



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 JUNE

一揽子化债背景下，城投企业信用风险再研判
2024年煤炭行业分析
2023年中资房企信用风险年鉴



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

联合资信荣获第十届中国资产证券化论坛 年度杰出机构嘉勉



2024年5月16—17日, 第十届中国资产证券化论坛(CSF)年会在杭州远洋凯宾斯基酒店举行。年会各分论坛活动于多个会场并行, 于17日晚举行年度嘉勉晚宴。联合资信凭借对中国资产证券化信用评级行业的出色贡献与过硬的专业能力, 荣获第十届CSF“年度杰出机构”嘉勉。同时, 公司申报的“智行浙江智慧普华融资租赁有限公司2023年度第一期定向资产支持票据”等七个项目分别获“银行间市场企业资产证券化”“交易所市场企业资产证券化”及“信贷资产证券化”类别下年度嘉勉荣誉。

本次CSF论坛年会是自2015开启全国性春季年会后的第十届年会。论坛聚焦新形势下资产证券化的业务契机及其如何助力经济高质量发展问题, 市场投资及提升信息披露水平问题, REITs和ABS的底层资产经营性价值溯源和市场发展问题等, 以搭建市场与监管的桥梁, 争取凝聚共识, 促进市场进一步健康发展。

5月16日上午, 联合资信副总裁兼结构评级一部和五部评级总监罗伟成受邀出席CSF主办专场会议“夹层与次级投资培训研讨专场”。结构评级二部副总经理黄凯伦参加企业ABS与REITs市场发展闭门会。5月17日, 联合资信结构评级二部技术总监官雪在圆桌讨论环节中, 就“信贷宽松背景下资产证券化业务的挑战与机遇”议题发表观点。

一直以来, 联合资信深耕资产证券化领域, 不断创新产品理念、方法, 凭借领先的评级技术和良好的投资人服务, 在资产证券化领域始终保持行业领先地位, 多年蝉联中国资产证券化论坛“年度杰出评级机构”荣誉, 并在资产证券化产品评奖中斩获众多奖项, 得到各界机构、人士的肯定与嘉勉。

未来, 联合资信将继续砥砺前行, 提升自身能力, 充分发挥在评级技术与评级人才方面的优势, 以“专业、责任、创新、坚持”的态度服务于资产证券化市场, 积极推动资产证券化市场的健康优质发展!

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
薛逸竹 Xue Yizhu
美术编辑 Art Editor
谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层
Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话 (Tel) : (010) 85679696 | 邮箱 (Email) : lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址 (Website) :www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code) :100022

市场部门联系人 Marketing Department Contact

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang
13301118401 | maxj@lhratings.com

刘强 Liu Qiang
13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan
18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务热线 Investor Service Hotline

陈家林 Chen Jialin
电话 (Tel) : (8610) 8567 9696-8624 | 13611310882 邮箱 (Email) chenjialin@lhratings.com
地址:北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Address:17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

Contents

2024 JUNE

目录

特别策划 Feature

2024年煤炭行业分析 P01

联合资信 刘莉婕 邓淇匀

一揽子化债背景下，城投企业信用风险再研判 P04

联合资信 刘亚利

2023年中资房企信用风险年鉴 P12

联合资信 张超

宏观研究 Macroeconomic Research

伊朗突袭以色列，黄金和石油价格还会继续涨吗？ P19

联合资信 主权部

一季度经济总量增长超预期，价格风险仍存 P21

联合资信 研究中心

行业研究 Industry Research

2024年电力行业分析 P24

联合资信 黄露

医药制造行业2024年度行业分析 P30

联合资信 蒲雅修 王玥

2024年零售行业信用风险展望 P35

联合资信 工商评级二部

债券市场 Bond Market

知识产权ABS市场运行情况及发展趋势分析 P41

联合资信 孙爽 郭燕 张博文 张贵婷 陈诣辉

2023年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究 P48

联合资信 林青 郝帅 刘晓光 薛逸竹

专项研究 Monograph

沪深交易所ABS新规解析之持续信息披露 P55

联合资信 刘畅 李香庭

一文看懂科创企业的信用分析 P61

联合资信 邓博文 孙巧莉 李子昕

九江市区域研究 P64

联合资信 高锐 翟瑞

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于消费基础设施公募REITs的一些基础知识 P72

信用风险 Credit Risk

信用风险事件统计 P73

违约案例 P74

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P77

市场动向 P79

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P80

宏观经济及债券市场数据 P82



2024年煤炭行业分析

文 | 联合资信 刘莉婕 邓淇匀

随着国家发改委指导价格的出台、长协签约率及履约率的提升，煤炭价格尤其是动力煤价格趋于稳定。2023年，煤炭供给量提升，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2024年，煤炭市场供需有望保持平衡态势，煤炭价格将趋于稳定且可控，煤炭行业有望实现持续盈利。但非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等对煤炭行业的影响仍需持续关注。

一、行业整体运行情况

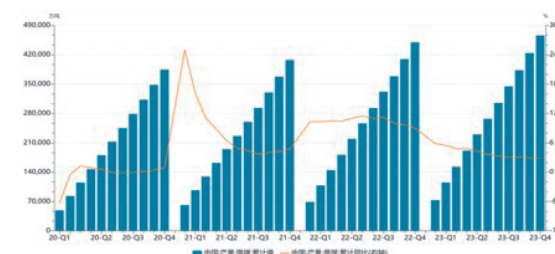
煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2023年，随着新增产能逐步释放，全国煤炭产量保持增长，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中；煤炭进口量显著增加；下游火电行业对煤炭消费需求增长，但钢铁及建材行业需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所降低。

“富煤、贫油、少气”是中国能源资源的基本特点，既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重约为56%，大幅高于27%的世界平均水平¹。“以煤为主”的能源消费结构与欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

中国煤炭资源分布的基本特点“北富南贫，西多东少”。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐渐枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2023年，晋陕蒙和新疆地区的原煤产量占全国总产量的81.27%。

中国原煤供给以国内为主、进口为辅。据国家统计局数据，2023年全国规模以上煤炭企业原煤产量46.58亿吨，同比增长2.90%（见图1）。随着2021年以来的煤炭增产保供政策带来的新增产能逐步充分释放，全国原煤产量增速较上年明显放缓。进口煤方面，2023年以来，中国自蒙古国的煤炭进口量明显增加；2023年2月后澳洲煤炭进口逐步全面放开，俄罗斯煤炭供应亦明显增加，使得中国煤炭进口量整体规模大幅增加。根据海关总署公布的数据，2023年，全国累计进

图1 2020—2023年中国原煤产量变化情况



资料来源：Wind，联合资信整理

¹ 数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 72 版中文版，为 2022 年数据。

口煤炭（煤及褐煤）4.74亿吨，同比显著增长61.80%。

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业、钢铁行业和建材行业，其余主要为民用和煤化工等领域。2023年，国民经济持续恢复向好以及夏季气温偏高等因素导致用电需求增加，全国规模以上电厂火力发电量6.23万亿千瓦时，同比增长6.09%，增速较上年增长5.19个百分点。同期，钢铁和建材行业需求略有下降。

2023年以来，由于海外煤炭供应较为充足，房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素，国内煤炭价格从之前年度的高位震荡回落。2023年1月，由于春节部分民营煤矿休假，市场供应相对偏少，煤炭整体价格维持2022年底水平；2月以来，受宏观经济恢复速度不及预期、下游电煤需求不足导致环渤海港口煤库存累积，煤炭价格大幅回落。动力煤价格方面，在经历小幅企稳反弹后，2023年4月起动力煤需求进入淡季，随着大秦线检修完成后港口煤调入恢复，在库存压力下动力煤价格持续走弱。2023年7月以来，在国内大部分地区气温逐渐走高导致用电需求增长的带动下，国内动力煤消费显著增加，市场预期有所扭转，动力煤价格整体呈窄幅增长态势。

焦煤方面，由于属于稀缺煤种，国内低硫优质主焦煤资源有限，整体供需偏紧，但价格更依赖于下游钢铁等行业的景气度。2023年，焦煤价格整体呈“V”字形走势。2023年初，焦煤价格维持在2300元/吨左右；春节后由于下游焦化厂库存仍处高位，焦煤价格小幅下跌。2023年2月底，随着下游钢铁、焦化等行业逐步提升开工率，焦煤价格有所反弹；3月中旬后，下游钢铁及相关制造业的需求恢复速度及幅度均不及预期，钢铁产品市场价下跌传导至原料端，导致焦煤价格下滑，焦煤价格从超过2200元/吨下行至6月初的1600元/吨左右；7月后，受供给端产量收窄，宏观和下游需求预期改善，焦煤价格有所回升；12月末，焦煤价格回升至年初水平。截至2023年底，动力煤（秦皇岛综合交易价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）和无

烟煤（2号洗中块一全国）价格分别为750元/吨、2228元/吨、1349元/吨和1087元/吨，较2022年底分别下降7.75%、3.76%、36.58%和47.54%（见图2）。

从煤炭企业盈利情况看，2023年，受煤炭价格震荡回落影响，在原煤产量小幅增长的情况下，煤炭企业整体盈利水平有所下降。2023年，全国规模以上煤炭企业实现利润总额7628.90亿元，同比下降25.30%（见图3）。

二、行业政策及关注

坚持把能源保供稳价放在首位

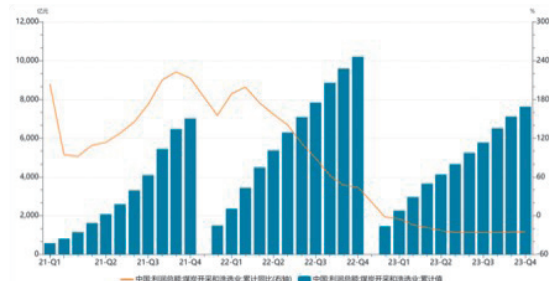
2023年4月，国家能源局印发了《2023年能源工作指导意见》，要求坚持把能源保供稳价放在首位，持续增强能源供应保障能力，深入推进能源结构转型。同年12月，国家发改委发布了《关于建立煤矿产能储备制度

图2 2021年以来国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

图3 2021年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind，联合资信整理

的实施意见(征求意见稿)》，提出到2027年，初步建立煤矿产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度煤炭产能储备；到2030年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，力争形成3亿吨/年的可调度产能储备，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。

价格方面，2023年3月，国家发展改革委在发布会上强调，突出做好进一步强化能源等大宗商品的保供稳价工作。稳定煤炭生产，加强储备能力建设，持续抓好煤炭价格调控监管，引导煤炭价格运行在合理区间。

煤炭进口延续零关税

2022年4月，国务院关税税则委员会发布公告，自2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为零的进口暂定税率。2023年3月，国务院关税税则委员会发布《关于延长煤炭零进口暂定税率实施期限的公告》，自2023年4月1日至2023年12月31日，继续对煤炭实施税率为零的进口暂定关税，此项降税政策有助于降低煤炭进口成本，促进企业扩大进口，维护国内煤炭安全稳定供应。

煤炭行业向数字化智能化转型发展

2023年3月，国家能源局印发了《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，提出针对电力、煤炭、油气等行业数字化智能化转型发展需求，以数字化智能化技术带动煤炭安全高效生产。同年8月，国家矿山安全监察局发布了《矿山智能化标准体系框架》，鼓励支持各有关单位按照《矿山智能化标准体系框架》开展相关标准规范的制修订工作，推动矿山智能化高质量发展。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力

煤炭企业的经营历史普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一

定的非经营性负担(主要包括人员负担和低效资产)。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格逐步回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的整体盈利水平相对较低，主要系人员负担较重或存在较多盈利能力差的低效资产所致。较大规模的非经营性负担不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力弱的晋陕蒙宁地区集中。同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。受限于资源赋存条件，中国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加10~20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大，行业性环境保护、安全生产压力将长期存在。

2023年以来，国家矿山安全监察局先后印发了《关于开展矿山安全生产综合整治的通知》和《矿山重大事故隐患专项排查整治2023行动实施方案》，对全国所有矿山统筹开展重大事故隐患专项排查整治2023行动和综合整治行动。同年9月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布了《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，提出严格矿山安全生产准入、推进矿山转型升级、防范化解重大安全风险、强化企业主体责任、落实地方党政领导责任和部门监管监察责任、推进矿山安全依法治理、强化组织实施七大方面意见。同年12月，国务院第21次常务会议通过了《煤矿安全生产条例》，针对当前煤矿领域存在的突出问题，《煤矿安全生产条例》作出了相应规定，包括确立煤矿安全生产工作原则、强化煤矿企业主体责任、严格政府部门监管责任等。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展,挤压传统能源发展空间,但考虑到中国的资源禀赋、新能源的间歇性特征及煤炭在钢铁生产中的不可替代性等因素,煤炭行业在中国仍有中长期的发展空间。

近年来,随着新能源技术的持续进步,以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降,部分国家已经具备了和传统能源竞争的优势,同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力,新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年来在电源结构调整、清洁能源优先并网发电等鼓励性、保障性政策的支持下,非化石能源发电装机容量占比逐步提升,火电(煤炭下游需求的主要行业)的发展空间受到一定程度挤占。

三、行业展望

供给侧改革之后,煤炭行业集中度随着行业低谷

的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升,行业竞争格局日趋稳定。2024年,国内经济复苏将拉动煤炭需求适度增长,同时较高的行业集中度能够为煤炭供给量及供给稳定性提供保障。加之进口煤炭调节,煤炭市场供需有望保持平衡态势,煤炭价格将趋于稳定且可控,煤炭行业有望实现持续盈利。

在“碳中和、碳达峰”背景下,作为传统化石能源,煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。但考虑到中国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征,新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外,炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品,现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在中国仍有中长期的发展空间。

未来,具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持,市场份额有望继续提高,煤炭行业竞争格局将更趋稳定,有利于行业长期稳定发展,降低宏观经济周期波动对行业的影响。■

一揽子化债背景下,城投企业信用风险再研判

文|联合资信 刘亚利

一、地方政府债务监管历程

城投企业是我国经济发展的特殊产物,分税制改革导致地方政府财权与事权不统一,为满足地方经济发展的资金需求,城投企业应运而生。过去二十多年城投企业为地方经济的高速发展和城镇化进程做出了重要贡献,但也带来了地方政府隐性债务快速攀升等问题。在中央政府稳增长和防风险的权衡中,地方政府债务及城投企业监管政策经历着阶段性的收

紧和放松,自2014年至今,城投企业大体经历了三次严监管周期。

第一轮严监管周期:新《预算法》和43号文构建地方政府债务“开前门堵后门”的监管思路,剥离城投企业政府融资职能。

2014年,新《预算法》和43号文先后出台,构建了地方政府债务管理的法律制度框架和“开前门堵后门”核心监管思路,赋予了地方政府合法融资渠道,也开启了

城投企业严监管的时代。2015—2018年,在中央政府政策引导下,通过发行地方政府债券进行债务置换,地方政府完成了第一次隐性债务的显性化过程。此阶段,地方政府举债融资机制逐步完善,地方政府债务管理更侧重于“开前门”,“闭环”风险防控体系基本形成。对于城投企业,监管反复强调剥离政府融资职能,积极推进政企债务分离和城投企业的市场化转型。但为满足地方经济发展需要,地方政府仍通过一些违规操作进行债务扩张,导致实质上应由政府偿还的债务即隐性债务继续产生,地方政府债务风险持续上升。

第二轮严监管周期:“十年化债”开启,“控增化存”为隐性债务监管主基调,监管政策引导城投企业加快市场化转型。

2017年7月,中央政治局会议首次明确提出隐性债务,87号文、92号文等先后出台,“控增化存”成为隐性债务监管的主基调。2018年,中发27号文和中办46号文下发,中央政府针对各地隐性债务全面摸底,地方政府开启“十年化债”之路。考虑到地方政府面临的化债压力较大,2019年,国办40号文指导金融机构和融资平台对隐性债务进行置换。随后,建制县隐债化解试点、地方政府特殊再融资债券和全域无隐债试点等政策先后推出,为第二轮隐性债务的显性化进行积极尝试。此阶段,地方政府债务管理的重心转至“堵后门”,隐性债务化解成为监管的重中之重,不新增地方政府隐性债务成为监管红线;同时加快城投企业市场化转型,通过提升造血能力化解存量隐性债务。而地方政府作为出资方,在人员、业务和资金方面仍与城投企业紧密联系,且城投企业所涉隐性债务与经营性债务难以切割,城投企业新增债务仍存在增加隐性债务的风险,与监管政策的初衷“背道而驰”。

第三轮严监管周期:“一揽子化债”建立防范化解地方政府债务风险长效机制,全口径地方债务监测监管体系

下,城投企业分类管理,债务管控更加严格。

2023年7月,中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案”,标志着第三轮化债周期的开始。特殊再融资债券发行重启、银行金融机构提供化债支持、央行设立应急流动性资金贷款、不同地区分类施策、城投企业分类监管等多措并举,缓释地方政府和城投企业短期债务风险的同时,目标更在于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制,从根本上抑制地方债务的无序增长。值得注意的是,本次中央政治局会议使用“地方债务”代替之前“地方隐性债务”,债务监管口径或扩大至城投企业全部债务,鉴于城投企业隐性债务与经营性债务区分难度大,本次政策调整也更加符合地方政府债务化解的实际情况。2024年政府工作报告特别指出要完善全口径地方债务监测监管体系,再次表明中央政府或将对地方政府债务和城投企业债务进行“合并监管”,城投企业债务管控再升级。

总体看,在经济结构新旧动能转换和逐步摆脱土地财政依赖的过程中,地方政府债务风险的核心问题是结构性问题和流动性问题。结构性问题主要体现在显性债务与隐性债务错配、债务期限与项目期限错配等,流动性问题主要体现在资金使用效率和债务-资产转化效率较低,短期内还本付息压力较大等。近年来的化债政策和措施旨在通过隐性债务显性化和债务置换来缓释短期债务风险,为地方化债进一步争取时间和空间,以期地方政府在摆脱“投资驱动型”经济发展模式、完成产业新旧动能转换后,形成新的发展势能,进而形成债务的良性滚续。

二、城投企业信用风险研判

2024年化债债务仍为城投企业重要工作

化债提速背景下,城投企业流动性风险边际下降,

但短期债务规模仍较大，2024年，化解债务仍是城投企业重要工作。特殊再融资债券化债效果立竿见影，银行金融机构支持化债发力空间较大，各地化债进程分化，关注一揽子化债方案配套政策落地情况。

近年来，宏观经济承压，逆周期调节力度加大，调整专项债额度、发行特殊再融资债券等措施使得地方政府及城投企业债务持续增长（见图1和图2）；同时，显性债务与隐性债务结构错配、融资成本与项目收益错配、偿还期限与现金回流错配等，使得地方债务付息压力持续加大。

经济结构转型阵痛期，三年疫情叠加大规模减税降费政策的实施，地方政府财政收支矛盾凸显；未来较长一段时间内，地方财政收支仍将维持紧平衡。与此同时，高度依赖土地财政使得地方政府财政安全的脆弱性不断上升。土地财政对过去几十年城镇化进程、基础设施建设和经济快速发展起到了积极作用，但也衍生出了产业结构失衡、资源配置效率不高、隐性债务增长等问题，当前房地产市场供求关系发生重大变化，房地产行业的深度调整或将导致土地市场持续低迷。自2021年以来，地方国有土地出让金收入持续下滑，未来1~2年土地市场复苏的可能性较低（见图3）。

“十年化债”半程已过，地方政府穷尽化债资源及化债手段，而实际化债进度可能不达预期；未来一段时间内，地方政府债券及城投债到期规模仍处于较高水平。债务增长、财政收支矛盾、土地市场低迷等因素影响下，部分地区主动暴露化债压力。化债提速背景下，城投企业流动性风险边际下降，但短期债务规模仍较大，2024年，化解债务仍是城投企业重要任务。

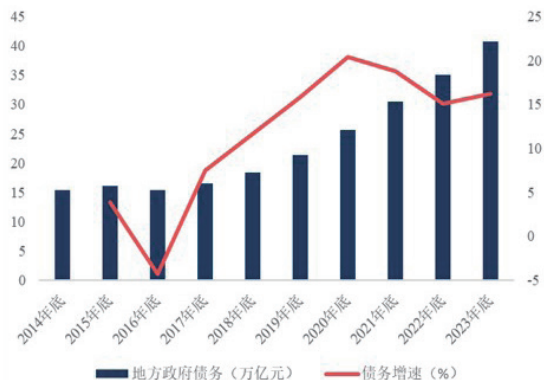
从一揽子化债方案实施情况来看，特殊再融资债券化债操作难度相对较小，资金首要用于偿还纳入隐债

图2 城投企业债务增长情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

图1 地方政府债务增长情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图3 地方政府性基金收入情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

的债券及非标债务，2023年，12个重点省份得到政策倾斜化债效果立竿见影，城投债提前兑付规模明显增长。2024年2月，贵州省发行约325亿元特殊再融资债，拉开特殊再融资债券发行大幕；2024年，发行特殊再融资债券仍将是重点省份化解债务的重要手段。2023年底地方政府债务限额为42.17万亿元，地方政府债务余额40.74亿元，两者之间差额约1.4万亿，假设以此差额作为2024年特殊再融资债券发行上限，该发行上限与2023年特殊再融资债券发行规模基本持平。考虑到2024年城投企业到期债务规模较大，仍需其他化债政策发力。

银行金融机构支持化债方面，35号文细则尚未出台，但强调银行金融机构通过市场化方式参与化债，贷款置换需提供经营性资产进行抵押，而地方政府尤其是弱区域化债资源能用尽用，因操作难度较大2023年银行贷款置换城投企业高息债务进展相对缓慢，仅有柳州、重庆等地有银团贷款置换非标债务落地的零星案例。预计2024年，配套政策或将更加细化，银行金融机构支持化债将加大力度。

同时，一揽子化债方案框架下，中央政府层面化债政策向重点区域倾斜，不同地区实施差异化的化债策略，且不同地区债务结构、银行金融资源及对政策的解读差异较大，同时化债涉及地方政府、银行和城投企业之间的互相博弈，不同地区化债进程存在分化。

融资渠道收紧，不同类型债务偿付安全性存在差异

投资端重点省份严控政府项目投资，融资端对城

投企业分类管控，城投企业融资渠道收紧；化债资源有限的情况下，短期内城投债兑付安全性较高，但非标债务重组、打折、逾期等难以避免。

一揽子化债方案有效缓释了短期债务风险，但对城投企业债务管控要求也更加严格。投资端：重点省份在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目，从源头上控制地方债务增量。融资端：35号文实施对城投企业的分类管控，名单内城投企业新增融资渠道全面收缩，存量债务化解依赖借新还旧和其他偿债资源。即便是产业化的城投类企业，债券、银行借款等新增融资难度也有所加大。考虑到城投企业短期债务及利息支出规模较大，而借新还旧仅限于债务本金，利息部分仍需依靠自身偿还，自身造血能力较弱的情况下，城投企业仍面临较大的还本付息压力（见表1）。

特殊再融资债券及土地出让金收入为地方政府重要的化债资金来源，2023年，地方政府合计发行特殊再融资债券1.39万亿，地方政府性基金收入6.63万亿，分别约为2023年6月底发债城投企业短期债务的10%和50%。2024年，特殊再融资债券发行上限约1.4万亿；根据《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》，2024年地方政府性基金收入预计与2023年基本持平。2024年，地方政府两大化债资金来源并没有扩容。

地方政府化债资源有限，不同类型债务违约对融资环境的负面影响迥异，同时监管政策引导重点省份

表 1 城投企业融资政策汇总

融资渠道	融资要求
城投债	名单内平台及12个重点省份参照地方政府平台管理的国企只能借新还旧，严禁新增债券融资；其它省份参照地方政府平台管理的国企在省级政府出具同意文件的情况下，可以新增融资；产业类平台新增融资需满足“335”发行审核条件等
银行借款	名单内平台严控新增贷款，重点省份城投企业新增贷款需经各行总行审批，其余省份也需提级审批
非标	展期降息，压降非标债务余额

资料来源：联合资信根据公开资料整理

压降城投企业公开债券余额，自然形成了债券-非标-银行借款的偿付优先级顺序。综合权衡下，化债资源向公开市场债券倾斜，各地对城投债“保刚兑”意愿强烈，2024年城投债兑付安全性较高。

对于非标债务，地方政府更倾向于打折、债务重组等方式进行化解，从而降低还本付息压力，改善债务结构。近年来，城投企业非标风险、票据逾期等事件频发，并呈现由点到面扩散、由弱区域向经济发达区域传导、由低层级向省市高层级溢出的特征（见表2和表3）。在金融支持化债落地进程较慢、化债难度加大的背景下，2024年部分尾部区域城投企业发生非标、票据逾期的情况仍难以避免；同时，需要关注利率大幅压降、长时间展期等对投资人利益的损害。

不同城投企业信用风险仍存在分化

地方债务风险有所缓释，但因经济财政债务基本面、城投企业债务规模及结构、城投债兑付压力等方面

差异较大，不同地区、不同资质城投企业信用风险仍存在分化。

1. 基本面分化

从区域基本面来看，各地经济财政实力差异较大，政府支持能力不同，导致不同地区城投企业信用风险存在先天性差异。政府性基金收入主要来源为国有土地出让金收入，是城投企业土地开发整理、基础设施建设等传统业务回款的主要资金来源。房地产行业深度调整以来，政府性基金收入普遍下滑，直接影响城投企业资金回流，从而使得流动性压力上升。2022年，仅上海、海南、青海政府性基金预算收入实现增长；2023年，超半数省份政府性基金收入持续下滑，主要发债地区中，安徽、福建、山东、湖南、浙江下滑超过15%；同时，近半数省份2024年政府性基金收入预算安排仍不乐观；如考虑城投企业托底拿地的情况，地方政府可实际用于支持城投企业化解债务的财力则更少。此外，江浙、山东、川渝和贵州等部分地区对土地

表2 城投企业非标风险事件分布情况（单位：件）

地区	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	合计
贵州省	10	31	18	30	13	26	128
山东省	0	0	0	1	2	36	39
河南省	0	3	3	5	2	4	17
云南省	1	5	1	4	1	4	16
陕西省	1	2	2	0	3	3	11
四川省	2	3	2	0	0	2	9
内蒙古	3	2	0	1	3	0	9
湖南省	1	0	4	1	1	0	7
吉林省	0	0	3	1	1	0	5
甘肃省	0	0	0	2	2	1	5
天津市	1	0	2	1	0	0	4
辽宁省	1	0	0	0	0	2	3
山西	0	0	0	0	2	0	2
湖北省	1	0	0	0	0	0	1
河北省	0	1	0	0	0	0	1
合计	21	47	35	46	30	78	256

注：鉴于部分非标风险事件未公开披露，统计结果存在一定偏差
资料来源：联合资信根据公开资料整理

财政依赖度较高, 在土地财政不稳定性加剧的情况下, 城投企业债务化解或将面临更大挑战 (见图4)。

新《预算法》及43号文以来, 中央政府对地方政府债务实行限额管理, 新增限额综合考虑各地区债务风险、财力状况、重大项目支出、地方融资需求等情况, 采用因素法测算, 并体现正向激励原则。通常情况下, 财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排, 财政实力弱、举债空间小、债务风险高、债务管理绩效差的地区少安排或不安排。但随着化

债进程的推进, 部分地区化债压力显现, 中央政府对其新增债务限额给予了适度倾斜。2023年底, 上海市地方政府债务限额收缩, 贵州、湖南、天津、云南、重庆等区域新增债务限额规模较大, 或为中央政府采取债务限额回收-再分配的策略, 加大对重点地区化债的支持力度。

因特殊再融资债券纳入限额管理, 各地债务空间会影响特殊再融资债券发行额度, 进而影响地方政府及城投企业债务化解。2023年底, 各地债务余额及债务空间存在明显分化; 经济发达地区中北京、江苏、上海债务空间大, 均超过1000亿元; 浙江、广东接近500亿元; 山东约200亿元。重点区域中, 贵州债务空间超1000亿元; 天津、云南超500亿元; 重庆、青海、黑龙江不足50亿元, 2024年特殊再融资债券发行额度有待观察 (见图5)。

债务负担方面, 除内蒙古、宁夏外, 2023年底各地债务负担均有所加重, 天津、福建、河北、山东、广东、河南、重庆、广西等地债务负担提升较为明显。一方面, 当年发行地方政府债规模较大, 导致债务余额较快增长; 另一方面, 广西、福建、山东、广东、河南等地



表3 票据持续逾期城投企业数量 (单位: 个)

地区	山东省	贵州省	云南省	广西	青海省	内蒙古	河南省	湖北省	重庆市	甘肃省	陕西省	江苏省	合计
2023年3月	1	4	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	7
2023年4月	2	4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	9
2023年5月	2	4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	9
2023年6月	2	5	3	2	1	1	0	0	0	0	0	0	15
2023年7月	4	5	4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	16
2023年8月	5	6	4	2	1	1	2	0	0	0	0	0	21
2023年9月	11	8	8	2	1	1	3	1	0	0	0	0	35
2023年10月	11	7	9	2	1	1	4	1	0	0	0	0	36
2023年11月	13	7	9	2	1	1	4	1	1	0	0	0	39
2023年12月	13	8	11	2	1	1	5	2	1	1	0	0	45
2024年1月	14	7	9	2	1	1	4	2	1	1	0	0	42
2024年2月	13	9	11	1	1	1	5	2	1	0	1	1	46

资料来源: 联合资信根据票交所公开资料整理

政府性基金预算收入下滑幅度较大(见图6)。债务负担重则还本付息压力大,当地方政府财力优先保障法定债务利息偿付,则对城投企业的财力支持将较为有限。以当年付息支出/(一般公共预算收入+政府性基金预算收入+上级补助收入)来衡量地方政府债务付息压力,2023年天津、辽宁、河北、福建、贵州、重庆、山东、吉林、广西政府债务付息压力排名靠前。

2. 城投企业债务规模及结构分化

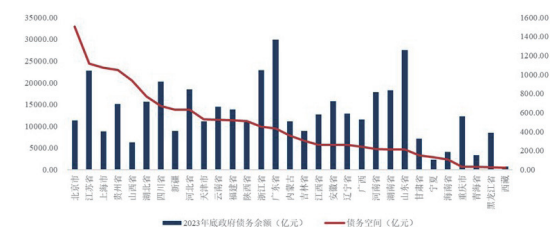
从城投企业债务情况来看,各地发债城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化。截至2023年6月底,江苏、浙江和四川发债城投企业有息债务规模位居前列,福建、浙江、广东、广西、安徽、四川等地城投企业债务增长较快。从债务期限结构看,大部分省份城投企业短期债务占比有所下降,但山东、山西、江苏、云

南、天津、陕西等地短期债务占比均超过30%,债务短期化特征仍较明显。主要地区中,广西、云南城投企业短期偿债能力较2022年底有所弱化;绝大部分地区城投企业现金类资产无法全面覆盖短期债务,河南、山东、天津、贵州、云南等地城投企业流动性压力凸显。从融资渠道看,截至2023年6月底,存续城投债余额低于300亿元的地区中,宁夏、西藏债券融资占比高,甘肃和内蒙古得益于近年来化债力度大、债券融资占比低;主要发债地区中,湖南、天津、重庆、江苏、福建、山东等地债券融资占比较高,公开市场债券余额压降压力较大(见图7和图8)。

3. 城投债兑付压力分化

截至2023年底,假设含回售选择权的债券全额回售(下同),2024年城投债到期规模合计约5.45万

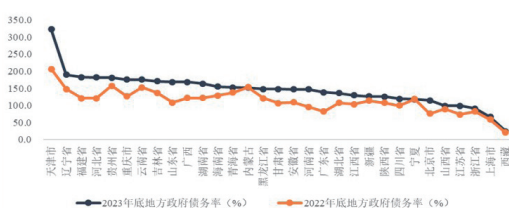
图5 2023年底各地政府债务余额及债务空间情况



注: 1.债务空间=地方政府债务限额-地方政府债务余额; 2.山西省未披露2023年底政府债务余额数据,采用2022年底债务余额代替,债务空间存在高估

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

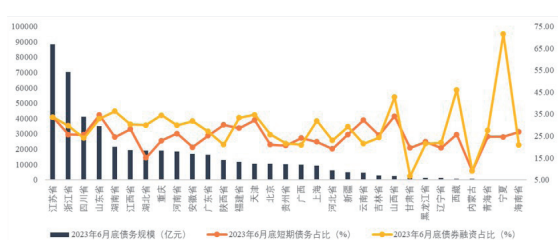
图6 2023年地方政府债务负担情况



注: 1.河北、河南、江西、山西、黑龙江等省份未披露上级补助收入2023年执行数,采用2023年预算安排数或2022年决算数代替; 2.山西省未披露2023年底政府债务余额数据,2023年底政府债务率存在低估

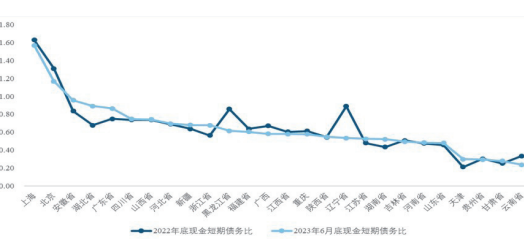
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

图7 2023年6月底主要地区发债城投企业债务情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图8 主要地区城投企业现金短期债务比变动情况(单位: 倍)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

亿, 约占存续债券余额40%, 集中偿付压力持续加大(2023年城投债到期规模约4.64万亿)。主要地区中, 江苏、浙江、山东、河南和湖南城投债到期规模位列前五; 天津、云南及河南集中兑付情况突出, 江苏、山东、重庆等地偿付集中度略高于全国平均水平(见图9)。

特殊再融资债券对区域内城投企业的短期偿债压力有明显的缓释效果。假设以各地债务空间为2024年特殊再融资债券发行上限, 不同区域特殊再融资债券上限对2024年到期城投债的覆盖程度分化明显(见图10)。12个重点省份中黑龙江、广西、天津、重庆特殊再融资债券上限对2024年到期城投债覆盖程度低; 非重点区域中河南、新疆、江苏、浙江、山东、陕西等地城投债集中兑付压力较大, 特殊再融资债券上限对到期城投债覆盖程度低, 城投企业债务化解更加依赖自身再融资、金融资源及其他手段, 而东部、中部、西部地区金融资源及国企资源亦存在较大差异, 不同地区城投企业偿债风险仍需从各个维度进行综合评估。化债提速背景下, 城投企业再融资收紧, 各地城投企业融资环境、化债资源、转型进程等差异较大, 部分重点省市获取化债支持相对有限, 非重点省市中仍有部分区域债务负担重、城投债兑付集中度较高, 区域内城投企业信用风险值得关注。

债务化解最终依赖转型发展

长期来看, 债务化解仍需依靠地方政府及城投企

业自身发展; 同时, 随着城镇化进程进入尾声及城市发展模式的转变, 城投企业加快转型是必经之路。

地方政府债务的形成具有复杂性和特殊性, 一揽子化债方案的制定和实施是对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑, 引导地方政府和城投企业丰富化债手段、因地制宜采取更加有效的化债措施, 并不意味着中央政府为地方债务兜底, 地方政府债务化解仍然秉持“省负总责、市县尽全力化债”的原则。政策保障下, 短期内城投债兑付安全性较高; 长期看, 弱区域、尾部城投企业债务风险存在向城投债蔓延的可能性。一揽子化债方案为地方政府化债争取了时间和空间, 但地方政府及城投企业债务的实质化解仍需依靠自身发展。

自43号文要求剥离融资平台公司政府融资职能至今, 城投企业历经了近十年的市场化转型之路, 而转型成功的案例仍为少数。多年来, 监管政策松紧交替, 城投企业转型多为整合、重组, 并以突破融资限制为主要目标。长期来看, 随着城镇化进程进入尾声及城市发展模式的转变, 单纯承担地方政府投融资职能的城投企业将逐步退出历史舞台, 城投企业实质转型压力日渐加大, 但也是城投企业可持续发展的必经之路。

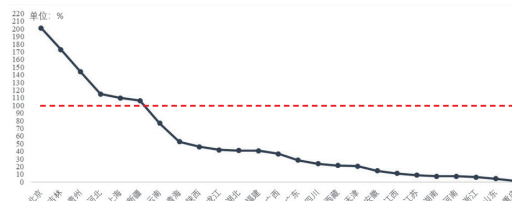
监管政策引导地方政府分类推进城投企业转型, 一部分城投企业延续公益性项目投资建设职能, 但应

图9 2024年城投债到期区域分布情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图10 各地2024年特殊再融资债券上限对2024年到期城投债覆盖程度



注: 1.海南、内蒙古、甘肃、辽宁、宁夏2024年到期城投债规模较小, 2024年特殊再融资债券上限对其均能形成完全覆盖, 未在上图显示; 2.山西省未披露2023年底债务余额, 未进行测算; 3.上图中红色虚线代表覆盖程度为100%

资料来源: 联合资信根据Wind整理

使用财政资金、专项债券及特别国债等长期低息的政府性资金,从而剥离政府融资职能。另一部分城投企业则需要进行实质转型,实质转型发展需要因地制宜,充分挖掘区域内资源,并提升经营管理能力。如城投企业能够获得财政资金、特许经营权、收费权及优质股权类资产注入,实现区域内某一领域相对自然垄断优势,完成从城市投资建设主体向城市运营主体的转变,为城市发

展提供公共服务,适度开展市场化投资业务,逐步提升自身造血能力,实现与区域的共同发展,则能实现在发展中解决债务、进而实现信用风险的降低。从区域层面来看,东部经济发达城市、中西部行政层级较高的城投企业可获取的资源较多,而经济欠发达地区、行政层级较低的城投企业可获取的资源相对较少,转型难度更大,未来或将逐步退出资本市场。■

2023年中资房企信用风险年鉴

文|联合资信 张超

一、宏观环境及市场概况

2023年,房地产政策端全面宽松,尤其下半年以来调控松绑政策以及地产融资宽松政策集中发布,但实际效果有限。从销售端来看,继2022年全国商品房销售同比大幅下降后,2023年销售规模进一步下降,且未见转好迹象。房地产银行端贷款同比增速在2023年首次出现负增长,房企信用债、美元债及信托融资规模均大幅下降。

经历2022年房地产行业景气度快速下行及“违约潮”后,2023年行业仍延续下行态势,购房者对未来信心不足,全行业销售情况继续下降。基于此,无论是调控政策还是融资政策,均全面迎来了宽松周期,尤其是进入下半年以来,行业利好政策频频发布;但实际效果有限,房企融资难度仍较大,行业销售仍未回暖。

2023年年初,中央继续以“房住不炒”为主基调,因城施策,以促进房地产业良性循环和健康发展

为目标,延续宽松的调控政策。此后两会政府工作报告提出,明确要有效防范化解头部房企风险,促进房地产平稳发展。

2022年以来,中央各部委密集发声稳定房地产行业融资环境,重点支持房企合理融资需求、鼓励优质房企兼并收购出险房企项目以及防范化解房企流动性风险。但受制于经济复苏放缓、需求端政策提振效果有限和市场信心不足等因素,行业销售仍未企稳止跌,地产企业到位资金压力依旧较大。此外,由于政策导向,行业实际到位的融资支持以项目层面为主,房企主体的融资情况仍不容乐观。2023年,房地产开发企业到位资金合计12.75万亿元,同比下降13.60%(见图1)。

2023年,国内商品房销售面积在2022年同比下降24.30%的基础上,继续下降17.74%至11.17万平方米,销售降幅有所缩窄但仍未见企稳迹象;尽管下半年以来利好政策发布较多,但在销售端并未见明显的效果,下半年单月销售面积降幅在20%左右波动(见图2)。

二、房企信用风险事件分析

当前, 房地产下行周期下, 之前快速扩张的模式已不再适用, 2023年房企违约仍有发生, 且风险已由民营企业蔓延至标杆龙头企业。我们对2023年出险房企进行梳理发现, 当年房企出险原因主要集中在经营误判型和高杠杆高周转型。未来, 大量房地产企业面临发展方式的转型问题。

房地产行业上行周期中, 房价持续上涨预期使得大多数发展模式都看似合理, 尤其是行业盛行的高周转模式和合作开发模式, 成为大多数房企冲规模的重要方式, 金融机构在此过程中也充当“锦上添花”作用。但任何一种发展模式都有利有弊, 通过上述方式冲规模的房企是在牺牲现金流安全性的前提下实现的资金快速周转, 房企的资金链很脆弱, 这种模式的运行严重依赖于房地产行业持续的高景气度。但房地产行业本质上仍属于周期性很强的行业, 我国房地产自市场化以来经历了数十年的快速发展, 房价已至高位, 国内经济增速放缓、出生人口下降以及房价持续下跌使得人们对未来信心不足, 行业销售情况自高点持续快速下降, 行业已进入下行调整周期, 且由于悲观情绪蔓延, 房企融资端也出现阻隔, 其脆弱的资金链也“一触即断”, “裸泳”的房企率先暴雷, 但随着调整幅度的加深, 即使是行业内标杆企业也开始面临现金

流安全问题。

出险房企分析

2022年房地产行业经历“违约潮”, 我们对当年违约企业进行分析梳理, 得出主要的出险原因包括: 高杠杆高周转型、财务风险型、经营误判型和多元化型。进入2023年, 在销售继续低迷、再融资难度高以及保交楼要求下, 房企违约仍有发生, 其中碧桂园控股有限公司(以下简称“碧桂园”)为典型的高杠杆高周转型企业; 剩下企业均属于经营误判型。具体分析如下。

1. 朗诗股份

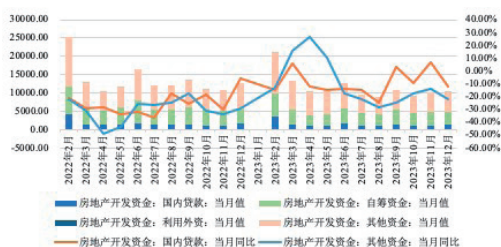
企业概况

朗诗股份整体经营规模偏小, 2013年通过收购港股上市公司实现香港上市, 同年进入美国地产市场, 自2015年起朗诗股份保持较大规模的合作项目, 投资活动现金流持续净流出, 但投资的合作项目效益欠佳, 投资活动持续消耗现金流。2021年下半年以来, 因地产市场景气度下行, 朗诗股份经营活动现金转为净流出状态, 到期债务及项目支出持续消耗其流动性, 最终爆发美元债违约(见图3)。

违约原因

朗诗股份2013年进入美国地产市场后, 在美国的项目规模快速扩张, 区域布局转变为以美国为主、境内市场为辅, 2020年后美国地产项目销售金额占60%以

图1 2023以来房地产开发资金来源情况(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 商品房销售数据及增速(单位: 亿元、万平方米)



资料来源: Wind, 联合资信整理

上,截至2021年底,朗诗股份美国土储占75.39%,但境外项目管理压力较大且面临海外经营风险。此外,2022年正值国内地产景气度低迷阶段,房企销售及融资均承压,但朗诗股份仍在美国大规模拿地,进一步消耗了流动性。朗诗股份绿色产品品牌力较强,其借助于绿色地产品牌优势获取大量代建项目,该类项目多采取小股操盘,虽单个项目投入资金不大,但代建项目数量大导致积压的资金量较大,体现为其他应收款及长期股权投资规模很大,难以及时调拨资金偿还债务。此外,朗诗股份依赖美元债融资且美元债融资成本高(9.50%~13.50%),在地产行业下行周期中,海外发债进行再融资置换难度大,且其短期债务规模占比超全部债务的一半,现金类资产无法覆盖短期债务,集中兑付压力很大。

2. 远洋集团

企业概况

从远洋集团发展历程看,2015年,远洋集团开启多元化探索,远洋资本有限公司(以下简称“远洋资本”)大力拓展不动产及结构化业务的投资,该类投资规模大但回收期长;为增加非京津冀地区项目的占比,远洋集团于2021年收购上海红星美凯龙房地产集团有限公司(以下简称“红星地产”)70%股权,但上述资产包中项目仍需持续投入现金流,叠加房地产景气度下行,远洋集团现金流承压(见图4)。远洋集团2021年以

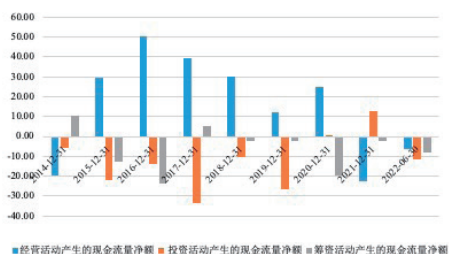
来进行多项资产处置以缓解现金流压力,但实际效果有限,远洋集团于2023年未能在宽限期内兑付债券利息,构成违约。

违约原因

远洋集团自京津冀起家,多年来一直寻求从京津冀走出去。随着自身拓展和对红星地产的收购,其京津冀地区项目占比由2016年的50%下降至2022年的26%,远洋集团项目城市布局多达60多个,但除个别城市房地产景气度较高外,天津、大连、武汉、晋中、太原以及廊坊等地项目占比很高,上述项目在房地产景气度下行阶段销售更差,回款速度不及预期。远洋集团在行业高点收购红星地产资产包,收购后持续向资产包投入资金,但随后而来的行业下行使得上述项目销售不及预期,无法回笼相应的资金。此外,远洋集团在融资中多倚重债券类融资(截至2022年底银行借款仅占37%,境内债券占24%,美元债占23%,信托及其他借款占15%),在行业景气度下行以及远洋资本债券展期的共同影响下,再融资难度很大。尽管远洋集团通过出售项目改善了短期现金流情况,但最终因销售及融资端受阻发生违约事件。

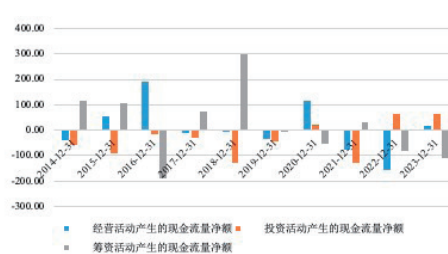
远洋资本债券展期也是引发远洋集团违约的重要因素。远洋资本业务主要为不动产、结构化产品及股权等投资,上述业务回款质量差,且回收期较长;其投资项目中多为房地产项目,随着越来越多的房企暴雷,

图3 朗诗股份发展历程及现金流情况回顾(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图4 远洋集团发展历程及现金流情况回顾(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

远洋资本的项目资金回收也大面积出现问题，最终于2022年9月发生境内债券展期事件。截至2022年底，远洋集团对第三方（主要为远洋资本）的应收款余额大致在100亿元左右，且当年计提减值损失27亿元。远洋资本债券展期对远洋集团的再融资以及拆借款回收产生很大的不利影响。

3. 碧桂园

企业概况

作为主要布局三四线城市的房地产开发企业，碧桂园受益于三四线城镇化进程，销售规模迅速扩大至行业领先地位。2021年以来，伴随行业调整，碧桂园高周转模式所依赖的市场环境发生变化，受影响程度高于行业整体水平；尽管其通过增加一线城市项目获取进行变革，但尾大不掉，实际转型效果有限，其现金流压力逐步增大（见图5）。根据碧桂园发布的《内幕消息》公告称，截至2023年10月10日，碧桂园共9笔本金共计约人民币147亿元的境内公司债券的展期方案已获得相关债券持有人的必要同意；碧桂园尚未支付某债务项下本金金额为4.7亿港币的到期款项，碧桂园也预期无法如期或在相关宽限期内履行其所有境外债务款项的偿付义务，包括但不限于其发行的美元债券项下的偿付义务。

违约原因

碧桂园业务模式以三四线高周转为主，其主要特

征表现为利用非标及理财产品等灵活资金通过加快资金周转及开发速度，实现在三四线城市的扩张。过往受益于三四线城镇化进程碧桂园销售规模迅速扩大至行业领先地位，但随着房地产行业景气度下行及发展逻辑发生变化，这种模式已无法适应当下需求低迷的市场环境。本轮房地产市场调整过程中，三四线城市较一二线城市需求端更为低迷，销售降幅更大，且碧桂园倾向于开发郊区大盘，采用低地价、大规模的城郊拿地策略，郊区大盘分期开发使得项目上沉淀太多资金无法周转。高周转模式往往在融资结构上对非标及理财产品融资需求量大，稳定性低于银行信贷资金，且碧桂园财务相对不够透明，市场对其代偿风险与表外负债风险始终较为关注，在行业下行阶段，上述融资收紧力度更大。

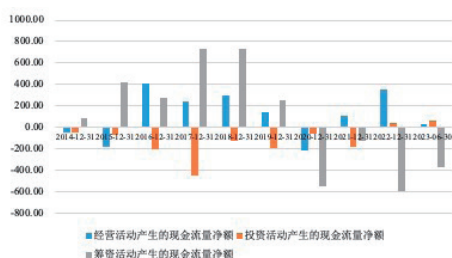
虽然自2018年建设事故频发、市场对于高周转模式提出质疑以来，碧桂园已逐步开始压降债务（也得益于较早开启了去杠杆的步伐，碧桂园得以在此次调整中的违约时间相对较晚），但负债压降速度依然不足。碧桂园筹资活动现金流自2020年以来持续大规模净流出，2022年以来再融资环境艰难，债券融资基本处于暂停状态，到期兑付压力大。另一方面，当下“保交楼”重要性已上升至房地产企业的生存底线的背景下，碧桂园三四线巨量在建项目面临较同行更大的刚性开发建设资金支出压力。

4. 中骏控股

企业概况

中骏控股为中型规模闽系房企，其发展经历了由慢转快的过程，2010—2016年中骏控股在实控人黄朝阳的带领下平稳发展，风格稳健但未能抓住2015年起棚改货币化安置政策带来的发展机遇；2017年为中骏控股发展的分水岭，总部迁至上海，实控人长子进入管理层，中骏控股发展理念转向追求规模，大量举债以支撑扩张速度。此外，2017年，中骏控股拿地策略由以往聚焦一二线城市，转为逐步下沉至三四线城市，并加

图5 碧桂园近年来现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

大了商业勾地力度,随后于2019年确立一体两翼战略,发力商业地产。2022年以来,随着融资环境的恶化,中骏控股筹资活动持续大额净流出,现金流压力持续增长(见图6)。2023年10月,因未能支付境外银团贷款分期款项,中骏控股全部美元债触发违约。

违约原因

2019年以来中骏控股逐步加大“一体两翼”勾地模式获取土地的力度,2021年新增项目超七成来自勾地,随着一二线城市市场饱和,中骏控股勾地模式大幅下沉至三四线城市,商业勾地模式导致中骏控股土储结构向三四线城市转移,布局趋弱,土储去化难度提升,抗风险能力下降。中骏控股的商业地产走自建自持的重资产路线,原计划在2025年前布局100个购物中心,但在2019年,万达及新城控股等竞争对手已完成布局,中骏控股的市场空间不大,且中骏控股的资金实力弱于上述竞争对手,重资产路线难以走通,导致中骏控股未能在市场转向前积累足够的商业地产,租金现金流薄弱无法形成有效的流动性安全垫且在建项目产生资金沉淀和支出压力。中骏控股依靠融资和快周转实现规模扩张,作为布局较弱的民营企业,中骏控股的销售情况在市场转向后大幅恶化,快周转模式失效;民营房企的融资环境本就不容乐观,而中骏控股在快速扩张期,因境内地产企业融资渠道收紧,过于依赖美元

债和境外贷款等境外融资,在当前市场环境下,境外再融资的不确定性和难度相较于境内融资更高。

5. 正商实业

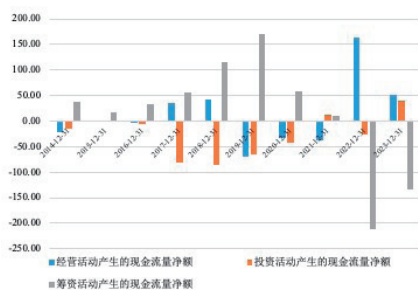
企业概况

正商实业(证券代码:00185.HK)业务以房地产开发为主,其控股股东为正商集团,实际控制人为张敬国。正商实业2015年在香港借壳上市后进入快速发展阶段,2017—2018年,正商实业大肆举债,主要通过招拍挂及收购方式获取项目;2019年,正商实业通过股权配售获得新融资,部分资金用于偿还债务。2021年以来,正商实业减缓扩张节奏,经营净现金流偿还到期债务。2022年以来,随着融资难度加大及销售不畅,正商实业资金链更加紧张(见图7);2023年11月,正商实业美元票据利息到期未能兑付,出现实质性违约。

违约原因

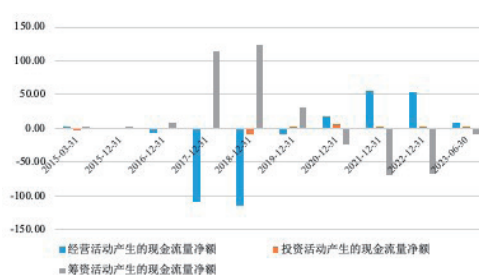
正商实业作为河南本土区域企业,其项目主要分布在河南地区(郑州占比37%、新乡占比12%、巩义占比10%、登封占比9%、洛阳占比9%),上述区域的市场景气度较差,在行业下行阶段的市场销售影响更大。低迷的去化情况使得正商实业积压了很多土地储备,截至2022年底高达987万平方米,压占其大规模资金,正商实业资金周转遇到问题。正商实业作为正商集团下最重要的地产业务开发平台,融资方式以关联方借

图6 中骏控股发展历程及现金流情况回顾(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图7 正商实业发展历程及现金流情况回顾(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

款为主（其中关联方借款占比提升至47%，银行借款融资占比为32%，美元债占比16%），2020年以来，随着融资政策的收紧以及新增项目的减少，正商实业非关联方借款规模持续下降，但杠杆水平仍持续处于高位，截至2022年底，正商实业全部债务资本化比率高达74.40%，非受限现金短期债务比仅0.04倍，其资金链持续处于高压状态。正商实业在销售遇阻以及融资受限情况下最终发生违约。

6. 方圆地产

企业概况

方圆地产控股股东为方圆国际投资集团有限公司，实际控制人为方明。方圆地产以广州城市更新项目起家，通过城市更新转化和股权合作等方式获取项目，深耕广州、惠州、江门和湛江等地区，并在成都和文昌也有项目布局。方圆地产土储规模相对充裕，土储中部分项目单体规模较大且区位条件差，去化压力大同时对资金形成占用。回顾方圆地产发展历程，方圆地产城市更新项目需持续投入资金，2021年以来经营活动现金流大规模净流出，合作项目多导致投资活动现金流净额持续大规模净流出，对筹资活动依赖性大（见图8）。但快速恶化的外部环境对其融资和销售造成了较大打击，方圆地产美元债最终实质违约。

由于旧改的特性，方圆地产其他应收款账龄长且

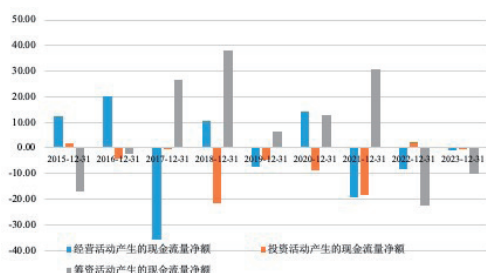
非经营性往来占比较大，对资金形成明显占用；方圆地产货币资金规模持续维持在较低水平，截至2022年底，方圆地产未受限货币资金规模仅18.68亿元，远不足以覆盖有息债务；且会计师事务所对2022年财务报表出具了带强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的重大不确定性的无保留意见。2021年以来，方圆地产销售规模持续下降，同时旧改项目持续的资金投入导致方圆地产现金流快速消耗；2021年方圆地产经营活动产生的现金流净额仍保持大规模净流出。

违约原因

城市更新模式是方圆地产项目拓展主要模式，前期工作较为复杂，需要大量协调沟通工作，且资金投入规模大，多倚非标融资和表外债务。该种模式项目转化周期长，资金成本负担重，对企业资金管理要求极高。城市更新模式较慢的资金周转速度，决定了企业不宜使用过高的杠杆，现金流应留有足够的安全垫。

方圆地产作为区域中小型房企，对项目整体运营把控能力有限，后续的项目建设和资金管理都具有较大不确定性。方圆地产在成都和广州有较充裕的项目储备，但其仍在三四线城市（惠州、江门、湛江和文昌）新拓展项目，上述项目区位差且单体规模大，项目需持续投入资金但销售回款有限，方圆地产大规模在建项目沉淀了较大资金，其正常资金周转对筹资活动依赖严重。加之方圆地产在资本市场的认可度不高，尤其进入行业下行阶段，其所依赖的非标和表外融资受政策影响更大，再融资难度很大。

图8 方圆地产发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

行业逻辑发生变化下房企面临转型

在行业持续低迷、政策更加规范以及房企大规模违约的背景下，行业发展逻辑已发生变化，各家房企也面临着发展模式的转型。

一方面，房屋的金融属性下降，产品属性更加突显。我们发现无论在行业上行还是下行阶段，区域性房企由于深耕当地市场多年对当地居民的偏好有更深入的了

解, 因此其产品更受当地人青睐, 这在行业下行阶段特征更为突出; 但与此同时, 由于区域房企市场认可度相对较低, 融资能力不佳, 因此在未来行业发展过程中可能会出现被大型国央企和优秀区域房企兼并重组的情况。在国家大力推动保障房建设背景下, 刚需楼盘的未来竞争将大幅提升, 在利润空间缩减的预期下, 更多的房企可能会选择在产品差异化及高端化方向发力。此外, 当前行业销售低迷但供给仍在持续增加, 现房销售趋势提速, 预计现房销售在全国的普及速度将超预期。

另一方面, 现金流安全将是更多房企的首要任务。房地产行业是债务驱动的资金密集型行业, 本身风险属性就高, 因此债务管理及资金管理理应更加谨慎, 尤其是在此次调整中经历违约潮后, 安全性将是更多房企发展的重中之重。因此预计房企的债务杠杆中枢预计将下降, 资金管理更加科学及规范, 且企业本部层面应留有足够的资金安全垫; 二是合作开发更加谨慎, 合作规模将显著下降, “强强联合” 预计是未来合作的主要体现方式。

三、总结及展望

回顾过去几年, 2018—2020年发生信用风险的房

企以非典型房企为主, 2021—2022年, 随着行业的周期性调整, 房企现金流状况经历极端考验, 出险房企数量大幅增加, 2023年, 房企违约事件仍有发生, 且风险已波及至行业标杆企业。随着出险房企和中小企业逐步出清, 当前市场参与主体将以国央企为主。进入2024年, 行业基本面情况仍未见好转迹象, 行业继续处于下行周期, 项目布局差、再融资能力较弱的国有房企, 也将面临一定的现金流压力, 其信用风险值得关注。

长周期看, 房地产行业目前仍处在下行阶段, 经济增速放缓及持续缩量的新生人口将始终是悬在房价头顶的达摩克利斯之剑, 房价区域分化将是未来行业的主要特征之一。短周期看, 尽管政府持续出台一系列维稳及宽松政策, 但实际效果有限, 居民对未来收入和房价的下降预期致使信心不足, 行业销售何时筑底仍有待观察。微观层面看, 经过此轮大的调整, 行业提速迈向成熟阶段, 未来行业发展也将向着“高质量高安全性”发展。对房企而言, “融资能力”是度过当下周期调整以及未来发展的重要保障, 融资分化将使得行业头部企业集中度持续提升; “内生增长”是企业“高质量发展”的必要条件, 各类房企应根据自身资质调整经营策略, 在新的发展阶段找准定位, 实现差异化发展。■



伊朗突袭以色列，黄金和石油价格还会继续涨吗？

文 | 联合资信 主权部

当地时间2024年4月14日，伊朗伊斯兰革命卫队发表声明称，为回应以色列的罪行，其中包括袭击伊朗驻叙利亚使馆领事处并导致多名军事人员死亡，伊朗伊斯兰革命卫队航空航天部队使用无人机和导弹对以色列某些目标展开打击行动。同日，伊朗常驻联合国代表团在社交媒体上发文称，伊朗对以色列的袭击“已结束”。而伊朗武装部队总参谋长巴盖里也表示，伊朗对以色列的“惩罚”已结束，所有任务已完成并取得了预期成果。

另一方面，根据以色列军方发布的数据，伊朗向以色列发射了约170架无人机、30枚巡航导弹和120枚弹道导弹，其中99%被拦截，未发现人员伤亡。

此为伊朗首次从本土直接袭击以色列，以色列将如何应对目前仍未可知，尽管国际各方积极呼吁伊以两国保持克制，但以军方誓言将对袭击做出回应预计仍将引发地区局势紧张，该事态有进一步扩大的风险，中东地区地缘政治风险和不确定性陡增

自4月初的以色列袭击伊朗驻叙利亚外交馆舍事件后，伊朗最高领袖哈梅内伊和以色列总理内塔尼亚胡先后发布强硬表态，使中东地区紧张局势不断升温，伊朗在当地时间4月13日晚发动的对以色列直接袭击将事态推向高潮。

一直以来，伊朗和以色列虽然关系紧张但并未发生过直接冲突，主要是通过伊朗以外的代理人采取行动，此次为伊朗首次从本土直接袭击以色列，事件影响远超以往，并在国际社会引发伊以冲突或有进一步扩大和升级的强烈担忧。伊朗突袭事件爆发后，联合国安理会迅速就该

事件举行紧急会议敦促各方“悬崖勒马”，联合国秘书长古特雷斯对伊朗袭击表示强烈谴责，周边国家土耳其、埃及相继呼吁伊以两国保持克制，中国外交部发言人表示对当前事态升级深表关切，呼吁有关方面保持冷静克制，美国防部长称美国不寻求与伊朗发生冲突，德国总理朔尔茨、法国总统马克龙以及英国外交大臣卡梅伦也纷纷表态将避免冲突进一步升级。

以色列在伊朗发动袭击后迅速组成战时内阁，讨论如何应对伊朗的袭击行动，并在袭击发生次日发表声明称“将以适合的时间和方式向伊朗索要代价”。目前战时内阁对如何回应伊朗袭击一事的态度仍存在较大分歧，部分成员提议向伊朗进行反击，但遭到以国防部长、国防军总参谋长等人的反对。15日以国防军总参谋长表示，伊朗的袭击将“遭到回应”。随后伊朗方面发言人称伊朗将对以方的任何行动做适当反应。由于以色列已经深度投入巴以武装冲突半年多时间且短期内不会撤离，有限的军备力量和资源在一定程度上限制了其向伊朗开展大规模猛烈反击的能力。

从以色列方面的表态来看，尽管具体将如何应对伊朗发动的直接袭击仍未可知，但其势必做出反击，这预计将导致伊朗采取进一步回应，双方冲突或更加持续、相互打击力度和破坏程度预计也将有明显提升，地区紧张局势进一步扩大的风险较高，周边国家受牵连的可能性较大。另一方面，尽管伊朗多次表示不寻求地区局势升级，但此次前所未有的本土直接袭击事件造成的影响目前仍难以全面估计，伊以冲突存在进一步扩大和升级的风险，中东地区地缘政治风险和不确定性也明显上升，已濒临大范围爆发武力冲突的危险边缘。

短期内，由于市场已基本提前消化伊朗将对以色列展开行动的预期，黄金价格并未出现极端波动；长期来看，黄金价格主要受到美联储降息预期、央行大规模购入黄金、地缘政治风险等多方面因素影响，伊以冲突若出现大规模升级将阶段性大幅拉高黄金价格

由于伊朗在发动袭击前已做出警告，国际市场对其进行反击有所预期，在伊以冲突爆发前该预期已基本反应在资本市场上。

近期，黄金价格受美国通胀反弹、地缘政治冲突等因素的影响一路上行屡创新高，4月以来黄金价格持续上涨已在一定程度上体现了伊朗将对以色列展开行动的市场预期，因此伊以冲突爆发后黄金价格并未出现大幅波动，在冲突爆发后的首个交易日（4月15日）COMEX黄金结算价格收于2383.00美元/盎司，受避险情绪推动较前一个交易日小幅上涨了0.37%（见图1）。

长期来看，黄金价格主要受到美联储降息预期、各国央行大规模购入黄金以及地缘政治风险等多重因素的相互影响。

地缘政治风险是影响黄金长期价格的重要因素。俄乌冲突和巴以冲突的相继爆发已使国际地缘政治风险升高至历史高位，并催生大规模的避险需求，黄金作为传统的避险资产其价格对地缘政治风险的敏感度很高。因此伊以冲突若升级并引发中东地区全面爆发武力冲突、显著抬

高全球市场避险情绪，黄金价格预计将受其影响出现阶段性大幅度拉升。

在地缘政治风险的影响下，全球多国央行大规模购入黄金资产也对黄金价格走高起到推动作用。根据世界黄金协会数据，全球央行2022年和2023年的全年净购金量均超过1000吨。今年前两个月，全球央行仍在净购入黄金，央行持续的购买行动将继续推高黄金价格。

另一方面，美联储降息不确定性增强可能会对黄金价格造成一定打压。近期公布的美国3月通胀数据超预期上行显示当前美国通胀仍具有一定粘性，市场对于通胀或较预期时间更久地偏离2%目标担忧加剧。另一方面，通胀数据反弹表明美联储仍需采取努力遏制通胀，美联储多位官员发声不急于加息也在扭转投资者之前相对乐观的降息预期。除此之外，最新公布的美国3月零售销售数据超预期增长表明美国一季度经济表现稳健，仍有余力承担目前较高的利息水平，进一步打击市场的降息预期。目前，市场对美联储的首次降息时间已从今年6月推迟至9月甚至12月，降息次数和力度也纷纷下调。部分机构已开始预测美联储的加息风险，如果后续美国强劲的数据进一步印证美联储并不急于降息，那么黄金的涨势或无法持续。

目前国际原油价格已基本包含了市场对伊以冲突的预期；长期来看，考虑到OPEC当前仍处于减产状态，且美国、俄罗斯等产油大国也具备补充平衡国际原油市场供需的能力，因此伊以冲突对石油价格的影响预计相对有限

根据美国能源信息署数据，伊朗是2023年全球第9大产油国；OPEC报告显示目前伊朗是OPEC组织内第三大产油国，伊朗在国际原油供应市场占有重要的地位。短期来看，目前伊以冲突是否将影响伊朗的原油供给能力尚不明朗，叠加市场已在冲突爆发前充分消化了该预期，因此国际原油价格未出现极端波动。4月15日，WTI和布伦特原油结算价格分别较上一个交易日下跌了0.29%和

图1 2024年以来黄金价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

0.39%至85.41美元/桶和90.1美元/桶（见图2）。

长期来看，伊朗的原油供应对国际能源价格虽然具有重要意义，但其单一主导原油价格的能力较弱。根据OPEC发布的最新报告，其成员国目前仍处于减产状态，且已同意将减产措施持续至今年6月。即便伊以冲突之后的发展导致伊朗供油能力受损，OPEC仍可通过释放其他成员国的多余产能进行弥补。此外，美国和俄罗斯作为全球第一、第二大产油国也具备向市场投放大规模原油供应、平衡国际原油市场供需的能力。需求方面，美国能源信息署发布的数据显示，今年以来国际原油需求表现相对疲软，需求端推动原油价格上涨的动力不强。因此，伊以冲突在没有大规模升级为中东地区全面武力

图2 2024年以来国际原油价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

冲突之前引发的原油供给风险相对较小，对石油价格的影响预计相对有限。■

一季度经济总量增长超预期，价格风险仍存

文 | 联合资信 研究中心

从季度整体角度来看，一季度GDP同比增长5.3%超出市场预期，符合全年经济增长目标。在一季度总量数据的支撑下，未来两个季度经济将延续恢复态势，全年增长目标可以实现。一季度CPI同比持平，较全年3.0%的价格目标还存在差距。受春节和去年基数效应影响，经济数据在一季度内出现了一定程度的波动，3月若干经济数据较2月有所回落，例如工业增加值、社零、出口增速。这一现象不应被解读为经济动能的边际全面回落，更多是经济结构性调整过程中的阵痛以及国外金融环境的波动带来的。

数据边际变化信息具有相当的不确定性。对于接下来一段时间的经济走势，其中与投资增速有关的指标具有相当确定性，但是价格水平、房地产销售等部分数据具有

不确定性，这让总体经济的量、价数据展现出了短期波动的特点。这也为解读接下来的宏观调控政策带来了一定的不确定性。

一、经济总量增长超预期，制造业投资是主要拉动项

在积极宏观政策开年定基调，促消费、扩投资的共同作用下，一季度经济增长具备呈现较好开局的必备条件。从实际一季度整体经济数据来看，在设备更新改造及消费品以旧换新的政策推动下，总量增长超预期，其中工业增加值、服务业增加值都对经济增长起到重要拉动作用。餐饮消费、制造业投资、基建投资增速都维持在了较高水平

上,并且展现出了一定可持续性,这对提振后续的经济增长信心具有重大意义。报告中给出的中性预期组合是(社零同比增长6%,净出口同比增长7%,固定资产投资同比增长3.9%),一季度经济增长实现的组合是(社零同比增长4.7%,货物贸易净出口总值同比增长4.8%,固定资产投资同比增长4.5%)。其中,价格因素一季度CPI同比持平,PPI同比下降2.7%,价格因素较2023年维持稳定。

具体来说,制造业投资是主要支撑力量。要延续一季度固定资产投资同比增长4.5%的水平还存在一定的资金缺口,但是制造业投资同比增长9.9%,较2023年提高了3.4个百分点,有力对冲了房地产投资增速降幅的扩大。参考社融数据,一季度政府债券共发行1.57万亿元,同比下降25%,体现了2023年四季度增发一万亿特别国债在支持灾后重建中的重要作用。信贷平衡投放,叠加政府债券发行没有集中在一季度,为后续经济调控预留了充足资金空间。不过,3月房地产投资累计同比降幅扩大至9.5%,已经与2023年几乎持平,房地产开发企业本年到位资金累计同比降幅扩大至26.0%,尽管房地产销售面积和销售额降幅收窄,但较2023年同期水平仍存在重大差距。国家统计局公布的70个大中城市的二手房价格环比、同比呈下降趋势。从房地产投资的量减、价减的整体市场环境下,后续还需放宽房地产相关调控政策,支持房地产“保交楼”延续恢复态势,积极构建房地产发展新模式。

进出口方面将延续弱恢复态势,以美元计价全年正增长是大概率事件。由于2023年3月港口集中交付,造成基数效应较大,体现为2024年3月出口增速同比下降较大。但进入2024年以来,美国、欧元区PMI进入上升区间,韩国、日本出口快速增长,IMF在最新的世界经济展望中调高了世界经济2024年预期,这些情况都预示着2024年我国进出口的总体环境是比较好的,需求侧比较充足。在美国服务消费拉动其经济超预期增长的同时,其商品零售也处于积极补库存的阶段。并且从长期来看,尽管现阶段美联储将维持限制性利率水平在一个较长时间范围内,



其降息预期后延越来越多,但利率处于一个历史性高位,后续加息的概率很小。因此,长期看一个企业补库存周期是比较明确的。这也是推动市场各方提高世界经济增长预期的关键所在。

消费端整体仍显疲软。根据统计局数据,汽车消费3月同比增速已转为同比下降3.7%。最新的乘联会数据显示,4月1日至14日,零售汽车同比下降11%。4月1日至14日,乘用车批发同比增长13%,零售和批发增速之间出现了分离,或许体现了汽车零售商的补库存行为,这对后续汽车零售增速应该有所支撑。不过服务消费仍然有部分项目保持了两位数同比增速水平,例如3月粮油、食品类同比增长11.0%,体育、娱乐用品类同比增长19.3%。耐用品消费增速下降较快,或与商品持续降价的短期冲击存在一定关系,这在一定程度上体现了新能源汽车行业技术进步带来的创造性破坏。对于汽车消费增速的长期判断,还是要等未来数据的披露,现在还不能给出汽车消费历史见顶的判

断。乘联会数据显示, 4月1日至14日新能源车销售同比增长32%, 依然保持较快速度。

二、宏观政策将保持宽松, 价格风险犹存

宏观政策将延续宽松态势。国家发改委表示, 将加快制定2024年发行1万亿特别国债的实施方案, 支持国家设备更新和以旧换新行动方案, 支持国家重大战略。央行一季度货币政策委员会会议公告显示, 二季度货币政策将“加大已出台货币政策执行力度”, 预计二季度货币政策的重点在于结构性货币政策工具, 或新增结构性货币政策工具额度, 支持经济增长。在经济总量增长符合预期的背景下, 总体价格预期的掣肘因素在于房地产行业的债务因素向房地产价格的传导。如何在保障房地产行业健康发展同时, 不引发道德风险是货币政策面临的难题。考虑到一季度制造业投资同比增长9.9%, 基建投资同比增长6.5%, 总体利率水平并没有对投资增速体现出限制性, 货币总环境是呈现宽松状态的。在维持短期利率稳定的情况下, 利率市场化报价机制很好降低了长端利率。对于二季度至三季度的降准、降息预期, 货币政策更主要的任务或是配合国债的集中大规模发行, 维持流动性合理充裕, 保持利率期限结构的稳定。

近期, 中美外交、经济交流频繁。受美国大选影响, 今年中美双方在大方向上将保持稳定, 再次爆发贸易摩擦的可能性很小。对于双方热议的所谓“产能过剩”问题, 中国相关部门在多个不同场合已经做出回应, 现在来看这一因素还不对未来一至二个季度的经济增长构成扰动。目前, 最新的3月美国CPI同比增长3.5%, 二年期国债收益率水平再次向上试探5.0%的关键位置。在这样的利率环境下, 美国国债无法再承受大规模的抛售压力, 所谓的“产能过剩”或许和国际资本流动谈判存在一定的关系。从这个角度来看, 未来一至二个季度中美经济充分沟通交流, 有利于整体全球金融环境的稳定。

中国二手房交易价格和美国通胀水平是我们判断经济形势的“北斗星”。预测未来一至两个季度的经济走势, 当总量方面风险降低的时候, 关键是价格因素的走势风险是什么样子的。中国70个大中城市二手房价格与美国通胀走势, 一个指标是中国房地产供需关系和短期经济增长信心的直观体现, 一个是世界金融环境的重要指标。这两个指标就是我们的北斗星体系, 在数据的指引下观测经济的进展。美国CPI决定了美联储利率走势, 进而决定了全球金融环境的松紧程度, 并且通过美元指数向全球传导。鉴于目前人民币对美元的贬值水平, 美元指数大幅波动将影响国内的金融资产价格稳定。国内二手房价格走势是居民财富水平的重要参考指标之一。当房地产相关债务风险爆发时, 会对二手房价格带来扰动。房地产和金融资产是内需财富的两个主要参考因素, 当上述两个指标的差距处于收缩周期时, 内需面临的收缩压力就比较小; 当差距处于扩张阶段时, 我国整体的价格环境是比较差的。“北斗星”数据是高频、月度的, 为掌握经济走势提供了更加及时的参考体系。社零同比增速是内需的重要代表指标(见图1), 图中社零同比走势与北斗星体系中两个指标的差距走势是相关的。差距缩小时, 社零同比增速走高, 反之亦然。从图中两者之间的走势来看, 其差距有走扩的趋势, 预示着接下来一段时间价格风险的挑战依然存在, 后续可能有更加积极的调控政策出现。■

图1 主要的经济参考指标



资料来源: Wind, 联合资信整理

2024年电力行业分析

文|联合资信 黄露

一、电力行业概况¹

总括

火电仍是当前中国电力供应的最主要电源，但在政策导向下，清洁能源投资金额及占比均快速提高，风电和太阳能发电增幅明显，对火电替代作用日益突显。伴随着经济快速复苏，2023年，中国电力投资完成额及发售电量规模均同比增长。

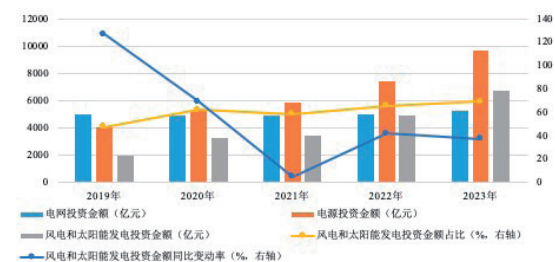
受农村电网巩固提升、电气化改造及配电网高质量发展需求等影响，中国电网建设保持较大投资规模。2023年，中国电网工程建设完成投资5275亿元，同比增长5.4%。受电力需求增长以及电源结构调整等政策导向影响，中国电源工程投资整体保持快速增长趋势，并逐步超过电网建设投资。2023年，中国主要发电企业电源工程投

资为9675亿元，同比增长30.1%，增速同比提高7.3个百分点。其中，风电和太阳能发电项目投资占电源工程投资的比重由2019年的47.4%提升至2023年的69.3%（见图1）。

装机容量方面，2023年，中国新增发电装机容量3.7亿千瓦。受能源转型规划和大基地项目推进影响，新能源装机增量明显。其中太阳能发电新增装机容量2.2亿千瓦（含9628.6万千瓦分布式电站），占新增发电装机总容量的58.5%（见图2）。截至2023年底，中国全口径发电设备装机容量29.2亿千瓦。其中，非化石能源发电装机容量15.7亿千瓦，占总装机容量比重首次突破50%至53.9%，延续绿色低碳转型趋势（见图3）。

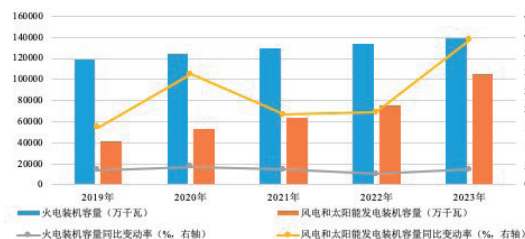
用电需求方面，受同期基数偏低以及国民经济回升向好影响，电力消费增速同比提高。2023年，中国全社会用电量9.22万亿千瓦时，同比增长6.7%。其中，第二产业

图1 近年中国电源及电网投资情况



资料来源：联合资信根据中电联数据整理

图2 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：联合资信根据中电联数据整理

¹ 包括资产支持证券，以下如无特别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。

用电量约占65.8%，同比增长6.5%；第一、三产业用电量同比分别增长11.5%、12.2%（见图4）。

发电机组运行方面，2023年，中国6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时数为3592小时，同比减少101小时。其中，水电机组利用小时同比减少285小时，主要系年初主要水库蓄水不足及上半年降水持续偏少所致；煤电机组利用小时同比提升92小时，有效弥补了水电出力下降问题。2023年，中国规模以上电厂发电量8.91万亿千瓦时，同比增长5.2%。其中，煤电发电量占总发电量比重接近六成，仍是当前中国电力供应的主力电源。此外电力市场化持续推进，2023年，中国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量5.67万亿千瓦时，同比增长7.9%，占全社会用电量比重为61.4%，同比提高0.6个百分点。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量4.43万亿千瓦时，同比增长7%（见图5）。

核电概况

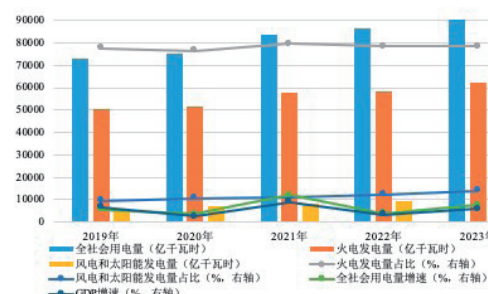
中国核电装机规模稳步增长，机组整体运行稳定，利用效率保持在很高水平。

中国核电主要经营主体包括中国核工业集团有限

公司、中国广核集团有限公司、国家电力投资集团有限公司和中国华能集团有限公司。近年来，伴随核电技术的提升以及对核电安全风险把控考虑，中国核电装机容量稳步增长。根据中电联数据，截至2023年底，中国核电装机容量为5691万千瓦，占全国发电装机容量的1.95%。其中，2023年内石岛湾核电站、防城港核电站3号机组正式投入商业运营。

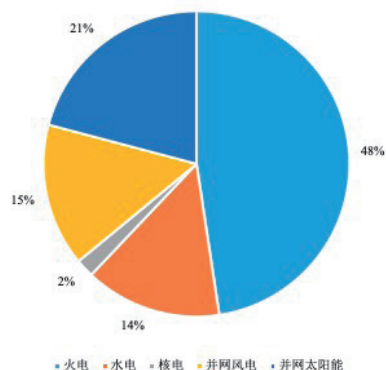
机组运行方面，2023年，中国运行核电机组利用小时7670小时，同比提高54小时，带动发电量同比增长3.7%（见图6）。

图4 中国发电量、用电量情况图



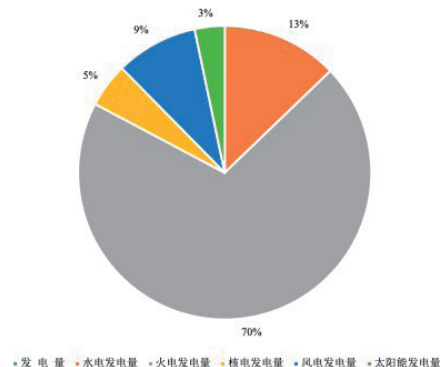
资料来源：联合资信根据中电联数据整理

图3 截至2023年底主要电力装机构成情况



资料来源：联合资信根据中电联数据整理

图5 2023年主要电源发电量占比情况



资料来源：联合资信根据中电联数据整理

核电技术方面, 2018年以来, 中国核电机组已进入集中投运期。其中, 三门核电站为AP1000技术的全球首堆, 海阳核电1号为全球第二台AP1000机组, 台山1号机组运用法国EPR技术, 均为三代核电机组; 目前该等机组各项技术指标均符合设计要求、机组状态控制良好, 其正式投产标志着中国三代核电机组的技术安全水平已基本达到相关标准。2023年, 全球首座第四代核电站——山东荣成石岛湾高温气冷堆核电站正式投入商业运行, 标志着中国在第四代核电技术研发和应用领域达到世界领先水平。

水电概况

水电为中国最主要的可再生能源。根据资源区域分布, 中国正逐步形成十三大水电基地。伴随大型水电站项目陆续投产发电, 中国水电装机规模保持增长态势; 但受来水情况影响, 机组运营效率有所波动。

从空间分布看, 中国水电资源总量的75%集中在西部地区, 其中云南、四川、西藏三省(自治区) 占比约60%。资源区域分布差异决定了中国“西电东送”的基本格局, 包括“北、中、南”三大输电通道。中国正逐步形成十三大水电基地, 规划总装机容量超过2.86亿千瓦, 对实现水电流域梯级滚动开发、实行资源优化配置、带动西部经济发展均起到了重大促进作用。

中国整体水资源有限, 未开发流域部分电站开发难

度较大、成本较高。近年来, 受政策扶持以及前期建设大型电站的陆续投产, 中国水电装机容量持续增长。截至2023年底, 中国水电装机容量4.2亿千瓦, 占中国发电装机容量的14.38%, 相较于风电和光伏装机容量的快速增长, 水电装机占比有所下降(见图7)。

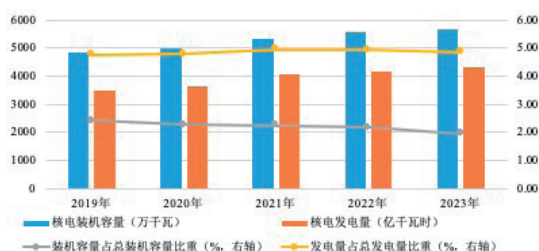
水电机组发电效率受资源波动影响较大。近年来, 中国水电设备利用小时持续下降。2023年, 中国6000千瓦及以上水电厂发电设备利用小时数3133小时, 同比减少285小时, 导致水电发电量同比下降5.6%。其中, 因年初主要水库蓄水不足以及上半年降水持续偏少, 2023年上半年规模以上电厂水电发电量同比下降22.9%; 下半年降水形势好转以及上年同期基数低, 8—12月水电发电量转为同比正增长。

二、行业关注及政策调整

煤炭价格波动及煤电价格调整

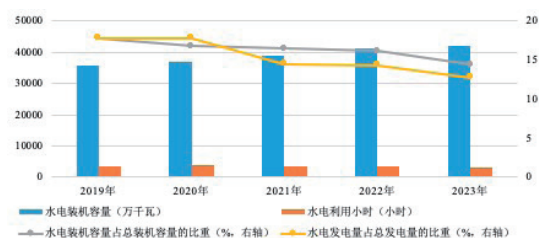
煤炭价格受供需影响波动较大, 2020年下半年以来煤炭价格涨幅明显, 对此, 政府采取一系列措施引导煤炭价格理性回归以及成本传导提升电价等。2021年第四季度以来, 煤炭价格逐步回调并保持高位震荡, 电价水平有所提升, 煤电企业整体盈利有所恢复, 但截至目前仍存在较大成本控制压力。

图6 中国核电装机容量和发电量情况



资料来源: 联合资信根据中电联数据整理

图7 中国水电发电量情况



资料来源: 联合资信根据中电联数据整理

2020年下半年以来,在安全检查、大秦铁路检修、进口煤限制等多重因素影响下,中国煤炭产量增速放缓,进口煤量同比下降,煤炭供不应求导致其价格快速拉升,进而严重激化煤、电价格矛盾。对此,中国政府采取一系列措施,如优先确保发电供热用户的长协合同资源及履约、鼓励符合条件的煤矿核增生产能力,增强煤炭保供。在多重政策引导下,2021年第四季度,煤炭价格有所回落。2022年1月,受冬奥会临近华北地区电厂集中补库存等因素影响,动力煤价格触底反弹;2月以来,随着完善煤炭定价机制及设定煤炭价格合理区间²政策发布以及长协煤占比提升影响,动力煤价格保持稳定。2023年四季度以来,受冬季保供需求增加以及煤炭产量有所下滑影响,煤炭市场价格波动加大。《2024年能源工作指导意见》中也明确了持续增强保供能力、推进煤炭稳产增产的目标。先进产能释放将有助于煤炭供需回归平衡,带动煤炭价格合理回落。同时,伴随技术水平的提升,煤炭开采行业也逐步加强智能化建设,2024年3月,国家能源局印发《煤矿智能化标准体系建设指南》指出,到2030年基本完善智能化煤矿设计、建井、生产、管理、运维、评级等环节的系列标准,并加快成果转化,推动煤矿优质产能释放,此举或将进一步加强保障煤矿安全高效生产,逐步降低成本。

此外,针对煤价高企导致煤电企业经营亏损问题,2021年10月,国家发改委发布了《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》,将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过20%,且对高耗能企业市场交易电价,规定其不受上浮20%限制,有效增强了煤电企业成本传导。2023年11月,国家发改委和能源局联合印发了《关于建立煤电容量电价机制的通知》,将煤电单一电价机制调整为两部制电价机制,即容量电

价主要回收机组固定成本、电量电价主要回收变动成本,将有助于煤电企业在调峰限电情况下稳定收益。

碳减排及电源结构调整

随着碳减排等政策的陆续出台,中国电源结构将加速调整,清洁能源占比将提升,火电调峰作用逐步突显。

“3060目标”已被纳入“十四五”规划建议,电力行业为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业,一方面需严控火电煤耗,另一方面需大力发展清洁能源。火电方面,2021年10月,国家发改委和国家能源印发《全国煤电机组改造升级实施方案》,2024年1月中电联印发《燃煤发电机组单位产品能源消耗限额》(征求意见稿),均明确要求新建机组类型及压降煤耗标准,不断推进煤电机组灵活性改造。清洁能源方面,2022年8月,国家发改委、国家统计局和国家能源局印发《关于进一步做好新增可再生能源消费不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》,2023年8月,国家发改委、财政部和国家能源局印发《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知》,明确将绿证作为可再生能源电力消费量认定的基本凭证,提升了绿证的权威性、唯一性和通用性,并明确了绿证交易平台、交易方式、交易收益等规范,将有助于激发绿电消费的市场活力。2024年2月出台的《碳排放权交易管理暂行条例》首次以行政法规的形式明确了碳排放权市场交易制度,为碳市场健康发展提供了法律保障。此外,2024年3月,国家能源局和国家发改委陆续印发《2024年能源工作指导意见》和《全额保障性收购可再生能源电量监管办法》,提出大力推进非化石能源高质量发展要求,包括稳步推进大型风电(含海上风电)和光伏基地建设、因地制宜

²秦皇岛港下水煤(5500千卡)价格合理区间为每吨570~770元,山西、陕西、蒙西煤炭(5500千卡)出矿环节价格合理区间分别为每吨370~570元、320~520元、260~460元,蒙东煤炭(3500千卡)出矿环节价格合理区间为每吨200~300元。

加快推进分散式风电和分布式光伏发电开发,以及编制主要流域水风光一体化基地规划等,并明确了可再生能源发电项目上网电量包括保障性收购电量和市场交易电量。其中,保障性收购电量是指按照国家可再生能源消纳保障机制、比重目标等相关规定,应由电力市场相关成员承担收购义务的电量,在大力推进可再生能源装机增量的同时为电力消纳提供一定保障。

截至2023年底,中国非化石能源发电装机占全国发电总装机比重已超过50%,在全球可再生能源发电总装机中的比重接近40%;2023年中国可再生能源新增装机约3亿千瓦,约占中国新增发电装机的82.7%,占全球新增装机的一半,超过世界其他国家的总和。根据《2024年能源工作指导意见》,预计2024年中国非化石能源发电装机占比将提高到55%左右,风电和太阳能发电量占全国发电量的比重将达到17%以上。

配电网安全管控及储能配套

电网建设仍有待加强,部分地区可再生能源装机的快速增长将加大电力消纳压力,因此储能也将成为保障电力稳定供应的有效调节方式。

中国风电及光伏电站主要集中在北方地区,而电力消纳需求主要集中在中东部地区,电源布局与电力需求在区域布局上存在失衡。目前,北方地区风光富余电量主要通过增加当地消纳需求以及外送消纳,前者主要依赖当地政府通过招商政策引导耗能企业落地,提高本地电力需求负荷;后者主要为通过特高压外送进行省间交易,但存量特高压电网利用率仍有待提升。特高压电网为“西电东送、北电南供”的主要输送通道,“十四五”期间,国家电网规划建设特高压工程“24交14直”,涉及线路3万余公里。在增量特高压投产前,风光大基地仍有大规模项目投产,且以北方地区为主,风光消纳压力将明显加大。因此,电网调峰、储能和智能化调度能力建设将成为提升电力系统调节能力的主要举措,是推动新能源

大规模高比例发展的关键支撑。调峰能力建设方面,将深入开展火电机组深度灵活性改造、推动流域龙头水库建设、加强大电网优化资源配置作用等;智能化调度方面,将加强数字技术在电力系统各环节的应用、利用资源互补潜力增强跨区域协调调度能力和源网荷储协同调度能力等;储能建设方面,将推动抽水蓄能规划、推进电源侧和电网关键点的灵活储能配置等。其中,部分省市已提出对新增风电及光伏发电项目进行储能配置的要求,配储比例要求多在10%~20%之间,配储时长要求多在2小时以上(部分省配置要求高达4小时)。截至2023年底,全国已建成投运新型储能项目3139万千瓦,平均储能时长2.1小时。此外,根据《抽水蓄能中长期发展规划(2021—2035年)》,到2025年,抽水蓄能投产总规模预计将较“十三五”翻一番,达到6200万千瓦以上;到2030年,抽水蓄能投产总规模预计将较“十四五”再翻一番,达到1.2亿千瓦左右。

可再生能源补贴

新增可再生能源发电项目已不再依赖于财政补贴。目前,国家正推进可再生能源发电补贴自查工作,若企业未能纳入合规清单的项目体量较大,将对其经营业绩产生明显不利影响。

新增可再生能源发电项目已实现平价上网,不再依赖于财政补贴。针对前期含财政补贴项目,2022年3月,国家发改委、能源局以及财政部三部委联合下发《关于开展可再生能源发电补贴自查工作的通知》,要求在全国范围内开展可再生能源发电补贴核查工作,进一步摸清可再生能源发电补贴底数。第一批可再生能源发电补贴合规项目清单已于2023年1月公布,共计7335个项目。

2023年6月,财政部对13个省级财政厅和新疆生产建设兵团财政局下发《2023年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》,确定本次下达补贴总额为26.9272亿元。其中,根据地方资金预算汇总表,风电补



贴总计49.48亿元,已下达20.46亿元,本次下达29.02亿元;光伏补贴总计24.28亿元,已下达25.80亿元,本次需退回1.52亿元;生物质补贴总计0.27亿元,已下达0.84亿元,本次需退回0.58亿元。

三、行业展望

预计2024年中国电力供需总体紧平衡,但局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来,电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。

根据中电联发布的《2023—2024年度全国电力供需形势分析预测报告》,预计2024年中国电力供需总体紧平衡,迎峰度夏、迎峰度冬期间部分区域电力供应偏

紧。未来,电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。

保障电力安全供应方面,主要工作包括做好一次能源跟踪检测、负荷预警和灾害应急机制建设,提升预测的准确性以及加大重点地区应急装备配置力度,提升极端条件下的民生保障供电能力;根据各地差异情况,分析源网投资合理比例,统筹源网规划建设,避免由于源网建设不协同引起大规模弃能问题;继续执行煤炭保供政策,加大煤炭先进产能释放力度,引导电煤价格稳定在合理区间,提升电源供应能力;优化跨省区电力调配机制,做好中长期、现货、应急调度衔接等,挖掘输电通道能力。

市场化电价体系建设方面,主要工作包括稳定煤电企业固定成本回收预期,落实煤电“两部制”电价政策;推进绿色电力市场建设并完善新能源参与市场交易电价机制。

新型电力系统建设方面,主要工作包括加强新型电力系统顶层设计,做好源网荷储统筹规划和建设;强化新能源基地、支撑性电源和输送通道同步规模设计和同步运行,推进新能源大基地建设及绿色清洁电力消纳;推进煤电“三改联动”及支撑性调节性煤电的建设,加快抽水蓄能及其他储能建设等,提升电力系统应急保障和调峰能力。

此外,2023年中央经济工作会议提出“要以科技创新推动产业创新,特别是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”。基础能源行业应用方面,通过更为先进的勘探技术和数据分析可提高能源开采和生产效率;利用清洁能源技术减少温室气体排放进而改善能源生产对环境的影响;通过物联网和大数据分析监测能源生产和输送的过程以提升能源供应链的效率和可靠性,并推动行业的数字化转型。整体看,科技创新力在能源发展中的作用正逐步显现,因此电力行业未来也将重点关注科技创新和技术进步。■



医药制造行业2024年度行业分析

文|联合资信 蒲雅修 王 玥

一、医药行业概况

2023年,受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响,医药制造企业复苏进程减缓,营业收入和利润总额均同比下降。

医药制造行业与生命健康息息相关,其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来,全国居民人均可支配收入已由2018年的28228元增长至2023年的39218元,消费升级加速;与此同时,截至2023年底,中国65周岁以上人口已达21676万人,较2022年底增加了698万,人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度和常态化等多种政策的推行,医保收支结构逐步优化,控费成效显著。整体看,我国医药消费的基本盘仍然稳健。2020年,公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少,医疗机构总诊疗人次由2019年的87.20亿次下降至2020年的77.40亿次,中国药品终端销售市场规模同比下降8.45%,从2019年的17955亿元下降至2020年的16437亿元,为近年来首次负增长。2021年,医药行业有所复苏,2021年医疗机构总诊疗人次为85.30亿人次,药品终端销售市场规模同比增长7.97%,达17747亿元。2022年,医疗总诊疗人次84.2亿人次,与上年基本持平。2023年医疗机构诊疗人次持续恢复,2023年1—8月,我国医疗卫生机构总诊疗人次45.2亿人次,同比增长5.3%,其中医院27.5亿人次,同比增长3.0%。

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影

响,近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020年,规模以上医药制造业营业总收入为25053.57亿元,同比增长4.5%,利润总额为3693.40亿元,同比增长12.8%,营业总收入增速有所放缓,但利润总额增速有所上升,主要系高毛利企业占比增加所致。2021年,医药行业盈利水平逐渐恢复,全国规模以上医药制造业实现营业总收入29288.5亿元,同比增长20.1%,实现利润总额6271.4亿元,同比增长77.9%。2022年,规模以上医药制造企业营业收入为29111.40亿元,同比下降1.60%;利润总额为4288.70亿元,同比下降31.80%。2023年,规模以上医药制造企业营业收入为25205.70亿元,同比下降3.70%;利润总额为3473.00亿元,同比下降15.10%,主要系受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响。

二、行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来,中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革,鼓励研究和创制新药,同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求,积极推动仿制药发展,鼓励优质中医药企业发展。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来,新医改政策密集推出并逐步向纵深推进,2019年是中国医药产业政策落地的一年,围绕“供给侧改革”和

“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。2020年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。2021年以来，随着“十四五”规划的发布，我国

医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、医疗支付方式改革、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。“十四五”规划进一步鼓励医药创新研发，并提出发展高端制剂生产技术，提高产业化技术水平，并着力推动中医药的改革与发展。2024年3月的《政府工作报告》明确提出坚持医保控费的主线，支持创新药发展、鼓励中医药发展（见表1）。

表1 2021年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2021年1月	国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》	就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行	在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位
2021年2月	国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间	国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券
2021年9月	国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》	深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用	医疗保障制度更加成熟定型，持续鼓励推进创新药发展，继续推进器械领域的带量采购
2021年11月	国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》	原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度采购量的医疗机构，应要求其作出说明，并加大对其采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构	继续明确带量采购协议期满后的情况要求
2021年11月	国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某肿瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发	药物研发的审评审批标准趋严，对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求
2022年3月	《国务院办公厅关于印发“十四五”中医药发展规划的通知》	建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障，并安排了11类共44项重大工程项目	鼓励中药发展

2022年4月	《关于做好支付方式管理子系统DRG/DIP功能模块使用衔接工作的通知》	2022年4月开始选择部分省级医保信息平台进行测试，2022年6月底选择部分新开展DRG/DIP支付方式改革地区试用全国统一医保信息平台DRG/DIP功能模块，力争2022年11月底前实现DRG/DIP功能模块在全国落地应用	优化医保支付方式
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	基本药物数量从520种增加到685种；药品集中带量采购改革形成常态化机制；强调以临床需求为导向的合理用药；推进药品使用监测和药品临床综合评价体系建设。鼓励创新，支持仿制，继续深化审评审批改革。强化对经济实惠的精神疾病药物和长效针剂的研发攻坚	明确医药行业发展方向
2023年7月	《以患者为中心的药物临床试验设计技术指导原则》（试行）	“以患者为中心”的药物研发是指基于患者角度开展的药物开发、设计、实施和决策的过程，旨在高效研发更符合患者需求的有临床价值的药物，是当前各国药品监管机构积极探索的领域。该原则强调临床设计以患者需求为导向；要求选择最优对照方案，并合理设计临床结局评估终点	明确临床试验要求
2023年8月	《关于印发第四批鼓励研发申报儿童药品清单的通知》	为进一步做好保障儿童用药工作，促进儿童适宜品种、剂型、规格的研发创制和申报审评，满足儿科临床用药需求，国家卫生健康委同科技部、工业和信息化部、国家医保局和国家药监局，通过组织专家遴选、社会公示等，研究制定《第四批鼓励研发申报儿童药品清单》。第四批清单有24个品种，涉及30个品种、9种剂型，覆盖神经系统用药、消化道和新陈代谢用药、抗肿瘤药及免疫调节剂等治疗领域	保障儿童用药
2023年8月	《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序》	为鼓励以临床价值为导向的药物创新，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市，国家药监局综合司发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订征求意见稿）》（以下简称《工作程序》），并附政策解读，向社会公开征求意见。《工作程序》细化工作程序和具体要求，完善了快速通道与常规通道的转换机制，可以让快速通道获批的药物尽快进入常规通道，保证用药安全。此次药品附条件批准上市申请审评审批制度的修改提高了药品附条件批准的门槛，体现了药监局坚定鼓励差异化创新的态度，有利于发现未满足临床需求、助力研发具有差异化创新能力药企的发展	优化药品上市程序
2024年3月	《政府工作报告》	居民医保人均财政补助标准提高30元。推动基本医疗保险省级统筹，完善国家药品集中采购制度。城乡居民基础养老金月最低标准提高20元，继续提高退休人员基本养老金，完善养老保险全国统筹。促进中医药传承创新，加强中医优势专科建设。巩固扩大创新药等产业发展，积极打造生物制造等新增长引擎	提高医疗卫生服务能力，加大养老支持，医保控费仍是主旋律；明确提出支持创新药发展；鼓励中医药的持续发展

资料来源：公开资料，联合资信整理

三、行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

从行业主体数量来看，截至2023年底，医药制造业企业单位为9412家，较上年底增加598家；亏损企业2325家，较上年底增加554家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成

果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。随着仿制药一致性评价政策的不断推进,国家医保局已经开展8批药品集中带量采购,前5批涉及品种234个,平均降幅52%~59%;第六批胰岛素专项集采42个产品中选,平均降幅48%;第七批集采60个品种中选,平均降幅48%;第八批集采39个品种,平均降幅56%;第九批集采41个品种,平均降幅58%(见表2)。医保目录谈判方面,我国已进行多次创新药相关的医保药品谈判,相关产品价格降幅较为显著。但绝大多数创新药进入医保目录后,实现了以价换量,销售额大幅增长,以近两年纳入医保的阿美替尼、达格列净、信迪利单抗、安罗替尼等药品来看,在纳入医保后,产品基本实现了快速放量,销售额提升明显。

四、行业展望

预计国内医药需求有望继续保持增长,且医保基金支付能力可持续性较强,医药行业整体经营业绩有

望保持稳定增长。

不同于其他行业,医药制造行业与生命健康息息相关,其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关,医药消费具有很强的刚性,基本不受宏观经济的影响。目前,中国正逐渐步入老龄化社会,预计到2050年,中国老龄人口比例将超过30%,未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛,且对高端产品和服务的需求持续增加,预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。

从医药行业下游支付能力来看,医保基金作为最重要的支付方,其支付额约占整体医疗卫生总费用的约40%,医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示,2023年,我国基本医疗保险(含生育保险)基金收入2.71万亿元,基本医疗保险(含生育保险)基金支出2.20万亿元。基金收入和基金支出均较上年下降。

预计“控费”仍将为医药行业政策的主线,集采降价或将更加温和,未来可能不再唯低价中标。

2023年12月,2023年国家医保目录调整工作结束,共

表2 带量采购情况汇总

带量采购批次	时间	中选品种数量(个)	平均降价幅度
第一批	2018年12月	25	52%
第二批	2020年1月	100	53%
第三批	2020年8月	55	53%
第四批	2021年2月	45	52%
第五批	2021年6月	61	56%
第六批(胰岛素专项)	2021年11月	16	48%
第七批	2022年7月	60	48%
第八批	2023年3月	39	56%
第九批	2023年11月	41	58%

资料来源: Wind, 联合资信整理

143个目录外药品参加谈判/竞价环节, 其中121个谈判/竞价成功, 成功率为84.6%, 平均降价61.7%, 成功率和价格降幅均与2022年基本相当。截至2023年底, 国家医保局已经连续第六年开展医保药品目录调整工作。医保目录已经建立了以一年为周期的灵活动态调整机制, 临床价值显著的创新药品将更快调整进入目录, 辅助用药和药物经济性较差的药品将被逐步调出, 加快医保基金的腾笼换鸟。

集采方面, 2022年9月3日, 国家医疗保障局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复》(以下简称“《答复》”)。《答复》指出, 集采重点是将部分临床用量较大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入采购范围, 采购价格方面或将更加温和, 未来可能不唯低价中标, 部分品种中标价格有望有所上升。此外, “创新医疗器械暂不集采”。

预计未来创新药物将成为医药企业研发主流, 新药研发逐步向差异化发展。

医药产业投资大、周期长、风险高, 对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足, 研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据, 2023年, 我国研究与试验发展经费支出已达33278亿元, 同比增长8.1%。从新药审批数量来看, 2023年1类创新药申请1310个品种(受理号2376个), 同比增加33.81%。以药品类型统计, 创新中药申请60个品种(受理号61个), 同比增长33.33%; 创新化学药626个品种(受理号1424个), 同比增长35.50%; 创新生物制品624个品种(受理号891个), 同比增长32.20%。

目前, 我国创新药以“Me-too”类药物为主, 热门靶点的新药集中度高。根据《中国1类新药靶点白皮书》统计, 2023年我国1类新药合计受理1913个(按受理号计数), 其中化学药1183个、生物药730个; 涉及靶点(按药品名统计)总计815个, 2023年热门靶点集中度为27.1%。在治疗领域方面, 新药受理的治疗领域依然以肿瘤为主, 在总数中占比过半, 其余占比较大的领域包括消化系统

及代谢、感染、神经系统、呼吸等, 占比均不到10%。靶点方面, 2023年的热门靶点前六名分别是: PD-1、EGFR、PD-L1、CD3、Claudin18.2和JAK1, PD-1的受理药品数量在2018—2021年期间持续增长, 2022年开始逐渐走低。CD19靶点于2019之后热度回升; CD3靶点近年热度高涨; HER2靶点2022年达热度高峰, 2023年药品受理数量相对2022年下降超50%。我国新药的治疗领域和靶点依然非常集中, 为了避免此类重复投入造成的资源浪费, CDE推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》, 进一步规范研发原则, 力求真创新。长期来看, 随着创新药企数量和管线规模的成长, 相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集, 同时随着医保谈判和带量采购的深化, 具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权, 从而更快地实现现金流回拢和进入研发上市的良性循环。

医疗反腐推动行业健康发展。

2023年5月, 医疗反腐纠偏工作开始并逐步升级; 8月15日, 国家卫生健康委就全国医药领域腐败问题集中整治工作发布有关问答。此次反腐行动整治的重点内容包括: 1) 医药领域行政管理部门以权寻租; 2) 医疗卫生机构内“关键少数”和关键岗位, 以及药品、器械、耗材等方面的“带金销售”; 3) 接受医药领域行政部门管理指导的社会组织利用工作便利牟取利益; 4) 涉及医保基金使用的有关问题; 5) 医药生产经营企业在购销领域的不法行为; 6) 医务人员违反《医疗机构工作人员廉洁从业九项准则》。

本次反腐行动以监督的外部推力激发履行主体责任的内生动力, 深入开展医药行业全领域、全链条、全覆盖的系统治理。短期内, 对医院门诊、医生工作积极性, 以及医药企业学术活动的正常开展有一定负面影响。但长期来看, 医疗反腐在医药链条的生产、供应、销售、使用、报销等多个环节都加强了管控, 更有利于行业可持续发展, 推进国内优质医药企业的良性竞争, 创造更好的医药商业环境。■

2024年零售行业信用风险展望

文 | 联合资信 工商评级二部

一、行业运行情况

行业概况

2023年市场主体加快复商复市，消费市场企暖回升，社会消费品零售总额增速转正。受公共卫生事件长期影响，现阶段收入和消费增长仍属恢复性增长，居民收入增长的基础仍需巩固，消费信心仍有待提升。

2023年，中国社会消费品零售总额实现471495亿元，比上年增长7.2%，随着一系列促消费政策落地显效，市场主体加快复商复市，市场销售增速转正，消费市场企暖回升。全年，线下消费场景和消费体验不断拓展提升，实体店铺零售持续恢复。按零售业态分，2023年，限额以上零售业单位中百货店、便利店、专业店、品牌专卖店零售额比上年分别增长8.8%、7.5%、4.9%、4.5%，超市零售额比上年下降0.4%。随着疫情后消费场景的放开，居民对超市的依赖度略有下滑（见图1）。

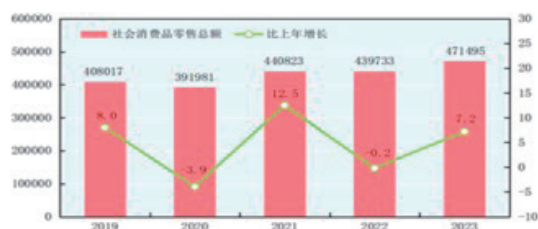
近年来，全国居民人均可支配收入和消费支出持续增长，但增速波动剧烈。2023年，全国居民人均可支配收入39218元，比上年增长6.3%，全国居民人均消费支出26796元，比上年增长9.2%。根据消费者信心指数，2022年4月以来，中国消费者信心指数为86.7，是自2015年以来首次低于100，且至2024年1月间持续在86.7到88.9间上下波动，消费需求不足。现阶段居民收入和消费增长仍属于恢复性增长，居民收入增长的基础仍需巩固，消费信心仍有待提升。

2024年一季度，中国社会消费品零售总额实现120327亿元，同比增长4.7%，增速同比变化不大。按零售业态分，限额以上零售业单位中超市、便利店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长2.2%、5.2%、6.3%、1.1%，百货店零售额下降2.4%。

细分业态

实体零售根据其经营模式的不同可分为百货（包括购物中心、奥特莱斯等衍生形态）、超市连锁、便利店和专业店主要业态，另有少部分电器、家具、珠宝等专业店。2023年，百货业态增长乏力，新开门店数量仍处于低水平；受生鲜电商和社区团购对日常消费品市场空间的逐步挤压，传统连锁超市遭受较大经营压力，限额以上零售业单位中超市零售额增速为近5年来首次负增长；网络零售占社会消费品零售总额的比重区域稳定，对线下消费的影响正逐渐减小，抖音、快手等为主的直播平台突飞猛进，直播电商已经成为一个规模庞大的产业。

图1 2019—2023年中国社会消费品零售总额变动情况
(单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据国家统计局整理

1. 百货

2023年,百货业态零售额增速为所有实体零售业态之首,主要系其前期消费场景受公共卫生事件影响最重,基数较低所致,剔除基数效应影响,百货业态零售额仍增长乏力,新开门店意愿低。以购物中心为例,目前中国实体零售全国性百货公司少,以区域性垄断或寡头竞争为主,门店主要分布集中在华东、华南和西南地区。根据公开数据,2023年全年新开业商业项目394个,体量3413.45万平方米,其中购物中心384个,独立百货10个,数量及体量同比2022年均小幅下降约3%,新开业速度持续放缓,数量为2015年以来最低水平。新开门店集中在华东、华南和华中区域,分别为147个、74个和47个。从城市分布情况上看,广州最为活跃,开业19个,位列第一;北京开业18个,位列第二;上海、深圳、重庆、成都开业数量均位列前十;苏州、杭州新开业项目保持活跃,分别为12个、10个。闭店方面,全年闭店数量有限,国内老牌商场闭店主要以升级改造需求为主,实际闭店企业主要为外资或合资类品牌,闭店区域包括上海、广州、天津和郑州等。

2. 超市连锁

2023年,随着消费场景的逐步放开,以及生鲜电商和社区团购对日常消费品市场空间的逐步挤压,超市连锁遭受较大经营压力。根据中国连锁经营协会公布的区域型连锁超市数据,其中约四成企业销售额同比实现增长,约四成企业销售额同比下降,其余为同比持平。2023年,限额以上零售业单位中超市零售额比上年下降0.4%,为近5年来首次呈现负增长。拓店方面,2023年区域型超市企业新开店数量665家,闭店数量449家,其中九成的开店和闭店为2000平方米以下的门店,类似于社区超市,这与国家鼓励的发展新型业态,以及企业深耕区域市场策略相契合。基于2023年的表现,2024年,拓展新门店类型、线上线下业务的融合以及门店的数字化改造仍为连锁超市的重点关注领域。



3. 网络零售

狭义的零售电商指通过网络渠道进行商品交易活动,包括实物商品交易及虚拟商品交易,广义的零售电商是一种业态,包含平台、商家、品牌、用户、服务商等。按模式分,有C2C、B2C、C2M、B2B2C等;按品类分,有综合电商、垂直电商;按交易市场分,有进口跨境电商、出口跨境电商;电商有会员制电商、直播电商、精品电商、小程序电商等。网络零售作为中国零售行业发展中的强劲动力,近年来规模不断扩大,2023年全国网上零售额154264亿元,比上年增长11.0%,占社会消费品零售总额的比重超30%,对引领消费恢复扩大起到重要作用。但也需关注,2023年,线上零售额增幅也从过去的高增长逐渐与社会消费品零售总额增速趋近,且线上零售额占消费品总额比重逐渐趋于稳定,意味着线上对线下的影响正逐渐减小。竞争格局方面,近年来以阿里、京东和拼多多为“三巨头”的综合电商销售额占网络零售市场份额持续位于高位,另有抖音、快手等为主的直播平台突飞猛进,直播电商已经成为一个规模庞大的产业(见表1)。

行业监管与行业政策

近年来，中央部委出台的零售业相关政策主要以推动电子商务、拓展零售新业态和促进农村消费

升级为主，地方性商务局出台的相关政策主要以推动区域实体零售落地、打造消费场景，提升客流量以扩大消费（见表2）。

表1 主要电商平台2023年GMV情况

	平台简称	GMV (亿元)	同比
综合电商	阿里巴巴	71854	(3%)
	京东	35394	2%
	拼多多	40451	31%
	唯品会	1922	13%
直播电商	抖音	22000	47%
	快手	11947	33%

注：因四舍五入、汇率计算和单位等原因，数据可能与实际情况存在差距
资料来源：联合资信根据公开数据整理

表2 近年来零售行业相关政策和动态总结

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2021年10月	商务部、中央网信办、发展改革委	“十四五”电子商务发展规划	立足电子商务连接线上线下、衔接供需两端、对接国内外市场的重要定位，通过数字技术和数据要素双轮驱动，提升电子商务企业核心竞争力，做大、做强、做优电子商务产业，深化电子商务在各领域融合创新发展，赋能经济社会数字化转型，推进现代流通体系建设，促进形成强大国内市场，加强电子商务国际合作
2022年12月	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	全面促进消费，加快消费提质升级，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求
2023年7月	发改委	《恢复和扩大消费的措施》	优化就业、收入分配和消费全链条良性循环促进机制，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，充分挖掘超大规模市场优势
2023年7月	商务部等13部门	《全面推进城市一刻钟便民生活圈建设三年行动计划(2023-2025)》	优化社区商业网点布局，改善社区消费条件，创新社区消费场景，提升居民生活品质，将一刻钟便民生活圈打造成保障和改善民生、恢复和扩大消费的重要载体
2023年11月	三亚市商务局	《2023年三亚市进一步促进消费增长若干措施》	大力开展免税促销，发放免税消费券，鼓励和引导各免税经营主体举办免税促销活动。加大三亚营销力度，着力提升旅游人次。主动对接国内影响力强的媒体平台，持续举办大型演唱会、体育赛事、文体活动，组织免税经营主体与活动主办方开展营销对接，拉动入岛游客消费
2024年3月	商务部等9部门	《关于推动农村电商高质量发展的实施意见》	深入实施数字乡村发展行动，推动农村商贸流通企业转型升级，促进电商与农村一二三产业全方位、全链条深度融合，培育新业态、新场景，构建协同、创新、高效的农村电商生态圈，畅通城乡经济循环，促进农民增收和农村消费。在全国培育100个左右农村电商“领跑县；培育1000家左右县域数字流通龙头企业；培育10000名左右农村电商带头人
2024年4月	北京市商务局等8部门	《促进多元消费业态融合高质量发展行动方案》	挖掘街区消费场景、打造近山消费场景、创新亲水消费场景、壮大演艺消费场景、激活赛事消费场景、繁荣夜间消费场景、拓展数字消费场景。建设一批多元消费融合新项目、推动一批老旧消费设施改造升级、打造一批多元消费融合集聚区（如打造首钢园、新工体、城市绿心等10个体育消费集聚区）
2024年4月	上海市商务委、静安区政府	《关于进一步促进首发经济高质量发展的若干措施》	吸引高能级首店落地，对亚洲及以上级别首店予以100万元的一次性奖励。对在“首发上海”活动期间开设的亚洲及以上级别首店，予以120万元的一次性奖励等。鼓励各区出台支持措施。支持有条件的各区，出台首发经济财政支持政策。鼓励各区建立首发经济服务绿色通道，为企业引进高能级首店、举办首发活动等做好服务

资料来源：联合资信根据公开数据整理

行业关注

实体零售企业发展面临消费力不足、消费降级和增长乏力的挑战

在三年公共卫生事件影响下，消费市场受到较大冲击，接触型和聚集型的消费均出现萎缩。同时公共卫生事件直接降低了消费者对就业、收入及消费意愿的信心，居民收入下滑以及消费预期转弱致使消费需求下降且短期内难以转变。2023年以来，随着公共卫生事件防控平稳，经济社会全面恢复常态化运行，消费市场逐渐恢复。但消费市场的复苏主要来自餐饮和旅游业，百货、购物中心等消费主要场所增长乏力。2023年，游客出游总花费同比增长140.3%，餐饮收入同比增长20.4%，而商品零售额同比仅增长5.8%。

此外，与消费不足相对应，居民储蓄却持续增加。央行公布的2023年金融统计数据显示，2023年全年人民币存款增加25.74万亿元，其中，住户存款增加16.67万亿元。由于信心不足，居民消费倾向谨慎，增加储蓄以备不时之需。

电商对实体零售业影响持续

虽然近两年网络零售对整体消费能力的占比趋于稳定，增速也逐步放缓，但电商对线下百货零售业的影响持续存在。互联网及电商持续冲击是实体零售发展面临的第二大问题，一是传统的淘宝、京东等平台，正在加大百货类商品的比例；二是抖音、快手等为主的直播平台带货能力迅速突起。根据公开数据，2023年上半年，重点监测电商平台累计直播销售额1.27万亿元。直播电商已经是一个规模庞大的产业，化妆品、服装等品类是直播的重点。三是美团、达达等开展即时零售，提出“即时零售，万物到家”，不仅仅是生鲜品类，美妆、户外用品等也成为重点。据不完全统计，2022年全国即时零售市场规模超5900亿元，相当于社会消费品零售总额1.4%。另外，品牌商加大力度自建线上渠道，形成分流。电商正以立体化、不断翻新的方式影响



线下零售企业。

实体零售新竞争趋势在于业态优化、商品差异化和运营精益化

业态的优化方面，传统商超小店模式下2万及以上平方米的大商业面积使企业的租金成本和人力成本压力加大，并不能完全适应市场的需求。随着消费者对便利性和品质生活的需求增强，社区商业化逐渐成为趋势，部分门店开始转型社区生活中心，希望通过提供更便捷的购物体验、文娱场景和社区服务来吸引消费者，以增加客流量和提升消费者的体验感。商品差异化是零售企业核心竞争力之一，企业可以通过提升产品独特性和服务定制性，进而提高市场份额和盈利能力。运营精益化是指零售企业可以利用数字化手段即时洞察消费者的需求和偏变化、商品数据做好相应零售环节的决策。例如基于数据洞察指导选址、商品定制、定价、促销方式等运营和管理方面的决策。

二、行业增长与盈利能力趋势分析

2022年零售样本企业营业总收入和利润总额仍延续下降趋势；2023年前三季度，零售企业收入同比持

平, 利润总额同比增长。考虑到第四季度有较多刺激消费活动和节日, 预计2023年零售样本企业营业收入同比持平, 利润总额同比有望实现增长。

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)选取零售行业发债企业和上市公司作为样本统计, 样本企业合计45家, 包含12家发债公司¹和33家上市公司(以下统称“样本企业”)。2018—2022年, 样本企业营业总收入和利润总额变动趋势大体一致, 自公共卫生事件以来零售样本企业营业总收入中值和利润总额中值呈持续下滑趋势, 2022年分别同比下降6.13%和37.83%(2021年分别为下降6.60%和27.58%), 利润总额表现为持续高速下滑。2018—2022年, 样本企业净资产收益率中值整体呈持续下滑趋势, 2022年为1.50%, 同比减少2.21个百分点。2023年1—9月, 样本企业实现营业收入中值46.51亿元, 同比变化不大, 实现利润总额中值1.69亿元, 同比提升且超过2022年全年水平。考虑到, 第四季度的“双十一”“圣诞节”等活动和节日为全年业绩提供重要补充, 预计2023年样本企业营业收入呈

现同比持平的可能性大, 利润总额同比有望实现增长。

三、行业杠杆与偿债能力

零售样本企业长期偿债能力指标持续走弱, 短期偿债能力尚可。

从杠杆水平来看, 2018—2022年末, 零售样本企业资产负债率中值呈增长趋势, 2022年底达到66.07%, 较上年底增加3.14个百分点。长期偿债能力方面, 全部债务/EBITDA中值波动增长, 2022年为3.48倍, 同比小幅回落, 但近年来长期偿债能力指标整体表现弱化, 考虑到部分零售企业自有物业占比高, 受限比例低, 有助于提升融资空间(见图2)。短期偿债能力方面, 2018—2022年末, 公司速动比率指标在60%上下波动, 并呈下降趋势, 截至2022年底为57.13%; 受益于下游现金为主的结算方式, 现金类资产对短期债务的保障虽波动下降, 但仍具备保障能力, 2022年末为14.57倍(见图3)。综合来看, 零售企

图2 2018—2022年样本企业长期偿债能力中值指标情况
(单位: 倍)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2018—2022年底样本企业短期偿债能力中值指标情况
(单位: 倍)



数据来源: Wind, 联合资信整理

¹ 截至2024年4月22日有存续债企业(含有存续债上市公司)。



业整体偿债指标走弱，短期偿债能力尚可。

四、行业内样本企业信用状况

受部分企业债券到期不再续发，存续主体数量持续缩减；零售存续发债企业主体级别分化突出，高级别主体性质全部为国有企业；2022年以来，行业内实体零售企业发债规模下降，存量债券中国企占比进一步提升。

截至2024年3月底零售发债企业主体基本情况

近年来零售企业发债主体数量持续缩减，截至2024年3月底为12家，存续主体中仅1家电商零售企业，为北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东世贸”），剩余11家均为实体零售企业，零售企业发债主体仍以实体零售企业为主。

截至2024年3月底，零售存续发债主体中有存续信用等级的有12家²，信用等级分布在AA~AAA，AAA主体占38.46%，AA+主体占7.69%，AA主体占38.56%，AA-主体占15.38%，级别分化较为突出。其中，AAA级别主体性质全部为地方国有企业，AA及以下主体以民营企业为主。

截至2024年3月底，存续发债主体中6家为国有企业，6家为民营企业，1家无实际控制人，为苏宁易购集团股份有限公司，国有企业和民营企业占比较为平均。

零售企业债券存续情况分析

2018年以来，随着发债零售企业数量及发行频率的下降，零售企业债券发行规模持续下滑。截至2024年3月底，12家发债企业存续债券255支（其中京东世贸存续216支），存量债券余额938.77亿元，其中京东世贸的524.67亿元，剩余企业存续债券余额414.09亿元，其中国有企业债券余额占比81.62%，集中度进一步提升。

2023年以来零售企业信用等级变动情况

2023年以来零售发债企业中步步高投资集团股份有限公司因流动性紧张等问题遭遇级别调整（见表3）；当期零售行业内无信用等级调升情况。

五、展望

中国零售市场规模大、细分领域多，零售市场复苏呈现节奏性、慢速反弹特征。从近期情况看，随着消费场景有序恢复，不同业态表现存在差异，实体零售企业增长乏力，消费信心仍有待提升。从长期发展潜力看，扩大内需、促进消费政策带动下，各地方各领域不断创新消费场景、优化消费环境，支撑消费增长的积极因素在增多，消费有望保持平稳升级、稳步向好的发展态势。联合资信认为，消费发展长期向好基本面没有改变，零售行业评级展望维持稳定。■

表3 发债企业信用等级调整情况

企业名称	变动前	调整后	调整时间	核心原因
步步高投资集团股份有限公司	AA/稳定	AA-/负面	2023年2月	①债务负担重，现金类资产规模小，流动性紧张； ②存在一定兑付风险。

资料来源：联合资信根据公开数据整理

² 步步高商业连锁股份有限公司为无主体级别发行 ABS。

知识产权ABS市场运行情况及发展趋势分析

文 | 联合资信 孙 爽 郭 燕 张博文 张贵婷 陈诣辉

一、知识产权金融服务政策汇总

近年来，政府出台了一系列政策来鼓励和支持知识产权金融服务的发展，规范知识产权金融服务的运作，相

关政策为知识产权金融服务的发展提供了法律依据和保障。不少地方政府还通过提供财政补贴等方式，支持知识产权证券化项目的发展，相关支持可以降低企业运作成本，吸引更多企业参与知识产权证券化业务（见表1）。

表1 鼓励政策举例

国家层面政策			
日期	发布主体	规章制度	相关内容
2020年6月	国务院	《关于做好自由贸易试验区第六批改革试点经验复制推广工作的通知》	知识产权证券化被列为复制推广的改革试点经验之一，依托上海、深圳证券交易所构建知识产权证券化交易体系，试行将知识产权相关债权资产实现真实出售。
2021年9月	中共中央、国务院	《知识产权强国建设纲要（2021—2035年）》	提出积极稳妥发展知识产权金融，健全知识产权质押信息平台，鼓励开展各类知识产权混合质押和保险，规范探索知识产权融资模式创新。
2021年9月	国务院	《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	鼓励知识产权保险、信用担保等金融产品创新，充分发挥金融支持知识产权转化的作用，拓展知识产权投融资、保险、资产评估等增值服务。
2022年12月	国家知识产权局等17部门	《关于加快推动知识产权服务业高质量发展的意见》	设定了中期发展目标，到2030年，知识产权服务业专业化、市场化、国际化水平明显提升，基本形成业态丰富、布局合理、行为规范、服务优质、全链条贯通的知识产权服务业高质量发展格局，成为加快知识产权强国建设和经济高质量发展的重要支撑。
2022年12月	上海证券交易所	《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4号——特定品种资产支持证券》	指出知识产权资产支持证券应当符合下列条件之一：（一）基础资产现金流70%以上来源于知识产权转让、许可等方式所形成的收入，或者基础资产70%以上为知识产权融资所形成的债权；（二）转让基础资产所得资金70%以上用于取得知识产权。
2022年12月	深圳证券交易所	《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第3号——特定品种》	
2023年3月	国家知识产权局	《推动知识产权高质量发展年度工作指引（2023）》	落实知识产权助力“专精特新”中小企业发展专项政策，研究制定知识产权保险相关政策，打好知识产权质押融资等金融服务组合拳。
2023年9月	国务院办公厅	《专利转化运用专项行动方案（2023—2025年）》	探索创业投资等多元资本投入机制，通过优先股、可转换债券等多种形式加大对企业专利产业化的资金支持，支持以“科技成果+认股权”方式入股企业。探索推进知识产权证券化，探索银行与投资机构合作的“贷款+外部直投”等业务模式。
2024年1月	国家金融监督管理总局	《国家金融监督管理总局关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》	强化数字赋能，推动金融机构加大数字金融研发投入，提高运营效率和风险防范水平。支持初创期科技型企业成长，鼓励银行机构加大信用贷款投放力度，开发风险分担与补偿类贷款。丰富成长期科技型企业融资模式，拓宽抵质押担保范围，发展知识产权质押融资。提升成熟期科技型企业金融服务适配性，支持企业市场化兼并重组，提供综合性保险解决方案。
2024年2月	国家金融监督管理总局	《固定资产贷款管理办法》《流动资金贷款管理办法》《个人贷款管理办法》	对专利权、著作权等知识产权以及采矿权等其他无形资产办理的贷款，可根据贷款项目的业务特征、运行模式等参照《固贷办法》执行，或适用《流贷办法》。

地方层面政策		
日期	省市	具体政策
2022年8月	浙江省	支持科技型企业以知识产权为基础资产公开发行资产证券化产品，按其实际发行规模5%的比例，给予累计不超过500万元的奖励。
2022年12月	深圳市	对入池参与深圳市企事业单位发行的信用评级达到3A等级的知识产权证券化项目并获得融资的企业，按照实际利息与担保费的合计金额的50%进行补贴，补贴金额不超过融资规模的3.5%，同一申请人每年补贴总额不超过200万元。本项目每年补贴总额不超过3000万元。
2023年10月	北京市	对符合条件并在北京市获得知识产权质押贷款的企业，按照不超过其贷款项目实际利率的50%给予贴息支持。银行贷款利率上浮幅度超过同期银行一年期贷款市场报价利率（LPR）40%的，实际利率按照上浮40%计算。每家企业年度贴息金额最高不超过30万元。对符合条件并在北京市获得知识产权质押贷款的企业，在办理知识产权质押贷款过程中产生的评估费、担保费及其他新型知识产权质押融资综合成本费用，按照不超过50%比例进行补贴。每家企业年度补贴金额不超过2万元。对于银行、担保、评估、保险、知识产权专业机构等单独或组合为企业提供知识产权质押融资服务且贷款发生不良的，按照不超过本金中各自承担风险部分的50%对相关机构进行风险补偿。单家企业或机构的年度风险补偿金额不超过100万元。若担保或保险机构已购买再担保或再保险等分散风险产品，需将已分散风险部分金额从代偿或赔付计算基数中扣除。
2023年12月	海南省	鼓励探索知识产权证券化，对成功发行海南省知识产权证券化产品的牵头团队，每项给予50万元奖励。对同一奖补对象、同一事项同时获得多类省、市级资金支持的，按照不重复原则执行。
2024年1月	上海市	支持各区进一步加大知识产权融资政策支持力度，发挥知识产权质押融资贴息、保险贴费、担保贴补等政策措施功效，其中知识产权质押贷款贴息应不低于贷款利率的50%。支持银行机构用好支小再贷款、再贴现、普惠小微贷款支持工具等结构性货币政策工具，有效降低银行机构和企业知识产权质押贷款的资金成本。
2024年2月	江苏省	建设企业上市知识产权服务中心，推进知识产权证券化，助力符合条件的优质科技型企业上市融资，到2025年推动全省科创板上市企业达130家左右。

资料来源：联合资信整理

二、 知识产权ABS业务模式

目前市场上已发行的知识产权ABS的业务模式包括贷款模式、保理融资债权模式和专利二次许可模式，常见业务模式为贷款模式和专利二次许可模式。

贷款模式

贷款模式下的基础资产类型通常为小额贷款、信托贷款或委托贷款。由原始权益人向知识产权所有者发放贷款，同时知识产权所有者将知识产权作为质押物进行质押担保。原始权益人将上述形成的贷款债权以及附属知识产权质押权益作为基础资产打包转让给SPV，从而发行资产支持证券化产品（见图1）。

保理融资债权模式

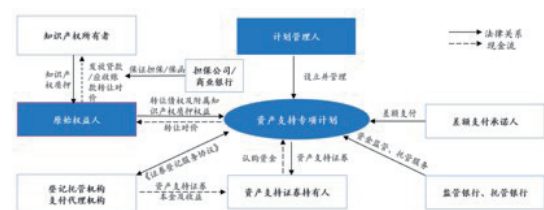
核心企业将其应收账款转让予保理公司以获取保理融资，并将其知识产权作为质押物进行质押担保。保理公司作为原始权益人将保理融资债权及其附

属担保权益打包转让给SPV，从而发行资产支持证券化产品。

专利二次许可模式

知识产权所有者将其持有的专利权以独占许可的方式首次授予给原始权益人，以获取一次性许可费用，原始权益人再将知识产权反向二次许可给知识产权所有者使用，并从中收取分期二次许可使用费

图1 贷款和保理融资债权模式交易结构图示例



数据来源：Wind，联合资信整理

(见图2)。原始权益人将二次许可费债权打包转让给SPV,从而发行资产支持证券化产品。通过专利二次许可模式的知识产权证券化,知识产权所有者无需完全出让知识产权的所有权,而是通过许可收益的证券化,实现了知识产权的货币化。此外,专利二次许可模式不受《融资租赁公司监督管理暂行办法》对租赁物的限制,融资租赁公司故多采用专利二次许可模式发行证券化产品。

三、知识产权ABS市场运行情况

近年来,在国家、地方政府、知识产权局及相关部门推动下,知识产权ABS发行量呈波动上升态势,交易结构逐步成熟。近期发行的知识产权ABS呈现出较强的区域特征,发起机构日益丰富,期限集中在1年左右,优先级证券利率区间波动较大,产品交易结构往往设置外部增信作为保障机制。

发行情况概览

2020年以来,伴随多项知识产权金融服务政策落地,知识产权ABS采用先试点后推广的模式快速发

展,发行规模呈波动增长态势。2022年12月,交易所出台特定品种的资产支持证券指引,明确优化知识产权ABS挂牌条件。2023年知识产权ABS创新型产品不断涌现,全年共发行47单¹,发行单数较2022年增加12单(见图3);发行规模为78.85亿元,同比增加23.23%。2024年1—3月,知识产权ABS共发行9单,发行规模为13.18亿元,较去年同期下降24.33%(见图4)。

图3 知识产权ABS发行单数及其占资产证券化产品全市场发行单数的比例(单位:单)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 知识产权ABS发行规模及其占资产证券化产品全市场发行规模的比例(单位:亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 专利二次许可模式交易结构图示例



数据来源: Wind, 联合资信整理

¹ 本文知识产权ABS统计口径包括Wind统计的知识产权ABS、项目名称含“知识产权”或“专利”的产品、公司内部资料。

业务模式分布情况

随着产品设计、发行和运营逐渐成熟，贷款模式和专利二次许可模式成为知识产权ABS的主流业务模式。2023年，共34单知识产权ABS采用贷款模式发行，发行规模为61.69亿元，占全部知识产权ABS发行规模的78.24%，底层资产以小额贷款债权及其附属权益为主。2023年，共12单知识产权ABS采用专利二次许可模式发行，发行规模为16.04亿元，基础资产为专利许可使用费支付请求权及附属权益，其中有11单产品由融资租赁公司发起，另1单由中国技术交易所有限公司发起。以保理融资债权及附属知识产权质押权益作为入池资产发行的1单知识产权ABS，为水电十四局第1期知识产权资产支持专项计划，该产品为全国首单央企知识产权ABS，为央企知识产权融资提供新思路。2024年1—3月，知识产权ABS仅1单采用专利二次许可模式发行，其余8单均采用贷款模式发行（见图5）。

前五大发起机构情况

2023年共有21家原始权益人发行了知识产权ABS，较2022年增加了6家，知识产权ABS渗透率稍

有提升，参与机构逐渐多元化，但发起机构仍以小贷公司、保理公司和融资租赁公司为主，发起机构所在区域仍以广东、北京和江苏为主。

2023年前五大发起机构共发行31单知识产权ABS，发行规模合计为62.82亿元，较2022年增长29.74%，前五大发起机构的发行情况见表2。在深圳市政府及相关部门的大力支持下，2021年以来，深圳市中小担小额贷款有限公司和深圳市高新投小额贷款有限公司的发行规模稳居前二，深圳市知识产权ABS发行规模持续领先。

优先级证券（AAAsf级别）发行利率及期限分布情况

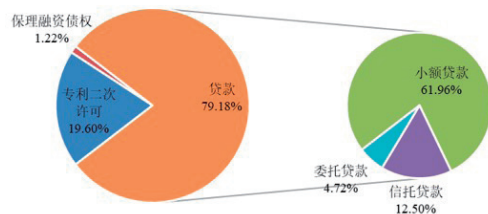
2023年发行的知识产权ABS优先级证券中，AAAsf级别优先级证券占比为92.77%²；2024年1—3月发行的知识产权ABS优先级证券中，AAAsf级别优先级证券占比为92.45%。受底层资产期限影响，AAAsf级别优先级证券期限整体较短，主要集中于1年左右，帮助科技创新企业解决流动性紧缺的问题（见表3）。

2023年以来，知识产权ABS优先级证券中，AAAsf级别优先级证券发行利率主要集中于3.00%（不含）~3.30%（含）之间。AAAsf级别优先级证券发行利率分布情况（见表4），发行利率区间较广。各省市在地方层面推出差异化知识产权金融服务政策，同时知识产权ABS多由当地政府或知识产权局牵头，底层资产债务人往往为同一区域内专精特新企业或高新技术企业，企业融资成本受所处行业和地区影响较大。

产品增信情况

由于知识产权ABS债务人集中度相对较高，呈现

图5 2023年及2024年1—3月知识产权ABS业务模式分布情况



数据来源：Wind, cnabs, 联合资信整理

² AA+sf 级别优先级证券发行规模占比为 6.72%，融信通达（天津）商业保理有限公司 2023 年度天银 - 东丽知识产权第一期定向资产支持票据的优先级证券（发行规模合计占比为 0.52%）无公开资料显示证券评级。

表2 2022年及2023年知识产权ABS发行规模前五大发起机构（单位：单、亿元）

序号	2023年前五大发起机构				2022年前五大发起机构			
	发起机构	发行数量	发行规模	发行规模占比	发起机构	发行数量	发行规模	发行规模占比
1	深圳市中小担小额贷款有限公司	12	29.79	37.78%	深圳市中小担小额贷款有限公司	7	20.30	31.72%
2	深圳市高新投小额贷款有限公司	11	21.09	26.74%	深圳市高新投小额贷款有限公司	9	18.07	28.24%
3	南京鑫欣商业保理有限公司	6	5.93	7.53%	广东耀达融资租赁有限公司	1	3.67	5.74%
4	中国技术交易所有限公司	1	3.90	4.95%	江苏信保科技小额贷款股份有限公司	2	3.58	5.59%
5	广东耀达融资租赁有限公司	1	2.11	2.68%	安徽兴泰融资租赁有限责任公司	3	2.80	4.38%
合计		31	62.82	79.67%	合计	22	48.42	75.67%

数据来源：Wind，联合资信整理

表3 2023年及2024年1—3月知识产权ABS中AAAsf级优先级证券期限分布情况（单位：月、单、万元）

AAAsf级优先级证券期限	单数	发行规模	发行规模占比
(0.00,7.00]	1	3700.00	0.44%
(7.00,14.00]	41	718210.00	85.54%
(14.00,21.00]	2	13700.00	1.63%
(21.00,28.00]	2	19200.00	2.29%
(28.00,35.00]	3	26500.00	3.16%
(35.00,42.00]	5	58300.00	6.94%
合计	54	839610.00	100.00%

注：证券期限=（预期到期日-起息日）/365*12

数据来源：Wind，联合资信整理

出较强的区域特征，且融资企业多为科技创新企业，证券本息兑付受债务人所处区域经济环境和单户债务人信用水平影响较大，产品交易结构往往设置内部/外部增信以更好地保障证券本息兑付。2023年，知识产权ABS新增了银行保函增信模式，知识产权ABS增信方式日益丰富。

2023年知识产权ABS增信方式，主要有底层资产层面增信、专项计划层面增信和将两种模式融合的双增

信模式等三种类型。具体来看，在底层资产层面增信模式下，部分产品通过商业银行为底层借款开具银行保函进行增信，或通过担保公司对底层借款提供保证担保进行增信。结合国外知识产权ABS发行经验，未来可探索保险为底层资产提供增信的新模式。在专项计划层面增信模式下，通常由担保公司或一般国央企对优先级证券本息按时、足额兑付进行差额支付承诺，或为差额支付承诺提供增信。双增信模式为上述两种模式融合。

表4 2023年及2024年1—3月知识产权ABS中AAAsf级优先级证券发行利率分布情况 (单位: 单、万元)

AAAsf级优先级发行利率	单数	发行规模	发行规模占比
[2.70%,3.00%]	10	146500.00	17.45%
(3.00%,3.30%]	32	599210.00	71.37%
(3.30%,3.60%]	7	58400.00	6.96%
(3.60%,3.90%]	4	30900.00	3.68%
(3.90%,4.20%]	--	--	--
(4.20%,4.50%]	1	4600.00	0.55%
合计	54	839610.00	100.00%

数据来源: Wind, 联合资信整理

增信方通常分为金融机构和一般国央企两大类, 金融机构通常包括商业银行和担保公司, 一般国央企类多为原始权益人股东或同一区域城投企业。据不完全统计, 2023年有33单知识产权ABS由担保公司提供增信, 涉及发行规模64.40亿元, 占比为81.67%; 2024年1—3月发行的知识产权ABS中, 有6单由担保公司提供增信, 2单由商业银行提供增信, 1单由一般国央企提供增信, 担保公司为最为常见的增信方 (见图6)。

证券存续期表现情况

根据Wind数据, 2020年以来, 仅有兴业圆融-温州技术产权资产支持专项计划1单知识产权ABS的优先级证券信用等级上调 (于2023年6月由AAsf上调至AA+sf)。截至2024年3月底, 我国知识产权ABS尚未出现违约情况。

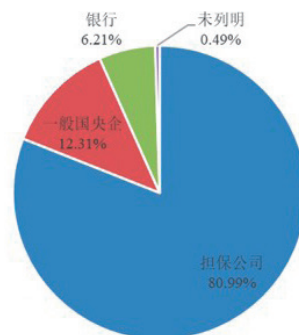
四、知识产权ABS发展趋势分析

知识产权证券化是国家创新发展的重要措施, 也是现代科技企业发展的必然选择。未来我国知识产权证券化产品有望快速增长, 市场化发行路径仍需探索, 基础资产类型和增信模式或将更加丰富, 但同时需对

其信用风险保持关注。

在各级政府的积极引导以及各类知识产权专业机构的大力推动下, 我国知识产权ABS有望继续蓬勃发展。我国各级政府将继续贯彻落实创新驱动发展战略, 完善知识产权金融支持政策, 在税收优惠、贴息补贴、风险补偿、国际融资等方面继续为知识产权ABS保驾护航。随着我国知识产权金融市场的快速发展, 知识产权价值评估、信用评级、处置交易、增信保险等专业机构逐步成长起来, 这些专业机构逐步积累知识产

图6 2023年及2024年1—3月知识产权ABS增信方企业性质分布情况



注: 融信通达(天津)商业保理有限公司2023年度天银-东丽知识产权第一期定向资产支持票据无法通过公开资料获取增信方设置情况, 对应图中的“未列明”类型

数据来源: Wind, cnabs, 联合资信整理



权项目经验和交易数据,完善评估模型和风险管理机制,为知识产权ABS提供更加专业化的服务。此外,我国知识产权拥有量快速增长,为知识产权证券化产品的快速发展提供了丰富的底层资产。截至2023年底,国内(不含港澳台)发明专利有效量为401.5万件,同比增长22.4%,首次超过400万件;国内注册商标有效量为4404.7万件,同比增长8.4%。未来,我国知识产权拥有量将继续快速增长,高价值知识产权将继续增多,这将为知识产权ABS业务提供更加丰富的底层资产。

知识产权ABS的基础资产类型有望更加丰富,增信形式有待创新。截至2024年3月底,我国知识产权ABS的基础资产仍均为债权,尚未出现收益权。随着知识产权数量的增多、知识产权价值评估与处置回收机制的不断完善,知识产权未来收益确定性有望增强,收益权模式的知识产权ABS值得深入探索。截至2024年3月底,我国已成功发行的绝大部分知识产权ABS均需要外部增信,但是商业担保成本偏高,而政策性担保难以持续。未来,纯内部增信的知识产权ABS产品有待进一步创新。

随着政策红利窗口期的结束,债务人的实际融资成本或将有所上升,未来亟需探讨知识产权ABS的市场化发行路径。对此,知识产权ABS可以通过创新业务模式,在资产池组包过程中考虑扩大产品覆盖区域,降

低基础资产区域集中度及单户债务人占比,提高资产池整体信用质量,从而获取市场投资者进一步认可,进而在一定程度上可降低债务人融资成本。

未来,知识产权ABS产品的潜在风险不容忽视。尽管截至2024年3月底,我国知识产权ABS尚未出现违约情况,然而随着市场环境的变化,此类产品或将发生信用风险事件,需要引起监管部门和投资人的关注。首先,知识产权ABS的融资企业大多为小微企业,这类企业在经营上对外部经济环境变化更为敏感,同时由于融资渠道相对有限,往往承载着更高的信用风险压力。其次,部分知识产权ABS产品依赖于当地城投企业作为外部增信机构,随着国家不断推进城投企业的市场化转型,城投企业的信用水平可能会出现波动,这种波动进而可能会传导至由其担保的知识产权ABS产品,使得该产品面临一定的信用风险挑战。因此,知识产权ABS产品的潜在风险需监管部门和投资人予以密切关注,并积极采取措施防范和应对可能的信用风险问题。

当前,我国知识产权ABS市场在政策推动与市场需求的双重驱动下蓬勃发展。面对未来的机遇与挑战,业界应着力推进知识产权ABS的市场化进程,创新发展内部增信机制,积极探索新型基础资产类型,以实现知识产权价值的最大化利用与高效流转,为我国创新驱动发展战略的深入实施提供有力支撑。■

2023年度我国公募债券市场违约处置和回收情况研究

文|联合资信 林青 郝帅 刘晓光 薛逸竹

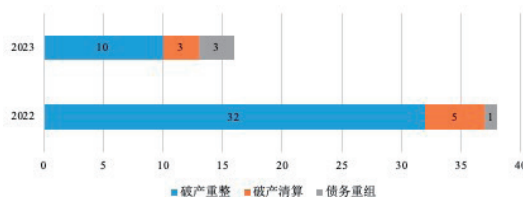
一、2023年我国公募债券市场违约处置与回收整体情况

2023年,我国违约债券处置制度建设进一步完善,市场化、法治化违约债券处置的基本标准和流程持续健全,债券持有人会议等投资者保护制度及信息披露制度进一步完善。根据公开数据整理,2023年我国公募债券市场发生违约处置¹的有16家违约发行人,涉及57期违约债券,较上年(38家,116期)均大幅减少。违约处置方式²涉及破产重整(违约发行人10家、涉及违约债券29期)、破产清算(违约发行人3家、涉及违约债券22期)、债务重组(违约发行人3家、涉及违约债券6期)(见图1)。整体来看,2023年进行违约处置的案例较之前年份明显减少,破产重整仍然为主要处置方式。

截至2023年末,我国公募债券市场共有484期债券构成实质性违约³,违约规模⁴合计4751.20亿元。从处置进程看,176期违约债券已完成处置⁵,210期正在

处置进程中,98期违约债券尚未有公开的处置信息。从回收情况看,已完成处置的176期违约债券中,42期实现全额回收,8期实现部分回收⁶,126期违约债券由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模(见图2),已处置完成的违约债券共涉及违约规模2122.45亿元,占公募市场整体违约债券规模的44.67%。从处于处置

图1 2022年和2023年我国公募债券违约处置方式违约发行人分布情况(单位:家)



注:1.破产重整、破产和解和破产清算的数据统计以当年发生的最新进展为准,不重复统计;2.其他违约处置方式根据发生实际回收金额的实际偿还年份分别统计;3.根据最新的信息披露情况,本报告对往年数据进行追溯调整,以下同

资料来源:联合资信根据公开资料整理

¹年度违约处置统计口径为:截至2023年末我国公募违约发行人中,统计年份内发生实质违约处置进程的发行人和统计年份内确定违约处置方式但尚未有实质回收进展的发行人。

²债券违约处置方式内容详见《我国债券违约处置方式和回收情况研究》<http://www.lhratings.com/lock/research/16955fb67de>。

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/主体发生违约:一是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;二是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;三是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(根据协议将可转换债券转为资本的情况除外)等情况;但在以下两种情况发生时,不视为债券/主体违约:一是如果债券具有担保,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;二是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。

⁴包括违约利息和本金。

⁵违约处置完成的认定标准为:破产重整方式处置完成,以法院公告宣布终结破产重整程序为准;其他方式处置完成,以Wind或官方渠道公告处置完成为准。

⁶包括已处置完成但未实现全额回收和未处置完成但实现部分回收的情况。

进程中的210期违约债券回收情况来看，9期债券已实现部分回收，剩余201期债券未有回收金额或由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模，共涉及违约规模1857.68亿元。

根据现阶段可获取的回收规模数据简单估算，截至2023年末，公募债券市场整体回收率约为7.84%⁷，较2022年末（8.09%）有所下降。从已完成处置的回收情况来看，回收率约为87.12%。受我国违约回收处置进展缓慢、历时较长，回收处置的信息披露不完整等因素影响，回收率的简单统计准确性较低，此外，近年来我国破产重整案例不断增多，重整计划中多将债券与其他债权进行合并处置，因此债券的回收金额无法准确计算，也在一定程度上影响回收率统计的准确性。

为帮助投资者更好地识别债券违约损失风险，优化资产配置，联合资信探索适用于我国债券市场的回收率测算方法⁸。根据联合资信回收率预测结果⁹，以2023年破产诉讼执行完毕的2家企业测算回收率（见表1），上海华信国际集团有限公司和中信国安集团有限公司的预测回收率结果分别为16.40%和9.86%，与市场交易价格法计算的回收率误差不超过5%。

从已完成处置的回收情况来看，回收期限为1~3年的债券数量最多，其次为3年以上和6个月~1年。从不同

处置方式来看，采用破产重整和债务重组方式的回收期限仍然较长，自筹资金和第三方代偿等方式耗时较短（见表2）。

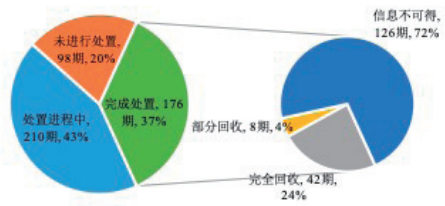
二、2023年我国公募债券市场违约处置主要特征与案例

破产诉讼

1. 破产重整违约处置的发行人较上年大幅减少，处置进展不及预期

2023年我国公募债券市场采用破产重整方式进

图2 截至2023年末我国公募债券市场违约债券处置和回收情况



注：“信息不可得”指已完成违约处置，但由于信息披露等原因无法获悉回收规模，本文下同
资料来源：联合资信根据公开资料整理

表1 2023年部分样本的联合资信回收率预测结果

发行人	预测回收率	市场交易价格回收率
上海华信国际集团有限公司	16.40%	12.06%
中信国安集团有限公司	9.86%	14.00%

注：市场价格是市场参与者在债券违约前后对债券回收价值的客观评价，联合资信回收率预测结果在无实际回收信息的情况下，优先选用可靠的违约债券交易价格作为主体/债券的回收率
资料来源：联合资信回收率预测产品整理

⁷ 公募债券市场回收率为回收规模与违约规模的比值，剔除无法获悉回收规模的违约债券，以下同。
⁸ 详见专题研究《借他山之石，探违约回收之路——我国违约债券回收率测算》<https://mp.weixin.qq.com/s/2dT9iAa8nbCyXHZ5svb7Pg>
⁹ 联合资信回收率预测结果基于市场有效性假说和破产清算假设下资产变现偿还债务理论，利用大数据等先进的信息技术手段，测算过程综合宏观环境、行业风险、企业经营状况、财务状况、交易价格、市场舆情等多种因素，并对变现率进行乐观、中性、悲观假设，最终在专家调整的基础上得出合理的回收率预测结果。

表2 截至2023年末违约债券回收期限分布情况 (单位: 期)

违约处置方式	回收期限				
	<10天	10天~6个月	6个月~1年	1~3年	3年以上
破产重整	--	3	17	73	32
债务重组	1	1	4	3	8
自筹资金	5	8	--	3	--
第三方代偿	1	2	--	--	2
破产清算	--	--	--	3	11
求偿诉讼	--	--	1	--	--
处置抵质押物	--	1	--	--	--
破产和解	--	--	--	2	--

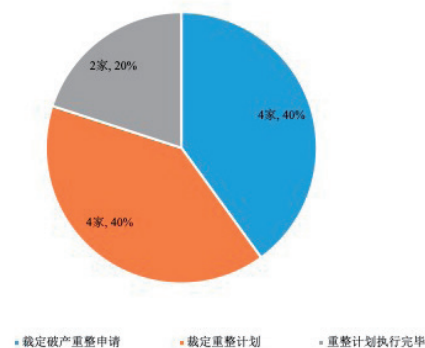
注: 1.按违约债券期数统计; 2.债券采用多种方式进行处置时, 则按不同处置方式分别纳入统计, 即同一债券可被多次计数

资料来源: 联合资信回收率预测产品整理

行处置的主体中, 10家有实质性进展¹⁰, 较上年 (31家) 大幅减少。从处置进程情况来看, 在10家重整主体中, 有4家发行人被法院裁定破产重整, 4家发行人正在执行重整计划, 2家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序 (见图3)。此外, 有2家发行人拟进行破产重整, 已被法院裁定启动预重整程序, 但尚未进入破产重整程序, 分别为正源房地产开发有限公司和泛海控股股份有限公司。

从破产重整处置效率来看, 2023年法院共裁定4家¹¹违约发行人进入破产重整程序, 其申请破产重整日至法院裁定破产重整日的平均耗时为33天, 较2022年缩短了39天; 2023年处于执行重整计划阶段的5家发行人中, 法院裁定重整申请日至批准重整计划日的平均耗时为636天, 较2022年 (572天) 有所延长; 2023年重整计划执行完毕的发行人共2家, 其批准重整计划至

图3 2023年破产重整的违约发行人的处置进展情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

重整计划执行完毕平均耗时688天, 较2022年 (341天) 大幅延长 (见图4)。整体来看, 法院裁定重整申请的效率明显提升, 但破产重整处置周期仍然偏长。

¹⁰ 破产程序有实质性进展指企业在当年出现被法院裁定破产重整、裁定重整计划或裁定重整计划执行完毕的情况。

¹¹ 指在 2023 年被法院裁定进入破产重整程序的发行人, 包含后续已进入重整计划执行阶段或重整计划执行完毕的发行人。

合并重整和预重整仍是常态化处置方式，助力破产处置效率提升。2023年，新增3家违约主体被法院裁定进行合并重整，新增3家发行人进行预重整处置（见图5），其中，中天金融集团股份有限公司（以下简称“中天金融”）于2023年5月被法院裁定采用预重整方式进行违约处置，2023年11月已被法院裁定合并重整；正源房地产开发有限公司、泛海控股股份有限公司目前仍处于预重整处置阶段，暂未有实质进展。

2. “出售式重整”提高重整效率，协助企业回归健康可持续发展轨道

中信国安集团有限公司（以下简称“中信国安”）2022年1月因不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，被法院裁定进行重整。2023年1月，法院裁定批准中信国安集团有限公司、中信国安有限公司等7家企业实质合并重整计划草案，并终止重整程序。特别地，本次重整中信国安采取的是“出售式重整”方式，即将债务人优质资源、营业事业剥离对外出售给他人，使得原有营业持续，出售获得对价以及未剥离的不良资产处置所得作为偿债资金用于清偿债务，处置完毕后注销法人资格，这与常见的存续式重整有所不同。这种方式有助于挽救重整企业优质资产，隔离债务人自身风险，促进企业较快恢复正常生产经营。

根据《重整投资协议》，包括原中信国安以及其子

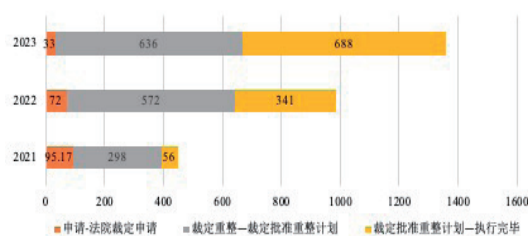
公司在内的7个重整主体，以保留资产和选择留债清偿的债务整体打包，设立中信国安实业，进而通过股权受让、增资及以股抵债等方式，中信国安实业最终由中信集团和转股债权人共同持股。2023年11月，法院批准重整计划执行完毕，该重整模式有效缩短了重整时间，提高了重整效率，为我国后续破产重整实践提供重要参考。

3. 2023年新增进入破产清算程序的主体较上年有所减少

2023年我国公募债券市场采用破产清算方式进行处置的主体中，3家有实质性进展，其中2家为新增进入清算程序的主体，较2022年（3家）有所减少。

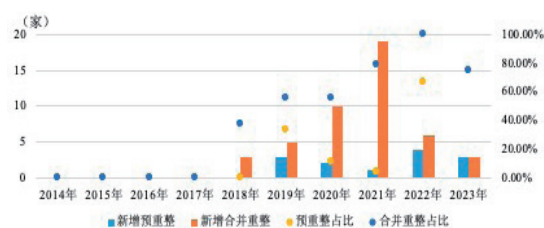
成龙建设集团有限公司（以下简称“成龙集团”）因重整失败被法院再次裁定破产清算。2021年9月，法院裁定受理债权人对成龙集团破产清算的申请，此后，成龙集团为最大程度维护债权人利益、提升清偿率，向法院申请转为重整，法院于2021年11月裁定对成龙集团进行重整的申请；2021年12月，法院裁定批准重整计划草案并终止成龙建设集团有限公司重整程序，但重整计划并未能顺利推进执行，2023年1月法院再次裁定受理义乌市义浩建材厂等二十三名申请人对成龙集团的破产清算申请，公司再次宣告破产，截至年末暂无相关进展信息。

图4 2021—2023年破产重整方式各阶段平均耗时（单位：天）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 2014—2023年我国公募债券市场新增裁定预重整及合并破产重整情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

鸿达兴业集团有限公司因不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务于2023年被法院裁定破产清算。

上海华信国际集团有限公司于2019年破产重整失败并转为破产清算，2023年2月，关联企业实质合并破产清算工作已完成，变价归集的破产财产的分配方案已经执行完毕，法院裁定终结破产程序。

债务重组

2023年，公募债券市场仅3家违约企业持续推进债务重组进程，分别是金鸿控股集团股份有限公司（以下简称“金鸿控股”）、三胞集团有限公司（以下简称“三胞集团”）和渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”）。渤海租赁已按分期兑付计划完成三期资金支付，与持有剩余20%份额的持有人仍在持续协商，截至2023年末暂未签署协议。金鸿控股和三胞集团前期均采用债务重组方式对债券进行处置，根据自身的实际情况和债务结构特点，制定灵活、个性化的债务重组方案，得到了债权人的认可和支持。虽然债务重组让出险企业获得阶段性的稳定，也在一定程度上保证了债权人的利益，但截至2023年末，仍无实质性进展。

金鸿控股采用展期、分期、折价兑付等方式对债务进行重组，后多次调整清偿方案，仍无法按约定偿还。2018年10月，金鸿控股与债券持有人达成了“展期+分期兑付+质押增信”方案，偿债资金来源于资产处置。但由于资产处置回款不及预期，至2019年末金

鸿控股仅偿付35%的债券本金及相应利息，未能按照方案偿付50%债务。2020年8月，公司公告第二次债务清偿方案¹²，对剩余债券本息进行“六折偿付+展期四年”，即债权人可选择剩余债务本金及利息按六折一次性偿付或展期四年分期偿还。截至2023年6月30日，选择方案一的债权人已清偿完毕，而选择方案二的债权人，金鸿控股在2021年及2022年依约偿还两期债务后，未能于2023年偿还第三期债务。2023年9月4日，金鸿控股制定了债务清偿方案三¹³，对尚拖欠的38.5%债务本金及相应利息再次展期，但仍未能按照约定在2023年11月30日偿还原债务本金的16.5%及相应利息。截至2023年底，债权人拟启动诉讼维权。

三胞集团受前期激进多元化扩张，债务负担过重，叠加电子商务冲击和上游行业低迷影响，核心业务板块营业收入下降，盈利能力下滑，偿债压力巨大，2019年，三胞集团陷入流动性危机，无法按时偿还债务。根据公开信息，三胞集团重组计划从制定到表决通过历时超过三年，《三胞集团有限公司重组计划》于2021年11月30日获得金融债委会表决通过，核心条件是普通债权全额留债，展期八年，三胞集团将清理处置留存业务资产白名单以外的非主营业务资产，所得款项用于清偿债务，同时中国华融将作为战投方为三胞集团提供增量纾困资金80亿元，用于资产修复、债务清偿。受制于重组约束力不强、各参与方诉求不同等因素，截至2023年末，重组计划签署比例为67%，推进解封解冻以及落实纾困政策实施条件的工作未有实质性进展。

¹² 2020年8月5日，金鸿控股就债务逾期后的清偿事宜制定了第二次清偿方案，约定了两种清偿方案：方案一为债务余额及利息在2020年9月30日前一次性清偿；方案二为总债务本金的55%及相应利息的清偿展期至2024年6月30日，分别于2021年6月30日、2022年6月30日、2023年6月30日和2024年6月30日按照10%、20%、30%、40%的比例清偿。

¹³ 2023年9月4日，金鸿控股公布《调整后的“15金鸿债”及“16中油金鸿MTN001”债务清偿方案》，约定2023年11月30日前，偿还债务本金的16.5%及相应利息，2024年6月30日前，公司偿还债务本金的22%及相应利息。

三、2023年主要政策变化与未来展望

2023年,我国监管部门继续出台相关制度文件及指导政策,进一步完善违约处置机制体制,规范信息披露和存续期管理制度,违约发行人采用司法程序进行违约处置的案例不断增加,市场化、法治化违约处置进程有所加快。具体来看:

一是健全债券违约风险处置机制。2023年6月,证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》,指出持续完善市场化、法治化、多元化的债券违约风险化解机制,健全违约债券转让机制,完善债券购回、债券置换、回售转售等债务管理工具相关制度安排,支持市场主体在平等协商的基础上通过债券展期、债务重组等方式化解风险,推动通过金融机构债权人委员会、破产重整等方式有效出清违约债券。上述政策的发布有助于进一步完善市场化、法治化的债券违约处置机制,加大投资者保护力度,提升债券市场出清效率。

二是优化债券集体行动机制。2023年12月,交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引》(以下简称《持有人会议规程》和《同意征集指引》),同时配套发布三项示范文本。《持有人会议规程》重点围绕持有人会议“召开针对性不强”“召集程序灵活性不够”“决议达成难度较大”三大核心问题,对持有人会议的召开情形、召集程序、表决机制等内容进行了优化,区分了强制召开情况与提议召开情形,调整表决机制,并为特别议案设置总表决权过半数的底线要求,同时在提升召集程序灵活性的基础上,强化对关键程序的保护。《同意征集指引》也就实施事项、表决比例等条款进行了同步调整。三项示范文本为募集说明书条款约定及存续期信息披露文件编制提供了参考范例,保障披露文件与新规的一致性。上述政策的发布有助于更好的发挥持有人集体行动机制在债券风险及违约处置中的重要作

用,推动企业开展主动债务管理和债务风险化解,提高风险及违约处置效率。

三是加强债券存续期管理机制。2023年4月,交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期业务规则》,进一步清晰界定各类参与主体的职责定位、工作内容和权利义务。一是明确发行人是存续期工作的第一责任主体,提出诚信守约要求,丰富对于违约失信行为的管理工具;二是按照“为谁服务、对谁负责”的原则区分主承销商与受托管理人的存续期职责差异,其中受托管理人为持有人服务,对持有人负责,职责包括管理处置担保物、代为参与债务重组及司法程序等。三是增强存续期工作机制灵活性,满足市场多元化需求。新规施行后,结合银行间债券市场的“机构投资者市场”特征,发行人或持有人可以根据需要自主决定聘请受托管理人。四是丰富交易商协会存续期自律管理的制度工具,搭建了违约、违规行为分类处理机制。上述政策的发布有助于优化债务融资工具存续期工作机制,加强债券市场信用风险管控,保护投资者合法权益。

四是完善信息披露制度。银行间市场,2023年7月,交易商协会发布《募集资金相关存续期信息披露文件示范文本》,在现有《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期信息披露文件示范文本(2022版)》的基础上,增加了2类募集资金相关示范文本,分别适用于存续期募集资金用途变更以及变更或新增募集资金监管账户/专项账户的情形,有助于进一步规范发行人的信息披露行为,提高债券存续期的信息披露质量,加强债券市场债务风险管控。2023年11月,交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》,明确企业信息披露的一般规则以及发行和存续期的信息披露事项,有助于进一步规范银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行人和其他信息披露义务人的信息披露行为,保护市场参与者的合法权益。交易所市场,2023年5

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1号——公司债券持续信息披露（2023年修订）》，主要修订了四方面内容：一是优化整合前期信息披露规范要求；二是聚焦风险导向、优化披露标准，新增可能导致公司信用类债券加速清偿、成立金融机构债权人委员会等披露事项等；三是进一步强化信息披露规范性要求，明确发行人及其关联方境内外信息同步披露标准等；四是明确破产环节和市场化重组的披露要求，充分考虑主体破产、被托管或接管情况下的披露要求等。同日，深交所发布《公司债券存续期监管业务指引第1号——定期报告》（以下简称《定期报告指引》）和《公司债券存续期监管业务指引第2号——临时报告》（以下简称《临时报告指引》），《定期报告指引》进一步细化了定期报告披露要求，强化发行人整体经营情况和风险水平揭示，突出重大变化分析，并明确发行人进入破产或市场化重组程序的披露要求。《临时报告指引》一是进一步优化了信息披露框架，二是以风险揭示为导向，强化了发行人的信

息披露要求，三是专章规范破产和市场化重组程序的披露要求，四是专章明确了增信主体重大事项信息披露要求，五是专章明确专业机构履责事项信息披露要求。上述措施有助于进一步规范债券发行人和其他信息披露义务人的信息披露行为，提升市场透明度，保护投资人的合法利益不受侵害。

从实践来看，破产程序已逐步成为我国处置违约债券的主要方式，近年来我国公募债券市场破产诉讼回收处置案例进一步增加，同时，随着违约处置机制持续完善，完成处置的破产诉讼主体逐步增多，违约发行人清偿方案也不断丰富。但现阶段破产程序仍存在处置回收期限较长、后期资金回收不确定性高等问题。未来随着我国债券市场违约处置市场化程度不断提高，债券市场统一监管进程加快和统一执法力度加强，我国违约处置效率有望提升，投资者保护制度有望持续完善，信息披露制度及违约债券交易机制也将更加完善，我国债券违约处置机制市场化、法治化水平将进一步提升。 



沪深交易所ABS新规解析之持续信息披露

文 | 联合资信 刘畅 李香庭

2024年3月29日,上交所发布了《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第5号——资产支持证券持续信息披露》,深交所发布了《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第1号——定期报告》和《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第2号——临时报告》,以下统称为《指引》。此次沪深交易所发布的《指引》进一步明确了资产支持证券存续期间的信息披露要求,对于信息披露一般规定以及定期报告、临时报告、持有人会议、资信评级报告等披露事项提出明确要求。《指引》的发布有助于规范资产支持证券在挂牌转让期间的信息披露活动,保护投资者权益。

一、制定背景

沪深交易所多次发布指引规范资产支持证券在存

续期的信息披露(见表1)。沪深交易所此次发布的《指引》整体内容基本一致,均承袭原有披露要求,并结合监管实践做出优化调整,规范信息披露要求,强化证券风险管理。严格、规范的信息披露要求有助于完善资产支持证券业务规则体系。提升信息披露质量亦是推进资产支持证券市场高质量发展的重要方向之一。

二、存续期报告

基础资产

《指引》新增不合格资产处置的披露要求,明确PPP项目基础资产的披露要点,并要求通过基础资产变化分析证券收益分配所受的影响,以此加强信息披露的充分性、针对性和有效性。当基础资产存在潜在风险时,《指引》要求提高临时报告的披露频率,加强信

表1 资产支持证券存续期信息披露相关指引

发布方	发布日期	规则名称	文号	目前状态
上交所	2018/05/11	《上海证券交易所资产支持证券定期报告内容与格式指引》	上证发〔2018〕29号	已废止
	2019/11/01	《上海证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》	上证发〔2019〕105号	已废止
	2024/3/29	《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第5号——资产支持证券持续信息披露》	上证发〔2024〕30号	发布并存续
深交所	2018/05/11	《深圳证券交易所资产支持证券定期报告内容与格式指引》	深证上〔2018〕200号	已废止
	2019/10/31	《深圳证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》	深证上〔2019〕685号	已废止
	2024/3/29	《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第1号——定期报告》	深证上〔2024〕241号	发布并存续
	2024/3/29	《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第2号——临时报告》	深证上〔2024〕242号	发布并存续

注:《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第5号——资产支持证券持续信息披露》《上海证券交易所资产支持证券定期报告内容与格式指引》和《上海证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》将在下文分别简称为《上交所指引5号》《上交所定期报告指引》和《上交所临时报告指引》
数据来源:上海证券交易所和深圳证券交易所网站

息披露的及时性。

《指引》提出，管理人在定期报告中披露基础资产情况时，除了披露基础资产存续期表现外，还应说明资产表现是否影响证券收益分配及其解决措施（见表2）。该补充规定有助于加强信息披露的有效性，通过基础资产表现分析现金流入的变化情况，进而揭示对资产支持证券收益分配带来的影响。

此外，《指引》针对债权类资产新增披露不合格基础资产处置的要求（见表2），该补充规定有助于加强信息披露的充分性。对于占比较高的基础资产情况，早偿、逾期、违约、涉诉等非正常偿还的基础资产情况，资产质量和现金流变化的情况等，《指引》均延续了原有规定。

本次发布的《指引》中，新增基础资产为PPP项目相关权益¹的披露要求。比如管理人应当披露PPP项目实施情况、运营情况、是否达到规定或者约定的运营标准和要求，项目公司绩效情况、付费调整情况以及影响运营和项目收益的其他情况，并说明是否影响报告期内按约定分配专项计划收益及其解决措施，以及对未来收益分配的影响与应对措施。明确了定期报告对

于该类项目的披露要点，加强了信息披露的针对性。

在基础资产发生损失的情况下，《指引》要求提高临时报告披露频率，专项计划发生的资产损失累计每超过全部资产支持证券未偿还本金余额10%时均应进行披露（见表3）。在基础资产涉及权利负担的情况下，

《指引》要求充分披露处置情况，无论是否按约定完成抵（质）押登记或解除权利负担的办理，均应在临时公告中予以披露（见表3）。

当基础资产面临潜在风险时，《指引》的补充规定有助于加强信息披露的及时性和充分性，便于投资者及时关注到基础资产变化情况。

交易结构

《指引》增加了启动信用触发机制的披露要求，完善了现金流归集划转情况和专项计划账户资金管理运用情况的披露要求，细化了附回售条款证券的披露要求。《指引》中多次强调披露对未来收益分配的影响与应对措施，旨在切实维护投资者的合法权益。

《指引》新增要求，当专项计划启动权利完善、加速清偿、提前终止等信用触发机制的，管理人应披露该

表2 基础资产表现披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所定期报告指引》（已废止）
3.3.4 基础资产为债权类资产的，管理人还应当披露下列情况，并说明是否影响报告期内按约定分配收益及其解决措施，以及对未来收益分配的影响与应对措施： （一）报告期末单笔未偿本息余额占全部基础资产未偿本息余额1%以上的前20笔基础资产的情况，以及较报告期初的变化情况。发生变化的，应当参照计划说明书的披露要求披露变化后的基础资产情况。 （二）报告期内不合格基础资产的处置情况。 （三）报告期内早偿、逾期、违约等各类非正常偿还的金额笔数及其占比情况。 （四）报告期内涉及诉讼或者仲裁等争议及其处置情况。 （五）影响报告期内或者未来专项计划收益分配的债权类资产质量和现金流变化的其他情况。	第二十四条 基础资产为债权类资产的，管理人应当同时披露下列情况： （一）报告期末未偿本息余额占全部基础资产未偿本息余额1%以上的前20笔基础资产与报告期初的变化情况。如发生变化，应参照计划说明书的披露要求披露变化后的上述基础资产情况。 （二）报告期内早偿、逾期、违约等各类非正常偿还的金额与占比、笔数与占比情况。 （三）报告期内涉及诉讼或者仲裁等争议及其处置情况和处置结果等。 （四）影响报告期内或未来专项计划收益分配的债权类资产质量和现金流变化的其他情况。

数据来源：上海证券交易所和深圳证券交易所网站

¹ PPP项目相关权益：例如政府和社会资本合作（以下简称PPP）项目收益权、PPP项目资产、PPP项目公司股权等。

事项发生的具体情况、原因、截至报告披露时的最新处置进展以及对未来收益分配的影响。触发事件作为资产支持证券的预警机制之一，披露其触发情况有助于及时发现专项计划面临的潜在风险。

《指引》提出，管理人在披露现金流归集划转情况和专项计划账户资金管理运用时，还应说明对于专项计划收益分配的影响及应对措施（见表4）。在基础资产和交易结构层面，《指引》均有多处类似的补充规定。上述规定反应出信息披露应以风险防控为导向，以维护投资者权益为目的。

《指引》明确指出，在分析重大事件对资产支持证券的影响时，应补充分析证券投资价值和投资者权益，以及可能引发的信用触发机制（见表5）。对于临时报告中管理人应披露的应对措施，《指引》也作出了进一步的细化要求。该补充规定有助于加强信息披露义务人的风险管理力度，完善风险管理措施。

在此次发布的《指引》中，上交所对于收益分配报告的时间要求提前为“每期资产支持证券收益分配日5个交易日前”，深交所仍承袭“不晚于每期专项计划收益分配日前的第3个交易日”的要求。该调整有助于投

表3 面临潜在风险的基础资产披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所临时报告指引》（已废止）
5.2.1 任一会计年度内专项计划发生的资产损失累计每超过全部资产支持证券未偿还本金余额10%的，管理人应当于知道或者应当知道的2个交易日内披露专项计划资产变动公告。	第十三条 管理人应当于知悉或应当知悉重大事件发生后以及取得相关进展后两个交易日内披露临时报告。重大事件包括但不限于以下事项： (三) 专项计划资产发生超过资产支持证券未偿还本金余额10%以上的损失；
5.2.5 专项计划文件约定或者承诺在专项计划设立后完成相关资产抵（质）押登记、解除相关资产权利负担或者其他事项的，管理人应当于原定约定或者承诺履行期间届满的2个交易日内披露专项计划约定或者承诺事项履行公告，说明下列事项： (一) 约定或者承诺事项内容及其履行情况； (二) 未完成约定或者承诺事项的原因（如有）； (三) 对资产支持证券的影响分析； (四) 约定或者承诺事项未完成时，管理人和相关主体已采取和拟采取的应对措施（如有）。	第十三条 管理人应当于知悉或应当知悉重大事件发生后以及取得相关进展后两个交易日内披露临时报告。重大事件包括但不限于以下事项： (十二) 专项计划文件约定在专项计划设立后完成相关资产抵质押登记、解除相关资产权利负担，或承诺履行其他事项的，前述约定或承诺事项未在相应期限内完成；

数据来源：上海证券交易所和深圳证券交易所网站

表4 现金流归集划转情况披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所定期报告指引》
3.4.1 管理人应当披露专项计划现金流的回款和归集情况，包括各类各层回款和归集账户的设置，基础资产现金流的回款及划转时间、金额，说明现金流归集、划转是否符合相关规定或者协议约定，是否存在滞留、截留、挪用等情况，并说明是否影响报告期内按约定分配专项计划收益及其解决措施，以及对未来收益分配的影响与应对措施。	第三十条 根据约定基础资产现金流需由相关归集账户划转至专项计划账户的，管理人应当披露报告期内各层归集账户归集、划转基础资产现金流的时间、金额情况，并说明现金流归集、划转是否符合相关规定或协议约定，是否存在滞留、截留、挪用等情况。
3.4.2 管理人应当披露专项计划账户资金管理、运用、处分的下列情况，并说明是否影响报告期内按约定分配专项计划收益及其解决措施，以及对未来收益分配的影响与应对措施： 	第二十八条 管理人应当披露专项计划账户资金管理、运用、处分的下列情况：

数据来源：上海证券交易所和深圳证券交易所网站

资者尽早发现风险，及时采取应对措施。

对于资产支持证券附调整收益率条款、回售选择权等特殊条款的，《指引》对临时报告披露要求作出优化调整（见表6），使得信息披露内容更为全面。对于拟实施转售和拟申请延长转售期间的情况，《指引》新增细化规定（见表6），提高了信息披露的完备性、体系性。

参与机构

《指引》完善了现金流参与人资信状况变化的判断指标，新增了重要参与人风险自留情况、自持证券情况的披露规定，加强信息披露的充分性和公平性。

《指引》新增多条与现金流参与人资信状况变化相关的判断指标，对于现金流参与人发生债务违约的情况，《指引》制定了更为明确的披露标准（见表

表5 重大事件披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所临时报告指引》（已废止）
5.1.5 本章所称重大事件对资产支持证券的影响分析，包括但不限于重大事件是否会对资产支持证券收益分配、投资价值、转让价格和投资者权益产生重大影响或者可能引发信用触发机制。 管理人认为存在重大不利影响的，应当披露管理人和相关主体已采取和拟采取的对资产支持证券持有人的权益保护措施，包括但不限于专项计划增信措施、信用触发机制或者其他后续安排。	第十四条 重大事件临时报告的信息披露内容应当至少包括以下事项： （一）专项计划的基本信息； （二）重大事件的事实、成因和影响； （三）已采取及拟采取的应对措施； （四）后续信息披露安排； （五）本章规定的其他信息披露内容。 已披露的重大事件出现可能对资产支持证券收益分配、转让价格等产生较大影响的进展或者变化的，管理人应当及时披露后续进展或者变化情况及其影响。

数据来源：上海证券交易所和深圳证券交易所网站

表6 附特殊条款披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所临时报告指引》（已废止）
5.4.5 资产支持证券附调整收益率条款的，管理人应当按照专项计划文件约定的日期披露收益率调整公告。收益率调整实施日同时为回售资金发放日的，管理人应当于回售申报期起始日前披露收益率调整公告。没有约定或者约定不明确的，管理人应当于收益率调整实施日之前及时披露。	第二十一条 资产支持证券附调整收益率条款的，管理人应当按照专项计划文件约定的日期披露收益率调整公告。没有约定或约定不明确的，管理人应当于收益率调整实施日之前及时披露收益率调整公告。
5.4.6 资产支持证券附回售选择权的，管理人应当在回售申报期起始日前披露回售条款的基本内容、回售义务人、回售程序、回售申报期、回售价格、回售资金发放日等信息。 5.4.7 管理人应当在回售登记期届满后及时披露资产支持证券回售结果公告，说明回售申报金额、回售资金发放及资产支持证券注销安排等，并按规定注销相应资产支持证券。 5.4.8 拟实施转售的，应当在回售实施公告中披露拟转售安排，在回售结果公告中披露转售数量、转售期间，并承诺转售符合相关规定、约定及承诺的要求。管理人应当于转售期间届满后的2个交易日披露转售结果公告，并注销或者督促相关方注销未转售部分的资产支持证券。 5.4.9 拟申请延长转售期间的，管理人应当于转售期限届满5个交易日前向本所提交书面申请，说明目前转售进度、申请延长转售期的必要性和可行性、拟申请延长的期间。本所同意申请的，管理人应当及时披露延长转售期公告，说明相关安排。	第二十一条 资产支持证券附回售选择权的，管理人应当在回售申报期起始日前披露回售义务人、回售程序、回售申报期、回售价格、回售资金到账日等信息。回售后，管理人应当及时披露回售情况及其影响。

数据来源：上海证券交易所和深圳证券交易所网站

7)。在参与机构层面,《指引》仍多次强调披露对资产支持证券投资者权益的影响,这亦是对加强信息披露充分性和有效性的体现。

《指引》中新增要求,定期报告中应披露原始权益人及其关联方风险自留事项,应披露管理人以自有资金或者其管理的资产管理计划、其他客户资产、证券投资基金等认购资产支持证券的情况,揭示利益绑定风险,提高信息披露的公平性。

三、增设专章

持有人会议

《指引》增设“持有人会议”专章,进一步完善投资者保护机制。

《指引》在《上交所定期报告指引》和《上交所临时报告指引》的基础上,对持有人会议的召集程序、召开流程、会议决议等内容进行汇总整合,形成专章(见表8)。完善的持有人会议要求有助于保护



持有人权益,提升信用风险处理效率,规范议案审议流程,落实持有人会议决议。

资信评级报告

《指引》增设“资信评级报告”专章,压实资信评级机构披露责任。

《指引》指出,资信评级机构应当密切关注受评对象资信状况,并在必要时及时披露不定期跟踪评

表7 现金流参与人披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所定期报告指引》(已废止)
3.5.2 管理人应当简要披露报告期内特定原始权益人的股权结构和公司治理结构的重大变化情况,是否存在控股股东、实际控制人、主要负责人变动或者无法履行职责等影响公司治理和经营的重大情况及对资产支持证券投资者权益的影响。	第三十一条 管理人应当简要披露报告期内特定原始权益人治理结构,是否存在实际控制人、主要负责人变动或无法履行职责等影响公司治理和经营的重大情况。
3.5.6 特定原始权益人报告期内发生金额超过上年末合并口径净资产5%且超过5000万元的违约或者公开市场债务融资产品违约的,管理人应当披露未按期偿还的金额、未按期偿还原因、未来偿还安排等情况和对资产支持证券投资者权益的影响。	第三十四条 管理人应当简要披露报告期内特定原始权益人偿还债务本息的情况。如特定原始权益人报告期内存在未按期偿还债券、银行借款、其他债务融资工具等债务本息的,应当披露未按期偿还的金额、未按期偿还原因等情况。
《上交所指引5号》	《上交所定期报告指引》(已废止)
5.3.8 管理人、托管人、特定原始权益人及其他现金流参与人被列为失信被执行人,受到刑事处罚、重大行政处罚或者相关立案调查,发生超过上年末合并口径净资产5%且超过5000万元的债务违约或者其他资信状况的重大变化,可能影响资产支持证券投资者权益的,或者发生公开市场债务违约,管理人应当于知道或者应当知道之日的2个交易日披露资信情况发生重大变化公告。	第十三条 管理人应当于知悉或应当知悉重大事件发生后以及取得相关进展后两个交易日内披露临时报告。重大事件包括但不限于以下事项: (八) 特定原始权益人、管理人、托管人、资产服务机构、增信机构等资产证券化业务参与机构的资信状况或经营情况发生重大变化,或被列为失信被执行人,或发生公开市场债务违约,或作出减资、合并、分立、解散、申请破产等决定,或受到重大刑事或行政处罚等,可能影响资产支持证券投资者利益。

数据来源:上海证券交易所和深圳证券交易所网站

级报告（见表9）。该补充规定严格规范了资信评级机构进行信息披露的要求，强调资信评级机构履行信息披露义务的必要性和及时性。《指引》对基础资产、交易结构、参与机构等方面信息披露要求的提高，有助于资信评级机构充分判断受评证券风险，保护投资者权益，为投资者的投资活动提供更可靠的依据。

四、总结

本次沪深交易所发布的《指引》，整合了原有定期报告和临时报告的披露要求，完善了信息披露义务人的义务和责任。《指引》根据不同基础资产类型、交易结构等提出更具有针对性的披露要求，旨在有

效揭示资产支持证券的偿付能力，充分披露有利于投资者作出价值判断和合理决策的信息。《指引》对信息披露义务人提出了更高要求，在披露信息的基础上，还应分析相关事项对资产支持证券收益分配的影响，提前采取应对解决措施，保护资产支持证券投资者权益。

沪深交易所《指引》的发布，也是与巴塞尔协议III框架下的STC标准接轨，符合其中“透明、可比”的判定标准，加强了信息披露的及时性、充分性、针对性、有效性和规范性，有助于建立公开、透明、可预期的规则体系，完善资产支持证券自律监管，提升信用风险处理效率，切实维护投资者的合法权益，推动资产支持证券化市场健康有序发展。■

表8 持有人会议披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所临时报告指引》（已废止）
6.2 资产支持证券召开持有人会议的，管理人或者其他召集人应当至少于持有人会议召开日前10个交易日发布持有人会议召开通知。持有人会议规则对通知时间安排另有约定的，从其约定。 召集人因临时突发事件认为需要紧急召集持有人会议以有利于持有人权益保护的，可以适当缩短会议通知的提前期限，但应当给予相关方充分讨论决策时间。	第十七条 资产支持证券召开持有人会议的，管理人或其他召集人应当至少于持有人会议召开前十个交易日发布召开持有人会议的公告，专项计划文件另有约定的，从其约定。
6.6 持有人会议形成生效决议后，管理人应当积极落实或者督促原始权益人、资产服务机构、增信主体或者其他相关方按照约定和规定予以落实。	第二十一条 资产支持证券附回售选择权的，管理人应当在回售申报期起始日前披露回售义务人、回售程序、回售申报期、回售价格、回售资金到账日等信息。回售完成后，管理人无相关内容应当及时披露回售情况及其影响。

数据来源：上海证券交易所和深圳证券交易所网站

表9 资信评级报告披露要求对比

《上交所指引5号》	《上交所定期报告指引》（已废止）	《上交所临时报告指引》（已废止）
7.1 聘请资信评级机构对资产支持证券进行评级的，资信评级机构应当按照相关规定和约定编制定期跟踪评级报告，于每年6月30日前通过指定网站或者以本所认可的其他方式披露，但专项计划设立距报告期末不足2个月或者专项计划所有挂牌证券在披露截止日前已全部摘牌的除外。 7.2 资信评级机构应当密切关注受评对象的资信状况，按照规定以及专项计划文件约定及时披露资产支持证券不定期跟踪评级报告。	第五十九条 聘请资信评级机构对资产支持证券进行评级的，资信评级机构应当按照相关规定或约定编制定期跟踪评级报告，于每年6月30日前通过指定网站或以本所认可的其他方式披露。 专项计划设立距报告期末不足2个月或者每年6月30日之前专项计划所有挂牌证券全部摘牌的，资信评级机构可以不编制和披露定期跟踪评级报告。	第二十五条 资信评级机构应按照资信评级相关规定以及《信息披露指引》《业务指引》及专项计划文件的约定及时披露资产支持证券不定期跟踪评级报告。

数据来源：上海证券交易所和深圳证券交易所网站

一文看懂科创企业的信用分析

文|联合资信 邓博文 孙巧莉 李子昕

随着全球进入数字经济时代,科技实力对一国竞争能力和国际地位愈发重要,近年来以美国为首的西方国家也不断加大对中国高科技技术的封锁,我国相继出台了支持科技创新的重大政策及举措,并从股权和债务双渠道为企业科技创新提供融资支持。沪市科创板自2019年开板以来,截至2023年底科创上市公司已达566家,总市值突破5.5万亿元;科创债自2021年试点以来,截至2023年底已发行科创债及科创票据615只,发行规模突破5000亿元,2023年发行数量及规模同比翻番,处于高速增长阶段。作为债市“看门人”的评级机构,如何评判科创企业的信用呢?科创企业由于其科创属性及行业特征,其信用显著不同于传统行业企业,因此需要采用不同的信用分析思路、评价要素和指标,以下从科创企业的信用特征、分析思路、评价要素及指标三方面展开。

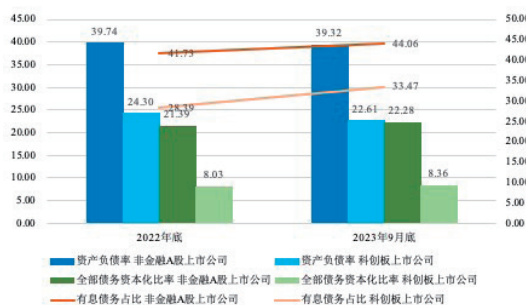
一、科创企业的信用特征

科创企业的信用和传统行业企业具有显著区别,整体上表现出更高的经营风险和相对更低的财务风险。科创企业的经营风险高主要源于几个方面,一是研发风险高,科创企业通常投入大量资源用于研发,但新技术、新产品和服务的研发具有较高的不确定性,可能出现研发方向和路线错误、无法克服技术障碍、不能形成创新成果产品等等问题,导致大量的研发投入被白白消耗掉;二是研发成果转化风险高,技术成功并不代表商业化成功,大量的研发成果并不能

形成适销对路的产品和服务,无法实现规模化的商业应用,从而不能为企业带来预期的回报;三是随着全球进入数字经济时代,技术更新迭代显著加快,原有技术很可能被新技术成果替代,甚至出现颠覆性技术成果对整个行业造成重大冲击,科创企业难以保持持续的技术领先优势;四是科创企业对核心研发团队具有很高的依赖性,一旦核心研发人才流失,可能导致研发实力受损,或核心技术被泄露,从而被竞争对手加以利用,给企业带来重大威胁;五是科创企业还受到政府产业政策的较大影响,政府通常从国家层面出台各项产业政策以实现经济和社会发展目标,对高科技企业往往给予融资便利、税收优惠、资源提供等方面的政策支持,但随着各个产业的发展变化,政府产业政策支持的重点和力度也随之调整,原来鼓励和支持的产业可能不再鼓励和支持,从而给科创企业的发展带来较大的不确定性。

科创企业相比传统行业企业,更多采用股权融资,较少通过债务融资,整体上具有更低的财务杠杆率,有息债务的偿还压力相对更小,因而财务风险相对更低。从我国非金融A股上市公司和科创板上市公司的对比分析看(见图1),前者资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务占比的中位值比后者分别高15个百分点、13个百分点和10个百分点以上,可见科创上市公司的财务杠杆率和有息债务占比显著低于非金融上市公司。科创企业的风险通常主要来自经营风险,由于经营问题而难以为继,其财务风险也往往由经营问题所导致。

图1 非金融A股上市公司和科创板上市公司财务杠杆率和有息债务占比对比 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

二、科创企业的信用分析思路

鉴于科创企业不同的信用特征, 因此需要采用不同的分析思路。首先, 对科创企业要更多看未来, 看可持续发展能力。传统行业企业的评级方法比较看重企业的历史表现, 并通过企业的历史表现预测未来, 而科创企业通常处于科技革新较快的细分行业, 通过历史表现较难预测未来。因此, 对科创企业需要更多关注企业所处细分行业的未来发展空间, 企业技术研发成果是否领先行业, 企业研发投入和市场拓展的可持续性, 企业自身所具有的未来发展潜力等, 对未来赋予更高的权重。

其次, 对科创企业要更看重企业的商业模式, 而对财务表现的关注可以降低。在传统行业企业的评级方法中, 对企业的盈利能力、杠杆率、偿债能力等财务指标较为看重。对科创企业来看, 处于初创期或成长早期的科创企业往往研发支出、市场推广等投入较大, 而市场还没有充分开发, 企业的营收规模有限, 盈利能力通常较差, 经营净现金流大多为负, 通过财务表现对其开展评价, 这部分企业难以获得较高的信用等级, 从而达到进入债券市场的门槛。因此, 对科创企业的信用分析, 可以降低对财务表现的关注, 而对其商业模式给予更多关注, 商业模式的可行与否往往决定科创企业的成

败。对科创企业, 需要重点分析其客户群、渠道通路、合作伙伴、变现方式等商业模式要素, 以判断其商业模式是否可行, 是否能快速复制形成规模化商业应用, 是否具有可持续性, 进而得出企业在未来成功可能性和发展空间的结论。

最后, 对科创企业的信用分析可以分三步走, 第一步分析其所处的细分行业赛道, 重点关注该细分行业赛道的技术壁垒、市场空间和竞争格局。如所处细分行业赛道技术壁垒高, 市场空间大, 竞争对手少, 则该科创企业面临的风险相对更低。在一个行业门类中通常包括众多细分行业, 分析时需要深入到细分行业。以集成电路行业为例, 分为上中下游, 上游包括EDA (电子设计自动化) 工具授权、半导体设备、半导体材料等; 中游包括IC (集成电路) 设计、IC制造和IC封测; 下游包括工业、消费、计算和通信等IC产品与应用行业。而对上游的半导体设备, 可以进一步细分到刻蚀、镀膜、离子注入、光刻、清洗、封装和检测等设备领域; 半导体材料则可细分到硅片、光刻胶、掩膜版和化学试剂等材料领域。第二步分析科创企业所处的生命周期阶段, 处于不同生命周期阶段的企业面临显著不同的风险, 初创期的科创企业面临的风险通常最高, 成长期次之, 成熟期的风险最低, 衰退期的风险又明显上升。第三步分析科创企业在细分行业的地位, 所处地位越高, 则风险相对越低, 具体可从市场占有率、科研成果的领先性、科研团队实力排名、上下游合作伙伴等分析科创企业的行业地位。如市场占有率高, 创新产品和服务领先行业, 科研团队实力雄厚, 研发管线储备丰富, 上下游与众多行业龙头合作, 则代表该科创企业的行业地位高。

三、科创企业信用分析的评价要素及指标

由于科创企业具有不同于传统行业企业的科创属性和信用特征, 因此在信用评价要素及指标选取上有所不同。对传统行业企业, 从经营风险维度主要对经营环



境、市场地位、经营效率等评价要素开展分析,而对科创企业,除以上评价要素外,需重点分析构成其可持续发展能力的核心要素——科技创新竞争力。具体来看,可以从研发投入、研发团队、研发成果和研发成果转化能力四项评价要素对科创企业的科技创新竞争力开展分析。对研发投入,重点分析研发投入(含费用化和资本化研发投入)规模和研发投入营收占比两项指标,科创企业的研发投入规模越大,研发投入营收占比越高,则其科研成果产出可能性越大,科技创新竞争力提升可能性越大。对研发团队,需重点分析研发团队规模、研发人员占比、研发团队稳定性、核心研发人员经验及能力等评价指标,企业研发团队规模越大,研发人员占比越高,研发团队稳定性越高,核心研发人员经验及能力越强,通常其科技创新竞争力越强。对研发成果,重点关注企业拥有有效专利数量及增长率、失效专利占比

及变化率、重大科研成果数量、重大科技成果奖励数量、科技创新称号等级及数量等评价指标,企业拥有有效专利数量越多且增长率越高,失效专利占比越低且下降越快,重大科研成果和重大科技成果奖励越多,获得的科技创新称号等级越高且数量越多,通常代表其科技创新竞争力越强。对研发成果转化能力,需重点分析用于主营业务的发明专利数量、科技创新领域营业收入占营业总收入比例、营业收入增长率、营业利润率等评价指标,企业用于主营业务的发明专利数量越多,科技创新领域营业收入占营业总收入比例越高,营业收入增长率和营业利润率越高,代表其研发成果转化能力越强,进而拥有越强的科技创新竞争力。

对传统行业企业,从财务风险维度主要关注盈利能力、杠杆率和偿债能力等评价要素,但对科创企业,除以上评价要素外,需要重点分析其可持续发展能力的核心要素——再融资能力。在科创企业的生命发展周期里,往往会开展多轮股权融资,以支持其研发投入和市场拓展,其股权持续融资能力通常决定其研发和业务的可持续性,进而决定其成败。对科创企业的再融资能力,主要从成长性、政府投入、股权融资三项评价要素开展分析。对成长性,主要看科创企业的营业收入、活跃用户数量、流量等增长率,增长率越高则代表成长性越好,成长性越好则再融资能力越强。对政府投入,主要看政府对企业的股权投资额、资源注入等,政府对企业的股权投资额越高,资源注入越多,代表科创企业对政府的产业战略越重要,未来获得的政府支持力度越大,其再融资能力也越强。对股权融资,主要看科创企业历次的股权融资额、历次股权融资估值、重要股权投资机构等,历次股权融资额越高,历次股权融资估值上升越快,参与股权投资的头部机构越多,则代表科创企业的股权融资能力越强,其科技研发和市场拓展的资金保障能力越强,发生资金链断裂或流动性风险的可能性越低,可持续发展能力相应越强。■



九江市区域研究

文|联合资信 高锐 翟瑞

一、九江市区位及交通运输优势

九江市区位优势突出,内河运输自然禀赋较强,铁路交通基础设施不断完善,航空运输快速发展。九江市地处赣、鄂、湘、皖四省交界处,距离武汉市和南昌市高铁行程均在1小时左右,距离国家级新区赣江新区100公里左右,区位优势突出。同时,九江市交通基础设施建设完善,是江西省重要的综合性交通枢纽,其中港口和铁路货物运输量在江西省内比重较高。港口运输方面,九江港主要由长江沿线港区和鄱阳湖区港区两大主体共11个港区组成,其中长江段自然岸线152km,鄱阳湖区自然岸线570km,长江和鄱阳湖两大水系构成了九江市内河运输的自然禀赋。2022年,九江市水运货运量为1957万吨,占江西省同期水运货运量15.24%;2023年上半年,九江港货物吞吐量9168万吨,同比增长13.6%,货物吞吐量在全国36个主要内河港口中位居第7。铁路运输方面,九江市已建成一个高速级铁路(昌九城际铁路)和多个国铁I级铁路(武九铁路、合九铁路、铜九铁路等),2022年11月昌九高速铁路正式开工,昌九高速铁路作为京港高速铁路的重要组成部分,预计运营后将更好的提高九江市铁路运输能力。2021年¹,九江市铁路货运量和客运量分别为1217万吨和1047万人,分别占同期江西省铁路货运量和客运量的25.26%和11.42%。航空运输方面,九江

庐山机场曾因客源不足停航,于2021年起正式复航,虽然复航时间较短,但旅客吞吐量由2021年1.59万人次增至2023年29.13万人次,2023年旅客吞吐量已位居江西省各机场前5,截至2024年3月底已开通至北京、上海、深圳、西安、成都等重要城市航线。

二、九江市产业发展情况

九江市传统工业基础较好,支柱产业省内竞争优势明显。九江市工业和批发零售业对经济增长贡献程度较高且产值比重相对稳定,为九江市经济的持续发展提供了良好推进作用。

九江市传统工业基础较好,已形成以石油化工、钢铁有色冶金、现代轻纺、装备制造、电力新能源等五大主导产业为主,以新材料、智能电器、绿色食品、生物医药、电子信息五大新兴产业为辅的产业格局。其中,石油化工为九江市最重要的产业链,涵盖石油加工、有机硅单体、化学原料等多个产业,2022年石油化工产业实现利税总额259.90亿元,同比增长23.2%,其中代表企业为中国石化股份有限公司九江分公司(以下简称“九江石化”),九江石化是江西目前唯一的石油加工企业,贡献了江西省超过70%的油品,2022年实现营业收入512.6亿元,上交税费超过130亿元,位居江西省前列。

2023年,九江市主要纳税企业包括九江石化、

¹ 九江市统计年鉴暂未公布2022年铁路货运量和客运量数据。

江西蓝星星火有机硅有限公司（以下简称“星火有机硅”）、九江萍钢钢铁有限公司、九江天赐高新材料有限公司（以下简称“天赐材料”）、江西铜业铅锌金属有限公司、赛得利(中国)纤维有限公司（以下简称“赛得利”）等。除九江石化在江西省石油化工产业链的优势明显外，星火有机硅和赛得利分别为我国最大的有机硅和纤维素纤维生产企业，2023年天赐材料的锂电池电解液国内市场占有率超35%。

九江市良好的区位优势、完善的交通基础设施和较好的工业基础，决定了其在江西省经济规划中的特殊地位。根据《江西省商贸物流“十四五”发展规划》和《江西省“十四五”制造业高质量发展规划》，九江市被纳入大南昌都市圈和大南昌商贸物流圈，系大南昌都市圈发展电子信息、航空、汽车、有色金属等产业的重要组成部分，也是大南昌商贸物流圈发展成为覆盖江西省全域、面向长江中游城市群的区域冷链物流公共服务的重要组成部分。

九江市地区生产总值持续增长，工业和批发零售业对经济增长贡献程度较高且产值比重相对稳定。2018—2022年，九江市地区生产总值持续增长，规模稳

居江西省前3位。同期，九江市第二产业²产值由50.5%降至47.8%，其中工业产值比重处于41.50%~44.00%；同期，九江市第三产业³产值比重由42.5%增至45.8%，其中批发和零售业产值稳定在11.20%~11.60%，营利性服务业和金融保险业比重均有所提升，对九江市经济增长形成重要补充（见表1）。

工业：九江市工业结构调整有所成效，但工业总产值对传统行业依赖程度仍然较高。2018—2022年，九江市五大传统工业⁴总产值占《九江市统计公报》中披露的36个工业行业总产值的比重稳定在48.50%~52.50%，其中“非金属矿物制品业”和“化学原料和化学制品制造业”比重小幅增长，“电气机械和器材制造业”比重小幅下降，“石油、煤炭及其他燃料加工业”和“纺织业和纺织服装、服饰业”比重降幅显著，分别由8.35%降至0.18%、由14.61%降至8.78%。

“计算机、通信和其他电子设备制造业”作为九江市近年来新兴行业之一，产值比重由2018年2.09%增至2022年9.06%，在2022年工业总产值比重中仅次于“非金属矿物制品业”和“化学原料和化学制品制造业”。2022年，九江市剔除“计算机、通信和其他电子

表1 九江市地区生产总值主要构成（单位：亿元）

年份	地区生产总值（GDP）	生产总值增速	工业产值比重	批发和零售业产值比重	营利性服务业产值比重	金融保险业	房地产业
2018年	2860.07	8.70%	43.80%	--	--	4.3%	3.9%
2019年	3123.06	8.40%	42.70%	11.30%	8.10%	3.5%	7.4%
2020年	3240.50	3.80%	41.90%	11.20%	8.40%	4.3%	6.2%
2021年	3753.68	8.80%	43.00%	11.40%	8.50%	4.5%	5.9%
2022年	4026.60	4.30%	42.90%	11.60%	8.50%	4.6%	5.1%

注：“--”表示数据无法获取或存在统计口径差异
资料来源：九江市统计年鉴，联合资信整理

² 含工业及建筑业。
³ 含交通运输仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业、金融保险业、房地产业、营利性服务业、非营利性服务业等。
⁴ 含非金属矿物制品业；化学原料和化学制品制造业；石油、煤炭及其他燃料加工业；纺织业和纺织服装、服饰业；电气机械和器材制造业。

设备制造业”后的五大产业产值比重仍达到41.52%，在36个工业行业中比重仍较高（见图1）。

批发零售业⁵：九江市批发零售业销售额在省内处于较高水平，且未来增速有望得到提升。2018—2022年，九江市批发零售业销售额持续增长，年均复合增长率为9.70%，增速在全省范围内偏低，但整体销售规模较大，2022年，九江市批发零售业销售额占全省比重为10.28%，仅次于南昌市和赣州市。从企业盈利再生产的角度看，规模以上工业企业的盈利一定程度上有助于批发业销售额的增长，2022年，九江市规模以上工业企业利润总额合计704.40亿元，位居省内首位，同时考虑到九江市交通基础设施的持续建设，九江市批发业未来增速有望提升。

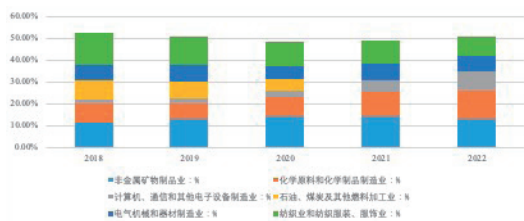
金融业：九江市金融机构贷款余额持续增长；同期，作为江西省第二大城市商业银行，九江银行股份有限公司（以下简称“九江银行”）贷款余额持续增长，不良贷款率处于可控范围。2018—2022年，九江市金融机构贷款余额持续增长，其中对非金融企业及机关团体贷款余额占比由50.67%增至56.81%。从九江市主要金融机构发展情况看，截至2023年9月底，九江银行

资产规模4928.66亿元，在江西省四大城市商业银行中仅次于江西银行。2018—2022年，九江银行贷款余额持续增长，不良贷款率波动增长，截至2022年底不良贷款率增至1.82%，但仍处于可控范围；平均资产收益率持续下降，其中2022年由于以摊余成本计量的客户贷款及垫款科目下发生信用减值明显增加，平均净资产收益率降至5.81%。从九江银行对九江市城投债券投资情况看，九江银行主要投资于江西省内债券外部信用等级为AA+及以上的城投债券，2020—2022年，九江银行企业债券投资分别为167.65亿元、159.22亿元和116.81亿元。

房地产业：受全国房地产市场景气度下行和九江市地理位置等因素影响，2023年上半年九江市商品房销售面积较2022年全年偏低，住宅类用地出让面积持续下降。2018—2022年，九江市房地产业产值占生产总值的比重由6.2%降至5.1%，对经济直接拉动作用有所减弱，但考虑到其对上下游关联产业影响较大，其发展对九江市经济增长仍起到较为重要的作用。2022年和2023年上半年，九江市商品房销售面积分别为870.7万平方米和158万平方米，商品房销售面积较2022年全年偏低。常住人口流出对九江市房地产市场存在一定影响，2012—2022年，九江市常住人口净流出4.51%，截至2022年底，九江市常住人口与户籍人口差为-66.16万人，占九江市期末常住人口14.52%，劳动力外流一定程度上与九江市地理位置有关，九江市地处江西省和湖北省交界处，距离武汉市和南昌市高铁行程均在1小时左右，两座省会城市对九江市劳动人口或存在较强分流作用。

从九江市政府对维护当地房地产市场形象和提振房地产市场信心来看，仍是较为积极的。2023年，九江

图1 九江市工业总产值构成



资料来源：九江市统计年鉴，联合资信整理

⁵ 批发业指批发商向批发、零售单位及其他企业、机关单位批量销售生活用品和生产资料的活动；零售业指百货商店、超级市场、专门零售商店、品牌专卖店、售货摊等主要面向最终消费者（如居民等）的销售活动。

市21个房地产“保交楼”专项借款项目中20个项目已全面完成交付，“保交楼”项目交付率位列全省第一位。2023年，九江市取消中心城区住房限购政策；对部分城区范围新建商品房购买者给予50%契税补贴；适当提高农房征收货币补偿标准，稳步提高棚户区改造项目货币化安置比例等。2022—2023年，九江市分别实现住宅类用地出让面积325.72万平方米和214.41万平方米，其中当地国有企业拿地比重分别为94.19%和52.96%，住宅类用地出让面积有所下降，但非当地国有企业拿地的比重大幅增长。

九江市财政情况

九江市实现一般公共预算收入持续增长，规模稳居江西省前3位。近年来，受减税降费的政策和宏观经济波动影响，税收波动幅度较大；2021年以来，受房地产行业下行影响，九江市政府性基金收入有所下降。九江市综合财力对上级补助依赖程度较高。2018—2023年，九江市政府和城投债务规模持续增长，但整体区域债务压力适中。

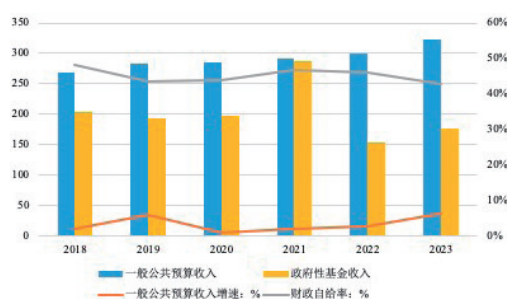
2018—2023年，九江市的一般公共预算收入年均复合增长3.77%，同期财政自给率维持在42.00%~48.50%，一般公共预算平衡对上级补助收入

依赖程度较高。同期，九江市政府性基金收入波动幅度较大，其中2022—2023年受房地产行业下行影响，政府性基金收入较2022年以前有所下降。2018—2023年，九江市上级补助和政府性基金收入占综合财力的比重分别在36.00%~46.50%和19.00%~32.00%，九江市综合财力对上级补助收入依赖程度较高（见图2）。

2018—2022年，九江市税收收入波动下降，其中2022年增值税降幅较大，根据《九江市有效应对疫情帮助各行各业纾困解难若干政策措施》（以下简称“纾困政策”），制造业中小微企业延缓缴纳2022年第一季度、第二季度部分税费，缓缴期限为6个月；自2022年4月1日至2022年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入免征增值税；自2022年4月1日起，增值税留抵退税政策范围扩大至符合条件的小微企业和制造业等行业企业（含个体工商户）。2023年，九江市企业所得税较2022年下降24.81%，根据纾困政策披露，自2022年1月1日至2024年12月31日，对小微企业年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税（见图3）。

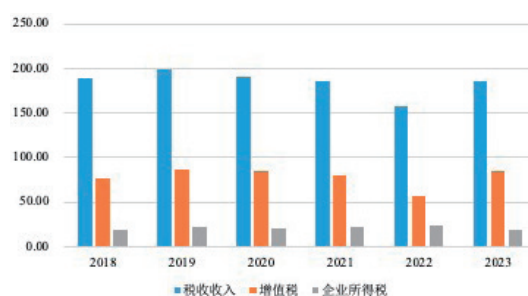
2018—2022年，九江市的区域债务规模持续增长，其中政府债务和城投债务年均复合增速分别为16.97%

图2 九江市财政概况 (单位: 亿元)



注：九江市未披露上级补助收入，财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出
资料来源：联合资信根据公开信息整理

图3 九江市税收收入主要构成 (单位: 亿元)



资料来源：联合资信根据公开信息整理

和16.78%。同期，九江市广义债务率波动增长，截至2023年底为282.18%，区域债务压力适中（见图4）。

九江市各区县情况

九江市下辖区县生产总值和一般公共预算收入整体差异程度不大，西部和东部城市人均生产总值相对较低。九江市“十四五”产业功能区规划明确，九江市北部和东部以发展新材料产业为主，南部以发展工业互联网、打造智能制造示范区为主，西部以打造绿色发展示范区为主。九江市下辖3区10县（含县级市）和2个国家级开发区（九江共青城高新技术产业开发区，以下简称“共青城高新区”；九江经济技术开发区，以下简称“九江经开区”）。从经济发展程度看，除浔阳区和庐山市外，九江市下辖各行政区和县级市之间区域生产总值和一般公共预算收入差异程度一般，其中九江市西部（修水县、武宁县）、东部（彭泽县、都昌县）以及中部的庐山市的人均生产总值较低，经济基础相对薄弱，浔阳区税收构成中消费税比重较高，地方留存一般公共预算收入规模偏低。九江经开区2022年分别实现入园企业营业总收入和利润总额1665.37亿元和114.19亿元，均位居江西省省级以上开发区中第4位。

从九江市“十四五”规划对各县及县级市产业发展的要求看，九江市北部和东部的瑞昌市、彭泽县、湖口县、都昌县的产业规划以发展新材料产业为主，其中

湖口县主要纳税企业均为九江市百强企业，工业实力较强，彭泽县和都昌县产业结构中农业占比超过13%；南部的永修县、共青城、德安县经济基础较好，以发展工业互联网，打造智能制造示范区为主；西部的武宁县、修水县、庐山市的经济基础相对薄弱，以提高资源能源利用效率和清洁生产水平，打造绿色发展示范区为主。截至2023年底，九江市主要的4家上市公司欧克科技股份有限公司、九江善水科技股份有限公司、九江德福科技股份有限公司、江西晨光新材料股份有限公司注册地分别位于修水县、彭泽县、九江经开区、湖口县（见表2）。

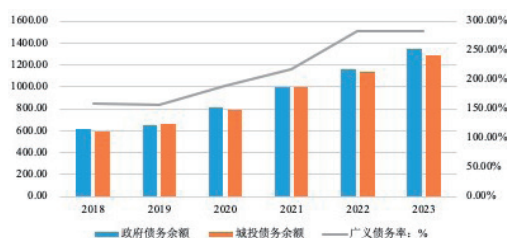
九江市开发区数量较多、整体发展水平较好。截至2024年3月底，九江市共有省级以上产业开发区13个，其中国家级开发区2个，分别为九江经开区和共青城高新区，2022年九江市省级以上开发区实现企业利润总额593.10亿元，高于南昌市和赣州市，但国家级开发区利润总额比重偏低，主要系国家级开发区数量较少所致。2022年，九江市省级开发区平均利润总额38.20亿元，高于南昌市和赣州市，位于各个县和县级市的省级开发区盈利能力较强，其中江西永修县云山经济开发区、江西湖口高新技术产业开发区、江西瑞昌工业开发区利润总额均超过70亿元（见表3）。

九江市城投公司梳理

九江市市级和国家级开发区城投公司的股权集中度高，核心城投公司资产规模较大。九江市城投公司整体财务杠杆率适中、债务结构中非标融资占比不高、短期债务偿付指标表现尚可。九江市国有投资控股集团有限公司作为九江市规模最大的城投企业，近年来依托地理位置和自然资源优势积极拓展经营性业务，对其自身盈利能力形成一定补充。

九江市市级和国家级开发区城投公司（九江富和）均由九江国控通过直接或间接方式控股，股权集中度很高，截至2023年9月底，九江国控资产规模

图4 九江市区域债务构成（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公开信息整理

表2 2022年九江市下辖区县经济财政指标概况 (单位: 亿元、万元)

区县	GDP	人均GDP	一般公共预算收入	九江市主要纳税企业	九江市“十四五”产业功能区规划
浔阳区	429.06	16.73	8.34	中国石化股份有限公司九江分公司、 中铁大桥局集团第五工程有限公司	大力发展“总部经济”和“都市经济”， 打造服务型制造业示范区
濂溪区	377.26	9.75	16.78	赛得利(中国)纤维有限公司、中粮粮油工业(九江)有限公司	以绿色食品为首位产业，轻工、造纸产业为主导产业
柴桑区	223.86	8.61	12.68	九江礼涑生物科技有限公司、江西博莱农业高科技股份有限公司	以新材料产业为首位产业，以电子信息、 绿色食品为主导产业
瑞昌市	334.28	8.41	26.26	江西亚东水泥有限公司、江西理文造纸有限公司	大力发展新材料产业，全力打造绿色建材、 化工新材料、锂电新材料、金属性材料产业链细分领域
湖口县	309.99	13.95	21.81	九江萍钢钢铁有限公司、九江天锡高新材料有限公司、江西铜业铅 锌金属有限公司、江西晨光新材料股份有限公司	
都昌县	259.67	4.64	10.69	都昌县昌周环保科技发展有限公司、都昌县首创环保能源有限公司	
彭泽县	215.35	7.76	18.65	江西心连心化学工业有限公司、江西禾益化工股份有限公司、九江 善水科技股份有限公司	
永修县	315.65	10.38	20.96	江西蓝星星火有机硅有限公司、江西正邦作物保护股份有限公司	加强数字化赋能，大力发展工业互联网， 加快规上企业智能化改造，推进智能化升级，规划建设智能制造示范区
共青城市	217.85	11.18	22.57	江中食疗科技有限公司、鸭鸭股份公司	
德安县	189.51	11.44	14.71	江西睿智环保科技有限公司、英利能源(江西)有限公司	
修水县	305.47	4.39	15.61	江西省修水赣北钨业有限公司、江西豪斯特汽车零部件有限公司、 欧克科技股份有限公司	坚持生态优先、绿色发展，积极推广新技术、 新工艺、新装备、新材料，推进工业固体废物综合利用，不断提高资源能源利用效率和清洁生产水平，规划建设 绿色发展示范区
武宁县	218.29	7.07	14.23	江西奥瑞森新能源科技股份有限公司、九江翔博智能家居有限公司	
庐山市	177.19	7.75	16.17	华砂砂浆(庐山)有限公司、江西宋先制造有限公司	
九江经开区	453.19	23.40	26.50	九江德福科技股份有限公司、TCL空调器(九江)有限公司、江西生 益科技有限公司、巨石集团九江有限公司	以电子信息产业为首位产业，以石油化工为主导产业，加速发展新能源、新材料等产业

注：柴桑区、修水县、庐山市“人均GDP”系根据区域生产总值/常住人口核算
资料来源：各区县社会发展公报以及《九江市“十四五”工业和信息化高质量发展规划》，联合资信整理

表3 江西省部分地市开发区概况 (单位: 亿元)

城市	国家级开发区数量	省级开发区数量	开发区企业利润总额	国家级开发区企业利润总额比重: %	省级开发区平均企业利润总额
南昌市	3	4	377.07	78.92%	19.88
九江市	2	11	593.10	29.15%	38.20
赣州市	4	9	283.35	58.46%	13.08

注：国家级开发区利润总额比重=国家级开发区利润总额/区域省级以上开发区利润总额
资料来源：南昌市、九江市、赣州市统计年鉴，联合资信整理

2512.16亿元，在江西省位居前列。九江市市级和国家级开发区域投公司整体财务杆杆率水平适中，债务结构中非标比重不高，债务期限结构以长期债务为主，短期债务偿付指标表现尚可（见表4）。

九江国控是九江市资产规模最大的城投公司，通过九江城发间接控股了主要市级城投公司和部分区县级（濂溪区、柴桑区）城投公司，近年来依托地理位置和自然资源优势积极拓展经营性业务，对其自身盈利

能力形成一定补充。2022年，九江国控的贸易和砂石开采销售收入比重合计47.14%，利润比重合计20.78%，其中贸易业务主要依托九江港的航运优势开展，上下游企业集中于陕西省、江苏省和上海市等长江沿线省市；砂石销售业务主要依托鄱阳湖水域砂石开采资源，九江国控享有自2021年起为期30年的砂石资源开采权，业务持续性强，砂石销售区域以江西省为主，省外主要集中于安徽省和江苏省等长江沿线省份。

九江市区县级发债城投的整体财务杠杆水平适中，非标债务比重一般。濂溪城投、永修城投和湖口投资依托当地自然资源和重要企业拓展经营性业务。九江市共11家区县级发债城投，除濂溪区和彭泽县为2家发债城投外，其余区县均为1家，其中柴桑投资、鄱湖生态和濂溪城投均由九江国控间接控股，其余城投均由当地国有企业或政府机构控股。除濂溪城投外，九江市区县级城投杆杆率水平一般，除彭泽城投外，其余城投债务结构中非标比重不高，城投债务期限结构以长期债务为主。短期偿债指标表现方面，柴桑投资、彭泽城投、永修城投、瑞昌投资、修水城投现金短期债务比表现较弱。

从经营性业务拓展情况看，濂溪城投、永修城投

和湖口投资的贸易业务以及瑞昌投资的废纸销售业务对其营业收入贡献程度较高。其中，永修城投依托于永修县煤炭资源开展煤炭贸易业务；瑞昌投资主要通过瑞昌市宏顺贸易有限公司（原为民营企业，瑞昌投资于2019年收购）和瑞昌市泰丰再生资源有限责任公司收购当地及周边县市废纸后销售给江西理文造纸有限公司（控股股东理文造纸有限公司为港股上市公司02314.HK）（见表5）。

九江市城投债券发行情况

2023年，九江市城投公司债券净融资规模较大，主要集中在九江国投和九江富和两家城投公司，3年期存续债利差波动下行。2024年一季度，九江市城投债券融资维持净流入，3年期存续债利差维持下行趋势。2024年4—12月、2025年和2026年，九江市城投公司存续债到期集中度不高。

2023年以来，九江市城投公司3年期存续债到期收益率持续下降，除市场因素外，发债规模向九江国投和九江富和集中也是重要原因，2023年以来，九江国投和九江富和合计发行债券136.50亿元，占同期九江市城投债券发行规模的75.17%。2023年7月以来，九江市城投公司

表4 2022年九江市市级及国家级经开区城投资产债务概况（单位：亿元）

城投名称	控股股东	资产规模	全部债务资本化比率 (%)	债务结构	短期债务比重 (%)	现金短期债务比 (倍)
九江国控	九江国资委	2328.81	42.49	44:48:8	30.12	0.85
九江城发	九江国控	1546.36	46.86	41:52:6	27.44	0.85
九江城投	九江城发	371.77	35.82	25:72:3	12.04	2.14
九江置地	九江城发	226.15	43.18	15:82:2	34.36	0.67
九江富和	九江城发	514.60	36.59	63:37:0	21.72	0.35
九江国资	九江工发	/	/	/	/	/

注：1.部分数据未获取用“/”表示；2.利息支出以“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”估计；3.债务结构为银行贷款：债券：非标债务（下同）；尾差系四舍五入所致；上表简称情况为九江市国有投资控股集团有限公司（简称“九江国控”）、九江市城市发展集团有限公司（简称“九江城发”）、九江市城市建设投资有限公司（简称“九江城投”）、九江市置地投资有限公司（简称“九江置地”）和九江市国有资产经营有限公司（简称“九江国资”）；九江市工业发展集团有限公司（控股股东为九江国投，简称“九江工发”）
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3年期存续债与同期限中债AA级别存续债的利差持续收窄,九江市城投债券融资成本持续改善(见图5)。

2023年,九江市城投债券净融资为106.70亿元,以市级城投公司九江国投、九江城发和国家级经开区城投公司九江富和为主。受35号文影响,2024年一季度九江市城投债券净融资规模降幅较大,募集资金用途以偿还即将到期的债券为主。截至2024年3月底,九江市城投公司存续债券余额497.69亿元,其中于2024年4—12月、2025年和2026年到期比重分别为21.58%、27.29%和30.51%,未来的债券融资需求较高,但到期规模相对分散。

九江市在江西省内区位优势突出,重点支柱产业省内竞争优势明显,县域经济发展相对均衡,为经济财政持续发展提供有力支撑。九江市政府和城投公司在发展过程中积累了一定债务,但相对九江市财政规

模看,整体债务压力适中。九江市城投公司数量较多,整体财务杠杆率适中、非标融资占比一般、市级城投公司短期债务偿付指标表现尚可,核心城投公司资产规模大,在融资成本方面具备一定优势,但经营性业务仍有待拓展。//

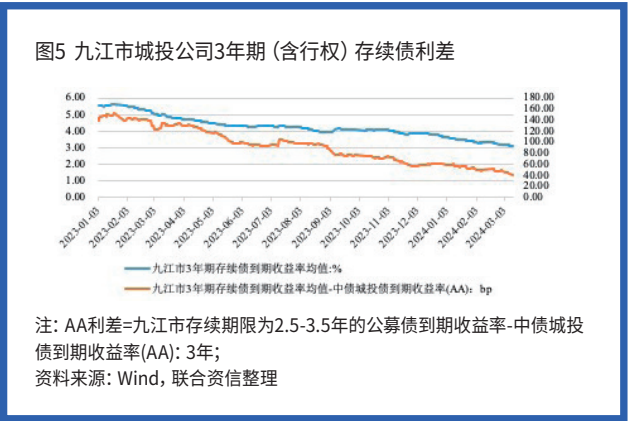


表5 2022年九江市区县城投主要债务数据情况 (单位: 亿元)

城投名称	控股股东	资产规模	债务结构	全部债务资本化比率 (%)	短期债务比重 (%)	现金短期债务比 (倍)
柴桑投资	九江交通	125.23	100:0:0	51.10	27.07	0.22
濂溪城投	九江城发	245.05	45:53:2	59.09	39.61	0.90
鄱湖生态	濂溪城投	5.77	12:88:0	--	0.00	--
彭泽城发	彭泽国资局	224.49	66:21:13	45.55	21.36	1.16
彭泽城投	彭泽城发	59.82	0:56:44	19.56	18.66	0.25
永修城投	永修投资	144.11	77:23:0	33.46	15.94	0.33
瑞昌投资	瑞昌国投	158.50	52:40:7	35.81	30.77	0.40
修水城投	修水建设	67.88	76:24:0	29.98	29.61	0.14
德安城发	德安国资局	132.47	100:0:0	49.93	21.62	0.68
湖口投资	湖口石钟控股	155.76	48:48:4	44.81	28.54	0.71
共青投资	共青青创	/	/	/	/	/

注: 1.部分数据未获取用“/”表示,指标无意义用“-”表示; 2.尾差系四舍五入所致; 3.利息支出以“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”估计; 4.表5简称分别为九江市柴桑区投资集团有限公司(简称“柴桑投资”)、九江市濂溪区城投(集团)有限公司(简称“濂溪城投”)、九江市鄱湖生态建设有限公司(简称“鄱湖生态”)、彭泽县城市建设集团有限公司(简称“彭泽城发”)、彭泽县城市建设投资有限公司(简称“彭泽城投”)、永修县城市建设投资开发有限公司(简称“永修城投”)、瑞昌市投资有限责任公司(简称“瑞昌投资”)、江西省修水城市投资集团有限公司(简称“修水城投”)、德安县城市发展有限公司(简称“德安城发”)、江西省湖口县石钟投资开发有限公司(简称“湖口投资”)、共青城财政管理投资有限公司(简称“共青投资”); 江西赣江新区永修投资集团有限公司(简称“永修投资”)、瑞昌市国有投资控股集团有限公司(简称“瑞昌国投”)、修水县凤宁建设有限公司(简称“修水建设”)、湖口县石钟控股集团有限公司(简称“湖口石钟控股”); 共青城青创集团有限公司(简称“共青青创”)

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

评级小贴士

关于消费基础设施公募REITs的一些基础知识

什么是消费基础设施公募REITs？

2023年10月20日，中国证监会发布《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）〉第五十条的决定》，将公募REITs试点资产类型拓展至消费基础设施。消费REITs是以消费基础设施为底层资产所发行的REITs产品，这类底层资产包括百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，以及保障基本民生的社区商业项目。

消费基础设施公募REITs有何特点？

与其他产权类基础设施REITs项目相比，消费基础设施在经营模式、收入收益来源以及计费模式等方面具有自身特点：（1）经营模式：消费基础设施有租赁模式、联营模式及自营模式；（2）收入收益来源：消费基础设施主要包含租金/联营收入、物业管理收入、推广收入、停车场收入、其他经营性收入等，其中租金/联营收入和物业管理收入为主要收入来源；（3）计费模式：消费基础设施通常包含固定模式、抽成模式、固定+抽成模式、固定及抽成熟高模式等；（4）消费REITs具有较强权益属性：项目区位、运营管理能力对于消费基础设施的影响相对较大，体现出较强的“股性”。

发行消费基础设施REITs的核心要件

优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。项目用地性质应符合土地管理相关规定。项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足居民消费需求。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。

资料来源：《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金项目申报推荐工作的通知》、上交所投教《公募REITs | 一图看懂消费基础设施公募REITs》

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2024年4—5月, 债券市场¹新增违约²主体1家, 涉及到期违约债券1期, 到期违约债券规模3.58亿元。另有重复违约³主体5家, 共涉及到期违约债券6期, 到期违约规模合计约46.15亿元。

截至5月31日, 2024年我国债券市场新增违约主体4家, 涉及到期违约债券6期, 到期违约债券规模47.32亿元, 均较上年同期(5家、14期和118.26亿元)有所减少。重复违约主体8家, 到期违约规模约74.21亿元, 均较上年同期(7家和27.80亿元)有所增加, 涉及到期违

约债券13期, 较上年同期(14期)有所减少(见表1)。

二、信用等级调整⁴情况

2024年4—5月, 债券市场有5家发行人主体级别发生上调, 4家发行人主体级别发生下调。1家发行人主体展望发生下调, 无发行人主体展望发生上调。

截至5月31日, 2024年我国债券市场有10家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(7家)有所增加, 有13家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(3家)有所增加。1家发行人主体展望发生下调, 较上年同期(2家)有所减少, 无发行人主体展望发生上调(见表2)。

表1 2021年—2024年5月我国债券市场违约情况(单位: 家、期、亿元)

	2021年			2022年			2023年			2024年1—5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	102	1176.15	11	60	306.76	10	34	268.66	4	6	47.32
重复违约	34	102	909.91	10	25	176.46	10	22	54.99	8	13	74.21

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5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—5月	2021年	2022年	2023年	2024年1—5月
调升数量(家)	17	25	86	10	3	6	7	0
调降数量(家)	138	86	37	13	50	25	26	1

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

新华联控股有限公司

一、主体概况

新华联控股有限公司（以下简称“公司”或“新华联控股”）成立于2001年，是以氟化工、房地产开发、石油贸易、有色金属等为主营业务的非相关多元化企业，截至2019年3月末，公司共有全资、控股子公司100余家，其中公司控股3家上市子公司，分别为东岳集团有限公司（以下简称“东岳集团”）、新华联文化旅游发展股份有限公司（以下简称“新华联文旅发展”）和新丝路文旅

有限公司（以下简称“新丝路文旅”）。公司的控股股东为长石投资有限公司（以下简称“长石投资”），傅军通过持有公司股权和持有长石投资股权，直接和间接共持有公司96.23%的股权，为公司实际控制人。

2020年3月6日，受前期举债对外扩张、外部融资环境收紧、公共卫生事件等不利因素影响，公司盈利能力下降，现金流状况恶化，公司未能按时兑付“15新华联控MTN001”本息，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	评级机构	违约原因
15新华联控MTN001	20150306	20200306	20200306	10.70	--	AA+/AA+/稳定; --/AA+/稳定	中期票据	大公国际; 东方金诚	本息违约
19新华联控SCP002	20190726	20200421	20200421	10.68	--	--/AA+/稳定; --/AA+/稳定	超短期融资券	大公国际; 东方金诚	本息违约
19新华联控SCP003	20190809	20200505	20200506	3.73	--	--/AA+/稳定; --/AA+/稳定	超短期融资券	大公国际; 东方金诚	本息违约
19新华联控MTN001	20190430	20240430	20201102	0.35	--	AA+/AA+/稳定; --/AA+/稳定	中期票据	大公国际; 东方金诚	利息违约
18新华联控MTN001	20180423	20230423	20210423	0.80	--	AA+/AA+/稳定; --/AA+/稳定	中期票据	大公国际; 东方金诚	利息违约
17新华联控MTN001	20170411	20230411	20220809	13.17	--	AA+/AA+/稳定; --/AA+/稳定	中期票据	大公国际; 东方金诚	本息违约
17新华联控MTN001	20170411	20230411	20220809	13.17	--	AA+/AA+/稳定; --/AA+/稳定	中期票据	大公国际; 东方金诚	本息违约

注：1. 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；2. 债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别
资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2018-4-27	公司披露2017年财报，总资产1197.39亿元，同比增长16.29%，总负债835.32亿元，同比增长16.00%，营业总收入342.63亿元，同比增长3.62%，利润总额31.29亿元，同比增长45.13%
2019-4-30	公司披露2018年财报，营业收入484.67亿元，同比增长41.46%，利润总额36.63亿元，同比增长17.07%

2019-12-24	因新华联控股全资子公司新华联财务未按照约定偿还同业拆借的3亿元本金及利息，湖南出版财务公司对新华联财务及担保方新华联控股提出诉讼
2019-12-27	新华联控股所持四川宏达股份有限公司的19554万股被法院司法冻结，占其所持有宏达股份的100%，占宏达股份总股本的9.62%
2020-01-14	民生信托对公司尚未到期的信托贷款申请强制执行
2020-01-21	东方金诚将公司主体评级由AA+下调至AA，评级展望调整至负面
2020-01-23	因新华联控股及其子公司短期内面临较大的债券偿付和回售压力，同时新华联控股新增多笔不良信用记录、受限资产规模很大、核心子公司股权被质押比例极高、部分所持上市公司股权被冻结等将影响其再融资能力，大公国际维持公司主体和债项信用等级AA+，评级展望调整为负面
2020-01-16	公司所持辽宁成大的全部股份被司法冻结
2020-03-05	东方金诚将公司主体评级由AA下调至A+，评级展望为负面
2020-03-06	公司未能按时兑付“15新华联控MTN001”本息，构成实质性违约
2020-03-09	大公国际将公司主体和“15新华联控MTN001”信用等级下调为C，“16新华债”“17新华联控MTN001”“18新华联控MTN001”及“19新华联控MTN001”信用等级调整为CC；东方金诚将公司主体信用等级由A+下调至C

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

三、违约原因分析

公司大幅举债进行多元投资，债务负担重，短期偿债压力巨大

2014年以来，新华联控股频繁对外投资，大量举债收购股份，公司有息债务规模逐年增加。2014年公司出资参与四川宏达股份有限公司的定向增发，子公司东岳集团出资10亿元入股中民投；2015年公司以5.55亿港元完成对金六福投资有限公司的收购；2016年通过定增以10亿元对价获得科达洁能1.37亿股份，后续增持共投入0.86亿元；2016—2018年，先后投入约156亿元购入北京银行股份；四次增持辽宁成大集团有限公司，持股总

成本约为14.21亿元。2014—2018年，公司有息债务规模从273.68亿元增长至649.66亿元，资产负债率居高不下，债务资本化率维持在60%以上，公司债务负担沉重。此外，公司债务期限结构不合理，短期债务占比高，短期偿债压力大。2018年，公司短期债务规模为284.43亿元，较2016年大幅增长101亿元，短期债务占全部债务的比重为43.78%，较2016年（32.90%）增加10.88个百分点，公司债务期限结构趋于恶化，短期债务压力大。

公司核心业务盈利能力减弱，利润总额对非经常性损益依赖程度较高，盈利波动性大

2017—2019年，新华联控股营收逐年增长但增速



放缓，2018年和2019年分别为484.67亿元和510.87亿元，同比分别增长41.46%和5.41%。净利润方面，2019年公司净利润同比下降38.3%至18.90亿元，盈利能力不强，2017至2019年公司主营业务利润分别为0.41亿元、11.81亿元和1.70亿元，分别占利润总额的1.3%、32.34%和8.31%，主营业务盈利能力较弱。2017—2019年，投资收益分别为25.17亿元、23.74亿元和22.48亿元，分别占利润总额的80.44%、64.81%和109.93%，新华联控股对非经常性损益存在高度依赖，该部分收益构成波动性较大，盈利的可持续性一般。

公司现金流紧张，再融资渠道受阻

2014年以来，随着公司经营规模扩大、持续对外投资，公司投资性现金流持续处于净流出状态，2014—2019年投资活动累计净流出370.36亿元。从2016年开始，新华联控股进入债务集中偿还期，叠加金融去杠杆

背景下民营企业融资环境恶化，公司再融资渠道受阻，2017年公司筹资活动净现金流入大幅减少，2018年由正转负，融资无法支撑其投资支出。2019—2020年，公司经营受较大影响，主营业务板块如文化旅游、商业零售等受到较大冲击，经营性回款不及预期，现金流断裂，最终导致债券违约。



表3 主要财务指标

财务指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
资产总额 (亿元)	586.40	735.61	1029.64	1197.39	1305.86	1264.40
所有者权益 (亿元)	184.39	236.90	309.55	362.07	399.49	298.37
长期债务 (亿元)	134.98	214.13	374.14	441.44	365.24	274.59
全部债务 (亿元)	273.68	363.41	557.57	633.57	649.66	601.17
营业收入 (亿元)	304.98	258.52	330.67	342.63	484.67	510.87
利润总额 (亿元)	48.64	28.97	21.56	31.29	36.63	20.45
EBITDA (亿元)	65.35	50.42	51.98	69.18	87.38	75.57
经营性净现金流 (亿元)	-15.53	-18.65	12.86	25.80	67.92	69.80
营业利润率 (%)	15.45	10.24	6.20	4.96	7.59	14.59
净资产收益率 (%)	22.67	9.79	4.48	6.89	7.66	6.33
资产负债率 (%)	68.56	67.80	69.94	69.76	69.41	76.40
全部债务资本化比率 (%)	59.75	60.54	64.30	63.58	61.92	65.87
流动比率 (%)	150.27	161.72	171.52	128.26	104.66	88.22
全部债务/EBITDA (倍)	4.19	7.21	10.73	9.16	7.43	7.96
EBITDA利息倍数 (倍)	3.99	1.41	1.75	2.05	1.80	1.89
经营现金流动负债比 (%)	-7.27	-7.22	4.21	6.94	14.77	11.11

资料来源：联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》

2024年4月12日,国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。“新国九条”提出,促进市场平稳运行,强化股市风险综合研判,完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机制,坚决打击逃废债行为;加强交易监管,完善对异常交易、操纵市场的监管标准,加强对高频量化交易监管、严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为。“新国九条”的发布有助于推动我国债券市场违约处置机制市场化、法治化、多元化的提升,推进违约风险的处置和化解,助力提高债券市场运行效率。

(摘自中国政府网, 2024年4月12日)

中共中央政治局会议审议《防范化解金融风险问责规定(试行)》

2024年5月27日,中共中央政治局召开会议,审议《防范化解金融风险问责规定(试行)》。会议强调,进一步压实金融领域相关管理部

门、金融机构、行业主管部门和地方党委政府的责任,督促各级领导干部树立正确的政绩观,落实好全面加强金融监管、防范化解金融风险、促进金融高质量发展各项任务。(摘自新华社, 2024年5月27日)

国家金融监督管理总局发布《关于推动绿色保险高质量发展的指导意见》

2024年4月20日,为贯彻落实党中央、国务院关于推动绿色发展的决策部署,充分发挥保险在促进经济社会发展全面绿色转型中的重要作用,积极稳妥助力碳达峰、碳中和,国家金融监督管理总局发布《关于推动绿色保险高质量发展的指导意见》。在债券市场方面,文件指出可以研究探索通过巨灾债券等新型风险转移方式拓宽风险分散渠道,推动形成多层次多维度的巨灾风险分散体系。同时在强化保险资金绿色发展支持部分提到加大绿色债券配置,提高绿色产业投资力度。(摘自金融监管总局网站, 2024年4月20日)

国家金融监管总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》

2024年5月9日,为深入贯彻落实中央金融工作会议关于做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”的决策部署,国家金融监管总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》,从总体要求、优化金融产品和服务、发挥银行保险机构职能优势、完善银行保险机构组织管理体系、做好监管支持等五个方面对做好金融“五篇大文章”提出了明确要求,进行了系统部署。(摘自金融监管总局网站, 2024年5月9日)

央行、金融监管总局房地产贷款政策调整

2024年5月17日,中国人民银行宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限,并下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。同时,中国人民银行、国家金融监督管理总



局联合发布通知, 调整住房贷款首付比例, 首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例分别调整为不低于15%和不低于25%。另外, 人民银行设立3000亿元保障性住房再贷款, 支持地方国企以合理价格收购已建成未出售商品房。贷款利率1.75%, 期限1年, 可展期4次, 预计能够带动银行贷款5000亿元。(摘自中国人民银行网站, 2024年5月17日)

央行召开金融稳定工作会议

2024年4月15日, 央行召开2024年金融稳定工作会议。会议强调, 要加强从宏观视角对金融稳定总体形势的分析, 健全风险监测评估体系, 完善系统性风险认定机制, 强化风险提示和早期预警。要有力有序有效处置存量风险, 进一步健全具有硬约束的风险早期纠正机制, 遏制增量风险。要持续完善

风险处置机制, 强化金融稳定保障体系, 构建防范化解金融风险长效机制, 牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。(摘自中国人民银行网站, 2024年4月15日)

央行出台“互换通”一揽子优化措施

2024年5月13日, 为进一步促进内地与香港金融衍生品市场协同发展, 央行公告《优化“互换通”机制安排 促进中国金融市场高水平对外开放》。一是丰富产品类型, 推出以国际货币市场结算日为支付周期的利率互换合约, 与国际主流交易品种接轨, 满足境内外投资者多样化风险管理需求。二是完善配套功能, 推出合约压缩服务及配套支持的历史起息合约, 便利参与机构管理存续期合约业务规模, 降低资本占用, 活跃市场交易。(摘自中国人民银行网站, 2024年5月13日)

证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》

2024年4月19日, 证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》, 在债券市场方面, 提到推出北交所上市公司公开发行可转债机制, 制定定向可转债重组规则, 助力科创企业优化重组。同时提到推动科技创新公司债券高质量发展, 健全债券市场服务科技创新的支持机制, 特别是重点支持高新技术和战略性新兴产业企业债券融资, 鼓励政策性机构和市场机构为民营科技企业发行科创债券融资提供增信支持。将优质企业科创债纳入基准做市品种, 引导推动投资者加大科创债投资。(摘自中国证监会网站, 2024年4月19日)

证监会发布5项资本市场对港合作措施

2024年4月19日, 证监会发布5项资本市场对港合作措施, 包括放宽沪深港通下股票ETF合资格产品范围、将REITs纳入沪深港通、支持人民币股票交易柜台纳入港股通、优化基金互认安排和支持内地行业龙头企业赴香港上市等, 以进一步拓展优化沪深港通机制、助力中国香港巩固提升国际金融中心地位, 共同促进两地资本市场协同发展。(摘自中国证监会网站, 2024年4月19日)

市场动向 Market Trends

全国首单实验室经济主题科技创新公司债券发行

2024年4月18日,西安城市发展(集团)有限公司发行2024年面向专业投资者非公开发行科技创新公司债券(第一期)(实验室经济),发行规模10亿元,期限5年期,票面利率2.78%。本期债券系首单实验室经济主题科技创新公司债券,募集资金创新用于实验室经济相关领域。本期科技创新公司债券募集资金主要用于支持陕西长安先导产业

创新中心有限公司实验室经济领域发展,助力西安城发集团加快推进地方国企转型发展,加快科技创新引领产业转型升级。

(摘自中国证券报, 2024年4月18日)

全国首单TLAC非资本债券发行

2024年5月15日,中国工商银行股份有限公司在全国银行间债券市场发行2024年总损失吸收能力非资本债券(第一期)。本期债券为我国首单总损失吸收能力非资本

债券,基本发行规模为人民币300亿元,其中品种一基本发行规模为人民币200亿元,品种二基本发行规模为人民币100亿元,同时设置超额增发权,两品种合计增发规模不超过人民币100亿元。TLAC非资本债券发行有利于大型商业银行合理统筹资本充足和TLAC达标关系,节约监管达标成本,增强银行风险抵御能力,提升金融体系稳健性。

(摘自中国证券报, 2024年5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4月至2024年5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11280.00亿元, 逆回购到期13640.00亿元, 实现净回笼2360.00亿元; 开展中长期借贷便利 (MLF) 操作2250.00亿元, 到期中长期借贷便利 (MLF) 2950.00亿元, 实现净回笼700.00亿元。在此背景下, 2024年5月, 1年期短融和3年期公司债的平均发行利率 (2.30%和2.38%) 均较2024年4月 (2.48%和2.79%) 有所下降; 5年期中票的平均发行利率 (2.88%) 与2024年4月 (2.88%) 持平。

表1 2024年4月—2024年5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4月	2024年5月	2024年4月	2024年5月	2024年4月	2024年5月	2024年4月	2024年5月
AAA	2.35	2.20	2.66	2.35	2.87	2.83	--	--
AA+	2.54	2.30	3.40	2.51	3.03	3.14	3.13	--
AA	2.50	2.37	--	--	--	2.83	--	--
平均发行利率	2.48	2.30	2.79	2.38	2.88	2.88	3.13	--

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4月至2024年5月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈波动下降态势。2024年5月, AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(2.20%、2.30%和2.37%)均较2024年4月(2.35%、2.54%和2.50%)有所下降。

2024年4月至2024年5月, 交易所国债3年期到期收益率呈波动下降态势。2024年5月, 3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率(2.35%和2.51%)均较2024年4月(2.66%和3.40%)有所下降。

2024年4月至2024年5月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈波动下降态势。2024年5月, 5年期AAA级中期票据的平均发行利率(2.83%)较2024年4月(2.87%)有所下降, 5年期AA+级中期票据的平均发行利率(3.14%)较2024年4月(3.03%)有所上升。

当前, 外部环境更趋复杂严峻, 世界经济增长动能不强, 通胀出现高位回落趋势但仍具粘性, 主要经济体经济增长和货币政策有所分化。国内经济运行延续回升向好态势, 但仍面临诸多挑战。在此背景下, 宏观政策坚持稳字当头、稳中求进, 稳健的货币政策灵活适度、精准有效, 强化逆周期调节, 为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。下一阶段, 央行将精准有效实施稳健的货币政策, 更加注重做好逆周期调节, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能, 着力扩大内需、提振信心, 推动经济良性循环。■

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

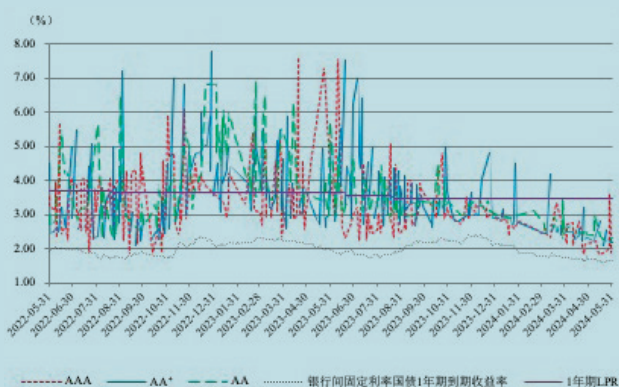


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

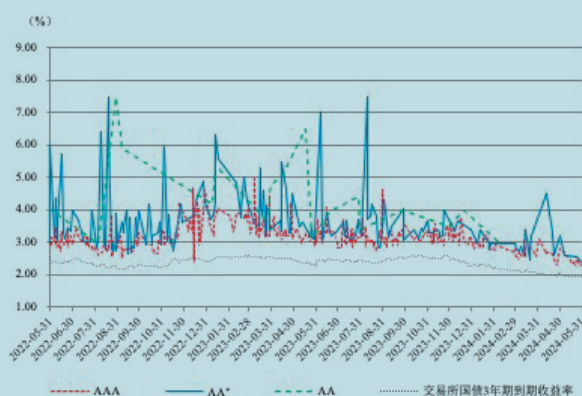
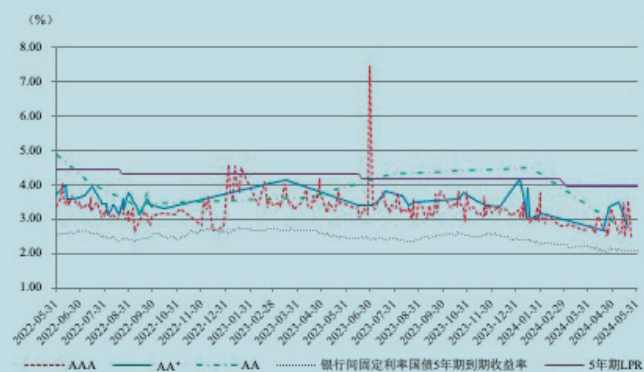


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2021年—2024年5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—5月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	8.4	3.0	5.2	--	--
规模以上工业增加值	9.6	3.6	4.6	--	6.2
固定资产投资总额 (不含农户)	4.9	5.1	3.0	18.8	4.0
社会消费品零售总额	12.5	-0.2	7.2	19.5	4.1
出口总额	21.0	9.0	0.6	9.9	6.1
进口总额	21.5	3.9	-0.3	7.6	6.4
CPI	0.9	2.0	0.2	--	0.1
PPI	8.1	4.1	-3.0	--	-2.4
社会融资规模存量	10.3	9.6	9.5	391.9	8.4
M2余额	9.0	11.8	9.7	301.9	7.0
人民币贷款余额	11.6	11.1	10.6	248.7	9.3

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5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—5月	2024年1—5月 同比 (%)	2021年	2022年	2023年	2024年1—5月	2024年1—5月 同比 (%)
政府债	2148	2330	2365	647	-28.51	136632.90	172648.49	205364.08	75059.38	3.53
国债	159	183	191	73	-5.19	61816.6	99082.70	112110.40	48425.70	28.62
地方政府债	1989	2147	2174	574	-30.68	74816.3	73565.79	93253.68	26633.68	-23.57
央行票据	12	12	12	5	0.00	600	600.00	600.00	250.00	0.00
同业存单	29909	25805	26903	11403	-0.25	217761.6	204969.90	257134.40	133263.90	29.12
金融债	1950	1767	1968	692	-20.55	91892.66	95714.86	95842.38	42127.47	-9.27
政策银行债	905	871	823	329	-25.73	53439.5	59709.60	54741.20	25639.30	-18.85
商业银行债	103	159	183	47	-27.69	7710.55	12062.17	13195.00	4586.00	-14.12
商业银行次级债券	145	139	124	39	21.88	12025.73	11941.55	11157.90	6851.50	125.23
保险公司债	19	11	23	2	-71.43	539	224.50	1121.70	20.00	-93.71
证券公司债	449	347	501	152	-22.84	10962.38	7109.74	10466.63	2874.67	-30.32
证券公司短期融资券	269	223	285	77	-37.90	5937	3988.30	4529.70	1128.00	-42.44
其它金融机构债	60	17	29	46	1433.33	1278.5	679.00	630.25	1028.00	1956.00
企业债	489	487	269	50	-65.99	4379.8	3703.30	2007.80	374.32	-67.05
公司债	4047	3659	4863	1843	-4.31	34444.23	31061.21	38537.59	15356.45	3.37
一般公司债	1424	1401	1347	556	14.64	16402.13	14843.09	14491.36	6213.56	24.10
私募债	2623	2258	3516	1287	-10.69	18042.1	16218.12	24046.23	9142.89	-7.17
中期票据	2555	2659	3189	1978	66.92	25389.65	28059.30	29643.97	19055.61	72.74
短期融资券	5147	4995	5224	1994	-15.11	51940.71	49824.48	48473.96	19583.33	-13.43
一般短期融资券	582	558	704	289	-3.34	5234.78	5150.30	5300.71	2042.75	-5.92
超短期融资债券	4565	4437	4520	1705	-16.83	46705.93	44674.18	43173.25	17540.58	-14.23
定向工具	1399	1102	1225	533	-0.37	8605.83	6784.22	7522.02	2941.52	-13.79
国际机构债	9	5	9	4	33.33	175	165.00	210.00	145.00	31.82
政府支持机构债	20	25	21	0	-100.00	1900	2760.00	1930.00	0.00	-100.00
资产支持证券	5875	4480	4785	1659	1.41	31437.9	20043.91	18773.77	5708.91	-12.22
交易商协会ABN	1401	821	629	346	53.78	6455.86	4624.27	3220.08	1228.96	10.22
银保监会主管ABS	586	379	489	127	-11.81	8827.98	3556.84	3495.69	998.45	-18.94
证监会主管ABS	3888	3280	3667	1186	-6.39	16154.06	11862.80	12058.00	3481.50	-16.25
可转债	119	149	141	11	-77.55	2828.47	2200.93	1411.60	101.11	-84.30
可交换债	34	36	29	9	-18.18	436.6	422.94	334.06	212.00	5.87
项目收益票据	8	--	--	--	--	49.30	--	--	--	--
标准化票据	1	--	--	--	--	0.50	--	--	--	--
合计	53722	47511	51003	20828	-1.12	608475.15	618958.55	707785.63	314179.00	10.66

注: 本表统计口径为Wind中截至2024年7月22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

联合国蝉联亚洲金融2024年 「最佳中资离岸债券评级机构」



2024年4月24日, 联合评级国际有限公司(“联合国国际”)在FinanceAsia(“亚洲金融”)的「2023-24年北亚奖项」评选中获选为「最佳中资离岸债券评级机构」。此次评审团由亚太区内具有丰富行业经验的专业人士组成, 所有评委均需独立评审每家参赛机构。这是联合国国际连续第六年获此殊荣。

《亚洲金融》是一本面向机构投资者、分析师及基金经理的国际权威英语财经杂志, 被誉为亚洲最具代表性的资本市场专业月刊, 在金融界具有显著影响力。《亚洲金融》创办于1996年, 其主办的「FinanceAsia Awards」是亚太区最具影响力和公信力的行业奖项评选之一, 备受金融和市场界的关注。

联合国国际首席执行官高俊杰先生表示:「有赖我司勤奋和专业的团队, 2023年联合国国际的新客户增长率按年升289%; 联合国国际的评级覆盖面也迎来更多元化发展, 例如联合国国际去年发布了中资国际评级机

构中首个银行发行人委托评级及首个莲花债债项评级。联合国国际连续第六年荣获此最佳中资离岸债券评级机构大奖, 彰显了我们不断追求卓越的精神。」

联合国国际于2017年在香港成立, 是联合资信评估股份有限公司(“联合资信”)的全资子公司。作为联合集团的国际信用评级分支机构, 联合国国际是香港证券及期货事务监察委员会颁发第10号牌照的持牌机构, 可提供信用评级服务。联合国国际目前是首家及唯一一家于公开主体及债项评级数量上双双超过100个的中资国际评级机构。联合国国际一直获多家中外资金融媒体连续多年评为「最佳中资国际评级机构」, 包括欧洲货币集团、企业财资人、亚洲金融、中证科技DMI、华尔街交易员APP/SereS及财资等。联合国国际一直秉承开放、进取、科学的敬业精神, 致力于服务中资企业海外金融业务发展、为境外投资者提供专业、客观、有价值的评级服务业务。提高中资信用评级机构的国际竞争力, 是联合国国际的使命和责任所在。



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