

联合

Lianhe Credit Research
信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2023 FEBRUARY

城投行业年度信用风险回顾与展望

敲响警钟：从河南村镇银行事件看村镇银行乱象

地产投资增速探底，行业或将保持中低速温和增长 ——建筑施工行业研究报告



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可 不得转载

联合资信2个项目入选国家发改委 “盘活存量资产扩大有效投资”典型案例

2022年5月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19号）（以下简称《意见》）。近日，国家发改委按照《意见》要求，组织征集和评估筛选出24个盘活存量资产扩大有效投资典型案例，旨在充分发挥示范带动作用，推动有关方面加大工作力度，采取多种方式盘活存量资产、扩大有效投资。

典型案例中，4个案例涉及资本市场金融产品发行，入选的2个资产支持证券（票据）项目典型案

例—北京市亦庄控股生物医药产业园区资产支持专项计划项目、重庆市巴南区龙洲湾隧道工程资产支持商业票据项目均为联合资信评级。

详情如下：

北京市亦庄控股生物医药产业园区资产支持专项计划项目——本项目盘活的存量资产为北京亦庄生物医药园，采用交易所CMBS储架方式发行。本项目具有放大融资规模、通过多元化增信方式增加产品安全性、通过回售选择权安排增

加投资灵活性的特点。

重庆市巴南区龙洲湾隧道工程资产支持商业票据项目——本项目盘活的存量资产为巴南区龙洲湾隧道工程，采用银行间市场ABCP方式发行。本项目创新采用PPP-ABCP模式，解决了PPP项目期限与融资期限错配问题，降低了项目成本。

联合资信作为评级行业领军机构，参与其中，多年来充分发挥自身技术优势，不断提升服务水平，为盘活存量资产、扩大有效投资贡献自身力量，助力中国经济行稳致远。



联合

Lianhe Credit Research

信用研究

主办单位 Sponsors

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

薛逸竹 Xue Yizhu

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

市场部门联系人

Marketing Department Contact

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang

13301118401 | maxj@lhratings.com

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务热线

Investor Service Hotline

陈家林 Chen Jialin

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2023 February

目录

特别策划 Feature

- 1** 城投行业年度信用风险回顾与展望
联合资信 张婷婷 杨依水 郭欣宇 张丽斐
- 8** 敲响警钟: 从河南村镇银行事件看村镇银行乱象
联合资信 韩夷 陈绪童 郭嘉喆
- 15** 地产投资增速探底, 行业或将保持中低速温和增长——建筑施工行业研究报告
联合资信 张雪婷 高志杰 陈佳琪 杨柳 何泰 刘瑞

宏观研究 Macroeconomic Research

- 24** 回首2022, 多重因素冲击经济继续下行
展望2023, 内需支撑有望重回复苏轨道
联合资信 吴玥 刘东坡 马顺福

行业研究 Industry Research

- 32** 2023年中国金融担保行业信用风险展望
联合资信 薛峰 姜羽佳 吴一凡
- 39** 2022年水泥行业信用风险总结与展望
联合资信 宋莹莹 张超 杨哲 于思远
- 46** 2022年旅游行业信用风险总结与展望
联合资信 杨学慧

债券市场 Bond Market

- 54** 稳增长背景下地方债发行量创新高, 未来专项债有望持续发力——2022年地方政府债券市场回顾与展望
联合资信 夏妍妍 杨晓薇 路君
- 61** 创新产品不断涌现, 熊猫债市场热度不减——熊猫债市场2022年回顾与2023年展望
联合资信 王伟凡

专项研究 Monograph

- 69** 金融租赁公司的绿色金融之路
联合资信 林璐 马鸣娇 王从飞
- 74** 园区发展与园区城投企业转型专题研究
联合资信 杨世龙 彭雪绒 谢艺菲

信用评级 Credit Rating

- 80** 关注债券特殊条款中隐藏的信用风险信号
联合资信 赵东方 刘潘

- 86** 巴塞尔协议III框架下STC标准的梳理及其对我国资产证券化市场发展的启示
联合资信 韩易洋 沈柯燕 李玲珊

信用风险 Credit Risk

- 89** 信用风险事件统计
- 90** 违约案例 北京信威通信技术股份有限公司

政策资讯 Policy & Information

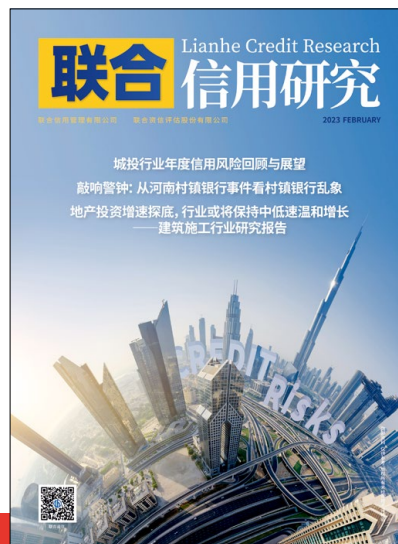
- 93** 政策指南
- 94** 市场动向

市场数据 Market Data

- 96** 债券发行利率走势
- 98** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 95** 关于科技创新公司债券的一些基础知识



城投行业年度信用风险回顾与展望

文 | 联合资信 张婷婷 杨依水 郭欣宇 张丽斐

一、政策环境

稳增长压力下，促基建政策持续发力，基础设施项目建设资金支持力度加大，助力提振基建投资。

2022年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，促进基建投资相关政策相继落地，中央经济工作会议、国常会等多次会议提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。下半年以来，8000亿元政策性银行新增信贷、3000亿元专项金融债、5000多亿专项债地方结存限额等相继落实，基础设施项目建设资金支持力度进一步加大。此外，2022年以来相关政策推动地方政府债“早发快用”，1—10月，地方政府债券发行规模合计约7.02万亿元，同比增长8.06%，其中地方政府专项债发行规模占56.59%，募集资金中用于城市基础设施建设的比例较2021年同期明显提升。

隐性债务严监管主基调不变，债务管理机制不断

完善，多措并举防范化解地方政府债务风险。

2022年以来，监管部门对隐性债务保持严监管常态化管控。5月和7月，财政部两次通报共计16起地方政府或融资平台新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，涉及城投企业代政府融资、政府为城投企业提供融资担保、城投企业抵押公益性资产融资等问题。9月，银保监会发布《中共中国银保监会委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报》，再次强调相关部门正在严格落实地方政府隐性债务管理政策，支持开展违规新增和违规化解隐性债务专项核查。10月，财政部印发《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预〔2022〕126号），严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口，同时强调建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务。

在防范化解地方政府债务风险举措方面，6月国务院出台的《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国发〔2020〕20号）明确要求省级政府对全省地方政府债务风险负总责，强调省级政府需加强统筹调控能力，着力推动省以下地方政府间财政事权、支出责任、收入关系相匹配，完善省以下转移支付制度、聚焦基层减负，防范基层政府因建设资金不足产生新增隐债动机，同时要求省级政府通过增收节支、变现资产等方式帮助市县化解债务风险。5月和7月国务院、国家发改委印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，强调要根据项目实际情况灵活采取不同方式有效盘活不同类型存量资产，如对具备相关条件的基础设施存量项目，可采取基础设施REITs、政府和社会资本合作（PPP）等方式盘活；同时表

示将加大配套政策支持力度，支持金融资产管理公司、金融资产投资公司以及国有资本投资、运营公司等参与盘活存量资产。城投企业作为地方基础设施建设的重要载体，通过加快盘活存量资产，对地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大地区稳妥化解地方政府债务风险、提升财政可持续能力或将起到积极影响。

二、城投债市场回顾

发行概况

2022年以来，城投债发行规模同比有所减少，净融资规模大幅下滑；银行间各品种净融资规模收缩明显；不同信用资质主体城投债发行及净融资分化明显，AA级城投主体发行规模和净融资规模同比下降幅度最大；省级主体城投债发行规模和净融资同比均有所上升，区县级主体则大幅下滑，AA级主体发行有担保债券占比上升。

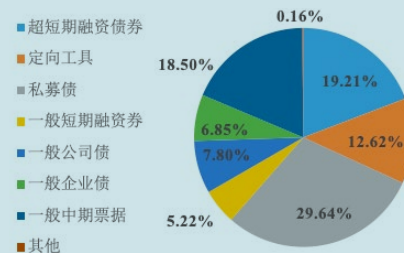
2022年1—11月，城投债发行规模同比减少7.48%至43961.18亿元；同时，城投债募集资金中约72.57%用于偿还债务，该比例较上年同期（67.99%）进一步上升；综合影响下，城投债净融资规模同比大幅下降42.09%至11970.94亿元。分月来看，除5月份和10月份¹城投债发行规模明显高

于上年同期外，其他月份发行规模均低于或基本持平于上年同期水平；11月，受资金面边际趋紧带动发行成本明显上升的影响，城投债发行规模同比大幅下降34.84%，当月城投债融资呈现净偿还状态（见图1）。

从发行品种看，2022年1—11月，城投债发行仍以公司债、短期融资券及中期票据为主，发行规模合计占80.37%（见图2）。其中，除一般短期融资券发行规模较上年同期有所增长外，其他各品种发行规模同比均有不同程度的下降。净融资方面，各品种净融资规模同比降幅均超过10%，银行间市场品种净融资规模降幅明显高于交易所市场品种。

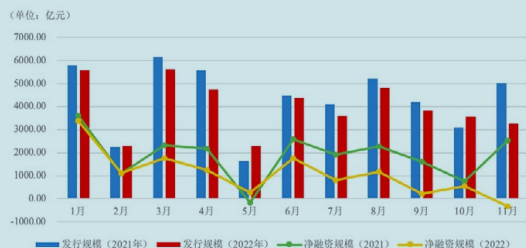
从主体信用等级分布来看，2022年1—11月，城投债发行主体仍以AA+级及以上为主，发行规模占比近74%（见

图2 2022年1—11月城投债发行品种分布



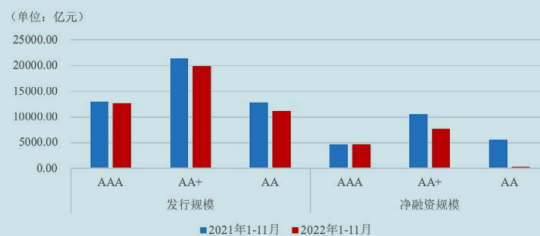
资料来源：联合资信根据Wind整理

图1 2022年1—11月城投债发行和净融资情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

图3 不同级别主体城投债发行和净融资规模变化情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

¹ 2021年5月受国发5号文及交易所公司债审核指引发布影响，10月受房企债务违约持续发酵影响，当期城投债发行及净融资规模较少。

图3)。具体来看,各级别城投企业发行规模同比均有所下降,但下降幅度差异较大,AAA级城投企业发行规模同比降幅最小,下降2.85%,AA级城投企业发行规模同比下降12.36%,降幅最大;净融资方面,AA级城投企业净融资规模较上年同期下降95.94%。整体看,不同信用资质主体城投债发行及净融资分化明显。

从行政层级上看,2022年1—11月,地市级主体仍是城投债发行主力,发行规模24305.64亿元,占比55.29%。同比变化方面,省级主体城投债发行规模同比上升8.54%,地市级主体城投债发行规模略有下降,区县级主体城投债发行规模下降较为明显,同比下降18.01%。净融资方面,省级主体城投债净融资规模略有上升,地市级和区县级城投债净融资规模同比均出现明显下滑,其中区县级城投债净融资规模下降幅度达54%。

从债券担保情况来看,2022年1—11月,有担保的城投债发行主体级别仍主要集中于AA级,行政级别以区县级为主。AA级主体发行城投债中,有担保的债券占比44.45%,该比例较上年同期有所上升;严监管背景下,AA级主体发债对担保增信依赖较大。

分区域发行情况

江苏、浙江和山东城投债发行规模和净融资额稳居前三,但净融资规模缩量明显;天津、河南、陕西、吉林城投债发行明显改善,贵州、广西发行规模明显下降,西部及东北部部分地区的城投债余额持续收缩。

2022年1—11月,不同地区城投债发行规模持续分化,江苏、浙江和山东发行规模排名稳居前三,发行规模合计占全国的44%,而西藏、黑龙江、辽宁、青海、甘肃、宁夏、海南发行规模不足百亿(见图4)。发行规模大于百亿的省份中,天津、河南、陕西、吉林发行规模增幅较大,均超过30%;贵州、广西发行规模降幅均超过30%。净融资方面,出现净偿还的区域主要分布于西部及东北部地区,净偿还规模较大的省份包括云南、贵州、辽

宁和甘肃,净偿还额分别为241.27亿元、224.64亿元、113.34亿元和87.14亿元,其中云南、贵州和甘肃的净融资缺口持续扩大。浙江、江苏和山东净融资规模位居前列,均超过1500亿元,但净融资规模均明显下降,同比分别下降53.49%、63.15%和32.21%;天津净融资由上年的大规模净流出转为净流入,区域融资环境边际改善。

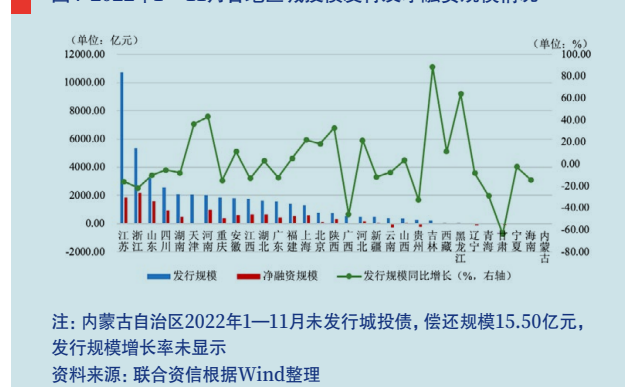
发行利率和利差

2022年以来,各级别、各期限城投债的发行利率和发行利差整体表现为波动下行并于年底抬头上行态势,甘肃、青海、贵州和天津城投债发行利率和发行利差同比均明显上升。

2022年1—11月,各级别、各期限城投债的发行利率和发行利差整体表现为波动下行并于年底抬头上行的态势。具体来看,1—7月,国内疫情反复、经济复苏态势疲弱,央行两次降息释放流动性,市场资金面持续宽裕,各级别、各期限城投债的发行利率和发行利差整体波动下行;8月央行再次降息,宽信用政策进一步发力,加之结构性“资产荒”影响下投资人对城投债偏好继续上升,城投债发行利率和发行利差于8—10月前后下探至年内最低水平;11月随着防疫政策的优化、地产政策扩容和理财产品赎回潮的到来,资金面呈现边际收紧趋势,城投债发行利率快速上行,利差同步走阔。

分区域来看,城投债发行利差区域分化依然显著

图4 2022年1—11月各地区城投债发行及净融资规模情况



(见图5)。以AA+级中长期城投债为例, 2022年1—11月大部分省份发行利率和发行利差均同比收窄, 但甘肃、青海、贵州和天津城投债发行利率和发行利差同比均明显上升。从发行利差看, 天津、甘肃、贵州、青海、云南、宁夏发行利差较高, 且甘肃、天津、青海和贵州发行利差同比均上升超过50BP。

三、城投企业信用状况分析

财务变化概况

2022年上半年, 城投企业债务规模增长但增幅有所放缓, 短期债务占比有所上升; 在财政收入增长承压、政府性基金收入大幅下滑背景下, 信用等级较低的城投企业面临更大的资金压力和短期流动性压力。

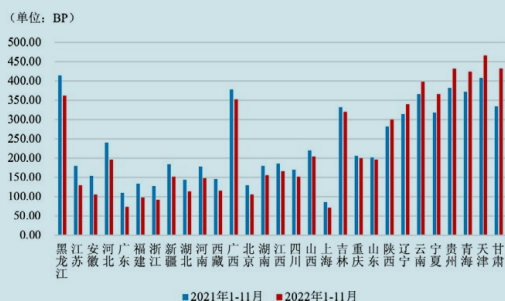
截至2022年11月底, 有存续债的城投企业共3477家, 本文以2020年以来披露年报及半年报的2478家城投企业为样本开展分析。规模方面, 城投企业资产及权益规模持续增长, 2022年6月底, 样本城投企业资产总额和所有者权益中位数分别为279.79亿元和118.70亿元, 较2021年6月底分别增长10.81%和9.53%, 整体保持扩张态势。有息债务方面, 近年来, 城投企业债务规模持续增长, 资产负债率和全部债务资本化比率均呈小幅上升趋势, 但2021年以来受监管政策及融资环境趋紧影响, 债

务增速有所放缓; 债务结构仍以长期债务为主, 但短期债务占比有所上升。

城投企业一般以当地基础设施和土地整理相关的委托代建业务为主, 其代建业务投入成本主要体现在存货、合同资产科目, 已确认收入未回款部分体现在应收账款科目, 收到的主营业务回款主要体现在现金流量表“销售商品、提供劳务收到的现金”科目, 因此我们选取现金收入比(销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入)来分析城投企业主营业务回款情况, 选取(存货+合同资产+应收账款)/资产总额来评估其资金垫付压力, 现金收入比较低、(存货+合同资产+应收账款)/资产总额的比重较高的城投企业, 其业务回款往往较为滞后、垫资压力通常较大。2022年以来, 财政收入增长承压、政府性基金收入大幅下滑, 对城投企业的经营回款产生较大影响。通过对样本城投企业相关指标测算得出, 2022年上半年, 城投企业现金收入比出现明显下滑, 其中AA-级及以下城投企业现金收入比降幅尤为明显, 较2021年上半年下降26.48%。近年来, 样本城投企业(存货+合同资产+应收账款)/资产总额整体变化很小, 但不同信用等级之间该指标差异较大。2022年6月底, AAA级城投企业(存货+合同资产+应收账款)/资产总额的中位数为21.40%, 而AA级、AA-级及以下城投企业该指标的中位数高达51.47%和61.88%。总体看, 信用等级较低的城投企业业务结构较为单一, 在经济基本面下滑背景下, 面临更大的资金垫付压力。

监管政策和融资环境趋紧, 叠加主营业务回款下降, 将进一步加大城投企业短期偿付压力。我们选取现金类资产对短期债务的覆盖倍数来评估城投企业流动性压力。近年来, 城投企业现金短期债务比整体呈下降趋势, 截至2022年6月底为0.74倍, 但较上年同期的0.82倍有所下降, 且现金类资产对短期债务覆盖倍数不足0.5倍的城投企业占比由2021年6月底的26.72%上升至32.20%, 其中75%为AA级及以下级别的城投企业, 短期流动性压力加大。

图5 主要地区AA+级城投债发行利差变化情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

分区域财务表现情况

甘肃、陕西、江苏、浙江城投企业债务负担较重，宁夏和山西城投企业对直接融资依赖较大；贵州和吉林城投企业的获现能力下滑幅度较大且面临较大的短期偿债压力。

分区域来看，剔除样本量很少的海南、西藏和青海，2022年6月底，城投企业存量债务规模较大的地区主要为江苏、浙江、四川、山东等经济大省，债务总量过万亿的省份中，浙江、湖北、安徽、河南和广东超过一半的城投企业全部债务同比增速超过10%，区域内有较多城投企业债务规模较快增长；甘肃、陕西、江苏、浙江城投企业债务负担较重，区域内超过55%的城投企业全部债务资本化比率均高于50%。债务结构方面，陕西、江苏、新疆、福建、吉林、山东等地接近半数的城投企业短期债务占比超过30%，其中陕西和福建短期债务占比攀升较快；宁夏、山西、上海、浙江、重庆、四川和湖南等地超过半数的城投企业应付债券占比较大，其中宁夏和山西应付债券占比中位数分别为43.91%和37.89%，对直接融资依赖较大。

主营业务回款方面，2022年上半年，贵州、吉林、黑龙江和湖南存在逾半数的城投企业现金收入比低于75%，其中贵州城投企业现金收入比的中位数仅为61.40%；与上年同期相比，获现能力下滑幅度较大的地区主要包括吉林、贵州和天津，分别同比下降39.98%、19.03%和16.72%。

短期偿债能力方面，截至2022年6月底，贵州、吉林、辽宁、天津、甘肃、云南、重庆等地现金类资产对短期债务的覆盖倍数中位数不足0.60倍，且贵州、辽宁、天津和甘肃较多城投企业（近60%及以上）现金短期债务比低于0.50倍，其中贵州和吉林城投企业现金短期债务比中位数仅为0.16倍和0.25倍，短期偿债压力较大。较上年同期来看，宁夏、辽宁、天津、云南、广西等地城投企业现金短期债务比中位数下降幅度较大，降幅均超过35%，流动性压力上升，短期偿债能力有所下降。

级别调整

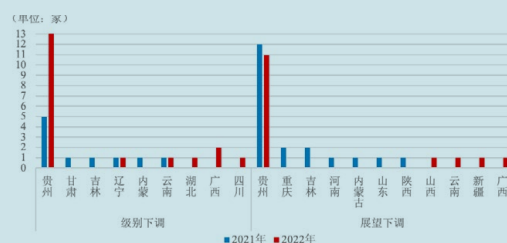
2022年以来，主体评级或评级展望下调的城投企业均以贵州省居多，主体评级下调的城投企业数量明显增加，且行政层级向上蔓延。

2022年以来，主体信用等级及展望下调的城投企业数量进一步增加（见图6）。其中，主体评级调降的城投企业19家，较上年同期增加9家；评级展望由稳定调整为负面的城投企业15家，较上年同期减少5家。其中，主体信用级别下调至AA-的主体居多，占68.42%；从地域分布看，贵州省主体信用级别及展望下调的城投企业最多（共计24家），其次为广西（共计3家），其余省份涉及的城投企业均为1家；行政层级方面，地市级城投企业16家，占比47.06%，数量和占比较上年均有所增长，主体信用等级及展望下调的城投企业行政层级呈现向上蔓延态势。城投企业级别或展望下调原因主要包括短期偿债压力大、债务逾期、被纳入失信被执行人、重要资产划出、经营回款能力大幅减弱以及担保代偿风险较大等。

四、展望

在对隐性债务“控增化存”的常态化管控下，城投企业债务规模大幅增长的空间有限，同时需关注城投企业在隐性债务化解过程中信用资质的变化。2023年中央经济工作会议中多次强调对隐性债务保持“控增化存”的长期监管思路，靠城投企业大规模融资建设刺激

图6 2022年以来主体信用等级及展望下调的城投企业区域分布情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

地方经济增长的模式已不具有可持续性，地方基础设施建设所需资金将更多通过地方政府发行专项债券予以支持，城投企业融资政策难言转向，整体上或将延续偏紧态势。此外，城投企业作为地方政府隐性债务的重要承载主体，在“十年化债”目标的明确要求下，未来隐性债务化解力度或将进一步加强，有利于城投企业债务瘦身及降低短期债务风险，且城投企业融资主要用于借新还旧且其比例呈上升趋势，城投企业未来债务规模大幅增长的空间有限，同时需警惕隐性债务化解过程中及化解完成后，城投企业职能定位边缘化、与地方政府关联紧密度弱化、重要性下降导致地方政府支持或救助意愿降低的风险。

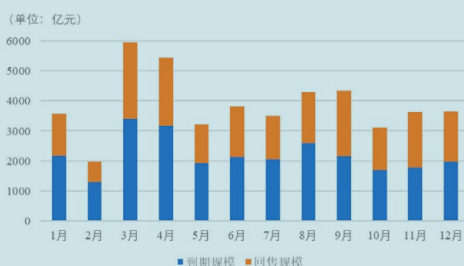
2023年城投债到期兑付压力持续加大，广西、云南、甘肃、天津和宁夏到期城投债规模占比较大，兑付压力有待关注；区县级城投企业债券偿付持续承压。截至2022年11月底，存续城投债余额约14.34万亿元，较上年底增长约9%。假设含回售选择权的债券全额回售，2023年城投债到期及回售规模合计约4.64万亿元，偿债压力明显大于2022年（约3.50万亿元）。从兑付时间分布来看，2023年3月、4月、8月和9月城投债到期及回售规模较大，其中3月、4月规模超过5000亿元，集中偿付压力较大（见图7）。区域方面，江苏、浙江、山东、四川和湖南城投债到期规模位列前五；广西、云南、甘肃、天津和宁夏到期城投债规模占其存续城投债的比重超过40%，需重点关注上述地区城投债兑付压力（见图8）。从行政

级别来看，2023年到期城投债以地市级和区县级城投债为主，占比分别为52.54%和37.14%；其中，区县级城投企业受2021年以来城投行业融资政策收紧的影响较大，净融资规模持续大幅下滑，整体在债务到期偿付方面面临更大压力。

在财政增长承压、融资环境趋紧的背景下，弱区域弱资质城投企业面临相对较大的债务偿付压力，重点关注债务负担重且短期集中偿付压力大、债券融资及非标融资占比高、有不良征信或失信被执行记录、再融资压力大的城投企业流动性风险。2022年以来，疫情反弹对经济修复形成较大阻碍，财政收入增长承压。2022年1—10月，全国实现一般公共预算收入约17.34万亿元，同比下降4.50%，扣除留抵退税因素后增长5.10%；一般公共预算支出约20.63万亿元，同比增长6.40%。同期，以土地出让金为主的政府性基金预算收入约5.22万亿元，同比下降22.70%。财政收支缺口扩大，土地市场持续低迷、土地出让收入大幅下滑，叠加融资环境趋紧，弱资质的城投企业受限于较为单一的业务结构和相对有限的融资渠道，面临相对较大的债务偿付压力。此外，区域财力较为薄弱及地方政府债务负担较重地区往往可协调资源较少、抗风险能力相对较弱，直接影响其对当地城投企业的支持能力。

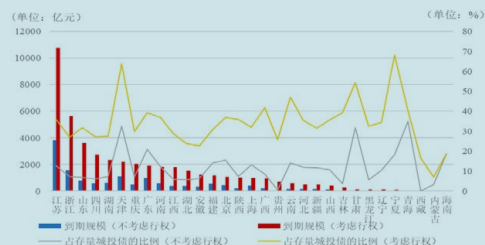
11月以来，疫情防控措施优化，随着消费对经济拉动作用的恢复，经济基本面有望逐步回暖；此外，近期

图7 2023年各月份城投债到期分布情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

图8 2023年城投债到期区域分布情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

中央和地方政府均出台了一系列房地产改善性政策，房企融资端政策持续释放利好，房地产市场下行趋势或将扭转，土地出让市场有望边际修复，随着财政收入的整体好转，地方政府对城投企业的业务回款及资金支持或将有所改善。随着促基建政策的持续发力，城投企业作为重要的基建主体，政策支持力度较大，部分参与乡村振兴及新型城镇化建设、“两新一重”等领域建设的城投企业或将获得更多优质资产注入、融资等外部支持，而未承担区域重点项目建设或未承担重要职能的城投企业或将伴随地位的下降及政府支持力度的减弱，尤其需关注债务负担重且短期集中偿付压力大、债券融资及非标融资占比高、有不良征信或失信被执行记录、再融资

压力大的城投企业流动性风险。

二十大报告指出，要坚持推动高质量发展，加快建设现代化经济体系，着力推进城乡融合和区域协调发展，构建现代化基础设施体系。中央经济工作会议定调2023年经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。总体看，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，政府支持力度较大，城投行业信用风险水平较低，评级展望为稳定。■



敲响警钟：从河南村镇银行事件看村镇银行乱象

文 | 联合资信 韩 夷 陈绪童 郭嘉喆

一、河南村镇银行风险事件过程梳理

2022年4月	多位网友举报开封新东方村镇银行、许昌农村商业银行股份有限公司旗下新民生村镇银行、上蔡惠民村镇银行、拓城黄淮村镇银行、安徽固镇新淮河村镇银行线上储户无法取款、转账；同月18日，涉事银行以系统升级名义私自关闭线上存取款系统，引起众多储户恐慌，在微博等社交媒体上相关时间频上热搜；同月19日，许昌市公安局公开立案调查。
2022年6月	有网友在社交平台反馈称，多名前往郑州沟通村镇银行“取款难”的储户被赋“红码”，此事迅速引发舆论关注。
2022年7月	2022年7月10日，河南许昌公安通报：2011年以来，以犯罪嫌疑人吕奕为首的犯罪团伙通过河南新财富集团等公司，以关联持股、交叉持股、增资扩股、操控银行高管等手段，实际控制禹州新民生等几家村镇银行，利用第三方互联网金融平台和该犯罪团伙设立的君正智达科技有限公司开发的自营平台及一批资金掮客进行揽储和推销金融产品，以虚构贷款等方式非法转移资金，专门设立宸钰信息技术有限公司删改数据、屏蔽瞒报。
2022年7月—8月	陆续对5家村镇银行账外业务客户本金单家机构单人合并金额为5万元（含）以下、10万元（含）以下、10万元至15万元（含）、15万元至25万元（含）、25万元至35万元（含）和35万元至40万元（含）的客户启动垫付；8月29日，发布了第7号公告，开启对账外业务客户本金单家机构单人合并金额40万元至50万元（含）的开始垫付，50万元以上的按照50万元垫付，未垫付部分权益保留，根据涉案资产追偿情况依法依规予以处理。
2022年8月	2022年8月29日，河南许昌警方通报“村镇银行案”进展，称已逮捕234人。
2022年9月	2022年9月5日，安徽银保监局披露多个《审慎监管强制措施意见告知书》送达公告，安徽黟县新淮河村镇银行及安徽固镇新淮河村镇银行的多家股东，因存在不符合相关监管要求的行为，限制其参与两家村镇银行经营管理的相关权利，包括股东大会召开请求权、表决权、提名权、提案权、处分权等；许昌农商银行对上述两家银行持股比例均为40%。

二、河南村镇银行事件前因后果

河南新财富集团大起底

随着河南村镇银行事件的发酵以及事件真相的层层剥离，整个事件的幕后真凶“河南新财富集团”逐渐浮出水面，其实际控制人吕奕迅速被公安系统锁定。

新财富集团实际控制人吕奕，河南南阳市镇平县人，后改入塞浦路斯国籍，其“第一桶金”来自于兰尉高速。

交叉渗透股权，扩大资金规模。2011年前后，吕奕成立了河南新财富集团，该集团通过交叉持股控制了上百家关联公司，这些关联公司都是吕奕渗透地方银行的工具。吕奕通过关联公司直接或间接渗透地方

城、农商行，在逐步渗透到这些地方银行后，通过交叉质押其持有的银行股权，快速回笼资金，同时利用这些资金流水，以其控制的子公司的名义向地方银行进行贷款。这其中也涉及到部分地方银行腐化的高级管理层，根据外部公开消息，吕奕曾向某城商行原高管行贿2300余万，在某股份制银行原高管的协助下违规获得贷款35亿元。通过不断循环往复，吕奕渗透的银行数量越来越多，套取的资金规模也越来越大；据不完全统计，至少有26家银行与新财富集团有千丝万缕的联系。

伪造贷款套出资金。在获得中小银行的控制权以后，吕奕通过自己控制的影子公司，向已经渗透的村镇银行申请贷款，通过对这些村镇银行高管的控制，对自己影子公司申请的贷款层层开绿灯，逐步将储户的资金套出，挪为己用。2022年原银监会副主席蔡鄂生因受贿罪被捕，吕奕曾协助调查，调查结束后便匆忙前往美国，同年4月，村镇银行事件暴露。

高息诱揽，线上平台成为“帮凶”。涉及本次事件的村镇银行资金渠道有三：线下揽储，自营线上平台，第三方互联网平台；此外，还有部分资金掮客为河南新财富集团输送了部分“大额资金客户”。村镇银行展业区域是有明确监管限制的，通常情况下村镇银行没有资格进行线下异地揽储，为克服这一问题，河南新财富集团打通了线上渠道，与滨海国金所、口袋银行、小米金融等30余家第三方互联网平台合作上线其“储蓄产品”，在互联网平台的流量加持下，结合高利率水平，涉事的四家村镇银行吸收了大量的线上存款；此外，在河南新财富集团设立的君正智达科技有限公司帮助下，涉事村镇银行建立了自营的线上平台，通过微信公众号及自营网上银行APP进一步进行跨域揽储。

瞒天过海，伪造系统，删除信息。涉事村镇银行往来资金如此之大，又是如何躲过监管的呢？通常情况下，商业银行的清算支付要接入CNAPS（中国现代化支付系统）来实现，但村镇银行并不会直连CNAPS，

一般是通过其发起行的清算账户进行清算，村镇银行依靠主发起行实现跨行资金流动，也为各种可能产生的风险埋下隐患。涉及本次事件村镇银行的发起行便是许昌市农村商业银行股份有限公司（以下简称“许昌农商银行”）。许昌农商银行背后的股东亦与新财富集团有千丝万缕的联系，随着本次事件的发酵，许昌农商银行股东不规范及“潜在股东代持”的情况也引起了外界的关注。据了解，许昌农商银行76位股东中有25位股东是被执行人；此外，许昌农商银行总股本仅10亿元，其中有7.58亿股均被出质，换句话说，许昌农商银行超过75%的股权是由隐形股东代持的。种种迹象表明，许昌农商银行公司治理欠缺，内部股权结构混乱，各种不透明信息也为本次事件埋下了隐患。值得注意的是，河南新财富集团设立了宸钰信息技术有限公司，专门从事删除、篡改其系统信息，以瞒过监管完成资金转移。

官方定性“违规揽储、虚构贷款”。本次事件发生以来，许昌市公安局、河南省地方金融监督管理局及河南银保监局均对此事做出过回应，根据上述官方公告，本次事件被定性为河南新财富集团操控实施的违法犯罪活动，由河南新财富集团非法控制多家村镇银行，利用自营平台及资金掮客进行揽储，并通过虚构贷款等方式非法转移资金，涉嫌多种严重犯罪。值得注意的是，许昌公安局2022年7月10日发布的公告中明确了多家村镇银行的“揽储”活动，侧面证明官方确认了涉事的部分资金为存款。

垫付方案及相关讨论分析

河南村镇银行事件涉及众多储户，涉案金额高，社会影响大，该事件发酵以来，公安部门、央行及地方监管均对此高度重视；2022年7月11日，河南银保监局、河南省地方金融监管局针对河南村镇银行案件发布1号公告，对禹州新民生村镇银行、上蔡惠民村镇银行、柘城黄淮村镇银行、开封新东方村镇银行账外业

务客户本金分类分批开展先行垫付工作；根据公告，2022年7月15日开始首批垫付合并金额5万元（含）以下的客户，合并金额5万元以上的陆续垫付，垫付工作由河南省联社组织实施，并开通了微信小程序“村行垫付”以便储户进行办理相关程序。本次公告为首次垫付公告，在公告中将涉事“储户”的业务定性为“账外业务”而非“存款业务”，也侧面证实了涉事村镇银行资金、业务统计是通过某种方式躲避了监管系统。8月29日，相关监管发布了第7号公告，开启对账外业务客户本金单家机构单人合并金额40万元至50万元（含）的开始垫付，50万元以上的按照50万元垫付，未垫付部分权益保留，根据涉案资产追偿情况依法依规予以处理，截至目前，7号公告为最后发布的公告，根据7号公告，本次资金垫付后，集中垫付工作基本完成。

值得注意的是，上述活动被定义为“垫付”而非“偿付”，侧面证明目前该事件的资金并非由“存款保险基金”负责，根据公开消息，本次垫付资金来源是对应的被冻结的非法资产变现垫付，值得注意的是，此前与村镇银行合作、代理清算业务的南京银行未进行垫付，而最后的责任认定由谁承担出资尚无明确定论。南京银行曾多次澄清声明，在本次事件中，其只作为资金清算通道为有关村镇银行代理清算业务，有关资金清算服务合法合规，并不承担资金风险。

三、河南村镇银行事件带来的影响

互联网金融平台警示，民营银行“躺枪”

本次河南村镇银行事件中，第三方互联网金融平台在其中扮演了重要角色，随着本次事件的持续发酵，互联网金融平台与商业银行合作的业务模式及相关产品的安全性引发外界担忧，但实际上，监管很早便加强了对于互联网金融平台业务的规范化管理，互联网金融平台与商业银行合作的业务风险整体可控。近年来随

着居民财富的持续增长及移动支付的迅速普及，互联网金融平台得到了高速发展，其流量优势受到了众多银行的青睐；在早期，与互联网金融平台合作的主要为受限于“一行一网点”模式的民营银行，随后众多城商行、农商行及村镇银行均加入到其中，在高收益性及流量的加持下，互联网金融平台成为了众多区域性中小银行异地揽储的有效工具，而监管很早便察觉到了快速扩张的互联网存款背后的潜在风险，2021年1月15日，银保监会、央行发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，明确商业银行不得通过非自营网络平台开展存款业务，该通知下发前已经开展的存量存款业务到期自然结清，本次事件涉及的便是该通知下发之前的存量业务。本次河南村镇银行事件的警示下，对于存量、尚未到期的互联网存款的监管、盘查力度或将有所加强。

此外，在本次事件发生以后，与互联网金融平台合作程度较深的民营银行亦陷入了舆论漩涡。此前，民营银行在“一行一网点”的经营模式限制下，线下揽储存在天然竞争劣势，故将互联网平台作为有效的揽储延伸，成立较早的民营银行与互联网平台合作程度之深加速了其负债及资产端规模的扩张，据了解，部分民营银行通过第三方互联网平台吸收的存款规模占全行存款比重超过80%；2021年随着互联网金融监管新规推出后，民营银行负债规模扩张速度明显放缓，经营步伐趋于稳健。河南村镇银行事件发生初期，在第三方互联网金融平台购买民营银行存款产品的用户纷纷联系到合作银行要求取出存款，短期内民营银行面临一定的流动性压力，但另一方面，各地方监管积极盘查、警示风险，同时民营银行设立“互联网存款专线”对相关问题进行专门解答，通过出具“存款证明”来安抚储户，同时加大力度建设自营线上平台，对存量互联网存款进行积极导流、转化，增强储户的财富安全感；在上述措施下，民营银行互联网存款“兑付潮”已逐步平息，相关风险整体可控。

村镇银行公司治理、股东资质及股权结构加强监管

随着本次河南村镇银行事件背后的河南新财富集团浮出水面，村镇银行的股东及股权管理“乱象”亦引起外界重视。入股村镇银行资金规模要求相对较小，市场准入审批门槛低，河南新财富集团便是利用这一特点通过代持、交叉渗透股权等方式对村镇银行进行控制，进而侵害了广大储户的财富。村镇银行的设立初衷本为填补下沉区域金融空白，以改善县域民生、促进就业、支持地方“三农”为目的，普惠性较强；但另一方面，当地民营企业入股银行，必然存在盈利、分红的需求，两者存在一定天然的利益冲突，故完善的公司治理架构、平稳的公司运营体系以及合格的股东资质对于村镇银行的平稳发展非常重要。

在本次事件发生后，监管或将对村镇银行公司治理架构及股权结构进一步规范，对股东开展“穿透式”审查，重点关注隐形股东带来的潜在风险，确保村镇银行持续、稳健经营，保护县域居民的财富安全。

储户对部分中小银行信任度下降

本次河南村镇银行事件打破了储户对于银行存款“刚性兑付”的固有认知，伤害了储户的财富安全感，储户对于部分下沉区域的村镇银行信任度有一定下降，在此影响下，居民对于存款银行的选择上则不再单一考虑存款的收益性，对于存款安全性的意识将有所提高，合规经营、稳健可靠的银行将成为储户存放资金的首选。

此外，本次事件警示了储户在银行办理业务时要确认存款的性质，对于“拿到存款凭证”的安全意识应当有所提升，警惕在办理业务时因基层员工的操作风险事件而导致“存款变理财”或“存款变保险”，只有确定了存款性质才可以受到存款保险制度的保障。

河南村镇银行事件是由以吕奕为首的河南新财富集团实施的违法犯罪活动，利用村镇银行股东准入审批门槛低、公司治理不完善的特性，通过代持、交叉渗透股权等方式对村镇银行进行非法控制，利用资金掙

客、自营线上平台以及第三方互联网金融平台等渠道，以贴息的方式违规揽储，并以虚构贷款的方式转移资金挪为己用，侵犯了广大民众的财富；该事件影响恶劣，严重损害了我国民众财富安全感，中小银行在民众面前的信任度遭受了严峻考验。但另一方面，河南村镇银行事件发生以来，人民银行、地方公安系统及银保监局等各级部门稳妥应对，积极做好流动性风险监测和应急保障，在各级部门的配合及指示下完成了居民资金的垫付工作，切实保护了广大居民的财富；本次河南村镇银行事件暴露了我国金融系统在高速经济发展中埋下的隐患，该事件对于村镇银行监管整顿的警示意义重大。下文我们将对我国村镇银行发展概况及管理体制进行简要分析，并对我国村镇银行面临的主要问题进行了探讨，同时，对其未来发展提出建议。

四、我国村镇银行发展概况及管理体制

作为中小银行的重要组成部分，村镇银行发展迅速，是我国县域地区支农支小的重要生力军。2006年，我国新一轮农村金融改革启动，时年中央一号文件提出“允许私有资本、外资参股乡村社区金融机构”“大力培育由自然人、企业法人或社团法人发起的小额贷款组织”“引导农户发展资金互助组织，规范民间借贷”。在此基础上，为解决农村地区银行业金融机构网点覆盖率低、金融供给不足、竞争不充分等问题，2006年12月，原银监会发布《关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策，更好支持社会主义新农村建设的若干意见》，提出适度调整和放宽农村金融机构准入政策，在注册资本、投资人资格等方面降低准入门槛，促进农村地区优化银行业金融服务体系，并选择在四川、青海、甘肃、内蒙古、吉林、湖北6省（区）的农村地区作为试点设立村镇银行，在此背景下，我国第一家村镇银行四川仪陇惠民村镇银行于2007年3月在四川省南充市仪陇县成立；而后，2009年7月，原银监会发布

《新农村金融机构2009—2011年工作安排》，计划3年内将在全国设立村镇银行1027家，加快推进了村镇银行设立速度，2009—2011年分别成立了54家、199家和287家村镇银行。经过15年发展，村镇银行已成为机构数量众多、业务下沉度高、县域覆盖率广、支农支小特色突出的“小银行”。截至2022年6月末，我国共有1649家村镇银行，占全部银行业金融机构数量的35.86%；从区域分布情况来看，村镇银行已覆盖我国31个省份，县域覆盖率约70%，其中超过80家的四个省份分别为山东（126家）、河北（107家）、河南（86家）和贵州（84家），东部地区较多，西部地区相对较少（见图1）。

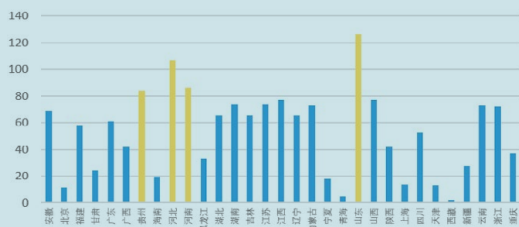
从经营情况来看，近年来，我国村镇银行资产规模持续增长，且由于基数较低，其增速相对其他类型商业银行较快。截至2020年末，我国村镇银行资产总额1.94万亿元，占商业银行资产总额的0.73%，负债总额1.74万亿元，占商业银行负债总额的0.72%，村镇银行数量占全部银行业金融机构数量的比重虽超过三分之一，但资产和负债占比不足1%，进一步凸显了其作为我国银行业金融机构中最小的银行类别，数量多但体量小的特点；村镇银行存贷款规模亦保持稳定增长，贷款结构以农户和小微企业贷款为主（占比超过90%），且户均贷款规模较小并呈逐年下降趋势，支农支小的业务定位进一步凸显；从盈利情况来看，受减费让利政策导致资产收益水平下滑影响，加之资产质量下行压力下拨备计提力度加大，村镇银行盈利水平有

所下滑，2020年实现净利润76.9亿元；资本充足水平方面，截至2020年末，村镇银行资本充足率为15.7%，资本处于充足水平；流动性水平方面，考虑到村镇银行均与主发起行签订了流动性支持协议，其流动性风险整体可控。

村镇银行实施“主发起行制度”，根据监管规定，村镇银行的发起人或出资人中应至少有1家银行业金融机构，最大股东或唯一股东必须是银行业金融机构，且最大银行业金融机构股东持股比例不得低于15%，同时，其他单一股东及关联方持股比例不得超过10%。从村镇银行发起行类型来看，主要包括国有大型银行、股份制银行、城商行、农商行和外资行。从发起行对村镇银行的管理模式来看，由于发起行类型、规模、管理机制以及设立村镇银行的初衷不同，其下设村镇银行的管理模式亦呈现一定差异，主要包括管理总部模式、总分行制模式、“多县一行”制模式和投资管理型模式等。

对于主发起行而言，部分受到跨区域经营限制的城商行和农商行可以通过设立村镇银行扩大展业范围，提升盈利能力；而对于村镇银行而言，主发起行作为大股东，除出资外，需对其进行并表管理，并根据管理模式不同，在公司治理、制度建设、风险防控、经营指导、信息科技、人才输送等方面给予村镇银行不同程度的支持，同时，需牵头组织村镇银行重大风险处置，为其提供持续的流动性支持。此外，在监管层面，监管部门对村镇银行和其主发起行实施双线监管，即村镇银行除了受属地监管机构监管外，其属地监管机构应与主发起行的属地监管机构联动实施共同监管。

图1 村镇银行区域分布(单位:家)



数据来源: 企业预警通, 联合资信整理

五、我国村镇银行面临的主要问题

产品结构单一，揽储压力较大

村镇银行业务种类以传统存贷款为主，且产品结构单一，业务创新能力不足；同时，受限于人员、科技

等方面的限制，业务开展主要依赖于线下，数字化经营能力普遍较弱，在国股行、城商行以及农商行业务不断下沉的背景下，其面临的竞争压力上升，自主定价能力进一步削弱。村镇银行较少设立分支机构，从网点角度来看，其经营所在区域内往往并存国有大行和地方农商行的分支机构，与其设立初期填补农村地区金融服务空白的初衷存在一定差距，而相对于大银行而言民众对于村镇银行了解度和信任度的不足，进一步导致其在拓展存款来源方面难度较大，加之在互联网金融新规下，其通过第三方平台揽储的渠道受阻，面临较大的揽储压力。

资本规模较小，自身抗风险能力较弱

村镇银行作为规模最小的银行业金融机构，注册资本普遍较低，自身抗风险能力较弱，截至2022年6月末，注册资本超过1亿元（含）的村镇银行占全部村镇银行数量的比重为37%，注册资本在3亿元（含）和5亿元（含）以上的村镇银行分别只有48家和14家。

信贷资产质量下滑，面临较大的信用风险管控压力，高风险机构较多

从业务层面来看，在支农支小发展定位的背景下，村镇银行贷款客户结构以抗风险能力较弱的农户和小微企业为主，加之村镇银行经营所在地多为欠发达的农村区域，导致其贷款面临的信用风险相对较高，且在近年来大中型银行业务下沉的竞争压力下，村镇银行客户呈现进一步下沉的趋势，信用风险亦随之上升；同时，部分以农商行作为发起行设立的村镇银行存在业务种类单一、风险管理粗放、人员及科技支撑不足等问题，亦加大了其信用风险管控压力。近年来，在经济下行叠加新冠疫情持续的背景下，小微企业经营压力明显上升，导致中小银行尤其村镇银行信贷资产质量下滑，加之公司治理问题凸显，导致少数村镇银行风险水平快速上升。从央行金融机构评级结果来看，2021

年四季度，全国4398家银行业金融机构（大型银行24家、中小银行3997家、非银行机构377家）中村镇银行1649家，评级结果分布在2~10级，村镇银行中有103家高风险机构，占全部高风险机构的32.59%，村镇银行高风险机构较多。从信贷资产质量来看，近年来村镇银行不良贷款率呈上升趋势，且高于城商行和农商行。

公司治理缺陷埋下了关联交易的隐患

从公司治理层面来看，为支持县域地方经济发展，在发起行设立村镇银行时，同时会引入部分民间资本，但由于入股村镇银行门槛较低，部分村镇银行存在民营股东资质较差，甚至有通过财务造假等方式入股的情况，且在当前经济下行的背景下，部分地方民营股东经营压力加大，埋下了关联交易的隐患，更有部分股东通过股权代持、与关联方签订抽屉协议等方式隐匿关联关系，公司治理问题亦是导致少数村镇银行逐渐裂变为高风险机构的主要原因之一。

主发起行的管理职责及风险处置能力有待加强

主发起行作为村镇银行的大股东，除出资外还承担一定的管理职责，但由于部分主发起行自身公司治理、内控及风险管理能力有限，其对于旗下村镇银行的管控手段和管控力度存在一定缺陷；同时，对于部分通过在异地设立村镇银行拓宽展业范围的主发起行来说，较长的管理半径进一步加大了管理难度，为村镇银行的风险暴露埋下了隐患；此外，主发起行虽有牵头组织村镇银行重大风险处置的职责，并签订了流动性支持协议约定为其提供持续的流动性支持，但部分主发起行受限于自身实力不足，在面临重大风险事件时不具备风险处置能力，主发起行的管理职责及风险处置能力有待加强。

六、我国村镇银行信用水平及发展建议

河南村镇银行事件暴露了我国部分中小型农村金

融机构存在股东资质较弱且股权管理缺失、公司治理及内控不完善以及风险管理能力较差等方面的缺陷，且该事件打破了储户对于银行存款“刚性兑付”的固有认知，导致储户对村镇银行和与互联网金融平台合作较多的民营银行信任度有所下降，揽储压力上升；但另一方面，河南村镇银行事件发生以来，人民银行、地方政府部门和公安系统及银保监局等各级部门稳妥应对，积极做好流动性风险监测和应急保障，有效阻断了风险传导，且民营银行通过出具“存款证明”、推动线上自营平台建设等手段稳存款，互联网存款“兑付潮”已平息。整体来看，相对于其他类型的银行，村镇银行是我国银行业金融机构中的风险高发领域，整体抗风险水平较弱。另一方面，由于村镇银行的资产负债总规模在我国银行业金融机构中的占比不足1%，该事件对于我国中小银行乃至整个银行业金融体系风险水平未产生实质性影响，也未产生如当年包商银行破产事件的金融体系风险传导效应。我国中小银行运营整体保持稳定，信用风险可控。

村镇银行作为我国机构数量众多、业务下沉度高且县域覆盖率最广的农村金融机构，在我国金融体系中仍具有不可或缺的地位。在未来发展过程中，我们认为村镇银行应坚持支农支小的业务定位，将业务触角下沉至与其定位相匹配的真正需要被服务的群体，进一步提高业务覆盖面的同时，加强营销能力和营销效率，稳固其在农村市场的战略地位，并依托于母行在产品体系及信息科技等方面的优势，加强数字化水平，提升自身业务竞争力；同时，需加强股东资质管理及股权穿透的监管，提高民营股东资质的审核标准，对股权关系及关联交易实施穿透管理，提高公司治理透明度，并加大相关追责力度；此外，需强化主发起行在资本补充、管理和人才系统支持以及风险处置等方面的责任约束，助力提升村镇银行人员素质、风险管控能力和信息科技水平，并通过强化与母行的系统对接提高风险识别能力，对于已经出现重大风险的村镇银行，强化风险处置，通过向其补充资本或吸收合并旗下村镇银行的方式推进风险化解。///



地产投资增速探底，行业或将保持中低速温和增长 ——建筑施工行业研究报告

文 | 联合资信 张雪婷 高志杰 陈佳琪 杨 柳 何 泰 刘 瑞

一、行业概况

建筑业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2022年前三季度，受基础设施建设投资持续发力影响，建筑业总产值增速持续回升，行业增加值占国内生产总值的比重同比略有提高，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。2017年之前，建筑业总产值单季增速基本高于GDP增速（见图1），自2017年起，建筑业总产值增速长期低于GDP增速。整体看，建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大，在经济恢复期间，建筑业对国民经济贡献作用明显提升。

二、行业环境

宏观经济环境

2022年以来全国经济受疫情影响下行压力加大，国家加大宏观政策调控力度，未来建筑业或将保持中低速温和增长态势。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，作为国民经济支柱产业之一，2022年1—9月，全国建筑业实现总产值20.62万亿元，同比增长7.82%，

增速较上年同期下降6.09个百分点，主要系受疫情冲击和房地产行业投资持续下降影响。

行业监管与行业政策

建筑业发展受政策影响较大，在“双碳”目标的约束下，绿色低碳行业的信用质量有望继续改善；此外下游需求和行业监管的调整也会对建筑业产生重要影响。2022年以来，房地产投资持续探底但行业政策环境持续回暖，基建投资持续发力，建筑业未来整体或将保持中低速温和增长态势。

建筑业发展受政策的影响较大。由于建筑业涉及诸多民生问题，农民工权益、项目招投标、工程技术标准、建筑质量管理等方面都有具体的行业政策予以规范。

2022年以来，建筑行业相关政策以推进标准化作业和促进行业转型升级为主导，对建筑业的引导主要体现在规范施工过程标准和提升工程建设质量安全方面。在“双碳”目标的约束下，绿色低碳行业（如绿色清洁能源、绿色建筑建材、绿色交通运输）的信用质量有望继续改善。

图1 GDP及建筑业增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

从需求端政策来看，房地产和基础设施建设是建筑业下游需求的主要来源。在市场景气度加速下行背景下，为防范行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，2022年以来中央多次释放维稳信号，将“保交楼”作为下半年工作重点之一，“房住不炒”仍为政策主基调。

基建投资方面，2022年以来地方政府债券发行明显前置和提速。政策引导下，2022年地方债发行明显前置，二季度发行最为密集，其中6月份发行规模为地方债单月发行高峰，上半年已基本完成本年度新增债券发行任务。8月份以来，国常会提出接续政策措施，决定依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额。2022年，在房地产投资持续探底的背景下，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显，预计基建投资有望回升。

三、行业周期及目前所处的阶段

建筑业的长周期特征较为明显，且当前周期被动拉长，目前建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段。目前来看建筑业短期内仍存在下行压力，未来需持续关注下游房地产调控政策和基建投资强度对建筑业影响情况。

建筑业存在一定的周期性波动规律，根据库兹涅茨周期理论，一般20~40年为一个长周期，背后反映了人口规模与结构的变化。

从建筑业增加值增速的走势来看，建筑业周期自1999年开始，经历了2000—2007年左右的快速上升期（见图2），2008年开始回落，除2017年增速短暂回升外，整体延续2008年以来的下降趋势。2021年，建筑业增加值增速明显回升，主要受上年低基数影响。整体看，近年来下游需求持续性回落导致建筑业整体进入下行周期，预计未来建筑业增速整体仍存在下行压力，但考虑到目前下游需求房地产行业政策环境持续回暖，建筑业未来或将保持中低速的温和增长态势。

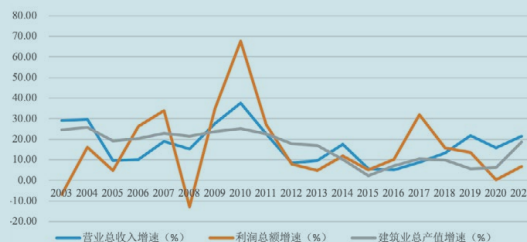
联合资信通过观察发债建筑施工企业样本¹收入和利润的变化特征来映射建筑业的周期性变化。通过对样本企业2003—2021年营业总收入和利润总额的统计，得出营业总收入增速和利润总额增速的变动趋势（见图3）。2003—2021年，样本企业营业总收入和利润总额增速在长周期内整体呈波动下行趋势，期间包含了若干个2~4年的短周期。从营业总收入来看，在2004年、2010年、2014年和2019年均处于短周期内高位，但收入增速的峰值呈波动下降趋势，这也印证了建筑业处于长周期下行的观点。利

图2 从建筑业增加值增速看行业周期性



注：1980年建筑业增加值增速为35.8%，增速显著高于前后两年，为特殊值不影响周期判断
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图3 2003—2021年样本企业营业总收入与利润总额增速变化（中位数）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ 本文中涉及建筑施工企业样本系根据公开市场发债企业整理。

润总额增速波动较大，主要是受样本企业数量有限，个别企业利润总额波动导致整体偏差较大所致。

房地产行业 and 基建行业为建筑业下游两大主要需求来源，2012年起，基础设施建设投资增速长期处于下降趋势，房地产开发投资增速在2012至2015年处于下降趋势，2016年起实现回升（见图4）。2020年初，受疫情影响，房地产和基建投资增速出现断崖式下跌，对年内建筑业总产值和企业盈利能力均造成较大影响，建筑业下行压力加大。随着2020年上半年疫情逐步稳定，二、三和四季度房地产投资完成额增速和基础设施建设投资完成额（不含电力）增速陆续转正。2022年1—10月，全国固定资产投资完成额47.15万亿元，同比增长5.80%，增速降至2019年同期水平。其中，房地产投资增速持续下降，对固定资产投资的拉动作用进一步下降。

四、行业竞争态势分析

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

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

企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资金及融资实力较强的建筑企业，往往聚焦自身侧重的专业建筑领域，并能够利用自身优势占据更高的市场份额。

建筑业竞争格局方面，从国内建筑业目前形成的竞争格局看，国内建筑市场按照企业属性可划分五类，分别为：“五大”中央国有企业、地方国有企业、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。“五大”中央国有企业经过大规模的整合之后，具备了雄厚的资金实力，在技术资本密集型的高端项目及其所在的细分行业中形成了较高的壁垒；地方国有企业能够一定程度得到地方政府支持，在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，获取较好的收益；大型民营企业管理机制灵活，成本控制能力强，业务资质也在不断提升，但同时也面临着更加激烈的竞争；外资企业具备资本、技术、信息、装备等方面的优势，在勘察、设计、智能建筑等高端建筑市场拥有很强的竞争力。

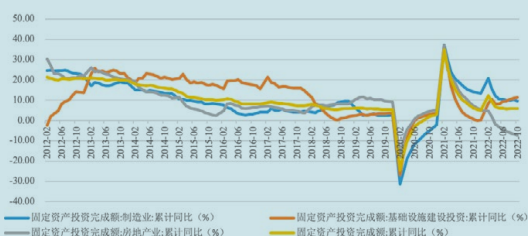
在当前投资者风险偏好因素影响下，中央国有企业和地方国有企业较民营企业融资能力相对较强，加之民营建筑施工企业在项目获取能力和融资能力等方面优势不明显，往往更易受到外部环境变化的冲击。在当前去杠杆、金融严监管的背景下，房地产企业资金链偏紧，作为其上游的建筑施工行业也将继续承压，在此背景下，民营建筑施工企业受到外部环境变化的冲击加大，加之政府投入的公共资金流向趋向龙头企业，一定程度上提升了行业集中度。

五、行业增长与盈利能力趋势分析

行业增长分析

建筑业是一个由需求驱动的行业，行业增长主要取决于下游需求。整体看，建筑业短期及长期均面临较大压力，未来有望维持中低速温和增长态势。

图4 2012年2月—2022年10月建筑业主要下游行业投资完成额同比变化



资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑业处于产业链的中游，所提供的服务本质上等同材料加工，但由于建筑产权不归建筑施工企业所有，企业生产决策不受库存因素干扰，而是由下游需求直接决定。建筑业是一个由需求驱动的行业，在订单向施工的转化相对稳定的情况下，其行业增长主要取决于“量”，而“价”对盈利能力的影响相对较小。

从“量”来看，全国建筑业2022年前三季度累计新签订单23.43万亿元，新签合同额累计同比增长6.77%，增速较上年同期下降1.04个百分点。截至2022年9月底，全国建筑业签订合同总额（在手）57.79万亿元，累计同比增长10.56%，增速较上年同期下降1.40个百分点。

建筑业上游分析

建筑业上游以水泥和钢材为主，2021年以来，随着复产复工带动下需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但11月以来价格均明显下跌，2022年持续波动下跌态势，预计后期价格趋势将会继续以小幅回落为主。

建筑施工企业的上游“原材料”主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过30.00%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。水泥价格方面，受2018年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行（见图5）。总体来看，水泥、钢铁价

格波动较大，2021年以来随着后疫情时代经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢铁价格快速回暖，但11月以来价格出现回落，2022年持续波动下跌态势，预计后期仍将继续以小幅回落为主。

建筑业下游需求分析

2022年以来，房地产调控政策边际放松，但房地产开发投资增速仍持续回落，新开工面积延续负增长态势，基建投资在稳增长政策发力带动下增速较上年明显回升，预计未来稳增长政策将持续发力，叠加专项债方面的资金支持，基建投资增速有望持续回升。

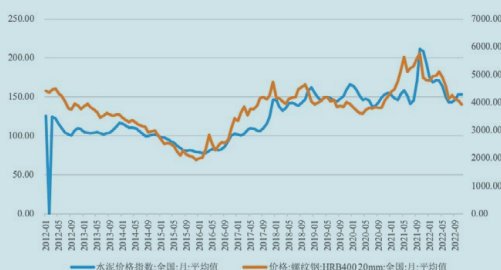
建筑业的下游需求可以大致分为房建和基建，分别对应固定资产投资中的房地产和基础设施两大分项。房地产和基础设施投资增速自2010年以来呈下降趋势，这也是导致建筑业进入下行周期的直接原因。

2022年1—11月，全国完成房地产开发投资123863.0亿元，同比下降9.8%，累计投资增速自2022年以来持续回落，并于4月由正转负。销售方面，2022年1—11月，全国商品房销售面积121250.0万平方米，同比下降23.3%，累计同比增速自2022年2月以来持续为负。施工方面，2022年1—11月，全国房屋新开工面积111632.0万平方米，同比下降38.9%，2021年7月以来累计同比增速持续为负，同时建筑施工企业在房建项目方面的新签合同额有所下滑，对未来业绩增长产生不利影响。

2022年以来，房地产行业政策环境持续回暖，行业融资政策边际放松。从销售端来看，2022年9月30日，人民银行及银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。但由于3月以来，新冠疫情严峻，各地防疫和封控等措施给房地产市场造成冲击，短期内房地产企业资金仍然较为紧张。

2022年以来，稳增长政策持续发力，2021年12月

图5 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况

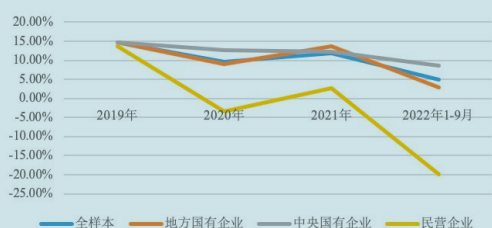


资料来源：联合资信根据公开资料整理

中央经济工作会议提出2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，适度超前开展基础设施投资。2022年1—11月，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.9%，增速较上年同期增幅明显，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显。随着专项债发行提速，叠加专项债使用范围有所扩大，对开工项目的支持力度明显增强，基建投资或将成为建筑业增长主要驱动力。

2022年前三季度，地方政府债券累计发行1750支，金额合计63484.93亿元，同比增长13.05%。其中，三季度发行合计金额10983.35亿元，环比下降67.94%。从资金用途看，2022年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占比为69.49%，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，2022年前三季度，地方政府债券净融资额为42445.57亿元，较上年同期增长28.57%。2022年5月，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出在前期确定的交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施，市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程在内的九大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。基建投资向上改善动力加强，但受制于冬季天气因素、地方政府债务管理和项目审批趋严等因素制约，预计改善空间有限。

图6 不同所有制建筑施工企业收入增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

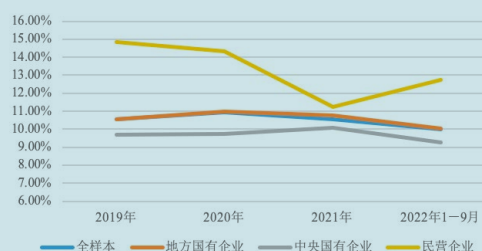
建筑施工企业收入及盈利分析

近年来，建筑样本企业营业总收入和利润总额均呈增长趋势，利润规模增速明显低于收入增速；处于行业头部的发债企业收入规模同比增速高于行业产值同比增速，发债企业整体盈利水平较为稳定。

2019—2021年，建筑样本企业营业总收入年均复合增长13.37%。同期，建筑样本企业利润总额年均复合增长5.41%。建筑样本企业营业总收入和利润总额均呈增长趋势。2022年1—9月，建筑样本企业营业总收入为9.47万亿元，同比增长9.09%；同期，建筑样本企业利润总额为3366.76亿元，同比增长2.83%（见图6、7、8）。

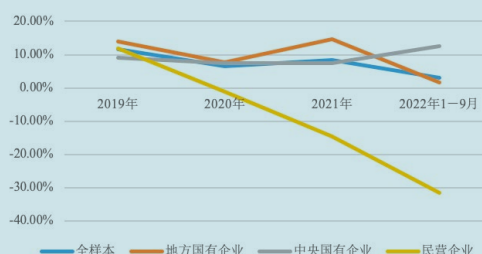
从不同所有制建筑施工企业来看，新冠疫情以来，受专项债加速落地和再融资政策放宽等因素影响，中央国有企业和地方国有企业收入增速和利润总额增速明显恢复；受地产行业冲击导致坏账计提规模扩大影响，民营企业收入增速及利润总额增速显著下降。

图7 不同所有制建筑施工企业营业利润率中位数情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图8 不同所有制建筑施工企业利润总额增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

从不同所有制建筑施工企业来看, 2022年1—9月, 中央国有企业、地方国有企业与民营企业之间的分化仍在持续。其中, 中央国有企业、地方国有企业收入增速及利润总额增速在疫情后恢复明显, 而民企收入增速及利润总额增速较疫情之前显著降低, 主要系受行业竞争不断加剧及坏账计提规模扩大, 以及中央国有企业和地方国有企业较早地受益于专项债加速落地和再融资政策放宽等政策影响。营业利润率方面, 受益于严格的成本控制及民营建筑样本企业主要分布在营业利润率较高的装饰装修和园林工程等细分行业, 民企营业利润率较其他性质企业仍维持高位, 但整体降幅最为明显。

六、行业杠杆与偿债能力

建筑施工企业现金流情况

受到施工周期影响, 建筑行业现金流周期性明显, 四季度普遍为集中回款期, 前三季度的经营性现金流出规模较大; 2022年前三季度, 建筑行业经营回款质量保持稳定, 受行业回款特征、下游地产行业持续低迷及PPP等投融资项目持续推进等因素影响, 经营和投资活动产生的现金流为负。

从经营活动现金流入规模及收现质量情况看, 2019—2021年, 建筑施工企业经营活动现金流入量合计不断增长, 年均复合增长13.15%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金合计年均复合增长13.55%, 现金收入比中位数在96.00%~100.00%的区间波动, 收现质量稳定且整体表现好。2022年前三季度, 建筑施工企业经营活动现金流入量合计9.97万亿元, 同比增长7.32%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金合计9.18万亿元, 同比增长6.95%, 现金收入比中位数96.51%, 同比增长0.39个百分点, 同比变化不大。

从现金流净额及资金缺口看, 建筑行业现金流受到施工周期影响, 周期性明显, 四季度普遍为集中

回款期, 前三季度的经营性现金流出规模较大。2022年前三季度, 受行业回款特征及下游地产企业持续低迷影响, 建筑施工企业经营活动产生的现金流量净额合计-2807.30亿元, 缺口同比下降34.40%。近年来, 受PPP等投融资项目持续推进等因素影响, 建筑施工企业投资活动产生的现金流量净额持续为负。

建筑施工企业有息债务情况

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

2019—2021年, 建筑施工企业资产负债率中位数维持在74.00%左右, 有息债务规模年均复合增长11.27%。2022年前三季度, 受投融资项目持续投资影响, 建筑施工企业债务负担继续加重。截至2022年9月底, 样本建筑施工企业资产负债率平均值73.37%, 中位数75.41%, 分别较上年底增长0.04个百分点和0.62个百分点; 有息债务规模合计66045.35亿元, 较上年底增长18.86%, 其中短期债务24512.85亿元, 较上年底增长24.44%, 长期债务41532.50亿元, 较上年底增长15.79%。截至2022年9月底, 样本企业全部债务资本化比率平均值55.06%, 中位数57.16%, 分别较上年底增长1.48个百分点和2.23个百分点。

从不同所有制建筑施工企业来看, 受融资环境相对宽松影响, 中央国有企业和地方国有企业融资规模扩大, 杠杆水平较高; 民营企业债务融资规模收缩, 杠杆水平有所下降。

分企业性质看, 截至2022年9月底, 中央国有企业和地方国有企业平均资产负债率分别为75.35%和75.16%, 分别较上年底增长1.04个百分点和下降0.41个百分点, 中央国有企业和地方国有企业较民营企业融资环境相对宽松, 在经历主动去杠杆后负债水平有所企稳; 民营企业平均资产负债率65.61%, 较上年底下

降1.46个百分点，主要系民营企业融资环境相对紧张导致债务规模被动收缩。

建筑施工企业偿债指标

近几年，建筑施工企业的流动性压力进一步显现，短期流动性趋紧，不同所有制企业之间分化愈加明显，民营企业短期偿债压力大，需持续关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的企业。

短期偿债指标方面，分企业性质看，中央国有企业短期偿债指标表现整体较强，地方国有企业短期偿债指标表现尚可，民营企业受到再融资能力削减影响，短期偿债指标表现下降明显。截至2022年9月底，中央国有企业货币资金/短期债务中位数0.88倍，较上年年底下降7.96%；地方国有企业货币资金/短期债务中位数0.67倍，较上年年底下降5.09%；民营企业货币资金/短期债务中位数0.50倍，较上年年底下降19.13%。建筑施工企业短期流动性整体趋紧，不同所有制企业之间分化愈加明显，民营企业较中央国有企业和地方国有企业来说，短期偿债压力大。

长期偿债指标方面，2019—2021年，建筑施工企业全部债务/EBITDA中位数表现持续弱化。按企业性质划分，截至2021年底，地方国有企业全部债务/EBITDA中位数为9.31倍，较2020年底下降13.01%；中央国有企业全部债务/EBITDA中位数5.96倍，较2020年底增长31.04%；民营企业全部债务/EBITDA中位数为1.23倍，较2020年底下降62.42%。

七、企业信用状况

建筑施工企业债券发行情况分析

2022年前三季度，建筑施工企业发债期数及规模同比均有所增长，短期债券备受投资人青睐；从发行场所看，银行间债券发行期数及规模均领先于交易所债券但差距有所缩小；从发行主体级别看，高等级发行主

体优势明显且发行主体向高等级集中；从不同企业所有制形式看，中央国有企业明显领先其他所有制企业但发债主体数量及发债规模占比小幅下滑。

发债期数及规模有所增长，超短期融资债券及一般公司债发行规模占比有所提升（见表1）。从债券发行品种看，除一般短期融资券和一般中期票据外，其他债务融资工具的发行规模及发行期数同比均有所增长。超短期融资债券发行规模仍为最大且发行规模占比有所提升，此外一般公司债发行规模占比也有所上升，一般中期票据发行规模占比有所下滑，其他债务融资工具发行规模占比保持稳定。

银行间市场债券发行领先于交易所市场但差距有所缩小。从交易场所看，2022年前三季度，建筑施工企业发行交易所债券67期，同比增长55.81%；交易所债券发行金额822.38亿元，同比增长78.52%。同期，建筑施工企业共发行银行间债券240期，同比增长20.60%；银行间债券发行金额2610.70亿元，同比增长17.47%。

高等级主体备受资金青睐且发行主体向高等级集中。从发行主体级别看，2022年前三季度，建筑施工企业AAA级主体共发行债券242期，同比增长45.78%；AAA级主体发债规模3033.20亿元，同比增长33.90%。同期，AAA级发债主体债券发行规模占同期总发行规模88.35%，同比提高3.93个百分点。

中央国有企业发债规模明显领先其他所有制企业但发债主体数量及发债规模占比小幅下滑。从企业性质看，2022年前三季度，建筑施工企业中中央国有企业发行债券185期，同比增长26.71%，发行债券金额2481.60亿元，同比增长21.65%，中央国有企业在发行数量及金额方面大幅领先其他所有制企业；同期，中央国有企业发行规模占总规模的72.28%，同比下降3.74个百分点。2022年前三季度，建筑施工企业发债主体数量同比下降8.75%，其中民营企业和中央国有企业发债主体数量分别同比下降80.00%和11.63%，地方国有企业发债企业数量同比略有增长。

建筑施工企业债券发行利率分析

2022年前三季度，央行货币政策整体稳定，整体货币政策由“稳增长”转向“稳总量优结构”，央行公开市场操作根据流动性需求灵活调节，整体流动性呈宽松态势，流动性总量处于合理充裕水平；建筑业债券发行主体的短期及中长期债券发行利率均值同比有所下降，信用等级对信用利差表现出一定的区分度。

2022年前三季度，建筑业债券发行主体的短期及中长期债券发行利率均值同比有所下降（见表2），部分券种发行利差级差为负主要系样本量较少所致。

若排除样本数量较少的AA级发行主体的数据干扰，信用等级对信用风险表现出一定的区分度，即建筑业债券发行主体的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系。

建筑施工企业级别及展望调整情况

2022年1—9月，建筑业债券市场发行主体中无信用等级调升情况，共有8家发行主体信用等级发生下调，部分主体伴随评级展望调整，信用等级调降率为3.70%，其中有6家下调主体因债券兑付或终止评级原因已无存续主体评级。在信用等级调降的企业中，由AA+下调至AA的企业有2家，由AA下调至AA-的企业有1家，由AA-连续下调至BB+的企业有1家，由A下调至BBB的企业有1家，由A-连续下调至BB-和CCC的企业各有1家，由BB下调至B+的企业有1家。

从等级调整企业性质来看，2022年1—9月，主体信用等级被调降的企业中，6家为民营企业，1家为地方国有企业，1家为中央国有企业；信用等级被调降的主体以民营企业为主。

表1 2022年前三季度建筑施工企业发债品种同比情况（单位：期、亿元）

类型	2021年前三季度			2022年前三季度			期数同比增幅 (%)	规模同比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
债券种类								
超短期融资债券	140	1550.00	57.77	188	2163.70	63.03	34.29	39.59
一般短期融资券	7	43.00	1.60	5	32.50	0.95	-28.57	-24.42
私募债	7	39.51	1.47	9	57.91	1.69	28.57	46.57
一般公司债	36	421.16	15.70	58	764.47	22.27	61.11	81.52
一般企业债	0	0.00	0.00	2	11.00	0.32	--	--
一般中期票据	52	629.50	23.46	45	403.50	11.75	-13.46	-35.90
合计	242	2683.17	100.00	307	3433.08	100.00	26.86	27.95
交易场所								
交易所	43	460.67	17.17	67	822.38	23.95	55.81	78.52
上海	35	400.87	14.94	63	792.38	23.08	80.00	97.67
深圳	8	59.80	2.23	4	30.00	0.87	-50.00	-49.83
银行间	199	2222.50	82.83	240	2610.70	76.05	20.60	17.47
合计	242	2683.17	100.00	307	3433.08	100.00	26.86	27.95
主体级别								
AAA	166	2265.30	84.43	242	3033.20	88.35	45.78	33.90
AA+	48	296.00	11.03	41	304.10	8.86	-14.58	2.74
AA	28	121.87	4.54	24	95.78	2.79	-14.29	-21.41
合计	242	2683.17	100.00	307	3433.08	100.00	26.86	27.95

资料来源：联合资信根据公开资料整理

八、总结

作为国民经济支柱产业之一，建筑业周期性明显，其发展情况与宏观经济走势高度相关。2022年以来全国经济受疫情影响下行压力加大和房地产投资持续探底，建筑业总产值维持中低速增长，行业增加值占国内生产总值的比重有所回升，对国民经济支柱地位稳固。在宏观政策稳中求进的背景下，未来建筑业或将保持中低速的温和增长态势。从需求端来看，房地产投资持续探底和基建投资持续发力，房地产行业政策环境持续回暖，未来需持续关注下游房地产和基

建行业的调控政策及边际变化。

由于建筑施工行业的业务模式一般会产生较大垫资，呈高杠杆运行的特点，业内企业普遍存在较大资金压力，尤其是短期债务压力较大。2022年，建筑施工企业的下游房地产行业景气度下行，对建筑施工企业回款速度造成负面影响，建筑施工企业的流动性压力进一步显现，短期流动性趋紧，不同所有制企业之间分化明显，民营企业短期偿债压力较大。

整体看，联合资信认为建筑施工行业目前内部分化愈加明显，应持续关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。///

表2 2022年前三季度建筑业债券发行主体主要券种发行利率及发行利差统计

项目			2022年前三季度					2021年前三季度				
期限类型	债券类型	信用等级	样本数量	发行利率(%)		发行利差(BP)		样本数量	发行利率(%)		发行利差(BP)	
				区间	均值	均值	级差		区间	均值	均值	级差
短期	超短期融资券	小计	188	1.27~5.20	2.53	78.17	--	140	2.00~6.20	2.92	87.53	--
		AAA	155	1.27~5.20	2.50	78.41	--	99	2.00~5.30	2.69	67.46	--
		AA+	23	1.70~3.70	2.54	74.38	-4.03	28	2.63~6.20	3.41	130.05	62.59
		AA	10	2.18~3.90	2.83	83.27	8.90	13	2.95~5.50	3.66	148.76	18.71
	一般短期融资券	小计	5	2.50~4.20	3.07	110.82	--	7	3.20~6.30	4.47	210.67	--
		AAA	2	2.50~2.55	2.53	55.16	--	2	3.78~5.80	4.79	241.47	--
		AA+	1	4.20~4.20	4.20	224.93	169.77	3	3.30~6.30	4.83	245.63	4.16
		AA	2	2.80~3.30	3.05	109.42	-115.52	2	3.20~4.00	3.60	127.43	-118.20
中长期	一般公司债	小计	58	2.44~5.70	3.17	80.08	--	36	3.10~7.30	4.00	122.81	--
		AAA	52	2.44~5.70	3.13	77.01	--	28	3.10~4.40	3.66	89.03	--
		AA+	5	2.50~4.90	3.55	107.79	30.78	4	3.78~7.30	5.15	236.72	147.68
		AA	1	3.20~3.20	3.20	101.00	-6.79	4	4.27~6.70	5.24	245.38	8.66
	一般企业债	小计	2	3.40~3.76	3.58	109.30	--	0	--	--	--	--
		AAA	1	3.76~3.76	3.76	133.85	--	0	--	--	--	--
		AA+	1	3.40~3.40	3.40	84.74	-49.11	0	--	--	--	--
		AA	0	--	--	--	--	0	--	--	--	--
	一般中期票据	小计	45	2.20~5.90	3.73	138.74	--	52	2.97~6.80	4.08	140.08	--
		AAA	29	2.20~5.70	3.63	129.00	--	35	2.97~6.50	3.81	115.75	--
		AA+	8	3.19~4.50	3.80	142.49	13.48	13	3.35~6.80	4.67	193.86	78.11
		AA	8	2.74~5.90	4.03	170.31	27.83	4	4.04~4.70	4.51	178.17	-15.69
	总计		298	1.27~5.90	2.85	88.45	--	235	2.00~7.30	3.39	108.23	--

注：1.所有券种样本均为公开发行业债券并剔除定向工具、可转债、私募债和证监会主管ABS产品；2.发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额；3.级差为本信用等级利差均值减去比该信用等级高1个等级的利差均值

资料来源：联合资信根据公开资料整理

回首2022, 多重因素冲击经济继续下行 展望2023, 内需支撑有望重回复苏轨道

文 | 联合资信 吴玥 刘东坡 马顺福

一、宏观经济与行业运行情况

2022年, 百年变局和世纪疫情交织叠加, 地缘政治局势动荡不安, 世界经济下行压力加大, 国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力在持续演化, 发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升, 我国经济恢复的基础尚不牢固。

经初步核算, 2022年全年国内生产总值121.02万亿元, 经济总量突破120万亿元, 不变价同比增长3.00%, 低于年初设定的5.50%增长目标。

2022年俄乌冲突推升能源价格, 加剧了全球的

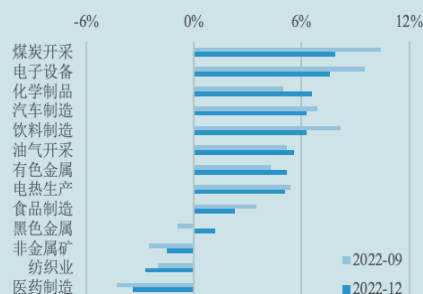
通胀压力; 2023年在美欧货币紧缩的作用下, 全球经济增长或将进一步放缓, 通胀压力有望缓和, 世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下, 2023年“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显, 随着政策积极发力、疫情防控措施优化效果显现, 内需有望支撑我国经济重回复苏轨道。

生产端：工业、服务业承压运行

工业生产方面, 四季度以来工业增加值同比增速逐月下滑, 12月感染高峰对劳动力供给产生负面影响, 工业增加值当月同比增速下滑至1.3%, 较9月大幅回落5个百分点; 2022年全年同比增长3.60%, 较上年大幅回落6个百分点。行业方面(见图1), 得益于能源保供稳价政策持续推进, 2022年能源行业生产高位运行, 煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采、电力热力生产和供应业增加值增长较快。2022年制造业增加值同比增长3.00%, 其中民生消费品供给充足, 食品制造业、酒饮料茶行业增加值分别增长2.30%、6.30%; 电子设备、化学制品、汽车制造等行业增长较快; 医药制造、纺织、非金属矿等行业增加值有所下降。

服务业方面, 经初步核算, 2022年服务业增加值同比增长2.30%, 较上年回落2.85个百分点。从主要行业

图1 主要工业行业增加值累计同比增速¹



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

¹ 图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业; 电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业; 饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业; 油气开采为石油和天然气开采业; 化学制品为化学原料及化学制品制造业; 有色金属为有色金属冶炼及压延加工业; 黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

来看（见图2），2022年信息传输、软件和信息技术服务业以及金融业发展较好，增加值同比增速超过5%；交通运输、仓储和邮政业受到四季度疫情冲击影响，行业增加值由前三季度的增长0.30%转为四季度下降0.80%；而房地产、住宿和餐饮业增加值同比下降明显，且降幅较前三季度进一步扩大。

2023年随着稳经济各项政策效应持续释放，生产生活秩序恢复常态，服务业经济有望回稳向好。2022年12月中下旬以来，随着各地先后度过感染高峰，各大商圈客流量明显增长，跨省游、长途游需求上升，人流量、车流量明显增加；2023年元旦假期全国邮政快递业揽收、投递包裹同比分别增长15.20%和11.50%；元旦假期电影票房突破5.50亿元，全国影院营业率恢复至85%；同时城市客运情况明显回升。

需求端：政策推动固定资产投资平稳增长，消费同比出现下降，出口下行压力显现

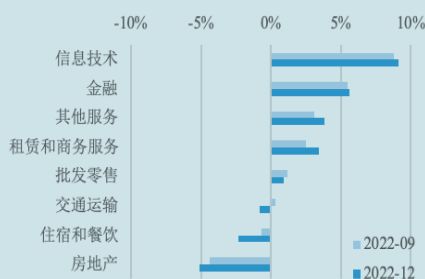
稳投资作为稳增长的主要抓手，固定资产投资增长总体平稳。2022年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21万亿元，同比增长5.10%，整体呈小幅回落态势。三大领域方面，房地产开发投资增速持续探底，2022年房

地产投资同比降幅扩大至10.00%，是固定资产投资的主要拖累项；基建投资持续提速，增速连续8个月加快，加快项目审批落地等稳投资政策效应不断显现；制造业投资增长较快，电子及通信设备、医疗仪器设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。

2022年消费同比小幅下降，非生活必需品及部分房地产链条商品销售承压。2022年社会消费品零售总额（下称“社零”）43.97万亿元，同比下降0.20%，上半年为下降0.70%。其中，2022年餐饮收入同比下降6.40%，餐饮恢复仍然较为缓慢。

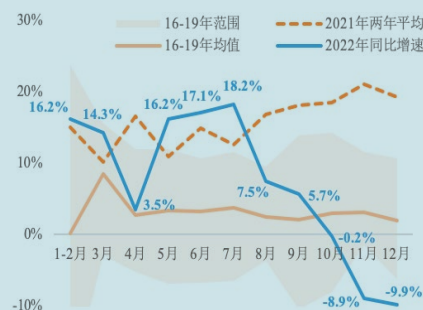
出口下行压力渐现。2022年，我国出口3.59万亿美元，进口2.72万亿美元，贸易顺差877亿美元。2022年出口同比增长7.00%，较上年（29.62%）大幅回落。四季度以来出口同比转为负增长（见图3），主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响。主要出口商品方面（见图4），2022年汽车和汽车底盘出口金额实现大幅增长；家用电器、自动数据处理设备及其零部件、灯具、照明装置及类似品、家具及其零件以及手机出口金额同比有所下降。未来外需大概率继续走弱，2023年中国出口仍将面临下行压力，还需特别关注外需回落对于半导体、新能源汽车和消费

图2 服务行业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图3 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

² 图中信息技术、交通运输全称分别为信息传输、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储和邮政业。

电子等海外收入占比相对较高行业的拖累作用。

价格：生产者出厂价格同比由涨转降，人民币对美元即期汇率显著走弱

CPI同比涨幅先扩后缩。2022年，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.00%，低于3%的预期目标，物价保持总体平稳。

分项来看，**食品价格波动较大**，2022年食品价格由2021年下降1.40%转为上涨2.80%，其中猪肉价格自3月份起触底回升，全年平均下降6.80%；**能源价格涨幅较高**，2022年能源价格上涨11.20%，涨幅比2021年扩大2.90个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格上涨明显；**疫情影响下服务消费需求偏弱**，服务价格全年平均上涨0.80%，涨幅比2021年回落0.10个百分点，宾馆住宿和景点门票价格均有所下降。

PPI同比由涨转降。2022年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨4.10%，涨幅较2021年回落4.00个百分点。逐月来看，受上年同期基数走高影响，PPI同比涨幅由1月的9.10%持续回落至6月的6.10%，7—9月回落速度有所加快；10—11月在高基数的作用下，同比由涨转降；12月同比降幅收窄至0.70%。

从主要行业来看，**输入性价格传导影响国内相关行业价格波动**，2022年国际原油、天然气、铜等大宗商品价格先后高位回落，与进口大宗商品价格关联程度

较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅较上年回落；**能源保供稳价成效显著**，煤炭等行业先进产能平稳有序释放，增产增供力度加大，产量持续增加，市场供给有所改善，煤炭开采和洗选业价格涨幅比上年明显回落；**非金属矿、钢铁行业价格受下游需求偏弱拖累**，其中钢铁价格同比有所下降。

汇率方面，2022年人民币对美元即期汇率显著走弱。2022年12月30日，人民币对美元即期汇率报6.95，较上年年末（6.37）贬值约8.32%。从全年走势看，人民币对美元即期汇率先后经历了“小幅震荡升值—快速贬值—窄幅震荡—快速贬值—快速升值”五个阶段（见图5）。

展望2023年，人民币对美元即期汇率具备逐步企稳的基础，大幅升值或贬值的动力都不强。随着美国通胀持续回落，美联储紧缩政策步伐或将放缓，美元指数大幅上行动力不足，但短期内美联储紧缩政策取向不会改变，美元指数或将延续高位震荡态势。从国内看，2022年12月中央经济工作会议定调明年要坚持稳字当头、稳中求进，加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心，叠加疫情防控政策持续优化，国内经济预期将进一步回稳向好，对人民币汇率形成有效支撑。但中美货币政策继续分化或致中美国债利差继续低位运行甚至倒挂，同时，受美欧经济放缓拖累外需走弱及2022年出口高基数效应影响，2023年我国出口增速或将承压下行，将对人民币对美元即期汇率形成一定贬值压力。综上所述，人

图4 主要出口商品金额累计同比增速

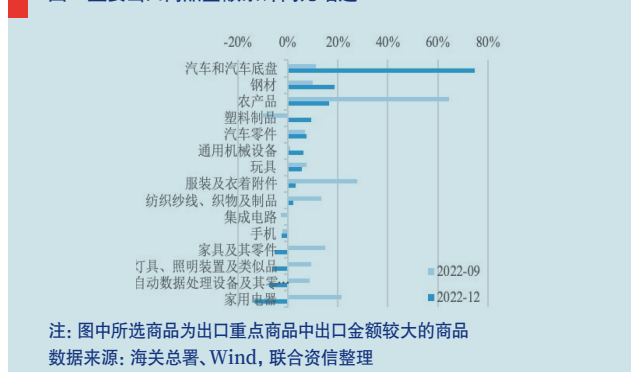


图5 人民币汇率走势



民币对美元即期汇率具备逐步企稳的基础，但大幅升值或贬值的动力都不强，预计将在震荡中小幅升值。

就业：就业形势面临挑战，稳就业仍需加力

2022年，全国城镇调查失业率均值为5.58%，高于上年0.46个百分点。逐月来看，1—2月，全国就业形势总体稳定；3—4月受国内局部疫情加重影响，就业压力较大，城镇调查失业率上升至4月的6.10%；5月以后疫情防控形势有所好转，一系列稳经济稳就业政策措施落地显效、复工复产加快，全国城镇调查失业率开始回落，降至8月的5.30%；9—11月受疫情多发散发影响，调查失业率上升至5.70%；12月城镇调查失业率下降的主要原因是劳动参与率下降，由于农民工提前返乡、感染后在家调养、休息，从而导致劳动的参与程度较低。

重点群体就业面临挑战。2022年，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也在加大，尤其是青年失业率有所上升，稳就业面临的挑战比较大。

2023年稳就业仍需加力。2023年我国高校毕业生规模将再创新高、外来农业户籍劳动力调查失业率也依然偏高，就业总量的压力仍然存在，结构性的矛盾仍然突出。但是随着经济的好转、就业需求的扩大，2023年稳就业仍具备有力条件。

二、宏观信用环境

2022年，央行通过降准降息、公开市场操作、创设结构性货币政策工具等多种方式投放流动性，为稳定宏观经济大盘提供了适宜的流动性环境，社融规模同比小幅扩张，但信贷结构持续分化，居民贷款需求持续走弱，企业债券融资节奏总体放缓，各概念板块分化明显。货币市场流动性总体宽松，实体经济综合融资成本明显下降。展望2023年，预计社融规模维持小幅扩张，信贷结构逐步优化，市场流动性继续保持

合理充裕，实体经济融资成本有望继续稳中有降。

社融规模小幅扩张，信贷结构持续分化，居民贷款需求持续走弱

社融口径人民币信贷、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年全年新增社融规模32.01万亿元，同比多增6689亿元，其中12月份新增社融规模1.31万亿元，同比少增1.05万亿元；12月末社融规模存量为344.21万亿元，同比增长9.6%，增速比上年同期低0.7个百分点。分项上看，2022年全年社融口径人民币贷款同比多增9746亿元，表外融资项下委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别多增5275亿元、少减1.41万亿元、少减1505亿元，政府债券净融资同比多增1074亿元，是社融规模扩张的主要支撑因素。企业债券净融资、社融口径外币贷款（折合人民币）、非金融企业境内股票融资同比分别少增1.24万亿元、多减6969亿元、少增376亿元，是全年社融主要的拖累因素。

展望2023年，2022年12月中央经济工作会议指出“明年要坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策要精准有力，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。”在此政策基调下，预计2023年社融规模继续维持小幅扩张，考虑到疫情的影响以及房地产回暖尚需时日，社融规模扩张或呈“前低后高”态势。

信贷总量扩张、结构分化，居民贷款需求持续走弱。2022年全年金融机构口径人民币贷款增加21.31万亿元，同比多增1.36万亿元，其中12月份金融机构口径人民币贷款增加1.4万亿元，同比多增2665亿元；12月末金融机构口径人民币贷款余额213.99万亿元，同比增长11.1%，增速比上年同期低0.5个百分点。结构上看，2022年全年居民短期、中长期贷款新增规模同比分别少增7600亿元、3.3万亿元，反映出居民消费和购房需求持续疲弱。企业短期贷款、中长期贷款和票据融资同比分别多增2.08万亿元、1.83万亿元和1.46万亿元，贷款结构短期化特征明显，但8月份以来，在基建、

制造业投资及稳房企融资等政策的有力支持下，企业中长期贷款需求持续改善。

展望2023年，2022年12月中央经济工作会议指出“要着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置，确保房地产市场平稳发展，因城施策，支持刚性和改善性住房需求。”2023年1月10日央行、银保监会信贷工作座谈会要求“加大金融对国内需求和供给体系的支持，做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务，保持房地产融资平稳有序，因城施策更好支持支持刚性和改善性住房需求。”总体来看，在政策支持下企业中长期贷款预计将继续保持韧性，居民消费和购房需求有望企稳回暖，促进信贷结构逐步优化。

企业债券融资节奏总体放缓，各概念板块分化明显

在企业债券融资节奏总体放缓的同时，各概念板块分化明显。2022年产业债和城投债净融资规模同比大幅收缩，产业债全年净融资额-5261.99亿元，同比少增1.11万亿元；城投债全年净融资额1.12万亿元，同比少增1.22万亿元。从企业性质看，2022年国企债净融资规模同比大幅收缩，民企债券净融资规模继续为负。国企债全年净融资额2.57万亿元，同比少增4.07万亿元；民企债全年净融资额-2038.25亿元，同比少减0.03亿元，规模与上年基本持平。从区域结构看，2022年广东、贵州、辽宁、甘肃等13省市企业债券净融资额为负，省市数量较上年（10省市）有所增加；广东、北京、浙江、上海、江苏等20个省市企业债券净融资规模同比出现不同程度收缩。

市场流动性总体宽松，实体经济综合融资成本明显下降

市场流动性总体宽松。一季度，央行通过灵活开展公开市场操作有效熨平了春节假期、财政收支及政

府债发行等因素导致的短期资金面扰动，保持了银行体系流动性总体平稳，DR007等短期市场利率围绕政策利率中枢小幅波动。二季度以来，受央行下调准备金率、向中央财政上缴结存利润，财政部加快增值税留抵退税进度、加大财政支出稳增长力度等因素影响，加之实体经济融资需求持续偏弱，银行间市场流动性较为宽松，DR007等短期市场利率持续显著低于政策利率中枢。自10月下旬开始，受地方政府债集中发行、防疫政策优化调整、稳地产政策密集出台等因素影响，银行间市场流动性边际趋紧，带动DR007等短期市场利率快速向政策利率中枢靠拢。临近年末，受跨年资金需求增加影响，银行间市场流动性快速收敛，导致DR007等短期市场利率显著高出政策利率中枢。

实体经济综合融资成本明显下降。2022年以来，央行继续健全市场化利率形成和传导机制，释放利率改革红利，推动降低实体经济综合融资成本。全年央行先后两次累计下调1年期MLF和7天逆回购利率各20个基点，带动1年期和5年期LPR累计分别下降15个基点和35个基点；指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，加强存款利率监管，以提升银行存款利率市场化定价能力，稳定银行负债成本。

展望2023年，央行2023年工作会议指出“精准有力实施好稳健的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。多措并举降低市场主体融资成本。”在上述政策基调下，预计2023年市场流动性继续保持合理充裕，实体经济融资成本继续稳中有降。

三、宏观政策环境³

2022年，面对国内疫情冲击超预期、国际环境日

³ 限于篇幅，此处只梳理2022年第四季度主要宏观政策，不再赘述前三季度主要宏观政策，请参阅《稳增长政策提振市场信心，基建、制造业推动经济修复——宏观经济信用观察季报（2022年9月）》。

趋复杂严峻，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，果断加大宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，审时度势，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。12月召开中央经济工作会议为2023年经济工作定向领航，出台扩大内需战略顶层设计，为加快推进高质量发展、构建新发展格局提供关键着力点。

2023年经济工作：稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心

2022年12月15日至16日，中央经济工作会议召开，总结2022年经济工作，分析当前经济形势，部署2023年经济工作。会议强调，做好明年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转。要更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长，更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，更好统筹经济政策和其他政策，更好统筹国内循环和国际循环，更好统筹当前和长远。会议要求，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。

出台扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）和“十四五”时期实施方案

2022年12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》。《纲要》针对我国中长期扩大内需面临的主要问题，部署加快培育完整内需体系、促进形成强大国内市场、支撑畅通国

内经济循环等三大重点任务，并提出八个方面政策举措培育完整的内需体系。12月15日，国家发展改革委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》。《实施方案》对标对表《纲要》提出的八个方面重点任务，针对“十四五”时期能够落实或取得明显进展的工作，进一步细化实化了相关政策举措。

持续深入抓实抓好稳经济一揽子政策和接续政策全面落地见效

2022年10月26日，国务院常务会议部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上。11月22日，国务院常务会议指出，四季度经济运行对全年经济十分重要，要深入落实稳经济一揽子政策措施，稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。12月20日，国务院常务会议指出，稳经济一揽子政策和接续措施仍有释放效应空间，特别是重大项目建设和设备更新改造，在当前和未来一段时间对扩投资带消费仍将发挥重要作用。要抓住时间窗口，狠抓政策落实。

进一步优化落实疫情防控措施，更好统筹疫情防控和经济社会发展

2022年11月11日，国务院联防联控机制印发《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，发布进一步优化防控工作的二十条措施。12月7日，国务院联防联控机制印发《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，发布进一步优化调整疫情防控的“新十条”措施。12月27日，国务院联防联控机制印发《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》，明确自2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；不再划定高低风险区；检测策略调整为“愿检尽检”；不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。

多项重磅政策陆续出台，支持房地产市场平稳健康发展

2022年11月8日，银行间市场交易商协会发文称，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11月11日，央行、银保监会联合印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，围绕保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等6方面发布16项具体政策措施。11月14日，银保监会、住建部、央行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，促进房地产市场平稳健康发展。2023年1月5日，央行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。自2022年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估。对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。1月10日，央行、银保监会信贷工作座谈会明确，要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。

四、行业信用风险观察

房地产基本面仍处于深度调整阶段，信用风险需持续关注

房地产基本面处于深度调整阶段。2022年以来，各地区、各部门坚持“房住不炒”，积极推进因城施策，

用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，加大保交楼力度，促进房地产市场稳定发展。在政策放松的背景下，5月开始房地产销售情况波动修复，但10—11月降幅再次扩大。房地产投资端同比降幅持续扩大，房企的拿地能力以及意愿均不足，4月以来新开工面积同比降幅持续在40%以上，基本处于历史最低水平，尚未出现转暖迹象。而在“保交楼”的推动下，房地产项目复工完工加快，竣工端出现改善，同比降幅大幅收窄。12月房地产的各项指标降幅都在收窄，商品房销售面积、销售额、到位资金、房屋新开工面积等指标降幅均出现不同程度的收窄，2023年房地产对整个经济的拖累有望小于2022年。

房企资金压力持续存在，信用风险需持续关注。

从房地产资金面来看，2022年房地产企业到位资金14.90万亿元，同比下降25.90%；12月到位资金同比降幅收窄至28.72%，资金面压力仍然较大。2022年房地产行业风险持续释放，境内外债券违约事件频发、展期规模明显提升。尽管房地产行业度过了2022年7—8月的偿债高峰期，偿还压力有所缓和，但考虑到“房住不炒”仍为主基调，政策以维稳及托底为主，地产销售端仍在筑底，部分出险房企销售恢复面临较大困难，且境内融资环境尚未回暖，除部分国企和少数优质民营房企外，大部分房企尚不能实现“借新还旧”，到期债务规模较高、销售恢复缓慢、融资渠道不畅的非优质头部房企信用风险值得关注。

地方财政持续承压，弱资质城投企业的偿债压力较大

财政承压或对城投企业的经营回款和债务偿付产生负面影响。2022年1—11月，全国一般公共预算收入18.55万亿元，扣除留抵退税因素后增长6.10%，按自然口径计算下降3%，其中地方一般公共预算本级收入9.98万亿元，扣除留抵退税因素后增长5.40%，按自然口径计算下降3%；全国一般公共预算支出22.73万亿元，比上年同期增长6.20%。2022年1—11月，全国政府性基金预

算收入6.02万亿元，比上年同期下降21.50%，其中地方政府性基金预算本级收入5.63万亿元，比上年同期下降22.80%，国有土地使用权出让收入5.12万亿元，比上年同期下降24.4%；同期全国政府性基金预算支出9.60万亿元，比上年同期增长5.50%。政府收入下降而支出刚性增长，土地财政明显承压，城投企业来自政府的经营回款困难增大，同时获得政府支持的力度减弱，或对城投企业债务偿付产生负面影响。

非标违约、商票逾期、银行贷款展期等信用风险事件持续发生。2022年，部分经济财政较弱、债务负担较高的区域出现了技术性违约、非标违约、商票逾期以及银行贷款展期等事件。根据公开资料整理，涉及城投平台的非标违约共25只，涉及17家平台；其中城投平台作为融资方的有14只，作为担保方的有11只，主要集中在贵州、云南、甘肃等弱区域的区县级平台。2022年以来涉及商票逾期的城投平台数量显著增加也引发了市场关注，逾期主体主要集中在山东省和贵州省的区县级平台和AA级为代表的弱资质城投。此外，兰州城投技术性违约、遵义道桥银行贷款展期等，也对区域融资产生了负面影响。此外，2022年共有31家城投企业评级被下调（包括展望调整为负面），其中贵州省有19家，且多分布在遵义、安顺、毕节等区县平台。整体来看，城投企业虽然没有在债券市场出现实质违约，但在政策监管趋严、融资边际弱化引发市场担忧过程中，流动性压力明显增大，信用风险事件持续发生。

城投行业再融资环境较为紧张，偿债压力较大。2022年，政策方面延续对地方政府隐性债务“控新增化存量”的管控基调，根据Wind口径统计，城投债全年净融资额1.12万亿元，同比少增1.22万亿元，再融资环境整体较为紧张，偿债压力较大。2023年偿债高峰出现在3、4月，偿还规模超过3500亿元。在财政承压或对城投企业的经营回款产生负面影响、融资环境紧张、而城投债到期偿量仍然较大的背景下，部分弱区域、弱资质城投企业面临较大的债务偿付压力，信用风险值得关注。



汽车产销全年实现正增长，新能源车景气度较高

汽车行业整体复苏向好，全年产销实现正增长。2022年汽车行业受到疫情散发频发、芯片结构性短缺、动力电池原材料价格高位运行等诸多不利因素冲击，但在购置税减半等一系列稳增长、促消费政策的有效拉动下，我国汽车产销分别完成2702.10万辆和2686.40万辆，同比增长3.40%和2.10%。逐月来看，前两个月汽车产销稳定增长；3—5月受上海、长春大规模疫情冲击，汽车产销断崖式下降；6月以来，受上年同期低基数、车辆购置税优惠政策举措逐步显现效果、车市促销力度保持高位，主流车企优惠活动力度加大等因素影响，汽车销量增速较快；四季度的疫情一方面导致终端消费市场增长乏力，消费者购车需求释放受阻，另一方面疫情调整也对生产端造成一定压力，汽车产销增速回落。出口方面，由于海外供给不足和中国车企出口竞争力的增强，2022年中国汽车出口首次突破200万辆，达311.10万辆，同比增长54.40%，实现跨越式突破。

新能源汽车市场景气度较高。2022年新能源汽车产销分别达到705.80万辆和688.70万辆，同比分别增长96.90%和93.40%，市场占有率较2021年上升12.28个百分点至25.64%，其中纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车产销继续保持高速增长。2023年新能源汽车有望继续维持高景气度，同时也需关注油价下行、电池级碳酸锂价格等原材料价格压力、补贴退坡等不利因素。■

2023年中国金融担保行业信用风险展望

文 | 联合资信 薛峰 姜羽佳 吴一凡

一、2022年金融担保机构行业发展概况

2022年以来新增部分担保公司主体进入资本市场,个别担保机构主体信用等级发生变动;宏观经济增速放缓、局部地区新冠肺炎疫情反复和地产调控趋严等因素影响下,金融担保机构仍面临一定信用风险。

2022年以来,受局部地区疫情反复等因素影响,消费市场受到疫情冲击较大,房地产开发投资持续探底,经济下行压力仍大,前三季度国内生产总值平均增速有所放缓,政府出台多重稳经济政策。金融担保公司仍保持谨慎的展业风格,行业格局较之前年度保持稳定,担保机构不断研究创新金融产品。

近年来,债券市场违约事件及债券展期事件频发。2022年,房企债券违约规模占比提升,地产调控趋严,政府平台融资收紧,信用风险仍然较高,受到债券市场信用风险的传导,金融担保机构仍面临一定的信用风险。

2022年以来,部分金融担保机构退出和新进金融产品担保市场,截至2022年11月末,市场上从事金融产品担保的金融担保机构¹合计53家,从数量上看较上年新增1家,以省级担保机构为主。其中49家具有外部主体信用评级,主体信用等级主要分布在AA+(含)以上,其中AA+级别占比26.53%,AAA级别占比69.39%,整体信用水平高。2022年以来,部分担保机构主体信用等级发生变动(见表1),其他担保机构主体信用等级保持稳定。

二、政策及运营情况

政府性融资担保机构加大支持中小微企业和“三农”力度,获得较大区域政策支持。

自2017年8月国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》以来,2020年以前监管政策密集出台,融资担

表1 金融担保机构级别变动情况

序号	担保机构名称	调整前	调整后	评级机构
1	中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA, 负面	AAA, 稳定	联合资信评估股份有限公司 中诚信国际信用评级有限责任公司 中证鹏元资信评估股份有限公司
2	安徽省兴泰融资担保集团有限公司	AA+, 稳定	AAA, 稳定	东方金城国际信用评估有限公司
3	江西省融资担保集团有限责任公司	AA+, 稳定	AAA, 稳定	东方金城国际信用评估有限公司 中证鹏元资信评估股份有限公司 中诚信国际信用评级有限责任公司
4	江西省信用融资担保集团股份有限公司	AA+, 稳定	AAA, 稳定	东方金城国际信用评估有限公司

资料来源: 公开数据, 联合资信整理

¹ 本文统计数据期末余额分析含增信机构。

保行业监管政策逐渐趋于完善，各省、市级地区积极推进政策落实，省、市级担保公司积极推进小微三农担保业务的扶持力度。

2022年以来，国务院多次强调对中小微企业和“三农”发展的支持，多次召开国务院常务会议，加强对中小微企业的金融支持。2022年4月，国务院发布《应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知》，鼓励各地区政府性融资担保机构为符合条件的运输企业提供融资增信支持。2022年9月，国务院发布《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，鼓励银行等金融机构对小微企业等给予合理优惠，解决市场主体特别是中小微企业、个体工商户的生产经营困难。2022年12月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，提到要推进投融资体制改革，健全政府性融资担保体系。各省均出台相关政策纾解中小微企业融资痛点，抓好“三农”工作，推进乡村振兴。

从金融担保机构资本实力和市场融资来看，截至2022年9月末，净资产规模超过100亿元的金融担保机构有平安普惠融资担保有限公司、安徽省信用融资担保集团有限公司等11家公司。截至2022年9月末，金融担保机构净资产较上年末增长主要来源于利润留存，其中安徽省信用融资担保集团有限公司、江苏省信用再担保集团有限公司实收资本均有所增加。担保公司可通过发行永续期公司债券补充净资产。2022年5月，湖北省融资担保集团有限责任公司发行6.00亿元永续期公司债券，票面利率为3.90%，期限为3+N年。此外，担保公司也通过发行债券补充流动性，目前市场上存在存续债券的担保机构还有中国投资融资担保股份有限公司、深圳担保集团有限公司和中债信用增进投资股份有限公司等。

2022年以来金融产品担保余额持续增长，目前省级平台金融担保机构信用等级较高，增信机构及个别业务开展较快的省级担保机构担保放大倍数水平较高，业务发展空间受到一定的影响；江苏省仍为金融产品担保余额占比最高的省份，受政策出台及信用风险上升的综合影响，被担保客户主体评级持续向上迁徙；被担保客户行业集中度仍较高，集中在建筑行业；2024年将迎来担保债券集中兑付高峰期，届时需对金融担保机构代偿情况保持关注。

2019—2022年1—11月，金融担保机构金融产品担保当期发生额分别为1521.74亿元、1962.99亿元、3194.14亿元和2486.47亿元，整体呈增长趋势。2020—2021年，受国家实行较为宽松的货币政策影响资本市场融资成本有所降低，金融担保机构金融产品担保发生额快速增长，2021年增速为62.72%。2022年1—11月，受债券市场信用债发行规模同比下降等因素影响，金融担保机构担保金融产品规模较2021年全年下降22.16%，较去年同期下降10.46%，为近5年来首次下降。

根据Wind统计，2019—2022年11月末，金融担保机构金融产品担保余额呈持续增长趋势，截至2022年11月末，金融担保机构担保余额为9549.11亿元，较上年末增长8.36%，占同期信用债（剔除金融债）市场规模的2.84%，较上年末提升0.14个百分点。

从金融担保机构金融产品担保发生额占比来看，2019—2021年，重庆兴农融资担保集团有限公司占比整体呈下降趋势，2022年1—11月，发生额占比为3.51%，主要系其担保放大倍数接近监管政策上限所致²。受监管对担保放大倍数要求及自身信用状况的综合影响，2019—2021年，中合中小企业融资担保股份有限公司发生额占比持续下降，2022年因其评级展望由“负面”调整至“稳定”，2022年1—11月发生额占

² 本段中涉及金融担保机构金融产品发生额占比情况的变动原因均由公开信息得出。

比有所提升，为1.43%。中债信用增进投资股份有限公司担保发生额占比在2019—2021年波动下降，2022年1—11月进一步下降至6.36%。2019年以来，安徽省信用融资担保集团有限公司和中国投融资担保股份有限公司担保发生额占比均持续增加。天府信用增进股份有限公司和晋商信用增进投资股份有限公司2019年以来发生额占比均持续下降。平安普惠融资担保有限公司2019年和2020年发生额占比较小，2021年大幅提升至9.96%，2022年1—11月进一步增长至10.90%。其他担保公司或担保放大倍数较低，展业较快，增幅明显；或担保发生额占比有所波动，整体基本保持稳定。

2019—2021年末，前十大金融担保机构金融产品担保余额占市场份额的比重分别为79.35%、73.14%和62.84%，担保行业集中度总体呈持续下降趋势；2022年11月末占比为63.72%，较2021年末小幅上升，行业集中度较高。

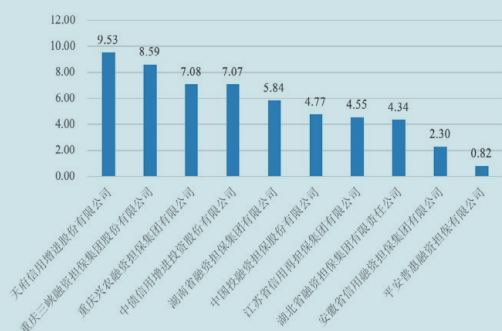
截至2022年11月末，天府信用增进股份有限公司和重庆三峡融资担保集团股份有限公司金融产品担保放大倍数处于较高水平，业务发展空间存在一定的限制；湖南省融资担保集团有限公司和中国投融资担保

股份有限公司金融产品担保放大倍数水平适中；而平安普惠融资担保有限公司金融产品担保放大倍数较低，业务发展空间较大。前十大中接近监管要求上限的担保机构通过主动压缩业务规模或分保等形式降低担保放大倍数，而杠杆倍数相对较低的担保机构业务增速较快，呈现一定的分化（见图1）。

从所担保存续债券省份分布来看，截至2022年11月末，债券担保余额最高的三个省份依次为江苏省（占比为18.85%）、四川省（占比为14.00%）和湖南省（占比为10.45%），占比分别较2021年下降0.17个、0.25个和0.39个百分点。整体看，各省份余额占比情况较2021年末变化不大。

从金融担保机构所担保金融产品的发行主体信用等级来看，2020年AA级别的发行主体占比有所上升，2021年和2022年1—11月受担保ABS项目规模增加影响，AA级别的发行主体发生额占全部发行主体发生额的比重有所下降，但AA发行人主体级别仍占据行业主要地位；AA+级别的发行主体占比整体呈波动上升态势，2022年1—11月为13.32%，为第二大发行人主体级别。受市场信用风险攀升，担保机构对发行人筛选愈趋严格影响，近年来，AA-级别的发行主体占比呈持续快速下降态势，2022年1—11月仅为3.22%（见图2）。总体看，受单一客户集中度折算标准及信用风险上升等

图1 截至2022年11月末金融产品担保余额前十大担保机构金融产品担保放大倍数情况（单位：倍）



注：1. 本表中，金融产品担保放大倍数=期末金融产品担保余额/净资产；由于计算金融产品担保放大倍数时未对担保余额进行折算且未考虑银行贷款担保业务，计算存在一定的误差；2. 统计期末金融产品担保余额时未考虑债券回售和提前赎回情况；3. 净资产规模除平安普惠融资担保有限公司为2022年6月末数据外，其他金融担保公司均为2022年9月末数据
资料来源：Wind和公开数据，联合资信整理

图2 2019—2022年1—11月金融担保机构所担保金融产品的发行主体信用等级情况



注：其它类多为证监会主管ABS
资料来源：Wind，联合资信整理

因素的综合影响，发行主体信用级别整体有所提升。

截至2022年11月末，从存量的金融担保机构所担保金融产品发行主体信用等级来看，主要集中在AA级别，占比为64.55%，占比较2021年末上升1.03个百分点，AA+级别发行主体占比为7.74%，占比较2021年末变化不大，AA-级别发行主体占比为12.01%，占比较2021年末下降1.85个百分点。整体看，金融担保机构所担保金融产品的发行主体信用等级仍保持以AA~AA+级别为主，发行人信用等级结构较2021年末变化不大。

从金融产品担保发生额行业分布来看，建筑行业在金融产品担保发生额占比中始终处于第一位，行业分布集中度有所下降；综合类在金融产品担保发生额占比中处于第二位，2019—2021年占比整体波动上升，2022年1—11月小幅回落至13.61%。2019年和2020年，金融业在金融产品担保发生额中占比不大，2021年大幅提升至12.61%，2022年1—11月进一步增至13.14%。从各行业在金融产品担保发生额来看，行业集中度仍较高，主要集中在建筑业、综合类和金融业。

截至2022年11月末，金融产品担保余额主要集中在建筑业和综合类等行业，其中建筑行业占比较高，占

比为65.02%，较2021年末上升0.08个百分点；综合类占比为13.97%，较2021年末上升0.19个百分点；金融业占比为5.98%，较2021年末下降0.50个百分点；制造业占比为2.49%，较2021年末下降0.34个百分点。

从金融产品到期期限³来看，金融产品到期解保规模逐年上升，2024年将迎来担保金融产品担保到期解保的峰值。其中，2023年和2024年到期解保规模占总担保余额的比重分别为12.60%和20.61%，针对集中到期解保规模较大的年份，需持续关注底层客户信用状况及再融资能力变化情况（见图3）。

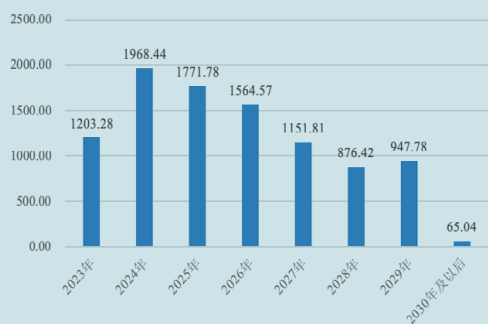
三、金融担保机构代偿情况

房地产相关企业债券实质性违约规模较大，受宏观经济持续下行等因素影响，担保机构应收代偿款规模有所增长，金融担保机构代偿压力仍较大。

2022年以来债券违约规模同比大幅下降，2022年1—11月，国内债券发生实质性违约数量合计177只，数量同比减少27只，涉及发行总额974.49亿元，同比下降59.30%。按企业所属行业划分，2022年以来债券实质性违约以房地产相关行业为主，房地产相关行业违约债券占比由去年同期的29.10%升至67.11%，上升明显。按企业性质划分，2022年以来民营企业实质性违约债券涉及发行总额合计678.35亿元，占比较去年同期提升10.49个百分点，主要系民营地产企业违约规模较大所致；国企实质性违约债券规模较小。

从金融担保机构代偿方面来看，由于金融担保机构披露程度不同，因此仅可获取表2中金融担保机构应收代偿款规模数据，受宏观经济持续下行等因素影响，行业代偿规模持续增长。未来在宏观经济下行压力较大的背景下，金融担保机构代偿压力仍较大。

图3 金融担保机构所担保金融产品到期分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

³ 全文到期解保规模金融产品中涉及含权产品均采用回售日期为到期日期。

从减值损失来看，由于金融担保机构披露程度不同，因此仅可获取表3中金融担保机构资产减值损失（含信用减值损失，下同）数据，受行业整体代偿规模较大影响，资产减值损失规模计提较大。

四、金融担保机构流动性风险分析

2023年内债券到期规模一般，同比有所减少，仍需要关注规模较集中的担保机构的流动性风险。

金融担保机构流动性风险主要为到期解保的代偿压力以及流动性较强资产的匹配情况，金融担保机构流动性较强的资产主要为货币资金以及较为灵活的理财产品。由于担保公司通常采用自有权益资本开展业务，资产

负债率偏低，本文采用净资产/到期解保规模来衡量金融担保机构的代偿压力。2023年，担保公司所担保的金融产品到期规模为1203.28亿元⁴，与上年相比，到期代偿压力减少，占存续债券总规模的12.60%，占比一般。

2023年末金融产品担保到期规模超过10亿元机构的到期规模合计1117.68亿元，27家机构到期规模合计占到期总规模比重的92.89%，占比较高。从净资产对到期债券规模的保障程度来看，绝大多数金融担保机构对2023年金融产品到期规模保障程度均超过了1倍；中债信用增进投资股份有限公司和苏州市融资再担保有限公司保障程度较低，保障倍数分别为0.46倍和0.56倍。从27家金融担保机构整体代偿压力情况来看，净资产⁵/2023年金融产品担保到期解保规模为2.47

表2 金融担保机构应收代偿款情况（单位：亿元、%）

序号	项目	2021年末	2022年6月末	变动率
1	江苏省信用再担保集团有限公司	3.00	5.40	79.88
2	重庆进出口融资担保有限公司	3.92	5.54	41.56
3	广东粤财融资担保集团有限公司	5.26	6.83	29.93
4	安徽省信用融资担保集团有限公司	12.96	15.90	22.66
5	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	9.28	10.25	10.43
6	重庆兴农融资担保集团有限公司	5.60	6.15	9.82
7	深圳市高新投集团有限公司	4.00	4.35	8.66
8	湖南省融资担保集团有限公司	11.95	12.15	1.74
9	中国投融资担保股份有限公司	0.002	0.003	1.61
10	深圳担保集团有限公司	2.30	2.28	-0.60
11	中合中小企业融资担保股份有限公司	8.09	7.07	-12.63
12	中债信用增进投资股份有限公司	0.07	0.06	-17.25
13	安徽省兴泰融资担保集团有限公司	5.36	3.73	-30.36

注：部分担保公司因数据无法获取，并未在上表统计范围
资料来源：公开数据，联合资信整理

表3 金融担保机构资产减值损失（含信用减值损失）情况（单位：亿元、%）

序号	项目	2020年	2021年	变动率
1	安徽省信用融资担保集团有限公司	0.03	0.20	578.19
2	重庆兴农融资担保集团有限公司	0.55	3.57	546.67
3	江苏省信用再担保集团有限公司	0.90	1.46	61.50
4	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	2.03	2.32	14.49
5	深圳市高新投集团有限公司	5.18	5.32	2.71
6	中国投融资担保股份有限公司	7.46	3.89	-47.83
7	中合中小企业融资担保股份有限公司	13.57	5.34	-60.63
8	广东粤财融资担保集团有限公司	0.55	0.19	-65.10
9	中债信用增进投资股份有限公司	1.12	0.20	-82.46
10	深圳担保集团有限公司	6.24	-1.61	-125.74
11	湖南省融资担保集团有限公司	-0.01	0.01	-286.14
12	安徽省兴泰融资担保集团有限公司	0.15	-0.30	-295.80
13	重庆进出口融资担保有限公司	-0.01	0.11	-865.35

资料来源：公开数据，联合资信整理

⁴ 债券按照回售日进行统计，含2022年12月到期债券，下同。

⁵ 净资产规模数据为2022年9月末数据，其中平安普惠融资担保有限公司和江西省信用融资担保集团股份有限公司为2022年6月末数据，江西省融资担保集团有限责任公司为2021年末数据。

倍，总资产⁶/2023年金融产品到期解保规模为3.64倍，净利润⁷/2023年金融产品担保到期解保规模为0.09倍，可以看出2023年金融担保机构代偿压力尚可，资本较为充足。

从2023年到期金融产品的资产组合特征来看，从发行人主体信用等级来看，发行人主体信用等级主要集中在AA和AA-，其中AA级别和AA-级别占分别为57.61%和10.07%，相较于上年到期解保发行人主体信用等级来看，2023年到期解保债券发行人资质整体上有所提升，在高等级资质方面有所下滑，相较于存续担保业务发行人主体信用等级来看，2023年到期的发行人主体信用等级基本一致（见图4）。

从2023年到期解保的发行人所处行业情况来看，主要集中在建筑业、金融业和综合，占比分别为46.60%、18.27%和9.60%，与上年相比行业集中度有所上升，其中建筑业主要是城投企业，在宏观经济低迷及地产调控趋严形势下，需持续关注2023年到期解保金融产品违约情况。

五、金融产品担保业务发展影响因素分析

区域信用环境、区域经济水平、担保机构设立政策已成为影响金融产品担保业务发展的重要影响因素，2023年，各区域金融担保行业仍将保持不同发展节奏的态势。

对于各省级金融担保机构，凭借其在省内的地缘优势，倾向于拓展区域内客户群体，省级金融担保机构会从收费、反担保措施等方面对省内发债主体有所倾

斜，以维护区域环境稳定。因此，金融担保机构在各区域内展业，影响其债券担保业务发展的因素主要为区域信用环境因素，此外还会受到区域经济发展水平、设立政策等因素影响。

从全国来看，债券担保增信主体以城投平台为主。根据Wind统计，截至2022年11月10日，担保公司担保信用债余额为1.34万亿元，其中城投债余额1.18万亿元，占比高达88.01%。以下主要从城投债担保角度对各区域直接融资性担保发展现状进行比较分析。

区域信用环境是影响债券担保业务发展的首要因素。截至2022年11月10日，城投债存量最多的两省分别为江苏省和浙江省，两省存量含担保人的债券分别为1236只和631只，其中由担保公司作为担保人的分别为539只和83只，而江苏省内城投发债由江苏省内金融担保机构担保的有328只，占担保公司担保城投债的60.85%。目前，江苏省内已形成全国领先的信用担保和再担保体系，对区域内尤其是省内北部区域债券发行起到了稳定器作用。浙江省内融资担保体系起步较晚，省内债券发行担保主要依靠上级地市平台担保，凭借各地市较为发达的经济基础，仍能获得市场认可，因而目前省内担保公司渗透率偏低。但是，在当前宏观经济条件下，部分发债大省或存在省内区域发展不平衡现象，省级担保公司的介入，一方面可以对省内各区域发债主体进行再筛选，降低主体违约风险，另一方面，亦可从省级层面维持各区域信用稳定。

区域经济水平会影响区域内债券担保业务的发展。例如辽宁省和江西省，其经济体量（GDP）接近，城投债存量金额差距较大，截至2022年11月10日，城

⁶ 总资产规模数据为2022年9月末数据，其中平安普惠融资担保有限公司和江西省信用融资担保集团股份有限公司为2022年6月末数据，江西省融资担保集团有限责任公司为2021年末数据。

⁷ 净利润规模数据为2022年1—9月数据，其中平安普惠融资担保有限公司和江西省信用融资担保集团股份有限公司为2022年6月末数据，江西省融资担保集团有限责任公司为2021年末数据。

投债存量分别为322.54亿元和6238.61亿元，一方面地区经济结构和经济发展质量不同导致对城投债发行依赖度的差异，另一方面区域内历史违约事件也加剧了两省债券发行的分化。

金融担保机构设立亦会影响区域内债券担保业务格局。从城投债存量来看，川渝和湘鄂亦为债券发行量较大的区域。截至2022年11月10日，川渝存量含担保人的债券共768只，余额合计3936亿元，其中担保公司作为担保人为496只（占比64.58%），余额合计2336亿元（占比59.35%）；湘鄂存量含担保人的债券共739只，余额合计3800亿元，其中担保公司作为担保人为568只（占比76.86%），余额合计2690亿元（占比70.79%）。

从担保体系来讲，川渝两省融资担保体系中担保机构较多，从事债券担保业务的主要有天府信用增进股份有限公司、四川发展融资担保股份有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司和重庆进出口融资担保有限公司，川渝地区城投债担保市场主要参与者为以上六家担保机构，市场份额为89.97%，省外担保公司参与度较低。湘鄂两省分别以湖南省融资担保集团有限公司和湖北省融资担保集团有限责任公司为核心搭建自身担保体系，区域内城投债担保市场化程度较高，全国性融资担保机构以及属地为重

庆的担保公司在湘鄂担保市场中参与度较高。

六、行业展望

2023年，担保机构展业将持续保持审慎，行业格局将继续保持稳定，债券担保业务规模有望平稳，担保公司市场业务与政策性业务主体定位持续明确。

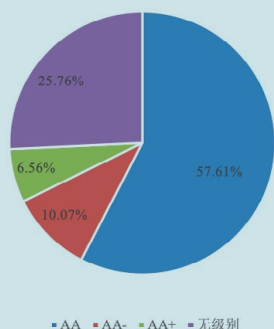
当前，国家大力提倡支持小微企业和“三农”发展，各省级担保公司已相继成立政策性担保子公司，积极扶持小微和“三农”客户，充分满足金融产品市场发行需求。在后疫情时代，宏观经济下行风险仍在，各省对小微企业和“三农”发展持续加强重视，短期内政策性融资性担保业务规模和户数仍将有所增长；同时，在当前地区经济发展不均衡、房地产等行业风险仍在、地方政府信用效力减弱的环境下，2023年金融产品市场或将仍保持谨慎，市场化融资担保业务需求有望实现较快增长，考虑到当前融资担保行业各机构杠杆水平仍保持较低水平，融资性担保放大倍数仍有一定增长空间，融资担保行业整体担保余额或有望继续较快增长。

预计未来受市场波动因素影响，各担保公司业务市场份额结构情况将发生一定调整。受当前监管政策趋严及外部信用风险仍在等因素影响，担保公司单一客户集中度将进一步下降，行业集中度未来仍存在下降空间，以债券担保业务为主的金融产品担保机构客户质量将逐步向上迁徙，担保机构业务市场化程度或持续加强，业务区域集中度仍保持较高水平。

全国政府性融资担保体系逐步完善，省级担保公司银担合作持续加强，但担保公司仍存在一定业务转型压力；2023年，经济实力较强区域省级担保公司信用竞争优势将更显著，担保公司区域性展业或将继续延续。

国家融资担保基金持续推动构建全国融资担保体系，对符合条件的政府性融资担保、再担保机构进行股权投资；同时，省级融资担保再担保合作机构持续加强银担合作并不断探索新业务模式。全国政府性

图4 2023年金融产品到期发行人主体信用等级情况



资料来源：Wind，联合资信整理

融资担保行业体系不断完善，整体上初步建立了从国家融资担保基金，到省级融资担保再担保机构，再到地市级、区县级担保公司的多层次政府性融资担保体系。同时，从事债券等金融产品市场化业务的担保机构，在当前房地产等行业风险仍在、地区信用风险爆发的背景下，对部分行业、地区实行禁入或限制进入的业务措施，在保证风险可控的基础上开展新项目，降低客户的集中度水平，持续调整业务结构并开展风险较低的创新型担保业务，或对其未来业务增长带来一定压力。综合来看，整体业务符合政策性导向且区域经济较强省份的担保机构在被担保客户质量相对较好和自身业务、资产结构调整压力较小加持的情况下，整体信用水平保持在较高水平。

当前，担保机构在拓展业务的同时，更加注重风险的防范，考虑到担保机构及其分支子公司对其所在区域或周边地区拥有一定属地化资源禀赋，对区域内

客户在风险识别、保后跟踪和代偿清收等方面具有更强的相对优势。未来，担保机构业务范围仍有向所属区域或附近地区收缩的趋势。

未来国内宏观经济仍存在一定不确定性，仍需防范部分行业、地区集中违约风险，2023年金融担保机构代偿压力仍保持较高水平。

目前来看，受宏观经济增速放缓、局部地区新冠肺炎疫情反复和地产调控趋严等因素的综合影响，当前市场整体信用水平仍存在较大不确定性，根据公开资料显示，截至2022年6月末，从事金融产品担保机构应收代偿款合计较上年末增长11.03%。金融担保业务底层客户以城投债为主，2022年以来房地产类企业金融产品违约事件频发，市场仍对城投债券持续追捧，但净融资规模低于到期债务规模、经济环境较差的区域所发行债券仍存在一定的违约风险，随着金融产品担保业务到期解保压力的持续加大，金融产品担保机构代偿压力加大，其未来经营或受一定负面影响。///

2022年水泥行业信用风险总结与展望

文 | 联合资信 宋莹莹 张超 杨哲 于思远

一、2022年水泥行业运行情况

行业供需情况

2022年以来，行业资金紧缺造成房地产开发投资呈负增长，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥产量创11年来新低；需求不振造成产线投产计划放缓，行业竞争严峻，水泥行业景气度下降明显。

从需求端来看，2022年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多点散发，不利影响明显加大，中国经

济出现较为明显的放缓趋势，2022年前三季度GDP同比增长3.0%，增速同比下降6.80个百分点。2022年1—10月，固定资产投资（不含农户）完成额增速5.80%，较上年小幅下滑但仍保持在平稳水平。其中，基建投资（不含电力）增速8.70%，增速高于上年水平，对固定资产投资增速支撑明显；受行业资金紧缺影响，2022年1—10月，房屋新开工面积同比下降37.80%，施工面积同比下降5.70%，受此影响，房地产投资增速持续下探，进入4月后呈现负增长，1—10月房地产投资增速为-8.80%。虽基建

投资增长明显，但房地产行业的不景气对水泥需求的拖累较大，水泥行业下游需求疲弱。

从产量来看，2022年1—10月，全国水泥产量17.59亿吨（见图1），同比减少11.30%，降幅环比有所收缩，但水泥产量创11年以来新低。其中，1—2月为错峰停窑淡季，地产新开工力度延续下降趋势且降幅进一步扩大，3月为水泥市场淡旺季切换月，企业恢复正常生产，但3—4月多地频发的疫情对需求存在一定压制，5月疫情逐步好转，下游加快施工，但部分地区受制于降雨增多以及房建市场恢复不及预期等问题，需求恢复弱于同期。6月疫情不利因素基本褪去，但由于房建工程延期和停工现象，叠加北方高温、南方阴雨不断以及中高考等影响，水泥行业依然偏弱运行。7—8月受南北方入暑后炎热天气和房地产投资仍持续下滑的影响，水泥市场整体走势十分低迷。9—10月外部施工条件向好，多地开工率逐步恢复，基建投资稳中有升，房地产投资受保交楼等政策陆续实施影响下降幅度放缓，水泥产量同比略有增长。

水泥价格表现

供需失衡致使行业竞争加剧，成本难以向下游传导，水泥价格波动下降。

从价格情况来看，2022年1—11月，国内水泥价格从高位波动回落，各区域间水泥价格差距有所缩小。从月度走势来看，1—2月水泥价格延续2021年底的回落走势继续下探，3月受部分地区市场回暖影响，华东

和中南地区水泥价格小幅上涨，其他地区水泥价格较为平稳；但受需求下降，供需失衡竞争加剧影响，进入4月，各地区水泥价格持续下跌，5—7月水泥价格呈加速下行态势；8月以来，特别是进入9月，下游需求有所恢复，且部分地区陆续执行错峰停窑，供需矛盾有所缓解，水泥价格止跌并缓慢小幅回升。

行业效益情况

2022年以来，受煤炭价格高位震荡，叠加需求疲弱致使水泥销量下降共同影响，水泥行业效益下降明显。

根据水泥大数据网数据显示，2022年1—6月，全国规模以上水泥企业营业收入同比下降3%，利润总额同比下降42.4%，销售利润率在9.3%左右，较上年同期下降5.8个百分点；2022年前三季度，主要发债及上市水泥企业营业总收入同比下降13.97%，利润总额同比下降44.58%，个别企业出现亏损。利润下降，一方面系2022年以来，作为水泥生产的主要原料之一煤炭价格持续高位震荡（见图2），水泥企业生产成本同比大幅上涨；另一方面，水泥下游需求下降明显，供需失衡，成本难以向下游传导，水泥价格波动下降，叠加水泥产销量下降，销售端和成本端共同压缩水泥企业盈利空间。

二、2022年以来水泥行业政策动态

关键词1：错峰生产常态化、部分地区错峰停窑时

图1 近年来中国水泥产量情况（单位：万吨、%）



数据来源：Wind

图2 近年来动力煤价格走势



数据来源：Wind

间延长

2022年以来,为进一步解决短期供需矛盾,在《工业和信息化部生态环境部关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》(工信部联原〔2020〕201号)的基础上,错峰生产政策不断优化。综合全国各地发布的具体错峰政策和水泥企业的执行情况来看(见表1),2022

年以来水泥错峰生产在执行力度进一步加强、范围进一步扩大,执行标准更加规范。

在疫情反复和需求疲软的背景下,水泥市场严重供大于求,部分地区企业延长错峰生产时间,尤其是西南地区和部分华东地区。华北地区错峰政策相对宽松,时间有所缩减。另外差异化错峰生产措施日益优化,将绩

表1 全国各地最新错峰生产政策情况

区域	省份	全年计划停窑时间	具体政策情况
华北	京津	120天	时间: 每年自11月15日至次年3月15日
	河北	120天	根据地区采暖季实际起止时间合理安排
	山西	150天	太原市6家水泥熟料生产企业在10月15日—12月31日期间停产
	内蒙古	120天	2021年12月1日—2022年3月31日; 2022年夏秋季错峰时间为7—10月,原则上不少于40天
东北	黑龙江	150天	2022年8月1日起执行夏季错峰生产,停窑30天; 2022年10月15日—2023年3月15日
	吉林	150天	每年自11月1日至次年3月底,冬季错峰停产时间不少于150天; 2022年8月1日起执行夏季错峰生产,停窑30天
	辽宁	180天	采暖季+其它时段内的常态化错峰时间
华东	江苏	70天	江苏涉及熟料生产的23家企业,39条生产线全年停窑总天数不少于70天,其中春节期间(1月1日—3月31日)停窑35天、梅雨高温季节(6月1日—9月30日)停窑20天
	浙江	65天	时间: 全年不少于65天,其中: 春节期间35天、梅雨高温季节20天、四季度10天,政府、环保等行业主管部门要求停产或限产形成的停窑天数可计入错峰停窑; 集团企业内部停产时间可统一安排
	福建	65天	所有生产线错峰时间分为春节雨季期间(2021年1月至5月)和酷暑伏天期间(2021年7月至10月); 每条生产线停窑不少于65天
	江西	70天	一季度: 错峰不少于40天,时间: 2022年1月1日—3月31日。其它时段: 梅雨(6月)、酷暑(7—8月)、环境敏感期或根据实际需要,错峰不少于30天,具体时间待定
	安徽	分区域、分等级	淮北、宿州、蚌埠、淮南、滁州12月1日至次年3月31日实施错峰生产,合肥、马鞍山、芜湖、宣城、铜陵、池州、安庆等市水泥熟料生产企业原则上于冬季、雨季伏天实施错峰生产
	山东	160天	范围: 省内所有熟料生产线(不含特种水泥); 时间: 2022年11月15日—2023年3月15日
华中	湖南	130天	根据市场情况加大二、三季度错峰力度,全年达到错峰停窑130天以上
	河南	105~120天	绩效分级A级企业按照2022年11月20日至次年1月5日、2023年1月21日至同年3月15日两个时间段实施错峰停产; B级企业按照2022年11月15日至同年12月31日、2023年1月16日至同年3月15日两个时间段实施错峰停产; C级企业按照2022年11月15日至次年1月31日、2023年2月11日至同年3月15日两个时间段实施错峰停产; D级企业和未完成超低排放改造验收的企业,自2022年11月15日至次年3月15日采暖期间,实施错峰停产
	湖北	30~60天	大部分生产线停窑天数为60天,绿色工厂和协同处置等生产线停窑天数各有不同,为30~45天不等
华南	广东	60天	企业自主减排
	广西	60天	企业自主减排
西南	重庆	基准110天	按绩效分级, A级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的60%, B级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的30%
	四川	基准110天	按绩效分级, A级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的60%, B级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的30%
	云南	基数100天	所有水泥熟料生产线,协同处置生产线不得少于70天,无协同处置生产线一季度40天、二季度30天、三季度20天、四季度10天
	贵州	150天	所有新型干法水泥熟料生产线一季度不少于60天、二季度不少于30天、三季度不少于30天、四季度不少于30天
	陕西	130天	12月1日—次年3月10日,冬季错峰100天; 7月—9月,夏季错峰30天
西北	新疆	180~210天	所有水泥熟料生产线都应进行错峰生产,采暖季+其它时段内的常态化错峰时间
	甘肃	100天	每年12月1日—3月10日
	青海	150天	每条线全年停窑时间为150天,其中一季度不少于60天、二季度不少于30天、三季度不少于30天、四季度不少于30天
	宁夏	130天	2022年11月1日—2023年3月10日(所有水泥熟料生产企业均需错峰生产130天,时限内未完成错峰生产的天数在2023年6月底前补足)

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

效分级纳入可减免错峰时间的考虑范围，如河南、山西和川渝等地区，A级企业错峰停窑时间明显少于其他级别的企业。

2022年，部分省份积极关停2500t/d以下的熟料线，有利于化解过剩产能，未来行业2500t/d及以下规模产能有望陆续退出，预计在2025年总产能将收缩8.6%以上。其中山东省在淘汰低效落后产能方面力度最大，山东省工业和信息化厅、发展改革委、生态环境厅、应急管理厅、市场监督管理局、能源局印发《2022年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》，方案中针对水泥行业提出“除特种水泥熟料和化工配套水泥熟料生产线外，2500吨/日以下的水泥熟料生产线全部整合退出，2500吨/日的水泥熟料生产线整合退出一半，其余2500吨/日水泥熟料生产线须确定产能置换方案。直径3.2米及以下水泥磨机产能整合退出”的要求。

关键词2: 超低排放、“双碳”+“双控”

2022年2月11日，按照《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》《关于发布〈高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）〉的通知》有关部署，为推动各有关方面科学做好重点领域节能降碳改造升级，发展改革委、工业和信息化部、国家能源局联合印发《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》，提出引导行业改造升级、加强技术攻关、促进集聚发展、加快淘汰落后，进一步加强企业技术和工艺改造升级、提升能源利用效率、构建健康发展格局、促进产能置换和淘汰落后产能。部分区域已开展分级差异化环保管理，如河南、山西和川渝等地区，依据企业装备水平、生产工艺、污染治理措施、环境管理水平、运输方式等对重点行业企业进行绩效分级，将分级结果应用于差异化环保管理，实施精准治污，实现源头节能减污降碳，推动重点领域节能降碳改造。

为贯彻落实《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和

《2030年前碳达峰行动方案》部署要求，加速完善统一规范的碳排放统计核算体系，国家发展改革委、国家统计局及生态环境部于2022年4月20日制定了《关于加快建立统一规范的碳排放统计核算体系实施方案》，

《方案》提出部门权责需清晰统一、重点任务需衔接有序、重要参数需规范一致，以建立全国及地方碳排放统计核算制度、完善行业企业碳排放核算机制、建立健全重点产品碳排放核算方法和完善国家温室气体清单编制机制为重点任务，全面促进绿色发展。

2022年6月13日，生态环境部等七部门发布了《减污降碳协同增效实施方案》。《方案》要求一体推进重点行业大气污染深度治理与节能降碳行动，推动钢铁、水泥、焦化行业及锅炉超低排放改造，探索开展大气污染物与温室气体排放协同控制改造提升工程试点，《方案》提出，到2025年减污降碳协同推进的工作格局基本形成，到2030年减污降碳协同能力显著提升，助力实现碳达峰目标。

2022年7月7日，工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部三部门联合印发《工业领域碳达峰实施方案》，要求严格执行水泥产能置换政策，依法依规淘汰落后产能，加快节能降耗技术应用，到2025年，水泥熟料单位产品综合能耗水平下降3%以上；到2030年，原燃料替代水平大幅提高，在水泥行业改造建设一批减污降碳协同增效的绿色低碳生产线，实现窑炉碳捕集利用封存技术产业化示范。水泥生产过程中主要会产生粉尘、二氧化硫、氮氧化物等污染物。近年来，在绿色发展大趋势下，国内不少省份如广东、山东、浙江、宁夏、山西等已经根据自身实际制定并收紧了水泥行业超低排放标准（见表2）。

2022年11月2日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部、住房和城乡建设部等部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》，该方案主要目标为：

“‘十四五’期间，建材产业结构调整取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，水泥、玻璃、陶瓷等重点

产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上。‘十五五’期间，建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破，原燃料替代水平大幅提高，基本建立绿色低碳循环发展的产业体系。确保2030年前建材行业实现碳达峰”。通过强化总量控制、推动原料替代、转换用能结构、加快技术创新和推进绿色制造，全面提升建材行业绿色低碳发展水平，确保如期实现碳达峰。

另外，在“双碳”+“双控”政策下，高耗能行业转型压力加大，水泥企业淘汰落后产能、剥离低效资产及优化资源配置的需求迫切，行业内企业并购重组愈加频繁，行业集中度将进一步提升。

关键词3: 煤炭价格、市场秩序

为进一步完善煤炭市场价格形成机制，加强煤炭价格监管以引导煤炭价格在合理区间运行，促进煤、电上下游协同发展，保障能源安全稳定供应，2022年2月24日，国家发展改革委发布《发改委进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》。通知指出，煤炭是关系国计民生的重要产品，需立足于以煤为主的基本国情，充分发挥市场配置资源的决定性作用，更好地发挥政府作用，健全煤炭价格调控机制，在坚持煤炭价格由市场形成基础

上，引导煤炭价格回归合理区间，加强煤、电市场监管，促进煤、电价格通过市场化方式有效传导。2022年11月起，保供稳价效果初现，国内动力煤价格有所回落。

三、2022年水泥企业债券市场表现回顾

一级市场概况

2022年1—11月，水泥企业新发债数量和规模较上年同期有所下降，新发债企业集中在高信用等级企业，债券期限仍偏短期，发行成本进一步下行。

2022年以来，受房地产行业下行以及疫情多点爆发影响，宏观经济下行压力加大，央行多次降准降息，流动性整体较充裕。2022年1—11月，水泥企业共发行债券¹43只，发行规模544.80亿元，发行数量较上年同期减少24只，发行规模同比下降21.95%。

2022年1—11月，水泥行业未发生违约事件，目前水泥行业违约企业仍为“山东山水水泥集团有限公司”一家，债券首次违约日期为2015年11月12日，目前该公司违约债券已获得全部清偿。

从发债企业主体信用等级看，水泥行业发债企业集中在高等级企业。2022年发债水泥企业共11家，具体

表2 部分省份超低排放政策情况

区域	省份	超低排放具体政策情况
华东	山东	2022年5月，山东省生态环境厅起草的《山东省水泥行业超低排放改造实施方案(征求意见稿)》显示，实施范围包括水泥(熟料)制造企业和独立粉磨站。主要目标为2023年3月底前，黄河流域各市完成水泥行业超低排放改造；2023年底前，全省全面完成水泥行业超低排放改造。征求意见要求，水泥窑及窑尾余热利用系统烟气在基准氧含量10%条件下，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10mg/m ³ 、35mg/m ³ 、50mg/m ³ ；采用独立热源烘干的企业应采用余热、天然气、电等热源，在基准氧含量8%条件下，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10mg/m ³ 、35mg/m ³ 、50mg/m ³ 。采用氨法脱硝、脱硫的氨逃逸浓度不高于8mg/m ³
华南	广东	2022年5月，广东生态环境厅发布了《关于进一步加强固定源和移动源氮氧化物减排工作的通知》，要求，推进水泥企业开展涵盖所有生产环节（破碎、配料、回转窑煅烧、烘干、水泥粉磨、水泥制品加工等，以及大宗物料产品存储运输）的超低排放改造，鼓励2025年前实现水泥窑及窑尾余热利用系统烟气氮氧化物排放浓度不高于50mg/m ³ （基准氧含量10%）
西北	宁夏	2022年6月，宁夏全面开展钢铁、水泥、焦化等能源生产和消费重点行业烟气深度治理。宁夏地区加快推进水泥、钢铁行业超低排放改造，按照此前印发的宁夏水泥行业、钢铁行业烟气超低排放改造实施方案，今年年底前，要完成宁夏14家水泥企业共22条生产线烟气超低排放改造。自治区生态环境厅、财政厅、工业和信息化厅于2021年2月联合印发的《宁夏回族自治区水泥行业烟气超低排放改造实施方案》要求的改造目标是颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放限值为10mg/m ³ 、50mg/m ³ 、100mg/m ³

资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ 数据统计仅包括公司债、企业债、中期票据、短期融资券（超短融）、定向融资工具。

情况如下表所示。

从发债期限看，水泥企业发行债券期限整体偏短，2022年1—11月发行的43只债券中，21只债券期限在1年以内（含1年），发行规模占51.21%（见图3），均为银行间的短期融资券类产品（见图4）。

从发行规模看，2022年1—11月发行规模前三的企业分别为北京金隅集团股份有限公司（150.00亿元）、中国建材股份有限公司（135.00亿元）和中国建材集团有限公司（75.00亿元），主要是央企和地方国企。

发行成本方面，由于水泥行业发债主体主要为高信用等级的央企和地方国企，行业发行利差保持在较低水平，受流动性持续宽松影响，水泥企业不同债券发行利差较2021年有不同程度下降。其中短期债券发行利差较上年同期大幅下降，主要系资产荒下投资者青睐安全边际较高的高信用等级中短期债券所致。但2022年10—11月，短期信用债券发行利差走扩，主要系红狮控股集团有限公司发行利差较大所致。由于基准利率和水泥企业债券加权平均发行利差同比均有所下降，2022年1—11月水泥企业整体债券发行成本较2021年同期有所下降。

水泥企业财务表现及主体级别迁徙

2022年1—11月，受需求疲软以及成本上涨影响，水泥企业经营业绩下降，债务负担有所加重；水泥行业

未发生信用级别迁徙。

截至2022年11月底，水泥企业尚有存续债的企业共16家，信用等级以AAA居多，合计10家；AA+合计4家，AA仅2家，基本为全国或区域内的主导水泥企业。

2022年以来宏观经济整体偏弱，加之房地产新开工面积大幅下降，疫情多点爆发拖慢工程进度，水泥需求持续疲软，而煤炭价格维持高位，同时受物流成本上升影响，水泥企业经营成本增加，2022年前三季度发债水泥企业平均净资产收益率较2021年大幅下降（见表3），部分水泥企业出现亏损，资产负债率有所提升。其中，AAA发债企业由于前期收并购以及近年的产能置换、产业链延伸以及技改环保等项目固定投资金额较大，整体债务杠杆偏高，对外部融资的依赖性相对较大。2022年9月底发债水泥企业平均带息债务/全部投入资本为42.42%，行业整体偿债压力较小。

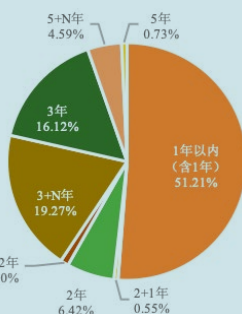
2022年1—11月，水泥行业未发生信用等级迁徙。

水泥企业债券到期情况

截至2022年12月6日，水泥企业1年内到期或回售的债券规模尚可，以AAA级别为主，兑付风险较小。

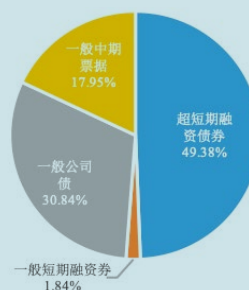
截至2022年12月6日，水泥企业存续债券中，1年内到期或回售的本金合计497.00亿元，以央企和地方国企为主，最新主体评级以AAA为主，违约风险低，兑付风险较小。但目前宏观经济整体偏弱，水泥企业经营业

图3 2022年1—11月水泥企业发债期限情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图4 2022年1—11月水泥企业发债类型情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

绩对市场变化较为敏感，且下游房地产行业尚未明显好转，水泥需求下降；而煤炭等大宗商品价格维持高位，成本端的上涨压力可能进一步削弱水泥企业的经营业绩，导致经营获现能力下降。此外，个别中低信用等级的水泥企业股东支持力度一般，若出现债券集中兑付，可能出现短期流动性困难影响兑付的情况。

四、2023年水泥行业信用风险展望

2023年水泥供需矛盾有所缓和但仍较为突出，煤炭价格短期内难以回落，水泥行业效益或好于2022年但难以回升至2021年水平，水泥行业整体信用风险展望为稳定。

需求端来看，基建方面，2022年基建投资增速回升明显，一定程度弥补房地产行业下行带来的水泥敞口，在基建投资适度超前的原则指导下，随着2022年投资的基建工程继续投资及拟建项目陆续开建投资，2023年基建投资有望继续回升，基建对水泥需求的拉动或将进一步释放。房地产方面，2022年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，但2022年四季度陆续出台托底政策，预计2023年房地产企业融资环境将发生转变，行业资金紧缺状况或将有

所缓解；2022年1—11月，100大中城市成交土地规划建筑面积同比下降10.30%，预计2023年房地产新开工面积仍将持续下降，2023年房地产投资增速或将持续为负，但幅度或将较2022年有所收窄。综合来看，预计2023年全年水泥需求或将较2022年略有回升。

供给端，行业效益下降致使水泥企业可动用资金减少，产能置换投资进度将放缓，全年新增产能规模或将下降。在“双碳”目标的背景下，各地能耗管控、环保督察以及错峰政策执行力度将继续加强，对水泥供给形成压力，但难改行业产能过剩局面。全年水泥供需关系仍呈季节性分化，需求难以全面恢复的情况下，整体供需矛盾有所缓和但仍较为突出，对水泥价格支撑不足；但煤炭价格仍高位震荡致使成本难以下降，预计2023年全年行业效益将好于2022年，但仍低于2021年。

债券市场方面，考虑到行业转型升级、行业效益下降致使经营获现能力下降，水泥企业短期债务偿还等方面资金需求仍大，水泥行业债券市场融资规模预计较2022年会有所增长，融资主体仍将以信用等级高的央企和国企为主，行业整体信用风险可控。未来一年，需要重点关注水泥行业发债企业受下游需求疲弱、煤炭价格高位运行、区域市场行情波动、行业产能过剩及环保政策趋严对其效益和流动性等方面的影响。■

表3 水泥样本企业主要财务指标情况

指标平均值		AA	AA+	AAA	发债企业
资产负债率 (%)	2020年	46.52	44.75	56.06	52.04
	2021年	47.78	46.54	60.91	55.68
	2022年9月底	54.28	47.05	61.79	58.09
净资产收益率 (%)	2020年	8.95	18.32	14.20	14.58
	2021年	2.87	14.92	13.96	12.82
	2022年1—9月	-7.24	10.20	6.74	6.48
带息债务/全部投入资本 (%)	2020年	33.86	26.21	41.30	36.60
	2021年	34.87	29.15	44.93	39.73
	2022年9月底	44.72	27.01	46.81	42.42
经营现金流动负债比 (%)	2020年	46.52	44.75	56.06	52.04
	2021年	47.78	46.54	60.91	55.68

注：2022年1—9月的净资产收益率已年化

资料来源：Wind，联合资信整理

2022年旅游行业信用风险总结与展望

文 | 联合资信 杨学慧

一、行业运行状况

旅游业作为典型的敏感性行业，受疫情影响很大。2021年国内旅游业震荡复苏，2022年严峻的疫情形势使得旅游业复苏进程受挫，国内旅游收入及出游人次不及2021年，出入境旅游基本处于停滞状态。

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，对经济发展贡献较大，同时作为典型的敏感性行业，易受突发事件的冲击和影响。新冠三年，对旅游行业的冲击是巨大的。2020年，国内旅游人数和国内旅游收入同比分别下降52.1%和61.1%；2021年，随着国内疫情得到有效控制，旅游行业震荡复苏，国内旅游人数和国内旅游收入分别为32.46亿人次和2.92万亿元，同比分别增长12.8%和31.0%，但仅恢复至疫情前同期（2019年）的54.0%和51.0%；2022年以来，在动态清零政策下，多发疫情极大地限制了人们的出行，旅游行业复苏停滞，2022年1—9月，国内旅游人数20.94亿人次，比上年同期减少5.95亿人次，同比下降22.1%；同期，国内旅游收入1.72万亿元，比上年同期减少0.65万亿元，同比下降



27.2%（见图1）。

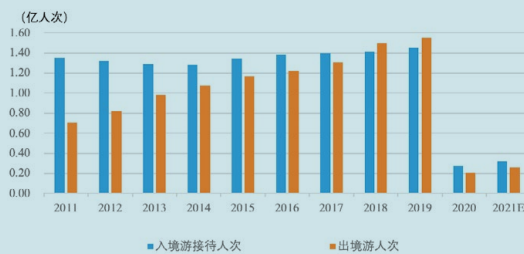
出入境旅游方面，受疫情影响，中国出入境旅游总体处于停滞状态。根据文化和旅游部数据显示，中国出入境旅游市场从2020年春节后出现断崖式下跌，2020年全年共接待入境游客2747万人次，同比下降81%；出境旅游人数为2033.4万人次，同比减少86.9%。2021年，全球防疫形势依旧严峻，出入境旅游市场延续上年萧条状态，未有明显复苏。根据《中国出境旅游发展年度报告2021》，预测2021年中国出境旅游人数为2562万人次，较2019年同比恢复17%，较2020年同比增长27%（见图2）。相比疫情前上亿人次

图1 2011—2021年及2022年前三季度国内旅游情况



数据来源：文化和旅游部网站，联合资信整理

图2 2011—2021年出入境旅游人次



数据来源：Wind资讯、文化和旅游部，联合资信整理

的出游规模，出入境旅游依然基本处于停滞状态。

二、主要细分子行业情况

旅游业¹是直接为游客提供出行、住宿、餐饮、购物、娱乐等服务活动的集合，具体包括旅游出行、旅游住宿、旅游餐饮、旅游游览、旅游购物、旅游娱乐、旅游综合服务等7类细分行业。下文分析将主要围绕景区、酒店餐饮、主题公园、免税购物、旅行社及在线旅游等子行业展开。

景区

景区作为居民休闲旅游的综合目的地，资源特征非常明显，国内A级景区数量持续增长，但高级别景区占比较低。2021年景区运营较上年有一定恢复；2022年前三季度，多数景区客流量同比下滑，经营活动现金流表现为净流出，亏损面进一步扩大。

截至2021年末，全国共有A级旅游景区14196个，较上年末增加864个，其中5A级旅游景区318个，较上年末增加16个，5A级景区数量占到A级景区数量的2.24%，占比较低。景区运营方面，2020年全国A级景区接待游客总人数32.37亿人次，同比下降50.01%，实现旅游收入2017.65亿元，同比下降60.17%；2021年，随着疫情防控有序开展，景区运营较2020年有所恢复，但较疫情前运营情况相差甚远。2021年全国A级景区接待游客总人数35.40亿人次，同比增长9.36%，恢复至2019年的54.67%，实现旅游收入2228.10亿元，同比增长10.43%，仅恢复至2019年的43.98%（见图3）。

从国内主要上市旅游景区（13家样本）企业来看，2021年，黄山旅游、西域旅游、曲江文旅、天目湖、九华旅游和中青旅6家企业实现盈利，其余7家企业为亏

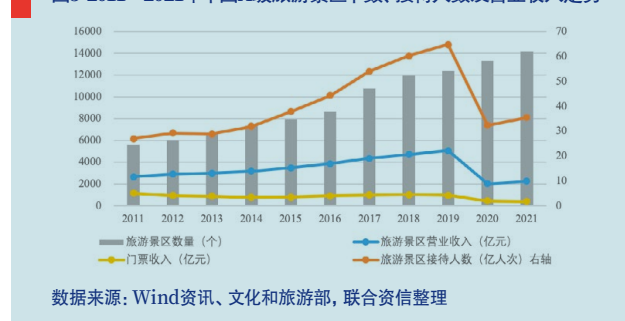
损状态，亏损企业数量较2020年减少1家，13家企业利润总额合计呈亏损状态，亏损额较2020年基本持平。2022年前三季度，亏损企业数量扩大到9家，仅西域旅游、丽江股份、天目湖和中青旅实现微利，亏损总额较2021年大幅增加。从经营活动现金流情况看，2021年，黄山旅游、峨眉山、西域旅游、曲江文旅、西藏旅游、丽江股份、天目湖、九华旅游和中青旅9家企业经营活动现金流表现为净流入，其余4家企业为净流出，经营现金净流出企业数量较2020年减少2家，13家企业经营活动现金流合计表现为净流入，净流入额较2020年增加4.15亿元；2022年前三季度，国内主要上市旅游景区企业经营活动现金流表现较差，13家企业经营活动现金流合计表现为净流出（-0.82亿元），较2021年同期（16.81亿元）大幅下滑。

酒店餐饮

2021年，随着疫情防控形势好转，商务及私人旅行意愿增强，酒店业运营指标有所提升，但行业整体仍大幅亏损，高星级酒店亏损严重；2022年前三季度，酒店业整体运营不及上年同期。

酒店业为市场化程度较高的旅游细分子行业之

图3 2011—2021年中国A级旅游景区个数、接待人数及营业收入走势



¹ 国家统计局定义，详见《国家旅游及相关产业统计分类（2018）》。

一。2020年新冠肺炎疫情对酒店行业打击较大，大批酒店因短期现金流问题而退出市场，同时也加速了行业向头部集中的趋势。2021年酒店业虽有所回暖，但恢复程度不及预期。2021年，7676家星级饭店通过了省级文化和旅游行政部门审核，较2020年减少747家，星级饭店平均房价334.95元/间夜，同比增长6.70%，平均出租率41.77%，较上年提升2.79个百分点，每间可供出租客房收入139.92元/间夜，同比增长14.34%。

根据《2022年第三季度全国星级饭店统计调查报告》显示，共有6505家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，较上年底减少1171家，第三季度星级饭店平均房价342.24元/间夜，较上年同期下降0.81%，平均出租率为45.49%，较上年同期增长1.81个百分点，每间可供出租客房收入155.67元/间夜，较上年同期增长3.30%。

盈利方面，2020年全国星级饭店营业收入总额为1221.53亿元，同比下降35.97%，利润总额-115.69亿元（上年同期为55.59亿元）；2021年全国星级饭店营业收入总额为1379.43亿元，同比增长12.93%，利润总额-118.44亿元，亏损额较上年继续扩大；2022年前三季度，全国星级饭店营业收入总额838.17亿元，同比下降15.98%。

从各星级饭店情况看，五星级和四星级饭店各项指标下滑严重，五星级饭店作为最主要的利润来源，2020年以来持续亏损，2021年亏损面有所收窄；四星级饭店则亏损面不断扩大（见表1）。

主题公园

主题公园作为新兴的旅游项目逐渐被大众熟悉和认可，疫情冲击下以远程游客为主要客群的主题公园

表1 2016—2021年星级饭店经营情况（单位：亿元、元/间夜）

项目		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
五星级	收入	763.71	812.71	796.25	814.68	474.55	551.24
	利润	45.35	65.57	75.40	61.37	-31.76	-23.17
	平均房价	626.27	612.35	623.60	596.56	518.81	551.04
	出租率 (%)	58.57	61.43	61.96	60.94	40.38	44.65
四星级	收入	703.86	714.91	785.35	661.77	453.52	520.20
	利润	-21.77	3.20	1.91	-4.33	-60.08	-68.36
	平均房价	332.67	328.06	345.21	331.56	300.21	310.33
	出租率 (%)	55.62	56.63	57.40	55.11	39.09	41.92
三星级	收入	483.16	476.43	450.65	384.74	263.22	280.88
	利润	-20.46	1.85	-1.71	-2.78	-22.68	-20.68
	平均房价	209.65	220.36	230.30	225.70	206.21	212.92
	出租率 (%)	52.52	51.30	52.52	52.15	37.99	39.92
二星级	收入	75.38	78.55	58.10	46.09	29.78	26.97
	利润	1.6	1.78	2.56	1.27	-1.20	-6.24
	平均房价	155.67	171.17	163.87	179.38	161.85	172.25
	出租率 (%)	52.37	47.08	52.35	51.95	38.61	39.01
一星级	收入	1.16	1.13	0.61	0.49	0.46	0.14
	利润	0.17	0.07	0.08	0.06	0.03	0.00
	平均房价	100.39	102.39	128.33	111.96	117.28	88.18
	出租率 (%)	52.18	52.62	54.20	51.43	35.74	38.06

资料来源：文化和旅游部，联合资信整理

受影响程度较大，国内知名主题公园恢复速度较快。

目前，中国拥有近3000家主题公园，已成为全球游客量最大的主题公园市场。中国主题公园的竞争主要分为三个梯队：第一梯队是单体投资规模极高的上海迪士尼和北京环球影城。第二梯队是本土大型单一主题公园，如长隆欢乐世界。第三梯队是全国复制的特色主题公园，如华侨城旗下欢乐谷、华强方特、海昌海洋公园等。

根据AECOM联合主题娱乐协会TEA发布的《2020全球主题公园和博物馆报告》，2020年全球主题公园类景点游客量下降50%~90%，其中以远程游客为主要客群的主题公园所受冲击巨大，相比之下，对周边区域依赖度高的主题公园受冲击程度略小，如欢乐谷和华强方特游客量整体降幅分别为14%和20%。2021年，全球Top25主题公园的客流量总数约1.41亿，虽然相较于2020年总客流的0.83亿增长了70%，但恢复程度仍较为有限，仅达到疫情前的56%。《2021全球主题公园和博物馆报告》显示，在全球主题公园Top25中，有4家在中国大陆（见表2），分别是横琴长隆海洋王国（第8名）、上海迪士尼乐园（第10名）、北京欢乐谷（第24名）和广州长隆欢乐世界（第25名）。2021，上海迪士尼乐园、长隆海洋王国和北京欢乐谷游客量同比分别增长54%、55%和25%。

从新增项目看，2021年9月北京环球影城开业，截至2022年9月末，开业一年北京环球影城累计吸引游客1380万人次；2022年7月，上海海昌海洋公园奥特曼主题娱乐区正式运营，7月单月售票人次达上半年业绩总

和的74%，8月的奥特曼主题馆消费相关产品单日营业额平均为37万元。此外，乐高乐园已经宣布在中国深圳、上海和成都新建三个主题公园度假村。

免税购物

新冠疫情背景下，免税购物为旅游子行业中唯一逆势增长的行业，随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势，离岛免税店成为国内免税行业新蓝海。

中国境内免税店主要有口岸免税店、市内免税店以及离岛免税店。疫情前，中国保持全球规模最大、消费能力最强的出境旅游客源。2020年以前，全球旅游零售业务排名前四的公司分别为DFS、Lotte、Shilla和中国旅游集团中免股份有限公司（以下简称“中国中免”），受益于中国消费者的快速崛起，Lotte、Shilla等公司沿着中国人出境目的地进行规划布局，使得竞争地位得以快速提升。

新冠疫情爆发后，出入境游客人数骤减，海南省自2020年7月1日起实施海南离岛免税新政，即离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税限额提至10万元，取消单件商品8000元免税限额规定；新增天然蜂蜜、茶及茶制品、酒类、手机等大类免税商品；除化妆品单次限购30件、手机4件、酒类合计不超1500毫升以外，其他不限件数，所购商品需一次性随身携带离岛。随着海南离岛免税政策的进一步放宽，海南离岛免税市场呈现出快速增长态势。

根据海关统计数据，海南新政实施两年，离岛免税销售额累计达906亿元，超过过去10年总和。从离岛免税人均购买件数看，2020年和2021年分别为7.61件和10.49件，较新政实施前的3~5件快速提升，带动客单价从2019年的3600元提升至2021年的7400元（见图4）。

从竞争格局看，中国中免作为国内免税行业龙头，2021年在中国免税市场份额占到86%。国内免税

表2 位列2021年全球top25的国内主题公园情况（单位：万人次）

主题公园	区位	2019年 游客量	2020年 游客量	2021年 游客量
长隆海洋王国	珠海横琴	1172.9	479.7	745.0
上海迪士尼乐园	上海	1120.2	550.0	848.0
欢乐谷	北京	515.7	395.0	493.0
长隆欢乐世界	广州	490.1	268.1	--

注：未获取长隆欢乐世界2021年游客量数据

资料来源：AECOM联合主题娱乐协会TEA发布的《2020全球主题公园和博物馆报告》《2021全球主题公园和博物馆报告》

行业进入壁垒较高，从事免税业务必须经过国务院或其授权的政府部门批准。截至目前，中国有10张免税牌照（见表3），其中中国中免是唯一一个具有口岸、离岛、市内免税等全渠道经营资质的运营商。

旅行社及在线旅游

受出入境游停摆影响，国内旅行社收入持续下滑，主要依赖国内短途游和本地游，行业受冲击情况严重。

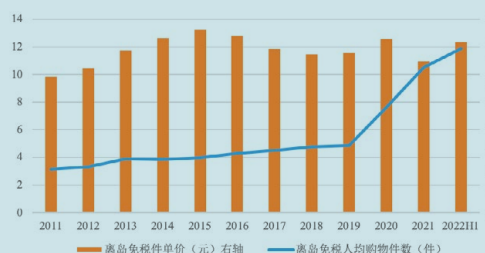
截至2021年底，全国旅行社总数为42432家，较2020年底增长4.30%；2021年度全国旅行社营业收入1857.16亿元，同比下降22.28%，利润总额-53.44亿元，由于营业成本的压缩，2021年亏损额较2020年收窄（见图5）。

从三大市场情况看，2021年全国旅行社国内旅游营业收入1457.95亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的99.35%，国内旅游业务利润-2.47亿元；全国旅行社入境旅游营业收入2.90亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的0.20%，入境旅游业务营业利润为-0.09亿元；全国旅行社出境旅游营业收入6.63亿元，占全国旅行社旅游业务营业收入总量的0.45%，出境旅游业务营业利润为-0.44亿元。

疫情影响下在线旅游用户规模依旧保持稳定增长，但在线旅游市场交易规模受出行政策及出行意愿影响波动下降。

在线旅游（OTA）是消费者基于互联网进行旅游服务产品购买、预订的一种消费行为，其主要包括机票、酒店、门票预订为基础的综合性旅游平台。2019—

图4 2011—2021年及2022年上半年离岛免税件单价及人均购买情况



数据来源：联合资信根据公开资料整理

图5 2015—2021年全国旅行社数量及营业收入情况



资料来源：Wind资讯、文化和旅游部，联合资信整理

表3 国内主要免税运营商情况

运营商	实控人	获得牌照时间	资质类型	经营区域	机场口岸资源	离岛资源
中国中免（含日上、海免、港中旅）	国务院国资委	1984年	全类型免税店	全国	北京、上海、广州、成都、杭州、厦门、昆明、香港、澳门等	三亚/海口市内、三亚/海口/博鳌机场
海南发展控股有限公司	海南省国资委	2020年	离岛	海南	无	海口市内
海南旅投免税品有限公司	海南省国资委	2020年	离岛	海南	无	三亚市内
珠海市中免免税品有限责任公司	珠海市国资委	1980年	口岸	珠海、天津	天津、南宁、鄂尔多斯等	无
中国出国人员服务有限公司	国务院国资委	1983年	口岸、离岛、归国人员市内	全国	大连、重庆、南京、贵阳、南昌、泉州等	三亚市内
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	深圳市国资委	1980年	口岸、离岛	深圳、海南	深圳、西安、威海等	海口市内
王府井	北京市国资委	2020年			暂未开展实际经营	

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021年,中国在线旅游市场交易规模分别为10059亿元、6386亿元和8635亿元,受疫情影响,2020年交易规模同比下降36.51%,2021年有所恢复,同比增长35.21%;用户数量方面,2019—2021年末,中国在线旅游用户规模分别为4.13亿人、4.32亿人和4.49亿人。

从行业集中度看,携程集团是在线旅游服务龙头,保持行业绝对领先优势。携程集团主要运营携程旅行,去哪儿, Trip.com和天巡,2019—2020年携程集团核心OTA品牌GMV分别为8650亿元和3950亿元,分别占中国在线旅游市场55.7%和58.2%市场份额。2021年,携程会员规模同比增长超过20%,携程旅行和去哪儿网合计占在线交通预订市场份额超55%,在低端和中高端酒店间夜量²份额占比约50%,在高星级酒店市场份额高达80%。

三、行业政策

2022年,国务院、发改委、文化和旅游部等部门出台多项支持政策,从降税减费、稳岗就业、金融支持、刺激消费等方面来缓解旅游企业资金压力;12月以来疫情防控政策的持续优化调整,对旅游行业恢复发展意义重大。

2022年1月,国务院为推动旅游业发展水平不断提升,现代旅游业体系更加健全,旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富,大众旅游需求得到更好满足,出台了“十四五”旅游发展规划。2月,发改委、文化和旅游部等14部门对服务业领域困难行业出台了若干政策,其中针对旅游行业企业,在减税降费、普惠金融支持、业务开展等方面提出了多条促进行业恢复发展的举措。7月,中国人民银行、文化和旅游部联合出台了金融支持文旅企业恢复发展的通知,要求在拓宽旅游企业融资

渠道、完善信贷供给体系、降低融资成本等方面提供保障服务,加大对文旅企业的金融支持力度。8月,文化和旅游部对景区安全管理、规范旅游市场秩序出台了相应通知,进一步强化了旅游市场安全、规范运行的重要性。12月以来,国务院及多地政府对疫情防控政策持续优化,北京市恢复进出京跨省团队旅游。

四、发债企业信用分析

截至2022年12月20日,主体信用等级有效的旅游行业存续债发行人共30家,包含AAA级别发行人5家,AA+级别发行人12家,AA级别发行人10家,AA-级别发行人1家,A+级别发行人1家,BBB级别发行人1家。下文分析均基于此样本。

债券发行情况

旅游发债企业以国有企业为主,整体融资规模在信用债市场占比较小,2021年和2022年1—9月,旅游发债企业债券发行规模均高于兑付规模,债券融资呈净流入状态。

从存续债券来看,截至2022年9月底,旅游样本企业存续债券余额合计1081.25亿元,较2021年9月底债券余额(921.36亿元)增长17.35%,占同期末债券市场信用债余额(446920.55亿元)的比重为0.24%。2021年,样本企业新发行债券69支,发行规模452.00亿元,2021年到期规模390.95亿元;2022年1—9月,样本企业新发行信用债63支,发行规模415.70亿元,到期规模308.90亿元。由于旅游企业以国有企业为主,民营企业发债规模很小,截至2022年9月底,民营旅游企业存续债券余额仅4.55亿元。2021年和2022年1—9月,旅游企业债券发行规模均高于兑付规模,净

² 间夜量 = 入住房间数 * 入住天数客房出租率。

融资额分别为61.05亿元和106.80亿元，整体呈净流入状态（见表4）。

盈利能力

2021年旅游发债企业收入及利润水平整体表现优于上年，但行业仍处于亏损状态；2022年前三季度，旅游行业复苏再次停滞，行业亏损进一步加剧，盈利企业级别分化较大。

从收入水平看，旅游发债企业2021年收入规模合计为2105.81亿元，同比增长23.90%。30家样本企业中收入同比增长的有25家，同比下降的有5家；从级别分布来看，AAA级别企业4家收入呈增长趋势，AA+级别企业11家收入表现为增长，AA级别企业8家收入表现为增长。从利润情况看，旅游发债企业2021年实现利润总额合计41.89亿元，同比增长764.66%。30家样本企业中，实现盈利的企业有18家，12家企业为亏损企业。其中，中国旅游集团有限公司受益于离岛免税业务的快速发展，实现利润总额90.39亿元；北京首都旅游集团有限责任公司受网约车业务大幅亏损影响，实现利润总额-35.40亿元；剔除上述两家极值企业样本，2021年旅游发债企业实现利润总额-13.10亿元，较2020年有所减亏（2020年实现利润-40.48亿元）。单个样本利润实现增长的企业有22家（部分持续亏损企业表现为亏

损收窄），呈现下降的企业有8家。

2022年1—9月，旅游发债企业³仅有10家企业收入同比实现增长，20家企业收入同比呈下降趋势，且下降幅度较大。利润方面，样本企业整体呈现亏损状态，利润总额合计为-36.93亿元，同比大幅下滑（2021年同期实现利润总额50.37亿元）。剔除未披露季报样本企业，27家样本企业中实现盈利的仅9家，18家企业呈现亏损，盈利企业中，AAA级别企业有2家，AA+级别企业4家，AA级别企业有3家。

杠杆水平和偿债能力

旅游发债企业整体杠杆率为中等偏上水平，债务期限结构以长期债务为主；短期偿债指标表现尚可，受行业亏损影响，EBITDA下降，长期偿债指标弱化；考虑到旅游企业普遍为国有企业，再融资能力相对较好，行业整体偿债能力尚可。

债务负担方面，截至2021年底，样本企业整体杠杆率为中等偏上水平，样本企业资产负债率和全部债务资本化比率平均值分别为59.26%和48.48%。从个体企业看，以下企业的财务指标中资产负债率偏高（>70%）或全部债务资本化比率偏高（>60%）或两项均偏高，债务负担偏重，应引起关注（见表5）。

债务期限结构方面，旅游发债企业在债务构成上

表4 2021年和2022年1—9月旅游企业债券发行兑付情况（单位：亿元）

项目	2021年			2022年1—9月			存续债券余额 2022/9/30
	发行金额	到期金额	净融资额	发行金额	到期金额	净融资额	
国有企业	452.00	390.94	61.06	415.70	308.90	106.80	1076.70
民营企业	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	4.55
合计	452.00	390.95	61.05	415.70	308.90	106.80	1081.25

资料来源：Wind资讯、联合资信整理

³ 样本企业中重庆市武隆喀斯特旅游产业（集团）有限公司、吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司和重庆旅游投资集团有限公司未披露2022年三季度，季报数据剔除上述3家样本企业。

趋于长期化。截至2021年底，长期债务在全部债务中的占比平均值为63.77%，债务结构整体合理。

从短期偿债指标看，2021年旅游发债企业现金短期债务比的均值为1.24倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可。从长期偿债指标看，2021年旅游企业全部债务/EBITDA均值为46.34倍，较2020年均值显著上升，EBITDA对全部债务的保障能力弱化。2021年EBITDA利息倍数均值为4.56倍，较2020年均值变化不大，EBITDA对利息的覆盖能力较好。考虑到旅游发债企业以国有企业为主，政府支持力度较大，再融资能力相对较好，对债务偿还有一定的保障。

五、展望

短期看，随着国家防疫政策不断优化和出行政策的调整，商旅、家庭休闲度假需求将逐步恢复，不同细分行业的恢复速度或存在差异。借鉴海外旅游消费的修复进程，通常餐饮会在疫情结束后一个月迎来快速明显反弹，并在随后1~3个月恢复至90%~100%；酒店由于商旅和休闲双重需求，在海外的疫后复苏中表现较好，恢复节奏快且比例高；由于疫情增加了消费摩擦，国内游在疫情后的恢复比例尚未达到100%的状态，出境游则需要等待国门放开后逐步恢复。从国际



旅游业恢复情况看，2022年前三季度，全球国际游客量同比增长133%，根据权威部门预测，预计2022年全球国际旅游收入将恢复至疫情前水平的70%以上。

中长期看，旅游业作为国民经济战略性支柱产业的地位不会动摇。根据《“十四五”旅游业发展规划》，“十四五”时期，中国将全面进入大众旅游时代，旅游业发展仍处于重要战略机遇期。到2025年，旅游业发展水平不断提升，现代旅游业体系更加健全，旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富，大众旅游消费需求得到更好满足。随着人均可支配收入的持续增长、假期及政策红利继续释放，居民旅游意愿保持高位以及交通等配套基建持续完善，旅游行业长期发展前景较好。联合资信对旅游行业的信用展望为稳定。

表5 债务偏重旅游企业2021年财务数据情况(单位: 亿元)

发行人	主体级别	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	债券余额
锦江国际(集团)有限公司	AAA	1165.09	349.12	277.78	-8.44	70.03	64.61	87.03
北京首都旅游集团有限责任公司	AAA	1690.39	484.18	365.77	-35.40	71.36	64.12	346.00
重庆旅游投资集团有限公司	AA	178.77	50.85	14.31	0.28	71.56	64.69	33.00
吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司	AA	73.14	17.94	3.06	-3.88	75.47	70.15	4.00
陕西华山旅游集团有限公司	AA	104.37	26.09	8.19	-2.15	75.00	67.66	5.00
陕西旅游集团有限公司	AA	391.72	79.07	40.39	4.94	79.81	71.04	22.50
苏州高新旅游产业集团有限公司	AA-	82.13	24.84	2.62	-3.39	69.75	65.58	7.40
众信旅游集团股份有限公司	BBB	25.42	1.19	7.15	-6.44	95.31	90.10	0.0139

注：债券余额为截止到2022年12月20日的余额
资料来源：Wind资讯、联合资信整理

稳增长背景下地方债发行量创新高， 未来专项债有望持续发力 ——2022年地方政府债券市场回顾与展望

文 | 联合资信 夏妍妍 杨晓薇 路君

一、2022年地方政府债券相关政策梳理

2022年以来，新冠肺炎疫情持续在全球大流行，面对复杂严峻的国内外环境，我国科学统筹国内和国际两个大局，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，加大宏观调控力度，应对超预期因素冲击，国民经济总体保持恢复态势。在稳增长的背景下，地方政府债券作为重要的逆周期调控工具持续发力。2022年1—11月，我国地方政府债券发行总额创同期历史新高。整体看，2022年以来，我国地方政府债券相关政策主要体现在推动地方债“早发快用”、积极盘活地方政府专项债限额，合理扩大专项债使用范围、将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围，实施通报及预警机制、强化专项债资金监督管理，遏制新增地方政府隐性债务、多途径化解债务风险等方面。在相关稳增长政策持续发力背景下，2022年1—11月，我国固定资产投资（不含农户）同比增长5.3%，其中基础设施投资同比增长8.9%，比1—10月份加快0.2个百分点，自5月份以来已连续7个月加快。

一是政策推动地方债“早发快用”，积极盘活地方政府专项债结余限额。2021年12月，财政部向各地提前下达2022年新增地方政府债务限额1.79万亿元，其中一般债务限额0.33万亿元，专项债务限额1.46万亿元；2022年《政府工作报告》确定今年地方政府新增债务限额为4.37万亿元，其中新增一般债务限额0.72万

亿元，新增专项债务限额3.65万亿元，为继续做好“六稳”“六保”工作提供重要支撑。2022年3月，国务院常务会议（以下简称“国常会”）部署用好政府债券扩大有效投资，要求2021年提前下达的额度5月底前发行完毕，2022年下达的额度9月底前发行完毕。在二季度经济下行压力明显增大的背景下，2022年5月，国务院要求加快今年已下达的3.45万亿元专项债券发行使用进度，在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。在政策的引导下，2022年，我国地方债发行进度明显前置，二季度发行最为密集，其中5月份、6月份分别发行1.21万亿和1.93万亿，6月份发行规模创下地方债单月发行高峰，上半年已基本完成本年度新增债券发行任务。但疫情扩散进一步加重了下半年经济下行及财政收支压力，8月份以来，国常会提出接续政策措施，决定依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜，要求各地在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。2022年9月27日，辽宁省招标发行67亿元专项债，成为首个利用结存限额发行专项债的省份。

二是合理扩大专项债使用范围，将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。2022年4月12日，国务院政策例行吹风会介绍2022年财政部合理扩大了专项债券使用范围，主要包括加大惠民生、解民忧等领域投资（如城市管网建设、水利领域等），支持增后

劲、上水平项目建设（主要围绕新基建），推动补短板、增强弱项项目建设（围绕乡村振兴，将粮食仓储物流设施作为专项债券支持重点）。2022年5月，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出在前期确定的包括交通基础设施、能源、保障性安居工程在内的九大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。2022年10月，监管部门明确专项债在原有9大领域投向基础上新增新能源和新基建投向；可用作项目资本金的领域在原有10个领域的基础上增加新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施3项。专项债使用范围的拓宽及可作资本金领域的增加有利于专项债项目储备的增加以及专项债资金更有效拉动投资。

三是实施通报及预警机制，强化专项债资金监督管理。2022年1月起，财政部每月将各地专项债券的发行、拨付、支出进度通报省级财政部门，并对进度最慢的3个省份实施预警，要求地方采取措施，并明确在分配以后年度专项债券限额时与各地实际支出进度挂钩。在此基础上，部分省份建立了专项债闲置资金超期收回机制，如山西省对专项债券资金下达项目单位12个月后仍未支出及其他闲置或违规使用的专项债券资金，统一收回并按程序调整用于其他急需资金的项目。2022年8月公布的《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》强调要常态化开展专项债券资金使用管理专项核查，严格执行专项债券负面清单管理，确保资金依法合规使用。2022年以来，多地调整了专项债券资金用途，三季度深圳、浙江、河南、甘肃、安徽、四川、宁波、贵州、湖北、山东、青岛、厦门等地财政部门对部分2022年新增专项债券进行了资金用途调整。

四是遏制新增地方政府隐性债务，要求通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险。2022年3月，第十三届全国人民代表大会第五次会议提出持续推进防范化解地方政府隐性债务风险，坚决遏制隐性债务增量，稳妥处置一些地方的高风险金融机构，设立

金融稳定保障基金，运用市场化、法治化方式化解风险隐患，稳妥有序缓释债券市场风险。同时，财政部提出要强化预算约束和政府投资项目管理，支持地方有序化解存量隐性债务，支持部分有条件的地区稳妥推进全域无隐性债务试点，推动地方融资平台公司市场化转型。2022年5月，财政部通报了安徽省安庆市、贵州省兴义市、江西省贵溪市等8个由于化债不实、新增隐性债务的问责典型案例；7月，财政部通报披露了八起融资平台公司违法违规融资新增隐性债务的典型案列，涉及陕西、黑龙江、贵州、江苏、安徽、山东、江西、重庆八地，在稳增长背景下再次强调不得新增隐性债务的“红线”意识。2022年6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，要求落实省级政府责任，按属地原则和管理权限压实市县主体责任，通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险，切实降低市县偿债负担，同时完善专项债券资金投向领域禁止类项目清单和违规使用专项债券处罚机制。2022年8月公布的《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》强调要强化部门信息共享和协同监管，坚决遏制新增地方政府隐性债务，支持地方有序化解存量隐性债务。

二、2022年地方政府债券市场回顾

发行概况

2022年1—11月，地方政府债券发行规模同比略有增长，发行再创同期新高，以新增债券为主，并延续了以专项债券为主的融资结构。2022年1—11月，地方政府债券累计发行2120支，金额合计72641.19亿元，发行规模同比增长1.39%，相当于2021年全年的97.08%。其中，新增债券47347.93亿元，再融资债券25293.25亿元（见表1）。分季度看，2022年前三季度，地方政府债券发行金额波动下降，二季度为发行高峰，三季度发行缩量明显。从资金用途看，2022年1—11月发行的地方

政府债券中专项债占69.77%，占比较2021年全年继续提升，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构（见图1）。从净融资额来看，2022年1—11月地方政府债券到期金额为27097.43亿元，净融资额为45543.75亿元，较上年同期增长0.58%。

2022年1—11月，地方政府债券发行期限更趋长期化。2019年，财政部23号文发布，不再限制地方政府债券期限比例结构，随后10年期及以上地方政府债券的

发行规模占比快速上升。2019—2020年，10年期及以上地方政府债券发行规模占比分别为46.83%和76.64%，较2018年（17.86%）明显上升。2020年11月发布的财政部36号文提出，地方财政部门应当均衡一般债券期限结构：年度新增一般债券平均发行期限应当控制在10年以下（含10年），再融资一般债券期限应当控制在10年以下（含10年）；专项债券期限与项目期限相匹配，再融资专项债券期限原则上与同一项目剩余期限相匹配。受该政策影响，2021年长期债券发行规模占比和加权发行期限有所下降，10年期及以上债券发行规模占比降至62.04%。由于36号文主要针对一般债券发行期限提出控制要求，2022年1—11月政府债券发行结构以专项债券为主，因此10年期及以上债券发行规模占比回升至66.31%。从加权发行期限看，2019—2021年及2022年1—11月，地方政府债的加权期限分别为10.29年、14.65年、11.95年和13.32年，其中一般债券的加权发行期限分别为12.13年、14.70年、7.71年和7.97

图1 2019—2021年及2022年1—11月全国地方政府债券发行概况



资料来源：联合资信根据Wind整理

表1 2015—2021年及2022年1—11月全国地方政府债券发行概况 (单位: 支、亿元)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年1—11月
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1848	1991	2120
发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	72641.19
其中：一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	21957.48
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	50683.71
其中：新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47347.93
置换债券	31985.18	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	--	--	--
再融资债券	--	--	--	6816.79	11484.29	18913.27	31189.21	25293.25
其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	72641.19
定向发行	7921.78	15500.84	10855.92	4141.20	--	--	--	--
其中：3年期	6532.37	11291.83	7988.57	6346.37	2058.94	1305.84	3347.61	3783.38
5年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8214.43
7年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12139.21
10年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	16826.09
15年期	--	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10961.24
20年期	--	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11475.12
30年期	--	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82

注：1.1年及2年期地方政府债券发行规模较小，未在上表按期限统计中单独列示；2.尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据Wind整理

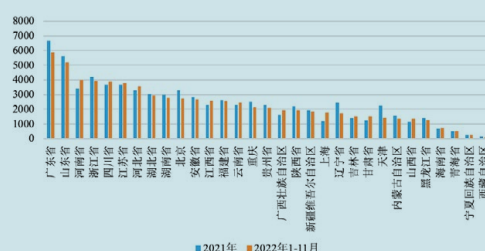
年,专项债券的加权发行期限分别为9.02年、14.62年、14.17年和15.63年。

为助力经济稳增长,2022年1—11月地方政府债发行进度显著前置。从发行节奏看,2022年1—11月,全国地方政府新增债券发行规模4.73万亿元(其中新增一般债券和新增专项债券发行规模分别为0.72万亿元和4.02万亿元),为2022年《政府工作报告》确定新增债务限额的108.24%,超过限额主要系9月以来发行专项债结存限额所致,2022年以来地方债发行主要集中在上半年除了对冲疫情的负面影响外,也是出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量(见表2)。

2022年1—11月,各省级行政区地方债发行规模仍分化明显。从地方债发行区域的分布情况看,2022年1—11月,全国各省级行政区和5个计划单列市均有地方政府债券发行,但发行规模分化明显。整体看,2022年1—11月,各省级行政区(5个计划单列市纳入所在省份统计,下同)发行规模前三名的地区为广东省、山东省和河南省,2022年1—11月的发行规模分别相当于2021年全年的87.93%、92.61%和117.18%,合计占全国发行总

额的20.78%;海南省、青海省、宁夏回族自治区及西藏自治区仍为发行规模后四位地区,均不足千亿;辽宁省和天津市发行规模排名下降较多,分别由2021年的第14位、第18位下降至2022年1—11月的第21位、第24位;上海市和广西壮族自治区发行规模排名上升较多,分别由2021年的第26位、第21位上升至2022年1—11月的第20位、第17位(见图2)。从净融资额来看,2022年1—11月各省级行政区地方债净融资均为正,其中广东省和山东省净融资额位居前两位,均超3000亿元,河南省、河北

图2 2021年及2022年1—11月各省(市)地方政府债券发行规模对比



注: 1.5个计划单列市纳入所在省份统计; 2.按2022年1—11月发行规模由高到低排序
资料来源: 联合资信根据Wind整理

表2 全国地方政府债券发行时间分布

月份	2019年		2020年		2021年		2022年1—11月
	规模(亿元)	占比(%)	规模(亿元)	占比(%)	规模(亿元)	占比(%)	规模(亿元)
1	4179.66		7850.64		3623.36		6988.57
2	3641.72	32.20	4379.22	24.99	557.24	11.96	5070.95
3	6245.13		3875.23		4770.51		6186.67
4	2266.76		2867.60		7758.23		2842.06
5	3043.22	32.74	13024.58	29.11	8753.43	32.69	12076.71
6	8995.51		2866.78		7948.68		19336.61
7	5625.17		2722.38		6567.76		4063.09
8	5694.69	30.94	11997.22	34.02	8797.28	30.40	3909.42
9	2195.81		7205.44		7378.44		3010.84
10	964.60		4429.27		8688.60		6687.32
11	457.89	4.13	1383.64	11.87	6803.81	24.95	2468.94
12	379.87		1836.13		3178.97		--
合计	43690.06	100.00	64438.13	100.00	74826.30	100.00	72641.19

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据Wind资讯整理

省、四川省及浙江省等18个省份净融资额也超千亿。

利率与利差分析

2022年1—11月，地方政府债券发行利率整体波动下降。2022年以来，央行按照稳字当头、稳中求进的要求，靠前发力，稳健的货币政策灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕。在此背景下，2022年地方政府债券发行利率整体呈波动下降走势。具体来看，2022年前三季度，各期限地方政府债券发行利率均有所下降，三季度末以来，受跨季、政府债供给放量以及缴税等因素影响，各期限地方政府债券发行利率小幅回弹（见图3）。2022年1—11月，地方政府债券平均发行利率为3.18%，其中一般债券3.00%，专项债券3.22%。

各期限发行利差同比有所收窄，省市自治区间中长期地方债发行利差差异扩大。发行利差方面，以同期限中债国债到期收益率为基准，2022年上半年，各期限地方政府债券平均利差环比均有所下降；三季度则有所上涨；四季度，除15年期地方政府债券平均利差继续上涨外，其他期限平均利差环比均出现回落（见图4）。分区域来看，以发行规模最大的10年期地方政

府债券为样本，2022年发行利差前五大区域为内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区、辽宁省、青海省和黑龙江省；从变动幅度来看，全部省份发行利差同比均有不同程度下降，下降幅度最大的为湖南省的15.67bp，江苏省、北京市、河北省、天津市等省市发行利差降幅靠前，内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区、贵州省和黑龙江省等省/自治区利差下降幅度较小；各省市自治区间发行利差最大值与最小值差异由2021年的11.03bp上升至16.96bp，差异有所扩大（见表3）。

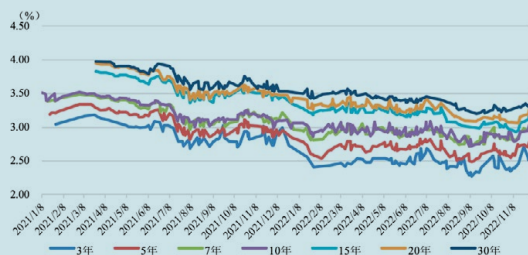
地方政府专项债券发行概况

2022年1—11月，专项债募集资金主要投向城市基础设施、棚改、产业园区建设和城乡发展类项目。其中，用于城乡发展和城市基础设施建设的专项债券¹发行金额相当于2021年全年的138.74%，合计占比（35.26%）较2021年全年上升13.96个百分点（见表4）。

三、2023年地方政府债券市场展望

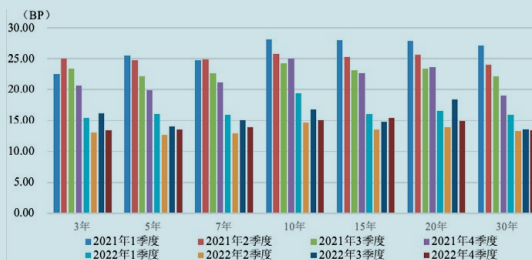
第一，2023年我国地方政府债券发行规模仍将保持增长，专项债发行量将维持高位。作为重要的逆周期

图3 地方政府债发行利率变化趋势



资料来源：联合资信根据Wind整理

图4 各季度政府债加权平均利差对比



注：2022年四季度数据不含2022年12月
资料来源：联合资信根据Wind整理

¹ 包含债券名称中带有“城乡发展”“基础设施”或“市政”字样的专项债券，未包含用于其他类型基础设施项目的专项债券。

调节工具，地方政府债券发行对于拉动投资、稳定经济增长具有积极作用。2022年12月召开的中央经济工作会议明确提出“继续实施积极的财政政策”“保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”“通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施‘十四五’重大工程，加强区域间基础设施联通”，因此在我国经济恢复的基础尚不牢固，需求

表3 2021—2022年各省市10年期政府债券分季度加权平均利差(单位: bp)

发行人 省份	2021年	2022年 一季度	2022年 二季度	2022年 三季度	2022年 四季度	2022年
北京	22.21	11.00	9.32	--	--	9.74
湖北省	21.16	10.61	10.21	10.01	12.81	10.74
江苏省	23.86	16.39	7.78	10.32	--	10.82
湖南省	26.75	16.18	9.00	15.21	10.13	11.08
上海	18.77	15.23	--	10.41	--	11.79
浙江省	22.19	12.49	9.99	9.61	15.67	11.90
广东省	23.86	16.34	10.36	12.08	13.33	13.42
河北省	25.53	16.32	12.14	8.50	9.25	13.55
天津	25.51	13.72	11.50	17.56	13.36	13.99
福建省	25.40	20.09	11.99	--	7.86	15.51
江西省	25.74	15.78	14.62	15.49	19.88	15.90
海南省	26.44	26.00	13.59	--	14.69	15.96
四川省	25.44	18.01	15.13	9.46	17.98	15.98
山东省	24.63	21.73	13.79	--	12.11	16.38
甘肃省	26.62	23.00	12.98	26.75	17.81	16.46
重庆	25.80	15.79	12.66	21.80	19.23	16.56
河南省	26.52	25.83	13.49	--	13.10	16.78
广西壮族自治区	23.33	15.32	17.28	19.90	--	17.46
安徽省	26.57	27.74	13.57	--	16.75	17.57
山西省	26.50	26.02	13.67	17.75	20.47	19.24
云南省	24.13	27.38	11.65	--	14.22	19.27
吉林省	25.94	24.26	14.97	22.53	--	19.41
宁夏回族自治区	27.04	--	21.86	--	18.82	20.03
西藏自治区	26.38	--	24.06	--	10.00	20.04
陕西省	28.42	28.02	13.85	21.06	18.83	20.10
贵州省	24.47	24.14	14.95	--	14.22	21.00
黑龙江省	26.39	23.88	23.92	26.08	15.16	22.54
青海省	29.79	22.73	24.16	--	20.67	22.96
辽宁省	28.94	24.24	25.04	23.56	21.77	24.38
新疆维吾尔自治区	26.76	26.01	26.69	23.23	22.47	25.22
内蒙古自治区	27.45	27.21	25.82	--	28.59	26.70

注: 2022年四季度及2022年全年数据不含2022年12月

资料来源: 联合资信根据Wind整理



收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大的背景下，同时基于政策实施的连续性，预计2023年我国地方政府债券发行规模仍将保持增长，专项债发行量仍将维持高位，进一步发挥稳投资、完善各项基础设施的积极作用。地方政府专项债的持续扩容或利好承接专项债项目的城投企业，可给予该类城投企业更多关注。与此同时，根据媒体报道，监管部门已于11月向地方下达了2023年提前批专项债额度，随同下达的还有提前批一般债额度，并要求提前批额度于2023年1月启动发行，争取2023年上半年将债券资金使用完毕，预计2023年我国地方债发行仍将延续2022年发行前置的特点。

第二，专项债资金监管将持续加强，调整专项债用途情况或有所增多、资金使用效率有望提高。根据多省、自治区、直辖市发布的《关于2021年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，专项债债券资金存在资金闲置、违规改变债券资金用途、超进度拨付债券资金、资金挪用、违规出借、违规用于支付工资、专项债项目收益无法覆盖融资等问题。其中，针对超进度拨付债券资金的问题已有省份要求摸排本地区有无超进度拨付专项债券资金的情况，同时要求强化专项债资金拨付管理，不得通过设立第三方资金账户

表4 专项债主要资金用途及占比 (单位: 亿元)

项目	2020年		2021年		2022年1-11月	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
棚改	3945.31	14.75	4221.76	20.79	3390.31	19.92
城乡发展	3718.27	13.90	2132.98	10.50	2497.17	14.67
城市基础设施	3610.72	13.50	2192.94	10.80	3504.56	20.59
水利环保	3223.71	12.05	971.82	4.79	933.81	5.49
收费公路	1895.67	7.09	1324.32	6.52	1252.60	7.36
产业园区	2963.65	11.08	3677.90	18.11	2176.90	12.79
民生事业	3509.95	13.12	1933.13	9.52	1350.62	7.94
交通基础设施	1890.90	7.07	1108.94	5.46	825.80	4.85
教育医疗	664.29	2.48	114.96	0.57	7.50	0.04
铁路轨道	566.08	2.12	114.00	0.56	73.20	0.43
文旅	136.87	0.51	9.96	0.05	0.00	0.00
乡村振兴	123.22	0.46	421.39	2.08	183.37	1.08
旧改保障房	141.74	0.53	487.82	2.40	259.89	1.53
支持中小银行	353.00	1.32	1594.00	7.85	565.00	3.32
合计	26743.39	100.00	20305.92	100.00	17020.72	100.00

注: 1.表中合计数字与当年新增专项债发行总额间的差异主要系部分专项债募投资金涉及多用途, 不便统计; 2.尾差系四舍五入所致
资料来源: 联合资信根据Wind整理

“以拨代支”提高支出进度, 不得通过签订补充协议预付专项债资金提高支出进度。此外, 2022年以来, 多地财政部门对部分2022年新增专项债券进行了资金用途调整, 预计在防止专项债资金闲置、提高资金使用效率的背景下, 专项债资金用途调整情况或将有所增多。

第三, 地方政府隐性债务严监管政策仍将持续。2022年以来, 防范化解地方政府隐性债务风险的相关政策措施不断出台, 2022年一季度广东省成为全国首个宣布完成隐性债务清零的省份, 北京、上海、西藏等地亦在推进试点工作。2022年12月召开的中央经济工作会议多处强调防范化解重大风险: “在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控” “要防范化解金融风险, 压实各方责任, 防止形成区域性、系统性金融风险” “要防范化解地方政府债务风险, 坚决遏制增量、化解存量” “加强金融、地方债务风险防控, 守住不发生系统性风险的底线”, 在近年来我国地方债持续扩容、地方政府杠杆率上升的背景

下, 加上十年化债期的日益临近, 预计未来地方政府债券发行和管理仍将兼顾稳增长与防风险, 更多压降、化解地方政府隐性债务的政策有望出台。

第四, 地方政府债券发行定价将更好地体现地方债的风险收益水平。2018年8月, 财政部对地方政府债券发行利率进行指导, 要求地方政府债券承销商投标利率较相同期限国债利率前五日均值至少上浮40bp; 2019年1月, 财政部将投标区间下调为上浮25bp。2020年11月, 财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》, 鼓励具备条件的地区参考地方政府债券收益率曲线合理设定投标区间, 不断提升地方政府债券发行市场化水平, 杜绝行政干预和窗口指导, 促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。2022年11月15日, 广东省发行两支地方债, 发行首次参考“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”设置投标区间, 有助于强化地方债收益率的引导作用, 更好地体现地方债的风险收益水平。 

创新产品不断涌现，熊猫债市场热度不减 ——熊猫债市场2022年回顾与2023年展望

文 | 联合资信 王祎凡

一、熊猫债发行市场环境

2022年中国央行稳健的货币政策更加灵活适度，国债收益率稳定在较低水平，而全球大多数央行持续收紧货币政策更加凸显出中国境内相对较低的融资成本，提升了熊猫债市场对境外发行人的吸引力

2022年，受国际地缘政治风险上升和国内疫情波动影响，中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，在此背景下，央行稳健的货币政策更加灵活适度。为维护流动性合理充裕，央行年内两次降息。截至年末，中期借贷便利（MLF）操作中标利率下降至2.75%，公开市场逆回购操作中标利率下降至2%，较年初均下降了20个基点。MLF利率降低带动贷款市场报价利率（LPR）随之下降，截至年末，1年期LPR累计下调2次，较年初下降15个基点至3.65%，5年期LPR累计下调3次，较年初下降35个基点至4.30%，成为自2019年实行LPR浮动定价机制以来调整次数最多的一年。此外，央行于4月和12月分别下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，金融机构加权平均存款准备金率降至约7.80%，累计释放长期资金约1万亿元。

受此影响，2022年前三季度中国国债收益率呈小幅下降之势。但自四季度以来，房地产行业政策边际放松和防疫管制措施放宽提振了市场对经济复苏的预期，叠加年底前资金流动性紧张的影响，各期限国债收益率有所回升。截至年末，1年期国债收益率较年初下降12.59个BP，5年期和10年期国债收益率较年初

分别小幅上涨8.62个和7.48个BP（见图1）。整体来看，2022年境内融资成本总体平稳，保持在较低水平，为熊猫债发行提供了良好的市场环境。

另一方面，俄乌冲突爆发推动全球大宗商品价格快速上涨，全球多国持续面临通胀高企的压力，以美联储和欧洲央行为代表的全球多国央行持续收紧货币政策。其中，美联储年内累计加息7次，上调基准利率425个基点，提升基准利率至4.25%~4.50%，同时自6月开启缩表，并于9月提升缩表规模。美联储收紧货币政策推动美债收益率上涨，中美利差自二季度以来持续处于倒挂走势。同时，欧洲央行自7月开启政策转向，累计加息4次，上调基准利率250个基点；英国、加拿大和韩国等多个经济体均跟随美联储加息。在此背景下，中国境内相对较低的融资成本优势更加凸显，提升了熊猫债对发行人的吸引力。

在推进金融市场高水平对外开放的政策背景下，

图1 2020—2022年中国国债收益率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

多项支持银行间和交易所市场统一规范化资金管理的政策相继出台，增强了熊猫债市场对投资者的吸引力，熊猫债发行和资金使用的监管措施趋向宽松，提升了发行人的融资意愿

监管政策方面，2022年，统筹推进银行间债券市场和交易所债券市场对外开放成为金融市场对外开放的重要措施之一。1月，上海证券交易所等五部门联合发布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，内容涵盖原则规定、通用规则、具体安排、监测监管等，联通方向包括“通银行间”和“通交易所”。在此基础上，5月，人民银行等三部门联合发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》。11月，作为配套法规的《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》正式实施。统一和规范跨境资金管理，有助于提升境外投资者进入境内债券市场的便利性，增强熊猫债市场对投资者的吸引力。

同时，熊猫债市场对于债券发行和资金使用的监管措施进一步优化。7月，银行间交易商协会发布《关于开展熊猫债注册发行机制优化试点的通知》，具体内容涵盖扩大统一注册模式适用范围、统一非金融企业熊猫债募集说明书表格、国际开发机构和外国政府类机构对原债券进行增发、试点“常发行计划”四个方面，其中规定，境外成熟层企业的募集说明书可以按照

《境外成熟层企业募集说明书信息披露表》(FM表)相关要求披露，熊猫债注册发行机制进一步优化。12月，人民银行和外汇管理局联合发布《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》，明确规定境外机构境内发行债券募集资金可汇往境外，也可留存境内使用。募集资金使用范围趋向宽松，有利于提升发行人在熊猫债市场的融资意愿(见表1)。

人民币国际化进程不断加快，为熊猫债的发展奠定了良好的基础，但中美货币政策走势分化导致人民币呈现下行走势，波动区间较上年有所走扩，对熊猫债发行造成一定影响

2022年，人民币国际化进程不断加快。8月，人民银行召开2022年下半年工作会议，明确要求稳步提升人民币国际化水平，其中具体要求包括：加强本外币政策协同；夯实贸易投资人民币结算的市场基础；支持境外主体发行“熊猫债”；稳步推动“互换通”启动工作；提高人民币金融资产流动性。同月，国际货币基金组织(IMF)将人民币在特别提款权(SDR)货币篮子中的权重由10.98%上调至12.28%，人民币作为国际储备货币的地位得到了小幅提升。12月底，环球银行金融电信协会(SWIFT)公布的数据显示，人民币保持第五大最活跃货币地位。人民币国际化程度持续提升，增强了人民币资产的吸引力，为熊猫债的发展奠定了良好的基础。

表1 2022年熊猫债市场相关政策

时间	发行文件	主要措施
1月	《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》	涵盖原则规定、通用规则、具体安排、监测监管等，拟在尊重两市场现有挂牌流通模式、现有账户体系及交易结算规则的基础上，通过前台和后台基础设施连接实现订单路由和名义持有，联通方向包括“通银行间”和“通交易所”
5月	《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》	确认以法人机构为对象的市场准入机制，允许境外投资者通过一次性登记进入银行间和交易所市场，统一规范管理境外机构投资者投资中国债券市场所涉及的资金账户、资金收付和汇兑、统计监测
7月	《关于开展熊猫债注册发行机制优化试点的通知》	涵盖扩大统一注册模式适用范围、统一非金融企业熊猫债募集说明书表格、国际开发机构和外国政府类机构对原债券进行增发、试点“常发行计划”四个方面，简化境外成熟层企业的募集说明书相关披露要求
11月	《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》	统一规范境外机构投资者投资中国债券市场所涉及的资金账户、资金收付和汇兑、统计监测等管理规则，允许境外机构投资者通过结算代理人以外的第三方金融机构办理，进一步扩大境外机构投资者外汇套保渠道，取消柜台交易的对对手方数量限制
12月	《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》	统一银行间和交易所市场熊猫债管理规则，境外机构可与境内金融机构开展外汇衍生品交易管理汇率风险，明确规定境外机构境内发行债券募集资金可汇往境外，也可留存境内使用

资料来源: Wind, 联合资信整理

2022年,美联储连续多次加息,中国央行稳健的货币政策趋向宽松,中美货币政策走势分化导致人民币承压,10月底前人民币持续走弱,随后“金融16条”的出台,以及中国放松防疫管控政策有力地提振了市场信心,人民币汇率有所回升。整体来看,2022年全年人民币兑美元中间价贬值约9.18%,波动区间较上年有所走扩。由于境外熊猫债发行主体通常选择将发行熊猫债获得的人民币兑换为外币使用,波动区间走扩提升了发行人面临的汇率风险和管理成本,在一定程度上降低了发行主体在熊猫债市场融资的意愿。

二、熊猫债发行市场分析

中国境内相对较低的融资成本对熊猫债发行形成支撑,但人民币波动区间走扩降低了部分发行人通过熊猫债融资的意愿,本年度熊猫债发行规模有所回落,但仍保持在相对高位

2022年,中国境内债券市场保持较低的融资成本,对熊猫债发行市场形成支撑。但人民币兑美元波动区间走扩,降低了部分发行人在熊猫债市场融资的意愿。本年度熊猫债发行规模较上年有所回落,但仍保持在相对高位,全年共有20家主体累计发行熊猫债52期,发行规模总计850.70亿元,发行主体、发行期数和发行规模分别同比下降16.67%、27.78%和20.08%(见图2)。

从发行场所来看,多项促进银行间和交易所市场

统一规范化管理的政策相继出台,促进熊猫债发行场所向银行间市场集中。2022年银行间债券市场共发行熊猫债49期,累计发行金额达到825亿元,分别占发行总期数和发行总金额的94.23%和96.98%,较上年分别提高了15.06个和16.52个百分点,成为近年来占比最高的一年。2022年交易所市场全年发行熊猫债3期,发行金额为25.70亿元,发行期数和发行规模占比分别降至5.77%和3.02%。

日常消费行业熊猫债发行占比显著上升,成为发行市场份额最高的行业,金融和超主权机构市场份额同样较高,本年度新增可选消费行业发行主体

从发债主体类型来看,日常消费成为熊猫债最主要的行业,2022年日常消费类共发行熊猫债254亿元,占发行总额的比重较上年上涨12.01个百分点至29.86%,成为发行市场份额最高的行业。其中蒙牛乳业共发行8期熊猫债,发行规模总计208亿元,是本年度最大的发行主体。

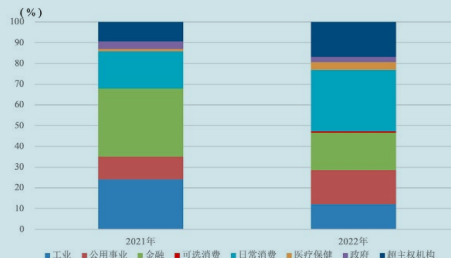
金融机构全年共发行熊猫债155亿元,占发行总额的比重为18.22%,成为仅次于日常消费的行业。超主权机构、公用事业和工业企业分别发行145亿、139亿和102.70亿元,占发行总额的比重分别为17.04%、16.34%和12.07%。随着疫情影响的逐步减弱,可选消费行业融资需求上涨,本年度新增1期熊猫债,发债主体为安踏体育,共计发行5亿元,占发行总额的比重为0.59%(见图3)。

图2 2005—2022年熊猫债发行情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2021—2022年熊猫债主体类型及行业分布 (按规模)



数据来源: Wind, 联合资信整理

中资背景熊猫债发行主体保持上涨趋势，发行主体注册地向开曼群岛和香港集中

2022年，中资背景企业的熊猫债发行主体占比连续第三年上涨，所发熊猫债规模占总发行规模的66.42%，较2021年（52.56%）显著上涨13.86个百分点。

从发债主体注册地看，受中资背景发行规模占比上涨影响，2022年发行主体注册地较为集中。其中注册地在开曼群岛的熊猫债发行规模占比显著提升，共计发行12期，发行规模达到278亿元，占发行总额的比重同比上涨13.89个百分点至32.68%。注册地为香港的熊猫债占比同样较高，全年发行205.70亿元，占发行总额的比重同比下降8.18个百分点至24.18%。其他注册地主要集中在百慕大（11期）、荷兰（6期）、澳门（1期）、匈牙利（1期）等地，此外本年度共有3期国际机构债发行（见图4和图5）。

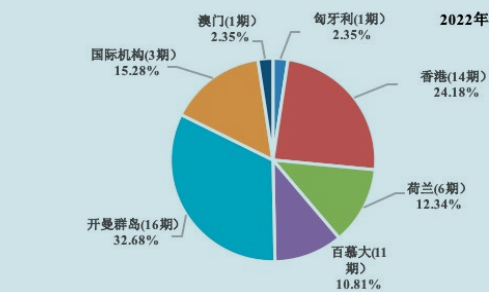
3年期熊猫债仍是最主要的债券品种，1年期及以下短期融资券发行占比显著上涨

从债券的发行期限来看，3年期熊猫债仍是主要的债券品种。2022年，3年期债券共计发行16期，发行规模达360.70亿元，占总发行额的42.40%，较上年小幅下降1.38个百分点，但仍占据主要市场地位。

1年期及以下短期融资券（含超短期融资券）成为本年度唯一发行规模占比上涨的期限类型，共计发行23期，累计发行金额为339亿元，占发行总额的比重同比上升16.08个百分点至39.85%。此外，本年度特殊期限、2年期和5年期熊猫债发行规模占比均有所回落，分别同比下降9.88个、0.37个和4.46个百分点至8.35%、8.23%和1.18%（见表2）。

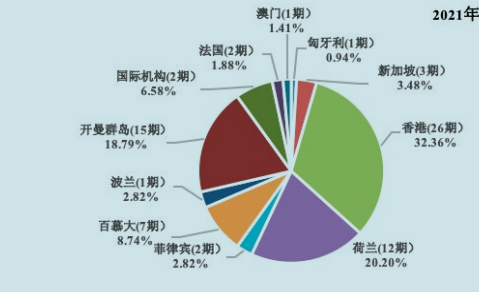
熊猫债发行人保持良好的信用质量，债券信用等级仍集中在AAA级别；短融和超短融债券发行规模占

图4 2022年熊猫债发行主体地区分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2021年熊猫债发行主体地区分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

表2 2021—2022年不同债券期限熊猫债发行情况

期限	2021年			2022年		
	期数	发行规模(亿元)	规模占比(%)	期数	发行规模(亿元)	规模占比(%)
1年期及以下	21	253.0	23.77	23	339.0	39.85
2年期	8	91.5	8.60	5	70.0	8.23
3年期	25	466.0	43.78	16	360.7	42.40
5年期	4	60.0	5.64	1	10.0	1.18
特殊期限	14	194.0	18.22	7	71.0	8.35
合计	72	1064.5	100.00	52	850.7	100.00

注: 特殊期限主要为含有赎回或回售条款的债券

资料来源: Wind, 联合资信整理



比显著提升和债券市场取消强制评级带动无评级发行占比显著提升

从债券信用等级分布情况来看，2022年发行的52期熊猫债中共有12期进行了债项评级，所评级别全部为AAA级，发行主体信用质量保持良好。具体来看，本年度AAA级债券共计发行12期，发行规模达到156.70亿元，发行期数和发行规模的占比分别为23.08%和18.42%（见图6）。

本年度未予评级熊猫债共发行40期，累计金额达694亿元，发行期数和发行规模占比分别较上年度大幅提升22.76和29.30个百分点，上升至76.92%和81.58%，均创下历史新高。短期融资券（含超短期融资券）发行规模占比大幅上涨，成为推动本年度未予

评级熊猫债占比显著提升的重要原因。同时，债券市场取消强制评级的政策也降低了部分发行人的评级意愿。全部未评级债券中，短期融资券（含超短期融资券）共有23期，占全部未评级债券的57.50%。中期票据类型债券中，未评级占比进一步提升，本年度发行的20期中期票据中共有13期末评级。

熊猫债仍主要采用固定利率和累进利率的计息方式，发行成本小幅下降

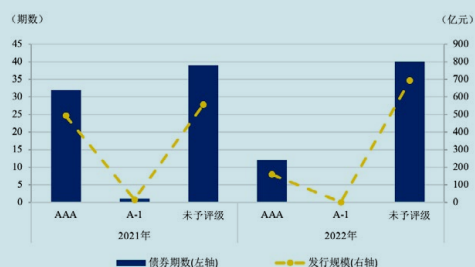
2022年发行的熊猫债仍主要采用固定利率和累进利率的计息方式，其中有48期采用固定利率，发行规模达808.70亿元，占发行总额的95.06%；采用累进利率方式发行的熊猫债共有4期，发行规模42亿元，占发行总额的4.94%。

选取2021—2022年在银行间债券市场发行且样本数量较多的3年期AAA级共计16期熊猫债样本进行比较，2022年在银行间债券市场发行的3年期AAA级债券的平均发行利率为3.31%，同比小幅下降0.20个百分点，融资成本小幅下降（见表3）。

三、熊猫债市场亮点

超主权机构和主权政府发行人持续深度参与熊猫债市场，亚洲基础设施投资银行成为首个发行可持续发

图6 2021—2022年熊猫债债项信用等级分布情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

展债券的超主权机构，新开发银行发行迄今为止最大规模超主权熊猫债，匈牙利连续第二年发行绿色熊猫债

2022年，随着中国债券市场对外开放的程度不断加深，超主权机构和主权政府发行人持续深度参与熊猫债市场，为其他境外发行人起到良好的示范作用，同时也表明熊猫债在国际债券市场的认可度持续提升。

6月，亚洲基础设施投资银行在银行间市场发行15亿可持续发展熊猫债，成为2021年可持续发展债券品种落地后的首个超主权发行人，该笔债券也是银行间市场首单通过“框架发行”¹方式发行的可持续发展债券，提升了发行人对资金使用的灵活性。本期债券发行期限为3年，发行利率为2.40%，募集资金将主要用于支持可持续发展基础设施建设，包括可再生能源和低碳公共交通，以及更完善的卫生和污染治理等。

10月，新开发银行在银行间市场发行70亿元熊猫债，单笔发行规模位居本年度熊猫债市场首位，也是超主权机构迄今为止在中国银行间市场发行的规模最大的一笔债券。本期债券发行期限为3年，发行利率为2.70%，募集资金除在境内用作一般用途外，将用于为成员国的基础设施和可持续发展项目提供融资。全年新开发银行共发行3笔熊猫债，发行规模总计130亿元，年度发行期数和发行规模均创历史新高。

11月，匈牙利连续第二年在银行间市场发行绿色主权熊猫债，成为《中国绿色债券原则》发布后首个主权发行人。本期债券发行规模20亿元，发行期限为3

年，发行利率为3.75%，此次绿色熊猫债募集资金将并入发行人的绿色资金池，用于匈牙利绿色债券框架下符合要求的相关项目支出。

熊猫债创新产品持续落地，中国电力国际发展发行首单“革命老区”熊猫债，社会责任熊猫债和可持续发展熊猫债稳步发展，绿色熊猫债发行规模显著上涨，创历史新高

2022年，熊猫债产品类型进一步丰富，首单“革命老区”熊猫债成功发行。同时，在2021年底交易商协会发布《关于试点开展社会责任债券和可持续发展债券业务的问答》的基础上，GSS（绿色、社会责任和可持续发展）主题熊猫债发行规模进一步上涨。全年共发行社会责任熊猫债和可持续发展熊猫债各1期，发行主体分别为圣牧有机奶业和亚投行。同时本年度绿色熊猫债共计发行6期，发行规模达到64亿元，发行期数和发行规模均创下历史新高。绿色熊猫债发行主体分布广泛，涵盖不同行业和性质的中资和外资背景发行主体，包括匈牙利、光大绿环、安踏体育等，体现了熊猫债对全球可持续发展的支持，有助于吸引更多有相关需求的国际发行人通过熊猫债市场融资。

7月，安踏体育用品在银行间市场发行5亿元熊猫债，成为首笔民营企业绿色熊猫债。本期发行期限为3年，发行利率为2.80%。募集资金将主要用于全球零售总部绿色建筑项目建设，预计项目建成后，每年可节约能源消耗量554.32吨标准煤，减少二氧化碳排放量1225.04吨。

表3 2021—2022年银行间市场3年期AAA级熊猫债发行利率情况

2021年			2022年		
发行期数	利率区间 (%)	平均利率 (%)	发行期数	利率区间 (%)	平均利率 (%)
13	3.14-4.40	3.51	3	3.09-3.75	3.31

数据来源: Wind, 联合资信整理

¹ “框架发行”是指发行人就可持续发展债券设立统一框架，在框架中明确募集资金使用、项目评估和遴选、募集资金管理、信息披露四大核心要素，以框架为基础发行债券。

同月，中国电力国际发展在银行间债券市场发行首单“革命老区”熊猫债，发行金额为10亿元，发行期限为180天，发行利率为1.75%，募集资金专项用于革命老区振兴发展。中电国际全年共计发行6期熊猫债，发行规模共计100亿美元，其中包括1期“乡村振兴”熊猫债。

11月，梅赛德斯-奔驰国际财务在中国银行间市场发行5亿元绿色熊猫债，是该集团在欧洲市场之外发行的首支绿色债券，也是首只外资非金融企业发行的绿色熊猫债。本期债券发行期限2年，票面利率2.90%，认购倍数达到3.12倍，募集资金主要用于新能源汽车融资租赁业务。

12月，中国圣牧有机奶业在银行间债券市场发行1亿元熊猫债，成为首单社会责任熊猫债，同时也是首单配售信用风险缓释凭证（CRMW）的民营企业熊猫债。本期发行期限为90天，发行利率为3.95%，募集资金全额用于向低收入、偏远地区的农户或农业合作社采购饲料，帮助低收入群体获得工作机会和稳定收入。

四、2023年熊猫债市场展望

2023年央行将精准有力地实施稳健的货币，熊猫债有望保持相对较低的融资成本，有利于提升熊猫债市场对发行人的吸引力

2022年12月召开的中央经济工作会议中指出，稳健的货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。2023年初，中国人民银行召开工作会议，会议指出要精准有力实施好稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配；多措并举降低市场主体融资成本。预计2023年中国境内债券市场的融资成

本或将小幅下降，有利于提升熊猫债市场对发行人的吸引力。

从全球市场来看，虽然自2022年四季度以来，部分国家通胀出现“见顶”迹象，但短期内或将难以回落至长期通胀目标区间，2023年全球多国央行的货币政策可能仍将趋紧。美联储公布的12月会议纪要显示，2023年或将放缓加息节奏，但可能仍将保持紧缩的货币政策以对抗通胀，市场对美国经济陷入衰退的预期得到巩固。由于开启政策转向的时间晚于美联储，欧洲央行或将在2023年初保持大幅加息的节奏，同时还将于2023年3月开启量化紧缩政策。相比于全球市场，中国境内债券市场仍具有融资成本优势，为熊猫债发行提供有力的支撑。

中国经济逐步回暖提振人民币走势，汇率波动区间或将收窄，相关金融衍生产品不断丰富，降低了发行人面临的汇率风险，多项支持人民币国际化的政策陆续出台，为熊猫债发展带来新的机遇

2022年12月，中国放松防疫管理措施，防疫相关政策的优化将对消费形成良好刺激作用，同时多项稳增长措施也将陆续出台。12月召开中央经济工作会议也指出，要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，预计2023年，在“金融16条”的基础上，更多支持行业发展相关政策将落地实施。2023年，中国经济将逐步回暖并对人民币起到良好支撑作用，人民币汇率将重回双向波动走势，且波动幅度或将收窄。

同时，支持熊猫债发行人管理汇率风险的金融衍生产品不断丰富。2022年7月，中国人民银行会同香港证监会、香港金管局发布联合公告，开展内地与香港利率互换市场互联互通合作（“互换通”），此项产品将于2023年初正式启动。“互换通”通过两地金融市场基础设施连接，使境内外投资者能够在不改变交易习惯、有效遵从两地相关市场法律法规的前提下，便捷地完成人民币利率互换的交易和集中清算，能够更

好地满足投资者持续上涨的利率风险和汇率风险管理需求，提升了投资者参与熊猫债市场的便利性。随着中国境外投资者持有人民币债券资产的规模不断提升，预计未来在“互换通”的基础上，或将有更多相关金融衍生产品出台。

2023年1月11日，商务部和人民银行联合印发《关于进一步支持外贸企业扩大人民币跨境使用促进贸易投资便利化的通知》，其中要求包括，便利各类跨境贸易投资使用人民币计价结算，推动银行提供更加便捷、高效的结算服务；鼓励银行开展境外人民币贷款，积极创新产品服务，更好满足企业跨境人民币投融资需求等，有助于进一步提升人民币国际化水平。货币的国际化程度是影响境外发行主体发行债券的重要因素，因此境外发行人通过发行熊猫债获取人民币的需求或将有所上升。

相关领域政策支持力度增大，GSS主题熊猫债或将得到更大发展，预计将有更多相关创新产品出台落地

自2021年开展社会责任债券和可持续发展债券试点以来，GSS主题熊猫债取得了良好发展。2022年7月，绿色债券标准委员会发布《中国绿色债券原则》，统一规范绿色债券在募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露四项核心要素的要求，正式建立国内初步统一、与国际接轨的绿色债券标准。全年绿色熊猫债市场显著增长，发行规模创下历史新高。

2022年底，交易商协会与联合国开发计划署（UNDP）联合发布《中国银行间债券市场社会责任与可持续发展债券简报》（中英文版），向其他债券市场推广中国GSS债券经验，有利于吸引国际发行人进入熊猫债市场。2023年初，中国人民银行副行长宣昌能在第八届中国债券论坛上表示，人民银行将完善绿色债券制度规范，加快转型金融标准研究和出台，有序推进绿色债券产品发行及创新。政策利好为熊猫债发展带来新的机遇，预计未来将有更多GSS相关的熊

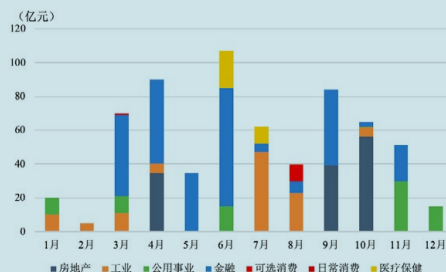
猫债创新产品出台落地，更好地满足相关发行人的融资需求，有利于提升熊猫债市场对发行人的吸引力。

2023年熊猫债市场面临一定到期偿付压力，但信用风险相对可控，再融资需求或将对熊猫债市场形成良好支撑

截至2022年底的数据显示，2023年将有50期熊猫债到期，到期金额共计644.39亿元，6月将成为熊猫债的偿付高峰。分行业来看，金融行业将是2023年到期的主要行业类别，2023年共有17期熊猫债到期，累计未偿额共计284.50亿美元，占全部累计未偿额比重为44.15%。其次为房地产行业，2023年共有5期熊猫债到期，累计未偿额为130.54亿元，发行主体包含华润置地、碧桂园、雅居乐和合景泰富。虽然房地产行业在2022年发生多起信用风险事件，但近期随着房地产行业政策边际宽松，相关企业在2023年面临的流动性压力或将减弱，偿付能力也将随之增强，再加上发行熊猫债的房地产企业大部分属于信用资质相对较好的头部企业，到期不能偿付的风险相对较低。工业行业和公用行业到期规模同样较高，2023年分别有106.05亿和80.31亿债券到期（见图7）。另一方面，预计在中国国内保持良好的融资环境的背景下，再融资需求将对熊猫债市场形成良好支撑。

总体来看，在融资成本下行、人民币汇率走势稳定、人民币国际化程度持续提升的背景下，预计2023年熊猫债将迎来新的发展机遇。■

图7 2023年熊猫债到期分布



数据来源：Wind，联合资信整理

金融租赁公司的绿色金融之路

文 | 联合资信 林璐 马鸣娇 王从飞

一、绿色金融政策环境

长期以来，随着我国经济的快速发展，生态破坏、环境污染等方面的挑战日益凸显，生态文明建设对于永续发展尤为重要。2015年以来，我国政府陆续颁布多项政策自上而下地构建绿色金融体系。2015年9月，中共中央、国务院印发《生态文明体制改革总体方案》，首次提出“建立绿色金融体系”总体目标，标志着“绿色金融”被列入国家重大决策。2016年8月，中国人民银行等七部委联合印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》，明确绿色金融的定义，提出构建绿色金融体系的目的、意义和具体措施，为绿色金融规范发展提供政策保障。此外，该指导意见从顶层设计角度出发，将原先分散于绿色信贷、绿色债券等单一产品的管理规定统合起来，奠定了我国绿色金融体系基础。2020年9月，我国正式提出“碳达峰”和“碳中和”目标，即2030

年前二氧化碳排放达到峰值，2060年前实现二氧化碳相对“零排放”。自此，与“双碳”相关的政策密集发布，绿色金融政策体系逐步完善（见表1）。

随着绿色金融顶层设计的不断完善，银行、保险及信托等细分行业的绿色金融政策陆续出台，绿色金融产品种类不断丰富，规模持续增长。绿色信贷政策的构建始于2007年《节能减排授信工作指导意见》的发布，是绿色金融体系中起步最早的。此后，《绿色信贷指引》《绿色信贷统计制度》《绿色信贷实施情况关键评价指标》等政策的出台使得绿色信贷政策不断完善，形成了覆盖统计制度、评级体系、监管要求和分类指导等方面的制度框架，督促银行业金融机构从战略发展的高度重视绿色金融，加大对绿色低碳循环经济的支持力度。2022年6月，银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》，要求银行保险机构将环境、社会和公司治理全面融入制度建设和全面风险管理体系中，将绿色

表1 绿色金融领域重大政策汇总

时间	发布机构	政策文件
2015年9月	中共中央、国务院	《生态文明体制改革总体方案》
2016年8月	中国人民银行等七部委	《关于构建绿色金融体系的指导意见》
2020年10月	生态环境部等五部委	《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》
2021年2月	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》
2021年4月	中国人民银行等三部委	《绿色债券支持项目目录（2021年版）》
2021年5月	中国人民银行	《银行业金融机构绿色金融评价方案》
2021年8月	中国人民银行	《金融机构环境信息披露指南》
2021年9月	中共中央、国务院	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰、碳中和工作的意见》
2021年12月	生态环境部等九部委	《气候投融资试点工作方案》
2022年6月	银保监会	《银行业保险业绿色金融指引》

资料来源：政府官网，联合资信整理

金融上升至战略高度。目前，绿色信贷已发展成为我国规模最大的绿色金融产品。截至2021年末，我国本外币绿色信贷规模为人民币15.9万亿元，位居全球第一。

目前,我国绿色金融产品仍以绿色信贷为主,产品体系的丰富程度有待提升。虽然我国尚未针对绿色租赁行业出台专门的指导意见或实施细则,但多地颁布的绿色金融政策文件中都提及鼓励金融租赁公司开展绿色租赁业务(见表2)。例如,天津市鼓励金融租赁公司发挥“融资+融物”优势,加强对京津冀区域绿色租赁业务布局;上海市和广东省先后出台政策,鼓励发展重大节能低碳环保装备融资租赁业务;吉林省鼓励融资租赁企业有针对性地扶持绿色物流产业;河北省支持围绕绿色建筑产业链开展租赁业务。与此同时,各地政府也支持融资租赁公司在绿色金融产品和服务方面进行探索和创新,并提供了一定的政策保障。例如,上海市支持符合条件的融资租赁公司探索绿色低碳技术专利等无形资产的融资租赁业务。除直接支持开展绿色租赁业务外,多地还明确表示将在资金融入方面对金融租赁公司予以支持。例如,上海市鼓励银行业金融机构加大对绿色融资租赁项目的资金支持力度;天津市则支持金融租赁公司通过发行绿色金融债券、开展本

外币跨境融资等方式来拓宽融资渠道。在此背景下，绿色金融得到了越来越多金融租赁公司的重视，甚至上升至公司战略发展的高度，逐步成为租赁行业未来转型发展新动能。

二、金融租赁公司绿色金融业务开展情况

目前，我国已初步形成绿色贷款、绿色债券、绿色保险、绿色基金、绿色信托、碳金融产品等多层次绿色金融产品和服务体系。金融租赁公司的绿色金融产品主要涉及绿色租赁和绿色债券。得益于“融资+融物”的双重属性，金融租赁行业与光伏发电、新能源汽车等绿色产业的金融需求天然契合，在满足绿色产业多元化融资需求方面具有独特优势。同时，金融租赁公司也陆续发行绿色金融债券以进一步拓展绿色租赁业务。

绿色租赁

近年来，金融租赁公司布局绿色金融的力度逐步加大。根据《中国金融租赁行业发展报告（2021）》，2021年，金融租赁行业新增绿色租赁业务投放1243.40亿元，同比增长81.75%；截至2021年末，金融租赁行业

表2 绿色租赁行业相关政策汇总

时间	发布机构	政策文件
2019年11月	吉林省人民政府办公厅	《关于推进绿色金融发展的若干意见》
2020年10月	福建省人民政府办公厅	《关于印发三明市、南平市省级绿色金融改革试验区工作方案》
2020年11月	中国人民银行天津分行	《关于进一步推动天津市绿色金融创新发展的指导意见》
2020年11月	深圳市人民代表大会常务委员会	《深圳经济特区绿色金融条例》
2021年10月	上海市人民政府办公厅	《上海加快打造国际绿色金融枢纽服务碳达峰碳中和目标的实施意见》
2021年9月	中国人民银行南京分行等机构	《关于大力发展绿色金融的指导意见》
2021年9月	浙江省湖州市人民代表大会常务委员会	《湖州市绿色金融促进条例》
2022年6月	上海市人民代表大会常务委员会	《上海市浦东新区绿色金融发展若干规定》
2022年6月	广东省人民政府办公厅	《广东省发展绿色金融支持碳达峰行动的实施方案》
2022年6月	河北省住房和城乡建设厅等四部门	《关于有序做好绿色金融支持绿色建筑发展工作的通知》
2022年9月	广西壮族自治区人民政府办公厅	《关于加快发展“五个金融”的实施意见》

资料来源：政府官网，联合资信整理

绿色租赁资产规模达2114.07亿元，同比增长24.57%。

目前，金融租赁公司开展的绿色租赁业务主要集中在清洁能源、节能环保、城市交通、绿色建筑、智能制造等领域，其中在风力发电、光伏发电、新能源汽车等细分领域的业务规模较大。

1. 光伏发电领域

近年来，在“碳中和、碳达峰”的政策背景下，光伏行业发展迅猛。2021年，我国为全球市场提供了超过70%的光伏组件，处于全球领先水平。同时，根据国家能源局统计数据，2021年，全国光伏新增装机5488万千瓦，为投产最多的一年；其中，光伏电站2560万千瓦，分布式光伏2928万千瓦。2021年6月20日，国家能源局综合司发布《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，要求党政机关、公共建筑、工商业厂房、农村居民屋顶总面积光伏安装比例分别不低于50%、40%、30%和20%。2022年9月，国家能源局综合司发布《关于公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发名单的通知》，全国共报送了整县光伏的试点申请676个，全部列为整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点。行业的快速发展、相关政策的推进以及市场需求的扩大，为金融租赁公司开展光伏业务提供了广阔的空间，光伏发电领域逐步成为金融租赁公司发力绿色业务的新赛道。

中信金融租赁有限公司（以下简称“中信金租”）自成立以来即坚持“新能源，新环境，新材料”的业务方向，积极发展绿色产业，同时其涉入光伏发电业务较早，目前已成为国内持有光伏电站数量最多的租赁公司，持有光伏电站、风力电站180余座。中信金租在光伏发电领域主要开展户用分布式、工商业屋顶分布式、扶贫光伏等项目，并大力发展农光互补、渔光互补等光伏电站项目。同时，中信金租自主研发建设户用分布式光伏业务信息系统，实现户用分布式光伏电站项目批量投放。华夏金融租赁有限公司（以下简称“华夏金租”）持续拓展绿色租赁特色业务，将户用分布式光伏作为其新的业务增长点，推出了户用光伏租赁产品。截至2022年5月

末，华夏金租户用光伏业务累计服务农户数量超过10万户，累计产生清洁能源电力18.84亿度。苏银金融租赁股份有限公司（以下简称“苏银金租”）也将绿色金融作为发展新使命，建立了绿色租赁服务体系。2020年以来，苏银金租逐步探索户用光伏融资租赁业务，通过线上化、批量化模式，累计为2万多户农户提供了屋顶光伏发电设备，相关租赁业务投放近14亿元。江苏金融租赁股份有限公司大力开拓光伏租赁业务，户用光伏业务帮助农户以发电售电形式实现增收。国银金融租赁股份有限公司（以下简称“国银金租”）积极开展光伏发电等新能源电站项目，不断推进新能源电站的租赁模式创新，成功落地了建设期EPC直租、信托结构租赁、BT模式租赁等产品，有效解决市场及各方需求。

光伏发电领域虽然有着较大的发展空间，光伏电站投资大、资金回收期长，同时又存在天然的租赁物，比较贴合租赁“融资+融物”的属性，但同时也存在着较多的挑战。首先，光伏电站由于具有长期稳定的现金流，在目前市场属于优质资产，受到各类资金的青睐，企业方可以挑选最优的资金方案，包括价格、期限等，融资成本较高的金融租赁公司较难在相关领域进行竞争。其次，光伏领域对金融租赁公司专业化水平的要求较高，光伏项目一般运营周期相对较长，对于分布式项目也存在项目主体多、设备分布分散、运营管理难度大等特点，这对于金融租赁公司的专业化能力提出了较高的要求。

2. 新能源汽车领域

近年来，借助传统汽车产业转型升级的契机，同时在低碳发展的政策背景下，我国新能源汽车行业呈现高速增长态势。根据中国汽车工业协会统计数据，2021年新能源汽车产销分别完成354.5万辆和352.1万辆，同比均增长1.6倍，市场渗透率达到13.4%；2022年1—10月新能源汽车产销分别完成548.5万辆和528.0万辆，同比均增长1.1倍，市场渗透率快速攀升至24%。在新能源汽车产业快速发展的同时，监管部门

也在鼓励金融机构支持新能源汽车产业的发展。2022年8月，银保监会发布《关于鼓励非银机构支持新能源汽车发展的通知》，引导汽车金融公司、企业集团财务公司、金融租赁公司等非银机构积极落实国家新能源汽车发展决策部署，助力新能源汽车推广应用，满足居民新能源汽车金融服务需求。在市场需求强劲以及政策利好的双重作用下，金融租赁公司纷纷进入新能源汽车市场，发挥“融资+融物”的核心特性，创新业务模式，积极布局新能源汽车租赁业务。

金融租赁公司在新能源汽车领域的业务布局主要涉及物流商用车、网约车、城市公交等领域。中信金租秉承绿色发展的特色优势，涉足新能源汽车领域的时间较早，与吉利商用车、地上铁等新能源物流汽车运营企业开展供应链服务合作，覆盖的新能源物流车规模超过2000辆；2022年10月中信金租通过回租模式为吉利商用车提供800余辆新能源物流车融资租赁服务，项目金额达1亿元。兴业金融租赁有限责任公司（以下简称“兴业金租”）亦与吉利商用车开展了战略合作，自2022年1月落地首笔业务开始，围绕新能源重卡、新能源轻卡等多个业务领域开展合作，涉及6500余台新能源商用车销售，服务下游客户约50户。近年来，随着多地关于新增网约车全部采用新能源车、明确燃油网约车退出时间等政策要求的出台，加之油价上涨使得新能源网约车的成本优势显现，网约车车主对于新能源车的需求增加，网约车成为金融租赁公司开展新能源汽车租赁业务又一新的切入点。例如，中信金租目前已为国内头部新能源汽车企业提供了约12亿元的网约车整车融资租赁服务；华夏金租亦于今年8月在云南省昆明市落地新能源网约车项目。在城市公交方面，2021年国银金租在新能源公交项目投放人民币4.1亿元，截至2021年末累计为6家国内大型公交企业提供超过人民币51亿元的融资额度支持，更换新能源公交车累计超过5509台；在深圳地区支持更新的新能源公交车达451台，约占深圳市公交系统新能源车辆总数的近三分之一。

考虑到车辆具有标准化、流动性较高的特点，加之新能源汽车产业的强劲发展态势，新能源汽车领域对于金融租赁公司仍有较大发展空间。但另一方面，新能源汽车在充换电便利性、续航能力等方面仍待完善，保值率仍有一定不确定性，加之日趋激烈的同质化竞争对市场空间、利润空间均造成挤压，这对于金融租赁公司的差异化竞争能力、融资成本控制及议价能力、风控措施的有效性都提出了更高的要求。

3. 其他领域

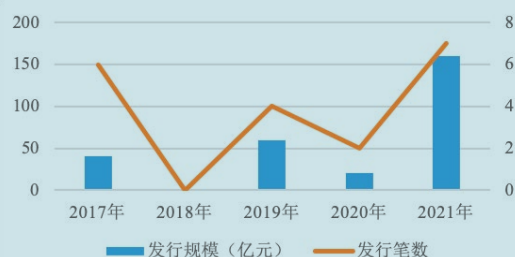
风力发电、垃圾发电、生物质能发电、污水处理等领域也是金融租赁公司积极寻找的绿色金融方向。

兴业金租将绿色租赁作为重点拓展领域，形成了绿色出行、清洁能源、节能减排、水环境治理、土壤治理、资源循环六类绿色租赁产品序列，截至2021年末累计投放绿色租赁项目金额合计1536.36亿元，租赁资产净额426.50亿元。华夏金租加大绿色金融业务投放，围绕绿色电力、绿色出行、污染治理三大板块，积极支持节能环保、大气和水污染治理、生态修复以及资源循环利用等产业，截至2022年3月末绿色租赁资产余额150.01亿元。昆仑金融租赁有限责任公司以“双碳”目标为导向，响应国家构建绿色金融体系的号召，拓展风力发电、垃圾发电等新能源业务，先后助力贵阳、霸州、海口等城市垃圾处理设施绿色升级，通过环保设备的租赁助推传统制造企业节能减排绿色发展，截至2022年6月末绿色金融领域累计投放442亿元。江苏金融租赁股份有限公司绿色租赁业务涵盖清洁能源、基础设施绿色升级、节能环保、清洁生产、生态环境五大领域，其中节能环保领域投放资金用于余热余压利用、城市黑臭水体整治、城乡生活垃圾综合利用等用途，清洁生产领域先后投放多个脱硫脱硝、沼气发电、生产污水处理等类型项目，截至2021年末绿色租赁资产余额184.55亿元。

绿色债券

2017年，河北省金融租赁有限公司在公开市场首次

图1 金融租赁公司绿色金融债券发行情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

发行绿色金融债券，金融租赁公司发行绿色债券的节奏渐起。

从近年来金融租赁公司发行绿色金融债券的情况来看，整体发行力度不大，2021年才显露起量的态势（见图1）。2021年，我国绿色债券发行规模6075.42亿元，而金融租赁公司发行量仅占很小一部分。金融租赁公司本身发行债券的难度较大，监管控制较为严格，尤其是2022年以来，监管更是暂停了除货运物流专项债的其他债券发行，绿色债券的发行也随之停滞。但信达金融租赁有限公司、前海兴邦金融租赁有限责任公司、华夏金租等多家金融租赁公司已获批发行绿色金融债券，未来绿色债券发行情况仍值得期待。从募集资金使用情况来看，目前存续的金融租赁公司绿色金融债券的募集资金主要投向清洁能源（如光伏发电、水力风力发电等方面）、清洁交通（如城乡公路运输、公共客运等方面）、基础设施绿色升级（如能效提升、水资源节约等方面）、生态保护、污染防治等绿色产业领域。绿色金融债券的发行有助于提升金融租赁公司服务绿色产业和项目的能力，推动绿色金融业务的发展，助力“碳达峰、碳中和”战略目标的实现。

三、总结和思考

2022年2月，银保监会印发了《中国银保监会办公

厅关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》，引导金融租赁公司业务回归主业，突出“融物”功能，加大对先进制造业、绿色产业、战略新兴领域等方面的支持力度，加大服务实体经济的力度；此外，对以构筑物为租赁物开展业务的，要求更为严格，同时要求金融租赁公司在三年过渡期内，分阶段压降构筑物租赁业务。该政策对金融租赁公司以往常规开展的业务限制很大，金融租赁公司需要寻找新的业务增长点。

从绿色金融的政策环境、市场情况和逐渐深入的ESG理念来看，绿色金融领域的市场空间大，发展前景良好，适宜作为金融租赁公司的“新赛道”。但另一方面，绿色金融领域竞争日渐激烈，金融租赁公司也需要降低自身融资成本，提升专业化经营水平，提升自身的综合竞争力，才能分得一块蛋糕；同时加强相关租赁物识别管理能力，防范盲目跟风介入市场，有效防范风险。

从外部层面来看，金融租赁公司开展绿色金融业务还是受到一定程度的制约：一是国内尚未出台科学统一的绿色租赁标准体系，目前由各地相关部门自行定义绿色租赁来考评下辖金融机构，主要参考国家统一发布的《绿色产业指导目录》《绿色贷款专项统计制度》《绿色融资专项统计制度》等制度文件。绿色租赁标准体系有待构建完善，绿色租赁业务的指引细则等有待推出，才能更好地为金融租赁公司开展绿色租赁业务提供依据。二是监管部门对于金融租赁公司开展绿色租赁业务的激励措施有待进一步加强。金融租赁公司本身资金成本不占优势，其开展绿色租赁的直接融资渠道有待拓宽，例如适度放开绿色债券的发行等；此外，政策方面应考虑对绿色租赁业务突出的公司给予补贴、考核评价上给予倾斜，能更好地激发金融租赁公司向绿色金融转型的积极性，促进行业高质量健康发展。■

园区发展与园区城投企业转型专题研究

文 | 联合资信 杨世龙 彭雪绒 谢芝菲

一、园区发展情况

我国园区的发展历程

我国园区经历了40余年的发展，目前正处于转型升级发展阶段，园区的产业实力和创新功能不断提升，对国家经济增长的推动力较大。2021年，国家级高新区和国家级经开区的GDP总量达29万亿元，占国内生产总值比重达25.3%。同期，全国综合保税区进出口总值占全国外贸进出口值的15.1%。

从我国园区的发展现状来看，可以将园区定义为一个国家或地区根据经济发展战略需要，划出一定区域，实行一定的产业鼓励政策，由政府或政府委托单位对发展规划、产业导向、公共基础设施等进行统一规划、统一建设、统一管理和统一经营的区域。

我国经济园区经历了40余年的发展历程，可大致将其分为初步探索阶段、起步阶段、成长与快速推进阶段和发展和转型升级阶段（见表1）。

目前，我国园区的产业实力和创新功能不断提升，

在国民经济发展中处于支柱作用，对国家经济增长的推动力较大。2021年，全国230家国家级经开区地区生产总值13.7万亿元，同比增长15.4%，增幅高于同期全国平均水平（8.1%）7.3个百分点，占同期国内生产总值比重为11.9%。230家国家级经开区财政收入2.5万亿元，同比增长12.1%，占全国财政收入比重为12.5%；税收收入2.2万亿元，同比增长14.3%，占全国税收收入比重为12.9%。

我国高新区集聚了全国约1/3的高新技术企业，培养壮大了一批世界级的产业集群。中关村高新区培育了一批信息技术龙头企业，产业规模占到了全国的17%；武汉东湖高新区培育了一批光电子企业，产业规模约占全国的50%；张江高新区培育了一批集成电路企业，产业规模占全国的35%。2021年，国家高新区园区生产总值15.3万亿元，同比增长12.8%，占2021年全国GDP的13.4%，成为我国创新驱动发展示范区和高质量发展的先行区。

综合来看，2021年，国家级高新区和国家级经开区

表1 园区发展历程

时间段	阶段	事件
1979—1983年	初步探索阶段	1979年7月8日，招商局在深圳创办蛇口工业区，标志着中国第一个对外开放的工业园区诞生
1984—1991年	起步阶段	1984—1986年，我国设立了14个国家级经济技术开发区，1988年国务院开始批准设立国家级高新技术产业开发区
1992—2000年	成长与快速推进的阶段	1992年初，随着邓小平南巡，提出“改革开放胆子要大一些，敢于试验”，我国对外开放由沿海向沿江、沿边和内陆省会城市发展，分布范围逐渐扩大
2001年至今	发展和转型升级阶段	2001年，我国加入世界贸易组织，开放程度进一步扩大。但由于园区建设的快速推进，2003年7月，国务院发布《国务院办公厅关于暂停审批各类开发区的紧急通知》（国办发〔2003〕30号），对全国各类开发区进行了清理整顿和设立审核。经清理整顿后，2006年，发改委颁布了《中国开发区审核公告目录》。国务院办公厅分别于2017年、2019年和2020年发布了《关于促进开发区改革和创新发展的若干意见》、《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》和《关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》

资料来源：联合资信根据公开资料整理

的GDP总量可达到29万亿元，占国内生产总值比重达25.3%。若进一步考虑省级及省级以下产业园区，这个数值会更高。2021年，全国综合保税区共实现进出口总值5.9万亿元，同比增长23.8%。同期，全国外贸进出口总值39.1万亿元，同比增长21.4%，综合保税区进出口总值占全国外贸进出口值的15.1%。

园区的特殊性及分类

我国园区如今已形成全国范围内的、类型丰富的、多层次的发展体系，具有较大的特殊性和很强的独立性，各类型园区在管理体制、产业类型、税收和优惠政策等方面存在诸多不同。

我国园区如今已形成全国范围内的、类型丰富的、多层次的发展体系，园区一般享有与所在地区其他区域所不同的财政、土地、税收、产业等特殊政策，在经济管理上也具有相对的自主性，这使得园区具有较大的特殊性和很强的独立性。不同类型园区的不同主要体现在主管部门、成立目的和产业类型、优惠政策、税收体制和行政级别等方面。

从主管部门看，经开区归属商务部，高新区归属科技部管辖。从行政级别看，国家级高新区、经开区，根据其所在地市具体情况，其行政级别多为副厅级，并拥有独立财权。例如苏州工业园管委会是苏州市政府派出机构，园区党工委书记由苏州市委常委兼任。省级高新区、经开区（工业园区），行政级别一般为副处或正处级、少数为副厅级单位，通常无独立财权，税收返还比例取决于上级政府的统筹安排。近年来，政园合一型的园区逐步增多，如青岛市西海岸新区与黄岛区政府合并设立、合署办公，实行“一套班子，两个牌子”，党政领导交叉任职，既承担产业园区的开发建设任务，也承担地方政府的行政管理职能。此外，园区的成立目的、产业类型和优惠政策也不同，如经济技术开发区是我国为实行改革开放政策而设立的现代化工业、产业园区，以发展

知识、技术密集型工业为主，实行经济特区的某些优惠政策措施，如北京经开区、天津经开区，主导产业是发展计算机、通信设备、汽车制造、化工、石油加工等。高新技术产业园区是我国在一些知识与技术密集的大中城市建立的以发展高新技术为目的的产业园区，通过实行高新技术产业的优惠政策和各项改革措施，最大限度地把科技成果转化为现实生产力，如中关村产业园、张江高科，开展电子与信息、生物技术、新材料、光机电一体化、新能源和高效节能技术等领域等产业。

政策方面，2017年，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于促进园区改革和创新发展的若干意见》，园区管理机构作为所在地人民政府的派出机关，要按照精简高效的原则，进一步整合归并内设机构，集中精力抓好经济管理和投资服务，完善园区财政预算管理和独立核算机制。对于园区管理机构与行政区人民政府合并的园区，应完善政府职能设置，体现园区精简高效的管理特点。各省（区、市）人民政府要加大简政放权力度，将能够下放的经济管理权限，依照法定程序下放给园区。此外，意见中还提及要加快园区转型升级、完善园区土地利用机制。2019年，《国务院关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》也强调了赋予国家级经开区更大改革自主权，加强要素保障和资源集约利用。

从园区分类来看，我国园区主要可分为经济技术开发区、高新技术产业园区、海关特殊监管区域、边境经济合作区及其他类型园区（包括各类工业园区、旅游度假区等）。除上述园区外，我国还设有自由贸易区和国家级新区。各类园区的设立时间、主管部门及功能定位见表2。

其中，海关特殊监管区域可分为六种特殊监管区域，分别为保税区、出口加工区、保税物流园区、保税港区、跨境工业区（珠澳跨境工业区）及综合保税区。这六种特殊监管区域设立之初有不同的政策功能特点，如保税区主要是为服务和保障保税加工企业对一些设备和料件进行保税监管的需要而设立的。出口加工区

国家级新区，是由国务院批准设立，承担国家重大发展和改革开放战略任务的综合功能区。国家级新区需统筹考虑产业发展、人口集聚与城市建设布局，促进产

在初创期，受到资金、基础设施、人才等条件限制，入园企业数量较少，在这个阶段，园区一方面需要对基础设施项目进行投资，另一方面也会加大招商引资力度，在税收、土地等为入园企业提供优惠政策。如根据《武汉经开区关于促进外商投资的实施意见》，武汉经开区在落户奖励、总部奖励、固定资产投资奖励、场地支持、高管与员工奖励、研发奖励、贷款贴息支持、发展贡献奖励、国际化生活配套奖励及中介机构奖励等多个方面鼓励外资企业进驻。除对外资企业

园区类型	首批设立时间	主管部门	功能	国家级园区数量
经济技术开发区	1984年	商务部	以发展知识密集型和技术密集型工业为主，增加区域经济总量是其直接目标	230
高新技术产业开发区	1988年	科技部	以发展高新技术为目的，最大限度地把科技成果转化为现实生产力	173
海关特殊监管区域	1990年	海关总署	赋予承接国际产业转移、联接国内国际两个市场的特殊功能和政策，由海关为主实施封闭监管的特定经济功能区域	168
边境经济合作区	1992年	商务部	沿边开放城市发展边境贸易和加工出口的区域	17
自由贸易区	2013年	商务部	国境内关外设立的，以优惠税收和海关特殊监管政策为主要手段，以贸易自由化便利化为主要目的的多功能经济性特区	20
国家级新区	1992年	国务院	承担国家重大发展和改革开放战略任务的综合功能区	19

76 FEBRUARY 2023

的鼓励外，以省级经开区为例，根据《咸阳经开区招商引资优惠政策15条》，对符合条件的企业，第一至第三年度缴纳的增值税、所得税按经开区留成部分全额予以奖励，第四和第五年度按经开区留成部分50%予以奖励，此外在租金补贴、贴息政策、投产奖励等方面，咸阳经开区也出台了多项政策，以吸引企业入驻。

随着园区相关配套设施的完善，入园企业逐渐增多，企业生产经营开始出现规模化，主导产业和相关上下游产业呈现较强的产业集聚，园区进入发展和成熟期，在这两个阶段，园区的税收、土地、房地产开发和服务业的收入日益多样化且不断增加。而园区收入的增加也为园区城投企业的债务偿还提供了坚实的基础。由于新技术的出现和土地、人力成本的上升，产业园区可能会进入衰落期，此时园区管理者可以通过园内原有企业的技术进步和吸引新兴产业企业入园实现产业集聚和园区的升级。

但园区的建设需要经历征地、基础设施配套、招商引资等时间漫长的阶段，开建时间较晚的园区由于缺乏相应的配套设施，在招商引资等方面处于不利地位，园区未来的发展也具有较大的不确定性，而那些成立时间较早的产业园区，已经渡过了初期的建设期，入园企业多，产业集聚形成。所以在园区发展过程中需要关注以下风险点。

业务同质化风险。部分中西部地区的产业园区曾经发展势头快，但由于在规划上仅依靠地方资源、产业，毗邻地区园区之间又没有清晰的产业差异化，导致一些产业园区建设陷入粗放式扩张，部分产业园区即使已经入驻企业，但是主导产业单一，一旦出现相关产业不景气，园区发展就会陷入困境。比较典型性的案例就是中西部的煤炭、煤化工产业园，发展过快，产能过剩。

空心化风险。有些已经建成的产业园区，遇到经济环境的变化和招商引资难的压力，建成后会是空置状态，或者由于地理位置、基础设施条件等方面没有足够的吸引力，园区入驻企业很少，发展前景低迷。

债务风险。一些工业园区在建造的时候整体配套基建水平过高，使整体投资过大，甚至在产业园区规划和建设过程中，不考虑自身条件的一些客观限制，形成大量的债务。此外，加上为了招商引资，给引进企业承诺各种土地、税收返还等优惠政策，导致园区本身运营缺乏资金，地方财政支出严重透支，在各方面的多重压力下，一些产业园区更易出现债务风险隐患。

二、园区城投企业的重要关注点

综合上述提到的园区特点，考虑到园区城投企业自身具备一定造血功能，对于园区城投企业的信用分析，通常是以城投企业的一般评级框架为基础，包含外部环境、企业自身信用水平以及政府支持三大方面。而对于**园区城投企业也要重点考察园区的发展阶段以及产业发展水平、园区城投企业经营性资产的收益性以及安全性等因素。**

外部环境方面，主要关注经济、财政和债务等方面，主要从规模指标来衡量，包括GDP及人均GDP、产业规模及结构、财政总收入、一般预算收入、政府性基金收入等主要指标。**此外，要关注园区的区位、发展阶段、产业发展水平、周边园区的同质化程度和竞争状态、债务负担。**园区定位不清，同质化严重，招商引资程度一般的园区未来发展前景不佳，直接表现为经济或财政实力的大幅下滑；对单一企业或者产业依赖度越大，则未来的经济和税收波动性就越大。同时，还需要关注行政区划调整，导致园区地位、规划范围和一般预算收入下降等风险。

政府支持，主要是考察政府支持意愿、持续性和强度，包含各类补贴、资金、股权和资产的直接注入，以及其他类型的支持。平台的地位越高，承担的业务越重要，政府支持的意愿和力度就越高。反之，平台的地位越低，政府支持程度就越弱，逐渐边缘化的平台，未来信用水平分化会更加明显。

经营层面主要关注三大方面，基础素质、企业管理和经营状况。基础素质主要包含股东实力、企业地位、领导层素质等指标。一般来说，股东的层级越高，园区城投企业得到政府支持的可能性越高，支持力度越大，股东行政级别与实际资源支配能力有明显关系。企业地位，主要考察的是企业在业务规模、业务类型和区域范围方面的优势。对于园区城投企业，往往会依托当地资源，开展商业地产开发、标准厂房租赁、贸易、股权投资等经营性业务，重点关注业务的收益性、安全性、投资支出的压力等。

此外，部分园区城投企业自身具备一定造血能力，但为支持园区企业发展，园区城投企业往往会对入驻企业进行投资或对其融资提供担保，增大了园区城投企业的或有风险，甚至是影响信用水平，要着重关注股权投资的质量及对外担保的风险。

三、园区城投企业的转型发展方向

转型原因

城投企业作为政府融资平台功能剥离，同时园区转型后所需服务更新升级，形成园区城投公司转型外因。与此同时，园区城投企业收入结构和融资渠道改变等因素形成内因，共同推动园区城投企业转型发展。

从外部因素看，2014年以来，国家相继出台2014年国务院43号文、2017年财政部50号文、发改委1358号文、2018年194号文、2021年15号文等多个政策文件，明确剥离城投企业作为政府平台融资的职能，划清政府债务和城投企业债务界线。城投企业再融资和债务压力不断上升，驱动城投企业向市场化转型。此外，由于部分园区存在规模小、布局散、产业层次低、产业结构雷同等问题，造成园区内产业集聚不成规模体系，难以形成完整的产业链支撑园区持续发展。针对上述问题，各地开始推行园区改革，主要通过小型园区撤销整合

至省级以上园区，大型园区转型发展等方式进行。园区城投企业主要为服务园区而设立，随着园区整合转型，对城投企业服务的需求随之更新升级，也同时推动园区城投企业转型发展。

从内部因素看，随着部分园区逐渐开发成熟，土地开发和基础设施建设需求持续下降，园区内土地指标的减少，也使得城投企业可用于抵质押的优质资产有所减少，而累计的债务规模已较大，融资渠道亟需拓宽。为保证稳定发展，园区城投企业需要通过转型来获得新的收入增长点。

转型方向

园区内城投企业转型方向多样，部分城投企业转型后将获得稳定的现金流、收入将实现增长、融资也将获得一定便利，但需关注转型业务存在区域限制、专业门槛高、产业经营和股权投资风险及易出现债务风险隐患等问题（见图1）。

1. 公共服务类

公共服务类业务主要包括供水、污水处理、供热、物业管理和维修等，早期部分园区供水、供热等业务存在由园区所在乡镇或民营企业运营的情况。出于风险管理和业务规范性等方面考虑，城投企业在获取特许经营权方面有一定的优势。依托园区内较为旺盛的工业用水、用电和热能需求和园区必要的物业管理需求，公共服务类业务将能为园区城投企业提供较为稳定的现金流，并为融资提供一定的便利。但园区城投企业开展公共服务类业务区域范围一般局限于园区内，形成稳定规模后存在增长乏力等问题。

2. 新型智慧基础设施建设类

随着科技发展和人民生活物质需求提升，园区内生产企业逐渐从代工厂、初级加工厂等向科技研发企业转型发展，随之带来的是对园区内新型基础设施的更高要求。区别于道路、管网等传统基础设施，新型基础设施包括信息基础设施、融合基础设施和创新技术设

施,具体涵盖通信网络、智慧交通、智慧能源、科教和产业技术创新等,该类基础设施建设存在一定的专业知识和技术的门槛,园区城投企业一般通过收购具备该类资质公司或引入社会资本方成立合资公司等方式参与投资建设。以杭州钱塘新区产业发展集团有限公司(以下简称“钱塘产发”)为例,2014年,钱塘产发收购了杭州杭联热电有限公司(园区内热电联产、集中供热的能源供应基础企业)来负责运营钱塘新区内智慧能源(热点销售)业务。

3. 产业类

城投企业在选择产业类业务类型时,可结合所在园区内的优质资源和主导产业,利用园区地理位置优越,客户、供应商聚集等优势,有效降低沟通运营成本、节约运输成本,提升效率。但城投企业若选择投资于园区主导产业,需考虑到园区资源丰富度和集中度也会对城投企业产生制约,且产业发展如步入衰退期,也会加大城投企业经营风险。

以位于昆山园区的昆山国创投资集团有限公司(以下简称“昆山国创”)为例,2021年昆山国创实现主营业务收入68.08亿元,其中电子产品销售和房地产业务占比分别为81.33%和14.53%。昆山开发区产业以光电产业为主,已形成较为完整的产业链。昆山国创电子产品销售业务与园区主导产业高度相关,经营范围包括新型平板显示产品及设备研发、生产、销售和项目投资,依托昆山园区优越的地理位置,昆山国创产品销

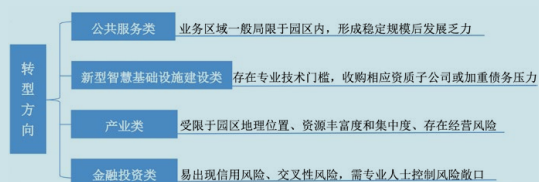
售区域主要为境外市场,客户集中度尚可。但需关注到光电产业为周期性产业,园区经济及财政状况和昆山国创销售收入均易受行业景气度影响。

4. 金融投资类

向金融投资类企业转型主要分为设立产业基金和股权投资两类。为促进园区内企业发展,前期园区城投企业主要采用股权投资的方式给予园区内企业一定的资金支持。但股权投资所需投入规模大,城投企业单次投资公司数量有限,回报周期长。同时需要关注园区城投企业一般对被投资企业控制力不强,如被投资企业出现经营不善、无法投产或烂尾等产业经营风险,将会给园区城投企业造成重大投资损失。相较于股权投资,近年园区城投企业开始向产业基金方向转型,利用产业基金乘数效应和资金引导功能,引入社会资本方,减少园区城投企业资金压力,同时园区城投企业也可布局园区内重点发展产业和战略新兴产业,促进园区形成清晰产业定位,完善产业链形成。此外,因经营区域集中,易集中出现信用风险和交叉性风险,需要企业具备完善的风控制度、专业投资人才来控制风险敞口。横琴新区内的珠海大横琴集团有限公司产业投资业务包括股权直投和基金出资两种,被投资企业主要为园区内入驻企业,产业布局与横琴新区主导产业贴合,包括保险、医药、半导体和智能机器人等。

整体看,受城投企业作为政府融资平台功能剥离、园区服务需求更新升级和自身收入结构及融资渠道变化共同影响,园区城投企业进入转型发展期,转型方向多样且不局限于单个方向发展。转型业务能为城投企业带来较为稳定的现金流、带动城投企业收入增长、提供一定的融资便利。但同时需关注园区城投企业发展与园区发展高度相关,转型业务类型需结合园区特点和自身实际情况进行选择,也需关注转型业务存在区域限制、专业门槛高、产业经营和股权投资风险及易出现债务风险隐患等问题。

图1 园区城投企业转型方向及风险点



资料来源:联合资信整理

关注债券特殊条款中隐藏的信用风险信号

文 | 联合资信 赵东方 刘 潘

一、科学认识债项评级之债项特殊条款

投资者保护条款是发行人事先设定的承诺和处置措施条款。我国债券市场的投资者保护机制主要分为五大部分，分别为“信息披露制度”“债券持有人会议制度”“受托管理人制度”“债权人司法救济制度”和“特殊保护条款”。其中，“信息披露制度”“债券持有人会议制度”和“受托管理人制度”在债券发行文件和日常实施中有广泛应用，是基本的债券制度；“债权人司法救济制度”属于债务发生实质性违约且债权人求偿无果情况下最后的维权措施；“特殊保护条款”则指我们日常所说的投资者保护条款，其能够从事前设定条款上切实约束发行人行为，防范发行人经营和财务状况出现重大变化而影响其偿付能力。

以条款中是否包含选择权作为划分依据，可将债券特殊条款划分为选择权特殊条款和非选择权特殊条款。选择权主要包括回售、调整票面利率、赎回、利息递延、延期兑付、定向转让和可调换等。其中，回售、定向转让和可调换的权利主体为投资者，调整票面利率、赎回、利息递延和延期兑付的权利主体为发行人。非选择权特殊条款未赋予发行人或投资者未来某一时点的选择权，针对其条款被触发的可能性可分为确定性条款和非确定性条款。确定性条款在未来某一时点必然触发生效，如债券提前偿还等；非确定性条款多设立特定的触发机制，当发行人发生重大事项时对投资者权益

予以保护，具体包括交叉保护、事先承诺、事先约束、控制权变更、偿债保障承诺、资产抵质押等。

一般情况下，一只债券同时设有多种特殊条款以约束发行人的行为，保护投资者利益。如：回售条款的设置一般同时伴随着调整票面利率条款，二者是目前使用最为普遍的债券特殊条款。根据Wind数据，在设置特殊条款的债券中，设置了回售条款或调整票面利率条款的债券占比均超过了50%。

近年来，含有特殊条款的债券越来越多，债券特殊条款内容也在不断丰富。据统计，有回售条款债券的违约及展期概率（3.18%）显著高于全口径债券市场的违约及展期概率（0.39%），回售条款的使用显著提升了债券的违约概率。特殊条款对债券的信用风险产生了实质性影响，重视债券特殊条款，可提高债项评级的准确性，有助于更准确地揭示债项信用风险。

二、债券特殊条款的梳理

含特殊条款的债券发行情况

随着债券市场的扩容，含特殊条款的债券市场扩容明显。债券特殊条款由于其条款设置与定价机制灵活多样、对发行方和投资者权益的有效保护产生差别而受到市场的较高关注。2010年至2022年6月30日，我国共计发行债券（只包含企业债、公司债、短融、中期票据和定向工具）78734只，涉及金额837751.01亿元。

¹ 如无特别说明，本文所指债券均只包含企业债、公司债、短融、中期票据、定向工具。

其中,含特殊条款的债券28083只,占上述全部债券的35.67%;含特殊条款的债券涉及金额278330.42亿元,占上述全部债券的33.22%。

2016年和2017年我国发行的含特殊条款债券规模占比(含特殊条款债券发行总量占债券发行总量比重)分别为42.77%和39.94%;2018年以来我国发行的含特殊条款的债券规模占比有所下滑,但仍维持在30%以上,每年发行的含特殊条款的债券规模仍较大(见图1)。

债券特殊条款的基本解释

回售:在一定条件下,投资者可选择是否按约定价格将所持全部或部分债券回售给发行人,回售条款相当于为投资者设置了看跌期权。回售权的行使与否由投资者决定,而投资者主要考虑的因素一般为发行人的信用资质、回售日后票面利率以及市场再投资收益等。回售条款会导致债券到期日的不确定,影响发行人的资金安排和现金流。

调整票面利率:在一定条件下,发行人可以选择是否对债券票面利率进行调整。从行权的利率调整方向看,非金融债券条款主要包含单向上调整票面利率权和双向调整票面利率权。票面利率的调整既受到市场利率环境的影响,也受到债券回购、回售、延长期限条款等的影响。2014年之前发行的可回售债券基本都只

能单向上调票面利率,2014年以来伴随债券收益率的持续下行,市场上出现的票面利率双向可调整的可回售债券明显增多。

赎回:在一定条件下,发行人可以选择是否按约定价格提前赎回全部或部分已发行债券,赎回条款相当于为发行人设置了看涨期权。

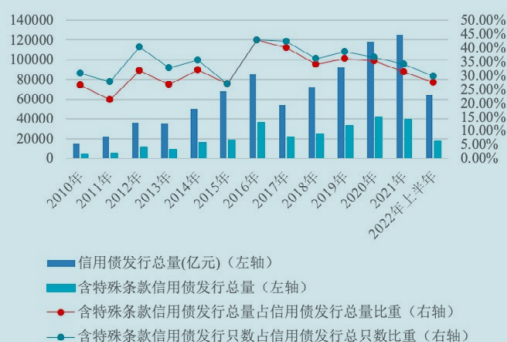
利息递延:除发生强制性付息事件以外,发行人有权选择是否推迟利息支付至后续付息日。当前市场中部分附利息递延条款的债券同时设置利率跳升机制以保护投资者权益。发生利息递延,实际是对投资者利益的损害,标志着发行人的信用水平明显下降。

延期兑付:发行人预先设置延付条款,在每个利率重置周期结束时有权决定延长债券期限或选择赎回注销。延期兑付条款主要用于永续债等,目前市场中永续债主流期限为“3+N”“5+N”等。虽然在预先设置有延付条款情况下,债券出现延期兑付是发行人的权利,不属于违约,但大多意味着发行人信用水平的下降。

定向转让:投资者可在约定时间内选择是否将持有的全部或部分债券向特定主体(一般为主承销商、发行人关联方等)进行转让。特定主体的信用状况将影响债券的顺利转让,如果进行转让,债券的信用状况将主要取决于特定主体的信用状况,可能会改变债券的信用状况。

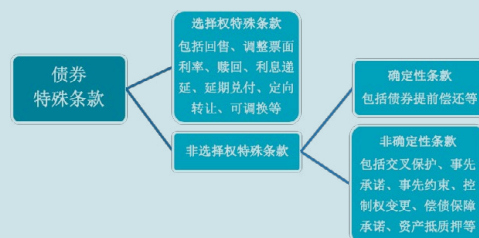
可调换:投资者可以选择是否按照约定的价格对所持部分或全部债券进行品种转换(如债转股、固定利率

图1 2010年以来含特殊条款债券每年发行量情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 含特殊条款的债券分类



数据来源: Wind, 联合资信整理

和浮动利率转换等)。如果债券转换为股票,一般情况下可以理解为评级对象不再存续。

债券提前偿还:在债券到期前,发行人在约定时点向投资者偿还部分债券本金。提前偿还或分期偿还债券本金,有助于减轻发行人的集中偿付压力,一定程度上有利于降低债券违约概率。

交叉违约:交叉保护条款即交叉违约条款,是指一项债务合同下的债务人(发行人),在其他借贷合同或类似合同项下出现了违约,则视为本合同违约或触发投资者保护机制。可触发违约的主体也不限于本合同项下的债务人,还可以包括债务人的子公司、发行人控股股东、担保人等双方认可的主体。对于投资者而言,交叉违约条款使其在面对风险事件时,可以及时寻求救济措施,与其他债权人处于同等地位。对于发行人而言,交叉违约条款对其债务管理能力提出更高要求,流动性较差的主体可能由于交叉违约导致“多米诺效应”,产生偿债危机。从实践来看,即使不增加交叉违约条款,一般也认为发行主体出现违约(指评级机构一般认为的发行人主体在公开市场的违约)时,其他一般债券也处于违约状态,除非另有特别的约定。

交叉保护相对于其他条款对发行人的约束力更强,主要体现在:①与一般债券的违约情形相比,相当于扩大了违约债务的覆盖范围;②救济措施给予的宽限期上限短于其他条款,且与约定债务的宽限期有关;③决议表决生效条件更严格。交叉保护、事先约束和事先承诺均涉及召开债券持有人会议商议豁免议案,但后两者在出席持有人会议人数未达标准或表决全部议案未达通过标准时,可选择性约定为无条件豁免或未获得豁免;在交叉保护条款中,通常直接约定为未获得豁免。

据统计,直接由交叉保护条款触发导致的交叉违约约占所有违约案例的5.16%,含有交叉违约条款债券的违约概率约为8.54%,远高于一般平均水平。交叉违约条款在境外债券市场中较为普遍,在我国企业海外发行的

债券中亦普遍存在。

事先承诺:事先承诺包括财务指标承诺、无保留审计意见承诺、年报按时披露承诺、评级承诺、经营维持承诺等。其中,财务指标承诺指发行人对债券存续期内的某一项或几项财务指标做出承诺,如最高资产负债率、最低净利润率、最高对外出借资金规模等;如相应指标阈值突破或未按期披露,则债券持有人有权启动投资者保护机制,按照协议约定要求发行人回购债券或者提前偿付债券本息等。该条款一般会根据发行人的不同特点而选择适用,如对于报告期内债务负担较重的发行人,可能要求设置最高资产负债率、最大对外担保比例条款等;对于盈利能力较差且现金流压力较大的发行人,可能要求设置最低净利润率、最高对外出借资金规模条款等。在使用财务指标承诺条款时,一般还要求在《债券受托管理人协议》中明确受托管理人有义务检查发行人上述承诺的履行情况并督促其按时履行信息披露义务。如出现违背承诺事项,将触发有关投资者保护机制。

事先约束:事先约束是指发行人及其控股股东、实际控制人和高级管理人员自愿对债券存续期间重大经营行为进行约束。该条款规定了发行人在债券存续期间,发生特定事项应事先召开债券持有人会议并经持有人会议表决同意后方可执行的事项,包括对公司重大资产的限制出售与转移、股权委托管理协议变更、质押或减持上市子公司股权、名股实债、对外提供重大担保、债务重组、对外重大投资、关联交易以及债务担保限制等内容的约束。如发行人违反前述承诺,则债券持有人有权启动投资者保护机制,按照协议约定要求发行人回购债券或者提前偿付债券本息等。同时,债券持有人可以要求发行人在募集说明书及《债券受托管理协议》中承诺在债券存续期间配合受托管理人对相关事先约束条款的履行进行监督。

控制权变更:债券存续期内,当实际控制人发生变更或董事会失去履职能力等事项时所触发的投资者保

护机制。实际控制人变化可能对公司重大事项决策、现金流状况等产生重大影响,从而影响到投资者对发行人债务偿还能力的评价。

偿债保障承诺: 偿债保障承诺包括资产池承诺、流动性支持承诺和担保承诺。以资产池承诺为例,在本期债券存续期间,发行人承诺约定的非受限资产(非受限资产包括但不限于未设置他项权利的资产和未被冻结、查封、扣押的资产)不作其他用途出售、无偿划拨、赠与、转让、抵押、质押或留置,仅作为本期债券偿债资金来源。

发行人触发偿债保障承诺条款,按照约定的投资者保护机制履行完毕救济豁免程序,本期债券提前到期应付的,后续不再触发投资人保护条款。

资产抵质押: 资产抵质押条款主要指发行人或第三方以其合法拥有的资产作为抵质押物为本期债券设定抵押或质押担保。发行人未按募集说明书约定支付本期债券利息或兑付本期债券本金时,本期债券持有人享有就抵质押合同项下的抵质押资产优先受偿的权利。

三、债券特殊条款利弊分析

特殊条款对发行人的影响

投资者保护条款能够切实约束发行人的行为,在公司治理、业务经营、对外投资、关联交易、资产划转以及债务管理等方面提出更高的要求,有利于规范发行人的信息披露,提高发行人的违约成本和偿债意愿,防范发行人逃废债行为,对发行人构成较具体和强有力的约束。

同时,也要看到,投资者保护条款可能会增加发行人的融资成本,增加发行人债务和现金管理难度,有可能提高发行人的违约概率。例如交叉违约条款的设置,当发行人在多个合同中设置了交叉违约条款,一旦事前约定的债务发生违约,多个合同的债权人将同时启动救济措施以主张权利,导致大量债务加速到期,给发行人

造成流动性危机。

特殊条款对投资者的影响

投资者保护条款可以帮助投资者更及时地采取措施保护其利益,有利于提高违约债券的处置效率,提高回收率。投资者保护条款有助于风险事件发生后债权人依规求偿。实践中当发行人偿债风险推升,经债权人要求、双方协商追加救济措施的情况也有实例存在,但债权人在谈判中往往处于被动地位。事前设置偿债保障条款可以给予投资者一定的主动应对风险的保护权利,并通过约定的救济措施减少突发事件对投资者造成的损失。

投资者保护条款中的既有约定将提高投资者保护水平,但救济措施能否顺利实施,与投资人结构有关;如果约定存在瑕疵,将影响处置效率。此外,部分债券在存续期追加保护性条款,但债券持有人会议能否通过追加条款,存在不确定性。

特殊条款对债券市场的影响

对于债券市场而言,随着债券市场的不断壮大和债券信用风险的暴露,我国债券市场信用违约事件发生率加剧,其中因公司治理问题、实际控制人风险等外部突发事件风险导致的违约占了一定比例。通过完善投资者保护条款,投资者能够获得更多的选择权、更灵活的决策权和更完善的退出机制,同时也能提高市场对于发债企业的接受程度,在一定程度上提高资质较弱企业的融资能力,从而促进国内债券市场进一步发展和成熟。

随着未来债券市场的持续发展以及债权人保护意识的进一步提高,偿债保障条款的设置有望更加细化和完备,有利于切实有效地保护投资者利益。针对非上市民营企业、产能过剩行业、互保行为较为普遍的区域,发债企业发生经营能力恶化、外部融资困难、资产置换重组、控制权变更等情形的概率较高,投资人保护条款的重要性更加凸显。

四、债券特殊条款中隐藏的信用风险

主体信用评级是对受评对象如期偿还其全部债务的能力和偿债意愿的综合评价，而债项信用评级是指对某项债务的违约可能性及清偿程度的综合判断。债项的信用评级不能简单的等同于主体信用评级。

根据债项评级的基本原理，长期债项的信用等级主要取决于发债主体的长期信用等级及债项偿还顺序、增信措施及其他限制条款等。其中，其他限制条款即本文所指的债项特殊条款，其一般包括财务指标承诺、支出限制条款、交叉违约条款、核心资产出售限制条款、质押或减持上市公司股权、明股实债、资产池承诺、对外提供重大担保等。其他限制条款可对债项的优先性产生正面或负面的影响，从而改变债项的偿付顺序。再者，有些债项具有本息递延、取消支付机制及减记机制，此类机制触发条件的高低与债项的违约损失情况反向相关，即触发条件越高，违约损失可能性越低，反之亦然。此外，部分债项可能附有如强制转股、发行人赎回、投资人回售等条款，其对债项信用评级的影响需要具体分析。

2019年4月，交易商协会发布的《投资人保护条款范例文本》（2019年版）（以下简称“2019年《范例文本》”）对保护性条款的相关示范较为细致，且因出台时间较早，市场上已发行债券多参照银行间相关规定。2021年8月，上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布的《公司债券发行上市审核业务指南第2号——投资者权益保护（参考文本）》（以下简称“2021年《投保指南》”）进一步规范了债券特殊发行条款、增信机制、投资者保护条款、违约事项及纠纷解决机制等方面内容。结合上述分析内容，本文参照2019年《范例文本》和2021年《投保指南》，对各类债券特殊条款形成对应的关注点或基本看法，具体如下：

回售/调整票面利率：回售的发生，意味着债券的到期，会严重影响发行人的现金流，对债券偿还能力

有重大影响。应关注触发回售的有关条款，如财务指标承诺值的变化趋势是否会触发回售，综合预判对发行人偿债能力的影响；结合发行主体的信用资质、票面利率调整幅度等预判投资者回售可能性，关注和测试债券集中偿还情况和压力，必要时应对主体及债项的信用评级进行下调。该条款对债项评级的影响程度较大。

赎回：若赎回条款中对债项信用评级进行了约定，应关注具体的规定，并进行必要的测试，即分析信用评级变化的可能性及其所导致的债券偿还所需现金是否充足，是否要在首评时就在主体等级的基础上进行债项的信用评级调整。该条款对评级结果的影响程度较大。

利息递延：关注强制付息事件出现的概率，关注利率跳升机制。这类条款增加了利息延期的可能性，对投资者是一种风险。该条款对评级结果有重大影响，需高度关注。如果出现利息递延，信用评级一般应及时下调。

延期兑付：延期条款主要用于永续债，需关注发行人信用状况、永续债的偿付顺序、有效期限、利息支付灵活度、本金减记和转股条款、投资者保护机制（交叉违约、加速到期条款、强制赎回条款等）、永续债担保情况等。触发条款涉及债项信用评级的，需关注发行人信用评级变化。该条款对评级结果有重大影响，需高度关注。如果出现延期兑付的情况，一般意味着信用状况的恶化，应及时下调信用评级。

定向转让：需高度关注特定主体的偿债能力，评级结果为附有条件的结果，将对评级结果有重大影响，信用评级可能发生变化，需高度关注。

可调换：如果债券转换为股票，一般情况下可以理解为评级对象不再存续，并可改善资本结构，对评级影响程度一般。

债券提前偿还：可缓解发行人集中偿付压力，对评级影响程度一般。

交叉保护条款：关注条款中约定的违约主体范围、

违约债务种类、违约金额阈值；关注发行人的债务状况、流动性压力、信息披露的及时性和有效性；关注发行人触发交叉保护条款后的处置措施，如宽限期、救济与豁免机制。这些条款可能会显著提高债券和主体的违约可能性，对评级结果有重大影响，可能需要降低主体和债项的信用评级，需高度关注。

事先承诺条款：对于该类条款中的财务指标承诺，需关注财务指标口径、约定的监测频率、财务指标历年变化趋势等，并关注其触发后的措施；这些也是评级所重点观察的财务指标，是敏感性分析、压力测试的重要指标；如触发的可能性大及触发后可能涉及提前偿还，对债项偿还的风险影响较大。对于该类条款中的评级承诺条款，其对评级机构构成重大约束，对评级产生重大影响；如投资者保护机制涉及提前到期，则对债券的偿还构成较大风险；主体、债项信用评级变动的可能性较大，需关注触发后的投资者保护机制。

事先约束条款：这些条款的约定，对于发行人是一种制约，有利于保持其信用的稳定。这些条款所规定事项基本为重大事项，发行人应及时披露。这些事项对主体和债项信用状况一般有重大影响。应评估条款具体约束事项以及该事项历史发生情况，以及这些事项发生后的投资者保护机制、处置措施。这些事项一旦发生，主体和债项的信用状况一般也会发生重要变化，将对评级产生重大影响，需高度关注。

控制权变更条款：关注发行人控股股东、实际控制人的稳定性及企业性质等判断控制权变更。控制权的变更，对信用状况有重大影响，应关注有关投资者保护机制。

偿债保障承诺条款：对于资产池承诺条款，关注入池资产的价值及对本期债项的覆盖情况，对债项信用评级的影响，以及有关投资者保护机制。对于流动性支持承诺和担保承诺条款，该种约定对于债项及时兑付有一定保护作用，关注应付本金及利息存入偿债保障金专户的时间，相对来说时间越长越有利于本期债项的偿付，



并关注有关投资者保护机制。

资产抵质押条款：该种约定对于债项及时兑付有一定保护作用，关注其对债项信用评级的影响，以及有关投资者保护机制。

债项特殊条款是影响债券偿还能力的特殊要素，这些要素在常规情况下对主体的信用风险影响不大，但在特殊状态下会明显弱化主体的偿债能力，甚至直接导致主体发生违约。同时，这些债项特殊条款的设置也可能改变债项的偿还顺序、期限、回收率等，从而加强或削弱债项的信用状况。不同债项特殊条款的设置对发行人、债项偿债能力的影响程度不同，且一只债项往往同时设置多种条款，实践中需要根据具体条款内容综合分析。在对具体债项信用评级的过程中，除了对有关主体的长期信用状况进行分析外，还需要关注债券是否含有限制条款以及具体的限制条款内容，后续也需要持续关注发行人经营和财务状况的变化是否会触发投资者保护条款，对特殊债项条款的触发及变动情况、债项偿还情况等重点进行关注。

综合上述，债项特殊条款的设置复杂多样，其对发行人偿债能力和偿债意愿的影响不容忽视，对具体债项的偿还风险也有不同程度的影响。重视债券特殊条款，及时准确地识别其中隐藏的信用风险，有助于提高评级准确性、稳定性，可以更准确地揭示债券信用风险，促进债券市场信用评级行业高质量发展。///

巴塞尔协议III框架下STC标准的梳理 及其对我国资产证券化市场发展的启示

文 | 联合资信 韩易洋 沈柯燕 李玲珊

一、巴塞尔协议III框架下STC标准出台背景

2008年金融危机后，各主要证券化市场的资产证券化产品发行规模大幅下降，反映出全球对结构复杂、信息披露不充分的资产证券化产品信心缺失，同时暴露出巴塞尔协议II下资产证券化监管框架存在亟待弥补的缺陷。为重振市场，推动资产证券化市场可持续发展，在巴塞尔委员会（BCBS）和国际证监会（IOSCO）的共同筹备下，以识别阻碍资产证券化可持续发展因素以及制定简单、透明的资产证券化标准为目标，资产证券化市场专门工作组（TFSM）于2014年正式成立。2015年7月，BCBS-IOSCO发布了资产证券化“简单、透明、可比”（“Simple, Transparent and Comparable”，简称“STC”）的判定标准，以帮助市场参与者获得更多关于证券化产品交易结构及底层资产特征的信息，从而更好地识别资产证券化交易的风险。2016年7月，BCBS发布了一项更新的证券化风险敞口监管资本标准，正式将STC标准纳入资产证券化资本监管框架。截至2021年10月，巴塞尔委员会28个成员中已有22个完成了巴塞尔协议III项下的证券化框架建设和实施，自2023年1月1日起，巴塞尔协议III将在全球范围内落地，预计我国也将逐步实施。

二、巴塞尔协议III框架下STC标准

STC标准是对资产证券化产品简单性、透明度和可

比性的评估规则。其中，“简单”是指资产支持证券基础资产特性简单、具有同质性且交易结构不过于复杂；

“透明”是指向投资者充分披露资产、交易结构及参与机构信息，帮助投资者更全面深入地了解交易风险；

“可比”是指在考虑各地司法实践差异的前提下，所提供的信息可以帮助投资者实现同一类型下资产证券化产品的直接比较。

STC标准聚焦于资产证券化项目中可能会涉及三类主要风险，即资产风险、结构风险和受托与服务风险，该标准涵盖了资产性质、资产筛选与转让、发行文件披露与审查、受托和契约责任等方面的要求，具体标准概要详见表1。

值得注意的是，STC标准具有一贯性，其适用范围应覆盖资产证券化产品完整存续期，而非仅适用于STC标识申请时点。同时，附有循环购买结构的资产证券化产品需在各购买期对新入池资产的STC合格性进行动态检查，以确保交易整体满足STC标准。

三、STC标准实施意义

资产证券化监管框架纳入STC标准对于资产证券化市场及其参与者均具有重要意义。

首先，实施STC标准为商业银行资产管理提供更全面的计量标准。商业银行作为资产证券化市场的重要参与者，在资产证券化业务的各环节中扮演着多种角色，这使得商业银行难以将资产证券化产品中包含的风

险充分体现在资本计量中。STC标准细化了证券化资产质量和风险的判断要求，有助于商业银行增进对资产证券化产品交易结构及底层资产风险特征的理解，协助其做出更准确的风险评估并据此计提充足资本，从而降低风险。

其次，与非STC产品相比，被认证为STC产品适用的监管资本计提要求更低，进而激励商业银行更多地将STC产品纳入资产组合管理中。STC框架下的监管资本优惠主要体现在资产证券化产品的风险权重选取上。在内部评级法、标准法、外部评级法这三种加权风险资产计算方法下，符合STC标准的产品所适用的风险权重下限为10%，不符合STC标准的产品适用的风险权重下限为15%。

再次，STC框架的建立有利于提升金融监管政策对证券市场的风险敏感度，增强监管政策的有效性。STC资本激励的政策幅度根据证券化产品风险的不同而有所调整，对于风险相对较小的资产证券化产品在

符合STC标准后可以享受更加优惠的监管资本政策，而风险相对较高的产品，资本优惠政策则相对保守。

最后，新框架所引入的STC标准体现了BCBS对投资者需求的关注。随着金融创新的加深，资产支持证券产品种类日益丰富，部分资产证券化产品结构过于复杂，再加上信息不对称进一步限制了投资者对于资产证券化产品的了解程度，导致投资人无法评估资产证券化产品风险。针对这一痛点，STC标准的实施有利于投资者对资产证券化产品质量及其所涉风险进行有效评估，从而提高投资者信心并扩大资产证券化市场需求，增强市场流动性，降低发行成本，推动市场持续发展。

四、STC标准对我国资产证券化市场发展的启示

我国资产证券化市场自2012年重启以来，经历10余年发展，逐步形成了多类型的资产证券化市场。银行间市场信贷资产支持证券（简称“信贷ABS”）、

表1 STC标准概要

风险类型	标准序号	目标	标准概要
资产风险	1	S, T, C	基础资产性质
	2	T, C	同类型资产历史表现
	3	S, T, C	基础资产还款状态
	4	S, C	产品发放标准一致性
	5	S, T, C	基础资产筛选与转让
	6	S, T, C	基础资产发行及存续期数据披露
结构风险	7	S	资产出售及再融资限制
	8	S, C	货币错配与利率错配缓释措施及信息披露
	9	S, T, C	偿付优先顺序及信息披露
	10	S, T, C	基础资产投票权及执行权转移
	11	T, C	发行文件信息披露与审查
	12	S, C	发起机构与投资者利益一致性
受托与服务风险	13	T, C	参与方受托与契约责任
	14	T, C	投资者获取信息的透明度要求

注：“S”意为“Simple”，“T”意为“Transparent”，“C”意为“Comparable”

资料来源：Basel Committee，联合资信整理

以非金融企业为发起主体的企业资产支持证券（简称“企业ABS”）和银行间市场资产支持票据（简称“ABN”）发行总规模从2014年的3309.83亿元扩大到2022年的20117.12亿元，产品数量从104单上升至1742单。与此同时，我国资产证券化市场也出现了结构设计复杂、基础资产多层嵌套等产品，风险识别难度提高。中国资产证券化市场在高速发展的同时亟需持续性发展的监管和指引。

提高市场透明度，加强信息披露是巴塞尔协议III的重要核心内容，也是我国资产证券化市场高质量可持续发展的必经之路。在资产证券化市场重启后的十余年间，我国监管不断加强和完善资产证券化产品在发行和存续期间的信息披露要求，为我国执行“简单、透明、可比”的标准奠定了一定基础。2012年发布的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》（银发〔2012〕127号，以下简称“127号文”），强调了信贷资产证券化产品结构要简单明晰，并要求各参与机构严格做好相关信息披露工作。2020年9月，中国银保监会下发《关于银行业金融机构信贷资产证券化信息登记有关事项的通知》（银保监办发〔2020〕99号），标志着国内开始实施信贷资产证券化信息登记而不再进行备案登记，该转变有利于提高信贷资产证券化信息的标准化程度，能有效地提升信息规范度和透明度。2022年3月，上海保交所在《资产支持计划登记业务回答（一）》中明确了资产穿透原则，要求受托人在登记申请材料中应提供底层资产清单。2022年6月，上海证券交易所发布《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》（上证函〔2022〕1011号）引导和鼓励专项计划管理人披露基础资产实际情况等信息，提升信息披露水平。2015年至2022年间，中国银行间市场交易商协会陆续发布和更新了个人汽车贷款、个人消费贷款、个人住房贷款、不良贷款、小微企业贷款等资产类型的信息披露指引，致力于为提升信贷资产支持证券标准化、透明化水平提供清晰明确的标准。



2022年底，上海证券交易所发布《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则试用指引第2号—大类基础资产》（上证发〔2022〕165号），明确了债权类、未来经营收入类和不动产抵押贷款这三大类基础资产类别的挂牌指引，为透明化挂牌条件确认工作提供了清晰的标准。

综上所述，巴塞尔协议III在全球范围实施以及STC标准的推行，有利于加强监管，提高市场透明度，推动资产证券化市场发展。虽然我国资产证券化市场在监管及市场参与机构推动下信息披露不断完善，但也面临着诸如各市场信息披露口径及标准存在差异、二级市场和存续期信息披露欠缺、部分产品过于复杂等问题。因此，借鉴国际STC标准制定适用于国内证券化市场发展的“简单、透明、可比”标准，多维度评估资产证券化风险，有利于提高投资人风险识别能力，增加市场流动性，进而促进市场高效良性健康发展。///

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2022年12月—2023年1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1.02亿元。另有重复违约³主体5家，共涉及到期违约债券6期，到期违约规模合计约12.25亿元。

截至1月31日，2023年我国债券市场新增违约主体2家，涉及到期违约债券2期，均较上年同期（1家、1期）有所增加，到期违约债券规模1.02亿元，较上年同期（4.25亿元）有所减少。重复违约主体4家，涉及到期违约债券5期，到期违约规模约10.22亿元，均较上年

同期（1家、2期和4.35亿元）有所增加（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2022年12月—2023年1月，债券市场有5家发行人主体级别发生上调，无发行人主体展望发生上调，有4家发行人主体级别发生下调，1家发行人主体展望发生下调。

截至1月31日，2023年我国债券市场有1家发行人主体级别发生上调，较上年同期（0家）有所增加，有1家发行人主体级别发生下调，较上年同期（11家）有所减少。无发行人展望发生调整（见表2）。■

表1 2020—2023年1月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2020年			2021年			2022年			2023年1月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	30	98	1019.36	23	90	1015.76	8	43	223.47	2	2	1.02
重复违约	19	63	367.41	27	79	743.28	9	27	173.13	4	5	10.22

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金

数据来源：联合资信整理

表2 2020—2023年1月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2020年	2021年	2022年	2023年1月	2020年	2021年	2022年	2023年1月
调升数量（家）	235	17	25	1	5	3	6	0
调降数量（家）	93	138	86	1	24	50	25	0

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

数据来源：联合资信整理

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》（<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>）。

³ 重复违约是指发行人在2022年（含）之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

北京信威通信技术股份有限公司

一、主体概况

北京信威通信技术股份有限公司（以下简称“北京信威”或“公司”）成立于1995年，是一家以通信设备和软件销售为主的民营企业。公司主营业务为通信设备和软件的设计、研发、生产和销售，以及相应的安装、维护以及其他相关技术服务。按照业务模式分类，公司业务主要分为海外公网、国内行业专网和政企共网、特种通信、通信网络监测和数据分析及地产业务。

北京信威科技集团股份有限公司（以下简称“信威集团”）对公司持股比例为98.96%，公司实际控制人为法定代表人王靖。

北京信威2015年度第一期、第二期和第三期非公开定向债务融资工具应于2020年5月31日兑付本息，受公司收入下滑、海外项目陆续发生担保履约以及融资能力受限等因素影响，公司整体资金压力大。2020年6月1日，公司无法支付上述PPN的全部本金和利息，构成实质性违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	首次违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
16信威03	2016/8/5	2021/8/8	2020/8/10	11.50	--	AA/AA/稳定	一般公司债	大公国际	本息违约
16信威01	2016/1/22	2021/1/25	2021/1/25	5.38	--	AA/AA/稳定	一般公司债	大公国际	本息违约
16信威02	2016/4/26	2021/4/27	2021/4/27	5.36	--	AA/AA/稳定	一般公司债	大公国际	本息违约
15信威通信PPN001	2015/8/5	2017/8/6	2020/6/1	8.29	--	--	定向工具	--	本息违约
15信威通信PPN002	2015/9/15	2017/9/15	2020/6/1	3.68	--	--	定向工具	--	本息违约
15信威通信PPN003	2015/10/15	2017/10/16	2020/6/1	3.02	--	--	定向工具	--	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
2016-12-27	信威集团收到上海证券交易所《关于对北京信威科技集团股份有限公司媒体报道有关事项的问询函》，要求对信威集团柬埔寨合作伙伴“柬埔寨信威”的运营情况及其与公司之间的关系、公司的“买方信贷模式”、相关股东减持、公司董事长履历的真实性等事项进行核查
2017-01-06	2016年以来北京信威对外担保增加较快导致担保比例很高，对外质押担保使得受限货币资金规模较大，买方所在地政治风险、法律政策风险、市场风险、项目运营风险等因素对买方偿债能力带来不确定性；同时信威集团和中介机构针对媒体负面报道进行的必要核查程序尚未完成。因此，大公国际决定将北京信威纳入信用评级观察名单

2017-04-29	公司发布2016年年报, 资产总计215.83亿元, 同比增长27.94%; 负债总计77.26亿元, 同比增长65.69%; 资产负债率35.80%; 营业总收入30.67亿元, 同比下降10.30%; 净利润17.56亿元, 同比下降39.35%; 经营性净现金流-33.44亿元
2018-04-29	公司发布2017年年报, 资产总计211.98亿元, 同比变化不大; 负债总计90.18亿元, 同比增长16.72%; 资产负债率42.54%; 营业总收入4.24亿元, 同比减少86.18%; 净利润-14.45亿元, 同比由正转负; 经营性净现金流-7.46亿元
2019-01-31	公司发布2018年年度业绩预告, 经公司财务部门初步测算, 预计2018年实现归属于公司股东的净利润与上年同期相比, 将出现亏损, 实现归属于公司股东的净利润-26亿元到-32亿元
2019-07-05	公司为海外项目客户担保的保证金6.18亿元被交行青岛分行扣划
2020-03-08	北京信威未提供评级所需的经营与财务数据等, 大公国际发布公告终止北京信威主体及“16信威01”“16信威02”和“16信威03”信用等级
2020-06-01	因公司为海外项目提供担保陆续发生担保履约, 且公司正在进行的重大资产重组程序复杂, 公司融资能力受限, 整体资金压力大, 无法按期兑付“15信威通信PPN001”“15信威通信PPN002”“15信威通信PPN003”的本息

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源: 联合资信整理

三、违约原因分析

收入严重依赖于海外业务, 风险集中度过高, 偿债能力不足

公司收入主要来自境外项目, 集中度较高, 且境外市场以第三世界国家及新兴经济体为主, 其政治经济形势相对复杂, 面临政治风险、法律政策风险、市场风险、项目运营风险以及汇率风险等。2015年和

2016年, 公司海外业务收入分别为32.82亿元、27.3亿元, 占营业收入比重分别为96.17%、90.74%; 2017年公司产生巨额亏损, 营业收入和毛利润同比分别下降86.18%和96.75%, 公司称由于相关项目买方信贷借款于2017年内尚未放款, 公司收取销售货款存在不确定性, 不符合会计准则收入确认一般原则, 故公司未确认相关海外项目收入, 同年, 审计机构出具了保留意见的审计报告。同时, 截至2017年末, 北京信威流



动负债为61.47亿元，非受限现金类资产不足2亿元，远无法覆盖利息支出，短期偿债能力极弱。

买方信贷业务模式导致公司资金被大量占用，担保风险和流动性风险加大

在境外项目中，公司主要通过买方信贷业务模式帮助向其采购产品的境外电信运营商取得银行资金，在该业务模式下公司对客户形成高额担保，造成公司可自由支配现金被大量占用。同时，北京信威客户集中于基础设施较差的发展中国家，大部分客户尚处于培育期，持续亏损或资不抵债，使得公司担保风险较高，陆续发生担保履约事件。根据公司公告，截至2018年3月15日，公司直接或间接对外担保余额为109.10亿元，对外担保余额占净资产比例为90.16%；2019年7月，公司为海外项目客户提供担保的保证金6.18亿元被交行青岛分行扣划，导致公司可自由支配现金被大量占用，流动性风险加大。

股权被司法冻结，公司再融资困难

2019年9月18日，信威集团控股股东因未按约定对质押股票进行回购，质押股票中7000万股被申请强制执行，4870万股被司法冻结。截至当日，控股股东累计质押的股票数量为85662万股，占其持股总数的100%，占信威集团总股本的29.30%；累计被司法冻结的股票数量为4870万股，占其持股数量的5.69%，占公司总股本的1.67%。公司股权被质押和司法冻结比例较高，导致公司再融资困难。



表3 主要财务指标

财务指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年6月
资产总额 (亿元)	63.22	131.59	168.69	215.83	211.98	207.95
所有者权益 (亿元)	45.04	98.40	122.08	138.57	121.80	119.00
长期债务 (亿元)	0.00	4.39	0.00	24.83	24.82	24.80
全部债务 (亿元)	11.54	20.53	12.31	46.06	49.70	52.23
营业收入 (亿元)	23.58	31.07	34.19	30.67	4.24	0.27
利润总额 (亿元)	19.38	24.43	27.40	19.50	-17.23	-3.41
EBITDA (亿元)	20.05	25.65	29.19	23.03	-12.77	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.29	8.65	-19.97	-33.44	-7.46	0.50
营业利润率 (%)	93.39	91.27	87.44	78.77	2.69	36.67
净资产收益率 (%)	38.01	21.91	20.05	12.67	-11.87	--
资产负债率 (%)	28.76	25.22	27.63	35.80	42.54	42.78
全部债务资本化比率 (%)	20.40	17.26	9.16	24.95	28.98	30.50
流动比率 (%)	351.89	387.95	458.00	369.57	294.07	280.53
全部债务/EBITDA (倍)	0.58	0.80	0.42	2.00	-3.89	--
EBITDA利息倍数 (倍)	43.45	25.56	19.28	7.06	-3.07	--
经营现金流流动负债比 (%)	-67.40	31.15	-63.85	-65.46	-12.13	--

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

沪深交易所分别发布债券质押式协议回购风险控制业务指引

2022年12月30日，沪深交易所分别发布债券质押式协议回购风险控制业务指引，明确投资者管理要求、细化委托及申报要素、加强协议回购存续期风险管理、明确参与机构内部风险控制机制具体要求等，有助于进一步完善债券质押式协议回购交易机制，强化业务风险防控，推动协议回购业务健康发展。

(摘自证券日报, 2022年12月30日)

沪深交易所分别发布资产支持证券业务规则指引

2022年12月30日，沪深交易所分别发布资产支持证券业务指引，规范交易所资产支持证券的发行。其中，上交所制定了发行准入标准、信息披露、分类审核和特定品种4项业务规则，明确了资产支持证券的信息披露要求、基础资产准入标准、项目分类分层监管机制和特定品种资产支持证券的认定标准、信息披露和中介机构核查要求等；深交所制定了分类审核和特定品种2项业务指引，明确了

审核的适用标准和审核措施，规范特定品种资产支持证券的标识使用、信息披露要求等。上述政策的发布有助于进一步完善资产支持证券的审核机制，提升债券市场服务实体经济的能力。

(摘自证券日报, 2022年12月30日)

深交所启动大湾区债券平台跨境债券挂牌业务试点

2022年12月16日，为助力债券市场高水平对外开放，更好服务粤港澳大湾区建设深交所发布《大湾区债券平台跨境债券挂牌业务试点指引》，明确启动大湾区债券平台跨境债券产品挂牌服务试点工作，大湾区债券平台定位于跨境债券的信息披露及相关服务，试点范围为在中国香港地区面向专业机构投资者发行的离岸人民币债券产品，且发行人应为中国政府类发行人以及优质企业类发行人。试点阶段，挂牌债券发行人将通过平台进行持续信息披露，平台还将为发行人等用户提供线上路演及线上会谈等相关服务支持。

(摘自深交所官网, 2022年12月16日)

北交所发布政府债券交易业务规则

2023年1月30日，为规范政府债券交易行为，保护投资者合法权益，进一步畅通债券市场互联互通机制，北交所制定并发布了《北京证券交易所政府债券交易细则》，明确了交易债券范围、参与主体、交易方式等事项。在各项准备工作全面就绪后，北交所将正式启动政府债券交易。

(摘自北交所官网, 2023年1月30日)

证券业协会修订负面清单指引

2022年12月9日，为防范非公开发行公司债券业务风险，中国证券业协会发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引（2022年修订）》。修订的主要内容包括：衔接上位法作出部分适应性调整，删除了担保公司、小额贷款公司的最低外部评级要求，弱化投资者对外部评级依赖，强化“买者自负”意识；强化发行人承诺约束力，将“擅自违反前次公司债券申请文件中所作出的承诺，尚未完成整改的”纳入负面清单管理。

(摘自中国证券报, 2022年12月9日)

市场动向

Market Trends

全国首单金融机构ESG自贸区离岸债券发行

2022年12月8日,交银金融租赁有限责任公司全资控股的交银租赁管理香港有限公司发行全国首单金融机构、首单ESG自贸区离岸债券(明珠债),本次发行规模24亿元人民币,创今年自贸区离岸债券发行规模最高,期限3年,票面利率2.9%,创价格新低。本次募集资金将用于公司符合可持续金融框架的绿色和社会责任相关项目和资产。本单债券发行实现三大“首创”。一是首单金融机构自贸区债,作为首家在上海自贸区发行人民币债券的金融机构,将推进自贸区债市参与主体实现多元化;二是首次引入绿色及可持续挂钩理念,是落实国家绿色发展战略,发行的首单金融机构ESG自贸区债;三是首单双市场挂牌上市的金机构自贸区债,债券在新加坡交易所和澳门交易所两地上市。

(摘自金融时报, 2022年12月9日)

证券公司首单碳中和绿色债券发行

2022年12月13日,海通证券发行碳中和绿色债券,发行规模

27亿元,债券期限372天,票面利率2.90%,是证券公司发行的首单专项用于碳中和的绿色公司债券。本期绿色债券的募集资金在扣除发行费用后,全部用于偿还绿色项目贷款,预计年节能量达143.41吨标准煤,年二氧化碳减排量约为381.47吨,具有良好的碳减排环境效益。

(摘自中国证券报, 2022年12月18日)

全国首支乡村振兴碳排放权担保债券注册

2022年12月26日,吉电股份2022年度第一期碳排放权资产担保债务融资工具成功注册,为全国首支“乡村振兴碳排放权担保债券”。本期债券注册金额10亿元,债券募集资金计划用于安徽凤台县等地户用光伏项目的建设和运营,项目建设运营期间还将为农户提供施工及运维等就业岗位。本次注册,增创了我国碳排放权担保债券的资金用途类型,拓宽了脱贫地区新能源项目建设运营资金来源,是社会资金服务国家乡村振兴战略的又一重要实践。

(摘自东方财富网, 2022年12月27日)



全国首单社会责任债券发行

2022年12月28日,中国圣牧有机奶业有限公司完成全国首单社会责任债券发行,发行本金额为人民币1亿元,期限90天,募集资金帮助低收入群体获得工作机会和稳定收入。本期超短期融资券为中国境内首单成功发行的社会责任债券,同时也是首单配售信用风险缓释凭证(CRMW)的民营企业熊猫债。该笔债券是社会责任熊猫债的创新落地,有助于推动企业转型升级,引导金融资源支持社会可持续发展。

(摘自中国经营报, 2022年12月28日)

评级小贴士

关于科技创新公司债券的一些基础知识

什么是科技创新公司债券？

科技创新公司债券是指由科技创新领域相关企业发行，或者募集资金主要用于支持科技创新领域发展的公司债券。

发债主体范围？

支持科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类四类发行人，涵盖了从孵化类“播种”、到中小科创类以及亟需产业升级的大型成熟企业。

关于募集资金用途有哪些规定？

科创升级类、科创投资类和科创孵化类发行人，募集资金投向科技创新领域的比例应当不低于70%，其中用于产业园区或孵化基础设施相关用途比例不得超过30%。

发行人募集资金可以通过下列方式投向科技创新领域：（一）用于科技创新领域相关的研发投入；（二）用于科技创新领域相关项目的建设、并购、运营等支出；（三）对科技创新企业进行权益出资；（四）用于建设科技创新领域研发平台和新型研发机构；（五）其他符合要求的方式。

同时，发行人可以使用募集资金对发行前12个月内的科技创新领域相关投资支出进行置换，鼓励将回收资金用于新的科技创新领域投资，形成投资良性循环。

资料来源：上海证券交易所《关于发布〈上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第4号——科技创新公司债券〉的通知》

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

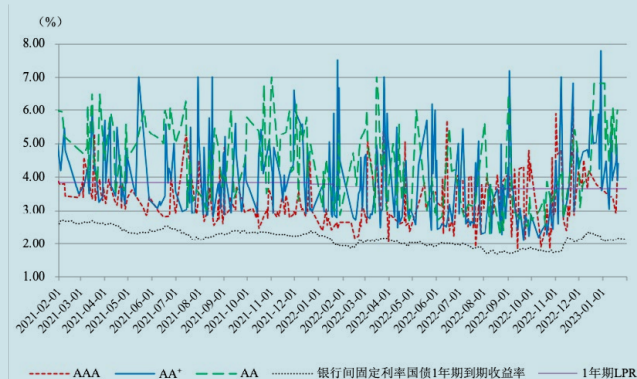
2022年12月至2023年1月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，12月央行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放约5000亿元的长期低成本资金；实施逆回购共计53840.00亿元，逆回购到期34780.00亿元，实现净回笼19060.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作14290.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）12000.00亿元，实现净投放2290.00亿元。在此背景下，2023年1月，1年期短融和7年期企业债的平均发行利率（4.45%和5.39%）均较2022年12月（4.68%和5.42%）有所下降；3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（4.25%和4.09%）均较2022年12月（3.70%和3.10%）有所上升。

表1 2022年12月—2023年1月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2022年12月	2023年1月	2022年12月	2023年1月	2022年12月	2023年1月	2022年12月	2023年1月
AAA	3.96	3.53	3.59	3.86	3.10	4.09	5.10	4.29
AA+	5.13	4.23	4.33	4.66	--	--	6.90	7.05
AA	4.36	5.46	--	5.00	--	--	6.50	--
平均发行利率	4.68	4.45	3.70	4.25	3.10	4.09	5.42	5.39

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

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2022年12月至2023年1月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈先升后降态势。2023年1月，AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（5.46%）较2022年12月（4.36%）有所上升，AAA级和AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.53%和4.23%）均较2022年12月（3.96%和5.13%）有所下降。

2022年12月至2023年1月，交易所国债3年期到期收益率呈小幅波动态势。2023年1月，3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率（3.86%和4.66%）均较2022年12月（3.59%和4.33%）有所上升。

2022年12月至2023年1月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈小幅波动态势。2023年1月，5年期AAA级中期票据的平均发行利率（4.09%）较2022年12月（3.10%）有所上升。

2022年12月至2023年1月，银行间固定利率国债7年期到期收益率呈小幅波动态势。2023年1月，7年期AAA级企业债的平均发行利率（4.29%）较2022年12月（5.10%）有所下降，AA+级企业债的平均发行利率（7.05%）较2022年12月（6.90%）有所上升。

当前，在经济修复仍不稳固的背景下，央行坚持稳中求进工作总基调，“总量+结构”工具持续发力，保持流动性合理充裕。展望后市，稳健货币政策更加注重结构工具使用，进一步向重点领域、薄弱环节倾斜，预计市场流动性继续保持合理充裕，实体经济融资成本继续稳中有降。■

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

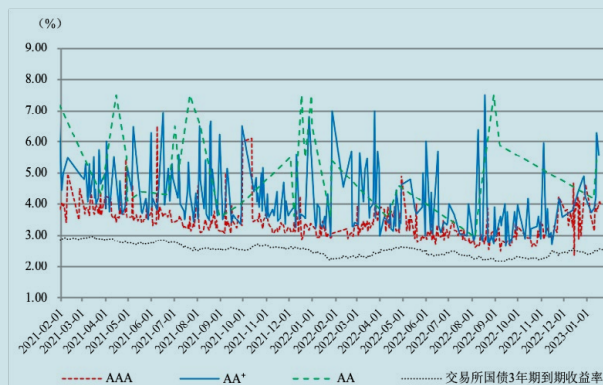


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

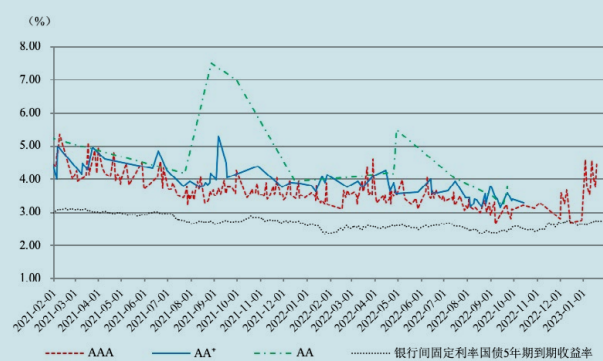
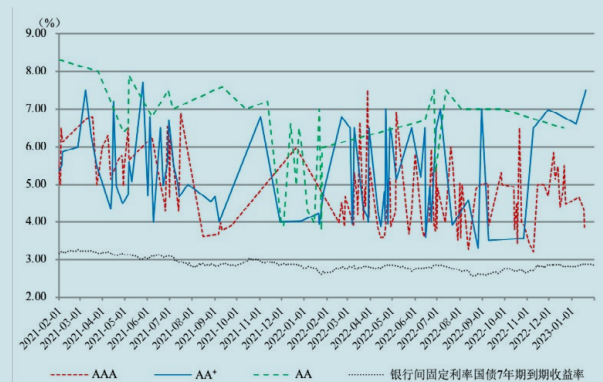


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2019—2022年我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2019年	2020年	2021年	2022年	
				数值(万亿元)	同比
GDP	6.0	2.2	8.1	121.02	3.0
规模以上工业增加值	5.7	2.8	9.6	--	3.6
固定资产投资总额(不含农户)	5.4	2.9	4.9	57.2	5.10
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	44.0	-0.20
出口总额	5.0	4.0	21.2	24.0	10.5
进口总额	1.7	-0.2	21.5	18.1	4.3
CPI	2.9	2.5	0.9	--	2.0
PPI	-0.3	-1.8	8.1	--	4.1
社会融资规模存量	10.7	13.3	10.3	344.2	9.6
M2余额	8.7	10.1	9.0	266.4	11.8
人民币贷款余额	12.3	12.8	11.6	214.0	11.1

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

资料来源: Wind, 联合资信整理

2020—2023年1月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2020年	2021年	2022年	2023年1月	2023年1月同比(%)	2020年	2021年	2022年	2023年1月	2023年1月同比(%)
政府债	2024	2148	2329	91	-37.67	140690.98	136632.90	172418.49	7831.17	-31.07
国债	176	159	182	8	-11.11	76252.85	61816.60	98852.70	2810.00	-43.00
地方政府债	1848	1989	2147	83	-39.42	64438.13	74816.30	73565.79	5021.17	-21.92
央行票据	12	12	12	1	0.00	610	600.00	600.00	50.00	0.00
同业存单	28610	29909	25805	1555	-23.55	189719.8	217761.60	204969.90	10572.20	-6.13
金融债	1735	1921	1729	63	-51.16	89717.21	90932.66	92992.16	2178	-75.28
政策银行债	790	874	827	27	-50.00	50997.7	52459.50	56906.90	1416.00	-75.43
商业银行债	84	103	159	0	--	6754.8	7710.55	12062.17	0.00	--
商业银行次级债券	126	145	139	2	-84.62	12636.9	12025.73	11941.55	60.00	-95.62
保险公司债	21	19	11	0	--	780	539.00	224.50	0.00	--
证券公司债	358	449	347	20	-47.37	8742.81	10962.38	7109.74	417.00	-58.01
证券公司短期融资券	295	269	223	14	-6.67	7983	5937.00	3988.30	285.00	23.91
其它金融机构债	61	62	23	0	--	1822	1298.50	759.00	0.00	--
企业债	389	489	487	16	-67.35	3949.49	4379.80	3703.30	165.60	-49.83
公司债	3622	4047	3653	226	-39.57	33729.14	34428.73	30981.21	1512.1	-51.33
一般公司债	1213	1422	1395	35	-74.64	15248.07	16382.13	14763.09	342.98	-78.33
私募债	2409	2625	2258	191	-19.07	18481.07	18046.60	16218.12	1169.12	-23.28
中期票据	2119	2555	2659	122	-52.53	23469.92	25389.65	28059.30	1106.19	-57.86
短期融资券	4847	5147	4995	426	-25.13	50045.43	51940.71	49824.48	4346.71	-24.17
一般短期融资券	513	582	558	55	-21.43	4924.78	5234.78	5150.30	388.10	-23.66
超短期融资债券	4334	4565	4437	371	-25.65	45120.65	46705.93	44674.18	3958.61	-24.22
定向工具	1021	1399	1102	96	-43.20	7071.85	8605.83	6784.21	607.91	-47.12
国际机构债	5	9	5	1	0.00	120	175.00	165.00	10.00	-66.67
政府支持机构债	15	20	25	2	--	1730	1900.00	2760.00	200.00	--
资产支持证券	5485	5882	4511	220	-35.67	29069.72	31437.21	20106.03	886.14	-40.71
交易商协会ABN	1092	1408	831	34	-56.41	5096.96	6455.17	4624.28	111.13	-69.42
银保监会主管ABS	522	586	379	12	-36.84	8230.48	8827.98	3556.86	172.91	-35.81
证监会主管ABS	3871	3888	3301	174	-28.98	15742.28	16154.06	11924.89	602.10	-30.13
可转债	219	119	148	3	-50.00	2778.27	2828.47	2190.13	35.31	-65.21
可交换债	42	34	36	1	--	461.39	436.60	422.94	20.00	--
项目收益票据	3	8	0	0	--	24	49.30	0	0	--
标准化票据	57	1	0	0	--	61.18	0.50	0	0	--
合计	50205	53700	47496	2823	-30.76	573248.38	607498.96	615977.15	29521.33	-35.90

注: 本表统计口径为Wind中截至2023年2月17日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2022年及之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind



联合赤道环境评价有限公司简介

联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）成立于2015年，是国内最大的信用信息服务机构之一“联合信用管理有限公司”的控股子公司，始终专注于绿色金融与可持续发展领域服务，是具有“绿色金融+节能环保+环境检测”多重专业技术优势的第三方评估认证机构。

联合赤道以“塑天地之本源，传人类之文明”为使命，借鉴“赤道原则”理念，以环保专业人才队伍为核心，以成为绿色金融与可持续发展咨询领域领军企业作为公司的战略愿景，为市场提供商业银行绿色金融债咨询、信贷客户赤道原则评估、绿色债券评估认证、企业主体绿色评级、社会责任咨询、地方政府绿色金融咨询、绿色企业绿色项目评估等绿色金融咨询业务。

联合赤道凭借专业全面的技术实力、强大的环保专家

人才团队、积极探索的创新精神，创新研究并发布国内首个“主体+债项”完整绿色认证方法体系，得到了国内监管部门和中国金融学会绿色金融专业委员会的高度认可。联合赤道是中国人民银行研究局绿色金融标准工作组成员单位、中国金融学会绿色金融专业委员会的理事单位，具备绿色金融评估认证领域的国际国内权威资质。联合赤道在国内绿色债券评估认证市场占有率持续领先，企业主体绿色评级业务得到认可，工商银行环境压力测试等课题受到广泛关注。联合赤道是中国绿金委绿色项目数据库建设的牵头第三方机构，也是国家发改委指定的唯一环境信用体系建设的第三方服务机构，依托兼容、环保大数据平台，自主开发了绿色金融服务平台。联合赤道已成为国内首批被广泛认可的绿色金融评估认证机构之一。



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