观议题。教育资源的优化配置可以引导人口合理流动,避免因教育资源集中而导致的人口过度集中现象,促进人口在城乡、区域间的均衡分布。■

评级小贴士**关于证券、基金、保险公司互换便利工具的一些基础知识****证券、基金、保险公司互换便利是一项什么工具？**

该工具支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成份股等资产为抵押，从中国人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。通过互换便利操作，证券、基金、保险公司可以将手里流动性较差的资产替换为国债、央票，便于在市场上回购或卖出融资，相当于直接从中国人民银行获得了流动性支持。

互换便利工具如何影响资产负债表？

这是权益类资产首次进入央行资产负债表，互换便利工具允许非银机构用手里的权益类资产去置换央行的高等级信用和高流动性资产，互换便利采用的是“以券换券”的方式，所以不会改变央行资产负债表的规模，但可能会改变央行资产负债表的结构并增加波动性，这对我国央行资产负债表的管理能力提出了更高的要求。

互换便利工具能为资本市场带来哪些利好？

互换便利既提高了非银金融机构融资能力，又不是直接给非银金融机构提供资金，不会投放基础货币。作为一种长期制度性安排，有利于增强资本市场韧性，抑制羊群效应等顺周期行为，维护市场稳定；也有利于调动非银机构的参与度，提升货币政策在资本市场的传导效率，平衡好债券、股票等市场的发展。

资料来源：国务院《我国首个支持资本市场的货币政策工具落地》

2024年商业银行行业分析

文 | 联合资信 陈绪童 盛世杰

商业银行持续加大对实体经济的支持力度，资产规模保持稳定增长，金融服务质效进一步提升，资产结构配置有所分化。2023年以来，在摆脱了因人员流动受阻、工业生产波动等对经济发展形成不利因素限制条件的背景下，我国经济整体进入企稳复苏的发展通道。在此背景下，中国人民银行坚持稳健货币政策，加强逆周期调节力度，综合运用降准、中期借贷便利超额续作的方式保持市场流动性合理充裕，企业和个人住房贷款平均加权利率较上年同期下降，资金供给结构向国家重大战略、重点领域和薄弱环节倾斜，引导商业银行服务实体经济质效持续提升。2023年，商业银行资产规模保持稳定增长，贷款占资产总额的比重整体呈上升态势，但各类型商业银行资产结构有所分化，国有大型商业银行贷款占资产总额的比重较高，而如城市商业银行、农村金融机构等中小银行投资资产占比均有不同程度上升，商业银行资产配置整体呈现出“大行放贷、小行买债”的现象；行业投放方面，商业银行新增贷款主要投向制造业、民营企业、普惠小微企业、乡村振兴以及科技创新等政策支持领域，贷款投放结构趋于优化。截至2023年末，我国商业银行资产总额354.85万亿元，较上年末增长10.96%；金融机构人民币贷款余额237.60万亿元，较上年末增长11.03%，其中制造业中长期贷款和普惠小微贷款余额增速分别为23.5%和31.9%，民营企业贷款同比增长12.6%（见表1）。

商业银行信贷资产质量有所改善，但区域分化仍较为明显，拨备整体保持在充足水平，《金融资产分类

办法》的实施或将对部分商业银行信贷资产质量带来下行压力。为缓解经济下行压力，监管出台了多项政策支持措施，推动商业银行合理运用政策措施及工具，通过开展展期、续贷等方式缓解客户的还款压力，我国商业银行不良贷款新增控制在较为合理水平，2023年商业银行不良贷款及关注类贷款规模较上年末分别增长8.14%和8.64%；同时，得益于较大的不良资产核销力度以及贷款规模的较快增长，商业银行不良贷款率有所下降，关注类贷款占比整体亦保持下降趋势，信贷资产质量保持在较为稳定水平。截至2023年末，商业银行不良贷款率和关注类贷款占比分别为1.59%和2.20%，分别较上年末下降0.04和0.05个百分点。从各类型商业银行资产质量表现情况来看，不同类型商业银行之间资产质量表现存在着一定分化。2023年，国有大型商业银行及股份制银行不良贷款率均较上年有所下降，且资产质量优于行业平均水平；城市商业银行受客户资质整体弱于国有大型商业银行及股份制银行的影响，不良贷款率及拨备覆盖率表现仍弱于行业平均水平；农村商业银行不良贷款率最高且2023年有所上升，拨备覆盖率亦处于较低水平。从不同区域情况来看，浙江、江苏和福建等东南沿海区域和北京等经济相对发达省份及地区的商业银行信贷资产质量普遍保持在良好水平，海南、甘肃、河北以及东北部省份及地区的商业银行信贷资产质量表现相对较弱，商业银行信贷资产质量区域分化仍较为明显，但考虑到农村金融机构和省联社改革、以及高风险地区金融机构风险化解的速度也在不断加快，未来，农村商业银行

和高风险地区中小银行信贷资产质量或将有所改善。从拨备情况来看, 商业银行保持较大的减值准备计提力度, 但随着较大规模的核销以及商业银行不良贷款规模的增长, 商业银行拨备覆盖率略有下降但仍保持充足水平, 2023年末拨备覆盖率为205.14%; 但另一方面, 《商业银行金融资产风险分类办法》(以下简称“金融资产分类办法”) 的实施或将导致部分五级分类划分相对宽松的商业银行关注类贷款规模及占比面临一定的上升压力; 同时《金融资产分类办法》规定重组贷款至少应归为关注类, 且观察期有所延长, 因此未来一段时间关注类贷款规模或将有所增加, 展期和借新还旧等重组贷款规模较大的银行或将面临一定的信贷资产质量下迁压力。

商业银行投资业务向标准化资产倾斜, 投资结构逐步优化, 但仍需关注存量风险资产的化解情况。在金融监管趋严的背景下, 商业银行资产投放向贷款倾

斜, 投资及同业资产占资产总额的比重整体有所下降; 从投资资产配置情况来看, 在监管引导下, 商业银行加强非信贷资产底层穿透管理, 并主动压降非标投资规模, 新增资产配置以标准化债券和基金为主。但另一方面, 部分商业银行早期通过投资非标将资金投向房地产和基础设施建设等行业, 随着相关风险逐渐暴露, 部分商业银行投资资产质量面临较大的下行压力; 同时2023年出台的《金融资产分类办法》将五级分类要求拓展至全部的金融资产, 对商业银行非信贷资产风险管理提出了更高的要求, 未来商业银行投资资产质量及拨备计提情况有待关注。

商业银行净息差持续收窄, 净利润增速放缓, 整体盈利水平有所回落。2023年以来, 减费让利政策的持续实施带动融资成本下降, 1年期和5年期以上LPR分别为3.45%和4.20%, 分别同比下降0.2个和0.1个百分点, 带动实际贷款利率下降, 12月贷款加权平均利

表1 商业银行主要财务数据

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
资产总额 (万亿元)	239.49	265.79	288.59	319.81	354.85
负债总额 (万亿元)	220.05	244.54	264.75	294.28	327.15
不良贷款额 (万亿元)	2.41	2.70	2.85	2.98	3.23
不良贷款率 (%)	1.86	1.84	1.73	1.63	1.59
拨备覆盖率 (%)	186.08	184.47	196.91	205.85	205.14
净息差 (%)	2.20	2.10	2.08	1.91	1.69
净利润 (万亿元)	1.99	1.94	2.18	2.30	2.38
资产利润率 (%)	0.87	0.77	0.79	0.76	0.70
资本利润率 (%)	10.96	9.48	9.64	9.33	8.93
存贷比 (%)	75.40	76.81	79.69	78.76	78.69
流动性比例 (%)	58.46	58.41	60.32	62.85	67.88
资本充足率 (%)	14.64	14.70	15.13	15.17	15.06
一级资本充足率 (%)	11.95	12.04	12.35	12.30	12.12
核心一级资本充足率 (%)	10.92	10.72	10.78	10.74	10.54

数据来源: 国家金融监督管理总局, 联合资信整理

率为3.83%，同比下降0.31个百分点；加之投资收益率下滑的双重作用下，商业银行资产收益水平不断下降。负债端资金成本方面，2022年9月以来，商业银行进行了多次自主调降存款挂牌利率，陆续带动部分中小银行调降存款利率，商业银行存款定价水平有所下行；但随着存款定期化趋势的加强，负债端资金成本下降幅度较缓。在资产端收益率下行以及负债端成本降幅较缓的背景下，商业银行净息差持续收窄，2023年收窄幅度约20BP，盈利空间有所压缩。2023年，在业务规模拓展、营业收入增长的推动下，商业银行整体实现净利润增长，但在净息差收窄、营业收入微增的背景下，商业银行净利润增速亦下降至较低水平，收益率指标有所下降。2023年，商业银行实现净利润2.38万亿元，较上年增长3.48%。2024年3月份公布的5年期LPR下行25bp，将进一步引导商业银行资产端新增中长期贷款收益率的下行；而存款挂牌利率下调在中小商业银行的逐步落实或将使得全行业净息差收窄幅度得以缓解。

商业银行住户存款加速增长带动整体负债稳定性提升，整体流动性保持合理充裕，需关注信贷资产质量变化以及非标资产压降对流动性管理带来的压力。2023年，在居民储蓄意愿加强的背景下，商业银行客户存款增长较快，带动存款占负债总额的比重有所提升，商业银行负债结构整体优化；受企业闲置资金减少、财政性存款趋紧等因素影响，商业银行公司存款增长相对乏力。截至2023年末，金融机构人民币存款余额289.9万亿元，同比增长9.6%，其中住户存款137.0万亿元，同比增长13.8%，住户存款占比提升，商业银行负债稳定性整体有所增强。流动性方面，2023年以来，中国人民银行坚持稳健的货币政策，综合运用降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利（MLF）和公开市场操作等多方式向金融机构投放流动性，保持银行体系流动性的合理充裕；同时，商业银行在回归业务本源的过程中持续调整业务结构，提升信贷资产占比，优化投资

结构，提升标准债券占比，压降非标规模，商业银行资产端流动性水平及资产负债期限匹配情况得以改善，整体流动性保持在合理水平。但另一方面，在宏观经济下行压力仍存的背景下，商业银行信用风险管理压力上升，同时部分商业银行面临存量非标资产压降困难等问题，对其流动性管理带来一定挑战。

商业银行资本保持充足水平，但在净息差收窄以及信用成本上升对资本内生能力带来直接削弱的背景下，商业银行整体面临的资本补充压力有所加大。2023年以来，我国商业银行各级资本充足率在年内呈现波动中小幅上升的走势，资本整体保持充足水平，但较上年末均呈现一定程度的下滑，尤其是核心一级资本充足率距离监管底线的安全边距呈现收窄的态势，表明商业银行资本补充压力有所加大。在净息差收窄以及信用成本上升对资本内生能力带来直接削弱的背景下，商业银行对外源性资本补充以及内源性调整资产负债结构、发展轻资本业务诉求持续加深。从商业银行资本补充工具发行情况来看，商业银行“二永债”发行规模呈下行趋势，其原因一方面表现为弱资质主体新发行资本债券在市场认可度方面的降低，另一方面也说明了净息差收窄对资本型债券发行成本敏感度的提升。此外，《商业银行资本管理办法》（以下简称“资本新规”）将二级资本债的风险权重上调或将导致中小银行二级资本债的发行成本及发行难度进一步上升。但另一发面，2023年地方政府发行中小银行专项债券规模突破2000亿元，投放区域主要为内蒙古自治区、东北三省、甘肃省、河南省等省份，对经济发展水平相对较弱地区中小银行的资本稳定带来一定积极意义。资本新规的实施以及对不同序列银行的差异化的监管，进一步引导商业银行加强回归服务实体经济，部分业务结构侧重于非信贷业务以及资产质量相对较差的商业银行资本面临的补充压力或将加大，中小银行资本充足水平分化程度将有所加剧。

强监管环境引导银行规范经营，推动银行业高

质量发展,且随着地方中小金融机构合并重组进程的不断推进,区域性银行市场竞争力及抗风险能力有所提升。2023年,我国商业银行监管政策出台频率仍相对较高,监管内容除了从行为上为商业银行展业提供指导,充分贯彻发挥金融机构服务实体经济效用的同时,还从商业银行资产质量和资本充足率这些基本的监管工具入手,深化对商业银行的审慎监管。《金融资产分类办法》的出台进一步降低了商业银行在五级分类划分上的操作空间,五级分类的客观性得到了有效提升,同时将非信贷资产纳入五级分类也有利于对商业银行整体资产质量表现的统一化呈现,提升商业银行整体经营质量的评价效率。而资本新规旨在依据经济金融形势和商业银行业务模式的变化,对原《商业银行资本管理办法(试行)》进行调整,进一步完善

商业银行资本监管规则,促进银行持续提升风险计量精细化程度,引导银行更好服务实体经济。此外,各省根据地方经济结构、域内金融体系特点及金融机构表现等情况“一省一策”推动省联社改革、推进农村金融机构改革进程;同时,多个地方政府牵头推进城商行通过合并重组的方式化解金融风险并实现做大做强。随着地方金融机构合并重组进程的不断推进,在化解历史包袱的同时,其股权结构、公司治理、业务范围、市场竞争力以及抗风险能力等方面将得到不同程度的增强。

随着我国经济运行持续稳定恢复,银行业整体保持平稳发展态势,且在监管、政府的支持下,商业银行抗风险能力将逐步提升;综上所述,联合资信认为商业银行行业整体信用风险展望为稳定。■



债务增速及结构调整初步显现 ——城投行业2023年年报变化研究

文|联合资信 张婧茜 韩锦彪 李凯田

一、外部环境变化

2021—2023年，全国各省市经济实力稳步增长，但大部分省市经济增速有所放缓；受土地市场低迷影响，政府性基金收入基本处于逐年下降态势，地方政府综合财力下降较大，中央转移支付规模有所增长，地方债务负担呈上升趋势，重点省市中天津、重庆和广西等的债务水平较高，债务风险化解进度仍需持续关注。

2023年，我国国民经济回升向好，初步核算，2023年GDP按不变价格计算比上年增长5.2%，最终消费支出、资本形成总额分别拉动国内生产总值增长4.3个、1.5个百分点，主要预期目标圆满实现，同时也面临外部环境复杂多变、有效需求不足等挑战。在房地产行业风险继续暴露、土地市场持续低迷、地方债务风险持续上升的环境下，重点区域基础设施投资受限，政府更多鼓励债务压力较轻、经济发展水平较好的区域进

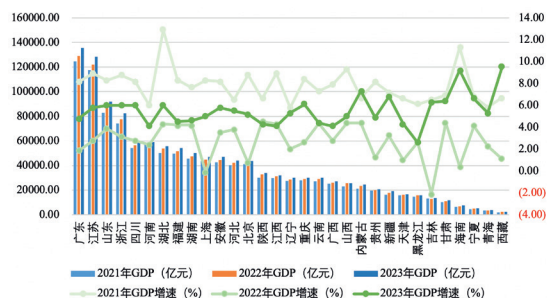
行可持续的基础设施投资建设，稳定经济发展及防控债务风险同步推进。

2021—2023年，全国各省市GDP基本处于稳步增长态势，个别省市受大环境影响2022年GDP出现负增长。2023年，各省市区域经济发展水平差距依旧较大，广东、江苏GDP超过十万亿元，经济总量排名靠前。2023年，GDP增速较快的区域包括海南和西藏，GDP增速均在9%以上，但区域经济总量较小。天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏（以下简称“重点省市”）中内蒙古GDP增长较快，增速超过7%，吉林经济恢复明显，GDP增速较上年提升8.40个百分点至6.30%（见图1）。

一般公共预算收入方面，受留抵退税政策影响，2022年31个省市中有22个省市一般公共预算收入较2021年有所下降。2023年，各省市一般公共预算收入规模较2022年均有所增长，增速在0.70%~31.70%，其中山西、贵州、广东、陕西和江西增速均低于5.00%，重庆、新疆、青海和西藏增速均高于15.00%，分化明显。2021—2023年，江苏、浙江、北京和上海一般公共预算收入中税收占比基本稳定在80%以上，收入质量高；重点省市中内蒙古、天津和青海一般公共预算收入中税收占比均保持在70%以上，一般公共预算收入质量相对较好（见图2）。

政府性基金收入方面，受土地市场低迷影响，2021—2023年，全国各省市政府性基金收入基本保持下降态势，其中天津、河南、广东、辽宁、黑龙江和青海2023年政府性基金收入较2021年下降幅度

图1 2021—2023年各省市GDP及增速情况



资料来源：联合资信根据公开数据整理

均超过40%。

上级补助收入方面, 2021—2023年, 四川、河南收到的中央转移支付规模持续保持在5000亿元以上, 紧随其后的是河北、湖南、湖北及重点省市中的云南。其中2023年江西省收到的上级补助收入同比增幅为各省市之首。

2021—2023年底, 各省市债务率和广义债务率基本呈逐年增长态势。广东、江苏、山东、浙江等经济强省广义债务率增速明显高于债务率增速。从重点省市债务率来看, 12个重点省市均有所上升, 其中云南、天津、广西和辽宁债务率上升幅度较大, 均较2022年底增长超过20个百分点, 考虑到土地财政难以为继, 地方财政压力仍较大。广义债务率角度, 截至2023年底, 天津、浙江、江苏广义债务率已超过500%。增速方面, 重点省市中除天津、贵州、黑龙江、吉林和青海2023年广义债务率较2022年底有所下降外, 其余省市广义债务率均保持上升态势, 其中广西、辽宁和云南广义债务率较2022年底上升超过20个百分点(见图3)。综合来看, 重点省市中天津、重庆和广西等的债务水平较高, 债务风险化解进度仍需持续关注。

二、城投公司财务指标变化

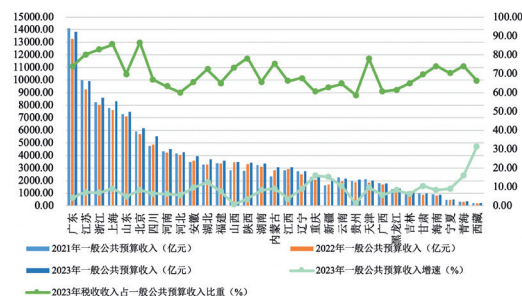
2023年7月中央政治局会议提出“要有效防范化

解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案”及后续特殊再融资债券发行重启、银行金融机构提供化债支持、不同地区分类施策、城投公司分类监管等多举措的推行, 旨在短期内适当缓解城投公司债务风险, 建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制, 长期内为地方政府债务化解争取一定的时间和空间, 以期地方政府在化债的过程中寻找新的发展机遇, 重塑区域经济发展格局。

本文梳理了全国发债城投公司2021—2023年年报财务数据, 用以解析2023年财务报表反映出的城投公司在投资、回款、筹资、债务及偿债能力等方面的变化及特点。截至2024年4月底, 已披露2021—2023年年报且历史数据具有可比性的全国城投公司2200余家, 本文以上述城投公司为样本进行分析。需说明的是, 由于部分区域的发债城投公司数量较少, 样本可能无法代表当地城投公司的普遍情况。

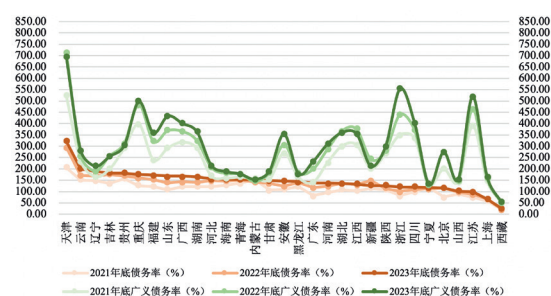
投资方面: 随着债务化解进程的演变, 重点省市城投公司基础设施建设类投资受限。2023年城投公司财务报表总体呈现出投资规模增速放缓、投资结构有所调整的态势。分省市来看, 2023年河北城投公司投资增速最高, 重点省市中天津、宁夏、云南、黑龙江、贵州、

图2 2021—2023年各省市一般公共预算收入、2023年增速及税收占比情况



资料来源: 联合资信根据公开数据整理

图3 2021—2023年各省市债务率及广义债务率



注: 债务率=政府债务余额/综合财力*100%; 广义债务率=(政府债务余额+城投债务余额)/综合财力*100%; 城投债务余额为联合资信城投企业分类口径中城投企业债务之和(已剔除子公司数据)

综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+一般公共预算上级补助收入+政府性基金上级补助收入

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

甘肃、内蒙古增速较低。

2020年以来,受大环境和政策影响,特别是2023年下半年以来随着一揽子化债政策的陆续出台,重点省市城投公司基础设施建设投资受限。从全国来看,城投公司存货、在建工程及长期股权投资总规模均逐年上升,但2023年增速低于前两年,投资进度有所放缓。从主要资金投向来看,以土地资产及基础设施建设类项目投入形成的存货和在建工程为主的传统城投业务投资增速明显下降,且增速低于股权投资增速。从结构看,2023年底,存货、在建工程、长期股权投资在三者合计中占比分别为73.28%、18.42%和8.30%,其中存货及在建工程占比较2022年底有所下降,长期股权投资占比较2022年底小幅提升。

分区域来看,2023年,河北城投公司上述三项之和和投资增速最高,为21.17%,投资增速超过10%的区域包括吉林、浙江、新疆、海南和四川,其中吉林受益于新能源产业链及装备制造产业等的发展,2023年经济和财政增长指标表现较好,加之基数较低等因素影响,投资增速在化债重点省市中排位相对靠前;2023年投资增速不足3%的八个地区中包括化债重点省市中的天津、宁夏、云南、黑龙江、贵州、甘肃、内蒙古,以及非化债重点省市山西;其他省市投资增速均位于3%~10%之间,合计投资增速负增长的区域包括山西、黑龙江、贵州、甘肃和内蒙古。从投资结构来看,存货占比相对较高(占三项投资总额的比重超过80%)的包括湖南、贵州、江西、西藏、江苏和浙江;在建工程占比相对较高(占三项投资总额的比重超过40%)的包括吉林、甘肃、广西、青海和天津城投公司,吉林和甘肃分别为63.15%和55.80%;长期股权投资占比相对较高(占三项投资总额的比重超过20%)的包括内蒙古、广东和河北城投公司。由于不同城投企业记账方式存在差异,加之样本影响,上述占比可能存在偏差。

回款方面:2023年,城投公司应收账款规模继续扩大,但整体增速有所放缓。从化债重点省市来看,重

庆、贵州应收账款规模相对较大,超过2000亿元;广西和宁夏应收账款增速较快;内蒙古和青海现金收入比表现有所下降。

城投公司应收账款主要系因开展土地整理、工程代建、保障房建设等基础设施建设类投入而产生的应收业主方的款项,2021—2023年底,受项目回款滞后影响,城投公司应收账款规模逐年增长,但2023年增速较2022年有所放缓。从回款指标来看,城投公司现金收入比整体表现较好,不排除部分项目竣工但未结算,或城投公司传统业务占比下降,回款受益于收现表现较好的贸易、工程施工及公用事业类业务,城投公司垫资经营模式转变等的综合影响。

分区域来看,2023年底城投公司应收账款规模较大的省市包括江苏、四川、山东、浙江、湖南、安徽,均超过3000亿元,其中江苏城投公司应收账款规模最大,已超过万亿元,应收账款低于百亿元的区域包括海南、西藏、宁夏、青海和内蒙古。从增速来看,2023年,两广和宁夏城投公司应收账款增速较快,均超过30%;内蒙古城投公司受基数小影响,下降41.50%。从化债重点省市来看,重庆、贵州城投公司应收账款规模相对较大,超过2000亿元,天津、广西、云南城投公司应收账款规模在600~1600亿元,剩余省市均不足300亿元,其中吉林、甘肃、宁夏、青海、内蒙古城投公司2023年应收账款增速较2022年明显放缓,化债重点省市中广西城投公司应收账款增速上升明显。现金收入比方面,化债重点省市中吉林、黑龙江城投公司现金收入比表现有所改善,内蒙古和青海城投公司现金收入比表现有所下降。

筹资方面:2023年,城投公司筹资活动现金流入及流出规模持续增长,筹资活动净流入规模相对稳定,区域之间分化明显。净流入规模较大的省市集中于经济及财力水平较好的浙江、江苏等区域,贵州、甘肃、黑龙江、青海和云南5个化债重点省市城投公司筹资活动现金呈净流出态势,其中,黑龙江和青海城投公

司连续三年净流出;天津市城投公司筹资活动现金流由前两年净流出转为净流入;山东、江西、陕西和湖南城投公司筹资活动现金净流入规模逐年下降。

2021—2023年,城投公司筹资活动现金流入和流出规模均逐年增长,筹资活动现金流整体呈净流入态势,净流入规模较为稳定,每年维持在4.4~4.6万亿元之间。从增速来看,2023年,城投公司筹资活动流入及流出增速均高于2022年。

分区域来看,筹资活动现金流入规模较大的区域包括江苏、浙江、山东、四川、广东,单年流入规模均超过万亿元;从增速来看,2023年,城投公司筹资活动流入增速超过30%的区域包括宁夏、黑龙江、辽宁和天津,其中宁夏最高,为131.10%;上述区域中除天津外,宁夏、黑龙江和辽宁筹资活动现金流出增速亦超过30%,此外,海南城投公司2023年筹资活动流出规模增速也较高。从筹资活动现金流量净额来看,受债券融资政策及外部融资环境变化影响,重点化债和非重点化债省市分化明显,2023年城投公司筹资活动现金呈净流出的省市包括甘肃、黑龙江、青海和云南,均为重点化债省市,其中,黑龙江和青海城投公司筹资活动现金连续三年净流出,甘肃和云南城投公司由2022年的净流入转为净流出,主要系受债务负担较重、区域逾期频发及再融资困难等因素综合影响;天津城投公司2021—2022筹资活动现金均呈净流出态势,2023年转为净流入;山东、江西、陕西和湖南城投公司筹资活动现金虽三年持续净流入但净流入规模逐年下降。

有息债务方面:2023年,城投公司债务规模持续增长,在“遏制增量、化解存量”的化债背景下,城投公司债务规模增速边际放缓,重点化债省市中云南、贵州、黑龙江、甘肃和内蒙古城投公司债务规模有所下降;城投公司短期债务占比小幅提升,天津、云南短期债务占比相对较高。城投公司融资结构仍以银行借款为主,且占比有所提升。全国债券融资规模下降的9个省市均为化债重点省市,其中黑龙江、甘肃及青海债券规模下降

明显,吉林、贵州、内蒙古、辽宁降幅也较大。

债务规模方面,2023年底,城投公司债务规模进一步增长,在“遏制增量、化解存量”的政策引导下,城投公司债务增速边际放缓,整体期限结构仍以长期债务为主,但短期债务偿付压力有所加大。分区域来看,江苏、浙江、四川、山东的城投公司债务体量排位靠前,均超过4万亿元;从全部债务增速来看,2023年,浙江、河北和广东城投公司全部债务增速相对较快,超过15%;天津、吉林、西藏和青海增速不足5%,云南、贵州、黑龙江、甘肃和内蒙古城投公司全部债务规模较上年有所下降,均为重点化债省市。

债务期限方面,城投公司短期债务占比逐年提升,2023年底为25.52%。分区域看,短期债务占比超过30%的区域包括山西、江苏、山东和陕西,重点化债省市中天津、云南短期债务占比相对较高,超过25%,重庆、宁夏、贵州短期债务占比在20%~25%之间。债务结构方面,2023年底,城投公司融资渠道仍以银行借款为主(占58.57%),此外是债券融资(占25.78%)和非标融资(占15.65%);2021—2023年,城投公司银行借款占比逐年小幅提升,债券及非标融资占比均逐年下降。分区域来看,债券融资占比较高的区域包括宁夏、山西、湖南、西藏、重庆和江苏,占比均超过30%,其中宁夏最高,为53.05%;非标融资占比较高的区域包括青海、黑龙江,均超过30%。

债券融资变动趋势方面,2023年全国大部分省市城投企业债券融资规模增速为正,河南债券规模增速最快,为30%,河北、山东、西藏、山西和福建债券规模增速均超过15%;全国债券融资规模下降的9个省市均为化债重点省市,分别为宁夏、云南、吉林、贵州、内蒙古、辽宁、青海、黑龙江和甘肃;其中,黑龙江、甘肃及青海城投公司债券融资规模下降明显,降幅均超过28%,吉林、贵州、内蒙古、辽宁降幅超过10%。此外,天津和广西亦为债券正增速最低的省市,均低于4%;重庆债券增速相对较高,为11.36%。

偿债能力方面：城投公司整体债务负担逐年上升，现金短债比降幅明显；2023年大部分化债重点省市城投公司债务负担有所减轻，天津、贵州、青海、甘肃和云南城投公司债务水平仍较高。

2021—2023年底，城投公司整体资产负债率和全部债务资本化比率均逐年提升，现金短期债务比逐年下降，短期偿付压力进一步加大。分区域来看，西藏、陕西城投公司债务负担较重，以上区域城投公司全部债务资本化比率均超过60%，北京、广西、天津、青海、浙江、甘肃、湖北和河北城投公司债务负担相对较重，超过55%且均超过全国平均水平；黑龙江、贵州、辽宁、宁夏和内蒙古城投公司债务负担相对轻，全部债务资本化比率不足45%。整体看，大部分化债重点省市城投公司债务负担有所减轻，其中，云南、黑龙江、甘肃、吉林和内蒙古城投公司全部债务资本化比率下降幅度均超过1个百分点，较为明显。

从短期偿债指标来看，天津、贵州、青海、甘肃和云南城投公司现金短期债务比不足0.4倍，存在较大的短期偿付压力。受益于化债政策影响，2023年黑龙江、宁夏、天津、吉林、广西短期偿付压力有不同幅度的减轻。

三、总结

2023年以来，全国各省市经济实力稳步增长，但增速大多放缓；各省市政府性基金收入基本处于逐年下降态势，政府债务负担呈上升趋势，重点省市中天津、重庆和广西的债务水平较高，债务风险化解进度仍需持续关注。

从城投公司2023年财务数据表现看：投资端，城投公司投资增速有所放缓，重点省市城投公司基础设施建设类投资受限。回款方面，城投公司应收账款规模继续扩大。债务规模方面，遏增化存背景下，城投公司债务规模持续增长、增速边际放缓，短期债务偿付压力明显加大，银行类融资占比有所提升，大部分重点化债省市债券规模有所下降。

展望2024年下半年，内外部环境不确定因素仍较大，城投公司自身造血能力难以短期内快速提升，加之政策效应逐步显现及化债措施的进一步落地，预计城投公司投资增速将继续下降，银行融资占比将进一步提升，整体看城投公司债务规模增速将一定时间内持续放缓，部分重点化债省市全部债务或将呈下降趋势，其债券规模将进一步缩量。



新政迭出引降本, 准则切换筑新基

——保险业季度观察报

文 | 联合资信 马默坤 周雅琦 蔡彬棋 李心慧

2023年,我国保险行业竞争格局基本保持稳定,险企头部效应仍较为明显;2023年全年险企保费收入呈较好增长态势;人身险公司方面,预定利率下调及银保渠道“报行合一”政策实施,对其下半年相关产品及渠道业务产生一定影响,下半年保费收入增速放缓;财产险公司,受政策变动使得责任险与健康险等保费收入增速有所回落,使得财产险保费收入增速放缓。偿付能力方面,部分保险公司偿付能力数据不达标,加之资本市场波动等因素对保险公司偿付能力带来一定影响。2024年一季度,人身险保险同比增速放缓,车险业务增速放缓,短期健康险成为财产险企业一季度主要增长动力,但整体市场格局变动不大;险企资金运用规模持续提升,行业综合投资收益率较上年同期大幅提升,但未来短期内全球经济发展不确定因素仍较多,资本市场波动对险企未来投资收益实现情况影响仍需关注。在保险公司业务经营持续发展的背景下,需关注保险公司偿付能力变动情况及面临的资本补充压力。

一、2023年四季度以来重点行业政策

2023年四季度以来,国家金融监督管理总局先后发布了《系统重要性保险公司评估办法》《养老保险公司监督管理暂行办法》《银行保险机构操作风险管理办法》《人身保险公司监管评级办法》《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》等内容,评估系统重要性金融机构的范围拓展到保险领域、增强养老保险公司监督管理、细化保险公司

操作风险管理要求、加强人身保险公司机构监管和分类监管、深化银保合作渠道等方式,加强保险业风险管控手段,推动保险行业监管制度体系不断完善,有利于保险业可持续健康发展。

二、2023年四季度及2024年一季度保险行业债券发行及级别变动情况

2023年四季度以来,共有10家保险公司成功发行债券,其中9家为人身险公司,1家为财产险公司。自保险公司发行无固定期限资本债券(以下简称“永续债”)相关政策落地以来,泰康人寿保险有限责任公司于2023年11月发行了首支保险公司永续债,其后6家人身险公司陆续发行了永续债;2023年四季度及2024年一季度无保险公司信用评级发生调整。

三、2023年及2024年一季度保险业务收入及资金运用情况

2023年以来,预定利率调整预期及居民购买储蓄型险种需求上升共同推动人身险公司保费收入较好增长,但下半年银保渠道“报行合一”及预定利率下调的政策实施使得2023年全年增速放缓,人身险公司保费收入增长主要靠寿险业务拉动。2024年一季度,人身险公司保费同比增速放缓,头部人身险公司保费收入排名略有变动,中邮人寿排名首次上升至第五位,市场集中度处于较高水平。

2023年上半年,得益于市场对预定利率下调的预期,市场对寿险产品需求得到一定程度的集中释放,同时,在资本市场波动、利率持续下行的背景下,居民购买储蓄型险种的需求有所上升,推动人身险公司保费收入持续提升;随着增额终身寿产品预定利率下调,且2023年8月“报行合一”政策实施后,人身险公司银保渠道业务需与合作银行重新签订合同,故银保渠道业务短暂暂停,对业务拓展形成一定影响,下半年人身险公司保费收入增速放缓。2023年,人身险公司实现原保险保费收入35379亿元,同比增长10.25%,人身险公司保费收入增长主要靠寿险业务收入拉动。2024年一季度人身险公司保费收入持续提升;2024年1—3月,人身险公司实现原保险保费收入16639亿元,按可比口径同比增长5.1%;寿险业务仍为身险公司保费收入增长驱动力。此外,2024年2月末,经代渠道正式执行“报行合一”,后续对相关渠道产品结构及业务收入影响仍需保持关注。市场集中度方面,2024年一季度,人身险行业市场份额排名前三的险企业绩表现及市场份额较为稳定;保险业务收入排名前五的人身险公司市场份额合计超过50%,市场集中度仍处于较高水平。

2023年,健康险、责任保险、农业保险等非车险业务保费收入较快增长,对财产险公司保费收入贡献度持续提升;车险仍为财产险公司最主要业务险种,但占比持续下降。2024年以来,头部险企车险业务增速放缓使得行业机动车辆保险原保险保费收入增速同比下滑;短期健康险业务成为一季度主要增长驱动力。

我国财产险业务产品仍以商业车险为主,汽车销量持续增长推动财产险公司车险业务保费收入保持增长。非车险产品方面,政策引导下,财产险公司针对农险险种进一步创新,保险类型覆盖面持续拓展,使得农业保险保费收入实现较快增长;随着公众保险意识提升,非车险保费收入持续增长且占比持续提升;但另一方面,政策变动使得责任险与健康险等保费收入增速有所回落,使得财产险保费收入增速放缓。2023

年,我国财产险公司实现原保险保费收入15868亿元,同比增长6.73%。2024年1—3月,我国财产险公司实现原保险保费收入4905亿元,同比增长5.10%;其中,汽车销量同比增长持续推动车险业务规模增长,但受头部财产险公司车险业务增速放缓影响,行业车险原保险保费收入增速较上年同期有所下滑,当期实现原保险保费收入2142亿元,同比增长2.64%,较2023年同期增速下降3.00个百分点;健康险原保险保费收入1060亿元,同比增长12.77%,为一季度财产险公司业务规模增长主要驱动力;农业保险原保险保费收入451亿元,同比增长10.00%;责任保险实现原保险保费收入414亿元,同比增长2.48%。财产险市场竞争格局变化不大,行业市场集中度高。

2023年,国内再保险行业规模增速大幅放缓;再保险公司市场竞争格局变化不大,市场集中度高,头部效应明显;部分再保险公司保费收入波动较大。2024年以来,国内再保险行业规模有所下降,头部再保险公司出现负增长或增速缓慢,但法国再逆市增长,排名持续提升。

2023年,部分头部再保险公司以保障型险种再保险业务拉动整体业务增长,受直保公司保障型保险产品增长乏力,加之其境外业务规模收缩共同导致其业务规模收缩,进而使得国内再保险市场规模增速大幅放缓;再保险行业分保费收入2291.90亿元,同比增长0.16%。2024年一季度,部分头部再保险公司业务收入较上年同期明显下降,主要原因仍为受直保公司保障型保险产品增长疲软影响,进而导致国内再保险市场规模呈现收缩态势;再保险行业分保费收入598.00亿元,同比下降11.60%。2024年一季度,除瑞士再和慕尼黑再外,其余再保险公司保费收入增速较缓或出现负增长,且行业龙头人寿再收入规模同比大幅下降35.91%;但再保险行业在此前累积头部效应的作用下,截至2024年3月末,14家再保险公司市场份额及排名较上年末变动不大,其中,法国再分保费收入较上年同



期大幅增长126.02%，排名再次提升至第四位；分保费收入前5的再保险公司市场份额合计占比为74.24%，其中前2大再保险公司人寿再与财产再分保费收入均较上年同期所有下降，但市场份额有所下降但仍保持在50%左右。

资金运用方面，2023年及2024年一季度，保险公司资金运用余额保持增长态势，债券仍然为资产配置的主要选择；受投资资产配置管理逐步加强、资本市场回暖影响，保险公司综合投资收益率水平较去年同期大幅回升。但2024年一季度，受利率下行及权益市场波动综合影响，财务及综合投资收益率呈现分化态势，综合投资收益率大幅提升，但未来短期内全球经济发展不确定因素仍较多，需关注资本市场波动及险企未来投资收益实现情况。

截至2024年3月末，保险业资金运用余额保持增长，投资结构较为稳定，仍以债券为主。保险业资金运用余额为29.94万亿元，同比增长10.98%；保险业资金运用主体仍以人身险公司为主，资金投向较上年末无明显变化。从收益水平来看，2024年一季度，受国债收益率持续处于下行通道影响，财务投资收益率同比有所下降，但受一季度人身险公司持有浮盈大幅增加影响，行业综合投资收益率数据均较去年同期大幅提升。

四、2023年四季度以来保险行业偿付能力表现

2023年9月，国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》（以下简称《通知》）。《通知》采用最低资本折扣计量的方式一定程度上提升了保险公司偿付能力充足率水平，同时针对不同类别、不同规模的保险公司分别规定了不同的折扣比例，体现了监管对保险公司差异化、精细化管理模式，并体现了国家对中小保险公司业务开展、稳健经营的支持，有利于中小保险公司更好参与市场竞争，有利于保险行业稳健均衡发展。

从各类保险公司偿付能力数据来看，财产险及再保险公司整体偿付能力保持充足水平，人身险公司偿付能力充足率整体低于财产险及再保险公司；从全行业保险公司偿付能力数据来看，2023年四季度，在保单未来盈余增长及部分公司所获资本金增加的推动下，保险公司平均综合及核心偿付能力充足率有所回升，2024年一季度保险公司核心偿付能力充足率保持增长，综合偿付能力充足率有所下降。

2023年四季度，《通知》对于保险公司偿付能力充足率水平的正面影响仍在延续，保单未来盈余的增加对于实际资本的贡献度提升，加之2023年四季度共有8家保险公司获得资本注入，保险公司偿付能力充足率相关指标较2023年三季度末进一步回升，2024年一季度上述指标较2023年末略有波动，整体变化较小。

根据国家金融监督管理总局发布披露数据,截至2024年3月末,我国保险公司的平均综合偿付能力充足率及平均核心偿付能力充足率分别为195.6%和130.3%。

在已披露2024年一季度偿付能力报告摘要的保险公司中,共有12家保险公司¹最新一期风险综合评级为C;3家保险公司²最新一期风险综合评级为D。

五、2023年以及2024年一季度主要上市险企³经营表现分析

主要上市险企自2023年1月1日起正式执行⁴《企业会计准则第25号—保险合同》《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号—金融资产转移》《企业会计准则第24号—套期会计》《企业会计准则第37号—金融工具列报》(以下简称“新准则”),财务报表列示发生较大调整。

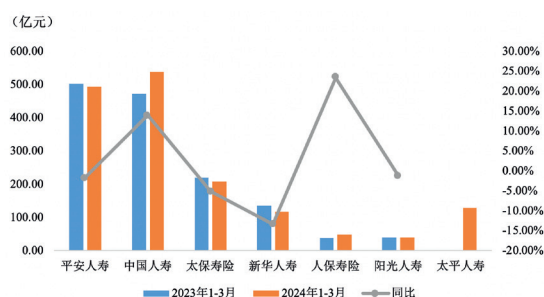
2023年,主要上市保险集团人身险公司保险服务收入变动呈现分化,大部分险企保险服务收入存在负增长现象,但在中国人寿带动下整体保持增长态势。2024年一季度,主要上市保险集团人身险公司保险服务收入变动趋势与2023年度相同,人身险业务保险服务收入面临一定压力。

2024年一季度,中国人寿积极推进个险新型营销

模式试点,个险板块月人均首年期交保费快速上升,带动保险服务收入保持较快增长;同时,因期交首年业务及银保渠道收入明显下滑,新华人寿保险服务收入持续下降;此外,其余人身险保险服务收入仍主要呈小幅下降态势。整体上,几大上市险企人身险公司整体保险服务收入规模保持基本稳定,在中国人寿较快增长的带动下保持增长态势(见图1)。

2023年,随着全国乘用车销量增长推动车险业务

图1 主要上市险企保险服务收入—人身险公司



注: 1.中国平安季度报告未列示人身险或相关业务收入数据,平安人寿保险服务收入数据取自其季度报告
2.作为港股上市集团,阳光保险及中国太平无一季度报告披露,阳光寿险及太平寿险保险服务收入数据取自对应季度报告
3.人保寿险未披露新准则口径2023年一季度数据,相关数据为根据变动率计算得出
4.太平人寿未披露新准则口径2023年一季度数据,因此未列示相关数据及变动率
数据来源:公开市场数据,联合资信整理

¹分别为:安华农业保险股份有限公司、渤海财产保险股份有限公司、渤海人寿保险股份有限公司、都邦财产保险股份有限公司、富德财产保险股份有限公司、合众人寿保险股份有限公司、华安财产保险股份有限公司、华汇人寿保险股份有限公司、平安养老保险股份有限公司、新疆前海联合财产保险股份有限公司、长生人寿保险有限公司、珠峰财产保险股份有限公司。

²分别为:安心财产保险有限责任公司、北大方正人寿保险有限公司、三峡人寿保险股份有限公司。

³本文中主要上市险企指中国平安保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国平安”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“平安人寿”及“平安财险”)、中国太平洋保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国太保”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“太保人寿”及“太保财险”)、中国人民保险集团股份有限公司(以下简称“中国人保”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“人保寿险”及“人保财险”)、中国太平保险集团有限责任公司(以下简称“中国太平”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“太平人寿”及“太平财险”)、阳光保险集团股份有限公司(以下简称“阳光保险”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“阳光人寿”及“阳光财险”)、中国人寿保险股份有限公司(以下简称“中国人寿”)、新华人寿保险股份有限公司(以下简称“新华人寿”)。

⁴中国人寿采用新保险合同会计准则过渡方案,即自2023年1月1日至2025年12月31日,公司继续执行《企业会计准则第25号—原保险合同》《企业会计准则第26号—再保险合同》(财会〔2006〕3号)、《保险合同相关会计处理规定》(财会〔2009〕15号)、《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号—金融资产转移》《企业会计准则第24号—套期保值》(财会〔2006〕3号)、《企业会计准则第37号—金融工具列报》(财会〔2014〕23号)等相关会计准则。

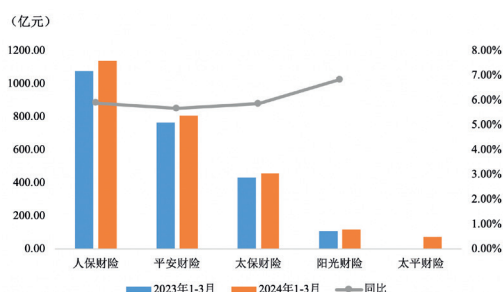
需求增长,加之非车险险种业务较好开展,使得各财产险公司保险服务收入均有不同程度增长。2024年一季度,各主要上市保险集团车险业务收入增速均同比下降,保险服务收入增速趋同(见图2)。

2023年以来,主要上市保险集团投资资产规模保持增长,投资资产配置仍以固定收益类资产为主(见图3);资本市场波动或对主要上市保险集团投资收益

增长带来一定负面影响,各公司投资策略及投资管理能力差异使得投资收益率表现存在分化情况(见图4)。2023年以来,随着可运用资金规模的增长,投资资产配置力度均有所提升。投资收益方面,2023年,受到权益市场波动加剧及利率中枢下移影响,中国人寿、新华人寿、中国人保、阳光保险投资收益率较2022年有所下滑;2024年一季度,各保险公司投资资产配置管理逐步加强,得益于趋于稳健的投资策略及对于资本市场周期性更好把控,中国人寿及新华人寿投资收益率均有一定程度上升;由于资本市场波动性仍存,中国平安、中国太保和中国人保投资收益率存在一定下行。投资结构方面,上市保险集团的投资资产结构变化不大,长久期的固定收益类资产为主要配置,同时将低估值、高股息、长期盈利的股票作为权益投资资产主要配置策略。

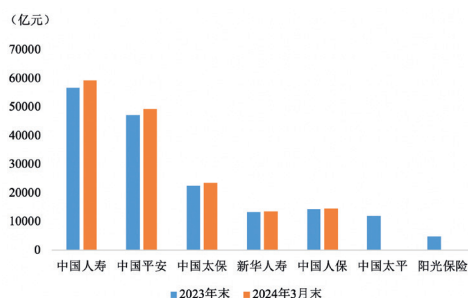
2024年一季度,几大主要上市保险集团(公司)保险业务持续拓展,保险服务收入整体较上年同期呈增长态势;同时,受资本市场波动以及宏观利率持续调整,主要上市保险集团(公司)投资收益及利息收入调整幅度较大。整体上,新华人寿营业收入水平同比有所降低,其余上市保险集团营业收入水平均保持增长。营业支出方面,新准则下,营业支出以保险服务费用和承保财务损益为主。随着各上市保险集团(公司)

图2 主要上市险企保险服务收入—财产险公司



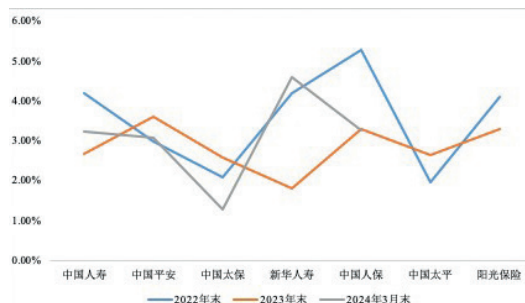
注：1.作为港股上市集团，阳光保险及中国太平无一季度报告披露，阳光财险及太平财险保险服务收入数据取自对应季度报告
2.太平财险未披露新准则口径2023年一季度数据，因此未列示相关数据及变动率
数据来源：公开市场数据，联合资信整理

图3 上市险企投资资产规模



注：1.中国太平为H股上市险企，其业务数据均为单位均为“亿港元”，根据2023年12月31日港元兑换人民币汇率为1港元≈0.9062人民币
2.中国人保和中国太平投资资产=货币资金（不含受限资金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+买入返售金融资产+贷款+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+存出资本保证金+投资性房地产+长期股权投资
3.中国太平和阳光保险未公开披露一季报相关数据
数据来源：公开市场数据，联合资信整理

图4 上市保险集团总投资收益率表现



注：中国人保、中国太平和阳光保险未披露一季报相关数据
数据来源：公开市场数据，联合资信整理



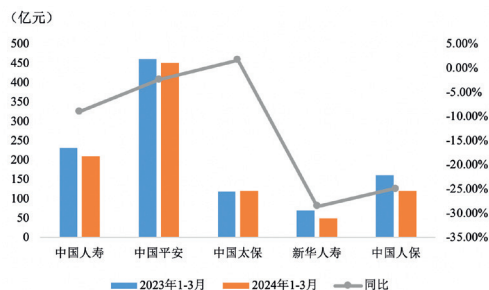
业务逐步拓展, 保险服务费用呈增长态势, 同时, 上市保险集团(公司)承保财务损益亦呈上升态势。整体上, 上市保险集团营业支出均有不同程度增长。盈利水平方面, 中国太保净利润较上年同期小幅上升, 其余各上市保险集团净利润水平同比有所下降(见图5)。

六、行业展望

2023年以来, 我国保险行业竞争格局基本保持稳定, 在预定利率调整预期及居民购买储蓄型险种需求上升的背景下, 人身险公司保费收入实现较好增长, 随着预定利率下调及银保渠道“报行合一”政策实施, 需关注人身险公司未来收入波动情况; 非车险保费收入持续增长且占比持续提升, 但政策变动使得责任险与健康险等保费收入增速有所回落, 使得财产险保费收入增速放缓; 行业综合投资收益率较上年同期大幅提升, 未来短期内全球经济发展不确定因素仍较多, 需关注资本市场波动及险企未来投资收益实现情况; 部分保险公司偿付能力数据不达标, 加之资本市场波动等因素对保险公司偿付能力带来一定影响, 在保险公司业务经营持续发展的背景下, 需关注保险公司偿付能力变动情况及面临

的资本补充压力。展望未来, 监管积极引导行业降低负债成本, 实施预定利率下调、银保渠道“报行合一”等新规, 有助于保险公司长期稳健经营及高质量发展; 人身险行业将持续优化转型, 车险业务发展趋势稳, 非车险业务收入占比或将持续提升; 《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》(以下简称“《通知》”)有利于中小保险公司偿付能力充足率水平的提升, 有利于其更好参与市场竞争及行业稳健均衡发展。整体看, 我国保险行业整体信用风险可控, 展望未来一段时间内, 行业信用水平将保持稳定。

图5 上市保险集团净利润规模



注: 中国太平和阳光保险未披露一季报相关数据
数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

债券市场助力货币政策开新局

文 | 联合资信 研究中心

7月1日, 央行发布公告, 提出: 为维护债券市场稳健运行, 在对当前市场形势审慎观察、评估基础上, 人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。“借入证券”是有一定的卖空倾向, 作为借入方的人民银行或采取公开市场操作, 压低国债价格, 稳定国债利率。当日, 市场反应积极, 主要国债期货收跌, 股票价格有所提振, 流动性的整体风险偏好也有所修复。央行公告的推出在一定程度上, 向市场传递了明确信号, 短期稳定国债利率走势的态度明显。

一、国债借入工具主要为应对短期目标, 不改稳健、支持性总方向

从7月1日的公告来看, 该货币工具是通过国债的“借入”来增加短期内国债市场供给, 还没有涉及资产负债表已有国债的“直接卖出”。比较“借入”和“直接卖出”国债两个操作, 直接卖出是明确的流动性回收, 借入在央行实现做空盈利时才实现流动性回收。如果央行可以承受一定的做空损失, 那么既可以避免流动性的回收, 也可以在短期内增加国债的供给方, 起到稳定国债价格的作用。因此, 借入国债更多体现为一种短期目标, 这在公告“为维护债券市场稳健运行”中也有所体现。

央行的“支持性”货币政策, 天然就不是利率上升的政策取向, 采取的主要货币工具都不指向利率上升。直接来看, 做空国债是倾向于利率上升, 看似与支持性相反。但是, 央行在短期利率控制中可以提供利率下

限, 但在长期利率控制中更多只能提供流动性, 是天然的国债多头, 特别是在支持性货币政策取向下。“稳健”的货币政策取向要求政策利率不能大升大降, 市场利率可以在一定范围内围绕政策利率上下波动。因此, 长期利率的未来决定方式还是取决于市场对于经济增长和通胀水平的预期, 借入国债是对这种预期的合理引导。对于国债期货价格来说, 核心决定性因素不变。国债价格将进入波动形态, 单边上升的趋势将会有所缓解, 央行的借入操作可能承受一定损失, 这反而能够注入一定的流动性。

本次公告对于货币工具目标没有采取数值表述, 其概括性表述更像中间目标: 通过稳定债券市场, 从而抑制金融惯性对整体利率体系带来系统性风险, 例如中小金融机构有太多资金进入低利率债券市场, 而难以应对通胀在短期内快速上升的风险。通过稳定债券市场, 推动社会投资向风险资产的转移, 实现稳增长目标。从这一方向来看, 此次国债借入没有提及具体的做空利率目标和数量目标, 因为理论上央行可以承受的做空损失是无限的, 这为接下来的货币政策预留了广阔的操作空间和灵活性。正是这种“灵活性”, 保证了不与“支持性”货币政策冲突。

二、债券市场高质量发展丰富了货币政策工具

央行通过债券市场公开操作来满足更多政策目标, 离不开长久以来债券市场的高质量发展, 例如健全的交易基础设施、深厚的券种和数量储备、较好的流动性、完善的风险评级体系。在《习近平关于金融工作论

述摘编》中首次提及“要充实货币政策工具箱,在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”以来,对于央行的具体国债买卖行为的市场讨论逐步丰富,对于货币调控新框架的认识也逐渐清晰。就在市场各方热议央行接下来是否以及何时通过降准、降息投放流动性的情况下,央行公告将通过国债“借入”控制流动性,此举正式拉开了新框架的一角。通过直接融资渠道进行利率调控,稳定国债市场,有利于减轻商业银行的压力,稳定商业银行的信贷供给能力,有利于应对信贷收缩的逆风。直接融资市场更加频繁、前瞻的货币政策操作,也有利于进一步推动中国利率市场化改革的发展。

信用债种类的丰富和完善满足未来结构性货币政策需求。信用债市场在货币政策新框架下,通过信用利差市场化改革优化资源配置,同时为央行未来可能的资产购买提供多样化的券种选择。在间接融资体系下,央行通过再贷款工具来实现对结构性改革的支持,目前央行披露结构性货币政策存量已经达到约7万亿,约占到央行资产负债表的百分之十五。在央行逐步增加在国债市场的买卖实现流动性投放的同时,未来结构

性货币政策施行也可以考虑通过债券市场来实现。欧洲的资产购买计划提供了丰富的实践成果,信用债市场的买卖将满足央行的结构性货币政策工具需求。以“科创债”为例,其体量发展至今相对较小,而且发债主体主要是以大型企业为主,中小科创企业直接通过债券进行短期融资的实践较少,其中科创债的交易不活跃、流动性差是其发展较慢的重要因素。通过增加在科创债市场的债券买卖,提高其交易流动性,可以起到与再贷款相同的支持科技创新的重要作用。以活跃的科创债市场,拉动债券承做、信用评级、创业资本债券发行、创新企业债券发行的快速增长,为企业创新提供长期、廉价的流动资金,支持科技创新发展。除“科创债”外,熊猫债、绿色债券、REITs等融资工具都可以满足结构性货币政策工具的需求。结构化融资工具的高质量发展也为未来的货币政策支持结构性改革提供广阔空间。为保障信用债的结构性货币政策作用,要提高我国债券市场的风险发现功能,完善相关考核和保障制度,不能让央行在资产购买中作为最后的信用提供者,出现只能买入而无法卖出的实践困境。■



地方债新增限额创新高,上半年发行规模下降明显,下半年发行有望提速,政府债务严监管仍将持续——2024年上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望

联合资信 邹洁 陈佳琪 王晓喧

2024年,地方债新增债务限额4.62万亿元,规模创历年新高;受12个重点省份严控政府投资及2023年底增发的特别国债资金逐步落地影响,上半年地方债发行规模同比下降20.04%至3.49万亿元,其中新增债券回落明显,再融资债券则在一揽子化债背景下保持较快增速,重点省份发债以再融资债券为主,呈现严控地方债务、压缩政府投资态势。年内专项债及再融资债券发行压力较大,下半年有望发行提速,三季度或迎高峰;央行释放“纠偏”市场信号,预计后期地方债发行利率或小幅上涨;未来专项债资金监管将继续强化,并侧重提升资金使用效益,地方政府债务严监管态势也将持续。

一、地方政府债券相关政策梳理

2024年以来,我国宏观调控力度加大,在转方式、调结构、提质量、增效益上持续用力,国民经济延续回升向好态势。2024年《政府工作报告》提出,经济工作要坚持稳中求进总基调,统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革,强化宏观政策逆周期和跨周期调节,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,在此背景下,地方政府债券作为重要的逆周期调控工具持续发力。2024年以来,地方政府债券相关政策主要体现在:财政政策适度加力、地方债新增限额创历年最高,一揽子化债方案进一步落实助力地方债务化解,强调建

立同高质量发展相适应的政府债务管理机制等方面。

上述政策向市场释放明确积极信号,巩固支持市场信心,对经济稳增长发挥了积极作用。具体看,2024年以来地方债相关政策举措如下。

一是积极的财政政策适度加力、提质增效,地方债新增限额创历年新高。2024年《政府工作报告》提出,积极的财政政策要适度加力、提质增效,用好财政政策空间,加强财政资源统筹,组合使用赤字、专项债、超长期特别国债、税费优惠、财政补助等多种政策工具,保持适当支出规模,促进经济持续回升向好;要积极扩大有效投资,合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围,额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。2024年两会确定今年地方政府新增债务限额为4.62万亿元,规模创历年新高;其中新增一般债限额0.72万亿元,与上年持平,新增专项债限额3.90万亿元,较上年增加0.10万亿元,支持地方加大重点领域补短板力度。2024年4月,国家发展改革委联合财政部完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作,共筛选通过专项债券项目约3.8万个,2024年专项债券需求5.9万亿元左右,为2024年3.9万亿元专项债券发行使用打下坚实基础。2024年6月,《国务院关于2023年中央决算的报告》提出加强财政政策调控,推动经济运行持续好转,财政部将城中村改造、5G融合应用设施等纳入投向领域,将供热、供气等纳入用作项目资本金范围,重点向经济大省特别是制造业

集中地区倾斜, 加快发行使用进度, 累计支持项目建设超过3.5万个。

二是一揽子化债方案推进落实, 进一步统筹防范化解地方债务风险, 扩大名单制管理区域。2023年, 伴随一系列化解债务风险措施的有序实施以来, 相关化债方案不断推进。2024年2月23日, 国务院常务会议指出要坚持改革创新, 强化配套政策支持, 进一步推动一揽子化债方案落地见效。2024年《政府工作报告》提出, 要稳妥有序处置风险隐患, 统筹好地方债务风险化解和稳定发展, 进一步落实一揽子化债方案, 妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。特殊再融资债券发行方面, 2024年上半年贵州、天津分别发行特殊再融资债券624.98亿和462.67亿, 化债手段更加多元。在到期高峰来临叠加一揽子化债方案实施的背景下, 2024年上半年, 再融资债券发行16669.32亿元, 同比增长2.09%。2024年3月, 国务院办公厅发布《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》(国办发〔2024〕14号), 核心内容是12个高风险重点省份之外的19个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区, 以地级市为主, 获批后参照12个重点省份的相关政策化债, 部分非12个高风险重点省份的地市或将纳入《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》(国办发〔2023〕47号)适用范围、新增投资受限。受严控政府投资及2023年底增发的特别国债资金逐步落地影响, 2024年上半年地方债发行规模同比大幅下降, 发行节奏明显放缓。其中, 新增专项债14934.68亿元, 同比下降35.09%。2024年6月底, 《国务院关于2023年中央决算的报告》提出按照省负总责、市县尽全力化债的原则, 统筹调度各类资金资产资源, 稳妥化解隐性债务存量。中央财政给予必要政策支持, 在地方政府债务限额空间内, 安排一定规模再融资政府债券, 支持地方特别是高风险地区缓释到期债务集中偿还压力, 降低利息支出负担。

三是健全风险防控长效机制, 完善全口径地方债

务监测监管体系, 推进地方融资平台转型。在以“遏制增量、化解存量”为主线出台一系列防范化解地方债务风险机制措施的基础上, 中央多次提出建立地方债务监管长效机制。2024年2月23日, 国务院常务会议指出, 要强化源头治理, 加快建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制, 在高质量发展中逐步化解地方债务风险。2024年《政府工作报告》提出, 要健全风险防控长效机制, 完善全口径地方债务监测监管体系。2024年3月, 财政部发布的《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》指出, 强化地方政府债务管理, 要完善专项债券管理制度, 加强项目穿透式管理, 强化项目收入归集, 确保按时偿还、不出风险; 要统筹好地方债务风险化解和稳定发展, 坚持省负总责、市县尽全力化债; 要健全防范化解隐性债务风险长效机制, 加强部门协调配合, 完善监管制度; 严肃查处各类违法违规举债行为, 加大问责结果公开力度, 坚决防止一边化债、一边新增。这意味着中央将持续制度化、体系化防范及化解地方债务风险, 债务类型涵盖地方政府法定债务、隐性债务、城投企业经营性债务, 完善全口径监管。此外, 未来化债机制或将通过推进地方融资平台市场化转型升级加强造血功能、推动债务良性循环。2024年3月22日国务院防范化解地方债务风险工作视频会议指出, 要加快压降融资平台数量和债务规模, 分类推动融资平台改革转型, 要以化债为契机倒逼发展方式转型。自2023年11月至今, 已有超过100家城投企业声明转型为市场化经营主体。2024年4月30日, 中共中央政治局会议指出, 要深入实施地方政府债务风险化解方案, 确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

二、2024年上半年地方政府债券市场回顾

发行概况

2024年上半年, 地方债发行规模较上年同期明显

下降，再融资债券占比仍较高。

2024年1—6月，地方政府债券累计发行776支，金额合计34928.01亿元，相当于2023年全年的37.45%，同比下降20.04%，地方债发行总额规模较上年同期明显下降。其中，新增债券18258.69亿元，同比下降33.25%；再融资债券16669.32亿元，同比增长2.09%，再融资债券占比同比增加10.34个百分点至47.72%。其中为缓解地方政府隐性债务风险而发行的特殊再融资债券合计1087.65亿元。自2023年10月内蒙古发行首批特殊再融资债券以来，截至2024年6月底，全国各省市自治区特殊再融资债券发行总额累计14972.79亿元。从资金用途看，2024年上半年新发行地方政府债券中专项债券占70.10%，延续了2019年以来以专项债券为主的

融资结构。从净融资额来看，2024年上半年地方政府债券到期金额为16123.79亿元，提前兑付规模78.86亿元，净融资额为18725.36亿元（见表1）。

2024年上半年地方债加权平均发行期限为12.69年，较上年同期有所缩短；10年期以上债券占比下降，长期债券发行呈收敛态势。自2019年财政部不再限制地方政府债券期限比例结构后，10年期以上地方政府债券发行规模占比由2018年的17.86%快速上升至2020年的76.64%。2020年11月，受财库36号文提出“年度新增及再融资一般债券平均发行期限应当控制在10年以下(含)，专项债券期限应与项目期限相匹配”影响，2021年10年期以上债券占比有所收敛。2022年受专项债券发行增长影响，10年期以上债券占比提升

表1 2016—2023年及2024年1—6月全国地方政府债券发行概况 (单位: 支、亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2023年上半年	2024年上半年
发行支数	1159	1134	930	1093	1848	1991	2145	2174	1066	776
发行金额	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	43681.05	34928.01
其中: 一般债券	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	33464.88	15312.95	10442.82
专项债券	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	59788.81	28368.10	24485.19
其中: 新增债券	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	46450.62	27352.75	18258.69
置换债券	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	--	--	--	--	--	--
再融资债券	--	--	6816.79	11484.29	18913.27	31189.21	26109.53	46803.07	16328.30	16669.32
其中: 公募发行	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	43681.05	34928.01
定向发行	15500.84	10855.92	4141.20	--	--	--	--	--	--	--
其中: 3年期	11291.83	7988.57	6346.37	2058.94	1305.84	3347.61	4267.03	5804.59	2232.65	1316.49
5年期	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	15883.03	3864.64	4693.26
7年期	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	16755.65	6857.15	6757.65
10年期	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	22858.91	11664.17	10342.49
15年期	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8884.75	5883.15	3137.39
20年期	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10836.97	6797.43	3926.02
30年期	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	12090.33	6371.35	4649.03

注: 1. 以上数据不含部分省份发行的境外债; 2. 1年期及2年期地方政府债券发行规模较小, 未在上表中列示; 3. 尾差系四舍五入所致, 下同; 4. “--”表示当期未发行该类型政府
资料来源: 联合资信根据Wind整理

至66.01%；2023年则回落至58.63%。2024年上半年，10年期以上债券占比为63.14%，同比有所下降。从整体发行期限看，2021年—2023年及2024年上半年，地方政府债的加权平均发行期限分别为11.95年、13.23年、12.39年和12.69年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为7.71年、7.93年、7.38年和8.25年；专项债券的加权平均发行期限分别为14.17年、15.54年、15.20年和14.59年（见表2）。

2024年上半年，地方政府债券发行速度明显放缓。从发行节奏看，2021年受新增政府债务限额未于前一年提前下达影响，当年地方债发行集中在后三季度。2022年，出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量，地方债券发行前置，集中在前三季度。2023年，地方债发行相对均匀的分布在四个季度，其中四季度受特殊再融资债券发行带动保持一定规模。

2024年上半年，地方政府债券发行规模较上年同期下降20.04%，新增发行规模占全年新增政府债额度的39.52%，发行节奏偏慢，主要受2023年底增发的特别国债资金逐步落地及12个重点省份政府投融资受限影响，下半年有望发行提速，三季度或迎高峰（见图1）。

2024年上半年，重点省份以发行再融资债券为主，呈现严控地方债务、压缩政府投资态势。

2024年1—6月，除西藏未发行债券外，其他主体均有地方政府债券发行。其中发行规模前三名的地区为广东、山东和江苏，以新增专项债券发行为主。此外，在“35号文”界定的12个重点省份中，除天津及贵州省发债规模分别位居第10名和第11名，其他重点省份如辽宁、内蒙、云南、黑龙江、甘肃、吉林、青海和宁夏等地发债规模在全国各省份中均位于中下水平。2024年上半年，宁夏、贵州、天津、辽宁、云南、青海、

表2 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元）

月份	2020年		2021年		2022年		2023年		2024年上半年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	7850.64		3623.36		6988.57		6434.93		3844.5
2	3875.23	24.99%	4770.51	11.96%	6186.67	24.81%	8900.42	22.62%	5599.61
3	2867.6		7758.23		2842.06		6728.49		6294.5
4	13024.58		8753.43		12076.71		7553.54		3439.1
5	2866.78	24.99%	7948.68	32.69%	19336.61	46.57%	8302.28	24.22%	9035.95
6	2722.38		6567.76		4063.09		6191.36		6714.35
7	11997.22		8797.28		3909.42		13089.39		--
8	7205.44	24.99%	7378.44	30.40%	3010.84	14.93%	7701.07	28.93%	--
9	4429.27		8688.6		6687.32		13962.85		--
10	1383.64		6803.81		2468.94		6672.09		--
11	1836.13	11.87%	3178.97	24.95%	914.6	13.69%	1955.87	24.23%	--
12	64438.13		74826.3		73555.79		93253.68		--
合计	74826.3	100.00%	74826.3	100.00%	73555.79	100.00%	93253.68	100.00%	34928.01

注：“--”表示数据不适用
资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

内蒙古和重庆再融资债券发行占比均超过66.00%，且该8省均为重点化债区域；12个重点省份中云南、青海、宁夏和贵州当期均未发行新增专项债，黑龙江、天津和辽宁当期新增专项债券占比均低于10.00%，其余5省（市）当期新增专项债券占比均未超过40.00%。整体看，重点省份呈现严控地方债务、压缩政府投资态势，地方政府投资端结构出现分化，重点化债区域地方债券发行目标更倾向于借新还旧，债务风险相对可控的财政大省则更多地承担起政府投资任务。从净融资额来看，2024年上半年，广东省净融资额超2800亿元，山东、江苏和浙江净融资额超1400亿元，安徽、河北和河南净融资额超1000亿，四川、湖北、福建、贵州、天津和重庆等9个省（市）净融资额超500亿，净融资规模较小的区域包括云南、辽宁、青海省和新疆生产建设兵团，均不足百亿元，西藏、宁夏和上海净融资额为负。重点省份净融资规模整体处于中下游水平（见图2）。

利率与利差分析

2023年11月以来，受央行降息、债市呈现“资产荒”状态导致利率中枢整体下行影响，地方政府债券平均发行利率持续下降。

2023年1—2月，整体利率走势稳中有升；3—6月，

利率走势有所下降；7—11月，受跨季及政府债供给放量等因素影响，地方政府债券发行利率整体在波动中有所回升；2023年11月以来，受央行降息、债市呈现“资产荒”状态导致利率中枢整体下行影响，地方政府债券平均发行利率持续下降。2024年1—6月，地方政府债券加权平均发行利率为2.45%，其中一般债券平均发行利率为2.39%，专项债券平均发行利率为2.46%（见图3）。

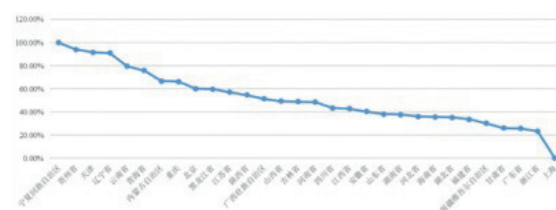
2024年前二季度，地方债发行利差环比均有所收窄；各省（市、自治区）发行利差明显收敛；2024年第二季度，平均发行利差最高和最低的省份分别为内蒙古和上海。2023年一季度地方债发行利差为10.82bp，二季度进一步收窄至10.49bp，三季度发行利差扩至13.52bp，四季度以来受特殊再融资债券供给压力影响，发行利差显著扩大至22.06bp。2024年一季度及

图1 2023年及2024年上半年各省（市、自治区）地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



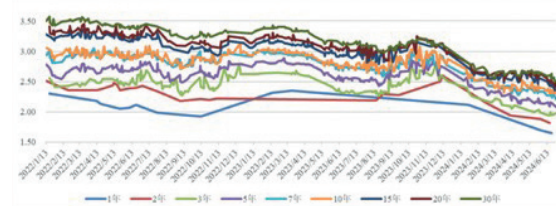
注：1. 5个计划单列市纳入所在省份统计；2. 上图按2024年1—6月发行规模由高到低排序
资料来源：联合资信根据Wind整理

图2 2024年1—6月各省（市、自治区）再融资债券发行占比情况



注：1. 西藏2024年上半年未发行债券，对应再融资债券发行占比情况未在上图显示；2. 5个计划单列市纳入所在省份统计
资料来源：联合资信根据Wind整理

图3 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

二季度, 平均利差环比分别收窄至11.76bp和10.76bp, 均略高于2023年同期(见图4)。各省份发行利差环比数据方面, 以发行量最大的10年期地方债为样本, 2024年第二季度, 在整体利差下行的大环境下, 平均发行利差最高的省份为内蒙古(19.96bp), 其次是广西(18.23bp), 在11bp~17bp区间的是贵州、云南、天津、江西、黑龙江、河南、新疆、青海和安徽, 其余省份均不超过11bp, 其中, 利差从高到低排序, 位居后五位省份分别是上海(3.95bp)、浙江(5.41bp)、北京(5.93bp)、江苏(6.06bp)和陕西(6.96bp), 均不超过7bp。从各省份利差环比变动情况来看, 2024年4—6月平均利差收窄最明显的是湖南, 从2024年一季度的21.99bp降至2024年上半年的10.70bp, 大幅收窄11.29bp, 利差提升最明显的是云南, 2024年二季度平均利差15.80bp, 较2024年一季度上升9.06bp(见图5、表3)。

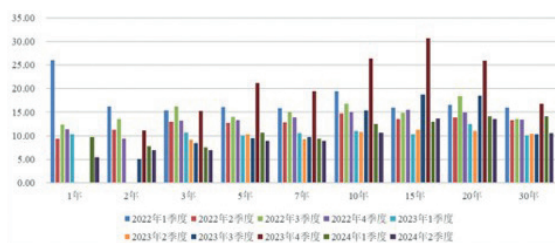
地方政府专项债券投向领域

2024年1—6月, 专项债募集资金投向基建领域仍是主要发力点, 前三大投分别为交通基础设施建设、城乡发展及城市基础设施。其中, 用于支持中小银行的专项债发行金额明显下降, 相当于2023年发行规模的2.78%; 用于交通基础设施类项目的专项债券发行金额占比大幅提升至20.00%以上(见表4)。

三、地方政府债券未来展望

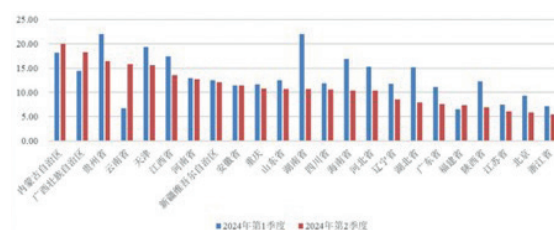
年内专项债及再融资债券发行压力较大, 下半年有望发行提速, 三季度或迎高峰。受2023年底增发的特别国债资金逐步落地降低地方政府债券融资需求, 以及12个重点省份严控政府投资政策影响, 2024年上半年, 地方政府债券发行总额较上年同期下降20.04%, 发行节奏偏慢。从发行情况看, 2024年上半年新增专项债券发行规模已完成1.49万亿元, 剩余新增债券发行额度尚有较大规模, 下半年发行压力较大。从发行节奏看, 一季度专项债发行节奏整体较缓慢, 特别是新增专项债的发行节奏偏慢。4月份至5月份, 节奏逐渐增快, 尤其是5月份新增专项债发行量超过前4个月新增专项债发行总量的60.00%。6月地方债发行量和净融资额环比、同比均有所下降; 6月地方债发行结构以新增专项债为主, 占当月地方债发行总量的49.55%, 当月无特殊再融资债发行。从发行计划看, 截至2024年7月1日, 34个省、计划单列市披露了三季度地方债发行计划, 总计26227亿元, 其中新增专项债15893亿元(占61%)、再融资一般债3484亿元(占13%)、再融资专项债4088亿元(占16%)。再融资债券方面, 截至2024年6月底, 将于一年内(含)到期的地方政府债券到期规模合计约2.33万亿元, 年内再融资债券的发行压力较大。整体看, 专项债及再融资债券发

图4 各季度政府债平均利差对比(单位: bp)



注: 1年期和2年期地方政府债券发行量较少, 故不做统计
资料来源: 联合资信根据Wind整理

图5 2024年上半年各省(市、自治区)10年期政府债平均利差对比(单位: bp)



注: 部分省份在2024年第一季度或第二季度未发行10年期政府债券, 故未在上图列示
资料来源: 联合资信根据Wind整理

表3 2023年及2024年上半年各省（市、自治区）10年期政府债券分季度平均利差（单位：bp）

省份	2023年				2024年	
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度
重庆	13.99	7.1	14.94	27.93	11.66	10.81
浙江省	8.89	10.78	2.99	5.24	7.14	5.41
云南省	13	--	11.91	--	6.74	15.8
新疆维吾尔自治区	15.04	11.99	19.05	28.6	12.49	12.09
西藏自治区	--	--	7.7	29.41	--	--
天津	10.93	--	12.98	34.12	19.31	15.56
四川省	9.89	11.44	15.62	--	11.82	10.55
上海	11.96	--	6.98	--	--	3.95
陕西省	11.26	12	17.78	28.23	12.24	6.96
山西省	14.32	11.79	17.97	31.37	--	10.16
山东省	9.4	6.82	12.15	25.64	12.53	10.7
青海省	--	12.49	24.24	--	--	11.63
宁夏回族自治区	16.48	16.23	20.65	34.23	--	10.72
内蒙古自治区	14.97	15.35	24.6	32.01	18.21	19.96
辽宁省	13.78	13.15	19.59	26.86	11.71	8.58
江西省	10.06	16.11	23.21	28.61	17.43	13.62
江苏省	8.87	6.7	3	4.98	7.52	6.06
吉林省	--	10.31	22.03	34.28	--	10.32
湖南省	10.49	12.47	21.91	29.89	21.99	10.7
湖北省	8.54	9.78	13.25	28.87	15.15	7.95
黑龙江省	13.8	14.81	7.2	25.54	--	13.42
河南省	6.98	9.81	17.24	31.82	12.98	12.75
河北省	10.42	10.7	20.58	10.5	15.32	10.34
海南省	14.42	11.96	17.72	25.73	16.92	10.37
贵州省	12.3	17.38	18.06	33.47	22.01	16.51
广西壮族自治区	13.36	9.67	--	28.52	14.42	18.23
广东省	8.48	8.27	11.24	6.69	11.15	7.6
甘肃省	14.43	16	25.67	26.32	--	--
福建省	9.76	7.87	10.65	19.61	6.51	7.39
北京	11.31	2.49	5.86	--	9.25	5.93
安徽省	10.49	11.74	18.08	--	11.42	11.42

注：“--”代表该省份当期未发行10年期政府债，无法获取利差数据

资料来源：联合资信根据Wind整理

行压力较大,下半年有望发行提速,三季度或迎高峰。

央行释放“纠偏”市场信号,预计后期地方债发行利率或小幅上涨。去年11月以来,市场利率中枢下行明显,长期国债收益率持续下行。央行今年以来多次提及长端利率过低的风险,与经济发展情况不匹配。央行一季度货币政策委员会例会新闻稿中提到“在经济回升过程中,也要关注长期收益率的变化”。4月下旬,央行有关部门负责人在接受《金融时报》采访时表示,长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期,但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动;当前我国经济长期向好的基本面没有改变,央行对经济增长前景是长期看好的,但供求关系等因素也会对长期国债收益率带来短期扰动。当期资产荒带动下,交易盘拉动长端利率快速下行,超出了央行预期下行的节奏,利率曲线走向平坦化。央行7月1日发布公告称,为维护债券市场稳健运行,在对当前市场形势审慎观察、评估基础上,央行决定于近期面向部分公开市场业务一级交

易商开展国债借入操作。央行出于防风险的考量,向市场释放调控长端利率的信号,但央行借入规模与具体期限尚未明确,而且卖出时点及价格也存在较大不确定性。二十届三中全会审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》,7月22日央行货币政策进行了跟进,对有出售中长期债券需求的MLF参与机构阶段性减免MLF质押品,说明央行持续关注长端利率,不希望降息后进一步打开长端利率的下行空间,“保持正常向上倾斜的收益率曲线”的决心不变。央行释放“纠偏”市场信号主要目的在于发挥价格指导作用,引导收益率回归至合理区间,预计后期地方债发行利率可能出现小幅上涨。

专项债资金监管将继续强化,并侧重提升资金使用效益。2024年6月,审计署发布的《关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出专项债项目安排不科学,部分专项债项目未发挥政府投资带动放大效应。专项债偿债资金纳入政府性基金预

表4 专项债主要资金用途及占比 (单位: 亿元)

项目	2021年		2022年		2023年		2024年1-6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
棚改	4221.76	20.79%	2191.24	11.70%	2213.36	11.66%	1370.05	9.76%
城乡发展	2132.98	10.50%	2774.72	14.82%	3506.67	18.47%	3013.59	21.48%
城市基础设施	2192.94	10.80%	4062.32	21.70%	2544.65	13.40%	1802.4	12.85%
水利环保	971.82	4.79%	2607.18	13.93%	3070.48	16.17%	1033.35	7.36%
收费公路	1324.32	6.52%	1252.6	6.69%	1413.44	7.44%	741.48	5.28%
产业园区	3677.9	18.11%	3408.76	18.21%	1559.91	8.22%	189.76	1.35%
民生事业	1933.13	9.52%	340.24	1.82%	326.95	1.72%	161.02	1.15%
交通基础设施	1108.94	5.46%	821.18	4.39%	564.39	2.97%	3267.26	23.29%
教育医疗	114.96	0.57%	7.5	0.04%	741.16	3.90%	1407.75	10.03%
铁路轨道	114	0.56%	73.2	0.39%	295.14	1.55%	883.22	6.29%
文旅	9.96	0.05%	0	0.00%	372.81	1.96%	20.1	0.14%
乡村振兴	421.39	2.08%	295.97	1.58%	94.99	0.50%	21.46	0.15%
旧改保障房	487.82	2.40%	256.21	1.37%	99.34	0.52%	59.62	0.42%
支持中小银行	1594	7.85%	630	3.37%	2182.8	11.50%	60.2	0.43%
合计	20305.92	100.00%	18721.12	100.00%	18986.09	100.00%	14031.26	100.00%

注: “-”代表该省份当期未发行10年期政府债,无法获取利差数据
资料来源: 联合资信根据Wind整理

算管理,近年来专项债持续扩容但项目收益偏低,叠加政府性基金收入的下降,专项债付息压力进一步加大。2024年《政府工作报告》提到“统筹用好各类资金,防止低效无效投资;建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”,预算草案也提出“强化投向领域负面清单管理,严格把好项目融资收益平衡关”。考虑到专项债大幅扩容的同时,仍存在部分项目收益偏低、资金使用不及时不规范等问题,在付息压力增加叠加专项债项目收益偏低的背景下,预计未来专项债资金监管强化态势将延续,将进一步落实落细常态化监管措施。此外,财政部预算司司长王建凡表示,2024年,财政部会同有关部门不断优化调整专项债券投向领域和用作项目资本金范围,将更多新能源、新基建、新产业领域纳入专项债券投向领域,增加“独立新型储能”“重点流域水环境综合治理”等纳入专项债券支持范围,引导地方加大对“国家级产业园区基础设施”“5G融合应用设施”“城中村改造”“保障性住房”“普通高校学生宿舍”等领域的支持力度,将“保障性住房”等纳入专项债券用作项目资本金范围,进一步发挥专项债券撬动作用。同时,指导地方围绕党中央、国务院确定的重点投向领域做好专项债券项目储备工作,严格落实专项债券禁止类项目清单。后续政策将兼顾扩大专项债使用范围及提升资金使用效益,在项目成熟度、融资收益平衡、资金使用合规性等方面将加强审核把关,从而提高项目储备质量,优化政府投资节奏和力度,提高债券资金使用绩效,发挥好政府投资的带动放大效应。

地方政府债务严监管态势仍将持续。2023年以来,部分地方政府偿债压力加大,引发市场担忧。2023年7月,中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案”,债务监管口径或扩大至城投企业全部债务,鉴于城投企业隐性债务与经营性债务区分难度大,相关政策调整也更加符合地方政府债务化解的实际情况。2024年《政府工作报告》

提出,要稳妥有序处置风险隐患,统筹好地方债务风险化解和稳定发展,妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险,健全风险防控长效机制,完善全口径地方债务监测监管体系,再次表明中央政府或将对地方政府债务和城投企业债务进行“合并监管”。财政部提出要统筹好地方债务风险化解和稳定发展,坚持省负总责、市县尽全力化债,进一步落实一揽子化债方案;要健全防范化解隐性债务风险长效机制,加强部门协调配合,完善监管制度;严肃查处各类违法违规举债行为,加大问责结果公开力度,坚决防止一边化债、一边新增。2024年6月25日,《国务院关于2023年中央决算的报告》提出完善地方政府债务管理,严格落实地方政府举债终身问责制和债务问题倒查机制,加大追责问责力度,坚决遏制违规举债。完善全口径地方债务监测监管体系,着力构建防范化解隐性债务风险长效机制。分类推进融资平台公司改革转型,加快压降平台数量和隐性债务规模。2024年7月18日公布的《中共二十届三中全会公报》指出,“要统筹好发展和安全,落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”。考虑近年来专项债的大幅扩容,部分地方政府债务风险加大,地方政府债务严监管态势仍将持续。

特殊再融资债券发行规模远低于预期,下半年或将发行提速。2023年7月,政治局会议启动一揽子化债方案,随后的9月,特殊再融资债券重启发行,截至2023年底共发行1.39万亿。根据财政局披露数据,截至2023年底,全国地方政府债务余额40.73万亿,限额42.16亿,2024年特殊再融资债券发行的理论上限为1.43万亿。自2月2日贵州发行2024年首笔特殊再融资债券以来,截至6月底,特殊再融资债券累计发行1087.65亿元,发行规模远低于预期,下半年或将发行提速。考虑到当下各地财政负担加重、债务化解承压的背景,以及后期积极财政的延续,特殊再融资债券发行规模存在扩充空间,且重点地区或将是发行主力军。■

透过审计报告和资产评估报告识别 城投公司财务风险

文|联合资信 马颖

一、常见的财务报表异常及风险识别

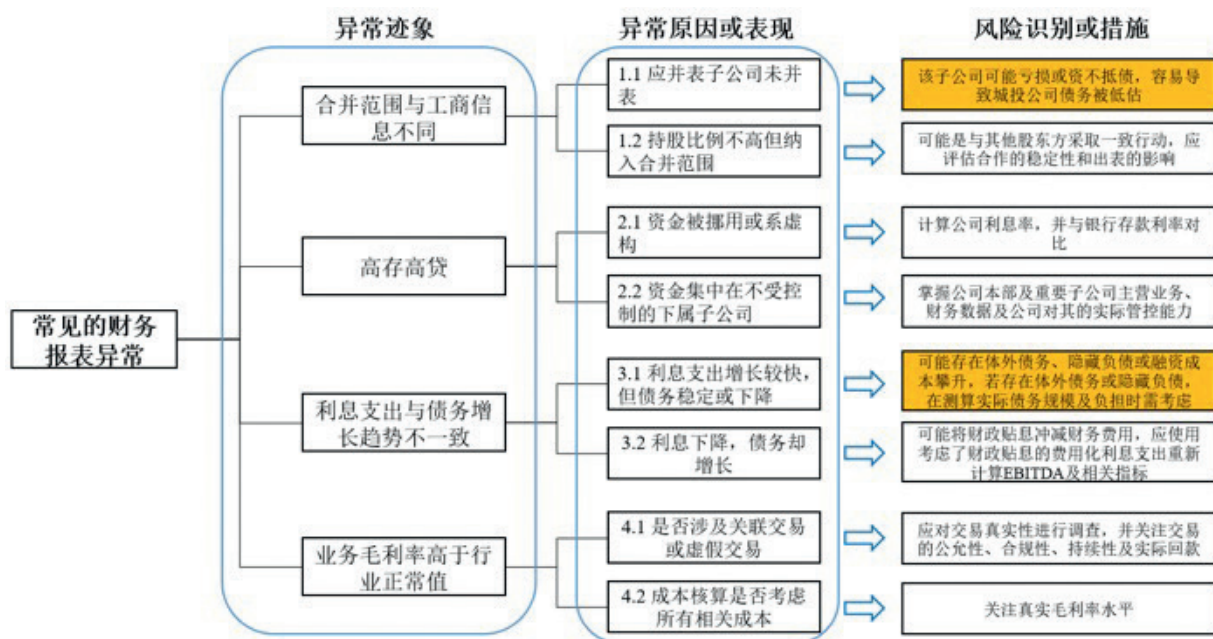
由于城投公司的业务性质，其财务报表通常呈现资产构成以基建项目成本和应收类款项为主、债务规模大、自身盈利能力弱、利润依赖政府补助等特点。为满足发债条件、上级考核要求等，城投公司可能会借助各种方式对财务报表进行美化。其中部分美化方式可能会导致财务报表异常，以下简要介绍了评级实践中经常遇到的几种财务异常情况，并对其产生的原因或表现、风险识别等进行梳理和总结（见图1）

报表合并范围不同于工商信息

评级实践中，通常会通过工商信息查询网站查询城投公司的对外投资单位名录，并将其与城投公司最近年度审计报告进行对比。若对比发现两者存在差异（例如城投公司对某企业的持股比例高于50%，但审计报告显示城投公司未将其纳入合并范围），且该差异并非是由于所处时间节点不同所致，该种情况应引起关注。以下是可能导致差异的两种情况：

一种情况是应并表子公司未并表。城投公司为美化财务报表，可能会通过托管经营或章程约定等方

图1 常见的财务报表异常及风险识别



资料来源：联合资信整理

式, 将持股比例较高、本应纳入合并范围的亏损(或资不抵债)子公司出表。这种情况下, 首先要了解未并表的原因, 若涉及托管经营, 则应在获取托管经营协议后, 结合公开渠道可获取的其他资料, 综合判断托管经营未并表的合理性。通常情况下, 若受托方仅收取固定管理费, 则实际控制人为委托方; 若受托方收取可变管理费, 并且协议约定受托方行使委托方的表决权, 控制该子公司董事会席位, 委托管理期间产生的经营收益和亏损全部由受托方承担, 则可认为该子公司由受托方控制。该种情况下, 应警惕城投公司虽未将该子公司纳入合并范围, 但其生产经营及债务偿还实际由城投公司负责, 易于导致城投公司实际债务规模及债务负担被低估。

另一种情况是持股比例不高但纳入合并范围。城投公司为扩大收入规模, 可能会通过与其他方签署一致行动人协议, 将自身持股比例不高、本难以纳入合并范围的子公司并表。该种情况下, 若其他参股方为民营企业或自然人, 应进一步了解上述合作达成的背后原因, 在获取一致行动人协议的基础上, 综合判断该合作的持续性和稳定性, 同时评估该子公司出表对城投公司财务报表、盈利能力及偿债能力指标等的影响。

货币资金规模大却持续举债

审计报告或最新财务报表显示, 公司账上存在大规模的货币资金, 且受限金额小, 与城投公司同时大规模举借债务(尤其是高息债务)形成鲜明对比。此种高存高贷可能是以下两种情况所致: 一是公司资金被其他方(例如大股东)挪用或账上资金实为虚构; 二是公司账上的货币资金集中在某些不受公司控制或统筹的下属子公司, 该类子公司存续债务规模及新增融资规模均不大(但经营性现金流较好), 公司本部或其他下属子公司在债务偿还或项目建设方面存在较强的融资需求。针对第一种情况, 可通过计算城投公司存款的利息率(冲减财务费用的利息收入/年均货币资金规

模), 并将其与同期银行存款利率进行对比, 初步判断公司账上货币资金的真实性。针对第二种情况, 应掌握公司本部及其重要子公司的主营业务及财务数据, 了解公司本部对重要子公司的管控手段及实际管控能力, 警惕对子公司管控能力较弱的城投公司的债务逐渐向其本部集中的情况。

利息支出变动有别于债务增长趋势

此处的不一致主要是指匡算出的城投公司的平均融资成本(年度利息支出/平均债务规模)与其实际情况(尽调了解)、现金流(分配股利、利润或偿付利息支付的现金/平均债务规模)差异较大, 亦或者城投公司平均融资成本的变动趋势与市场行情、对比企业变动趋势相悖。

具体涵盖两种情况, 一是城投公司每年利息支出增长较快, 但债务规模较为稳定甚至呈下降趋势, 该种情况下可能表明城投公司或存在体外债务, 或利用其他方式隐藏负债, 亦或者公司融资环境较差、综合融资成本持续攀升。

一般情况下, 城投公司主要通过资金往来或对外担保形成体外债务。资金往来形成体外债务是指受限于银行授信等外部因素, 城投公司从银行取得的贷款需通过同区域的其他企业进行发放(在化债过程中可能表现得更为明显), 在该城投公司账上虽体现为企业之间的往来款(城投公司计入其他应付款), 但该笔债务本息实际由其承担, 属于其刚性有息债务。对外担保形成体外债务是指城投公司对区域内的其他企业提供担保后, 同时对该企业的其他应付款或长期应付款增加, 该种情况下可能是城投公司名义上为其他企业担保而实际是为自身融资。

除形成体外债务外, 城投公司还可能通过其他方式隐藏负债, 例如城投公司或其下属子公司发行永续期债务融资工具(计入其他权益工具或少数股东权益)、开展融资性贸易(计入应付账款)。通常, 计入其



他权益工具中的永续债的金额可在财务报表中直接获取,但少数股东权益中永续债的具体金额需结合城投公司资料以及对其发债子公司存续债券情况分析所得。对于融资性贸易而言,可从城投公司审计报告中应付账款的对手方明细进行初步判断,如果与其主营业务关联性不大,则可进一步了解,包括获悉款项产生的原因、获取相关的合同、发票及其他凭证等,综合评估是否构成融资性贸易。

另一种情况是城投公司每年利息支出规模下降,但债务规模呈增长趋势,所测算的平均融资成本远低于公司实际情况或对比企业。该情况有可能是城投公司将政府拨付的财政贴息直接冲减了财务费用所致。对此应了解财政贴息的持续性与稳定性,并将财政贴息加回费用化利息支出中,用以重新计算EBITDA及相关指标,结合考虑两种计算结果,对其长期偿债能力指标做出准确评估。

某业务毛利率高于同行业正常水平

此处的业务主要指的是城投公司通常从事的市场化程度较高的业务,比如贸易、工程施工、房地产开发、租赁等。若城投公司某业务的毛利率水平明显高于行业正常值,需特别关注毛利率异常的原因,并收集

相关资料(例如上下游对手方、定价依据、成本核算依据、收入确认依据及回款凭证等),综合评估该业务是否涉及关联交易或虚假交易。若涉及关联交易,需进一步关注定价的公允性、关联交易的合规性及持续性、该业务实际回款情况以及业务回款是否有可能通过其他方式(例如往来款等)转出公司等。虚假交易方面,城投公司从事的业务中风险较高的主要是贸易业务,因此,对于金额较大的购销交易(尤其指对城投公司当年收入规模或盈亏临界点有影响的交易),除取得购销合同外,还应对交易的真实性进行调查,包括取得城投公司自身的记账凭证、收付款记录、采购及销售发票、发货单、收货单等。若交易对手方是同一区域内的其他城投公司或民营企业、自然人,该种情况下对交易的真实性进行调查就显得更为必要。除此之外,还需了解城投公司贸易业务收入确认的方式是总额法、净额法还是两者兼有,并对其是否能控制贸易产品的货权或自主选择上下游等方面进行了了解。

除此之外,还有一种情况可能导致某业务毛利率水平高于行业正常值,即其业务成本核算时未全面考虑所有相关成本。例如交通部的城市轨道交通设施设备运行维护管理办法规定,有轨电车架修间隔不超过五年,且因架修成本较高,因此通常在架修之前预提

架修费用，同时计入业务成本和预计负债。若未预提该部分修理费用，则可能导致业务毛利率虚高。再比如，城投公司自建的资产已达到预定可使用状态，甚至已投入运营，其以尚未办理竣工决算为由不转固，亦或转入长期应收款、其他非流动资产等科目。该种情况下，其运营收入对应所结转的成本中或不包含折旧，将导致业务毛利率虚高。上述情况下需关注该业务真实的毛利率水平。

二、常见的资产评估类型及合理性判断

近年来，为支持城投公司发展，地方政府无偿向城投公司划入河道砂石采砂权、水库资产、停车位经营权、海域使用权、滩涂资产等，城投公司通常对其进行评估，并按评估价值入账。资产评估有三种基本的评

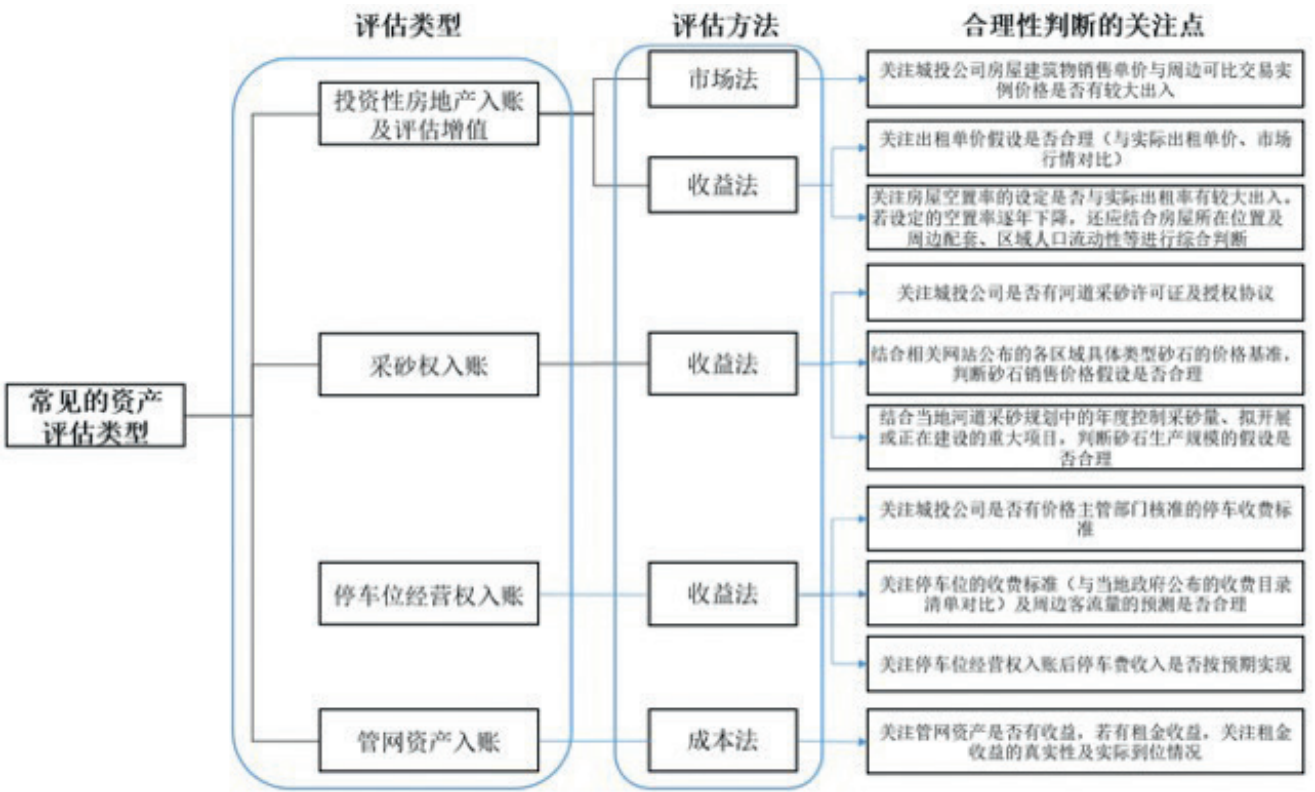
估方法：市场法、收益法和成本法，各方法的适用条件不同，同一资产可能适用多种评估方法。那么如何对资产评估的合理性和适当性做出判断？下文结合常见的几种资产评估类型，简要介绍资产评估价值合理性判断的关注点（见图2）。

投资性房地产入账及评估增值

为壮大资产规模，城投公司可能会将存货或固定资产中的房屋建筑物转换为以公允价值计量的投资性房地产，该种情况下也会涉及到投资性房地产的评估。此外，城投公司通常会有一定规模的房屋建筑物对外出租，城投公司将其计入投资性房地产科目核算，并采用公允价值进行后续计量。该种情况下，则涉及每年对投资性房地产进行评估。

对该类投资性房地产进行评估时通常选择市场

图2 常见的资产评估类型及合理性判断的关注点



资料来源：联合资信整理

法或收益法。若被评估对象周边同类物业交易较为活跃,在市场上有可供参照的交易案例,通常采用市场法进行评估。若被评估对象周边交易市场不活跃、租赁市场活跃且有较多租赁案例,则通常采用收益法进行评估。

针对对外出租的房屋建筑物,若该类房屋建筑物的租金收益偏低,则城投公司可能更倾向选择市场法,反之则更倾向选择收益法。

若资产评估报告选择市场法,在分析时需关注城投公司该类房屋建筑物周边是否有可比的交易实例,其价格与城投公司房屋建筑物的单价是否有较大的出入。若资产评估报告选择收益法,则分析时需关注城投公司出租的房屋建筑物的单位租金价格的假设是否合理(与实际出租单价、市场行情是否存在较大差异)、房屋空置率的设定是否与实际出租率有较大出入等。若资产评估报告设定的房屋空置率逐年下降,还应结合房屋建筑物所在位置及周边配套、区域人口流动性等进行综合判断。

除此之外,城投公司还可能将持有以备增值的土地作为投资性房地产核算。对土地的评估通常可以选择市场法或基准地价系数修正法。若被评估土地所在区域有土地成交案例,且交易信息可以充分获取,该种情况下适宜采用市场法进行评估。若被评估土地位于基准地价区域范围内,也可采用基准地价修正系数法进行评估。当然土地价值的判断还要结合所在区域的房地产市场行情,若区域房地产行情低迷、商品房等去化缓慢,城投公司持有的土地的地理位置较为偏僻、周边配套尚未完善等,还应对其土地的入账价值和变现能力做出评估和判断。

采砂权入账

城投公司入账的采砂权通常采用收益法进行评估。首先,应关注城投公司是否有河道采砂许可证(包括开采范围、开采总量及有效期限等重要信息)以及



授权协议(授权采砂的范围及授权期限);其次,应关注砂石的生产规模及销售价格假设是否合理。

销售价格判断方面,结合中国砂石协会、我的钢铁网、矿机之家等网站上公布的各区域(因为砂石有销售半径,通常需要参照同区域的价格)砂石(例如河砂、中砂、细沙、碎石等)的价格基准(结合评估基准日及当前价格综合判断),初步判断资产评估报告中关于砂石销售价格的假设是否存在明显高估。

关于砂石的生产规模假设是否合理,除了要参照所在地级市/区县的河道采砂规划中的年度控制采砂量,还应了解当地拟开展或正在建设的重大项目(例如房地产开发、交通基础设施建设等),综合判断资产评估报告中假定的砂石生产规模的合理性、可行性。

停车位经营权入账

城投公司入账的停车位经营权通常采用收益法进行评估。在分析时,首先要关注城投公司是否有价格主管部门核准的停车收费标准。其次,要关注停车位的收费标准及周边客流量的预测(例如关于停车位出租

率的假设)是否合理。其中,对于临时占道的停车位,通常实行政府定价。因此,要对比资产评估报告中的停车位收费标准与当地政府公布的经营服务性收费目录清单中的停车收费标准,判断是否存在明显差异。对于已将停车位经营权入账的城投公司,关注其每年的停车费收入是否按资产评估报告中的预期收入实现。除此之外,对于临时占道停车位需要进行智能化改造的,在评估时也应考虑该部分支出,若资产评估报告未考虑,也会导致评估价值的偏高。

管网资产

城投公司入账的雨污管网资产通常采用成本法进行评估。因为管网通常没有独立的收益,城投公司为了避免该类资产被划分为公益性资产,通常会跟当地水务局/城投公司签订管网租赁协议,该类租金可能处于较高水平,但需关注相关租金是否实际到位。若与当

地国有企业签订的管网租赁协议,可在公开渠道查询该国有企业的业务,初步判断其是否有可能实际使用该类管网资产,进而判断公司管网资产是否产生了真实的收益。若管网资产的收益真实性不高,且租金未实际到位(亦或到位后通过往来款等方式流出城投公司),应对其收入及现金流的真实性进行重新评估。

三、总结

为准确评估城投公司的偿债能力及财务风险,除了关注当地的区域经济发展和地方政府的财政实力外,还要关注城投公司自身的市场化转型及财务状况,借助审计报告和资产评估报告识别城投公司财务报表中的异常现象及可能存在的资产高估,最大限度还原其可用于偿债的有效资产对其实际需要偿付的全部债务规模的覆盖情况。///

数据资产入表对城投企业影响初探

文|联合资信 李思卓 杨柳

一、数据资产入表的相关背景

数据资产,是指合法拥有或者控制的,能进行计量的,为组织带来经济和社会价值的数据资源。自2015年以来,我国多个政府部门多次发布相关政策指引,稳步推进数据要素市场和基础制度配套建设。2015年,国务院印发了《促进大数据发展行动纲要》,明确要求加快政府数据开放共享,推动资源整合,提升治理能力,统筹规划大数据基础设施建设,发展工

业、新兴农业和农业农村大数据的要求。2021年12月,国家发改委发布了《“十四五”数字经济发展规划》,规划中提出“到2025年,我国数字经济迈向全面扩展期,数字经济核心产业增加值占GDP比重将达到10%”。

在此基础上,国务院、财政部、国家数据局等部门于2023年多次印发文件,提及数据资产计价、开发、使用及收费机制等内容。2023年2月,国务院印发了《数字中国整体布局规划》,明确提出“到2025年,基

本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局”以及“开展数据资产计价研究，建立数据要素按价值贡献参与分配机制”。2023年8月，财政部印发了《暂行规定》，其中明确了可入账的数据资产类型，以及在现有会计政策制度下，对数据资产能否作为会计上的资产进行确认以及确认为哪类资产进行了细化规范。2023年12月，国家数据局等十七部门联合印发了《数据要素×三年行动计划（2024—2026）》，提出重点推进12个领域与数据要素的结合，包括但不限于工业制造、现代农业、商贸流通和交通运输等。

2024年1月，国家发改委价格检测中心副主任王建冬表示，从短期看，数据基础制度将催生3000亿~5000亿元规模的数据交易市场，从中长期看，数据资产相关市场潜在规模将在60万亿元以上。可以看到，未来可能形成的数据资产相关潜在规模较为可观。然而，数据资产作为一种新型资产，其可复制、非排他等资产特性也为其确权入表带来挑战。

下文主要从现阶段可入表的数据资产如何进行账务处理、对城投企业财务报表可能带来的影响以及目前城投企业入表数据资产的落地情况等方面展开，以求为后续城投企业进行数据资产整合入表提供一定参考。

二、数据资产入表主要流程

从目前的实践案例来看，数据资产实现入表涵盖了对数据资源的加工处理，在有关部门登记进行数据确权，通过有效的治理与管理形成数据产品，确认数据的使用场景并进行经济利益分析、成本合理归集与分摊，通过成本法、市场法或收益法确定数据资产价值，以及列报与披露等步骤。

首先，可入表的数据资产，需同时满足以下两个条件：1、企业合法拥有或控制的；2、数据资产预期会给企业带来经济利益。其中针对“合法拥有和控制”，企

业需要针对公共数据、企业数据和个人信息数据，分别识别相应权属关系以及对应的合法合规依据，确保在授权范围内加工及使用数据。企业应建立包括数据资产体系、数据资源目录、数据资产账户、数据资产血缘分析和数据资源经营在内的数据资源管理体系，盘清数据资源家底，并在有关部门进行数据资产登记确权，并通过有效治理与管理形成有效的数据产品。

数据资产的价值评估方面，目前主要分为成本法、收益法和市场法。受限于数据资产交易市场尚不完善，短期内无法提供流动性较强的市场案例作为对比，以及现阶段大部分入账的数据资产尚未实现稳定收益等因素，故从现有实践案例来看，企业对数据资产进行评估的主要依据为成本法。对于能够“入表”的数据资产，企业按照《暂行规定》等企业会计准则相关规定进行初始和后续计量。列示和披露要求方面，“数据资源”项目在“存货”“无形资产”“开发支出”项目下增设，并在会计报表附注中披露相关细节信息。《暂行规定》通过引导企业根据自身情况对数据资产信息进行披露，以全面地反映数据资源对企业财务状况、经营成果等的影响。

最后，针对数据资产的排他性、可复制性、时效性等特性，企业在对确认为无形资产的数据资源的使用寿命进行估计时，应重点关注数据资源相关业务模式、权利限制、更新频率和时效性、有关产品或技术迭代、同类竞品等因素。对于使用寿命有限的数据资源，企业应当披露其使用寿命的估计情况及摊销方法；对于使用寿命不确定的数据资源，企业应当披露其账面价值及使用寿命不确定的判断依据。

三、数据资产入表的城投实例

目前数据资产入表进度及类型分析

根据公开信息不完全统计，自2023年以来，实现数据资产入表的企业类型以地方国企、地方国资平台



和中型民营科技类企业为主，其中发债城投或其关联公司占比过半，且发债城投或其关联公司以山东、江苏两地居多。

目前发债城投或其关联公司入表数据资产类型主要以公共交通、供水、供气及供热等公用事业类数据、生产运营领域数据、信贷领域数据、社会治理及产业发展领域数据五类为主。第一，由于城投平台的职能定位之一为国有资产运营管理，因此城投平台将运营国有资产过程中形成的交通、供水及供热等公用事业类数据确权具备先天优势。目前将公用事业类数据入表为城投平台数据资产入表最主要的形式，代表城投平台及其关联公司包括南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司、南京扬子国资投资集团有限责任公司和济南能源集团有限公司等。第二，生产运营领域数据方面，城投平台（含高速公路运营类平台）利用自身经营性业务产生的可入表数据资产，主要包括港口类子公司形成的干散货码头货物转水分析数据及港

口吞吐量数据和智慧交通类数据（包括停车场数据、公共停车泊位状态数据、智慧交通路侧感知数据、车辆分析查询、车流量及车联网数据）两大类，此外也涉及少量通信管线运营数据等。第三，信贷领域数据方面，目前将数据资产应用场景尝试拓展至信贷领域的城投平台主要为温州市城市建设发展集团有限公司，也是目前国内有公开报道的财政指导企业数据资产入表第一单，该模式对各地财政部门和商业银行的数据经济资源重组和整合的能力要求较高，或有赖于财政部门提供更大的支持。第四，德阳发展控股集团有限公司（以下简称“德阳发展”）和无锡市梁溪经济发展投资集团有限公司将企业自有社区服务平台运营数据和社会治理、惠民服务等数据作为入表对象，将数据资产应用场景进一步尝试拓展至社会治理领域，但该模式仅为城投企业通过数据资产入表实现转型方式的补充。其中，从德阳发展2023年审计报告中可以看到，“开发支出”科目明细包括健康管理信息平台、智慧小区、智慧社区（大气治理信息化监管平台）和城市运营中台项目等，入表各子项目资产规模约在十万到百万之间。第五，产业发展数据方面，泉州交通发展集团有限责任公司（以下简称“泉州交通”）入表的“泉数工采通数据集”，由子公司泉州大数据运营服务有限公司作为运营主体，以工程采购数据应用场景需求为导向，通过挖掘分析泉州地区建筑行业的数据资源，将公共数据与社会数据、产业数据等多元数据进行融合应用，为企业提供行业发展趋势、企业竞争态势、招投标实力等多维度决策支持。其中，从泉州交通2023年审计报告中可以看到，“开发支出”科目明细包括数据资产管理平台等，或可与其数据资产“泉数工采通数据集”有关且入表的规模大概率在百万级别以下。

数据资产融资实例

目前，距《暂行规定》发布尚不足一年，加之数据资产登记后还需经过数据确权、合规评估、数据治理、

质量评价、价值评估等多流程后才可能实现入表和融资,以数据资产实现融资整体仍处于早期阶段。根据公开渠道查询,已通过数据资产实现融资的企业主要为中型民营科技类企业且大多数为高新技术企业,从明确披露融资金额的案例来看,现阶段城投企业通过数据资产实现融资的金额普遍在数百万至数千万,代表案例主要包括:一是生产运营领域数据方面,天津临港投资控股有限公司下属天津环投数字科技有限公司依托多年区域通信管线运营经验及数据基础形成“天津港保税区临港区域通信管线运营数据”数据资产,与天津临港港务集团有限公司基于通用大模型形成“临港港务集团智脑数字人”数据资产,以知识产权证书质押的方式于2024年3月获得天津银行和中国农业银行1500万元银行授信,资金用途主要用于企业的生产经营和科技研发;二是社会治理数据方面,德阳发展控股集团有限公司下属子公司德阳市民通数字科技有限公司以企业自有社区服务平台运营数据形成数据资产,并将其成本归为无形资产,以数据资产登记证书质押的方式于2024年4月获得500万元质押贷款;三是公用事业类数据方面,宜昌城市发展投资集团有限公司和南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司下属公司南京公共交通(集团)有限公司以城市公交数据分别获得中国光大银行宜昌分行数据资产质押融资500万元和中国光大银行南京分行数据资产融资授信1000万元、邯郸建投华燃有限责任公司以智慧燃气数据质押的方式获得华夏银行邯郸分行授信额度1000万元。整体来看,城投企业以数据资产实现融资落地案例正在逐步增加,但目前整体融资规模仍较小。

四、城投企业将数据资产入表面临的主要挑战与应对方式浅析

城投企业在数据资产获取和使用方面,存在着很多市场化运营公司所不具备的优势,包括但不限于更

便于获取公共事业类、社会治理类等特定行业脱敏后数据、对于数据使用和应用开发在政府部门审批流程中可发挥一定协调作用等。与此同时,城投企业也面临数据确权 and 脱敏、数据应用开发技术不成熟、与运营场景匹配度低等方面的挑战。

笔者认为,为了更好地应对上述挑战,城投企业可以参照以下几个思路来应对:

第一,从数据资源本身的性质出发,将数据资产产品的服务方式按照界面类和非界面类进行分类,将下游客户需求特征按照模型化和非模型化进行分类,在了解潜在客户对数据类型和使用场景等诉求情况的前提下,有针对性地获取数据进行定向的整理、筛选和脱敏,形成数据资源;同时由于很多城投公司具有城市运营服务商的属性,兼具国有企业背景,针对涉及到个人敏感信息、城市运营情况等多种敏感类数据资源,拥有行业专营属性,在法律允许的框架下,对敏感类数据资源的筛选和提供具有垄断属性,这也成为城投企业可重点挖掘的数据资源之一。

第二,从数据资源的应用场景出发,可以分为:降低企业或政府运营成本类型;满足市场中现有数字化应用的多元化需求类型;在各行业数字化转型过程中所出现的新需求、新应用场景下可发挥价值的类型。城投公司可以与市场上多种类型的企业进行合作,通过搭建数据平台,有利于平滑企业运营流程、政府工作流程;为现有数据模型提供数据资源;针对不同类型的数据需求定制新型数字化模型等方式,将数据资源投入到社会运行的各个方面。现阶段来看,互联网企业、金融企业、计算机软件类企业在数据资源的整合以及模型化处理领域较为领先,但均具有一定的行业特异性,城投公司可以尝试将其模型化解决特定问题的思路应用在不同场景中,通过搭建新的数理化分析模型,满足不同行业的数据分析需求或预测判断,并逐步探索和创造新的需求。

第三,从收益的角度出发,可以分为:1、数据资产

的持续运营和应用,目前市场上城投企业数据资产入表主要以成本法为主,使用市场法或收益法进行评估入账的案例较少,只有城投企业不断打通数据资产应用场景,使数据资产可产生稳定持续的现金流,或可有利于更真实反映和发挥数据资产价值;2、数据资产在做市商,城投公司可以成立数据交易平台,提供不同类型、层级的数据资产的交易通道。同时可以通过获取各行业对于数据资产需求的变化趋势,以及时分析和应对不同行业的变化。

整体来看,各类数据资产评估、入表及融资仍处于探索阶段,在数据资产确权、价值及价值稳定性评估、收益稳定性评估等方面仍需进一步细化明确。当前阶段,实现数据资产入表案例较多以山东、江苏两地

发债城投或其关联公司为主,数据资产评估入账依据主要以成本法为主,整体资产价值相对较小;同时数据资产所实现的收益较低,对城投企业资产负债表和利润表的改善程度仍有限。随着数据资产的逐步确权入表,有望对城投企业转型发展提供一定助力。未来,随政策逐步推进以及城投企业和银行机构的不断探索,预计数据资产入表规模整体有望扩大,有助于城投企业转型化债。但同时,受限于数据资产确权、价值评估等环节的进展,银行对于数据资产整体价值和收益实现持谨慎态度,以及整体数据资产实际经济效益的体现可能滞后于应用进度,数据资产入表对城投企业短期债务化解和经营收益无明显优化效果,整体数据资产入表进度及效果仍有待观察。■



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2024年6—7月，债券市场¹新增违约²主体2家，涉及到期违约债券2期，到期违约债券规模4.77亿元。另有重复违约³主体2家，共涉及到期违约债券3期，到期违约规模合计约12.50亿元。

截至7月31日，2024年我国债券市场新增违约主体6家，涉及到期违约债券10期，到期违约债券规模61.11亿元，违约期数和规模较上年同期（25期和165.72亿元）有所减少，违约家数较上年同期（5家）有所增加。重复违约主体9家，涉及到期违约债券16期，到期违约规模约74.31亿元，违约主体家数和违约债券期数均较上年同期（11家、24期）有所减少，违约规模较上年同期

（61.18亿元）有所增加（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2024年6—7月，债券市场有27家发行人主体级别发生上调，47家发行人主体级别发生下调；有2家发行人主体展望发生上调，8家发行人主体展望发生下调。

截至7月31日，2024年我国债券市场有37家发行人主体级别发生上调，较上年同期（59家）有所减少；有55家发行人主体级别发生下调，较上年同期（37家）有所增加。有2家发行人主体展望发生上调，较上年同期（7家）有所减少；有9家发行人主体展望发生下调，较上年同期（25家）有所减少（见表2）。■

表1 2021年—2024年7月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2021年			2022年			2023年			2024年1—7月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	23	90	1015.76	8	43	223.47	5	17	183.35	6	10	61.11
重复违约	27	79	743.28	9	27	173.13	10	20	50.38	9	16	74.31

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源：联合资信整理

表2 2021年—2024年7月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2021年	2022年	2023年	2024年1—7月	2021年	2022年	2023年	2024年1—7月
调升数量（家）	17	25	86	37	3	6	7	2
调降数量（家）	138	86	37	55	50	25	26	9

注1.评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；2.由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数
数据来源：联合资信整理

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

违约案例

凯迪生态环境科技股份有限公司

一、主体概况

凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”或“公司”）是湖北省独立电力生产商与能源贸易商行业企业，主要从事生物质燃料原料的收集、加工、成型、销售以及生物质原料加工设备的研发、生产及销售。公司成立于1993年，前身为武汉凯迪电力股份有限公司，以煤炭销售、火电等业务为主；1999年，公司在深交所上市；之后，该公司经资产重组、收购等方式转型，

2015年，公司更名为凯迪生态，经营重点转向以生物质发电为核心，兼有原煤销售、火力发电、风力发电等业务，目前公司第一大股东为阳光凯迪新能源有限公司。

2011年5月3日，公司在银行间市场发行了总额为12亿元的7年期中期票据“11凯迪MTN1”，到期日为2018年5月5日（遇法定节假日顺延至2018年5月7日）。2018年5月7日，公司因流动性紧张发布公告称无法按期偿还“11凯迪MTN1”到期应付本息共计6.98亿元，构成违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
11凯迪MTN1	20110503	20180505	20180507	6.98	-	AA/AA/稳定	中期票据	中诚信国际	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
2011-12-29	公司被列入信用评级观察名单，主要由于公司截至2011年9月，总债务规模42.25亿元，偿债及付息压力较大；公司未来3年计划建设项目需51.89亿元资金，公司资本支出压力较大。
2013-01-30	公司评级展望被调整为负面。
2014-07-23	公司评级展望由负面上调至稳定，主要由于生物质发电厂密集投产，公司未来收入有保障；截至2014年3月末，公司未使用的银行授信额度为66.55亿元，公司融资有一定保障。
2016-12-27	公司公告称公司总裁陈义生因涉嫌职务侵占罪，被武汉市公安局刑事拘留。为此，公司于12月23日召开董事会解除其总裁职务，由副总裁代行总裁职务。
2017-05-22	公司年报显示2016年公司营业收入50.01亿元，较2015年（34.96亿元）有所增加；经营性净现金流2.99亿元，较2015年（5.42亿元）大幅下降；资产负债率68.96%，较2015年（75.87%）有所下降，但仍处于较高水平。
2017-11-20	民族证券发布公告称因公司未按规定对控股股东资金占用情况和关联交易履行信息披露义务，以及2016年年报多计税前利润2602.38万元，湖北证监局对公司采取出具警示函的行政监管措施。
2018-03-30	公司公告称在2017年1月1日至12月31日期间预计将发生亏损，归属于上市公司股东的净利润预计亏损13-16亿元，主要原因为公司需对子公司河南蓝光环保发电有限公司和凯迪绿色能源开发有限公司的资产进行计提减值准备。

2018-04-10	评级机构将公司列入可能降级的观察名单，主要由于公司公告称2017年业绩预计发生亏损，公司目前资产负债率超过65%；另外，公司在2018年将有多笔债务到期，合计规模32.37亿元，公司到期偿付压力较大。
2018-04-28	公司公告称由于旗下资产涉及范围较广，核实工作量较大，且公司部分工程造价需进一步评估，审计机构无法在规定时间内完成审计工作并出具2017年年度报告和2018年一季度报告。此外，公告提示2017年年度报告若不能在法定期限内披露，则公司面临退市、暂停交易和终止交易的风险。
2018-05-07	公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“11凯迪MTN1”构成实质性违约，涉及本金及利息合计6.98亿元。同日，公司主体信用等级由AA级降至C级，并继续被列入信用评级观察名单。此外，公司公告称因公司相关行为涉嫌信息披露违规，中国证监会于5月7日决定对公司立案调查。
2018-05-11	公司公告称应于2018年5月10日偿还的使用非公开发行A股股份所产生的闲置募集资金共11.31亿元，由于公司现金流紧张，无法按期归还募集资金。此外，公司2016年非公开发行股票的保荐机构中德证券核查时发现，公司下属10个子公司在2018年初将募集资金转入凯迪生态非募集资金监管账户且未履行任何审议程序，保荐机构认为这属于违规挪用非公开发行募集资金的行为。
2018-05-12	因子公司拖欠他人资金，公司作为担保人，部分银行账户与资产被冻结。
2018-05-23	凯迪生态公告称因中票违约，部分债权人已向法院申请诉前保全，公司9个账户被冻结，冻结金额10.76亿元。上述账户的冻结已对公司正常经营产生一定影响。
2018-06-29	公司2017年年报审计人中审众环会计师事务所出具了无法表示意见的审计报告，主要由于公司存在持续经营存在重大不确定性、武汉市公安局向审计机构调取证据、公司被证监会立案调查等事项。同日，公司公告称因2017年年报审计人出具无法表示意见的审计报告，深交所对公司股票实行“退市风险警示”。
2018-06-30	公司公告称于6月29日收到湖北证监局行政监管措施决定书，由于公司未在法定期限内披露定期报告、存在到期债务逾期不能偿还且未及时披露等情形，湖北证监局对公司采取出具警示函的行政监管措施。同日，公司公告称董事长因个人身体原因辞去公司一切职务。
2018-07-14	公司发布2018年半年度业绩预告，由于债务违约、发生多起诉讼，公司账户冻结，加之部分业务收入大幅下降，公司利润大幅下降，预计2018年上半年亏损5.8-7.0亿元。
2018-07-19	公司发布公告称，截至7月12日，公司及下属全资子公司作为被告人或被申请人、标的额500万元以上且进入诉讼仲裁程序或收到民事裁定书案件26起。截至7月17日，公司到期未清偿债务合计31.79亿元，占最近一期经审计净资产比例的29.90%。公司目前共有14个账户被冻结，冻结金额30.94亿元。

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况
资料来源：联合资信COS系统

三、违约原因分析

公司扩张较为激进，债务负担较重

2015年以来，公司业务重点向生物质发电领域转移，先后收购154家公司。伴随着规模的大举扩张，公司债务负担逐步加大。全部债务规模自2014年起呈现显著增长态势。截至2018年一季度末，公司全部债务余额

(181.87亿元) 较2013年 (68.12亿元) 增长了近两倍，资产负债率自2013年起保持在70%左右的高位，公司债务压力较大。

公司现金流紧张，偿债能力较弱

公司大规模投资电厂导致现金流持续承压，2015年公司投资活动产生的现金流净流出71.74亿元，此后



每年新建电厂的投资支出均维持在20~30亿元之间。由于生物质发电行业尚不成熟,技术稳定性、政策支持力度等均存在一定不确定性,公司盈利主要依赖政府补贴,经营获现能力受补贴款发放情况影响,2017年公司补贴应收款逾10亿元,间接影响公司盈利水平;同时,公司部分电厂由于环保限产、土地规划等问题停产停建,2017年公司计提电厂资产减持损失21.17亿元,直接导致当年利润总额大幅亏损21.83亿元,经营获现能力严重受损,EBITDA由正转负降至-3.21亿元,偿债能力逐步恶化。随着外部融资环境趋紧,公司再融资能力明显下降。

涉诉案件较多,资产冻结对公司经营产生严重影响

凯迪生态因债务纠纷涉及多起诉讼与仲裁。据公司2018年7月19日发布的公告显示,公司共有14个账

户被冻结,冻结金额30.94亿元;旗下43家子公司的92个账户被冻结,冻结金额33.10亿元。公司账户较大规模资金被冻结,使得凯迪生态的流动性进一步恶化,对公司生产经营产生不利影响,进而导致公司偿债能力进一步降低。■



表3 主要财务指标

财务指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年一季度
资产总额 (亿元)	119.56	141.81	328.92	417.58	384.69	377.13
所有者权益 (亿元)	31.15	33.69	79.36	129.61	106.33	103.43
长期债务 (亿元)	39.67	45.23	60.36	99.33	52.88	40.67
全部债务 (亿元)	68.12	82.64	145.27	181.94	178.40	181.87
营业收入 (亿元)	22.09	28.49	34.96	50.01	54.46	7.10
利润总额 (亿元)	0.69	2.28	4.05	4.11	-21.83	-2.80
EBITDA (亿元)	2.91	7.80	15.43	19.06	-3.21	--
经营性净现金流 (亿元)	--	1.34	5.42	2.99	4.40	-3.62
营业利润率 (%)	21.41	23.16	28.41	31.77	22.23	4.23
净资产收益率 (%)	2.06	5.94	4.29	2.57	-21.89	-2.81
资产负债率 (%)	73.95	76.25	75.87	68.96	72.36	72.58
全部债务资本化比率 (%)	68.62	71.04	64.67	58.40	62.66	63.75
流动比率 (%)	69.37	72.48	63.73	138.97	76.94	64.58
全部债务/EBITDA (倍)	23.39	10.60	9.41	9.55	-55.56	--
EBITDA利息倍数 (倍)	1.31	2.92	2.30	2.11	-0.28	--
经营现金流动负债比 (%)	--	2.34	3.98	2.55	2.75	-2.08

资料来源: 联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

国务院发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》

2024年6月15日, 国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》, 《措施》提出, 鼓励符合条件的创业投资机构发行公司债券和债务融资工具, 增强创业投资机构筹集长期稳定资金的能力。鼓励资产管理机构针对科技型企业在不同成长阶段的经营特征和金融需求, 提供并完善股权投资、债券投资、股票投资和资产服务信托等综合化金融服务。此举有助于拓宽创业投资的资金来源, 引导长期资金投向科技创新企业。(摘自国务院官网, 2024年6月19日)

央行等五部门发布《关于金融支持天津高质量发展的意见》

2024年7月30日, 央行等五部门共同发布《关于金融支持天津高质量发展的意见》。《意见》提出, 防控国有企业与融资平台债务风险。严格按照市场化、法治化原则, 稳妥开展国有企业债务存量风险化解工作, 健全债券风险监测预警机制,

合理支持地方国有企业与融资平台公司债券接续发行。此举有助于健全地方政府债务风险管控体系, 压实地方政府责任, 防范化解地方政府债务风险。(摘自中国人民银行, 2024年7月30日)

中国人民银行等七部门联合印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》

2024年6月28日, 中国人民银行等七部门提出全面加强金融服务专业能力建设, 建立科技型企业债券发行绿色通道, 从融资对接、增信、评级等方面促进科技型企业发债融资。此举有助于增强债券市场服务科技创新质效, 推动科技创新企业评级方法创新, 提升科技创新企业融资效率, 促进科技创新类债券发行。(摘自中国人民银行, 2024年6月28日)

交易商协会发布《绿色债券评估认证业务检查工作规程(试行)》

2024年6月6日, 交易商协会发布《绿色债券评估认证业务检查工作

规程(试行)》, 《工作规程》明确了绿债评估认证业务检查工作流程及执行细则。一是明确业务检查的总体要求, 对被检查对象抽查数量及检查组组建要求等作出具体规定; 二是确定检查方式包括非现场检查和现场检查两个步骤, 检查重点关注相关制度文件的完备性, 业务流程合规性等; 三是细化检查结果和检查处理具体要求, 针对被检查对象存在不合规行为的, 根据情节严重程度给予相应处理措施。《工作规程》的发布, 有助于加强对评估认证机构的自律管理, 推动绿色债券市场高质量发展。(摘自交易商协会官网, 2024年6月13日)



市场动向 Market Trends

市场首单产权类持有型不动产ABS成功发行

2024年7月2日,建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划成功设立,发行规模11.7亿元,产品期限为66年。本单项目是继华泰一中交路建清西大桥持有型不动产资产支持专项计划在特许经营权领域成功发行后,实现了“产权属性”的首单项目落地。本次持有型ABS产品的落地,通过创新的“六大机制”设计,进一步突出资产信用,在为企业提供丰富金融工具的同时,为投资机构的资产配置提供了新的选择。(摘自新浪财经, 2024年7月3日)

全国首单“中试平台”知识产权资产证券化产品成功发行

2024年7月5日,成都高新区知识产权资产证券化项目“兴业圆融—成都中小担3期知识产权资产支持专项计划”在深圳证券交易所成功发行并设立,是全国首单“中试平台”知识产权资产证券化项目。知识产权资产证券化(ABS)是一种以知识产权所产生的未来

现金流作为基础资产,通过结构化设计打包成资产支持证券,在资本市场向合格投资者募集资金的融资方式。该产品的成功发行,有利于降低企业的融资成本,提高资金的使用效率,为企业的科技创新和成果转化提供了有力的资金支持。

(摘自腾讯网, 2024年7月5日)

全国首单碳资产证券化产品成功发行

2024年7月24日,“深圳担保集

团—南山区—中小微企业19号资产支持专项计划(碳资产)”在深交所正式挂牌,为南山区6家企业提供了合计1.15亿元的融资支持。这是全国首单碳资产证券化产品,标志着深圳率先实现碳资产证券化从“0”到“1”的突破。此次碳资产创新案例的成功应用,将成为丰富我国绿色金融领域、支持实体经济绿色低碳发展的一次创新实践,为推动碳市场健康发展提供了有力的支撑。

(摘自中国新闻周刊, 2024年7月26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

2024年6—7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41232.60亿元，逆回购到期33746.00亿元，实现净投放7486.60亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作4820.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）3400.00亿元，实现净投放1420.00亿元。在此背景下，2024年7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（2.23%、2.23%和2.50%）均较2024年6月（2.24%、2.32%和2.64%）有所下降。

表1 2024年6—7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	
	2024年6月	2024年7月	2024年6月	2024年7月	2024年6月	2024年7月
AAA	2.18	2.13	2.30	2.17	2.51	2.42
AA ⁺	2.33	2.36	2.43	2.44	2.66	2.51
AA	2.22	2.18	--	--	2.98	2.87
平均发行利率	2.24	2.23	2.32	2.23	2.64	2.50

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

2024年6—7月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈下降态势。2024年7月，AAA级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（2.13%和2.18%）均较2024年6月（2.18%和2.22%）有所下降；AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（2.36%）较2024年6月（2.33%）有所上升。

2024年6月—7月，交易所国债3年期到期收益率呈下降态势。2024年7月，3年期AAA级公司债的平均发行利率（2.17%）较2024年6月（2.30%）有所下降；AA+级公司债的平均发行利率（2.44%）较2024年6月（2.43%）有所上升。

2024年6—7月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈下降态势。2024年7月，5年期AAA级、AA+级和AA级中期票据的平均发行利率（2.42%、2.51%和2.87%）均较2024年6月（2.51%、2.66%和2.98%）有所下降。

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

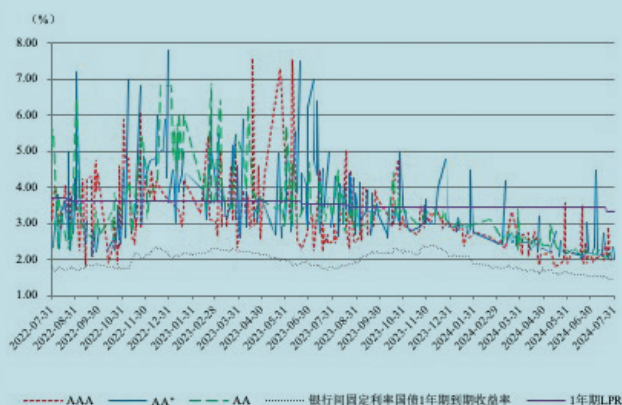


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

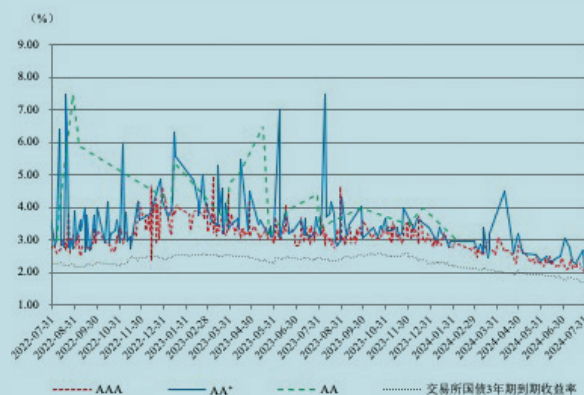
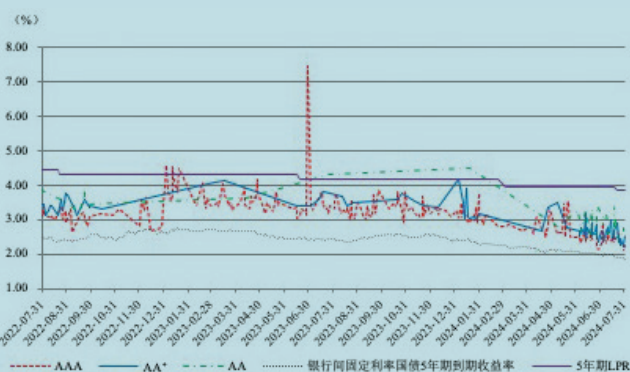


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2021年—2024年7月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2021年	2022年	2023年	2024年1—7月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	8.4	3.0	5.2	--	--
规模以上工业增加值	9.6	3.6	4.6	--	5.9
固定资产投资总额 (不含农户)	4.9	5.1	3.0	28.8	3.6
社会消费品零售总额	12.5	-0.2	7.2	27.4	3.5
出口总额	21.0	9.0	0.6	14.2	6.7
进口总额	21.5	3.9	-0.3	10.6	5.4
CPI	0.9	2.0	0.2	--	0.2
PPI	8.1	4.1	-3.0	--	-2.0
社会融资规模存量	10.3	9.6	9.5	395.7	8.2
M2余额	9.0	11.8	9.7	303.3	6.3
人民币贷款余额	11.6	11.1	10.6	251.1	8.7

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

2021年—2024年7月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2021年	2022年	2023年	2024年1—7月	2024年1—7月 同比 (%)	2021年	2022年	2023年	2024年1—7月	2024年1—7月 同比 (%)
政府债	2148	2330	2363	1067	-20.90	136632.90	172648.49	204804.08	112907.82	7.64
国债	159	183	189	109	2.83	61816.60	99082.70	111550.40	70844.20	28.38
地方政府债	1989	2147	2174	958	-22.93	74816.30	73565.79	93253.68	42063.62	-15.38
央行票据	12	12	12	7	0.00	600.00	600.00	600.00	350.00	0.00
同业存单	29909	25805	26903	15843	-0.38	217761.60	204969.90	257134.40	188139.50	26.02
金融债	1950	1763	1915	1025	-15.98	91892.66	95625.86	93360.38	61428.97	-1.60
政策银行债	905	867	770	485	-20.62	53439.50	59620.60	52259.20	37229.30	-9.45
商业银行债	103	159	183	72	-32.71	7710.55	12062.17	13195.00	5837.00	-32.76
商业银行次级债券	145	139	124	73	52.08	12025.73	11941.55	11157.90	10937.50	175.99
保险公司债	19	11	23	9	-10.00	539.00	224.50	1121.70	430.00	-6.32
证券公司债	449	347	501	200	-26.74	10962.38	7109.74	10466.63	3831.97	-30.55
证券公司短期融资券	269	223	285	121	-24.84	5937.00	3988.30	4529.70	1809.20	-28.85
其它金融机构债	60	17	29	65	550.00	1278.50	679.00	630.25	1354.00	801.16
企业债	489	487	269	58	-71.84	4379.80	3703.30	2007.80	431.37	-72.06
公司债	4047	3659	4863	2668	-5.15	34444.23	31061.21	38537.59	22398.7317	0.89
一般公司债	1424	1401	3516	870	14.02	16402.13	14843.09	24046.23	9586.13	15.99
私募债	2623	2258	1347	1798	-12.29	18042.10	16218.12	14491.36	12812.60	-8.06
中期票据	2555	2659	3189	2853	63.22	25389.65	28059.30	29643.97	27989.50	74.90
短期融资券	5147	4995	5224	2701	-17.27	51940.71	49824.48	48473.95	26821.393	-13.06
一般短期融资券	582	558	704	388	-8.06	5234.78	5150.30	5300.70	3685.26	15.92
超短期融资债券	4565	4437	4520	2313	-18.64	46705.93	44674.18	43173.25	23136.13	-16.39
定向工具	1399	1102	1225	751	-3.72	8605.83	6784.21	7522.02	4176.44	-13.07
国际机构债	9	5	9	10	100.00	175.00	165.00	210.00	385.00	165.52
政府支持机构债	20	25	21	0	--	1900.00	2760.00	1930.00	0.00	--
资产支持证券	5881	4496	4785	2708	8.58	31441.93	20115.54	18773.77	9599.3682	-1.96
交易商协会ABN	586	379	629	616	88.96	8827.98	3556.84	3220.08	2194.71	33.08
银保监会主管ABS	1407	831	3667	217	-10.70	6459.89	4677.99	12058.00	1647.41	-6.46
证监会主管ABS	3888	3286	489	1875	-2.60	16154.06	11880.71	3495.69	5757.26	-9.78
可转债	119	149	141	20	-77.53	2828.47	2200.93	1411.60	166.87	-83.78
可交换债	34	36	29	10	-33.33	436.60	422.94	334.06	213.90	-12.03
项目收益票据	8	--	--	--	--	49.30	--	--	--	--
标准化票据	1	--	--	--	--	0.50	--	--	--	--
合计	53728	47523	50948	29721	-0.62	608479.18	618941.16	704743.62	455008.86	12.41

注: 本表统计口径为Wind中截至2024年8月24日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2023年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

联合资信荣获首届“当金杯”2023年度中国资产证券化行业评选多项荣誉



8月10日, 由《当代金融家》杂志社主办的首届“当金杯”2023年度中国资产证券化行业评选结果揭晓。联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)申报的“中铁一局集团有限公司2023年度第一期绿色资产支持票据”“民生通惠-中和农信2号支农支小资产支持计划”“海通恒信小微22号资产支持专项计划(科技创新)”等7个资产证券化项目分获“2023年度最佳资产证券化服务双碳目标奖”“2023年度最佳资产证券化服务乡村振兴奖”“2023年度最佳资产证券化服务科创企业奖”等6个类别的奖项。联合资信结构评级一部资深分析师韩易洋荣获“2023年度最佳资产证券化项目评级分析师”称号。

近年来, 联合资信在资产证券化评级方面持续突破,

不断拓展业务覆盖面, 并积极参与市场创新。2023年, 联合资信共承做银行间市场资产支持证券产品73期, 交易所市场资产支持证券464期, 发行规模达总量达6700余亿元, 为多个首单项目提供了评级服务, 涵盖资产支持证券的各个行业及类别。2024年7月2日, 联合资信助力“建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划”作为市场首单产权类持有型不动产ABS成功发行, 为后续该类产品的评级打下基础。此次荣获首届“当金杯”荣誉, 也是联合资信继获得2024年第十届中国资产证券化论坛(CSF)“年度杰出机构”嘉勉及“银行间市场企业资产证券化”等类别下年度嘉勉后, 在资产证券化领域获得的又一重要奖项, 反映了市场参与各方对联合资信资产证券化评级业务能力及服务质量的高度认可。



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