

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 AUGUST

2023上半年债券市场发展报告

2023上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望

2023上半年城投债市场回顾与展望



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可 不得转载



联合资信评估股份有限公司

联合资信评估股份有限公司（简称“联合资信”）前身为成立于2000年的联合资信评估有限公司，2020年9月17日更为现名。联合资信是目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一，总部设在北京，股东为联合信用管理有限公司、Feline Investment Pte. Ltd.（其为新加坡政府投资公司—GIC的全资下属公司）和海南联信嘉禾管理咨询合伙企业（有限合伙）。

公司经营范围包括：信用评级和评估、信用数据征集、信用评估咨询、信息咨询；提供上述方面的人员培训。目前开展的主要业务包括对多边机构、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级。

联合资信已经完成向中国人民银行和中国证券监督管理委员会备案，取得国家发展和改革委员会和中国银行保险监督管理委员会认可，是中国银行间市

场交易商协会会员单位，具有从事银行间市场、交易所市场的资信评级业务资格。

联合资信拥有一支团结、高效、专业、具有高度责任感的管理团队和专业分析师队伍，服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，在国内信用评级行业树立了良好的社会形象，赢得了市场参与方的广泛肯定，在历次银行间市场参与者对评级机构的评价活动中名列前茅。联合资信将秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，致力于为投资者提供独立、客观、公正的信用评级服务，为投资者的投资决策提供重要参考；真诚、努力地为发行人、委托人提供信用评级服务，拓展融资渠道、降低融资成本；致力于为金融债券市场及时揭示信用风险，提供信用风险信息，促进金融债券市场健康发展；致力于研究信用风险运行规律，努力为我国市场经济乃至世界社会经济发展做出重要贡献。



联合资信公众号



投资人服务专享

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

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

联合

Lianhe Credit Research

信用研究

主办单位 Sponsors

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

张岩 Zhang Yan

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

市场部门联系人

Marketing Department Contact

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang

13301118401 | maxj@lhratings.com

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务热线

Investor Service Hotline

陈家林 Chen Jialin

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2023 August

目录

特别策划 Feature

- 1** 2023年上半年债券市场发展报告
联合资信 董欣焱 郝帅
- 11** 半年发行慢于同期 后续规模或将放量
新背景下特殊再融资债券再次发行预期升温
——2023上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望
联合资信 张建飞 杨晓薇 王晓喧
- 19** 发行有所改善，一揽子化债提振市场
——2023上半年城投债市场回顾与展望
联合资信 刘亚利 胡元杰 张丽斐 郭欣宇

宏观研究 Macroeconomic Research

- 24** 债务上限危机暂时平息，但美国仍面临短期流动性风险及
经济衰退压力
联合资信 程泽宇
- 27** 央行降息释放稳增长信号
联合资信 刘东坡
- 29** 经济运行整体向好，恢复势头仍需呵护
——2023宏观经济信用观察半年报
联合资信 吴玥 刘东坡

行业研究 Industry Research

- 36** 我国上市银行财务表现稳健向好，服务实体经济质效持
续提升
联合资信 艾仁智 韩夷 陈绪童 郭嘉喆
- 43** 建筑施工行业或将维持中低速增长态势，行业集中度
将持续提升——建筑施工行业2023年一季度观察报告
联合资信 高志杰 张雪婷 王治 闫蓉 何泰 杨柳 陈佳琪 王默璇
- 51** 化工和钢铁两大基础性产业复苏或将继续放缓
联合资信 马顺福 刘东坡

债券市场 Bond Market

- 54** 离岸债券系列研究之一：揭秘自贸区债券
联合资信 张敏
- 62** 2023年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望析
联合资信 董欣焱 刘晓光 薛逸竹 郝帅 林青

专项研究 Monograph

- 69** 中央政治局会议七大关注点
联合资信 刘东坡

- 71** 《商业银行金融资产风险分类办法》的解读及案例分析
联合资信 张哲铭 梁新新

- 76** 中国特色ESG将成为“中特估”的加速器
联合资信 徐阳

信用风险 Credit Risk

- 82** 信用风险事件统计
- 83** 违约案例 佳源创盛控股集团有限公司

政策资讯 Policy & Information

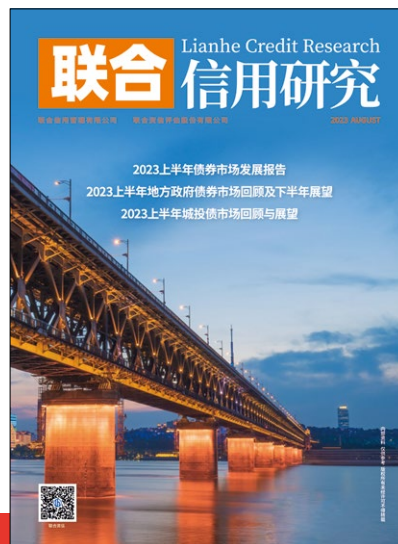
- 86** 政策指南
- 87** 市场动向

市场数据 Market Data

- 88** 债券发行利率走势
- 90** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 53** 关于混合型科创票据的一些基础知识



2023年上半年债券市场发展报告

文 | 联合资信 董欣焱 郝 帅

一、债券市场政策回顾

2023年上半年,外部环境更趋复杂严峻,国际经济贸易投资放缓,通胀高位,发达国家央行政策紧缩效应持续显现,国际金融市场波动加剧,我国经济运行整体回升向好,但内生动力不强,需求驱动仍不足。在此背景下,监管部门出台多项举措,继续推动乡村振兴、科技创新等领域债券定向扩容,推动债券市场统一监管,深化注册制改革,完善债市体制机制,推进债券市场互联互通,持续加强债券市场信用风险管控。总体来看,我国债券市场高质量发展稳步推进,对实体经济的服务质效持续提升。

推动债券市场定向扩容,支持乡村振兴、科技创新等领域债券发行

推动乡村振兴领域债券发行。2023年6月16日,央行发布《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》,鼓励符合条件的企业发行公司债券、短期融资券、中期票据、资产支持证券、资产支持票据、乡村振兴票据等用于乡村振兴。积极支持符合条件的国家种业阵型企业、农业科技创新企业上市、挂牌融资和再融资。鼓励金融机构发行“三农”、小微、绿色金融债券,拓宽可贷资金渠道。意见的发布有助于满足乡村振兴领域企业的融资需求,促进乡村振兴领域债券的发行。

支持科技创新企业融资。2023年4月28日,证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》,提出:一是优化融资服务机制,实行科创企业“即报即审、审过即发”的“绿色通道”政策,允许符合条件的科创企业参

照适用知名成熟发行人制度,大幅缩短科创债审核注册时限,提升科创债全链条业务服务质效等。二是扩大科技创新资金供给,持续发挥中央企业示范引领作用,加大对优质企业发行科创债的支持力度,推动科技创新领域企业发行REITs。三是提升科创债交易流动性,将优质企业科创债纳入基准做市品种,研究推出科创债ETF,给予优质科创债通用质押式回购融资最高档折扣系数等。方案的发布有助于提高科创债的发行效率,推动科技创新领域债券进一步扩容。

支持住房租赁债券发行。2023年2月24日,央行发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》(征求意见稿),指出支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券,筹集资金专门用于增加住房租赁开发建设贷款和经营性贷款的投放。支持住房租赁企业发行债务融资工具、公司债券、企业债券,专项用于租赁住房建设、购买和经营。鼓励优化债券发行流程,提高住房租赁债券发行效率,为住房租赁企业提供融资便利。住房租赁企业持有运营的租赁住房具有持续、稳定现金流的,可将物业抵押作为信用增进,发行住房租赁担保债券,并将住房租赁担保债券纳入债券管理框架。2023年6月16日,央行在《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》中指出,鼓励运用信贷、债券、资产支持证券等方式,支持专业化、规模化住房租赁企业发展,依法合规加大对新市民等群体保障性租赁住房建设融资支持力度。上述政策的发布有助于提高住房租赁债券的发行效率,推动住房租赁债券进一步扩容。

提升非金融企业债务融资工具服务质效。2023年6月29日,交易商协会发布《关于进一步提升债务融资工

具融资服务质效有关事项的通知》指出：一是加大对重点领域的支持力度。进一步提升民营企业发债便利，用好“第二支箭”，聚焦现代产业体系建设、区域协调发展、乡村振兴等领域，提高项目评议服务效率。二是拓展储架式注册发行适用范围。将储架式注册发行拓展至债务融资工具各类品种，新老项目同时适用优化安排，帮助企业提高融资便利性、降低融资成本。三是进一步推进产品和服务创新。通过机制模式及产品创新，更好服务绿色发展、资产盘活、科技创新，满足市场成员多元化投融资需求。四是便利投资交易、加强一二级联动。鼓励主承销商创设信用风险缓释工具，延伸业务链条。鼓励做市，支持开展回购交易等。通知的发布有助于进一步优化完善非金融企业债务融资工具市场融资服务机制，推动民营、乡村振兴、科技创新、绿色等领域非金融企业债务融资工具的发行。

支持企业资产证券化市场创新发展。2023年6月30日，交易商协会发布《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能 增强服务实体经济发展质效的通知》，提出强化战略功能、强化创新引领、强化重点支持、强化市场规范、强化市场培育和强化自律服务“六个强化”。指出鼓励各类结构化产品创新，大力推进银行间类REITs，重点支持租赁住房、能源、公用事业、交通运输等领域；持续推动ABCP深化发展，盘活应收账款等债权类资产；积极推进CB试点，支持不动产、土地使用权等多种资产类型，创新交易结构，引入信托计划等破产隔离载体。通知同时指出，支持科技型企业使用专利权、商标权等存量知识产权为标的资产，以知识产权质押贷款等多种模式开展证券化融资。鼓励民营和中小微企业发行银行间企业资产支持证券。支持不动产、基础设施等重点领域开展证券化融资，聚焦国家重大区域、债务压力较大地区等重点区域投资融资发展。通知的发布有助于进一步加大对企业资产证券化市场创新发展的支持力度，助力企业盘活存量资产，为科技型企业提供多元化的融资渠道，推动银行间企业资产支持证券进一步扩容。

进一步完善债市体制机制

推动债券市场统一监管。2023年3月16日，中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，将发改委的企业债券发行审核职责划入证监会，由证监会统一负责公司（企业）债券发行审核工作。2023年4月18日，证监会、发改委联合发布《中国证监会 国家发展改革委关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排的公告》，明确设置6个月过渡期，过渡期内企业债券受理审核、发行承销、登记托管等安排保持不变；公告明确过渡期内，证监会履行企业债券发行注册职责，中央结算公司、交易商协会已受理未注册的企业债券申请，报证监会履行发行注册程序。企业债发行审核权划入证监会后，意味着国内信用债发行管理部门，从发改委、证监会、交易商协会三大机构，演变到证监会和交易商协会两大机构。发行人在三大债券品种间进行监管套利的空间将逐步压缩，有助于推动债券市场统一监管。

深化注册制改革。2023年6月20日，证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》，在优化债券审核注册体系方面，指出强化以偿债能力为重点的信息披露要求，优化审核注册流程，完善全链条监管制度安排，加强质量控制和廉政风险防范。在压实发行人和中介机构责任方面，指出强化偿债保障要求，加强募集资金管理，实施发行人分类监管和压实中介机构责任。在强化债券存续期管理方面，指出加强日常监管，健全债券违约风险处置机制。在依法打击债券违法违规行方面，指出加强债券市场稽查执法力度，完善投资者保护制度安排。指导意见的发布有助于进一步提高债券发行审核注册工作的制度化、规范化和透明化水平，推动债券市场高质量发展。同日，证监会发布《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》，提出强化承销受托业务执业规范，提升证券服务机构执业质量，强化质控、廉洁要求和投资者保护，依法加强监管以及完善立体追责体系。有助于督促中介机构归位尽责，持续提高注册制下中介机构债券业务的执业质量，深化债券注册制改革。

加强债券发行管理。2023年6月19日，交易商协会

发布《关于进一步加强银行间债券市场发行业务规范有关事项的通知》，提出三方面工作举措：一是，引导完善市场化利率形成机制，明确要求发行人不得干扰发行定价、不得违规指定价格。二是，提升簿记建档操作规范化、透明度。三是，强化信息披露，规范余额包销。通知要求发行情况公告中披露主承销商余额包销情况等。通知的发布有助于规范债券市场的发行乱象，限制金融机构的恶性竞争，进一步推动债券规范化发行。

加强央企债券发行管理。2023年5月6日，国资委印发《中央企业债券发行管理办法》重点在完善工作体系、优化审批程序、强化过程管理、加强风险防控等四个方面作出规定：一是着力健全债券发行管理工作体系，二是着力提高债券发行审批效率，将过去中央企业债券发行“一事一批”的方式改为实行年度计划管理。三是着力提升债券发行全流程管理水平，四是着力防范债券违约风险。办法的出台，有助于提高央企发行债券融资的审核效率，推动科技创新债券等创新品种的发行，同时，有利于进一步提升债券发行全流程管理水平、防范债券违约风险。

完善债券交易制度。2023年1月5日，深交所发布《深交所发布深圳证券交易所债券交易业务指南第4号——债券交易及配套安排》，增加了债券市场参与主体、选择结算方式、交易解除及合并申报等内容，进一步完善了深交所债券交易的制度安排。同日，深交所发布《深圳证券交易所债券交易业务指南第7号——债券做市》，新增了固定收益业务品种专区债券做市功能上线后的业务操作流程及合并申报等内容，进一步优化债券做市商业务申请及管理流程，便利做市商规范开展做市业务，提高债券市场流动性。

规范企业资产证券化业务。2023年3月16日，交易商协会发布《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》（以下简称《业务规则》）和《银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引》（以下简称《信息披露指引》），《业务规则》从四方面进行了优化完善：一是将产品指引升级为业务规则，涵盖ABN、ABCP、类REITs等产品，并

覆盖注册、发行、存续期全环节，明确存续期管理机构角色及职责；二是建立分层次的信息披露机制，提升信息披露及时性、有效性，规范各参与机构权利义务，强化主体责任和履职意识；三是完善投资者保护安排，细化持有人会议召开、表决、回避等相关要求，强化投资人权益保护；四是优化业务流程，明确豁免备案情形，完善主承销团机制，拓宽参与机构类型，提升注册发行便利性，充分激发市场活力。《信息披露指引》以《业务规则》为上位规则，主要内容包括三个方面：一是明确四类信息披露义务人及其披露内容，厘清相关机构职责；二是聚焦资产信用，细化基础资产与现金流披露要求，提出基础资产逐笔披露原则性要求，引导市场回归资产信用的本源；三是对发起机构、重要债务人等重要主体建立分层信息披露安排，体现差异化与灵活性。《业务规则》和《信息披露指引》是企业资产证券化基础性制度，有助于推动银行间企业资产支持证券市场标准化、规范化发展。

支持保险资管开展资产证券化业务。2023年3月3日，证监会指导交易所制定《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》，明确了保险资产管理公司申请开展ABS业务的制度机制安排。同日，沪深交易所分别发布《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第5号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第4号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》，将保险资管纳入到企业ABS的管理人范围，有助于丰富参与机构形态，畅通基础设施资产入市渠道，增强市场活力，也有助于引导保险资金参与ABS市场，推动ABS市场平稳健康发展。

规范绿色债券发行。2023年3月14日，上交所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——特定品种公司债券（2023年修订）》，进一步规范绿色公司债券申报及存续期管理等相关活动，参照《中国绿色债券原则》关于绿色公司债券相关要求，将绿色债券募集资金用途调整为100%用于绿色项目，此次修订后，上

交所与深交所对于绿色债券募集资金用途的规定趋于一致,有助于防止“漂绿”行为,进一步提高绿色债券纯度,增加我国绿色债券在国际债券市场的吸引力。

完善可转债规则。2023年6月16日,深交所发布《关于完善可转换公司债券投资者适当性管理相关事项的通知》,指出会员应当建立可转债投资者适当性管理制度,评估投资者的风险认知程度和承受能力,向投资者全面介绍可转债特征和制度规则,充分揭示投资风险。同时明确个人投资者参与向不特定对象发行的可转债申购、交易的条件以及个人投资者参与处于退市整理期尚未摘牌的向不特定对象发行的可转债买入交易的条件。有助于进一步完善可转债市场的运行规则,保护投资者的合法权益。

推动信用评级行业高质量发展

取消ABN的强制评级要求。2023年3月16日,交易商协会在发布的《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》和《银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引》中取消了发行ABN的强制评级要求。早在2021年8月,交易商协会已发布《关于取消非金融企业债务融资工具信用评级要求有关事项的通知》,取消了企业注册发行债务融资工具需披露信用评级报告及跟踪评级安排的要求,此次取消ABN的强制评级要求,有助于推动监管标准的统一,进一步降低评级依赖。

提高评级机构执业质量。2023年6月20日,证监会在《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》中指出,提高评级机构执业质量,评级机构应当加强评级方法体系建设,逐步构建以违约率为核心的评级质量验证机制,每年对评级方法模型及代表企业进行检验测试,持续完善公司治理,加强内部控制和监督机制,健全防火墙机制,坚守专业性、独立性原则,充分发挥评级的事前预警功能,切实提升评级业务质量,指导意见与央行等五部委发布的《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》要求保持一致,有助于进一步压实评级机构的责任,提高评级机构的执业质量,推动信用评级行业高质量发展。

推进债券市场互联互通

2023年4月28日,人民银行发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》,此次发布的办法适用于“北向互换通”,即境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排,参与内地银行间金融衍生品市场。办法明确,“北向互换通”境外投资者现阶段可在银行间市场开展符合集中清算要求的人民币利率互换交易。办法的发布有助于规范内地与香港利率互换市场互联互通合作相关业务,完善境外投资者的风险对冲工具,保护境内外投资者合法权益,维护利率互换市场秩序。

加强债券市场信用风险管控

加强地方政府债务风险管控。一是支持山东新旧动能转换。2023年2月14日,银保监会发布《关于印发银行业保险业贯彻落实<国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见>实施意见的通知》,指出防范化解重大金融风险,确保山东金融稳健运行,具体包括: **强化金融风险监测分析**,密切关注大企业担保圈、产能过剩行业、企业债券违约等领域风险,及时防控和化解风险,防止风险交叉、蔓延; **稳妥有序推进中小金融机构改革化险**,支持开展山东中小法人银行风险资产清收处置攻坚行动,用好地方政府发行专项债补充中小银行资本政策; **加强重点领域风险防控**,指导银行机构完善大型企业债务融资监测预警机制,提前制定接续融资和债务重组预案,积极配合地方推进重点企业风险化解,确保重点企业风险和担保圈风险一体化处置,以及积极配合化解地方政府债务风险。通知的发布有助于修复市场情绪,降低区域融资成本,防范化解区域债务风险。二是防范财政风险。2023年3月20日,财政部发布《2022年中国财政政策执行情况报告》,指出2023年将继续严肃财经纪律,切实防范财政风险,遏制地方政府隐性债务增量,稳妥化解存量,坚决制止违法违规举债行为,加强对融资平台公司的综合治理,牢牢守住不发

生系统性风险的底线。报告的发布表明地方政府隐性债务“控增化存”的监管主线并未发生改变,有助于进一步规范地方政府举债行为,加强地方政府债务风险管控,防范化解地方政府债务风险。**三是压实地方政府主体责任。**2023年6月16日,央行在《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》中指出,推进农村信用体系建设,鼓励各地建立恶意逃废金融债务“黑名单”,营造良好区域金融生态环境。严格落实地方党委和政府主体责任,严禁新增政府隐性债务,有助于加强地方政府债务风险管控,打击“逃废债”行为。

加强企业外债发行管控。2023年1月,发改委发布《企业中长期外债审核登记管理办法》,正式确立外债的发行回归审核登记制,2月9日,发改委官网更新了企业借用中长期外债审核登记办事指南常见问答,明确了相应细则。办法科学划定管理范围,做到监管全覆盖,强化外债募集资金用途管理,切实服务实体经济发展,细化审核登记程序,提高透明度和便利性,创新和丰富事中事后监管,引导企业加强外债风险管理。新规的发布有助于促进企业境外融资健康有序开展,提高中长期外债资金使用效益,有效的防范外债风险。

加强存续期管理和信息披露。银行间市场,2023年4月20日,交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期业务规则》约束促进各方归位尽责。一是明确发行人是存续期工作的第一责任主体;二是按照“为谁服务、对谁负责”的原则区分主承销商与受托管理人的存续期职责差异;三是增强存续期工作机制灵活性,满足市场多元化需求。四是丰富交易商协会存续期自律管理的制度工具,搭建了违约、违规行为分类处理机制,牢牢守住风险与合规底线。规则的发布有助于进一步清晰界定各类参与主体的职责定位、工作内容和权利义务,保护投资者的合法权益。**交易所市场,**2023年5月5日,上交所发布《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第1号——公司债券持续信息披露(2023年修订)》,主要修订了四方面内容:一是优化整合前期信息披露规范要求;

二是聚焦风险导向、优化披露标准,新增可能导致公司信用类债券加速清偿、成立金融机构债权人委员会等披露事项等;三是进一步强化信息披露规范性要求,明确发行人及其关联方境内外信息同步披露标准等;四是明确破产环节和市场化重组的披露要求,充分考虑主体破产、被托管或接管情况下的披露要求等。同日,深交所发布《公司债券存续期监管业务指引第1号——定期报告》(以下简称《定期报告指引》)和《公司债券存续期监管业务指引第2号——临时报告》(以下简称《临时报告指引》),《定期报告指引》进一步细化了定期报告披露要求,强化发行人整体经营情况和风险水平揭示,突出重大变化分析,并明确发行人进入破产或市场化重组程序的披露要求。《临时报告指引》一是进一步优化了信息披露框架,二是以风险揭示为导向,强化了发行人的信息披露要求,三是专章规范破产和市场化重组程序的披露要求,四是专章明确了增信主体重大事项信息披露要求,五是专章明确专业机构履责事项信息披露要求。整体来看,监管进一步优化债券存续期信息披露管理,有助于更好的揭示债券的信用风险,加强债券市场信用风险管控。

二、债券市场整体情况

利率债

1. 利率债收益率总体呈现波动下行态势

2023年上半年,我国国债收益率总体呈现波动下行态势。第一阶段,年初至春节前后,经济强修复预期叠加资金收敛,10年国债收益率小幅波动上行至2.9%附近,第二阶段,春节后至3月初,信贷“开门红”但结构性问题突出,10年国债收益率窄幅震荡。第三阶段,3月初至6月底,经济弱复苏持续得到验证,降息预期升温,配置力量加强,10年国债收益率小幅下行至2.6%附近(见图1)。

2. 地方债靠前发力,但力度不及去年同期,利率债发行总量同比有所下降

2023年上半年,债券市场共发行利率债10.80万亿

元,同比减少10.14%。其中,国债发行3.90万亿元,发行规模同比增长7.28%。地方政府债发行前置,但上半年发行力度不及去年同期。政策性银行债发行量同比有所下降。截至2023年6月末,我国债券市场利率债品种存量规模为87.41万亿元,较上年末增长5.31%(见表1)。

信用债

1. 主要信用债发行利率均有所上行

2023年上半年,市场流动性整体保持合理充裕,AAA级主体所发1年期短融、3年期公司债、3年期中票、5年期中票和5年期企业债的平均发行利率分别为3.65%、3.44%、3.43%、3.43%和3.73%,较上年(3.05%、3.04%、3.01%、2.97%和3.50%)均有不

同程度增长(见图2)。整体来看,货币政策向中性回归,主要信用债发行利率有所上行。

2. 信用债发行情况

2023年上半年,信用债¹发行规模达到9.32万亿元,较上年同期增长2.29%。其中,超短期融资券、公司债²、一般中期票据和资产支持证券³的发行规模占比分别为7.36%、5.79%、4.09%和2.61%,为发行规模占比居前的信用债品种。

(1) 城投债融资环境回暖,非金融企业债券发行量显著回升

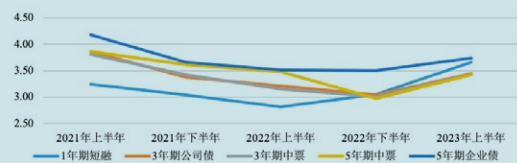
2023年上半年,非金融企业所发债券的发行期数和规模同比均有不同程度增长。其中,超短融、私

图1 2023年上半年10年期国债利率走势(%)



资料来源: Wind

图2 2021—2023年上半年典型券种发行利率走势(%)



注: 1.主体级别均为AAA级; 2.对含有选择权的债券期限进行调整,按选择权之前的期限进行统计,例如债券的原始期限设计为“5+2”,则期限为5年; 3.统计期间利率为债券票面利率的加权平均利率,权重为实际发行总额
资料来源: Wind

表1 2023年上半年利率债发行和存量情况

券种类别	发行期数		发行规模		2023年6月末存量	
	本季度(期)	同比(%)	本季度(亿元)	同比(%)	本季度(亿元)	环比(%)
政府债	1118	-27.12	81720.61	-6.39	637494.27	5.42
国债	81	8.00	39030.70	7.28	262859.27	11.26
地方政府债	1037	-28.92	42689.91	-16.16	374635.00	8.91
政策性银行债	351	-28.80	26245.70	-20.12	236587.12	12.36
合计	1469	-27.53	107966.31	-10.14	874081.39	5.31

注: 发行情况按发行起息日统计; 数据导出日为2023年7月5日, 以下同
资料来源: Wind

¹ 包括非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、国际机构债、资产支持证券、可转债和可交债。

² 包括一般公司债和私募债。

³ 资产支持证券包括交易商协会 ABN、证监会主管 ABS 和银保监会主管 ABS。

募债和定向工具的发行量同比均有不同程度增长，主要受城投融资环境回暖，发债规模有所回升所致。截至2023年6月末，非金融企业债券存量为26.34万亿元，较上年末增长2.35%。

(2) 证券公司发债补流需求提升，非政策性金融债发行量同比有所增长

2023年上半年，金融机构发行非政策性金融债501期⁴，总发行规模为1.76万亿元，同比均有所增长。其中，商业银行次级债发行量同比大幅下降，主要受上半年国有银行和大型股份制商业银行资本充足率较高，资本补充需求不大，二永债发行量下降所致。证券公司债和证券公司短融发行量同比均大幅增长，主要受中小券商IPO审批进度放缓，通过配股方式增资的证券公司减少，发行债券补流需求提升等因素影响。截至2023年6月末，非政策性金融债券存量为11.80万亿元，较上年末增长5.30%。

(3) ABN发行量大幅下滑，资产支持证券发行规模有所下降

2023年上半年，银保监会主管ABS、交易商协会主管ABN和证监会主管ABS合计发行期数同比有所增

加，发行规模同比有所下降。其中交易商协会主管ABN发行量同比大幅下滑，主要受3月至6月中旬交易商协会暂停ABN注册等因素影响，截至2023年6月末，资产支持证券存量为4.04万亿元，较上年末下降14.11%。

(4) 可转债发行量有所下降，同业存单发行量有所上升

2023年上半年，其它信用债⁵的发行量同比有所增长。其中，受正股表现不佳及部分可转债破发等因素影响，2023年上半年可转债发行量同比有所下降。同业存单发行量同比有所增加，主要受年初信贷“开门红”，商业银行补充负债需求有所增长有关。截至2023年6月末，其它信用债存量为15.37万亿元，较上年末增长1.55%（见表2）

三、债券市场运行特征

AAA级主体占比有所下降，无债项评级债券占比同比继续上升

2023年上半年，非金融企业信用债中，发行人主体信用等级仍主要分布在AAA级至AA级⁶，所发债

表2 2023年上半年其它信用债发行情况

债券类型	发行期数		发行规模		2023年6月末存量	
	本季度(期)	同比(%)	本季度(亿元)	同比(%)	本季度(亿元)	环比(%)
可转债	58	-3.33	710.90	-39.53	8598.48	12.33
可交换债	13	8.33	211.14	-20.99	1216.05	-18.01
国际机构债	4	33.33	135.00	17.39	515.00	17.05
同业存单	13809	2.08	127786.30	17.63	143339.00	-2.20
合计	13884	2.07	128843.34	16.92	153668.54	1.55

资料来源: Wind

⁴ 包括商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

⁵ 包括可转债、可交换债、国际机构债和同业存单。

⁶ 短融、超短融、短期公司债和其他无债项评级的债券使用其发行主体信用等级，其他为债项信用等级；信用等级统计样本不包含私募债。

券期数和规模在总发行期数和规模中的占比分别为99.53%和98.84%。其中,AAA级主体所发债券的期数和规模仍为最多,占比分别为40.77%和57.80%,同比(46.53%和64.29%)均有所下降;而AA+级和AA级主体所发债券期数和规模占比同比均有所上升,或由于年初信贷“开门红”,高等级主体债券融资需求下降所致。

2023年上半年,在取消强制评级逐步落实的背景下,市场中无评级债券占比继续上行。无债项评级短融、中票和一般公司债共1571期,占此三类券种总发行期数的比例为64.76%,较去年同期无债项评级债券数据(1275期、占比52.58%)增幅较大。其中,无债项评级短融、中票和一般公司债分别占其总发行期数的比例为93.28%、70.45%和35.80%,较去年同期占比(86.84%、58.03%和27.21%)均明显上升。

地方国有企业债券发行量有所上升,央企、民企债券发行量下降

从发行主体的企业性质来看,2023年上半年,国有企业⁷依然是非金融企业所发债券最多的企业类型,中央国有企业及民营企业发行期数和规模同比均有不同程度下降,地方国有企业发行期数和规模同比均有不同程度上升;公众企业、集体企业和其他企业⁸上半年所发债券的期数和规模仍然较少。

非金融企业债券发行人涉及的区域和行业保持分化态势

从发行主体的所属地区来看,2023年上半年,北京、江苏、浙江的非金融企业所发债券的发行规模位列前三位。发行规模排名前十的地区中,北京、广东、



上海、四川和湖北省非金融企业债券发行规模均有所下降,江苏、浙江、山东、天津和福建省的非金融企业债券发行规模均有所增长。

从行业分布来看⁹,2023年上半年,建筑与工程、综合类和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位。发行规模排名前十的行业中,建筑与工程、综合类、商业服务与用品、公路与铁路运输行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度增长,电力、房地产管理和开发、多元金融服务、金属、非金属与采矿和石油、天然气与供消费用燃料行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度下滑。

⁷ 包括中央国有企业和地方国有企业。

⁸ 含外资企业。

⁹ 按照 Wind 三级行业划分。

新品种债券发行保持良好势头

2023年上半年，我国可持续发展领域债券发行量有所回落，但乡村振兴和科技创新领域债券发行量大幅增长，助力实体经济高质量发展（见表3）。

信用债违约边际改善，房企信用风险持续暴露

2023年上半年，我国债券市场新增2家违约发行人¹⁰，共涉及到期违约债券2期，到期违约金额合计约5.16亿元；新增违约发行人家数、期数和规模较上年同期（8家、34期和194.54亿元）均明显下降。违约企业均为民营房地产管理和开发行业。

此外，2023年上半年新增展期发行人6家，涉及展期债券7期，展期规模58.77亿元，展期家数、期数及规模较上年同期（10家、22期和204.68亿元）均有所减少。整体来看，2023年上半年信用债违约边际改

善，但部分民营房企仍面临较大的经营风险和偿债压力，再次展期或发生实质性违约的风险仍然较大。

四、债券市场展望

债券市场发行量有望保持稳步增长，民营、创新品种债券有望进一步扩容

一是，当前我国经济内生动力不强，需求驱动不足，在此背景下，货币政策易松难紧，下半年，市场流动性仍将保持合理充裕，债券发行量整体有望保持稳步增长。二是，2023年7月24日，中央政治局会议指出，要活跃资本市场，提振投资者信心。有助于进一步完善债券市场体制机制，丰富债券市场产品供给，优化投资者结构，增强投资者信心，推动债券发行量稳步增长。三是，随着《关于进一步提升债务融资工

表3 2023年上半年新品种债券发行情况

券种类别	2023年上半年		2022年上半年	
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)
碳中和债	30	216.82	48	461.48
可持续发展挂钩债券	12	73.00	12	161.00
低碳转型挂钩债券	2	25.00	7	80.00
乡村振兴债	64	306.81	48	430.50
科创票据	180	1749.15	33	265.00
科技创新公司债券	119	1256.40	28	355.00
高成长债	1	0.80	4	22.00

资料来源: Wind

¹⁰ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和 / 或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券 / 主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1—2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

具融资服务质效有关事项的通知》等政策的推出,非金融企业债务融资工具对民营企业、科技创新等重点领域企业的支持力度有望增强,此外,非金融企业债务融资工具的注册机制进一步优化,企业发行便利度提升,有望引导企业融资成本下行,推动非金融企业债务融资工具进一步扩容。**四是**,今年上半年,政策持续推动科技创新、乡村振兴和住房租赁等领域债券发行,近期,交易商协会进一步优化乡村振兴票据的制度安排,推出混合型科技创新票据,此外,2023年7月27日,央行副行长张青松也指出,监管部门将进一步推动扩大科技型企业发债规模,研究推进高收益债券市场建设,进一步丰富科创类债券产品,优化科创型企业发债融资环境。在相关政策指引下,下半年,上述创新券种的发行规模有望保持快速增长。**五是**,近期,中共中央 国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》,支持符合条件的民营中小微企业在债券市场融资,交易商协会,上交所等部门相继召开民营企业座谈会,支持民营企业发行债券融资,民营企业债券发行量有望进一步增长。总体来看,下半年我国债券市场发行规模有望稳定增长,民营、科技创新等创新品种债券有望进一步扩容。

债券市场统一监管进一步加强,注册制改革持续深化

一是,2023年上半年,国务院机构改革将发改委的企业债券发行审核职责划入证监会,未来企业债和公司债在业务层面的制度规则有望进一步趋同,有助于推动债券市场统一监管,减少监管套利,切实提升债券市场服务效率,防范企业融资乱象。**二是**,2023年6月,证监会《关于深化债券注册制改革的指导意见》正式落地,指导意见按照统一公司债券和企业债券、促进协同发展的思路,对深化债券注册制改革作出系统性制度安排,进一步优化债券审核注册体系,压实发行人和中介机构责任,强化存续期管理,打击债券违法违规行为。公司债券注册制改革持续深化,

有助于推动债券审核注册工作制度化、规范化和透明化水平持续提升,强化债券全链条监管和风险防范,进一步加强债券市场统一监管。

风险事件仍将持续发生,但信用风险整体可控

一方面,信用风险事件仍将持续发生。**一是**,上半年我国经济恢复不及预期,经济内生动力不足,当前房地产销售仍面临较大下行压力,地产产业链表现不佳,信用风险值得警惕。**二是**,城投行业“控增化存”的基调未发生改变,城投融资政策仍然偏紧,地方政府土地出让收入仍然偏弱,下半年城投企业债务到期压力仍大,虽然短期内公开市场债务违约的风险不大,但技术性违约和非标违约风险有所上升。**三是**,2023年下半年,我国债券市场主要信用债总偿还量或超过6.47万亿元,偿债压力仍然较大。在此背景下,前期已展期的民营房企和其他短期偿债压力较大的弱资质发债主体出现信用风险的概率仍然较大。**另一方面,债券市场信用风险整体可控。****一是**,在当前“稳字当头、稳中求进”的总基调下,货币政策跨周期调节力度有望进一步加大,下半年整体流动性易松难紧。**二是**,2023年7月10日,央行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》,将“金融16条”部分政策期限延长至2024年12月31日,有助于稳定市场情绪,满足优质房地产企业的融资需求,推动房地产市场平稳健康发展。**三是**,上半年地方债发行进度相对偏慢,下半年财政政策大概率发力,有助于城投企业资金面的改善。**四是**,2023年6月,交易商协会《关于进一步提升债务融资工具融资服务质效有关事项的通知》等政策的发布有助于进一步提升民营企业的发债便利,改善民营企业的融资环境,满足民营企业的融资需求,缓释民营发债主体的信用风险。总体来看,下半年,我国债券市场信用风险仍将持续暴露,但信用风险整体可控。■

半年发行慢于同期 后续规模或将放量 新背景下特殊再融资债券再次发行预期升温 ——2023上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望

文 | 联合资信 张建飞 杨晓薇 王晓暄

一、地方政府债券相关政策梳理

上半年,面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务,各地区各部门更好统筹国内国际两个大局,更好统筹疫情防控和经济社会发展,更好统筹发展和安全,突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作,市场需求逐步恢复,生产供给持续增加,就业物价总体稳定,居民收入平稳增长,经济运行整体回升向好。初步核算,上半年国内生产总值593034亿元,按不变价格计算,同比增长5.5%,比一季度加快1.0个百分点。虽然国民经济回升向好,高质量发展稳步推进;但也要看到,世界政治经济形势错综复杂,外部环境复杂严峻;国内需求不足,一些企业经营困难,重点领域风险隐患较多,国内经济持续恢复发展的基础仍不稳固。2023年《政府工作报告》提出,经济工作要把稳增长放在更加突出的位置,在此背景下,地方政府债券作为重要的逆周期调控工具持续发力。2023年以来,地方政府债券相关政策主要体现在加快发行地方债、扩大地方债使用范围、提高债券使用效率和效益、强化监管、加强专项债的投后管理、遏制新增地方政府隐性债务及防范化解地方政府存量隐性债务风险等方面。具体看,2023年以来地方债相关政策举措如下:

一是继续做好“六稳”“六保”工作,加力提效实施积极的财政政策。2022年11月,财政部已向各地提前下达2023年新增地方政府债务限额2.62万亿,下达时间为历年最早,下达额度亦为历年最高,其中一般债务限额

0.43万亿元,专项债务限额2.19万亿元;2023年两会确定今年地方政府新增债务限额为4.52万亿元,其中新增一般债限额0.72万亿元,与上年持平;新增专项债限额3.80万亿元,较上年增加1500亿元,较为充足的限额为继续做好“六稳”“六保”工作提供重要支撑。2023年6月26日,在十四届全国人大常委会第三次会议第一次全体会议上,财政部部长刘昆作了关于2022年中央决算的报告,指出下一步将重点做好六项工作,其中包括加力提效实施积极的财政政策,加强重点领域支出保障。

二是适量扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围,加强项目审核把关,提升债券资金使用效率和效益。2023年3月,国务院新闻办公室举办新闻发布会介绍“财政贯彻落实党的二十大重大决策部署”中,财政部部长刘昆提到,地方政府专项债券是带动扩大有效投资,稳定宏观经济的重要手段;2023年,积极的财政政策要加力提效,财政部将合理安排专项债券规模,确保政府投资力度不减,更好发挥带动作用;2023年将在重点支持现有11个领域项目建设基础上,适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围。2023年3月,国务院新闻办公室举办新闻发布会介绍“着力推动高质量发展,为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”中,国家发展改革委副主任杨荫凯提到,下一步国家发展改革委将切实履行好“把投向、筛项目”的职责,指导地方持续做好专项债券项目谋划储备和前期工作,按照分批申报、滚动推进的方式,加强项目审核把关,督促地方全

部从发改委筛选形成的准备项目清单中选择项目安排发行；同时，发改委将在目前交通、能源、农林水利、社会事业、市政和产业园区、新型基础设施等投向领域的基础上，会同有关方面积极研究进一步扩大专项债券投向领域。2023年6月19日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》（国办发〔2023〕19号），要求地方各级政府进一步加强充电基础设施发展要素保障，通过地方政府专项债券等支持符合条件的充电基础设施项目建设。2023年6月29日，《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2022年中央决算草案审查结果的报告》对外公开，全国人大财经委建议，指导地方扎实做好项目库建设和前期准备工作，提升债券资金使用效率和效益。

三是保持隐性债务严监管态势，遏制增量，妥善化解存量，加强地方政府专项债券投后管理，有效防范化解地方政府债务风险。2023年2月，财政部部长刘昆在《求是》杂志发表的署名文章《更加有力有效实施积极的财政政策》中针对防范化解地方政府债务提到，要坚持“开正门、堵旁门”，遏增量、化存量；完善常态化协同监管，坚决禁止变相举债、虚假化债行为。2023年4月，中共中央政治局会议再次提到，要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。同时，财政部提出要强化跨部门协作监管，压实各方责任，从资金需求端和供给端同时加强监管，阻断新增隐性债务路径，坚决遏制隐性债务增量；督促省级政府加强风险分析研判，定期监审评估，加大对市县工作力度，逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量；保持高压监管态势，对新增隐性债务等问题及时查处、追责问责；同时，加强专项债券投后管理，严禁“以拨代支”、“一拨了之”等行为，健全项目管理机制，按时足额还本付息，确保法定债券不出任何风险。2023年6月5日，新华社刊发《如何看待当前地方财政运行态势》，文章指出要一方面强化债务监管，另一方面坚决遏制隐性债务增量，探索建立长效监管制度框架，妥善化解隐性债务存量。2023年6月26日，在十四

届全国人大常委会第三次会议第一次全体会议上，财政部部长刘昆再次提出下一步将重点做好有效防范化解地方政府债务风险等工作。2023年6月29日，在《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2022年中央决算草案审查结果的报告》中，全国人大财经委建议，建立政府偿债备付金制度，防范债务兑付风险；稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管。

二、2023年上半年地方政府债券市场回顾

发行概况

2023年上半年，地方债发行总额及新增债券发行规模低于上年同期；继续延续以专项债券为主的融资结构。2023年上半年，地方政府债券累计发行1066支，金额合计43681.05亿元，相当于2022年全年的59.38%，为上年同期的83.20%（见表1）。其中，新增债券27352.75亿元，相当于2022年全年的57.65%，为上年同期的68.02%；再融资债券16328.30亿元。从融资结构看，2023年上半年新发行地方政府债券中专项债券占64.94%，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，2023年上半年地方政府债券到期金额为16334.97亿元，净融资额为27346.08亿元。

2023年上半年，新发地方政府债券期限进一步趋向长期化，加权发行期限增至13.87年。自2019年财政部不再限制地方政府债券期限比例结构后，10年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升（见表2）；2020年，10年期及以上地方政府债券发行规模占比提升至76.64%，较2018年的17.86%上升明显。2020年11月，财政部36号文提出，地方财政部门应均衡一般债券期限结构，年度新增及再融资一般债券平均发行期限应当控制在10年以下（含10年），专项债券期限与项目期限相匹配。受该政策影响，2021年10年期及以上债券占比降至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，随着2022年及2023年上半年发行债

券中专项债券的占比逐步提升, 10年期及以上债券占比分别增至66.01%和70.32%。从加权发行期限看, 2020年—2022年及2023年上半年, 地方政府债的加权期限分别为14.65年、11.95年、13.23年和13.87年, 其中一般债券的加权发行期限分别为14.70年、7.71年、7.93年和7.90年, 专项债券的加权发行期限分别为14.62年、14.17年、15.54年和17.10年。

2023年上半年地方政府新增债发行“先快后慢”, 地方债发行整体进度及节奏较上年同期滞后; 再融资债券发行规模及比重大幅提升, 折射地方政府债务到期及偿付压力较大。从发行节奏看, 2019年, 随着财政部开始提前下达下一年度的地方政府债务限额, 地方政府债券的发行节奏开始提前; 2020年, 地方债发行相对均匀的分布在前三季度, 保持了与2019年相近的季度发行节奏。2021年, 新增政府债务限额未提前下达, 3月份经

全国人大审议批准限额后新增债券逐步发行, 2021年地方债发行集中在后三季度。2022年, 出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量, 地方政府将债券发行前置, 当年地方债发行集中在前三季度。2023年, 人大批准当年新增地方政府债务限额45200.00亿元, 地方债提前批额度较多、下达时间较早, 因此一季度发力明显; 由于第二批新增地方债额度下达时间较晚, 导致二季度地方债发行节奏有所放缓; 上半年, 全国已发行新增债券占当年新增限额的60.51%, 占比远低于去年同期的92.01%; 整体发行进度较上年同期滞后。从资金用途看, 2023年上半年新增债券发行27352.75亿元, 同比下降31.98%; 再融资债券发行16328.30亿元, 同比增长32.84%; 再融资债券发行占上半年全部发行规模的37.38%, 远高于去年同期的23.41%; 当前债务压力较大情况下, 地方政府需要通过再融资债券借新还旧意图明显。

表1 2015—2022年及2023年上半年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	2023年上半年
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1848	1991	2145	1066
发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	43681.05
其中: 一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	15312.95
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	28368.10
其中: 新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	27352.75
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	26109.53	16328.30
其中: 公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	43681.05
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	4267.03	2232.65
5年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	3864.64
7年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	6857.15
10年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	11664.17
15年期	--	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	5883.15
20年期	--	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	6797.43
30年期	--	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	6371.35

资料来源: Wind

2023年上半年,各省市发行规模仍保持明显分化(见图1)。上半年,除西藏自治区外,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,但各省市发行规模仍保持明显分化。整体看,发行规模前三名的地区为广东、山东和江苏,其2023年上半年的发行规模分别相当于2022年全年的71.42%、61.25%和69.46%,均超过全国59.38%的平均水平。从净融资额来看,2023年上半年,除西藏自治区,各省级行政区和5个计划单列市政府债均保持净发行;广东省净融资额超2700亿元,山东省、江苏省和四川省净融资额超1600亿元,河北省、湖南省、福建省、安徽省等9个省(市)净融资额超千亿,辽宁省、云南省、广西省、重庆市等7个省(市)净融资额超500亿,净融资规模较小的区域包括贵州省、青海省、宁夏自治区和新疆生产建设兵团,均不足百亿元。

利率与利差分析

2023年上半年,地方政府债券发行利率先升后

降,二季度下行趋势明显(见图2)。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年至2023年上半年,地方政府债券发行利率整体呈下行趋势。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,2022年三季度末以来,受跨季、政府债供给放量以及缴税等因

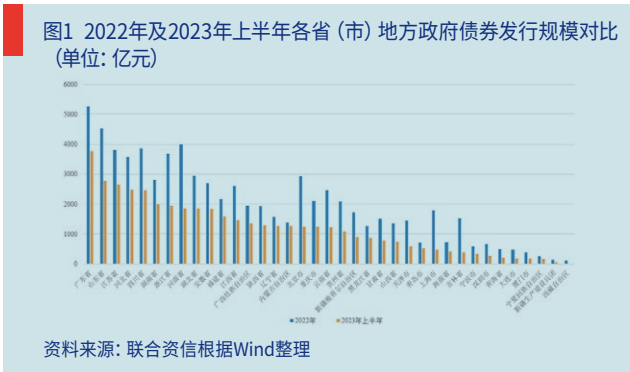


表2 全国地方政府债券发行时间分布(单位:亿元)

月份	2019年		2020年		2021年		2022年		2023年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	4179.66		7850.64		3623.36		6988.57		6434.93
2	3641.72	32.20%	4379.22	24.99%	557.24	11.96%	5070.95	24.81%	5761.38
3	6245.13		3875.23		4770.51		6186.67		8900.42
4	2266.76		2867.60		7758.23		2842.06		6728.49
5	3043.22	32.74%	13024.58	29.11%	8753.43	32.69%	12076.71	46.57%	7553.54
6	8995.51		2866.78		7948.68		19336.61		8302.28
7	5625.17		2722.38		6567.76		4063.09		--
8	5694.69	30.94%	11997.22	34.02%	8797.28	30.40%	3909.42	14.93%	--
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	13.69%	--
12	379.874		1836.13		3178.97		914.60		--
合计	43690.06	100.00%	64438.13	100.00%	74826.30	100.00%	73555.79	100.00%	--

资料来源: Wind

素影响,各期限地方政府债券发行利率有所回弹。2023年1—2月,整体利率走势稳中有升,2023年3月中下旬以来,各期限地方政府债券发行利率出现明显下降趋势。2023年上半年地方政府债券平均发行利率2.98%,其中一般债券平均发行利率2.83%,专项债券平均发行利率3.02%。

发行利差持续收窄,地区间发行利差延续分化,环比程度略有加大,同比缓和。发行利差方面,以同期限中债国债到期收益率为基准,2023年一季度,各期限平均发行利差均呈明显下降(见图3);2023年二季度,5年期、15年期、30年期地方债发行利差小幅上行,其余期限发行利差均继续向下。整体看,2023年以来,地方债发行利差较2022年全年水平(15bp左右)持续收窄,一季度地方债发行利差为10.83bp,二季度则进一步收窄至10.49bp。各省份发行利差环比数据方面,以发行量最大的10年期地方债为样本,2023年二季度,发行利差环比上升超过5bp的省份为贵州省和江西省,环比下降

超过5bp的省份为北京市和重庆市,其余省份发行利差较2023年一季度小幅波动(见图4)。从2023年上半年整体情况看,北京、福建省、江苏省、浙江省、山东省、河南省、湖北省及广东省发行利差较低,宁夏回族自治区、内蒙古自治区、甘肃省、黑龙江省、贵州省及云南省发行利差较高;各省份间发行利差最大值与最小值差异由一季度的9.42bp扩大到二季度的13.74bp,省份间发行利差差异环比小幅扩大,但较去年同期(2022年一季度、二季度分别为17.42bp和18.91bp)有所缓和(见表3)。

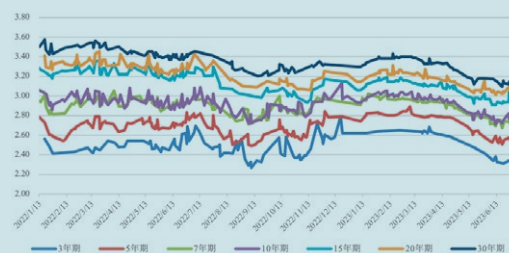
地方政府专项债券发行概况

2023年上半年,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,用于支持中小银行的债券募集资金规模较2022年全年显著提升(见表4)。

三、地方政府债券未来展望

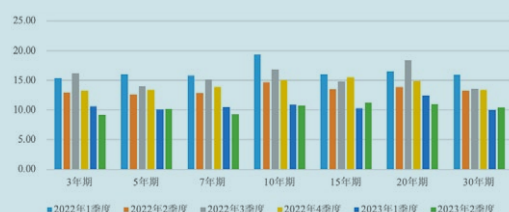
稳经济诉求加快新增债发行进度,再融资债券发行压力较大,三季度或迎发行高峰,全年发行有望创历史新高。当前国内经济持续恢复发展的基础仍不稳固;地方政府专项债券是带动扩大有效投资,稳定宏观经济的重要手段。中共中央政治局7月24日会议指出要更好发挥政府投资带动作用,加快地方政府专项债券发行和使用。加之5月下旬,新一批新增地方债额度

图2 地方政府债发行利率变化趋势(单位: BP)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图3 各季度政府债平均利差对比(单位: BP)



注: 1年期和2年期地方政府债券发行量较少, 故不做统计

资料来源: 联合资信根据Wind整理

图4 2023年上半年各省区10年期政府债券加权平均利差对比(单位: BP)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

已下达, 预计后续发行或将放量。根据地方政府披露的债券发行计划, 较多地方计划于9月底前完成全年新增债券发行任务; 地方债早发行、早使用的需求较大, 新一批地方债额度在三季度基本发行完毕的概率较大。再融资债券方面, 2023年6—12月地方政府债券到期规模合计20311.96亿元, 年内再融资债券的发行压力较大。截至目前33个地方政府披露了三季度债券全部或部分月份发行计划, 发行金额合计19237.60亿元, 其中新增债券10352.35亿元, 再融资债券8885.25亿元; 考虑到目前广东省、河南省、湖北省等发债大省三季度发行计划部分公布或尚未公布, 三季度地方债或迎发行高峰。另外, 根据中国人民银行披露, 2020—2022年新增5500亿元地方政府专项债券, 专项用于补充中小银行资本金; 截至2022年末, 中小银行专项债发行规模为2577亿元, 仍有较大额度尚未完成发行; 2023年初财政部向18个地方下达了中小银行专项债往年结转额度, 上半年发行规模为1483.78亿元, 尚余较大额度。以此推算, 考虑全年新增额度、再融资债券需求、中小银行专项债额度等, 2023年全年地方债发行规模有望突破此前的历史高点(2021年7.48万亿元)。

发行成本有望维持稳中有降。2023年7月14日国务院新闻办公室新闻发布会上指出, 下半年稳健的货币政策将继续精准有力, 应对超预期挑战和变化仍有充足的政策空间; 总量方面, 根据形势变化合理把握节奏和力度, 加大逆周期调节, 为经济持续回升向好创造良好的货币金融环境; 价格方面, 促进实体经济融资成本稳中有降, 有效支持扩大需求潜力。中共中央政治局7月24日会议中指出要加强逆周期调节和政策储备, 继续实施稳健的货币政策, 发挥总量和结构性货币政策工具作用。2023年8月1日, 中国人民银行、国家外汇管理局召开2023年下半年工作会议, 会议提到“保持流动性合理充裕, 发挥总量和结构性货币政策工具作用”“促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降”。政府债发行仍将面临较好的货币政策环

表3 2022年及2023年上半年各省(市、自治区)10年期政府债券分季度加权平均利差(单位: bp)

省份	2022年				2023年	
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度
安徽省	27.74	13.57		16.75	10.49	11.74
北京	11.00	9.32			11.31	2.49
福建省	20.09	11.99		7.86	9.76	7.87
甘肃省	23.00	12.98	26.75	17.81	14.43	16.00
广东省	16.34	10.36	12.08	12.85	8.48	8.27
广西	15.32	17.28	19.90		13.36	9.67
贵州省	24.14	14.95		14.22	12.30	17.38
海南省	26.00	13.59		14.69	14.42	11.96
河北省	16.32	12.14	8.50	9.25	10.42	10.70
河南省	25.83	13.49		13.10	6.98	9.81
黑龙江省	23.88	23.92	26.08	15.16	13.80	14.81
湖北省	10.61	10.21	10.01	12.81	8.54	9.78
湖南省	16.18	9.00	15.21	10.13	10.49	12.47
吉林省	24.26	14.97	22.53			10.31
江苏省	16.39	7.78	10.32		8.87	6.70
江西省	15.78	14.62	15.49	19.88	10.06	16.11
辽宁省	24.24	25.04	23.56	23.73	13.78	13.15
内蒙古	27.21	25.82		28.59	14.97	15.35
宁夏		21.86		18.82	16.48	16.23
青海省	22.73	24.16		20.67		12.49
山东省	21.73	13.79		12.11	9.40	6.82
山西省	26.02	13.67	17.75	20.47	14.32	11.79
陕西省	28.02	13.85	21.06	18.83	11.26	12.00
上海	15.23		10.41	7.98	11.96	
四川省	18.01	15.13	9.46	17.98	9.89	11.44
天津	13.72	11.50	17.56	13.36	10.93	
西藏		24.06		13.73		
新疆	26.01	26.69	23.23	22.47	15.04	11.99
云南省	27.38	11.65		14.22	13.00	
浙江省	12.49	9.99	9.61	13.90	8.89	10.78
重庆	15.79	12.66	21.80	19.23	13.99	7.10

资料来源: 联合资信根据Wind整理

表4 专项债主要资金用途及占比 (单位: 亿元、%)

月份	2019年		2020年		2021年		2022年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
棚改	3945.31	14.75	4221.76	20.80	2191.24	11.70	1667.76	16.15
城乡发展	3718.27	13.90	2132.98	10.51	2774.72	14.82	2181.29	21.12
城市基础设施	3610.72	13.50	2192.94	10.80	4062.32	21.70	2898.74	28.07
水利环保	3223.71	12.05	971.82	4.79	2607.18	13.93	216.97	2.10
收费公路	1895.67	7.09	1324.32	6.53	1252.60	6.69	536.48	5.20
产业园区	2963.65	11.08	3677.90	18.12	3408.76	18.21	740.31	7.17
民生事业	3509.95	13.12	1933.13	9.52	340.24	1.82	440.90	4.27
交通基础设施	1890.90	7.07	1108.94	5.46	821.18	4.39	20.15	0.20
教育医疗	664.29	2.48	114.96	0.57	7.50	0.04	2.00	0.02
铁路轨道	566.08	2.12	114.00	0.56	73.20	0.39	0.00	0.00
乡村振兴	123.22	0.46	421.39	2.08	295.97	1.58	80.34	0.78
旧改保障房	141.74	0.53	487.82	2.40	256.21	1.37	57.26	0.55
支持中小银行	353.00	1.32	1594.00	7.85	630.00	3.37	1483.78	14.37
合 计	26743.39	100.00	20295.96	100.00	18721.12	100.00	10325.97	100.00

注: 表中合计数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; 尾差系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据Wind整理

境,下半年不排除进一步降准降息的可能或使用新的货币政策工具,货币市场资金面仍将保持充裕,发行利差收窄趋势有望延续。

专项债资金监管强化态势将延续,侧重提升债券资金使用效率和效益。2022年以来,湖南、辽宁、山西等多地发文提出建立穿透式监测机制。2022年4月国务院政策例行吹风会上,财政部提出2022年7月将实现对专项债项目的穿透式监测。财政部持续强化专项债券管理,不断强化专项债券“借、用、管、还”全流程管理,指导做好项目储备,强化负面清单管理,合理把握发行节奏,促进资金安全、规范、高效使用。2023年6月审计署发布《关于2022年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出专项债券管理仍存在虚报专项债券项目收入及支出进度,部分专项债券项目进展缓慢,资金闲置等问题。考虑到专项债大幅扩容,叠加仍存在部分项目收益偏低、专项债资金使用不及

时不规范等问题,预计未来专项债资金监管强化态势将延续。中共中央政治局7月24日会议中指出要加快地方政府专项债券的使用,预计三季度新增专项债放量发行后,后续政策将侧重支持专项债尽快形成实物工作量、提升资金使用效益,以更好发挥稳增长功效。

地方政府债务严监管仍将持续。近年来,防范化解地方政府债务风险的相关政策措施持续出台,今年以来部分地方政府偿债压力加大,引发市场的担忧。3月1日国务院新闻办公室举行2023年“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上,财政部相关负责人也指出当前地方政府债务分布不均匀,有的地方债务风险较高;财政部已督促有关地方切实承担主体责任,化解政府债务风险,牢牢守住不发生系统性风险的底线。今年以来,湖南、广西、福建等地相继发文要求严控地方债务风险,具体措施包括剥离融资平台融资职能、约束政府投资、将政府债务风险防控纳入绩效评价等。针

对隐性债务，总的方向仍为一方面严禁新增隐性债务，另一方面妥善化解存量隐性债务风险。2023年6月审计署指出目前仍存在地方政府通过承诺兜底回购、国有企业垫资建设等方式违规新增隐性债务等情况。考虑近年来专项债的大幅扩容，部分地方政府债务风险加大，隐性债务化解中仍存在不规范问题，地方政府债务严监管态势仍将持续，地方政府隐性债务和法定债务合并监管将稳步推进。

“一揽子化债方案”提出，特殊再融资债券再次发行预期升温；后续一揽子化债方案将逐步出台，更多防风险举措探索有望加快。中共中央政治局7月24日会议中指出要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。2023年8月1日中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议上提到“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”。“一揽子化债方案”将基于市场化、法制化原则，避免道德风险，大概率需要中央、地方以及银行金融机构共同参与，可能的措施包括地方盘活存量资产、安排财政资金偿还，中央大额转移支付或发行特别国债置换地方债务，再次推出置换债券，发行特殊再融资债券置换隐性债务，与金融机构协商借新还旧、债务重组/展期等。地方盘活存量资产、安排财政资金偿还还是当下已在实施的化债措施，但在房地产市场调整、地方财政收入承压、企业经营活力不足的情况下，对一些债务负担重、财政实力较弱的地区，依靠自身财政实力化解债务风险面临较大挑战；今年以来部分地方也公开表示依靠自身偿债存在困难。而通过中央大额转移支出或发行特别国债置换地方债务存在“道德风险”约束，且与一贯坚持的中央不救助原则违背。新预算法后，再次推出置换债，大规模置换隐性债务缺乏相关法律依据；且需要较长时间的全面审计及情况摸底，短时间内可操作性不强。相对而言，允许地方政府在限额空间内发行特殊再融资债券置换隐性债务具有相对较高可能性。

特殊再融资债券首次出现于2020年12月，2020年

12月，部分地方政府再融资债券募集资金用途由“偿还债券本金”变更为“偿还存量债务”；这部分用于“偿还存量债务”的再融资债券被称为特殊再融资债券，主要用于隐性债务化解。此后，2020年12月至2021年9月特殊再融资债券共发行6128亿元，被用于建制县区隐性债务风险化解试点，其中辽宁、重庆及天津发行规模较大；2021年10月开始，广东省、上海市和北京市相继启动“全域无隐性债务”试点工作，发行特殊再融资债券用于隐性债务清零；至2022年6月底，上述三地合计发行特殊再融资债券5043亿元；借助特殊再融资债券发行，广东省、北京市已实现全域隐性债务清零；上海市尚未公布全域隐性债务清零，但浦东、闵行等区已公开宣布实现隐性债务清零。根据中国债券信息网相关统计，2020年至2022年6月底，全国总计发行约1.1万亿元特殊再融资债券用于置换存量隐性债务。

2023年6月，青海省在2023年预算报告中提到“积极争取县级化债试点，全力完成年度隐性债务化解任务”；根据相关报道，多个省、市在相关报告和会议中提到了争取化债试点相关表述；近期部分地方正在上报建制县隐性债务风险化解试点方案，核心措施为发行特殊再融资债券额度置换隐性债务。在当前部分地方政府偿债压力加大叠加财政收入未明显改善情况下，再次通过发行特殊再融资债券置换隐性债务具有理论可能性及现实可操作性，特殊再融资债券再次发行预期明显升温。目前，特殊再融资债券发行空间较为充足，第十四届全国人民代表大会第一次会议审议批准，2023年全国地方政府债务限额为42.17万亿元，截至2023年6月底债务余额为37.80万亿元，控制在全国人大批准的限额之内，考虑下半年地方政府新发债券之后，预计仍有较大额度空间。预计财政部会推出新一轮隐性债务风险化解试点，对部分符合条件的地方政府隐性债务，允许地方在额度空间内发行特殊再融资债券置换隐性债务；以更低成本、更长期限的地方政府再融资债券置换高成本、短期限的隐性债务，使隐性债务“显性化”，一方面强化隐

性债务监管, 另一方面也降低地方债务成本负担, 拉长债务周期, 优化债务结构, 缓解当前地方偿债压力, 将有助于地方债务风险防范化解。但同时, 特殊再融资债券发行规模受到地方债务限额与余额空间限制, 当前地方发债空间有限, 发行特殊再融资债券可能将主要针对地方债务负担重、短期偿债压力大且债务限额及余额尚有空间的地区。另外, 各省限额空间差异较大, 分地区发行存在额度空间与化债需求不匹配的问题, 但根据财政部152号、171号文和财预(2019)83号文, 财政部拥有跨区域调配债务限额的权力, 可以通过跨省调配额度空间起到一定再平衡作用。

而对于债务负担重、短期偿债压力大, 但债务限额

及余额空间不足的地区, 统一与金融机构协商借新还旧、债务重组/展期、品种利率置换, 降低债务成本, 拉长偿债期限, 以时间换空间成为其可能的选择, 但需要基于市场化原则, 针对一些具有一定现金流的项目, 同时银行参与化债也需要中央出台统一政策或特定金融货币工具进行支持。另外, 在目前专项债项目效益较低、土地市场低迷、地方财政收入下滑情况下, 建立政府偿债备付金制度, 防范债务兑付风险的探索有望加速。

总体看, “一揽子化债方案”应当是系列组合措施, 针对不同的地区、不同的情况, 选择合适的措施或措施组合。后续一揽子化债方案将逐步出台, 更多防风险举措探索有望加快。■

发行有所改善, 一揽子化债提振市场 ——2023上半年城投债市场回顾与展望

文 | 联合资信 刘亚利 胡元杰 张丽斐 郭欣宇

一、政策环境

政治局会议首次提出一揽子化债方案, 是对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑, 相关方案的出台将有助于引导地方政府及城投企业丰富化债手段、缓释短期债务压力。

地方政府债务严监管背景下, 各地方政府资源禀赋及化债措施不尽相同, 不同地区隐性债务化解进程分化明显。受宏观经济下行、留抵退税及土地市场低迷等因素综合影响, 地方政府财政收支矛盾加大, 部分地区政府债务与财力严重不匹配, 随着化债工作的持续推进, 隐性债务化解压力日渐增大。7月24日, 中共中央政治局会议首次提出要有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化

债方案, 一定程度上提振了市场信心。考虑到地方政府债务形成原因的复杂性和特殊性等, 一揽子化债方案的制定和实施或将对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑, 相关方案的出台将有助于引导地方政府和城投企业丰富化债手段、因地制宜采取更加有效的化债措施, 有助于缓释城投企业短期债务压力。而一揽子化债方案配套细化政策的出台以及具体的落地执行情况仍有待观察。

二、上半年城投债市场回顾

发行概况

上半年, 城投债发行情况同比明显改善, 但受到期城投债规模较大影响, 净融资规模同比有所下降,

从行政层级看,上半年,地市级和区县级主体仍是城投债发行主力,发债城投企业中,地市级主体占35.71%,区县级主体占50.06%(见图5);地市级和区县级主体城投债发行规模合计占81.54%,发行规模同比有所增长。**净融资方面**,省级城投债净融资规模同

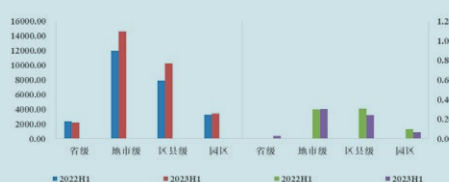
比大幅增长；区县级和园区城投债净融资规模同比分别下降22.13%和29.94%，降幅显著。

分区域发行情况

上半年，城投债发行区域集中度进一步提高，大部分省份城投债净融资规模均呈增长趋势。江苏、浙江、山东城投债净融资规模略有下降；北京、山西、河北等地区净融资增速较快；云南、贵州、甘肃和东北地区城投债余额持续收缩。

上半年，华东地区城投债发行规模远超其他地区，为其他地区发行规模合计的1.42倍；江苏省、浙江省和山东省城投债发行规模合计占比超过45%（较上年同期提高约3个百分点），城投债发行规模的区域集中度进一步提高；东北地区城投债发行规模很小，合计仅为江苏省发行规模的2.18%。同比变化方面，华东、华中和华北地区发行规模增幅超过20%，西北和华南地区发行规模增幅超过10%，东北地区发行规模降幅超过10%。具体来看，浙江、福建、天津、河南、江西等地区发行规模增幅超过30%，甘肃、黑龙江发行规模降幅超过50%。净融资方面，浙江和江苏城投债净融资规模突破1500亿元，但同比略有下降；受上年同期净融资规模基数较小影响，北京、山西、河北等地区净融资增速较快。同期，城投债净融资为负的省份数量收窄，东北地区、云南、贵州城投债净偿还规模缩小，甘肃城投债净偿还规模同比有所扩大。

图5 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况 (单位: 亿元)



资料来源：联合资信根据Wind整理

发行利率和利差

大部分地区发行利率及发行利差同比明显上行，不同区域分化明显。甘肃、天津、云南、辽宁和青海地区城投债发行利差均持续走扩。

2023年上半年，除AAA级短期城投债发行利率和发行利差波动上行外，其他各级别各期限城投债发行利率及发行利差均呈波动下行态势；与上年同期相比，各级别各期限城投债发行利率及发行利差均明显上行。分月来看，2022年底，受地产政策扩容和理财产品赎回潮等因素影响，城投债发行利率和发行利差上行至高位；2023年1月，资金面整体仍较为紧张，短期城投债发行利率小幅回落，各级别中长期城投债发行利率基本维持在上年底的高位，发行利差开始有所收窄；2—3月，随着资金面逐步好转，央行降准释放流动性，城投债发行利率和发行利差整体较年初明显下行；4月，各级别短期城投债发行利率及发行利差有所回升，中长期城投债发行利率和发行利差持续回落；5—6月，各级别、期限城投债发行利差有所分化，除AA级中长期城投债发行利差持续上升外，其余各级别各期限城投债发行利率和发行利差均呈现波动，AAA级各期限城投债发行利率及利差先增后减，AA+级各期限城投债发行利率及发行利差先减后增。

分区域来看，2023年上半年，大部分地区投债发行利率和发行利差整体均明显上升，各省份上升幅度差异明显（见图6）；其中，甘肃、天津、云南、辽宁和

图6 主要地区AA+级城投债发行利差变化情况 (单位: BP)



资料来源：联合资信根据Wind整理

青海地区城投债发行利率和发行利差同比均大幅走扩,发行利率同比上升超过1个百分点,发行利差上行85bp;其次,山东、江西和广西城投债发行利率和利差同比上行幅度亦较大,发行利差同比上升均超过67BP;上海和重庆的城投债发行利率和发行利差变化均较小。贵州当期城投债发行主体集中于省本级和贵阳市本级,黑龙江但其城投债发行主体主要为哈尔滨市平台,带动其发行利率和利差同比均有所下降。

级别调整

上半年,涉及主体级别或评级展望下调的城投企业仍主要分布在贵州省(见图7),下调原因主要包括纳入失信被执行人、借款及票据逾期、短期偿债压力大、涉诉较多及担保代偿风险较大等。

上半年,受益于部分区域城投企业进行资产重组、企业地位提升且政府支持力度加大,主体评级上调的城投企业数量同比明显增加。主体级别或展望下调的城投企业数量同比有所减少,其中主体级别调降的城投企业4家,较2022年上半年减少11家;评级展望由稳定调整为负面的城投企业18家,较2022年上半年增加7家。其中,级别或展望首次下调企业15家,持续下调企业7家。从地域分布来看,下调企业主要分布在贵州、广西、云南等地区,其中贵州城投企业约占70%。从下调原因来看,主要包括被纳入失信被执行人、存在较多被执行信息、出现借款逾期及欠息、票据逾期、对外担保出现违约、面临很大短期偿债压力、或有负债

风险大、股权及资产划出等。

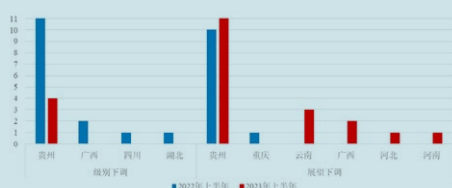
三、城投企业财务变化情况

发债城投企业债务余额持续增长,债务增速放缓,但短期偿债压力进一步凸显;不同地区城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化,部分地区现金类资产对短期债务的覆盖较低,需关注相关城投企业流动性压力。

近年来,面临复杂多变的内外部环境,城投企业承担稳增长和防风险的双重压力,自身流动性压力有所加大。联合资信选取2020—2022年披露年报的2281家城投企业(已剔除子公司)作为样本分析,在地方政府持续注入资金、资产、股权等支持下,发债城投企业资产及净资产持续增长,营业收入增速较快,但利润规模波动下降,回款滞后导致经营获现能力下降;债务余额增速虽有所放缓,但为满足项目投资及债务滚续需求,城投企业仍保持较大的融资力度,债务负担持续加重;2022年底短期债务占比明显提升,现金类资产对短期债务覆盖程度持续降低,流动性压力进一步凸显。

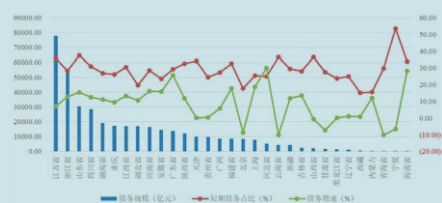
分区域来看,各地城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化(见图8)。截至2022年底,江苏、浙江和山东发债城投企业有息债务规模仍位居前列,东三省、西北部省份及海南发债城投企业债务规模较小。山西、宁夏、甘肃、北京、云南、青海等地发债城投企业债务规模下降,河北、海南、广东、上海、河南等地发债

图7 上半年城投企业主体级别及评级展望下调分布情况(单位:家)



资料来源:联合资信根据Wind整理

图8 2022年底各地区发债城投企业债务情况



资料来源:联合资信根据Wind整理

城投企业债务规模增长较快。从债务期限结构看,宁夏发债城投企业短期债务占比超过50%,山东、云南、山西、江苏、天津等地短期债务占比在30%~40%之间,债务短期化较明显(见图9)。截至2022年底,发债城投企业短期偿债能力进一步弱化,发债大省中的天津、山东、湖南和云南、贵州等地发债城投企业现金类资产对短期债务的覆盖程度较低,凸显区域内城投企业流动性压力上升。

四、展望

关注隐性债务化解工作的持续推进。上半年,“稳增长”政策靠前发力,国民经济回升态势良好,稳增长压力有所缓解。同时,防范化解地方政府债务风险的监管要求持续连贯,“遏增化存”的主基调保持不变,而隐性债务化解即将进入“攻坚克难”的后半程,且年初政府工作报告中提出优化债务期限结构、降低利息负担等要求,对于政府债务负担较重、财政实力较弱、优质资源较少的地区,地方政府及作为化债主力军的城投企业仍面临较大的隐性债务化解压力。

关注尾部区域及城投企业流动性风险。上半年,城投行业延续了2022年以来“有保有压”的融资监管政策,整体融资并未见明显改善。加之财政运行将在较长一段时间内处于“紧平衡”状态,地方政府在城投企业政府回款及财政补贴等方面的支持能力有所弱化。2023年以来,部分区域城投企业票据逾期、非标

及银行借款逾期等情况时有发生,流动性压力凸显并通过区域互保链条传导,进一步加大了区域风险并导致区域融资环境恶化。在此情况下,城投企业债务风险化解有赖于地方政府对当地银行等金融资源的整合及协调能力,而尾部区域金融资源较为有限,需关注尾部区域及城投企业的流动性风险。

关注三季度城投债到期兑付压力上升。截至二季度末,存续城投债余额近14万亿。假设含权债券全部选择行权,三季度到期城投债规模合计12926.12亿元,其中,江苏、浙江、天津、山东及四川城投债到期规模位列前五,而天津、甘肃、辽宁及云南三季度到期城投债规模占存续城投债比重均超过15%(见图10),城投债集中兑付压力较大。

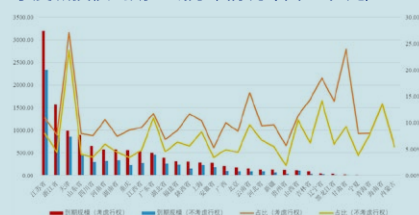
从行政级别来看,三季度到期城投债以地市级和区县级城投债为主,占比分别为46.36%和37.01%。2021年以来,地方政府隐性债务高压监管下,行政层级较低、信用资质较弱的城投企业融资政策收紧程度更大,区县级城投企业再融资能力有所弱化。浙江、江苏、福建、四川、山东、河北、贵州、湖北等地三季度区县级城投债到期规模占比高,均超过30%,同时考虑到二季度区县级城投债净融资规模明显收缩,需关注以上地区三季度城投债到期兑付压力。整体上,二季度城投债净融资仅为三季度到期城投债(考虑含权)的0.28倍,三季度城投债兑付压力上升。具体来看,各省份差异较大,大部分省份二季度城投债净融资无法覆盖三季度到期规模(不考虑含权)。

图9 各地区发债城投企业现金短期债务比变动情况(单位:倍)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图10 三季度城投债到期区域分布情况(单位:亿元)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

债务上限危机暂时平息， 但美国仍面临短期流动性风险及经济衰退压力

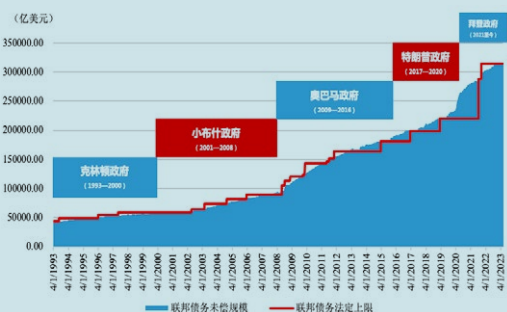
文|联合资信 程泽宇

以史为鉴，美国两党在债务上限到期日前进行政治博弈已成为常态，令美国政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及债务违约的风险，对美国主权信用质量及资本市场造成严重冲击

债务上限是美国国会为防止美国财政部无限度举债而设立的债务天花板，当美国债务突破上限后，财政部将无法借新债而只能替换旧债。美国两党之间的政治博弈是解决美国债务上限问题的核心，美国两党存在较大的政治理念差异，共和党的政治立场偏向保守，不主张扩大政府在社会救济方面的支出；但民主党相反，其更加注重社会福利和财政扩张，每次债务上限提高便成为两党政治博弈的关键点。自1940年有纪录统计以来，美国债务上限共上调110次，平均每9个月上调一次，尤其是2008年金融危机后，美国政府频频通过财政扩张的方式救市，导致政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及债务违约的风险（见图1）。

具体来看，一是2011年美国两党因缩减财政赤字问题出现意见分歧。共和党提出只有当时任总统奥巴马（民主党）承诺缩减预算才会支持提高债务上限，但财政部预计所有现金账户和可供使用的临时筹资手段将于2011年8月初消耗殆尽，美国面临债务违约风险。最终两党于7月31日在债务上限问题上达成共识，8月2日奥巴马签署《预算控制法案》才使得2011年债务上限问题暂时得以缓解。受此风波影响，国际评级机构标准普尔在8月6日将美国主权债务评级下调，评级展望为“负面”，美国股债汇市场也因此出现大幅波动，对美国主权信用质量及资本市场造成严重冲击。二是2013年奥巴马政府债务上限问题再现。由于2011年的债务上限问题并未根本解决，进入2013年后美国债务水平再次临近债务上限，共和党提出只有奥巴马同意从“奥巴马医保”中抽回资金，才会支持提高债务上限；2013年2月奥巴马签署了《无支付无预算》法案来暂停债务上限要求，然而这一法案仅仅使得债务问题得以“续命”至5月；自10月1日新财年起美国政府再度出现停摆，最终国会于10月16日通过了《继续决议案》，才使得债务上限得以暂停至2014年2月，至此奥巴马政府的债务上限问题暂告一段落。三是2018—2019年特朗普政府陷入停摆。由于时任总统特朗普（共和党）主张在美墨边境修建边境墙，无法与民主党的财政预算达成一致，2018年12月美国政府开始了史上最长的一次停摆（35天），最后两党就债务问题达成了为期两年的暂停上限计划，本轮债务上限问题才得以化险为夷。

图1 1993年以来美国调整债务上限情况



数据来源：美国财政部，联合资信整理

本次债务上限问题源于疫情后美国政府采取大规模的扩张性财政政策，导致美国政府财政结构失衡以及政府债务水平攀升，美国两党围绕提高债务上限问题进行了多轮谈判

本次债务上限问题源于2020年新冠疫情暴发后，美国政府采取了大规模的扩张性财政政策，美国屡创历史纪录的救助方案虽然在短期内定向解决了当下所面临的公共卫生防控问题以及提供就业保障，但从长远看带来了政府财政结构失衡以及政府债务水平大幅上升等问题。2021年12月美国将联邦债务法定上限提高到31.4万亿美元，2023年1月美国政府的债务规模已经达到债务上限，美国财政部通过挪动资金以及启动财政部账户余额（TGA）等措施，短时间内保证了政府的正常运行。具体来看，一是财政部在触及债务上限后无法继续举债，TGA可充当向债权人还本付息的安全垫。但截至5月25日，财政部用以还本付息的TGA账户已降至494.7亿美元，为2017年以来的最低值，TGA资金空间较为有限。二是财政部动用“金融非常举措”，即国会允许财政部将非流通债务和政府内部借据出售给公众来获取额外的融资，比如，暂停为联邦退休人员设立的G基金投资、暂停外汇稳定基金投资、暂停为公务员退休及伤残基金（CSRDF）和邮政服务退休人员健康福利基金（PSRHBFF）发行新证券等，但截至5月19日“金融非常举措”已缩水至920亿美元，预计美国财政部将在6月初用尽这些资金。

围绕提高债务上限问题，共和党（众议院）与民主党（参议院+白宫）进行了多轮谈判，两党分歧主要在于共和党要求拜登政府首先接受财政开支的重大削减，然后再投票决定提高美国债务上限；而民主党则希望无条件提高债务上限，因为缩减财政开支将有悖于拜登政府所推行的财政刺激计划，不利于拜登政府履行对选民的承诺以及谋求2024年大选的连任。虽然美国两党存在一定政治分歧，但考虑到一旦发生美国主权债务违约，将对美国信用及经济产生严重冲

击。为维护国家利益，当地时间5月27日，美国总统拜登和国会共和党领袖麦卡锡已就提高联邦政府31.4万亿美元的债务上限达成原则性协议，结束了长达数月的僵局，双方谈判代表同意将美国联邦债务上限提高两年，同时将削减和限制价值约2.1万亿美元的政府支出。5月30日，美国众议院规则委员会举行会议对债务上限协议进行审议，最终以7: 6的结果通过这一债务上限协议，并提交众议院进行全体表决。5月31日，美国众议院以314票赞成、117票反对的投票结果共同通过了债务上限法案，之后该法案需要在参议院审议。由于参议院受民主党控制，参议院大概率会顺利通过债务上限协议，但后续仍需总统签字才能正式生效，从目前来看时间已经非常紧张，一旦某个环节出现拖延可能会再次引发债务危机。

美国两党大概率会在触发“X日”的前夕达成债务上限协议，短期内财政部会借新还旧回收流动性，导致国债利率上升并使银行浮亏进一步扩大，加剧银行业危机；中长期财政支出削减可能会抑制美国的经济需求，加剧美国经济下半年陷入衰退的风险

美国两党大概率会在触发“X日”的前夕达成债务上限协议，协议通过后依旧会给美国经济带来两重压力。一方面，短期内财政部会借新还旧回收流动性，导致国债利率上升并使银行浮亏进一步扩大，加剧银行业危机。如果两党同意提高债务上限，美国财政部可以再次通过借新还旧的方式偿还债务，因此需要在短期内大量发行政府债券以填补国库空虚，这将回收市场上数以千亿美元计的流动性。在此过程中，美国国债供给增大会压低美国国债价格，同时带动美债收益率走高，受此影响货币市场基金将更倾向于从隔夜逆回购和商业银行存款转移至国债，相当于向市场抽取了流动性，进一步加剧市场上的流动性紧缩风险。而目前美国商业银行的流动性风险仍存，以硅谷银行为代表的美国中小银行在投资组合上选择较为稳健的美国国债和商业抵押贷款证券（CMBS），在疫情期

间该投资策略无可厚非，可以稳定赚取息差，但问题症结在于2022年美联储强势加息且利率可能会走向更高且持续更久，再加上违约风险导致美债收益率走高，使银行浮亏进一步扩大，暴露出以美债和CMBS为主的投资组合存在收益率低、久期较长的问题，而美国中小银行的现金及其等价物相对不足，面临较大的流动性缺口。因此，债务上限提高后会抑制短期流动性，造成的“次生灾害”可能令美国银行业危机雪上加霜。

另一方面，拜登政府被要求大规模缩减财政支出，从中长期看财政支出削减可能抑制美国的经济需求，加剧下半年美国经济陷入衰退的风险。美国两党关于美国债务上限协议如果顺利达成，拜登政府将历史性削减财政支出2.1万亿美元，主要内容包括限制2024年和2025年联邦政府支出，同时回收未使用的新冠救助金、撤销《通胀削减法案（IRA）》中清洁能源相关税收抵免、废除学生债务减免计划等，从医疗、教育到退伍军人保障等方面的财政支出都将被削减。考虑到美国经济在美联储货币政策收紧以及通胀压力犹存的背景下，消费及生产两端均存在较大下行压力，而拜登政府原计划采取扩张的财政政策带动投资并解决就业，以支撑美国经济增长，而债务上限协议可能会从中长期弱化财政政策对经济的刺激作用，预计2023年下半年美国经济增速可能会降低0.5%，进而增大市场对美国经济陷入衰退的担忧。

本次美国债务上限问题之所以得到市场的广泛关注，是因为如果提高美债上限的法案未能及时生效，后续连锁反应将会迅速波及资本市场，或再次加剧美国银行业的流动性紧缺，同时增大美国乃至全球经济陷入衰退的风险

本次美国债务上限问题之所以得到市场的广泛关注，是因为如果提高美债上限的法案未能及时生效，后续将会产生一系列多米诺骨牌效应。**政府运营方面，美国政府运营陷入停滞，面临政府“关门”困境。**

美国财政部短期资金耗尽后，美国的养老金将停止发放，各州也无法收到资金为贫困民众提供医疗保险补贴，而大部分地区依靠财政拨款的雇员薪酬也将开始停止发放，美国政府体系面临停摆困境。**债券违约方面，如果债务上限问题未能及时解决，会引发美国债券市场自上而下的违约风险。**如果本次美债发生违约，美国主权信用评级会遭到下调，同时短期美债收益率飙升，并向其他债券市场主体传导，尤其是对于美国的高收益企业债，由于自身偿付实力较弱，在美债流动性收紧后，高收益企业债期权调整利差会相应走高，再加上债券融资成本的上扬，美国高收益企业债的违约敞口也将进一步走扩。**资本市场方面，美债违约将会导致投资者恐慌情绪蔓延，可能会恶化资本市场表现。**如果本次美债发生违约会带动市场恐慌情绪飙升，投资者可能会在短期内抛售美债和回撤美股，届时可能会出现短期美债收益率大幅飙升和美股短期大幅下跌的情况，以2011年美国债务上限危机为例，两党未能就债务上限达成一致而引发市场恐慌并纷纷回撤，短期内股市下跌幅度高达15%。同时，美元资产对全球配置的吸引力显著下滑会引发美元贬值，美元的国际地位也会遭到大幅削弱。美元走弱或将加大国际商品市场波动，并推高黄金和其他大宗商品的价格，加剧大宗商品市场的短期波动。**宏观经济方面，或再次加剧美国银行业的流动性紧缺，同时增大美国乃至全球经济陷入衰退的风险。**本次美国债务上限危机发生的时间较为敏感，主要是在美联储货币政策步入加息尾声以及美国银行业流动性风险尚存的关键时刻。目前大约70%的美国债务由美国银行系统持有，剩余的30%由海外投资者和别国中央银行持有，如果债务上限问题未能解决将会导致美元流动性紧缺，进而加剧银行业的流动性风险，同时制约美联储执行货币政策的有效性。2023年一季度美国GDP增速折年率为1.3%，低于市场预期的2%，预计2023年全年美国经济增速或将下降至1%左右，而银行业流动性风险加

剧、债务上限问题引发超预期违约等潜在风险事件可能会对美国经济造成进一步的冲击,甚至不排除引发经济衰退的可能,并且美国经济下行会拖累全球经济的复苏。

综上所述,本次美国债务上限问题悬而未决折射出美国政治两极分化,以民主党为代表的自由派和以共和党为代表的保守派之间的分歧和对立日益加剧,

政治两极化发展和利益博弈致使美国重大公共政策制定陷入僵局,政府效率有所降低,加剧了政策的不确定性。美债上限问题的持续发酵体现出美国政府的财政扩张政策导致财政结构失衡以及政府债务水平大幅上升,再加上美国多家银行破产加剧了美国银行业的流动性危机,增大了美国金融体系爆发危机以及经济陷入衰退的可能性。■

央行降息释放稳增长信号

文|联合资信 刘东坡

2023年6月13日,央行下调7天期逆回购利率10个基点,6月15日下调1年期MLF利率10个基点,中短期政策利率时隔10个月之后再次下调。受政策利率下调影响,6月份1年期和5年期贷款市场报价利率(LPR)均下调10个基点。央行降息有助于推动贷款利率进一步下降,降低实体经济融资成本,同时,降息释放的稳增长信号也有助于提升市场信心。

一、央行政策利率下调引导贷款市场报价利率下降

2023年6月13日,央行开展20亿元7天期逆回购操作,中标利率下降10个基点至1.90%(见图1)。这是中国央行自去年8月以来首次下调短期政策利率。6月15日,央行开展2370亿元1年期MLF操作,中标利率为2.65%,较上月下降10个基点。

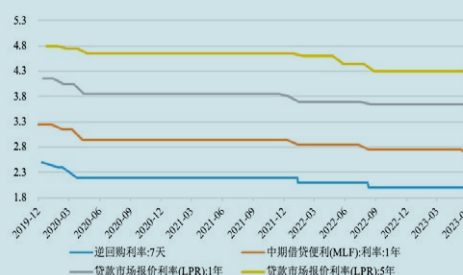
受央行政策利率下调影响,6月份1年期和5年期贷款市场报价利率(LPR)分别为3.55%和4.20%,较上

月均下调10个基点,时隔10个月后再迎来下调。

二、降息有助于推动实体经济融资成本稳中有降

2023年二季度以来,中国经济复苏有所放缓,主要经济指标增速有所回落。5月份,社会消费品零售总额同比增长12.7%,低于市场预期,较上月回落5.7个百分点(见图2);出口额同比下降0.8%,较4月8.9%的增速大幅下降;1—5月固定资产投资完成额累计同比增长

图1 政策利率和贷款市场报价利率走势(%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

4.0%，较1—4月回落0.7个百分点（见图3），分领域看，基础设施投资同比增长7.5%，制造业投资增长6.0%，房地产开发投资下降7.2%，民间投资下降0.1%。

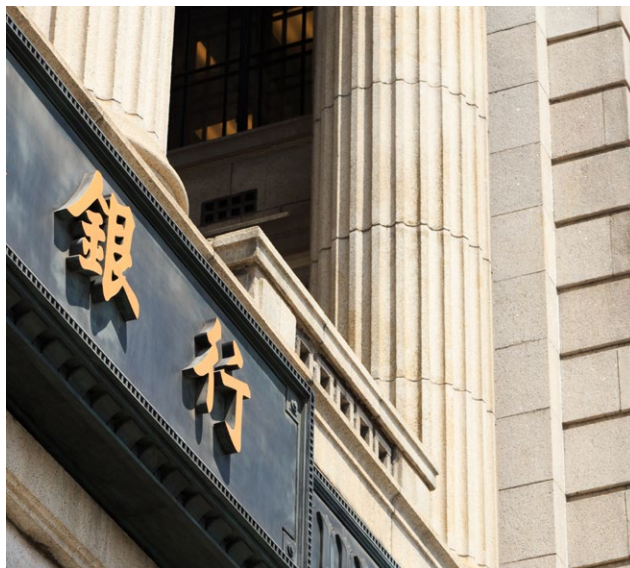
以上数据反映出总需求仍然偏弱，恢复和扩大总需求是当前经济持续回升向好的关键所在。

根据“逆回购利率—MLF利率—LPR—贷款利率”的传导机制，央行降息以及LPR下调，将有助于推动贷款利率进一步下降，降低实体经济融资成本。与此同时，6月8日中、农、工、建、交五大国有银行时隔三个季度之后再次下调人民币存款挂牌利率。其中活期存款利率由此前的0.25%下调至0.2%，下降5个基点；2年期利率下调10个基点至2.05%；3年期和5年期下调15个基点至2.45%和2.5%。此举有助于缓解银行负债端成本，进一步提升金融支持实体经济的意愿和能力。

三、降息释放的稳增长信号，有助于提振市场信心

从央行降息的影响看，10个基点的降息幅度或许难以对总需求回暖产生实质性的重大影响。但是，降息的信号意义却是非常重要的。

降息传递的是央行对当前经济状况的评估以及对未来走势的预期。尽管10个基点的降息幅度不算大，但是央行降息向市场释放出一种积极的信号，表明它愿意



采取适当的措施来支持经济增长。加之此次降息略超市场预期，其传递的稳增长信号有助于提升市场主体信心，引导投资者和企业更加乐观地对待经济前景。

本次降息后，年内是否会继续降息主要取决于经济基本面的变化。6月16日国务院常务会议提出“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，预计不久后将迎来一批稳增长政策集中落地。后续若经济复苏较好，那么央行再次降息的可能性较小；若经济复苏不及预期，那么不排除央行会继续实施降息等宽松货币政策。 ▮

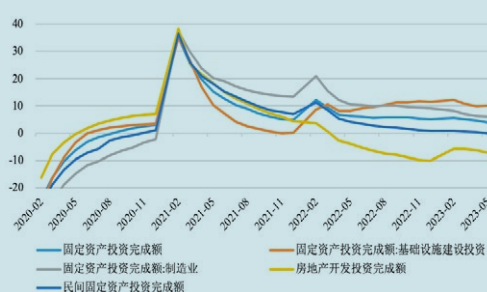
图2 社会消费品零售总额和出口额当月同比增速 (%)



注：2021年2月，受上年同期基数较低以及外需持续扩张等因素影响，当月出口额同比增长154.28%

数据来源：Wind，联合资信整理

图3 固定资产投资完成额累计同比增速 (%)



数据来源：Wind，联合资信整理

经济运行整体向好, 恢复势头仍需呵护

——2023宏观经济信用观察半年报

文|联合资信 吴 玥 刘东坡

一、宏观经济与行业运行情况

2023年上半年, 随着经济社会全面恢复常态化运行, 市场需求逐步恢复, 生产供给持续增加, 消费和服务业加快修复, 就业物价总体稳定, 经济运行整体回升向好。经初步核算, 上半年中国GDP为59.30万亿元, 按不变价格计算, 同比增长5.5%。其中, 在低基数的作用下, 二季度GDP当季同比增长6.3%, 较一季度加快1.8个百分点; 剔除低基数因素来看, 二季度GDP两年平均增速¹回落至3.3%。随着前期积压需求在一季度集中释放, 二季度经济表现低于市场预期, 但6月PMI止跌回升、工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额等指标两年平均增速加快, 反映出生产、消费等领域出现边际改善, 是经济向好的积极信号, 但回升动能依然较弱, 恢复势头仍需呵护。

展望下半年, 房地产市场供给仍处在调整阶段, 房地产开发投资或将保持低位运行; 在制造业利润低迷、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下, 制造业投资或将保持温和增长; 就业形势整体好转, 消费市场有望维持复苏态势, 但修复到2019年水平仍需耐心等待; 作为稳增长的重要抓手, 在经济下行压力较大、出口承压、房地产低迷等背景下, 基建投资仍将发

挥支撑经济的作用。总体来看, 随着基数的升高, 三、四季度增速较二季度或将有所回落, 但当前积极因素增多, 经济增长有望延续回升态势, 实现全年5%的增长目标可期。

生产端: 工业、服务业二季度增速放缓, 但边际有所改善

2023年上半年, 全国规模以上工业增加值同比增长3.8%; 剔除上年较高的基数影响后, 两年平均增长3.6%, 较一季度(两年平均增速为4.7%)有所放缓, 但5月、6月工业增加值两年平均增速出现边际改善。从PMI来看, 6月PMI结束连续三个月的下滑趋势, 小幅回升至49.0%, 虽然仍处在荣枯线下, 但收缩幅度减小也反映出工业生产端出现边际改善。行业方面, 制造业增加值上半年累计同比增长4.2%, 其中汽车制造、有色金属、化学制品等行业增加值实现较快增长; 随着市场需求不断恢复, 黑色金属、非金属矿等行业增加值增速有所加快; 家具制造、医药制造、纺织、造纸等行业增加值同比有所下降。

2023年上半年, 服务业生产指数累计同比增长8.7%; 两年平均增长4.1%, 较一季度(4.6%)有所放缓, 其中6月当月两年平均增速小幅加快。从主要行业来看, 服务消费加快恢复, 居民外出购物、就餐、住

¹ 为剔除基数效应影响, 方便对经济实际运行情况进行分析判断, 本文使用两年平均增速(几何平均增长率)对部分受基数效应影响较大的指标进行分析, 如工业生产、服务消费等相关领域指标。

宿增加，上半年住宿和餐饮、批发零售行业增加值两年平均分别增长5.96%和3.71%；居民出行意愿增强，上半年交通运输、仓储和邮政业增加值两年平均增长2.98%，五一、端午假期全国国内旅游出游分别为2.74亿和1.06亿人次，按可比口径已恢复至2019年同期的119.1%和112.8%。

需求端：房地产投资疲弱，消费温和复苏

剔除价格因素后固定资产投资保持较快增长。

2023年上半年，全国固定资产投资完成额（不含农户）24.31万亿元，同比增长3.8%；扣除价格因素影响后，同比增长6.5%。

房地产投资转弱。2023年上半年，房地产开发投资同比下降7.9%，一季度在宽松购房政策下，前期积压的购房需求集中释放，房地产市场企稳复苏态势初显；二季度地产销售压力再次上升，房地产投资、新开工面积降幅扩大；而竣工面积整体维持较高增速，反映出房地产投资的重点仍在保交付，扩大投资的意愿和信心不足。当前房地产市场供给仍处在调整阶段，房地产开发投资或将保持低位运行。

基建和制造业投资边际放缓，增速仍然维持较高水平。2023年上半年，基建投资同比增长7.2%，在经济下行压力较大、出口承压、房地产低迷等背景下，作为稳增长的重要抓手，基建投资仍将在财政贴息吸引民间资本、加大政策性金融工具使用力度等政策加持下，继续发挥支撑经济的作用。2023年上半年，制造业投资同比增长6.0%。其中，高技术制造业投资仍是主要支撑，同比增长11.8%，增速比制造业投资高5.8个百分点。在制造业利润下降、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下，制造业投资或将保持温和增长。

消费温和复苏。2023年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，一系列扩内需促消费政策落地显效，消费市场呈现恢复态势。上半年社会消费品零售总额22.76万亿元，同比增长8.2%；剔除基数效应后，上

半年社零两年平均增长3.65%，保持温和增长。其中，1—5月两年平均增速呈小幅下行态势，6月两年平均增速小幅提升。限额以上商品方面，金银珠宝、服装鞋帽针纺织品、化妆品、体育娱乐用品、通讯器材、家具等商品销售由上年全年的同比下降转为上半年的同比增长，消费升级类商品销售明显恢复；建筑及装潢材料、文化办公用品零售额同比有所下降。

央行在2023年7月14日的发布会中指出，当前经济面临的一些挑战属于经济复苏过程中的正常现象。国际上经验看，消费和经济的恢复都需要一定的时间，从数据上来看，二季度居民选择未来更多消费的比重为24.5%，较一季度的23.2%小幅增加，反映出居民消费意愿或在持续修复，且就业形势整体好转有利于推动居民消费能力以及意愿回升，消费市场有望维持复苏态势，但修复到2019年水平仍需耐心等待。

出口承压。2023年上半年，世界经济复苏乏力，主要经济体为抑制高通胀，收紧货币政策，加剧了全球需求的收缩。全球制造业PMI新出口订单指数持续位于收缩区间，全球贸易低迷。上半年出口同比下降3.2%，其中5月出口增速转负，6月降幅扩大至12.4%。主要出口商品方面，上半年汽车和汽车底盘、汽车零件出口金额同比增速有所加快；自动数据处理设备及其零部件、集成电路、手机、玩具等商品出口金额同比降幅扩大。当前主要发达经济体通胀仍处于高位，地缘政治冲突持续，短期外需回暖动力不足，出口收缩压力或将持续。

价格：生产者出厂价格继续下降，人民币对美元即期汇率整体呈W型走势

CPI涨幅低位运行。2023年上半年，受国际国内多重阶段性因素影响，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨0.7%，当月同比涨幅整体呈现回落态势，6月当月同比零增长。分项来看，食品价格有所上涨，上半年食品价格同比上涨2.5%，其中薯类、鲜果和禽肉类价格涨幅较高，生猪产能充足，猪肉价格同比从5月开始

转降；受国际能源价格下行影响，国内能源价格持续回落，其中汽油、柴油价格分别下降7.3%和8.0%；服务需求持续恢复，服务价格涨幅有所扩大，服务价格上涨0.9%，其中居民出行需求较旺，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格涨幅较高。

PPI同比继续下降。2023年上半年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降3.1%，受石油、煤炭等大宗商品价格回落、市场需求不足及上年同期对比基数较高等因素影响，PPI当月同比降幅逐月扩大至6月的5.4%。生产资料价格下降是影响PPI下行的主要因素。其中，采掘工业价格下降6.6%、原材料工业价格下降5.0%、加工工业价格下降3.4%，降幅随产业链自上而下收窄。分行业来看，国际石油、有色金属价格震荡下行，带动油气开采、化学制品、燃料加工、有色金属等行业价格下降；煤炭产能有序释放，叠加气温上升采暖用煤需求减少，煤炭供应充足，煤炭开采价格同比下降7.4%；房屋新开工面积同比下降，拖累钢铁、建材等行业价格走低。

汇率方面，2023年上半年人民币对美元即期汇率整体呈W型走势（见图1）。1月份，国内经济复苏态势稳中向好，叠加美元指数回落、中美国债利差倒挂程度减轻、春节前企业结汇需求旺盛等因素，人民币对美元即期汇率强势升值。**2月份**，美国通胀超预期走高、主要经济数据表现强劲，美联储加息预期强化，美元指数反弹，加之中美国债利差倒挂程度加剧，人民币对美元即期汇率走弱。**3月份**，国内经济持续复苏，美国银行业流动性危机不断发酵，美元指数回落，美联储加息预期弱化，中美国债利差倒挂程度缓解，人民币对美元即期汇率小幅升值。**二季度以来**，国内经济复苏动能放缓，央行开启降息操作，美国经济表现相对较好、通胀粘性较大以及美联储表态偏鹰，支撑美联储加息预期和美元指数高位运行，中美国债利差倒挂程度持续加剧，受此影响人民币对美元即期汇率大幅贬值。

展望下半年，从内部因素看，7月中央政治局会议

定调更加积极，预计将很快推出一系列稳增长政策，下半年经济复苏动能有望转强，为人民币汇率提供支撑；从外部因素看，根据OECD预测，美国经济或在2023年第四季度重新转弱，且随着美国通胀压力缓解，美联储的加息周期亦接近尾声，美元指数进一步上行动力有限，中美国债利差倒挂也有望逐步缓解。综上所述，预计下半年人民币对美元即期汇率将逐步企稳回升。

就业：就业形势整体好转，青年就业压力仍值得关注

2023年上半年，随着经济持续恢复，市场用工需求增加，就业形势整体好转，全国城镇调查失业率均值为5.33%，低于上年同期0.35个百分点。逐月来看，2023年1月、2月受春节后外出求职和转换工作影响，失业率处于较高水平；3月随着节后生产生活秩序逐步恢复，就业状况有所好转，全国城镇调查失业率降至5.3%；二季度以来，城镇调查失业率维持在5.2%，就业形势保持稳定。2023年以来经济运行整体呈现向好态势，尤其是作为吸纳就业主体的服务业恢复加快，为就业形势好转提供了强有力的保障。此外，随着经济社会全面恢复常态化运行，线下招聘和求职更加便利，亦有利于促进就业供需衔接，带动就业扩大。

2023年上半年，16—24岁城镇青年劳动力调查失业率均值为19.58%，高于上年同期2.50个百分点；随着2023届应届毕业生集中进入劳动力市场寻找工作，6月青年劳动力失业率升至21.3%，青年失业率处于较

图1 人民币汇率和美元指数走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

高水平，青年人“求职难”和部分行业“招工难”并存，稳就业需要持续加力。随着经济运行回稳向好，“减负稳岗”政策深入实施，“特岗计划”“三支一扶”“西部计划”等基层项目、青年专项技能培训计划、百万就业岗位见习计划等促进高校毕业生等青年就业的措施持续显效，青年劳动力调查失业率走高状况有望得到逐步改善。

财政：低基数下财政收入实现较快增长，地方财政压力仍然较大

2023年上半年，全国一般公共预算收入11.92万亿元，同比增长13.3%。主要是2023年相关退税恢复了常态，而2022年4月开始实施大规模增值税留抵退税政策、集中退税较多导致基数较低，叠加经济恢复性增长的带动，财政收入实现较快增长。剔除基数效应来看，财政收入两年平均增长0.87%，增速仍然偏低。其中，税收收入9.97万亿元，同比增长16.5%。向前看，中国经济运行整体回升向好将为财政收入增长提供重要支撑，但随着2022年下半年留抵退税逐步恢复常态，2023年下半年基数因素会逐步消退，月度财政收入同比增幅或将有所回落。

2023年上半年全国一般公共预算支出13.39万亿元，同比增长3.9%。其中地方一般公共预算本级支出11.72万亿元，同比增长3.5%，保持了较高的支出强度。各级财政部门加强财政资源统筹，保持必要支出强度，持续加大对经济社会发展薄弱环节和关键领域的投入，基本民生、乡村振兴、区域重大战略、教育、科技攻关等重点支出得到了有力保障。

政府性基金收入方面，2023年上半年全国政府性基金预算收入2.35万亿元，同比下降16%。同期，地方政府性基金预算本级收入2.16万亿元，同比下降17.2%；两年平均下降23.71%，其中6月当月降幅明显加深；国有土地使用权出让收入1.87万亿元，同比下降20.9%，房地产疲弱仍使地方可支配财力持续承压。

二、宏观信用环境

2023年上半年，社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降。展望下半年，7月中央政治局会议指出“要加强逆周期调节和政策储备，适应房地产市场供求关系重大变化，适时调整优化房地产政策”；央行表示“将保持银行体系流动性合理充裕，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”，预计社融规模将稳步扩张，信贷结构将继续优化，市场流动性将维持总体平稳，实体经济融资成本将继续稳中有降。

社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，企业债券融资节奏同比有所放缓

社融口径人民币贷款和表外融资支撑社融规模小幅扩张。2023年上半年，全国新增社融规模21.55万亿元，同比多增4754亿元；6月末社融规模存量为365.45万亿元，同比增长9%，增速比上年同期低1.8个百分点（见图2）。分项上看，上半年社融口径人民币贷款同比多增1.99万亿元，表外融资项下委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增797亿元、3980亿元和2619亿元，是社融规模扩张的主要支撑因素；政府债券净融资、企业债券净融资、社融口径外币贷款（折合人民币）和非金融企业境内股票融资同比分别少增1.27万亿元、少增7883亿元、多减700亿元和少增432亿元，是上半年社融主要的拖累因素。展望下半年，7月中央政治局会议指出“加强逆周期调节和政策储备，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，故在更加积极的政策基调下，中国经济复苏动能有望增强，支撑社融规模稳步扩张。

信贷结构有所改善，但居民融资需求仍偏弱。2023年上半年金融机构口径人民币贷款增加10.6万亿元，同比多增2.02万亿元；6月末金融机构口径人民

币贷款余额230.58万亿元,同比增长11.3%,增速比上年同期高0.1个百分点(见图3)。结构上看,在稳增长政策和经济内生修复的共同作用下,企业融资需求显著改善。上半年企业贷款增加12.81万亿元,同比多增1.34万亿元,其中企业短期贷款、中长期贷款和票据融资同比分别多增8500亿元、多增3.49万亿元、少增3.00万亿元。居民融资需求持续边际改善但总体仍偏弱。上半年居民贷款增加2.79万亿元,同比多增6091亿元,其中居民短期贷款、中长期贷款同比分别多增7091亿元、少增1000亿元。展望下半年,7月中央政治局会议指出“要发挥总量和结构性货币政策工具作用,大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展”,同时“要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策”,预计信贷结构将继续优化。

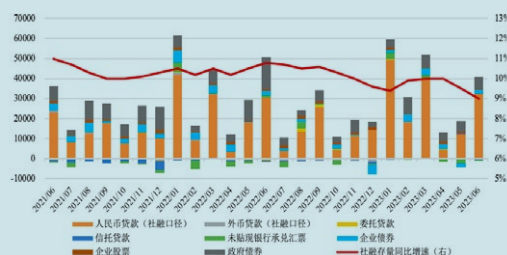
企业债券融资节奏同比有所放缓,产业债、民企债净融资额为负。从概念板块看,2023年上半年,产业债净融资额-4336.55亿元,同比少增9050.36亿元;城投债净融资额8912.59亿元,同比多增368.50亿元(见图4)。从企业性质看,上半年国企债净融资额1.40万亿元,同比少增1.49万亿元(见图5);民企债净融资额-901.25亿元,同比多减399.83亿元(见图6)。

图3 金融机构新增人民币贷款结构(亿元)



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图2 社融存量增速和增量结构(亿元)

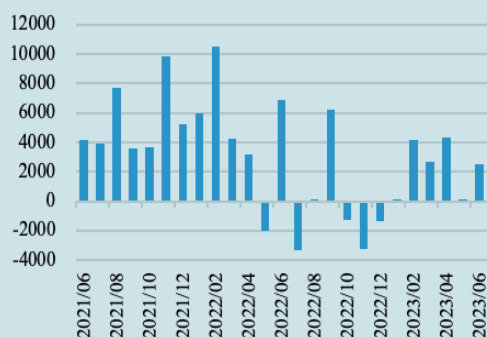


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图4 产业债和城投债净融资额(亿元)

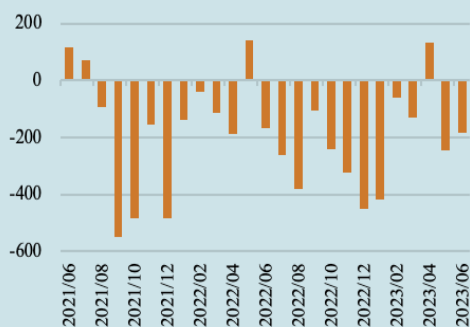
注：图4—6数据统计时点为2023年7月28日，城投债为Wind口径
数据来源：Wind，联合资信整理

图5 国有企业债券净融资额(亿元)



数据来源：Wind，联合资信整理

图6 民营企业债券净融资额(亿元)



数据来源：Wind，联合资信整理

市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降

市场流动性先紧后松。2023年一季度，国内经济运行开局良好，带动实体经济融资需求上升，叠加信贷投放节奏和专项债发行节奏前置，银行间市场流动性偏紧，资金利率中枢显著抬升。同年二季度，国内经济复苏动能有所放缓，实体经济融资需求转弱，信贷投放节奏和专项债发行节奏明显放缓，叠加政策利率、LPR调降，银行间市场流动性较为宽松，资金利率中枢整体下行。

实体经济融资成本稳中有降。2023年上半年，央行继续完善市场化利率形成和传导机制，下调7天期逆回购利率和1年期MLF利率各10个基点，带动1年期和5年期LPR均同步下调10个基点，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。央行数据显示，上半年新发放企业贷款加权平均利率为3.96%，比上年同期低25个基点；新发放个人住房贷款加权平均利率为4.18%，比上年同期低107个基点²。

展望下半年，央行表示“将根据经济和物价形势的需要，综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”，预计下半年市场流动性将维持总体平稳，实体经济融资成本或继续稳中有降。

三、宏观政策环境

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国两会决策部署为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全REITs市场功能、促进中小微企业调结构强能力³；二季度，宏观政策以贯彻落实4月

中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策。

展望下半年，根据7月中央政治局会议更加积极的基调⁴，宏观政策调控力度将进一步加大，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

中央政治局会议强调延续稳中求进工作总基调，首提“统筹四个‘持续’”

2023年4月28日，中央政治局会议召开，分析研究当前经济形势和经济工作。会议肯定了一季度的经济工作成绩，认为今年以来“经济增长好于预期，经济运行实现良好开局”，但同时指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战”。会议强调“坚持稳中求进工作总基调，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。关于宏观政策，会议指出“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力”。

进一步优化房地产调控政策，促进房地产市场平稳健康发展

2023年6月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布6月LPR：1年期LPR为3.55%、5年期以上LPR为4.2%，二者均较前值3.65%、4.3%下降10基点。

² 见 2023 年 7 月 14 日人民银行网站《2023 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录》。

³ 限于篇幅，此处不再赘述一季度主要宏观政策，请参阅《消费投资协同发力，经济运行企稳回升——宏观经济信用观察（2023 年 3 月）》。

⁴ 关于 7 月中央政治局会议的解读，请参阅《中央政治局会议七大关注点》。

7月10日,央行、金融监管总局联合发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》,将此前出台的支持房地产市场平稳健康发展的16条金融支持政策中两条规定适用期限的政策进行了调整,适用期限统一延长至2024年12月31日。7月14日,央行货币政策司司长邹澜在国新办新闻发布会上表示“支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定,或者是新发放贷款置换原来的存量贷款”。7月21日,国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》,在超大特大城市积极稳步实施城中村改造。

深化资本市场改革,提升服务实体经济质效

2023年4月10日,沪深交易所主板注册制首批10家企业上市仪式举行,标志着股票发行注册制改革全面落地。6月20日,证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》,提出4方面12条具体政策措施。7月8日,证监会发布了公募基金行业费率改革工作方案,引导公募基金管理人及其他行业机构合理调降基金费率。7月9日,证监会发布《私募投资基金监督管理条例》,突出私募基金行业差异化监管,更好地发挥其服务实体经济、支持科技创新等方面的作用。7月14日,国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2023年本,征求意见稿)》,在金融服务业中,拟将信用评级服务列入鼓励类目录,更好地发挥信用评级机构作用,助力资本市场发展。

多措并举推动外贸稳规模优结构,进一步优化营商环境

2023年4月25日,国务院办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》,提出五方面政策措施,推动外贸稳规模优结构,确保实现进出口促稳提质目标任务:一是强化贸易促进拓展市场;二是稳定和扩大重点产品进出口规模;三是加大财政金融支持力度;四是加快对外贸易创新发展;五是优化外贸发展环境。6月

12日,海关总署推出优化营商环境16条,助力营造市场化、法治化和国际化一流营商环境,进一步稳定社会预期,提振外贸发展信心。从内容上看,16条可以概括为“4个促进”:一是促进进出口物流畅通;二是促进跨境贸易便利化;三是促进企业减负增效;四是促进外贸创新发展。

进一步改善消费环境,提振汽车、家居等大宗消费

汽车消费方面,2023年5月17日,国家发改委、国家能源局联合发布《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》,提出3方面11条具体意见。6月21日,财政部等3部门联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》。7月21日,国家发改委、工信部等部门联合发布《关于促进汽车消费的若干措施》,提出10条具体政策举措。家居消费方面,6月9日,商务部、国家发改委等部门联合发布《关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知》,提出5方面政策措施。7月18日,商务部、国家发改委等部门联合发布《关于促进家居消费若干措施的通知》,提出4方面11条政策措施。

优化调整稳就业政策,多措并举稳定和扩大就业岗位

2023年4月26日,国务院办公厅发布《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》,提出4方面15条优化调整稳就业的具体政策措施。5月27日,民政部办公厅发布《关于做好2023年社会组织助力高校毕业生就业工作的通知》,提出6方面具体工作要求。6月2日,民政部、教育部等部门联合发布《关于做好2023年普通高校毕业生到城乡社区就业工作的通知》,提出8方面具体工作要求。6月6日,人力资源社会保障部发布《2023年百日千万招聘专项行动》,以“职引未来 筑梦青春”为主题,利用100天时间集中为高校毕业生等群体提供超千万个就业岗位,助力高校毕业生及各类劳动者求职就业。///

我国上市银行财务表现稳健向好，服务实体经济质效持续提升

文|联合资信 艾仁智 韩 夷 陈绪童 郭嘉喆

一、上市银行经营概况及财务表现

目前，我国上市银行共59家，包括15家A+H股、27家A股和17家H股上市银行，但考虑到信息披露标准和会计准则的一致性，本文我们仅针对A股上市银行的经营概况和财务表现进行分析。截至目前，我国A股上市银行（以下简称“上市银行”）42家，包括6家国有大型商业银行、9家股份制商业银行、17家城商行和10家农商行，2022年，我国上市银行经营稳健，资产负债规模保持增长，且资产质量、盈利能力及资本充足水平等方面的表现均优于行业平均水平。下面，我们从资产结构及资产质量、负债结构及流动性、盈利能力和资本充足性四个方面对上市银行经营表现进行分析。

上市银行资产结构及资产质量

上市银行资产总额保持增长且增速有所回升，其中在回归信贷本源的政策驱动下其信贷资产占比持续提升，资产结构趋于优化。近年来，我国上市银行资产规模保持增长，且2022年增速回升；截至2022年末，我国A股上市银行资产总额252.47万亿元，较上年末增长11.36%；其中国有大型商业银行资产规模增速最快，较上年提升5.17个百分点至12.82%，股份制商业银行和城商及农商行增速亦较上年有所回升，分别提升至7.42%和12.08%。从资产结构看，近年来，随着银行不断加大对实体经济的信贷支持力度，叠加监管对于非标投资的约束，各类上市银行信贷资产占资产总

额的比重均有不同程度的提升，其中城商行及农商行贷款占比提升相对明显，上市银行资产结构整体有所优化。截至2022年末，上市国有大型商业银行、股份制商业银行、城商行和农商行贷款占资产总额的比重分别为56.85%、56.45%、47.42%和52.51%（见表1）。

国有大型商业银行贷款投放力度的加大带动上市银行信贷资产规模稳定增长，且信贷资源向先进制造业、绿色金融等重点领域倾斜，房地产贷款占比下降。近年来，在我国经济增长压力较大的背景下，中国人民银行加大稳健的货币政策实施力度，综合运用降准、再贷款、再贴现等多种政策工具投放流动性，引导金融机构尤其是国有大型商业银行加大信贷投放力度，并引导国有大型商业银行将服务下沉至普惠小微客户群体，国有大型商业银行贷款增速提升，但也因此导致股份行和地方性城商及农商行在竞争压力下贷款增速有所放缓（见表2）。从贷款投向来看，2022年，上市银行信贷资金进一步向先进制造业、绿色金融和普惠金

表1 各类上市银行贷款占资产总额的比重

类型	2020年末	2021年末	2022年末
国有大型商业银行	54.76%	56.85%	56.85%
股份制商业银行	55.65%	56.69%	56.45%
城商行	45.68%	47.08%	47.42%
农商行	49.30%	51.71%	52.51%
上市银行	54.15%	55.89%	55.86%

数据来源：Wind，联合资信整理

融等重点领域以及受经济下行冲击较大的薄弱环节倾斜,制造业贷款增速及占比均有所提升;在“支持刚性和改善型住房需求”的政策导向下,2022年房地产贷款增速回升,但受房地产市场持续低迷影响,房地产贷款占比仍有所下降,且个人住房按揭贷款增速明显放缓;此外,城商行作为地方重要金融资源,在地方金融体系中“经济的压舱石”这一角色尤为凸显,在地方经济下行期,城商行通常会加大信贷投放力度以维护地方经济稳定,同时作为地方经济发展的金融资源储备,城商行部分信贷资源向城投平台公司倾斜,其相较于国有商业银行及全国性股份制银行,信贷资产中涉政类业务占比较高,需关注在地方政府化解隐性债务的过程中城商行资产质量及盈利水平的变动情况。

上市银行信贷资产质量和拨备水平均稳步提升,风险抵补能力持续增强。近年来,在宏观经济整体下行的背景下,企业经营压力加大导致银行信用风险管理

压力增加,同时房地产行业风险暴露逐步传导至银行,导致上市银行不良贷款及关注类贷款规模均有所增加,但得益于不良贷款处置力度较大,不良贷款规模增幅相对可控,且随着贷款总额的较快增长,各类上市银行不良贷款率以及关注类贷款占比均呈下降趋势,信贷资产质量稳步改善,面临的信用风险可控(见表3),但近年来政策引导商业银行加大对小微企业信贷支持,一定程度上对上市银行信用风险管理水平提出了更高要求;从不同类型上市银行来看,城商行及农商行不良贷款率和关注类贷款占比均较国有大型商业银行和股份制商业银行较低,主要是由于城农商行与地方经济发展捆绑程度较深,其信贷资产质量表现与经营区域的金融生态环境及经济发展程度相关性较高,良好的信贷资产质量表现与上市城农商行多位于经济发达地区有一定的关联度。从拨备方面来看,各类上市银行拨备覆盖率均有所提升,风险抵补能力持续增强。

非标投资持续压降,需对存量非标规模较大的上市银行投资资产质量变动情况保持关注。非信贷类资产质量方面,近年来,各类上市银行主动优化投资资产结构,压降非标投资,投资业务开展风格逐渐趋于稳健,且得益于风险项目处置计划的逐步落地以及减值计提的增加,投资风险敞口呈收窄趋势;但另一方面,由于非标投资多投向房地产及城投类企业,在房地产业风险暴露以及部分区域政府债务压力上升的背景下,需关注存量非标规模较大的上市银行投资资产质量变动情况。

表2 各类上市银行贷款增速

类型	2020年末	2021年末	2022年末
国有大型商业银行	11.41%	11.76%	12.81%
股份制商业银行	13.06%	9.09%	6.97%
城商行	15.74%	15.65%	13.57%
农商行	16.86%	14.98%	10.55%
上市银行	12.22%	11.38%	11.32%

数据来源: Wind, 联合资信整理

表3 各类上市银行资产质量变化情况

类型	不良贷款率			关注类贷款占比			拨备覆盖率		
	2020年末	2021年末	2022年末	2020年末	2021年末	2022年末	2020年末	2021年末	2022年末
国有大型商业银行	1.50%	1.36%	1.33%	2.08%	1.76%	1.72%	212.17%	236.46%	238.96%
股份制商业银行	1.47%	1.33%	1.29%	1.96%	1.85%	1.91%	201.66%	217.66%	221.78%
城商行及农商行	1.28%	1.18%	1.12%	1.62%	1.53%	1.42%	292.75%	313.94%	326.35%
上市银行	1.48%	1.34%	1.30%	2.01%	1.76%	1.74%	215.44%	237.70%	241.53%

数据来源: Wind, 联合资信整理

上市银行负债结构及流动性

上市银行负债增速回升，其中国有行负债稳定性优势明显，股份行和城农商行负债结构有所优化。近年来，上市银行负债规模保持增长趋势，且2022年增速回升，截至2022年末，我国A股上市银行负债总额231.78万亿元，较上年末增长11.65%；其中国有大型商业银行、股份制商业银行和城商及农商行增速分别为13.21%、7.46%和12.32%，分别较上年提升5.85、0.73和1.01个百分点。从负债结构来看，国有行负债结构保持稳定，存款占比保持在80%以上，夯实的基础为其负债稳定性提供了良好支撑，核心负债稳定性优势明显，同时，2022年，上市股份行、城商行及农商行存款占比均有不同程度的提升（见表4），负债结构优化的同时稳定性增强。

上市银行盈利能力分析

在减费让利的政策引导下上市银行生息资产收益率持续下行，其中国有大型商业银行下降幅度较小，城商行及农商行下降幅度更明显。近年来，政策鼓励商业银行加大对实体经济支持力度，金融机构让利实体，持续推进减费让利进程，带动上市银行贷款定价持续下行。从不同类型上市银行来看，国有大型商业银行依托其资本实力强、分支机构分布广泛等众多方面的优势，客户资源丰富且客户资质往往优于其他类型商业银行，基于风险定价的原则，叠加议价能力强以及资金成本低

等多方面的优势，其贷款定价相较于其他类型商业银行较低，因此，近年来国有大型商业银行的贷款定价虽有所下降，但下降空间相对较小，生息资产收益率下降幅度较小。城商行及农商行由于客户资质相对劣后，贷款定价相对较高，近年来在减费让利政策推动以及国股行业务下沉导致同业竞争加剧背景下，城商行及农商行贷款定价下降较为明显，生息资产收益率下降幅度较大。除贷款外，上市银行投资资产配置策略相对稳健，利率债配置比重较高；近年来，央行积极的财政政策和稳健的货币政策持续发力，使得市场资金宽裕，国债收益率下行，对上市银行投资资产收益实现产生一定影响，一定程度上也对其生息资产收益率的下降起到推动作用；此外，近年来，资本市场违约事件频发，非信贷资产信用风险的暴露对资产端收益实现产生一定负面影响。

央行持续调整存款利率定价机制，引导存款利率下行，加之市场资金利率下行带动同业资金成本下降，上市银行计息负债成本率有所下行。2021年6月，央行指导市场利率定价自律机制建立了存款利率市场化调整机制，并通过MPA考核规范银行存款定价行为，存款利率市场化程度有所提高，加之资产端收益水平下降逐步传导到负债端，市场存款挂牌利率有所下调，但由于存款定期化程度加大，上市银行存款付息率小幅抬升；但另一方面，得益于市场资金利率持续下行，央行借款与同业负债价格的下降一定程度上缓解了上市银行负债端资金成本压力，带动上市银行计息负债成本率整体下降，尤其对于同业负债占比较高的城商行，市场利率下行对其负债端成本的影响更为明显。

受净息差持续收窄影响，上市银行营业收入增速放缓，但拨备计提力度的减小释放了一定利润，净利润保持增长，盈利性指标总体稳定，但需关注净息差进一步收窄对盈利持续增长带来的压力。近年来，上市银行资产端贷款定价水平持续下行带动资产收益率下降，存款定价在央行调控下虽有所降低，但存款成本的改善速度、幅度均不及贷款端收益水平的下行程度，各

表4 各类上市银行存款占负债总额的比重

类型	2020年末	2021年末	2022年末
国有大型商业银行	80.68%	80.63%	80.26%
股份制商业银行	63.61%	63.88%	65.95%
城商行	64.14%	63.69%	64.12%
农商行	75.47%	75.71%	77.55%
上市银行	74.83%	74.81%	75.29%

数据来源：Wind，联合资信整理

类上市银行净息差均呈持续收窄的态势, 2022年国有大型商业银行、股份制商业银行、城商行和农商行净息差分别收窄至1.88%、2.10%、1.92%和2.11%, 其中农商行由于资产端贷款定价下行更加明显, 但负债端对定期存款依赖度相对较高, 导致其净息差收窄较为明显(见表6)。此外, 近年来, 监管引导商业银行加大拨备计提力度, 2022年5月, 原银保监会发布了《商业银行预期信用损失法实施管理办法》(银保监规〔2022〕10号), 进一步要求商业银行强化信用风险拨备管理基础, 提高风险防范化解能力。但如前文所述, 上市银行信贷资产质量稳步提升, 上市银行整体拨备计提力度有所下降; 其中上市城农商行多位于经济发达地区故而信贷资产质量表现良好, 拨备计提力度下降较为明显, 股份制商业银行拨备计提对盈利的影响相对较大。2022年, 受净息差收窄影响, 上市银行营业收入增速放缓, 但拨备计提力度的减小释放了一定利润, 净利润

保持增长, 且由于城农商行拨备计提力度下降较为明显, 其净利润增速在10%以上; 从盈利指标来看, 2022年, 上市银行ROA和ROE总体保持稳定, 其中国有大型商业银行和城商行盈利指标略有下降, 股份制商业银行和农商行有所提升。

上市银行资本充足性分析

上市银行资本补充渠道丰富, 资本充足水平持续提升, 且优于行业平均水平, 抵御非预期风险的能力整体提升; 其中国有大行和农商行资本充足率持续提升, 但股份制银行及城商行有所下降。上市银行能够通过配股、增发以及发行优先股、可转债和资本类债券等方式补充资本, 资本补充渠道丰富; 同时, 上市银行盈利能力优于行业平均水平, 资本内生能力较好。近年来, 上市银行通过内外部渠道补充资本, 资本充足水平持续提升, 资本充足水平优于行业平均; 截至2022年末, 上市银行资本充足率和核心一级资本充足率分别为16.43%和11.52%。其中, 国有大型商业银行和农商行资本充足水平持续提升, 且相对较高, 股份制商业银行和城商行资本充足率2022年有所下降, 但仍处于充足水平。

表5 各类上市银行存款增速

	2020年末	2021年末	2022年末
国有大型商业银行	9.74%	7.30%	12.69%
股份制商业银行	11.38%	7.19%	10.93%
城商行	11.94%	11.00%	13.82%
农商行	10.99%	9.45%	11.49%
上市银行	10.27%	7.58%	12.37%

数据来源: Wind, 联合资信整理

表6 各类上市银行净息差和减值损失/拨备前利润总额情况

	各类上市银行净息差			各类上市银行减值损失/拨备前利润总额		
	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
国有大型商业银行	2.06%	2.01%	1.88%	37.61%	33.98%	30.45%
股份制商业银行	2.32%	2.24%	2.10%	56.44%	53.20%	48.31%
城商行	2.12%	1.99%	1.92%	49.26%	46.24%	43.08%
农商行	2.38%	2.22%	2.11%	48.77%	43.15%	37.13%
上市银行	2.22%	2.10%	2.00%	49.02%	45.25%	40.98%

数据来源: Wind, 联合资信整理

二、国内外银行对比分析

宏观经济下行背景下我国央行及监管政策导向较

为明确，引导我国商业银行信贷投放力度恢复性增长，资产结构整体优化，承担了更多社会责任的同时亦带来生息资产规模的增长，一定程度上有助于商业银行未来的可持续发展；相对而言，境外商业银行信贷业务增速有所放缓，惜贷效应显现。

本文综合考虑数据可得性、全球影响力及总部所在地区分布选取富国银行、摩根大通及汇丰控股三家境外全球系统重要性商业银行作为境外样本银行，选取我国六大国有商业银行及招商银行作为我国头部商业银行的样本代表进行分析对比讨论。

近年来，全球宏观经济下行，市场供需两弱，叠加政治地缘冲突加剧的负面影响，全球商业银行整体发展面临一定压力。在此背景下，境外商业银行业务发展的顺周期性愈加突出，其信贷业务增速有所放缓，各大境外商业银行纷纷“惜贷”；从贷款增速来看，以富国银行、汇丰银行及摩根大通三家境外银行为样本，截至2023年3月末，富国银行及摩根大通贷款净额较上年末分别下降2.17%和1.96%（见图1）；从资产结构来看，近年来境外银行贷款占资产总额的比重明显较低，资产配置方向各有侧重，但信贷业务均呈现保守态势。2023年以来，在硅谷银行破产后，美国商业银行进一步收紧授信，信贷投放持续疲弱，一方面体现了经济下行背景下导致投资、消费信心下降，亦体现了美国商业银行在弱经济周期中对自身信贷业务风险管控的信心不足。

相比之下，我国商业银行运营过程中体现出来的政策导向性相对较强。在中央提出“六稳六保”工作目标、号召金融机构支持实体经济的背景下，我国商业银行信贷投放较2021年呈现恢复性增长，以国有六大行及招商银行为例，其信贷投放占资产总额的比重近年来整体有所提升，且处于较高水平；信贷投放力度的持续加强一方面体现了我国商业银行承担了更高的社会责任，同时也体现为我国商业银行资产端生息资产规模的增长，为其未来可持续发展提供了一定支撑。

我国整体稳定的金融系统和强有力的监管环境给予储户相对较高的资金安全感，为我国商业银行负债端存款业务增长提供了坚实的基础，同时居民中长期储蓄需求上升为我国商业银行存款增长创造了外部条件，保障了我国商业银行的负债稳定性。而硅谷银行事件的持续发酵对美国储户的信心造成影响，存款的流失加剧了美国商业银行的流动性压力。

2023年以来，美联储超预期加息，导致部分美国商业银行负债端流动性出现问题，截至一季度末，被美国联邦储蓄保险公司列入“问题名单”的银行机构总数增加至43家，2023年3月份以来硅谷银行、签字银行及第一共和银行相继倒闭，储户存款安全受到威胁；在此负面影响下，叠加市场利率上升，美国居民储户分散资金配置，导致美国商业银行“未投保存款”大幅流失，美国银行业存款规模整体随之下降；据公开资料显示，截至2023年一季度末，美国银行业存款减少约4720亿美元，其中大型商业银行为主要的存款流出对象，以汇丰银行及富国银行为例，其2023年一季度末存款余额较2022年末分别下降1.86%和2.86%（见图2）。美国银行存款金额流失揭示了在经济承压、地缘政治不确定性及超预期加息政策影响下，美国居民对于美国商业银行未来经营的信心下降，进一步加剧了美国商业银行资产负债管理压力。

相比之下，在我国商业银行强监管、高度重视保护

图1 国内外样本银行资产规模、资产结构及贷款增速



储户利益的环境下,储户对于商业银行存款安全感整体较高;2023年以来,尽管市场利率持续走低,我国居民对于储蓄存款的热情仍不减,同时受资本市场投资波动影响,居民中长期储蓄需求有所增长,为我国商业银行负债端存款业务增长提供了外部条件;此外,我国商业银行负债端存款占比相对较高,负债稳定性优于境外银行。2023年一季度,我国人民币存款增加15.49万亿元,同比多增4.54万亿元;以国有六大行及招商银行为例,其2023年一季度存款规模均持续了较好的增长态势,其中招商银行增速最高,达到18.88%。负债端稳定的存款增长为我国商业银行资产端业务开展提供了可靠的资金来源,为经营发展提供了坚实的源动力。

我国商业银行生息资产的增长规模缓释了息差收窄带来的压力,ROE整体较为稳定,随着负债端成本的加强管控,其盈利能力有望得到回升;相较而言,境外样本银行ROE水平呈现较大的波动性。

从盈利方面来看,境外样本银行由于资产结构中贷款占比较小、生息资产结构不稳定,其非息收入波动较大,导致其ROE亦呈现较大的波动性。对比来看,虽然我国商业银行在监管号召减费让利的背景下,息差均呈现一定收窄态势,但得益于信贷投放力度加大、生息资产规模稳定增长,ROE相对稳定;以境内样本银行为例,其ROE整体变动趋势较为稳定,且横向对比看,境内样本银行ROE水平普遍高于境外样本银行;2022

年境内样本银行平均ROE水平11.32%,境外样本银行平均ROE水平10.07%。此外,随着我国银行业加强利率自律管理,各大商业银行纷纷调低挂牌利率,负债端成本进一步下降,我国商业银行息差水平有望得到较好管控,盈利能力有望回升。

我国国有大型商业银行资本实力强,在全球系统重要性银行中一级资本排名显著靠前(见图3);得益于利润留存及多渠道补充资本,资本充足率稳步提升,同时TLAC机制的建设进一步有效防范了我国银行系统性风险的积累。

在巴塞尔协议监管框架下,一级资本是衡量银行财务实力的核心指标。从一级资本规模来看,近年来,我国头部商业银行整体资本水平较高,抗风险能力强,资本实力在世界排名靠前,根据2023年7月5日英国《银行家》杂志发布的排名,以2022年末数据为基准,全球一级资本规模前10的银行中,我国商业银行占5位,且工商银行、建设银行、农业银行及中国银行连续六年包揽前4名,工商银行连续十一年资本水平位居世界榜首。从资本充足率指标变动情况来看,得益于利润留存及多元渠道补充资本,我国国有六大行及招商银行资本充足率均处于良好水平,且2022年整体均有所提升,体现了我国商业银行稳步经营的发展节奏;而另一方面,境外样本银行受盈利能力下滑、拨备计提力度加大等因素影响,资本充足率较上年末均小幅下滑,但仍处

图2 国内外样本银行资产规模、资产结构及贷款增速



数据来源: 公开资料, 联合资信整理

图3 国内外银行资本充足率



数据来源: 公开资料, 联合资信整理

于充足水平。

从监管层面看,我国监管机构扎实推进金融稳定长效机制建设。继中国银行、工商银行、农业银行及建设银行相继被认定为全球系统重要性银行后,为进一步强化对上述大型商业银行资本管理,坚守不发生系统性金融风险的底线、切实维护金融稳定,我国监管机构、人民银行及财政部于2021年联合发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》,对我国全球系统重要性银行提出TLAC(总损失吸收能力)监管要求;2022年4月,人民银行、银保监会印发《关于全球系统重要性银行发行总损失吸收能力非资本债券有关事项的通知》。TLAC机制的建设将引导我国全球系统重要性银行健全风险处置机制,控制非理性扩张和系统性风险的积累,促进其向多元化、综合化的方向稳健发展。

三、总结

近年来,我国上市银行经营稳健,资产负债规模保持增长且增速有所回升,同时,在回归存贷款业务本源的政策驱动下,资产负债结构趋于优化,信贷资产质量和拨备水平稳步提升,净利润保持增长,盈利性指标总体稳定,抵御非预期风险的能力亦有所提升,财务表现整体稳健向好;上市银行资产质量、盈利能力及资本充足水平等方面的表现均优于我国商业银行平均水平,但其各方面变化特点一定程度上亦体现了我国银行业向好的发展趋势。

从我国银行业整体发展情况来看,2022年,国有大型商业银行贷款增速提升带动其资产规模增速加快,从而带动整体银行业资产规模增速回升,贷款占比保持上升趋势的同时,信贷资源进一步向先进制造业、绿色金融和普惠金融等重点领域以及受经济下行冲击较大的薄弱环节倾斜,信贷资产结构持续优化,服务实体经济质效有所提升;同时,得益于较大的不良贷款清

收处置力度,商业银行信贷资产质量呈持续改善趋势,拨备覆盖率有所提升,但在《商业银行金融资产风险分类办法》(以下简称“五级分类新规”)出台后,展期和借新还旧等重组贷款规模较大且五级分类划分较宽松的银行或将面临信贷资产质量下行压力;盈利方面,2022年,减费让利政策的持续实施继续引导贷款利率下行,我国商业银行净息差持续收窄,净利润增速放缓,整体盈利水平略有下降;商业银行住户存款加速增长带动整体负债稳定性提升,各项流动性指标均保持在合理水平,整体流动性风险可控;我国商业银行通过多渠道补充资本,整体资本充足水平保持稳定,此外,原银保监会积极会同财政部、中国人民银行加快推动地方政府发行专项债补充中小银行资本,以缓解部分自身资本补充能力较弱的中小银行的资本补充压力,截至2022年末,已有20余省份累计发行了超过2700亿元中小银行专项债,注资300余家银行,充分体现了政府对于银行体系的支持。

总体看,当今宏观经济下行、市场需求不振、地缘政治冲突加剧的外部环境对全球商业银行发展提出一定挑战,在此背景下,我国稳健的货币政策、完善的监管机制及稳定的金融系统等层面优势有所显现,推动我国商业银行存、贷款业务得到高效发展,同时切实的提升了服务实体经济的有效性,在为将来业务可持续发展打下坚实基础的同时,充分发挥了我国商业银行在经济发展过程中的责任担当;同时,我国头部商业银行在全球系统重要性银行中保持了一定的竞争实力,随着我国资本管理体系的持续完善、国内经济修复向好,我国头部商业银行全球化经营程度有望进一步加深,在全球的影响力有望得到增强。随着我国经济运行持续稳定恢复,我国银行业整体保持平稳发展态势,且在监管、政府的支持下,商业银行抗风险能力有望逐步提升,商业银行行业信用风险水平整体稳定,其中以上市银行为代表的头部银行的竞争力有望进一步增强。■

建筑施工行业或将维持中低速增长态势， 行业集中度将持续提升 ——建筑施工行业2023年一季度观察报告

文|联合资信 高志杰 张雪婷 王治 闫蓉 何泰 杨柳 陈佳琪 王默璇

一、行业相关政策

建筑行业“十四五”发展规划强调行业应从“量”的扩张转向“质”的提升。2022年下半年以来，建筑行

业相关政策仍以规范行业管理和促进行业转型升级为主导；随着我国向国际技术法规和技术标准通行规则靠拢，建筑行业各领域施工标准更加严格规范清晰（见表1）。

表1 2022年下半年以来建筑业相关政策和动态

类型	2020年末	2021年末	2022年末
2022年7月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布行业标准《市域快速轨道交通设计标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究，参考有关国际标准和国外先进标准，为使市域快速轨道交通设施达到安全可靠、技术先进、功能完善、经济适用、运行高效、节能环保的目标，此规定要求市域快速轨道交通在运营组织、车辆、限界、线路、轨道、土建工程、机电工程、车辆基地、防灾和环境保护方面除应符合国家现行有关标准外还应符合本规定
2022年7月	住房和城乡建设部、国家发展改革委	住房和城乡建设部、国家发展改革委关于印发“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知	为解决制约城市基础设施高质量发展的瓶颈，本通知要求“十四五”期间，城市建设以建设高质量城市基础设施体系为目标，以整体优化、协同融合为导向，从增量建设为主转向存量提质增效与增量结构调整并重，响应碳达峰、碳中和目标要求，统筹系统与局部、存量与增量、建设与管理、灰色与绿色、传统与新型城市基础设施协调发展，推进城市基础设施体系化建设；推动区域重大基础设施互联互通，促进城乡基础设施一体化发展；完善社区配套基础设施，打通城市建设管理“最后一公里”，保障居民享有完善的基础设施配套服务体系
2022年8月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《建筑与市政工程施工质量控制通用规范》的公告	为适应国际技术法规与技术标准同行规则，规范建筑与市政工程施工质量控制活动，提高施工质量控制水平，本规范要求建筑和市政工程在施工过程质量控制、施工质量验收和质量保修与维护过程中必须执行本规范
2022年8月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《城市轨道交通工程项目规范》的公告	为适应国际技术法规与技术标准同行规则，规范城市轨道交通工程规划建设和维护，保障城市轨道交通安全和运行效率，本规范要求城市轨道交通工程项目在限界、车辆、土建工程和机电设备系统方面必须执行本规范
2022年8月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《民用建筑通用规范》的公告	为适应国际技术法规与技术标准同行规则，规范民用建筑空间与部位的基本尺度、技术性要求及通用技术措施，本规范要求民用通用建筑在建筑面积与高度、建筑室外场地、建筑通用空间、建筑部件与构造方面必须执行本规范
2022年8月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《跨座式单轨交通设计标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究，参考有关国际标准和国外先进标准，为使跨座式单轨交通工程设计达到安全可靠、功能合理、节能环保、经济适用和技术先进，本标准对行车组织设计应结合城市轨道交通线网规划、线路功能定位、客流特征和网络化运营等明确运营需求，确定运营组织模式和管理方式
2022年9月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《金属非金属矿山充填工程技术标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究，参考有关国际标准和国外先进标准，为规范矿山充填的工程设计、生产作业和质量检测，提高我国矿山充填技术水平，促进充填采矿法的推广应用，本标准对矿山充填过程中的充填材料、充填系统设计、充填作业和质量检测方面进行规范
2022年9月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《石油化工业建筑物抗爆设计标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究，参考有关国际标准和国外先进标准，为统一石油化工业建筑物的抗爆设计，做到安全可靠、技术先进、经济合理，本标准对原有的抗爆设计进行修订，在基本规定、爆炸荷载、建筑设计、结构设计、通风与空调设计和既有建筑物抗爆设计方面进行规范

2022年9月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《尾矿堆积坝岩土工程技术标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究,参考有关标准,为规范尾矿堆积坝岩土工程技术工作,做到技术先进,确保质量,保护环境,保障人民生命财产安全,本标准对原有的工程技术标准进行重新修订,在工程建设的基本规定、工程勘察要求、工程地质测绘与调查、勘探与取样、原位测试与室内试验、岩土工程分析、勘察文件编制、巡查与监测和隐患治理方面进行规范
2022年10月	住房和城乡建设部办公厅、交通运输部办公厅、水利部办公厅、国家铁路局综合司、中国民用航空局综合司	住房和城乡建设部办公厅 交通运输部办公厅 水利部办公厅 国家铁路局综合司 中国民用航空局综合司关于阶段性缓缴工程质量保证金的通知	为贯彻落实党中央、国务院关于稳定经济增长、稳定市场主体的决策部署,对2022年10月1日至12月31日期间应缴纳的各类工程质量保证金,自应缴之日起缓缴一个季度,建设单位不得以扣留工程款等方式收取工程质量保证金。对于缓缴的工程质量保证金,施工单位应在缓缴期满后及时补缴。补缴时可采用金融机构、担保机构保函(保险)的方式缴纳,任何单位不得排斥、限制或拒绝
2022年10月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》的公告	为适应国际技术法规与技术标准同行规则,规范建筑与市政工程防水性能,保障人身健康和生命财产安全、生态环境安全、防水工程质量、满足经济社会管理需要,本规范在基本规定、材料工程要求、设计、施工、验收和运行维护方面进行规范
2022年11月	住房和城乡建设部办公厅	住房和城乡建设部办公厅关于印发装配式建筑发展可复制推广经验清单(第一批)的通知	随着各地大力推动装配式建筑发展并取得积极成效,住房和城乡建设部在总结各地在政策引导、技术支撑、产业发展、能力提升、监督管理、创新发展等方面的经验做法,形成成本推广意见
2023年1月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《建筑防火通用规范》的公告	为适应国际技术法规与技术标准同行规则,预防建筑火灾、减少火灾危害,保障人身和财产安全,使建筑防火要求安全适用、技术先进、经济合理,本规范在基本规定、建筑总平面布局、建筑平面布置与防火分隔、建筑结构耐火、建筑构造与装修、安全疏散与避难设施、消防设施、供暖、通风和空气调节系统、电气、建筑施工和使用与维护方面进行规范
2023年1月	住房和城乡建设部	建设工程质量检测管理办法	为了加强对建设工程质量检测的管理,本办法规定检测机构应当按照本办法取得建设工程质量检测机构资质,并在资质许可的范围内从事建设工程质量检测活动;同时对检测机构资质管理、检测活动管理、监督管理、法律责任进行规定

资料来源:联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)根据公开资料整理

二、建筑业发展状况

从行业层面来看,受下游房地产市场需求疲软等因素影响,2022年及2023年一季度全国建筑业总产值增速同比有所回落,新签合同额增速有所增长,行业集中度进一步提升。

2022年及2023年一季度,全国建筑行业分别实现总产值311979.84亿元和54802.86亿元,同比分别增长6.48%和5.98%,增速较上年同期分别下降4.59个百分点和下降3.26个百分点,增速有所回落,主要系下游房地产市场需求疲软等因素影响所致,行业总体维持中低速增长。

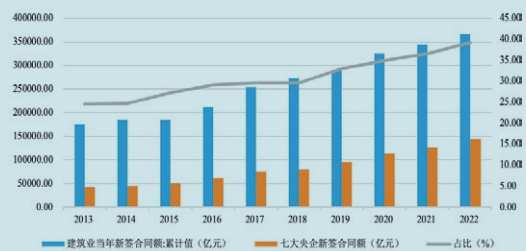
从合同签订情况看,2022年及2023年一季度,全国建筑业新签合同额分别为366418.35亿元和69255.39亿元,分别同比增长6.36%和9.25%,增速较上年同期分别增长0.40个百分点和增长7.14个百分点(见图1),其中2023年一季度增速较高主要系2022年基数较低所致。从行业集中度来看,七大建筑施工中央

企业新签合同额占全国建筑业新签合同额比重持续提升,2022年比重为39.22%,同比提高2.65个百分点。

截至2022年底,全国建筑业签订合同总额(在手)为715674.69亿元,较上年底增长8.95%,在手订单增速高于新签订单增速,主要受部分房地产项目停建缓建导致开工率下降等因素影响所致。

从样本企业来看,2023年一季度,建筑施工企业

图1 七大建筑央企新签合同额占比情况



注:七大建筑央企分别为中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国中冶、中国电建、中国化学

资料来源:联合资信根据公开资料整理

营业总收入和利润总额同比小幅增长；受下游房建市场需求疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体出现回落，同时建筑业收入规模整体亦受到抑制，利润率水平同比略有下降。偿债压力方面，受益于宽松的货币政策，建筑业整体短期流动性有所企稳，但民营企业融资能力未见好转，短期偿债指标下降明显，大量民营企业随债券到期兑付陆续退出公开债券市场。联合资信将对偿债指标明显弱化及资金链压力较为突出的企业保持关注。

联合资信选取中国建筑股份有限公司和中国中铁股份有限公司等公开发债主体作为样本企业¹，以下通过其披露的2023年一季度财务报表进一步分析建筑业运行状况。

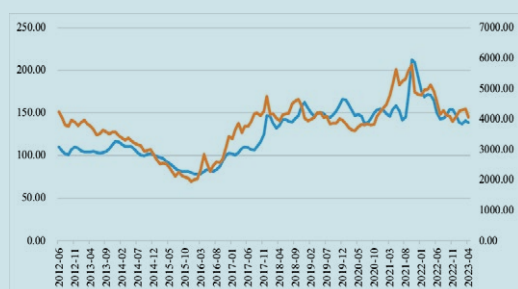
2023年一季度，建筑样本企业收入同比增长0.24%，利润总额同比增长5.40%，营业利润率中位数为9.12%，同比下降0.42个百分点。总体来看，2022年以来，受原材料下游需求疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体出现回落，但建筑施工企业收入增速亦受到大环境抑制，利润率水平同比略有下降（见图2）。

从不同所有制的建筑施工企业来看，中央企业、地

方国有企业与民营企业之间的收入增速存在分化，但由于民营企业逐步退出公开债券市场，样本量下降明显，部分指标受极值影响较大。2023年一季度，中央企业与民营企业收入同比增速基本持平，地方国有企业收入同比增速略高于上述所有制主体；中央企业和地方国有企业利润同比增速均高于民营企业。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，民营企业较其他所有制企业，利润率仍维持高位。

从企业财务杠杆水平和债务负担来看，截至2023年3月底，样本建筑施工企业资产负债率中位数为75.13%，较2022年3月底和2022年底分别下降0.07个百分点和上升0.44个百分点；样本企业全部债务资本化比率中位数为55.40%，较2022年3月底和2022年底分别下降0.26个百分点和增加2.04个百分点（见图3）。截至2023年3月底，样本企业有息债务规模合计7.18万亿元，较2022年3月底和2022年底分别增加0.84万亿元和0.15万亿元。其中，短期债务占36.92%，较2022年3月底和2022年底分别提升0.09个百分点和2.28个百分点（见图4）。

图2 水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图3 建筑施工企业资产负债率和全部债务资本化比率变动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ 已剔除无法获取季度数据的样本，剔除后样本企业合计 111 家。

从企业性质看,在当前投资者风险偏好因素影响下,中央企业和地方国有企业较民营企业融资能力相对较强,中央企业和地方国有企业在经历主动去杠杆后负债水平有所企稳。截至2023年3月底,中央企业、地方国有企业及民营企业的资产负债率中位数分别为75.41%、78.21%和64.72%,中央企业和地方国有企业负债水平和债务负担明显高于民营企业。其中,受中央企业主动去杠杆的影响,近几年中央企业的资产负债率水平整体呈波动下降趋势;在房地产行业资金紧张等因素影响下,民营企业回款受到较大影响,杠杆水平有所拉升,流动性压力加大。

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。2023年一季度,建筑施工企业经营活动产生的现金流量净额合计-4590.47亿元,缺口同比缩小20.31%,环比由正转负,主要受春节集中结算农民工工资等因素所致;受PPP项目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,同期,建筑施工企业投资活动产生的现金流量净额合计-2071.13亿元,缺口同比扩大16.61%,环比缩小24.15%;建筑施工企业筹资活动前现金净流量为-6661.61亿元,建筑施工企业整体外部融资压力仍大。在货币政策逆周期调节力度加大,市场流动性充裕

的背景下,2023年一季度建筑施工企业筹资活动产生的现金流量净额合计6832.84亿元,同比增长7.75%。

短期偿债能力方面,截至2023年3月底,建筑施工企业货币资金/短期债务中位数为0.81倍,较2022年3月底和2022年底分别增长3.96%和下降7.70%,受益于宽松的货币政策,行业短期流动性压力指标有所企稳。

分企业性质看,中央企业的融资能力及银企关系相对较强,短期偿债指标往往高于行业平均水平。截至2023年3月底,中央企业货币资金/短期债务中位数为0.90倍,较2022年3月底和2022年底分别增长3.23%和下降17.64%;民营企业的货币资金/短期债务中位数为0.46倍,较2022年3月底和2022年底分别下降60.41%和14.32%。在行业整体流动性持续承压的背景下,民营企业受到融资能力弱化影响大,短期偿债指标下降明显。

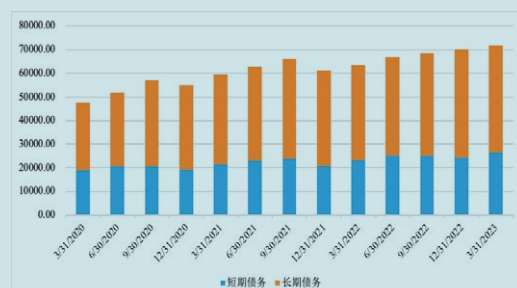
三、下游行业发展状况

2022年及2023年一季度,全国固定资产投资保持增长。其中,受居民购房需求回落影响,房地产开发投资和房企拿地继续走弱,短期内房地产市场复苏仍承压;基础设施建设大力推进,作为“稳增长”的重要抓手,基建投资增速或将保持较高水平。

2022年及2023年一季度,全国固定资产投资(不含农户)分别为57.21万亿元和10.73万亿元,分别同比增长5.10%和5.10%,增速分别同比提升0.20个百分点和下降4.20个百分点。其中,2023年一季度房地产开发投资同比下降5.80%,增速低于固定资产投资整体增速10.90个百分点,延续下行趋势;基础设施建设大力推进,2023年一季度全国基础设施投资(不含电力)同比增长8.80%,未来投资增速或将保持较高水平。

2022年,全国完成房地产开发投资132895.41亿元,同比下降10.00%,增速较上年由正转负。2023年一

图4 建筑施工企业债务总量及变动情况(单位:亿元)



资料来源: 联合资信根据公开资料整理



季度，房地产开发投资增速为-5.80%，同比降幅较上年全年有所收窄但仍延续下行趋势。同时，2022年以来，房地产新开工面积呈下降趋势，2022年和2023年一季度房地产新开工面积累计同比分别下降39.40%和19.20%。从拿地情况来看，2022年购置土地面积同比下降53.40%，土地行情持续低迷。从销售情况来看，2022年商品房销售面积和销售额分别同比下降24.30%和26.70%，增速均由正转负，增速较上年分别下降26.20个百分点和31.50个百分点；2023年一季度，商品房销售面积和销售额降幅有所收窄，销售额增速由负转正，增速分别为-1.80%和4.10%。

2022年以来，房地产市场景气度持续下行，部分区域出现大量项目停建缓建，进一步打压消费者信心，虽中央多次释放维稳信号，但行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题，房地产开发投资和房企拿地继续走弱对未来新开工面积形成较大抑制，房地产开发投资或将延续下行趋势。

2022年，受国家加大基础设施建设力度、财政资金提前到位等因素影响，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长9.40%，增速较上年大幅提高9.00个百分点；2023年一季度同比增长8.80%，增幅同比收窄0.20个百分点。2023年1月，全国财政工作视频会议提出，2023年积极的财政政策要加力提效，更直接更有效发挥积极财政政策作用，加快实施“十四五”重大工程，加强交通、能源、水利、农业、信息等基础设施建设；2023年《政府工作报告》提出，今年拟安排地方政府专项债券3.80万亿元，加快实施“十四五”重大工程；在稳增长的要求下，地方债发行明显放量，2023年一季度，全国地方政府债券共计发行2.11万亿元，其中新增一般债券0.31万亿元，新增专项债券1.36万亿元，再融资债券0.44万亿元。

受益于资金面回暖及政策支持，2023年基建投资将继续作为经济“稳增长”的重要抓手，投资增速或将保持较高水平。

四、建筑施工企业债券发行情况

2023年一季度，建筑施工企业债券发行金额同比有所增长、环比有所下降，其中短期债券占比有所上升；从交易场所看，银行间市场债券发行期数和规模继续领先于交易所市场；从发行主体级别看，发行主体向高级别集中趋势未发生变化；从企业性质看，中央企业在发行规模上明显领先其他所有制企业。

从债券发行看，2023年一季度，建筑施工企业共发行各类债券78期，同比下降14.29%，环比下降36.59%；共发行各类债券规模1227.56亿元，同比增长22.13%，环比下降28.70%（见表2）。其中，超短期融资债券发行规模最大，发行金额同比及环比均有所增长，发行数量同比及环比均有所下降；一般公司债及私募债发行数量和金额同比和环比均有所下降。

从交易场所看，2023年一季度，建筑施工企业共

发行银行间市场债券70期，同比下降14.29%，环比下降36.59%；银行间债券发行规模1137.86亿元，同比增长34.15%，环比下降10.32%；银行间债券发行规模占同期发行总规模的92.69%，环比增加19.00个百分点（见表3）。

发行主体向高级别集中趋势未发生变化。从发行主体级别看，2023年一季度，建筑施工企业AAA级主体共发行债券62期，同比下降6.06%，环比下降36.08%；AAA级主体债券发行规模1100.26亿元，同比增长28.09%，环比下降28.65%。AA+主体债券发行规模占比同比及环比均有所下降，AA主体债券发行规模占比同比及环比变动不大。总体看，高级别主体

债券发行规模比重仍最大，发行主体向高级别集中趋势未发生变化（见表4）。

中央企业在发行规模上明显领先其他所有制企业。从企业性质看，2023年一季度，建筑施工企业中新发债主体42家，同比下降10.64%，环比下降25.00%。其中，中央企业25家，占59.52%，同比增长8.46个百分点，环比下降4.76个百分点。同期，中央企业共发行债券53期，同比下降5.36%，环比下降39.77%；发行规模1007.56亿元，同比增长30.80%，环比下降29.66%。2023年一季度，中央企业发行债券规模占总规模的82.08%，同比增长5.44个百分点，环比下降1.12个百分点（见表5）。

表2 2023年一季度建筑施工企业发债品种同比及环比情况（单位：亿元、期）

债券种类	2023年一季度			2022年四季度			2022年一季度			规模同比增幅 (%)	规模环比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
一般中期票据	18	280.86	22.88	32	449.80	26.12	12	69.20	6.88	305.87	-37.56
一般企业债	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	1	5.00	0.50	-100.00	--
一般公司债	6	74.70	6.09	32	429.00	24.92	10	136.00	13.53	-45.07	-82.59
私募债	2	15.00	1.22	4	23.93	1.39	3	20.91	2.08	-28.26	-37.32
一般短期融资券	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	1	3.50	0.35	-100.00	--
超短期融资债券	52	857.00	69.81	55	819.00	47.57	64	770.50	76.66	11.23	4.64
合计	78	1227.56	100.00	123	1721.73	100.00	91	1005.11	100.00	22.13	-28.70

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表3 2023年一季度建筑施工企业在不同交易场所债券发行同比及环比情况（单位：亿元、期）

交易场所	2023年一季度			2022年四季度			2022年一季度			规模同比增幅 (%)	规模环比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
银行间	70	1137.86	92.69	87	1268.80	73.69	78	848.20	84.39	34.15	-10.32
交易所	8	89.70	7.31	36	452.93	26.31	13	156.91	15.61	-42.83	-80.20
上海	5	69.70	5.68	29	417.00	24.22	12	146.91	14.62	-52.56	-83.29
深圳	3	20.00	1.63	7	35.93	2.09	1	10.00	0.99	100.00	-44.34
合计	78	1227.56	100.00	123	1721.73	100.00	91	1005.11	100.00	22.13	-28.70

资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、发行债券利率和利差分析

2023年一季度，我国经济运行积极因素增多，生产生活秩序加快恢复，社会融资超预期扩张；建筑业发行主体的发行利率均值呈上升态势，发行主体信用等级与发行利率均值、利差均值仍基本呈负向关系。

2023年一季度，随着各项稳增长、稳就业、稳物价政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，积极因素累积增多。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点；环比增长2.2%，为近年来一季度最高增幅。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；需求端方面，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。社会融资方面，2023年一季度，全国新增社融规模

14.53万亿元，同比多增2.47万亿元，其中3月份新增社融规模5.38万亿元，同比多增7079亿元；3月末社融规模存量为359.02万亿元，同比增长10.0%，增速比上月末高0.1个百分点。

2023年一季度，建筑业发行主体的发行利率均值呈上升态势。其中，AA级别发行主体的发行利率区分度较弱，主要系样本数量较少导致数据有所偏差（见表6）。

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仍表现出较好的区分度，即建筑业发行主体信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系。

六、总结

2022年及2023年一季度，全国建筑业总产值增速同比有所回落，总体维持中低速增长，新签订单保持增

表4 2023年一季度建筑施工企业不同主体级别债券发行同比及环比情况（单位：亿元、期）

主体级别	2023年一季度			2022年四季度			2022年一季度			规模同比增幅 (%)	规模环比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)	期数	规模	规模占比 (%)		
AAA	62	1100.26	89.63	97	1542.10	89.57	66	859.00	85.46	28.09	-28.65
AA+	7	81.00	6.60	20	135.20	7.85	13	103.80	10.33	-21.97	-40.09
AA	9	46.30	3.77	6	44.43	2.58	12	42.31	4.21	9.43	4.21
合 计	78	1227.56	100.00	123	1721.73	100.00	91	1005.11	100.00	22.13	-28.70

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表5 2023年一季度建筑施工企业不同企业性质债券发行同比及环比情况（单位：亿元、期、家）

企业性质	2023年一季度				2022年四季度				2022年一季度				规模同比增幅 (%)	规模环比增幅 (%)
	期数	规模	规模占比 (%)	主体数量	期数	规模	规模占比 (%)	主体数量	期数	规模	规模占比 (%)	主体数量		
中央企业	53	1007.56	82.08	25	88	1432.50	83.20	36	56	770.30	76.64	24	30.80	-29.66
地方国企	25	220.00	17.92	17	35	289.23	16.80	20	34	231.31	23.01	22	-4.89	-23.94
民营企业	0	0.00	0.00	0	0	0.00	0.00	0	1	3.50	0.35	1	-100.00	--
合计	78	1227.56	100.00	42	123	1721.73	100.00	56	91	1005.11	100.00	47	22.13	-28.70

资料来源：联合资信根据公开资料整理

长且增速有所回升，行业集中度进一步提升。从下游需求来看，受居民购房需求回落影响，房地产开发投资和房企拿地支出继续下降，短期内房地产市场复苏仍承压；基础设施建设大力推进，作为经济“稳增长”的重要抓手，基建投资未来或将保持较高水平。

从微观企业角度来看，2023年一季度，建筑施工企业营业总收入和利润总额同比小幅增长；受下游市场需求疲软等因素影响，水泥和钢材等主要原材料价格整体出现回落，建筑业收入规模整体亦受到抑制，利润率水平同比略有下降。同时，受益于宽松的货币政策，建筑业整体短期流动性有所企稳，但民营企业短期偿债指标下降明显；民营企业随债券到期兑付陆续退出公开债券市场，发行主体向高级别集中趋势未发生变化，高信用等级主体融资优势突出，中央企业债券发行规模明显领先其他所有制企业。



整体看，联合资信认为建筑施工行业总体维持中低速增长，下游需求中基建投资或将成为行业增长主要驱动力，行业集中度将持续提升。///

表6 2023年一季度建筑业发行主体主要券种发行利率及发行利差统计

项目			2023年一季度					2022年四季度				
期限类型	债券类型	信用等级	样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP)		样本数量	发行利率 (%)		发行利差 (BP)	
				区间	均值	均值	级差		区间	均值	均值	级差
短期	超短期融资债券	小计	52	1.79~7.87	3.03	88.82	--	55	1.30~7.95	2.54	63.50	--
		AAA	42	1.79~7.87	2.99	86.55	--	47	1.30~7.95	2.48	58.86	--
		AA+	5	2.60~3.82	3.15	97.97	11.42	7	2.18~3.60	2.93	86.05	27.19
		AA	5	3.10~3.30	3.19	98.75	0.78	1	3.00~3.00	3.00	123.72	37.67
中长期	一般公司债	小计	6	3.12~4.50	3.48	92.65	--	32	2.44~5.80	3.60	120.06	--
		AAA	6	3.12~4.50	3.48	92.65	--	23	2.44~5.50	3.35	96.44	--
		AA+	--	--	--	--	--	7	2.90~4.57	4.19	170.76	74.33
		AA	--	--	--	--	--	2	3.00~5.80	4.40	214.27	43.51
	一般中期票据	小计	18	3.33~4.78	3.72	124.70	--	32	2.68~6.30	3.70	132.43	--
		AAA	13	3.33~3.97	3.50	105.68	--	24	2.68~6.30	3.70	131.11	--
		AA+	2	3.82~4.50	4.16	170.93	65.24	6	2.70~4.30	3.37	103.38	-27.73
			3	4.07~4.78	4.41	176.31	5.39	2	4.20~5.40	4.80	235.44	132.07
总计		76	1.79~7.87	3.23	97.62	--	119	1.30~7.95	3.14	97.25	--	

注：所有券种样本均为公开发行债券并剔除定向工具、可转债、私募债和证监会主管ABS产品；发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额；级差为本信用等级利差均值减去比该信用等级高1个子集的利差均值
资料来源：联合资信根据公开资料整理

化工和钢铁两大基础性产业复苏或将继续放缓

文 | 联合资信 马顺福 刘东坡

国家统计局日前发布“2023年5月中国采购经理指数运行情况”显示，5月份我国制造业PMI为48.8%，制造业景气水平有所回落，恢复发展基础仍需巩固。从同时发布的《国家统计局解读2023年5月中国采购经理指数》（以下简称《解读》）中对主要行业景气指数运行情况的介绍来看，化工和钢铁两大基础性产业的产需继续回落，价格继续下行，复苏或将继续放缓，需要注意其经营和财务风险，并关注其景气低迷状况对上下游关联产业的传导效应。

一、制造业景气水平有所回落，恢复发展基础仍需巩固

2023年5月，我国制造业PMI为48.8%，低于上月0.4个百分点（见图1）。制造业PMI在今年1月触底反弹后，在2月升至52.6%，为近11年来最高，但从3月开始持续回落，4月进入收缩期间，5月收缩程度进一步加深。从制造业PMI主要分项指数看，5月生产指数为49.6%，比上月下降0.6个百分点；新订单指数为48.3%，比上月下降0.5个百分点；原材料库存指数为47.6%，比上月下降0.3个百分点；从业人员指数为48.4%，比上月下降0.4个百分点；供应商配送时间指数为50.5%，比上月上升0.2个百分点。5月份制造业PMI继续位于收缩区间，主要因为市场需求仍显不足，价格疲弱，企业产能释放受到抑制，反映出当前经济复苏动能有所减弱。

从行业表现看，在国家统计局PMI统计调查的21个行业中，有10个行业位于收缩区间，表明不景气

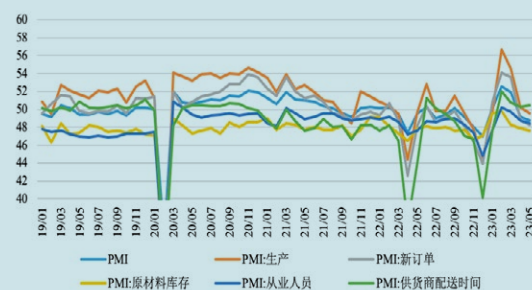
行业范围仍然较大。其中化学原料及化学制品业（即一般所称的化工行业）与黑色金属冶炼及压延加工业（即一般所称的钢铁行业）景气低迷程度尤其显著。

二、化工钢铁产业恢复压力有所加重

《解读》透露，5月化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数和新订单指数均位于45.0%以下的低位景气区间，分别低于总体指数4.6个和3.3个百分点以上，产需明显处于低位。同时，5月化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业原材料购进价格指数和出厂价格指数均低于31.0%，均低于总体指数10个百分点左右，行业价格水平继续低位运行。

从经济效益数据看，2023年1—4月化学原料及化学制品制造业累计营业收入2.69万亿元，同比下降6.6%（见图2）；累计利润总额1189亿元，同比下降57.3%。自2017年2月开始公布统计数据以来，化工行

图1 中国制造业PMI及主要分项指数（%）



业效益在2019年即显颓势,其中2019年8月出现负增长,持续至2020年12月,长达16个月。2021年是极低基数效应下的高增长,2022年在需求支撑下保持增长但增速持续下滑。今年前4个月再次出现连续负增长。

钢铁行业的经济效益数据同样反映出行业的不景气状况。2023年1—4月钢铁行业累计营业收入2.68万亿元,同比下降6.5%(见图3)。从2022年4月到2023年4月,钢铁行业营业收入已经连续12个月同比下降。本次下降持续时间远长于2020年上半年,行业经营压力可能较上次更大。从5月份的钢铁行业PMI来看,未来钢铁行业的经营压力或将进一步加重。

三、化工和钢铁都是产业关联度较高的基础性产业,对关联产业的影响应予关注

联合资信专项研究表明,作为关联度较高的基础性产业,化工和钢铁行业均属于强影响力行业,其中化工行业是典型的后向强影响行业,钢铁行业为典型的双向强影响行业(参见联合资信专项研究《跨行业信用体系建设思路与举措》),对制造业整体具有广泛深远的影响,应予以适当关注。

化学原料及化学制品制造业工业共包括基础化学原料制造、肥料制造、农药制造、涂料、油墨、颜料及类似产品制造、合成材料制造、专用化学产品制造及日

用化学产品制造子行业,产业关联性强,在国民经济中居于重要的基础性地位。化工行业关联着电子电器制造业、汽车制造业、制药和医药行业、农用化学制品业、基建建材业和纺织服装业等庞大的下游产业。化工行业景气度的下降,主要是其下游产业需求放缓的反映,产业链相关企业的经营压力可能会传导并相互加强,值得予以关注。

钢铁制造业主要包括炼铁业、炼钢业、钢加工业、铁合金冶炼业、钢丝及其制品业等细分行业,是国家重要的原材料工业之一,也是重要的基础性制造业。从产业链条看,钢铁行业不但是建筑和基础设施建设的基本原材料之一,连接着桥梁、道路、楼房、水坝、港口设施等重要基础设施建设,而且是汽车制造、航空航天、船舶、机械设备、电力设备、家电等各个制造领域的关键原材料提供者。钢铁行业产业关联性强,对煤炭、铁矿石、能源、物流等行业的需求有着直接影响。钢铁产业的发展和运营也需要大量的技术、工程、管理和金融支持。可见,钢铁产业作为基础性产业,是现代经济中不可或缺的组成部分。它对基础设施建设、制造业、就业和经济增长、国家安全等方面都具有重要影响,扮演着支撑和推动经济发展的关键角色。如果钢铁行业的低景气度长期持续,不仅会加剧行业自身的经营及财务困难,而且会对上下游相关行业产生负面影响,必须给予高度关注。

图2 中国化学原料及化学制品制造业营业收入及同比增速(亿元, %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 中国黑色金属冶炼及压延加工业营业收入及同比增速(亿元, %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

评级小贴士

关于混合型科创票据的一些基础知识

什么是混合型科创票据？

混合型科创票据，是指可将募集资金通过股权投资或基金出资等方式直接以股权形式投资于科技型企业，同时可以通过期限等结构化设计，实现条款设计上的股债混合性，满足科技创新企业的资金需求，实现股债混合性的资金使用。

混合型科创票据在募集资金使用方面有什么创新？

混合型科创票据发债主体可将募集资金通过股权投资或基金出资等方式，直接以股权形式投资于科技型企业，满足不同类别、不同生命周期阶段的科技型企业股权融资需求，解决股性资金不足困境。

混合型科创票据在产品结构方面有哪些优势？

结合不同阶段科技型企业融资需求差异及未来成长性，混合型科创票据设置变现或质押财产权、匹配企业未来投资退出安排、附转换企业股权等条款结构设计，拉长债券期限，实现债券票面收益与科技型企业未来成长挂钩，实现条款设计上的股债混合性。

混合型科创票据在信息披露方面有什么创新？

混合型科创票据优化了科技型企业信息披露要求，重点关注科技型企业未来成长，强化发行条款等关键信息披露。在注重条款合规性的基础上，强化市场服务质量，尊重市场自主选择，促进金融资源有效配置。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《交易商协会创新推出混合型科创票据》

离岸债券系列研究之一：揭秘自贸区债券

文 | 联合资信 张 敏

今年以来，上海自贸区债券（又称“明珠债”）发行持续火热，其热度甚至超过了传统离岸债券。自贸区债券到底有何吸引力？它与传统离岸债券又有什么不同？本文将针对自贸区债券业务发展至今的一些热点问题针对性解读，以补充自贸区债券市场信息的未尽之处、增进市场对自贸区债券及其发展状况的了解。

一、什么是自贸区债券？

自贸区债券是指面向自由贸易试验区内已开立自由贸易账户的区内及境外机构投资者所发行的债券品种，发行人可以为境内、自贸区内及境外的金融机构或企业，发行币种包括人民币和外币。简言之，自贸区债券可以视为“在岸的离岸债券”。

2013年，国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区，以探索我国对外开放的新路径和新模式，促进转变经济增长方式和优化经济结构，拓展经济增长空间。随后，中国人民银行于2014年发布了《中国人民银行关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》，为在自贸区内开展的金融活动提出了初步的意见框架。2015年，中国人民银行联合证监会、银保监会以及外汇管理局等部门共同出台了《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点 加快上海国际金融中心建设方案》，进一步完善了自贸区内金融改革开放活动的部署建设、细化了自贸区内金融活动的条件规范，并表态支持区内企业发行境内人民币债

券，为自贸区债券的发展提供了依据。2016年，上海清算所（“上清所”）和中央国债登记结算有限责任公司（“中债登”）先后颁布了《自贸区跨境债券业务登记托管、清算结算实施细则》《上海自贸区跨境债券业务登记托管、清算结算业务指南》和《中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》，为自贸区债券正式落地创造了政策条件；同年12月，上海市政府发行了30亿人民币的自贸区地方政府债，成为首只落地的自贸区债券，自贸区债券的概念也由此正式走入大众视线。

二、自贸区债券主要受哪些监管机构及法规管辖？

由于自贸区债券创立时间较短，且问世之初便定位为离岸债券，因此其适用的境内法律条文和负责其业务的境内监管机构与其他离岸债券基本一致。根据现行的监管要求，短期的离岸债券由国家外汇管理局（“外管局”）直接监管，中长期离岸债券则由国家发展和改革委员会（“发改委”）进行监管。

2015年，发改委颁布了《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资〔2015〕2044号，“2044号文”），在政策问答的公开回复中明确自贸区债券视同境外债券进行申报。2023年2月10日，发改委发布的《企业中长期外债审核登记管理办法》（“《办法》”）开始实施，2044号文同时废止。在发改委网站公布的官方政策问答中，企业通

过自贸区FTN账户¹借用超过1年以上的外债或向自贸区支行申请1年期以上的商业贷款、且该贷款为离岸资金（本、外币皆可），均需要办理外债审核登记。境内企业从境内银行的离岸金融中心借入超过1年期的商业贷款/发放的1年期以上借款业务，也需要办理外债审核登记。上述几种情况几乎涵盖了目前自贸区债券相关的所有业务内容，基本可以确定1年期以上的自贸区债券与其他境外债券一样适用于《办法》。但考虑到《办法》实施时间较短，且部分事项需要“一事一议”，因此自贸区债券发行人在实务中进行审核申请时可能会面临一定问题。除了受到发改委和国家外汇管理局的监管之外，自贸区债券还需遵从中国人民银行发布的《关于全口径跨境宏观审慎管理有关事宜的通知》，以符合中国人民银行对于全口径跨境融资宏观审慎管理的监管要求。

作为一个创新产品，自贸区债券与其他境外债券的一个重要区别便是除了发行人与中债登签署的《发行、登记及代理兑付服务协议》受中国法管辖之外，发行人可自由选择交易文件适用境外法或者境内法，具有较高的法律适用灵活性，而中资美元债和点心债等离岸债券的交易法律只能适用境外管辖法。

三、自贸区债券近年来发展趋势如何？

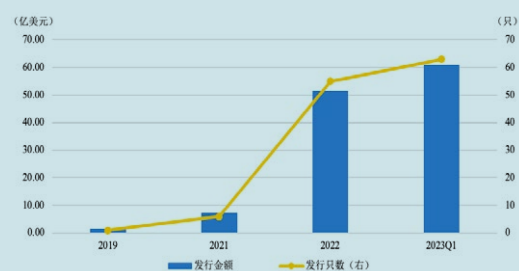
自2016年完成首发之后，由于投资者了解程度有限、以及中资美元债和点心债等离岸债券市场发展迅猛，自贸区债券在接下来的几年中表现沉寂，2019年才实现自贸区企业债券发行破冰。2020年，新冠疫情暴发导致自贸区债券市场发展再度中断，自2021年起发行

规模进入增长阶段，但全年发行规模不足10亿美元。2022年，自贸区债券发行放量显著，全年发行规模突破50亿美元；2023年以来，自贸区债券发行规模增进一步加快，一季度发行规模（60.73亿美元）已超过2022年发行总额。

截至2023年一季度末，自贸区债券²共发行125只，发行规模达120.47亿美元，其中人民币债券121只，规模115.21亿美元；美元债券3只，规模4.76亿美元；欧元债券1只，发行规模0.50亿美元（见图1）。

展望未来，美联储接连加息大幅推高了美元债券发行成本，且预计在未来相当长一段时间内仍将维持高位，离岸美元债券的相对发行成本优势已不复存在。与之相对，国内基准利率预计保持在相对低位，因此对发行人来说境外人民币债券是更好的离岸债券发行选择。除此之外，城投企业大量债务到期催生的再融资需求和地方政府为发力促进经济向好发展的资金需求也将为自贸区债券的发行提速。预计自贸区债券2023年发行规模将较去年有明显增长，全年发行总量有望增长至200亿美元左右。

图1 自贸区债券发行情况



注：2023年数据截至2023年3月31日，下同
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

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

四、自贸区债券主要由哪些主体发行？

截至2023年一季度末，城投自贸区债券发行规模占自贸区债券发行总额的52.09%，城投企业撑起了自贸区债券市场发展的半壁江山。这一特殊现象主要源于城投企业的境内外融资监管政策在自贸区债券市场发展期间发生了重要转折：中国监管部门对城投企业的融资政策自2017年开始趋严，虽然期间曾出现过短期边际放松阶段，但从早期的“满足城投在建项目合理融资需求”到如今“坚决遏制新增地方政府隐性债务、严压债务增长”的政策转变导致城投企业融资难度明显加大。为满足监管机构的债务管理要求，城投企业近两年的融资活动主要是为偿还到期债务进行的再融资。

自2022年下半年起，城投企业境内外融资监管政策全面趋紧，中资美元债、点心债和境内债券融资渠道纷纷收缩，本、外币债务融资难度均明显上升。与此同时，自贸区债券作为新兴债务融资产品正值推广阶段，监管要求和发行难度较其他离岸债券而言相对较松，且可以满足全币种融资需求，自贸区债券的“替代融资功能”开始凸显。在此背景下，部分城投企业为满足自身融资需求开始尝试使用自贸区债券作为补充

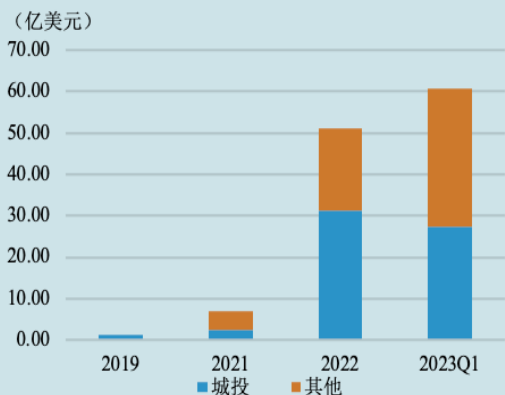
融资工具进行人民币融资，并带动自贸区债券全年总发行额在2022年首次突破50亿美元。2022年，城投自贸区债券发行规模占自贸区债券发行总额的比重逾60%，城投企业是自贸区债券一级市场的最大发行主体。2023年一季度，城投债券发行规模已突破27亿美元，占发行总额的45%，预计城投自贸区债券全年发行规模有望超过100亿美元，并蝉联自贸区债券最大发行主体的市场地位（见图2）。

除了城投企业之外，房地产和金融主体也在自贸区市场占据重要地位。截至2023年一季度末，房地产和金融主体发行的自贸区债券分别占自贸区债券发行总额的18.47%和15.68%，是自贸区一级市场的重要组成部分（见图3）。

五、自贸区债券的信用评级状况如何？

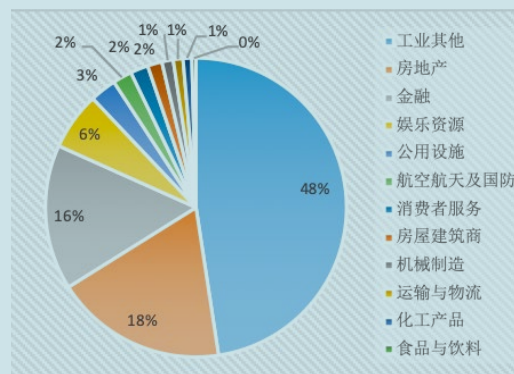
由于发展时间较短、且监管机构未对债券信用评级做强制要求，因此自贸区债券信用评级兴起较晚，市场信用评级状况透明度也显著低于其他中资离岸债券市场。除此之外，市场机构对于此类业务熟悉度不足、发行人选择信用评级的动力较弱也是导致自贸区债券

图2 城投及其他板块自贸区债券规模



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图3 自贸区债券行业分类（以发行规模计）



数据来源：Bloomberg，联合资信整理



评级缺失率较高的一个重要因素。

虽然目前对参与自贸区债券业务的金融中介机构资质要求并无明确规定，但由于自贸区债券此前在监管文件中被要求视同中资美元债等境外债券进行备案，且其发行结构与境外债券基本保持一致，因此在对其进行信用评级时，市场通常将其与点心债、中资美元债等国际债券视为同样需要附国际信用评级结果的离岸债券。由于目前我国本土信用评级机构业务国际化程度不深，境内评级机构是否具备开展离岸债券信用评级业务资质这一问题仍有待明确，因此目前附评级发行的自贸区债券评级结果均来自境外评级机构或在境外执业的中资评级机构：截至2023年一季度末，共有7只人民币债券和1只欧元债券选择附评级发行，均为投资级债券，发行规模仅占自贸区债券发行总额7.50%。

尽管自贸区债券致力于吸引全球投资人参与投资，但由于其立足上海自贸区内，在实际交易中参与方仍以境内机构为主。目前自贸区债券发行人几乎全部为境内主体，且多数机构此前已有发行较为丰富的境内人民币债券发行经验，因此境内机构投资者对于发行

人的信用资质和经营状况了解比较深刻，部分优质企业无需通过进行评级以表明其信用状况，发行人采取附评级发行的动力较弱，进而导致自贸区债券市场信用评级业务发展较慢。

随着区县级城投企业开始试水自贸区债券作为融资补充渠道，而在实务中监管要求区县级主体必须获取投资级国际信用评级结果才能准予发行境外债券，因此2023年以来越来越多的自贸区债券选择在发行时附信用评级，在一定程度上促进了自贸区债券信用评级的普及和推广。长远来看，发行人主动选择披露国际信用评级对于提高自贸区债券市场的信用状况透明度、为投资人建立有效的投资参考也具有重要作用。

六、自贸区债券的二级市场表现怎么样？自贸区债券是否具备投资价值？

因自贸区债券总量较少、发展时间较短，目前主流数据供应商中只有Bloomberg提供部分自贸区债券的统计数据。但由于自贸区债券的二级市场交易活跃度较低、且债券只数和交易额未形成一定规模，目前市场上尚无有效的自贸区债券交易量统计和收益率指数以跟踪其表现。除此之外，虽然自贸区债券要求实名持有，但目前未有公开披露的自贸区债券持有人结构。

总体来看，关于自贸区债券的二级市场表现目前仍是一片“空白领域”。一方面是由于该债券初期发展进度较慢、具有代表性的债券发行量较少、以及债券流动性很弱，未能积累足够的有效数据以满足构建精准有效收益率指数的要求。另一方面，尽管自贸区债券正值大力推广阶段，但在2022年之前一直表现平平，市场关注度远不及点心债、中资美元债等其他热门离岸债券，因此数据供应商在收集数据、设计并推广产品时可能会更侧重市场热度更高的产品，导致自贸区债券二级市场相关的数据化产品长期缺失，潜在投资者无法获取可以直接观察其表现的具体产品，进而影响其投

资意愿及自贸区债券的流动性。

从目前的实务经验来看,由于业务指引要求境内投资机构必须开立自贸区分账核算单元(“FTU”)或占用QDII额度才能进行投资,且机构准入要求较高,因此目前仅有个别符合要求的境内券商开通了自贸区债券投资服务。业务渠道主要有两类,一是投资者通过购买券商发行的挂钩自贸区债券相关的收益凭证以实现自贸区债券投资;二是投资者需要购买券商发行的挂钩自贸区债券的信用联结票据(Credit Linked Note, CLN),并支付一定的通道费。由于自贸区债券基本没有二级市场交易,因此其挂钩收益凭证或CLN估值相对稳定,但较差的流动性溢价对其收益率造成了一定负面影响,因此自贸区债券对倾向于长期持有、追求价值稳定的投资者来说吸引力相对更高。

七、自贸区债券融资成本如何?

虽然自贸区债券可以同时满足本、外币融资需求,但由于市场存量债券中人民币债券占比逾95%,因此从债券货币结构来说自贸区债券市场与点心债券市场的相似度更高,但点心债券市场中绝大部分为低息

金融点心债,与自贸区债券发行主体结构存在明显区别。以2022年为例,2022年金融点心债发行规模高达1086.60亿美元,占点心债发行总额的94.58%,且金融债的平均发行成本仅为1.60%,因此点心债券市场整体发行成本(1.67%)远低于同期自贸区债券的平均发行成本(4.37%)。

考虑到自贸区债券一级市场以城投自贸区债券为主,发行主体集中度远低于点心债券,且债券市场发行主体结构与境内人民币债券市场更为接近,因此自贸区债券平均发行成本与境内人民币债券平均发行成本的可比性相对更高。本文选取了数家同时发行过境内人民币债券和自贸区人民币债券的城投、房地产和金融主体,以对比在发行时间、债券期限和发行金额等其他基础条件基本一致的情况下发行自贸区债券和境内债券的利率水平。其中,绍兴市城市建设投资集团有限公司(“绍兴城投”)在2022年1月先后发行了两只金额、期限完全一致的自贸区人民币债券和境内人民币债券,两只债券的发行利率均为3.65%。青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司于2023年3月先后发行了一只3年期、1.96亿美元的境内人民币债券和一只3年期、1.45亿美元的自贸区人民币债券,债券利率分别为

表1 部分主体发行自贸区债券和境内债券的成本对比

发行人名称	证券名称	发行日期	发行金额	息票	债券期限	证券名称	发行日期	发行金额	息票	债券期限
上海地产(集团)有限公司	SHLANZ 3.7 10/20/24	2021/10/20	1.17	3.70	3.00	SHLANZ 3.2 09/29/24	2021/9/29	3.09	3.20	3.00
湖州新型城市投资发展集团有限公司	HZZLDE 4.1/2 12/21/24	2021/12/21	0.31	4.50	3.00	HZZLDE 5.11/30/24	2021/11/30	0.86	5.00	3.00
绍兴市城市建设投资集团有限公司	SXUCI 3.65 01/21/27	2022/1/21	1.58	3.65	5.00	SXUCI 3.65 01/17/27	2022/1/17	1.58	3.65	5.00
郴州市产业投资集团有限公司	CHZHHT 4.1/2 11/11/25	2022/11/11	0.77	4.50	3.00	CHZHHT 7.12/09/25	2022/12/9	1.15	7.00	3.00
青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司	QDHYHG 5.1/2 03/28/26	2023/3/28	1.45	5.50	3.00	Q D H Y H G 3.7 2 03/23/25	2022/3/23	1.96	3.72	3.00
中航国际融资租赁有限公司	AVIILC 3.3/4 03/31/26	2023/3/31	1.60	3.75	3.00	AVIILC 3.78 02/21/26	2023/2/21	0.73	3.78	3.00

注:债券发行规模为亿美元,债券期限为年,息票为百分数

数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

3.72%和5.5%。湖州新型城市投资发展集团有限公司在2021年11月发行了一只3年期、0.86亿美元的境内人民币债券，债券利率为5.00%；同年12月又发行了一只3年期、0.31亿美元的自贸区人民币债券，债券利率为4.50%（见表1）。

从上述对比结果来看，在尽量排除债券期限和发行时间的干扰后，自贸区人民币债券较境内人民币债券而言并未显示出明显的发行成本优势。这一方面是由于自贸区债券发行规模尚小，同时发行过自贸区债券和境内债券、且发行要素相似、债券对比度高的发行主体数量相对有限，难以达成有效对比。除此之外，部分主体可能在发行债券时采取了一定增信措施以达到降低发行成本的目的，也会在一定程度上影响对比效果。

八、发行自贸区债券具有哪些优势？

目前自贸区债券市场发行的债券主要为人民币债券，因此相对而言其与点心债券市场和境内人民币债券市场具有更高的可比性。

同为离岸人民币融资市场，城投发行人在自贸区债券市场和点心债券市场上的表现可谓大相径庭：2022年，自贸区债券发行总额为51.26亿美元，其中城投债券发行规模达31.33亿美元，占发行总额的61.12%。同年点心债券发行规模达1148.90亿美元，但城投债券发行额仅为2.06亿美元，占发行总额的比重不足1%。在离岸债券种类方面，无论是在发行总额还是规模占比，城投发行人都表现出对自贸区债券明显的偏好，这主要由于虽然以香港、新加坡为主要发行地的点心债是目前规模最大的离岸人民币债券市场，但是由于发行地点集中在境外，因此市场中境外投资人比重较大，而境外非中资背景投资机构对于城投企业的了解相对较少，城投企业特别是部分弱质城投发行人较难获取与境内市场相近的市场认可度，因此发行点心债需要承担比境内债更高的利率成本，这在一定程度上削弱了

发行人从点心债券市场进行融资的意愿。而自贸区债券立足上海自贸区，境内投资机构占比更大，且对于发行人背景和信用状况掌握比较详尽，对城投企业背后的政府支持力度也有较为清晰的认知，因此城投发行人可以在自贸区债券市场享受与境内市场几乎一致的成本以发行债券。

2022年，我国债券市场共发行各类债券61.9万亿元，城投债券发行规模同比下滑14.5%至4.8万亿元，相当于全市场债券发行总额的7.8%。对于城投发行人而言，由于境内城投融资渠道不断趋严，监管部门对于境内城投企业的债券的管理以“遏增量、化存量”的政策态度为主，因此境内城投债券发行难度与日俱增，且对政策变化敏感度很高。自贸区债券作为离岸债券，其发行行为更多受到市场因素变化的影响，定价机制与境内债券存在较明显区别，且监管部门针对境内债券的政策变动对自贸区债券发行的直接影响较弱，因此其相对境内债券而言具有更好的灵活性和政策适应性。

九、限制自贸区债券进一步发展的因素主要有哪些？

一是法律体系设计仍有待完善规范。自贸区债券较其他中资离岸债券而言起步较晚，虽然一直以来都与其他“外债”一样受境内监管机构监管，但除了中债登和上清所发布的业务指引之外，政府部门并没有针对自贸区债券这一特殊离岸债券设计相应的配套法律文件。除此之外，部分涉及外债的监管文件中并未明确表示自贸区债券是否同样适用于相应规则，使得自贸区债券发行规则在实际运用中存在较大的不确定性，发行人在准备阶段可能面临一些困难，比如是否具备申请资格、发行额度以及发行期限的确定等问题可能需要发行人与外管局或发改委进行单独咨询，较发行其他外债而言自贸区债券发行前准备或需要投入更多精力和时间，在一定程度上影响了债券发行效率。

二是信用风险揭示力度不足。自贸区债券设立的初始目的之一便是将中资债券推广至全球市场。从国际经验来看,成熟的离岸债券市场一般都具有更为完善的信用风险披露机制和较高的债券评级覆盖率,投资者可以通过债券的信用评级状况了解具体发行人乃至全市场的信用风险,进而根据风险偏好进行资产配置。但自贸区债券市场目前附评级发行的债券规模非常小,基本不具备揭示信用风险的功能,对于中国债券市场了解程度一般的境外投资者来说,其无法有效识别自贸区债券的信用风险,因此对于自贸区债券的投资兴趣不大。

三是税制差异一定程度上影响境内外投资人投资意愿。虽然境外机构和在符合要求的境内机构均可参与自贸区债券投资,但在申报自贸区债券相关的税务时境外机构和区内投资机构面临的税制安排却不尽相同:已发行自贸区债券中有过半债券采用了直接发行结构,在直接发行结构下,境外投资机构在申报税务时适用所得税10%,增值税6%,印花税0.005%(如适用)的税制安排,而区内投资机构则需要按照所得税25%,增值税6%,印花税0.005%(如适用)进行投资收入纳税申报。较大的税制安排差异导致区内投资机构在处理自贸区债券时可能需要承担相对更高的税负,一定程度上抑制了区内投资者的投资意愿。

四是投资者实名持有制度可能降低习惯多层托管的境外机构投资者的投资动力。自贸区债券与其他中资离岸债券的区别之一是其需要由中债登提供托管和清算服务,中资美元债等离岸债券则由欧清银行和明讯银行进行托管和清算。欧清银行和明讯银行负责全球各大主要金融市场的托管和清算服务,具有很高的市场份额和地位,并形成了多级托管、允许非实名持有的托管体系。长期以来,国际投资机构已形成了多级托管的习惯,欧清银行和明讯银行的体系设计还满足了投资人对资产保密性的需求。根据业务指引,中债登需要对自贸区债券实施穿透式托管,并要求投资者实名

持有,与国际习惯存在明显差异,打击了部分境外机构的投资动力。

五是流动性较弱,市场化程度较低。根据中债登和上清所的业务指引,只有符合规定条件的境内外机构才可以投资自贸区债券,包括:已设立FTU并经过验收的境内机构;已开立自由贸易账户(“FT账户”)的境内、外机构;已开立境外机构人民币银行结算账户(“NRA账户”)的境外机构以及其他符合条件的境外合格机构。由于投资自贸区债券存在一定资质门槛,且业务指引对境内投资机构的要求相对更严,因此在实务中开立FTU或FT账户的境内机构数量较少,已发行的自贸区债券也几乎不进行二级交易,债券流动性很弱,市场化发展程度较低。

十、如何促进自贸区债券加速发展?

一是加快建设、完善针对自贸区债券的法律制度,形成规范的法律体系,为自贸区债券的发展创造更加健全的外部环境。从欧美金融市场发展经历来看,成熟的债券市场通常都建立在完善的规章制度下,规范、健全的法律体系将有利于引导债券市场积极发展,并促进债券市场达成效率最大化,自贸区债券市场的正向、深度发展也需要更加具体、完善的制度和法律引导。

二是建议鼓励发行人在发行自贸区债券时附信用评级,并鼓励发行人采用中资评级机构的评级结果。发行人在发行债券时附信用评级将在一定程度上改善市场的信息不对称现象,并起到揭示信用风险的作用。积极鼓励发行人采取信用评级将有利于自贸区债券市场加速发展。2022年7月,中国人民银行印发的《全面推动北京征信体系高质量发展促进形成新发展格局行动方案》中提出鼓励辖内地方政府平台、金融机构以及发债企业在境外融资时使用本土评级机构的评级服务;在中资美元债备案环节,鼓励发行人至少选聘一家本土评级机构,逐步提高本土评级机构在国

际资本市场的话语权。自贸区债券作为新兴的离岸债券，目前发行主体以地市级及区县级城投企业为主，获得国际三大评级机构的投资级评级结果难度较大，因此自贸区债券信用评级市场的发展离不开中资信用评级机构的参与，鼓励发行人采用中资评级机构的评级结果一方面可以促进中资信用评级机构在离岸债券市场的展业，另一方面还可以提高自贸区债券的信用评级覆盖率，对于自贸区债券长远、健康的发展具有积极意义。

三是尽快完善针对自贸区债券的税制设计，提高其投资吸引力。除此之外，可尝试创建一个自贸区债券交易专用平台，提高其流动性、加速其市场化进程。考虑到自贸区债券是目前唯一一种立足于境内的离岸债

券，具有明显的特殊性，因此根据其自身特性制定相应的税制安排有利于调动全市场的投资积极性。目前自贸区债券投资机构的准入门槛导致部分潜在投资机构可能因资质问题无法进行投资，部分机构虽然购买了自贸区债券但缺乏有效交易渠道，导致自贸区债券无法达成市场化交易。因此可以尝试创建一个针对自贸区债券的专用电子交易平台，以实现自贸区债券的二级交易，增强市场流动性。

总的来看，自贸区债券是我国金融创新的一次有益尝试。虽然其距离成为一个具备相当规模的债券市场还有很长的道路要走，但长远来看，其有望成为与香港离岸债券市场并驾齐驱的国际化成熟离岸债券市场，为我国金融市场的深远发展贡献力量。■



2023年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

文|联合资信 董欣焱 刘晓光 薛逸竹 郝帅 林青

一、2023年上半年我国债券市场违约情况回顾

宽信用环境推动违约形势整体改善

2023年上半年, 外部环境更趋复杂严峻, 地缘政治冲突不断, 美联储加息、海外通胀高企、硅谷银行破产, 全球冲突和摩擦给资本市场带来了更多波动和风险, 主要经济体持续修复, 但增长逐步显现乏力, 外需企稳面临诸多挑战。国内方面, 随着社会经济活动恢复常态, 稳增长政策持续托底, 在宽信用大幅发力的背景下, 经济保持修复势头, 呈现“前高后低”走势。具体来看, 2023年上半年国内生产总值59.30万亿元, 不变价同比增长5.5%。分季度看, 一季度开始进入稳健复苏阶段, 在社会经济活动恢复常态带动需求释放, 各项稳增长、稳就业、稳物价政策举措靠前发力等因素带动下, 经济增速从2022年四季度触底2.9%加快至2023年一季度的4.5%; 进入二季度后, 经济增长动能环比走弱, 但受低基数支持, 二季度GDP实现同比增长6.3%。融资环境方面, 2023年上半年, 央行坚持稳中求进的总基调, 稳健的货币政策精准有力, 通过降息、

降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降, 保持流动性合理充裕, 加大逆周期调节力度, 推动经济平稳运行。整体来看, 2023年上半年, 我国经济保持修复势头, 实体经济融资需求回升, 推动债券市场信用风险状况的改善。

受益于经济回暖和宽信用环境的支持, 相比往年同期, 2023年上半年我国债券市场信用风险暴露处于较低水平, 违约形势可控。2023年上半年, 我国债券市场新增2家违约发行人¹, 共涉及到期违约债券2期, 到期违约金额合计约5.16亿元, 新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额同比(8家, 34期, 194.54亿元)均大幅减少。2023年上半年, 我国债券市场重复违约²发行人8家, 涉及到期违约债券13期, 到期违约规模合计约37.94亿元, 重复违约发行人家数较2022年上半年(9家, 14期, 73.76亿元)有所减少。截至2023年上半年末, 我国债券市场累计有253家发行人发生违约, 共涉及到期违约债券754期, 到期违约金额合计约6713.13亿元。

从违约率来看, 2023年6月我国公募债券市场滚动

¹ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时, 即可判定债券和主体发生违约: 债务人未能按照合同约定(包括在既定的宽限期内)及时支付债券本金和/或利息; 债务人不能清偿到期债务, 并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力, 债务人被人民法院裁定受理破产申请的, 或被接管、被停业、关闭; 债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图, 债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股(根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外)等情况; 联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时, 不视作债券/主体违约: 如果债券具有担保, 担保人履行担保协议对债务进行如期偿还, 则债券视为未违约; 合同中未设置宽限期的, 单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况, 只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿, 并能在1~2个工作日得以解决, 不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人, 包括公募债券和私募债券违约发行人。

² 重复违约是指发行人在统计期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。

违约率³约为0.05%，为2014年以来最低水平（见图1）。2019年以来，公募债券市场发行人主体年度违约率、月度滚动违约率整体呈下行态势，违约风险不断出清。

从展期情况来看，2023年上半年新增展期发行人6家，涉及展期债券7期，展期规模58.77亿元，展期家数、期数及规模较上年同期（10家、22期和204.68亿元）均有所减少，整体风险出清规模有所下降。新增展期发行人中，房地产相关企业为3家，延续上年展期态势；另有三家企业因面临较大的经营风险和盈利压力，采取展期的方式缓释风险，但仍需关注后续再次展期或发生实质性违约的风险。

等级调整从调降趋势转为小幅调升趋势

2023年上半年，我国公募债券市场共有74家发行主体信用等级发生调整，调整率1.32%，较上年同期（1.49%）小幅下降，评级稳定性同比略有上升。2023年上半年，等级调升率和调降率分别为0.68%和0.64%，等级调整从去年的调降趋势转为小幅调升趋势。此外，2023年上半年发行人主体信用评级展望仍呈调降趋势，评级机构通过展望调降揭示信用风险的频次有所增加（见表1）。

等级调升方面，2023年上半年我国公募债券市场等级调升数量38家，同比大幅增加。其中19家发行人为城投企业，主要是江苏、浙江等地地级市、区县级平台，上调原因为区域经济财政实力增长，公司地位突出，地方政府支持力度加大（财政注资、资产注入、股权划转深化整合转型）等；7家多元金融服务发行人等级上调，上调原因主要是股东背景强、增资扩股及盈利水平提升等；其余行业等级调升发行人较少，分布在商业服务与

用品、综合类、商业银行、海运等行业。

等级调降方面，2023年上半年我国公募债券市场等级调降数量36家，同比大幅减少。调降发行人仍主要分布于建筑与工程行业（9家），建筑与工程行业受房地产行业景气度影响，应收类账款对资金形成占用、盈利能力下滑；企业性质方面，民营企业发行人调降25家，占比达到69.44%；地区方面，发行人主要分布在广东、江苏和贵州等地。

新增违约主体均为民营房企

1. 民营房企信用风险持续暴露

从企业性质和行业特征来看（见图2、图3），2023年上半年，新增违约发行人均为民营房企，分别为恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）和荣盛房地产发展股份有限公司（以下简称“荣盛地产”），两家主体在此前均已出现债券展期或境外债违约等信用风险事件，风险暴露已较为充分。

2023年上半年，房地产政策环境整体延续去年的宽松态势，中央明确房地产行业支柱地位，在“房住不

图1 2014—2023年6月我国公募债券市场发行人滚动违约率



注：图中标记点代表各年度违约率
资料来源：联合资信

³ 滚动违约率逐月计算，以当月前推12个月作为期初样本点并计算12个月区间内的违约率，例如2021年1月的滚动违约率以2020年2月1日存续且具有有效信用等级的发行人（剔除2月1日前违约样本）作为样本，统计2020年2月1日至2021年1月31日区间内新增违约发行人数量并计算违约率。

炒、因城施策”原则下，积极表态引导房地产市场预期修复，支持刚性和改善性住房需求，防范化解房地产市场风险。在此背景下，房地产市场整体呈现弱复苏态势，但市场复苏韧性仍不足，弱资质房企风险仍存。具体来看，销售端，2023年上半年，商品房累计销售面积59515万平方米，同比下降5.3%（见图4）。逐月来看，年初，在前期积压需求集中释放、购房情绪提升的带动下，房地产市场迎来一波“小阳春”行情；但自4月起，房地产市场复苏动能转弱，销售下滑。融资端，2023年上半年，房企融资分化依然严重，资金更多地向优质房企归集，上半年境内发债房企以央企国企为主，民营房企发债规模

仅占4.07%，且民营房企发债规模难以覆盖到期偿还规模，仍延续净流出状态（见图5）。

从违约房企自身情况来看，恒大地产长期以来通过高杠杆、快周转的方式快速扩张，积累下高额债务。2017年恒大地产提出由“规模战略”向“规模+效益战略”转型，开始重仓“文旅+养老”项目，但文旅项目开发周期长，沉淀资金多，回款慢，加剧了公司流动资金短缺。同时，中国恒大集团大力实施多元化战略，业务涉及物业、汽车、文旅、健康、冰泉粮油、互联网、足球俱乐部等领域，多元化业务领域与地产板块相关性较差，消耗了大量地产板块资金的同时，未能起到较好的

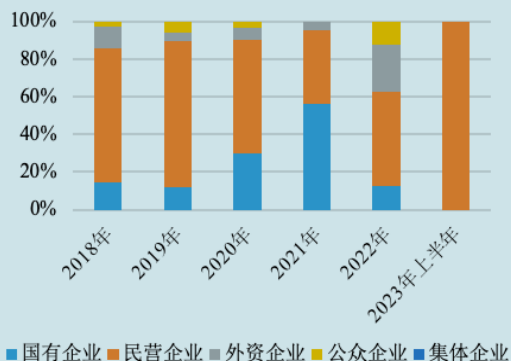
表1 2023年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级		评级展望		合计	
	2022H1	2023H1	2022H1	2023H1	2022H1	2023H1
样本数量(家)	5520	5604	5520	5604	5520	5604
调升数量(家)	7	38	5	7	12	45
调降数量(家)	75	36	17	18	92	54
调升率(%)	0.13	0.68	0.09	0.12	0.22	0.80
调降率(%)	1.36	0.64	0.31	0.32	1.67	0.96

注：1. 等级调整样本包含统计期内存续、到期和新发债券的发行人，涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不包含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行主体；2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限；3. 发行人具有双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；4. 评级展望调升、调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计；评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；5. 调升率或调降率=年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与统计样本数量的比；6. 若发行人被评级机构终止主体信用等级（期末级别失效），则按照终止评级前的最新级别进行等级调整统计

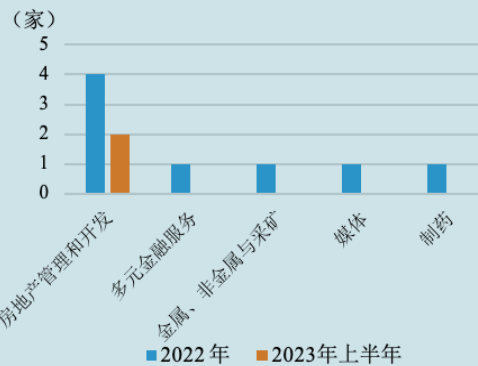
资料来源：Wind，联合资信整理

图2 新增违约主体企业性质分布情况



资料来源：联合资信COS系统

图3 新增违约主体行业分布情况



资料来源：联合资信COS系统

协同效应,进一步削弱了公司的盈利能力。最终在房地产行业政策监管趋严、融资环境收紧的背景下,公司偿债能力恶化,引发实质性违约。**荣盛地产**的业务布局以京津冀环渤海地区和泛长三角区域二三线城市为主,近年来受环京地区房地产市场调控政策影响,公司销售放缓,盈利能力下滑。同时,荣盛地产早期高杠杆拿地流转使其存在较大的集中偿债压力,最终在地产调控及疫情防控等因素的冲击下,遭遇销售疲软、融资受阻等流动性困难,陷入流动性危机。

2.房企债券展期继续累积,仍须警惕后续演化为实质性违约的风险

2023年上半年,新增2家展期房企,分别为旭辉集团股份有限公司、景瑞地产(集团)有限公司,2家企业关联主体境外债均已发生违约;此外,新增1家房地产关联企业⁴发生展期。新增房企展期家数较上年同期(7家,18期,197.32亿元)有所减少。截至2023年6月末,有15家房企处于展期状态,涉及债券52期,展期规模341.70⁵亿元。

从债券展期条款设置来看,3家新展期企业展期期限介于2~4年,展期期限较长;兑付方式均采用展期期间内分次偿付的方式,且前期偿付比例均较低;从增信措施来看,部分展期主体为展期债券增加额外增信条件,以提升投资人的信任程度,如旭辉地产以2家公司的部分股权及其对应的收益为展期债券提供质押增信。此外,部分往期展期企业因展期期限较短且自身造血功能尚未恢复,未能按时完成展期债券兑付工作,最终造成实质性违约或二次展期,如“H9龙控01”“H1龙控01”均出现二次展期,“20恒大04”展期后出现实质性违约。整体来讲,2023年上半年房企展期继续累积,若后续销售及外部融资情况无法得到根本性改善,企业发生二次展期或实质性违约的风险仍较大,须警惕后续演化为实质性违约的可能。

城投非标、商票风险事件持续发生

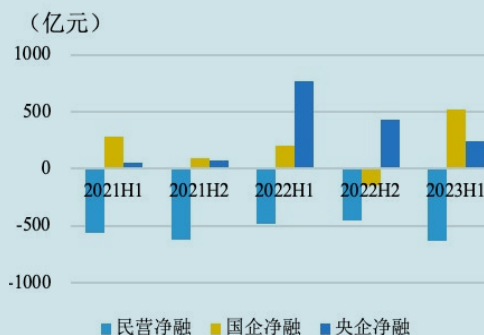
2023年以来,各地促经济增长政策持续发力,同时监管部门强调继续抓实化解地方隐性债务风险,加

图4 我国商品房销售面积情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图5 我国房地产行业债券净融资情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

⁴ 为远洋资本有限公司,远洋集团控股有限公司间接持有其49%股权,系第一大股东,远洋集团系中国人寿旗下不动产投资平台,在房地产开发方面具有较高的品牌知名度及市场地位。

⁵ 部分债券展期金额信息无法获悉,未计入总展期规模。

强地方政府融资平台治理。城投企业面临着加快化解外部债务、市场化转型及更好地推动经济持续健康发展兼顾的局面。在此复杂的背景下, 2023年上半年城投债发行及净融规模均有所增长, 但区域之间的城投分化趋势持续, 经济相对发达、财政实力较强的区域城投债发行规模和净融资规模明显领先于其他地区, 部分西部及东北部地区净融资表现持续欠佳。信用等级方面, 城投债发行主体仍以高等级主体为主。

2023年上半年, 在基本面持续偏弱、地方政府偿债压力较大的背景下, 部分经济财政较弱、债务负担较高的区域城投企业现金流吃紧, 商票逾期、非标违约等风险事件持续发生。根据公开资料整理, 发生风险事件的城投主体多分布在山东、贵州、云南的区县级平台, 以AA级及以下的弱资质平台为主。具体来看, **非标方面**, 2023年上半年, 城投企业的非标违约共22只, 涉及15家平台, 其中山东、贵州、云南违约主体分别有7家、4家和2家, 位居前三位; 从行政层级来看, 以区县级平台为主, 占比达66.67%; 从主体级别来看, 以AA级及以下平台为主, 占比达86.67%。**商票方面**, 根据上海票据交易所披露的票据逾期名单⁶, 2023年上半年城投商票逾期共27家, 其中贵州、山东、云南分别有7家、6家和4家, 位居前三位; 从行政层级来看, 以区县级平台为主, 占比近50.00%; 从主体级别来看, 商票逾期以AA级及以下弱资质平台为主, 占比约70.00%。此外, 2023年上半年共有17家城投企业**评级或展望被下调**, 其中贵州省有10家, 且多分布在贵阳、六盘水、毕节等区县。整体来看, 城投企业虽然没有在公开债券市场出现实质性违约, 但部分区县级、弱资质平台未来经营和资金压力情况仍值得关注。

二、2023年下半年我国债券市场信用风险展望

全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看, 2023年下半年我国债券市场主要信用债⁷到期规模⁸约为6.26万亿元, 考虑到将于2023年发行且2023年内到期的短期债券, 按2022年下半年同期估算, 2023年下半年主要信用债到期规模可能达到6.88万亿元, 较2022年下半年(8.93万亿元)和2023年上半年(7.23万亿元)有所下降。

此外, 2023年下半年将有约1.50万亿元信用债进入回售期, 按30%的实际回售率估算, 2023年下半年回售债券中约有4500亿元被行权。合计来看, 2023年下半年主要信用债偿债规模可能在7.33万亿元左右(见图6)。

从偿债节奏看, 7月、8月单月的偿债量在1.2万亿元以上, 偿债压力相对较大, 后续可能随超短融的发行发生改变(见图7)。

信用风险展望

1. 债券市场信用风险仍将持续暴露, 但整体可控

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是, 2023年下半年, 我国债券市场主要信用债总偿还量或超过7万亿元, 整体偿债压力仍然较大。**二是**, 上半年我国经济恢复不及预期, 经济内生动力不足, 房地产销售仍面临较大下行压力, 地产产业链表现不佳, 信用风险值得警惕。**三是**, 城投行业“控增化存”的基调未发生改变, 城投融资政策仍然偏紧, 地方政府土地出让收入仍然偏弱, 下半年城投企业债务到期压力仍大,

⁶ 2023年1月1日至6月30日, 发生3次以上票据逾期, 且月末有逾期余额或当月有票据逾期行为发生的承兑人数量。

⁷ 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、资产支持证券、可转债和可交换债。

⁸ 包含到期和本金提前兑付。

虽然短期内公开市场债务违约的风险不大,但技术性违约和非标违约风险有所上升。在此背景下,前期已展期的民营房企和其他短期偿债压力较大的弱资质发债主体出现信用风险的概率仍然较大。

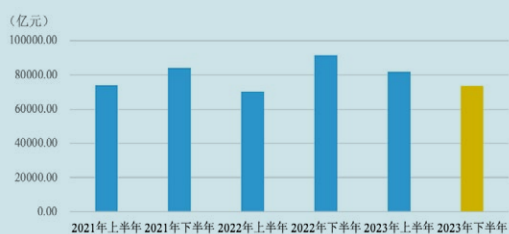
另一方面,债券市场信用风险将整体可控。一是,当前中高风险企业占比仅占存续发债主体数量的10%左右,占比相对较低。二是,在当前“稳字当头、稳中求进”的总基调下,货币政策跨周期调节力度有望进一步加大,下半年整体流动性易松难紧。三是,2023年7月10日,央行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》,将“金融16条”部分政策期限延长至2024年12月31日,有助于稳定市场情绪,满足优质房地产企业的融资需求,推动房地产市场平稳健康发展。四是,上半年地方债发行进度相对偏慢,下半年财政政策大概率发力,有助于城投企业资金面的改善。五是,2023年6月,交易商协会《关于进一步提升债务融资工具融资服务质效有关事项的通知》等政策的发布有助于进一步提升民营企业的发债便利,改善民营企业的融资环境,满足民营企业的融资需求,缓释民营发债主体的信用风险。总体来看,下半年,我国债券市场信用风险仍将持续暴露,但信用风险整体可控。

2. 城投企业经营环境整体保持稳定,关注云贵等省份弱资质城投企业信用风险

城投企业经营环境保持稳定。一是,2023年7月24日,政治局会议指出,要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案,总体思路延续了中央经济工作会议和4月28日政治局会议的基调,中央和地方高度重视债务问题,并采取积极措施化债,有助于防范化解地方政府债务风险。二是,下半年财政大概率发力,有助于为城投企业提供良好的经营环境,缓解城投企业的资金压力。三是,在特定情况下,金融资源较为丰富的地区,尤其是地方城农商行等金融资源可以为地方城投企业化险提供一定的支持。

城投企业信用水平分化加剧,关注云贵等省份弱资质城投企业信用风险。一是,2023年上半年,监管多次强调严禁新增地方政府隐性债务,隐性债务“控增化存”的监管思路未变,城投企业各融资渠道均边际收敛。二是,2023年上半年,房地产销售恢复不及预期,全国土拍市场景气度仍然不高,经济不发达地区地方政府和三四线城市地方政府财政收入持续承压,资源协调能力持续下降。三是,银保监会15号文发布以来,城投银行贷款偏紧偏严,城投平台难以再通过流贷违规置换隐性债务或调整优化债务结构。四是,2023年上半年,城投企业债务短期化趋势延续,尤其是区县级平台短债占比更高,城投企业借新还旧债务占比进一步提升,城投企业债务周转压力加大,弱资质主体现金流脆弱性加剧。五是,2023年上半年,城

图6 2020—2023年我国信用债市场主要信用债偿债情况



注: 2021—2023年上半年为实际偿债规模, 2023年下半年为预估偿债规模
数据来源: Wind, 联合资信整理

图7 2023年下半年我国债券市场主要信用债到期情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

投企业非标违约、商票逾期等负面事件频发，地方政府债务腾挪空间大幅压降，警惕上述信用风险事件向债券市场传导风险。**整体来看**，财政收入不佳、短期集中偿债压力大、非标融资违约高发、再融资压力大的弱区域和区县级主体的信用风险值得关注。

3. 持续关注房地产行业企业的信用风险

房地产行业方面，一方面“稳增长”背景下，仍需房地产拖底经济增速。**一是**，政策支持房企外部融资，2023年7月10日，央行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，将支持房地产市场平稳健康发展的两项金融政策进行调整，适用期限统一延长至2024年12月31日，有助于缓解房企资金压力，缓释房地产行业的信用风险。**二是**，2023年7月14日，在央行新闻发布会上，央行货币政策司司长邹澜表示，针对提前还款现象，央行支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款，基本指向存量房贷利率调降，有助于降低居民负债端压力，推动居民资产负债表修复。**三是**，2023年7月24日，政治局会议指出，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求。随后7月27日，住建部部长倪虹指出进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。7月31日，国务院常务会议指出要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。上述政策的发布有助于进一步推动商品房销售，促进销售回款，缓解房企的资金流压力，同时也有助于稳定资本市场信心，改善房企的融资环境。

另一方面，房企现金流仍较为紧张。**一是**，疫情之后，居民资产负债表承压，青年失业率高企，进一步制



约居民的购房能力，同时商品房具有金融属性，在“买涨不买跌”的心态下，居民购房意愿下降。**二是**，二季度以来，地产销售压力再度上升，低能级城市压力较大，一线城市销售压力上升，房企销售回款仍不容乐观，对房企现金流形成较大制约，房企债券仍面临展期或违约压力。**三是**，“保交付”纾困资金原则上要求项目资产及销售回款能够偿还专项贷款的本息，不符合保交楼纾困资金规定的项目，房企将无法获得纾困资金的支持，对房企现金流构成拖累。**整体来看**，房地产行业信用风险分化将进一步加剧，弱资质民营房企现金流仍将持续承压，前期已展期或境外债违约的房企信用风险仍值得关注。■

中央政治局会议七大关注点

文 | 联合资信 刘东坡

2023年7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。本次会议是近几年同期召开时间最早的一次，总体基调更加积极、略超预期。本文梳理了本次政治局会议的七大关注点。

关注点1：经济形势判断更趋审慎，首提“波浪式发展、曲折式前进”

关于当前经济形势，会议认为上半年“国民经济持续恢复、总体回升向好”，但措辞相比4月政治局会议的“经济增长好于预期”，更趋审慎。在肯定上半年成绩的同时，会议也直面困难和挑战，指出“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”。此外，会议首次提出“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，说明在当局看来，当前我国经济复苏动能有所减弱，更多的是经济修复进程中的暂时波动而非趋势。从中长期来看，“我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变”。

关注点2：宏观政策总体偏积极，要求“用好政策空间、找准发力方向”

宏观政策总基调偏积极，会议强调“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”，“加强逆周期调节和政策储备”，这是2020年以来政治局会议层面首次重提“逆周期调节”，意味着政策将进一步加力。但与此同时，会议明确要求“要用好政策空间、找准发力方向，精准有力

实施宏观调控”。

财政政策延续“积极”立场，主要从以下三方面发力：一是“延续、优化、完善并落实好减税降费政策”；二是“加快地方政府专项债券发行和使用，更好发挥政府投资带动作用”；三是“制定出台促进民间投资的政策措施”。

货币政策延续“稳健”立场，强调“发挥总量和结构性货币政策工具作用”。总量政策工具方面，降准、降息都有操作空间，用以配合专项债加速发行和支持房地产市场；结构性政策工具将“大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展”。同时，强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，兼顾内外部均衡。

关注点3：房地产市场表述超预期

一是未提及“房住不炒”。尽管如此，我们认为“房住不炒”的隐性约束短期内或将继续存在，需结合房地产市场后续复苏情况以及进一步的政策指引加以判断。

二是首次提及“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，指出要“因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”。以下政策调整值得期待：其一，除个别核心城市外，在全国范围内取消限购、限售、限贷、限价“四限”政策；其二，对二套房“认房又认贷”、首付比例偏高等进行调整优化。

三是“加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产”。7月21日国常会已审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，政策细

则有望加速推出。

关注点4：首提“活跃资本市场，提振投资者信心”

上一次在政治局会议层面提及资本市场是2022年4月，当时的表述为“保持资本市场平稳运行”，相比之下本次会议的表述更加积极。7月24日至25日中国证监会召开2023年系统年中工作座谈会，指出将从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位。

近期，资本市场一系列改革举措已经陆续落地。7月8日，证监会发布了公募基金行业费率改革工作方案，引导公募基金管理人及其他行业机构合理调降基金费率。7月9日，证监会发布《私募投资基金监督管理条例》，突出私募基金行业差异化监管，更好发挥其在服务实体经济、支持科技创新等方面的作用。7月14日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》，在金融服务业中，拟将信用评级服务列入鼓励类目录，更好发挥信用评级机构作用，助力资本市场发展。当前，证监会正在研究制定《资本市场投资端改革行动方案》，旨在进一步提升资本市场功能和吸引力，预计很快就会出台。

关注点5：首提“制定实施一揽子化债方案”

在地方政府债务风险方面，会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。与今年4月份政治局会议强调的“加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”相比，本次会议更加务实。

关于一揽子化债方案，在顶层设计方面，或将对中央和地方政府的财权和事权进行调整，提升地方政府财权和事权的匹配度；在操作层面，或将由中央政府、地方政府和金融机构协调配合，采取限额内发行特殊再融资债置换隐债、债务重组/展期、推动城投平台有序转型、推出新一轮置换债等多种方式，化解债务风险。

关注点6：高度重视民营经济发展

在促进民营经济发展方面，会议延续《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》的精神，明确“坚持‘两个毫不动摇’，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境”，强调“要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题；要建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场”。

提振民营企业信心、促进民营经济健康发展，对于促进我国制造业高质量发展、防范化解房地产风险、增加居民收入扩大消费均至关重要。预计促进民营经济发展的政策细则将很快推出。

关注点7：首提“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”

当前我国经济面临的主要问题之一是内需不足，而要扩大内需，就要充分发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费。但是今年上半年，我国就业压力较大，特别是青年失业率居高不下，就业不稳则收入不稳，扩大消费就会失去根基。正是在这种背景下，会议明确提出“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”，通过稳就业增加居民收入、扩大消费，进而扩大内需。



《商业银行金融资产风险分类办法》的解读及案例分析

文 | 联合资信 张哲铭 梁新新

一、政策背景

近年来,在宏观经济增速放缓的背景下,银行业面临的信用风险逐步暴露,监管部门持续推进银行业做实资产风险分类,防范和化解金融风险工作。《办法》实施前,商业银行的贷款五级分类主要依据原银监会于2007年发布的《贷款风险分类指引》,但随着银行资产端业务类型的逐渐丰富,同业及投资等资产也面临风险分类的问题,同时部分风险分类细节有待进一步明确和完善。2017年,巴塞尔银行监管委员会发布《审慎处理资产指引——关于不良暴露和监管容忍的定义》(Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance),明确了不良资产和重组资产的认定标准和分类要求,旨在增强全球银行业资产风险分类标准的一致性和结果的可比性。此外,财政部于2017年印发《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》(以下简称“新金融工具准则”),对金融工具分类提出新的要求,同时要求对金融工具以预期信用损失为基础进行减值会计处理。在国内的监管体系下,由于拨备覆盖率的监管要求,金融资产五级分类和减值准备的计提有较强的关联性,预期信用损失法的实施对金融资产的风险分类产生一定影响。对此,原银保监会2019年发布《商业银行金融资产风险分类暂行办法(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”),提出对金融资产风险分类及重组资产风险分类要求。在上述征求意见稿基础上,2023年2月,原银保监会会同中国人民银行发布《商业银行金融资产风险分类办法》(以

下简称“《办法》”),该《办法》已于2023年7月1日起正式施行,原银保监会及其派出机构监管的其他银行业金融机构参照执行。

二、政策变化及解读

《办法》相较于《贷款风险分类指引》,将贷款风险分类拓展至表内金融资产,包括:贷款、债券和其他投资、同业资产、应收款项等,除交易账簿下的金融资产以及衍生品交易形成的相关资产,表外项目中按照表内资产相关要求开展风险分类;同时《办法》加强了对金融资产逾期天数的管理,针对商业银行目前实施新金融工具准则,《办法》要求将金融资产已经发生信用减值的资产纳入不良资产管理,与原银保监会2022年5月印发的《商业银行预期信用损失法实施管理办法》中将逾期超过90天的信用风险敞口划分至第三阶段相呼应。此外,针对零售贷款,《办法》在对零售资产开展风险分类时,可根据单笔资产的交易特征、担保情况、损失程度等因素进行逐笔分类,其中,对个人贷款、信用卡贷款、小微企业贷款可采取脱期法进行分类。

将逾期天数纳入五级分类划分的重要考核标准。具体来说,《办法》加入了逾期天数作为定量指标的五级分类划分标准,将本金、利息或收益逾期(操作性或技术性原因导致的7天内的短期逾期除外)计入关注类;本金、利息或收益逾期超过90天、270天和360天分别计入次级类、可疑类和损失类。在《贷款风险分类指引》中,对逾期天数与分类等级关系的规定不够清晰,导致一些银行以担保充足为由,未将全部逾期

90天以上的债权纳入不良类管理。《办法》要求将本金、利息或收益逾期90天以上资产纳入不良类管理,而2019年原银保监会发布《征求意见稿》后,商业银行在监管窗口指导下,基本上能够将全部逾期90天以上贷款纳入不良贷款进行管理,预计《办法》实施后逾期天数定量标准对商业银行不良贷款率影响较为可控;但同时,由于个别银行因债委会统一安排、抵质押物充足等原因未将逾期超过90天以上债权纳入不良类资产,《办法》的实施将加大该部分银行不良资产管理压力。另一方面,在现行《贷款风险分类指引》下,商业银行对关注类贷款划分标准的执行存在一定差异,在《办法》实施后,商业银行关注类贷款规模及占比或将面临一定的上升压力。此外,按照《办法》规定,金融资产已发生信用减值,需将资产纳入不良类进行管理;预期信用损失占其账面余额50%和90%以上的,分别计入可疑类和损失类。根据新金融工具准则要求,在资产负债表日存在客观减值证据的金融工具将划分至第三阶段,需确认金融工具在整个存续期内的预期信用损失,该部分金融资产在《办法》执行后将纳入不良进行管理,与按照新金融工具准则划分的第三阶段的资产或将趋同。

《办法》以评估债务人的履约能力为中心,关注债务人在本行和其他银行的全部债权。《贷款风险分类指引》以单笔贷款为对象,同一债务人名下的多笔贷款分类结果可能不一致,既可以是正常类、关注类,也可以分为次级类、可疑类或损失类,借鉴巴塞尔委员会在《审慎处理资产指引》中对非零售交易对手有任何一笔风险暴露发生实质性不良,应将该对手所有风险暴露均认定为不良;考虑到对公客户公司治理和财务数据相对完善,《办法》要求商业银行对非零售金融资产进行风险分类时,应以评估债务人的履约能力为中心,要求商业银行加强对债务人第一还款来源的分析,以评估债务人履约能力为中心,重点考察债务人的财务状况、偿付意愿、偿付记录,并考虑金融资产的逾期

天数、担保情况等因素。《办法》要求,同一非零售债务人在本行或其他银行的债务出现不良,应将所有债权均列为关注类;商业银行对非零售债务人在本行的债权超过10%被分为不良的,对该债务人在本行的所有债权均应归为不良类;同一非零售债务人在所有银行的债务中,逾期超过90天的债务已经超过20%,也应将债务人全部债务划分至不良类;对于债务人为企业集团成员的,其债务被分为不良并不必然导致其他成员也被分为不良,但商业银行应及时启动评估程序,审慎评估该成员对其他成员的影响,并根据评估结果决定是否调整其他成员债权的风险分类。《办法》以非零售债务人履约能力为中心,要求商业银行评估同一债务人在本行和其他银行全部债务的履约能力、还款情况以及五级分类,要求商业银行加强对债务人全部债务的监测和风险评估。《办法》以债务人履约能力为中心的划分标准或将导致商业银行不良及关注类贷款规模增长,对商业银行信用风险识别与管理提出更高的要求。

同时,相较于《贷款风险分类指引》,《办法》对重组贷款的定义予以明确。《贷款风险分类指引》要求银行将借款人财务状况恶化,或无力还款而对借款合同还款条款作出调整的贷款认定为重组贷款。但上述定义对借款人财务状况恶化等细节并未明确,银行在各自实际业务操作过程中对重组贷款认定存在一定差异。对此,新的《办法》对重组贷款的定义进行了明确,并框定了债务人财务困难的情形,包括本金、利息已逾期;虽未逾期,但债务人偿债能力下降,预计现金流不足以履行合同,债务有可能逾期;债务人的债务已经被分为不良等情形。同时,《办法》将对于现有合同赋予债务人自主改变条款或再融资的权利,债务人因财务困难行使该权利的也认定为重组贷款。值得注意的是,近年来,在经济下行背景下,各银行开展部分借新还旧及展期类贷款,但由于《贷款风险分类指引》下对重组贷款定义不够明确,部分银行未将借新还旧以

及展期类贷款定义为重组贷款,也未按照要求进行五级分类划分。新的《办法》中,对于债务人发生财务困难后,银行开展的借新还旧及展期类应该属于重组贷款范畴,应按照重组贷款进行五级分类划分。

新的《办法》对重组贷款定义明确的同时,对于重组贷款五级分类划分予以适当放宽。《贷款风险分类指引》要求,重组贷款应至少归为次级类,重组贷款的分类档次在至少6个月的观察期内不得调离,观察期结束后,按照规定进行分类。新的《办法》中,要求重组前为正常类或关注类的资产,以及对现有债务提供的再融资,重组后应至少归为关注类;重组前为次级类、可疑类或损失类的,重组后仍划分为不良类。同时,新的《办法》对重组后的观察期设定进行了明确,在观察期内采取相对缓和的措施,有利于推动债务重组顺利进行。观察期自合同调整后约定的第一次还款日开始计算,应至少包含连续两个还款期,并不得低于1年;债务人在观察期结束时未解决财务困难的,或者观察期内没有及时足额还款的,重新计算观察期。考虑到新的《办法》对重组贷款定义进一步明确,重组贷款规模或将增加,同时由于重组贷款至少应归为关注类,且观察期有所延长,因此未来一段时间关注类贷款规模或将有所增加。

此外,新的《办法》将风险分类的范围由贷款拓展至金融资产,在此之前,监管未对同业及投资资产风险分类标准进行明确文件要求。在实际操作过程中,部分银行参照原银监会于2007年印发的《农村合作金融机构非信贷资产风险分类指引》进行五级分类划分。《农村合作金融机构非信贷资产风险分类指引》中对于同业及投资资产采用风险分类法进行五级分

类划分,但未提及逾期天数对相应资产五级分类划分的影响,各银行在划分标准上存在一定差异。新的《办法》下,同业及投资资产的五级分类划分标准已与贷款基本一致。同时,《办法》要求银行对投资的资产管理产品或资产证券化产品进行风险分类时,应穿透至基础资产,按照基础资产风险状况进行风险分类。对于无法完全穿透至基础资产的产品,应按照可穿透的基础资产中风险分类最差的资产确定产品风险分类。此外,从拨备角度来看,由于对于同业及投资资产目前没有严格的拨备覆盖率要求,部分银行对于同业及投资资产信用减值计提比例不高,随着同业及投资资产五级分类要求明确,相关资产拨备计提压力将加大。

三、案例分析¹

为对比《办法》实施前后银行五级分类及拨备水平变化,本文选取12家城、农商为样本进行数据统计,其中城商行和农商行各选取6家,地域覆盖西北、东北、华北、中部、西南以及东南地区。

五级分类方面,如前文所述,《办法》对贷款五级分类的影响主要体现在不良贷款及关注类贷款。从不良贷款情况来看,如前文所述,2019年《征求意见稿》发布后,商业银行已逐步执行“双90”的划分标准,贷款分类偏离度超过100%的情况逐步减少。截至2022年末,样本中贷款分类偏离度超过100%的银行占总样本的30%,样本贷款分类偏离度分布在50%~130%,样本平均²偏离度为90.79%,样本平均不良贷款率为1.78%。根据《办法》要求,以2022年末数据进行调整预测,将逾期90天以上贷款全部划入不良贷款,样本

¹ 受数据的可得性影响,本文选取的12家样本商业银行在4000余家各类银行业机构的代表性方面存在一定的局限性,不能完全代表全行业水平。

² 本文平均值计算全部采用算数平均数以降低体量差异的影响。

平均贷款偏离度降至84.89%，平均不良贷款率上升至1.91%，逾期天数定量标准对商业银行不良贷款率影响较为可控。

从关注类贷款来看，2022年末样本平均关注类贷款占比为3.92%。根据要求，本文将逾期90天以内的正常类贷款均划入关注类贷款³，同时将调整进入不良贷款的的关注类贷款予以相应扣除，样本平均关注类贷款

占比上升至4.59%，关注类贷款占比上升较为明显（见图1）；此外，考虑到除定量要求将逾期90天以内的贷款划入关注类外，重组贷款定义进一步明确，并明确至少划入关注类贷款，对关注类贷款占比或将产生进一步的影响。

拨备水平方面，本文针对上述12家银行的表内信用风险资产以及对应的减值准备对拨备覆盖水平进行分析，截至2022年末，样本不良资产率⁴分布于1%~4%，样本平均不良资产率为2.06%；样本资产拨备率⁵分布在1.5%~4%之间，平均资产拨备率为2.54%；样本不良资产拨备覆盖率分布于30%~100%，平均不良资产拨备覆盖率⁶为55.17%，其中不良资产拨备率低于50%的样本占比在70%（见表1）。由于目前对于资产拨备覆盖率没有明确要求，本文将资产拨备覆盖率设定为50%、60%、70%、80%、90%和100%六档要求，考察以2022年拨备前利润情况下达到相应拨备覆盖率水平可能对盈利产生的影响。在2022年的盈利

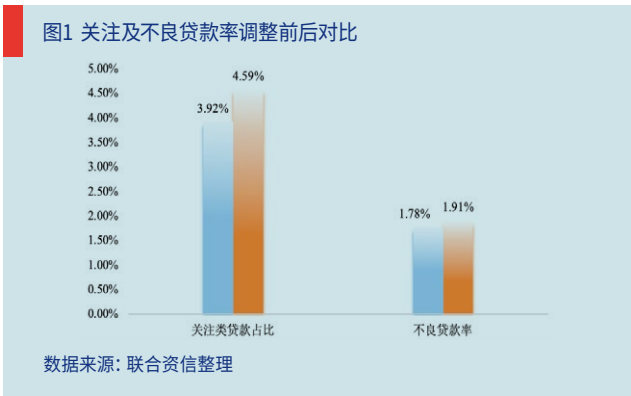


表1 资产拨备覆盖情况及预测

项 目	2022年末	
不良资产率	2.06%	
平均资产拨备率	2.54%	
平均资产拨备覆盖率	55.17%	
假定拨备覆盖率要求	平均减值准备缺口 (亿元)	缺口对2022年拨备前利润的平均倍数
50%	0.44	0.09
60%	6.75	0.63
70%	13.07	1.17
80%	19.38	1.71
90%	25.69	2.25
100%	32.01	2.79

³ 在调整关注类贷款规模的过程中不考虑操作性或技术性原因导致的 7 天内的短期逾期的影响。

⁴ 不良资产率 = 表内不良资产 / 表内信用风险资产 *100%。

⁵ 资产拨备率 = 减值准备 / 表内信用风险资产 *100%。

⁶ 资产拨备覆盖率 = 减值准备 / 表内不良资产 *100%。



水平下,如样本在平均资产拨备覆盖率达到70%及以上将面临较大的压力;此外预估按照100%的资产拨备覆盖率要求计提减值准备,样本平均减值准备缺口为2022年拨备前利润的2.79倍,拨备计提存在一定压力;同时考虑到息差收窄、减值准备的计提等因素影响,商业银行整体盈利能力或将有所弱化,资本内生能力承压。但考虑到商业银行拨备前利润将维持增长态势,同时考虑到《办法》的过渡期安排以及商业银行自身留存的一般风险准备,商业银行对总资产的拨备计提压力尚可。

四、总结及展望

综上所述,《办法》对不良资产认定标准的设置更加科学合理,有利于商业银行真实、准确反映资产质量情况,实现信用风险有效管控。此外,《办法》要求商业银行健全金融资产风险分类管理的治理架构,完善包括分类流程、职责分工、分类标准、分类方法、内部审计、风险监测、统计报告及信息披露等在内的金

融资产风险分类管理制度。未来,随着《办法》的持续落实,商业银行金融资产风险分类划分标准将更加的统一,数据可比性将增强。

《办法》对贷款五级分类划分标准及重组贷款的认定及分类进行了明确及细化,同时将风险分类由贷款拓展至金融资产;在以评估债务人履约能力为中心的新规则下,商业银行需综合债务人发行的债券、贷款等全部金融产品授信,统筹考量逾期天数、本行及其他银行对债务人资产的五级分类情况,进行风险分类,针对同一债务人的全部债务,商业银行风险资产划分标准也将趋于统一。同时,《办法》对逾期天数的明确,将减少存在外部担保的风险资产五级分类调整空间,对商业银行贷后及投后管理提出更高的要求。目前商业银行针对关注类贷款划分标准较为宽松,《办法》要求除操作性或技术性原因导致7天内的短期逾期外均纳入关注类资产管理,新规实施后商业银行关注类贷款规模面临较大的上升压力。同时,《办法》对于重组资产的认定进行了明确,在宏观经济增速放缓的背景下,银行开展了一定展期类贷款,并未划入重组贷款进行管理,在新规影响下未来银行重组类资产规

模或将增加,同时要求将重组资产至少应归为关注类,并延长了观察期,对商业银行加强风险资产的监测与管理提出更高的要求。

从商业银行指标表现情况来看,新规的实施将导致商业银行关注类及不良类贷款规模增长,加之同业及投资资产五级分类标准与贷款分类趋于一致,商业银行将调用更多的资源用于计提和处置投资和同业风险资产,商业银行或将面临一定的拨备计提压力。从盈利和资本情况来看,商业银行将加大对非信贷类资产减值准备的计提力度,商业银行整体盈利能力或将有

所弱化,资本内生能力承压。但《办法》实施充分考虑对机构和市场的影响,合理设置了过渡期,给予商业银行充裕的时间做好《办法》实施准备。《办法》已于2023年7月1日起施行,对于2023年7月1日前发生的业务,将于2025年12月31日前对所有存量业务全部按本办法要求进行分类。《办法》给予商业银行存量资产重新分类较长的过渡期,短期内对商业银行金融资产风险分类影响较为可控,信用水平整体保持稳定;但仍需关注《办法》实施后金融资产分类对商业银行信用风险管理、资产质量、资本及盈利水平的长期影响。 

中国特色ESG将成为“中特估”的加速器

文|联合资信 徐 阳

ESG在国际合作竞争中有重要作用

在对外贸易方面,2022年我国对外贸易额创纪录地达到42.07万亿元(出口23.97万亿元,进口18.1万亿元),同比增长7.7%,连续六年居世界首位。按照进出口总额与国内生产总值之比的计算口径,我国的对外依存度高达34.76%,外贸能否继续保持竞争力将直接影响我国的高质量发展。而ESG评级结果对外贸国际竞争力的影响将逐步加深,甚至直接决定竞争力的高低。比如: E方面,欧盟主导的碳边境调节机制计划于2023年10月开启、2026年正式运行、2034年全面运行,其中“碳关税”征收的首批对象包括水泥、钢铁、电力、铝等行业,上述的部分行业不仅是我国的优势行业,而且是工业体系的基础,发达国家税收成本的转嫁将对我国整体外贸竞争力产生影响。S方面,劳动者权益、供应商责任等方面的议题常常被冠以“人权”的名义牌打

出,一旦话语权缺失,劳动密集型产业进出口产品往往将面临被限制、抵制的风险。G方面,治理能力虽然不是外贸竞争力的直接体现指标,但是作为间接因素决定了E和S方面表现的稳定性和执行效率,亦是对竞争力影响较大的因子。

在对外投资方面,2022年我国全行业对外直接投资9853.7亿元,同比增长5.2%,我国实际使用外资金额12326.8亿元,同比增长6.3%，“走出去”和“引进来”继续保持双增长,中国走向世界、世界看好中国局面正在形成。目前指引投资的方向,由一维变量转向多维变量,资本增值只是一个方面,ESG的表现与评级更多地被纳入考量范围。例如,在产业投资领域,借着“一带一路”的东风,今年以来,我国和沙特开展的一系列以绿色低碳为导向的精细化工及原料工程项目;美国通过《通胀削减法案》对于气候和清洁能源等符合ESG主题领域进行补贴,吸引全球产业资本在美

国再布局、重构产业链。在金融证券投资领域,香港作为内地与国际互通的窗口,联交所未来将根据《环境、社会及管治报告守则》要求强制披露ESG信息;基于ESG信息,ESG评级发挥了更大的作用,仅就ESG投资中使用较为广泛的负面筛选/排除法策略(Negative/Exclusionary Screening)来看,中国企业因ESG评级被下调,引发投资人集中抛售、股价快速下降情况的,在近年来亦屡见不鲜。

我国国情下E、S、G的特殊性

在E方面,我国作为制造业大国、贫油少气多煤的资源禀赋、国际产业分工、碳排放空间四大因素决定了资源环境方面面临着更严峻的挑战。具体而言,从国家发展阶段角度分析,我国仍是发展中国家,工业化和城市化高质量发展的进程尚未完成,工业增加值占GDP也高达四成左右。从资源禀赋方面分析,标准煤的碳排放(0.4763克/千卡)是天然气(0.2217克/千卡)的两倍多,亦比原油(0.3370克/千卡)多1/3,我国贫油少气多煤的特征决定了碳减排任务的艰巨性。从国际分工角度分析,我国作为世界第一大贸易国,其中相当大的比例是加工贸易和转口贸易,原材料与消费市场两头在外的特征导致了中间污染排放强度较大的环节不可避免地发生在我国境内。从碳排放角度来看,当前的格局是高碳生产在中国、高碳消费在发达国家,发达国家碳税的征收将导致我国的定价权与征税权或将进一步被侵蚀,我国碳排放空间会受到进一步挤压。同时,我国更大的挑战在于:按照贝尔纳观点,西方发达国家在上个世纪50年代就进入了后工业化社会,也意味着完成了产业转型和社会转型;与此同时,我国刚开启大规模工业化进程,尽管改革开放40多年,我国成为世界第二大经济体,成绩巨大,变化巨大,但处在工业化和城市化尚未完成阶段,我国的奋斗目标是到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国、实现规模空前的中国式

现代化,就实现“双碳”目标而言,我国与西方发达国家存在发展阶段代差、时间空间压缩、人口规模巨大的不同特征,意味着只能在两难中砥砺前行。

在S方面,历史文化的传承与中国特色社会主义道路决定了我国企业社会责任更具有历史和时代特征。党的二十大提出了面向第二个百年的中心任务,以中国式现代化全面推进中华民族的伟大复兴,习近平总书记从九个方面概括了中国式现代化的本质要求。中国特色ESG体系体现在社会责任上,既重视企业效益和安全、员工福利等社会责任要求,又包括共同富裕、发展全过程民主等长期需求。微观体现宏观,共同富裕、新型城镇化、乡村振兴等议题,为全社会的责任指明了努力方向。

在G方面,我国坚持以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度。一方面国有企业要继续深化改革,落实党委前置研究讨论重大经营管理事项的机制,在坚持党对国企全面领导的原则下,合理设计和优化股权结构,以提高企业核心竞争力和核心功能为重点,推进国有资本布局优化和结构调整,在承担社会责任的同时提质增效,实现国有资本的保值、增值。另一方面则充分释放民营企业、合资企业等的活力,发挥其在就业、创新等方面的重要作用,促进资本、劳动力、技术等要素的高效配置,相较于定性的公司制度、层级责权划分,更应根据自身特点务实、灵活地运用定量的管理绩效优化公司表现,让治理呈现价值。

中国特色ESG评级体系探索

鉴于ESG在国际竞争与合作中的重要地位,以及E、S、G在我国国情下的特殊性,如果采用“搭便车”的策略,即仅仅以借鉴欧美经验为导向建立我国ESG评级体系,表面上减少了体系制定的人力成本、时间成本、试错成本等,实则会导致我国ESG评级脱离国情无

法建立话语权, 导致评级结果的先天弱势, 在国际交流中陷入非对称竞争, 难以支撑中华民族伟大复兴历史使命。因此, 建设具有影响力的中国特色ESG评级体系探索不仅迫切而且非常重要。

1992年在巴西里约热内卢召开的世界环境与发展大会, 可持续发展成为共识, 世界各国签订了《联合国气候变化框架公约》。经过20多年的多轮艰难谈判, 按照国家自主贡献原则, 2015年194个缔约方在法国巴黎达成《巴黎协定》, 体现了共同但有区别的责任原则、公平性原则和各自能力原则, 标志着人类命运共同体的远景由理念走向共同行动。理想离不开现实, 现实更离不开利益。由此, ESG评级体系建设成为当前碳交易市场竞争的焦点之一。欧洲的ESG发展以政策法规先行, 例如: 2017年欧盟议会和理事会修订了《股东权指令》, ESG议题被纳入到具体条例中, 实现了ESG三项议题的全覆盖; 2019年欧洲证券和市场管理局(ESMA)在《ESMA整合建议的最终报告》中要求明

确ESG相关术语, 建议政策制定者完善ESG条例和法规; 2020年欧盟委员会通过《促进可持续投资框架》, 规定了与ESG活动相关的可持续投资产品的分类系统, 为企业和投资者提供判断的标准。美国的ESG发展与欧洲不同, 联邦政府层面的主动性不多, 主要是延用《美国国家环境政策法案》、《清洁空气法案》等, 2010年美国证券交易委员会发布了《气候变化相关信息披露的指导意见》, 在地方政府, 仅加利福尼亚州等出台了ESG政策引导。美国政府面对气候变化, 表现出来的是“摇摆性”霸权, 2001年小布什政府退出《京都议定书》, 2015年奥巴马政府重返《巴黎协定》, 2017年特朗普政府宣布退出《巴黎协定》, 并于2020年11月正式退出。但是, 美国更多的表现为市场驱动的特点, 形成了较为完整的ESG投资市场产业链和价值链, 有一批具有国际影响力的专业ESG评级机构。气候变化领域, 美国表现出三面性: 政治上摇摆, 经济上强势, 评级权上主导。

表1 国际ESG评级体系

范畴	MSCI	标普	惠誉	富时罗素
E	气候变化	温室气体排放	温室气体排放与空气质量	生物多样性
	自然资本	水污染	能源管理	气候变化
	污染物与废弃物	水使用	水资源管理及废水处理	污染和资源
	环境机遇	土地使用	废物及有害物质处理; 生态影响	水资源保障
	-	-	环境影响	-
S	人力资本	劳动力与多样性	人权, 社会关系	人力标准
	产品责任	安全管理	隐私以及数据安全	人权与社区
	利益相关方	客户管理	劳动关系及实践	健康与安全
	社会机遇	社区	员工福利	顾客责任
	-	-	社会影响	-
G	公司治理	治理结构	管理策略	税收透明度
	商业行为	企业准则与价值观	治理结构	风险管理
	-	透明度	集团结构	公司治理
	-	财务与运营风险	财务透明度	反腐败

资料来源: 联合资信, 作者整理

表2 中国特色的ESG评级体系

一级指标	权重	二级指标	三级指标
E	30%	环保管理	环境和气候管理体系
		环保行动	碳排放
			污废管理
			资源管理
		绿色运营	绿色经营
S	35%	公共效益	纳税情况
			解决就业
		员工责任	员工发展
			员工薪酬与福利
		用户责任	产品和服务
		供应商责任	履约表现
G	35%	专项责任	政府政策响应和特定使命
		治理体系	治理架构
			合规与风险
		治理绩效	层次效率
			流程效率
			产出效率
			ESG信息披露质量

资料来源：联合资信，作者整理

目前，国际上ESG评级体系的话语权仍然由标普、富时罗素、惠誉、MSCI所支配（见表1）。尽管关于中国特色ESG评级体系研究的文献较少，但是有关部门进行了积极探索。国内有影响的ESG评级体系主要有中国证券投资基金业协会ESG评级体系、中证ESG评级体系、华证ESG评级体系、商道绿融ESG评级体系等，最近，联合资信评估有限公司推出了ESG评级体系（见表2），采用的方法是兼收并蓄、博采众长，不仅借鉴国外经验，而且基于我国国情，突出了中国特色，具有可操作性。

在环境方面：生态系统理论为基础，参考了联合国责任投资原则组织（简称UNPRI）等关于气候投融资的相关指标，根据国内监管机构的相关要求，建立了环

境方面的指标体系；在社会方面：以利益相关者理论为基础，企业除了追逐利润，还应对所处的社会环境和利益相关方承担其他相关责任，主要衡量公共方、员工、供应商、客户4个主要利益相关方以及我国社会发展所特有的目标，形成了“4+1”的评价体系；在公司治理方面：良好的公司治理是企业可持续发展的内在保障机制，基于我国多种所有制共同发展的国情，除了股权形式，更多考虑了公司管理的绩效，用定量指标衡量其管理运营效率对发展的贡献。

至于细分指标选择及其权重高低，则需在多个条件和目标下进行最优解的探索，包括但不限于：（1）兼顾可持续发展理论的外部性和内部性，不仅需要对企业自身影响程度的大小进行指标和权重的设置，亦需

要考虑对利益相关方的影响程度,因此,不同行业根据其产业链的定位及业态适用不同的细分指标和权重;(2)按照双重重要标准(Double Materiality),不仅要考虑财务重要性(Financial Materiality),还要考虑在环境、社会等方面的影响重要性(Impact Materiality),在双重重要标准下根据严重性、紧急性、发生概率的大小进行指标和权重的设置,一个较为巧妙的指标处理方式是将财务重要性和影响重要性有机结合起来,通过设置强度数据,例如创造单位营收的碳排放量,将两者兼顾;(3)数据可得性、模型有效性和评级结果的区分度的合理平衡,理想状态应为基于详细、可比的完整数据,通过制定准确复杂的模型,构建出具有区分度的评级序列,但实操中,往往受制于数据的质量,模型重要指标或有缺失,导致评级结果的区分度的确立存在难度。根据上述考量,依照本方法对上市企业中电力、钢铁、化工、建筑、煤炭、汽车、通信、银行、证券等重点行业进行ESG评级,具体结果分布详见图1。

中国特色ESG评级体系下评级结果既要满足科学性,又要符合现实性,更要有利于激发企业提升ESG表现的主观能动性,取得国际共识。具体而言,不同于以MSCI为代表的国际ESG评级结果(见图2),适合中国特色的ESG评级结果呈现符合统计科学的正态分布特征,而非集中于低级别的负偏态,其中低级别的B与C合计仅占两成,作为中枢的投资级BBB占比近六成,

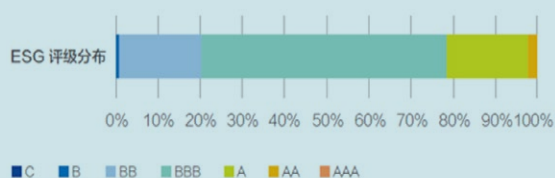
A及以上的高级别也有两成。反之,如果评级结果缺乏区分度地将大部分企业置于较低的评级区间内(如B或C),且几乎没有树立A及以上的优秀标杆企业,则既不利于投资人运用经典的ESG优选策略(Best-in-Class selection)进行标的筛选,亦使得企业失去学习改进的方向及提升ESG表现的积极性,导致公司参与及股东行动策略(corporate engagement and shareholder-action)开展难度大大增加。

中国特色的ESG将成为“中特估”在双循环中的加速器

建立中国特色估值体系是我国当前发展阶段的历史必然选择。其中估值锚的选择将是整个估值体系成败的关键。在国内国际双循环相互促进的新发展格局下,中国特色的ESG成为“中特估”的估值锚,将迎来更广阔的发挥舞台。

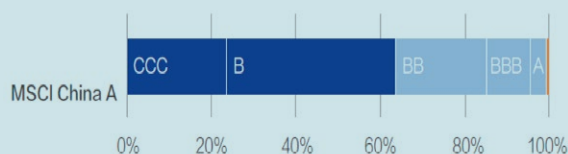
在国内大循环中,中国特色ESG成为“中特估”估值锚,将促进经济的高质量发展。当下阶段,政府部门一方面面临着资产端投资效率下降的困境,另一方面面对着隐性债务高筑的压力,居民部门一方面面临着杠杆较高的负债压力,另一方面面临着投资信心、消费信心不足而导致储蓄率较高的困境。而破局的核心在于企业部门,在“中特估”的促进下,企业部门估值的改善与活力的释放,不但可以通过国有资本增值

图1 ESG评级结果分布



资料来源: 联合资信, 作者整理

图2 MSCI ESG评级结果分布



注: MSCI评级序列由低到高分: CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA级别
资料来源: MSCI

及税收收入增长等方式促进政府部门降低对土地财政模式的依赖,而且“中特估”的财富效应将通过资本市场使得居民部门受益,将居民部门从高企的房价压力、低迷的未来预期中舒缓。中国特色ESG评级成为“中特估”估值锚,将有利于承担较高社会责任的国计民生行业、肩负绿色转型重担的传统行业、投入较大的科技强国创新行业等得到更好的ESG评级,相应地体现为估值的提升,而非在传统的财务评级视角下多数被低估的局面。

在国际循环中,ESG作为享誉全球的先进发展理念能够广泛地得到认可,由中国特色ESG支撑的“中特估”能够在人民币国际化的进程中发挥积极作用。疫情以来囿于美元政策大开大合式的急转弯,全球范围内先是随着美联储天量货币投放迎来无差别的输入型通

胀,之后又因为连续500BP的大幅加息加剧了银行业的脆弱性,为经济的走弱埋下了伏笔。责任和利益的极度失衡下,“去美元化”之声不绝于耳,更多的国家也转向其他货币作为避险货币,这对人民币的国际化也提出了更高、更强烈的要求。以ESG为支撑的“中特估”助力人民币国际化正当时,ESG主题蜚声全球不但降低了沟通成本,而且ESG评级结果优秀的主体其可持续发展能力、履约能力更强,符合ESG标准主体生产的产品凭借其优良的品质也能带来更好的用户体验,有利于人类命运共同体的建设。由此一来,以ESG为支撑的“中特估”体系将有力保障我国币值稳定,无论是用于资本投资还是经常贸易都能体现出中国特色的价值,为人民币的国际化发挥出积极作用。■

(转自:《北大金融评论》)



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2023年6—7月, 债券市场¹新增违约²主体1家, 共涉及到期违约债券3期, 到期违约规模合计约20.90亿元。重复违约³主体2家, 共涉及到期违约债券2期, 到期违约规模合计约11.56亿元。

截至7月31日, 2023年我国债券市场新增违约主体3家, 涉及到期违约债券5期, 到期违约债券规模15.91亿元, 均较上年同期(8家、36期和195.38亿元)有所减少。重复违约主体8家, 涉及到期违约债券13期, 到期违约规模约37.94亿元, 均较上年同期(9家、16期和97.45亿元)有所减少(见表1)。

二、信用等级调整⁴情况

2023年6—7月, 债券市场有52家发行人主体级别发生上调, 6家发行人主体展望发生上调, 有34家发行人主体级别发生下调, 24家发行人主体展望发生下调。

截至7月31日, 2023年我国债券市场有59家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(16家)有所增加, 有37家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(82家)有所减少。有7家发行人主体展望发生上调, 较上年同期(6家)有所增加, 有25家发行人主体展望发生下调, 较上年同期(21家)有所增加(见表2)。

表1 2020—2023年7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—7月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	30	98	1019.36	23	90	1015.76	8	43	223.47	3	5	15.91
重复违约	19	63	367.41	27	79	743.28	9	27	173.13	8	13	37.94

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7月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2020年	2021年	2022年	2023年1—7月	2020年	2021年	2022年	2023年1—7月
调升数量(家)	235	17	25	59	5	3	6	7
调降数量(家)	93	138	86	37	24	50	25	25

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

佳源创盛控股集团有限公司

一、主体概况

佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“佳源创盛”或“公司”），1995年始创于浙江嘉兴，是一家集房地产开发、电器零售、医疗养老、商业管理、物业服务、智能家居、文化旅游、矿产开发、园林绿化、金融、化工等产业为一体的控股集团型企业，是浙江省地方民营企业。第一大股东和实际控制人均为自然人沈玉兴，

持股比例98.83%。

2023年以来，受宏观经济环境、行业环境及融资环境叠加影响，公司流动性出现阶段性紧张。2023年7月5日，“20佳源创盛MTN004”因未能按期足额兑付应付本息，构成实质性违约，同时触发公司多只存续债券的交叉保护条款，未获得持有人会议豁免，构成实质性违约。截至2023年8月4日，公司共有6支债券发生实质性违约。

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	违约原因
20佳源创盛MTN004	2020/6/30	2023/7/1	2023/7/5	10.75	--	AA+/AA+/稳定	中期票据	本息违约
22佳源02	2022/7/4	2025/7/5	2023/7/5	4.32	--	--/AA+/稳定	私募债	本息违约
20佳源02	2020/7/15	2023/7/16	2023/7/17	5.83	--	--/AA+/稳定	私募债	本息违约
20佳源创盛MTN001	2020/1/7	2023/1/9	2023/8/4	4.64	--	AA+/AA+/稳定	中期票据	本息违约
20佳源创盛MTN002	2020/2/17	2023/2/18	2023/8/4	5.80	--	AA+/AA+/稳定	中期票据	本息违约
20佳源创盛MTN003	2020/3/13	2023/3/16	2023/8/4	5.80	--	AA+/AA+/稳定	中期票据	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
2021-08-31	公司发布2021年中报，中报显示当期公司营业收入同比减少32.35%，净利润同比减少32.45%
2021-09-02	公司发布《佳源创盛控股集团有限公司重大资产重组公告》，公司拟收购中天金融持有的中天城投集团有限公司100%股权
2021-10-29	公司发布2021年三季度报，三季度报显示当期公司营业收入同比减少35.11%，净利润同比减少36.77%
2021-12-14	大公国际就公司于2021年12月6日发布的《佳源创盛控股集团有限公司资产收购进展的公告》发布了关注公告，大公国际认为，由于此次收购行为系公司与上海杰忠共同收购，收购完成后公司仅持有中天城投3.97%的股权，而不具有控制权，同时本次交易需中天金融股东大会审议通过后生效，本次交易能否实施存在不确定性

2022-04-29	公司发布2021年年报，报告期内公司营业总收入为207.35亿元，同比减少19.86%；净利润为11.37亿元，同比减少38.00%；带息债务为191.93亿元，资产负债率为66.97%。同时发布2022年一季报，一季报显示报告期内公司营业收入同比减少32.56%
2022-05-27	公司发行的债券“19佳源01”停牌
2022-07-05	公司发行的债券“20佳源03”停牌
2022-07-16	“20佳源02”2022年第一次持有人会议召开，通过“20佳源02”展期议案，本期债券全部持有人的本金兑付日调整为2023年7月16日
2022-08-19	“19佳源03”2022年第二次持有人会议召开，通过“19佳源03”展期议案，本期债券全部持有人的本金兑付日调整为2023年8月19日
2022-08-22	为保障“19佳源03”后续转让安排的顺利实施，即日起停牌
2022-08-31	公司发布2022年中报，中报显示报告期内公司营业收入同比减少31.03%
2022-10-31	公司发布2022年三季报，三季报显示当期公司营业收入同比减少53.72%，净利润同比减少74.72%
2023-01-06	“20佳源创盛MTN001”“20佳源创盛MTN002”“20佳源创盛MTN003”2023年第一次持有人会议召开，通过“20佳源创盛MTN001”“20佳源创盛MTN002”“20佳源创盛MTN003”展期议案，均延期三年
2023-02-06	因公司未及时披露持股被冻结、司法标记等情况，被深圳证券交易所给予通报批评
2023-04-28	公司发布《佳源创盛控股集团有限公司关于延期披露2022年年度报告及2023年第一季度报告的公告》，称因会计师事务所审计进度等因素的影响，公司预计无法于2023年4月30日前按时完成披露工作
2023-07-05	公司未能足额兑付“22佳源02”的本息，构成实质性违约；公司申请调整“20佳源创盛MTN004”债券本金兑付安排议案未获通过，构成实质性违约
2023-07-17	公司未能足额兑付“20佳源02”的本息，构成实质性违约
2023-07-17	公司申请终止大公国际对其主体及相关债项的评级工作，大公国际发布公告决定终止对公司主体及相关债项的信用评级，大公将不再更新公司主体及“20佳源创盛MTN001”“20佳源创盛MTN002”“20佳源创盛MTN003”和“20佳源创盛MTN004”的信用评级结果
2023-08-04	“20佳源创盛MTN001”“20佳源创盛MTN002”“20佳源创盛MTN003”触发投资者保护条款，未获得持有人会议豁免，构成实质性违约

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源：联合资信整理

三、违约原因分析

公司经营状况下滑，同时伴随大体量收购，导致流动性紧张

公司以房地产业务为主，2021年公司房地产业务盈利开始收窄，同时受2020年剥离电器零售业务的影响，公司营业收入及毛利润均同比下滑。2021年，公司营业总收入为207.35亿元，同比下降19.86%；净利润为11.37亿元，同比下降38.00%。2022年前三季度，公司实现营收63.09亿元，同比下降53.72%；实现净利润4.35亿元，同比下滑54.94%。2021年11月，公司与中天金融集团股份有限公司签订股权转让协议，拟收购其持有的中天城投集团有限公司（简称“中天城投”）100%股权，以实现公司房地产业务在贵州市场的快速扩张，截至2022年10月31日，该协议尚未履行完毕，且由于市场形势发生变化，经各方协商终止本次交

易。整体来看，公司营收能力下滑，同时伴随收购交易标的体量较大，交易定金对公司资金形成一定占用，导致流动性紧张。

公司短期债务占比高，且融资环境紧张，偿债压力大

公司主要以流动负债为主，截至2022年三季度末，公司流动负债317.61亿元，占比约67%，主要为一年内到期的非流动负债，其短期债务合计53.07亿元。相较于短债规模，其账上货币资金仅16.48亿元，现金短债比低至0.31，公司短期偿债压力大。同时受行业信贷规模下降影响，佳源创盛获得授信额度降幅较大，备用资金大幅减少。截至2022年3月末，公司的银行授信额度合计346.1亿元，同比减少276亿元；未使用授信275.89亿元，同比下降243.09亿元，财务弹性变窄。公司授信总额降幅较大，伴随债券集中兑付，偿债压力较大。



公司关联方违约，导致投资者对公司偿付能力信心不足

公司与港股上市房企佳源国际控股有限公司（简称“佳源国际”）为同一控制下的关联方。2022年5月，佳源国际发行的美元债券“佳源投资11.375% 2022-05-02”到期兑付违约，佳源国际发生股市崩盘，被香港高等法院颁令清盘。虽然公司发

布声明称公司与佳源国际不存在业务交集和股权交叉的情况，但仍挫伤了投资者对公司未来偿债能力的信心，导致后来“20佳源创盛MTN004”债券持有人会议上公司提出的展期方案被否决，进而引发了一系列债券的实质性违约。

表3 主要财务指标

财务指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年9月
资产总额 (亿元)	693.57	921.28	942.13	879.73	751.06	711.50
所有者权益 (亿元)	147.22	202.61	206.85	245.85	248.11	237.92
长期债务 (亿元)	180.18	139.24	171.09	201.90	166.25	134.62
全部债务 (亿元)	221.76	265.95	262.57	244.79	191.93	187.68
营业收入 (亿元)	239.16	252.02	258.15	258.73	207.35	63.09
利润总额 (亿元)	21.74	24.78	24.89	24.16	14.51	5.23
EBITDA (亿元)	27.18	31.83	36.06	35.71	20.90	--
经营性净现金流 (亿元)	33.25	11.61	81.94	6.85	45.04	5.07
营业利润率 (%)	19.87	21.49	19.73	16.45	12.57	15.13
净资产收益率 (%)	10.44	9.29	8.99	7.46	4.58	--
资产负债率 (%)	78.77	78.01	78.04	72.05	66.97	66.56
全部债务资本化比率 (%)	60.10	56.76	55.93	49.89	43.62	44.10
流动比率 (%)	167.13	130.67	125.85	157.85	153.43	145.91
全部债务/EBITDA (倍)	8.16	8.36	7.28	6.86	9.18	--
EBITDA利息倍数 (倍)	6.06	5.70	4.16	3.89	3.81	--
经营现金流流动负债比 (%)	9.71	2.14	15.20	1.67	14.32	--

资料来源：联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》

2023年7月19日,中共中央 国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》,指出加大对民营经济政策支持力度,完善融资支持政策制度,健全中小微企业和个体工商户信用评级和评价体系,加强涉企信用信息归集,推广“信易贷”等服务模式。支持符合条件的民营中小微企业在债券市场融资,鼓励符合条件的民营企业发行科技创新公司债券,推动民营企业债券融资专项支持计划扩大覆盖面、提升增信力度。政策的发布有助于优化民营企业的融资环境,支持民营企业发行债券融资,同时,也有助于推动评级机构进一步加强针对中小微企业的信用评级体系建设,更好的服务民营企业,满足民营企业的融资需求。

(摘自新华社, 2023年7月19日)

五部门发布《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》

2023年6月16日,央行等五

部委发布《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》,一是,鼓励符合条件的企业发行公司债券、短期融资券、中期票据、资产支持证券、资产支持票据、乡村振兴票据等用于乡村振兴。积极支持符合条件的国家种业阵型企业、农业科技创新企业上市、挂牌融资和再融资。鼓励金融机构发行“三农”、小微、绿色金融债券,拓宽信贷资金渠道。二是,鼓励运用信贷、债券、资产支持证券、基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等方式,支持专业化、规模化住房租赁企业发展,依法合规加大对新市民等群体保障性租赁住房建设融资支持力度。三是,推进农村信用体系建设,鼓励各地建立恶意逃废金融债务“黑名单”,营造良好区域金融生态环境。四是,严格落实地方党委和政府主体责任,严禁新增政府隐性债务。政策的发布有助于进一步支持乡村振兴、住房租赁领域债券的发行,同时也有助于加强地方政府债务风险管控,打击逃废债。

(摘自中国人民银行, 2023年6月16日)

证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》

2023年6月21日,中国证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》(以下简称《意见》)。《意见》提出了4个方面12条措施:一是优化债券审核注册机制。强化以偿债能力为重点的信息披露要求,建立分工明确、高效衔接的审核注册流程,完善全链条监管制度安排,加强质量控制和廉政风险防范。二是压实发行人和中介机构责任。明确发行人应当严格履行本息偿付义务,加强募集资金管理。提高优质企业融资便利性,积极服务国家重大战略和重大项目建设。压实中介机构“看门人”责任。三是强化债券存续期管理。完善债券日常监管体系,健全市场化、法治化、多元化的债券违约风险化解机制。四是依法打击债券违法违规行为。加大对债券严重违法违规行为的查处力度,构建行政、民事、刑事立体化追责体系。着力建设以机构投资者为主的债券市场,健全投资者保护机制。

(摘自中国证监会官网, 2023年6月21日)

市场动向 Market Trends

全国首单“绿色+低碳转型挂钩”资产证券化产品成功发行

2023年6月7日，海通恒信26号绿色资产支持专项计划（低碳转型挂钩）在上交所成功设立，发行规模为人民币10亿元，为全国首单“绿色+低碳转型挂钩”资产证券化产品。本期专项计划基础资产对应项目均为绿色交通类项目，低碳转型关键绩效指标为新能源汽车融资租赁新增签约合同金额。本期专项计划的成功发行，有助于推动企业有序改造、渐进转型，精准支持低碳转型领域融资需求。

（摘自证券日报，2023年6月8日）

全国首单支持甘肃地区玉米制种主题债券成功发行

2023年6月12日，农业发展银行在中央结算公司以公开招标方式，面向全球投资者成功发行国内首单5年期支持甘肃地区玉米制种主题债券30亿元，发行利率2.573%，低于前日中债估值8个基点，认购倍率8.85倍。本期债券募集资金将主要用于支持甘肃地区国家级玉米育繁制种基地建设、玉

米种业发展等领域的贷款投放。本期债券的成功发行有助于推进玉米种子基地、玉米种子产业园区建设，支持现代种业发展，带动农业增效、农民增收。

（摘自中国证券网，2023年6月12日）

全国首笔“绿色+乡村振兴+可持续发展挂钩”三贴标普通中期票据成功发行

2023年7月，“华能澜沧江水电股份有限公司2023年度第十三期绿色中期票据（可持续挂钩/乡村振兴）”成功发行，实现了全国首笔“绿色债券+乡村振兴+可持续发展挂钩”的三贴标普通中期票据落地。本期债券发行金额20亿元，期限3年，募集资金将全部用于碳减排、乡村振兴等绿色项目。在债券的条款设计上，该笔债券设置了利率跳升机制，将债券利率与发行人清洁能源发电新增装机容量挂钩。本期债券将新金融行动与绿色金融创新、乡村振兴创新相结合，有助于推进“双碳”和乡村振兴目标的实现。

（摘自新华网，2023年7月28日）

全国首单技术产权（技术交易）资产支持证券成功发行

2023年7月21日，由西安高新金融控股集团有限公司主导的“西安高新区技术产权（技术交易）资产支持证券”1期在深圳证券交易所成功发行，是全国首单技术产权（技术交易）资产支持证券。本期债券发行金额为1亿元，票面利率3.85%，信用评级AAA，底层资产为西安高新区12家科技型中小企业持有的31项核心技术专利及14笔技术交易合同。本期资产支持证券的成功发行打开了科技型中小企业在资本市场融资新渠道，有效降低了企业融资成本。

（摘自中国日报网，2023年7月23日）



1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

2023年6月至7月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，央行实施逆回购共计21770.00亿元，逆回购到期19060.00亿元，实现净投放2710.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作3400.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）3000.00亿元，实现净投放400.00亿元。在此背景下，2023年7月，1年期短融、3年期公司债、5年期中票和7年期企业债的平均发行利率（3.63%、3.31%、3.49%和4.82%）较6月（4.07%、3.45%、3.71%和4.96%）均有所下降。

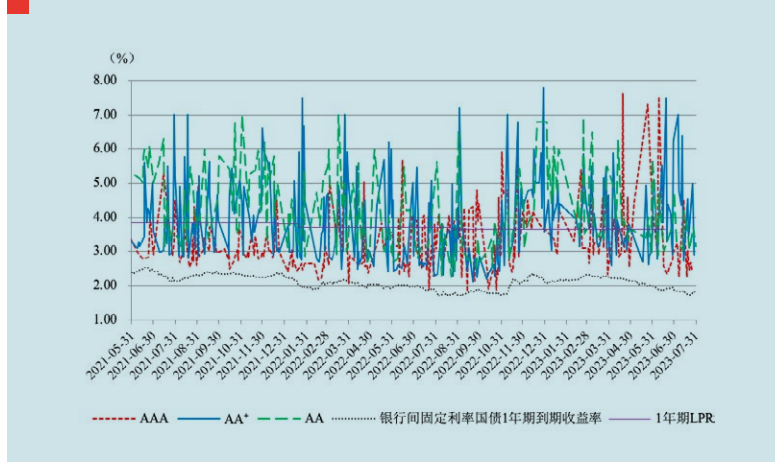


表1 2023年6—7月债券平均发行利率 (%)

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2023年6月	2023年7月	2023年6月	2023年7月	2023年6月	2023年7月	2023年6月	2023年7月
AAA	3.54	2.83	3.25	3.20	3.75	3.39	4.69	4.69
AA+	4.46	4.41	3.97	3.39	3.39	3.60	--	5.17
AA	3.81	3.44	3.93	3.90	--	4.30	6.80	--
平均发行利率	4.07	3.63	3.45	3.31	3.71	3.49	4.96	4.82

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

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2023年6月至7月，银行间固定利率国债1年期到期收益率总体呈下降走势。2023年7月，AAA级、AA+级和AA级所发1年期短期融资券的平均发行利率（2.83%、4.41%和3.44%）较6月（3.54%、4.46%和3.81%）均有所下降。

2023年6月至7月，交易所国债3年期到期收益率总体呈平稳波动走势。2023年7月，3年期AAA级、

AA+级和AA级公司债的平均发行利率(3.20%、3.39%和3.90%)较6月(3.25%、3.97%和3.93%)均有所下降。

2023年6月至7月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈平稳波动走势。2023年7月, 5年期AAA级中期票据的平均发行利率(3.39%)较6月(3.75%)有所下降; 5年期AA+级中期票据的平均发行利率(3.60%)较6月(3.39%)有所上升。

2023年6月至7月, 银行间固定利率国债7年期到期收益率呈平稳波动走势。2023年7月, 7年期AAA级企业债的平均发行利率(4.69%)与6月保持一致。

当前, 我国经济运行整体回升向好, 但外部环境更趋复杂严峻, 国内经济内生动力不强, 需求驱动仍不足。从国际看, 全球经济增长放缓, 通胀仍处高位, 国际地缘政治冲突持续, 主要央行政策紧缩效应显现, 国际金融市场波动加剧。从国内看, 居民收入预期还在恢复, 青年人就业压力较大, 消费复苏动能的可持续性面临挑战, 政府投资撬动社会投资仍存制约, 外需持续承压。在稳中求进的工作总基调下, 稳健的货币政策将保持精准有力, 搞好跨周期调节, 保持市场流动性合理充裕。■

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

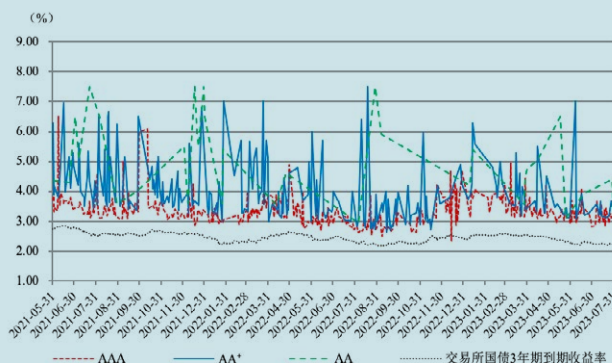


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

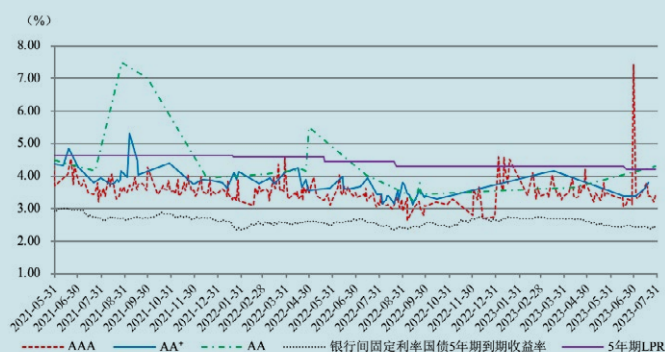
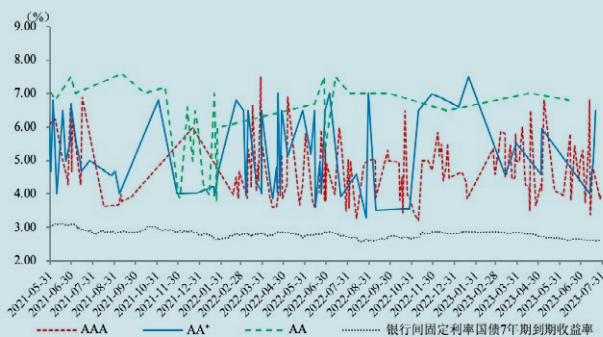


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2020年—2023年7月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2020年	2021年	2022年	2023年1—7月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	2.2	8.4	3.0	59.30	5.5
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	--	3.8
固定资产投资总额 (不含农户)	2.9	4.9	5.1	28.6	3.4
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	26.4	7.3
出口总额	4.0	21.0	10.4	13.5	1.5
进口总额	-0.2	21.5	4.2	10.1	-1.1
CPI	2.5	0.9	2.0	--	0.5
PPI	-1.8	8.1	4.1	--	-3.2
社会融资规模存量	13.3	10.3	9.6	365.8	8.9
M2余额	10.1	9.0	11.8	285.4	10.7
人民币贷款余额	12.8	11.6	11.1	230.9	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

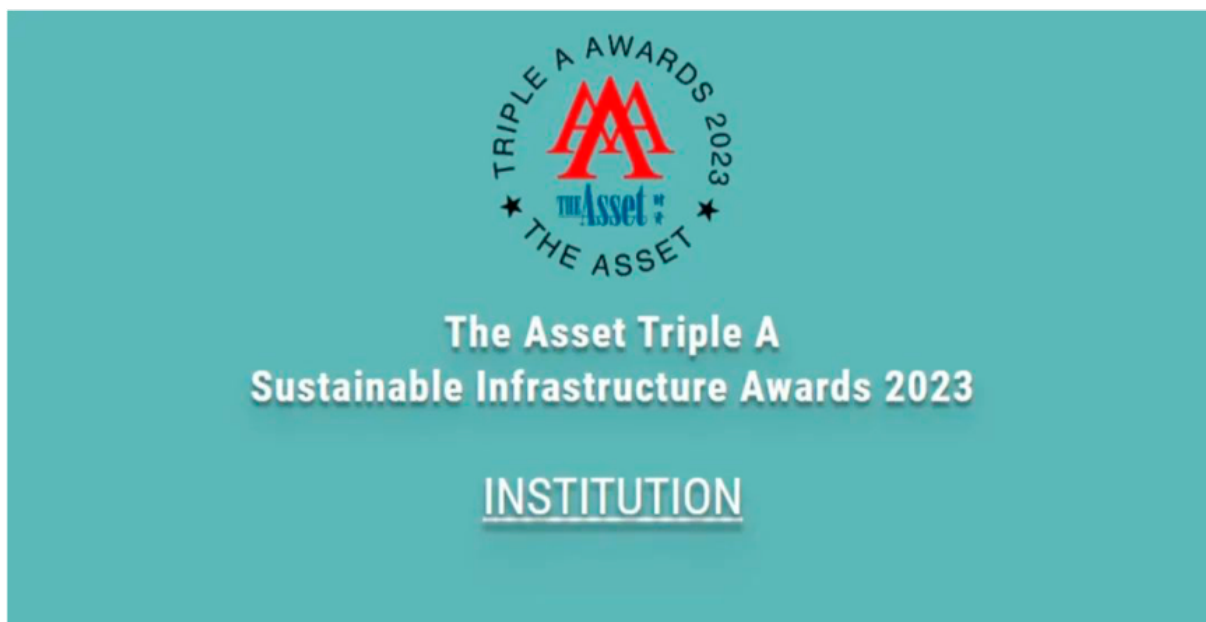
2020年—2023年7月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2020年	2021年	2022年	2023年1—7月	2023年1—7月 同比 (%)	2020年	2021年	2022年	2023年1—7月	2023年1—7月 同比 (%)
政府债	2024	2148	2330	1343	-20.72	140690.98	136632.90	172648.49	101153.58	-1.23
国债	176	159	183	100	6.38	76252.85	61816.60	99082.70	51442.70	11.69
地方政府债	1848	1989	2147	1243	-22.31	64438.13	74816.30	73565.79	49710.88	-11.79
央行票据	12	12	12	7	0.00	610	600.00	600.00	350.00	0.00
同业存单	28610	29909	25805	15903	2.94	189719.8	217761.60	204969.90	149290.60	21.19
金融债	1735	1940	1762	1074	2.97	89717.21	91477.66	95445.86	54331.17	-4.59
政策银行债	790	893	860	465	-14.21	50997.7	53004.50	59360.60	33017.70	-12.82
商业银行债	84	103	159	107	38.96	6754.8	7710.55	12062.17	8681.00	41.46
商业银行次级债券	126	145	139	48	-31.43	12636.9	12025.73	11941.55	3963.00	-30.83
保险公司债	21	19	11	10	0.00	780	539.00	224.50	459.00	107.22
证券公司债	358	449	347	274	29.86	8742.81	10962.38	7109.74	5522.52	26.01
证券公司短期融资券	295	269	223	161	35.29	7983	5937.00	3988.30	2542.70	20.00
其它金融机构债	61	62	23	9	-35.71	1822	1298.50	759.00	145.25	-70.17
企业债	389	489	487	206	-36.62	3949.49	4379.80	3703.30	1543.80	-38.58
公司债	3622	4047	3653	2813	38.85	33729.14	34428.73	30981.21	22200.26	26.56
一般公司债	1213	1422	1395	763	-6.50	15248.07	16382.13	14763.09	8264.48	-5.06
私募债	2409	2625	2258	2050	69.42	18481.07	18046.60	16218.12	13935.78	57.70
中期票据	2119	2555	2659	1748	6.26	23469.92	25389.65	28059.30	16003.50	-2.95
短期融资券	4847	5147	4995	3265	7.08	50045.43	51940.71	49824.48	30851.43	0.53
一般短期融资券	513	582	558	422	21.26	4924.78	5234.78	5150.30	3179.13	-5.95
超短期融资债券	4334	4565	4437	2843	5.26	45120.65	46705.93	44674.18	27672.30	1.34
定向工具	1021	1399	1102	780	8.79	7071.85	8605.83	6784.21	4804.49	4.94
国际机构债	5	9	5	5	66.67	120	175.00	165.00	145.00	26.09
政府支持机构债	15	20	25	12	9.09	1730	1900.00	2760.00	1200.00	0.00
资产支持证券	5485	5882	4503	2490	3.41	29069.72	31437.21	20069.48	9795.79	-9.89
交易商协会ABN	1092	1408	831	326	-40.40	5096.96	6455.17	4624.28	1649.11	-43.83
银保监会主管ABS	522	586	379	243	35.00	8230.48	8827.98	3556.86	1761.18	-7.07
证监会主管ABS	3871	3888	3293	1921	14.28	15742.28	16154.06	11888.34	6385.51	5.73
可转债	219	119	148	88	17.33	2778.27	2828.47	2190.13	1016.70	-23.41
可交换债	42	34	36	15	-6.25	461.39	436.60	422.94	243.14	-17.30
项目收益票据	3	8	0	0	--	24	49.30	0	0.00	--
标准化票据	57	1	0	0	--	61.18	0.50	0	0.00	--
合计	50205	53719	47522	29749	4.50	573248.38	608043.96	618624.30	392929.47	6.62

注: 本表统计口径为Wind中截至2023年8月15日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2022年及之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind

联合资信荣膺《财资》2023年度3A可持续基础设施奖“中国年度最佳评级机构”



2023年6月，香港知名财经媒体《财资》（The Asset）公布了2023年度3A可持续基础设施奖（The Asset Triple A Sustainable Infrastructure Awards 2023）评选结果。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）凭借过去一年在中国债券市场良好的信用风险揭示能力，丰富独特的行业研究成果，领先的市场份额以及优质的投资人服务水平，再次斩获“中国年度最佳评级机构”（Rating Agency of the Year）荣誉称号。

在过去几年中，联合资信曾多次荣获国内外多项业界大奖，包括《财资》2021年度“中国最佳信用评级机构”，2022年度“中国最佳信用评级机构”，《亚洲金融》（FinanceAsia）2022年度中国最佳评级机构，2021年度发改委信用评级机构评价第一，第九届中国资产证券化论坛（CSF）“年度杰出机构”等，印证了市场参与各方

对联合信用的综合实力及行业领军地位的普遍认可，对联合信用的业务能力、公信力、专业度及影响力的充分信任。联合资信在日新月异的债券市场中，始终以“以专业为使用者尽责，以真诚为委托人服务”为核心价值，以“成为伟大的公信力公司”为愿景，不忘初心，上下协力，注重评研工作的基础夯实和不断创新，积极探索市场化新的经营模式，同时加强企业自身的可持续发展，坚持履行社会责任，为推动评级行业的高质量改革、培养具有国际竞争力的本土品牌、国家的经济稳定复兴和发展做出应有的贡献。

未来，联合资信将继续积极拓展并完善投资人服务体系，提高投资人服务能力，强化投资人服务内容的深度广度，以搭建投资人与市场各方健康高效的沟通桥梁为己任，为中国债券市场的健康发展贡献力量。



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