



Lianhe Credit Research
信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2024 APRIL

2023年中国债券市场发展报告

2023年中国债券市场违约回顾与展望

2023年四季度ABS市场分析

BOND
MARKET INSIGHTS



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2024年度中国债市风险 展望论坛顺利召开



2024年3月7日下午，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）携联合旗下公司—联合国际、联合咨询、联合绿色发展共同举办的“东风化雨待春归——平台化债与转型中的债市风险——2024年中国债市信用风险展望论坛”在北京金融街威斯汀酒店顺利召开。来自银行、证券公司、基金公司等多家机构的百余位嘉宾现场出席了论坛，线上观看人数突破60万人次。

联合资信总裁万华伟先生致开幕辞并发表“2023年宏观经济和债券市场情况回顾与2024年展望”主题演讲。万华伟先生认为，2023年我国债券发行规模稳步增长，熊猫债发行量创历史新高；AAA级发行主体占

比有所下降；信用债违约边际改善，民营房企信用风险持续暴露；评级业务量减少，评级机构加快转型。展望2024年，我国债券市场发行量有望保持稳步增长；债券市场信用风险整体可控，但房地产产业链上下游弱资质主体及弱资质城投企业的信用风险值得关注。

本次论坛针对当前中国债市的热点主题——城投平台债务化解和功能转型的关键议题展示了行业专家和学者的专业研究观点，并对中国债市的未来发展趋势进行了展望；面对多种信用风险的挑战，论坛提出的创新解决方案和应对思路获得了参会者的广泛好评。坚守信心，东风化雨，静候春归。论坛在热烈的掌声中圆满闭幕。

联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 于良 万华伟 马新疆 王安娜 王丽娟 王治 王宝卉 王娟 王越 王蛟龙 申中一 田小卫 冯锐 冯磊
成斐 任贵永 庄园 刘克东 刘洪涛 刘振 刘晓佳 刘晓濛 刘强 刘颖 刘睿 闫昱州 孙汝汀 杜洲 李小建
李天娇 李云 李少龙 李为峰 李珍 李振宇 李晶 杨世龙 杨爽 时南 张兆新 张丽 张连娜 张祎 张莉
张雪 陈诣辉 陈茵 陈勇军 邵天 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉 周捷 周旭 官雪 孟悦 赵东方 赵晓丽
钟用 袁芳 贾二柳 徐阳 徐博闻 高宇欣 高景楠 高鹏 高鑫磊 唐玉丽 鹿永东 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

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

Contents

2024 April

目录

特别策划 Feature

2023年中国债券市场发展报告 P01

联合资信 董欣焱 张 岩

2023年中国债券市场违约回顾与展望 P08

联合资信 研究中心

2023年四季度ABS市场分析

——ABS发行规模有所增长，

证券发行利率波动上升，二级成交相对清淡 P16

联合资信 朱 聪 李慕紫

宏观研究 Macroeconomic Research

经济顶住内外压力，长期向好趋势未变 P24

联合资信 张 振

2024年全球信用风险八大展望 P32

联合资信 程泽宇 李为峰

时隔17年日本央行首次加息，对全球资本市场影响几何？ P39

联合资信 程泽宇

行业研究 Industry Research

2024年政府工作报告中房地产相关内容点评 P43

联合资信 朱一汀 卢 瑞

金融租赁行业发展迎来新阶段

——浅析《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》对

金融租赁公司未来发展的影响 P45

联合资信 林 璐 王从飞

城市房地产融资协调机制点评 P51

联合资信 苏柏文 卢 瑞

《消费金融公司管理办法》解读 P53

联合资信 王 柠 马鸣娇

债券市场 Bond Market

2023年度绿色债券运行报告

——我国绿色债券制度体系进一步完善，

绿色债券发行量有所下降 P57

联合资信 董欣焱 张 岩 陈玉洁

化债背景下城投企业非标债务化解方案研究 P66

联合资信 代茂兵

2023年小微贷款ABS回顾与展望

——不同发行市场分化明显，

新增机构提升活跃度，政策利好下规模增长可期 P72

联合资信 曹雨璇 郝 励

地方政府与城投企业债务风险研究报告——山东篇 P78

联合资信 杨廷芳 谢艺菲 韩兆旭

2023年应收账款ABS市场运行情况及发展趋势分析 P84

联合资信 董 博 孙艺航 靳 月

信用评级 Credit Rating

国际评级行业发展与监管动态报告 P90

联合资信 郝 帅 刘晓光 张 岩 王祎凡



信用风险 Credit Risk

信用风险事件统计 P100

违约案例 P101

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P104

市场动向 P105

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P106

宏观经济及债券市场数据 P108



2023年债券市场发展报告

文 | 联合资信 董欣焱 张岩

2023年,外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升,我国经济运行回升向好,但有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多,国内大循环存在堵点。在此背景下,监管部门出台多项举措,旨在推动债券市场统一监管,完善债市体制机制,持续推动民营企业、科技创新等领域债券定向扩容,推进债券市场对外开放,持续加强债券市场信用风险管控。总体来看,上述政策有利于我国债券市场高质量发展持续推进,使得债券市场对实体经济的服务质效显著增强。

一、债券市场整体情况

2023年,我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大宏观政策调控力度,央行通过降准、降息和公开市场操作保持市场流动性合理充裕,债券市场发行量稳步回升。2023年,我国债券市场各类债券发行规模合计达到70.43万亿元,较2022年增长13.79%;除同业存单外,各类债券合计发行规模为44.72万亿元,同比增长8.02%。截至2023年末,我国各类债券存量规模达到155.75万亿元,较2022年末增长9.72%。

利率债

1. 利率债收益率总体呈现波动下行态势

2023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8月底,经济弱复苏持续得到验证,降息预期升温,“资产荒”格局延续,10年国债收益率震荡下行至2.55%附近;第三阶段,9月初至10月底,稳外汇压力增大,同时政府债供给增加导致资金面偏紧,10年国债收益率震荡上行至2.7%附近;第四阶段,11月经济修复态势较为平稳,但势头略有放缓,10年期国债收益率呈现先降后升的震荡走势;第五阶段,12月初至年末,资金面向暖,债市走强,10年期国债收益率持续回落至2.55%附近(见图1)。

2. 地方政府特殊再融资债发力,利率债发行规模同比略有上升

2023年,债券市场共发行利率债25.30万亿元,同比增加8.92%。其中,国债发行10.94万亿元,发行规模同比增长10.38%。受益于下半年特殊再融资债的发行,2023全年地方政府债规模达9.33万亿元,同比增长26.76%。政策性银行债发行量同比继续下降。

图1 2023年10年期国债利率走势



资料来源: Wind

截至2023年末，我国债券市场利率债品种存量规模为94.64万亿元，较上年末增长14.03%（见表1）。

信用债

1. 主要信用债发行利率有所上行

2023年，AAA级主体所发1年期短融的平均发行利率呈上行走势，AAA级主体所发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呈先升后降走势。AAA级主体所发1年期短融的平均发行利率为3.46%，较上年（2.95%）上升51BP；AAA级主体所发3年期公司债的平均发行利率为3.30%，较上年（3.13%）上升17BP；AAA级主体所发3年期中票的平均发行利率为3.40%，较上年（3.10%）上升30BP；AAA级主体所发5年 年期中票的平均发行利率为3.42%，较上年（3.14%）上升28BP；AAA级主体所发5年期企业债的平均发行利率为3.70%，较上年（3.51%）上升19BP。整体来看，主要信用债发行利率中枢有所抬升（见图2）。

2. 融资环境回暖，信用债发行量有所上升

2023年，信用债¹发行规模达到18.80万亿元，较

上年同期增长5.41%。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22.97%、20.50%、15.77%和9.97%，成为发行规模占比居前的信用债品种。

（1）再融资需求旺盛，私募债大量发行，非金融企业债券发行量有所回升

2023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，短融、中票、私募债和

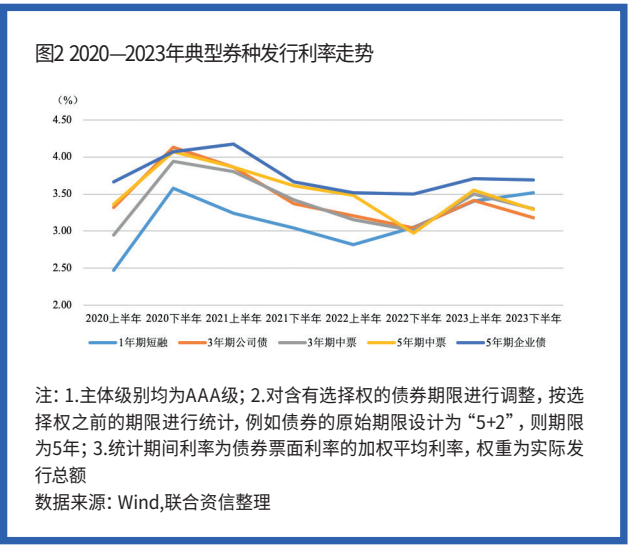


表1 2023年利率债发行和存量情况

券种类别	发行期数		发行规模		2022年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
政府债	2360	1.29	202624.08	17.36	702547.13	16.18
国债	186	1.64	109370.40	10.38	297136.99	16.12
地方政府债	2174	1.26	93253.68	26.76	405410.14	16.23
政策性银行债	741	-14.43	50331.90	-15.54	243888.90	8.26
合计	3101	-2.97	252955.98	8.92	946436.03	14.03

注：发行情况按发行起息日统计；数据导出日为2024年1月11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。

定向工具的发行量同比均有不同程度增长，私募公司债发行量同比增幅达48.27%，主要由于2023年私募公司债到期规模较大产生的再融资需求旺盛，叠加去年同期低基数效应所致；定向工具发行期数和规模同比均有10%以上的增幅，主要由于2023年城投企业PPN发行量增长所致。截至2023年末，非金融企业债券存量为27.14万亿元，较上年末增长2.96%（见表2）。

(2) 险企发债增资需求旺盛，非政策性金融债发行量同比有所增长

2023年，金融机构发行非政策性金融债1145期⁴，总发行规模为4.11万亿元，同比均有所增长。其中保险公司债发行期数和规模同比增幅较大，分别达109.09%和399.64%，主要由于险企寻求业务转型，发债增资需求旺盛，叠加头部险企陆续获批发行资本

表2 2023年非金融企业发行债券情况

券种类别	发行期数		发行规模		2023年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
超短融	4520	1.87	43173.25	-3.36	16140.58	-6.03
短融	704	26.16	5300.71	2.92	5179.00	-1.18
中期票据	3189	19.93	29643.97	5.65	94147.23	4.81
企业债	269	-44.76	2007.80	-45.78	19253.43	-9.73
公司债	4863	33.12	38537.59	24.39	114013.95	6.65
一般公司债	1347	-3.44	14491.36	-1.84	53462.03	0.79
私募债	3516	55.71	24046.23	48.27	60551.92	12.42
定向工具	1225	11.16	7522.02	10.88	22672.53	-1.96
合计	14770	14.53	126185.33	5.72	271406.72	2.96

资料来源：联合资信根据Wind整理

表3 2023年非政策性金融债券发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2023年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
商业银行债	183	15.09	13195.00	9.39	33308.22	24.31
商业银行次级债券	124	-10.79	11157.90	-6.56	60381.85	13.52
保险公司债	23	109.09	1121.70	399.64	3415.20	10.58
证券公司债	501	44.38	10466.63	47.22	24333.66	13.77
证券公司短期融资券	285	27.80	4529.70	13.57	2327.70	4.51
其它金融机构债	29	26.09	630.25	-16.96	4704.75	-12.75
合计	1145	26.94	41101.18	13.90	128471.38	14.62

资料来源：Wind

⁴ 包括商业银行金融债、商业银行次级债券、保险公司债、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。

补充债券所致；受益于政策引导金融业持续加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，2023年商业银行债的发行量有所增加；受证券公司扩大业务规模以及补流需求增加，中小券商IPO审批进度放缓等因素影响，证券公司债券融资需求有所上升，2023年证券公司债和证券公司短融发行期数和规模均显著增长。截至2023年末，非政策性金融债券存量为12.85万亿元，较上年末增长14.62%（见表3）。

(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，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年末，资产支持证

券存量为3.42万亿元，较上年末下降19.97%（见表4）。

(4) 可转债可交债发行量有所下降，其它信用债发行量整体有所上升

2023年，其它信用债⁵的发行量同比有所增长。其中，受转债市场违约风险提升、正股表现不佳等因素影响，2023年可转债和可交换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增长所致。截至2023年末，其它信用债存量为15.83万亿元，较上年末增长4.16%（见表5）。

二、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继续增加

2023年，非金融企业信用债中，发行人主体信用

表4 2023年资产支持证券发行情况

债券类型	发行期数		发行规模		2023年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
交易商协会主管ABN	629	-24.31	3220.08	-31.17	5230.16	-29.24
证监会主管ABS	3667	11.59	12028.15	1.24	20962.77	-0.77
银保监会主管ABS	489	29.02	3495.69	-1.72	8033.81	-43.63
合计	4785	6.43	18743.92	-6.82	34226.75	-19.97

资料来源：联合资信根据Wind整理

表5 2023年其它信用债发行情况

债券类型	发行期数		发行规模		2023年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
可转债	141	-5.37	1411.60	-35.86	8724.50	3.76
可交换债	29	-19.44	334.06	-21.01	1386.21	-10.55
国际机构债	9	80.00	210.00	27.27	580.00	23.40
同业存单	26903	4.25	257134.40	25.45	147630.70	4.29
合计	27082	4.18	259090.06	24.71	158321.40	4.16

资料来源：联合资信根据Wind整理

⁵ 包括可转债、可交换债、国际机构债和同业存单。

等级仍主要分布在AAA级至AA级⁶，所发债券期数和规模在总发行期数和规模中的占比分别为99.93%和99.88%。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61.35%和76.40%，占比较去年同期（62.86%和78.81%）均有所下降；AA⁺级主体所发债券期数和规模占比均有所上升，AA级主体所发债券的期数占比略有下降，规模占比略有上升（见图3）。

2023年，市场中无评级债券共发行7555期，占总发行期数的比例为57.10%，较去年同期无债项评级债券数据（5648期，占比50.43%）有所增加。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93.03%、68.19%和34.78%，较去年同期占比（87.46%、58.70%和29.18%）均有所增加。

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，国有企业⁷依然是非金融企业所发债券最多的企业类型。地方国有企业发行期数和规模同比均有不同程度上升，中央国有

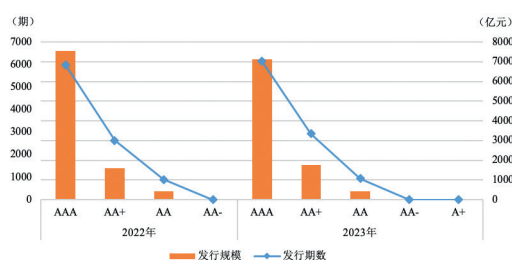
企业及民营企业发行期数和规模同比均有不同程度下降。虽然2023年下半年《关于促进民营经济发展壮大的意见》出台以来，监管部门相继出台政策支持民营企业发行债券融资，但由于政策传导存在时滞，且当前债券市场风险偏好整体偏低，民营企业债券发行量仍延续下降趋势。公众企业、集体企业和其他企业⁸本年所发债券的期数和规模仍然较少（见图4）。

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，北京、江苏、广东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、广东和上海的非金融企业债券发行规模同比均有所下降，江苏、浙江、山东、天津、湖北、四川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，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、交通基础设施、多元金融服务、公路与

图3 非金融企业信用债主体信用等级分布情况



资料来源: Wind

图4 非金融企业信用债企业性质分布情况



资料来源: Wind

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。

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。

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、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。

新品种债券发行保持良好势头

2023年, 中央金融工作会议指出做好科技金融、绿色金融等五篇大文章, 在会议精神以及《关于支持中央企业发行绿色债券的通知》《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》等政策的引领下, 我国碳中和债、低碳转型和科技创新等领域债券发行量均实现了大幅增长, 有力的支持了现代化产业体系建设, 推动了经济绿色低碳发展 (见表6)。

民营房企信用风险持续暴露, 信用债违约边际改善

2023年, 我国债券市场新增5家违约发行人¹⁰, 共涉及到期违约债券17期, 到期违约金额合计约183.35

亿元; 新增违约发行人家数、期数和规模较上年 (8家, 45期, 232.62亿元) 均明显下降。违约企业以民营房地产开发企业为主。此外, 2023年新增展期发行人13家, 涉及展期债券29期, 展期规模197.74亿元, 展期家数、期数及规模较上年 (28家、95期和843.77亿元) 均有所下降。

整体来看, 2023年信用债违约边际改善, 债券市场违约和展期的数量均有所下降, 呈现出触底回升态势, 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存在。

三、债券市场展望

信用债发行量有望保持稳定, 科创、绿色等领域债券将进一步扩容

一方面, 信用债发行量有望保持稳定。当前我国经济有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍多, 在此背景下, 货币政策易松难紧, 此

表6 2023年新品种债券发行情况

券种类别	2023年		2022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	177	1690.41	75	768.48
可持续发展挂钩债券	36	258.75	33	389.00
低碳转型挂钩债券	23	140.80	5	49.00
乡村振兴专项债	12	80.06	14	69.49
科创票据	453	4054.60	183	1510.30
科技创新公司债券	332	3615.40	58	574.50

注: 科技创新公司债券为Wind概念板块口径
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。



外, 2024年美联储有望进入降息周期, 对我国货币政策的制约有所减弱, 市场流动性有望保持合理充裕, 有利于企业发行债券融资。但化债背景下, 中央对地方政府债务监管将再升级, 城投企业新增债务融资规模将受到控制, 城投债审核或持续趋严, 供给规模难以大幅上涨, 因此, 信用债总体发行量或将保持稳定。

另一方面, 科创、绿色等创新债券将进一步扩容。一是, 2023年10日, 中央金融工作会议指出, 做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。2023年12月, 中央经济工作会议指出引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。未来一段时间, 监管有望在科创、绿色等五大领域持续发力, 进一步推出政策支持相关领域债券的发行。二是, 2023年7月, 中共中央 国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》以来, 金融监管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。2023年11月, 人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》, 要求深化债券市场体系建设, 畅通民营企业债券融资渠道, 在上述政策指引下, 民营科技创新类企业债券发行量显著增长, 未来, 政策对民营企业债券融资的支持力度有望进一步加大, 民营企业债券发行量有望触底回升, 科技创新类民营企业和民营房企的债券融资需求将得到更好的满足。三是, 2023年以来, 支持绿色、科创、住房租赁等领域债券发行的政策持续出台, 上述领域债券的审核效率有望进一步提升, 融

资成本有望进一步下行, 进而推动相关债券进一步扩容。总体来看, 我国债券市场发行规模有望保持稳定, 科创、绿色等创新品种债券有望进一步扩容。

信用风险整体可控, 但房地产产业链上下游弱资质主体信用风险仍值得关注

一方面, 债券市场信用风险整体可控。当前经济回升向好, 中央经济工作会议指出明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破, 积极的财政政策要适度加力、提质增效, 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效, 在此背景下, 企业的融资环境将保持宽松, 宽信用背景下债券市场信用风险整体可控。

另一方面, 信用风险事件仍将持续发生。一是, 当前我国有效需求不足、CPI、PPI持续低位运行, 价格传导机制不畅, 部分行业产能过剩, 企业利润持续承压, 信用风险值得关注。二是, 2023年以来, 房地产刺激政策在融资端和需求端双向发力, 但政策传导存在时滞, 从销售来看, 当前房地产市场的信心尚未实质性恢复, 买涨不买跌心态下, 购房者预期仍然偏弱, 行业景气度或将维持低位运行。另外投资者对地产行业看法仍偏悲观, 房地产企业尤其是民营房企的融资环境仍有待修复, 在此背景下, 房地产企业信用风险仍值得关注, 警惕前期已展期房企出现实质性违约, 房地产产业链上下游弱资质主体信用风险亦值得关注。三是, 化债背景下, 城投企业新增债券融资将受到严格管理, 此外, 土地市场疲软导致地方政府基金性收入下滑, 地方政府资金压力明显加大, 化债名单外的弱区域、弱资质城投企业债务融资能力及化债资源相对较弱, 考虑到防风险的底线要求, 短期内城投企业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。四是, 2024年, 我国债券市场主要信用债总偿还量或超过12万亿元, 偿债压力仍然较大。在此背景下, 前期已展期的民营房企和钢铁、水泥等产能过剩行业弱资质产业债发行人信用风险仍值得关注。///

2023年中国债券市场违约回顾与展望

文 | 联合资信 研究中心

一、2023年我国债券市场违约情况回顾

经济回暖推动债券市场违约和展期收敛，信用风险平稳出清

2023年，我国经济运行面临来自国外的风险挑战和国内多重因素交织叠加带来的下行压力，在政策支持下，经济复苏并展现出韧性。国际环境方面，2023年全球经济下行压力持续凸显，根据国际货币基金组织（IMF）最新预测，全球经济增速预计将从2022年的3.5%放缓至2023年的3.0%，远低于3.8%的历史（2000—2019年）平均水平¹。在全球产业链调整、俄乌冲突、巴以冲突等事件长期影响下，叠加紧缩货币政策、债务风险上升等周期性因素，主要大型经济体经济周期分化持续加剧，全球通胀压力依然较大，我国经济发展面临的外部环境依然复杂严峻。国内方面，我国经济面临企业和居民预期偏弱、房地产持续拖累、民间投资负增长、通胀下行、需求不足以及部分产能过剩的压力。然而，在积极的财政、货币政策以及各项稳增长政策的持续发力下，国内经济展现出较强的韧性和动力。2023年国内生产总值126.06万亿元，不变价同比增长5.2%，全年呈现波浪式复苏的态势。逐季来看，一季度我国经济运行总体良好，随着疫后补偿性增长退去，叠加房地产景气超预期回落，二季



度整体经济动能有所下降，三季度随着政府稳增长政策发力以及经济内生动能修复，整体经济明显回暖，四季度宏观调控组合政策发力显效，经济回稳向上态势明显。融资环境方面，2023年货币政策精准施策、持续发力，年内实现两度降准、两次降息，保持流动性合理充裕，企业融资和居民信贷成本稳中有降，为实体经济的稳健发展和推动我国经济持续向好快速回升起到关键的支撑作用。截至2023年底，我国广义货币同比增长9.7%，社融规模同比增长9.5%。整体来

¹ 国际货币基金组织（IMF）2023年10月《世界经济展望》。

看, 2023年, 在一系列稳增长政策的持续推动下, 我国经济回升向好, 债券市场信用风险稳步化解。

在此背景下, 2023年我国债券市场信用风险暴露处于较低水平, 违约数量和规模继续收缩。2023年, 我国债券市场新增5家²违约发行人³, 到期违约债券17期, 到期违约金额合计约183.35亿元, 新增违约发行人家数、到期违约债券期数和到期违约金额较2022年(8家, 45期, 232.62亿元)均有所减少。2023年, 我国债券市场重复违约⁴发行人10家, 涉及到期违约债券20期, 到期违约规模合计约50.38亿元, 重复违约发行人家数较2022年(9家)有所增加, 涉及到期违约债券期数和规模较2022年(21期, 163.36亿元)有所减少。截至2023年末, 我国债券市场累计有256家发行人发生违约, 共涉及到期违约债券773期, 到期违约金额合计约6958.24亿元。

从展期情况来看, 2023年首次展期发行人11家, 展期债券22期, 展期规模236.34亿元, 展期家数、期数及规模较上年同期(28家、95期和843.77亿元)均大幅减少, 整体风险出清规模有所下降。展期发行人仍以房企为主, 首次展期房企发行人数量占比54.55%。展期债券中有7期为资产支持证券, 其穿透信用主体均为出险房企, 大多已发生债券违约或展期。在销售承压、融资困难、需求端萎靡等压力下, 地

产行业景气度持续低迷, 民营房企仍处于探底调整阶段, 风险仍在持续暴露。

违约率下探新低, 展期仍然集中于高等级主体

2023年, 我国信用债市场高等级违约情况明显改善, 但展期频发, 高等级主体信用风险仍然较高。具体来看, 新增违约主体期初级别分布在AAA级~B级, 其中AA⁺级及以上的有2家, 分别为荣盛房地产发展股份有限公司和佳源创盛控股集团有限公司, 占比40.00%。从高等级主体展期情况来看, 新增展期主体中期初级别为AA⁺级及以上的发行人共有6家, 占比超过50.00%。

从违约率来看, 2023年我国公募债券市场一年滚动违约率⁵约为0.11%, 为2014年以来最低水平。2019年以来, 公募债券市场发行人主体年度违约率、滚动违约率整体呈下行态势, 违约风险不断出清。

等级调整从调降趋势转为调升趋势

2023年, 我国公募债券市场共有156家发行人主体信用等级或展望发生调整, 调整率2.63%, 较上年(2.43%)小幅上升, 评级稳定性同比变化不大。2023年, 等级或展望调升率和调降率分别为1.57%和1.06%, 由上年的调降趋势转为调升趋势。其中,

² 2023年上半年, 证监会主管ABS“香溢优”发生本息违约, 其原始权益人“上海骧远投资控股有限公司, 上海昊川置业有限公司”不计入新增违约主体, 仅将违约债券计入新增到期违约债券, 其到期违约规模计入总到期违约规模中, 以下统计同。

³ 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, 不视为债券/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。

⁴ 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。

⁵ 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。

2023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。

调升方面,2023年我国公募债券市场主体信用等级或展望调升数量93家,同比大幅增加,主要是信用等级调升(86家)同比大幅增加所致。调升发行人集中于城投企业和金融行业发行人。具体看,32家调升发行人为城投企业,主要是江苏、浙江等地级市、区县级平台,上调原因多为区域经济财政实力增长,公司业务范围扩大、作为地区主要融资平台的地位持续巩固,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;12家多元金融服务和11家商业银行发行人等级上调,上调原因主要是外部支持增加、重大资产重组等。

调降方面,2023年我国公募债券市场主体信用等级或展望调降数量63家,同比大幅减少。其中信用级别下调的发行人主要分布于建筑与工程行业(8家),多为建筑装饰行业的可转债发行人,受自身资质较弱叠加下游房地产行业景气度影响,盈利能力下滑,房地产行业外溢风险仍然值得关注;企业性质方面,民企等级调降发行人有25家,占比67.57%;地区方面,等级调降发行人主要分布在广东省和江苏省。展望下调发行人主要是城投企业(21家),多为贵州、云南省的地级市、区县级平台,下调原因主要是区域财政趋弱、对公司支持能力减弱,现金流趋紧、借款出现逾期,部分主体涉及重大诉讼等。

民营企业信用风险持续暴露,违约主体仍集中于房地产行业

1. 房地产行业仍处于探底、筑底的调整阶段,行业风险出清持续

从企业性质来看,2023年新增违约主体均为民营企业,新增展期主体中民营企业有8家,展期规模113.06亿元,占比均约70%。从行业属性来看,2023年,新增违约主体涉及2个行业,其中家庭耐用消费品行业新增

违约主体1家,为国美电器有限公司,主要受宏观经济低迷、消费需求疲软及电商平台快速发展冲击影响,公司盈利空间大幅压缩,内生流动性日益枯竭,最终引发流动性困难。其余4家新增违约主体均为房地产行业企业,分别为恒大地产集团有限公司、荣盛房地产发展股份有限公司、佳源创盛控股集团有限公司(以下简称“佳源创盛”)和中天金融集团股份有限公司(以下简称“中天金融”),四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,房地产行业继续出清,从外部因素来看,地产调控政策持续优化,但行业整体仍延续低迷态势,销售持续磨底,房企生存压力较大,信用风险持续释放。具体来看,政策端,2023年以来,地产调控政策延续宽松态势并持续优化调整,供需两端利好政策陆续出台,7月的中央政治局会议提出政策转向适时调整优化房地产政策奠定了调控基调,此后贷款利率下调、降低首付比例、“认房不认贷”等相关政策相继落地;此外,各部委持续落地房地产企业资金支持举措,满足各类地产企业合理融资需求。销售端,全国商品房销售持续低位徘徊,2023年,全国商品房销售面积111735万平方米,同比下降8.5%。从单月数据来看,一季度“小阳春”后颓势重现,自4月起商品房销售面积同比增速大幅回落,微观主体复苏动能再度走弱。融资端,政策扶持对民营房企市场化发行改善有限,房企融资仍呈现分化态势,资金更多地向国央企集中。2023年民营房企信用债发行规模同比下降29.46%,净融规模仍延续大额净流出状态。

从违约房企自身因素来看,新增违约主体多存在激进扩张,财务杠杆高企,偿债能力较弱,盈利能力持续恶化等问题。具体来看,中天金融自2015年起积极谋求业务转型,不断通过资产重组加快去地产业化,经营重心也由房地产开发转向金融类业务。2018年,中天金融激进收购华夏人寿的股权,并支付定金70亿元,但该收购方案至今仍未有实质性进展,且定金面

临不能收回的风险,造成公司大额资金被占用,公司试图剥离房地产业务缓解流动性压力,但进展并不顺利,最终在行业市场景气度下行冲击下,盈利状况持续恶化,引发违约。佳源创盛因长期通过高杠杆、快周转的方式快速扩张,“三道红线”政策出台后公司逐步压降资产负债率至70%,但流动负债占比较高,公司面临较大集中偿付压力,在行业景气度下行、外部流动性收紧等因素的冲击下,遭遇销售疲软、融资遇阻等流动性困难,最终引发资金链断裂。

2. 房企仍延续展期方式进行债务管理,但展期房企数量边际收敛

2023年为避免实质性违约,房企仍延续展期方式进行债务管理,但新增展期房企主体数量在经历了2022年行业违约浪潮后有所减少。具体来看,2023年新增展期房企发行人6家,涉及展期债券15期,展期规模198.65亿元,新增房企展期数量较上年(21家,63期,634.66亿元)明显减少。

从债券展期条款设置来看,新展期房地产企业展期期限主要介于2~4年,兑付方式均采取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。从展期债券的后续进展来看,由于行业景气度仍未显著回升、销售持续磨底,展期企业自身造血功能尚未恢复,到期展期债券风险进一步深化,主要表现为二次展期或转化为实质性违约,如“H9龙控01”出现二次展期,“20佳源创盛MTN001”“20恒大04”等展期后出现实质性违约。整体来看,2023年房企展期继续累积,未来若没有进一步政策支持,展期债券持续展期或转化为实质性违约的风险仍较大。

城投非标、商票风险事件持续发生

2023年延续隐性债务“遏增化存”的思路,监管

对城投债发行审批趋严,上半年多地城投负面舆情频发,引发市场担忧情绪,为有效缓解风险,7月中央政治局会议明确提出“一揽子化债”,9月特殊再融资债券发行重启,城投短期风险得到较大缓解,监管政策整体仍保持高压管控态势,国发35号文出台,进一步收紧城投融资监管,助力防范化解地方政府债务风险。整体来看,2023年新发城投债借新还旧的比例处于高位,一揽子化债背景下,城投市场发行也未能放量,城投债净融资同比变化不大。具体来看,2023年城投债总发行规模为4.88万亿元,同比增长25.43%;净融资额为0.87万亿元,同比小幅上升2.96%。从区域方面来看,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,但部分西南部及东北部地区净融资表现持续欠佳。从行政层级方面来看,地市级仍为城投债发行主力,发行规模占比近半,但遏增化存背景下,行政层级较低的区县级城投债净融资规模下滑。信用等级方面,城投债发行主体仍以高等级主体为主。

2023年,受宏观经济下行、土地市场低迷等因素影响,地方政府财政收支矛盾加大,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。具体来看,非标方面,根据公开资料整理,2023年,城投企业的非标违约主要集中于山东、贵州、云南等地的区县级城投企业和AA级弱资质城投。商票方面,根据上海票据交易所披露的截至2023年12月票据逾期名单,商票逾期的城投企业共计46家,其中山东、云南、贵州分别有13家、11家和7家,位居前三位;从行政层级来看,以区县级和地市级平台为主,分别占比50.00%和43.48%;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年共有24家城投企业评级或展望被下调,其中贵州省有11家,多分布在贵阳、六盘水、毕节等区县平台,云南省

7家，多分布在昆明、曲靖等地市级平台。整体来看，随着一揽子化债方案持续落地实施，城投债务风险短期内得以缓释，城投债兑付较有保障，但化债资源主要向公开市场债券倾斜，非标、商票违约或持续发生，同时还需关注部分区县级、弱资质平台企业利息支付压力。

二、2024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，2024年我国债券市场主要信用债⁶到期规模⁷约为8.65万亿元，考虑到将于2024年发行且2024年内到期的超短融，按2023年同期估算⁸，2024年主要信用债到期规模可能达到11.37万亿元，较2023年（11.05万亿元）上升2.90%。

此外，2024年将约有3.09万亿元信用债进入回售期，按30%的实际回售率估算，2024年回售债券中约有0.93万亿元被行权，较2023年（1.83万亿元）有所下降。合计来看，2024年主要信用债偿债规模可能在12.30万亿元左右。

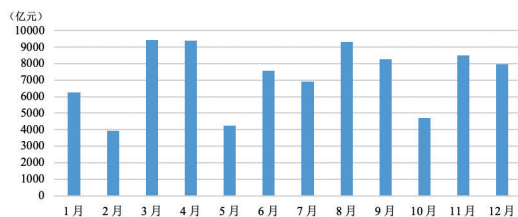
由于2024年发行且于2024年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性，以下分析仅以2024年我国债券市场到期的8.65万亿元主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看，3月、4月和8月单月的偿债量在9000亿元以上，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1）。

从级别分布看，AAA级主体所发债券到期规模约为5.81万亿元，占比（67.10%），较上年（68.90%）略有下降；AA⁺主体所发债券到期规模约为1.61万亿元，占比（18.62%）较上年（16.99%）有所上升；AA级主体所发债券到期规模约为1.15万亿元，占比（13.28%）较上年同期（11.83%）小幅上升，AA级以下主体所发债券到期规模约为0.09万亿元，占比（1.00%）较上年（2.28%）有所下降（见图2）。整体来看，各级别主体偿债压力较上年变化不大。

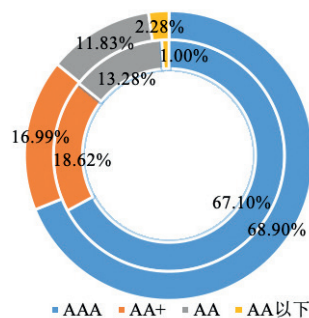
从企业性质看，2024年地方国有企业债务到期规模约为5.51万亿元，较上年（5.43万亿元）略有上升；

图1 2024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

图2 2023—2024年我国信用债市场主要信用债到期级别分布



注：内环为2024年，外环为2023年
数据来源：Wind，联合资信整理

⁶ 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、标准化票据、可转债和可交换债。

⁷ 包含到期和本金提前兑付。

⁸ 2023年发行且2023年内到期的超短融为2.72万亿元。

中央国有企业债务到期规模约为2.35万亿元, 较上年 (2.54万亿元) 小幅下降; 民营企业债务到期规模约为0.19万亿元, 同比 (0.37亿元) 降幅较大; 公众企业债务到期规模约为0.53万亿元, 较上年 (0.37亿元) 有所上升; 其他类型企业债务到期规模约为0.07万亿元, 较上年 (0.12亿元) 略有下降 (见图3)。

地方国有企业中, 债务到期规模排名前十位企业合计占比达到11.65%, 在3月和6月集中兑付压力较大。

从地区分布看, 2024年, 北京、江苏、广东、上海和浙江省的债券到期规模排名靠前, 区域偿债压力相对较大; 与上年相比, 2024年海南 (331.96%)、山东 (69.91%)、江西 (62.50%)、陕西 (56.68%)、湖北 (52.06%) 的债券到期规模大幅增长 (见图4)。

从行业分布看, 2024年, 资本货物、多元金融、银行、运输和公用事业企业债券到期规模排名靠前, 偿债压力相对较大。此外, 半导体与半导体生产设备

(244.83%)、食品与主要用品零售 (193.97%)、消费者服务 (129.56%)、银行 (95.79%) 和耐用消费品与服装 (60.62%) 行业债务到期规模较上年大幅增长, 偿债压力明显增大 (见图5)。

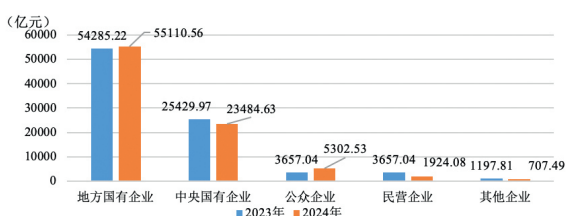
从城投企业债券到期规模看, 2024年城投企业总偿债量约为4.16万亿元, 较上年 (2.05万亿元) 增长102.93%。其中3月份偿债规模在5000亿元以上, 单月偿债压力较大。

从地区分布看, 北京、江苏、广东、浙江、上海和山东的城投企业债务到期规模较大, 其中北京到期规模超过6500亿元, 其他五省市债务到期规模均在2000亿元以上, 区域城投企业偿债压力相对较大。

从区域低级别 (AA级及以下) 城投企业偿债压力看, 江苏、浙江、重庆、湖南和四川等省份的低级别城投企业债务到期规模相对较大, 其中江苏省低级别城投主体债务到期规模在1900亿元以上, 偿债压力相对较大。

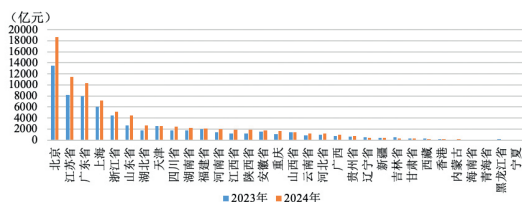
此外, 2024年进入回售期的城投企业债券规模约为1.87万亿元, 按30%的实际回售率估算, 将有0.56万亿元债券行权, 较2023年实际回售规模 (0.40万亿元) 有所上升。

图3 2023—2024年我国信用债市场主要信用债到期企业性质分布



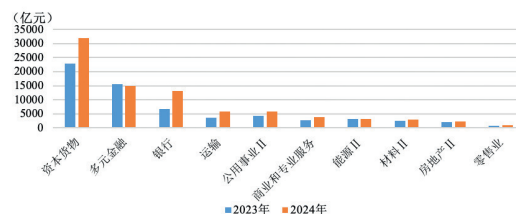
数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 2023—2024年我国信用债市场主要信用债到期地区分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2023—2024年我国信用债市场主要信用债到期行业分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

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, 违约率或持续保持低位

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是2023年下

半年CPI数据转为负值, PMI指数长期位于荣枯线下方, 实体经济融资需求疲软, 经济修复内生后劲有待提升。二是房地产行业企业偿债压力仍然较大, 地产政策对销售有滞后效应, 房企销售额实际修复力度依旧边际减弱, 2024年房地产行业风险将持续出清。三是2023年外部环境更加严峻, 俄乌冲突、巴以冲突持续升级, 地缘政治冲突不断, 美联储持续加息和人民币贬值进一步增加了海外债还本付息压力, 国际需求减弱对出口贸易造成负面影响, 外贸依存度高的区域持续承压。在此背景下, 债券市场仍面临诸多不确定因素, 债市风险或将持续暴露。

债市信用风险整体可控, 违约率或将持续保持低位。一是在积极的财政政策适度加力、提质增效要求下, 国债发行规模和新增专项债限额维持在较高水平, 对2024年我国经济持续发展具有积极的提振作用。二是央行在2023年3月和9月两度降准, 并在6月和8月两度降息, 此外中期借贷便利(MLF)中标利率不断下调, 贷款市场报价利率(LPR)也随之调降, 稳健宽松的货币政策促进实体经济融资成本降低, 2024年债券市场流动性风险整体可控。三是2023年《关于促进民营经济发展壮大的意见》《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》等政策陆续颁布, 均鼓励和引导机构投资者积极配置民营企业债券, 加大对民营企业债券投资力度, 畅通民企债券、股权等多元化融资渠道, 民营企业融资环境或将持续改善。四是2023年11月, 国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》, 从资本计量方法、资本管理流程等多个方面对修订了资本管理办法, 提高了我国商业银行资本管理的精细化程度, 有助于防范化解系统性金融风险。五是金融稳定保障基金的基础框架已初步建立, 首批资金已经筹集到位, 并在两个风险处置案例中得到实际运用, 提高了各区域内企业债务的风险管理水平, 为发债企业提供了良好的信用环境。在此背景下, 债市机制体制将不断完善, 信用风险整体可控。

2. 城投企业信用水平分化加剧, 政策导向促进城投企业转型提速

城投企业再融资政策全面收紧, 城投平台市场化转型提速。一是2023年以来, 财政部多次会议提出强调继续抓实化解地方隐性债务风险, 打破政府兜底预期, 加强地方政府融资平台治理, 城投融资环境更趋严格。二是对城投企业实行名单制管理, 对名单内企业的再融资以借新还旧为主; 对名单外的主体的新增债券融资从严审批, 2024年城投债券发行数量或将进一步压缩。三是结构化发行监管持续收紧, 中基协发布修订后的《私募投资基金登记备案办法》及配套指引, 从管理人登记实缴资本、股东要求、基金备案规模、投资范围、信息披露等多方面提出了更严要求, 其中对固收私募产品备案时投资于城投债的比例做出了详细要求, 严格规范了城投机构通过私募进行融资的违规行为, 城投债私募投资基金备案数量持续下滑。四是政策导向促进城投企业加速谋变, 城投企业开始集中退市向市场化运营主体转型, 2023年共计733家城投企业退出地方融资平台主体, “退平台”的发债城投集中于区县级、信用资质较弱的平台。

城投债兑付压力持续加大, 化债背景下城投企业信用水平分化加剧。一是2023年7月, 政治局会议制定“一揽子”化债政策, 并重启了特殊再融资债券发行, 提前偿还的城投债规模激增。部分地区特殊再融资债券规模较小, 获取的化债支持相对有限, 城投企业债务化解更加依赖自身再融资、银行资源及其他手段, 2024年城投债到期兑付压力持续加大。二是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差距较大, 不同地区、不同资质城投企业信用风险分化将进一步加剧。三是地方政府财政收支矛盾加大, 尤其是土地市场低迷、土地出让金明显下滑, 城投企业回款滞后、经营获现能力下降, 城投企业整体流动性压力仍较大。四是城投票据逾期和非标违约事件持续发生, 应关注弱资质城投主体的商票和非标信用风险。



整体来看, 2024年在化债支持政策下, 城投公募债券风险整体较低, 城投债或将延续缩量的趋势。各地城投企业融资环境、化债资源、转型进程等差异较大, 城投企业信用风险分化将进一步加剧。需关注债务负担较重、城投债兑付集中度较高区域、自身经营资质较差企业的债务风险。

3. 地产政策或持续优化, 房企债务风险进一步出清

多角度优化地产行业政策, 房企融资环境或将改善。一是在融资端, 中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》, 提出“保持信贷、债券等重点融资渠道稳定, 合理满足民营房地产企业金融需求”; 新创设房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划两项结构性货币政策工具等。二是在需求端, 央行下调首付比例及贷款利率, 不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市, 落实“认房不认贷”等。三是在供给端, 为稳定市场预期, 提高市场透明度, 自然资源部建立拟出让地块清单公布制度, “集中供地”趋向“多

次少量”。因此, 在稳信用货币政策背景下, 房地产供给和需求两端均有适度放松迹象, 房企融资环境或将得到改善。

房地产行业景气度回升难度较大, 房企流动性风险依然存在。一是房地产行业景气度下滑, 商品房销售面积和销售金额累计同比降幅逐月扩大, 叠加外部融资难度加大, 房企信用风险持续蔓延。二是房地产企业陆续出现债券展期, 房企“安全线”持续上移, 同时, 由于行业景气持续下滑影响市场信心, 房企展期谈判难度加大, 展期房企大多进入实质违约。三是濒临退市的地产公司数量增加, “退市潮”加速房企风险出清, 弱化了居民恢复购房的信心, 对房企“保交付”和“稳运营”造成压力, 进一步加剧了房企流动性风险。

整体来看, 2024年地产企业的融资环境随着政策加码将有所缓解, 但房地产销售改善空间有限, 房企流动性压力依然较大。房地产行业信用分化或将进一步加剧, 优质头部房企风险将逐步化解, 弱资质尾部房企或将面临重组并购或退出市场。■

2023年四季度ABS市场分析

——ABS发行规模有所增长， 证券发行利率波动上升，二级成交相对清淡

文|联合资信 朱 聪 李慕紫

一、一级市场运行情况

发行概览

1. 2023年四季度ABS发行规模有所增长，保交所ABS持续高位活跃

2023年四季度我国债券市场共发行481单ABS(含信贷ABS、企业ABS和ABN)产品，发行金额5369.83¹亿元，同比增加3.78%，环比增加14.67%。受市场环境和季节因素影响，ABS发行有所回暖，其中小微类信贷ABS、应收账款、类REITs、特定非金债权类企业ABS/ABN增长明

显。2023年四季度，中保登登记注册²产品共计41单，规模1859.73亿元，环比增加55.89%，保交所ABS高位活跃，持续为ABS市场带来新增供给。

2023年全年共发行资产证券化产品1796单，较2022年增加3.70%；发行金额18521.73亿元，较2022年下降6.14%（见图1）。

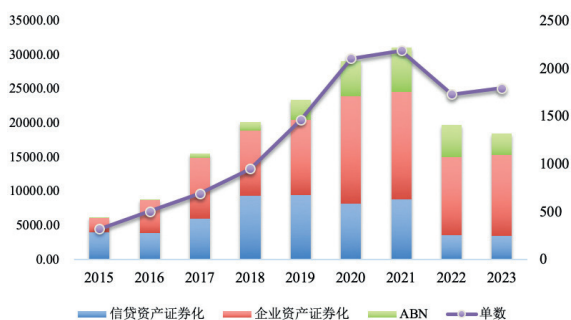
2. 四季度发行规模：企业ABS仍居首位，信贷ABS与ABN均明显增长

2023年四季度企业ABS、信贷ABS和ABN发行规模占比基本呈3:1:1格局。具体而言，企业ABS发行340单，发行金额3296.32亿元（同比上升2.08%，环比上升9.14%），占发行总量的61.39%，仍居于子市场首位；信贷ABS发行53单，发行金额1057.89亿元（同比上升16.22%，环比上升17.63%），占发行总量的19.70%；企业ABN发行88单，发行金额1015.61亿元，占发行总量的18.91%，受交易商协会“进一步加大债务融资工具支持力度，促进民营经济健康发展”等政策的影响，发行规模环比上升幅度高达33.10%，增幅显著。2024年，预计子市场格局大致稳定，企业ABN市场规模或有边际增长。

3. 热门资产发行量大

信贷ABS方面，小微类ABS增长亮眼（四季度接连发

图1 近年来资产支持证券年度发行规模（单位：亿元、单）



数据来源：Wind，联合资信整理

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

² 以“中保保险资产登记交易系统有限公司”官方网站的注册动态发布时间为准。

行3单大规模小微类ABS,使其同比增长163.81%,环比增长228.50%),发行规模占比与车贷ABS平分秋色,其中小微类ABS和车贷ABS分别为39.42%和37.60%,一改车贷ABS一枝独秀的格局(见图2)。与不良类、消费类ABS共同组成四季度信贷ABS的产品供给。四季度,不良贷款ABS发行单数仍最多(32单,单数占比60.38%),集中发行趋势明显;消费类ABS发行7单,发行金额103.77亿元(环比下降12.69%)。

企业ABN方面,应收账款、类REITs、融资租赁、供应链、和特定非金债权ABN仍是主要的产品类型,分别占发行总量的26.40%、20.41%、16.79%、11.68%和11.17%,合计占四季度发行总量的86.46%。其中,类REITs发行规模同比大幅上升(增幅达275.78%),供应链ABN发行同比增长明显(增幅达18.40%),应收账款ABN同比小幅上升(增幅为4.71%),融资租赁ABN发行规模同比下降显著(降幅为37.84%)。

企业ABS相对强劲,发行规模占四季度ABS市场发行规模的61.39%;发行单数占四季度ABS市场发行总单数的70.69%。企业ABS发行规模中占比较大的资产类型分别是应收账款ABS(占比21.91%)、融资租赁类ABS(占比17.97%)、消费类ABS(占比14.12%)、类REITs(占比11.33%)和供应链ABS(占比11.13%)。其中,类REITs发行规模同比明显增长(增幅为50.08%),消费类ABS亦有增长(增幅为8.50%),应收账款ABS发行规模同比有所下降(降幅为7.36%)。从发行单数上来看,供应链ABS、消费类ABS、融资租赁类ABS、应收账款ABS和小微类ABS发行单数占比较高(发行单数占比分别为18.82%、18.82%、17.06%、14.41%和9.71%)。四季度基础资产类型有所增加,杭州公积金ABS项目³是公积金类ABS在2016

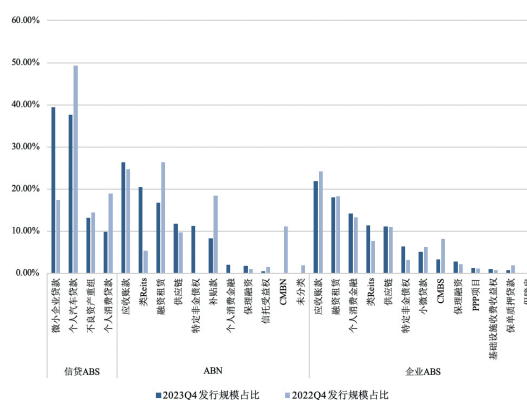
年停发后,时隔7年的首次发行。

展望2024年,信贷ABS的资产格局预计与商业银行、汽车/消费金融公司等金融机构贷款投放结构同步变化,车贷、小微类、不良和消费类ABS仍为供给主力。企业ABS和ABN方面资产格局稳中或有边际变化,受监管政策因素影响,消费类ABS和小微类ABS有望回升;一般融资租赁去城投化,供给规模预计收缩;地产供应链ABS继续收缩;应收账款ABS市场规模整体稳定,预计增信模式或有创新。

4. 头部机构优势明显,信贷ABS市场行业集中度最高

四季度ABS市场发起机构/原始权益人数量同三季度基本保持一致,分市场来看,2023年四季度信贷ABS发起机构行业集中度依旧较高,银行和汽车金融类公司是信贷ABS市场的发行主力;ABN发起机构也呈现一定的集中度;企业ABS原始权益人依旧多元化。其中,信贷ABS涉及

图2 2022年及2023年四季度子市场主要ABS产品发行规模占比情况



注：该图中占比为各类产品发行规模/相应的子市场总发行规模，且未列示2022年及2023年四季度发行规模在各子市场占比均未超过1%的品类
数据来源：Wind，联合资信整理

³ 杭公-2023年第1期资产支持专项计划，下同。

30家发起机构,前3大、前5大和前10大发起机构发行金额占比分别为56.22%、67.83%和81.72%。ABN涉及59家发起机构,前3大、前5大和前10大发起机构发行金额占比分别为31.28%、40.40%和53.29%。企业ABS涉及174家原始权益人,前3大、前5大和前10大原始权益人发行金额占比分别为13.36%、20.70%和33.16%。

证券特点

1. 证券期限以中短期为主

2023年四季度发行的ABS证券期限依然以中短期为主,其中期限在3年以内的证券共计1044只,合计发行金额为4348.02亿元,金额占比为80.97%(见图3)。具体来看,信贷ABS证券期限以中短期为主,2年及以下的证券占比最多,发行规模占比达84.50%;企业ABS证券期限主要分布在3年以内,发行规模占比为78.71%,5年以上证券亦占

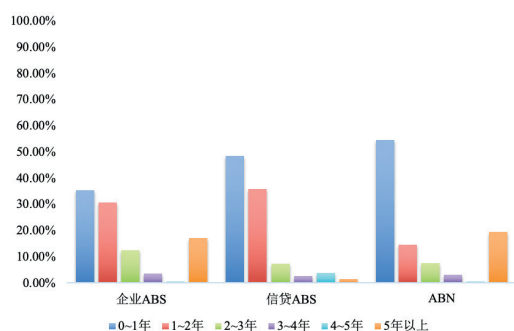
据一定比例(发行规模占比17.21%),主要为类REITs、基础设施收费收益权ABS、租赁ABS及CMBS;ABN证券期限以2年期及以下为主,发行金额占比为69.26%,5年以上证券亦占据一定比例(发行规模占比19.45%),主要为类REITs。

2. 证券以高信用等级为主,夹层档证券信用等级分布范围广

2023年四季度发行的ABS证券中,优先档⁴/夹层档⁵/次级档发行金额占比约为87%:6%:7%(占比较三季度变动分别为-2%/1%/1%),证券仍以高信用等级为主(见图4)。

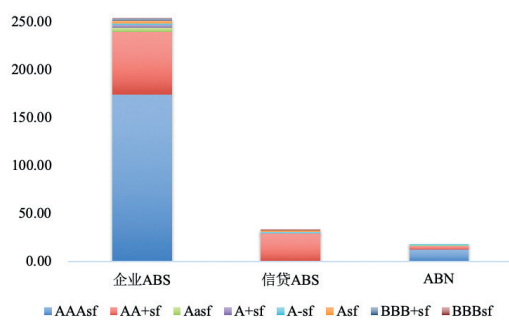
从全市场披露级别的证券来看,优先档证券的信用等级集中于AAA_{sf}和AA⁺_{sf}⁶,两类信用等级的优先档证券发行规模占比分别为97.64%和2.36%。夹层档证券信用等级分布较广:企业ABS夹层档证券的信用等级分布最广,涉及8类子级,介于BBB_{sf}~AAA_{sf}⁷之间,其中AAA_{sf}和AA⁺_{sf}

图3 2023年四季度不同期限ABS发行金额占比情况(单位: %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 2023年四季度夹层档证券信用等级分布情况(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

⁴ 本文所述优先档证券包含所有兑付顺序为第一序列的分档证券, 包括但不限于优先档、档次为优先 An 的证券, 如 A1、A2...An。

⁵ 本文所述夹层档证券包含除优先档和次级档外的所有证券。

⁶ 如存在双机构同时对证券进行评级的情况, 以双方中更低等级信用评级结果为准, 下同。

⁷ 大部分 AAAsf 级别的夹层档证券附带差额支付承诺等外部增信措施。

发行金额占比最多(合计占比94.21%); 信贷ABS夹层档证券信用等级涉及4类子级, 介于 $BBB_{sf} \sim AA_{sf}^+$ 之间, 其中, AA_{sf}^+ 发行金额占比最多(占比87.67%); ABN夹层档证券信用等级涉及4类子级, 介于 $A_{sf}^- \sim AAA_{sf}$ 之间, 其中 AAA_{sf} 和 AA_{sf}^+ 发行金额占比最多(合计占比90.58%)。

多元化的夹层档证券信用等级为投资者提供了风险和收益的多种组合。此外, 多单项目均出现存续期内夹层档证券信用等级的提升的情形, 体现出证券信用风险呈现下行趋势, 突显了夹层档证券的配置价值。

利率分析

1. 四季度发行证券仍以固定利率为主

从全市场来看, 2023年四季度发行的证券仍以固定利率为主, 少数证券采用累进利率⁸和浮动利率; 采用累进利率的证券多为CMBS和类REITs等, 平均期限超过10年, 其开放期常设置利率调整机制, 累进利率有利于发行方获得长期稳定的资金; 而设置浮动利率的证券

均为定向ABN。

2. 四季度中短期、高信用等级证券发行利率平稳增长

从 AAA_{sf} 级证券的发行利率情况来看, 由于年末短期资金需求上升, 市场资金面偏紧, 2023年四季度发行的3年期以下证券利率环比上升; 而受央行加大中长期流动性投放的影响, 3年期以上证券发行利率环比下降。2023年四季度, AA_{sf}^+ 证券的发行利率环比下降, 继三季度后进一步下探, 也显示了市场对于具备较高性价比的 AA_{sf}^+ 证券的认可(见图5)。

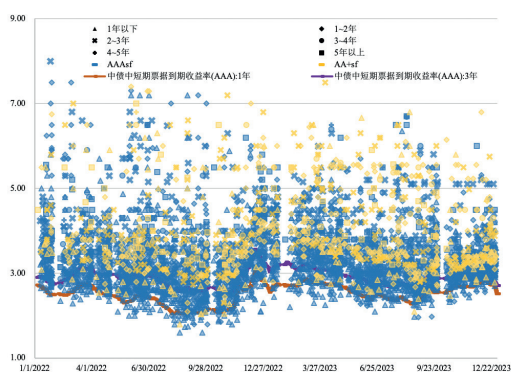
具体来看, 信用等级为 AAA_{sf} 的证券中, 期限在3年以下的证券发行利率环比回升, 且1年以下和2~3年期证券发行利率上升幅度明显; 而期限在3~5年的证券发行利率经历三季度的上扬后又出现回落。信用等级为 AA_{sf}^+ 的证券中, 各期限证券发行利率均环比下降, 且期限在1年以下和4年以上的证券发行利率环比下降明显。

3. 信贷ABS利差较低, 信用风险、期限及基础资产类型均影响利差表现

本文采用线性插值法计算证券发行利率与同期限中债中短期票据收益率之间的利差, 因5年以上及信用等级在 AA_{sf}^+ 以下的证券数量少, 本文仅研究2023年全年发行的且期限在5年以下的 AAA_{sf} 和 AA_{sf}^+ 证券, 涉及2659只证券。

从不同市场来看, 企业ABS和ABN均以正利差为主, 且利差主要分布在0~60bps(发行规模占比分别为64.53%和60.50%); 两类市场证券利差位于20~40bps的发行规模占比最大(分别为29.67%和29.93%)。信贷ABS利差集中分布在20bps以下, 其中负利差证券发行规模占比达67.58%。随着投资人对信贷ABS产品认可度不断提高以及市场供求因素等, 信贷ABS发行利差相对稳定地维持

图5 2022年初至2023年末 AAA_{sf} 和 AA_{sf}^+ 证券发行利率情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

⁸ 累进利率: 利率与期限挂钩, 采取分段累进计息方式。

在低位水平。

(a) 短期限、高信用等级证券利差较低, 具有更高的市场认可度

从证券信用等级来看, AAA_{sf} 和 AA^+_{sf} 证券平均利差分别为65.33bps和120.95bps, AA^+_{sf} 证券的利差处于较高水平, 且利差分布范围广泛。对投资人而言, 底层资产信用质量较高的 AA^+_{sf} 证券因风险适中且可实现一定的超额收益, 具备更高的风险收益比。

从证券期限来看, 平均利差与证券期限基本呈正相关关系。中短期证券利差水平相对较低, 1年以下和1~2年期证券的平均利差分别为62.13bps和76.71bps; 中长期证券中, 2~3年期和3~4年期证券的平均利差分别为98.03bps和101.14bps; 4~5期证券的利差分布相对分散, 平均利差为142.92bps, 位于最高水平。

(b) 各大类基础资产ABS证券发行利差分化明显

从基础资产类型来看, 车贷ABS由于基础资产分散度高、信用质量好, 利差水平整体偏低, 基本为负利差; 融资租赁ABS利差分布范围最广, 平均利差为92.65bps, 位于最高水平; 小额贷款ABS平均利差为82.05bps处于较高水平; 应付账款ABS、消费类ABS和应收账款ABS平均利差相对较低, 分别为69.85bps、64.99bps和55.13bps。

存续证券表现

1. ABS存续规模环比下降

截至2023年四季度末, 我国ABS市场有3668单存续项目, 存量规模3.32万亿元(环比下降12.12%)。余额占比较高的为应收账款ABS、RMBS和CMBS/CMBN, 占比分

别为15.02%、13.15%和12.31%。分市场来看, 信贷ABS存续597单, 存量规模0.80万亿元, 环比下降31.95%, 存量占比24.23%; 企业ABS存续2409单, 存量规模2.00万亿, 环比下降0.58%, 存量占比60.22%; ABN项目存续662单, 存量规模0.52万亿, 环比下降11.69%, 存量占比15.56%。整体来看, 各类市场ABS存量规模均环比下降, 信贷ABS市场存量规模环比下降尤为明显, 主要是由于RMBS存量规模的环比大幅下降所致(环比下降46.87%)。

2. 四季度个别证券展期, 部分证券级别调整

从存续期实际表现来看, 2023年四季度, 无ABS证券发生违约, 有3支证券发生展期, 其中2支为类Reits, 1支为收益权ABS, 主要系发行人经营状况不达预期所致, 共涉及本金18.42亿元, 利息3773.14万元。

2023年四季度, 共有4支ABS证券发生级别调整, 且均由 AA^+_{sf} 调升至 AAA_{sf} 。其中, 3支证券因跟踪评级时资产池质量和最新分层结构的优化而上调级别, 1支证券由于增信方主体信用等级的提升而上调级别。

市场热点

1. 首批保险资管公司ABS亮相交易所

首批5家保险资产管理公司⁹获批试点开展资产证券化及不动产投资信托基金(REITs)业务后, 加速推进ABS相关业务。3家保险资管公司首批4单ABS¹⁰相继亮相交易所, 先后获得受理或取得无异议函, 首批产品主要围绕新能源、工程机械、高端装备制造等领域。保险资管公司参与交易所ABS业务, 能够更好地服务实体经济。

2. 住房公积金贷款ABS重启

⁹ 包括中国人寿资产管理有限公司(以下简称“国寿资产”)、泰康资产管理有限责任公司(以下简称“泰康资产”)、太平洋资产管理有限责任公司(以下简称“太保资产”)、中国人保资产管理有限公司和平安资产管理有限责任公司。

¹⁰ 系指国寿资产、泰康资产、太保资产等3家公司的4款产品: 太平洋-海通恒信小微企业高质量发展资产支持专项计划、泰康资产-中电投租赁1号碳中和绿色资产支持专项计划、中国人寿-创工融资租赁资产支持专项计划和中国人寿-创科供应链资产支持专项计划。

2023年10月杭州住房公积金个人住房贷款资产证券化项目成功发行,系2016年7月停发后时隔7年发行的首单住房公积金贷款ABS。该项目的发行符合浙江省在住房公积金贷款资产证券化等方面先行先试的政策精神,并满足了住房公积金管理中心盘活资产的需求。虽然具有一事一议的特殊性,但也传递出积极信号。

3. 小微类ABS继续升温,产品多元化特征明显

小微类ABS发行继续升温,政策扶持力度不断加大,2023年四季度小微类ABS发行规模590.52亿元,同比增长64.31%。随着经济修复以及宏观政策对小微企业的金融支持力度持续加大,小微贷款规模有望保持增长,小微类ABS发行有望增长,进一步盘活存量资产。

二、二级市场交易情况

成交规模

成交规模有所下降。2023年四季度,资产证券化二级

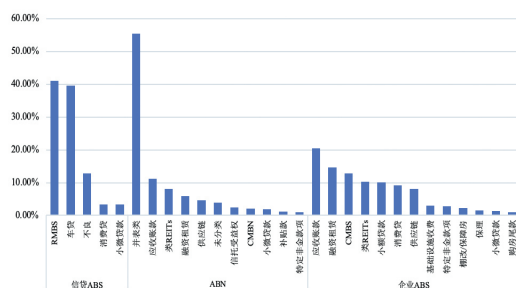
市场成交规模为0.37万亿元,剔除起息日2个工作日内成交净价为100元的交易后成交规模为0.33万亿元,同比下降52.43%(RMBS成交量同比大幅下降),环比下降1.04%。其中,信贷ABS成交规模0.04万亿元,占比11.75%;ABN成交规模0.12万亿元,占比36.09%;企业ABS成交规模0.17万亿元,占比52.16%。

成交基础资产类型

从基础资产类型来看,二级成交活跃度与一级发行存量有一定关联。2023年四季度信贷ABS中,RMBS仍是交易最活跃的品种,成交规模占比约41%,但受存量首套房贷利率下调及早偿影响,10月份RMBS存量规模大幅下降(规模约3000亿元,环比下降约36%),四季度RMBS成交活跃度有所降低(环比下降52.04%);车贷ABS交易亦较活跃,成交规模占比约40%。ABN市场中,并表类ABN以及应收账款、类REITs、融资租赁、供应链ABN是主要交易品种,成交规模合计占比超过85%。企业ABS中,应收账款、融资租赁、CMBS、类REITs、小额贷款、消费类和供应链ABS是主要交易品种,成交规模合计占比接近86%(见图6)。

资管新规净值化管理背景下,ABS估值收益率变动备受二级投资人关注。受基础资产信用质量及分散度差异的影响,不同基础资产类型的ABS产品到期收益率指数水平有所分化。从中债ABS收益率曲线来看,2023年四季度ABS产品收益率呈波动上升趋势,季末收益率下行。从主流基础资产类型来看,RMBS收益率四季度累计上行约21bps、消费类ABS、对公贷款与租赁债权ABS和企业ABS收益率四季度期末与四季度期初相比变动不大(见图7)。

图6 2023年四季度成交证券规模基础资产类型分布



注:该图占比为各类产品成交规模在各子市场中的比例,且仅列示占比超过1%的品类

数据来源:Wind,联合资信整理

¹¹ 二级市场交易情况后续分析均以剔除起息日2个工作日内成交净价为100元的交易数据为准。

成交证券期限特征

从证券期限来看, 2023年四季度期限在1~4年的证券成交规模较大(占比60.02%), 期限在5年以上(占比24.80%)的证券成交亦活跃。

分市场来看, 信贷ABS市场期限在5年以上的证券交易较活跃, 成交占比44.81%, 主要为RMBS产品; 期限在1~2年的证券亦活跃, 成交占比32.75%, 主要为车贷ABS。ABN市场期限在2~4年的证券成交规模最大, 占比64.84%, 主要为并表类ABN; 期限在1年以内的短券成交占比15.35%, 主要为应收账款和供应链ABN。企业ABS市场期限在1~3年的证券成交规模最大, 占比46.69%, 主要为融资租赁、应收账款、消费类及小额贷款ABS; 期限在10年以上的长券成交占比21.39%, 主要为CMBS和类REITs。

证券分档成交情况

2023年四季度成交的优先档、夹层档和次级档证券的规模占比约为87%: 3%: 10%, 次级档活跃度环比提升(见图8)。优先档证券方面, 信贷ABS市场中, 车贷ABS的A1档和A2档成交规模较大, RMBS的A2档和A3档也有较大规模的成交; ABN市场中, A1档成交占比超过95%, 其中并表类ABN占比最高,

占已成交A1档的58.22%; 企业ABS市场中, A1档成交占比超过66%, 其中应收账款ABS、CMBS和类REITs占比较高, 分别占A1档的25.60%、13.68%和13.68%; 夹层档方面, 企业ABS市场的融资租赁、CMBS、应收账款、类REITs及小额贷款ABS成交活跃。次级档方面, 信贷ABS市场的RMBS和不良ABS成交活跃, 企业ABS市场的小额贷款和消费类ABS成交亦活跃, ABN市场的小微类ABN也有一定的成交。次级档活跃度环比提升, 主要系RMBS、小额贷款和消费类ABS成交量进一步增加所致。

三、监管动态

资本新规正式落地, ABS产品配置价值突显

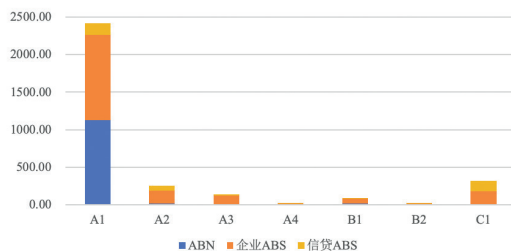
2023年11月, 国家金融监督管理总局发布了《商业银行资本管理办法》, 并于2024年1月1日起正式实施。预计未来短期限、高评级、优先档ABS风险权重优势提升。优先档证券风险权重下限由原试行办法的20%下降至15%, 符合STC标准的ABS产品风险权重可进一步降低至10%。未来银行或将进一步加大对短期限、高信用等级的优先档ABS产品配置力度, 这将进一步提升ABS产品的吸引力。

图7 2023年主要基础资产类型ABS产品的到期收益率变化(单位: %)



数据来源: Wind,联合资信整理

图8 2023年四季度成交证券档次分布(单位: 亿元)



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

数据来源: Wind,联合资信整理



估值新规出台，有利于提升ABS估值规范性

2023年12月，中国人民银行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》（以下简称《办法》），旨在规范银行间债券市场债券估值业务，促进债券市场平稳健康发展。《办法》要求估值机构应当始终保持客观中立，建立清晰、规范、透明的数据使用标准和层级，要求估值机构真实、准确、完整、及时披露估值产品信息、估值方法、数据来源及使用层次、方法变更及终止转让等，并公开发布估值产品质量报告。《办法》有利于提升ABS估值的规范性。

交易所持续完善ABS相关规则，促进ABS平稳发展

2023年10月，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4号—公司债券和资产支持证券信用风险管理》，强调受托管理人、计划管理人应当建立健全公司ABS信用风险管理制度，提升ABS存续期信用风险管理实效，保护投资者合法权益。2023年11月，深交所发布《深圳证券交易所债券发行业务指南第1号—公司债券（含企业债券）和资产支持证券发行上市挂牌业务指南（2023年修订）》，进一步明确了ABS发行上市挂牌工作要求，进一步提升了发行上市挂牌效率。

政策鼓励民营企业参与ABS市场，优化注册机制

2023年11月，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会等八部门印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》（以下简称《通知》），提出支持民营经济的25条具体举措。《通知》提出支持民营企业发行ABS，推动盘活存量资产，优化民营企业债务融资工具注册机制，注册全流程采用“快速通道”，提高融资服务便利度。在结构上，加大对科技创新、“专精特新”、绿色低碳、产业基础再造工程等重点领域以及民营中小微企业的支持力度。

ABS产品纳入社保基金投资范围，有利于ABS产品扩容

2023年12月，财政部联合人社部起草的《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）发布，明确全国社保基金可以投资于信用等级在投资级别以上的ABS产品，但信用等级在投资级以上的企业（公司）债、金融债、固定收益型养老金产品、ABS产品等固定类收益类资产投资比例产品合计不高于20%，其中ABS产品不得高于10%。《征求意见稿》首次将ABS产品纳入社保基金投资范围，有助于提升ABS产品的活跃度和丰富投资者结构。■

经济顶住内外压力, 长期向好趋势未变

——2023年宏观经济信用观察年报

文 | 联合资信 张 振

一、宏观经济与行业运行情况

2023年, 世界经济低迷, 地缘政治冲突复杂多变, 中东局势不确定性上升干扰世界经济恢复进程。国内改革发展稳定任务依然繁重, 各地区各部门稳中求进, 着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险。中国经济回升向好, 供给需求稳步改善, 转型升级积极推进, 就业物价总体稳定, 民生保障有力有效, 高质量发展扎实推进, 主要预期目标圆满实现。初步核算, 全年GDP按不变价格计算, 比上年增长5.2%。分产业看, 第一产业增加值增长4.1%、第二产业增加值增长4.7%、第三产业增加值增长5.8%。分季度看, 一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。四季度GDP环比增长1.0%, 两年平均增速¹4.0%, 边际增长动能较三季度有所减弱。根据中央经济工作会议精神, 未来还需要加大宏观调控力度, 以进促稳, 统筹经济政策和非经济政策, 提振信心。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年, 面临的机遇要大于挑战, 有利条件强于不利因素, 中国经济长期向好的基本趋势没有改变, 支撑中国经济高质量发展的要素条件在不断积累增多。消费有望保持韧性, 依然是经济增长的主要拉动力, 在房地产投资有望企稳大背景下固定资

产投资增速可能回升, 出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长; 同时, 绿色经济、数字经济仍将继续蓬勃发展。2024年, 稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效, 突出逆周期和跨周期调节功能, 财政方面预计中央财政将采取积极措施应对周期因素, 赤字率或将保持在3.5%左右, 不排除年内继续追加财政预算的可能性。总体看, 2024年全年中国经济增长预期将维持在5%左右。

生产端：工业生产稳步回升，服务业增长较快

工业生产稳步回升, 装备制造业增长较快。2023年全国规模以上工业增加值比上年增长4.6%。分三大门类看, 采矿业增加值增长2.3%, 制造业增长5.0%, 电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.3%。装备制造业增加值增长6.8%, 增速比规模以上工业增加值快2.2个百分点。分产品看, 太阳能电池、新能源汽车、发电机组(发电设备)产品产量分别增长54.0%、30.3%、28.5%。分行业看, 汽车制造、化学制品、有色金属增加值累计同比增速达到13.0%、9.6%、8.8%, 是主要的拉动型行业。受房地产低迷影响, 家具制造业增加值累计同比下降6.7%, 是主要的拖累项。全球疫情消散, 医疗器材需求降低, 医药制造增加值累计同比降幅较大。

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。



服务业增长较快，接触型聚集型服务业明显改善。全年服务业增加值比上年增长5.8%。其中，住宿和餐饮业增长14.5%，信息传输、软件和信息技术服务业增长11.9%，租赁和商务服务业增长9.3%，交通运输、仓储和邮政业增长8.0%，金融业增长6.8%，批发和零售业增长6.2%。房地产行业增加值比去年下降1.3%，是主要的拖累项，并且2023年四季度下降程度较三季度有所扩大，房地产行业增加值的底部还处在形成过程中。2023年12月份，服务业生产指数同比增长8.5%。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数分别增长34.8%、13.8%。

需求端：房地产投资回落大背景下，逆周期调控支撑需求全年走势

剔除价格因素后固定资产投资保持强劲增长。2023年，全国固定资产投资（不含农户）50.30万亿元，比上年增长3.0%，增速较2022年下降2.1个百分点；扣除价格因素影响，增长6.4%。

房地产投资延续回落态势，2024年房地产销售有望企稳。2023年，房地产市场处在调整转型过程中。地产投资、销售等指标降幅收窄。其中，全年房地产开发投资比上年下降9.6%，降幅比上年收窄0.4个百分点，逐月看呈降幅扩大趋势，房地产投资增速下行符合房地产库存去化的整体行业周期；全国商品房销售面积比上年下降8.5%，销售额下降6.5%，但降幅分别比上年大幅收窄15.8和20.2个百分点，销售降幅大幅收窄，说明市场销售底部极有可能在2024年形成。2023年8月份以来，新建商品住宅网签备案量整体回升，销售节奏加快，房地产企业流动性危机得到缓解，有力助推了“保交楼”。2023年，房地产开发企业竣工房屋面积比上年增长17%， “保交楼”效果持续显现。随着一手房、二手房价格调整越发灵活，房地产供需关系正逐步向均衡点移动。预计，2024年房地产销售将形成市场底部，在这一销售水平上，房地产库存逐步去化。在“三大工程”的助力下，2024年房地产投资增速也有望企稳，在市场销售筑底同时，不至于对房地产相关产业链带来较大冲击。

基建和制造业投资成为逆周期调控的重要抓手。

2023年,基础设施投资比上年增长5.9%,制造业投资增长6.5%。其中,高技术制造业、高技术服务业投资分别增长9.9%、11.4%。高技术制造业中,航空、航天器及设备制造业,计算机及办公设备制造业,电子及通信设备制造业投资分别增长18.4%、14.5%、11.1%;高技术服务业中,科技成果转化服务业、电子商务服务业投资分别增长31.8%、29.2%。2023年增发1万亿元特别国债将集中在2024年一季度形成实物工作量,叠加政府专项债提前下达及发行,基建投资将延续2023年12月的上升趋势,在2024年上半年呈现积极扩张态势。随着出口形势改善,与制造业半成品相关的设备投资增速将企稳回升;财政支持制造业设备更新改造、高科技企业创新发展的政策将继续加码;数字经济算力供给缺口依然呈现扩大趋势,绿色转型要求的能源投资、碳捕捉技术投资依然存在设备和技术缺口,上述因素将支撑制造业投资保持快速增长态势。

消费呈现恢复态势,是全年经济增长的主要拉动力。2023年,受基数效应影响,全年社会消费品零售总额比上年增长7.2%,最终消费支出拉动经济增长4.3个百分点,比上年提高3.1个百分点;对经济增长的贡献率为82.5%,提高了43.1个百分点,消费重新成为经济增长主动力。服务消费较快回暖,服务零售额比上年增长了20%,快于商品零售额14.2个百分点;居民人均服务性消费支出增长14.4%,占居民人均消费支出的比重达到45.2%,比上年提升2个百分点。2023年12月,社会消费品零售总额同比增长7.4%。其中商品零售同比增长4.8%,呈边际下降态势,宏观调控还应保持积极态势,稳定社会预期,提振商品消费。展望2024年,随着宏观调控加力,居民信心将逐步改善,居民消费整体恢复状态有望延续,餐饮、金银珠宝、体育、娱乐或将继续保持高增长态势。

以美元计价的出口同比增速较去年高位回落。以美元计价,2023年中国出口额同比下降4.6%,增速比上年同期下滑10.2个百分点,与全球经济贸易减速态势相对应。

2023年,全球经济下行,需求量整体下降,以芯片为代表的商品贸易量大幅下滑;市场情绪起伏不定,金融环境风险大,汇率浮动也压制了外贸企业的积极性。需要指出的是,在外需走弱背景下,2023年中国出口份额仍保持相对高位,显示中国出口竞争力继续领先全球,主要有两方面因素支撑。一方面以新能源汽车、光伏、电池为代表的出口“新三样”竞争力显著增强;另一方面,“一带一路”沿线市场贸易便利化程度不断提高,双边贸易快速增长,成功对冲了中国在美、欧等发达经济体市场份额下降带来的部分影响。中国与俄罗斯双边贸易迎来历史性机遇。2023年11月、12月出口增速已经连续两个月上涨,边际呈现上升态势。展望2024年,中国外部贸易环境有利因素多于不利因素,出口增速将延续恢复态势,全年出口增速有望正增长,特别是在非洲等市场步入加速发展的阶段。

价格: 全年价格呈现回落态势, 表现较弱

CPI涨幅波动回落, 全年价格表现弱势。2023年CPI上涨0.2%, 并未出现年初预期的通胀回升现象。一方面原因是猪肉供给充足、产能集中释放对食品价格上涨形成一定压制; 另一方面, 全球大宗商品价格快速下行, 导致生活资料价格涨幅有限。此外, 核心通胀虽然平稳运行, 但整体水平处于历史偏低的位置, 反映出居民消费需求仍旧不足。2023年10月、11月、12月CPI同比分别下降0.2%、0.5%、0.3%, 连续三个月负增长, 成为2023年表现最弱的一个季度。国家统计局在新闻发布会上表示, 价格录得全年较差走势, 主要是结构性的和阶段性的。从2023年整体走势来看, CPI呈现波动下降趋势, 在一定程度上受到了房地产价格回落的影响, 体现了经济内需不足。展望2024年, 房地产供需关系还在调整过程中, 价格整体走势仍然面临较大下行压力, 需要在消费和货币两个方向共同发力, 提振价格走势。中央经济工作会议在部署2024年经济建设工作时, 明确指出要推动消费从恢复性增长转向持续扩张。随着经济有利因素不断显现, 不断增加的居民信心

将提振汽车、电子产品等大宗消费。货币政策方面,随着美联储步入降息周期,全球流动性有望迎来宽松节点,有利于中国金融环境的放松,降准、降息等货币工具有望实施,资产价格存在上行空间。

基数效应叠加库存压力, PPI同比持续为负。2023年PPI比上年下降3.0%, 相较2022年PPI同比上涨4.1%出现大幅下滑。一方面原因是2022年基数较高, 2023年大宗商品价格回落, 国际油价持续下行; 另一方面, 因为房地产领域存在一定库存累积现象, 与之相关的生产资料处于供给过剩状态。但是从全年趋势来看, PPI没有延续持续回落态势, 进入四季度之后, PPI降幅明显收窄。2023年PPI由1月同比下降0.8%回落至6月的同比下降5.4%, 之后降幅收窄至12月同比下降2.7%。2023年四季度PPI降幅已趋于稳定。展望2024年, PPI向上有利因素多于不利因素, 在特别国债和专项债支撑下, 基建投资加速, 有望拉动一季度PPI同比增速转正。

2023年CPI和PPI同比表现持续低于预期, 四季度CPI同比再度转负, 与之伴随的是12月商品消费增速、房地产成交数据等经济指标的边际放缓, 这些都表明内需不足、金融资产价格下行下的货币紧缩压制了经济整体价格走势。2024年整体价格走势需要积极的财政环境, 以及灵活适度的货币流动性支持。广义财政要在支持投资、化解债务、减费降税上继续发力, 货币政策要积极为托底资产价格提供流动性支持。

汇率方面,2023年人民币对美元即期汇率整体呈波动贬值走势。2023年, 人民币对美元呈现由强及弱、进而回调企稳的波动贬值态势。具体看, 年初受国内经济内生动能强驱动, 人民币对美元维持强势; 2月起受以房地产风险逐步暴露、美联储加息周期等因素影响, 人民币对美元逐步走弱, 叠加国内降准、降息措施而降至阶段性低点; 四季度美元兑离岸人民币汇率的大幅调整主要集中在11月, 受美联储加息周期结束影响11月美元指数回落, 以及中国经济延续恢复增长态势都有利支撑了人民币走强。

总体看, 人民币贬值压力主要来自三个方面: 一是美元处于强周期。由于美联储连续加息缩表, 造成美国利率攀升, 中美利差拉大。二是中国经济增长预期减弱, 特别是房地产相关供需关系仍处于深度调整之中。三是由于物价超预期走弱, 房地产、证券等资产价格回落趋势明显, 企业与居民资产负债表收缩压力向金融机构传导, 中小银行、城投平台等国内系统性金融风险上升, 降低国内外投资者对人民币资产的信心和预期。

2024年, 上述因素都有望缓解, 积极有利因素不断增多, 人民币贬值压力有望缓解, 稳中有升。具体看, 美元大概率进入降息周期, 世界货币流动性将迎来宽松周期; 中央经济工作会议指出, 2024年面对国内错综复杂的发展改革任务, 要发挥积极财政和稳健货币的宏观调控作用, 引导社会整体的价格预期, 2023年底中央果断追加财政预算, 稳定经济增速, 这一政策工具将提振市场长期信心; 在面对房地产、股票等资产价格调整过程中, 主要商业银行资产负债表稳健, 央行有货币政策空间为稳定资产价格提供流动性支持; 2024年, 房地产与地方政府债务将延续2023年调整方针, 缓解市场风险, 增加市场信心; 从2024年的中国国际收支格局来看, 经常账户可能继续承压, 但金融账户可能会有明显改善, FDI有望重新流入, 证券投资和其他投资的短期资本外流也有望缓解。

就业: 就业形势逐季改善

2023年, 各地区各部门坚持就业优先, 优化调整稳就业政策措施, 全力稳住就业大局, 就业形势总体改善。分季度来看, 全国城镇调查失业率各季度平均值分别是5.5%、5.2%、5.2%、5.0%, 就业逐季改善的态势比较明显。2023年, 农民工总量达到29753万人, 比上年增加191万人, 外来农业户籍人口城镇调查失业率均值是4.9%, 比上年下降0.7个百分点。展望2024年, 就业形势压力依然存在, 部分群体、部分行业就业的结构性矛盾问题仍会

比较突出。但是,中央经济工作会议要求稳中求进、以进促稳、先立后破,社会预期将得到有效提振,民间投资加速上涨将创造众多新型岗位,服务业或将延续2023年高速增长趋势,稳就业的积极因素不断积累,中国就业形势有望保持稳定。

财政:积极财政支持宏观逆周期调控

2023年全年,全国一般财政收入21.68万亿元,同比增长6.4%。其中,税收收入18.11万亿元,同比增长8.7%;非税收入3.57万亿元,同比下降3.7%。分中央和地方看,中央一般公共预算收入9.96万亿元,同比增长4.9%;地方一般公共预算本级收入11.72万亿元,同比增长7.8%。2023年全年,全国一般财政支出27.46万亿元,同比增长5.4%,分中央和地方看,中央一般公共预算本级支出3.82万亿元,同比增长7.4%;地方一般公共预算支出23.64万亿元,同比增长5.1%。2023年年初,财政赤字率按3%安排。为支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力建设,第四季度增发1万亿元特别国债,全部通过转移支付安排给地方。中央财政通过追加财政预算,发行特别国债,专项债提前发行等相关财政工具集中出台,有力支撑了四季度财政支出强度。

政府性基金收入方面,2023年,政府性基金收入同比下降9.2%。分中央和地方看,中央政府性基金预算收入4418亿元,同比增长7.1%;地方政府性基金预算本级收入66287亿元,同比下降10.1%,其中国有土地使用权出让收入57996亿元,同比下降13.2%。土地出让收入下降幅度较大,对地方财政收支平衡带来了较大压力。随着房地产在宏观调控下企稳,该问题有望在2024年缓解。2023年,政府性基金支出同比下降8.4%。分中央和地方看,中央政府性基金预算本级支出4851亿元,同比下降12.5%;地方政府性基金预算支出96488亿元,同比下降8.2%,其中国有土地使用权出让收入相关支出55407亿元,同比下降13.2%。

二、宏观信用环境

2023年,社融规模与名义经济增长基本匹配,信贷结构不断优化,但是居民融资需求总体仍偏弱,且企业债券融资有所收缩。银行间市场流动性整体偏紧,实体经济融资成本逐步下降。展望2024年,社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配,市场货币供应量仍将保持充足,宽松信用环境关键仍在于为房地产的供需双方提供流动性支持。

社融规模与名义经济增长基本匹配,信贷结构不断优化

社融口径政府债券是社融规模扩张的主要支撑因素。2023年,社融存量同比增长9.5%,新增社融同比多增3.41万亿元,社融规模与名义经济增速基本匹配,货币政策总量目标基本完成。由于货币供应量M2增速呈下降趋势,央行采取两次降准、两次降息的方式,配合政府债券发行,保持社会融资规模增速与全年经济增长目标匹配。投向实体经济的人民币贷款同比多增1.18万亿元,政府债券净融资同比多增2.48万亿元,包括2023年末增发1万亿国债带来的增量。政府债券融资是2023年社会融资规模的主要支撑项,体现了积极财政政策,逆周期调控力度较2022年在政府加杠杆力度上有所增大。2023年,企业债券融资有所收缩,受城投债发行严监管、贷款对债券融资的替代效应,以及房企发债依然困难等因素影响,企业债券净融资同比少增4254亿元。在严监管效应持续缓解后,2023年表外融资整体上同比多增。

2023年社融信贷整体走势呈现以下特征:政府债券融资上半年偏弱,下半年持续推升社融;表内贷款前4个月偏强,而后震荡回落;企业中长期贷款带动总体较强,但下半年逐步回落。考虑到2023年整体的价格弱势,2024年社融增速将在上年基础上有所增强,从而起到引导价格预期的货币政策目标。

信贷结构有所优化,但居民中长期融资需求仍偏

弱。2023年人民币贷款同比多增1.31万亿元，其中企业中长期贷款同比多增约2.5万亿元，是主要支撑项。企业中长期贷款主要需求来自基建贷款和制造业贷款。稳增长带动基建增速保持强势，促转型推动制造业进行技术改造、新技术投资，制造业中长期贷款余额同比增速保持30%以上，两者综合体现了宏观调控和结构性改革政策的相互配合。居民中长期贷款同比少增约2000亿元，居民按揭贷款是居民中长期贷款的主要来源，在房地产市场供求关系发生重大改变的市场环境下，2024年该社融分项或将延续下降态势。企业和居民短期贷款也合计多增，企业和居民短期流动性需求保持了稳健扩张态势，这体现了企业和居民短期生产生活仍然保持较好的扩张态势，一定程度上避免了流动性陷阱对于经济整体的拖累。2023年信贷数据的最大减项是票据融资同比少增约2.6万亿元，主要原因是银行资本金在补充之后，信贷供给能力大幅提升，再加上2023年金融监管重组后加强金融支持实体经济的考核力度，银行没有延续2022年以票据融资增加信贷投放的方式，在高基数下，2023年票据融资同比大幅下降。

市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降

市场流动性整体偏紧。2023年一季度，国内经济运行开局良好，实体经济融资需求上升，叠加信贷投放节奏和专项债发行节奏前置，银行间市场流动性偏紧，带动资金利率中枢显著抬升。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，银行间市场流动性有所转松，带动资金利率中枢整体下行。但从8月下半月开始，在稳增长诉求下地方政府专项债发行节奏明显加快，叠加跨季及双节假期因素影响，银行间市场流动性持续偏紧，带动资金利率中枢明显上行。进入四季度之后，经济内生动能减弱，年中调控政策的脉冲式效果逐步退出，制造业PMI滑落到50以下，CPI也滑落到零以下。企业、居民信贷需求转弱，宏观调控加大

逆周期调节力度，在增发特别国债支撑下，信贷总量保持了一定增速。但是市场整体资金流动性向长期安全国债累积，长端利率不断下降，突显了一定程度的资产荒。

实体经济融资成本逐步下降。央行持续完善市场化利率形成和传导机制，2023年6月、8月先后两次下调7天期逆回购利率和1年期MLF利率，分别累计下降20个基点和25个基点，带动1年期和5年期LPR分别累计下降20个基点和10个基点，同时推动降低存量首套房贷利率政策落地，企业融资和居民信贷成本明显下降。四季度，央行货币政策保持了稳健态势，维持MLF利率水平不变，相应的LPR报价利率也没有下降。2023年降息主要集中在年中，与7月社融数据超预期下降存在一定联系。从四季度社融走势来看，央行可能认为利率水平是合适的。四季度，社融以政府债券发行为主，政府债券发行利率在监管层的信用支持下明显下降，也可以理解为范围庞大的结构性降息。央行数据显示，2023年，企业贷款加权平均利率为3.88%，同比下降0.29个百分点，继续创有统计以来新低；超过23万亿元的存量房贷利率完成下调，平均降幅0.73个百分点，每年减少房贷借款人利息支出约1700亿元。

展望2024年，中央经济工作会议指出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。2023年四季度，受权益市场波动性提升，企业贷款需求下降等多重因素影响，十年期国债收益率滑落至2.5%以下，并有继续下降的趋势。2024年整体市场的货币供应量仍然充足，信贷需求预计将在上半年仍然面临一定疲软压力。整体流动性投放的核心可能仍然在于为“保交楼”提供建设贷款，为居民购房提供信贷支持。

三、宏观政策环境

2023年上半年，宏观政策以落实二十大报告、中央

经济工作会议以及4月中央政治局会议精神为主,聚焦于优化完善房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、促进中小微企业调结构强能力等方面;三季度,根据7月中央政治局会议决策部署,宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面;四季度,针对价格因素走弱,宏观政策加强逆周期调控力度,发行特别国债,以积极财政支持经济跨周期发展。展望2024年,宏观政策将聚焦于高质量发展,在2023年基础上加大逆周期调控力度,适时适度推出调控政策工具,落实中央经济工作会议精神,突出资本市场建设在经济建设中的重要性。

中央金融工作会议对金融高质量发展做出战略性安排

2023年10月30日至31日,中央金融工作会议在北京举行,总结党的十八大以来金融工作,分析金融高质量发展面临的形势,部署当前和今后一个时期的金融工作。会议围绕奋力开拓中国特色金融发展之路提出了“八个坚持”。会议强调必须坚持党中央对金融工作的集中统一领导,坚持以人民为中心的价值取向,坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨,坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题,坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展,坚持深化金融供给侧结构性改革,坚持统筹金融开放和安全,坚持稳中求进工作总基调。会议指出做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。对于金融服务实体经济发展,会议强调要优化融资结构,更好发挥资本市场枢纽功能,推动股票发行注册制改革走深走实,促进债券市场高质量发展。

中央经济工作会议提振信心,突出以进促稳

中央经济工作会议于2023年12月11日至12日在北京举行,深刻分析当前经济形势,系统部署2024年经济工作。本次中央经济工作会议要求积极促进经济增长,提

振信心,鼓舞士气,改善价格弱势表现。会议指出,明年经济工作总基调为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。自2021年12月中央经济工作会议提出中国经济面临三重压力以来,经济工作总基调是稳中求进。本次会议在稳中求进总基调的基础上,增加了“以进促稳、先立后破”,对2024年经济增长速度提出了更高的要求,预计2024年经济增长目标在2023年基础上更进一步。会议有两大重要的政策取向变化。一是提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”,将价格水平预期目标列入货币政策目标,这是对近年来央行货币政策目标的重大修改,这一重大改变将会延续相当长的时间,说明中央对于价格水平的未来走势提出了更高的要求。二是提出“把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”,这体现了经济工作的中心地位,思想宣传、娱乐发展、社会思潮将向经济工作上统一。

产业结构调整指导目录迎来新变化,先立后破有了新标准

2023年12月27日,国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2024年本)》(以下简称《目录》)。《目录》是引导社会投资方向、政府管理投资项目,制定实施财税、信贷、土地、进出口等政策的重要依据。《目录》由鼓励、限制和淘汰三类目录组成,上述三类之外且符合国家有关法律、法规和政策规定的为允许类,不列入《目录》。《目录》落实中央财经委第一次会议部署,坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,推进新型工业化,加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国,加快构建具有智能化、绿色化、融合化特征和符合完整性、先进性、安全性要求的现代化产业体系。《目录》提出推动制造业高端化、智能化、绿色化,巩固优势产业领先地位,在关系安全发展的领域加快补齐短板,构建优质高效的服务业新体系。《目录》根据有关规定,总的要求是对鼓励类项目,按照有关规定审批、核准或备案;对限制类项目,禁止新建,现有生产

能力允许在一定期限内改造升级；对淘汰类项目，禁止投资并按规定期限淘汰。

高水平制度型开放持续推进

2023年12月7日，国务院印发《全面对接国际高标准经贸规则 推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》（以下简称《方案》）。《方案》要求在上海自贸试验区规划范围内，率先构建与高标准经贸规则相衔接的制度体系和监管模式，为全面深化改革和扩大开放探索新路径、积累新经验。《方案》提出7大方面80条具体措施，涉及服务贸易扩大开放、货物贸易自由化便利化、高标准数字贸易、知识产权保护、政府采购等多个方面高水平制度型开放。《方案》在数字贸易领域做出重大制度型安排，对数据跨境流动做出明确规定。在人工智能加持下，数字经济全球蓬勃发展，以跨国公司为代表的数据类产品在数据贸易方面出现新形势新变化。

《方案》以引领姿态，顺应数字贸易发展，促进数字贸易高质量发展，为数字贸易安全保驾护航。

发行特别国债，以积极财政支持经济跨周期发展

2023年10月24日，全国人大常委会批准了国务院增发国债和中央预算调整方案。中央财政在2023年四季度增发了1万亿元国债，全国财政赤字将由3.88万亿元增加到4.88万亿元，预计2023年赤字率会从3%提高到3.8%左右，成为1994年分税制改革以来财政赤字率最高的一年。根据国务院新闻发布会内容，特别国债主要是落实党中央关于灾后重建的重大任务，但客观上起到了扩大内需的宏观调控作用。中央在中央经济工作会议之前已做出预算调整，提前为基建增速筹集资金，这保证了基建增速将在2024年一季度继续保持强势。特别国债历史上发行灵活、目标多样，现阶段相较其他基建投资融资方式更加展现财政积极性。■



2024年全球信用风险八大展望

文|联合资信 程泽宇 李为峰

一、地缘政治冲突仍将是全球面临的主要风险

拜登政府或继续维持对乌军事支持以及对俄全面制裁，短期内俄乌冲突走向和谈的难度依然较大，2024年美国总统大选将是影响战局中长期发展的重要“变量”

俄乌冲突至今已持续两年时间，2024年以来俄乌双方在战场上的军事对峙依旧持续，但近期出现几点变化：一是俄罗斯凭借自身相对充足的兵源、军事装备供应以及后勤补给，接连拿下马林卡和阿夫杰耶夫卡等战略要地，在战场上夺得一定主动权；二是美国两党对乌克兰的援助分歧较大，尤其是在2024年美国总统大选临近之际，两党就乌克兰问题的斗争进一步白热化，对战局产生较大影响；三是乌克兰受限于自身兵力不足以及欧美援助的不确定性增大，在战场上疲态显现，不得不再次转入防守态势。

从长期看，未来俄乌冲突走向仍取决于大国间的博弈。拜登政府主张全球再平衡战略，依旧希望借助乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和打压，再加上传统中立国芬兰已正式加入北约，从芬兰到波罗的海三国再到乌克兰，使得北约“围堵”俄罗斯的链条将趋于完善。目前，地缘政治发展走势基本符合美国预期，拜登政府或继续维持对乌军事支持以及对俄全面制裁，短期内走向和谈的难度依然较大，俄乌冲突或将持续到2025年甚至更长时间。但美国方面的最大变数是11月的美国总统大选，如果特朗普再次当选美国总统，美国对乌政策将有可能出现重大转变，不排除会开

启和平谈判，从而加快俄乌冲突的结束进程。

巴以冲突和红海危机或将导致中东地区更加混乱，对全球贸易和供应链造成一定扰动

巴以冲突和红海危机或将导致中东地区更加混乱，以色列的强势反攻进一步加剧了当地的社会危机，或引发中东地区极端恐怖势力的暴力事件、人道主义灾难、难民危机等，给整个中东地区带来巨大负面影响和灾难。考虑到红海的特殊地理位置以及胡塞武装组织与伊朗的关系较为亲近，红海危机升级或将增加伊朗自我防御的可能，甚至不排除在突发情况下参与战争，中东地区的和平稳定存在较大不确定性。中东地缘政治风险一旦升级或将对全球贸易和供应链造成一定扰动，同时将导致自身经济结构较为脆弱的部分中东国家贸易活动下降、供应链受阻，进一步加剧其经济衰退风险。

二、多国大选或将对全球政治走势产生深远影响

2024年被称为历史上最大规模的选举年，对全球政治走势产生深远影响，其中美国、欧洲、俄罗斯、印度等国家或地区的选举备受瞩目

2024年全球超过70个国家或地区会进行100多场选举活动，所涉地区约占全球经济产出的60%以上、人口的50%以上，对全球政治格局产生深远影响（见表1）。其中，美国将于2024年11月举行总统大选，根据美国Real Clear Politics网站统计，截至2月29日，特朗普民意调查平均支持率领先拜登2.0个百分点，市场预

期届时民主党候选人拜登将会和共和党候选人特朗普再次对决。特朗普与拜登的执政理念存在较大差异,包括废除奥巴马医改、降低富人税率、对乌克兰援助持怀疑态度等,如果特朗普再度当选将对美国现有政策的可持续性以及国际关系产生较大影响,但是考虑到特朗普深陷多项刑事指控,不排除有无法进入最终大选的可能。

2024年欧洲将迎来多场重要选举,欧盟成员国葡萄牙、比利时、奥地利、罗马尼亚、克罗地亚等国以及非欧盟的俄罗斯、英国、乌克兰等欧洲国家将举行全国性选举。此外,欧洲议会也将于6月迎来换届选举,这是英国“脱欧”后的首场欧洲议会选举,被视为欧洲政治的“风向标”。由于欧洲建制派政党近年来在经济增长缓慢、与俄罗斯“全面硬脱钩”、移民安置等问题上整体表现不佳,极右翼势力和民粹主义可能会在本次选举中卷土重来。

俄罗斯和印度也将于今年迎来大选,现任政府大概率仍将继续执政。俄罗斯总统选举将在3月进行,此次总统选举被看作是俄罗斯民众对特别军事行动的一

次重要选择,市场预期普京大概率以高票最终赢得这次大选,普京继续执政将大概率延续现有政策及对外关系。印度将在4月至5月期间分阶段举行人民院(议会下院)选举,虽然现任总理莫迪所领导的印度人民党已连任两届,但受益于政府改革措施有效落实、经济持续快速增长以及国际地位显著提升,民众对莫迪的支持度较高,预计印度人民党领导的现任联盟政府将赢得选举,政府和政策的连续性将得到保证。

三、全球经济复苏进程缓慢且面临多重挑战

欧美等发达经济体经济韧性较强,但受高利率滞后效应拖累经济增速在2024年有所放缓,日本经济出现复苏迹象,但受全球需求疲软影响依旧承压

展望2024年,美国经济仍具有较强韧性,拜登政府推动以基础设施建设、半导体以及新能源为代表的高新技术产业回流美国,再加上餐饮、酒店、旅游等服务业持续复苏,制造业和服务业的用工需求继续保持旺盛,推动经济进入良性循环。但另一方面,高利率的

表1 2024年全球部分国家大选情况梳理

时间	总统/总理选举	议会选举	总统/总理及议会选举
1月	芬兰	孟加拉国	
2月	阿塞拜疆	巴基斯坦、柬埔寨、白俄罗斯	印度尼西亚
3月	俄罗斯、乌克兰、斯洛伐克	伊朗、葡萄牙	-
4月	-	韩国	-
5月	-	南非	巴拿马、立陶宛
6月	冰岛	欧盟、比利时	墨西哥
9月	-	-	克罗地亚
10月	-	-	格鲁吉亚、乌拉圭、莫桑比克
11月	-	-	美国
12月	塞内加尔	-	加纳
未确定	阿尔及利亚、委内瑞拉、突尼斯、蒙古	英国、印度、奥地利、乌兹别克斯坦、马达加斯加、朝鲜、约旦、捷克	斯里兰卡、罗马尼亚

数据来源:公开资料,联合资信整理

滞后效应会对经济增长造成一定拖累。持续高位的基准利率加剧了企业的经营负担,预计美国2024年经济增速将回落至1.5%~2.0%区间,较2023年的经济增速有所回落(见图1)。

由于欧洲央行利率高企所产生的滞后效应对家庭消费和企业投资造成较大影响,2024年1月欧元区制造业PMI连续第19个月低于荣枯线,欧盟27国消费者信心指数继续下探至-16.2;再加上地缘政治风险持续以及居民游行示威扩大化,社会不稳定因素对经济发展造成一定阻碍,预计2024年上半年欧洲主要经济体经济复苏动力依旧不足,预计欧盟2024年全年经济增速为0.8%左右,保持相对缓慢的复苏节奏。

为扭转日本通货紧缩和经济停滞的局面,日本央行长期奉行负利率政策,超宽松的货币政策提振了企业经营、对外贸易和居民消费,服务业PMI自2022年8月以来连续18个月处于荣枯线以上。目前日本物价温和通胀,房地产市场逐步回暖,股票市场更是创34年来新高,经济已经出现一定复苏迹象。但考虑到日本经济较为依赖对外贸易,受全球经济需求疲软影响,削弱贸易对经济的拉动作用,再加上日本央行或于年内推进货币政策正常化,令经济复苏有所承压。

印度或成为拉动全球经济增长的火车头,部分亚洲新兴经济体绽放经济活力

印度经济强势增长主要依托于人口红利和深度参与国际供应链,庞大的人口规模为印度提供了廉价的人口红利和消费市场,同时借助中美之间经济“脱钩”和中国产业链升级的机会,吸引了全球大量产业向印度转移。此外,印度政府采取了一系列积极的改革举措,这些措施将有助于促进出口并推动国内制造业发展。预计2024年印度经济增速将保持在6%左右,或成为拉动世界经济增长的火车头。

以沙特为代表的“资源导向型国家”凭借自身资源充足的禀赋优势,在俄乌冲突爆发后经济快速增长。考虑到全球原油供给依旧缺乏弹性、地缘政治动

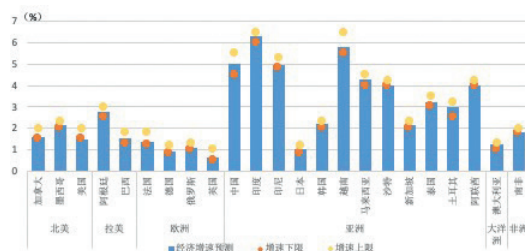
荡对能源供给端造成扰动,预计2024年以沙特为代表的产油国经济仍将保持稳定增长,但考虑到外部需求疲软以及能源价格回落,增幅较去年有所下降。“雁阵模式”向下转移的国家存在一定短期替代机遇。以越南为例,在欧美以及中国等国家产业转移的背景下,越南积极发挥自身资源禀赋优势并大力发展劳动密集型工业,吸引电子产品、纺织品服装、鞋等行业外商投资建厂,目前“越南制造”已驰名全球,有助于加强投资对经济的拉动作用,预计以越南为代表的东南亚新兴经济体2024年经济将继续保持高速增长。

四、多国央行的货币政策有望转向宽松

欧美央行对于货币政策的转向仍较为谨慎,预计最早可能在今年6月转向降息,年内或累计降息2~3次

虽然全球基于大宗商品价格走高和供应链紧张而造成的供给侧通胀得到一定缓解,但考虑到通胀粘性问题,欧美央行对于货币政策的转向仍较为谨慎。由于美国刚性支出的通胀粘性依旧存在,美联储有必要再延续一段时间高利率政策以防止通胀反弹。因商业服务业、贸易运输、建筑等行业的人才招聘供不应求,强劲的劳动力市场继续支撑美联储将利率维持在较高水平。美联储在通胀尚未完全控制之前货币政策或难言转向,美联储1月议息会议连续第四次将基准利率维

图1 全球主要国家2024年实际GDP增速预测



数据来源: 联合资信整理

持在5.25%~5.50%区间,市场预期美联储3月降息的可能性大幅降低,最早可能在今年6月转向降息,年内或累计降息2~3次(见图2)。

受益于国际能源价格回落,2024年1月欧盟27国的调和CPI同比增幅降至3.10%,其中能源价格大幅回落10.85%,但烟草、食物等刚性支出商品价格的同比增幅较大。考虑到欧盟的通胀粘性依旧持续以及欧洲多起罢工抗议或推动劳动力成本上涨,欧洲央行对货币政策调整采取谨慎的态度,1月欧洲央行议息会议连续第三次维持三大主要利率不变。但高利率已经对欧盟经济产生挤出效应,预计欧洲央行会跟随美联储的脚步进行货币政策调整,最早或于6月转向降息,年内或累计降息2~3次。

日本央行有望于2024年结束负利率政策,多数发达经济体有望跟随欧美央行节奏逐步转向货币宽松政策,新兴经济体的货币政策或出现一定分化

日本央行长期奉行超宽松的逆周期货币政策,自2016年2月起一直将政策目标利率维持在-0.1%的负利率不变。2023年以来,日本央行货币政策释放出调整信号。经济学家植田和男正式出任日本央行行长,其上任后调整收益率曲线控制(YCC)政策。另一方面,随着2023年日本经济增速回升,日本劳动力市场转暖,出现了工资成本推动型温和通胀,带动CPI增幅上涨至3.2%,创1991年以来新高。日本央行有望于2024年采

取较为温和谨慎的调整方式来结束负利率政策,短期内发生货币政策“急速转弯”的可能性较低,预计日本央行将沿着“调整YCC政策、退出YCC政策、退出负利率政策”的步骤,稳步走向货币政策正常化的道路。

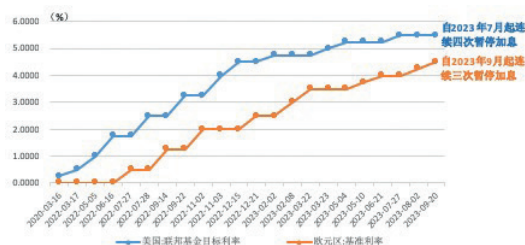
美联储货币政策的调整牵动着全球央行的货币政策节奏,目前英国、瑞典、瑞士、挪威、澳大利亚以及韩国等发达经济体央行已经纷纷采取暂停加息举措,预计2024年这些央行会跟随欧美央行节奏逐步转向货币宽松政策。但是,新兴经济体的货币政策可能出现一定分化,主要是因为2022年3月以来美联储强势加息导致多数经济体的对美利差收窄甚至出现倒挂,进而引发这些经济体的资本外逃和币值震荡。如果今年美联储转向降息,会压缩热钱在美国与新兴经济体之间的套利空间,新兴经济体央行的货币政策可以更倾向于服务自身经济,预计在货币政策调整上或出现一定分化。

五、高利率环境下全球债务问题持续凸显

全球债务规模再创历史新高,新兴市场国家和发达国家债务水平走势出现分化,2024年仍有再度走高的可能

2023年,尽管全球央行加息潮仍在持续,但在强劲的再融资需求推动下,全球债务规模同比激增逾15万亿美元至313万亿美元,时隔一年再创历史新高。增加的债务中有一半以上来自于发达国家,主要由美国、法国、德国等大国推动,但得益于发达国家经济增长好于预期,截至2023年底发达国家债务占GDP的比重则同比回落7.6个百分点至376.5%,接近于新冠疫情爆发前的水平(见图3)。另一方面,新兴市场国家的债务压力则持续加大,其债务占GDP的比重同比上升7.2个百分点至255.3%,突破了2021年初创下的历史高点,其中印度、阿根廷、俄罗斯、马来西亚等国债务水平增幅较大。

图2 美联储和欧洲央行货币政策调整情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

在欧美央行有望开启降息周期的预期下, 2024年以来全球各国的借贷意愿持续升温, 推动全球市场出现发债热潮。1月, 美国投资级企业发债规模达到1760亿美元, 超过了2017年1月创下的约1750亿美元的历史同期纪录; 欧洲地区政府和企业发债规模超过3500亿欧元, 创下历史同期最高记录; 包括沙特阿拉伯、墨西哥、匈牙利、罗马尼亚在内的新兴市场国家发债规模达到470亿美元, 同样创下历史同期新高。如果这种情况持续下去, 发达国家尤其是欧洲地区近年来的去杠杆化进程可能会被扭转, 新兴市场国家的债务水平或将持续走高。

在融资成本有望维持相对高位的背景下, 部分外债压力较大且外汇储备不足的国家违约风险预计将持续上升

自2020年以来, 共有10个发展中国家出现了18起主权债务违约事件, 这比此前20年记录的总和还要多。2023年, 埃塞俄比亚因未能支付3300万美元的国际债券利息首次陷入主权债务违约, 而加纳、斯里兰卡、赞比亚等国的主权债券重组谈判几乎没有进展。展望2024年, 尽管欧美央行有望开启降息周期, 但在通胀韧性仍存的背景下, 降息的时点及幅度可能会不及预期, 预计债券市场融资成本仍将维持在相对较高水平, 部分外债压力较大且外汇储备不足的国家违约风险预计将持续上升。截至2023年9月底, 共有10个发展中国

家外汇储备对外债的覆盖程度不足四分之一, 其中巴基斯坦更是不足10%, 其外债能否按时偿还将在很大程度上取决于国际货币基金组织 (IMF) 等方面的外部援助 (见图4)。

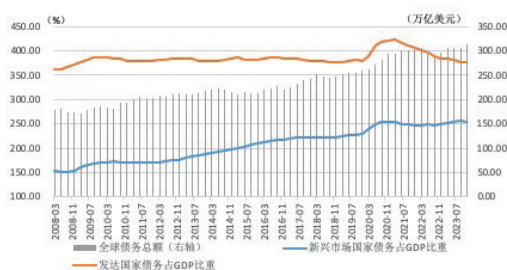
六、房地产市场风险外溢不容忽视

全球房地产市场或迎来拐点, 但部分国家可能存在一定“泡沫化”风险

2020年新冠疫情爆发后, 各国央行均出台了不同程度的宽松刺激政策以推动经济复苏, 但同时也为房价上涨提供了动力, 包括美国在内的多个国家房价突破了2008年次贷危机前创下的高点。随着2022年以来欧美央行开始收紧货币政策及房贷利率的持续上涨, 多国房价出现了一定程度的回落。但自2023年下半年欧美央行逐步放缓加息节奏以来, 房贷利率开始见顶回落, 房地产市场有所反弹, 这一增速在2023年三季度回升至2.1%, 全球房地产市场或迎来拐点。

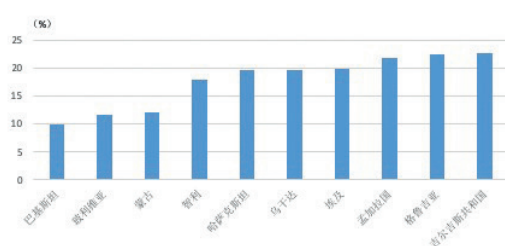
展望2024年, 欧美央行的降息预期有望为房地产市场提供一定支撑, 但全球经济增长放缓、通胀及建筑成本下降等因素或将对房价上涨造成一定限制。总体来看, 预计2024年全球房地产市场有望呈现温和复苏态势。此外, 部分前期房价涨幅较大的国家可能存在一定的“泡沫化”风险, 央行降息不及预期、地缘政

图3 全球债务规模及占GDP比重变化情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 外汇储备对外债覆盖程度较低的部分发展中国家



注: 数据统计截至2023年9月末; 数据样本中不包含已经违约的发展中国家
数据来源: IMF, 世界银行, 联合资信整理

治风险事件等不确定因素可能会引发房地产市场的大幅下行,相关风险或将外溢至其他经济部门甚至更多国家和地区。

欧美地区商业地产减值及再融资风险上升可能会传导至银行业,或再度引发银行业危机

与住房地产相比,商业地产尤其是办公楼受新冠疫情及其之后的居家办公浪潮影响更大,且对利率变化更加敏感。地产数据供应商GreenStreet的数据显示,自2022年二季度创下历史高点以来,美国和欧洲的商业地产价格至2023年底均下跌了24%左右,已经接近或跌破疫情爆发初期时的低点(见图5)。价格大幅下跌叠加基准利率上升使得商业地产估值大幅下降,再加上一些老旧办公楼还需要额外投资用于修缮升级,一些业主直接将“资不抵债”的商业地产扔给了此前提供贷款的银行。在2023年硅谷银行暴雷引发的银行业危机中,第一共和银行破产正是与商业地产贷款有关,其2022年年报显示房地产抵押贷款业务上的浮亏高达193亿美元,仅此一项就超过其总股本(174亿美元),而2024年年初纽约社区银行“爆雷”也与商业地产贷款损失拨备大幅提高有关。

另一方面,到2025年底前,欧美市场大概有2.2万亿美元的商业地产贷款将面临到期,而在基准利率有望维持相对高位的情况下,这些商业地产面临的再融资风险将大幅上升,可能会引发违约或拖欠潮。彭博

社近期的一项调查发现,美国有22家资产规模在100亿到1000亿美元的区域银行所持有的商业地产贷款是其资本的三倍以上。如果未来一段时期内商业地产违约率大幅上升,相关风险预计将迅速传导至银行业,或将再度引发银行业危机。

七、全球供应链和产业链将加速重构

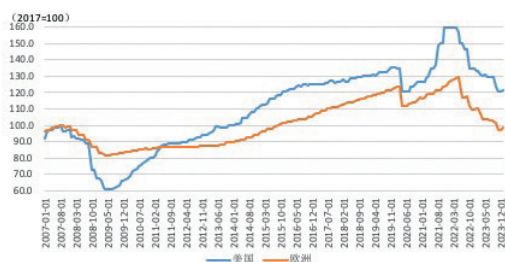
地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义,欧洲在俄乌冲突爆发后加速供应链和产业链调整,或对亚洲的产业“雁阵模式”造成较大冲击

美国自2018年通过“美国优先”、关税保护、制造业回流等举措开启逆全球化节奏,美国政府相继发布多项行政法令与政策,对其在制造业、国防工业等重点领域的供应链安全、对国外依赖程度以及具体应对策略等进行了全面评估,以应对激烈的国际竞争。2022年拜登政府实行更为严格的供应链转移计划,同年8月美国总统拜登签署《通胀削减法案》,出台包括高额补贴在内的大量激励措施,以推动电动汽车和其他绿色技术在美国本土的应用,这一方案将加剧欧洲工业生产萎缩,迫使欧洲企业将生产线转移至美国。

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

东亚地区从传统的由日本作为“头雁”的“雁阵式”产业体系,演变为以中国为主要供需价值链核心的

图5 美国和欧洲商业地产价格指数变化情况



数据来源: Green Street, 联合资信整理

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

八、科技革命和绿色可持续是未来发展的主基调

全球新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇，预计会进一步影响全球经济格局和产业更迭

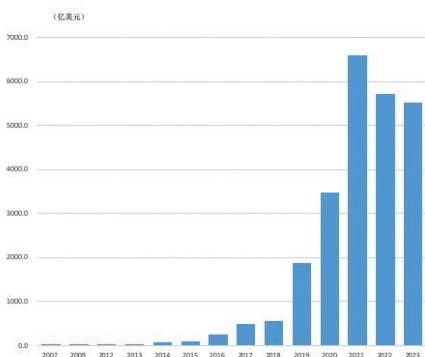
第四次工业革命基于人工智能、数字化、智能化技术高新技术的突变促进人类技术迭代，使得传统制造环节的劳动力成本作用降低，技术、数据等要素的权重提高，全球产业链垂直一体化分工体系重新调整和组合。全球新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇，人工智能、商业航天、量子科技、生物制造等领域技术加快突破，绿色可持续发展推动生产消费加速

转型，这些将以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力，为 global 经济发展注入动力。

可持续发展和绿色发展是全球经济的主基调，ESG因素在全球债券市场中的作用愈发显著

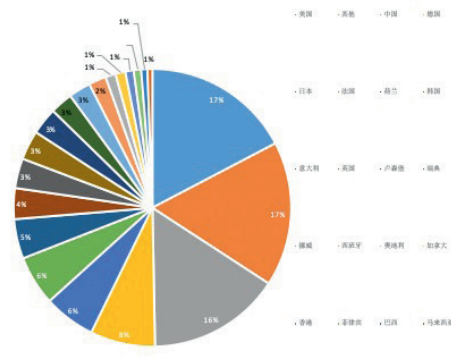
2023年全球ESG债券发行规模达到5,512亿美元，占全球债券市场的比重为5.6%，在去年高基数效应下回落约3.7个百分点，主要是因为全球主要央行继续采取紧缩的货币政策，相比于发行普通公司债，ESG公司债的优势有所减弱。全球ESG债券市场呈现欧盟、美国、中国多元引领发展格局（见图6、图7）。2023年，美国发行ESG债券规模占比最高（17.3%），主要是因为气候问题在美国的政策议程中占据重要地位，政策助推美国ESG债券市场增长提速。中国的ESG债券发行规模占比位居世界第二（15.5%），在“双碳”目标下，中国ESG债券市场拥有较大的发展潜力。欧洲ESG债券市场在俄乌冲突、高通胀、持续加息、经济衰退担忧等风险因子持续演绎的背景下仍然吸引资金持续净流入，德国、法国、荷兰、英国等欧洲国家的ESG债券发行规模占比均稳居世界前列，合计占比超过20%。从长远看，随着越来越多的公司承诺减少碳排放，国际投资者对新兴经济体ESG主题债券的兴趣也有所上升。■

图6 全球ESG债券发行情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图7 2023年全球ESG国家分布



数据来源：Wind，联合资信整理

时隔17年日本央行首次加息, 对全球资本市场影响几何?

文|联合资信 程泽宇

当地时间2024年3月19日, 日本央行召开货币政策会议决定结束负利率政策, 这是日本央行近17年来首次加息, 也标志着日本维持了约11年的超宽松货币政策开始走向正常化。

日本央行采取较为温和谨慎的政策调整方式, 沿着“调整YCC政策、退出YCC政策、退出负利率政策”的步骤, 稳步走向货币政策正常化的道路

为了扭转1990年以来日本经济停滞和通货紧缩的局面, 2012年12月安倍晋三再度出任日本首相后推出“安倍经济学”超宽松的经济刺激计划, 通过“三箭齐发”让日本经济摆脱“通缩心态”并重回经济增长态势。安倍政府任用黑田东彦出任日本央行行长, 2013年4月黑田东彦推出质化和量化宽松政策(QQE), 进一步扩大量化宽松政策(QE)时期的国债购买规模, 并承诺长期持有已经购入的国债并保证在实现2%的通胀目标之前不会改变该项政策。2016年9月黑田东彦在QQE的基础上引入国债收益率曲线控制(YCC)政策, 日本央行一直将10年期日本国债收益率的波动目标区间设定在0%附近, 并将此作为维持整体市场低利率的重要手段。

为防止经济走向过热、释放汇率贬值压力以及增加债券市场的流动性, 日本央行采取较为温和谨慎的政策调整方式, 沿着“调整YCC政策、退出YCC政策、退出负利率政策”的步骤, 稳步走向货币政策正常化的道路。2022年12月, 日本央行宣布放宽YCC目标收益率由 $\pm 0.25\%$ 上调至 $\pm 0.5\%$ 左右; 2023年4月, “平

衡派”经济学家植田和男正式出任日本央行行长, 标志着日本央行逐步开始调整持续十余年之久的量化宽松政策; 2023年7月, 日本央行宣布进一步调整YCC政策, 在允许10年期日本国债收益率在目标水平 $\pm 0.5\%$ 左右波动的情况下, 以区间上限为参考, 更加灵活地进行收益率曲线控制, 此举旨在放松YCC上限至1.0%左右; 2024年3月, 日本央行决定结束YCC政策, 同时将政策利率由-0.1%提高至0%~0.1%区间, 并停止购买交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金, 标志着日本维持了十余年的超宽松货币政策走向正常化(见图1)。

本次日本央行退出长达十余年的负利率货币政策, 主要是为了缓解日本的粘性通胀、释放日元贬值压力以及增加日本债券市场的流动性

随着2022年全球主要央行转向强势加息, 日本央行持续宽松的逆周期调节政策暴露出一些负面效

图1 2020年以来日本10年期国债收益率走势



数据来源: Wind, 联合资信整理

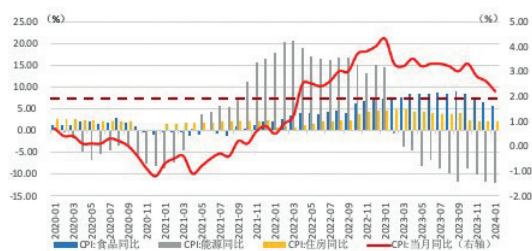
应, 货币政策亟待调整。具体来看, 一是持续走高的粘性通胀与超宽松货币政策存在一定矛盾。2022年俄乌冲突引发大宗商品价格飙升, 由于日本严重依赖大宗商品进口, 3月能源CPI同比增幅攀升至20.8%的历史新高, 相应带动日本的物价水平由通货紧缩逐步转为通货膨胀。之后随着全球供应链修复以及地缘政治风险回落, 能源价格得到显著抑制, 日本能源CPI同比增幅在2023年2月以后转为负数。但由于日本劳动力市场转暖, 出现了工资成本推动型温和通胀, 叠加食品及住房等价格走高, 粘性通胀支撑日本物价保持高位, 2024年1月日本CPI增幅为2.2%, 已经连续22个月高于日本央行2%的通胀目标(见图2)。持续走高的刚性通胀会抬升市场的通胀预期, 相应带动债券收益率上行, 与日本央行超宽松的货币政策存在一定矛盾。此外, 日本春季薪资谈判初步结果出炉, 日本最大工会Rengo宣布, 其下属工会在今年的工资谈判中争取到平均5.28%的总工资涨幅, 高于上一年的3.8%, 创近30年来的最大涨幅。日本工会年度薪资谈判结果强劲, 意味着日本有望实现工资一通胀的良性循环, 因此可持续的工资增长助推日本央行结束负利率政策。

二是日美利差严重倒挂加剧了日本资本外流以及日元贬值。随着2022年全球主要央行转向强势加息, 日本央行持续超宽松的逆周期调节政策增大了

金融市场的套利压力。截至2024年3月15日, 1年期、5年期、10年期日美国债利差由疫情前(2020年初)的-166个、-175个和-183个BP纷纷走扩至-499个、-394个和-351个BP, 不同期限债券利率之间以及现货和期货市场之间的套利空间愈发显著, 加剧了日本的外资流出压力(见图3)。2022年日本资本和金融项目中的证券投资流出超26万亿日元, 受此影响美元兑日元汇率一度飙升至150以上, 年内日元贬值超15%。2023年日元继续保持贬值态势, 11月14日日元汇价更是跌至33年来的最低水平, 进一步加剧日本的输入性通胀压力。

三是日本国债交易活跃度下滑, 对日元信用和金融体系造成直接冲击。为维持YCC政策, 日本央行需要大幅购买国债以保持低利率水平, 导致日本央行持有国债占比由2012年末的10%左右逐步飙升至2023年末的55%(见图4)。随着日本央行持有国债比例的持续上行, 债券市场其他主体持有的国债比例相应下降, 并且有相当一部分比例的国债被银行和保险公司等机构以持有到期为目的, 导致国债交易活跃度持续下滑, 且国债定价被严重扭曲。再者, 日本央行流动性供给的50%左右直接流入财政, 导致日元脱离了市场流动性, 引发了挤出私人投资者、加剧市场流动性枯竭的担忧, 长此以往会对日元信用和金融体系造成直接冲击。

图2 2020年以来日本的通胀结构及走势



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2020年以来各期限日美利差及日元汇率走势



数据来源: Wind, 联合资信整理

日本央行退出负利率政策会在一定程度上削弱政府的债务可持续性 & 偿付能力，还会加速日本投资组合从海外债券转向日本本国债券，但考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控

为配合“安倍经济学”的实施，日本政府常年采取扩张型财政政策，尤其是新冠疫情暴发后，日本政府先后通过了总规模达235万亿日元（约合2.1万亿美元）的紧急经济救助计划，导致政府债务攀升至历史新高。截止2023年末，日本一般政府债务规模已经攀升至1,500万亿日元，相当于GDP的比值超过255%，债务压力位居全球前列。受益于超宽松的货币政策，疫情以来日本政府年度债务利息相当于GDP的平均比值仅为0.5%左右，2023年日本政府利息费用更是下降至7,756亿日元，较2022年减少近60%（见图5）。本次日本央行退出负利率政策，虽然仅仅加息10个BP，但依旧对庞大的存量政府债务产生巨大影响。目前，日本财政收入对政府债务的保障能力已经不足15%，如果日本央行逐步提升基准利率，在日本政府庞大的债务规模下，每年政府利息支出将会大幅增长，直接削弱政府的债务可持续性 & 偿付能力。

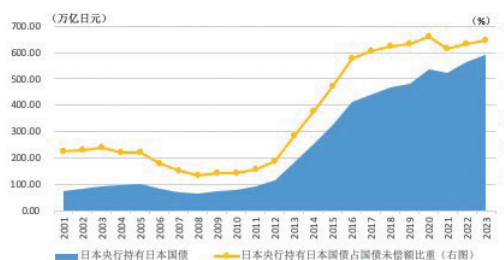
另一方面，日本货币退出负利率政策会加速日本投资组合从海外债券转向日本本国债券，短期内或对美国、欧洲以及澳大利亚等国的国债造成一定回撤冲

击。日本央行退出负利率政策会带动日元汇率与日本国债收益率双双上涨，无形间大幅压缩日元利差交易的实际收益，带动借贷资本纷纷回流日本，国际清算银行（BIS）数据显示，截至2022年末，日本商业银行出借国际投资者的海外敞口总规模约为2万亿美元。考虑到日本投资者不但持有巨额美国国债，还买入大量欧洲与澳大利亚等高收益国债，若日本国债收益率继续回升会导致日本与其他国家之间的国债利差持续缩小，或导致日本投资者纷纷抛售美国、欧洲、澳大利亚等高收益国债将资金回流国内，无疑将加剧全球国债收益率上涨压力。但考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控。

日本央行温和的货币调整策略对资本市场的影响较小，短期内日本股市依旧波动向好、汇率调整幅度较为有限，但中长期日本股市存在一定调整压力，且日元有望重回升值区间

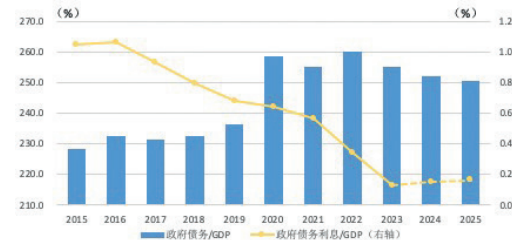
日本10年期国债收益率对全球资产定价起到“锚定”作用，由于日本是当下全球唯一一个仍在执行零/负利率的主要发达经济体，日元作为全球利率洼地，具备避险货币和零成本货币的属性。而美联储的联邦基金利率已经在多次加息后上升至5.25%~5.50%区间，日本央行超宽松的货币政策衍生出日本国内可投金融

图4 日本央行持有国债情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2015年以来日本政府债务及利息变化情况



注: 2024年和2025年数据为预测值

数据来源: IMF, 联合资信整理

资产收益率低下、日元汇率持续走低等问题，越发彰显出海外金融资产的套利空间，因此国际资金通常会以低利率在日本借入日元并在全球其他市场买入高回报资产来进行套利。

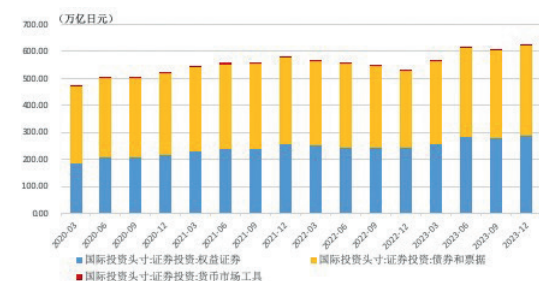
日本是全球重要的债权国，截至2023年四季度末，日本国际投资头寸的证券投资规模达到628万亿日元（约合4.2万亿美元），创2003年有数统计以来新高，其中证券和票据投资头寸最高（345万亿日元），其次为权益类投资头寸（289万亿日元）（见图6）。不难看出，日本庞大的国际投资头寸将会对全资本市场产生较大影响。目前正处于日本央行和美联储均走向货币政策调整的关键节点，考虑到日美央行的调整节奏均较为谨慎，预计2024年日美央行利差的收窄幅度控制在100个BP以内，且二季度发生资本大幅跨境调整的可能性很小，但三季度后跨境流动将会逐步增多，预计2025年日美利差会进一步收窄，或引发明显的国际资本布局调整。

从外汇市场看，因日元长期处于贬值通道而成为低成本的融资货币，国际投资者通常会借入日元为购买高收益资产提供资金，本次日本央行退出负利率政策将直接影响日元的供需。从短期看，在3月利率决议前，美元兑日元的一周隐含波动率已经跃升至11.64%，为1月5日以来的最高水平，同时用于对冲日元升值风险的美元兑日元一周风险逆转指数也大幅走

高，说明市场已经准备应对日元可能走高带来的汇率风险。再者，加息同时日本央行也表示，鉴于世界第四大经济体的脆弱增长，其“预计宽松的金融状况将暂时维持”，不会激进加息，温和的货币调整策略对日元外汇市场的短期冲击较小。因此，在日本央行宣布退出负利率政策的当天，美元兑日元汇率一度走高至150，并未出现日元走强的趋势。考虑到日本央行发生货币政策“急速转弯”的可能性极低，日元汇率不具有急速攀升的风险，因此短期内日元会以双向波动为主，但调整幅度较为有限。从长期看，随着日本央行逐步收紧货币政策和美联储加息周期走向尾声，两国央行货币政策会逐步开启逆周期调节，届时会在一定程度上吸引资金从美元等外国资产回流日本，带动日元重回升值区间，相应美元有所承压，或进一步削弱美元资产的投资价值。

从股票市场看，本次日本央行小幅加息10个BP的象征意义大于实际意义，短期内由于日股的经济基本面保持稳定，故日本股市受日本央行货币政策调整的影响很小。在日本经济走出“失落的三十年”的主基调下，投资者情绪依旧较为乐观，在日本央行退出负利率当天日经225指数突破40,000点，最终收涨0.66%，预计短期内日本股市依旧波动向好。从中长期看，考虑到日本经济较为依赖对外贸易，受全球经济需求疲软影响，或削弱贸易对经济的拉动作用，叠加日本央行推进货币政策正常化，或令日本经济复苏前景承压，对日本股市上涨造成一定阻碍。再加上美联储以及欧洲央行会逐步转向货币宽松，有助于提振投资者的风险偏好，预计部分日本的风险资金会从日本股市流出，流向有降息支撑的欧美股市，并对其他国家的风险资产产生一定传导效应。■

图6 2020年以来日本国际投资头寸证券投资的变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

2024年政府工作报告中房地产相关内容点评

文|联合资信 朱一汀 卢 瑞

2024年政府工作报告（以下简称“报告”）延续了2023年将有效防范房地产风险作为工作重点的基调，提出要标本兼治化解房地产风险，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。考虑到当前房地产市场供求关系已发生重大变化，报告指出要完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求，推动“三大工程”相关建设，以适应房地产发展新模式。

标本兼治化解房地产风险

点评：目前房地产行业风险以房企债务风险及项目交付风险为主。从2023年政府工作报告中表明房地产市场风险隐患较多，到2024年报告首次提出要标本兼治化解房地产风险，在过去这一年中房地产行业经历着底部运行状态，局部地区“保交付”压力大，部分

房企的风险隐患仍为突出。为从根源化解房地产行业潜在风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线，2023年以来市场整体延续宽松的调控政策；在前期政策的铺垫下，各地加大政策松绑力度，对房地产企业融资支持政策和项目纾困资金的释放也在陆续落地和执行（见表1）。

优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展

点评：在改善融资环境方面，早在2022年底“金融16条”等利好政策集中释放，2023年以来多家民营房企通过借助中债增或其他金融机构担保的形式，恢复一定再融资渠道，但民营房企融资难的问题没有得到根本解决。此次报告中提出“对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持”，视为前期政策的延续，但相比2023年10月中央金融工作会议内容

表1 近三年政府工作报告房地产相关表述对比

领域	2022年	2023年	2024年
房地产调控政策	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位；稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展	优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展
保障性住房	坚持租购并举，加快发展长租房市场；推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求	加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题	完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求；加大保障性住房建设和供给
城中村及老旧小区改造	有序推进城市更新，开展老旧建筑和设施安全隐患排查整治，再开工改造一批城镇老旧小区，支持加装电梯等设施，推进无障碍环境建设和公共设施适老化改造	加快推进老旧小区和危旧房改造	推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造；推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题，加强无障碍、适老化设施建设

资料来源：联合根据公开资料整理

的“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，报告增加了“给予支持”，即强调要将支持民营房企融资落到实处，有效改善民营房企融资困境。2024年1月以来各地积极落实房地产融资协调机制，对符合救助条件的项目给予不同程度资金支持、增强项目流动性。根据公开资料，包括世茂集团（16个项目入围，部分项目已落实融资并回款）、融创（超90个项目入围）、华夏幸福（36个项目申报，拟申请融资金额约87亿元）、绿地集团（49个项目入围，拟融资金额185.60亿元）、花样年（所有项目均已申报）、碧桂园（217个项目入围且已有项目获得银行放款批复）、奥园（多地项目入围）及远洋集团（约40个项目入围，已落地10亿元融资支持）在内的多家民营及混合所有制房企融资需求得到一定程度支持与满足；然而，上述政策依旧秉持“救项目不救主体”的原则，对房企自身融资需求的支持有限。目前房地产市场景气度仍处于低位且房企面临“保交付”压力，融资支持政策的持续性与落地效果有待观察。

加快构建房地产发展新模式

1. 加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。

2. 稳步实施城市更新行动，推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。

点评：在2022年之前，政府工作报告中对房地产发展新模式使用了“探索”一词，随着2023年7月中央政治局会议定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化”以来，房地产行业发展已迈入新起点，需“加快”构建房地产发展新模式。“加大保障性住房建设和供给”是《关于规划建设保障性住房的指导意见》中两大目标之一的延续，保障性住房的发展将是未来地产新模式的重要内容，有望形成房地产市场“保障房+商品房”双轨运行机制，或将对刚需市场产生较大分流，房地产市场去化压力或将进一步加剧，商品房竞争格局也将发生转变。在“完善商品房相关基础性制度”的要求下，过去采用的土地出让制度和商品房预售制度等或将加以修改和调整以适应未来发展新模式。在“满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求”方面，2024年以来，四大一线城市实施多年的限购政策接连放松，信号意义明显；短期看，一线及核心二线城市需求端仍有进一步刺激空间，但长期看，改善居民收入预期才是关键所在。此外，随着5000亿元PSL的投放，“三大工程”建设将迎来更多资金支持，对目前持续低迷的房地产市场将起到一定提振作用。■



金融租赁行业发展迎来新阶段——浅析《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》对金融租赁公司未来发展的影响

文|联合资信 林璐 王从飞

近期，国家金融监督管理总局就《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》（以下简称“新《办法》”）公开征求意见。新《办法》较现行的《金融租赁公司管理办法》（以下简称“原《办法》”）在公司治理、股权管理、关联交易管理等方面的监管制度与现行监管法规制度进行了衔接更新，另一方面结合金融租赁行业发展的实际情况，补充完善了风险管理和经营规则等相关内容，为支持和促进金融租赁行业高质量发展创造良好外部环境，但同时也对金融租赁公司的未来发展提出更高要求。

新《办法》尚未正式定稿发布，未来实际正式发布的文件可能存在部分修订，但目前版本对金融租赁公司未来的监管导向仍有很大借鉴和参考意义。

一、公司治理及内部控制层面

监管部门对设立金融租赁公司的管理有收有放，一方面放宽了金融租赁公司主要发起人类型，另一方面显著提高了对主要发起人财务实力、持股比例等方面的要求以及金融租赁公司的注册资本门槛，有利于明晰金融租赁公司的大股东和实际控制人，压实股东责任，调动股东积极性，加大股东与金融租赁公司的业务联动，深化产融结合，更好发挥融资租赁功能优势。

与原《办法》相比，新《办法》拓宽了金融租赁公司的主要发起人类型，在境内外商业银行、境内制造业大型企业及境外融资租赁公司三类原有发起人的基

础上，新增境外制造业大型企业及国有金融资本投资、运营公司两类发起人，着力推进金融高水平开放。允许境外制造业大型企业作为发起人，一方面体现出国家鼓励生产制造适合开展融资租赁业务产品的大型企业成为金融租赁公司股东，另一方面与当前稳步推进对外开放工作的政策步调保持一致。

在放宽主要发起人类型的同时，新《办法》倡导更具财务实力的企业作为金融租赁公司的主要发起人，提高了对主要发起人的总资产、营业收入、连续盈利年限等指标要求，且部分指标相较原《办法》有较大提升（见表1）。从内外资发起人角度来看，新《办法》对外资发起人门槛的提高幅度等于或小于内资机构，有利于吸引国外资本投资我国金融租赁行业。

新《办法》还将主要发起人的持股比例要求由不低于金融租赁公司全部股本的30%提高至51%。这不仅有利于明确金融租赁公司的大股东和实际控制人，防范股东通过代持、隐瞒一致行动关系等方式规避监管、违规操控甚至掏空金融租赁公司等问题，而且有利于压实股东责任，避免因股权分散而出现公司治理僵局、机构出现风险后股东互相推诿扯皮、风险处置责任悬空等问题；同时，有利于调动股东积极性，更好发挥融资租赁特色功能、促进股东产品销售、加快资金回收、深化产融结合等作用。

新《办法》还将金融租赁公司的最低注册资本金要求由1亿元人民币增加至10亿元人民币，以提高金融租赁公司的设立门槛和风险抵御能力。

表1 金融租赁公司发起人条件变化内容一览

发起人类别	主要变更内容
主要发起人	1. 新增在中国境外注册的、主营业务为制造适合融资租赁交易产品的大型企业以及依法设立或授权的国有金融资本投资、运营公司可作为主要发起人 2. 主要发起人的出资比例由不低于拟设金融租赁公司全部股本的30%提高至51%
商业银行发起人	1. 新增监管评级良好 2. 最近1个会计年度末总资产不低于8000亿元人民币提高至80000亿元人民币 3. 新增权益性投资余额原则上不得超过本行净资产的50% (含本次投资金额)
大型企业发起人	1. 最近1个会计年度的营业收入不低于50亿元人民币提高至500亿元人民币 2. 最近1个会计年度末净资产不低于总资产的30%提高至40% 3. 连续盈利的会计年度由最近2个提高到3个 4. 新增权益性投资余额原则上不得超过本公司净资产的40% (含本次投资金额) 5. 新增国有企业股东报表数据认定规则
境外融资租赁公司发起人	1. 最近1个会计年度末总资产不低于100亿元人民币提高至200亿元人民币 2. 新增权益性投资余额原则上不得超过本公司净资产的50% (含本次投资金额)
国有金融资本投资、运营公司发起人	此类发起人需满足的特殊条件主要包括： 1. 最近1个会计年度末总资产不低于8000亿元人民币或等值的可自由兑换货币，且注册资本不低于100亿元 2. 最近2个会计年度连续盈利 3. 所控股的金融机构监管评级良好

资料来源：国家金融监督管理总局，联合资信整理

随着公司治理等方面的监管要求逐步完善，金融租赁公司内外部制约机制不断优化，有助于金融租赁公司与其股东开展良性互动，减少公司治理乱象的发生；另一方面，由于股东受到的约束及需要承担的责任变多，部分股东或将选择退出，这将导致股权变动增多，但也会促进股权结构优化。

公司治理不完善现已成为金融市场乱象的主要表现形式，是引发金融风险的重要源头之一。为加大对公司治理乱象的整治力度，近年来国家不断完善公司治理、股权管理、关联交易管理等方面的监管法规和制度。在此背景下，新《办法》在做好与现行监管法规制度衔接的基础上，结合金融租赁公司的组织形式、股权结构等特点，新增“公司治理”等章节，明确了党的领导、股东义务、公司治理架构、薪酬管理及信息披露等方面的监管要求。

股东义务方面，新《办法》对金融租赁公司股东应履行的义务进行了明确与细化，特别提出股东应如实向金融租赁公司告知自身经营及财务状况、股权结构

及变化情况、一致行动人及关联方情况、所持股权是否涉及诉讼仲裁或质押情形等，从而强化股东约束。

关联交易方面，新《办法》在严管不正当关联交易的同时，建立差异化的关联交易监管规则。一方面，新《办法》细化了关联交易管理要求，同时完善了对重大关联交易的定义。另一方面，新《办法》明确了关联交易管理的豁免情形，比如对金融租赁公司、独资专业子公司与项目公司之间的资金往来予以监管豁免，以支持通过项目公司模式开展融资租赁业务；再比如对金融租赁公司从股东及其关联方获取的各类融资予以适当豁免，放宽股东对金融租赁公司的流动性支持；此外，新《办法》的新闻通稿中还提及，对金融租赁公司采购股东生产的设备资产予以程序性豁免，更好支持制造业企业下游企业购置设备。可见，对于关联交易，监管坚持以严为主的态度，打击利用关联交易进行利益输送等违法违规行为，同时通过监管豁免等方式进行差异化管理，鼓励股东为金融租赁公司提供必要的支持。

二、业务经营层面

金融租赁公司将采取业务分级监管,其经营范围划分为基础业务和专项业务,根据不同的监管评级结果,获准开展的业务范畴实施区分,优质金融租赁公司可以开展的业务范围更广,行业分化或将加大。

新《办法》将金融租赁公司的业务范围划分为基础业务和专项业务,按照业务风险程度及所需专业能力差异,对金融租赁公司实行严格的业务分级监管。新《办法》将固定收益类投资以及融资租赁相关咨询服务从基础业务中剔除,作为符合条件的金融租赁公司可以开展的专项业务;同时将发行非资本类债券纳入基础业务范围,原则允许所有金融租赁公司发行非资本类债券,而发行资本补充工具作为专项业务,以支持优质金融租赁公司拓宽资本补充渠道。

金融租赁公司需加强对租赁物的适格性管理及价值评估管理,严禁新增非设备类售后回租业务,大力发展直租业务;监管部门对金融租赁公司新增业务中售后回租业务采取限额管理,但从目前行业情况来看,行业改革转型难度及压力较大;但同时,监管部门也为未来金融租赁公司业务转型发展提供了指导方向。

新《办法》根据金融租赁行业业务发展以及经营管理中的薄弱环节,同时结合2023年10月国家金融监督管理总局发布的《关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》(以下简称“《通知》”),补充完善各项业务经营规则。

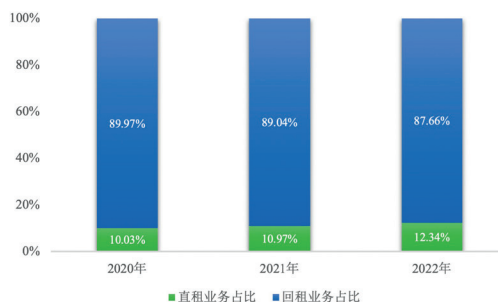
新《办法》新增对租赁物的适格性管理,明确金融租赁公司不得以低值易耗品作为租赁物,不得以乘用车(微型载客汽车)之外的消费品作为租赁物,不得接受已设置抵押、权属存在争议或已被司法机关查封、扣押的财产或所有权存在瑕疵的财产作为租赁物。

新《办法》新增对售后回租业务的管理,要求金融租赁公司应当以设备资产作为售后回租业务租赁物,明确同一租赁合同项下与设备安装、使用和处置不可分割

的必要配件、附属设施可纳入设备类资产管理,其中配件、附属设施价值合计不得超过设备资产价值。这与《通知》中严禁新增非设备类售后回租业务的要求一致。

从过往发展来看,金融租赁公司的业务起步多以政信类业务为主,业务模式多为“类信贷”的售后回租业务。在之前年度的快速扩张时期,部分金融租赁公司仍持续大力开展相关业务以提升自身业务规模,而未有效转型到实体经济领域,未有效发挥金融租赁公司“融物”的属性,行业的发展有所偏离租赁业务本源。《通知》中提出,加强新增业务中售后回租业务的限额管理,要求2024年新增业务中售后回租业务占比相比2023年前三季度要下降15个百分点,力争在2026年实现年度新增直租业务占比不低于50%的目标。从目前行业现状来看,这一发展目标实现难度较大。根据《金融租赁行业发展报告(2022)》,截至2022年末,金融租赁公司租赁资产余额3.64万亿元,其中直接租赁资产余额3447.99亿元,同比增长15.04%,占全部租赁资产余额的9.47%。同时,从公开市场发行债券的金融租赁公司披露数据情况来看,直租业务租赁资产占比超过10%的不到1/3,多家机构的直租占比甚至不到5%;通过选取的有连续3年数据披露的22家金融租赁公司的业务占比平均值情况来看,近年来,金融租赁公司整体直租业务占比持续提

图1 22家金融租赁公司业务占比平均值情况



资料来源: 公开披露年报、Wind、中国货币网, 联合资信整理

升,但仍处于相对较低水平(见图1)。上述数据虽然为存量业务占比情况,但仍能从一定程度说明金融租赁行业改革转型的难度与压力之大。

监管部门也知晓金融租赁行业整改的难度,一方面对于“50%的目标”用词在“力争”,非强制性要求,给了后续实际操作面临各种问题的处理空间。另一方面,在《通知》后附的《关于融资租赁业务统计口径的说明》中明确指出部分租赁资产可以从售后回租业务中予以剔除,例如承租人为小微企业、涉农企业的,以及租赁物为飞机、船舶、车辆等。这表明监管支持金融租赁公司服务小微企业、乡村振兴、交通强国等战略,对于相关的租赁业务可豁免考核。

新《办法》新增了对租赁物价值评估管理的各项要求,要求金融租赁公司建立健全租赁物价值评估体系,制定估值定价管理办法,合理确定租赁物资产价值;要求金融租赁公司持续提升租赁物资产管理能力,制定有效的风险管理措施,降低租赁物持有期风险。上述相关管理要求有助于加强金融租赁公司对租赁物的管理能力,更好地发挥其“融物”的属性,为服务实体经济和产业做好坚实的基础。

新《办法》强化了业务发展正向引导,结合《通知》,监管部门鼓励金融租赁公司积极探索支持与大型设备、大飞机、新能源船舶、首台(套)设备、重大技术装备、集成电路设备等设备类资产制造和使用相适配的业务模式,提升行业服务传统产业改造升级、战略性新兴产业和先进制造业的能力和水平;鼓励金融租赁公司进一步发挥售后回租业务普惠金融功能优势,助力小微企业、涉农企业盘活设备资产,推动创新升级,这为未来金融租赁公司业务转型提供了方向。

通过补充完善各项业务经营规则,监管部门对金融租赁公司的管理要求更为细化和具象,金融租赁公司需持续加强各项经营管理,提升经营质量。

新《办法》首次提出了联合租赁业务的概念,要求对于单一企业或单一项目融资总额超过金融租赁公

司资本净额30%的业务,原则上应当与其他具备融资租赁业务资质的机构联合开展租赁业务,同时要求金融租赁公司应当按照“信息共享、独立审批、自主决策、风险自担”的原则自主确定融资租赁行为,并按照实际出资比例或按约定享有租赁物份额以及其他相应权利,履行相应义务;在控制金融租赁公司业务集中度的同时,也有利于资本净额较小的金融租赁公司积极参与到优质大项目之中,有助于其业务拓展。新《办法》对于转受让融资租赁资产的业务要求更加明晰严格,要求转让真实、洁净,确保租赁债权及租赁物所有权真实、完整、洁净转移,同时明确转受让相关方不得签订任何显性或隐性的回购条款、差额补足条款或抽屉协议。新《办法》允许金融租赁公司基于流动性管理需要,通过有追索权保理方式将融资租赁应收账款转让给商业银行,适度放宽金融租赁公司融资渠道;但同时要求金融租赁公司应当按照原融资租赁资产全额计提资本,进行风险分类并计提拨备,不得终止确认上述融资租赁资产。此外,新《办法》还新增并完善了对固定收益类投资业务、咨询服务业务及合作机构管理等具体业务的经营和管理规则。

三、监管指标层面

为了强化风险防控,监管部门新增及优化金融租赁公司监管指标;部分金融租赁公司的规模扩张步伐将放缓,并将在流动性管理上投入更多精力。

新《办法》增设“资本和风险管理”专章,完善资本管理、风险管理及关联交易管理等方面的监管要求。同时,新《办法》在梳理现有监管指标要求的基础上,对部分指标进行调整和优化,以推动金融租赁公司稳健经营,主要变化涉及四方面:一是新增杠杆率及财务杠杆倍数指标,避免金融租赁公司盲目扩张;二是降低拨备覆盖率要求,在保证损失准备有效覆盖预期信用损失的基础上,支持金融租赁公司加大对实体经济支持力度;

表2 金融租赁公司监管指标一览

发起人类型	主要变更内容
资本充足性	明确资本充足率要求: 各级资本净额与风险加权资产的比例分别不得低于国家金融监督管理总局对各级资本充足率的监管要求
杠杆水平	新增杠杆率要求: 一级资本净额与调整后的表内外资产余额的比例不得低于6% 新增财务杠杆倍数要求: 金融租赁公司总资产不得超过净资产的10倍
风险管理	整拨备覆盖率要求: 租赁应收款损失准备与不良租赁资产
业务集中度	单一客户融资集中度: 对单一承租人的融资余额不得超过上季末资本净额的30% 单一集团客户融资集中度: 对单一集团的融资余额不得超过上季末资本净额的50% 单一客户关联度: 对一个关联方的融资余额不得超过上季末资本净额的30% 全部关联度: 对全部关联方的融资余额不得超过上季末资本净额的50% 单一股东关联度: 对单一股东及其全部关联方的融资余额不得超过该股东在金融租赁公司的出资额, 且同时满足单一客户关联度的规定
流动性	新增流动性比例要求: 流动性资产余额与流动性负债余额之比不得低于25% 新增流动性覆盖率要求: 合格优质流动性资产与未来30天现金净流出量之比不得低于100%
同业拆借	调整同业拆借比例要求: 同业拆入和同业拆出资金余额均不得超过资本净额的100%

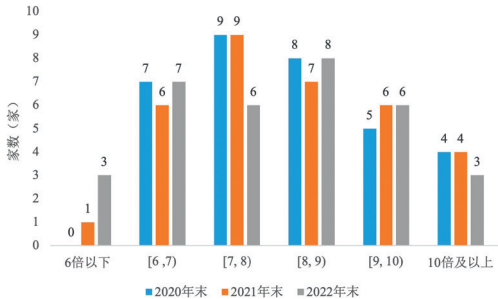
注: 加粗部分为新《办法》相较原《办法》发生调整的内容
资料来源: 国家金融监督管理总局, 联合资信整理

三是调整同业拆借比例要求, 将同业拆借比例规范范围由同业拆入业务扩展到同业拆入和同业拆出业务; 四是新增流动性比例、流动性覆盖率等流动性监管指标, 强化对金融租赁公司的流动性风险监管 (见表2)。

国家金融监督管理总局已组织对金融租赁行业进行摸底测算, 大多数金融租赁公司在监管指标方面达标压力不大。本文亦选取了公开披露数据相对详细的金融租赁公司作为样本, 以观察其满足监管指标的压力。财务杠杆倍数方面, 2020—2022年, 样本金融租赁公司的财务杠杆倍数分布情况变化不大, 且大多

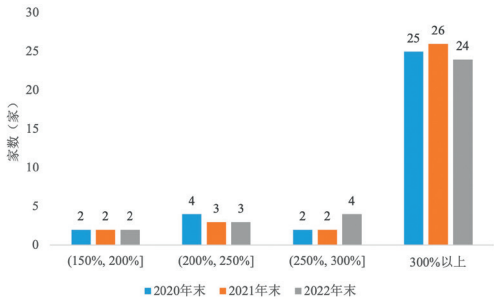
数公司财务杠杆倍数小于10倍, 但也有部分公司财务杠杆倍数临近或高于监管要求, 2022年末财务杠杆倍数在 [9, 10) 和10倍及以上的公司数量占比分别为18.18%和9.09% (见图2)。拨备覆盖率方面, 样本金融租赁公司的拨备覆盖率均高于150%, 且七成以上公司的拨备覆盖率高高于300%, 反映出金融租赁公司拨备水平较为充足, 具有一定的拨备释放空间 (见图3)。流动性比例方面, 样本金融租赁公司的流动性比例全部高于25%, 但指标分布呈现两级分化, 流动性比例小于50%和大于100%的公司占比较高, 2022年末处于

图2 33家金融租赁公司财务杠杆倍数情况



资料来源: 公开披露年报、Wind, 联合资信整理

图3 33家金融租赁公司拨备覆盖率情况



资料来源: 公开披露年报、Wind、中国货币网, 联合资信整理

上述区间的公司数量占比分别为17.65%和64.71%，部分金融租赁公司面临流动性比例达标压力。整体看，大多数金融租赁公司监管指标达标压力不大，但也有部分金融租赁公司会受到财务杠杆倍数、流动性比例等指标的约束。

四、市场退出层面

新办法下金融租赁公司的市场退出机制更加明确，金融租赁公司需持续加强自身经营管理，经营不善的金融租赁公司未来将面临清理整顿压力，金融租赁行业迎来“优胜劣汰”。

此次修订的新《办法》中新增风险处置与市场退出章节内容，填补了原《办法》中对于金融租赁公司市场退出机制的缺失。新《办法》明确解散、吊销经营许可证、撤销、接管、破产清算等五种处置方式，包括相应的触发条件，同时对金融租赁公司被撤销后的清算工作安排、市场退出后的人员继续履职等事项做了进一步明确规定。

之前年度，金融租赁行业处于快速发展阶段，各家金融租赁公司业务快速扩张，出现较大经营风险的情况较少。近年来，随着宏观经济的下行，市场风险加大，金融租赁公司也面临着不同程度的经营风险。2023年10月，国家金融监督管理总局批复，原则同意天津国泰金融租赁有限责任公司（以下简称“国泰金租”）进入破产程序。国泰金租成立于2017年，注册资本为20亿元，华泰汽车集团有限公司（以下简称“华泰汽车”）持股50%，为控股股东。国泰金租主要围绕新能源汽车产业链开展融资租赁业务，近年来，受累于华泰汽车经营不善、债务负担重等因素，国泰金租经营受到很大影响，此前已处于停业状态。新《办法》对于退出机制的明确，表明了监管的态度，金融租赁公司需不断加强自身经营管理，其牌照非“牢不可破”，经营不善的金融租赁公司将面临清理整顿压力，会根据不同机制退出市

场，优胜劣汰，以维持金融租赁行业的稳定有序，同时，监管部门也会负责并监督相关机构的退出工作。

2023年10月，中国中车股份有限公司发布公告称，由中国外贸金融租赁有限公司（以下简称“外贸金租”）通过向中车金融租赁有限公司（以下简称“中车金租”）现有股东增发股权的方式转换该等股东所持有的中车金租股权；本次合并完成后，外贸金租法人主体资格存续，中车金租解散并注销其法人主体资格；本次合并完成后，五矿资本控股有限公司（以下简称“五矿资本”）持有合并后新公司66.40%的股权，为新公司的控股股东。2023年12月，上述合并事项获国家金融监督管理总局批复。上述合并案例虽然可能非经营风险下的市场退出，但也体现了在目前的金融环境下，金融租赁公司可能面临的一种整合改革方向。

五、总结

根据我国经济金融形势的发展变化，监管部门通过完善主要发起人制度及业务经营规则、强化业务分级分类监管、公司治理监管及资本与风险管理、健全市场退出机制等方面，加强金融租赁公司的有效监管，防范化解金融租赁行业风险，促进金融租赁行业高质量发展。主要发起人门槛的提高，以及对公司治理和关联交易管理监管要求的完善，一方面指引金融租赁公司提升公司治理管理质效，另一方面要求股东方切实发挥股东责任；业务经营规则的明晰及监管指标的优化，引导金融租赁公司回归租赁业务本源，加大发展直租业务的力度，减缓规模扩张，并加强流动性管理。金融租赁公司需持续加强自身经营管理及风险防控水平，更好地服务实体经济，不断提升自身竞争力。未来，金融租赁行业发展速度或有所放缓，但业务结构将逐步优化，行业发展质量将逐步提升，经营不善的金融租赁公司未来将面临清理整顿压力，行业发展将迎来新阶段。

城市房地产融资协调机制点评

文|联合资信 苏柏文 卢 瑞

2024年1月12日，住房和城乡建设部、国家金融监督管理总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》（见表1）（以下简称“《协调通知》”或“该文件”），旨在指导各地级及以上城市建立房地产融资协调机制（以下简称“协调机制”），同时协调机制将根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单。

1月26日，住建部召开城市房地产融资协调机制部署会，35个重点城市相关负责人参会，旨在加快落实相关举措。截至1月底，26个省份170个城市已建立城市房地产融资协调机制，提出了第一批房地产项目“白名单”。从目前已知的第一批房地产项目名单中，主要以民营房企和混合所有制房企开发的项目为主，且多家出险房企的若干项目成功入围。同时，据公开渠道报道，住建部要求首批房地产融资项目进入白名单需要

满足5个条件，分别为：（1）项目处于在建施工状态，如果项目短期停工，但资金到位就能复工建设和交付的，也可以纳入；（2）有与融资额基本匹配的抵押物；（3）确定一家贷款主办银行，并建立贷款资金封闭监管制度；（4）预售资金未被抽挪或抽挪的预售资金已追回；（5）制订贷款使用计划和项目完工计划。截至2月5日，已有绿地、融创、旭辉集团、远洋集团、金科股份、碧桂园、世茂集团、雅居乐、中国奥园、中骏等房企项目公布入围首批地产项目“白名单”（见表2），项目合计已超228个。

我们认为，《协调通知》是继经营性物业贷新规后金融支持房地产又一具体落实。该文件的指向性明确，结合当下房地产市场情况，陷入财务困境的房企尚存在大量的项目需要资金，因此以项目层面进行融资协调符合当前的市场情况，能够很好的区分集团公司债务风险和项目公司开发运营风险。一方面，优质房地

表1 《协调通知》主要内容

项目	主要内容
协调机制	各地级及以上城市建立由政府分管住房城乡建设的负责同志担任组长，属地住房城乡建设部门、金融监管总局派出机构等为成员单位的房地产融资协调机制，推动房地产开发企业和金融机构精准对接。
支持对象	协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。
分类支持	对正常开发建设、抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，建立授信绿色通道，优化审批流程、缩短审批时限，满足合理融资需求。对开发建设暂时遇到困难但资金基本能够平衡的项目，不盲目抽贷、断贷、压贷，通过存量贷款展期、调整还款安排、新增贷款等方式予以支持。同时，加强贷款资金封闭管理，严防信贷资金被挪用于购地或其他投资。
统筹保障	协调机制要加强工作统筹，为金融机构提供有力支持和保障。对符合条件的房地产项目要尽快为其办理“四证”；加强信息共享，及时向相关金融机构提供项目建设运行、预售资金监管等信息；为房地产开发企业和金融机构做好在建工程等抵押提供支持，保障金融机构债权安全。

资料来源：联合根据公开资料整理



产项目能够通过融资协调机制快速获得资金，尽快形成实物投资，有助于房地产投资企稳；另一方面，暂时遇到困难的项目得到融资支持，有助于减少项目交付风险，改善行业预期，促进房地产需求释放，有利于房地产市场企稳。同时，房企的自救行动也将逐步展开，

通过提升项目的可持续经营能力，实现资产的快速盘活，真正实现自我“造血”能力的恢复。但根据金融机构公开的相关条件来看，对于一些自身存在瑕疵的项目，尤其是项目预售资金已经被集团抽挪的房地产项目，依然很难有实质性融资支持。 ▮

表2 首批入围“白名单”房地产项目（不完全统计）

房企	获批项目数量	融资金额（亿元）	涉及项目	涉及城市（省/市）
世茂集团	16	--	广州院子、世茂锦绣长江、世茂城市之门、世茂江城铭著、世茂云著滨江、世茂起云湾和世茂四季莲花山等项目	广东、湖北、重庆、江苏、天津、辽宁和山东等地
雅居乐	多个	--	--	重庆、广州、昆明等地
中国奥园	多个	--	宁誉江南、重庆悦府、翡翠天辰、合川原著等项目	南宁
碧桂园	30+	--	--	河南、湖北、四川、山东、重庆等地
金科股份	20+	--	--	重庆
远洋集团	20+	--	--	在西安、成都、武汉、厦门等地
旭辉集团	18	--	--	重庆、昆明、北京、天津、太原、武汉、洛阳、温州、南宁等地
绿地集团	34	117	--	山东、四川、安徽、云南、黑龙江等地
中骏	10+	30	--	--
融创	90	--	--	北京、天津、成都、重庆、郑州、沈阳、青岛、武汉、昆明、西安、太原、西双版纳等地
龙湖	--	--	龙湖海成青云阙项目	重庆

资料来源：公开信息，联合资信整理

《消费金融公司管理办法》解读

文|联合资信 王 柠 马鸣娇

一、修订背景

2024年3月18日,国家金融监督管理总局修订发布《消费金融公司管理办法》(以下简称“《管理办法》”),将于2024年4月18日施行,将全面替代2009年发布并于2013年修订的《消费金融公司试点管理办法》(以下简称“《试点管理办法》”)。

《试点管理办法》发布十年间,消费金融行业业务模式、风险特征、行业竞争环境及消费者要求均发生了较大变化,原《试点管理办法》中的相关规定已无法满足当前消费金融公司的高质量发展需求,同时亦无法满足近年来逐步完善和加强的金融监管要求。此次《管理办法》相较于《试点管理办法》,除对原有章节进行修订和完善外,还新增了关于公司治理、内部控制与风险管理、合作机构管理、消费者权益保护、风险处置与市场退出等独立章节,丰富和细化了适用于消费金融公司的具体条款要求,将上述众多监管办法中较为模糊的“消费金融公司参照适用”转换为明确的“直接适用”,对于消费金融公司实际运营具有重要的参考意义。

二、修订要点解析

《管理办法》提升了消费金融公司的最低注册资本限额与主要出资人的持股比例限制,并加强了出资人总资产、营业收入、净资产占比、权益类投资占比等多维度财务指标的限制,对于出资人在消费金融领域业务运营及风险管理方面的要求也更为严格,旨在引导消

消费金融公司股权集中化,进一步压实股东责任,牌照申请的门槛和难度显著提高。

在消费金融公司申请与设立方面,《管理办法》提高了消费金融公司的准入标准,一是提高了消费金融公司注册资本的最低限额,将消费金融公司注册资本最低限额的要求从人民币3亿元提升至人民币10亿元,该水平已与全国性商业银行注册资本的最低限额拉平,且高于城市性商业银行最低资本1亿元的要求,表明了监管机构增强消费金融公司风险抵御能力的导向与决心。目前,尚有1/3的消费金融公司注册资本不到10亿元,关于上述实收资本达标的过渡期安排,尚有待《管理办法》配套文件进一步明确,如若原有股东增资意愿不高,存量消费金融公司可能将向外谋求增资扩股,可能将有利于引入具备一定实力和竞争优势的金融机构或互联网、平台企业等参与到消费金融行业中来。

二是《管理办法》对消费金融公司主要出资人的定义进行了重新界定,主要出资人的持股比例要求由不低于30%提高至不低于50%,同时,将具有消费金融业务管理和风控经验出资人的持股比例从此前的不低于15%提高到不低于三分之一(约33.33%)。此外,《管理办法》要求在风险管理、资金管理、信贷管理等关键岗位上至少各有1名具有3年以上相关金融从业经验的人员,并进一步强调消费金融公司应建立能够支撑和保障业务运营需要的信息系统与技术措施。上述修订体现了压实股东责任、增强股东参与及支持经营的意愿、避免股权过于分散带来的公司治理失效失衡问题的监管思路,要求消费金融公司有控股股东,

且股权结构向更加集中化、经验化的方向发展,同时进一步细化了关键岗位人员的金融从业经验要求,并引导具有业务管理和风控经验的出资人充分发挥相关经验。另一方面,《管理办法》提高了出资人的资产、营业收入、净资产占比等财务指标要求(见表1)。具体来看,对于金融机构作为消费金融公司出资人(包括作为主要出资人及作为一般出资人),新增权益性投资占比(原则上不得超过出资人净资产的50%)和监管评级良好的要求;对于金融机构作为主要出资人,将最近1个会计年度末总资产要求从不低于人民币600亿元提高至不低于人民币5000亿元;对于金融机构作为一般

出资人,将注册资本最低限额由3亿元提升至10亿元。根据公开信息梳理,富滇银行、甘肃银行、苏州农商银行、江阴银行、福建海峡银行、兰州银行等多家地方中小银行都有过设立消费金融公司的计划,但这些银行总资产距离5000亿元的门槛尚有一定距离,未来中小银行作为主要出资人入局消费金融领域的难度大幅增加。对于非金融企业作为主要出资人,将最近1个会计年度营业收入要求由原来的不低于300亿元提升至不低于600亿元,最近1个会计年度末净资产占总资产的比例由原来的不低于30%提升至40%,连续盈利年度要求从2年增加至3年,以及新增权益性投资余额不得

表1 关于消费金融公司申请和设立的股东资质监管要求主要区别对比

《管理办法》要求	原《试点管理办法》要求
金融机构作为主要出资人:	
最近1个会计年度末总资产不低于5000亿元人民币或等值的可自由兑换货币	最近1个会计年度末总资产不低于600亿元人民币或等值的可自由兑换货币
监管评级良好	/
权益性投资余额原则上不得超过本企业净资产的50%(含本次投资金额),国务院规定的投资公司和控股公司除外	
非金融企业作为主要出资人:	
最近1个会计年度营业收入不低于600亿元人民币或等值的可自由兑换货币	最近1个会计年度营业收入不低于300亿元人民币或等值的可自由兑换货币
最近1个会计年度末净资产不低于总资产的40%	最近1个会计年度末净资产不低于总资产的30%;作为消费金融公司控股股东的,最近1个会计年度末净资产不低于总资产的40%
财务状况良好,最近3个会计年度连续盈利	财务状况良好,最近2个会计年度连续盈利
金融企业作为一般出资人:	
注册资本应不低于10亿元人民币或等值的可自由兑换货币	注册资本应不低于3亿元人民币或等值的可自由兑换货币
监管评级良好	/
权益性投资余额原则上不得超过本企业净资产的50%(含本次投资金额),国务院规定的投资公司和控股公司除外	/
非金融企业作为一般出资人:	
最近1个会计年度末净资产不低于总资产的30%	最近1个会计年度末净资产不低于总资产的30%
财务状况良好,最近2个会计年度连续盈利	财务状况良好,最近2个会计年度连续盈利
权益性投资余额原则上不得超过本企业净资产的50%(含本次投资金额),国务院规定的投资公司和控股公司除外	/

资料来源:《消费金融公司试点管理办法》《消费金融公司管理办法》,联合资信整理

超过净资产40%要求;对于非金融企业作为消费金融公司一般出资人,新增权益性投资余额原则上不得超过净资产的50%的要求。目前,至少半数存量消费金融公司的股权结构不满足前述要求(主要出资人持股比例小于50%),《管理办法》施行后存量的消费金融公司如何同步调整股权结构、如何设置过渡期,也有待配套文件进一步明确。

《管理办法》引导消费金融公司专注主责主业、降低对外部渠道的依赖,拓展其融资渠道,有助于消费金融公司自主展业、自主风控能力与融资便利性等的多方面提升。

《管理办法》基于“专注主责主业”的思路,将消费金融公司业务明确区分为基础业务和专项业务,基础业务包括发放个人贷款、向境内金融机构借款等7项业务,将资产证券化、固定收益类证券投资业务等2项业务归入专项业务,基础业务可直接经营,专项业务需经申请后开展,进一步体现了监管层面引导消费金融公司聚焦主业、减少非专业类、非必要类业务的理念和要求,业务分类管理也更有利于消费金融公司业务与其自身经营情况、风险承受能力等相匹配。此外,《管理办法》一方面明确除接收股东存款、股东境内子公司相关存款外,消费金融公司还可以接收股东所在集团母公司和其境内子公司存款,以及向作为公司股东的境外金融机构借款,融资渠道范围进一步拓宽,更有利于发挥股东的资金优势,增强股东流动性支持能力;另一方面明确消费金融公司可发行非资本类债券,这与前期发布的《非银办法》中明确非资本类债券的储架发行机制一脉相承,消费金融公司的融资便利性得以提升,对于消费金融公司整体融资成本的压降或也有一定的促进作用。

值得注意的是,《管理办法》新增消费金融公司担保增信业务余额不得超过全部贷款余额的50%的要求,由于目前第三方机构担保模式是目前助贷机构与金融机构合作较为常见的模式,该规定将对消费金融

公司业务开展产生多方面的影响,一是将倒逼消费金融公司加强对借款人信用资质的审查,开发更多基于自身信用评估的贷款产品,提高独立获客与自主风控能力,减少对外部担保增信机构的依赖,一些资方“躺赚”的业务模式将不得不转变;二是消费金融公司需改进内部风险管理系统、加强与合作机构的管理和审查等,可能会导致部分合规与风险成本的上升;三是借款人担保费用负担有所降低,可能一定程度上有利于促进整体行业贷款利率的进一步下行;四是新规可能会影响消费金融公司之间的竞争格局,部分过度依赖担保增信业务的公司可能面临较大的调整压力,本次《管理办法》未明确说明过渡期,由于《管理办法》涉及的层面和要求较多,而各家机构实际经营情况各不相同,可能将面临较长的整改调整期。

《管理办法》强化内部控制与风险管理要求,增设部分监管指标,引导消费金融公司强化风险防控意识、稳健经营,有助于消费金融公司有效防范和化解风险。

本次《管理办法》在原《试点管理办法》规定的监管指标基础上,优化增设部分监管指标(见表2)。例如,保留了资本充足率、同业拆入余额占资本净额的比例、投资余额占资本净额的比例等监管指标要求;增加拨备覆盖率、贷款拨备率指标要求的同时删除了资产损失准备充足率指标要求;增加流动性比例不得低于50%的指标要求以强化流动性风险管理和资金安全。此外,考虑到部分消费金融公司基于风险防控需求,通过与融资担保公司、保险公司等机构合作作为贷款的风险缓释手段的业务现状,《管理办法》亦新增了对于担保增信业务余额的限制要求,明确担保增信业务余额不得超过全部贷款余额的50%,该指标对于消费金融公司自主风控能力提出了更高要求。同时,《管理办法》新增了杠杆率指标,要求消费金融公司杠杆率不低于国家金融监督管理总局关于商业银行的最低监管要求,旨在限制消费金融公司的盲目扩张;值得注意的是,杠杆率计算公式中分母为“调整后表内外资产余

额”，即除表内资产外，表外资产亦会纳入指标计算考虑，上述监管指标的增设对于开展助贷、联合贷业务而导致表外资产规模较大的部分消费金融公司将造成一定业务转型调整压力。

《管理办法》增加了“消费者权益保护”专章，更加突出强化消费者权益保护，引导消费金融公司压实自身消保主体责任；但另一方面，消费者权益保护及催收管理主体责任的重申，或将使消费金融公司增加一定合规以及风控成本以满足相关管理要求。

结合消费金融公司主要服务中低收入等长尾客群的业务特性，本次《管理办法》增加了“消费者权益保护”专章，突出强化消费者权益保护，具体来看，《管理办法》要求消费金融公司以显著方式向借款人告知贷款年化利率、费率、还款方式、违约责任、免责条款和投诉渠道等关键信息，除因借款人违反合同约定情形之外，不得向借款人收取贷款利息之外的费用；一方面规范消费金融公司行为，另一方面有利于压降借款人综合成本。对于客户投诉高发、违规行为较多的催收业务，《管理办法》有针对性地细化了管理要求，包括建立逾期贷款催收管理制度、通过签订协议明确催收策略及合规要求、制定催收机构绩效考核与奖惩机制、催收资料5年留痕等创新性要求，金融消保领域的合规性要求明显加强，需关注后续实施落地的具体情况。



三、结论

此次新《管理办法》提高了消费金融公司的最低注册资本限额与主要出资人的持股比例限制，加强出资人多维度财务指标的限制，大幅提升了股东资质的准入条件、牌照申请的门槛和难度，调整消费金融公司业务范围与监管指标，引导消费金融公司专注主责主业、降低对外部渠道的依赖，明确各类风险监管要求与风险处置化解机制，同时强化金融消费者权益保护尤其是催收管理的相关要求，整体来看对原有办法进行了全面的迭代和升级，将有助于消费金融公司压实股东责任与义务，提升治理水平、自主展业与自主风控能力，对于保障消费金融行业进一步合规化、稳健化运营与发展具有重要意义。

表2 原《试点管理办法》与《管理办法》监管指标对比

原《试点管理办法》	《管理办法》	对比
资本充足率不低于银监会有关监管要求	资本充足率、拨备覆盖率、贷款拨备率、杠杆率不低于国家金融监督管理总局关于商业银行的最低监管要求	保留资本充足率，新增拨备覆盖率、贷款拨备率、杠杆率
同业拆入资金余额不高于资本净额的100%	同业拆入余额不高于资本净额的100%	保留
资产损失准备充足率不低于100%	/	删除
投资余额不高于资本净额的20%	投资余额不高于资本净额的20%	保留
/	流动性比例不得低于50%	新增
/	担保增信业务余额不得超过全部贷款余额的50%	新增

资料来源：《消费金融公司试点管理办法》《消费金融公司管理办法》，联合资信整理

2023年度绿色债券运行报告

——我国绿色债券制度体系进一步完善, 绿色债券发行量有所下降

文 | 联合资信 董欣焱 张 岩 陈玉洁

一、国际绿色债券市场运行情况

全球绿色债券发行量有所上升

全球绿色债券发行量同比有所上升。根据气候债券倡议组织 (CBI) 的统计, 2023年前三季度, 全球绿色债券总发行量为4150亿美元, 较去年同期 (4020亿美元) 增加3% (见图1)。

从发行地区看, 德国、中国和美国位居全球绿色债券发行规模前三位。其中德国绿色债券发行规模最大, 2023年前三季度共发行569亿美元。

国际绿色债券标准进一步完善

2023年10月5日, 欧洲议会批准采用新的欧洲绿色债券标准 (EuGB), 主要明确了以下几项内容: 一是为发行绿色债券的机构提供了明确的指引和要求, 确保资金的使用与环境可持续性目标相符合; 二是发行

绿色债券的机构需对公众提供全面、透明的资金使用情况; 三是规定了外部审查制度, 以及与欧盟分类法的一致性标准, 确保资金投入与欧盟的环境和气候目标相符。EuGB的实施有助于打击“洗绿”行为, 鼓励更多的资本真正流入绿色和可持续项目。

2023年3月27日, 东盟分类委员会发布第二版《东盟可持续金融分类目录》(以下称《东盟分类目录》)。

《东盟分类目录》采用目录法, 将经济活动分为绿色、褐色和红色活动, 其中褐色活动实质指的是转型活动, 覆盖农林渔业、制造业等行业, 第二版《东盟分类目录》在第一版分类的基础上将“煤电项目的提前退出”归类为“绿色”或转型项目。其中重点行业的评估方法、指标和技术筛选标准计划将在2024和2025年陆续完成。《东盟分类目录》作为东盟成员国可持续金融通用标准及总体指南, 强调了绿色转型在社会方面的重要性, 推动了东南亚区域内绿色金融标准的协同。

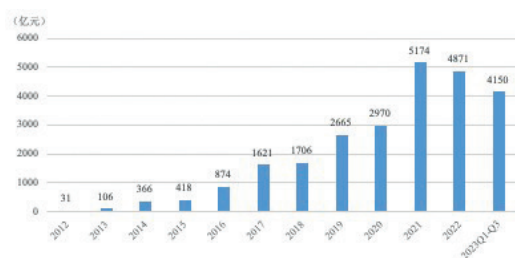
二、我国绿色债券市场运行情况

我国绿色债券市场环境日趋完善

1. 完善绿色债券市场制度规范, 鼓励绿色债券发行

完善绿色债券制度规范。一是规范绿色债券募集资金用途。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) 》, 进一步规范了绿色公司债券申报及存续期管理等相关活动, 同时调升绿色公司债券募集资金用于绿色项目的比例, 将募集

图1 2012—2023年Q1—Q3全球绿色债券发行规模



资料来源: Climate Bonds Initiative

资金用途要求中用于绿色项目的募集资金比例下限由70%提升为100%，并新增项目评估与遴选流程披露要求。此次修订后，上交所与深交所、交易商协会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。二是规范绿色债券发行上市审核业务。2023年10月20日，上交所与深交所同时发布《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——专项品种公司债券》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第7号——专项品种公司债券》，指出绿色债券募投项目包含绿色建筑的，应明确绿色建筑类型；在碳中和项目的定义上，进一步明确了清洁能源项目所包含的类别；允许发行人使用募集资金置换债券发行前3个月内公司用于绿色项目、碳中和项目以及蓝色债券相关项目的自有资金支出等，两项指引的发布有助于进一步规范绿色债券的发行，提高绿色债券募集资金的使用便利度。三是健全绿色债券信息披露标准。2023年11月24日，绿色债券标准委员会发布《绿色债券存续期信息披露指南》（中英文版），围绕绿色债券基本情况、募集资金使用情况、绿色募投项目情况、募集资金管理情况等四项核心要素，细化信息披露要点，形成统一的国内绿债存续期信息披露标准。此举有利于进一步建立健全绿色债券标准体系，提高绿色债券环境信息披露质量，提高绿色债券募集资金使用透明度，确保募集资金100%用于绿色项目，推动我国绿色债券市场高质量发展。

规范绿色债券信用评级和评估认证。一是加强绿色债券信用评级管理。2023年7月25日，人民银行印发《绿色债券信用评级指导》，将环境、社会和治理（ESG）等因素对企业偿债能力、偿债意愿的影响纳入信用评级过程，对绿色债券信用评级尽职调查、信息披露、利益冲突等做出明确的界定，为信用评级机构开展绿色债券信用评级业务提供了有力支撑。二是加强绿色债券评估认证管理。2023年3月24日，绿色债



券标准委员会发布《绿色债券评估认证业务自查报告参考文本》（以下简称《参考文本》），共包括五部分内容，从资质信息、业务开展、自查整改、发展计划、工作建议等全方位明确自查要点，督促机构进行全面自查，有助于规范绿色债券评估认证机构行为，维护市场秩序，推动绿色债券市场高质量发展。

支持绿色债券发行。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》，提出拓宽绿色债券市场广度和深度，并通过引导企业发行可持续发展挂钩债券或转型债券来推动高碳行业向低碳转型。2023年8月22日，发改委等多部门印发《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》，提出将符合条件的绿色低碳项目纳入地方政府专项债券支持范围，各地区应通过预算内投资及其他财政资金渠道，加大对绿色低碳先进技术示范工程建设的支持力度。2023年8月30日，交易商协会印发《关

于进一步加大债务融资工具支持力度,促进民营经济健康发展的通知》,提出支持民营企业发行中长期绿色债务融资工具、碳中和债,引导募集资金向绿色低碳领域配置。2023年12月9日,证监会和国资委联合发布《关于支持中央企业发行绿色债券的通知》,提出完善绿色债券融资支持机制,发展节能降碳、环境保护、资源循环利用、清洁能源等各个产业;助力中央企业绿色低碳转型和高质量发展,合理安排债券融资,加快形成绿色低碳生产方式,强化绿色科技创新,发挥中央企业绿色低碳发展示范作用等。上述政策的发布有助于进一步引导资金支持企业绿色低碳发展,促进绿色债券市场扩容。

引导绿色债券投资。2023年11月24日,交易商协会牵头研究编制的中国绿色债券指数正式发布。指数以2022年1月4日为指数基日,基点为100点,采用市值加权计算,样本券涵盖绿色政金债、绿色金融债、绿色债务融资工具、绿色公司债和绿色企业债。中国绿色债券指数的发布为衡量绿债市场价格波动、表征绿债市场整体走势提供了有益参考,有助于引导资金投向绿色债券领域。2023年12月9日,证监会和国资委在《关于支持中央企业发行绿色债券的通知》中指出,推进绿色投资理念,鼓励中央企业参照成熟经验主动披露绿色环境信息,吸引商业银行、保险公司、社保基金、养老金、证券基金等加大绿色债券投资力度。推动优质中央企业及子公司绿色债券纳入基准做市品种,鼓励做市商积极开展绿色债券做市报价服务,提高绿色债券交易流动性。鼓励市场投资机构以绿色指数为基础开发公募基金等绿色金融产品,引导降低融资成本。上述政策的颁布有助于引导金融机构加大绿色债券投资力度,推动绿色债券市场扩容。

2. 完善地方绿色金融制度,鼓励区域内绿色债券投融资

完善地方绿色金融体系建设。2023年1月29日,重庆市经济和信息化委员会办公室颁布《关于印发重

庆市工业领域碳达峰实施方案的通知》,提出构建支持产业绿色低碳发展的金融支撑体系,推动基于金融服务的碳账户体系建设,大力发展绿色债券等金融工具。2023年2月6日,中共河南省委、河南省人民政府印发《河南省碳达峰实施方案》,提出完善绿色金融评价体系,大力发展绿色债券等金融工具,引导金融机构为绿色低碳项目提供长期限、低成本资金。2023年4月23日,上海市政府颁布《上海市2023年碳达峰碳中和及节能减排重点工作安排》,提出推进加快发展绿色转型有关地方立法,大力发展绿色债券等金融产品和服务。上述政策的发布为地方绿色金融的发展创造了良好的市场环境,有助于推动地方绿色债券市场快速发展。

鼓励企业发行绿色债券。2023年2月15日,长沙市政府颁布《长沙市碳达峰实施方案》,提出建立绿色企业(项目)库,引导金融机构加强与入库企业和项目的融资对接,支持和推动符合条件的企业发行绿色债券。2023年3月14日,南昌市人民政府印发《南昌市碳达峰实施方案》,提出拓宽碳减排交易项目直接融资渠道,支持符合条件的企业发行绿色债券,用好用足央行碳减排支持工具。2023年4月24日,山东省政府颁布《山东省碳金融发展三年行动方案(2023—2025年)》,提出通过信用风险缓释凭证和担保增信等方式,支持绿色低碳企业发债。2023年7月18日,福建省发改委等三部门联合颁布《关于印发福建省工业领域碳达峰实施方案的通知》,提出鼓励金融机构开发绿色金融产品,大力发展绿色债券等金融工具,引导金融机构为绿色低碳项目提供长期限、低成本资金。2023年10月21日,国务院印发《中国(新疆)自由贸易试验区总体方案》,指出完善债券融资支持机制,推动企业发行绿色公司债券、绿色债务融资工具等。2023年12月4日,上海市财政局和发改委出台《上海市财政支持做好碳达峰碳中和工作的实施意见》,提出支持发行地方政府债券用于绿色低碳项目。2023年12月27

日，湖州市政府颁布《关于深化绿色金融改革的若干政策意见》，提出支持符合条件的企业和金融机构发行绿色债券、碳中和债券、转型债券、可持续发展挂钩债券等债务融资工具和资产证券化产品，每成功发行一单给予补助10万元。上述政策的发布有助于推动各地区企业发行绿色债券，促进绿债市场扩容。

鼓励地方企业开展绿色跨境融资。2023年1月20日，重庆市政府印发《重庆市建设绿色金融改革创新试验区实施细则》，提出探索绿色金融标准趋同实践，鼓励符合条件的企业赴境外发行绿色债券、申请绿色贷款，促进绿色金融资源跨境流动。2023年9月12日，深圳市人民政府印发《深圳市碳达峰实施方案》，提出大力开展绿色债券、绿色咨询与评级等业务，支持金融机构和相关企业在国际市场开展绿色融资。上述政策的出台有助于更好的满足地方企业的绿色融资需求，促进绿色资本跨境流动。

支持绿色债券创新产品运用。2023年6月20日，重庆市渝中区政府印发《渝中区建设绿色金融改革创新试验区核心区实施方案》，提出探索创新绿色融资模式，支持符合条件企业在银行间债券市场、交易所债券市场发行中小企业绿色集合债券、碳中和债券、可持续发展挂钩债券、转型债券、蓝色债券，研究探索绿色资产支持证券，拓宽绿色融资渠道。2023年7月21日，人民银行重庆营业管理部、重庆市经济信息委联合印发《金融支持重庆工业绿色发展十条措施》，提出加大绿色债券、碳中和债券、转型债券等创新产品运用力度，支持金融机构发行绿色金融债等专项金融债券等。2023年9月10日，四川省地方金融监督管理局等八部门联合印发《关于扩大省级绿色金融创新试点地区相关工作的通知》，提出新增宜宾市、攀枝花市为省级绿色金融创新试点地区，加大新试点地区在绿色债券领域的创新力度，丰富融资服务模式，拓宽绿色投融资渠道。上述政策有利于深化各地绿色债券产品创新，拓宽绿色债券市场广度和深度。

3. 推动我国绿色债券市场双向开放，绿色债券市场国际化水平持续提升

推动粤港澳大湾区绿色金融合作。2023年2月23日，人民银行等五部门发布《关于金融支持前海深港现代服务业合作区全面深化改革开放的意见》，支持前海合作区内企业赴香港发行绿色债券和获取银行绿色融资，通过制定发布赴港发行绿色债券流程参考等方式，让更多企业掌握在香港发行债券的相关要求、主要流程和优惠条件。支持前海合作区内金融机构积极开展绿色金融产品创新，开展环境信息披露试点，探索深港互认的、统一的金融机构环境信息披露标准等。2023年2月23日，人民银行等五部门联合印发《关于金融支持横琴粤澳深度合作区建设的意见》，提出支持合作区完善绿色金融服务体系，推动绿色金融标准与港澳互认，加强粤港澳大湾区绿色金融合作，鼓励合作区内企业利用港澳平台为绿色企业、绿色项目进行认证及融资，有利于利用大湾区优势推动绿色金融与国际接轨。2023年10月8日，广州市南沙区政府公布《广州南沙新区促进气候投融资发展若干措施》，鼓励粤港澳大湾区气候投融资项目库企业发行ESG债券，在债券存续期内按实际支付利息的10%对债券的发行主体给予贴息，同一笔债券业务补贴期最长不超过3年，单个企业每年最高200万元。2023年11月24日，国家金融监督管理总局深圳监管局印发了《广东省住房和城乡建设厅等关于加快推动绿色建筑产业与绿色金融协同发展的通知》，支持和鼓励金融机构用好粤港澳大湾区和南沙、横琴、前海三大平台金融开放政策，助力广东项目开发企业开展跨境绿色融资，赴港澳发行绿色债券及资产证券化产品。上述政策有助于进一步推动粤港澳大湾区绿色金融合作，提升中国绿色债券市场的对外开放程度。

完善中外绿色金融标准互认机制。2023年4月21日，人民银行和新加坡金融管理局在重庆组织召开第一次中新绿色金融工作组会议，分别就中新绿色金融

标准趋同研究、绿色金融产品创新以及金融科技支持绿色金融和碳市场发展等三方面重点议题开展研究,提出尝试在中国和新加坡发行双向互认的债券产品,建立绿债互融互通机制,推动建设绿色债券投融资双向快速通道等。会议的召开有助于进一步推动两国绿色债券标准趋同,促进中新两国绿色债券市场互联互通。2023年5月30日,由中欧等经济体共同发起的国际可持续金融平台(IPSF)分类工作组(TWG)启动了《可持续金融共同分类目录》(以下简称《共同分类目录》)的第二阶段工作,重点是扩大《共同分类目录》的国家基础,拓宽涵盖的经济活动范围,并为更多国家和地区提供能力建设。新加坡宣布即将发布其绿色金融目录,并承诺与中国和欧洲合作,提升《共同分类目录》的全球兼容性。随着我国同国际各方在绿色金融领域合作的持续深化,国际市场对我国绿色金融政策、标准、产品和市场的认可度和参与度将一进步提升。

(二) 2023年我国绿色债券发行量有所下降

2023年,我国绿色债券¹共计发行480期,发行规模为8400.37亿元,发行期数较上年(518期)减少7.34%,发行规模较上年(8735.07亿元)减少3.83%。排除资产支持证券后,2023年,我国新发绿色债券共涉及220家发行人,较上年(244家)有所减少,其中115家为2023年新增发行人。具体来看,2023年我国新发绿色债券呈现如下特征:

1. 银行间市场仍为绿色债券的主要发行场所,但发行量占比下降

2023年,我国新发绿色债券涵盖了债券市场大多数信用债品种,包括金融债、企业债、公司债、中期票据、资产支持证券、私募债、PPN、超短期融资券和短期融资券。具体来看,2023年绿色资产支持证券发行

期数和发行规模(143期、2414.89亿元)较上年(123期、2140.24亿元)分别上升16.26%和12.83%,发行期数位列第一位,发行规模位列第二位;绿色中期票据发行期数(106期)位居第二,较上年(140期)下降24.29%,发行规模(855.79亿元)位列第三,较上年(1560.59亿元)下降45.16%,主要由于发债企业绿色项目储备不足,以及绿色债券相较于绿色信贷成本优势有所下降所致;绿色超短期融资券、绿色私募债和绿色公司债发行期数均为51期,位列第三,发行规模分别为329.82亿元、266.77亿元和430.25亿元。其中绿色超短期融资券和绿色公司债的发行期数和规模同比均有所下降,绿色私募债的发行期数和规模同比均有所上升;绿色商业银行债发行期数(47期)较上年(51期)下降7.84%,但发行规模(3433.00亿元)较上年(3826.57亿元)增长30.11%,发行规模依旧位居首位,主要由于政策持续引导商业银行加大对绿色领域的信贷投放力度,商业银行绿色融资需求大幅增长所致;绿色企业债发行期数(13期)和发行规模(95.45亿元)均较上年(27期,223.40亿元)有所下降,主要由于《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(国办发〔2023〕35号)发布后,城投类企业发行绿色债券融资需求有所下降以及企业债划转至证监会后,各项细则仍有待明确所致。

2023年,银行间市场仍然为绿色债券的主要发行场所,共发行绿色债券298期,发行规模为6454.75亿元,较上年(364期、7035.28亿元)均有下降,发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比分别为62.08%和76.84%,同比(70.27%和80.54%)均有所下降。交易所市场发行绿色债券期数(182期)较上年(154期)上升18.18%,发行规模

¹ 包括资产支持证券,以下如无特殊说明均包含资产支持证券。资产支持证券按单数统计,以下同。

(1945.63亿元) 较上年 (1699.79亿元) 上升14.46%, 发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比分别为37.92%和23.16%, 同比 (29.73%和19.46%) 均有所上升。

2023年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场²总发行期数和总发行总规模的比例分别为2.27%和3.68%, 发行期数和发行规模占比较上年 (2.76%和4.02%) 均有所下降, 绿色债券市场发行节奏放缓, 但发展空间仍然较大。

2. 环境咨询机构占据绿色债券第三方认证市场主流地位

2023年共有402期绿色债券进行第三方评估认证, 相比去年 (419期) 减少4.06%, 其中环境咨询机构、信用评级机构和会计师事务所占据了主要市场份额, 共为395期绿色债券提供第三方认证, 在进行第三方认证的绿色债券总期数中的占比高达98.26%。与上年相比, 环境咨询机构进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比 (92.54%) 较上年 (87.83%) 有所上升, 信用评级机构进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比 (3.73%) 较上年 (5.01%) 继续下降, 会计师事务所进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数的占比 (1.99%) 较上年 (3.82%) 有所下降。具体来看, 为绿色债券提供第三方认证最多的机构为联合赤道和中诚信绿金, 分别认证了175期和142期绿色债券。

3. 绿色债券期限以3年、2年期为主, 发行期限向短期集中

2023年, 除了32期可续期债券外, 我国绿色债券³发行期限分布于14天~20年, 共38种不同期限⁴, 绿色债券发行期限较为丰富。分期限来看, 3年期绿色债券发行期数和发行规模占比最大, 发行期数在绿色债券发行总期数⁵中的占比 (51.34%) 较上年下降4.86个百分点, 发行规模在绿色债券发行总规模中的占比 (78.08%) 较上年上升7.38个百分点; 2年期绿色债券发行期数和发行规模占比均位列第二, 发行期数和发行规模占比 (15.43%、7.46%) 较上年分别提升12.65个百分点和5.03个百分点; 7年期绿色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比 (2.08%、0.69%) , 与上年相比变化不大; 5年期绿色债券发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模中的占比 (1.78%、0.79%) 较上年分别下降约11.64个和11.94个百分点。总体来看, 发行期限向短期限集中。

4. 绿色债券信用资质整体较好, 信用等级仍集中在高级别

2023年, 我国发行的绿色债券仍主要集中在AA⁺级 (含) 以上, 发行期数在具有评级的绿色债券发行总期数中的占比为92.69%, 发行规模在具有评级的绿色债券发行总规模中的占比为98.55%, 较上年 (90.77%和97.40%) 均有所上升。其中AAA级绿色债券共发行223期, 发行规模为4925.62亿元, 在具有评级的绿色债券发行总期数和总规模中的占比分别为67.99%和89.25%, 较上年 (74.41%和89.51%) 有所下降, 但占比仍然最大; AA⁺级绿色债券在具有评级绿色债券发行

² 包括政策银行债、商业银行债、证券公司债、其它金融机构债、企业债、公司债、私募债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、PPN、资产支持证券、可交换债和国际机构债, 数据来源 Wind, 统计截至 2024 年 1 月 25 日, 按发行起始日计。

³ 本部分及以下部分均不包含资产支持证券。

⁴ 包括 14 天、45 天、63 天、77 天、86 天、90 天、91 天、93 天、94 天、95 天、100 天、101 天、102 天、107 天、115 天、120 天、133 天、140 天、150 天、168 天、180 天、182 天、185 天、200 天、210 天、235 天、238 天、240 天、270 天、366 天、370 天、1、2、3、5、7、10 和 20 年期。

⁵ 含永续债。

总期数和总规模中的占比较上年均有所上升,发行期数和规模占比位列第二;AA级绿色债券在具有评级绿色债券发行总期数和规模中的占比较上年均略有下降,发行期数和规模占比均位列第三。另有8期绿色政策性银行债和1期绿色PPN无评级。整体来看,我国绿色债券信用资质良好,信用等级仍集中在高级别。

5. 发行主体行业分布更为广泛,商业银行业发行量最大

2023年,我国绿色债券发行主体共涉及商业银行业、多元金融服务、建筑与工程等在内的28个行业,其中电脑与外围设备、家庭耐用消费品行业为2023年新增行业⁶,发行主体行业分布更为广泛。其中,商业银行所发绿色债券期数、家数和规模分别为55期、43家和3893.00亿元,均位列第一,发行规模较上年有所增长,发行期数和家数较上年有所下降;多元金融服务行业企业发行绿色债券期数、家数和规模分别为46期、16家和316.90亿元,均较上年有大幅增长,发行期数和规模均位列第二;建筑与工程行业发行绿色债券期数、家数和规模分别为42期、37家和228.64亿元,发行期数位列第三,发行期数和家数均较上年有所增长,发行规模较上年略有下降。

6. 国有企业仍是绿色债券的主要发行人,但发行量有所减少

2023年,我国绿色债券发行主体仍主要集中于国有企业(193家),所发绿色债券期数(303期)较上年继续下降16.76%,发行规模(5166.78亿元)较上年下降10.86%;国有企业所发绿色债券期数在绿色债券发行

总期数中的占比为89.91%,占比较上年下降2.48个百分点,发行规模占比为86.32%,占比较上年下降1.84个百分点。2023年,共有16家公众企业⁷发行绿色债券18期,发行规模755.50亿元,较上年同期(12家、15期、670.00亿元)继续增加;有9家民营企业发行绿色债券13期,发行规模44.20亿元,发行期数同比有所增加,发行规模同比减少。此外,有2家外资企业⁸和1家其他企业共发行3期绿色债券,发行规模19.00亿元。

7. 东部和南部地区为绿色债券主要发行区域

2023年,我国绿色债券发行人涉及地区⁹28个,较上年(26个)增加两个。从发行期数看,江苏(49期)、北京(48期)、上海(34期)、广东(32期)和云南(21期)的发行期数最多,合计占绿色债券总发行期数的比例为54.60%,其中,北京和广东地区发行期数均较上年有所减少。从发行规模来看,北京市绿色债券发行规模仍然最高为2452.55亿元,占总发行规模的比例(40.97%)与去年同期(40.27%)基本持平,上海(858.9亿元)、福建(560.00亿元)、山东(322.60亿元)和广东(301.64亿元)绿色债券发行规模位列第二至五位。整体来看,东部和南部地区保持较高的绿色债券发行量。

8. 具有成本优势的绿色债券主要为国有企业所发

2023年,我国共有128期绿色债券的发行利率低于可比债券¹⁰的平均发行利率,占比37.98%。2023年具有成本优势的绿色债券的加权平均息差¹¹为-16.73BP,其中,具有成本优势的国有企业绿色债券有118期,加权平均息差为-18.58BP。

⁶ 新增行业为2016—2022年末发行过绿色债券的行业,按Wind三级行业划分统计。

⁷ 公众企业指向不特定对象公开转让股票,或向特定对象发行或转让股票使股东人数超过200的股份有限公司。

⁸ 本文对外资企业的统计包括外商独资企业和中外合资企业,本期发行绿色债券的外资企业均为外商独资企业。

⁹ 包括省、直辖市及境外,按发行人注册地进行统计。

¹⁰ 可比债券为绿色债券起息日前后各十五天内起息的同期限、同级别、同券种、同企业性质的非绿色债券,不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及永续期债券;对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计;短期融资券、超短期融资券以及其他无评级债券选用其主体级别,其他券种均选用债项级别。

¹¹ 按发行规模加权。

三、2024年绿色债券市场展望

绿色债券发行量有望恢复增长

2023年,受地方政府化债背景下城投企业新增债务融资规模受限,企业债监管部门调整以及绿色信贷替债等因素影响,我国绿色债券市场发行量有所下降。但整体来看,在各项政策的支持下,2024年我国绿色债券发行量有望恢复增长。一是创新品种有望持续扩容。近年来,随着“双碳”战略的全面推进,金融机构积极开展绿色金融产品创新,可持续发展挂钩债券、转型债券等创新型债券品种相继推出,成为绿色债券的有益补充。2023年中央金融工作会议强调要做好绿色金融大文章,同时重庆、四川等地出台政策要求加大绿色债券产品和服务的创新力度。在各地政策指引下,我国绿色债券创新品种将会持续推出,绿色债券市场有望进一步扩容。二是绿色债券支持项目范围或将有所扩大。2023年中央办公厅将林权交易服务、林产品精深加工等纳入绿色金融支持范围。2024年2月,发改委等十部门联合印发《绿色低碳转型产业指导目录(2024年版)》,进一步拓宽绿色产业覆盖范围,增补重点新兴产业。未来随着绿色金融支持领域的进一步拓宽,相关绿色产业所发绿色债券规模将进一步增长。三是地方财政支持绿色债券发行。2023年,在发改委等十部门《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》的政策指导下,上海市、四川省等多地出台政策要求将符合条件的绿色低碳发展项目纳入地方债支持范围,加大财政资金对绿色债券的支持力度。未来,政府将持续引导金融资源向绿色发展领域倾斜,绿色债券市场有望持续扩容。四是绿色投资需求日益旺盛。2023年,投资者对绿色债券的关注度持续上升,绿色债券交易量明显增长,在政策的引领下,投资者对绿色债券的投资需求将持续增强,有望从投资端推动绿色债券的发行。五是绿色债券再融资需求仍然较大。2024年将有超过4000亿元规模的绿色债券到期,同比增

加10%以上,绿色债券市场到期再融资需求进一步加大。六是绿色债券发展空间较大。2023年我国绿色债券发行期数和发行规模占债券市场(不含国债)总发行期数和发行规模的比例均仅在3%左右,仍有较大提升空间。综上所述,2024年我国绿色市场有望进一步扩容。

我国绿色债券市场制度规范日渐完善

我国绿色债券相关制度体系和自律规则建设将不断完善。一是绿色债券信息披露透明度有望进一步提高。随着《绿色债券存续期信息披露指南》等政策的发布,我国绿色债券存续期信息披露标准逐步统一。未来,监管部门将进一步完善绿色债券标准体系建设,绿色债券市场信息披露将更加及时和充分,能够有效引导资金切实流向绿色低碳领域,夯实绿色债券发展基础。二是绿色债券第三方评估认证市场将更趋规范。绿色债券标准委员会在召开的绿色债券评估认证机构座谈会中指出,将持续加强自律管理,维护绿色债券市场秩序,正向引导第三方评估认证机构做好“看门人”职责。未来,监管部门将逐步完善评估认证制度,规范第三方评估认证市场,进一步加强对绿色债券第三方认证机构的管理,有效提高绿色债券评估认证质量,推动绿色债券市场高质量、高标准发展。三是绿色债券指数体系将逐步完善。2023年中国绿色债券指数的推出为衡量绿债市场价格波动提供了参考,提升了绿色债券投资的便利程度,便于引导更多资金投向绿色低碳领域。未来,我国绿色债券指数体系将进一步丰富,提高我国绿色债券的投资吸引力,进而推动我国绿色债券市场高质量发展。

绿色债券国际化水平将持续提升

一是我国绿色债券标准与国际有望进一步趋同。目前已有许多国际市场参与者开始使用《共同分类目录》来标注新发行的绿色债券和其他绿色金融产品,



2023年《共同分类目录》第二阶段的启动,将对提高不同市场绿色金融标准的可比性、兼容性和一致性起到重要的促进作用。未来,境外机构投资者投资我国绿色债券市场的便利度将有所提升,我国绿色债券市场对国际机构投资者的吸引力有望进一步加强。二是粤港澳大湾区绿色金融一体化发展有望持续深化。《关于金融支持前海深港现代服务业合作区全面深化改革开放的意见》《关于金融支持横琴粤澳深度合作区建设的意见》等金融开放政策的出台,有助于帮助内地企业赴港澳发行绿色债券产品,开展绿色跨境投融资,未来,粤港澳大

湾区内绿色金融合作有望进一步深化,推动粤港澳大湾区绿色金融体制一体化发展,提高我国在国际绿色债券市场的影响力。三是绿色金融国际研究合作有望不断加强。近年来,我国与其他国家或机构积极开展绿色金融合作,2023年人民银行和新加坡金融管理局召开会议提出将加大在绿色金融相关领域的合作力度,建立绿债互融互通机制等。未来我国将会和更多国家在绿色债券标准、绿色金融产品创新与研究等领域开展深入合作,推动绿色资本跨境流动,促进我国绿色债券市场对外开放水平持续提升。///

化债背景下城投企业非标债务化解方案研究

文 | 联合资信 代茂兵

一、政策背景

2023年7月,中共中央政治局提出“要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案”,随后特殊再融资债券发行重启(用于置换纳入隐性债务之中的拖欠款、非标及贷款)、中央增发万亿元特别国债、央行设立应急性流动金融工具(SPV)、金融机构参与地方政府债务化解等一系列化债动作逐步开展。2023年12月下旬,全国财政工作会议中再次强调,“健全化债长效机制,有效防范化解地方债务风险”。在中央政策的指引下,各地方政府也相继开展了各式各样的化债举措,将“防范和化解地方政府债务风险”逐步落实,如贵州省黔南州三都县预算报告称,当地2023年争取中央一揽子化债政策获得再融资债券资金15.93亿元缓释债务风险,并通过安排预算资金、核销核减债务、与债权人沟通协商等方式化解隐性债务6.06亿元。中央一系列重大会议凸显出化解地方债务风险工作的紧迫性,2024年及未来的几年时间里,防范和化解地方政府债务风险仍是中央及地方的重点工作之一。

2023年三季度,国务院密发《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(国办发〔2023〕35,以下简称“35号文”),将地方国有企业分为三类:地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业及普通国有企业。对于地方政府融资平台,只能借新还旧且不包含利息,不能新增融资;对于参照地方政府平

台管理的国企,根据省市区域不同,实施差异化限制,12个高风险重点省份¹只能借新还旧,其他省份在省级政府出具同意文件的情况下,可以新增融资;对于普通国有企业,可以新增融资,但是债务自己负责。一定程度上,35号文进一步明确了地方城投企业在新增融资和借新还旧问题上的界限,对防范化解地方债务具有指示意义。

二、非标债务化解方案分析

在防范化解地方政府债务风险的大背景下,各地政府出台了一系列的针对高息非标债务化解措施,如稳妥处置非标债务,不准增加非标债务规模、处理好利率高的高息贷款,不准继续举借高息贷款,用低息资金置换高息非标债务等。目前市场上呈现的城投企业非标债务化解方案主要包括:打折、展期、置换、直接偿还(财政资金、出让国有产权权益、经营收益等)、债务重组、城投企业市场化转型等方式。下文将结合实际案例及城投政策,针对以上化解方案逐一展开讨论。

打折式

对于一些财政困难、债务压力较重的区域,非标打折式偿还案例可能会增多。

受城投融资政策收紧及地产行业下行的影响,城

¹ 12个高风险重点省份为:天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。

投企业对非标债务打折偿还案例现象逐渐增多。据财联社报道, 2023年12月5日, 遵义市播州区国有资产投资经营(集团)有限责任公司(以下简称“播州国投”)与中泰信托有限责任公司(以下简称“中泰信托”)协商形成初步偿债方案, 针对当前债务余额约4.4亿元, 播州国投核销核减后偿还中泰信托3.08亿元, 即播州国投拟7折兑付中泰播州国投项目剩余本金。

对于债务压力较重的区域, 由于地方财政困难, 城投资金紧张, 不能全额偿还到期非标债务, 打折偿还或是一个经过了各方博弈后的折中方案, 方案通常都需要金融机构做出一定让利, 比如利息打折、部分债务豁免等, 而部分投资人愿意承担一定损失以尽早拿回部分本金。往后看, 对于一些财政困难、债务压力较重的区域, 化债资源会优先向公开市场债券倾斜, 非标打折偿还案例可能会增多。

展期

对于投资者而言, 非标债务展期延长了本金回收时间, 短期内保障了本金部分。对于债务压力较重的地区, 非标债务展期一定程度上缓解了城投企业短期偿付压力, 但最终偿还还需依赖地方的财政实力及城投企业自身融资能力。

在当前化债的背景下, 非标债务展期一般包含期限延长及利息下调内容。根据界面新闻报道, 2023年12月13日, 由长安信托发行的“长安宁-西开运营应收账款买入返售集合资金信托计划”项目受益人大会三分之二以上表决权通过了与西安渭北集团债务化解方案: 1.276亿元本金余额分3年兑付, 预计受益人预期收益率调整为税后5.7%/年, 免除已产生的罚息及违约。

相对于非标债务逾期, 展期对投资者和城投企业都有一定的益处。对投资者而言, 非标债务展期延长了本金回收时间, 短期内保障了本金部分, 避免因城投企业违约产生的本金、利息无法收回及法律维权成本; 对于城投企业而言, 非标债务展期一定程度上缓解了企

业短期偿付压力, 同时也规避了债务违约对区域融资环境及自身信用等方面产生的不良影响。非标债务展期为城投企业提供了一种以时间换空间的化债方式, 一般债务压力较重区域城投企业比较倾向采用该方式, 以此缓解短期流动性压力, 但非标债务最终偿还还需依赖地方的财政实力及城投企业自身融资能力。

置换式

置换式化解方案具有一定的普适性, 从各种置换措施看, 采用银行借款置换非标债务当前可能存在一些障碍, 未来随着更多化债政策措施的落地, 商业银行将更多地参与地方城投企业非标债务化解过程中; 特殊再融资债券实现了用债券资金来化解纳入隐性债务的非标债务, 但整体保障程度有限; 对于未纳入隐性债务的非标债务部分, 部分城投企业倾向采用新增低息非标的方式置换前期高息非标债务, 以此实现节省利息及拉长期限的目标。

1. 银行借款置换非标债务

2023年1月原银保监会提出“有序开展地方政府债务置换, 推动优化债务期限结构, 降低利率负担”, 公开资料显示, 2023年12月8日, 中国农业银行渝北支行牵头的首笔5000万元置换存量非标债务“银团贷款”, 在渝北区属国有公司重庆空港经济开发建设有限公司(下称“重庆空港经开”)投放落地, 实现了用银团贷款置换存量非标债务。目前商业银行新增贷款用于置换非标债务的案例并不普遍, 主要在于大部分企业存续的非标借款一般为地方银行无法直接放贷的领域, 且商业银行参与城投非标置换仍基于市场化原则, 新增金融资源主要向经济发达、偿债能力较好的东部优质城投倾斜, 对于中西部偿债能力较弱的地区置换动力较弱。

银行借款置换非标债务可能某些方面不满足内部风控要求, 但考虑到化解地方债务工作的重要性, 如使用银行借款来置换存量非标, 可能需要更高一级地

方政府甚至中央自上而下的协调与赋能,如对穷尽方式仍无法偿还的非标债务,重点省份经省级政府同意后可提出需要支持的债项名单,通过组织发放银团贷款等方式置换非标债务。商业银行作为地方最重要的金融资源,未来随着更多化债政策措施的落地,商业银行将更多地参与地方城投企业非标债务化解过程中。

2. 债券置换非标债务

再融资债券是指发行募集资金用于偿还部分到期地方政府债券本金的债券。其本质可看作是财政部对于地方债务预算的一种管理方式。特殊再融资债券的特殊在于发行的资金由偿还到期债务扩大到偿还地方存量债务(包含了非标形式的地方隐形债务,例如城投平台债务、对企业拖欠款等),实现了用债券资金来化解纳入隐性债务的非标债务。

截至2023年12月7日,全国2023年度特殊再融资债券已发行共13770.16亿元,发行规模位列前五的省份或计划单列市分别是贵州、天津、云南、湖南和内蒙古,分别为2149亿元、1286亿元、1256亿元、1122亿元和1067亿元。根据中国信托业协会公布的数据,截至2023年三季度末,信托公司投向基础产业的资金规模约1.5万亿元,考虑到特殊再融资债券发行额度有限,且主要用于偿还地方隐性债务,城投企业存续非标债务规模较大,以特殊再融资债券方式置换对非标债务的保障程度有限。

信用级别高的省市级国有企业,整体信用资质较好,债券融资成本较低,可以通过往来款或股东借款的方式转给下属城投企业,用于置换到期非标债务。在采用信用级别高的省市级国有企业债券置换非标时,需关注35号文对城投企业发债的影响,对于地方政府融资平台、地方政府隐性债务主体及12个高风险地区政府平台,债券资金用途较为严格,发债资金仅能用于借新还旧,对于参照地方融资平台管理的国有企业确有需要新增债券的情况,需要省级政府出具意见,故以上主体通过发行债券来置换下属城投企业非标债务

较为困难。对于市场化运营主体,债券募集资金用途相对宽松,可以用于置换一部分非标债务,2024年2月7日,烟台蓝天投资发展集团有限公司(以下简称“烟台蓝天”)发行24烟台蓝天SCP001,募集资金用途为不仅用于借新还旧,还包括偿还租赁、银行流动性贷款以及偿还子公司银行法人透支贷款,但监管对于市场化运营主体的界定较为严格,包括但不限于对于政府性资产占比、来源于政府的收入占比及来源于政府的利润占比等方面进行了严格的规定。

3. 低息非标置换高息非标债务

对于未纳入隐性债务的非标债务部分,部分城投企业倾向采用新增低息非标的方式置换前期高息非标债务,实现节省利息及拉长期限的目标。首先,随着利率的下行,城投企业融资成本相对前些年有一定程度的下降,2023年以来非标融资成本也相对前期非标融资成本有所下降;其次,对于前期用于项目建设的非标借款,当项目竣工后也会带来一些收益,此时运用已竣工的项目新增非标融资,如通过资产证券化的方式新增融资去置换前期建设期间的非标借款,从风险角度看,后者风险也相对较低,借款利率上也具有一定的优势;第三,非标融资资金用途及审批流程相对银行借款更具有优势,新增非标置换前期非标也相对容易。

直接偿还

从各种直接偿还措施看,对于债务压力较轻区域,安排财政资金偿还仍然是化解非标债务的主要手段;以出让国有企业股权或国有资产的方式偿还非标债务,具有一定的操作空间,但不具有可推广性;利用项目现金流偿还对非标债务保障程度低,不具有普遍性。

1. 财政资金偿还

财政资金偿还的主要来源为一般公共预算收入和政府性基金收入,对于债务压力较重区域,受地产行业

下行因素的干扰,可用于偿还非标债务的财政资金往往不足,安排财政资金直接偿还非标债务仍存在较大的压力,此时地方城投企业更倾向于置换式化解非标债务。对于债务压力较轻区域,安排财政资金偿还仍然是化解非标债务的主要手段。地方财政一般通过返还地方城投企业基础设施建设业务、土地整理业务收入、地方政府应承担的利息,政府补助及增资等方式,将一部分财政资金拨入城投企业,用于保障其偿还到期非标债务。

2. 出让政府股权及经营性国有资产权益偿还

部分短期偿债压力较大、资产流动性较弱的地方城投企业或政府,可以通过出让股权及经营性国有资产,将持有的国有企业部分股权及经营性国有资产(如房屋、土地资源、金融资产等)等出让至省属市属国企,将获得的出让收益用于偿还到期的非标债务。

出让国有股权兑付到期债务最为典型的案例为“茅台化债”。2019年12月和2020年12月,茅台集团无偿转让5024万股(占总股本4%)至贵州省国有资本运营有限公司(以下简称“贵州国资”),贵州国资通过减持套现获得化债资金超过600亿元。以出让国有企业股权或国有资产的方式化解非标债务方式,具有一定的操作空间,但不同省份所持有的国有资产质量差异较大,且对于出让规模较大的国有企业股权所需决策层级较高,审批流程较长,不具有可推广性;部分地区城投企业通过出让上市公司股权的方式获得收益,但整体规模较小,对非标债务保障程度有限。

3. 利用项目现金流,经营收入偿还非标债务

地方城投企业可以利用项目现金流、经营性收入偿还到期非标债务,如保障房项目收入、商业综合体的租赁收入、天然气或供水等经营性项目收入,来偿还部分到期的非标债务。但地方城投企业承接的项目多为基础设施代建、土地整理等公益性及准公益性项目,回款依赖地方财政,难以产生经营性现金流;部分经营性项目投资回收期较长,每年产生的经营性现金

流相对到期非标债务规模较小,对非标债务保障程度低,整体看该模式不具有普遍性。

通过债务重组或破产清算获得资源偿还债务

破产清算对整个地区的信用债市场产生较大冲击,影响区域信用资质,不到万不得已时不会采用该方案;债务重组的方式使得城投企业资产质量得到提升,有利于金融机构向城投企业新增授信,参与城投企业化解非标债务。

债务重组化解非标债务一般有以下途径:一是将原资产与债务一起打包注入第三方(往往是优质国企),第三方凭借自身融资优势,获得低息借款并置换原债务;二是地方政府向城投企业注入优质资产,城投企业通过抵押优质资产获得低息融资来化解非标债务;三是通过与债权人协商,将非标债务转换为对城投企业股权的方式化解非标债务。

贵州铜仁市在2020年化解非标债务中,政府将闲置未分配公租房注入地方城投企业,地方城投企业通过抵押的方式获得银行低息借款,从而置换了存量的高息非标融资;2023年4月7日,江苏高邮经开区通过地方国资办梳理有效资产,以合规转让形式注入高邮市经济发展集团用于化解隐性债务,此后通过银行贷款对定融产品进行置换,后续定融业务到期一笔归还一笔。2019年,青海省国有资产投资管理有限公司(以下简称“青岛省投”)出现“延期支付、债务违约”官司等,2020年6月,债权人以其不能清偿到期债务,并且明显缺乏清偿能力为由,向西宁中院申请对公司进行重整。2021年12月,西宁中院裁定批准了青海省投等十七家企业以“国资股权清零+战投现金出资+债转股”为核心的破产重整计划。

整体看,由于城投企业的破产清算会对整个地区的信用债市场产生较大冲击,影响区域信用资质及区域金融风险,不到万不得已时地方政府并不会采用破产清算的方式化解非标债务;债务重组的方式使得城

投企业资产质量得到提升,再通过抵押或其他方式融资来置换非标债务具有可操作性,特别是对于债务压力较重区域,通过注入优质资产更容易获得金融机构的授信。

市场化转型化解非标债务

城投企业通过市场化转型来提升自身的造血能力,逐步缓释及偿还非标债务,是未来城投企业化解非标债务的重要方式。

目前市场化转型包含以下几种方式:一是向国有资本投资运营公司转型,利用之前已经建立的信用、渠道等优势发挥重要作用,转变为只承担国有资产经营管理、国有资本运营管理的平台,一般通过先剥离现有城投业务再划入相关国有资本,或直接新设公司划入相关国有资本来实现;二是,向城市综合运营商转型,所涉业务包括公用事业类(供水、供电、垃圾处理等)、建筑施工类、房地产类、产业服务类等业务类型;三是,向产业类国企转型,方式包括以传统城投业务为基础,开展自营性业务并向上下游拓展产业链,围绕地方政府产业规划发展金融投资业务,结合地区资源禀赋和产业优势拓展经营性业务等。

三、化债效果分析

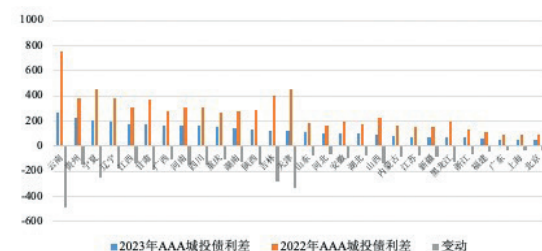
随着一系列防范化解债务风险政策逐步落地,债务压力较重区域城投债利差下降明显,融资环境得到改善,天津、河南等地城投债发行及净融资持续改善,东北地区、西北及西南地区部分省份持续压降城投企业债券融资,城投债融资持续呈净偿还状态。非标规模及违约事件方面,受城投融资政策收紧及地产行业下行的影响,非标违约事件大幅增加,随着化债政策逐步落地,非标融资规模压降明显,2023年下半年违约事件数量较上半年明显下降,违约事件发生数量有所缓解。

随着中央及地方出台的一系列防范化解债务风险政策的逐步落地,2023年全国各区域AAA城投债利差均有不同程度的收窄。对于债务压力较重的区域,特别是特殊再融资债券重启及万亿国债发行后,置换了部分城投企业存量债务,缓解了区域债务风险,以云南、天津、吉林、宁夏、辽宁及贵州为代表的债务压力较重区域,区域城投债利差下降明显,区域融资环境得到改善(见图1)。

城投债发行及净融资方面(见图2),2023年,天津、河南等地城投债发行及净融资增速均较高、融资环境持续改善。具体看,江苏、浙江和山东发行规模居前三位,2023年城投债发行规模合计约占全国的46%,天津、山东、湖北、四川等大部分地区城投债发行规模保持增长,而贵州、上海、新疆及福建等地城投债发行规模有所下降。净融资方面,西南地区中贵州、广西、云南,西部地区中宁夏、内蒙古、青海以及东北地区持续压降公开市场债券融资,贵州省城投债净偿还规模约373亿元,广西、吉林、黑龙江及甘肃净偿还规模近百亿;上海、广东、福建、河北、浙江及四川净融资降幅明显,天津、北京、山西及重庆净融资增速均超过50%。

非标规模方面,根据华创证券《2023年城投非标融资数据全览》中的统计的数据,2023年全国城投信托融资数量及规模分别同比下降60%、64%,10—12月平均发行数量已降至10笔左右;2023年全国城投融资

图1 2022—2023年全国各区域AAA城投债利差及变动情况(BP)



数据来源: Wind, 联合资信整理



租赁数量及涉及财产价值分别同比下降10%、11%，随着中央及地方化债政策的逐步落地，信托、融资租赁等非标融资规模压降明显。

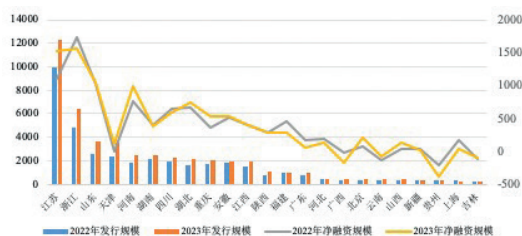
非标违约方面，根据华创证券《2023年城投非标融资数据全览》中的统计的数据，2023年全年城投企业非标违约事件发生79起，同比增加60起，违约发生事件总数居近5年之首。2021年以来城投企业融资进入收紧周期，叠加宏观经济下行，多数省份一般公共预算收入下降、房地产行业下行引起地方土地出让金下降，

地方政府偿债能力弱化，使得2023年非标违约事件大幅增加；从省份分布来看，城投非标违约事件主要集中在经济财政实力较弱、债务压力较大或债务管控能力不强的区域；2023年下半年，特殊再融资债券重启及万亿国债发行后，部分债务压力较重区域融资环境有所改善，城投企业非标违约共发生31起，相较2023年上半年减少17起，违约事件发生数量有所缓解。

四、展望

展望未来，不同地区、不同资质城投企业融资环境、化债资源、转型程度差异较大，非标债务化解亦存在一些差距，对于经济发展程度高的地区，城投企业市场化转型提升自身造血能力，通过经营性收入偿还还是化解非标债务的重要发展方向；对于经济发展程度较低的区域，财政资金偿还非标债务仍是主流方式；对于债务风险很高的区域，通过债务重组来协调金融机构参与将在化解非标债务中发挥着重要的作用。■

图2 主要地区城投债发行及净融资情况 (单位: 亿元)



注：宁夏、西藏、辽宁、黑龙江、海南、青海、甘肃及内蒙古城投债发行规模均小于100亿元，未在上图显示
数据来源：Wind，联合资信整理

2023年小微贷款ABS回顾与展望

——不同发行市场分化明显，新增机构提升活跃度，政策利好下规模增长可期

文|联合资信 曹雨璇 郝 励

一、2023年小微贷款ABS市场发行情况

2023年整体发行规模小幅下降，不同发行市场分化明显

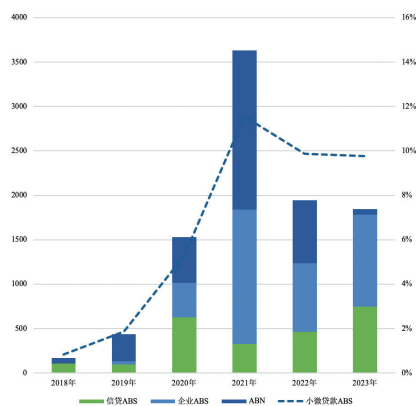
2023年，小微贷款ABS发行规模合计1844.78亿元¹，同比下降5.27%，单数方面，全市场共发行199单，同比增长17.75%，主要系企业ABS单数增长明显（同比增长61.11%）（见图1、图2）。

分市场看，小微贷款ABS受不同市场发行政策影响较大，发行情况分化明显。2023年交易所市场

小微贷款ABS依然活跃，全年企业ABS发行规模为1033.60亿元、同比增长33.71%，发行单数174支、同比增长61.11%，多家机构2023年在交易所完成小微贷款ABS的首次发行，呈现多点开花的格局。

政策引导下，银行业金融机构凭借网点布局及负债端成本优势，持续加大对小微企业支持力度，小微企业贷款余额显著增长，带动信贷ABS市场规模快速上升。截至2023年底，银行业金融机构用于小微企业的贷款余额70.9万亿元，同比增长18.76%。在此基础上

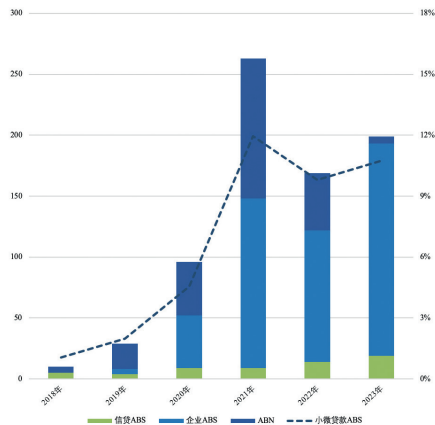
图1 2018年—2023年小微贷款ABS发行规模及规模占比（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，联合资信整理

注：企业资产支持证券简称“企业ABS”；信贷资产支持证券简称“信贷ABS”；资产支持票据简称“ABN”

图2 2018年—2023年小微贷款ABS发行单数及单数占比（单位：单，%）



数据来源：Wind，联合资信整理

¹统计口径包含互联网系机构、融资租赁公司、商业保理公司、小贷公司、信托公司、商业银行等发起的小微贷款ABS项目。

上,小微贷款信贷ABS市场进一步增长,2023年全年发行规模为749.73亿元、同比增长61.32%,发行单数19支、同比增长35.71%。

ABN市场方面,2023年前三季度小微贷款ABN受监管政策影响仅发行2单,随着交易商协会对普惠金融领域的支持力度加大,第四季度成功发行4单。全年发行规模为61.45亿元、同比减少91.34%,发行单数6支、同比减少87.23%。2023年6月,中国银行间市场交易商协会下发《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》,强调了银行间市场企业资产证券化对支持实体经济的重要性,以及企业资产证券化可以如何支持实体经济。2023年底,交易商协会受理网商银行等合作机构以普惠小微类资产注册发行ABN,小微贷款ABN后续发行量有望增长。

信托公司、商业银行为发行主力

从小微贷款ABS的发起机构/原始权益人来看,信托公司和商业银行为小微贷款ABS的发行主力。2023年信托公司发行规模合计673.80亿元、占比36.52%,共发行123单、占比61.81%,其中中航信托和华能信托发行规模占比最大,分别占全市场的14.53%和12.42%。

2023年商业银行发行规模合计749.73亿元、占比40.64%,共发行19单、占比9.55%,其中建设银行2023年发行规模全市场最高,占比27.10%。商业银行发行单数占比较低,但发行规模占比却很高,主要是由于项目平均发行规模高,信贷ABS单均规模为39.46万元,明显高于其他机构。

资产提供方头部效应仍显著,参与机构数量和细分资产类型均有增加,市场活跃度上升

根据对ABS产品资产提供方的统计,商业银行、互联网系机构及融资担保公司为小微贷款ABS的主要

资产提供方(见图3)。其中,商业银行由于单均发行规模高,总发行规模居首。互联网系机构发行规模合计428.00亿元,发行单数69单,分别占2023年小微贷款ABS发行规模和单数的23.20%和34.67%,平均发行规模6.20亿元,体现了其发行单数多但单均规模小的特点。融资担保和融资租赁公司发行规模相近,占比分别为12.90%和12.25%。

虽然各类发行主体中头部效应仍然明显,但整体看2023年小微贷款ABS参与机构数量显著增加,多家商业银行、小贷公司和产险公司在2023年首次发行小微贷款ABS,且租赁公司开始积极参与小微贷款ABS市场发行。租赁公司中,海通恒信国际融资租赁股份有限公司发行规模最大,2023年发行6单小微贷款ABS,发行规模70亿元;其次为远东国际融资租赁有限公司,2023年发行3单小微贷款ABS,发行规模49.37亿元。多类型主体的参与丰富了参与机构类型,提高了小微贷款ABS市场发行活跃度。

另外,小贷公司、融资租赁公司以及产险公司为小微ABS市场提供了更多细分类型资产,如由深圳市中小担小额贷款有限公司担任原始权益人和资产服务机构的“深圳担保集团-先行示范区-中小微企业8号资产支持专项计划(光明区高新技术知识产权专场)”聚焦深圳市光明辖区科技型小微企业,助力小微企业科技成果转化,深入覆盖细分市场;太保资产首单ABS产品“太平洋——海通恒信小微企业高质量发展资产支持专项计划”20亿元储架获得受理,基础资产主要为中小微企业为承租人的高端装备制造、工程机械、医疗健康等领域的租赁资产。

证券发行利率呈现期限利差,不同市场差异明显

2023年全年资金面经历了由收敛转松再收敛的过程,市场利率围绕着政策利率波动,仍呈现较强的季节性变化(见图4)。从证券发行利率的时间分布来看,证券发行成本基本保持平稳态势。

小微贷款ABS发行利率方面，联合资信统计了可获取发行利率数据的328支AAA_{sf}级别和106支AA⁺_{sf}级别证券作为样本。一年期以内AAA_{sf}级别证券发行利率大部分集中于2%~4%区间，一年期到两年期AAA_{sf}级别证券发行利率大部分集中于2.5%~4.5%区间，两年期以上AAA_{sf}级别证券发行利率主要分布于3%~5%区间，利率水平与期限结构较为匹配。AA⁺_{sf}级别证券同样呈现发行利率与期限结构匹配的情况，利率水平整体略高于AAA_{sf}级别证券。

在不同场所发行的同期限同信用等级的小微贷款ABS证券，发行利率存在较大差异。以AAA_{sf}级证券为例，信贷ABS平均发行利率为2.62%，企业ABS及ABN产品平均发行利率分别为3.56%和3.43%，信贷ABS产品发行利率明显低于企业ABS及ABN产品。这主要是产品发行主体不同，投资者对不同发行主体有风险偏好相关，信贷ABS产品发起机构主体信用等级相对较高，投资者要求的风险溢价更低（见图5）。

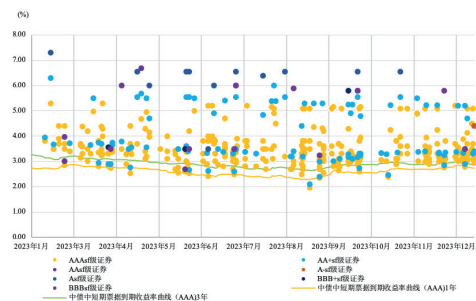
证券发行级别与分层多样化，有助于满足投资者多元化需求

2023年发行的小微贷款ABS产品，大部分为多层结构设置，两层结构产品合计89单，占市场总单数的44.72%，三层及四层结构产品合计110单，占市场总单

数的55.28%。同时，大部分项目在同一优先层级（如优先A级/优先B级）内还会设置多支不同利率及期限的证券（如优先A1/A2、优先B1/B2），使得产品结构更多元化。

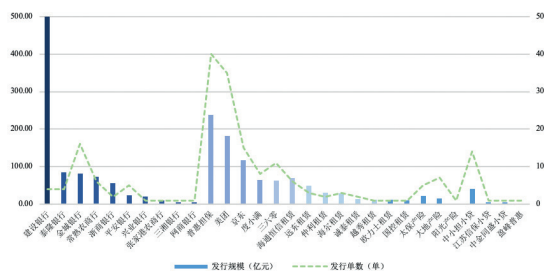
根据数据可得性，我们对可获取证券发行级别的197单产品的693支证券进行了分析，具有信用等级的证券有473支，发行规模1633.78亿元，证券级别分布于BBB_{sf}~AAA_{sf}。其中，AAA_{sf}级证券共发行328支，发行规模1539.32亿元，规模占比94.22%；AA⁺_{sf}级证券共发行108支，发行规模66.64亿元，规模占比4.08%。此外，AA_{sf}级证券、A_{sf}级证券、A⁻_{sf}级证券、BBB⁺_{sf}级证券与BBB_{sf}级证券分别为3支、15支、1支、4支和14支，占比较小。整体来看，小微贷款ABS证券信用等级仍以AAA_{sf}级证券为主，同时，次优先级证券信

图4 2023年小微贷款ABS发行利率时间分布



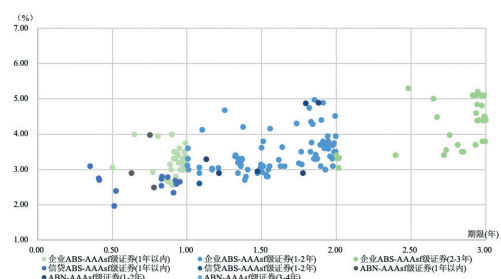
数据来源：Wind，联合资信整理

图3 2023年发行项目各穿透参与机构情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 2023年小微贷款ABS不同市场AAA_{sf}级别不同期限证券发行利率



数据来源：Wind，联合资信整理

用等级跨度较大,多个较低信用等级均有所涉及,小微贷款ABS分层结构及证券信用等级的多元化有助于满足投资者多元化需求。

入池资产笔均余额、期限及收益率呈现差异化

笔均余额方面,根据可得数据,联合资信对2023年发行的191单小微贷款ABS样本进行了分析,企业ABS产品资产池笔均未偿本金余额最高,为158.87万元,企业ABS发起机构类型多样,小微贷款笔均余额差异较大,跨度从笔均2万到笔均1000万以上。信贷ABS与ABN市场产品笔均未偿本金余额相对较小,分别为145.80万元与103.80万元。

基础资产期限方面,根据可得数据,联合资信对2023年发行的188单小微贷款ABS样本进行了分析,小微贷款ABS入池资产加权平均合同期限均在3.5年以内。ABN市场由于基础资产多为租赁类资产,合同期限普遍较长,加权平均合同期限为3.03年,高于信贷ABS合同期限(1.45年)与企业ABS加权平均合同期限(1.96年)。整体看小微贷款ABS期限偏短(见图6)。

基础资产收益率方面,根据可得数据,联合资信

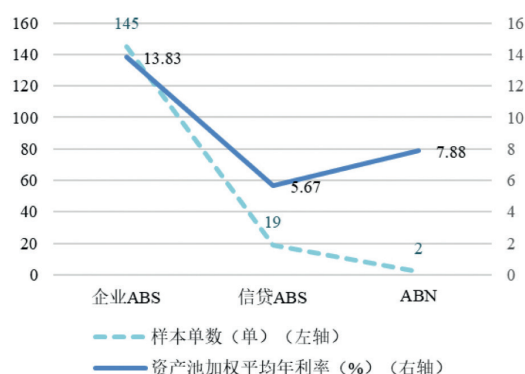
对2023年发行的166单小微贷款ABS发行时资产池利率进行了分析,企业ABS产品基础资产加权平均利率最高,为13.83%。企业ABS资产提供方以互联网系机构为主,底层资产客户多为银行下沉客户,具有小额、多笔、分散的特征,加权平均利率较高。信贷ABS产品加权平均利率最低,为5.67%,主要系因为信贷ABS资产提供方均为商业银行,风控体系更为严格,同时客户资质相对优异,部分小微信贷产品需含押品,因此加权平均利率较低。ABN基础资产加权平均利率为7.88%,介于企业ABS和信贷ABS之间,ABN资产提供方主要为租赁公司,产品定位和风控策略介于互联网系机构和商业银行之间。由于不同市场的主要资产提供方不同,基础资产收益水平具有明显差异(见图7)。

二、小微贷款ABS存续期表现情况

小微贷款ABS市场存续规模保持相对稳定

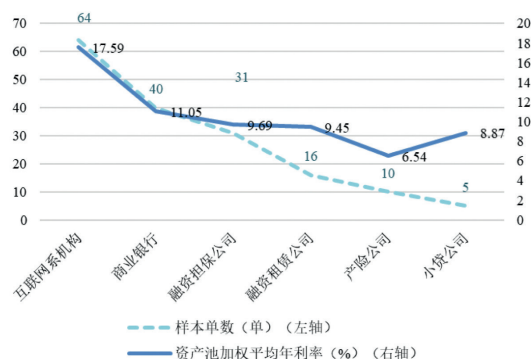
截止2023年底,我国ABS市场存量规模3.32万亿元,小微贷款ABS市场存量规模4979.59亿元,存量占比15.00%。整体来看,近几年小微贷款ABS市场的

图6 2023年小微贷款ABS不同市场项目资产池加权平均年利率
(单位:单、%)



注:统计基础为联合可得资产池笔均余额数据的166单小微ABS产品样本
数据来源:Wind,联合资信整理

图7 2023年小微贷款ABS不同资产提供方资产池加权平均年利率
(单位:单、%)



注:统计基础为联合可得资产池合同期限数据的166单小微ABS产品样本
数据来源:Wind,联合资信整理

存续规模有所波动,在2022年达到高点,存量规模为5258.49亿元(见图8)。

小微贷款ABS资产违约率保持较低水平

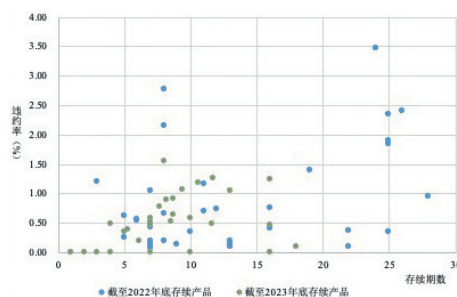
鉴于数据可得性,本文选取了截至2023年底存续的公开发行的 小微贷款ABS 产品和数据可得的定向发行的小微贷款ABS 产品作为样本,以观测其存续期间的违约情况。截至2023年底存续的小微贷款ABS 产品累计违约率在0.00%~1.55%之间,除个别产品外,大部分产品累计违约率在1.00%以下,累计违约率平均值为0.71%,相较2022年底均值下降0.10%。截至2023年存续的小微贷款ABS 资产池违约率仍处于较低水平,资产信用质量保持稳定,表现出一定的抗风险能力(见图9)。

小微贷款ABS 基础资产表现方面,从获取的累计违约率数据显示(ABN和租赁公司存续项目数据不充足,未统计),商业银行作为资产供应方所涉及的小微贷款ABS 产品累计违约率平均值为0.35%,互联网系机构作为资产供应方的小微贷款ABS 产品累计违约率平均值为0.76%,由于商业银行客群资源普遍优于互联网系机构,商业银行作为资产供应方所涉及的小微贷款ABS 产品的入池资产表现略优于互联网系机构作为资产供应方的小微贷款ABS 产品的入池资产(见图10)。

存续期循环购买倍数差异较大

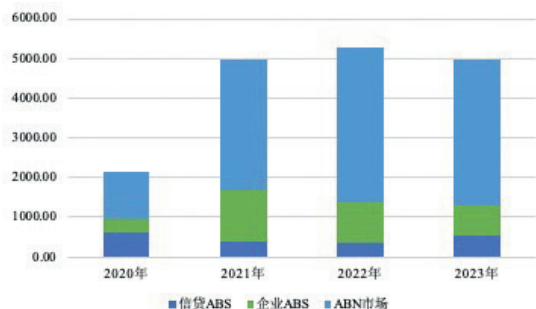
2023年发行的199单小微贷款ABS 中,有70单设置了循环购买结构,占发行总单数的35.18%,设置循环购买结构的多为企业ABS 产品,发起机构/原始权益人以互联网小贷公司与信托公司为主。以截至2023年底存续的公开发行的 小微贷款ABS 产品和数据可得的定向发行的小微贷款ABS 产品为样本,循环购买倍数平均水平为2.23倍,与2022年底统计数据相比变化不大。由于不同产品对循环购买机制的设计不同,循环购买倍数差异较大,统计样本中最低水平为0.10倍,对应产品存续期为2.60个月;最高水平为4.52倍,对应产品存续期为11.61个月。通过循环购买结构可以有效解决基于短期限资产发行长期证券的期限错配问题,尤其

图9 2022年—2023年小微贷款ABS 存续期累计违约率



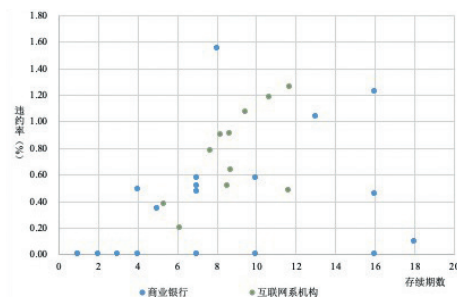
数据来源: Wind、产品受托服务报告,联合资信整理

图8 2020年—2023年小微贷款ABS 市场存续规模(单位:亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图10 存续小微贷款ABS 累计违约率情况



数据来源: Wind、产品受托服务报告,联合资信整理

对于小额分散且高度同质化的资产,可以提高资产利用效率,有利于产品的久期管理以及超额抵押的积累。

三、总结与展望

政策驱动和“资产荒”背景下,小微贷款规模仍有较大增长潜力,将带动小微贷款ABS顺势发展

随着政府对小微企业的扶持政策不断出台,小微贷款增量在全部新增贷款中的比重呈现逐年提升的趋势,预计未来小微企业主体增加和存量主体授信覆盖率上升将共同促进小微贷款规模增长。另一方面,对于银行业金融机构,由于经济下行导致实体的融资需求不振以及各类监管政策导致信贷投向受阻,银行面临资产荒的压力;对于租赁公司,城投平台逐步与政府信用脱钩、且隐债逐步清零后城投平台对于租赁融资需求下降,租赁公司同样需寻找其他业务发力点。而小微贷款ABS作为盘活存量信贷资源的重要融资工具,有助于缓解发起机构资金压力,进一步扩大小微贷款发放规模,从而带动小微贷款ABS发展。

交易所和信贷ABS市场成为小微贷款ABS发行的重要场所,ABN市场有望逐步复苏,预计各市场均能迎来积极发展

2023年交易所市场依然是小微贷款ABS发行最活跃的市场,占小微贷款ABS发行总规模的53.06%。作为企业ABS发行的主力军,互联网系机构以其流量优势和数据处理能力,持续为小微贷款企业ABS赋能。银行业金融机构在监管持续推动小微贷款业务的背景下,2023年为小微贷款ABS整体规模贡献了近285亿元的增长,信贷ABS占整体规模的比例由2022年的23.86%迅速上升至2023年的40.64%。随着2023年交易商协会强调银行间市场企业资产证券化对支持实体经济的重要性,以及后续受理网商银行等合作机构以普惠小微类资产注册发行ABN,小微贷款ABN市



场有望逐步复苏。预计2024年各市场小微贷款ABS均能迎来积极发展。

参与方数量显著增加,提升市场活跃度

在证券发行端,各类发行主体中头部效应仍明显,但整体看2023年发起机构数量显著增加,信贷ABS市场兴业银行、三湘银行、张家港农商行首次发行小微贷款ABS,多家小贷公司和产险公司也在小微贷款ABS市场首次亮相。另外,融资租赁公司发行参与度上升,发行规模占比达12.25%,政策驱动下有望进一步提高市场份额。市场参与方的增加提升了小微贷款ABS市场活跃度,能够更加深入覆盖细分小微资产类型,拓宽小微贷款ABS覆盖面。

小微贷款ABS资产信用质量保持稳定

小微贷款ABS资产一般具有小额、分散等特点,虽然受不同发行场所发行主体相对分化有所影响,但整体来说,小微贷款ABS产品的入池资产质量可控。从数据表现看,截至2023年底存续的小微贷款ABS产品累计违约率均在1.55%以下,小微贷款ABS资产违约率保持较低水平,资产信用质量保持稳定。■

地方政府与城投企业债务风险研究报告

——山东篇

文 | 联合资信 杨廷芳 谢艺菲 韩兆旭

一、山东省经济及财政实力

山东省区域特征及经济发展状况

山东省交通发达，区位及港口优势明显。2022年经济增速虽有所放缓，但总量稳居全国第三。山东省新旧动能转换持续推进，相关政策利好区域发展，推动产业结构进一步优化。

区位优势良好，陆路交通和水路交通较发达，港口优势明显。山东省地处我国胶东半岛，地形以平原丘陵为主，可承接京津冀及长三角经济辐射；山东省地跨淮河、黄河、海河、小清河和胶东五大水系，海洋面积15.96万平方公里，海洋资源丰富，区位条件良好。山东省建设了较为完善的水陆空综合交通运输体系，为港口强辐射省份。“四横五纵”综合运输大通道加快贯通，省内高铁成环运行。

人口基数大，城镇化率接近全国平均水平。根据《2022年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2022年末，山东省常住人口10162.79万人，人口自然增长率为-0.93%，首次出现负增长，总人口数仅次于广东省，居全国第2位；山东省城镇化率较上年末提高0.60个百分点至64.54%，但仍低于全国城镇化率。

经济总量居全国第三，人均GDP处于全国中上游水平。2022年，山东省完成地区生产总值87435.1亿元，GDP总量稳居全国第三；2022年山东省经济增速有所放缓，GDP增速为3.9%，略高于全国平均水平；固定资产投资较上年增长6.1%，高于全国固定资产投资增速1.2个百分点。2022年，山东省人均GDP进一步

提高至8.60万元，排名全国第十一，处于中上游水平。2023年上半年，山东省实现地区生产总值44125.0亿元，同比增长6.2%，经济稳步增长。

“新旧动能转换”持续推进，工业制造业及服务业仍为经济增长主要动力。近年来，山东省作为中国工业大省，产业结构不断转型升级，2022年三次产业结构由上年的7.3:39.9:52.8调整为7.2:40.0:52.8，仍以第二、三产业为主导，规模以上工业增加值位列全国第四。二产经济方面，山东省进一步推进“新旧动能转换”，化解钢铁、煤炭、电解铝等过剩产能，着力布局“十强”型新兴产业，以新技术、新产业、新业态和新模式为代表的“四新”经济逐步成为经济增长的源动力。2022年，山东省规模以上工业增加值同比增长5.1%；“四新”经济增加值占GDP的比重由2021年的31.7%提高至32.9%；“十强”产业中，新一代信息技术、新能源新材料和高端装备产业增加值仍保持较高增速，自2019年起山东省已完成180个“十强”产业集群培育，营收规模突破8.9万亿元。三产经济方面，2022年山东省实现服务业增加值46122.3亿元，对经济增长的贡献率为50.6%。

山东获中央政策支持，新旧动能转化将进一步深化。港口建设地位进一步被强化，世界级港口的建设将助力重点产业发展。

2022年以来，国务院、财政部办公厅、银保监会三度发布国发〔2022〕18号、财预〔2022〕137号、银保监办发〔2023〕1号，进一步明确山东作为我国重要的工业基地和北方地区经济发展的战略支点，需进一步

深化新旧动能转化, 推动绿色低碳转型发展, 配合财政六大方面、十六条具体措施的指导意见, 逐步降低高风险地区债务水平, 并采用积极的金融政策手段, 积极推进中小金融机构改革化险、配合化解地方政府债务风险、大力整治各类违法违规金融活动(见表1)。

作为港口强辐射省份, 2023年8月山东省首次提出世界级港口群建设三年行动方案, 打造服务全球的一流港口基础设施, 完善综合集疏运体系, 提升口岸效率, 推进港口产业融合发展。

山东省财政实力及债务情况

山东省一般预算公共收入排名全国第五; 受土地及房地产市场影响, 政府性基金收入有所下降; 上级补助收入规模对区域财力有一定贡献。山东省综合财力居全国前列, 政府债务负担处于中游水平。

山东省一般公共预算收入规模居全国前列, 收入稳定性较好。2022年, 山东省实现一般公共预算收入7104.04亿元, 全国排名第五, 同口径增长5.3%(自然口径下降2.5%); 一般公共预算收入稳定性较好, 税收收入占比在75%左右; 财政自给率保持在60%左右。2023年上半年, 山东省实现一般公共预算收入

4258.58亿元, 同比增长7.8%(见图1)。

受土地及房地产市场低迷影响, 山东省2022年及2023年上半年政府性基金收入均有所下降。2022年, 山东省政府性基金收入实现6080.41亿元, 居全国第三, 较上年下降23.78%, 主要系房地产市场低迷所致, 其中国有土地使用权出让收入占比接近90%。房地产行业影响持续, 2023年上半年, 山东省实现政府性基金收入1637.86亿元, 同比下降30.1%。

山东省综合财力持续增长, 居于全国第四, 政府债务负担处于全国中游水平。山东省获得的上级补助收入规模较大, 2022年为3849.05亿元, 约占综合财

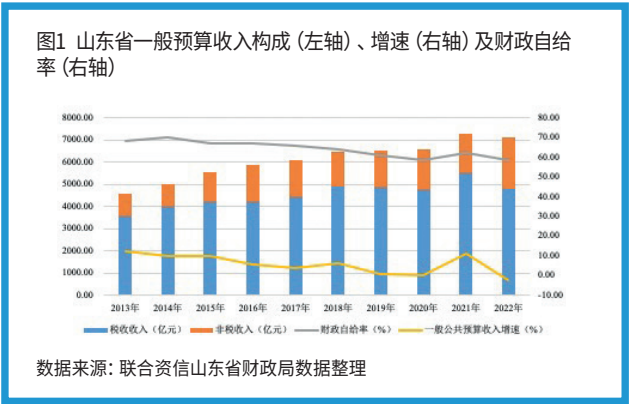


表1 涉及山东省发展的重要政策

政策	发布时间	发布机构	主要内容
《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》(国发〔2022〕18号)	2022年9月	国务院	进一步明确了山东作为我国重要的工业基地和北方地区经济发展的战略支点, 需进一步深化新旧动能转化, 推动绿色低碳转型发展, 深入实施黄河流域生态保护和高质量发展战略
关于贯彻落实《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》的实施意见(财预〔2022〕137号)	2022年11月	财政部	加大均衡性转移支付、县级基本财力保障等一般性转移支付力度, 增强基层财政保障能力; 在分配地区新增地方政府债务限额时统筹予以支持, 将符合条件的重点项目纳入支持范围, 加大中央基建投资对重点项目的支持力度; 支持通过财政资金股权投资方式推进绿色低碳重点项目建设, 鼓励规范有序实施生态环境领域政府和社会资本合作(PPP)项目, 支持国家融资担保基金有限责任公司与山东省投融资担保集团有限公司加强合作, 为符合条件的企业绿色信贷提供增信; 在地方权限内探索城镇土地使用税差别化政策; 逐步降低高风险地区债务风险水平
《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》(银保监办发〔2023〕1号)	2023年2月	银保监会	稳妥积极推进中小金融机构改革化险, 积极配合化解地方政府债务风险, 大力整治各类违法违规金融活动

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

力的20%。同期,山东省综合财力持续增长,在全国排名第四;山东省地方政府负债率(地方政府债务余额/GDP*100%)和债务率(地方政府债务余额/综合财力*100%)分别为26.98%和144.17%(见图2)。

二、山东省各地级市经济及财政实力

山东省各地级市发展状况

山东省核心城市济南和青岛经济实力远超其他地级市且人口虹吸效应强,胶东经济圈整体产业基础较好、区位优势明显,省会经济圈中济南总部经济效应明显,但其他地级市经济实力表现普遍位于山东省中下游,鲁南经济圈主要地级市经济实力处于省内中游以上。

山东省共辖16个地级市,并在“十四五”期间构建了“一群两心三圈”的区域发展格局:“一群”即打造具有全球影响力的山东半岛城市群;“两心”即支持济南、青岛建设成为国家中心城市;“三圈”即推进省会经济圈、胶东经济圈和鲁南经济圈一体化发展(见图3)。

省会经济圈和胶东经济圈产业基础较好。从产业分布来看,山东省各地级市依托自身资源优势等发展相关产业,拥有1个国家级新区,29个国家级高新区/经开区以及A股上市公司306家。山东省各地级市针对“5+5”十强现代优势产业体系进行布局,其中青岛、济南及烟台市受益于本身产业基础及交通枢纽优势,其产业集群相对更为丰富。

省会经济圈和胶东经济圈经济实力较强,核心城

市济南和青岛经济规模处于领先水平,鲁南经济圈经济实力相对较弱。从各地级市经济总量上来看,济南市及青岛市GDP规模均超过万亿,分别为山东省GDP的17.06%和13.76%。省会经济圈中济南总部经济效应明显,产业体系完善,但其他地级市经济实力表现普遍位于山东省中下游。胶东经济圈中青岛区位优势显著,形成了特色的海洋经济产业,烟台及潍坊经济实力较强,且烟台2022年GDP增速居全省第一。鲁南经济圈中临沂、济宁及菏泽均位于中游以上水平,枣庄市GDP位于全省末位。2022年,山东省各地市GDP增速放缓,得益于经济恢复及产业结构持续优化等,2023年上半年各地市GDP增速有所回升。

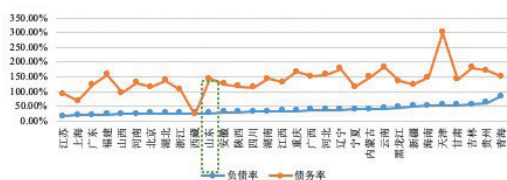
临沂和青岛常住人口超千万,核心城市人口虹吸效应强。截至2022年末,临沂和青岛常住人口均超千万。从人口增速看,2022年,仅青岛、济南、潍坊、东营和威海呈人口净流入,总体呈核心城市人口虹吸及省内经济总体实力相对较弱的经济圈人口向实力较强地级市转移现状。

山东省各地级市财政实力及债务情况

1. 财政收入情况

2022年,受宏观经济环境下行及减税降费力度较大影响,山东省大部分地级市一般公共预算收入有所下

图2 2022年全国地方政府债务率与地方政府负债率



数据来源: 各省市自治区财政厅, 联合资信整理

图3 山东省三大经济圈区位及经济规模情况(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据山东省政府网站资料整理

滑, 规模分化明显, 税收收入占一般公共预算收入的比重及财政自给率均有所下降, 2023年上半年一般公共预算收入普遍有所回升。受房地产市场低迷影响, 大部分地级市政府性基金收入下降明显且2023年影响持续。

依托于经济优势, 2022年, 核心城市青岛及济南一般公共预算收入处于省内前列。省会经济圈中, 除济南外的其他地市一般公共预算收入规模比较均衡, 大部分地市2022年一般公共预算收入有所下滑。胶东经济圈中, 各地市一般公共预算收入普遍有所下降, 潍坊市因税收收入明显下降, 一般公共预算收入滑落至全省第四。鲁南经济圈中, 各地市一般公共预算收入基本与其经济排名相对应。一般公共预算收入增速方面, 2022年受宏观经济环境下行及减税降费力度较大影响, 山东省大部分地市一般公共预算收入有所下滑; 2023年上半年, 除潍坊外, 山东省其他地市一般公共预算收入均有所回升。

从一般公共预算收入构成看, 2022年, 山东省各地级市税收占比普遍下降, 其中潍坊下降幅度最为明显, 同比下降16.0个百分点, 各地级市税收占比主要在60%~73%之间。财政自给率方面, 2022年各地级市财政自给率普遍下降, 仅济南同比保持正增长, 部分地级市在40%~50%。

2022年受房地产市场低迷影响, 大部分地市政府性基金收入下降明显, 且2023年影响持续。从规模上来看, 2022年, 受经济驱动影响, 青岛市政府性基金收入规模远超其他地级市, 潍坊市政府性基金收入高于700亿元, 其余各地市政府性基金收入规模与青岛市差距较大, 日照市和东营市政府性基金收入规模较小。受房地产市场低迷影响, 日照、济南和临沂政府性基金收入降幅超40%, 仅烟台和枣庄与上年基本持平。2023年上半年, 房地产市场影响持续, 山东省大部分地市政府性基金收入继续下降。

山东省城镇化率较低的地级市上级补助收入占比

对综合财力实现的贡献度一般。临沂、菏泽、聊城及德州市城镇化率均相对较低, 且临沂市及菏泽市为省内革命老区基地, 聊城市为农业大市, 上述各市上级补助收入占比较高, 整体看, 上级补助收入对综合财政收入贡献一般。从综合财力看, 50%以上地级市综合财政收入均未破千亿(见图4)。

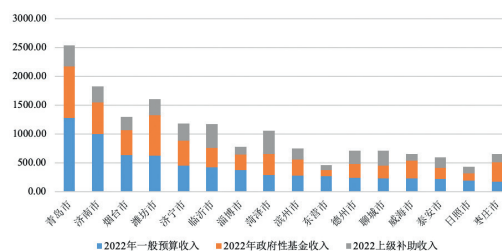
2. 债务情况

山东省各地级市政府债务余额及政府债务率均有所增长, 东营市、滨州市和德州市政府债务率较高。山东省将统筹合理安排集团及权属企业债券发行规模, 持续推进“一揽子化债方案”, 潍坊市和青岛市在金融资源支持、债务管控等多方面推进化债工作。

山东省各地级市政府债务余额及政府债务率均有所增长, 政府债务率较高的地级市集中在省会经济圈, 东营、滨州和德州政府债务率超过150%。

2023年6月16日, 山东省国资委发布《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》, 要求坚决守牢不发生债券违约的底线, 加强债券总量控制, 严格控制债券总量过度增长, 统筹合理安排集团及权属企业债券发行规模。要明确本年度债券融资不得超出年度投资计划和筹资预算目标, 全面优化企业有息负债结构。根据2023年8月发布的《关于2023年山东省省级预算调整方案的报告》, 山东省调增1000亿元债务限额。2023年10月, 山东省已发行了282亿的特殊再融资

图4 2022年山东省各地级市综合财力构成情况(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据山东省各地级市财政决算报告和预算执行情况报告整理

政府债券，“一揽子化债方案”持续推进。

从各地市看，潍坊市在争取省属金融企业支持、银行金融资源支持、债务管控等方面推进化债工作。2023年3月，潍坊市与省属8家骨干金融企业集中签约；2023年6—8月，潍坊市与建设银行山东省分行等12家金融机构签署了战略合作协议，签约金融机构将为潍坊市新增合计超过3600亿元的融资支持。根据《关于规范管理全市国有企业融资行为的指导意见》，潍坊市要求加强债务管控，短期内包括压实融资责任、划定融资成本要求，对预计无法按期足额支付到期债务，需要提前3个月以上报告国资监管机构。

青岛市化债方案体现在金融资源支持、盘活存量资产、债务管控等方面。2023年，青岛西海岸新区与农业银行青岛市分行及建设银行青岛市分行签署战略合作协议，其中建设银行青岛市分行未来5年内将为新区提供不低于2000亿元的意向性金融支持。2023年9月，青岛市举行盘活存量资产现场推介发布会，部分投资方与参展单位初步达成合作意向。

三、山东省城投企业偿债能力

城投企业概况

山东省发债城投企业主体信用级别以AA和AA⁺为主，高信用级别城投企业主要集中在青岛市和济南市。

截至2023年8月末，山东省内有存续债券的城投企业共271家，其中省级城投企业5家、地市级城投企业99家、区县级城投企业167家。从各地级市发债城投企业数量看，青岛市及潍坊市发债城投企业数量分别为59家及48家；其次，潍坊市、济宁市、济南市、威海市发债城投企业超15家；其他各地级市发债城投企业数量在15家以下。从级别分布看，最新主体级别为AAA的城投企业共21家，其中省本级和济南各5家、青岛7家；AA⁺和AA城投企业分别为93家和138家（见图5）。

城投企业发债情况

2022年，山东省整体债券发行数量和规模同比均有所下降，青岛市及济南市净融资规模较大。2023年1—10月，多地市新发行债券规模超过上年全年。

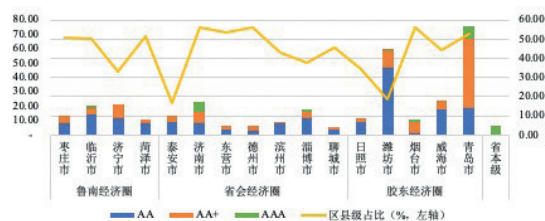
2022年，山东省共有152家城投企业发行债券，发行数量合计415只，规模为3192.54亿元，债券发行数量和规模同比均有所下降，其中德州市、东营市、德州市、聊城市和青岛市下降幅度较大。青岛市发债城投企业发债规模最大，占全省的28.45%。2023年1—10月，青岛市、济南市、潍坊市、菏泽市等大多数地级市债券发行规模已超过上年全年规模。但潍坊市、威海市净融资额下降明显，聊城市净融资额由正转负。

城投企业偿债能力分析

2023年6月末，各地级市发债城投企业短期偿债指标虽有所好转，但潍坊市、淄博市和日照市发债城投企业仍存在较大的短期偿债压力，且潍坊市2024年到期债券规模较大。

截至2022年末，青岛市发债城投企业全部债务规模超万亿，济南市、潍坊市、济宁市、威海市、淄博市、临沂市和泰安市发债城投企业全部债务规模均超过千亿，其余各地市发债城投企业全部债务规模在千亿以下。债务负担方面，截至2022年末，山东省发债城投企业全部债务资本化比率整体有所上升，青岛市、济南

图5 各地级市城投数量、级别和层级分布情



注：数据已剔除AA-及无级别发债城投企业
数据来源：联合资信根据公开资料整理



市、济宁市、淄博市和日照市该比率超过50%，债务负担相对较重。债券集中兑付方面，2024年，山东省发债城投企业（不含省本级）到期债券（在考虑行权的情况下）规模为805.13亿元，其中济宁市和潍坊市2024年到期规模较大（见图6）。

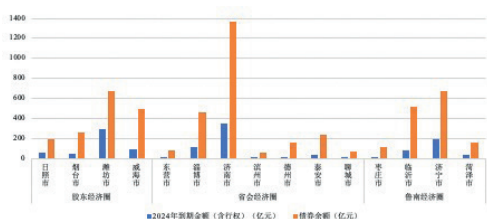
短期偿债指标方面，2022年末山东省各地市发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖倍数均小于1，大部分地市覆盖程度均呈不同程度的下降。2023年6月末，各地市该指标整体有所上升，其中潍坊市、淄博市和日照市货币资金对短期债务的覆盖倍数较低，存在

较大的短期偿债压力。再融资方面，2022年及2023年上半年山东省各地市发债城投企业筹资活动现金流多表现为净流入。其中，潍坊市再融资环境有所波动，筹资活动现金由净流入转为净流出。

各地级市财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

山东省大部分地级市的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/综合财力超过200%，其中青岛市、济南市和威海市指标表现较高（见图7）。//

图6 各地级市城投债余额及2024年到期情况



注：上图数据未包括规模较大的青岛市
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图7 2022年山东省各地级市财政收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障能力情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023年应收账款ABS市场运行情况及发展趋势分析

文|联合资信 董博 孙艺航 新月

一、应收账款ABS相关政策汇总

近年来,多项政策鼓励中小企业开展应收账款ABS融资(见表1)。在此基础上,监管部门发布文件,在扶持对象、交易规范和产品类型等方面给予更多指导意见,为应收账款ABS发展提供更广阔的空间。此外,国资委出台限制央国企担保的政策也促进应收账款ABS逐渐向去增信化结构转型。

目前应收账款ABS的发行主体以央国企为主,并往往由发行主体或发行主体母公司为优先级证券提供增信承诺。但在控制央国企隐性担保风险及有效防范企业相互融资担保引发债务风险交叉传导的背景下,国资委于2021年发布《关于加强中央企业融资担保管理工作的通知(国资发财评规〔2021〕75号)》(以下简称“《75号文》”),并在文件中要求规范央国企财务预算和资金用途、加强内控制度建设,增强央国企融资担保管理。《75号文》限制了央国企对集团内子公司发行应收账款ABS提供担保,促进应收账款ABS在突破全额增信方式的结构设计方面持续创新。

在国家鼓励盘活存量资产、扩大有效投资的环境下,除央国企外,国家还高度重视中小企业良性发展,加大对小微企业融资的支持力度。国资委出台相关政策鼓励中小企业通过盘活应收账款等优质存量资产,因地制宜创新拓展资产证券化融资;同时鼓励金融机构和大型企业通过供应链金融方式,协同助力中小企业融资。

在上述背景下,监管也出台鼓励中小企业采取多

渠道融资的政策,并逐步加强资产证券化业务的规范性、标准化。上交所针对性结合以往应收账款ABS发行实操问题发布挂牌规则指引,对应收账款入池资产标准、债务人核查及资产转让流程提出更高要求,意在强调资产质量,降低对增信主体信用依赖。

二、应收账款ABS市场运行情况

2023年,应收账款ABS发行规模小幅回落,特定品种及非全额增信产品受市场关注。2023年,应收账款ABS发行主体头部效益依旧明显,仍以央国企为主,基础资产以建筑企业工程应收账款为主,发行利率整体波动下降后小幅提升。2023年,应收账款ABS小部分证券信用等级调升,交易所二级市场较为活跃。

1. 发行概况

本文中提及的应收账款ABS涵盖应收账款债权、保理债权及应收票据三种。本文使用数据是基于Wind基础上剔除部分非应收账款ABS数据整理得出。2019—2023年,应收账款ABS整体发行规模呈现先升后降趋势,但发行规模在全部资产证券化产品占比却呈现逐年上升趋势,可见应收账款ABS一直占据重要地位(见图1)。2023年,在市场融资需求偏弱、企业债券融资节奏放缓的影响下,应收账款ABS发行规模虽小幅回落,但发行单数有所上升。2023年应收账款ABS发行规模为3125.73亿元,同比下降0.57%,发行单数269单,同比提升8.03%。

发行时间方面,受季度末/年末资产负债表优化

表1 应收账款ABS相关政策汇总

出具时间	政策发布方	政策名称	政策要点
2021年11月	国资委	《关于加强中央企业融资担保管理工作的通知 (国资发财评规〔2021〕75号)》	从完善融资担保管理制度、加强融资担保预算管理、严格限制融资担保对象、严控融资担保规模等八个方面对中央企业融资担保工作进行了具体规定，将担保对象范围收紧到只能是集团内有股权关系的企业
2022年5月	国资委	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	加大普惠小微贷款支持力度。指导金融机构和大型企业支持中小微企业应收账款质押等融资，抓紧修订制度将商业汇票承兑期限由1年缩短至6个月，并加大再贴现支持力度，以供应链融资和银企合作支持大中小企业融通发展
2022年6月	深交所	《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》	拓宽中小企业融资渠道，降低融资成本。支持发行供应链金融ABS盘活中小企业应收账款资产
2022年12月	上交所	《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第2号—大类基础资产》	1.完善应收账款债权规范 2.结合近年实操问题，规范补充工程质量保证金的核查内容
2023年6月	交易商协会	《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》	1.大力支持企业以应收账款、融资租赁债权、保理融资债权等债权类资产发行ABCP 2.创新民营小微企业盘活存量方式，鼓励以支持民营和中小微企业融资所形成的保理融资债权、应收账款等作为基础资产发行ABN 3.在符合防范化解地方政府隐性债务相关政策的基础上，支持债务压力较大地区的企业以应收账款等优质存量资产，因地制宜创新拓展资产证券化融资，探索在控杠杆模式下形成投融资正向循环

数据来源：联合资信整理

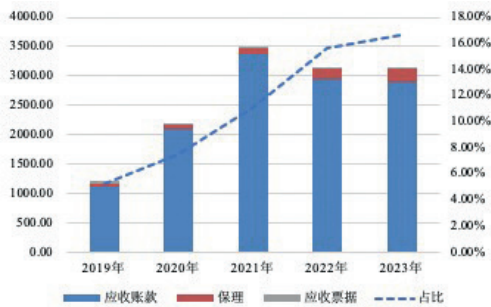
及市场资金需求增加影响，2019—2023年，应收账款ABS发行高峰期主要为季度末和年末，尤以后三个季度末更为显著，并在年末达到高峰（见图2）。

发行市场方面，2019—2023年，应收账款ABS的主要发行场所为交易所市场。2023年，应收账款ABS交易所市场发行规模占比88.04%（其中上交所占比82.00%，深交所占比6.04%）；银行间市场发行规模占

比11.96%。

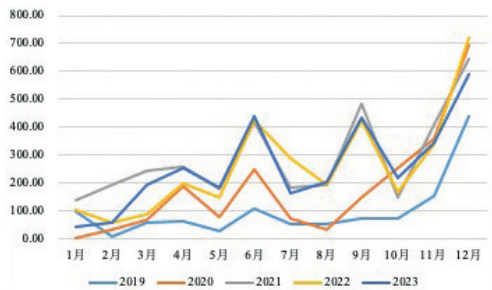
特定品种发行方面，在《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第4号—特定品种资产支持证券》规范特定领域ABS并引入可续发ABS的创新架构背景下，2023年，设有特定标识的应收账款ABS发行产品共30单，其中有5单设有可续发标识，25单设有特定领域标识。特定领域标识涉及绿色（14

图1 2019—2023年应收账款ABS发行规模及占比（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2019—2023年应收账款ABS月度发行规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

单)、债券通(4单)、碳中和(3单)、乡村振兴(1单)、红色+革命老区(1单)等。特定领域ABS对于服务实体经济具有重要作用,在挂牌审批、承揽销售、增加发行主体资本市场知名度等方面具备多先天优势。

2. 参与方情况

2023年,应收账款ABS发行主体共127家,较2022年减少3家。前五大发行主体产品发行规模占应收账款ABS总发行规模的30.97%,占比较2022年(24.37%)有所提升,头部效应愈发明显(见表2)。2023年,中铁建商业保理有限公司稳居应收账款ABS发行规模第一位置,发行规模557.51亿元,较2022年增加183.42亿元,同比增长49.03%,主要系部分产品接续发行所致。

2023年应收账款ABS发行主体主要包括集团公司及其子公司(如中交建筑集团、中交一公局、中交保理)和专业保理公司(如联易融保理)两大类,发行规模占比分别为89.04%和10.37%。不同类型的发行主体应收账款来源往往不同。集团公司及其子公司的应收账款一般为自有或集团体系内资产,专业保理公司的应收账款一般为受让资产。自有或集团内资产更容易监控、管理及催收,具有先天优势;而受让资产则对于资产管理能力及经验有较高要求,且可能产生过桥资金转让对价成本,对专业保理公司提出更高要求。

3. 应收账款类型

2023年应收账款ABS涉及的基础资产以建筑企业的工程应收账款为主(发行规模占比75.91%);其次为商贸企业的贸易应收账款、医药流通企业对医院的应收账款以及工程机械企业的应收账款。未来随着基建投资的稳步推进,在国家鼓励盘活应收账款等优质存量资产的政策影响下,预计建筑企业的工程应收账款将继续在应收账款ABS发行市场中保持很高占比。

4. 循环购买及发行期限情况

2023年,应收账款ABS交易结构涉及循环购买设置的共有97单,发行规模合计1465.96亿元,发行规模占比为36.06%。对于账期较短的应收账款,循环购买结构可解决期限错配问题。

发行期限方面,2023年应收账款ABS发行期限以1年(含)以内期限为主,发行规模占比62.47%,同比下降1.99个百分点。短期限产品仍为投资者热衷选择(见图3)。

5. 发行利率情况

2023年应收账款ABS发行利率前三季度整体呈波动下降趋势,受年末市场资金供求关系影响,第四季度各期限优先级证券发行利率均稍有上扬,但较年初仍小幅下降。

2023年,对于AAA_{sf}级应收账款ABS,1年(含)以内产品发行利率处于2.34%~5.50%之间;1~2年(含)期

表2 2022年及2023年应收账款ABS前五大发行主体情况(单位:单,亿元)

2022年前五大发行主体				2023年前五大发行主体			
发行主体	发行数量	发行规模	发行规模占比	发行主体	发行数量	发行规模	发行规模占比
中铁建商业保理有限公司	374.09	374.09	11.90%	中铁建商业保理有限公司	18	557.51	17.84%
中铁信托有限责任公司	108.66	108.66	3.46%	中铁信托有限责任公司	6	141.71	4.53%
中国中车股份有限公司	101.10	101.10	3.22%	上海邦汇商业保理有限公司	13	96.50	3.09%
北京京东世纪贸易有限公司	98.90	98.90	3.15%	深圳前海联易融商业保理有限公司	22	96.07	3.07%
中电建商业保理有限公司	83.44	83.44	2.65%	中电建商业保理有限公司	5	76.28	2.44%
合计	766.19	766.19	24.37%	合计	64	968.08	30.97%

注:针对有共同发行主体的产品,前五大中涉及发行主体均已包含与其他公司作为共同发行主体统计中。如中国铁建第23期资产支持专项计划的发行主体为中铁建商业保理有限公司和铁建资产管理(天津)有限公司,在统计时将此单计入中铁建商业保理有限公司发行规模
数据来源:Wind,联合资信整理

产品发行利率处于2.59%~4.75%之间；2年以上产品发行利率处于2.85%~5.45%之间（见图4）。以AAA中债中短期票据收益率为基准，2023年AAA_{sf}级优先级证券平均利差为49bp，较2022年略有收窄（12bp）（见图5）。2023年，对于AA⁺_{sf}级应收账款ABS，1年（含）以内产品发行利率处于3.40%~4.70%之间；1~2年（含）期产品发行利率处于3.19%~4.80%之间；2年以上产品发行利率处于3.08%~4.90%之间。因AA⁺_{sf}级应收账款ABS样本数量较少，故未对利差进行分析。

6. 证券级别调整情况

证券级别方面，近5年应收账款ABS优先级证券信用等级集中于AAA_{sf}和AA⁺_{sf}，且占比保持稳定。2023年，AAA_{sf}级应收账款ABS共发行290支，发行规模2757.47亿元，占比为88.22%；AA⁺_{sf}级应收账款ABS共发行48支，发行规模174.07亿元，占比为5.57%。2023年，据Wind数据，共有2单应收账款ABS的3支优先级证券信用等级上调（其中2支由AA⁺_{sf}提升至AAA_{sf}，1支由BBB⁺_{sf}提升至AA⁻_{sf}）。优先级证券级别上调因为基础资产表现良好、剩余期限缩短、优先级证券按时兑付，证券所获超额抵押大幅上升或差额支付承诺人信用等级提升。

7. 增信情况

以往已发行应收账款ABS项下优先级证券多由发

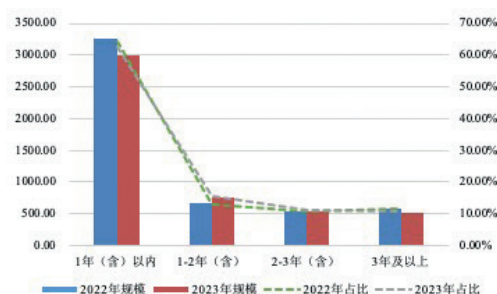
行主体关联企业、担保公司或债务加入方提供增信，但在央国企收紧提供对外担保的政策背景下，市场各方开始探索非全额增信模式应收账款ABS。据不完全统计，2022—2023年，非全额增信应收账款ABS优先级证券发行规模分别约为177.45亿元和381.61亿元，占当年应收账款发行总规模的比重分别为5.64%和12.21%，发行主体一般为央国企下属公司（见表3）。整体看，近两年来，应收账款ABS中非全额增信模式占比有升高的趋势，在符合央国企对于增信额度收紧的调整方向的同时，也一定程度反应了投资人对于应收账款类资产脱离主体信用的认可度的提升。

8. 二级市场交易情况

2023年，应收账款ABS二级市场成交金额为2040.80亿元，同比上升9.25%，二级市场活跃度有所提升。从全量ABS二级市场成交情况来看，应收账款ABS属于第一大交易品种，成交金额占全市场12.32%，相较于其他品类较为活跃（见表4）。

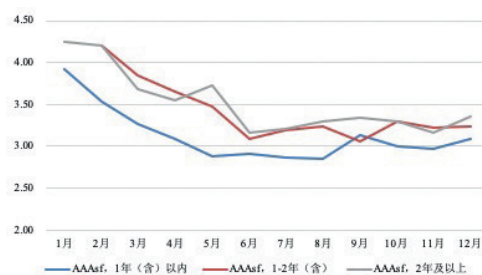
发行市场方面，因交易门槛及存续规模限制，银行间市场成交金额明显低于交易所市场。2023年共有420支应收账款ABS证券参与交易所二级市场交易，成交金额为1558.25亿元，占全市场比重为76.35%，共交易4194次。2023年共有109支应收账款ABS证券参与银行间二级市场交易，成交金额为482.55亿元，占全市场比

图3 2022年及2023年应收账款ABS发行期限比较（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

图4 2023年AAA_{sf}级应收账款ABS各期限优先级证券月度平均发行利率变动情况（单位：%）



注：因AA⁺_{sf}级应收账款ABS样本较少，故未单独列示
数据来源：Wind，联合资信整理



重为23.65%，共交易441次（见表5）。

三、应收账款ABS发展趋势分析

应收账款ABS发行主体日趋多元化，民企发行主体占比或将逐步提升。在监管政策指引下，特定品种应收账款ABS不断涌现，为应收账款证券化市场注入新的活力。同时，随着证券化市场的不断成熟和创新，应收账款ABS在盘活存量资产上将发挥更大作用，有望获

得更高市场认可度。

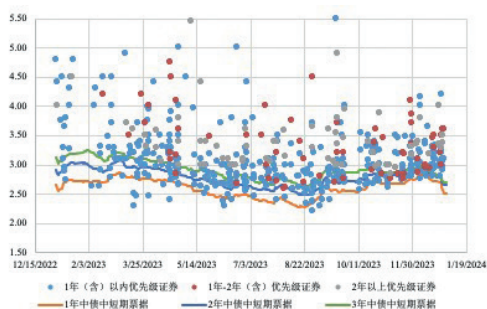
在国民经济持续恢复向好及鼓励各类型企业开展应收账款ABS融资等多项政策驱动背景下，应收账款ABS发行主体将呈现多元化趋势。考虑到市场对于央国企应收账款资产的较高认可度，应收账款ABS发行主体预计仍以央国企为主力。但在政策鼓励民企以应收账款等作为基础资产进行ABS融资的背景下，除了建工、贸易、工程机械等传统产业外，新能源、新材料、绿色环保等新兴产业有望发力，成为发行应收账款ABS的新鲜血液。民企发行主体占比或将得以提升。

应收账款ABS相关业务规则持续优化，多项政策鼓励特定品种ABS发行，未来应收账款ABS入池资产细分种类将更加规范及标准化。

多项政策出台要求央国企严控担保额度和被担保对象，市场各方在非全额增信应收账款ABS方向上不断创新。未来非全额增信应收账款ABS占比将有所提升。应收账款ABS产品也将更加突出资产信用和结构化设计增信，在盘活存量资产上发挥更重要作用。

在政策支持、业务规则细化、产品模式创新背景下，应收账款ABS将呈现稳健发展态势，市场认可度有望提升。 

图5 2023年应收账款ABS各期限AAAsf级别优先级证券发行利率与AAA中债中短期票据收益率对比情况（单位：%）



数据来源：Wind，联合资信整理

表3 部分非全额增信应收账款ABS

项目名称	发行主体	增信方式
随行付供应链金融第1-3期资产支持专项计划	北京随行付商业保理有限公司	无增信
京东科技商票普惠金融2号1-2期资产支持专项计划	中航信托股份有限公司	无增信
国药朴信保理第1-5期资产支持专项计划	国药朴信商业保理有限公司	无增信
中铁资本工鑫16-24期资产支持专项计划	中铁三局集团有限公司, 中铁上海工程局集团有限公司等多家	对优先B级证券增信
华宝证券央企应收账款6-7期资产支持专项计划	上海宝钢包装股份有限公司/宝钢金属有限公司	无增信
中铁四局集团有限公司2023年度第一期定向资产支持票据(科创票据)	中铁四局集团有限公司	无增信
中铁四局集团有限公司2023年度第一期资产支持票据(科创票据)	中铁四局集团有限公司	无增信
中铁信托先锋1号、4号应收账款资产支持专项计划	中铁信托有限责任公司	对优先B级证券增信
电建基金源和第1-3期资产支持专项计划	中电建(北京)基金管理有限公司等多家	对优先B级证券增信
中国电建2022年第2-3期绿色资产支持专项计划	中电建(北京)基金管理有限公司等多家	对优先B级或C级证券增信
中国电建2023年第1-2期绿色资产支持专项计划	中电建(北京)基金管理有限公司	对优先B级证券增信

数据来源：联合资信整理

表4 2023年二级市场前五大交易品种成交情况 (单位: 亿元)

品种	交易所成交金额	银行间成交金额	成交金额合计	成交金额占比
应收账款ABS	1558.25	482.55	2040.80	12.32%
住房抵押贷款ABS	0.00	1570.35	1570.35	9.48%
CMBS/CNABS	1220.16	107.19	1327.35	8.01%
融资租赁债权ABS	1054.36	211.83	1266.18	7.64%
类REITS(ABS)	692.10	334.90	1027.01	6.20%
合计	4524.87	2706.82	7231.70	43.66%

注: 1.交易所成交额为净价成交金额, 占比为产品成交额占各市场资产支持证券成交额的比例; 2.根据wind数据显示, 综合交易所市场及银行间市场二级市场成交情况, 成交额最大的“其他未分类 (ABS)”涉及产品类型繁多, 此处按剔除未分类产品后二级市场成交额排序

数据来源: Wind, 联合资信整理

表5 2023年应收账款ABS二级市场成交情况 (单位: 支、次、亿元)

类型	交易所			银行间		
	债券支数	交易次数	成交金额	债券支数	交易次数	成交金额
应收账款债权	340	3693	1441.25	105	425	475.43
保理债权	65	435	106.34	2	14	6.73
应收票据	15	66	10.66	2	2	0.39
合计	420	4194	1558.25	109	441	482.55

注: 交易所成交额为净价成交金额

数据来源: Wind, 联合资信整理



国际评级行业发展与监管动态报告

文|联合资信 郝帅 刘晓光 张岩 王祎凡

一、全球债券市场

2022年,俄乌冲突推升全球通胀水平,全球多国央行激进收紧货币政策,主要国家和地区的10年期国债收益率整体呈震荡上行走势。受发行成本上升影响,美国和欧元区主要债券品种发行和托管量较上年有所下降;日本主要债券品种发行量较上年小幅下降,主要债券品种托管量较上年均有不同程度的上升。

国债收益率整体呈震荡上行走势

2022年,年初爆发的俄乌冲突推动以能源为代表

的全球大宗商品价格持续走高,并迅速推升全球通胀水平,多国CPI同比增速达到有纪录以来最高水平。为抑制通胀上涨,全球主要经济体纷纷收紧货币政策,多国央行激进加息。但由于供给端短缺的问题难以得到解决,紧缩性货币政策对通胀抑制作用有限。同时持续高企的物价水平对消费端形成抑制,各国经济陷入滞胀的风险显著提升。在此背景下,美国、德国、法国、英国的10年期国债收益率均整体呈震荡上行走势,日本10年期国债收益率在年度前小幅波动,并于年底急剧上升。

2022年,受俄乌冲突影响,美国通胀水平超

预期上涨, 全年CPI同比上涨8%, 创近40年以来新高, 为遏制通胀持续走高, 美联储激进收紧货币政策, 但效果有限。通胀持续高企提升了居民生活成本, 抑制以消费为主的GDP增长, 同时叠加货币政策收紧的影响, 美国经济表现低迷, 全年实际GDP同比增长2.2%, 市场避险情绪上升。货币政策方面, 美联储自3月起连续7次加息, 累计加息幅度高达425个基点, 上调提升基准利率至4.25%~4.50%, 达到2008年金融危机以来的最高水平; 6月中旬, 美联储停止对150亿美元的到期国债进行再投资, 同时自6月开始启动疫情以来首次缩表, 初期3个月以每月475亿美元的节奏减持资产, 其中包括300亿美元美债和175亿美元机构抵押支持证券(MBS), 并在9月将缩表规模翻倍。在此背景下, 2022年美国国债收益率呈现震荡上升走势。截至年末, 10年期美国国债收益率达到3.88%, 较上年末大幅上涨236.00个基点, 创2008年以来纪录新高。整体来看, 10年期美国国债收益率平均水平为2.95%, 较上年(1.45%)提升了150个基点。

2022年, 由于欧盟对俄罗斯出口的石油和天然气等能源高度依赖, 欧盟地区通胀水平在俄乌冲突爆发后持续走高。欧洲央行为抑制通胀收紧货币政策, 但并未取得显著成效。持续上升的通胀水平和紧缩货币政策导致消费端承压, 欧元区经济持续低迷, 全年实际GDP同比增速由上年的5.30%下降至3.50%¹。其中, 欧元区前两大经济体德国和法国2022年GDP同比实际增速分别为2.00%²和2.60%³, 较上年分别下降0.7个和5.1个百分点。货币政策方面, 随着通胀压力

的持续加剧, 欧洲央行自7月开启政策转向, 年内连续4次大幅加息, 累计上调基准利率250个基点, 截至年末, 欧元区存款便利利率、再融资利率和边际贷款利率分别上调至2.00%、2.50%和2.75%。同时, 欧洲央行在3月底如期结束紧急资产购买计划(PEPP), 自7月起终止资产购买计划的净资产购买。在此背景下, 2022年欧元区各经济体国债收益率呈现震荡上行走势。整体来看, 德国和法国全年10年期国债收益率平均水平分别为1.19%和1.71%, 较上年分别提升150和170个基点。

2022年, 俄乌冲突爆发以来, 英国通胀水平持续走高, CPI月度同比增速一度突破10%, 创历史最高记录。英国央行为抑制通胀, 跟随美联储收紧货币政策, 年内累计加息8次, 上调基准利率325个基点。同时, 英国在本年度面临的政治不确定风险性大幅提升, 加剧了英国国债收益率波动性。特拉斯政府在制定“迷你预算案”时提出的减税政策引发市场对英国政府债务融资和偿付能力的强烈质疑, 成为推动英国国债收益率在10月迅速走高的重要原因之一。10月底新任苏纳克首相上台后, 英国政治逐渐趋向稳定, 同时经济低迷走势更加明显, 英国国债收益率较年内高点有所回落。此外, 经济增速下行引发的投资者避险需求上升, 2022年, 英国GDP同比增长为4%, 较上年下降3.6个百分点, 其中四季度GDP环比零增长。在此背景下, 2022年英国国债收益率呈现震荡上行走势。整体来看, 英国全年10年期国债收益率平均水平为2.45%, 较上年(0.79%)上升166个基点。

2022年, 国际能源价格上涨导致日本出现输入性

¹ 数据来自欧盟统计局。

² 数据来自德国联邦统计局。

³ 数据来自法国国家统计局。

通胀,日本全年核心CPI水平达到3.1%,虽然超出其2%的目标水平,但相比于美国和欧盟涨幅较为温和,为其央行保持超宽松货币政策提供了空间。日本央行继续将政策利率⁴维持在-0.10%的水平,10年国债收益率维持在0.00%左右⁵不变。但日本央行年内多次以固定收益率无限量购债,同时在12月宣布将长期利率波动幅度由正负0.25%调整为正负0.5%,通过“变相加息”支撑本币,吸引海外资金流入。日本10年期国债收益率在年内整体呈现上行趋势,并在年底前受“变相加息”政策影响急剧升高,突破0.5%的近5年最高水平。整体来看,日本10年期国债收益率平均水平为0.24%,较上年(0.07%)上升170个基点。

主要经济体债券发行总量显著下降

2022年,受政府在疫情后缩减发债规模和债务融资成本上涨的影响,美国主要债券品种发行量整体下降,发行总量为8.04万亿美元,较上年大幅下降36.97%。其中,国债发行量为3.83万亿美元,同比下降25.54%,是本年度发行规模最大的主要债券品种;地方政府债、企业债⁶和结构融资产品发行量分别为0.39万亿、1.37万亿和2.45万亿美元,较上年均有所下降,其中降幅最大的为结构融资产品,降幅超过50%。

2022年,欧元区主要债券品种的发行规模为5.38万亿欧元,同比下降4.84%。其中,国债发行量为2.62万亿欧元,同比下降6.39%,为发行量最大的券种;地方政府

债、企业债和结构融资产品发行量分别为0.55万亿、2.00万亿和0.20万亿欧元,其中结构融资产品发行规模同比下降超过10%,是本年度降幅最大的主要债券品种。

2022年,日本主要债券品种的发行总量为237.28万亿日元,同比下降2.78%。其中,日本国债发行量为213.03万亿日元,同比下降1.11%,仍为发行量最大的券种;地方政府债、企业债和结构融资产品发行量分别为5.53万亿、13.90万亿和4.82万亿日元,较上年均有所下降,其中地方政府债降幅超20%,是本年度降幅最大的债券品种。

美国、日本债券托管量有所增长,欧元区小幅下降

截至2022年末,美国国债、企业债托管量较上年有所增长,地方政府债小幅下降;欧元区国家债券托管总量为17.15万亿欧元,较上年下降10.32%,各券种托管量均较上年有不同程度下降;日本债券托管总量为1308.96万亿日元,较上年增长2.85%,各券种托管量较上年均有不同程度增长(见表1)。

二、国际评级行业发展动态

截至2022年末,美国认可的评级机构(NRSROs)为10家⁷,较上年新增——家。2022年7月,美国证券交易委员会(SEC)通过Demotech,Inc.⁸的注册申请,正式批准其作为美国认可的统计评级机构。通过欧洲证券和市场管理局(European Securities and

⁴ 指银行间无担保隔夜拆借利率。

⁵ 日本央行于2016年9月开始修订政策框架,引入收益率曲线控制(YCC)政策,不宣布政府债的购买规模,而是设定10年期日本国债收益率的目标区间为“接近于零”。

⁶ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券,以下同。

⁷ 10家NRSROs包括8家美国本土评级机构:穆迪、标普、惠誉、贝氏评级(A.M. Best Rating Services, Inc., 下文简称贝氏)、伊根琼斯评级(Egan-Jones Ratings Company, 下文简称伊根琼斯)、Kroll Bond Rating Agency, Inc. (下文简称KBRA)、DBRS, Inc. (下文简称DBRS)和Demotech, Inc., 2家非美国机构:日本Japan Credit Rating Agency, Ltd. (下文简称JCR)、墨西哥HR Ratings de México, S.A. de C.V. (下文简称HR Ratings)。

⁸ 公开资料显示, Demotech, Inc. 属于一家专注于美国保险公司评级的小型评级机构,其核心评级服务为面向各种规模的保险公司提供财务稳定性评级。

Markets Authority, 以下简称ESMA) 注册的评级机构共28家, 较上年减少1家, 认证家数为3家⁹, 较上年无变化。2022年, ESMA取消了Rating-Agentur Expert RA GmbH的注册资格。

国际三大评级机构业务存量小幅收缩, 但依然占据优势地位

2022年, 国际评级行业继续稳步发展, 标普、穆迪和惠誉三家评级机构仍占据优势地位, 但评级业务总量呈现小幅收缩趋势。根据美国证券交易委员会 (Securities And Exchange Commission, 以下简称SEC) 的监管年报, 截至2022年底, 国际三大评级机构存续评级业务总量约为200万个, 较上年减少2.12%。从各家机构评级业务情况来看, 截至2022年底, 标普、穆迪和惠誉存续评级业务量较上年分别下降2.31%、1.65%和2.50%。从产品类别上看, 国际三大评级机构所评全球企业存续评级业务量较上年均有所上升, 标普、穆迪和惠誉较上年分别上升1.80%、1.53%和1.70%; 国际三大评级机构所评政府证券存续

评级业务量较上年均有所下降, 其中标普、穆迪和惠誉分别较上年下降2.89%、2.38%和4.01%; 国际三大评级机构所评资产支持证券存续评级业务量较上年变化不一, 其中穆迪较上年上升1.99%, 标普和惠誉则较上年有所减少, 分别下降0.68%、1.62%。

从市场份额来看, 截至2022年底, 国际三大评级机构存续评级业务量在所有NRSROs存续评级业务量合计中的占比为94.00%, 较上年 (94.43%) 小幅收缩。其中, 标普存续评级业务量仍然占据优势地位, 占比50.08%, 较上年小幅收缩; 穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为31.59%和12.33%, 较上年变化不大。从产品类别来看, 国际三大评级机构所评的各品种存续评级业务量占比均较上年变化不大; 资产支持证券产品评级存续业务量市场占有率最高的仍为穆迪, 其他产品类别存续评级业务量市场占有率排名第一的机构仍为标普。

从收入状况来看, SEC监管年报显示, 2022年, 国际三大评级机构收入占有所有NRSROs评级机构总收入的91.10%, 较上年 (93.20%) 有所下降。具体来看,

表1 主要经济体债券托管情况表

债券类型	美国 (亿美元)			欧元区 (亿欧元)			日本 (亿日元)		
	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
国债	209731.29	225840.39	239344.53	105012.00	106181.00	91826.00	10651576.28	10957940.16	11271903.51
地方政府债	39839.08	40694.32	40155.60	9005.00	9108.00	7571.00	622584.39	639645.77	639652.25
企业债	98100.32	100584.27	102235.14	61709.00	65823.00	62783.00	824128.50	873412.88	913597.85
结构融资产品	127495.48	137868.80	--	9928.06	10094.59	9301.66	242374.64	255902.91	264502.28
合计	475166.17	504987.78	--	185654.06	191206.59	171481.66	12340663.81	12726901.72	13089655.89

数据来源: 美国证券业及金融市场协会 (Sifma)、欧盟统计局、日本证券业协会, 联合资信整理

⁹ 注册的信用评级机构包括本土信用评级机构 17 家、标普 (1 家在欧分支机构)、穆迪 (6 家在欧分支机构)、惠誉 (1 家在欧分支机构)、DBRS 欧洲评级机构、KBRA 欧洲评级机构、AM Best 欧洲评级机构; 3 家认证的信用评级机构分别是日本的 JCR、墨西哥的 HR Ratings 和美国的伊根琼斯。此外, 2023 年, ESMA 取消了评级机构 Qivalio SAS (previously Spread Research 和 Scope Hamburg GmbH (previously Euler Hermes Rating GmbH 的注册资格。

2022年标普总业务收入¹⁰继续保持增长态势,较上年增长34.76%;穆迪总业务收入则有所下滑,较上年下降12.06%。评级业务收入方面,2022年,标普和穆迪的评级业务收入分别为30.50亿美元和26.99亿美元,分别较上年下降25.56%和29.20%,主要由于在全球通胀高涨、地域冲突加剧、美联储加息背景下,债券市场发行疲软,银行杠杆贷款、高收益债券和结构性融资产品有所减少,此外,外汇剧烈波动也对标普及穆迪评级收入产生了一定的不利影响。非评级业务收入方面,2022年,标普和穆迪的非评级业务收入分别为81.31亿美元和27.69亿美元,分别较上年增长93.60%和15.09%,其中标普的非评级业务收入大幅增长主要受益于公司收购IHS Markit后相关业务并入影响,市场情报和商品洞察领域收入大幅上升;穆迪的非评级业务收入的增长主要受决策解决方案(Decision Solutions)和研究与洞见(Research and Insights)两个领域收入的增长的影响。

从分析师数量来看,SEC监管年报显示,截至2022年末,国际三大评级机构分析师数量占有NRSROs评级机构分析师总数的80.62%,占比较上年(81.71%)有所下降。具体来看,标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为1586人、1796人和1372人,分析师数量均较上年有所增长,增幅分别为0.57%、7.54%和6.52%。

国际中小评级机构市场份额整体保持增长态势¹¹

2022年,美国认可的中小评级机构整体仍然保持平稳发展,中小评级机构市场份额、评级收入占比和分析师数量均较上年有所上升。

从市场份额来看,截至2022年底,美国认可的中小评级机构存续评级业务量的市场占有率为6.00%,较上年(5.57%)小幅上升,其中,DBRS¹²市场占有率仍然较高,为2.94%,较上年变化不大。在资产支持证券评级方面,美国认可的中小评级机构的存续评级业务量市场份额占比24.76%,较上年下降1.51个百分点;其中,KBRA表现突出,市场份额由上年的10.97%上升至13.33%,DBRS市场份额则由上年的15.30%下降至11.42%。在保险机构评级方面,AMB仍占据市场优势地位,市场份额为33.84%,较上年(34.76%)小幅下降。其他各中小评级机构所评各类别存续评级业务量市场份额均在7.00%以下,市场份额占比较上年变动不大。

从收入状况来看,2022年美国认可的中小评级机构评级业务收入占有NRSROs机构总收入的8.90%,较上年(6.70%)有所上升。

从分析师数量来看,截至2022年末,美国认可的中小评级机构分析师数量占比为19.38%,较去年(18.29%)有所上升。具体来看,截至2022年末,美国认可的中小评级机构分析师数量为1143人,较上年末增加128人,主要受DBRS和KBRA的分析师数量增加的影响,增幅均超13.00%,其他中小评级机构的分析师数量较少,但较上年均有不同程度增加。

三、国际三大评级机构评级情况

2022年,受通胀高企、以美联储为代表的发达经济体持续收紧货币政策以及俄乌冲突影响,全球经济增长预期下调,融资环境收紧,市场波动风险加大。在此背景下,国际三大评级机构所评国家主权违约率较上

¹⁰ 标普和穆迪公司收入来源于公司年报,由于惠誉为非上市公司,其年报披露时间不固定,截至本报告发布日,惠誉2019年至2022年财务数据尚未公布。

¹¹ 数据来源为美国证券交易委员会(SEC)年度监管报告。

¹² 由于DBRS将晨星添加为附属机构,本报告期内DBRS统计数据中包括了2019年7月2日后晨星部分,下同。



年大幅上升, 评级调整趋势表现变化不一, 其中穆迪和惠誉所评国家主权评级均呈调降趋势, 标普所评国家主权评级则由上年的调降转为调升趋势。全球企业方面, 国际三大评级机构的违约率表现不一, 标普和穆迪所评全球企业违约率较上年均有所上升, 惠誉所评全球企业违约率则较上年小幅下降; 国际三大评级机构所评全球企业信用调整趋势变化不一, 其中, 标普全球企业评级延续去年的调升趋势, 但调升趋势较去年有所减弱, 惠誉和穆迪均呈调降趋势。结构融产品方面, 国际三大评级机构所评结构融资产品违约率较上年均有所下降, 评级调整均呈调升趋势, 且调升趋势较去年有所增强。截至2022年末, 国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品评级的等级分布较上年变化不大, 而投资级占比变化不一。

国家主权违约率大幅上升

2022年, 在通胀高企、美联储持续收紧货币政策以及俄乌冲突升级背景下, 国际三大评级机构所评国

家主权违约率较上年大幅上升。所评全球企业违约率表现不一, 标普和穆迪所评全球企业违约率较上年均有所上升, 惠誉所评全球企业违约率较上年小幅下降。结构融产品方面, 国际三大评级机构所评结构融资产品违约率较上年均有所下降。

2022年国家主权违约率大幅上升。2022年, 国际三大评级机构所评国家主权共有7个国家¹³出现违约, 较去年(1个)明显上升。标普、穆迪和惠誉所评国家主权违约率分别为3.57%、4.90%和2.50%, 均较上年大幅上升。主权违约主要集中于新兴市场和前沿市场国家, 这些国家主要受新冠疫情、俄乌冲突以及发达经济体加息影响, 国家财政收支状况恶化, 偿债能力减弱。

2022年国际三大评级机构所评全球企业违约率表现不一。2022年标普、穆迪所评全球企业违约率分别为0.98%、2.30%, 较上年有所上升, 惠誉所评全球企业违约率为0.90%, 较上年略有下降。全球企业债券违约事件主要集中于消费、商业服务以及房地产行业。从区域来看, 标普和穆迪所评违约企业主要集中

¹³ 分别是俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯、马里、萨尔瓦多、斯里兰卡和加纳。

于美国、新兴市场以及欧洲地区，惠誉所评违约企业主要集中于亚太、欧洲、中东、非洲地区。

2022年结构融资产品违约率小幅下降。具体来看，标普和惠誉所评结构融资产品的违约率较上年有所下降，均为0.50%。从产品类型看，商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）违约率最高，标普和惠誉违约率分别为0.30%和0.80%。从区域来看，结构融资产品违约主要集中在北美，少数来自欧洲（见表2）。

结构融资产品评级呈调升趋势

2022年，国际三大评级机构所评国家主权评级调整趋势变化不一，其中标普所评国家主权评级由上年的调降转为调升趋势，穆迪和惠誉所评国家主权评级均呈调降趋势。全球企业方面，国际三大评级机构所评全球企业信用调整趋势变化不一，但信用质量整体有下滑趋势。结构融产品方面，国际三大评级机构所评结构融资产品评级调整均呈调升趋势，且调升趋势较去年有所增强。

2022年国家主权评级调整趋势表现变化不一。其中，标普国家主权评级上调率和下调率分别为9.29%和

4.29%，由上年的调降转为调升趋势；穆迪所评国家主权评级上调率和下调率分别为4.20%和12.59%，延续上年的调降趋势，且调降趋势有所加强；惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为6.17%和9.26%，由上年的调升转为调降趋势。从地域分布来看，信用等级调升和调降均主要集中于新兴市场和前沿市场国家。

2022年全球企业信用调整趋势表现变化不一。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为8.30%和6.20%，仍延续去年的调升趋势，但调升趋势较去年有所减弱。惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为7.20%和8.70%，由上年的调升转为调降趋势。穆迪的级别偏移（Rating drift）¹⁴由上年的6.20%下降至-8.40%。从地域分布来看，等级调升主要集中于北美地区，等级调降主要集中于欧洲、中东、非洲地区。

2022年结构融资产品评级调整均延续调升趋势。2022年，标普、惠誉所评结构融资产品均延续调升趋势，且调升趋势较去年有所增强，其中标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为9.10%和2.30%，惠誉所评结构融资产品上调率和下调率分别为15.20%和1.90%。从地域分布来看，等级调升主要分布于大洋洲

表2 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况 (单位: %)

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
国家主权违约率	4.32	0.73	3.57	4.17	0.70	4.90	4.20	0.80	2.50
全球企业违约率	2.75	0.84	0.98	3.14	0.80	2.30	1.60	1.00	0.90
结构融资产品违约率	1.40	0.60	0.50	0.30	0.10	--	0.57	0.60	0.50

注：1. 三大国际采取的违约率统计方法有所不同，其中标普和惠誉采用的是静态池分析技术，而穆迪采用的是动态群组分析技术；2. 截至本报告发布日穆迪未公开2022年结构融资产品评级违约数据
资料来源：标普、穆迪和惠誉违约率与迁移报告

¹⁴ 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。

(澳大利亚和新西兰)、欧洲及北美地区, 等级调降主要集中在拉丁美洲。

全球主要品种等级分布较上年末变化不大

截至2022年末, 国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品的信用等级分布较上年末变化不大。投资级占比方面, 国际三大评级机构所评国家主权及结构融资产品的投资级占比较上年末均有所上升, 所评全球企业投资级占比较上年变化不大。

国家主权评级方面, 截至2022年末, 标普、穆迪和惠誉国家主权信用等级分布较为分散, BB级及以上分布较为平均, 与上年末分布变化不大。其中, 标普、穆迪所评B级占比均最高, 分别为24.06%、26.51%, 惠誉所评的AA级占比最高, 为18.42%。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为55.64%、47.75%和61.85%, 较上年末(53.96%、45.99%和61.01%) 均有所上升。

截至2022年末, 国际三大评级所评全球企业主体的信用等级仍主要集中在A级~B级, 标普、穆迪和惠誉所评A级~B级全球企业主体的占比分别为91.30%、85.63%和89.51%, 其中标普、穆迪和惠誉所评全球企业占比较高的均为BBB级(或Baa级), 占比分别为27.39%、34.41%和30.73%。截至2022年末, 标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为52.26%、75.44%和62.63%, 均较上年(53.04%、75.42%和62.30%) 变化不大。

结构融资产品评级方面, 截至2022年末结构融资产品的等级分布仍较为分散, 其中AAA级占比最高, 标普、穆迪和惠誉AAA级占比分别为24.27%、41.94%和46.41%, AA级~CC级分布较为平均。截至2022年末标普、穆迪和惠誉所评结构融资产品的投资级占比分别为69.41%、74.05%和81.59%, 较上年末占比(65.05%、67.82%和74.25%) 均有不同程度上升。

四、信用评级国际监管动态

2023年, 国际评级行业的监管重心是加强风险管理与防范利益冲突, 加强对信用评级技术和评级流程的监管, 加强对内部控制和信息披露违规的监管处罚, 完善信用评级相关法规制度等。

美国信用评级监管动态

1. 开展对评级模型及相关工具、债券利率、租金收入证券化等方面的专项风险评估

在模型使用方面, SEC指出NRSROs必须制定信用评级相关的定量模型并由其董事会或类似的职能机构审批制度和流程。除模型外, NRSROs还可能使用特定工具来分析他们认为不属于模型定义范畴的定量计算。SEC对NRSROs区分分析工具和模型的流程、NRSROs对分析工具的使用以及工具和模型审批流程的差异进行风险评估。

在债券利率方面, SEC认为2022年利率的持续上升增加了高杠杆公司的偿债支出, 使其面临更大的财务压力。受此影响, SEC将对NRSROs对低信用评级公司的风险监控、对消费资产和汽车贷款资产支持证券的风险监控进行风险评估。

在租金收入证券化方面, 大型机构在某些地区大幅增加了对单户出租房的投资, 并将这些房产的租金收入证券化作为资金来源。美国众议院拨款委员会对租金收入证券化市场的透明度和评级要求及流程发表了意见, 认为这可能导致金融或住房价格的不稳定, 因此SEC将此作为风险评估的领域。

此外, 2023年SEC积极监测商业地产的潜在信贷影响、与加密资产有关的评级行动, 并积极参加全球评级监管机构会议, 加强机构间的沟通交流等。

2. 加强对违反《证券交易法》规定的行政处罚

DBRS因未遵循证券交易法要求的政策和程序被提起行政终止程序。2023年9月29日, SEC对DBRS提起了行政终止程序, 因其违反了《证券交易法》的关于

内部控制等方面的规定。DBRS没有有效的内部控制来管理其多借款人CMBS交易的信用评级流程和评级方法的执行情况。具体来看, DBRS对其定量预测模型所隐含的信用增级水平进行了系统性调整, 而DBRS公布的评级流程和方法并未对调整方式进行说明。SEC还认定, DBRS未能明确其对某些单一资产/单一借款人CMBS交易的评级方法, 也未能执行相关的信用评级政策和流程。此外, DBRS还未保留关于启动或确定信用评级相关的员工短信。

KBRA因未遵循证券交易法要求的程序被提起行政终止程序。2023年9月29日, SEC对KBRA提起了行政终止程序, 认定其违反了《证券交易法》第17条的规定, 即KBRA未保留包括关于启动、确定、维护、更改或撤销信用评级的讨论相关的员工短信。

3. 再次延长日本JCR在公司治理方面的豁免指令

2023年9月28日, SEC再次授予日本评级机构JCR临时有条件豁免《证券交易法》第15E(t)条¹⁵规定关于公司治理的相关指令。该豁免延长至2026年10月30日。因日本法规所规定的评级机构公司治理要求与美国《证券交易法》的规定有所差异, 为保护公众和投资者利益, SEC首次于2018年颁布临时有条件豁免指令, 于2021年再次豁免并自动延长至2023年8月20日。

4. 正式删除M法规¹⁶中对信用评级的提及

2022年¹⁷SEC提出修正案, 提议删除相关法规中对信用评级的提及, 而用信用价值的衡量替代, 并在特定情况下需保存相关记录。2023年6月20日, SEC正式通过了对此项规则的修改, 删除了《M法规》中第101条和第102条中现有例外规定中对信用评级的提及。

欧盟信用评级监管动态

1. 更新评级机构法规应用要求和实践

2023年7月13日, ESMA更新了关于实施第 462 2013 号法规 (欧盟) 的Q&A文件, 本次更新修订了文件中第三部分“方法、模型与关键评级假设”中的问题8, 涉及的问题包括评级方法和具体应用中的错误情况, ESMA认为, 根据第8(7)(a)条, 如果错误导致需要审查已发布的信用评级, 则应将错误通知到ESMA和所有受影响的被评级企业, 无论审查是否会导致相关信用评级发生变化。当信用评级机构意识到其评级方法或其应用中出现错误时, 该机构应立即将这些错误通知ESMA和所有受影响的被评级企业, 并尽快解释对其信用评级的影响, 通知行为不能晚于重新评级后发布新闻稿或信用报告。

2. 完善对ESG因素的评估与监督, 助力欧盟金融市场可持续发展

2023年12月5日, ESMA发布《对可持续金融的贡献》, 在信用评级机构方面, ESMA指出, 未来将向欧盟委员会提供技术建议, 以改进信用评级方法中对环境、社会 and 治理因素的评估, 以及规范信用评级报告中对环境、社会 and 治理因素披露的一致性。在ESG评级条例方面, ESMA表示支持引入ESG评级的监管保障措施, 并期待ESG评级监管立法进程的完成, 未来ESMA将支持条例的顺利有效实施, 并对ESG评级提供商进行监督。在ESG风险评估和市场监测方面, ESMA发布《趋势、风险和脆弱性报告》, 以监测欧盟市场和报告中与环境、社会和公司治理相关的趋势和风险。

此外, ESMA还在绿色债券条例、发行人披露和

¹⁵ 1934 年证券交易法第 15E (t) 条要求每个 NRSRO 实施特定的公司治理措施。包括: 要求每个 NRSRO 拥有一个董事会; 规定了这种董事会的具体强制性职责; 规定至少一半 (不少于两名) 的董事会成员应独立于 NRSRO, 部分独立董事应包括 NRSRO 的评级用户; 规定 NRSRO 董事会的独立成员的报酬不得与 NRSRO 的业务表现挂钩, 并确保他们判断的独立性, 独立董事的任期应是事先约定的固定期限, 不超过 5 年, 不得延期。

¹⁶ 作为一套预防性反操纵规则, M 条例旨在通过禁止可能人为影响证券市场的活动来维护证券交易市场独立定价机制的完整性。

¹⁷ 见联合资信 2022 年版《国际评级行业发展与监管动态报告》。

绿色清洗等领域关注可持续发展,促进欧盟金融市场的稳定有序。在绿色债券条例方面,ESMA指出,未来将根据《欧盟绿色债券条例》提供首批技术标准,并准备对外部审查机构承担监督责任;在发行人披露方面,2023年ESMA的主要工作内容包括发布《关于欧洲可持续发展报告标准草案的意见》,实施《企业可持续发展报告指令》有关的技术工作,要求在招股说明书中披露可持续性信息,发布《改进公司气候相关信息披露的建议》,在《国际财务报告准则》财务报表中披露气候相关事项等。在“绿色清洗”领域,ESMA发布相关工作进展报告,其中确定了整个可持续发展投资价值链的高风险领域和潜在驱动因素,以及一系列初步补救行动;未来将持续对可持续发展信息、绿色清洗和补救行动的监督进行评估。

3. ESMA修订规范初步审查和初步评级披露要求准则

2023年6月9日,ESMA更新了《关于初步审查和初步评级的披露准则》,相较于2022年版本,此版本主要在格式上做了优化更新,并强调了ESMA要求信用评级机构需严格遵守此准则,ESMA也会持续监督该准则的应用情况。

4. 加强对CLO方法变更相关的利益冲突风险的防范和管理

2023年12月7日,ESMA就欧盟信贷资产证券化(CLO)方法变更相关的利益冲突风险发布专题报告。ESMA注意到,在调研期间,信用评级机构政策、程序及其实施的覆盖范围、详细程度和对工作人员的指导程度各不相同,为确保非分析性信息不会影响CLO方法的制定,并解决潜在利益冲突的风险,ESMA已指示信用评级机构在必要时进行补救。ESMA认为,评级机构应制定充分的保障措施,确保对其方法的修改是基于客观原因。

ESMA曾于2020年发布了一份关于CLO的评级流程和方法验证的报告。ESMA指出,评级机构在评级过

程中主要与CLO主办银行和管理人沟通,而在其他资产类别中,评级机构主要与发行人沟通。评级机构向发行人提供模拟预期评级的工具。由于CLO主办银行和管理人可以确定哪家评级机构可以为CLO提供最佳信用评级,因此评级机构必须确保其评级过程独立于任何商业影响。之后,ESMA继续监测CLO评级方法和变化。ESMA观察到,在某些情况下,欧盟最大的评级机构更改其CLO评级方法后,市场份额会出现大幅波动。2021年底,ESMA开始对近年来CLO方法变化的驱动因素进行调查。调查发现,所有接受调查的评级机构都制定了程序,以识别、管理和减少利益冲突的风险,特别是与收费有关的讨论和谈判。然而ESMA发现,此类控制措施并不完善,评级机构分析师参与市场拓展活动是常见做法,包括与主办银行和主要投资者接触,参与这种外联活动的分析师也经常参与对CLO方法的修改。因此,分析性外联活动有可能变成商业性反馈活动,这两类的界限需要得到谨慎的保护。ESMA表示未来将继续监测CLO市场的发展,并密切留意CLO信用评级、评级实践及评级方法的变化等情况。

5. 加强对内部控制和信息披露违规的监管处罚

2023年3月22日,ESMA发布通知称其调查发现,标普全球评级欧洲有限公司(S&P,以下简称“标普欧洲”)可能存在内部控制缺陷和违反CRA条例规定的披露要求的行为。ESMA发现,由于内部控制失灵,标普欧洲在企业发行相关证券并向市场公布之前就发布了信用评级结果。此外,标普欧洲还有两项违反信息披露透明度的行为,标普欧洲曾6次删除其公共平台上发布的信用评级,而未及时披露相关理由;2019年,标普欧洲在19天内未更新欧洲评级平台(ERP)上披露的信息。2023年3月24日,ESMA发布处罚公告,称因违反CRA条例,存在内部控制缺陷和违反信息披露透明度等问题而对标普欧洲罚款111万欧元。//

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2024年2月—2024年3月, 债券市场¹新增违约²主体4家, 涉及到期违约债券4期, 到期违约债券规模9.39亿元。另有重复违约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23.44亿元。

截至3月31日, 2024年我国债券市场新增违约主体6家, 涉及到期违约债券7期, 到期违约债券规模57.70亿元, 均较上年同期(2家、2期和5.14亿元)有所增加。重复违约主体3家, 涉及到期违约债券4期, 到期违约规模约36.96亿元, 违约主体家数和违约债券期数均较上年同期(7家、9期)有所减少, 违约规模较上年同期

(17.56亿元)有所增加(见表1)。

二、信用等级调整⁴情况

2024年2月—2024年3月, 债券市场有3家发行人主体级别发生上调, 8家发行人主体级别发生下调。无发行人主体展望发生调整。

截至3月31日, 2024年我国债券市场有5家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(2家)有所增加, 有9家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(6家)有所增加。无发行人主体展望发生调整(见表2)。

表1 2021年—2024年3月我国债券市场违约情况(单位: 家、期、亿元)

发行人主体	2021年			2022年			2023年			2024年1—3月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	23	90	1015.76	8	43	223.47	5	17	183.35	6	7	57.70
重复违约	27	79	743.28	9	27	173.13	10	20	50.38	3	4	36.96

注: 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源: 联合资信整理

表2 2021年—2024年3月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
调升数量(家)	17	25	86	5	3	6	7	0
调降数量(家)	138	86	37	9	50	25	26	0

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

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

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

³ 重复违约是指发行人在2023年(含)之前已发生实质性违约, 在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

上海宝龙实业发展(集团)有限公司

一、主体概况

上海宝龙实业发展(集团)有限公司(以下简称“公司”或“宝龙实业”)成立于2010年,为宝龙地产(香港)控股有限公司(以下简称“宝龙地产”)出资组建的外商独资企业,总部位于上海。公司主营业务包括房地产开发、物业出租和酒店经营等,注册资本41.84亿元,宝龙地产持有公司100%股权,公司实际控制人为许健康。

公司所发中期票据“20宝龙MTN001”原于2023年8月27日到期,经公司2020年度第一期中期票

据2023年第二次持有人会议审议通过,调整“20宝龙MTN001”债券本息兑付安排,对剩余本金7亿元及对应利息分期偿还。2024年2月20日,公司发布公告称,“20宝龙MTN001”应于2024年2月27日偿付本期债券本金3500万元以及2023年8月27日至2024年2月26日期间对应的利息,但受宏观经济环境、房地产行业政策调控和公司销售收入大幅下滑等因素影响,公司面临阶段性现金流匹配问题,本期债券的本息兑付存在不确定性。2024年2月27日,公司未能按时兑付“20宝龙MTN001”的本金和利息,构成实质性违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	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宝龙MTN001	20200826	20230827	20240227	0.36	--	AA+/AA+/稳定	一般中期票据	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
2020-08-31	公司发布2020年半年度报告,报告显示公司应收账款净额同比上升81.54%,应收账款周转率同比下降9.9%。
2020-12-31	公司发布《关于监事、信息披露事务负责人发生变动的公告》,涉及几位主要高管变更,公司称此次人事变动不会对公司日常管理、生产经营情况和偿债能力产生不利影响。
2021-04-02	公司发布2020年年度报告,年报显示,截至2020年末,公司对外担保余额为40.18亿元,占同期总资产比例为2.29%,占同期净资产比例为7.63%。
2022-04-29	公司公告称原定于2022年4月30日前披露2021年年度报告,由于审计工作发生延误,公司2021年年度报告相关的审计程序和编制工作无法在原定时间内完成,公司拟延期披露2021年年度报告。
2022-06-30	公司发布2021年年度报告,年报显示2021年净利润为7.20亿元,同比下降15.39%;归属于母公司股东的净利润为44.10亿元,同比下降8.88%。
2022-08-23	公司召开2020年度第一期中期票据2022年第一次持有人会议审议并通过了“关于变更20宝龙MTN001债券本息兑付安排及增加增信保障措施的议案”,公司向全体持有人分配全额到期利息,全部本金10亿元将在2022年8月27日起的12个月内分期兑付本金且利随本清,分期兑付期间票面利率保持不变。

2022-08-31	公司发布2022年年中报告，显示统计期内公司营业收入为138.46亿元，同比减少24.29%；归母净利润为16.56亿元，同比减少39.97%。
2023-04-28	公司发布2022年年度报告，报告显示公司2022年营业收入为203.66亿元，同比减少41.46%；归母净利润为2.52亿元，同比减少94.29%；净资产收益率同比减少10.94%；资产负债率为68.70%。
2023-06-30	公司发布《2022年度公开发行公司债券受托管理事务报告》，报告提及截至2022年末，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额为73.43亿元，占2022年末净资产的比例为11.78%。
2023-08-28	公司2020年度第一期中期票据2023年第二次持有人会议审议通过，调整“20宝龙MTN001”债券本息兑付安排，完成该债券的要素变更，对剩余本金7亿元及对应利息（合计7.46亿元）分期偿还。
2023-08-31	公司发布2023年年中报告，显示统计期内公司营业收入为99.52亿元，同比减少28.12%；归母净利润为9.98亿元，同比减少39.76%。
2023-09-14	公司披露了《关于法定代表人，总经理，财务总监发生变动的重大事项公告》，主要高管发生变更。
2024-02-20	公司发公告称“20宝龙MTN001”分期本息按期足额兑付存在不确定性。公司表示正在全力推进展期，债券置换计划，后续将与本期债券持有人积极沟通债务解决方案，力争与债券持有人就剩余债券本息兑付事宜达成可行方案。
2024-02-27	公司未能按时兑付“20宝龙MTN001”的本金和利息，构成实质性违约。

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

三、违约原因分析

行业景气度下行，公司去化压力大，投资收益不佳，盈利能力大幅下滑

公司所处房地产行业，房地产开发业务为公司的主营业务之一。2022年受地产行业政策调控影响，行业景气度下行，公司销售面积大幅下降，销售金额同比大幅下滑55.24%，公司经营活动现金流入同比下降49.20%。受较大的流动性管理压力影响，公司开发建设进度放缓，新开工面积同比下降81.82%，竣工面积同比下降

12.82%，且2022年全年未新增拿地，对购房者信心造成了一定的负面影响，公司项目销售面临的去化压力进一步增大。此外，受联营企业业绩下滑影响，2022年公司投资收益3.41亿元，同比大幅下降78.47%，对公司利润造成一定拖累。2022年—2023年，公司净利润由13.38亿元下降为-4.06亿元；归母净利润由2.52亿元下降为-9.71亿元，由正转负，盈利能力大幅下滑。

公司债务负担重，民企属性等加大公司外部融资难度

近年来，公司有息债务逐年上升，从2018年的



306.10亿元上升到2021年的419.87亿元, 公司债务负担较重。2020年8月, “三道红线” 新规出台以来, 房地产行业企业有息债务增长受控, 2020年年底, 房地产贷款集中度管理制度出台后, 地产行业融资政策进一步收紧, 房地产行业企业对外融资困难。公司作为民营企业, 民营属性进一步加大了公司的外部融资难度, 2022年以后公司无新增债券发行, 难以通过借新还旧滚动公司债务, 公司外部融资受限导致流动性进一步枯竭。

公司货币资金大幅减少且受限规模大, 对短期债务覆盖不足

近年来, 公司销售回款大幅下降叠加外部融资受限导致货币资金规模出现大幅下滑, 由2020年年底的197.47亿元下降至2022年底的60.20亿元, 降幅高达69.51%。货币资金中有20.08亿元的其他货币资金, 主要为房款监控户及预售物业建筑保证金 (12.86亿元)

和冻结资金 (4.65亿元), 货币资金受限规模较大。此外, 2022年房地产预售资金监管新规正式落地, 明确预售资金额度监管为“重点额度监管”, 督促房企合理使用资金, 较严格的房地产预售资金监管政策使得公司实际可动用货币资金进一步减少。2020—2022年, 公司的现金短债比分别为1.85、1.54、0.59, 呈逐年递减趋势, 公司货币资金对短期债务覆盖不足。■



表3 主要财务指标

财务指标	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额 (亿元)	1179.07	1520.41	1751.21	2051.43	1990.70	1983.16
所有者权益 (亿元)	377.09	441.34	526.69	618.55	623.16	628.46
长期债务 (亿元)	234.90	267.78	290.49	291.08	223.52	228.00
全部债务 (亿元)	306.10	351.12	408.05	419.87	347.29	345.28
营业收入 (亿元)	170.17	248.46	338.50	347.91	203.66	45.09
利润总额 (亿元)	54.89	90.06	111.58	98.12	23.52	7.18
EBITDA (亿元)	60.78	96.74	119.46	108.38	31.30	—
经营性净现金流 (亿元)	25.62	54.45	23.32	-12.73	24.30	10.76
营业利润率 (%)	30.84	31.97	32.12	25.70	29.79	28.22
净资产收益率 (%)	10.19	15.23	16.16	11.63	2.15	—
资产负债率 (%)	68.02	70.97	69.92	69.85	68.70	68.31
全部债务资本化比率 (%)	44.80	44.31	43.65	40.43	35.79	35.46
流动比率 (%)	130.93	123.91	124.41	120.42	111.59	110.67
全部债务/EBITDA (倍)	5.04	3.63	3.42	3.87	1.36	—
EBITDA利息倍数 (倍)	3.34	4.12	3.85	3.49	11.04	—
经营现金流动负债比 (%)	5.04	7.26	2.68	-1.21	2.31	—

资料来源: 联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

央行发布《中国人民银行关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》

2024年2月21日, 央行发布《中国人民银行关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》, 与2016年第2号公告相比, 一是明确柜台业务品种和交易方式。已在银行间债券市场交易流通的各类债券品种, 在遵守投资者适当性要求的前提下, 可通过柜台投资交易。二是优化对投资者开户的管理规则。已在银行间债券市场开立账户的投资者, 可在柜台业务开办机构开立债券账户。三是境外投资者可通过柜台渠道投资。获准进入银行间债券市场的境外投资者, 可通过柜台业务开办机构和境内托管银行开立债券账户。有利于进一步拓宽居民的投资渠道, 促进直接融资发展, 优化融资结构, 促进多层次的债券市场发展。

(摘自人民银行官网, 2024年2月29日)

央行发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》

2024年3月27日, 央行发布

《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》, 意见指出推动金融系统逐步开展碳核算; 进一步加大资本市场支持绿色低碳发展力度。大力支持符合条件的企业、金融机构发行绿色债券和绿色资产支持证券。积极发展碳中和债和可持续发展挂钩债券。支持清洁能源等符合条件的基础设施项目发行不动产投资信托基金 (REITs) 产品。支持地方政府将符合条件的生态环保等领域建设项目纳入地方政府债券支持范围。加强对生态环境导向的开发模式 (EOD) 的金融支持, 完善相关投融资模式。在依法合规、风险可控前提下, 研究推进绿色资产管理产品发展。规范开展绿色债券、绿色股权投资业务。鼓励境外机构发行绿色熊猫债, 投资境内绿色债券等。意见的发布有助于进一步规范绿色债券的信息披露行为, 提高绿色债券的信息披露透明度, 防止“漂绿”行为, 同时有助于支持绿色债券发行, 引导绿色债券投资, 推动绿色债券市场进一步扩容。

(摘自人民银行官网, 2024年4月10日)

发改委发布《关于支持优质企业借用中长期外债促进实体经济高质量发展的通知(征求意见稿)》

2024年3月14日, 发改委发布《关于支持优质企业借用中长期外债促进实体经济高质量发展的通知(征求意见稿)》, 提出合理界定优质企业标准, 提升外债管理的精准有效性; 简化相关审核要求和流程, 增强优质企业政策获得感; 保持政策举措的灵活适度性, 积极支持和指导企业合理融资、提高外债资金使用效益; 完善事中事后监管, 防范企业外债风险、实现发展和安全的动态平衡。有助于支持行业地位显著、信用优良、对促进实体经济高质量发展具有带动引领作用的优质企业借用外债, 进一步扩大高水平对外开放, 提升跨境融资便利化。

(摘自发改委官网, 2024年4月22日)

市场动向 Market Trends

全国首单信用增进机构直接增信的境外债成功发行

2024年2月5日,成都市云岷投资集团有限公司7000万美元高级无抵押债券成功完成交割。该笔债券系全国首单信用增进机构直接增信的境外债,以美元形式归集募集资金,发行规模7000万元,期限3年,票面利率7.50%,于澳门交易所上市。该笔债券的成功发行有助于拓宽企业融资渠道,降低企业的融资成本。

(摘自中国新闻网, 2024年3月6日)

首单证券行业人民币“玉兰债”成功发行

2024年3月1日,首单证券行业

人民币“玉兰债”完成发行登记。本次“玉兰债”发行规模35亿元人民币,创下“玉兰债”单笔发行规模历史新高,发行期限3年,发行利率3.30%。上海清算所于2020年推出“玉兰债”业务,通过与欧清银行跨境联通合作,服务境内发行人面向国际市场发行人民币、美元、欧元等各类计价债券产品。本次“玉兰债”的成功发行,对持续丰富离岸人民币产品供给、稳慎扎实推动人民币国际化具有积极意义。

(摘自上海清算所, 2024年3月1日)

全国首单乡村振兴商业房地产抵押贷款支持证券成功发行

2024年3月,安徽农垦集团第

一期乡村振兴资产支持专项计划项目在深交所成功发行,该项目是全国首单乡村振兴商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS)项目,总发行规模为4.8亿元,主要用于支持通和集团转型开展设施农业等乡村振兴项目。该项目的创新之处在于,把优质房地产资产证券化投向农业和乡村建设领域,此次项目的成功发行有助于降低企业融资成本,提高资产收益,是对乡村振兴多元化投入新渠道的探索。

(摘自安徽日报, 2024年4月15日)





1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和 3年期公司债券发行利率走势

2024年2月至2024年3月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计41560.00亿元，逆回购到期58400.00亿元，实现净回笼16840.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作8870.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）9800.00亿元，实现净回笼930.00亿元。在此背景下，2024年3月，1年期短融、3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（2.61%、2.77%和2.79%）均较2024年2月（2.74%、2.84%和2.96%）有所下降；7年期企业债的平均发行利率（4.00%）较2024年2月（3.29%）有所上升。

表1 2024年2月—2024年3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	
	2024年2月	2024年3月	2024年2月	2024年3月	2024年2月	2024年3月	2024年2月	2024年3月
AAA	2.60	2.56	2.78	2.72	2.96	2.79	3.29	--
AA ⁺	2.49	2.65	2.95	2.89	--	--	--	4.00
AA	3.12	2.64	3.00	--	--	--	--	--
平均发行利率	2.74	2.61	2.84	2.77	2.96	2.79	3.29	4.00

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

2024年2月至2024年3月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈下降态势。2024年3月, AAA级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(2.56%和2.64%)均较2024年2月(2.60%和3.12%)有所下降; AA⁺级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(2.65%)较2024年2月(2.49%)有所上升。

2024年2月至2024年3月, 交易所国债3年期到期收益率呈下降态势。2024年3月, 3年期AAA级和AA⁺级公司债的平均发行利率(2.72%和2.89%)均较2024年2月(2.78%和2.95%)有所下降。

2024年2月至2024年3月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈下降态势。2024年3月, 5年期AAA级中期票据的平均发行利率(2.79%)较2024年2月(2.96%)有所下降。

当前, 全球经济复苏动能分化, 发达经济体货币政策调整、地缘政治冲突等不确定性依然存在, 国内经济持续回升向好, 但仍面临诸多挑战。在此背景下, 央行强化逆周期调节, 稳健的货币政策灵活适度、精准有效, 为经济回升向好营造良好的货币金融环境。下一阶段, 央行将保持货币政策的稳健性, 增强宏观政策取向一致性, 强化逆周期和跨周期调节, 加大对实体经济支持力度, 市场流动性有望保持合理充裕。///

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

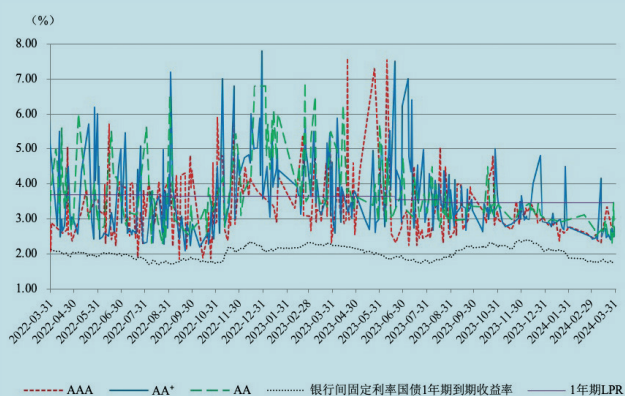


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

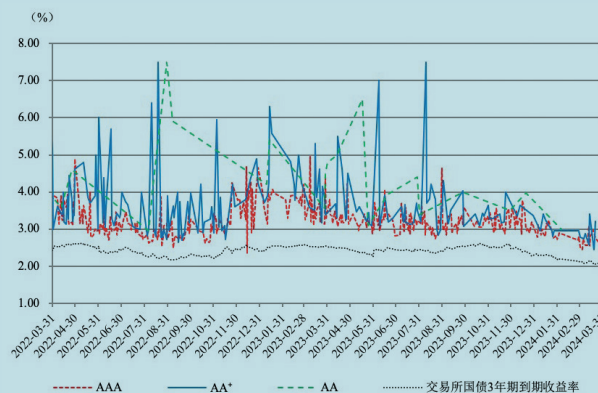
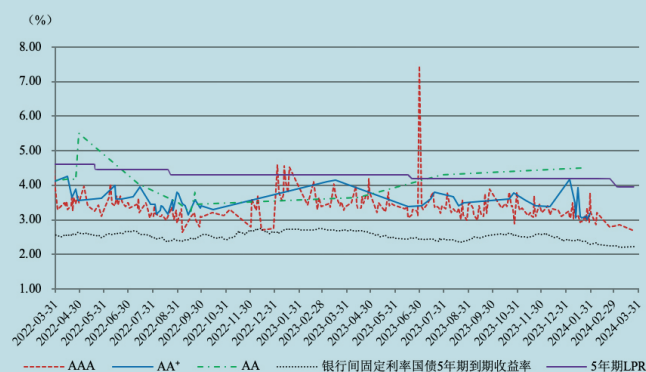


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2021年—2024年3月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	8.4	3.0	5.2	29.63	5.3
规模以上工业增加值	9.6	3.6	4.6	--	6.1
固定资产投资总额 (不含农户)	4.9	5.1	3.0	10.0	4.5
社会消费品零售总额	12.5	-0.2	7.2	12.0	4.7
出口总额	21.0	9.0	0.6	5.7	4.9
进口总额	21.5	3.9	-0.3	4.4	5.0
CPI	0.9	2.0	0.2	--	0.0
PPI	8.1	4.1	-3.0	--	-2.7
社会融资规模存量	10.3	9.6	9.5	390.3	8.7
M2余额	9.0	11.8	9.7	304.8	8.3
人民币贷款余额	11.6	11.1	10.6	247.0	9.6

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

资料来源: Wind, 联合资信整理

2021年—2024年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月	2024年1—3月 同比 (%)	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月	2024年1—3月 同比 (%)
政府债	2148	2330	2363	317	-38.68	136632.90	172648.49	204804.08	38973.52	-4.42
国债	159	183	189	37	-11.90	61816.60	99082.70	111550.40	24046.30	12.20
地方政府债	1989	2147	2174	280	-41.05	74816.30	73565.79	93253.68	14927.22	-22.84
央行票据	12	12	12	3	0.00	600.00	600.00	600.00	150.00	0.00
同业存单	29909	25805	26903	6825	-1.36	217761.60	204969.90	257134.40	73289.80	21.91
金融债	1950	1763	1915	332	-35.28	91892.66	95625.86	93360.38	18517.57	-32.13
政策银行债	905	867	770	130	-52.90	53439.50	59620.60	52259.20	10456.60	-48.23
商业银行债	103	159	183	27	-20.59	7710.55	12062.17	13195.00	2383.00	36.56
商业银行次级债券	145	139	124	10	-44.44	12025.73	11941.55	11157.90	2630.00	48.09
保险公司债	19	11	23	0	--	539.00	224.50	1121.70	0.00	--
证券公司债	449	347	501	107	1.90	10962.38	7109.74	10466.63	2046.97	-5.63
证券公司短期融资券	269	223	285	39	-47.30	5937.00	3988.30	4529.70	592.00	-52.26
其它金融机构债	60	17	29	19	850.00	1278.50	679.00	630.25	409.00	1263.33
企业债	489	487	269	29	-63.75	4379.80	3703.30	2007.80	232.68	-65.40
公司债	4047	3659	4863	1115	2.48	34444.23	31061.21	38537.59	9269.81	13.01
一般公司债	1424	1401	3516	314	27.64	16402.13	14843.09	24046.23	3580.00	43.87
私募债	2623	2258	1347	801	-4.87	18042.10	16218.12	14491.36	5689.82	-0.43
中期票据	2555	2659	3189	1227	75.04	25389.65	28059.30	29643.97	11471.22	77.84
短期融资券	5147	4995	5224	1342	-12.29	51940.71	49824.48	48473.95	12529.84	-12.76
一般短期融资券	582	558	704	191	-5.45	5234.78	5150.30	5300.70	1280.67	-13.63
超短期融资债券	4565	4437	4520	1151	-13.33	46705.93	44674.18	43173.25	11249.17	-12.65
定向工具	1399	1102	1225	359	6.21	8605.83	6784.21	7522.02	1984.34	-9.36
国际机构债	9	5	9	2	100.00	175.00	165.00	210.00	90.00	800.00
政府支持机构债	20	25	21	0	--	1900.00	2760.00	1930.00	0.00	--
资产支持证券	5881	4496	4785	905	0.11	31441.93	20115.54	18773.77	3033.054	-17.51
交易商协会ABN	586	379	629	166	26.72	8827.98	3556.84	3220.08	634.76	8.14
银保监会主管ABS	1407	831	3667	72	-10.00	6459.89	4677.99	12058.00	379.55	-49.80
证监会主管ABS	3888	3286	489	667	-3.75	16154.06	11880.71	3495.69	2018.74	-13.49
可转债	119	149	141	9	-70.00	2828.47	2200.93	1411.60	85.73	-79.46
可交换债	34	36	29	4	-20.00	436.60	422.94	334.06	57.00	-45.79
项目收益票据	8	--	--	--	--	49.30	--	--	--	--
标准化票据	1	--	--	--	--	0.50	--	--	--	--
合计	53728	47523	50948	12469	-1.31	608479.18	618941.16	704743.62	169684.58	2.83

注: 本表统计口径为Wind中截至2024年4月29日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2023年及之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind

联合资信蝉联《财资》3A 2024年度中国最佳评级机构



日前,《财资》发布了2024年度“3A可持续金融奖”(The Asset Triple A Sustainable Finance Awards 2024)的评选结果。联合资信凭借高质量的评级服务和在可持续金融领域的突出贡献,蝉联“中国最佳评级机构”(Rating Agency of The Year China)荣誉称号。这是继去年荣获《财资》3A可持续基础设施“2023年度中国年度最佳评级机构”和“2022年度中国最佳评级机构”,以及与联合国际共同获得“企业财资人”2023年度“中国大陆地区最佳信用评级机构”之后,联合资信再度斩获这一重要国际奖项。

《财资》“年度3A可持续金融奖”是银行业、金融、财政、投资和资本市场业界盛名远播的奖项,已连续举办24年。其中的“年度评级机构奖项”综合考量评级机构的评级方法、评级流程、评级稳定性等技术体系,承做项目数量及多样性、市场占有率等创新能力和行业影响力,以及研究报告、研究成果等研发实力的全方位表现,并将国际、国内投资人及承销商、客户的满意度纳入评估体系。经过专业评审团审慎、严格评估,从亚太地区众多参选机

构中选出,旨在表彰过去一年具有卓越表现的机构。其评比在亚洲乃至国际金融市场享有较高的影响力和权威性,获奖机构代表着各个行业的最高水平。

除《财资》旗下各奖项外,联合资信在过去的几年中还荣获了多项国内外业界大奖,包括《亚洲金融》(FinanceAsia) 2022年度中国最佳评级机构,第九届中国资产证券化论坛(CSF)“年度杰出机构”,2023年度中国银行间市场交易商协会“2022年度企业债券信用评级机构信用评价”第二,2022年度中国保险资产管理业协会信用评级机构评价第三名等。这些荣誉印证了市场参与各方对联合资信的综合实力及行业领先地位的普遍认可,也是联合资信业务能力、公信力、专业度及影响力的综合体现。

未来,联合资信将始终秉持“成为伟大的公信力公司”的愿景,以搭建投资人与市场各方的高效沟通桥梁为己任,不断提升评级质量和研究能力,积极拓展并持续完善投资人服务体系,加强投资人服务的深度广度,为形成具有国际竞争力的本土评级机构品牌而不断奋进。



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