

联合

Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2024 DECEMBER

城投企业转型呈现分化格局, 个体转型进程依托于内外部要素 ——城投企业转型现状和发展趋势研究

地方政府与城投企业债务风险研究报告——湖北篇

地方政府与城投企业债务风险研究报告——四川篇

2025



联合信用



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

联合资信携手投资人“走进上交所”活动 圆满举办



2024年10月25日,由联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)携联合咨询、浙商证券、森浦Sumscope共同举办的“走进上交所系列活动之产业债投研大时代的全景分析”投资人交流论坛在上海证券交易所新大楼交易大厅圆满落幕。

本次活动吸引了来自银行、基金、保险、证券、信托等多家机构的近百位嘉宾莅临参与,上海证券交易所债券业务中心老师现场进行了授课,介绍了上交所产业债概况和相关支持措施等。与会嘉宾与各位专家一起,就当前债券市场产业债热点问题进行深入交流与专业探讨,旨在全面了解产业债发展现状,构建科学有效的债券评价逻辑,提升违约风险的防范能力,共同促进产业债市场的健康发展。

活动由联合资信总裁万华伟先生致开幕辞,并就“我国产业债发展现状”做主题演讲。万华伟先生指出,与利率债、城投债相比,产业债发行人市场化程度更高,高质量信用分析是实现产业债投资价值的关键,评级机构基于专业的信用风险分析能力对产业债进行判断,能够为市场提供有益参考。

本次论坛围绕我国产业债发展的热点话题进行了深度的交流和探讨,最后在各位专家及到场嘉宾的积极参与和热烈讨论中圆满落幕。未来,联合资信将不断精进,积极响应市场的创新需求,致力于为投资人和发行人构建高效的信息交流平台,为债券市场的高质量发展做出贡献。

联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

陈茵 Chen Yin

本期责任编辑 Executive Editor

张岩 Zhang Yan

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

市场部门联系人

Marketing Department Contact

工商业务

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务

Investor Service Hotline

孙晨 Sun Chen

电话 (Tel) : (8610) 85679696-8728 | 邮箱 (Email) : investorservice@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2024 DECEMBER

目录

特别策划 Feature

城投企业转型呈现分化格局，个体转型进程依托于内外部要素——城投企业转型现状和发展趋势研究 P01

联合资信 夏妍妍 魏兰兰 霍聪聪 李晓晓

地方政府与城投企业债务风险研究报告——四川篇 P10

联合资信 崔莹 李凯田

地方政府与城投企业债务风险研究报告——湖北篇 P17

联合资信 黄旭明 贺冬鸽

宏观研究 Macroeconomic Research

经济总体运行平稳，增量政策逐步加力

——宏观经济信用观察三季度报 P24

联合资信 张 振

行业研究 Industry Research

保险业季度观察报 P33

联合资信 谷金钟 刘敏哲 李心慧

发展重点调整、管理方式细化——《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》的解读 P39

联合资信 谢冰殊

欧盟新电池法案及“碳关税”政策对中国动力电池企业影响简析 P43

联合资信 李成帅 孙长征

2024年地方金融控股公司发展回顾及展望 P49

联合资信 张晨露 王亚龙 张 坤 杨晓丽

债券市场 Bond Market

近年最大力度化债措施推出 期待增量财政政策加快落地——2024年前三季度地方政府债券市场回顾及展望 P57

联合资信 唐立倩 李 颖 张永嘉 董思茵

化债力度加码，城投债持续净偿还

——2024年三季度城投债市场分析与展望 P63

联合资信 张婷婷 刘 成 张 昶

破冰之旅：城投企业新增发债的样本透视与路径探索 P68

联合资信 王默璇 杨晓薇 张雪婷

中美CMBS/CMBN发行利差分析 P76

联合资信 石雪琳 肖 月

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于供应链票据资产证券化的一些基础知识 P81

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P82

违约案例 西安建工集团有限公司 P83

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P86

市场动向 P87

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P88

宏观经济及债券市场数据 P90



城投企业转型呈现分化格局， 个体转型进程依托于内外部要素 ——城投企业转型现状和发展趋势研究

文 | 联合资信 夏妍妍 魏兰兰 霍聪聪 李晓晓

一、城投转型现状

中央提出城投转型的要求距今已有将近十年，但从直观角度看市场普遍认为城投企业转型进展缓慢，本报告拟从定量分析的角度对城投转型成效进行分析。一般来说，城投企业的资产、收入、利润构成中来自政府部门的占比越低，表明其市场化程度越高。本报告以此作为研究城投企业转型现状的基础，通过选取相关资产、收入和利润指标对样本城投企业2015—2023年的变化情况进行分析。为保证样本数据可比性，本报告根据联合资信行业分类标准筛选出2015年及2023年财务数据可得的城市投企业，获得样本城投企业1759家。

资产指标

1. 指标选取

城投企业城建类资产一般体现在应收账款（包括应收代建工程款等）、其他应收款（包括与政府部门、其他城投企业的往来款等）、存货（包括代建项目投入等）和其他非流动资产（包括部分基建项目投入等）等科目，因此选取“（应收账款+其他应收款+存货+其他非流动资产）/资产总额”作为衡量城投企业城建类资产比重。与此同时，由于应收账款和存货中可能包含非城建类资产，故城建类资产占比指标可能会高估、具有一定局限性。因此，我们同时选取“（长期股

权投资+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+交易性金融资产+可供出售金融资产）/资产总额”衡量城投企业股权和基金类投资的比重，选取“（在建工程+投资性房地产）/资产总额”衡量城投企业自营项目投资比重，上述两个指标越高，一定程度上表明城投企业市场化业务拓展力度越大（由于城投企业存在政府划转国企股权的情况，因此股权基金类投资占比指标也存在一定局限性）。

2. 样本指标表现

从全样本指标表现来看，2023年底，样本城投企业城建类资产占比、股权基金类投资占比和自营项目投资占比的中位数较2015年底分别上升0.44个、1.63个和5.04个百分点至67.16%、2.59%和8.64%。总体来看，相较2015年底数据，截至2023年底，城投企业的股权基金类、自营项目投资力度有所加大。

分行政层级来看：（1）2015年底和2023年底，区县级城投企业的城建类资产占比中位数最大，园区和地市级城投企业次之，省级城投企业最低，而股权基金类投资和自营项目投资则基本呈现相反的情况，这或与省级城投企业样本较少且一般都是轻资产的转贷平台、代建业务较少有关；（2）相较2015年底数据，截至2023年底，各行政层级城投企业的股权基金类、自营项目投资占比中位数均呈现不同幅度的上升，其中园区城投企业自营项目投资占比中位数增幅最大

(由3.35%上升至10.60%),这或与园区城投企业大规模开展工业厂房建设有关(见图1)。

分主体信用级别来看:(1)2015年底和2023年底,信用级别越高,城投类资产占比中位数越低,而股权基金类投资和自营项目投资则呈现相反的情况,一定程度上或表明信用资质越强,越有条件和能力拓展城建之外的业务;(2)相较2015年底数据,截至2023年底,信用级别越高,股权基金类投资占比中位数增幅越大(见图2)。

分区域¹来看:(1)2015年底和2023年底,东北地区城建类资产占比中位数均最低,或与东北地区样本量较少有关;(2)2015年底和2023年底,股权基金类投资占比中位数均呈现东部>中部>西部>东北,这或与区域间经济发展水平和产业结构不同相关,经济越发达的地区拥有更加丰富的产业资源;(3)相较2015年底数据,截至2023年底,各地区城投企业的股权基金类、自营项目投资占比中位数均呈现不同幅度的上升,其中股权基金类投资占比中位数上升幅度呈现东

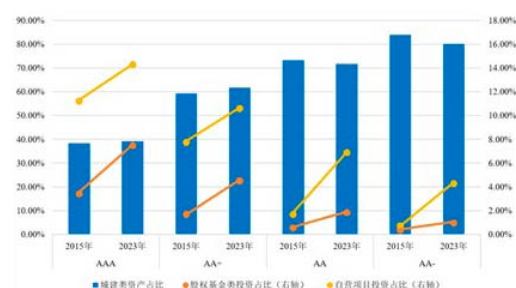
部>中部>西部>东北(见图3)。

收入指标

1. 指标选取

城投企业城投类收入主要来源于委托代建、土地整理等业务。本报告将城投类收入占营业总收入的比重作为考察城投企业转型的收入类指标。由于样本总量较大,本报告的城投类收入为样本企业营业总收入

图2 按主体信用别分类的城投企业资产指标中位数变动情况



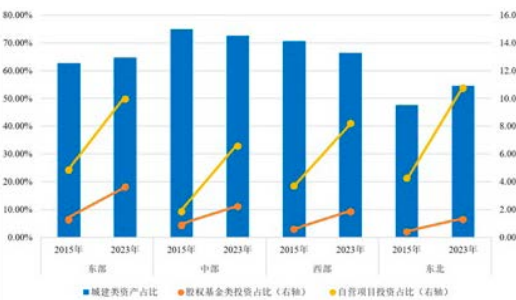
注:不含主体信用级别为AA-及以下无评级主体
数据来源:联合资信整理

图1 按行政层级分类的城投企业资产指标中位数变动情况



数据来源:联合资信整理

图3 按区域分类的城投企业资产指标中位数变动情况



数据来源:联合资信整理

¹本文按照国家统计局对我国区域的划分标准,将全国(不含台湾)31个省市自治区分为东部地区(北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南)、中部地区(山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南)、西部地区(内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆)及东北地区(黑龙江、吉林、辽宁)。

前五大板块²中含“基建”“土地”“安置房”等数十个城投业务关键词的收入合计数。

2. 样本指标表现

2023年, 样本城投企业的城投类收入占比中位数为46.50%, 较2015年(84.61%)大幅下降38.11个百分点。近年来, 不少城投企业开展贸易业务、建筑施工业务以及自营项目建设等, 或是城投类收入占比降幅显著的重要原因。

分行政层级来看: (1) 2015年和2023年, 城投类收入占比中位数均呈现出区县级>园区级>地市级>省级城投企业, 省级城投企业城投类收入占比中位数很低, 或与省级城投企业代建业务较少有关; (2) 相较2015年, 2023年不同行政层级城投企业城投类收入占比中位数均有所下降, 除省级城投企业基数较低、降幅小外, 其他行政层级城投企业城投类收入占比中位数降幅均大致相当(见图4)。

分主体信用级别来看: (1) 2015年和2023年均呈现出主体信用级别越高, 城投类收入占比中位数越低的规律, 一定程度上表明信用级别越高对城投类收入的

依赖越低; (2) 相较2015年数据, 2023年不同主体信用级别城投企业城投类收入占比中位数均有所下降, 其中AA+级城投企业降幅最大(占比下降35.17%), 其次是AA级和AA-级城投企业, 或由于AA+级城投企业资源禀赋和拓展收入来源的条件较好(AAA级城投企业降幅有限主要由于基数较低)(见图5)。

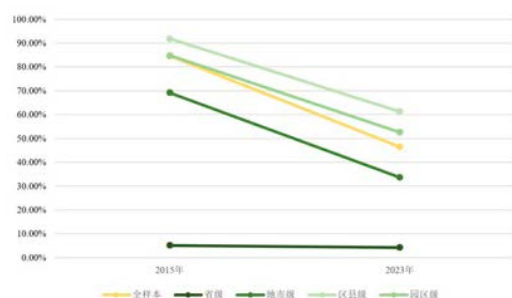
分区域来看: (1) 2015年和2023年, 中部地区城投企业的城投类收入占比中位数均为最高, 东北地区城投企业的城投类收入占比中位数均为最低; (2) 相较2015年, 2023年除东北地区外, 其他区域城投企业的城投类收入占比中位数均大幅下降, 其中西部地区降幅最大, 东北地区不降反增或与样本量较少及区域产业结构相对单一、新的产业尚未形成规模背景下拓展市场化业务较其他地区更难有关(见图6)

利润指标

1. 指标选取

政府补贴和投资收益是城投企业利润的重要补充, 政府补贴占净利润比重越高, 表明来源于政府的越

图4 按行政层级分类的城投企业收入指标中位数变动情况



数据来源: 联合资信整理

图5 按主体信用级别分类的城投企业收入指标中位数变动情况



注: 不含主体信用级别为AA-以下及无评级主体

数据来源: 联合资信整理

² 收入类指标分析剔除了 Wind 无法导出前五大业务板块收入的样本企业。

多；投资收益占净利润比重越高，表明来源于股权基金类投资收益越多。2017年，《企业会计准则第16号—政府补助》发布，为保证数据的一致性和连贯性，本报告利润指标分析部分政府补贴以“其他收益+营业外收入”衡量，股权基金类投资收益以“投资收益”衡量。

2. 样本指标表现

2023年，样本城投企业的政府补贴占净利润比重的中位数和股权基金类投资收益占净利润比重的中位数分别为94.22%和4.90%，较2015年（分别为70.50%和0.44%）有所上升，表明城投企业利润来自经常性损益的占比整体下降，来自政府补贴的占比有所上升，或与城投经营性业务利润水平有所下降有关，如贸易业务毛利率普遍很低。

分行政层级来看：（1）2015年和2023年，省级城投企业政府补贴占净利润比重中位数较低，地市级、区县级和园区城投企业较高（均超过60%），利润实现对政府补贴依赖高；（2）相较2015年，2023年省级和园区城投企业政府补贴占净利润比重中位数上升幅度在5个百分点左右，而地市级和区县级城投企业政府补贴占净利润比重中位数上升幅度在25个百分点左右；

（3）省级城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数较高，地市级、区县级和园区城投企业较低，一定程度上表明省级城投企业股权基金类投资意愿和能

力更强；（4）相较2015年，2023年不同行政层级城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数均有不同幅度上升（见图7）。

分主体信用级别来看：（1）相较2015年，2023年除AAA级城投企业外，其他级别城投企业政府补贴占净利润比重中位数均有所上升，且信用级别越低、增幅越高，2023年AAA级城投企业政府补贴占净利润比重中位数显著低于其他级别；（2）2015年和2023年均呈现出信用级别越高、股权基金类投资收益占净利润比重中位数越高的规律；（3）相较2015年，2023年各信用级别城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数均有所上升，且信用级别越高，增幅越大（见图8）。

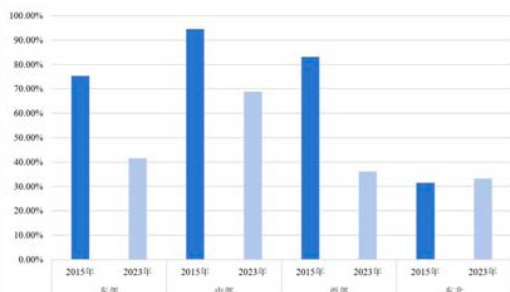
分区域来看：（1）2015和2023年，东北地区城投

图7 按行政层级分类的城投企业利润指标中位数变动情况



数据来源：联合资信整理

图6 按区域分类的城投企业收入类指标中位数变动情况



数据来源：联合资信整理

图8 按主体信用级别分类的城投企业利润指标中位数变动情况



注：不含主体信用级别为AA-以下及无评级主体

数据来源：联合资信整理

企业政府补贴占净利润比重中位数较高，其他地区水平大致相当，东北地区城投企业经营性业务收益贡献有限；(2) 相较2015年，2023年不同地区城投企业政府补贴占净利润比重中位数均有所上升，其中东北地区增幅明显，中部地区其次；(3) 相较2015年，2023年除东北地区外，其他地区城投企业股权基金类投资收益占净利润比重中位数均有所上升，且增幅东部>中部>西部，或表明东部区域依托区域内产业资源，股权基金投资更为成熟且收益较高（见图9）。

小结

综上所述，我们可以得出几点结论：

(1) 从收入角度来看，城投企业转型取得一定成效，但从资产和净利润角度看并不明显，其中城投企业对政府补贴的依赖不降反升，主要由于对城投企业而言，拓宽收入来源较容易实现，但城建类资产的逐步结算、自营项目的投资以及经营性业务利润贡献的增加则需要实质性的转型以及更长的时间才能逐步实现。

(2) 城投企业转型呈现一定分化，从指标表现来

看，较发达地区、行政层级更高或者园区城投、主体信用级别更高的城投企业可利用的资源更加丰富，有利于其通过拓展业务板块、股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型。

二、城投转型案例分析

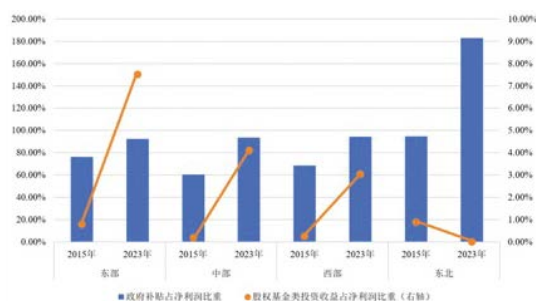
为进一步研究个体城投企业转型的路径和要素，本报告对2015—2023年城建类资产占比、城投类收入占比以及政府补贴对利润的贡献程度下降较为明显的城投企业进行案例分析。综合考虑不同地区、不同行政层级以及不同主体信用级别城投企业在转型背景和资源等方面存在差异，本报告选取了广州开发区投资集团有限公司（以下简称“广州开投集团”）、新乡国有资本运营集团有限公司³（以下简称“新乡国资集团”）、抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司（以下简称“抚州国投”）、成都东方广益投资有限公司（以下简称“成都东方广益”）、邳州经开控股集团有限公司（以下简称“邳州经开控股”）及青岛少海发展集团有限公司（以下简称“少海集团”）6家企业。

广州开投集团：主要依托区域丰富的产业资源和金融资源

广州开投集团转型的要素主要包括以下方面：

(1) 区域产业资源丰富。广州经济技术开发区是广州市重要的经济发展增长极，科技创新重大引擎、创新驱动发展核心区。2022年1月，广州开投集团股权收购广东顺威精密塑料股份有限公司，新增智能制造业务，2022—2023年分别实现智能制造业务收入21.00亿元和22.67亿元，为广州开投集团最主要收入来源。2023年，广州开投集团通过在产业投资和资本运作股

图9 按区域分类的城投企业利润类指标中位数变动情况



数据来源：联合资信整理

³ 新乡国资集团为2021年新设，原本不在本报告筛选样本范围内，基于该公司是多家城投企业整合而成，属于是一种典型的转型方式，故纳入案例分析。

权投资实现投资收益9.45亿元。

(2) 区域金融资源支持。截至2023年底,广州开投集团获得广州银行、建设银行等金融机构的贷款授信额度总额768.70亿元,尚未使用授信额度521.01亿元,备用流动性充足。

(3) 重视专业化人才队伍建设。广州开投集团不断完善用人机制,引进急需的专业人才,增强全链条专业投资能力以及市场资源整合能力。

(4) 拓展其他市场化业务⁴。广州开投集团自2020年起开展大宗贸易业务,展业范围集中在广东省内,贸易品种包括钢材、有色金属、煤炭、纸浆、纺织品等商品。2023年,广州开投集团大宗贸易收入占比近30%,为第三大收入来源。

新乡国资集团: 主要依托政府整合以及丰富的金融资源

新乡国资资产、收入和净利润来源于政府较低的要素主要包括以下方面:

(1) 区域国企资源丰富,政府给予有力支持。在新乡国资集团整合之前,新乡市市管国企、县级国企、局属企业及其他各类参控股国有企业总数多达1500余家,存量国有资产约1600亿元。2021年,新乡市对市属国有资产进行资源整合,将市财政局所持有的市属国有投融资主体全部股权、市住建局及市卫健委所持有国资国企,以及各县(市、区)政府、管委会或其授权的国资监管机构出资管理的国有投融资主体股权无偿划转至新乡国资集团。2021年11月,新乡市财政局将其持有的新乡白鹭投资集团有限公司(以下简称“白鹭集团”)股权无偿划转至新乡国资集团,白鹭集团控股上市公司新乡化纤股份有限公司(股票代码000949.SZ),2023年新乡国资集团实现化纤收入74.48亿元。2021年12月,新乡市辉县市人民政府将辉县市豫辉投

资有限公司(以下简称“豫辉投资”)51%股权无偿划转至新乡国资集团,豫辉投资拥有新乡市辉县范围内所有采砂资源的开采及生产权,新乡国资集团依托当地丰富的砂石资源,组建矿产建材板块。

(2) 金融资源支持。新乡国资集团先后与17家银行省级分行达成战略合作,获批集团授信520亿元;获批政策性开发性金融工具授信10亿元,规模居河南省第一。此外,新乡国资集团已获得基金管理、融资担保、商业保理、融资租赁的类金融牌照。

(3) 实行内部梯次管理体制。新乡国资集团根据业务属性和发展方向对各类资产和业务进行专业化整合,搭建了“总部控全局、二级板块管资产、三级单元管经营”的管理架构,落实各业务条线权属职责,并针对核心公司、县区公司、协同公司制定了管控清单,形成“一级强、二级专、三级活”的梯次管理体制。

(4) 采用市场化选人用人机制。新乡国资集团高管市场化选聘占比70%、中层干部岗位流动比例超30%;公开招录、选聘职业经理人、专业人才近140人,建立了干部能上能下、人员能进能出、薪酬能多能少的市场化机制。

(5) 拓展其他市场化业务。新乡国资集团作为新乡市重要的国有资本运营主体,除开展环卫绿化、路网养护、高速公路通行费、热力电力、污水处理、旅游景区及租赁等城市运营服务外,还开展了人才服务、物业服务、广告服务、安保服务、技术服务等市场化程度较高的经营业务。

抚州国投: 主要依托政府划转资产以及自主开展工程施工等市场化业务

抚州国投转型的要素主要包括以下方面:

(1) 区域国有资源丰富,政府给予有力支持。

⁴ 本报告其他市场化业务主要指对区域产业资源依赖程度相对较低的市场化业务。

2016年,抚州市政府将本级及下辖区县河道砂石资源开采权划入抚州国投,抚州国投开展砂/砾石销售业务。2019年,抚州市政府将抚州下辖各区域城投公司部分股权(合计账面价值110.99亿元)划入抚州国投,2023年实现投资收益0.57亿元。2022年,抚州市政府将抚州市属农业发展集团有限公司60%股权划入抚州国投,抚州国投新增农产品供应链贸易业务。此外,抚州市政府将市中心城区社会公共车位(包括人防工程资产)经营管理权划入抚州国投。

(2) 完善市场化管理体制。抚州国投建立了管理层竞聘上岗制度,所有管理层岗位必须竞聘上岗,新竞聘上岗的管理人员须具有本科及以上学历;建立进人用人条件、程序、结果“三公开”机制。

(3) 拓展其他市场化程度较高的业务。2018年,抚州国投通过股权收购方式开展工程施工业务,2023年底拥有公路工程施工总承包一级、市政公用工程总承包一级、房屋建筑工程总承包一级等资质。抚州国投还通过开展勘测、测绘、规划、演出、住宿餐饮、旅游服务、保安押运等市场化程度较高业务拓宽收入来源。

成都东方广益: 主要依托政府授权将市场化经营子公司纳入合并范围

抚州国投转型的要素主要包括以下方面:

(1) 区域产业资源丰富。成都市成华区龙潭新经济产业功能区(以下简称“龙潭功能区”)地处成都市成华区东北部,规划面积11平方公里,是四川省省级产业开发区,重点发展以数字通信、智能机器人、工业互联网为主导的新经济产业集群。2023年,成都东方广益通过设立产业引导基金和北京联东投资(集团)有限公司合力打造的全国首个新经济旗舰园区联东U谷·成都新经济园投入使用,该项目是成都东方广益在现代工业载体建设、物业开发运营与租赁、招商运营和基金运作等方面的探索。此外,成都东方广益负责运营龙潭功能区国机大厦的中央食堂项目,为机关、企

业工作人员提供餐饮服务。

(2) 政府给予有力支持。2022年4月,根据《成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局关于授权东方广益公司管理东广能源公司的函》,成都市成华区国有资产监督管理和金融工作局(以下简称“成华区国资和金融局”)全权授权成都东方广益对成都东广能源有限公司(以下简称“东广能源”)进行经营决策和日常经营管理,2022年成都东方广益将东广能源纳入合并范围(东广能源由成华区国资和金融局持股95%,成都东方广益持股5%)。成都东方广益新增工程技术服务、化工产业及清洁生产等业务,成为成都东方广益的主要收入来源。此外,成都东方广益承接了成华区综治办的劳务派遣业务,2023年实现劳务派遣收入1.26亿元。

(3) 优化人才体系建设。成都东方广益每年针对项目管理、风险控制、财税法规等定期组织内部培训,选派优秀员工参加各类全国性的行业研讨会,为高层次人才引进提供具有市场竞争力的薪资待遇和广阔的职业发展空间,并成功引进若干具有博士学位的行业专家。

(4) 引入专业咨询服务机构。成都东方广益依据自身业务发展态势及项目具体需求,在专项法律咨询、人力资源咨询、企业内控及风险管理咨询以及企业运营与战略规划等多个领域开展多项专业化采购活动。

邳州经开控股: 主要依托区域产业资源开展股权投资、厂房租赁并拓展其他市场化业务

邳州经开控股转型的要素主要包括以下方面:

(1) 区域产业资源丰富。江苏邳州经济开发区(以下简称“邳州经开区”)主园区围绕碳基新材料、半导体材料和设备、高端装备制造三个邳州市主导产业,形成了化工产业聚集区、半导体材料和设备产业园、高端装备制造产业园三个产业片区,集聚了众多重点企业。邳州经开控股自2021年起加大对落地邳州经开区内半导体材料、高端装备制造产业相关公司股权投资,并通过股权转让及股利分红实现投资收益。2021—2023

年，邳州经开控股分别实现上述参股股权投资收益0.60亿元、2.90亿元和0.27亿元，分别占当年净利润的29.27%、140.10%和18.49%。此外，邳州经开控股负责邳州经开区范围内标准化厂房的建设与运营，满足产业片区内入驻企业厂房需求，通过出租获取租赁收入。2023年，邳州经开控股实现厂房租赁收入1.36亿元，占当年营业总收入的17.72%。

(2) 拓展其他市场化程度较高的业务。邳州经开控股自2021年通过新设子公司江苏瓜娃子生物工程有限公司开展开心果、腰果、芒果干、扁桃仁等干果食品销售业务；2023年商品销售业务新增水果番茄销售。2021—2023年，邳州经开控股分别实现商品销售收入0.62亿元、1.16亿元和1.63亿元，分别占当年营业总收入的11.27%、19.37%和21.18%。此外，邳州经开控股还开展区域内咨询服务、酒店运营等经营性业务。

少海集团：主要依托政府注入水域使用权

邳州经开控股转型的要素主要包括以下方面：

(1) 区域资源优质，政府给予有力支持。胶州市大沽河度假区系省级生态旅游度假区，位于胶州市东南部，地处青岛“三城联动”北部城区中心位置，青岛“生态主轴”大沽河入海口处，已形成总面积31.8平方公里、水域面积6.28平方公里规划版图。2019年，政府向少海集团注入少海新城南湖、善湖水域使用权，面积5723.25亩，评估价值51.50亿元；2020年，政府向少海集团注入板桥镇项目土地使用权及房屋建筑物，评估价值15.01亿元；2021年，政府向少海集团注入北湖水域使用权，面积4301.41亩，评估价值46.03亿元。少海集团将上述资产用于出租并自2021年开始取得水面承租及房产租赁收入。

(2) 拓展区域内市场化程度较高的业务。少海集团负责管理和维护大沽河度假区内公有资产的绿化、保洁、保安业务。同时负责大沽河度假区域内各大公司劳务派遣、人力资源信息咨询服务、职业中介服务。

小结

根据上文的案例分析，我们对不同地区、不同行政层级以及不同主体信用级别的城投企业涉及的转型要素进行了简单的归纳后发现（见表1）：

(1) 表现较好城投企业转型的要素包括外部和内部两方面，外部要素主要是区域产业资源、金融资源及政府支持，内部要素主要是城投企业自身完善内部管理及拓展其他市场化业务，在现阶段城投转型过程中外部要素更为重要。

(2) 对不同城投企业来说，转型所涉及的重要要素有所差异，而这主要取决于该企业所处区域的产业、金融等资源禀赋。

(3) 政府支持是多数城投企业转型的最重要条件，而较少涉及政府支持的城投转型则需要丰富的产业资源后盾（广州开投集团、邳州经开控股），一般情况下园区城投企业产业资源更加丰富。

(4) 金融资源对城投企业转型至关重要，而城投企业能否获取丰富的金融资源，不仅仅取决于区域经济发展和金融资源情况，也与政府对该企业的重视和支持有关（新乡国资集团）。

(5) 对于产业资源、政府支持这两大重要因素欠缺任意一项的城投企业，要想实现取得较好的转型成效，可以通过积极拓展其他市场化业务实现（抚州国投、邳州经开控股）。

(6) 城投企业的逐步转型带来业务板块的增加以及对专业人才的需求，通过内部业务条线整合、加强人才队伍建设、提高经营管理效率是必经之路。

三、未来城投转型发展趋势

2023年7月，中共中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，随后“35号文”“47号文”“14号文”“134号文”“150号文”等一系列政策陆续实施。其中，“150号文”提出名单内城投企业应不晚于2027

年6月末退出;若逾期未退出,届时将由省级政府认定并向主管部门申请退平台。“150号文”为城投企业退出地方融资平台提供了明确的时间表及指导,城投企业转型更加迫切。总体来看,我们认为,未来城投转型或将呈现以下几点趋势。

首先,随着地方化债的深入推进和退平台时间表的明确,城投企业转型进程将加速,转型的方式包括但不限于企业整合重组以及拓展城市运营、产业投资、园区厂房建设等市场化经营业务。值得一提的是,目前不少城投企业通过新设产投平台的方式力求突破新增融资限制、进行市场化转型。

其次,受区域产业资源、金融资源以及政府支持力度的不同,城投企业转型将呈现出分化格局,经济较发达地区、行政层级更高、平台地位更重要及主体信用级别更高的城投企业可利用的资源更加丰富、可获得的政府支持更大,有利于其通过拓展业务板块、进行股权基金类投资以及自营项目投资等方式积极转型,经济落后地区、行政层级低、平台地位弱及主体信用级别低的城投企业被合并重组的概率高。

第三,政府支持和区域产业资源是城投企业转型的最重要因素,政府支持包括但不限于整合重组区域内城投企业、划拨国企股权或优质资产等,而园区城投企业整体依托的产业资源更加丰富,更易于通过产业

投资、建设厂房、园区运营等方式进行转型。更进一步来看,类似新乡国资集团模式的重组区域内城投企业是区域城投转型的较快的一种方式,但后续需解决业务条线、人员整合等管理问题;园区城投企业转型则面临厂房建设投资周期长、如何盘活资产以及产业投资在当前宏观背景下提高投资收益的挑战。

第四,在当前化解地方政府债务风险和推进城投企业转型的大背景下,大多数城投企业都在积极拓展贸易、工程施工、物业、安保等市场化程度高的业务,尤其对于那些政府支持和产业资源相对较弱的城投企业来说,这或许是必然的选择,但对于上述业务来说,城投企业可能会面临竞争实力弱、利润水平低的问题,比如贸易和工程施工如果仅追求做大收入规模还可能会由于风险管控不到位而发生损失、适得其反。城投企业不应仅以追求收入为目标,而应从自身现有条件、区域资源禀赋出发探索实质化的转型路径。

第五,通过建立市场化用人机制、引入专业咨询服务等方式完善内部管理是城投转型的重要条件,但受“铁饭碗”观念根深蒂固、涉及利益调整等因素制约,在实际推行过程中面临困难,在这种情况下,区域政府的执政理念和决策水平至关重要,能够作出科学决策、为区域城投企业转型明确清晰方向并制定可行性方案的政府所在区域在城投转型过程中将展现出优势。■

表1 案例转型要素汇总

主体	行政层级	地区	信用级别	外部			内部	
				产业资源	金融资源	政府支持	完善内部管理	拓展其他市场化业务
广州开投集团	园区	广州经济技术开发区	AAA	○	○	/	√	√
新乡国资集团	地级市	新乡市	AAA	/	○	○	√	√
抚州国投	地级市	抚州市	AA+	/	/	○	√	○
成都东方广益	区县	成都市-成华区	AA+	√	/	○	√	√
邳州经开控股	园区	邳州经济开发区	AA	○	/	/	/	○
少海集团	区县	青岛市-胶州市	AA	/	/	○	/	√

注:“√”代表转型要素涉及,“○”代表不仅涉及该要素且更为重要,“/”表示公开获取的相关资料不涉及;拓展其他市场化业务主要指不依托区域产业资源的业务
资料来源:联合资信根据公开资料整理

地方政府与城投企业债务风险研究报告—四川篇

文|联合资信 崔莹 李凯田

一、四川省经济及财政实力

经济发展状况

四川省区位和资源禀赋优势明显，陆路交通和航空运输发展居全国前列，为经济发展奠定基础。经济总量居全国前列，但整体城镇化水平偏低，人均GDP处于全国中下游水平。产业结构不断调整升级，第三产业是拉动全省经济增长的主要动力。成渝地区双城经济圈建设等政策利好区域发展。

区位和资源禀赋优势明显，陆路交通和航空运输发展居全国前列。四川省位于中国西南部，是对接国家向西向南开放、打造“一带一路”以及长江经济带联动发展的战略纽带和核心腹地。四川省水能、天然气、矿产和旅游资源丰富，陆路交通和航空运输发展居全国前列，公路、铁路、航空和水运网络日趋完善。

“十四五”期间，四川省综合交通建设将完成投资1.2万亿元以上，并重点投资于公路、水路项目（投资达7000亿元）。

人口基数大，但整体城镇化水平偏低。截至2023年末，四川省常住人口8368.0万人，排全国第5名。其中，成都市常住人口2140.30万人，同比增长0.6%。2023年四川省城镇化率较上年末提高1.14个百分点至59.49%，但仍低于全国平均水平（66.16%），主要系甘孜藏族自治州（以下简称“甘孜州”）、凉山彝族自治州（以下简称“凉山州”）和阿坝藏族羌族自治州（以下简称“阿坝州”）等城镇化率较低所致。

经济总量居全国前列，人均GDP处于中下游水

平。2023年，四川省完成地区生产总值60132.9亿元，在全国各省中排第5位（较2022年上升1名）；GDP增速为6.0%，略高于全国平均水平。2023年，四川省人均GDP为7.18万元，在全国排第20名，处于中下游水平。2024年1—6月，四川省完成地区生产总值29463.3亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，经济稳步发展。

产业结构调整升级，清洁能源转型逐步推进，第三产业是拉动全省经济增长的主要动力。近年来，四川省产业结构不断优化，2023年四川省三次产业结构由上年的10.5: 36.4: 53.1调整为10.1: 35.4: 54.5，第二产业增加值占比有所下降，第三产业是经济发展的主要支柱。二产方面，依托于丰富的自然资源及便利的交通条件，四川省工业经济不断发展，构建了电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料、能源化工和数字经济“5+1”产业体系。2023年，四川省全年工业增加值16705.2亿元，较上年增长5.3%，高于全国增速（4.2%）。三产方面，2023年四川省第三产业增加值32769.5亿元，增长7.1%，是拉动全省经济增长的主要动力，其中批发和零售业、金融业和房地产业产值相对较高。此外，四川省清洁能源转型逐步推进，2023年末装机容量达1.1亿千瓦，占比86.7%，其中水电装机9759万千瓦，居全国第一。

成渝地区重大项目持续推进，带动综合交通枢纽集群成型起势，先进特色产业集群协同发展。共建西部金融中心方案细化落地，将辐射带动全省金融业高质量发展，为成渝地区建设提供有力金融支撑。四川省

一系列政策促进重点产业增长，激发市场活力。

随着《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》发布，以及2022—2024年连续三年发布的《共建成渝地区双城经济圈重大项目名单》重大项目实施推进，成渝地区双城经济圈重大项目总投资预计超8.85万亿元，重大项目以现代基础设施网络 and 现代产业为主，带动综合交通枢纽集群成型起势，先进特色产业集群协同发展。

金融环境方面，从2021年12月中国人民银行等部门联合印发《成渝共建西部金融中心规划》到2023年1月四川省人民政府办公厅印发《〈成渝共建西部金融中心规划〉实施方案》，四川省从形成具有竞争力的金融机构组织体系、构建具有区域辐射力的金融市场体系等六个方面，提出42条细化措施，对于突出发挥成都金融极核作用，辐射带动全省金融业高质量发展具有重要意义，也为成渝地区双城经济圈建设提供有力金融支撑。

从四川省省内政策来看，“五区共兴¹”为四川省“十四五”发展的重点，五大经济区分别制定了相关规划，对于破解四川省发展不均衡，促进五大经济区“各有优势、各具特色、相互促进”的区域协调发展具有重要意义。四川省对五大经济区制定实施年度重点任务清单，项目化、清单化推进实施五大经济区“十四五”发展规划。此外，2024年以来，四川省发布了一系列旨在促进经济发展的相关政策，以推动产业转型升级和经济回升向好。

财政实力及债务情况

四川省一般公共预算收入在全国排名上游，稳定性较高，但财政自给率偏低；受土地及房地产市场低迷影响，政府性基金收入有所下降；上级补助收入规模持

续居全国首位。四川省综合财力居全国前列，政府债务负担处于中游水平。

四川省一般公共预算收入规模排名全国上游，但财政自给率偏低。2023年，四川省一般公共预算收入为5529.09亿元，全国排名第7位，较上年增长13.3%；税收占比保持在70%左右，一般公共预算稳定性较高；财政自给率在40%左右，财政自给程度偏低。2024年1—6月，四川省一般公共预算收入3110.67亿元，同比增长3.3%（见图1）。

受土地及房地产市场低迷影响，2023年及2024年上半年四川省政府性基金收入均有所下降。四川省国有土地使用权出让收入占政府性基金收入比重在90%左右。2023年，四川省政府性基金收入4515.73亿元，较上年下降5.5%，主要系受房地产市场低迷影响，土地出让收入下降所致。2024年1—6月，四川省实现政府性基金收入1022.82亿元，较上年同期下降23.68%。

四川省上级补助收入规模位居全国首位。2021—2023年，四川省获得上级补助收入持续增长，2023年为6905.97亿元，主要是一般性转移支付收入，其中均衡性转移支付、社会保障和就业共同财政事权转移支付收入、税收返还及固定补助占比较高。

图1 四川省一般公共预算收入构成、增速及财政自给率



数据来源：四川省财政厅网站

¹ “五区”即成都平原经济区、川南经济区、川东北经济区、攀西经济区、川西北生态示范区，“五区共兴”在四川省委十二届二次全会上提出，旨在促进五区之间的协同发展。

四川省综合财力持续增长，规模排名全国前列。2023年，四川省综合财力持续增长，在全国31个省市自治区中排名第4，居于全国前列（见图2）。

四川省政府债务负担处于全国中游水平。2023年末，四川省地方政府债务率（地方政府债务余额/综合财力*100%）和地方政府负债率（地方政府债务余额/GDP*100%）分别为119.58%和33.71%，按从低到高排序，在31省市自治区中分别排名第7和第14（见图3）。

二、四川省各地市（州）经济及财政实力

各地市（州）经济发展状况

四川省各地市（州）经济发展不均衡，成都平原经济区和川南经济区产业基础较好。成都市作为省会及副省级市，经济实力远强于其他地市（州），人口虹吸效应明显；攀枝花市受益于矿产及水能资源丰富但常住人口较少，人均GDP在省内居首位。

四川省下辖18个地级市和3个自治州。根据2018年四川省提出构建“一干多支、五区协同”区域发展新格局的战略，将四川省划分为五大经济区。

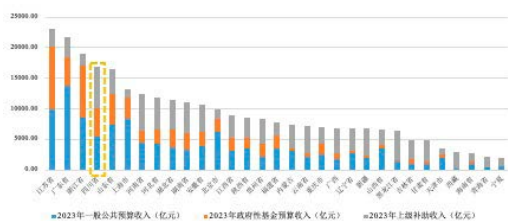
成都平原经济区和川南经济区产业基础较好。从产业分布来看，四川省各地市（州）依托自身资源优势等发展相关产业，拥有1个国家级新区、18个国家级高

新区/经开区和122个省级开发区，以及A股上市公司175家。其中，成都平原经济区和川南经济区产业基础较好，成都市A股上市公司数量占全省上市公司数量比重超过6成。

成都市所在的成都平原经济区作为全省经济发展的龙头，经济实力明显强于其他经济区，区域间经济实力分化明显。从区域看，省会成都市所在的成都平原经济区经济实力明显强于其他经济区，其中成都市GDP约占全省经济总量的37%。受益于白酒产业，宜宾市和泸州市经济实力强，支撑起了川南经济区在全省经济版图中的重要地位。川东北经济区各地市的天然气储量均较丰富，但各地市经济实力分化明显。川西北生态示范区的经济实力相对较弱，是五大经济区中唯一未提出经济总量目标的区域，未来发展侧重于生态经济发展。三产结构方面，成都市三产占比超60%，服务业引领经济增长；凭借钢铁工业和丰富的钒钛磁铁矿储量，攀枝花市是四川省唯一的二产占比超过50%的地市；宜宾市和泸州市二产占比接近50%，泸州市酒制造业贡献远超其他行业。

攀枝花市和成都市人均GDP领先于全省。从人均GDP来看，得益于矿产及水能资源丰富但常住人口较少，攀枝花市连续两年人均GDP超过了成都市，在四川省排名第一；德阳市、宜宾市和绵阳市人均GDP在四川省处于相对较高水平；巴中市人均GDP最低。

图2 2023年全国31省市自治区综合财力



注：综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入
数据来源：各省市自治区财政厅网站

图3 2023年全国各省自治区地方政府债务率与地方政府负债率



数据来源：各省市自治区财政厅网站

成都市常住人口占四川省总人口四分之一，虹吸效应明显，省内其余大部分地市（州）常住人口呈负增长。2023年末，成都市常住人口约占全省常住人口的25%。从近五年情况看，成都市常住人口年均增长率6.59%，绵阳市、宜宾市和攀枝花市年均增长率低于0.5%，其余17个地市（州）常住人口均呈净流出趋势（见表1）。

各地市（州）财政实力及债务情况

1. 财政收入情况

四川省各地市（州）一般公共预算收入呈增长趋势，但税收占比普遍偏低，财政自给率水平亦较低。

2023年，四川省各地市（州）一般公共预算收入均同比呈增长趋势，增长率集中在8%~20%。成都平原经济区内，成都市作为四川省省会城市，一般公共预算收

表1 2023年（末）四川省各地市（州）GDP及增速情况

地市（州）	GDP（亿元）	GDP增速（%）	人均GDP（万元）	常住人口（万人）	城镇化率（%）	三次产业结构
成都市	22074.70	6.0	10.35	2140.30	80.50	2.7:28.9:68.4
绵阳市	4038.73	8.0	8.22	491.10	56.01	9.7:39.6:50.7
宜宾市	3806.64	7.5	8.23	462.80	54.91	10.6:49.6:39.8
德阳市	3014.40	6.7	8.73	345.30	58.80	10.1:47.2:42.7
南充市	2734.76	5.5	4.95	551.10	52.83	18.5:34.7:46.8
泸州市	2725.90	5.6	6.39	426.70	53.16	10.3:48.9:40.8
达州市	2656.70	6.5	4.98	532.40	52.48	16.6:33.7:49.7
乐山市	2447.53	6.5	7.77	314.70	55.79	12.6:42.3:45.1
凉山州	2261.11	7.0	4.61	490.60	41.38	22.3:34.5:43.3
内江市	1807.11	7.0	5.88	396.70	/	16.5:31.1:52.4
自贡市	1750.47	6.2	7.21	242.90	57.69	14.8:33.6:51.6
眉山市	1737.00	6.2	5.87	295.50	52.81	14.0:39.2:46.8
遂宁市	1714.97	6.7	6.21	274.80	59.78	12.9:45.7:41.4
广安市	1512.50	6.6	4.68	322.60	46.57	16.4:30.4:53.2
攀枝花市	1303.80	6.5	10.70	121.80	70.78	8.8:55.0:36.2
广元市	1179.82	6.2	5.22	224.90	49.57	18.2:37.1:44.7
资阳市	1019.20	5.8	4.52	225.30	43.90	19.3:29.4:51.3
雅安市	1010.03	5.8	7.07	142.90	55.17	17.2:31.4:51.4
巴中市	780.28	6.0	2.95	262.90	48.52	25.0:22.6:52.4
甘孜州	513.35	6.2	4.65	110.60	32.92	16.9:28.68:54.40
阿坝州	503.19	6.8	6.11	82.50	43.75	19.6:24.4:56.0

注：内江市2023年末常住人口未获取，用2023年末户籍人口数代替；“/”代表数据未获取
数据来源：公开资料

入远超其他地市(州);绵阳市、雅安市一般公共预算收入增速超20%。受益于白酒行业贡献税收规模较大,位于川南经济区的宜宾市和泸州市一般公共预算收入规模较大,仅次于成都市。受益于一系列经济和税收优惠政策的落实,以及重点产业和项目的推动,自贡市一般公共预算收入增速达29.8%。川东北经济区中达州市通过加大资产资源盘活力度,坚持依法征收、应收尽收,实现一般公共预算收入较上年增长21.72%。攀西经济区中凉山州丰富的矿产资源带来较大规模的增值税和国有资源(资产)有偿使用收入,使得其一般公共预算收入规模排名靠前。川西北生态经济区受限于山区为主、交通不便、人口较少和主导产业税收贡献有限等因素,甘孜州和阿坝州一般公共预算收入规模较小。2023年,阿坝州一般公共预算收入较上年增长81%,主要系一次性非税收入大幅增长所致。2024年1—6月,除乐山市以外,四川省各地市(州)一般公共预算收入均同比有所增长,其中绵阳市、巴中市和攀枝花市增速较高,分别达22.80%、19.40%和19.35%。

从一般公共预算收入构成看,四川省各地市(州)税收占比为50%左右。2023年,甘孜州税收收入占比最高,为62.63%;阿坝州税收收入占比最低,为41.02%,较上年下降25.68个百分点。从财政自给率看,四川省各地市(州)财政自给率有升有降,中位数为33.13%(达

州市),整体水平仍较低(见图4)。

受房地产市场低迷影响,四川省大部分地市(州)政府性基金收入有所下降。成都市政府性基金收入规模大,其他地市(州)政府性基金收入规模与成都市差距较大,川西北生态经济区政府性基金收入规模最小。2023年,受房地产市场低迷影响,四川省大部分地市(州)政府性基金收入有所下降,降幅集中在5%~20%。攀西经济区的凉山州和攀枝花市政府性基金收入降幅超30%(见图5)。

四川省各地市(州)上级补助收入对综合财力的贡献度较高。从上级补助收入规模来看,成都市、凉山州、南充市和甘孜州获得上级补助收入规模超400亿元,主要来自对欠发达地区的扶贫补助和对水电、农业等的补贴等。各地市(州)上级补助收入在综合财政收入中占比均较高(见图6)。

2. 债务情况

四川省各地市(州)政府债务余额均持续增长,政府债务率整体有所上升,自贡市、内江市、遂宁市和巴中市政府债务率较高。四川省将统筹各类资源化债,分层分类防范化解债务风险。

四川省各地市(州)政府债务余额均持续增长,成都市政府债务余额增速有所放缓,截至2023年末成都市政府债务余额占全省比重为25.80%。政府负债率方

图4 2023年四川省各地市(州)一般公共预算收入情况



注：因成都市数值大（2023年，成都市实现一般公共预算收入1929.06亿元，同比增长12%），上图未含成都市

数据来源：联合资信根据各地市(州)财政预决算报告整理

图5 2023年四川省各地市(州)政府性基金收入情况



注：因成都市数值大（2023年，成都市实现政府性基金收入1886.85亿元，同比下降12.10%），上图未含成都市

数据来源：联合资信根据各地市(州)财政预决算报告整理

面,四川省各地市(州)政府负债率整体有所上升,其中巴中市政府负债率超100%,其余各地市(州)政府负债率在60%以内。政府债务率方面,四川省政府债务率较高的地市(州)集中在川南经济区和川东北经济区,其中自贡市、内江市、遂宁市和巴中市政府债务率超过170.00%。

债务管控方面,四川省《关于2023年省级决算草案的报告》指出,2023年四川省各级财政部门推动政府债务按时偿还、隐性债务按计划化解、平台公司融资行为进一步规范、其他债务风险有效管控。未来,四川省将持续加强财政风险管控,统筹各类资金、资产、资源化债;积极创新化债方式,完善化债激励措施。

《2024年四川省人民政府工作报告》指出,2023年四川省制定综合化债方案,扎实推进各类债务风险防范化解,全省债务风险总体可控;2024年四川省将统筹好地方债务风险化解和稳定发展,推动地方债务综合化债工作方案落地,分层分类防范化解债务风险,对违规新增举债严肃追责问责,依法严格管控平台公司债务规模和融资行为,建立市县债务化解激励机制;提高债券资金使用绩效,从制度机制上遏制和防范政府违规举债、平台公司过度举债,完成省级地方金融管理机构改革,支持四川银行、四川农商联合银行等地方金融机

构发展壮大。

特殊再融资债券发行方面,2023年10月,四川省发行280亿元特殊再融资债券,规模处于全国中游。2024年8月和9月,四川省分别发行200亿元和415亿元特殊再融资债券,发力明显;涉及区域超过100个区县,整体较为分散。其中,债务压力较重的巴中市2023年获得再融资债券资金18亿元,特别国债资金34.2亿元,在四川省地市中规模最大。

盘活资产方面,2024年9月,四川省全面启动国有资产资源“起底式”清查工作,分类推进闲置低效资源盘活利用。

金融化债方面,四川省公布案例较少。2024年7月,广安市城投企业通过四川银行进行非标贷款置换,成本压降2.28%。

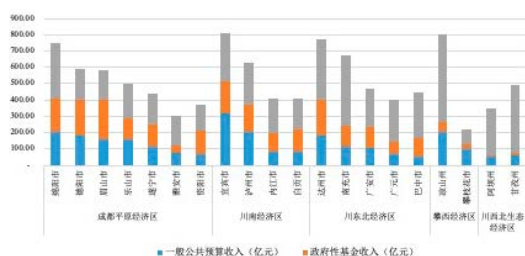
成都市发债城投企业债务规模和地方政府债务规模占四川省总规模近一半,成都市《关于成都市2023年市级决算的报告》提出,合理控制各地政府债务规模和增长速度,强化债务风险监测预警;按照“一地一策”“一债一策”方式加快化解存量隐性债务;建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制,进一步提高区(市)县化解隐性债务激励资金规模,加大对风险化解成效明显地区的激励力度,分类推进融资平台公司改革转型,加快压降平台数量和隐性债务规模;坚决遏制隐性债务增量,定期核实区(市)县和市级相关单位化债情况,加大违规举债和化债不实查处问责力度。

三、四川省城投企业偿债能力

城投企业概况

四川省城投企业行政层级较为下沉,其中成都市各区县发债城投企业数量占比近一半;发债城投企业主体信用级别以AA为主,高信用级别城投企业主要集中在成都市。

图6 2023年四川省各地市(州)综合财力构成情况



注：因成都市数值大，上图未含成都市，2023年成都市获得上级补助收入577.72亿元；阿坝州上级补助收入缺失，上图数据采用估算数：上级补助收入=(一般公共预算收入+政府基金性预算收入)-(一般公共预算支出+政府性基金预算支出)

数据来源：联合资信根据各地市(州)财政预决算报告整理

截至2024年9月末,四川省内有存续债券的城投企业共224家,其中省级城投企业2家、地市(州)级城投企业52家、区县级城投企业170家。从各地市(州)发债城投企业数量看,成都市发债城投企业数量最多,为104家;其次为绵阳市、泸州市、遂宁市和眉山市,发债城投企业超10家;其他各地市(州)发债城投企业数量在10家以下,甘孜州和阿坝州无发债城投企业。从级别分布看,最新主体级别为AAA的城投企业共9家,其中省级和成都市分别为1家和8家;AA+和AA城投企业分别为47家和139家。AA+发债城投企业中33家集中在成都市。

城投企业发债情况

2023年,四川省整体债券发行数量和规模同比均有所增长,成都市净融资额占四川省比重超60%。2024年前三季度,除眉山市、宜宾市和泸州市外,其余地市(州)城投企业债券净融资额均为负。

2023年,四川省共有136家城投企业发行债券,较上年增加12家,发行数量合计405只,规模为2971.34亿元,债券发行数量和规模同比均有所增长;但南充市未新发行债券。四川省发债城投企业仍集中在成都市,发债规模占全省的54.10%。2024年1—9月,雅安市和凉山州未新发行债券,乐山市、德阳市和达州市发行规模相对上年下降较多,巴中市和泸州市债券发行规模已超过上年全年规模。

2023年,成都市城投企业中AAA、AA+和AA城投企业发行规模占比分别为23.09%、41.76%和34.18%,结构相对均衡。除成都市外,其余地市(州)发行债券的城投企业信用级别以AA为主(占合计数的61.02%),川南经济区、川东北经济区和攀西经济区AA+级别的发债城投企业集中在其区域内的核心城市。

2023年,成都市城投企业债券净融资额占四川省比重超60%。2024年1—9月,除眉山市、宜宾市和泸州市外,其余地市(州)城投企业债券净融资额均为负。



2022—2023年及2024年前三季度,川东北经济区的南充市、广安市、广元市和巴中市城投企业债券净融资额持续为负。

城投企业偿债能力分析

各地市(州)城投企业全部债务资本化比率整体略有上升,现金短期债务比呈现不同程度的下降。2024年6月末,各地市(州)城投企业现金短期债务比略有回升,但巴中市发债城投企业仍存在较大的短期偿债压力。

截至2023年末,成都市发债城投企业全部债务规模超万亿,绵阳市、泸州市、宜宾市和眉山市城投企业全部债务规模在千亿元左右,其余各地市(州)发债城投企业全部债务规模在千亿元以下。债务负担方面,四川省各地市(州)城投企业全部债务资本化比率略有上升,绵阳市、乐山市和广元市发债城投企业全部债务资本化比率超55%,债务负担相对较重。债券集中兑付方面,在考虑行权的情况下,2024年第四季度及2025年,四川省发债城投企业到期债券规模分别为841.78亿元和2930.98亿元。其中成都市、绵阳市和眉山市2025年

债券到期规模较大,存在一定的集中偿付压力。

短期偿债能力方面,2023年末,除雅安市外四川省各地市(州)发债城投企业现金短期债务比均小于1,大部分地市(州)呈现不同程度的下降;宜宾市和自贡市发债城投企业现金短期债务比下降明显且指标数值较低,短期偿债压力有所加大。2024年6月末,各地市(州)发债城投企业现金短期债务比略有上升,巴中市为0.20倍,存在较大的短期偿债压力。再融资方面,2023年及2024年上半年,除巴中市和遂宁市外,四川省各地市(州)发债城投企业筹资活动现金流均为净流入,2023年净流入规模整体较上年变动不大,但各地市(州)分化较为明显,南充市净流入增长明显,德阳

市、眉山市净流入有所下降。其中,成都市发债城投企业筹资活动现金流入量超万亿,川东北经济区和攀西经济区发债城投企业数量不多,筹资活动现金流入和净流入规模相对较小。

各地市(州)财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

除凉山州、雅安市和广安市外,四川省其余地市的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/综合财力超过200%,其中成都市超过500%,绵阳市、泸州市和遂宁市超过350%。成都市经济实力强,但债务规模亦大。■

地方政府与城投企业债务风险研究报告 ——湖北篇

文 | 联合资信 黄旭明 贺冬鸽

一、湖北省经济及财政实力

经济发展状况

湖北省交通地位重要,公路和水运发达,资源禀赋优势明显,经济总量与人均GDP排名全国中上游。战略性新兴产业快速发展,制造业高质量发展转型稳步推进。

湖北省交通地位重要,公路、水运发达,资源禀赋优势明显。湖北省位于中国中部地区、长江中游,是长江经济带的核心地区之一、中部地区最大的综合交通通信枢纽,有“九省通衢”“中国立交桥”之称,交通地位重

要,陆路交通和水运发展位居全国上游水平。湖北省水能、矿产和教育资源丰富。

常住人口略有下降,城镇化率略低于全国平均水平。2023年末,湖北省常住人口5838万人,位列全国第10名,较上年末减少6万人。同年末,湖北省城镇化率较上年末提高0.8个百分点,达到65.47%,略低于全国平均水平(66.16%),主要系湖北省恩施土家族苗族自治州(以下简称“恩施州”)、神农架林区和黄冈市等地的城镇化率较低所致。

经济总量与人均GDP位于全国中上游水平,固定资产投资保持增长。2023年,湖北省地区生产总值与人均GDP分别为55803.63亿元和9.55万元,分别位居全国

各省(含自治区、直辖市)第7位和第9位,位于全国中上游水平;GDP增速为6.00%,位于全国前列。2023年,湖北省固定资产投资同比增长5.0%。2024年1—6月,湖北省完成地区生产总值27346.45亿元,同比增长5.8%,经济稳步发展。

战略性新兴产业快速发展,制造业高质量发展转型稳步推进。依托于丰富的自然资源及便利的交通条件,湖北省工业经济不断发展,构建了以汽车、钢铁、纺织、化工和建材等产业为主导的工业体系。战略性新兴产业发展方面,新能源汽车、光芯屏端网、电子信息等战略性新兴产业日渐成势,集成电路、新型显示器件、下一代信息网络、生物医药四个战略性新兴产业集群晋级国家级,其中光谷“光芯屏端网”产业集群最为突出,产业规模达8470亿元。2023年,湖北省高技术制造业增加值比上年增长5.7%,增速快于规模以上工业增加值增速,占规模以上工业增加值的比重达12.8%。其中,计算机、通信和其他电子设备制造业增长5.1%。

根据《湖北省制造业高质量发展“十四五”规划》,湖北省着力打造5个万亿级支柱产业、巩固提升10个五千亿级优势产业、培育壮大20个千亿级特色产业集群,加快构建“51020”现代产业集群。

随着长江中游城市群建设的推进,区域内基础设施互联互通水平将大幅提高,综合立体交通网将进一步完善。同时,湖北省将大力发展以“武鄂黄黄”为核心的武汉都市圈,有助于进一步推动武汉市辐射带动周边城镇共同发展。

2022年,国务院批复《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》,发展目标为到2025年,基础设施互联互通水平大幅提高,综合立体交通网进一步完善,铁路总里程达到1.4万公里,基本实现城市群内主要城市间2小时通达,新型基础设施水平明显提高,能源保障能力进一步增强。

2022年6月,湖北省第十二次党代会明确提出,大力发展以“武鄂黄黄”为核心的武汉都市圈。2022年

12月,《武鄂黄黄规划建设纲要大纲》正式印发。同期,《武汉都市圈发展规划》获国家发展和改革委员会正式批复,成为第7个获批的国家级都市圈发展规划,有助于进一步推动武汉市辐射带动周边城镇共同发展和中部地区高质量发展。2023年2月,《武汉都市圈发展三年行动方案(2023—2025年)》印发,在基础设施、创新策源、产业协同、对外开放、公共服务、新型智慧、安全发展、生态绿色、要素市场九个领域推动武汉都市圈协同发展。2023年10月,武汉都市圈高质量发展基金成立,将围绕武汉都市圈各核心产业,重点投向光电子信息、生命健康、新能源、智能网联汽车、高端装备、智慧物流等领域,为武汉都市圈经济发展提供金融支持。

财政实力及债务情况

湖北省一般公共预算收入规模居全国中游水平,财政自给率较低;政府性基金收入小幅增长,对土地使用权出让收入的依赖有所下降;上级补助收入规模位居全国第五位。湖北省综合财力和政府债务负担处于全国中上游水平。

湖北省一般公共预算收入规模居全国中游水平,财政自给率较低。2023年,湖北省一般公共预算收入为3692.79亿元,全国排名第11位,比2022年增长12.5%;税收占比为72.39%,一般公共预算稳定性较好;财政自给率为39.71%,财政自给程度较低。2024年1—6月,湖北省一般公共预算收入2187亿元,同比增长6.32%。

湖北省政府性基金收入小幅增长,受房地产市场低迷影响,土地使用权出让金对政府性基金收入贡献率持续走低。2023年,湖北省实现政府性基金收入2884.77亿元,较上年增长0.5%,受房地产市场低迷影响,土地使用权出让金占政府性基金收入比例持续下降,土地使用权出让金对政府性基金收入贡献率持续走低。

湖北省上级补助收入规模位居全国第5位,综合财力排名全国中上游。2021—2023年,湖北省上级补助

收入(见图1)持续增长,2023年为4961.01亿元,居全国第5位,主要由一般性转移支付收入构成,其中均衡性转移支付、社会保障和就业共同财政事权占比较高。2023年,湖北省综合财力较上年有所增长,在全国31个省市自治区中排名第9位,居于全国中上游。

湖北省整体债务负担处于全国中上游水平。2023年,湖北省地方政府债务率(地方政府债务余额/综合财力*100%)和地方政府负债率(地方政府债务余额/GDP*100%)分别为135.40%和28.00%(见图2),在31省中分别排名第11位和第8位(由低到高)。

二、湖北省各地市(州)经济及财政实力

各地市(州)经济发展情况

武汉市经济发展水平处于绝对领先地位,人口虹吸效应明显。黄石市、荆门市和宜昌市GDP增速较快,襄阳市和咸宁市GDP增速排名靠后,宜昌市人均GDP仍居湖北省第一位。

湖北省下辖12个地级市、1个自治州、3个省直辖县级市和1个林区,以下分析以地级市和自治州为主。根据湖北省的发展规划,省内分为三大城市群,分别是武汉城市圈、“襄随十神”城市群和“宜荆荆恩”城市群。2022年,湖北省提出实施“一主引领、两翼驱动、全域协同”区域发展布局,建设“省域区域性中心城市”,推动荆州市打造鄂中区域性中心城市、黄冈市打造鄂东区域

性中心城市、十堰市打造鄂西区域性中心城市,计划形成“强核、壮圈、带群、兴县”多点支撑多极发力的格局。2024年9月,湖北省发布《湖北省域战略规划》,进一步明确“武汉都市圈、襄阳都市圈和宜荆荆都市圈”三大都市圈和“沿江发展带、京广发展带、汉十发展带、襄荆宜发展带”四大发展带的发展格局。

湖北省各地市(州)经济发展水平分化明显,武汉市经济发展水平处于绝对领先地位。黄石市、荆门市和宜昌市GDP增速较快,襄阳市和咸宁市GDP增速排名靠后。从区域发展水平看,湖北省各地市(州)可以分为三个梯队:第一梯队为武汉市,2023年武汉市GDP占全省经济总量的35.86%,其经济实力明显高于其他地区;第二梯队为襄阳市和宜昌市,是湖北省大力发展的两个省级副中心城市;第三梯队为其余各地市(州),其经济实力明显低于上述三个城市。2023年,神农架林区、宜昌市、黄石市、荆门市、孝感市、荆州市、潜江市、天门市和十堰市GDP同比增速较快,均高于湖北省GDP增速(6%),咸宁市增速排名末位,仅为1.6%,主要系第二产业增加值下降所致。2024年上半年,黄石市和荆门市GDP增速分别为7.5%和7.2%,排名省内前两位,襄阳市增速排名下滑至末位。综合考虑2023年和2024年上半年平均增速来看,黄石市、荆门市和宜昌市GDP增速排名靠前,咸宁市和襄阳市GDP增速排名靠后。

宜昌市、武汉市和鄂州市人均GDP省内排名靠前,黄冈市和恩施州排名最后两位。2023年,宜昌市人均

图1 2023年全国31省市自治区综合财力



注：江西、湖北政府性基金预算上级补助收入数据为省级口径、非全省口径
数据来源：各省市自治区财政厅，联合资信整理

图2 2023年全国地方政府债务率与地方政府负债率



数据来源：各省市自治区财政厅，联合资信整理

GDP仍居湖北省第一。随着鄂州市融入武汉都市圈进程的推进,人均GDP排名武汉市之后,位于湖北省第三位。襄阳市依托其发达的汽车等产业,人均GDP排名湖北省第四。恩施州和黄冈市人均GDP低于5万元,排名最后两位。

湖北省各地市(州)常住人口变动出现分化,武汉市人口虹吸效应明显。武汉市常住人口占全省常住人口的比重超过五分之一。2023年末,除武汉市、襄阳市、宜昌市、荆州市、黄冈市、荆门市和鄂州市外,湖北省其他地市(州)常住人口同比均略有下降,武汉市常住人口规模增加最多(2023年较2022年增长3.5万人,增速为0.25%),虹吸效应明显。

各地市(州)财政实力及债务情况

1. 财政收入情况

2024年上半年,湖北省各地市(州)一般公共预算收入同比均有所增长,荆门市、鄂州市和随州市一般公共预算收入增速较快,武汉市增速较慢。2023年,除鄂州市财政自给率有所下降外,湖北省其他地市(州)财政自给率均有所上升,财政自给能力整体偏弱。受房地产市场低迷影响,湖北省部分地市(州)政府性基金收入同比下降。

一般公共预算收入方面,2023年,武汉市一般公共预算收入远大于省内其他地市,襄阳市、宜昌市一般公共预算收入介于200亿元与300亿之间,为省内第二梯队;黄冈市、荆州市等7个地市一般公共预算收入介于100亿元与200亿之间,其他地市一般公共预算收入低于100亿元;增速方面,2023年,武汉市一般公共预算收入增速为6.4%,其他地市(州)增速均大于10%,其中黄冈市、黄石市和宜昌市分别同比增长26.20%、23.86%和23.27%,增速位列全省前三位。2024年上半年,湖北省各地市(州)一般公共预算收入同比均有所增长。其中,荆门市、鄂州市和随州市增速分别为23.30%、19.90%和18.10%,增速排名前三位;武汉市一般公共预算收入同

比增长3.60%,增速排名靠后。

从一般公共预算收入构成看,2023年,神农架林区、武汉市和仙桃市税收收入占比相对较高,分别为84.57%、81.09%和80.03%,其他地市(州)税收占比在57%~80%之间。2023年,除十堰市、咸宁市和神农架林区外,湖北省各地市(州)税收收入占比均有所下降。从财政自给率看,2023年,除鄂州市、仙桃市和天门市财政自给率有所下降外,湖北省其他地市(州)财政自给率均有所上升。武汉市、鄂州市和黄石市财政自给率相对较高,其他地市(州)财政自给率均在50%以下,财政自给能力偏弱。

受房地产市场低迷影响,湖北省部分地市(州)政府性基金收入同比下降。湖北省各地市(州)政府性基金收入呈分化态势,2023年武汉市的政府性基金收入1288.77亿元,占湖北省政府性基金收入的44.67%,宜昌市和襄阳市的政府性基金收入超过200亿元,荆门市、孝感市、黄石市政府性基金收入均超过100亿元,其余地市(州)政府性基金收入均在100亿元以下。受房地产市场低迷的影响,除襄阳市、宜昌市、荆州市、鄂州市、荆门市、随州市和咸宁市外,其他各地市(州)政府性基金收入均出现不同幅度下降。

2. 债务情况

湖北省各地市(州)政府债务余额均有所增长,政府负债率均有所上升。湖北省各地市(州)政府债务规模(见图3)均保持增长,其中鄂州市、黄石市、孝感市和恩施州政府债务余额增长较快。2023年末,武汉市政府债务余额占全省(包括省本级债务)比重为43.81%。政府负债率方面,2023年末,湖北省各地市(州)政府负债率均有所上升,神农架林区、恩施州、鄂州市和武汉市政府负债率超过30%,其他各地市(州)政府负债率均在30%以内。

债务管控方面,2023年7月,中央政治局会议明确指出“要有效防范化解地方债务风险,制定实施一揽子化债方案”,此后化债文件及配套打补丁文件陆续出

台。同年，湖北省共发行92.00亿元特殊再融资债券，用于偿还存量债务。《关于湖北省2023年预算执行情况和2024年预算草案的报告》中提到，要积极化解地方债务，健全化债长效机制，严格落实既定化债举措，积极稳妥控增量、去存量。建设政府债券全生命周期管理系统，实现“借用管还”闭环管理。落实重点地区政府投资项目提级审查和财政支出常态化核查机制，压实隐性债务化解任务，稳步推进融资平台优化升级，有效防范化解政府债务风险。

三、湖北省城投企业偿债能力

城投企业概况

湖北省发债城投企业以地市级和区县级为主，其中武汉市发债城投企业数量最多，占全省的25.74%；宜昌市和咸宁市区县级平台占比较高，高信用级别城投企业主要集中在武汉市。截至2024年10月末，湖北省内有存续债券的城投企业共136家，其中省级城投企业4家、地市级城投企业66家、区县级城投企业66家。从各地市（州）发债城投企业数量看，武汉市发债城投企业数量最多，宜昌市、黄石市、荆州市和荆门市次之，恩施州、鄂州市和随州市发债城投企业数量较少。从级别分布看，最新主体级别为AAA的城投企业共10家，其中省级和地市级分别为4家和6家（武汉市5

家、襄阳市1家）；AA+和AA城投企业分别为34家和68家，AA以下城投企业主要集中在经济和财政实力相对较弱的区县，AA+发债城投企业中17家集中在武汉市。从区县级平台占比看，恩施州仅一家发债企业，且为区县级平台，咸宁市和宜昌市区县级平台占比超过60%，黄冈市、孝感市、襄阳市和荆州市区县级平台占比在50%~60%之间，武汉市和荆门市区县级平台占比在40%~50%之间，黄石市和十堰市区县级平台占比分别为38.46%和12.50%，鄂州市和随州市无区县级发债平台。整体看，湖北省发债城投企业信用级别以AA为主，高信用级别城投企业主要集中在武汉市。

城投企业发债情况

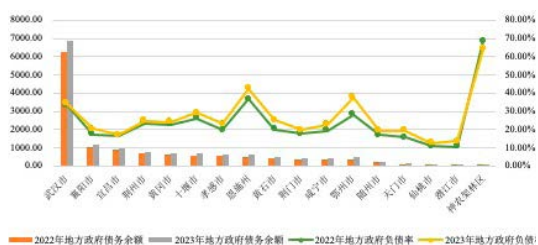
2024年1—10月，在一揽子化债方案提出后，湖北省城投债券发行规模同比大幅下降，债券融资由上年净流入转为净流出。

2023年，湖北省共有81家城投企业发行债券，较上年（77家）增加4家，发行数量合计382只（2022年为265只），规模为2832.99亿元（2022年为2255.53亿元），债券发行数量和规模同比均有所上升。其中，湖北省级城投企业的发债规模占全省的18.14%，地市（州）的发债城投企业主要集中在武汉市、黄石市和襄阳市，发债规模分别占全省的21.74%、15.54%和10.00%。2024年1—10月，湖北省城投债券发行规模为1535.37亿元，相当于2023年全年的54.20%，同比下降41.35%，各地市（州）债券发行规模均明显下降。

2023年，武汉市的城投企业中AAA、AA+和AA城投企业发行规模占比分别为47.50%、42.45%和7.50%，以AAA和AA+为主。除武汉市外，其余地市（州）发行债券的城投企业中，AA和AA+企业的发行规模分别占合计数的49.22%和37.77%，发债城投企业信用级别以AA为主。

2023年，除恩施州、鄂州市和黄冈市外，湖北省其他地市（州）城投债券融资均表现为净流入。2024年

图3 2023年湖北省各地市（州）政府负债率情况（亿元）



数据来源：联合资信根据湖北省各地市（州）2023年财政决算或预算执行报告、国民经济和社会发展统计公报等资料整理

1—10月,在一揽子化债方案提出后,湖北省城投债券融资整体净流出。同期,除十堰市和荆门市外,湖北省其他地市(州)城投债券融资均净流出。

城投企业偿债能力分析

截至2023年末,湖北省各地市(州)发债城投企业融资以银行贷款和债券融资为主,武汉市和恩施州其他类型融资占比较高,荆门市和鄂州市则相对较低,债务负担变化不大。黄石市、鄂州市和恩施州发债城投企业短期偿债指标表现偏弱,武汉市、黄石市、荆门市和宜昌市2025年到期债券规模较大。2023年,湖北省大部分地市(州)筹资活动净现金流出现下滑,其中荆州市和随州市净流入规模同比下降较多;2024年上半年,筹资活动现金净流出的地市(州)明显增加,但净流出规模均不大。

截至2023年末,省级发债城投企业全部债务规模为7667.66亿元,武汉市发债城投企业全部债务规模为11775.33亿元,襄阳市、宜昌市、黄石市和荆州市城投企业全部债务规模超千亿元(见图4),其余各地市(州)发债城投企业全部债务规模在千亿元以下。债务结构方面,除武汉市和恩施州其他类型融资占比超过20%以外,湖北省其他地市(州)其他类型融资占比均在15%以下,荆门市和鄂州市其他类型融资占比相对较低,在10%以下。

债务负担方面,截至2023年末,湖北省各地市(州)发债城投企业全部债务资本化比率整体变动不大,鄂州市和武汉市发债城投企业全部债务资本化比率超过60%,债务负担相对较重。债券集中兑付方面,2025年,湖北省发债城投企业到期债券(在考虑行权的情况下)规模为2789.66亿元,其中武汉市、黄石市、荆门市和宜昌市2025年到期规模较大,存在一定的债券集中偿付压力。

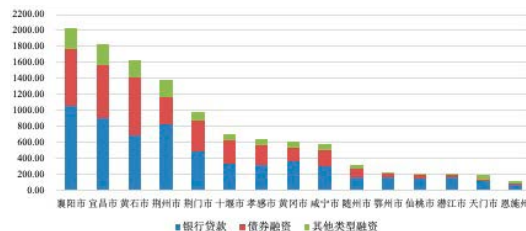
短期偿债能力方面,2024年6月末,湖北省各地市(州)发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖倍数



均小于1倍。同期末,除黄冈市、武汉市和咸宁市外,其他地市(州)发债城投企业货币资金对短期债务的覆盖倍数较上年末均有所下降,黄石市、鄂州市和恩施州发债城投企业货币资金/短期债务倍数在0.30倍以下。

再融资方面,2023年,除潜江市、鄂州市和恩施州发债城投企业筹资活动现金流表现为小幅净流出外,其他地市(州)发债城投企业筹资活动现金流均表现

图4 发债城投企业债务结构图(单位:亿元)



注:上图不含省级和武汉市数据;其他类型融资包括:应付票据、其他流动负债、长期应付款(不含专项应付款)、其他非流动负债、租赁负债、一年内到期的非流动负债减去一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券的剩余部分

数据来源:联合资信根据公开资料整理

为净流入,但大部分地市(州)筹资活动现金净流入规模同比出现下降,荆州市和随州市净流入规模同比下降较多;2024年上半年,筹资活动现金净流出的地市(州)明显增加,但净流出规模均不大(20亿以内)。

4. 各地市(州)财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

湖北省各地市(州)中,武汉市的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模最大(见图5),其次为襄阳市、宜昌市、黄石市和荆州市。湖北省各地市(州)的“发债城投企业全部债务+地方政府债务”/“一般公共预算收入+政府性基金收入”均超过400%,武汉市、襄阳市、荆州市和随州市超过600%,黄石市和荆门市超过700%。

四、总结

湖北省交通地位重要,公路、水运发达,水资源、矿产资源和科教资源丰富,2023年经济总量与人均GDP分别位居全国第7位和第9位。从财政实力看,湖北省一般公共预算收入规模位居全国第11位,财政自给率较低;政府性基金收入虽小幅增长,但土地使用权出让金对政府性基金收入贡献率持续走低。湖北省综合财力和政府债务负担处于全国中上游水平。

图5 2023年湖北省各地市(州)“一般公共预算收入+政府性基金收入”对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障能力情况



注:湖北省各地市(州)上级补助数据缺失较多,此处用“一般公共预算收入+政府性基金收入”之和代替综合财力
数据来源:联合资信根据公开资料整理

随着长江中游城市群建设的推进,跨区基础设施互联互通水平将大幅提高,湖北省综合立体交通网将进一步完善。2024年9月,湖北省发布《湖北省域战略规划》,进一步明确“武汉都市圈、襄阳都市圈和宜荆荆都市圈”三大都市圈和“沿江发展带、京广发展带、汉十发展带、襄荆宜发展带”四大发展带的发展格局。

湖北省各地市(州)经济发展不均衡。武汉市经济发展水平处于绝对领先地位,人口虹吸效应明显。黄石市、荆门市和宜昌市GDP增速较快,襄阳市和咸宁市GDP增速排名靠后。人均GDP方面,宜昌市、武汉市和鄂州市人均GDP排名靠前,黄冈市和恩施州人均GDP相对较低。湖北省各地市(州)一般公共预算收入均有所增长,部分地市(州)政府性基金收入同比下降,财政自给能力整体偏弱。

债务方面,湖北省于2023年发行了92亿元的特殊再融资债券,并提出严格落实常态化核查机制,坚决遏制隐性债务增量,多措并举筹集资金完成化债任务。湖北省各地市(州)政府债务余额均保持增长,政府负债率均有所上升。

从城投企业看,在一揽子化债方案提出后,2024年1—10月,湖北省各地市(州)债券发行规模均明显下降,除十堰市和荆门市外,其他地市(州)城投企业债券融资均表现为净流出。湖北省各地市(州)发债城投企业债务负担保持稳定,鄂州市和武汉市城投企业债务负担相对较重。2024年6月末,黄石市、鄂州市和恩施州发债城投企业短期偿债指标表现偏弱,其中黄石市2025年到期债券规模较大。黄石市、荆门市、武汉市、襄阳市、荆州市和随州市“一般公共预算收入+政府性基金收入”对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障程度相对较低,上述区域发债城投企业融资以银行贷款和债券融资为主,再融资情况表现尚可,且在当前化解地方债务风险的背景下,区内城投企业债务风险总体可控。■

经济总体运行平稳，增量政策逐步加力

——宏观经济信用观察三季度报

文 | 联合资信 张 振

一、宏观经济与行业运行情况

前三季度，面对复杂严峻的外部环境和国内经济运行中的新情况新问题，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，加大宏观调控力度，有效落实存量政策，加力推出增量政策。国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。初步核算，前三季度国内生产总值949746亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%。一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%。经济增速逐季下降，不过仍保持在5.0%增长目标附近。9月份多数生产需求指标好转，市场预期改善，推动经济回升向好的积极因素累积增多。

下阶段，宏观政策要认真落实“926”政治局会议精神，抓住有利时机，稳定资本市场，采取有力措施推动房地产市场止跌回稳，加大财政逆周期调控政策，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。要实现全年5.0%增长目标，四季度经济增速要达到5.4%。从目前9月经济数据进展来看，空间还是存在的。特别是财政部表示将进一步加大财政资金化债力度，为经济主体提供流动性支持；国家发改委表示四季度要加快投资资金使用，资金额度仍然充足。在充足资金支持“两重、两新”工作的格局下，经济数据有望延续恢复态势。“两新”工作有力支撑了9月需求数据，四季度逆周期调控的空间仍然巨大。

生产端：工业生产平稳增长，现代服务业发展良好

工业生产平稳增长，装备制造业和高技术制造业增长较快。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长5.8%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.9%，制造业增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.3%。装备制造业增加值同比增长7.5%，高技术制造业增加值增长9.1%，增速分别快于全部规模以上工业1.7个百分点和3.3个百分点。分产品看，新能源汽车、集成电路、3D打印设备产品产量同比分别增长33.8%、26.0%、25.4%。9月份，规模以上工业增加值同比增长5.4%，比上月加快0.9个百分点。9月份，制造业采购经理指数为49.8%，比上月上升0.7个百分点。全国规模以上工业增加值的增速比GDP增速高1个百分点，对前三季度经济稳定增长发挥了重要支撑作用，贡献率接近4成。工业表现好主要有三方面支撑因素：一是工业基础比较扎实，抗外部冲击能力强；二是出口拉动明显——前三季度，工业出口交货值增长4.1%，全口径货物出口增长6.2%，出口对工业发展发挥了重要支撑作用；三是内部新质生产力投资快速扩张。在工业本身的增长动能外，“两重、两新”的宏观举措也提振了工业品的投资、消费需求。前三季度新能源汽车产量同比增长33.8%，金属冶炼设备、数控锻压设备等产品产量都保持两位数增长。下阶段，面对价格下行、产能利用率低等困难，要加大工业企业帮扶力度，加快转型升级。

服务业持续恢复，现代服务业发展良好。前三季

度, 服务业增加值同比增长4.7%。其中, 信息传输、软件和信息技术服务业, 租赁和商务服务业, 交通运输、仓储和邮政业, 住宿和餐饮业, 批发和零售业增加值分别增长11.3%、10.1%、6.8%、6.3%、5.4%。9月份, 全国服务业生产指数同比增长5.1%, 比上月加快0.5个百分点。其中, 信息传输、软件和信息技术服务业, 租赁和商务服务业, 金融业生产指数分别增长11.4%、9.7%、6.5%。9月份, 服务业商务活动指数为49.9%, 服务业业务活动预期指数为54.6%。其中, 邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间。今年以来, 服务业经济实现平稳较快增长, 对经济增长的贡献持续提升。服务业增加值占国内生产总值比重为55.9%, 比上年同期上升0.3个百分点, 对国民经济增长的贡献率为53.9%, 拉动国内生产总值增长2.6个百分点。积极因素不断增多, 市场预期持续改善。近期, 随着一系列政策“组合拳”发力, 资本市场、房地产市场信心有所增强。9月份, 沪深股市股票成交量和股票成交额分别由8月份同比下降15.3%和31.0%转为同比增长32.7%和4.9%; 9月份, 房地产业生产指数同比下降2.2%, 降幅连续5个月收窄。下阶段, 要积极培育服务业新动能, 加快构建优质高效的服务业新体系, 推动服务业发展的质量和效率持续提升。

需求端：房地产市场止跌回稳逐步显现，投资增速小幅回落，消费和出口延续扩张

投资增速小幅回落，“两重、两新”工作发挥托底作用。前三季度, 全国固定资产投资(不含农户) 378978亿元, 同比增长3.4%; 扣除房地产开发投资, 全国固定资产投资增长7.7%。基础设施投资同比增长4.1%, 制造业投资增长9.2%, 房地产开发投资下降10.1%。全国新建商品房销售面积70284万平方米, 同比下降17.1%, 降幅比上半年和1—8月份分别收窄1.9个百分点和0.9个百分点; 新建商品房销售额68880亿元, 下降22.7%, 降幅比上半年和1—8月

分别收窄2.3个百分点和0.9个百分点。今年以来, 各地区各部门加快超长期特别国债和地方政府专项债发行使用, 进一步推进大规模设备更新和消费品以旧换新, 更好发挥政府投资带动作用, 促进有效投资不断扩大。

房地产市场止跌回稳迹象逐步显现。房地产市场经过两年的持续调整, 为了稳定房地产市场, 中央今年先后提出“517”房地产新政、“926”政治局会议促进房地产止跌回稳等一系列政策组合拳。前三季度, 房地产调控政策对推动房地产止跌回稳发挥了积极作用。房地产开发投资1—9月累计同比下降10.1%, 降幅比1—8月累计同比略有收窄。新建商品房销售面积降幅跟上半年比收窄了1.9个百分点, 连续4个月收窄, 销售金额降幅连续5个月收窄, 这都是积极信号。随着一揽子增量政策的推出和落实, 后期房地产市场将继续朝着止跌回稳方向前进。国家统计局10月披露, 最近对70个大中城市房地产开发企业和中介机构进行月度问卷调查, 从事房地产的从业人员表示, 9月份经营乐观的新房从业人员占比较上个月提升了10个百分点, 二手房提升6.5个百分点, 信心提升效果非常明显。另外, 国庆十一黄金周房地产楼盘的到访量、成交量都有明显的改善。

基础设施投资增速逐步回落, 随着专项债发行使用进度加快, 增速有望得到提振。各地区积极加强逆周期调控的政策响应, 加紧落实超长期国债“两重”投资, 扩大专项债使用范围, 加快形成实物工作量。在基数效应很高的环境下, 2024年前三季度, 基础设施投资同比增长4.1%, 这一增速较全部固定资产投资增速高出0.7个百分点, 但是累计同比增速逐季下滑。在细分领域, 水利管理业投资增长37.1%, 航空运输业投资增长17.9%, 铁路运输业投资增长17.1%。这些数据表明, 水利管理、航空运输和铁路运输等关键领域投资项目依然充足, 年内增速将继续保持高增长状态。为了进一步推动基础设施投资, 政府也在积极采取措施。国家发改委发布了关于全面推动基础设施领域REITs项目常态化发行的通知, 这将有助于深化资本

市场改革,服务实体经济发展。四季度,要深挖基建投资潜能,继续保持基础设施投资领域在多个关键领域实现显著增长,通过创新融资模式和政策支持来进一步推动基础设施建设,以促进经济的稳定增长。

制造业投资增速加快,新动能不断培育壮大,转型升级持续推进。前三季度,制造业投资同比增长9.2%,增速比1—8月份加快0.1个百分点,比全部固定资产投资高5.8个百分点。其中,消费品制造业投资增长14.9%,装备制造业投资增长9.4%,原材料制造业投资增长8.8%。制造业技改投资增长9.5%,增速高于全部制造业投资0.3个百分点。制造业新质生产力发展扎实推进,相关产业投资持续较快增长。前三季度,高技术制造业投资同比增长9.4%,增速比全部制造业投资高0.2个百分点。其中,航空、航天器及设备制造业投资增长34.1%,电子及通信设备制造业投资增长10.3%。高技术制造业投资的持续扩张体现了企业对于研发投入的信心,这将有力保障未来中国经济的供给水平,在国际竞争中保持领先地位。“两新”工作引领全部投资增长。前三季度,设备工器具购置投资同比增长16.4%,增速高于全部固定资产投资13.0个百分点;对全部投资增长的贡献率为61.6%,拉动全部投资增长2.1个百分点。

市场销售保持增长,“两新”政策相关商品销售向好。前三季度,社会消费品零售总额353564亿元,同比增长3.3%,累计同比增速逐季下降,内需仍显不足。商品零售额314149亿元,增长3.0%;餐饮收入39415亿元,增长6.2%。部分基本生活类和升级类商品销售良好,限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长9.9%、4.5%;通讯器材类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长11.9%、9.7%。9月份,社会消费品零售总额同比增长3.2%,比上月加快1.1个百分点。两新工作成效明显,9月份限额以上单位家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长20.5%、12.3%、10.0%;汽车类、家具类商品零售额均增长0.4%,增速由负转正。从统计数据情况来看,以旧换新政策效果比较明显。7月份中央出台了一项

加力支持“两新”的政策,8月份、9月份各地加快落实,9月份政策效应发挥更为明显。以旧换新在零售端受益比较大的仍是汽车销售、家电销售、办公用品销售和家居销售,初步测算,上述四类受益比较大的商品零售能拉动限额以上单位消费品零售额增长1.2个百分点。

货物进出口稳定增长,外贸结构持续优化。前三季度,我国进出口32.33万亿元,同比增长5.3%。其中,出口18.62万亿元,增长6.2%;进口13.71万亿元,增长4.1%。市场多元化稳步推进,与全球160多个国家和地区贸易实现增长。对共建“一带一路”国家进出口15.21万亿元,增长6.3%,占比提升到47.1%;对RCEP其他成员国进出口9.63万亿元,增长4.5%,其中对东盟进出口5.09万亿元,增长9.4%。同期,对欧盟、美国分别进出口4.18万亿元和3.59万亿元,分别增长0.9%、4.2%。出口产品结构优化,高端装备出口增长超四成。前三季度,我国机电产品出口11.03万亿元,增长8%,占出口总值的59.3%。其中,高端装备出口增长43.4%,集成电路、汽车、家用电器出口分别增长22%、22.5%、15.5%。

总体看,前三季度我国外贸运行总体平稳,出口、进口都实现了增长。关于下一步的走势,当前外部环境更趋复杂严峻,国际货币基金组织的最新报告显示,全球经济增速低于本世纪初前20年的平均水平。主要经济体持续增长动能不足,9月美联储、欧央行均调低了今年各自经济增长预期0.1个百分点。特朗普宣称对从中国进口的商品加征高额关税,贸易摩擦对中国出口的影响可能在明年一季度出现,这一不确定性可能继续推动美国企业的补库存和抢出口动能,有利于四季度中国贸易出口情况。但是长期来看,贸易摩擦的不确定性将很快落地,因此需做好政策储备,面对进一步的关税升级,有综合性的应对举措。

价格：国内价格温和回暖，人民币汇率宽幅波动

消费领域价格温和上涨。前三季度,全国居民消费价格(CPI)同比上涨0.3%,涨幅比上半年扩大0.2个

百分点。分类别看,食品烟酒价格下降0.4%,衣着价格上涨1.5%,居住价格上涨0.1%,生活用品及服务价格上涨0.7%,交通通信价格下降1.3%,教育文化娱乐价格上涨1.7%,医疗保健价格上涨1.4%,其他用品及服务价格上涨3.4%。在食品烟酒价格中,鲜果价格下降4.7%,粮食价格上涨0.2%,鲜菜价格上涨3.3%,猪肉价格上涨5.8%。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.5%。9月份,全国居民消费价格同比上涨0.4%,同比涨幅比上个月回落0.2个百分点。9月价格增速回落主要有三方面原因,一是8月份高温、台风等极端恶劣天气增加,影响了蔬菜等食品的供应,8月份食品价格环比上涨3.4%,9月份环比涨幅回落了2.6个百分点。二是暑期结束后,服务类价格回落带动了服务价格对CPI影响程度降低。三是受国际原油价格回落的影响,国内成品油价格走低。

生产领域价格波动下降。前三季度,全国工业生产者出厂价格同比下降2.0%,降幅比上半年收窄0.1个百分点。1—4月,受国内工业生产淡季、部分行业需求阶段性回落等因素影响,PPI环比连续4个月下降,同比降幅在2.7%左右;5—7月,生产持续恢复,加之上年同期对比基数走低,PPI同比降幅由1.4%逐月收窄至0.8%;8月起,国际大宗商品价格下行,国内部分行业需求偏弱,PPI同比降幅再次扩大,9月份同比下降2.8%。整体来看,PPI各分项分化明显,供需因素都有所展现。但从逐月走势来看,整体需求不足还是主导因素。具体来说,可以总结为三大特点:周期性行业供给充足下产品价格回落,国际输入性因素带动石油、有色金属价格涨幅回落,新质生产力需求旺盛带动相关工业产品价格上涨。房地产市场持续调整,钢材、水泥等建材相关行业价格偏弱运行,前三季度非金属矿物制品业价格同比下降7.2%,黑色金属冶炼和压延加工业价格下降5.8%。上半年,国际大宗商品价格整体呈上涨态势,三季度起,国际原油价格震荡下行,有色金属价格先降后涨。前三季度,航空航天器及设备制造价格上涨4.2%,电容器及其配套设备制造价格上涨2.8%,计算机整机制造价格上涨0.4%。

总体看,前三季度价格走势呈现低位运行、温和上升和分化明显三个特点。第一,低位运行。一季度以后,CPI各月同比涨幅基本维持在0.3到0.6之间,前三季度CPI同比上涨0.3%,工业生产者出厂价格PPI仍在下降。第二,温和回升。随着经济恢复发展,稳定经济运行的政策持续落地,社会总需求持续上升,带动整个价格温和上升。CPI一季度持平,二季度上涨0.3%,三季度上涨0.5%,逐季走高。PPI降幅总体在收窄,一季度下降2.7%,二季度下降1.6%,三季度下降1.8%。第三,走势分化。CPI季度同比涨幅持续回升,PPI虽然降幅收窄,但仍在下降。PPI的下降不仅仅因为需求不足,从结构上看,一是由于输入性的压力,世界原油、矿业产品价格下滑;二是与房地产相关的钢铁、水泥、建材价格下行有关。下一阶段,价格走势仍然会延续前三季度低位运行、温和回升、PPI降幅收窄的态势。经济继续回升,逆周期调控加码,冬季供给需求缺口季节性扩大,翘尾因素的减弱、归零,众多因素将支撑四季度价格指数温和回升。

受世界通胀因素演化影响,人民币汇率宽幅波动,但仍保持在合理范围内。短期市场非理性波动也在监管机构引导下逐渐平稳。2024年前三季度,跨境资本流动平稳有序,外汇市场供求基本平衡,人民币汇率预期总体稳定。人民币兑美元前两季度以贬值为主,三季度以升值为主,上下波动幅度均保持在合理范围内。人民币汇率波动主要受外部经济体货币政策调整影响。美国通胀水平在一季度经历短暂上升之后,在二、三季度一直下降,这给了主要经济体调整货币政策的时间窗口。在7月、9月人民银行也适时下调政策利率,支持经济增长。9月,美联储降息实质性落地,除日本央行外的主要经济体货币政策进入降息周期,美元指数整体震荡下行,人民币汇率双向波动,总体在合理均衡水平上保持基本稳定。前三季度,人民币汇率以市场供求为基础,对一篮子货币汇率有所升值。9月末,中国外汇交易中心(CFETS)人民币汇率指数报98.36,较上年末升值0.96%(见图1)。

就业：整体形势稳中向好

就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比上年同期下降0.2个百分点。9月份，全国城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.2个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.2%；外来户籍劳动力调查失业率为4.8%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.6%。今年以来，各部门坚持就业优先原则，推出稳就业尤其是解决大学生就业的政策。三季度城镇调查失业率比二季度略高，主要是受7月份、8月份大学生毕业季的季节性影响。从基本面的因素来讲，有两个方面的因素支撑着就业总体稳定。一是经济在持续增长。三季度GDP增长4.6%，去年三季度增长4.9%，同比虽然增速回落，但是创造GDP的增量仍在扩大。二是经济结构转型升级，服务业占GDP比重持续提升。从2015年开始服务业占比均超过50%，上年在55%左右，今年第三季度服务业占GDP比重是54.4%，比上年三季度提升了0.4个百分点。服务业大多是劳动密集型产业，吸纳就业能力比较强，结构转型过程中就业释放能力在增加。下阶段，要出台针对性政策，缓解青年就业难、制造业招工难的结构矛盾（见图2）。

财政：采取多种措施保障财政重点支出力度不减

一般公共预算收入小幅下降、支出保持增长。财政收入略有下滑。前三季度，全国一般公共预算收入16.3万亿元，同比下降2.2%。其中，中央财政收入下降5.5%、地

方本级财政收入增长0.6%。全国税收收入13.2万亿元，同比下降5.3%。其中，国内增值税、企业所得税、个人所得税分别下降5.6%、4.3%、4.9%。非税收入3.1万亿元，同比增长13.5%。财政支出稳定增长。前三季度，全国一般公共预算支出20.2万亿元，同比增长2.0%。其中，中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出分别增长8.4%和1.0%。从支出结构看，城乡社区支出、农林水支出、社会保障和就业支出分别增长6.1%、6.4%和4.3%。

受房地产仍处于深度调整状态影响，政府性基金收入和支出均大幅减少。土地市场低迷背景下，政府性基金收入同比延续负增长；受上年同期低基数以及专项债发行提速拉动，政府性基金支出同比降幅继续收窄。9月政府性基金收入累计同比下降20.2%，在上年全年累计下降9.2%的背景下继续深度下跌，其中，地方政府土地出让金收入累计同比下降22.5%，降幅年内进一步扩大。9月政府性基金支出累计同比下降8.9%，受专项债加速发行使用提振，降幅年内大幅收窄。土地出让金收入降幅收窄，9月土地出让金安排的支出累计同比下降7.9%，较6月降幅收窄1.3个百分点。今年三季度地方政府专项债发行提速，三季度新增专项债发行量达到2.57万亿元，比上半年累计发行量增加1235亿元。

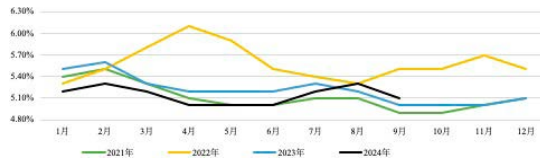
二、宏观信用环境

前三季度，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，加大逆

图1 人民币汇率和美元指数走势



图2 城镇调查失业率



周期调节力度, 为经济回升向好创造了适宜的货币金融环境。保持货币信贷合理增长, 两次下调存款准备金率, 开展国债买卖操作, 引导债券长期市场利率变动。推动社会融资成本稳中有降, 两次下调政策利率。引导信贷结构调整优化, 支持房地产白名单企业贷款, 降低居民住房贷款成本。加强风险防范化解, 健全金融风险监测评估, 有序推进金融支持融资平台债务风险化解。

社融规模保持合理增长, 制造业中长期贷款持续扩张

社会融资规模保持合理增长。初步统计, 9月末社会融资规模存量为402.2万亿元, 同比增长8%。前三季度社会融资规模增量为25.7万亿元。人民币贷款保持合理增长。前三季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加15.4万亿元, 约占同期社会融资规模增量的60%。政府债券融资同比多增, 前三季度政府债券净融资为7.2万亿元, 比上年同期增加1.22万亿元; 企业直接融资同比少增, 前三季度企业债券净融资比上年同期少545亿元, 非金融企业境内股票融资比上年同期少5039亿元。表外融资有所减少。前三季度信托贷款比上年同期多增2923亿元, 委托贷款、未贴现的银行承兑汇票比上年同期多减1212亿元、3893亿元(见图3)。

信贷总量合理增长, 制造业中长期贷款持续扩张, 银行体系对新质生产力支持力度不减。今年以来,

人民银行着力防范资金空转, 畅通货币政策传导, 提升信贷增长质效。同时, 引导金融机构深入挖掘有效需求, 加大信贷对实体经济的支持力度。9月末, 金融机构本外币贷款余额为257.7万亿元, 同比增长7.6%, 比年初增加15.5万亿元。人民币贷款余额为253.6万亿元, 同比增长8.1%, 比年初增加16.0万亿元。9月末, 企(事)业单位中长期贷款比年初增加9.7万亿元, 在全部企业贷款中占比为71.8%。制造业中长期贷款余额同比增长14.8%, 比全部贷款增速高6.7个百分点。普惠小微贷款余额同比增长14.5%, 比全部贷款增速高6.4个百分点。普惠金融快速发展突出了金融体系主动下沉, 满足更广泛经济主体的资金需求, 对于现阶段稳增长、稳预期具有重要意义(见图4)。

市场流动性合理充裕, 实体经济融资成本稳中有降

流动性合理充裕。今年以来, 人民银行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利(MLF)和再贷款再贴现等多种方式投放流动性。2月、9月各降准0.5个百分点, 累计释放中长期流动性约2万亿元。7月、9月分别下调了公开市场7天期逆回购操作利率10个基点和20个基点, 引导中期借贷便利(MLF)利率、贷款市场报价利率(LPR)等下行。灵活把握公开市场操作力度和节奏, 引导货币市场利率围绕央行公开市场逆回购操作利率平稳运行。前三季度, 银行间市场存款类机构7天期质押式回购加权平均利

图3 社融存量增速和增量结构(亿元)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

图4 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构(亿元)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

率 (DR007) 均值为1.85%。9月末, 金融机构超额准备金率为1.8%, 银行体系流动性合理充裕。

人民银行引导金融体系逐步降低企业贷款成本, 融资环境持续保持宽松环境。人民银行不断深化利率市场化改革, 发挥贷款市场报价利率 (LPR) 改革和存款利率市场化调整机制效能。7月、9月人民银行两次降低政策利率, 引导贷款市场利率下调。9月, 1年期和5年期以上 LPR 分别为3.35%和3.85%, 分别较上年12月下降0.1个百分点和0.35个百分点。9月, 新发放贷款加权平均利率为3.67%, 同比下降0.47个百分点。其中, 个人住房贷款加权平均利率为3.31%, 同比下降0.71个百分点; 一般贷款加权平均利率为4.15%, 同比下降0.36个百分点; 企业贷款加权平均利率为3.51%, 同比下降0.31个百分点, 金融对实体经济的支持力度持续提升。9月, 一般贷款中利率高于LPR的贷款占比为51.46%, 利率等于LPR的贷款占比为5.21%, 利率低于LPR的贷款占比为43.33%。房地产相关贷款利率下降较快, 突显金融体系对房地产市场的积极支持力度。

展望下阶段货币政策, 短期将加强逆周期调节力度, 降低实体经济融资成本, 提振社会通胀预期, 支持房地产融资, 稳定资本市场。长期将继续推进利率市场化改革, 理顺政策利率向市场利率的传导机制, 通过改变对银行体系的考核形式, 加强存款利率对政策利率的合理反应。继续落实好稳定资本市场的两项货币工具, 适时适度扩大两项工具的実施力度。继续采取多种货币工具, 支持两重、两新工作。合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系, 保持流动性合理充裕, 引导信贷合理增长、均衡投放。

三、宏观政策环境

2024年前三季度, 宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月、7月政治局会议精神, 聚焦宏观政策持续用力、更加给力, 用好超长期国债支持“两重、两新”工作; 加快专项债发行使用, 尽快形成实物工作量; 综合采

取多种货币工具, 降低实体经济融资成本; 加快资本市场“1+N”政策体系建设, 落实新“国九条”。展望四季度, 宏观政策按照9月政治局会议安排, 落实好存量政策, 加紧推出一揽子增量政策, 加大财政和货币政策逆周期调节力度, 促进房地产市场止跌回稳, 努力提振资本市场, 加强助企纾困, 努力完成全年经济增长目标。

安排超长期国债资金支持“两新”工作

2024年7月24日, 国家发改委、财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》。统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金, 加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。提高设备更新贷款财政贴息比例。发挥再贷款政策工具作用, 引导金融机构支持设备更新和技术改造。2024年3月《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》正式出台, 其中涉及工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等多个领域。本次政策的发布是对3月政策的有力推进, 明确特别国债资金和财政贴息比例, 将弥补资金缺口, 刺激个人消费增长、引领资金进入相关领域, 扩大重点行业需求, 带动投资端增长和产业升级。在宏观大环境扩张乏力背景下, 只有拿出真金白银才能切实落实政策。

持续推进盘活存量资产

2024年7月26日, 国家发改委提出全面推动基础设施REITs常态化发行。各参与方要严格贯彻落实市场化、法治化原则, 各司其职、各负其责, 依法依规推动基础设施REITs更好实现常态化发行。近年来, 有关基础设施公募REITs的监管文件陆续出台, 我国基础设施公募REITs持续增长, 为公路桥梁、水电气热等多个项目提供了重要的资金支持。本次通知要求切实提高推荐效率, 预计未来公募REITs发布规模将持续上涨, 成为盘活资产、防范化解地方政府债务风险、降低杠杆率的重要工具。同时, 通知要求积极主动适应常态化发行要求, 中介机构充分披露项

目潜在风险。短期内, 这项资本工具将助力地方政府盘活存量资产, 筹集现金, 缓解现金流压力, 是宏观调控的重要一环。

做好科技金融大文章

2024年7月26日, 财政部等四部门发布实施支持科技创新专项担保计划。计划指出要分类提高分险比例, 适当提高担保金额; 各级政府性融资担保、再担保机构在满足支小支农担保业务占比要求前提下, 稳妥开展对科技创新类中型企业的担保业务, 适当提高代偿上限。近年来我国相继出台支持科创企业的政策措施, 市场对科创企业的关注度持续提升。相比其他企业, 科创企业具有波动性较强、风险承担能力较弱的特征, 专项担保计划将有效分散风险, 提升科创类中小企业的融资能力, 降低融资成本。股权融资是科创企业的主要融资方式, 担保计划的发布将鼓励相关企业通过债权融资, 未来相关贷款规模和科创债发行规模均有望提升。

730政治局会议安排下半年经济工作

2024年7月30日中共中央政治局召开会议, 分析研究经济形势, 部署下半年经济工作。会议强调, 要积极支持收购存量商品房用作保障性住房, 进一步做好保交房工作; 要完善和落实地方一揽子化债方案, 创造条件加快化解地方融资平台债务风险; 要统筹防风险、强监管、促发展, 提振投资者信心, 提升资本市场内在稳定性。年中政治局会议具有承上启下的重要意义。考虑到二季度GDP增速回落, 社零增速下降, 贸易摩擦风险上升, 外部环境更趋复杂, 会议指出要从扩大内需角度出发, 加大逆周期调控力度, 用好政府工作报告中确定的财政工具, 提振信心, 确保完成经济增长目标。

加快经济社会全面绿色转型

2024年8月12日中共中央、国务院印发《关于加快

经济社会发展全面绿色转型的意见》(以下简称“《意见》”)。《意见》提出了两个阶段目标, 围绕五大领域、三大环节, 部署加快形成节约资源和保护环境的空间格局、产业结构、生产方式、生活方式。《意见》从多个维度系统部署了绿色转型路径, 为我国绿色债券市场发展提供了新的机遇。文件强调绿色转型的全面性、协同性和创新性, 明确了非化石能源消费比重、节能环保产业规模等量化指标, 有助于引导资金流向低碳、环保项目, 助力实体经济绿色升级。同时, 预计《意见》将进一步推动绿色金融产品的创新和发展, 丰富市场层次, 加速资本向绿色经济流动。此举不仅促进了绿色金融的发展, 也为债券市场开辟了新的增长点, 有助于实现经济社会的全面绿色转型。

货币“三支箭”全面加力逆周期调控

国务院新闻办公室于2024年9月24日举行新闻发布会, 中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况, 并答记者问。经济增长数据 displays, 内需相关的经济增速有所疲软, 房地产相关的居民贷款、企业投资增速继续回落, 出口受贸易摩擦影响具有较大不确定性。国债期货价格不断创新高, 股票市场萎靡不振。这一经济发展情况加大了市场对于央行等监管机构采取支持性政策的预期。此次发布会, 监管机构“放大招”, 以真金白银回应市场预期, 提振市场表现。对于此次新闻发布会, 货币政策方面“三支箭”特别值得关注。

第一支箭是自2023年6月以来的政策利率曲线全面下调。自2023年年中以来, 利率政策面对国内外经济周期情况, 综合考虑稳定外汇的需要, 采取了结构性与阶段性降息策略。降息不全面, 不连续。此次发布会提出, 将下调存款准备金率0.5个百分点, 年内可能择机进一步下调存款准备金率0.25至0.5个百分点; 7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点, 同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行。这传达了支持性利率政策在未来一段时间将是全面、

连续的,从今年年内或将进行两次降准的表态来看,年内两次全面降息或将成为现实。

第二支箭是持续优化房地产金融政策。自房地产“517”新政以来,房地产销售面积和销售金额累计同比增速降幅不断收窄,支持性的房地产政策正在逐步稳定市场,但上述两项指标的累计同比降幅仍然在20%左右,房地产政策还有很大优化空间。央行提出将引导降低存量房贷利率50BP,拿出真金白银来回应市场期盼已久的热点话题。简单来看,将惠及全国5000万户家庭,每年节省1500亿元。此外,央行将全国首套和二套房首付比统一为15%,将保障性住房再贷款的支持比例扩大为100%,两项政策的优化将为刚需和改善型住房提供流动性支持,进一步满足居民的住房需求。

第三支箭是万亿元流动性工具支持稳定资本市场。央行创设流动性支持工具,通过“券换券”“企业贷款”两种方式为金融机构、企业购买股票提供流动性。面对股票交易流动性收紧、价格下跌,市场有通过财政筹集资金、设立平准基金、购买股票来维护资本市场稳定的预期。从央行的两项货币政策工具来看,似有平准基金的效用,而且央行表态:首期两项工具相加提供8千亿元,后续还将视调控效果推出二期、三期。这可能将形成一个2.4万亿元的流动性支持工具,其中主要以“券换券”为主。这些流动性工具将为证监会维护资本市场稳定、推动长期资本入市提供流动性支持工具,在资本市场恐慌情绪蔓延时,提供安抚市场的重要工具。

926政治局会议加力稳增长举措

2024年9月26日,中共中央政治局召开会议,提出将加大财政货币政策逆周期调节力度、努力提振资本市场、促进房地产市场止跌回稳等多项内容。本次会议关于稳增长的表述明显更为迫切、有力。9月政治局会议对当前形势和所面对问题的判断更加直接。此次会议提出“经济运行出现一些新的情况和问题”,较7月的“经济运行



出现分化”更为明确且直面问题。会议表示“要全面客观冷静看待当前经济形势,正视困难、坚定信心,切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”。本次会议针对下一步经济工作重点任务,有多处新表述。一是首次提出“有力度的降息”,这一方面是指本轮降息幅度大,另一方面也意味着后期还有降息空间。二是首次提出要促进房地产市场“止跌回稳”的要求,预计四季度稳房地产政策有望加码。具体看,政治局会议强调加大货币政策的逆周期调节力度,要“降低存款准备金率,实施有力度的降息”。自今年以来,货币政策逐步增加国债买卖,与财政政策协同发力的市场实践逐步丰富。在货币政策的宽松配合下,财政降低资金成本的再融资扩张也会抓紧落地。此次会议明确提出“要促进房地产市场止跌回稳”,较7月政治局的表述更为积极,供需措施均有部署,供给侧“对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”,需求侧“调整住房限购政策,降低存量房贷利率”。特别值得关注的是,会议指出要努力提振资本市场,大力引导中长期资金入市,强调“打通社保、保险、理财等资金入市堵点”。资本市场改革文件频出,在制度建设的基础上,这说明对于资本市场稳定,充分体现投资价值,提出了更高要求。本次政治局会议定调更为清晰,四季度具体政策陆续出台,尤其是财政和消费相关增量政策。 ▮



保险业季度观察报

文 | 联合资信 谷金钟 刘敏哲 李心慧

一、2024年以来重点行业政策

2024年上半年,国家金融监督管理总局先后发布了《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》《人身保险公司监管评级办法》等文件,加强对人身保险公司的机构监管和分类监管,通过银保渠道及经代渠道“报行合一”规定的落实,引导行业降低负债成本,并通过政策指引来推动绿色保险、普惠保险业务高质量发展。进入下半年,监管机构保持强监管的主基调,《反保险欺诈工作办法》明确了保险机构在欺诈风险管理中的主体责任,《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》规范了互联网财产保险业务发展,《保险资产风险分类办法(征求意见

稿)》完善了资产风险分类办法,利于保险公司真实反应资产质量;《关于健全人身保险产品定价机制的通知》进一步下调保险产品预定利率上限,并深化“报行合一”,推动人身险公司持续调整负债成本;国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》明确了保险业未来重点领域改革的具体任务,要求以“强监管、防风险、促高质量发展”为主线,提升保险保障能力和服务水平,推动保险业高质量发展。2024年至今,已发布的监管政策中涉及保险行业的比重明显加大,既体现了监管机构对保险业风险防控力度持续加大,亦反映出金融业改革发展重心将逐步向保险业转移;随着保险业监管制度体系的不断完善,保险业有望实现可持续高质量发展。

二、2024年以来保险行业债券发行及级别变动情况

截至2024年9月末,在银行间市场成功发行资本补充债券的人身险和财产险公司合计53家,其中,人身险公司31家、财产险公司11家,再保险公司5家,保险

集团3家。2024年前三季度,共有9家保险公司发行资本补充债与无固定期限资本债券(见表1)。2024年前三季度,幸福人寿保险股份有限公司主体长期信用评级发生下调,主要系其投资业务风险水平高,存在较大减值计提压力,且盈利能力弱化,偿付能力承压等原因所致(见表2)。

表1 2024年以来保险公司发债情况

发行人	发行时间	债券简称	债券规模	评级机构1	主体级别	债券级别	评级展望	评级机构2	主体级别	债项级别	评级展望
利安人寿保险股份有限公司	2024/4/24	24利安人寿资本补充债01	10.00亿元	东方金诚国际信用评估有限公司	AA+	AAA	稳定	远东资信评估有限公司	AA+	AAA	稳定
	2024/05/28	24利安人寿资本补充债02	10.00亿元	东方金诚国际信用评估有限公司	AA+	AAA	稳定	远东资信评估有限公司	AA+	AAA	稳定
	2024/06/12	24利安人寿资本补充债03	10.00亿元	东方金诚国际信用评估有限公司	AA+	AAA	稳定	大公国际资信评估有限公司	AA+	AAA	稳定
中国太平洋人寿保险股份有限公司	2024/06/14	24太保寿险永续债01	80.00亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定
新华人寿保险股份有限公司	2024/06/18	24新华人寿资本补充债01	100.00亿元	中证鹏元资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定
中英人寿保险有限公司	2024/06/25	24中英人寿永续债02	15.00亿元	中证鹏元资信评估股份有限公司	AAA	AA+	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AA+	稳定
	2024/07/23	24中英人寿永续债02	15.00亿元	中证鹏元资信评估股份有限公司	AAA	AA+	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AA+	稳定
泰康人寿保险有限责任公司	2024/07/12	24泰康人寿永续债01	90.00亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定
中国平安财产保险股份有限公司	2024/07/10	24平安产险资本补充债01	100.00亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定
中银三星人寿保险有限公司	2024/09/19	24中银三星人寿资本补充债01	18.00亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AA+	稳定	标普信用评级(中国)有限公司	AAAspc	AAAspc+	稳定
中国人寿保险股份有限公司	2024/09/24	24中国人寿资本补充债01BC	350.00亿元	联合资信评估股份有限公司	AAA	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司	AAA	AAA	稳定

数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

表2 2024年以来保险公司信用等级调整情况

序号	发行人	评级机构	评级调整日	本次评级结果	上次评级结果
1	幸福人寿保险股份有限公司	联合资信评估股份有限公司	2024/06/28	AA-/稳定	AA/稳定
		中债资信评估有限责任公司	2024/06/24	A-/稳定	A/稳定

数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

三、2024年上半年保险业务收入、赔付支出及资金运用情况

2024年上半年，在储蓄、养老及理财需求持续释放背景下，人身险公司保费收入保持较好增长，保费收入增长主要靠寿险业务拉动，需关注预定利率进一步下调对未来收入产生的影响；赔付支出增长较快，需关注人身险公司面临的经营压力；头部人身险公司保费收入排名相对稳定，市场集中度处于较高水平。2024年上半年，国内居民储蓄、理财及养老等需求进一步提升，推动人身险公司保费收入实现较好增长，但受银保、经代渠道“报行合一”执行，叠加前期预定利率下调预期带来的需求透支影响，保费收入增速同比略有放缓。此外，自2024年9月1日起，普通型保险产品预定利率上限已进一步下调至2.5%，2024年10月1日起，分红型保险产品预定利率上限将下调为2.0%，万能型保险产品最低保证利率上限将下调为1.5%，需关注预定利率进一步下调对未来收入产生的影响。2024年上半年，人身险公司¹实现原保险保费收入26291亿元，同比增长12.95%，按可比口径同比增长5.1%；其中寿险业务为人身险公司保费收入增长驱动力。赔付支出方面，2024年以来，人身险公司逐步集中进入满期给付高峰，赔付支出规模增幅较大，2024年上半年，人身险公司发生赔付支出7063亿元，较上年同期增长60.69%，按可比口径同比增长57.4%，需关注由此带来的经营压力。市场集中度方面，2024年上半年，前三大人身险公司的市场份额和业绩保持稳定，保险业务收入排名前五的人身险公司市场份额合计超过50%，人身险行业市场集中度保持在较高水平。

2024年上半年，财产险公司保费收入整体实现增

长，增速有所放缓，车险仍为财产险公司最主要业务险种，收入占比持续下降；健康险、农险增速较快，带动非车险业务保费收入贡献度持续提升，是保费规模增长主要动力；赔付率有所提升，需关注财产险公司赔付压力及全年盈利情况。2024年上半年，乘用车市场销量的稳健增长拉动车险保费收入保持增长，但受新车销量增速放缓、车均保费下滑及上年同期高基数等因素影响，车险业务收入增速有所放缓，对财产险公司保费收入的贡献度有所下降。非车险业务方面，随着政策利好以及公众保险意识提高，农险、健康险保费收入实现较好增长，带动非车险业务的保费收入贡献度持续提升，短期健康险为财产险公司的保费收入贡献的第二大险种。此外，2024年上半年，受南方强降雨等自然灾害影响，农险、财产险等相关险种赔付率上升，财产险公司理赔端或将承压，需关注财产险公司全年收入及盈利变化情况。2024年上半年，财产险公司发生赔付支出5238亿元，同比增长10.16%；实现原保险保费收入9176亿元，同比增长4.53%；其中，实现车险保费收入4311亿元，同比增长2.77%；实现健康险保费收入1475亿元，同比增长12.08%，为上半年财产险公司业务规模增长主要驱动力；实现农险保费收入1063亿元，同比增长6.30%；实现责任险保费收入771亿元，同比增长3.77%。财产险市场竞争格局变化不大，行业市场集中度高，头部险企排名稳定。

2024年上半年，国内再保险行业资产规模保持增长，但分保费收入同比有所下降；个别再保险公司保费收入波动较大；再保险公司市场竞争格局整体变化不大，市场集中度高，头部效应明显。2024年上半年，国内再保险市场保持稳定发展态势，再保险行业资产规模进一步增长，受直保公司保障型产品增长承压以及

¹ 因部分机构处于风险处置阶段，人身险公司汇总数据口径暂不包括此类机构。

财产险保费收入放缓影响,再保险公司分保费收入整体有所下降。2024年6月末再保险行业资产规模0.81万亿元,较上年末增长7.94%,2024年1—6月,再保险行业实现分保费收入1264.50亿元,同比下降5.99%。2024年上半年,除中农再保险业务收入实现增长外,其他中资再保险公司保险业务收入普遍呈负增长态势,外资再保险公司内地分支机构保险业务收入涨跌参半。2024年上半年,再保险行业头部效应仍较为明显,市场集中度保持较高水平,截至2024年6月末,14家再保险公司市场份额及排名较上年末变动不大,其中,法国再保险北京分公司分保费收入较上年同期下降30.09%,排名由第五位降至第六位;分保费收入前5的再保险公司市场份额合计占比为75.46%,其中前2大再保险公司人寿再与财产再合计市场份额保持在50%左右。

资金运用方面,2024年上半年,保险公司资金运用余额保持增长态势,固定收益类工具仍是主要配置品种;受利率下行及权益市场波动综合影响,财务及综合投资收益率呈现分化态势,综合投资收益率水平较上年同期有所回升,但保险公司仍面临资产配置压力,并存有资产收益率与负债成本倒挂问题,未来短期内全球经济发展不确定因素仍较多,需关注资本市场波动及险企未来投资收益实现情况。2024年上半年,保险公司资金运用余额保持增长,固定收益类工具仍是主要配置品种;截至2024年6月末,保险业资金运用余额为30.87万亿元,同比增长10.98%;人身险公司资金运用余额占保险业资金运用余额的89.78%,其中债券投资占比48.22%,股票及长期股权投资合计占比15.32%,银行存款占比8.55%;财产险公司资金运用余额占保险业资金运用余额的6.83%,其中债券投资占比37.40%,股票及长期股权投资合计占比12.81%,银行存款占比18.86%。从收益水平来看,2024年上半年,受益于债牛行情,同时部分险企将持有至到期投资(HTM)重分类为可供出售金融资产(AFS),按照市

值入账同时损益计入其他综合收益,导致综合收益有所增加,行业的综合投资收益率数据较上年同期有所回升。另一方面,国债收益率延续下行趋势、长久期资产供应不足以及优质资产项目稀缺等背景下,保险行业仍面临资产配置难题,行业的财务投资收益率同比有所下降,同时叠加负债端相对刚兑且具备较高偿付资金需求影响,利差损风险或进一步加剧。考虑资产端收益率存在较多不确定因素,且与负债成本倒挂,需关注资本市场波动及险企未来投资收益实现情况;截至2024年6月末,保险业年化财务收益率、年化综合收益率分别为2.87%和6.91%,人身险、财产险公司年化财务收益率分别为2.83%和3.20%,年化综合收益率分别为7.09%及5.03%。

四、2024年上半年保险行业偿付能力表现

2024年二季度,从各类保险公司偿付能力数据来看,全行业偿付能力保持充足水平,人身险公司偿付能力充足率指标整体低于财产险及再保险公司;保险公司偿付能力充足率指标较上季度末整体变化不大;不达标险企数量较上季度末有所下降。2024年二季度,财产险及再保险公司整体偿付能力保持充足水平;人身险公司偿付能力充足率水平低于财产险及再保险公司,但整体仍保持较充足水平。针对部分受规则II影响较大的保险公司,监管机构将根据实际情况确定过渡期政策,允许在部分监管规则上分步到位,最晚于2025年起全面执行到位。从全行业保险公司偿付能力数据来看,2024年二季度保险公司偿付能力充足率相关指标较2024年一季度末略有波动,整体变化较小。根据国家金融监督管理总局发布披露数据,截至2024年6月末,我国保险公司的平均综合偿付能力充足率及平均核心偿付能力充足率分别为195.5%和132.4%。其中,财产险公司、人身险公司、再保险公司的综合偿付能力充足率分别为237.9%、185.9%、259.3%;核心偿

付能力充足率分别为210.2%、115.7%、226.9%。

在已披露2024年二季度偿付能力报告摘要的保险公司中,共有13家偿付能力未达标,较上季度末有所下降,其中合众人寿保险股份有限公司、平安养老保险股份有限公司、华汇人寿保险股份有限公司、富德财产保险股份有限公司、安华农业保险股份有限公司、都邦财产保险股份有限公司、珠峰财产保险股份有限公司、新疆前海联合财产保险股份有限公司、华安财产保险股份有限公司、渤海财产保险股份有限公司最新一期风险综合评级为C;三峡人寿保险股份有限公司、北大方正人寿保险有限公司、安心财产保险有限责任公司最新一期风险综合评级为D,偿付能力不达标;其中,安心财产保险有限责任公司核心及综合偿付能力充足率均为负值,远低于监管要求。国华人寿保险有限公司、长生人寿保险有限公司、信泰人寿保险有限公司综合偿付能力充足率已低于120%,需对上述险企后续经营情况进行关注。此外,2024年以来,在监管指导下,保险公司将调整为每半年全面评价一次风险评级结果,部分保险公司已开始执行,如弘康人寿保险股份有限公司、横琴人寿保险有限公司及中国人民健康保险股份有限公司等仅披露2023年四季度风险综合评级。

五、2024年上半年主要上市险企²经营表现分析

目前,国内上市险企已正式执行新准则,财务报表列示发生较大调整。新准则的引入促进了资产端和负债端的良性互动,财务报表透明度大幅提升,有利于抑制保险公司粉饰财务业绩,提高会计信息质量,促进保

险行业高质量发展。2017与2020年,中国财政部发布了IFRS9和IFRS17准则,要求国内外同时上市及境外上市采用国际准则的公司自2023年起执行,其他公司2026年起执行。新准则简化了金融资产分类,提出新减值要求,对保险公司要求列示保险与投资业务,改变保费确认方式并调整准备金折现率,引入合同服务边际和浮动收费法,提升经营成果真实性,减少利润波动。同时,新准则加强了内控与审计,统一了财务报告格式,提高了透明度与会计信息质量。但也增加了资产负债管理难度,可能促使保险公司调整经营策略。

2024年上半年,国内保险公司保费收入保持增长态势,其中几大主要上市保险集团人身险公司保险服务收入同比增速出现一定分化。2024年上半年,中国人寿与人寿险着力优化个险渠道结构,持续推动个险渠道营销体系改革,保险服务收入较上年同期实现明显增长;同时太平人寿与阳光人寿持续加强与集团的业务协同,保险服务收入较上年同期小幅提升;另一方面,受“报行合一”的实施叠加预定利率下调后新旧产品切换影响,新华人寿保险服务收入较上年同期有所下降;受短期险保费收入规模下降影响,太保寿险保险服务收入较上年同期略有下降;平安人寿保险服务收入保持相对稳定(见图1)。

2024年上半年,乘用车市场销量的稳健增长拉动车险保费收入保持增长,加之非车险险种业务较好开展,使得各财产险公司保险服务收入均有所增长。2024年上半年,国家及地方层面相继出台促消费政策,推动全国乘用车销量同比提升,车险业务需求逐步提升,同时随着政策利好以及公众保险意识提高,农

²本文中主要上市险企指中国平安保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国平安”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“平安人寿”及“平安财险”)、中国太平洋保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国太保”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“太保寿险”及“太保财险”)、中国人民保险集团股份有限公司(以下简称“中国人保”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“人保寿险”及“人保财险”)、中国太平保险集团有限责任公司(以下简称“中国太平”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“太平人寿”及“太平财险”)、阳光保险集团股份有限公司(以下简称“阳光保险”,其旗下人身险公司及财产险公司分别简称“阳光人寿”及“阳光财险”)、中国人寿保险股份有限公司(以下简称“中国人寿”)、新华人寿保险股份有限公司(以下简称“新华人寿”)。



险、健康险增速有所回升,带动非车险业务保费收入实现较快增长,加之各上市财产险公司体系化建设逐步推进,产品经营策略进一步优化,科技赋能力度持续提升,推动其保险服务收入较好增长(见图2)。

2024年上半年,各上市险企根据市场情况积极配置投资资产,投资资产规模与投资收益率均有所提升;根据自身投资策略适当调整投资结构,整体上投资结构及资产质量保持稳定。2024年上半年,国内保险公司资金运用余额保持增长态势,其中各上市险企投资资产配置规模均有所提升(见图3)。投资结构方面,上市险企的投资资产结构变化不大,固定收益类资产为主要配置,但不同险企具体的投资策略略有差别,其中,新华人寿结合资本市场情况,适当增配股票类投资资产,其余上市险企以增配债券类投资为主。2024年以来,各上市险企投资资产质量保持稳定,同时房地产相关利好政策持续落地,有助于提升险企投资资产质量好转预期。投资收益方面,2024年以来,各保险公司总(综合)投资收益率均有不同程度的提升(见图4)。

2024年上半年,主要上市险企保险服务收入总体实现增长,同时在资本市场波动以及投资策略优化下,总投资收益水平有所提升,共同推动营业收入实现增

长,加之营业支出水平相对稳定,各上市险企净利润规模均较上年同期有所增长。2024年上半年,几大主要上市险企保险服务收入整体呈增长态势,同时随着资本市场波动以及投资策略持续优化,各上市险企的总投资收益均有一定幅度提升,营业收入均实现增长,其中中国人保保险服务收入增长幅度较大,新华人寿保险服务收入负增长,营业收入增长主要得益于投资收益的大幅增长;营业支出方面,主要上市险企营业支出水平相对稳定,但受承保财务损失规模增长影响,中国人寿与新华人寿营业支出水平较上年同期增幅较大。整体上,各上市险企净利润水平均较上年同期有一定提升(见图5)。

六、行业展望

保险行业竞争格局基本保持稳定,在储蓄、养老

图1 主要上市险企保险服务收入—人身险公司



注: 1. 中国太平为H股上市险企, 其业务数据均为单位均为“亿港元”, 根据2023年6月30日港元兑换人民币汇率为1港元≈0.9252人民币, 根据2024年6月28日港元兑换人民币汇率为1港元≈0.9127人民币, 下同
2. 太平人寿保险服务收入包含太平人寿、太平养老、太平人寿(香港)和太平新加坡业务数据

数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

图2 主要上市险企保险服务收入—财产险公司



数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

图3 上市险企集团投资资产规模



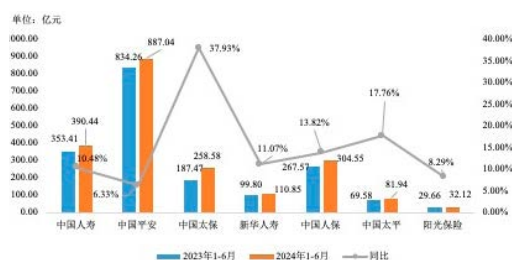
数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

图4 上市险企集团总(综合)投资收益率表现



数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

图5 上市险企集团净利润规模



数据来源: 公开市场数据, 联合资信整理

及理财需求持续释放背景下, 人身险公司保费收入实现较好增长, 非车险业务发展较快亦推动财产险公司保费收入实现增长, 非车险业务保费收入贡献度不断提升, 再保险公司资产规模不断扩张, 但实现分保费收入有所下降; 险企整体赔付支出水平增长较快, 需关注全年的赔付及经营压力; 险企资金运用规模持续增长, 综合投资收益率有所回升, 但在低利率背景下仍面临资产配置压力与利差损风险, 未来短期内全球经济发展不确定因素仍较多, 需关注险企未来投资收益实

现情况; 行业整体偿付能力稳定在较为充足水平, 但考虑资本市场波动等因素对保险公司偿付能力带来一定影响, 在保险公司业务经营持续发展的背景下, 需关注保险公司偿付能力变动情况及面临的资本补充压力。展望未来, 监管将持续强化风险防控, 推动预定利率下调, 促进保险公司稳健高质量发展。人身险将优化转型, 车险趋稳, 非车险收入占比或持续提升。整体看, 我国保险行业整体信用风险可控, 未来一段时间内, 行业信用水平将保持稳定。///

发展重点调整、管理方式细化 ——《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》的解读

文|联合资信 谢冰姝

2024年9月, 国务院《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》(以下简称《意见》)发布, 该意见是继2014年《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》发布以来, 国务院再次出台推动保险

业发展的国家层面文件。《意见》从总体要求及发展目标, 强监管、防风险、促高质量发展具体举措和组织保障三个方面对我国保险业高质量发展作出了全面系统的部署和规划, 将保险行业发展重点从“加快发展”向

“高质量发展”转变,有利于充分发挥保险业的经济减震器和社会稳定器的功能,进一步提升保险保障能力和服务水平(见表1)。

一、《意见》重点内容解读

强监管、防风险是保险行业高质量发展的基础和保障

与2014年国务院出台的《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》相比,《意见》对保险行业要求已从“加快发展”向“高质量发展”转变。通过表1我们可以看出,《意见》新增严把保险市场准入、严肃整治保险违法违规行为等多项风险防控相关内容,可见强监管、防风险是保险行业高质量发展的基础和保障,亦是本次意见的重点内容。《意见》要求严把保险市场准入关,包含从严审批保险机构、严格审核管理人员任职资

格、严格审查股东资质等多项内容,从公司治理、分级分类监管、消费者权益保护等方面持续监管,并严肃政治保险违法违规行为、有效防范化解保险业风险。

公司治理是保险公司稳健运行的基石,管理层则是保险公司经营的核心。由于保险资金具有长期、稳定、规模大等特性,可能存在部分投资者通过直接投资或违规持股方式持有大份额保险公司股份、干预公司经营,或利用关联交易进行利益输送和资产转移的情况,故加强保险机构公司治理监管、规范股东行为一直是保险行业监管重点。《意见》明确要求对股东资质、资金来源和行为穿透式审查,严禁违规跨业经营、杠杆率过高、存在严重失信行为和重大违法违规记录的企业成为保险机构主要股东或实际控制人,同时要求建立股东、实际控制人“黑名单”制度,加大对重大违法违规股东的清退力度;在人员管理方面,《意见》要求健全保险机构

表1 两次意见主要内容对比

《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(2014年)	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》(2024年)
总体要求:坚持市场主导、政策引导;坚持改革创新、扩大开放;坚持完善监管、防范风险	总体要求:以强监管、防风险、促高质量发展为主线
构筑保险民生保障网,完善多层次社会保障体系:把商业保险建成社会保障体系的重要支柱、创新养老保险产品服务、发展多样化健康保险服务	严把保险市场准入关:严格审批保险机构、严格审核管理人员任职资格、严格审查股东资质
发挥保险风险管理功能,完善社会治理体系:运用保险机制创新公共服务提供方式、发挥责任保险化解矛盾纠纷的功能作用	严格保险机构持续监管:强化公司治理监管、强化资产负债联动监管、强化分级分类监管、强化保险消费者权益保护
完善保险经济补偿机制,提高灾害救助参与度:将保险纳入灾害事故防范救助体系、建立巨灾保险制度	严肃整治保险违法违规行为:紧盯关键领域和薄弱环节、加大市场整治力度、优化行政处罚工作机制
大力发展“三农”保险,创新支农惠农方式:积极发展农业保险、拓展“三农”保险广度和深度	有力有序有效防范化解保险业风险:建立以风险监管为本的制度体系;持续防范化解苗头性、倾向性风险隐患;稳步推进风险处置
拓展保险服务功能,促进经济提质增效升级:充分发挥保险资金长期投资的独特优势;促进保险市场与货币市场、资本市场协调发展;推动保险服务经济结构调整;加大保险业支持企业“走出去”的力度	提升保险业服务民生保障水平:丰富巨灾保险保障形式、积极发展第三支柱养老保险、提升健康保险服务保障水平、健全普惠保险体系
推进保险业改革开放,全面提升行业发展水平:深化保险行业改革、提升保险业对外开放水平、鼓励保险产品服务创新、加快发展再保险市场、充分发挥保险中介市场作用	提升保险业服务实体经济质效:聚焦国家重大战略和重点领域、服务科技创新和现代化产业体系建设、发挥保险资金长期投资优势
加强和改进保险监管,防范化解风险:推进监管体系和监管能力现代化、加强保险消费者合法权益保护、守住不发生系统性区域性金融风险的底线	深化保险业改革开放:持续健全保险市场体系、持续深化重点领域改革、持续推进高水平对外开放
加强基础设施建设,优化保险业发展环境:全面推进保险业信用体系建设、加强保险业基础设施建设、提升全社会保险意识	增强保险业可持续发展能力:提升产品定价精准性、提高数智化水平、增强高质量发展内生动力
完善现代保险服务业发展的支持政策:建立保险监管协调机制、鼓励政府通过多种方式购买保险服务、研究完善加快现代保险服务业发展的税收政策、加强养老产业和健康服务业用地保障、完善对农业保险的财政补贴政策	强化推动保险业高质量发展政策协同:健全央地协同工作机制,强化宏观政策协同,深化部际协调联动,打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军

资料来源:中央人民政府网站,联合资信整理

董事、监事、高级管理人员任职资格审查机制,强化董事长和总经理履职监管,建立关键人员任职履职负面信息库,加大失职问责力度,防止“带病流动”;同时,《意见》亦从关联交易、并表管理、对关键人员激励约束机制及长周期考核等方面强化公司治理方面的管理力度。同时,《意见》要求依法建立股东不当所得追回制度和风险责任事后追偿机制,依法严厉打击保险公司股东或实际控制人违规持股、非自有资金出资、违规干预公司经营管理活动、违规占用资金等行为。

2020年7月,由于存在违反《保险法》的经营行为、触发了《保险法》第144条(保险公司有下列情形之一的,国务院保险监督管理机构可以对其实行接管:1、当保险公司偿付能力严重不足的;2、违反保险法规定,损害社会公共利益,可能严重危及或者已经严重危及公司的偿付能力的)规定的接管条件,天安财产保险股份有限公司、华夏人寿保险股份有限公司、天安人寿保险股份有限公司、易安财产保险股份有限公司被原银保监会接管,后续上述保险公司已通过市场化重组、新设机构承接资产负债等方式进行风险化解。为提升保险公司风险抵御能力、增强保险行业稳健性,《意见》对风险处置方案进行了进一步明确,要求制定风险处置规程,健全保险保障基金参与风险处置机制;规范保险产品设计和利益相关方权利义务,研究完善与风险挂钩的保单兑付机制;拓宽风险处置资金来源,支持符合条件的企业参与保险机构改革化险;健全市场退出机制;对风险大、不具备持续经营能力的保险机构,收缴金融许可证,依法进入破产清算程序;落实地方党委和政府风险处置属地责任,强化中央金融管理部门监管责任,协同推进风险处置。

健康、可持续的业务模式是保险业自身稳健、长期运行,发挥经济减震器和社会稳定器的功能的前提

《意见》中强化资产负债联动、提升产品定价精准性、提高数智化水平、增强高质量发展内生驱动等几

项内容,体现了监管重点从规模向业务模式的可持续性的转变,要求保险公司将保费驱动发展模式转变为资产负债联动的发展模式,以价值和效益为中心,满足人民群众对保险业多层次、多样化需求。

近年来,低利率市场环境及资产荒使得保险公司资产负债管理承压;同时在资本市场波动加剧、部分行业发展承压的背景下,部分保险公司投资业务出现较大规模不良资产并形成大额亏损,造成盈利能力大幅下滑、资本不足、偿付能力不达标等情况;以上情况对保险公司稳健经营造成较大挑战,并反映出部分保险公司资产负债管理能力及风险管控能力有待提升、跨市场跨周期投资管理能力较弱等问题。同时,除销售误导、理赔难等问题外,部分保险公司可能存在隐匿不良、利益输送等重大违法违规行,严重破坏市场秩序、损害消费者合法权益。在已披露2024年二季度偿付能力报告摘要的保险公司中,共有13家偿付能力未达标,主要为中小保险公司;其中部分保险公司核心及综合偿付能力数据已远低于监管要求,部分保险公司则在操作风险、战略风险、声誉风险和流动性风险管理方面存在问题,稳健经营承压。为适应市场形势变化、强化资产负债统筹联动、提高人身险公司负债质量,2024年8月,国家金融监督管理总局下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》,将新备案的普通型、分红型和万能型保险产品的预定利率上限分别调整为2.5%、2.0%和1.5%,并建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制;预定利率下调及动态调整机制有利于缓解低利率市场环境下人身险公司负债端成本管控压力,有利于行业的可持续发展。本次《意见》亦从资产负债管理方面对保险公司提出了更高要求,同时从资金运用、风险管控等方面对保险公司进行了进一步约束,为保险公司审慎经营进一步确立了边界。在负债端管理方面,要求保险公司健全利率传导和负债成本调节机制、健全产品定价机制、推进产品转型升级、支持

浮动收益型保险发展、稳步开展境内外币保单业务，同时加强产品费差监管；在资产端，要求保险公司优化资产配置结构、提升跨市场跨周期投资管理能力并加强投资全流程监管，同时依法合规运用金融衍生品，稳慎推进全球资产配置。

服务民生保障、服务实体经济是保险行业发展定位

近年来，保险业在保障和改善民生、防灾减损、服务实体经济等方面发挥了重要作用。根据中央人民政府网站披露数据，截至2024年8月末，我国保险资金运用余额31.8万亿元，同比增长10.4%，保险业通过债权、股权等多种方式为实体经济提供资金支持28.8万亿元，同比增长12.2%；在服务国家重大战略方面，保险资管产品和保险私募基金支持长江经济带发展的登记规模超1.7万亿元，支持京津冀协同发展的规模近7500亿元，支持粤港澳大湾区建设的产品登记规模超过4300亿元；在支持科技创新方面，保险资金通过上市公司股票、直接股权投资、创业投资基金、私募股权基金等方式，向科技类企业投资超过6000亿元；此外，保险资金还持续加大对水利、水运、公路、物流等基础设施项目的融资支持。

为了更好发挥保险业经济减震器和社会稳定器功能，《意见》对保险业提升保险业服务民生保障水平、提升保险业服务实体经济质效进行了进一步明确要求。

《意见》明确提出大力发展第三支柱养老保险、健康保险、普惠保险和巨灾保险等人身险及财产险品种，并积极引导保险资金聚焦国家重大战略和重点领域、服务科技创新和现代化产业体系建设；同时发挥保险资金长期投资优势，加大战略性新兴产业、先进制造业、新型基础设施等领域投资力度，引导保险资金为科技创新、创业投资、乡村振兴、绿色低碳产业发展提供支持。另一方面，《意见》要求持续健全保险市场体系，引导中小保险公司特色化专业化经营发展；健全产品定价机制、新能源车险等重点领域改革，推进保险业高水

平对外开放。

二、总结及展望

联合资信认为，《意见》作为国务院出台的推动保险业发展的国家层面文件，从总体要求及发展目标，具体举措和组织保障几个方面对我国保险业高质量发展作出了全面系统的部署和规划。《意见》立足于我国保险业发展现状，提出了以强监管、防风险、促高质量发展为主线的总体要求，有利于我国保险业高质量发展，有利于保险资金更好服务实体经济、服务民生保障。

《意见》实施后，防范化解风险、保持保险业稳健运行将持续作为监管工作的重要主题，监管机构将从打造保险业稳健运行微观基础、持续强化风险监测分析等方面对保险公司进行监督管理，并通过现场检查、稽查、行政处罚和监管强制措施，严厉打击违法违规行为。保险公司层面，根据《意见》相关要求，保险公司公司治理和内控合规体系将得到进一步完善，负债端成本有望持续优化，资产负债联动管理能力、资金运用水平将得到提升；同时，社会养老保障需求为保险公司提供的第三支柱产品带来了巨大空间，未来随着保险公司产品转型进程的加快及浮动收益型产品推出，保险公司养老金融、促进银发经济发展方面均有广阔的发展空间。联合资信认为，随着保险行业向“高质量发展”转型，公司治理稳健性、管理人员履职情况、资产负债管理水平、风险管控能力、实体经济支持及民生保障等领域将持续作为行业监管重点，精细化管理程度及处罚力度也将进一步增强，保险公司违法违规成本进一步上升；在“强监管”政策环境下，保险公司也将秉承审慎经营及可持续发展理念，经营稳定性将得到持续提升，偿付能力及财务表现将更为稳健。

欧盟新电池法案及“碳关税”政策对中国动力电池企业影响简析

文|联合资信 李成帅 孙长征

一、中国动力电池行业发展及欧洲市场对中国企业的重要性

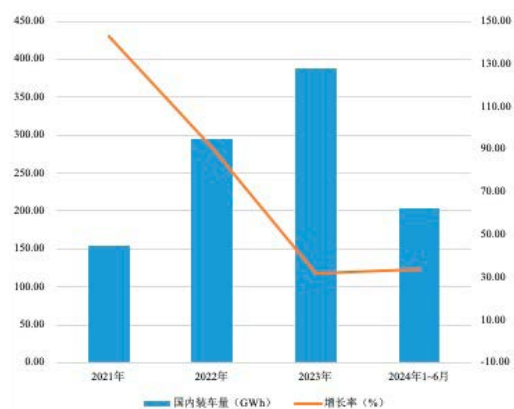
近年来,中国动力电池装车量持续增长但增速下行,存在一定的产能过剩风险;动力电池出口量、企业海外收入占比快速上升,其中欧盟是主要的海外市场。目前欧盟仍坚持2035年停售燃油车计划,未来新能源汽车发展潜力大,是动力电池重要的增量市场,其相关政策对中国动力电池企业具有重要意义。

“十二五”以来,中国动力电池产业随着新能源汽车产销量的增长而迅速发展。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据,2011—2023年,中国动力电池装车量由0.35GWh增加至387.7GWh,年均复合增长79.35%。2020年下半年以来,在新能源汽车补贴政策逐步退出的情况下,国内新能源汽车产业的发展由政策驱动转换为产品和市场驱动,其中,动力电池产业链的完善、规模效应的形成、头部企业的技术进步,使得电池产品的性能持续提升、成本整体呈下降趋势,对新能源汽车产业的发展提供了有力支持。

但随着新能源汽车渗透率和保有量的迅速提高,近年来中国新能源汽车销售增速明显下降,加之“插混”“增程”车辆占比上升,2021年以来,国内动力电池装车量增速逐年下降,2023年已降至31.6%(见图1)。但国内动力电池及相关产业投资热度高涨,主要企业规划产能远高于动力电池预期需求量,行业面临产能过剩风险。

在国内市场增速下降的情况下,中国电池企业加大对海外市场的开拓力度并取得明显进展。一方面,头部企业海外收入占比明显扩大,以营业收入主要来自动力电池销售的两家上市公司为例,2020—2023年,宁德时代新能源科技股份有限公司(以下简称“宁德时代”)、国轩高科股份有限公司(以下简称“国轩高科”)海外收入占比分别由15.71%和2.36%提高至32.67%和20.34%;2024年上半年,宁德时代海外收入占比略有下降,但国轩高科海外收入占比继续提高(已达32.91%)(见图2)。另一方面,动力电池出口量与国内装车量之比快速提高,根据中商产业研究院数据,2023年,中国动力电池出口量由上年的68.1GWh增长至127.4GWh,同比增长87.1%,远高于国内市场装车

图1 近年来中国动力电池装车量(GWh, %)



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 联合资信整理

量的增幅;“出口量/国内装车量”由上年的0.23倍提高至0.33倍。

海外市场中,东盟、拉美和日本、韩国等经济体新能源汽车市场容量较小,据《2023年动力电池运输行业发展报告》,2023年,中国出口的锂电池中有约三分之二销往欧洲和北美,而美国近年来对中国产品一直采取严格的限制政策,市场主要被松下、LG新能源等日韩企业占据。欧盟作为仅次于美国的全球第三大汽车市场,近期其汽车产业虽面临转型阵痛期,目前仍坚持2035年禁售燃油车的计划。而2023年欧盟市场新能源汽车渗透率仅为23.4%(同期中国市场渗透率已达31.6%),未来仍有很大的发展空间,是中国动力电池企业的“必争之地”,其相关政策对中国动力电池产业具有重要意义。

二、欧盟新电池法案、“碳关税”政策的核心内容

《新电池法案》对电池及其原材料回收率、回收原材料使用率以及碳足迹管理等指标设置了不同时间点的执行标准;CBAM则根据产品和原材料计算出产品总碳排放量,基于EU-ETS近一周的成交均价确定碳关税额度;《新电池法案》和碳关税均对企业开展产品

碳足迹管理提出了更高要求。

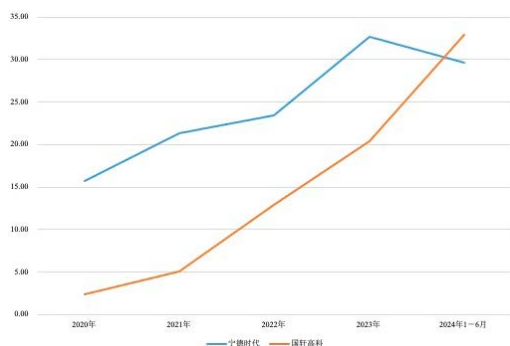
欧洲议会和欧盟理事会分别于2023年6月和7月通过了《欧盟电池与废电池法规》(以下简称“《新电池法案》”),该法案自2024年2月18日起实施。

《新电池法案》对电池回收率、原材料回收率、回收原材料使用率等指标设置了不同时间点的执行标准,并规定企业需对其生产或使用的电池进行碳足迹管理。针对生产EV、轻型运输工具电池、工业电池的企业,《新电池法案》要求其在2023至2025年之间建立完整的碳足迹计算方案、分级办法及阈值计算方法,并在2024至2027年之间落地执行。《新电池法案》将电池生产企业的责任由重金属含量披露扩展至供应链尽职调查、电池成分声明、技术参数披露、碳足迹披露等多个环节。(见表1)

2023年4月18日,欧洲议会批准了“Fit for 55”2030一揽子气候计划中数项关键立法,改革碳排放交易体系(EU-ETS)、修正碳边境调节机制(CBAM)相关规则等。2023年10月1日,CBAM进入试运行阶段(过渡期至2025年底),全球首个“碳关税”生效。CBAM的出发点在于抵消欧洲企业的额外碳排放成本,确保本地与进口产品公平竞争。目前,CBAM只涉及EU-ETS范围内的部分行业(电力、钢铁、水泥、铝、化肥和氢气),但总体目标是在2030年涵盖EU-ETS范围下的所有商品。

CBAM规定了完整的产品碳关税计算方式,要求企业自行开展产品碳足迹管理,并将进口产品的排放分为产品在生产过程中直接造成的碳排放和原材料在各自的生产阶段所产生的碳排放量。在结合产品和原材料得出产品总的碳排放后,产品碳关税的最终额度将取决于EU-ETS近一周的成交均价。若企业不提供产品碳排放量或由于未开展碳足迹管理、报告不符合欧盟标准等原因未能履行相应义务,则欧盟将对产品按照其生产国同行业内排放强度前10%的企业所生产产品的水平计算碳排放量,并依此征收相应的惩罚性碳关

图2 近年来部分动力电池上市公司海外收入占比(%)



资料来源:上市公司公开信息,联合资信整理

表1 新电池法案阶段性内容

法案要点	电池回收率	原材料回收率	原材料使用比例	碳足迹
时间点1	2025年1月1日之前达到下列最低回收效率：铅酸电池75%、锂电池65%、镍镉电池85%、其他电池50%	2026年指定原材料达到下列最低回收率：钴、铜、铅、镍：90%；锂：70%	2027年1月1日起，便携电池、轻型运输工具电池、EV电池、汽车电池和工业电池需在每个电池型号的技术文件中附有从废物中回收的钴/铅/镍/锂含量信息	2023年1月1日制定碳足迹计算方法，2024年7月1日之前确定碳足迹声明体系（针对EV电池、轻型运输工具电池、工业电池）
时间点2	2030年1月1日之前达到下列最低回收效率：铅酸电池80%、锂电池70%、镍镉电池85%、其他电池70%	2030年指定原材料达到下列最低回收率：钴、铜、铅、镍：95%；锂：90%	2030年1月1日起，上述电池活性材料中使用的最低再生原材料比例应分别达到：钴：12%；铅：85%；锂：4%；镍：4%	2024年12月31日制定碳足迹分级办法，2025年7月1日之前执行（针对EV电池、轻型运输工具电池、工业电池）
时间点3	--	--	2035年1月1日起，上述电池活性材料中使用的最低再生原材料比例应分别达到：钴：20%；铅：85%；锂：10%；镍：12%	2025年7月1日制定碳足迹阈值计算方法，2027年1月1日之前执行（针对EV电池、轻型运输工具电池、能量2kWh以上的工业电池），2028年2月18日起超过碳足迹最高阈值的汽车用动力电池将被禁止进入欧盟市场

资料来源：联合资信根据公开信息整理

税。如果进口产品在原产国已支付嵌入排放量对应的碳价，企业在申报时可以申请抵扣碳关税；企业应保留于原产国已支付碳价的相关材料，且该材料需经独立于企业和原产国主管机关的认证，即得到欧盟的认可。

三、新电池法案、“碳关税”政策对中国动力电池企业可能产生的影响

《新电池法案》的实施将使中国动力电池企业额外增加较大的人、财、物力投入，并提高企业的综合运营成本，对企业的资本实力提出一定挑战；未来若CBAM实施范围扩大并覆盖动力电池行业，中国动力电池企业的盈利能力将受到较大影响。

新电池法案

新电池法案属于市场门槛，强调行业全生命周期“可持续”发展。该法案针对电池回收效率、再生原材料比例、碳足迹制定以及电池护照实施等方面，设置了不同时间点的市场准入要求。一方面，《新电池法案》将倒逼中国电池企业增加研发投入，开发更加环保、安全与高质量的产品，有利于行业整体发展质量的提高。

另一方面，为满足欧洲市场要求而建立碳足迹管理及电池护照体系、提升电池回收比例和再生原材料的回收利用率，既需要动力电池企业进行一定规模的资本性投入，也会增加企业日常的经营性支出。

经过多年的发展，中国动力电池行业已形成寡头垄断的格局，不同企业间资本实力、产销规模相差很大。2023年，CR2装车量占比超过70%，CR5装车量占比超过87%，而排名第6~10名的企业装车量市场份额合计不足10%。对于资本实力强、产销规模大的头部企业，相关的投入对其带来的资金压力相对较小，经营性开支可以被充分分摊；而对于资本实力较弱、产销规模小的企业，相关的资本性支出可能引起企业债务负担加重，经营性开支对单位产品的成本影响会更大。

“碳关税”

目前，动力电池行业尚未被纳入EU-ETS和CBAM的适用范围，“碳关税”对行业内生产企业暂无影响。但动力电池及其主要原材料的生产过程存在较高的能耗和碳排放，而鉴于全球气候变化问题依然严峻，欧洲气候变化科学咨询委员会已在2024年1月建议将欧盟温室气体定价机制扩大至所有主要行业，欧

盟委员会也将在2025年CBAM过渡期结束之前评估是否将范围扩大到其他有碳泄露风险的产品。未来，如果EU-ETS和CBAM实施范围扩大并覆盖动力电池行业，将带来相关企业出口成本的上升。我们就“碳关税”对动力电池出口产品成本的影响程度进行了粗略测算。

单位电池碳排放量方面，根据高工锂电等专业机构对国内动力电池企业所做的调研和测算，近年来国内动力电池单位产品碳排放大致在100~110KgCO₂/KWh，其中磷酸铁锂电池平均在109KgCO₂/KWh左右，三元（811）电池平均在104KgCO₂/KWh左右。对于未做好碳足迹管理的企业，假定欧盟所认定“行业前10%碳排放水平”是行业平均水平的1.5倍。动力电池产品碳排放中，外购电力产生（属于《温室气体核算体系》中的“范围二”）的比例较大，由于电力行业已纳入全国碳排放权交易市场的管理范围，假定欧盟认可中国动力电池产品的碳排放已在国内支付对价，并在“碳关税”的计算中予以抵减。动力电池主要原材料（碳酸锂等）价格在经历2021—2022年的大幅上涨后，2023年整体回归正常水平，结合高工锂电等专业机构的数据，粗略估算2023年磷酸铁锂电池的综合成本

平均在565元/KWh左右，三元（811）电池的综合成本平均在757元/KWh左右。（见表2）

未来若EU-ETS和CBAM扩容至动力电池行业，在其他因素不变的情况下，按2024年9月底EU-ETS与国内碳市场价格差，对于做好碳足迹管理的企业，其对欧盟出口磷酸铁锂、三元（811）动力电池所增加的“碳关税”分别相当于2023年同类产品平均成本的约7.90%和5.63%；对于未能做好产品碳足迹管理的企业，其对欧盟出口磷酸铁锂、三元（811）动力电池所增加的“碳关税”将分别相当于2023年同类产品平均成本的11.85%和8.44%。

2023年，中国动力电池头部企业中，宁德时代、惠州亿纬锂能股份有限公司（以下简称“亿纬锂能”）、国轩高科和中创新航科技股份有限公司（以下简称“中创新航”）的毛利率水平按前述测算数据，若EU-ETS和CBAM扩容至动力电池行业，且动力电池企业迫于竞争压力不上调产品价格，在做好碳足迹管理的情况下，“碳关税”因素将使得该4家企业海外销售毛利率平均下降约5.38个百分点；在未做好碳足迹管理的情况下，“碳关税”因素将使得该4家企业海外销售毛利率平均将下降约8.07个百分点；现有毛利率较低的企业，

表2 动力电池行业碳关税额估算

电池类型	磷酸铁锂		三元811	
	是	否	是	否
是否做好碳足迹管理	是	否	是	否
单位产品总碳排放 (kg/kWh)	109	163.5	104	156
2024年9月底EU-ETS价格 (元/吨)	508.97			
2024年9月底国内碳市场价格 (元/吨)	99.48			
碳关税额 (元/kWh)	44.63	66.95	42.59	63.88
电池综合成本 (2023年) (元/kWh)	565.00		757.00	
碳关税占动力电池成本比例	7.90%	11.85%	5.63%	8.44%
2023年销量前5名中4家企业毛利率	宁德时代25.19% (境外销售)；亿纬锂能24.72% (境外销售)；国轩高科18.77% (境外销售)；中创新航13.00% (境内、境外综合)			

注：1. 欧元兑人民币汇率按1: 7.8267 (2024年9月30日汇率)；2. 行业前10%碳排放水平按平均水平1.5倍计算；3. 2023年销量前五名企业中，比亚迪的动力电池自用比例高，在收入中占比小，无法通过公开信息获取其动力电池业务的毛利率情况
资料来源：European Energy Exchange、全国碳市场交易日报、高工锂电网、相关企业年报

下降的幅度（百分点数）略大。由此看来，若欧盟实施“碳关税”政策，将压缩电池企业的利润空间，并加大电池企业间的两级分化。

四、中国动力电池产业的应对举措

通过开展碳足迹管理、降低碳排放、建立电池及原材料回收利用体系等工作，中国动力电池企业利用“政策缓冲期”，在为适应欧盟绿色壁垒而积极准备。从长远看，头部企业率先行动，主动适应相关规则，有利于中国动力电池产业整体的可持续发展。但相关应对举措需要一定的资本投入且抬升了企业的运营成本，对中小规模企业产生的不利影响更大，可能导致企业间两级分化的加剧。

多数头部动力电池企业已开始进行碳足迹管理

由于启动时间较晚，目前国内碳足迹管理领域的基础数据库等支撑保障体系较为薄弱，不同行业、产业链上下游之间存在标准与核算方法不统一等问题，增大了动力电池企业对其产品碳足迹进行全面追踪与核算，并获得国际组织认可的难度。但面对绿色贸易壁垒挑战，多数企业已认识到碳足迹管理的重要性并积极推动相关工作，多家头部企业已取得一定进展。2023年中国动力电池出货量前10名企业中，有7家为A股或H股上市公司，根据公开信息，目前该7家企业均已制定针对碳足迹管理的规定，开展了碳足迹、碳排放核查工作，并在ESG报告（或社会责任报告）予以披露；中创新航一款配套“smart精灵#1”纯电SUV的电池已通过莱茵认证，获得了基于欧盟PEFCR和ISO14067的碳足迹证书；宁德时代自主设计并开发了“时代碳链”系统，根据生命周期评价方法对产品进行碳足迹计算，并单独发布了《碳排放核算报告》。

为破解国内碳足迹管理所面对的基础性、系统性问题，2024年6月，生态环境部等部门联合印发了《关

于建立碳足迹管理体系的实施方案》（以下简称“《方案》”）。《方案》统一了产品碳足迹核算标准编制要求，明确了产品碳足迹核算边界、核算方法、发布形式、数据质量要求和溯源性要求等通则标准，并要求优先聚焦锂电池等重点产品，将为国内电池行业应对欧美绿色壁垒提供强有力的政策保障。

部分企业已在欧洲布局产能，融入当地产业链并全面适应当地政策环境

近年来，在行业高速发展的过程中，已有部分动力电池头部企业主动在欧洲等地布局产能。其中，宁德时代德国生产基地已于2023年年中开始锂离子电池电芯批量生产，该基地初始规划年产能14GWh（对应约20万辆电动汽车的装车需求），目前已进入产能爬坡阶段；宁德时代匈牙利生产基地（规划产能100GWh）已通过当地政府环评许可，预计2025年正式投产；国轩高科德国生产基地规划产能为20GWh，于2022年6月动工建设，计划分4期建设，目前首条产线已落地投产并开始接受订单。除此之外，中创新航、欣旺达、比亚迪和亿纬锂能等均已公布了欧洲产能布局规划。

经过十余年的快速发展，中国已成为全球动力电池产业链最发达的国家，欧洲的动力电池上游产业明显落后于中国。宁德时代等头部企业之所以在欧洲建立生产基地，除了便于与当地客户开展合作，以及融入当地电池产业链的构建、适当降低欧盟保护性政策（包括直接、间接的贸易壁垒）对自身的影响之外，客观上也可使其更全面地了解 and 适应欧盟严格的可持续发展要求，为其国内生产和供应体系的绿色升级打下一定基础。

提升清洁能源使用比重，推行零碳工厂，降低运营环节的温室气体排放

根据《新电池法案》的分阶段安排，欧盟未来将对各类电池设置碳足迹的最高阈值，自2028年2月起，

超过碳足迹最高阈值的动力电池将禁止进入欧盟市场。目前该阈值虽尚未设定,但由于动力电池从原材料到电池成品的完整生产流程往往存在很大的能耗,

“最高阈值”未来可能成为较多动力电池企业进入欧盟市场的“拦路虎”。此外,未来若EU-ETS和CBAM覆盖行业范围扩大至动力电池行业,碳排放量将是企业补缴“碳税”额的重要影响因素。

从公开信息看,为降低碳排放,宁德时代已设立子公司时代绿色能源有限公司(以下简称“时代绿能”)负责开发集中式太阳能及海陆风能、分布式太阳能等可再生能源发电项目。截至2023年底,时代绿能累计获取集中式可再生能源项目指标4175MW,其中在建项目168MW,建成并网项目82MW;宁德时代已建成零碳工厂共4座。亿纬锂能通过采购绿色电力和建设屋顶分布式光伏提高可再生电力使用占比,实现碳减排。截至2023年底,亿纬锂能累计光伏装机容量66.7MW。

头部企业积极介入电池及原材料回收领域,提升再生资源利用率

由于锂、钴等金属具有稀缺性,加之动力电池产业链的上游(矿藏开采及冶炼)、中游(主材)与下游(动力电池及新能源汽车)环节生产周期错配、上游产能响应落后于下游需求的变化,近年来动力电池主要原材料价格暴涨暴跌的现象已多次出现,对动力电池产业形成了很大冲击。即使欧盟新电池法案没有提出相关要求,提高资源循环利用效率对于多数动力电池企业乃至整个动力电池行业的长远发展也具有重要意义。从部分企业的具体行动看,宁德时代的子公司宁德邦普循环科技有限公司(以下简称“邦普循环”)通过建立系统的回收体系,能够从废旧电池中提取出可再利用的金属、非金属和其他高分子材料等资源,结合其逆向产品定位设计与定向循环技术,将退役动力电池制备材料应用到原生制造领域。邦普循

环镍钴锰回收率达99.6%,锂回收率达91.0%。国轩高科的子公司肥东国轩新材料有限公司负责锂离子动力电池的前端原材料和后端电池回收及梯次利用,每年可处理5万吨废旧电池及1万吨报废极片,电池全组分元素综合回收率超过92%。此外,主要从事废旧资源综合利用和动力电池材料生产的格林美,已与比亚迪、亿纬锂能和瑞浦兰钧等动力电池企业和广汽集团等整车企业建立合作伙伴关系,力争整合各方资源,实现动力电池及其废料的绿色处理。

动力电池原材料回收及再利用需要较大的资本性投入,资本实力弱的企业难以承担;在达到一定规模前,资源回收与再利用的收益难以覆盖成本。但随着汽车产业新能源转型的持续、动力电池需求的增长,未来废旧电池回收及资源提取必将成为解决锂、钴等资源稀缺性的重要途径;而随着产业规模的扩大、技术的进步,废旧电池回收及金属提取的成本会逐步降低。资本实力强的企业较早介入电池及原材料回收与再利用,一方面可以使其更好地满足欧盟市场相关政策要求,另一方面也可以增强其对上游资源的控制,有利于企业的长期发展。

整体看,新电池法案分阶段实施以及CBAM覆盖行业尚未扩大的现状,为中国动力电池产业提供了建立并逐步落实欧洲市场标准的缓冲期,动力电池企业正在进行积极准备。在激烈的市场竞争中,头部企业凭借其资本实力、经营规模和行业地位等优势,可以更好地协调长远发展与短期收益之间的关系,为满足欧盟相关政策要求而转型、调整的空间更大;中小规模企业若不能承担较大的资本性支出、无法有效分摊新增的运营成本,可能受到欧盟“绿色壁垒”更大的负面影响甚至被欧盟市场排除在外,在同业竞争中将进一步处于劣势。

2024年地方金融控股公司发展回顾及展望

文 | 联合资信 张晨露 王亚龙 张 坤 杨晓丽

一、地方金控公司监管及政策环境

2023年以来我国金融监管组织体系经历了较大变革, 2024年新监管机制落实强化了监管效能, 金融维持严监管态势, 地方金融组织步入强监管; 随着混业监管体系完善及地方金融监管深化, 有利于地方金控规范健康发展。

回溯到2023年3月, 中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》, 组建国家金融监督管理总局(以下简称“金融监管总局”), 金融监管体制进一步深化改革, 由“一行两会”转变为“一行一局一会”的金融监管格局。2023年10月, 原中国人民银行对金控集团的日常监管职责, 正式被划入金融监管总局。同时, 随着金融监管总局县域监管支局统一挂牌, “总局—省局—分局—支局”的“四级垂管”监管架构形成, 地方金融组织监管得到增强。新监管机制强化了国务院金融管理部门地方派出机构的监管职责, 地方金融监管以国务院金融管理部门地方派出机构为主, 地方政府设立的地方金融监管机构不再承担发展地方金融业等工作。

围绕中央严控风险的政策基调, 金融监管总局自成立以来不断完善金融业监管体系及制度建设, 强监管态势持续。2024年4月, 金融监管总局、证监会、市场监管总局联合下发《关于进一步加强地方金融组织

监管的通知》(金发〔2024〕8号)(以下简称“8号文”)指出要严控地方金融组织数量增长, 严格限制跨省展业, 并严格控制地方金融组织杠杆和融资来源, 地方金融组织步入强监管。

对于地方金控而言, 多数平台旗下业态复杂, 除了始终处于强监管体系下的银行、保险、证券等特许金融业务外, 小额贷款、融资担保、融资租赁、商业保理、地方资产管理公司等“7+4”类地方金融业务亦是其重要的业态构成部分。随着我国监管体系逐步从分业监管向混业监管转变, 中央监管机构之间的政策协调得到加强, 有效提升了监管效能, 有助于更好地监管各类金融机构、防范化解系统性金融风险。同时随着地方金融监管体制改革深化以及中央加强对地方金融业务监管, 先前对于地方金融业务的监管空白得到一定补充, 对地方金控内控管理提出更高要求, 长远来看对于地方金控规范发展具有积极影响。

二、样本选择

根据相应标准, 我们共筛选出具有2023年公开财务资料的样本企业共51家¹, 其中包括省级地方金控25家、地市级(含区县级, 下同)地方金控26家。考虑到仍有相当数量的样本企业无公开三季报数据, 本文主要基于前述51家样本地方金控2023年及2024年上半年度

¹ 无公开 2023 年审计报告的主体未纳入样本统计, 因篇幅限制, 本文不再列示样本企业名单。



经营状况进行分析。

三、地方金控公司主要经营情况

2024年,在地方政府的大力支持下,地方金控在持续整合区域内金融资源的同时,仍积极向外布局以银行、保险、证券为主的核心金融牌照业务。

从牌照资源来看,省级地方金控平台掌控金融资源相对较丰富,体量相对较大,而地市级地方金控牌照资源受区域状况影响分化较大,除部分发达区域地市级金控平台外,多数地市级平台以类金融、产业投资等业务为主。近年来,地方政府仍持续推进区域内金融资源整合至地方金控平台,但在地方金控的整体牌照布局上,银行、保险、证券等核心金融牌照始终较为稀缺。近两年来,各地方金控平台谋求核心金融牌照的热度不减,积极通过划转、收购等方式补齐缺失牌照或

持续提升核心牌照持股比例,以强化自身金融业务布局(见表1),例如湖北国资委旗下金控平台湖北宏泰先后收购或增持天风证券及长江财险,武汉金控等4家武汉市国资企业于2023年初完成华源证券(原九州证券)收购后,又将于2024年联合向华源证券增资16.76亿元。

此外,2023年以来,国务院国资委多次发文要求央企和国企加速回归主业。在《国有企业参股管理暂行办法》等多项政策以及国务院国资委“从严控制增量,各中央企业原则上不得新设、收购、新参股各类金融机构”等要求推动下,多家央企集团于2023年下旬开始加速剥离非主业金融股权。在此背景下,不少地方国资或地方金控积极向外布局以银行、保险、证券为主的核心金融业务,成为此次央企金融股权“清退潮”中重要接盘方,例如成都国资旗下成都交子金控及成都环境投资集团共同承接了国投资本转让的锦泰财险20%

表1 2023年以来地方金控受让及增持金融机构股权不完全梳理

披露时间	主体	股权受让/增持情况
2023年4月	湖北宏泰	拟增持天风证券不超过14.98亿股股权
2023年7月	福建金投	受让福建能源、福建交运所持华福证券合计56%股权
2023年8月	苏州国发	受让苏州城建所持东吴人寿8.30%股权,持股比例增至31.717%
2023年9月	成都交子金控	联合受让国投资本所持锦泰财险20%股权
2023年10月	江西金控	拟增持恒邦财险3.03亿股,持股比例将增至33.33%
2023年11月	湖北宏泰	拟增持长江财险9.45亿股,持股比例将增至31.3953%
2023年11月	成都交子金控	增持锦泰保险8.5%股权,持股比例增至33%
2024年3月	山东鲁信	通过旗下子公司山东金资受让恒丰银行150亿股股份,持股比例46.61%
2024年3月	辽宁金控	收购锦州银行不超过60.34亿股,持股比例不超49.81%
2024年3月	东莞金控	拟联合收购东莞证券20%股权
2024年5月	绍兴柯桥金控	通过旗下全资产业基金收购绍兴银行股权,持股比例12.94%
2024年6月	湖北宏泰	拟增持天风证券不低于5亿元、不超过10亿元股份
2024年8月	南昌金控	受让裕民银行6亿股(30%)股份
2024年10月	浙江东方	收购杭州联合银行不超过3.94%股权

注:上表股权受让及增持情况为对应披露时间的公开信息,可能非最新情况

资料来源:联合资信根据公开资料整理

股权等，成都交子金控所持锦泰保险比例增至33%。

2024年以来，地方金控资本补充力度仍较大，截至2024年6月末，各地方金控平台整体资本规模仍较大，但资本实力分化仍比较明显，核心金融牌照资源相对丰富的省级平台权益稳定性仍较弱。

得益于地方政府增资以及区域金融资源整合，自2021年以来，超七成的样本地方金控平台的实收资本均有所增长，甚至多家省级或市级地方金控平台实收资本连续数年获得多次增长，如广东粤财、四川金控、河南农开、广州金控、厦门金圆、厦门国贸资本、湖南财鑫、苏州相城金控等，体现了当地地方政府财政实力及地方金控在政府体系内重要的战略地位。2024年以来，地方金控资本补充力度仍较大。2024年上半年，分别有13家地方（含7家省级平台、6家市级平台）金控平台实收资本得到增长，其中湖北宏泰、厦门金圆、四川金控实收资本增长规模较大，实收资本增长规模分别为206.04亿元、69.93亿元和27.73亿元。

从资本实力来看，截至2024年6月末，地方金控实收资本规模仍存在较为明显分化，市级地方金控的资本实力整体弱于省级地方金控，其中省级地方金控实收资本多数集中在50亿元至200亿元左右，市级地方金控实收资本则多数集中于30亿元至100亿元左右（见表2）。截至2024年6月末，实收资本在100亿以上的地方金控共18家，其中含省级金控14家，较2022年末新增3家（湖北宏泰、河南农开及广西金投），市级金

控4家，较2022年末新增1家（广州金控）。

所有者权益方面，截至2024年6月末，共有11家地方金控所有者权益较上年末有所下降，其中，浙江金控因根据浙江省财政厅要求上缴资金而冲减股本溢价导致所有者权益减少25.64亿元，浙江东方因其他权益工具投资公允价值变动造成其他综合收益减少而导致所有者权益下降8.95亿元，山东鲁信、江西金控、河南投资、青岛城投金控主要因永续债到期偿还导致所有者权益分别下降4.54亿元、10.26亿元、9.58亿元和6.34亿元，台州金投因其他综合收益下降导致所有者权益下降0.12亿元，无锡创投因少数股东权益下降导致所有者权益下降1.03亿元，此外，湖北宏泰、重庆渝富、西安投控因利润亏损或分红导致所有者权益有所下降。

从权益构成来看，受区域金融资源整合影响，省级地方金控具有相对较多一二类核心金融牌照，但通常该类金融机构多数并非全资持有，这使得相当数量省级地方金控少数股东权益占比较高。截至2024年6月末，25家省级样本平台中，少数股东权益占比超40%的主体数量达10家，与上年末持平，其中占比超过60%的主体有3家，分别为安徽国元（66.67%）、四川金控（62.07%）和天津津融（60.34%）。相较于省级地方金控，市级地方金控业务类型多以类金融企业为主，权益稳定性相对较好，超六成主体少数股东权益占比低于30%，部分位于经济较为发达市区且旗下核心牌照资源较丰富的市级地方金控少数股东权益

表2 截至2024年6月末地方金控实收资本分布（单位：亿元）

实收资本	省级地方金控	市级地方金控
最大值	495.11（广东粤财）	299.98（厦门金圆）
最小值	27.30（福建华兴）	12.52（无锡创投）
均值	142.87	75.47
中位值	116.00	53.50

资料来源：Wind，联合资信整理

占比亦较高,例如成都交子金控(68.90%)、广州金控(54.93%)、苏州国发(47.61%)等。

2024年上半年,地方金控杠杆水平基本保持稳定,整体仍处于较合理水平,受金融业务特性及业态不同的影响,地方金控杠杆水平存在分化,部分主体杠杆水平处于较高水平。

从杠杆水平变化情况来看,2023年,地方金控合并口径资产负债率多数平稳(变化幅度在上下5个百分点内),样本中仅8家资产负债率较2022年末变化超过5个百分点。2024年1—6月,样本中仅2家资产负债率变化较上年末超过5个百分点,分别为杭州金投和厦门金圆,其中厦门金圆主要系股东增资所致,杭州金投主要系主动压缩有息债务所致。地方金控母公司口径资产负债率超过八成成为微增状态,仅有4家变动幅度超过5%,分别为渝富资本、厦门金圆、福州金控和黄海金控,主要系股东增资或公司实行统借统还随着子公司业务发展用资需求增加故有息债务增加所致。

从杠杆情况来看(见图1),受金融业务性质影响,地方金控整体杠杆水平较高,截至2024年6月末资产负债率仍主要分布于40%~70%之间。同时,地方金控杠杆水平易受旗下金融业务组合影响,由于银行、保险、证券等核心金融牌照日常对于负债经营需求较大,核心牌照集中的金控其平均杠杆水平亦偏高,因此核心金融牌照相对较丰富的省级地方金控其合并口径资产负债率相较于市级地方金控呈现更明显的集中性,而市级地方金控因牌照资源相差较大其整体杠杆水平亦呈现较大分化。截至2024年6月末,地方金控中合并资产负债率低于40%的共8家,上海国际(28.59%)、广东粤科(38.88%)、珠海华发(38.24%)、厦门金圆(39.54%)、西安投控(33.78%)、无锡创投(29.98%)、西咸金控(34.69%)和苏州相城金控(25.02%);合并资产负债率超过80%仅5家,分别为广东粤财(82.07%)、湖南财信(89.25%)、四川金控(85.05%)、广州金控(92.68%)和成都交子金控(91.43%)。从母公司杠杆水平来看,

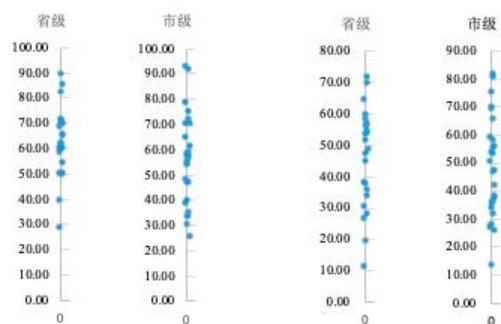
地方金控母公司资产负债率分布较为分散,部分地方金控母公司承担了较多融资功能导致其资产负债率较高,需关注其流动性管理状况。截至2024年6月末,地方金控母公司资产负债率分布仍较为分散,母公司资产负债率高于70%的样本企业仅4家,分别为四川金鼎(71.61%)、广州金控(74.98%)、杭州金控(80.16%)和中原金控(81.50%)。

2024年上半年,随着利率持续下行,地方金控盈利能力仍承压,超七成地方金控盈利能力同比有所下滑,不同平台盈利能力分化较大,少数地方金控利润为亏损状态,多数地方金控母公司口径盈利能力仍较弱。

2023年,地方金控整体经营良好,近七成省级样本平台及半数市级样本平台合并利润总额同比实现增长,但多数地方金控盈利能力稳中有降,共12家省级样本平台及18家市级样本平台ROE(加权平均,下同)同比下降,其中省级平台ROE降幅主要在100BP以内,市级平台ROE降幅相对较大,降幅主要分布在100~200BP。

2024年上半年,在宏观经济增长仍承压、利率持续下行,地方金控经营仍承压,超半数样本企业营业总收入较上年同期有所下降,其中上海国际、陕西金控、甘肃金控、湖南财鑫、无锡创投的营业总收入同比

图1 地方金控2024年6月末合并与母公司资产负债率散点图



注: 福建华兴和吉林金控未披露2024年半年报, 上图统计未包含
资料来源: Wind, 联合资信整理

降幅均超过50%。同期,仅36.00%的省级样本平台和38.46%的市级样本平台合并口径利润总额同比实现增长,湖北宏泰及甘肃金控利润为负。77.55%的样本ROE较上年同期有所下降。从收益率水平来看(见图2),地方金控合并口径盈利能力仍存在很大分化,多数盈利能力处于良好水平,年化ROE水平高于6%的地方金控主要以省级平台为主。2024年上半年盈利亏损平台共3家,包括甘肃金控、湖北宏泰和西安投控,其中甘肃金控及湖北宏泰亏损主要系公允价值或投资收益下滑等因素综合所致,西安投控同比亏损规模有所减少,盈利能力有待提升。

从母公司盈利情况来看,地方金控本部通常主要承担投资控股职能,母公司利润主要来自旗下金融业务子公司的分红收入或本部持有的金融资产产生的投资收益。2023年,样本中超半数主体母公司处于微利(净利润少于1亿)或亏损状态,且该现象并未在2024年上半年得到明显改善。亏损原因主要受母公司“统借统还”产生的高昂融资成本拖累。2024年上半年,地方金控母公司整体盈利能力仍较弱,63.27%样本平台本部ROE低于2%(含亏损企业),仅7家超5%,分别是重庆渝富、陕西金投、安徽国元、江西金控、南京紫金投资、成都交子金控和广州金控,主要得益于下属子公司

良好的分红及所投项目产生良好投资收益。

四、地方金控信用状况及债券发行情况

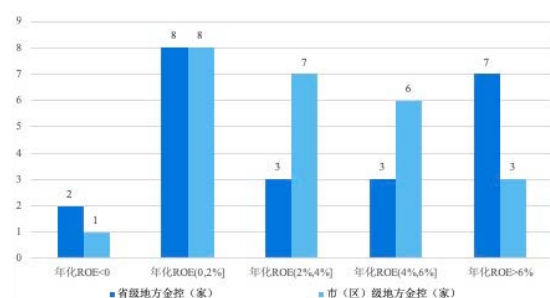
信用级别变动及分布情况

2023年以来至今,地方金控主体信用级别总体保持稳定且处于较好水平,省级地方金控AAA占比较高,资产及权益规模增长是地方金控主体级别调升的重要因素之一。

从信用等级变动情况来看,得益于地方金控在国有企业中的重要战略地位,近年来地方金控外部信用级别变动不大。受地方政府股权划转导致实力大幅增强影响,2023年以来至今,仅2家地方金控级别发生变动,为天津津融及东莞金控,均由AA+调升至AAA,无降级或展望调整情况。根据相关评级报告,2023年天津津融通过协议收购并间接控制上市公司金开新能源股份有限公司,使得天津津融资产规模及业务布局范围、盈利能力得到提升;东莞金控上调主要原因系东莞金控资产及权益规模的显著增长和东莞信托风险化解方案优化等因素。

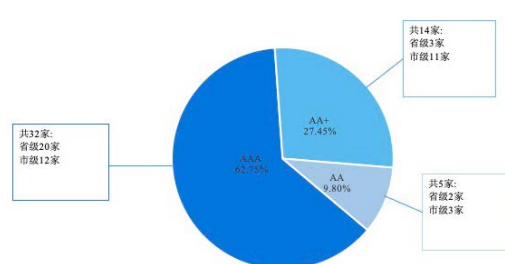
从外部信用级别情况来看(见图3),得益于自身良好的经营能力、较强股东背景及区域内重要战略

图2 地方金控2024年上半年合并ROE(年化)分布情况



注: 福建华兴和吉林金控未披露2024年半年报, 上图统计未包含
资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 截至2024年10月末样本地方金控主体信用级别分布情况



注: 广西金投市场级别存在AAA(中证鹏元、东方金诚)及AA+(上海新世纪)两种, 本文按AAA进行统计
资料来源: Wind, 联合资信整理

地位，地方金控主体信用级别整体处于较高水平，以AAA及AA+为主，其中省级平台相较市级平台的信用资质较好。截至2024年10月末，25家省级样本平台中主体级别为AAA级别的共20家，占比83.33%；AA+级别企业3家，包括河南农开、四川金鼎、新疆金投；AA级别企业2家，为福建华兴和吉林金控；26家市级样本平台中主体级别为AAA和AA+的分别为12家和11家，占比46.15%和42.31%，AA级别主体3家，分别为无锡创投、苏州相城金控和西咸金控。

债券发行及存续情况

2024年前三季度，地方金控债券发行保持较大规模，同比有所增长。截至2024年10月末，地方金融存续债券规模较大，但存续债券期限偏长期，短期兑付压力可控。

2023年，51家地方金控共发行债券数量203只，债券发行规模合计1621.82亿元，同比增长16.40%。2024年前三季度，地方金控债券发行规模仍较大，合计发行债券数量95只，债券发行规模1323.60亿元，同比增长

7.89%。从发债品种来看，以企业债/公司债、中期票据和超短融为主，2024年1—9月发行规模分别占总规模的38.74%、29.43%和26.07%。省级地方金控债券发行规模相对较大。地方金控偏好使用企业债、公司债或中期票据进行融资，部分公司亦青睐发行期限较短的超短期融资券以补充流动性，如江苏国信、杭州金投2024年前三季度已分别发行122.00亿元和57.00亿元超短融。

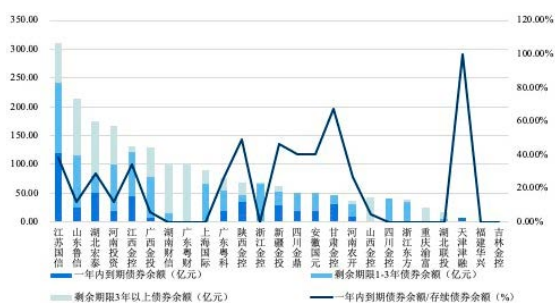
存续债券方面，截至2024年11月末，共49家地方金控具有存续债券，存续规模合计3747.48亿元，各主体存续债券规模差异较大，但整体债券到期期限结构较合理，以长期为主，具体见图4、图5。

主体利差情况

地方金控主体利差受信用级别、平台层级、区域经济实力等因素影响，部分主体利差较大。2024年前三季度，市场利率走低及结构性“资产荒”的影响下，地方金控信用利差明显收窄。

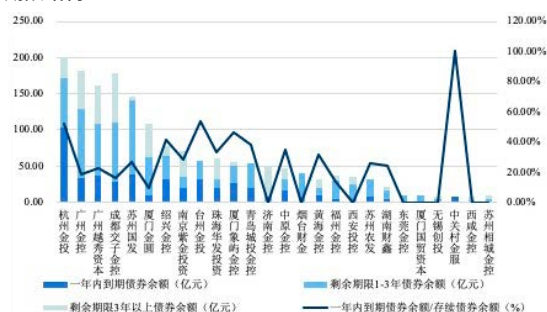
我们对51家地方金控2023年及2024年1—9月的平均主体利差²进行统计分析（见表3、表4）。从分布情况

图4 截至2024年11月末省级样本地方金控存续债券到期期限结构



资料来源：Wind，联合资信整理

图5 截至2024年11月末市（区）级样本地方金控存续债券到期期限结构



资料来源：Wind，联合资信整理

² 主体利差数据取自 Wind，计算规则为：1. 取某日主体所有存续债券；2. 对每个单债使用估值与无风险收益率做差，计算单券利差；3. 对 2 中所得结果进行余额加权，得到主体利差。

来看，地方金控利差分布与信用级别分布情况基本匹配。但同级别省级平台的利差表现相较市级平台存在一定倒挂情况，主要系部分省级地方金控在外部评级过程中考虑了其较高的行政层级及政府支持因素，但受其所在区域经济较弱或地方债务压力较大影响，市场认可度相对较差。部分地方金控利差较高，主要系受所处区域经济实力较弱、地方债务压力较大或存在信用负面舆情（如吉林、天津、河南等区域）以及自身业务风险较高、资产质量相对较弱等因素影响。

2024年前三季度，受国内经济预期偏弱、资金面总体充裕等综合因素影响，债券市场利率中枢快速走低，各类信用利差大幅压缩，地方金控平均主体利差亦较2023年有所收窄。结构性“资产荒”环境下，基于自身较强的股东信用支持因素，地方金控利差较高主体利差降幅显著，省级样本平台主体平均利差主要降至50BP左右，市级样本平台主体平均利差主要降至50~100BP左右。

从省级地方金控情况来看，2024年1—9月，25家省级样本平台利差主要处于50BP以下区间，较2023年水平（50~100BP）有所下降；利差高于100BP的共4家，

分别为吉林金控（AA，331.82BP）、四川金鼎（AA+，176.68BP）、天津津融（AAA（最新），164.32BP）、广西金投（AAA/AA+，153.43BP）。

从市级地方金控情况来看，2024年1—9月，26家市级样本平台中利差处于100BP内的样本企业共22家，利差介于100~200BP之间的样本企业共4家，分别为中原金控（AA+，136.97BP）、湖南财鑫（AA+，166.55BP）、西咸金控（AA，130.35BP）和黄海金控（AA+，124.33BP）。

五、总结及展望

2024年以来，地方政府仍在牌照资源整合、资本金等方面对地方金控提供了大力支持，肯定了金控平台在地方国企体系内的重要地位。各区域地方金控持续完善自身业务体系，积极布局银行、保险、证券为主的核心金融牌照业务。地方金控资本补充力度仍较大，各平台资本实力分化仍比较明显，但地方金控整体资本实力仍较强，核心金融牌照资源相对丰富的省级平台权益稳定性仍较弱。截至2024年6月末，地方金控杠杆

表3 样本地方金控2023年主体利差分布情况

项目	省级平台-主体利差均值 (BP)		市级平台-主体利差均值 (BP)	
AAA	最大	344.19 (广西金投)	最大	133.48 (青岛城投金控)
	最小	33.72 (江苏国信)	最小	46.02 (广州金控)
	均值	82.18	均值	74.84
AA+	最大	378.13 (四川金鼎)	最大	392.59 (中原金控)
	最小	99.05 (河南农开)	最小	65.27 (东莞金控)
	均值	237.36	均值	157.33
AA	最大	423.14 (吉林金控)	最大	240.82 (西咸金控)
	最小	66.70 (福建华兴)	最小	67.49 (无锡创投)
		244.92	均值	136.34

注：因天津津融及东莞金控最新主体级别上调时间分别为2024年7月和2024年6月，上表对2023年度主体利差进行分析，因此天津津融及东莞金控均按AA+进行统计
资料来源：Wind，联合资信整理

表4 样本地方金控2024年前三季度主体利差分布情况

项目	省级平台-主体利差均值 (BP)		市级平台-主体利差均值 (BP)	
AAA	最大	153.43 (广西金投)	最大	65.77 (青岛城投城金)
	最小	28.55 (上海国际)	最小	34.48 (广州金控)
	均值	50.11	均值	47.37
AA+	最大	176.68 (四川金鼎)	最大	166.55 (湖南财鑫)
	最小	64.21 (河南农开)	最小	53.46 (福州金控)
	均值	117.75	均值	87.96
AA	最大	331.82 (吉林金控)	最大	130.35 (西藏金控)
	最小	72.33 (福建华兴)	最小	41.39 (无锡创投)
		202.08	均值	76.63

注: 上表天津津融及东莞金控均按AAA进行统计
资料来源: Wind, 联合资信整理

水平较上年末变化不大, 整体杠杆水平仍较合理, 需关注部分杠杆水平较高主体的流动性管理情况。2024年上半年, 在利率持续下行环境下, 各地方金控整体利润实现情况承压, 盈利能力稳中有降, 多数地方金控本部盈利能力仍较弱。

从发债及信用状况来看, 2024年前三季度, 地方金控债券发行保持较大规模, 现有存续债券规模较大, 目前存续债券期限结构整体较合理; 主体信用资质总体保持稳定且处于较好水平, 部分地方金控受区域负面舆情、自身资产质量承压等因素影响信用利差仍较大; 随着市场利率走低, 在市场结构性“资产荒”的环境下, 2024年前三季度地方金控信用利差明显收窄。

政策方面, 2024年我国金融监管组织体系改革逐步落地, 新监管机制强化了监管效能, 同时, 随着“8号文”出台, “7+4”类地方金融业务步入强监管, 有利于促进地方金控规范健康发展。在当前国家强化金融监管的主基调下, 预计2025年金融行业仍将维持严监管态势, 地方金控内控管理水平仍需持续提升。

随着2024年9月中央政治局会议后国家相继出台一揽子增量政策推动经济持续向升向好, 我国经济发

展预期有所改善, 市场信心有所回升, 为地方金控发展提供了良好的外部发展环境。但伴随着经济结构的调整以及金融供给侧结构性改革的持续推进, 金融行业提质增效是大势所趋, 对于地方金控而言, 行业分化现状仍将持续, 弱资本、业务单一的地方金控发展仍将面临许多挑战, 地方金控将持续加强旗下金融资源优化整合, 或通过并购重组做大做强相关核心业务以强化自身竞争力。

此外, 2023年7月以来, 中央针对地方政府债务问题制定并实施了一揽子“化债”政策, “化债”工作持续推进并深化。金融化债作为除财政化债外的重要手段, 通过引入各类金融机构, 以银行贷款或公司债置换、债务展期重组、债务风险基金等方式, 有效地推动了地方债务风险的防范与化解, 取得了较好成效。地方金控作为旗下区域银行、券商、AMC等金融机构能够为当地化债工作提供较丰富金融资源, 但需关注政府债务风险向地方金控内部转移, 对地方金控资产质量及盈利能力带来负面影响。

整体看, 我们预计2025年地方金控行业总体仍将稳步发展, 需关注经济实力偏弱、债务压力较重区域的地方金控经营情况。■



近年最大力度化债措施推出 期待增量财政政策加快落地 ——2024年前三季度地方政府债券市场回顾及展望

文 | 联合资信 唐立倩 李颖 张永嘉 董思茵

一、地方政府债券相关政策梳理

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

一揽子化债方案持续调整及完善、近年最大力度化债政策推出、助力地方债务化解,财政政策逆周期调节力度逐步加大、地方债新增限额创历年最高,强调建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制等方面。上述政策向市场释放明确积极信号,巩固支持市场信心,对经济稳增长发挥了积极作用。具体看,2024年以来地方债相关政策举措如下。

一是一揽子化债方案推进落实并持续调整及完善,近年最大力度化债政策推出,地方化债压力大幅减轻,化债工作思路转变。自2023年7月“一揽子化

债方案”提出以来，相关化债政策密集出台并不断细化。2024年11月8日，全国人大常委会通过关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，并举行新闻发布会。新闻发布会介绍本次化债政策的核心内容包括：(1) 增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施安排，根据地方政府隐性债务规模按照全国统一比例分配；(2) 从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；(3) 2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。在税收、土地出让收入不及预期的情况下，各地隐性债务化解难度加大，相关政策出台恰如及时雨，大幅减轻地方化债压力。财政部部长蓝佛安介绍，上述三项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，估算五年累计可节约6000亿元左右。蓝部长还表示，本次实施大规模置换措施，意味着化债工作思路根本转变：一是从过去的应急处置向主动化解转变，二是从点状式排雷向整体性除险转变，三是从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变，四是从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。

二是逐步加大财政政策逆周期调节力度、提质增效，地方债新增限额创历年新高。2024年《政府工作报告》提出，积极的财政政策要适度加力、提质增效，用好财政政策空间，组合使用赤字、专项债、超长期特别国债、税费优惠、财政补助等多种政策工具，保持适当支出规模，促进经济持续回升向好；同时积极扩大有效投资，合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。2024年两会确定地方政府新增债务限额为4.62万亿元，规模创历年新高；其中新增一般债限

额0.72万亿元，与上年持平，新增专项债限额3.90万亿元，较上年增加0.10万亿元，支持地方加大重点领域补短板力度。截至2024年9月底，各地发行新增专项债券3.6万亿元，占全年额度的92.5%。2024年10月12日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，财政部表示后续将加大财政政策逆周期调节力度，发挥政府债券牵引作用，带动有效投资，研究扩大专项债券使用范围，合理降低融资成本。

三是健全风险防控长效机制，完善全口径地方债务监测监管体系，推进地方融资平台转型。在以“遏制增量、化解存量”为主线出台一系列防范化解地方债务风险机制措施的基础上，中央多次提出建立地方债务监管长效机制。2024年2月23日，国务院常务会议指出，要强化源头治理，加快建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，在高质量发展中逐步化解地方债务风险。2024年《政府工作报告》提出，要健全风险防控长效机制，完善全口径地方债务监测监管体系。2024年3月，财政部指出，要统筹好地方债务风险化解和稳定发展，坚持省负总责、市县尽力化债；要健全防范化解隐性债务风险长效机制，加强部门协调配合，完善监管制度；严肃查处各类违法违规举债行为，加大问责结果公开力度，坚决防止一边化债、一边新增。这意味着中央将持续制度化、体系化防范及化解地方债务风险，债务类型涵盖地方政府法定债务、隐性债务、城投企业经营性债务，完善全口径监管。此外，化债机制或将通过推进地方融资平台市场化转型升级加强造血功能、推动债务良性循环。

二、2024年前三季度地方政府债券市场回顾

发行概况

2024年前三季度，地方债发行规模较上年同期小幅下降，新增专项债发行规模创近五年新高。2024年1—9月，地方债累计发行1583支，金额合计

66875.77亿元，相当于2023年全年的71.71%，发行规模较上年同期小幅下降5.36%。从资金用途看，2024年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占74.87%，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构。从发行券种看，新增债券发行42158.54亿元，同比增长2.90%；前三季度新增专项债券发行3.60万亿元，规模创近五年同期最高水平，其中未披露募投项目具体投向、亦未披露“一案两书”的特殊新增专项债发行规模超8000亿元，市场解读该类债券或用于涉及地方隐性债务的存量政府投资项目。前三季度再融资债券发行2.47万亿元，同比下降16.76%；其中为缓解地方政府隐性债务风险而发行的特殊再融资债券合计1132.86亿元，自2023年10月内蒙古发行首批特殊再融资债券以来，截至2024年9月底，全国各省市自治区特殊再融资债券发行总额累计约1.50万亿元。从净融资额来看，2024年前三季度地方政府债券到期金额为26869.53亿元，提前兑付规模121.23亿元，净融资

额为39885.00亿元。

2024年第三季度，地方债发行较上半年明显提速。从发行节奏看，2021年受新增政府债务限额未于前一年提前下达影响，当年地方债发行集中在后三季度。2022年，出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量，地方债券发行前置，集中在前三季度。2023年，地方债发行相对均匀的分布在四个季度，其中四季度受特殊再融资债券发行带动保持一定规模。2024年前三季度，地方政府债券发行规模较上年同期小幅下降5.36%，上半年受重点省份严控投资及前期特别国债落地等影响，发行整体偏缓，伴随着第二批地方债新增额度下达及7月政治局会议“加快专项债发行使用进度”的要求，8月份新增专项债发行明显提速，9月份发行继续大幅放量，三季度地方债发行规模同比增长18.40%、环比增长66.49%，截至9月底，新增发行规模占全年新增政府债额度的比重由2024年半年度的39.52%增至91.25%（见表1）。

表1 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元）

月份	2020年		2021年		2022年		2023年		2024年前三季度
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	7850.64		3623.36		6988.57		6434.93		3844.50
2	4379.22	24.99%	557.24	11.96%	5070.95	24.81%	5761.38	22.62%	5599.61
3	3875.23		4770.51		6186.67		8900.42		6294.50
4	2867.6		7758.23		2842.06		6728.49		3439.10
5	13024.58	29.11%	8753.43	32.69%	12076.71	46.57%	7553.54	24.22%	9035.95
6	2866.78		7948.68		19336.61		8302.28		6714.35
7	2722.38		6567.76		4063.09		6191.36		7108.30
8	11997.22	34.02%	8797.28	30.40%	3909.42	14.93%	13089.39	28.93%	11996.23
9	7205.44		7378.44		3010.84		7701.07		12843.23
10	4429.27		8688.6		6687.32		13962.85		--
11	1383.64	11.87%	6803.81	24.95%	2468.94	13.69%	6672.09	24.23%	--
12	1836.13		3178.97		914.6		1955.87		--
合 计	64438.13	100.00%	74826.3	100.00%	73555.79	100.00%	93253.68	100.00%	66875.77

资料来源：联合资信根据Wind资讯整理

2024年前三季度地方债加权平均发行期限为13.17年，同比持平；10年期以上债券占比小幅增长。自2019年财政部不再限制地方政府债券期限比例结构后，10年期以上地方政府债券发行规模占比由2018年的18.58%快速上升至2020年的45.76%。2020年11月，受财库36号文提出“年度新增及再融资一般债券平均发行期限应当控制在10年以下（含10年），专项债券期限应与项目期限相匹配”影响，2021年10年期以上（不含10年，下同）债券占比有所收敛。2022年受专项债券发行增长影响，10年期以上债券占比提升至42.61%；2023年则回落至34.11%。2024年前三季度，10年期以上债券占比为34.87%，较上年小幅增长。从整体发行期限看，2021—2023年及2024年前三季度，地方债加权平均发行期限分别为11.95年、13.23年、12.39年和13.17年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为7.71年、7.93年、7.38年和8.37年；专项债券的加权平均发行期限分别为14.17年、15.54年、15.20年和14.78年。

2024年前三季度，新增专项债券放量发行，大部分重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。2024年1—9月，31省均有地方政府债券发行，发行规模前三位的地区为广东、山东和江苏（见图1），规模超

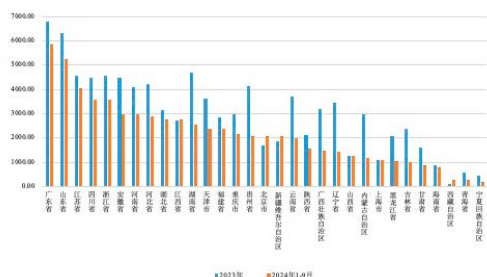
4000亿元，以新增专项债券发行为主；“35号文”界定的12个重点省份新增债券发债规模在全国各省份中位于中下水平。2024年前三季度，天津、贵州、辽宁和宁夏再融资债券发行占比均超过60.00%，该4省均为重点化债区域；受用于存量政府投资项目的特殊新增专项债发行带动，12个重点省份新增专项债券占比较半年度普遍有所提升，青海、西藏、贵州、陕西、辽宁、内蒙古特殊新增专项债占比过半。整体看，重点省份化债工作持续推进。从净融资额来看，2024年前三季度，广东省净融资额超4500亿元，山东、江苏、浙江和四川净融资额超2000亿元，宁夏和上海净融资额不足百亿，其余省份净融资额在100~2000亿之间，重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

利率与利差分析

2023年11月至2024年9月底前，受央行降息及债市“资产荒”导致利率中枢整体下行影响，地方债平均发行利率持续下降至历史低位，9月底地方债发行利率小幅回升。

2023年11月至2024年9月底前，受央行降息及债市“资产荒”导致利率中枢整体下行影响，地方政府债券平均发行利率持续下降至历史低位。2024年9月底，受

图1 2023年及2024年前三季度各省（市、自治区）地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



注：1. 5个计划单列市纳入所在省份统计；2. 上图按2024年1—9月发行规模由高到低排序
资料来源：联合资信根据Wind整理

图2 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

资金面偏紧及多项稳增长政策集中出台拉动国债收益率反弹影响,地方债利率普遍小幅回升(见图2)。2024年1—9月,地方债加权平均发行利率为2.34%,其中一般债券平均发行利率为2.32%,专项债券平均发行利率为2.35%。

2024年第三季度,地方债发行利差明显收窄,利差处于历史低位,省份之间利差大幅收敛。2023年一季度地方债发行利差为10.82bp,二季度进一步收窄至10.49bp,三季度发行利差扩至13.52bp,四季度以来受特殊再融资债券供给压力影响,发行利差显著扩大至22.06bp。2024年一、二、三季度地方债平均利差持续收窄,分别为11.76bp、10.76bp和6.26bp,三季度同比及环比收窄明显,利差处于历史低位。各省份发行利差方面,以发行量最大的10年期地方债为样本,2024年第三季度,在整体利差下行的大环境下,平均发行利差最高的省份为陕西(11.07bp),其次是吉林(10.17bp),宁夏、江西、山西、青海、新疆、四川和黑龙江处于7bp~10bp区间,其余省份利差不超过7bp,省份之间利差明显收敛。

地方政府专项债券投向领域

2024年1—9月,专项债募集资金投向基建领域仍是主要发力点,前三大投向分别为交通基础设施建设、城乡发展及城市基础设施。其中,用于支持中小银行的专项债发行金额明显下降,相当于2023年发行规模的2.78%;用于交通基础设施类项目的专项债券发行金额占比大幅提升至20.00%以上。

三、地方政府债券未来展望

新一轮大规模隐债置换开启,四季度特殊再融资债券发行将提速,2025年新增专项债额度有望大幅调高。2015年以来,我国已出台四轮债务置换,包括2015—2018年发行12.2万亿元地方政府债券置换存量

非政府债券债务,2019年—2021年9月开展建制县化债,2021年10月—2022年6月推进广东、上海、北京全域无隐性债务试点化债,以及2023年10月份以来的重点省份特殊再融资置换。本次新一轮财政化债政策将于未来三年每年增加2万亿元专项债限额置换隐性债务,同时连续五年从新增专项债中安排8000亿元用于化债,化债规模合计10万亿元。预计2024年用于化债的增量专项债限额2万亿元将于11月底至12月集中发行;11月12日,河南省财政厅公告拟发行318.169亿元再融资专项债,用于置换存量隐性债务,成为首个发行“置换隐债专项债”的省份,截至11月25日,已有18地披露“置换隐债专项债”发行计划,规模合计1.21万亿元。整体看,四季度特殊再融资债券发行提速,地方债仍可保持较大发行规模。此外,考虑到隐债化解将连续五年占用新增专项债额度,加之专项债投向领域逐步拓宽、土储专项债重启发行,预计2025年新增专项债额度有望在2024年3.90万亿元的基础上调高1.0万亿元以上。

期待增量财政政策加快落地。2024年10月12日,蓝部长在新闻发布会中强调,中央财政仍有较大的举债空间和赤字提升空间,目前正在积极谋划下一步的财政政策,加大逆周期调节力度。11月8日的新闻发布会高度聚焦地方化债,但此前预期中的其他增量政策尚未落地。11月18日以来,支持房地产市场健康发展的相关税收政策率先推出,北京、上海等一线城市陆续宣布取消普通住宅和非普住宅标准、加大住房交易税优惠力度,相关政策阶段性提振了房地产市场需求,但预计持续性的需求端信心修复仍需一定时间。后续筹划中的其他增量政策还包括:一是重启土地储备专项债券发行、支持专项债券回收闲置存量土地以及收购存量商品房用作保障性住房,当前财政部正配合相关部门研究制定政策细则;二是发行特别国债补充国有大行资本,预计有望在2025年初落地,规模或在5000-10000亿元,有助于提升银行经营稳定性和信贷投放能力;三是积极利用可提升的赤字空间,预计

2025年赤字率或提升至3.5%以上；四是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设；五是加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模；六是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。整体看，一揽子增量财政政策涉及地方政府化债、房地产、金融、投资、消费等多个重要经济领域，有助于修复政府、银行与家庭的资产负债表，推动风险出清，恢复市场信心，保持经济持续回稳向好。

后期地方债发行利率或有波动，但仍将维持低位。

2023年11月以来，市场利率中枢下行明显，长期国债收益率持续下行；2024年9月，美联储降息打开国内货币宽松空间，随后央行宣布降准、降息，带动长端利率继续下行，政府债发行利率降至历史低位。2024年的2万亿元增量专项债预计将于11—12月两个月内集中发布，供给冲击下地方债发行利率或有所波动。但此前几轮化债过程中，央行曾多次进行降准释放流动性，预计本

轮化债过程中，央行仍有可能通过降准、买断式逆回购、二级市场买债等方式增加流动性，后期地方债发行利率有望维持低位。

地方政府债务严监管态势仍将持续。2024年《政府工作报告》提出，要稳妥有序处置风险隐患，统筹好地方债务风险化解和稳定发展，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险，健全风险防控长效机制，完善全口径地方债务监测监管体系，再次表明中央政府或将对地方政府债务和城投企业债务进行“合并监管”。2024年11月8日，蓝部长在新闻发布会中重申，财政部将会同相关部门，持续保持“零容忍”的高压监管态势，对新增隐性债务发现一起、查处一起、问责一起，未来主要从监测口径更全、预算约束更强和监管问责更严三方面发力。整体看，地方政府债务严监管态势仍将持续，防范化解地方政府债务风险，在解决存量债务风险的同时，新增隐性债务将坚决遏制。■



化债力度加码，城投债持续净偿还

——2024年三季度城投债市场分析与展望

文 | 联合资信 张婷婷 刘成 张昶

一、政策环境

2024年三季度，一揽子化债方案持续调整和完善，化债手段的丰富一定程度上缓释了弱区域城投企业的偿债风险。化债力度加码的同时，监管和处罚力度加强，对城投企业严监管趋势不变。

2024年7月末召开的中央政治局会议提出“完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险”以来，一揽子化债方案在延长化债期限、扩大化债范围至非持牌金融机构债务、可境内发债置换境外债、明确退平台要求等方面继续出台了多项细化政策，化债措施持续调整和完善。在相关指导政策下，三季度，广西柳州市东城投资开发集团有限公司借助专项支持银团类贷款进行非标本金8.5折置换，贵州六盘水市民生产业投资集团有限责任公司拟发行境内公司债券专项用于置换存续境外高成本的美元债等，化债手段的丰富一定程度上缓释了弱区域城投企业的偿债风险。

10月12日，财政部在发布会进一步提出“除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”，并特别强调是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，具体额度尚待全国人大常委会过审。大规模隐债置换可优化城投企业的债务期限结构，有效缓解弱区域及弱资质城投的流动性压力，同时为具备产业优势的区域释放出促发展的空间。

同时，地方政府债务监管并未放松。9月19日，财政部公布了《关于八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，对2023年财会监督专项行动查处的8起隐性债务问责典型案例进行通报，重申中央政府对新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为零容忍的态度。此外，交易商协会于6月以来陆续发布了三期《典型违规情形专项提示》，涉及发行人、律师事务所等违规情形；三季度财政部确定40家会计师事务所和15家资产评估机构执业质量检查名单，并对部分中介机构下达了行政处罚决定书，涉及多家城投企业的财务报表存在重大错报、审计工作底稿存在虚假记载、审计调整依据不充分等违规问题，监管和处罚力度不断加大，进一步表明对城投企业持续严监管的高压态势。

二、三季度城投债市场回顾

三季度，城投债发行规模同比较明显下降、环比小幅改善，净融资缺口扩大。发行期限明显拉长，超长期城投债频现，发行利差大幅下行，城投债发行期限结构和成本改善明显。行政层级较低、弱资质主体融资规模继续压降，城投债发行持续向高等级城投主体集中。35号文实施以来，各省城投债发行均受到较大影响，重点省份持续表现为净偿还或紧平衡，大部分非重点省份亦由净流入转为净偿还。

2024年三季度，城投债发行规模为1.22万亿元，发行规模同比及环比分别变动-27.48%和5.20%，同比下降较大，环比有所改善；净融资方面，三季度城投

债净融资额由二季度的-789.39亿元下降至-1869.47亿元，净融资缺口进一步扩大。（见图1）2023年四季度特殊再融资债券发行重启以来，城投债提前偿还规模持续较大，2024年三季度城投债提前偿还规模约700亿元，其中江西、山东、江苏及浙江提前偿还规模较大，约为65~80亿元，四川、湖南及湖北提前偿还规模约为50亿元。

发行期限方面，1年期以下债券发行规模占比为18.73%，同比下降12.05个百分点；3年期以上债券发行规模占比63.44%，同比上升31.47个百分点，城投债发行期限明显拉长。其中，湖北、天津、云南和陕西发行短期城投债占比相对较大，均高于30%。同时，三季度发行10年及以上期限的城投债79只、发行规模占比6.79%，超长期城投债发行只数及规模同比环比均明显增加，募集资金主要用于偿还存量债务。超长期城投债集中于AAA级主体，发行规模占比超过86%，发行主体以广东、山东、四川、江苏和重庆的省级、地市级城投企业为主。

发行品种方面，三季度，银行间产品发行规模同比及环比均有所下降，同比下降约25%，主要为短期融资债券和定向工具发行规模的下降；交易所产品（含企业债）同比下降约31%，主要系企业债发行规模收缩明显所致。净融资方面，银行间产品和交易所

产品净融资额同比均明显下降，且均表现为净偿还，银行间产品由二季度的净融入变为净偿还，交易所产品环比持续净偿还。

从主体信用等级来看，三季度，各级别主体发行规模和净融资额同比均有所下降，AA级主体降幅最大；环比来看，AAA级、AA+级主体发行规模环比有所增长，受当期偿还规模较大影响，净融资额环比有所下降，而AA级主体城投债发行规模环比持续下降，且净偿还规模进一步扩大，弱资质的城投企业面临较大的再融资压力。AAA级、AA+级主体发行规模占比合计约为80%，占比较上年同期上升5.29个百分点，城投债发行进一步向高等级主体集中。

从行政层级看，三季度，各行政级别的城投主体发行规模同比均有所下滑，且均呈现净偿还态势；省级、地市级及园区主体城投债发行情况环比有所改善，但区县级主体城投债发行规模环比亦有所下降，净偿还规模超过1000亿元，区县级城投企业融资压力持续加大。

分区域来看，35号文实施以来，“区域+主体”双维度名单制管理模式，重点省份和非重点省份城投债发行情况均受到较大影响。具体来看，三季度，大部分非重点省份发行规模同比有不同程度的下降，其中江苏、四川、湖南、陕西、广东和湖北等地区城投债发行规模缩量较明显，降幅均超过30%；净融资方面，除上海外，其他非重点省份净融资额同比均有所下降，且大部分省份由上年同期的净流入转为净偿还，江苏、山东和浙江净融资额同比下滑明显。重点省份中，除重庆和天津城投债发行规模较大外，其他重点省份城投债发行规模均较小，且持续表现为净偿还或紧平衡。其中，天津由于较大规模特殊再融资债券置换存量债务，城投债发行规模和净融资额同比均大幅下滑。（见图2、图3）

发行成本方面，2024年以来，在一揽子化债政策及结构性资产荒背景下，城投债投资热情较高，7~8

图1 2020年以来城投债分季度发行和净融资情况（亿元、支）



资料来源：联合资信根据Wind整理

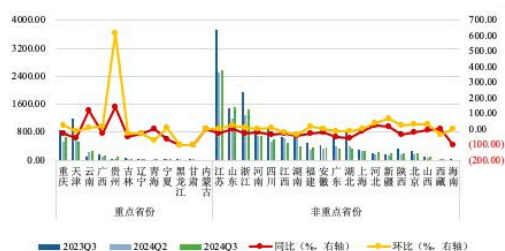
月,城投债平均发行利率和平均发行利差中枢延续下行走势,9月下旬受股债跷跷板效应影响,除AAA中长期以外,其他各级别各期限城投债发行利率和发行利差均出现较明显上扬。分地区来看,重点省份和非重点省份平均发行利率和利差同比均明显下降,重点省份发行利差降幅均高于全国平均水平,其中天津、甘肃发行利差同比降幅均超过300BP,但贵州、黑龙江、云南等地区的发行利差仍居高位,再融资环境仍待改善;非重点省份中,山东、陕西、河南等地区受区域内非标舆情持续发酵等影响,发行利差明显高于全国平均水平。

级别调整方面,三季度,主体评级上调的城投企业有8家,未发生主体级别下调情况;评级展望由稳定调整为负面的城投企业1家,位于贵州,另陕西和山东各有1家城投企业被列入评级观察名单,下调或被列入评级观察名单的原因主要包括短期偿债压力大、存在多笔不良征信或债务逾期记录、或有负债风险大、再融资压力大等。

三、展望

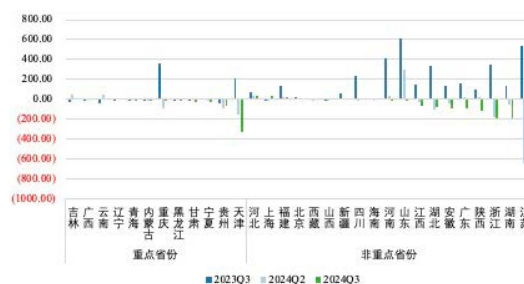
2024年以来以“控增化存”为主线持续推进“一揽子化债”,多措并举下,城投企业存量债务风险一定程度上得以缓释,城投企业融资成本明显下降,债务期限结构有所改善、债务增速进一步放缓,但整体债务负担仍然较重,现金流缺口加大,流动性承压,信用风险仍在持续释放。一揽子化债方案实施以来,截至2024年9月底,各省累计发行用于置换存量隐性债务的特殊再融资债券和特殊新增专项债券规模分别约1.50万亿元和1.13万亿元,加之金融机构债务展期及重组、“统借统还”、央行应急流动性贷款(SPV)、银团贷款及政策性银行专项贷款置换非标本金等政策利好下,城投企业存量债务风险一定程度上得以缓释。具体来看,以下选取2021-2023年及2024年半年报均能获取到财务数据的1694家城投企业为样本¹,2024年以来,城投企业融资成本、发债成本整体明显下降,重点省份降幅尤为明显(见图4),但从债券发行成本来看重点省份债券

图2 三季度各地区城投债发行规模及变化情况



注:黑龙江、甘肃和内蒙古2024年三季度未发行城投债;内蒙古2023年三季度及2024年二季度均未发行城投债
资料来源:联合资信根据Wind整理

图3 三季度各地区城投债净融资规模及变化情况



资料来源:联合资信根据Wind整理

¹ 全部债务为样本城投企业有息债务相加之和,因数据原因获取城投样本量有限、且部分长期应付款等科目的有息债务未调整至全部债务中,因此本文样本企业全部债务规模少于实际城投企业全部债务规模;其他各指标均选取中位数来评估样本平均水平

融资成本仍偏高；城投企业债务结构有所改善，带动现金类资产对短期债务的覆盖程度有所回升，但重点省份现金类资产及其对短期债务的覆盖倍数均持续下降，短期偿付压力仍然较大（见图5）；目前城投企业化债主要以时间换空间，并非实质偿还，城投企业有息债务增速虽有所放缓，但整体仍保持增长，资产负债率、全部债务资本化比率继续抬升，城投企业依然面临较重的债务负担（见图6）。融资政策趋严背景下，城投企业筹资活动现金净流入规模被动收缩，难以满足经营活动和投资活动的资金需求，现金流缺口加大（见图7），城投企业流动性持续承压。整体看，城投企业基

本面改善仍然任重道远，非标、票据逾期等负面舆情频发，信用风险仍在持续释放。

2024年四季度城投债到期兑付压力仍较大，需关注债务负担较重、负面舆情频发地区的偿付情况。截至2024年三季度末，存续城投债余额13.46万亿元。假设含权债券在下一行权期全部选择行权，四季度到期城投债规模达1.08万亿元，三季度城投债持续表现为净偿还，且考虑到城投企业债务总量仍较大、付息压力依然严峻，四季度城投债兑付压力不减。分区域来看，四季度，江苏、浙江、山东、四川和河南城投债到期及回

图4 融资成本走势



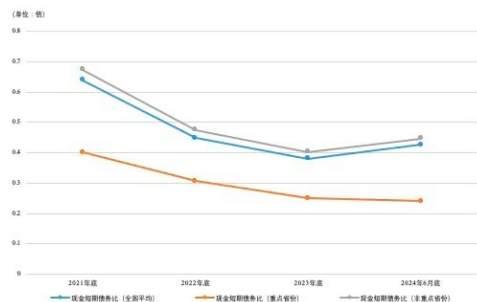
注：以分配股利、利润或偿付利息支付的现金/全部债务（%）近似估算城投企业的融资成本；2024年上半年以分配股利、利润或偿付利息支付的现金*2/全部债务（%）近似估算城投企业当年的融资成本
资料来源：联合资信根据Wind整理

图6 债务负担及结构变化情况



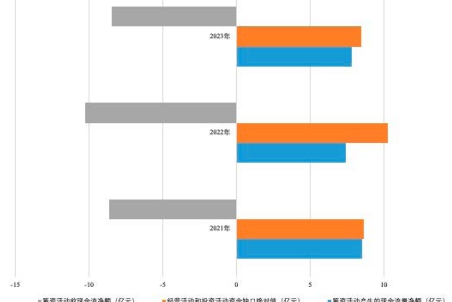
注：以分配股利、利润或偿付利息支付的现金/全部债务（%）近似估算城投企业的融资成本；2024年上半年以分配股利、利润或偿付利息支付的现金*2/全部债务（%）近似估算城投企业当年的融资成本
资料来源：联合资信根据Wind整理

图5 现金短期债务比变化情况



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据Wind整理

图7 现金流表现情况



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据Wind整理



售规模位列前五, 合计占四季度城投债到期及回售总额的比重过半。其中, 山东、河南部分地区非标或商票逾期等负面舆情较多, 需重点关注部分区域的债务到期兑付压力情况; 四川四季度行权回售规模较大, 近一半集中在成都市, 兑付压力有待关注。

化债和转型是当前城投企业面临的两大重要命题, 城投企业需统筹好二者间的平衡。政策刺激下, 未来城投企业债务化解和转型发展速度或将进一步加快。在防风险与稳增长的总基调下, 化债和转型是当前城投企业面临的两大重要命题, 政策在鼓励差异化化债的同时, 更加强调化债与转型发展的统筹平衡。严监管下城投企业融资渠道受到较大限制, 投资规模较明显收缩, 转型发展难度增加, 城投企业有待探索股权、项目收益权等多元化投资模式, 如打造优势板块上市、引进产业投资基金、发行资产支持证券、REITS以及申请地方政府专项债券等投融资方式来获取自身转型发展所需的资金。城投企业转型是个长期过程, 不是形式上的资源加总, 而要真正实现造血能力提升, 过程中不可避免地面临着政企关系梳理、存量债务化解、新业务选择等诸多难题。城投转型需要根据区域资源禀赋和现有业务优势确定出适合自身的转型方向, 抓住国家战略或区域发展政策中出现的机遇, 如充分利用产业转型升级、碳中和相关的绿色节能环保产业化发展趋势、区域数据资产

整合、新基建等方面的机遇培育优势业务板块, 推动自身转型发展。9月份以来央行、财政部等国家部委陆续出台了宽货币政策和积极的财政政策, 旨在加大力度支持地方债务风险化解以及腾挪出更多资源支持地方经济发展, 叠加一揽子化债政策的持续作用, 预计未来城投企业债务化解和转型发展速度或将进一步加快。

城投债净偿还的局面短期内或难以扭转, 需关注化债及转型过程中城投企业风险演化及政府支持弱化的风险。三季度网传的“134号文”和“150号文”要求隐性债务化解和城投企业“退平台”均需于2027年6月底之前完成, 随着截止日期的逐步临近以及一揽子化债政策的持续推进, 未来3年将有更多城投企业实现隐债清零, 达到“退平台”条件, 但即使退出名单也不意味着能新增发债额度, 债券发行融资审批仍保持较严格态势。四季度随着化债措施持续出台, 以特殊再融资债券置换部分存量隐性债务的化债方式或将继续进行, 城投债供给端下降加之偿还规模不减, 城投债净偿还的局面短期内或难以扭转。随着化债进程逐步进入攻坚阶段, 需关注化债压力对地方财政和金融体系的影响以及城投企业偿债风险的演化。此外, 目前政府性基金收入持续下滑, 地方财政收支承压, 需关注城投企业“退平台”后及转型过程中职能定位转变带来的政府支持弱化的风险。///

破冰之旅：城投企业新增发债的样本透视与路径探索

文 | 联合资信 王默璇 杨晓薇 张雪婷

一、城投企业新增发债政策环境与监管标准

自2023年7月“一揽子化债方案”首次提出以来，相关化债政策密集出台并不断细化。在分区域分类型管理的整体监管思路下，为了突破借新还旧、实现债券市场新增融资，各地城投企业市场化转型和产业类平台搭建的步伐不断加快。

自2014年起，城投企业先后经历了“开前门堵后门”和“控增化存”两轮严监管周期，中央层面不断出台监管政策和指导性文件助推地方政府和城投企业债务化解，地方政府和城投企业亦在不断探索适合地方发展的化债策略。2023年7月，中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，随后《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）（以下简称“35号文”）和《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47号）

（以下简称“47号文”）等相关具体政策密集出台，涵盖了财政、金融及监管等多重化债手段；2024年以来，在控增化存、优化央地债务结构、建立防范化解地方政府债务风险长效机制的顶层设计下，《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（以下简称“14号文”）和国发134号文等补充政策陆续出台，“一揽子化债方案”得以进一步细化和补充。

从市场表现来看，本轮化债短期内取得了积极成效，城投企业债务规模增长态势得到控制，且区域分化更加明显。2023年，西部地区和东北地区城投企业受一系列化债政策出台后融资端受阻、项目投资放缓等因素影响，净融资额同比大幅下降；中部地区城投



企业净融资额亦同比有所下降，资金更多流向江苏、浙江等信用环境更优、市场认可度更高的区域。从城投债券发行情况看，2023年四季度，城投债发行显著下降，发行期数和发行规模分别较上季度下降33.93%和31.86%，净融资额由正转负，募集资金用途以借新还旧为主基调，新增难度明显加大。2024年上半年，城投债发行规模同比下降15.78%，净融资由2023年上半年的8526.50亿元转变为净偿还576.99亿元。

在政策加码和市场倒逼的双重压力下，地方政府纷纷加快推进区域国有资源梳理，以及城建类和产业类资产及业务的厘清工作，在保证原有平台存续债券接续的情况下，积极整合搭建符合新增融资要求的产业类平台。本文筛选了自2023年10月以来实现新增发债的企业，通过对样本企业和新发债券的梳理分析，探索企业未来实现债券发行的可行性路径。

二、城投企业新增发债样本浅析

样本筛选

本文以2023年10月1日至2024年9月24日（以起息日计算）城市基础设施建设¹和产业投资企业发行的全部债券为基础，剔除了其中募集资金用途仅为借新还旧²的债券，共获得样本债券313只（已剔除跨市场），涉及主体176家，新增债项规模合计2563.29亿元，相当于同期城投债（wind口径）发行总额的6.61%。其中，跨市场发行的企业债发行规模为386.52亿元，银行间发行规模为1016.25亿元，交易所发行规模为1160.52亿元。

样本企业分析

实现新增发债的全部样本企业中，浙江、广东和上海新增发债主体数量位居前三，行政层级上地市级平台数量占比近半，信用评级AA+及以上高级别主体占比较高。企业债首发主体的收入主要来源仍为城建类业务，市场化收入占比较小；而交易所和银行间首发主体的收入来源更加多元，市场化程度更高。天津、重庆、黑龙江和广西4个重点省份实现新增发债，其中重庆有2家主体实现首发新增，显示出重点省份中产业属性强的主体仍有机会实现新增。

1. 样本企业概况

从区域来看，31个省（市、自治区）³中，22个省份的176家发行人实现了新增发债，其中18个为非重点省份，天津、重庆、黑龙江和广西4个重点省份实现了新增。全部样本企业中，浙江、广东和上海新增发债主体数量位居前三，山东、福建、河南和江苏新增发债主体

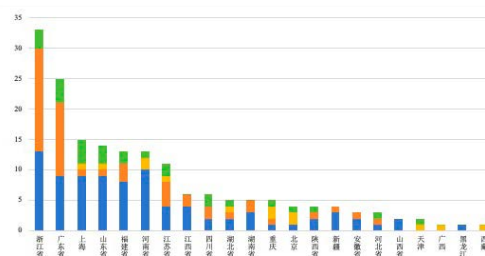
数量超过10家。

从主体评级来看，176家样本企业中，AAA、AA+、AA及以下的发行人数量分别为61家、75家和39家，1家无主体评级，AA+及以上高级别主体占比较高。

从行政层级来看（见图1），地市级平台数量占比最高，176家新增发债主体中共有86家地市级平台，占比为48.86%；区县级和园区平台数量分别为50家和27家，合计占比为43.75%；省级平台13家，占比为7.39%。浙江和广东新增发债主体中区县级平台占比较高，山东、福建、河南、江西等省份地市级平台占比较高。

从各行政层级样本企业新发渠道来看（见表1），对区县级平台而言，企业债为实现新增的最主要方式，样本期间内实现新增的50家区县级平台中，有29家系仅通过发行企业债实现新增，占比达到58.00%。对地市级平台而言，实现新增的渠道选择则更为多元，全部86家地市级平台中，有40家仅实现交易所新增，29家仅实现银行间新增，10家仅通过企业债新增，4家在交易所和银行间均实现新增。全部样本企业中，同时实现银

图1 新增发债主体行政层级分布情况（单位：家）



资料来源：联合资信根据公开信息整理

¹ 本文所选城市基础设施建设企业以联合资信城投名单为基础进行筛选。

² 即募集资金用途仅表述为“偿还公司债券”“偿还债券本金”“偿还有息债务”等字样的债券。需指出的是，部分债券的募集资金用途表述为“偿还有息债务”，受限于数据可获得性，无法明确区分此类债券偿还的债务类型，且大部分该类债券实际偿还的为债券本金，故本文将其视作借新还旧债券，此筛选方式可能导致样本偏小。

³ 不包含港澳台地区，下同。

行间和交易所新增发债的主体仅有9家，其中7家均为AAA主体，2家AA+主体系地市级产投平台。

从单个主体实现用途新增的债项数量来看，176家样本企业中，120家主体仅新增发行1只债券，31家主体新增发行2只债券，新增债券数量在3只及以上的主体有25家。25家实现多只新增债项的主体整体呈现出信用评级更高、资产和收入规模相对更大的特征。

2. 首次发行债券主体分析

176家实现新增发债的主体中，23家主体为首次发行债券，其中广东有6家，湖北和上海各有3家，江西、浙江、重庆各有2家，福建、河南、湖南、山东、陕西各有1家。

重点省份中，仅有重庆的2家主体实现首发新增，分别为重庆两江新区产业发展集团有限公司和重庆仙桃数据谷投资管理有限公司，且均为银行间新增首发。样本企业中，通过企业债实现首发的主体有3家，首发债项均由担保公司提供增信；17家仅实现交易所首发新增的主体中，主体级别AAA、AA+和AA的主体数量分别为6家、8家和3家，发行产品主要为私募债。同时实现银行间和交易所首发新增的主体仅有1家，系厦门国有资本运营有限责任公司（以下简称“厦门国资公司”），厦门国资公司系厦门市属国有资本运营公司，其主营业务为资产管理服务、文化旅游、体育以及科普

教育等四大经营板块，收入结构中无城建类业务，资产规模较小，且债务负担很轻。

各渠道首发新增主体的收入结构呈现明显差异。通过企业债实现首发的3家主体的收入主要来源仍为城建类业务，市场化收入占比较小；而交易所和银行间首发主体的收入来源更加多元，市场化程度更高，除西安未来产业城投资发展集团有限公司和广东南海高新技术产业投资控股有限公司以外，其余主体的收入构成中已基本没有城建类业务。

3. 重点省份新增发债主体分析

值得关注的是，重点省份中，重庆（见表2）和天津分别有5家主体和2家主体实现新增发债。重庆新增发债主体中，2家实现银行间新增的主体分别为省级投资平台、国家级新区产投平台，主体评级均为AAA；3家实现交易所新增的主体中，1家AAA主体为多元控股大型综合投资集团，2家AA+主体中1家为区域内产投平台，以市场化收入为主，1家为传统城投平台，但有一定比重的市场化收入。

天津实现新增发债（均为银行间新增）的2家主体天津滨海新区建设投资集团有限公司和天津保税区投资控股集团有限公司，均为AAA主体，资产和收入体量较大，收入结构呈现出多元化和相对市场化的特征，城建类业务收入占比很小，但资产中仍沉淀了一定

表1 不同行政层级新增发债主体新增渠道

新增类型	省级	地市级	区县级	园区	总计
仅交易所新增	5	40	14	10	69
仅银行间新增	5	29	5	8	47
仅通过企业债新增	0	10	29	7	46
交易所+企业债新增	1	3	1	0	5
交易所+银行间新增	1	4	1	2	8
企业债、银行间、交易所均实现新增	1	0	0	0	1
总计	13	86	50	27	176

资料来源：联合资信根据公开信息整理

规模城建类业务形成的存货和其他应收款。从募集资金用途来看,天津2家新增发债主体新增债券均用于偿还公司银行贷款或非标借款,无项目建设或补流等其他用途。由此可见,目前并未对重点省份新增发债进行一刀切限制,评级较高、产业属性强的主体仍有机会实现新增发债,但仍需对存续债务体量进行控制。

样本债券分析

本文样本新增债券主要分布在非重点省份,重点省份新增发行规模占比约为10%。浙江省和江苏省的企业债发行规模显著高于其他地区,多数企业债募集资金用途为项目建设相关,通常为项目建设和补充流动资金/营运资金相结合;银行间新增债券募集资金最主要用途为偿还债务(银行贷款及其他非债券类型的债务);交易所新增债券在募集资金用途组合搭配上则更为灵活多样,单纯用于偿还债务的债券数量较银行间大幅减少,偿还债务同时部分资金用于其他方向的占据主流。

1. 样本债券品种和区域概况

从债券品种来看(见图2),313只样本债券中,私

募债发行规模最大,达到663.91亿元,占比为25.90%,中票发行规模为631.05亿元,占比为24.62%;短融和超短融发行规模相对较小,合计占比为15.03%。

从区域来看(见图3),新增发行规模前五大省级行政区为广东、浙江、上海、北京和福建,均为经济实力很强、债务相对较轻的地区,合计发行规模为1487.37亿元,占比达58.03%,表现出明显的头部效应。广东省新增规模遥遥领先,超过了第二和第三名之和,单省份发行规模占比达到了21.07%,主要是受

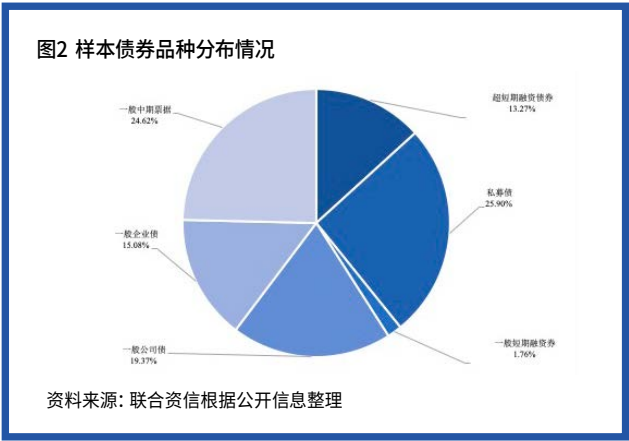


表2 重庆市新增发债主体概况 (单位: 亿元)

主体名称	主体级别	营收结构	实际控制人	新增债项简称	募集资金用途
重庆渝富资本运营集团有限公司	AAA	咨询服务费80.34%, 基金管理费0.41%	重庆市国有资产监督管理委员会	24渝富资本MTN001 (科创票据)	股权投资、基金出资用于科技创新领域, 置换存量有息债务
重庆两江新区产业发展集团有限公司	AAA	产业园区租赁36.41%, 房地产33.78%, 产业园区服务17.73%, 产业园区销售4.14%, 产业投资2.94%	重庆两江新区管理委员会	24两江产业MTN001A; 24两江产业MTN001B; 24两江产业MTN002 (科创票据)	偿还金融机构借款及项目建设, 股权投资形式用于科技创新领域, 补充经营活动的流动资金
重庆发展投资有限公司	AAA	安劳务业务41.05%, 人才市场服务18.75%, 资产租赁12.76%, 人力资源服务5.56%, 基金管理2.57%	重庆市国有资产监督管理委员会	23重发K1, 24重发01	对参股公司股权投资, 补充流动资金, 偿还公司有息负债
重庆市江北区国有资本投资运营管理集团有限公司	AA+	房屋租赁32.07%, 工作经费15.46%, 物业管理8.78%, 其他服务7.9%, 房屋销售7.49%	重庆市江北区国有资产监督管理委员会	23江资02	基金出资
重庆长寿投资发展集团有限公司	AA+	贸易销售42.99%, 基础设施代建28.16%, 土地整治12.27%, 燃气销售6.83%, 其他6.37%, 安保3.38%	重庆市长寿区国有资产监督管理委员会	23长寿K2	通过债权形式支持园区内孵化的科技创新企业、产业园项目建设等科技创新领域, 偿还有息负债

资料来源: 联合资信根据公开信息整理

到深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深圳地铁”）单个企业发行规模较大影响。剔除深圳地铁的影响后，广东省新增债项规模合计277.20亿元，仍位列第二，或与广东省率先实现隐债清零有关。

从新增用途债券发行规模和只数占比来看，广东、上海和北京等第一批启动“全域无隐性债务试点”工作的省份新增债券规模和只数占全省发行量的比重处于相对靠前位置。相较于其他省份，广东、上海和北京地方财政自平衡能力强，区域内城投企业不再受“隐债主体名单”的融资限制，突破借新还旧、实现新增发债的机会更大。同时，广东省新增发债用途比例更高，这些新增发债被精准地投向了基础设施建设、民生保障、科技创新等对经济社会发展有着关键推动作用的

领域，为广东省的高质量发展持续注入强劲动力。

从重点省份新增债券样本来看，天津、重庆、黑龙江和广西四个省份城投企业新增发行规模分别为164.00亿元、81.00亿元、12.50亿元和12.00亿元，合计规模占全部样本的10.51%。

2. 企业债发行情况

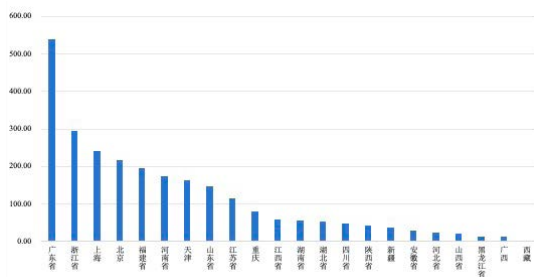
样本期间内，样本企业共发行企业债386.52亿元，占全部新增债券的15.08%。分区域来看（见图4），浙江省和江苏省发行规模显著高于其他地区，合计发行规模为184.58亿元，占全部样本企业债的47.75%。重点省份中，仅有广西实现了企业债新增发行，涉及主体为省级AAA企业，且具备强产业属性。

从样本企业债用途来看，多数企业债募集资金用途仍为项目建设相关，通常为项目建设和补充流动资金/营运资金相结合，涉及项目建设的样本企业债规模合计290.42亿元，占比达75.14%。涉及发放小微企业贷款的样本企业债规模合计50.60亿元，占比为13.09%。样本期间内，仅用于补充流动资金、补充营运资金和基金投资的企业债各有1只，发行人为省级或地市级AAA企业。

3. 银行间新增债券样本

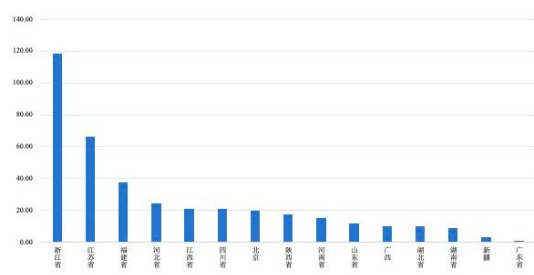
从银行间新增债券来看（见图5），中票为最主要债券类型，发行规模为631.05亿元，占城投企业银

图3 样本债券区域分布情况 (单位: 亿元)



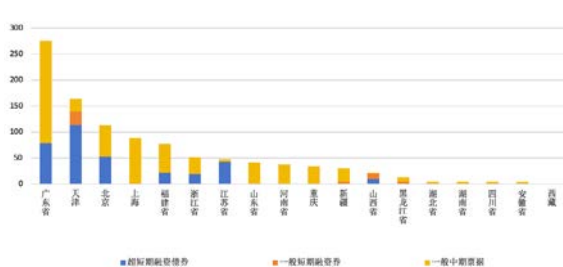
资料来源：联合资信根据公开信息整理

图4 新增企业债区域分布情况 (单位: 亿元)



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图5 银行间样本新增债券品种分布情况 (单位: 亿元)



资料来源：联合资信根据公开信息整理

行间新增债券总额的62.10%。银行间新增发行规模超过百亿的有广东、天津和北京，发行规模合计占到54.37%。重点省份实现银行间新增发行的有天津、重庆和黑龙江，合计发行规模为210.05亿元。

从用途来看，银行间样本新增债券募集资金用途主要包括偿还债务⁴、补充流动资金或营运资金、项目建设、投资支出（含股权投资和基金出资）等方向。其中偿还债务通常表述为“偿还有息债务”“偿还金融机构借款”“偿还银行贷款”“置换有息债务”等，多数债券募集资金仍有部分用于偿还银行间产品的本息。用于投资支出通常表述为“股权出资”“基金出资”“增资”“投资”“增加实缴资本”等。从规模和占比来看，偿还债务为最主要用途，发行规模合计占银行间样本新增债券总额的60.59%；用于偿还债务同时部分资金用于其他方向的，规模合计316.50亿元，占比为31.14%；用途不含偿还有息债务的，规模占比仅为8.27%。

4. 交易所新增债券样本

样本期间内，沪深交易所新增发行规模为1160.52亿元，其中上交所741.56亿元、深交所418.96亿元。上交所新增发行债券以私募产品为主，共发行私募债72只，占上交所新增发行只数的80.90%；深交所发行产品中公募产品占比相对较高，共发行一般公司债29只，占深交所新增发行只数的65.91%。

分区域来看，广东省发行规模显著高于其他地区，合计发行规模为263.70亿元，占全部样本交易所新增债券的22.72%。重点省份中，重庆和广西实现了交易所新增发行，涉及主体个数分别为2家和1家。（见图6）

从募集资金用途来看，上交所样本新增债券募集资金用途仍主要包括偿还债务（债券/贷款）、补充流动资金或营运资金、项目建设、投资支出（含股权投资

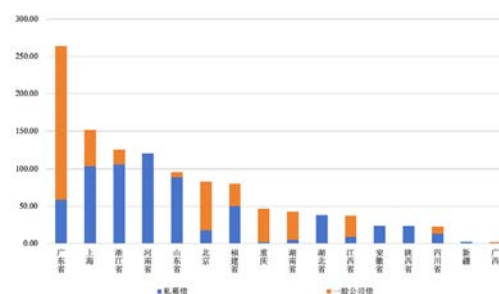
和基金支出）等方向，但单纯用于偿还债务的债券规模占比较银行间大幅减少，多数债券的募集资金用途都同时搭配了补充流动资金/营运资金、项目建设和投资，募集资金用途组合搭配上更为灵活多样。上交所样本新增债券中，用于偿还债务同时部分资金用于其他方向的，规模合计536.86亿元，占比为72.40%；用途不含偿还债务的规模占比为18.97%，较银行间高10.70个百分点。

深交所新增债券的募集资金用途分布与上交所基本类似，仅用于偿还银行借款等有息债务的占比较小，偿还债务同时部分资金用于其他方向的占据主流，规模占比为81.88%；募集资金用途不含偿还债务的发行规模占比为9.79%，高于银行间但低于上交所（见表3）。

新增发债城投主体特征

前述新增发债主体在股权结构及收入结构上呈现出多样化特征，通过简要梳理，本文将新增发债城投企业大致分为国有资本控股平台、产业整合平台、多元业务平台及城市运营平台四大类进行阐述分析。

图6 交易所样本新增债券品种分布情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公开信息整理

⁴ 此处“偿还债务”指全部或部分募集资金用于偿还银行贷款及其他非债券类型的债务，未包含募集资金用途仅表述为“偿还有息债务”的债券，下同。

1. 国有资本控股平台

国有资本控股平台通常具有较复杂的组织结构且由母公司控股多个从事不同业务领域的专业子公司；子公司涵盖城市更新、能源、公用事业、城市服务等多个领域，从而形成综合性、多元化的业务体系。国有资本控股平台通常采取金字塔式股权结构，母公司作为顶层控股公司，直接或间接持有多个子公司的股份。在该股权结构下，母公司通过股权控制实现对子公司的管理和资源调配，形成协同效应。国有资本控股平台的收入结构通常较为复杂，母公司本身可能并不直接从事具体业务，通过子公司经营获得投资收益；子公司收入来源亦各不相同，如城市更新项目带来土地开发收益，能源项目产生电力销售收入，公用事业项目则通过收费获得稳定现金流。因此，这类集团的合并资产规模通常较大，但母公司本身的业务规模相对较小，往往不在隐性债务名单内。

2. 产业整合平台

产业整合平台通常背靠优势园区或区域，专注于特定产业的投资和发展。产业整合平台的股权结构相对简单，通常由地方政府或其下属的国有资产管理部 门控股。产业整合平台聚焦区域产业发展重点方向，整合土地、资金及政企关系等禀赋优势，通过收并购等方式导入资金密集型、智力密集型产业，收入来源主要包括产业投资回报、租金收入等。由于专注于特定产业的发展，平台能够形成较为稳定的收入来源。因此，这类平台在融资方面通常能够获得较好的条

件，如较低的融资成本、较长的融资期限等。

3. 多元业务平台

多元业务平台在保留政府城建类业务的同时，积极开展市场化转型，形成了多元化的收入结构，通常由政府或其下属的城投集团控股。此外，部分平台还通过引入社会资本、进行混合所有制改革等方式优化股权结构，提高市场竞争力。这类平台的收入结构较为丰富，除了传统的政府城建类业务收入外，还包括产品销售、工程施工、资产租赁、金融服务、商业地产等多种类型的其他收入。这些收入不仅为平台提供了稳定的现金流，还降低了对政府补贴的依赖程度。通过市场化转型和业务拓展，平台实现了收入来源的多元化和风险分散化。

4. 城市运营平台

城市运营平台通常从事产业园区运营、水务、燃气、公共交通等民生领域的运营和服务，股权结构普遍较为简单，由政府或其下属的公用事业管理部门控股。此种股权结构确保了平台在运营过程中的稳定性和可靠性，有利于保障民生服务供给。公用事业类运营企业在运营过程中通常需要大量的资金投入用于基础设施建设、设备更新和技术改造等方面，其收入主要来源于用户收费和政府补贴，如水务企业通过收取水费获得收入，燃气企业通过销售燃气获得收益，公共交通企业则通过票价收入维持运营。此外，部分平台还可能通过广告收入、资产租赁等方式增加收入来源，相关收入通常具有稳定性和可持续性。

表3 不同交易场所新增债券（不含企业债）募集资金用途分类情况

新增债券用途分类	银行间	上交所	深交所
仅用于偿还债务	60.59%	8.63%	8.33%
偿还债务+其他用途	31.14%	72.40%	81.88%
不含偿还债务	8.27%	18.97%	9.79%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：联合资信根据公开信息整理

三、总结与展望

自2014年起,城投企业历经两轮严监管周期,不断探索化债策略与可持续发展路径。2023年7月,中央提出“一揽子化债方案”,随后密集出台多项政策,涵盖财政、金融及监管手段。2024年以来,政策进一步细化和补充,采取差异化管理策略,对地方国有企业进行分类,并针对不同类型制定差异化融资政策。其中,债券融资受限明显,城投企业债务规模增长得到控制,城投债融资以借新还旧为主。在政策加码和市场倒逼下,城投企业加快市场化转型和产业类平台搭建,以满足退平台政策要求和突破借新还旧限制,实现债券市场新增融资。

在严格的监管框架下,仍有部分城投或产投企业实现了新增发债。新增发债主体呈现多样化特征,包括国有资本控股平台、产业整合平台、多元业务平台及城市运营平台等。从样本分析来看,新增发债企业主要分

布在非重点省份,广东省新增发债规模领先,债券品种以私募债、中票等为主。浙江、江苏等地企业债发行规模也较为突出。同时,部分重点省份的城投或产投企业,尽管面临更为严格的监管,但凭借较强的产业属性,仍有机会实现新增发债。

未来,城投企业仍需面对严格的监管环境和复杂的市场环境。一方面,中央层面将继续加强地方政府债务管理,推动建立防范化解地方债务风险的长效机制,城投企业在新增发债方面仍将受到严格限制,需更加注重债务风险管理,合理规划债务结构,避免过度负债。另一方面,城投企业应加快市场化转型步伐,响应政策号召,通过资产股权整合等方式,优化企业资源配置;同步拓展业务领域,形成多元化收入结构,降低对政府补贴的依赖,增强自身的盈利能力和抗风险能力。预计未来随着各地区化债进程推进并逐步实现隐债清零,以及城投企业转型升级程度加深,将更有利于地方国有企业拓展融资路径,带动区域产业和经济高质量发展。■



中美CMBS/CMBN发行利差分析

文|联合资信 石雪琳 肖月

CMBS/CMBN发行情况与利差模型构建

商业地产抵押贷款支持证券是指以单个或多个包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等商业物业的抵押贷款组合包装而构成的基础资产，通过结构化设计以相关地产未来收入（如租金、物业费、商业管理费等）为主要偿债本息来源的资产支持证券产品。根据CN-ABS数据显示，截至查询日期2024年8月21日，国内已成功发行CMBS/CMBN产品共计386单，累计发行规模为7221.11亿元，发行单数及规模自2016年全国首单落地以来至2020年保持增长的趋势；受不可控因素的影响，发行单数及规模自2021年之后均逐年下降。在已发行的CMBS/CMBN产品中，标的物业的类型逐步多元化，主要包括办公物业、零售物业、酒店、公寓、物流仓储等。美国自1987年推出第一支CMBS产品，截至查询日期2024年8月21日，美国已成功发行CMBS产品共计62177单，累计发行规模为75853.51亿美元，发行单数及规模于2007年之前整体呈增长趋势，受次贷危机影响于2008年大幅下降，之后波动幅度相对平缓。

本文所选取的样本来自于中美市场2021—2023年及2024年上半年发行的CMBS/CMBN（中国样本还包括商业地产类REITs产品，下同）中信用等级为AAAsf的资产支持证券（票据），并剔除未获得必要数据的资产支持证券（票据）后作为本次利差分析的样本。本文CMBS/CMBN发行利差为样本中资产支持证券（票据）发行利率与发行日国债到期收益率之差。针对中国市场，由于CMBS/CMBN及商业地产类REITs产品期限结构多设置为3*N，一般在3年末的开放期通过优



先收购权、赎回以及回购/回售权等交易设置结束专项计划，因此选取三年期的国债到期收益率进行计算；针对美国市场，由于美国CMBS的期限多为10年左右，故进一步筛选存续期为9—11年区间的美国CMBS债券；并选取十年期的美国国债到期收益率进行计算。综上，共获取277只中国样本、222只美国样本。

中美CMBS/CMBN与国债利差水平对比分析

整体来看，美国样本的利差区间宽度更窄。从数据来看，样本中资产支持证券（票据）发行利率普遍不低于三年期国债到期收益率。利差存在主要系样本证券与国债存在信用质量差以及ABS/ABN产品投资者通常采取持有至到期的投资策略，ABS/ABN产品在存续期信息披露有限等原因造成其二级市场交易少，对于二级市场流动性弱的产品，投资者要求更高的利率补偿所致。另一方面，ABS/ABN产品涉及底层资产品类繁多、来源复杂，投资人对底层资产，如商业不动产、基础设施经营收益权等资产质量的认知也会在该类产品的利率上有所体现。

从发行时间来看,美国样本中2021—2023年发行的资产支持证券的利差均值逐年上升;中国样本中2021—2023年发行的资产支持证券(票据)的利差均值逐年下降,2023年中国样本利差均值低于美国样本利差均值(见表1、图1),造成上述现象的原因可能主要在于中美货币及利率环境的差异。此外中国样本利差下滑的原因还包括2021年以来央国企的发债主体占比增加,民企发债受限。

整体来看,美国样本的利差水平低于国内、利差区间宽度更窄,可能系破产隔离效果差异所致,美国样本利率更多受资产影响,中国样本受主体和资产的双重影响。中美样本利差的差异主要与破产隔离、外部增信以及资产池的分散度等因素相关。

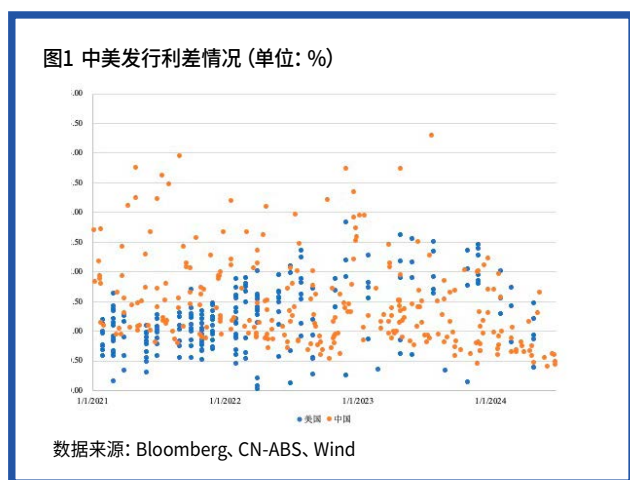


表1 中美发行利差情况(单位: BP)

发行年份	中国样本		美国样本	
	区间	均值	区间	均值
2021	80.38~395.68	171.72	14.70~168.70	96.93
2022	53.37~374.08	149.02	1.00~281.80	134.49
2023	45.35~428.79	138.19	0.00~260.90	166.11
2024年上半年	39.85~196.50	86.46	37.00~199.70	116.11
合计	39.85~428.79	145.47	0.00~281.80	121.48

注: 中国样本包含CMBS、CMBN及类REITS

数据来源: Bloomberg、CN-ABS、Wind

破产隔离

美国CMBS建立了有效的破产隔离机制。

中国CMBS/CMBN交易设置中, 借款人/项目公司通常持有并运营底层物业资产, 若借款人信用状况恶化, 丧失清偿能力甚至破产, 可能会给基础资产造成损失。此外, 除入池资产之外, 借款人通常持有并运营其他物业资产, 存在资金混同与挪用风险。

美国CMBS为实现有效的资产证券化破产隔离, 通常设置一个特殊目的实体(SPV)作为借款人/项目公司, 原始权益人/发起人将入池物业资产真实出售予SPV公司, 该SPV公司仅持有并运营入池物业资产, 且通过协议与章程严格限制SPV公司再投融资及资产处置等其他可能产生债务的活动, 并且受托人(代表专项计划)派遣独董对破产申请、重整和解等事项具有否决权, 有效防范了原始权益人/发起人与底层物业资产的合并破产风险以及SPV公司的破产风险。

外部增信

由于内部信用支持相对较弱, 国内CMBS/CMBN更多的依赖于外部信用支持, 故利差水平主要受增信方的性质及信用水平的影响; 美国CMBS市场中, 机构担保证券的利差水平更低。

1. 中国市场

增信方的性质对资产支持证券(票据)的流动性

和利差分布产生影响。中国样本中资产支持证券（票据）所涉及的增信方包括央企、优质国企¹、国企²、优质民企³和民企⁴。其中，央企、优质国企、国企作为增信方的资产支持证券（票据）的利差相对较低（见表2、图2），主要系此类主体提供增信的资产支持证券（票据）更易取得投资人青睐所致；优质民企、民企作为增信方的资产支持证券（票据）的利差相对高，主要系优质民企、民企规模大小不一，投资者较为看中增信方自

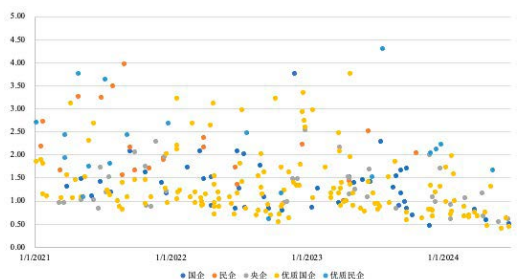
身偿还债务的能力与意愿所致。

增信方主体信用等级越高，发行利率和利差均值越低。从数据来看，中国样本中资产支持证券（票据）所涉及的增信方主体信用等级包括AAA、AA+、AA和AA-，其中增信方主体信用等级为AAA的资产支持证券（票据）占比最大，为80.00%；其发行利率和利差的均值分别为3.82%和1.39%，低于增信方主体信用等级为AA+、AA和AA-的资产支持证券（票据）发行利率和利差的均值（见表3、图3）。由此看出，增信方主体信用等级对利差具有负影响，即增信方偿还债务的能力越弱，违约风险越高，投资人将希望获取更多的溢价回报。

2. 美国市场

机构担保证券的利差水平更低。美国样本中，机构担保证券（Agency CMBS，本文中主要指Fannie Mae、Freddie Mac发行或担保的CMBS）的利差均值为53.20BP，利差水平最低，主要系Fannie Mae、Freddie Mac作为政府支持企业，投资者普遍认为其担保或发行的证券存在隐性的政府信用担保；非机构担

图2 不同增信方性质所涉利差分布情况（单位：%）



数据来源：CN-ABS、Wind

表2 不同增信方性质所涉发行利率及利差情况（单位：个）

增信方性质	样本量	发行利率		发行利差	
		区间	均值	区间	均值
央企	39	2.45%~5.00%	3.73%	0.54%~2.53%	1.28%
优质国企	149	2.25%~6.20%	3.73%	0.40%~3.74%	1.32%
国企	45	2.30%~6.20%	3.73%	0.45%~3.74%	1.32%
优质民企	19	2.85%~6.50%	4.72%	0.61%~4.29%	2.22%
民企	22	3.50%~6.50%	4.75%	1.00%~3.96%	2.18%

数据来源：CN-ABS、Wind

¹ 优质国企为信用评级 AAA 的国企。

² 国企为信用评级为 AAA（不含）以下的国企。

³ 优质民企为信用评级为 AAA 的民企。

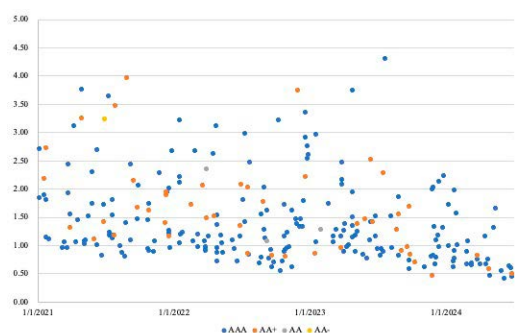
⁴ 民企为信用评级为 AAA（不含）以下的民企。

表3 不同增信方主体信用等级下发行利率及利差情况 (单位: 个)

增信方主体信用等级	样本量	发行利率		发行利差	
		区间	均值	区间	均值
AAA	204	2.25%~6.50%	3.82%	0.40%~4.29%	1.39%
AA+	47	2.30%~6.50%	4.05%	0.45%~3.96%	1.61%
AA	3	3.25%~4.75%	3.93%	1.07%~2.35%	1.56%
AA-	1	6.00%	6.00%	3.23%	3.23%

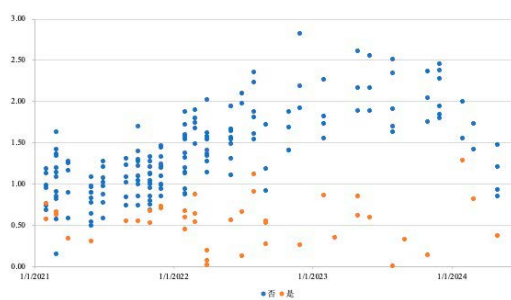
数据来源: CN-ABS、Wind

图3 不同增信方主体信用等级下利差分布 (单位: %)



数据来源: CN-ABS、Wind

图4 美国样本中是否为机构担保证券所涉利差分布情况 (单位: %)



数据来源: Bloomberg



保证券 (Non-agency CMBS) 的利差均值为137.41BP, 利差水平较机构担保证券显著提升 (见图4), 但因美国该类产品在破产隔离及资产池分散度等方面的设置有利于降低投资人风险, 因此美国非机构担保证券利差均值基本与国内优质增信方担保证券利差均值持平。

资产池的分散度

由于资产池集中, 国内CMBS/CMBN利差水平受底层资产区域位置影响较大; 美国CMBS资产池分散度相对更高。

1. 中国市场

国内CMBS/CMBN借款人及贷款数量多为3个以内, 且多借款人的, 各借款人通常为关联方, 资产池中, 面临借款人的信用风险、现金流的流动性风险更高, 投资者要求更高的利率补偿。经分析, 国内CMBS/CMBN利差水平受底层资产类型影响程度较小, 主要系其更多的依赖于外部信用支持所致; 另一方面, 由于资产池集中、底层资产数量单一, 加之区域不动产交易活跃度差异较大, 国内CMBS/CMBN利差水平受其底层资产的区域位置影响较大, 优越的地理位置有助于

提高标的物业质量以缩小利差。国内CMBS/CMBN产品中标的物业所处地理位置多为一二线城市。为了消除增信方主体信用水平的影响,选取样本中增信方为优质国企的资产支持证券(票据)进行利差统计分析。从数据来看,样本中资产支持证券(票据)所涉及的标的物业主要位于一线及新一线城市⁵,数量占比达84.29%。结果显示,标的物业位于一线城市、新一线城市和二线城市的资产支持证券(票据)利差均值递增,分别为1.16%、1.18%和1.94%,一线城市和新一线城市的利差较为相近(见表4、图5)。

2. 美国市场

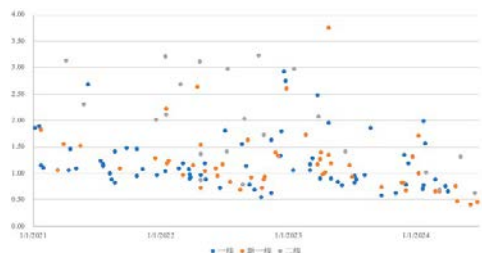
美国CMBS资产池分散程度更高。美国CMBS资产模式包括Single Borrower Transactions (以下简

称为“SBT”)、Large Loan Transactions、Multi-Borrower Fusion Transactions,随着借款人及贷款数量的增多,资产池的分散度越高,理论上证券的违约风险降低。美国CMBS大多为多资产模式,样本中SBT的发行数量较少,仅存在12只证券,集中分布于2021—2022年间。根据美国样本中底层资产最大贷款占比统计显示,除SBT证券最大贷款占比为100%以外,其余最大贷款占比分布于[4.59%,13.56%]区间,多集中于6.00%~11.00%之间,相较于国内,美国CMBS资产池分散程度更高。

总结

综上,整体来看,美国样本的利差水平低于国内、利差区间宽度更窄,主要系破产隔离及资产池的分散度等因素的影响。具体而言,国内CMBS/CMBN产品由于内部信用支持相对较弱、底层资产池较为集中,其发行利差受增信方主体的性质以及信用水平、资产质量(标的物业地理位置)等因素的变化而变化;美国CMBS产品建立了有效的破产隔离机制,且资产池分散度相对更高,因此美国非机构担保证券利差均值基本与国内优质增信方担保证券利差水平持平,此外机构担保证券利差亦明显低于非机构担保证券利差水平。■

图5 不同地理位置下利差分布(单位: %)



注: 1.选取样本中增信方为优质国企的资产支持证券(票据)进行利差统计分析; 2. 仅对样本区域为一线及新一线、二线进行统计展示
数据来源: CN-ABS、Wind

表4 不同地理位置下发行利率及利差情况(单位: %)

区域	样本量	发行利率		发行利差	
		区间	均值	区间	均值
一线城市	65	2.69%~5.50%	3.62%	0.53%~2.74%	1.16%
新一线城市	53	2.25%~6.20%	3.56%	0.40%~3.74%	1.18%
二线城市	22	2.50%~6.00%	4.31%	0.62%~3.21%	1.94%

注: 选取样本中增信方为优质国企的资产支持证券(票据)进行利差统计分析
数据来源: CN-ABS、Wind

⁵根据第一财经发布的《2024 城市商业魅力排行榜》: 一线城市(北京、上海、广州、深圳)、新一线城市(成都、杭州、重庆、苏州、武汉、西安、南京、长沙、天津、郑州、东莞、无锡、宁波、青岛和合肥)、二线城市(佛山、沈阳、昆明、济南、厦门、福州、温州、常州、大连、石家庄、南宁、哈尔滨、金华、南昌、长春、南通、泉州、贵阳、嘉兴、太原、惠州、徐州、绍兴、中山、台州、烟台、珠海、保定、潍坊、兰州)。

评级小贴士

关于供应链票据资产证券化的一些基础知识

供应链票据资产证券化的业务定义是什么？

供应链票据资产证券化，是指由未贴现供应链票据作为基础资产所产生的现金流作为主要偿付支持，发起机构（基础资产合法持有人）通过特定目的载体（SPV）发行资产支持票据（ABN）、资产支持商业票据（ABCP）等企业资产支持证券的业务活动。

供应链票据资产证券化的产品模式是怎样的？

供应链票据资产证券化支持两类产品模式：直接转移模式，是以未贴现的供应链票据作为基础资产直接向SPV转移发行资产支持证券；间接质押模式，是指以供应链票据结算的应收账款或供应链票据收益权等财产权利作为基础资产，并将供应链票据作为底层资产质押给SPV。

供应链票据资产证券化的交易结构是怎样的？

供应链票据资产证券化支持多种交易结构，市场机构可根据操作效率和融资时效等不同需求组合选择：持票人直接作为发起机构；持票人可委托供应链平台等主体作为发起机构代理人，代理发起机构签署相关协议等；相关主体作为发起机构，通过设置合理交易结构先行归集供应链票据。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2024年10—11月，债券市场¹新增违约²主体1家，涉及到期违约债券2期，到期违约债券规模5.41亿元。另有重复违约³主体3家，共涉及到期违约债券4期，到期违约规模合计约19.02亿元。

截至11月30日，2024年我国债券市场新增违约主体13家，涉及到期违约债券26期，到期违约债券规模183.66亿元，违约家数、期数和规模较上年同期（4家、15期和183.19亿元）均有所增加。重复违约主体9家，涉及到期违约债券35期，到期违约规模约78.12亿元，违约主体家数较上年同期（10家）有所减少，违约期数和规模较

上年同期（20期和50.38亿元）均有所增加（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2024年10—11月，债券市场有2家发行人主体级别发生上调，2家发行人主体级别发生下调；无发行人主体展望发生调整。

截至11月30日，2024年我国债券市场有42家发行人主体级别发生上调，较上年同期（72家）有所减少；有81家发行人主体级别发生下调，较上年同期（36家）有所增加。有2家发行人主体展望发生上调，较上年同期（7家）有所减少；有10家发行人主体展望发生下调，较上年同期（26家）有所减少（见表2）。■

表1 2021年—2024年11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—11月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	23	90	1015.76	8	43	223.47	5	17	183.35	13	26	183.66
重复违约	27	79	743.28	9	27	173.13	10	20	50.38	9	35	78.12

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11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—11月	2021年	2022年	2023年	2024年1—11月
调升数量（家）	17	25	86	42	3	6	7	2
调降数量（家）	138	86	37	81	50	25	26	10

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

西安建工集团有限公司

一、主体概况

西安建工集团有限公司（以下简称“西安建工”或“公司”）是陕西省建筑与工程行业企业，主营业务包括工程施工、物资销售、房地产开发、设计咨询和物业服务等。公司成立于2010年，注册资本和实收资本均为4.41亿元，控股股东为绿地大基建，最终控制方为绿地控股集团股份有限公司（以下简称“绿地控股”），由于

绿地控股无实际控制人，因此，公司无实际控制人。

2021年8月17日，公司在银行间市场发行了总额为4亿元的3年期中期票据“21西安建工MTN001”，到期日为2024年8月18日（实际兑付日为2024年8月19日）。2024年8月14日，公司因应收账款回款滞后导致流动性紧张，发布公告称“21西安建工MTN001”本息兑付存在不确定性。2024年8月19日，“21西安建工MTN001”未能按时兑付本息，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
21西安建工MTN001	20210817	20240818	20240819	2.63	-	AA+/AA+/稳定	中期票据	大公国际	本息违约

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

二、违约历程回顾

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2022-04-29	西安建工2021年年报正式披露，年报显示，公司长期负债比率同比上升10.07%，应收账款净额同比上升103.69%。
2022-08-30	公司发布2022年中报，报告显示公司净利润同比下降41.27%，应收账款净额同比上升77.17%。
2023-02-24	21西安建工MTN001中证隐含违约率超过5%
2023-04-28	西安建工2021年年报正式披露，年报显示，公司带息债务为79.86亿元，资产负债率为82.77%。
2023-08-31	公司发布2023年中报，报告显示公司营业收入同比减少31.02%。
2024-02-05	大公国际发布公告称，西安建工盈利能力下滑，银行授信总额度减少，同时短期偿债压力较大，债务逾期规模增大，存在较多关注类及不良类信贷记录，多家子公司被列为失信被执行人，反映其偿债能力下降。因此，大公国际决定将西安建工主体及“21西安建工MTN001”列入信用观察名单。
2024-03-19	大公国际发布公告称，西安建工存在包括票据逾期，股权冻结，子公司被列为失信被执行人，信贷逾期等多项负面舆情，且大多数负面舆情长期无法解决，新增负面舆情持续出现。与此同时，公司偿债来源不确定性增大。因此，大公国际决定将西安建工主体信用等级从AA+下调为AA-，评级展望调整为负面，同时将“21西安建工MTN001”信用等级从AA+下调为AA-。

2024-04-30	西安建工2023年年报正式披露，年报显示当期发生亏损，净利润为-9.07亿元；长期负债比率同比上升15.86%。
2024-06-12	大公国际发布公告称，2023年西安建工营业收入同比大幅下降，净利润大幅亏损；同时西安建工工程施工业务新签合同额同比大幅减少，票据逾期，股权冻结，子公司被列为失信被执行人，信贷逾期等多项负面舆情长期未解决，上述情形对西安建工的信用水平产生重大影响。因此，大公国际启动不定期跟踪评级，下调西安建工主体信用等级为A，评级展望维持负面，同时下调“21西安建工MTN001”信用等级为A。
2024-06-25	大公国际通过对西安建工集团有限公司及“21西安建工MTN001”的信用状况进行跟踪评级，下调西安建工的主体信用等级为BBB+，评级展望维持负面，下调“21西安建工MTN001”的信用等级为BBB+。
2024-07-25	公司董事长及主要高管离职。
2024-08-02	大公国际下调西安建工公司主体和“21西安建工MTN001”信用等级至BBB-。
2024-08-12	西安建工发布《关于西安建工集团有限公司2021年度第一期中期票据本息兑付存在不确定性的特别风险提示公告》称，公司应收账款回款滞后导致缺乏流动性资金，债券偿付压力较大，“21西安建工MTN001”兑付本息存在不确定性。大公国际下调西安建工公司主体和“21西安建工MTN001”信用等级至BB。
2024-08-13	大公国际下调西安建工公司主体和“21西安建工MTN001”信用等级至B+。
2024-08-15	大公国际下调西安建工公司主体和“21西安建工MTN001”信用等级至B-。
2024-08-16	大公国际下调西安建工公司主体和“21西安建工MTN001”信用等级至CC。
2024-08-19	公司发布《西安建工集团有限公司关于未能清偿到期债务的公告》，称因流动性资金不足，公司未能按期足额兑付本金和利息，发生实质性违约。

资料来源：联合资信整理

三、违约原因分析

受地产行业景气度影响，公司经营及财务状况恶化

公司以房屋建筑业务为主，近年来，受宏观环境变化、建筑行业的下行趋势以及地产调控政策的叠加影响，公司财务状况持续恶化。2023年，公司营业收入同比下降59.59%，净利润由盈转亏，亏损额达到9.07亿元，且公司工程施工业务新签合同金额同比大幅下降50.23%，进一步加剧了财务状况的恶化。此外，公司高度依赖借贷维持运营，资产负债率连续多年维持在80%左右，截至2023年年末，公司负债合计高达615.62亿元，资产负债率为81.63%，高负债水平使得公司在面对行业下行压力时更加脆弱。

公司应收账款回款滞后，坏账风险加剧，流动性紧张

公司承担了多项大型市政工程项目，但项目款项回收缓慢。公司应收账款周转率从2021年的1.41次下降至2022年的0.63次，2023年审计报告披露的应收

账款金额为110.96亿元，大量的资金被占用，公司对应应收账款计提的坏账准备金额为9.75亿元，公司面临较高的坏账风险。截至2024年一季度末，公司货币资金仅有10.28亿元，而现金及现金等价物余额为7.68亿元，对短期有息债务的覆盖程度较低，进一步加剧了流动性紧张。

公司及子公司存在票据逾期等负面舆情，增加了公司的再融资难度

西安建工及其子公司存在票据逾期的情况，截至2024年2月末，公司本部票据逾期余额为0.63亿元，子公司票据逾期余额合计为1.72亿元。此外，公司及其子公司还存在股权冻结等问题，多家子公司被列为失信被执行人，公司及部分子公司被列为被执行人。这些负面舆情长期未解决，导致公司信用风险增加，信用评级连续下调，银行授信额度减少，进一步影响了公司的融资能力和市场信誉，履约能力持续下降。



表3 主要财务指标

财务指标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年H1
资产总额 (亿元)	463.19	684.96	903.58	917.75	754.12	744.69
所有者权益 (亿元)	96.49	139.61	151.75	158.09	138.50	138.30
长期债务 (亿元)	12.39	19.61	42.66	25.13	44.29	48.26
全部债务 (亿元)	72.29	67.20	77.97	79.52	94.87	96.93
营业收入 (亿元)	301.90	403.87	434.32	351.12	141.89	50.75
利润总额 (亿元)	8.99	12.03	11.63	9.53	-9.50	0.36
EBITDA (亿元)	12.43	15.65	16.24	14.27	-5.25	--
经营性净现金流 (亿元)	0.69	1.24	3.82	5.20	8.96	3.59
营业利润率 (%)	5.56	5.31	6.54	6.49	3.20	6.02
净资产收益率 (%)	7.68	7.30	6.34	5.09	-6.55	--
资产负债率 (%)	79.17	79.62	83.21	82.77	81.63	81.43
全部债务资本化比率 (%)	42.83	32.49	33.94	33.46	40.65	41.21
流动比率 (%)	115.13	118.61	120.27	118.11	123.43	124.55
全部债务/EBITDA (倍)	5.81	4.29	4.80	5.57	-18.06	--
EBITDA利息倍数 (倍)	4.39	4.32	4.32	3.65	-1.50	--
经营现金流动负债比 (%)	0.20	0.24	0.54	0.71	1.58	--

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

央行等四部门发布《关于发挥绿色金融作用，服务美丽中国建设的意见》

2024年10月12日，央行等四部门共同发布《关于发挥绿色金融作用，服务美丽中国建设的意见》。《意见》提出，大力发展绿色债券，支持符合条件的企业发行绿色债券和转型债券，鼓励金融机构做好绿色债券发行和投资，支持信用评级机构充分运用企业依法披露的环境信息，为绿色债券发行提供评级服务。支持发行绿色资产证券化产品，盘活存量资产，提高资产流动性。此举有助于引导资金流向绿色低碳领域，提高资产流动性，同时促进绿色金融市场的规范化和国际化发展。（摘自中国人民银行，2024年10月12日）

中国人民银行、科技部共同印发《关于做好重点地区科技金融服务的通知》

2024年10月16日，中国人民银行、科技部共同印发《关于做好重点地区科技金融服务的通知》，《通知》提出，提升金融支持强度和水

平，将承销和投资科技型企业债券情况纳入科技金融服务效果评估，推动科创票据发行规模增长。

此举有助于构建全方位、多层次的科技金融服务体系，增强金融服务科技创新的能力，促进科技型企业的高质量发展。（摘自中国人民银行，2024年10月16日）

交易商协会发布《关于进一步优化绿色及转型债券相关机制的通知》

2024年10月10日，交易商协会发布《关于进一步优化绿色及转型债券相关机制的通知》。《通知》在前期相关指引的基础上进一步完善了绿色及转型债券的工作机制，优化了绿色债券的募集资金用途、项目评估和遴选标准，募集资金管理、信息披露、和外部评估认证，拓宽了可持续发展挂钩债券和转型债券发行人范畴，提出支持绿色债券资产证券化和债务融资工具与碳资产相结合的产品创新，并强化了配套激励措施。此举有助于推动绿色、转型相关领域债券进一步扩容，精准引导资金流向绿色转型领域，强化金融赋

能经济社会绿色转型发展。

（摘自新浪财经，2024年10月11日）

交易商协会发布《非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场评价规则》

2024年10月18日，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场评价规则》，《规则》对主承销商日常评价机制进行了优化完善，进一步突出了日常评价对发行定价、承销做市联动能力的引导重点，鼓励差异化发展；完善了退出机制设计，让长期展业不积极、合规性较差的机构及时退出，实现主承销商队伍的动态调整。有助于提升中介机构服务实体经济的能力和水平，促进市场的健康发展。（摘自交易商协会官网，2024年10月18日）



市场动向

Market Trends

全国首单科技成果转化公司债券成功发行

2024年10月25日,上交所成功发行全国首单科技成果转化公司债券,发行规模7亿元,票面利率2.26%。该债券聚焦科技成果转化,将重点投向集成电路领域的新型存储芯片制造技术研发项目以及存储芯片自主研发制造的某国家级战略项目。此次科技成果转化债券的发行,充分发挥了债券市场支持科技自立自强、服务实体经济的功能。(摘自澎湃新闻, 2024年10月26日)

基础设施行业转型。(摘自南京日报, 2024年11月1日)

全国首单“一带一路”科技创新公司债券成功发行

2024年11月,广东省广新控股集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行“一带一路”科技创新公司债券(绿色丝绸之路)(第二期)在深圳证券交易所成功发行。本期债券发行规模9亿元,期限5年,票面利率2.49%,是全国首单“一

带一路”科技创新公司债券(绿色丝绸之路)。本期债券的募集资金拟用于一个在印尼布局新能源动力电池上游原材料产业链的湿法项目,建成后将加快推动发行人新材料产业向新能源赛道转变,进一步支撑粤港澳大湾区新能源汽车产业发展和新能源产业领先优势,有助于提升我国镍、钴能源金属战略地位,切实贯彻落实国家“一带一路”“绿色丝绸之路”“创新驱动”发展战略。(摘自Wind资讯, 2024年11月6日)

全国首单绕城高速公路REITs成功发行

2024年11月1日,华夏南京交通高速公路REIT于上海市证券交易所顺利发行上市,底层资产是南京绕城高速公路东南段。作为全国首单绕城高速公路REITs,同时也是南京市首单发行上市的公募REITs,此次项目的成功上市,将有效盘活市交通集团交通基础设施存量资产,进一步打通“融、投、建、运、退”全周期,助力交通基





1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2024年10月至2024年11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102330.00亿元，逆回购到期104419.00亿元，实现净回笼2089.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作16000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）22390.00亿元，实现净回笼6390.00亿元。在此背景下，2024年11月，1年期短融和5年期中票的平均发行利率（2.39%和2.76%）较2024年10月（2.47%和2.78%）有所下降；3年期公司债的平均发行利率（2.44%）较2024年10月（2.41%）有所上升。

表1 2024年10—11月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票	
	2024年10月	2024年11月	2024年10月	2024年11月	2024年10月	2024年11月
AAA	2.34	2.18	2.38	2.36	2.51	2.54
AA ⁺	2.41	2.54	2.48	2.59	3.10	2.75
AA	2.85	2.45	--	2.30	2.92	3.54
平均发行利率	2.47	2.39	2.41	2.44	2.78	2.76

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10—11月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈平稳下行态势。2024年11月, AAA级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(2.18%和2.45%)均较2024年10月(2.34%和2.85%)有所下降; AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(2.54%)较2024年10月(2.41%)有所上升。

2024年10月—11月, 交易所国债3年期到期收益率呈先升后降态势。2024年11月, 3年期AAA级公司债的平均发行利率(2.36%)较2024年10月(2.38%)有所下降; AA+级公司债的平均发行利率(2.59%)较2024年10月(2.48%)有所上升。

2024年10月—11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11月, 5年期AAA级和AA级中期票据的平均发行利率(2.54%和3.54%)均较2024年10月(2.51%和2.92%)有所上升; 5年期AA+级中期票据的平均发行利率(2.75%)较2024年10月(3.10%)有所下降。



图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

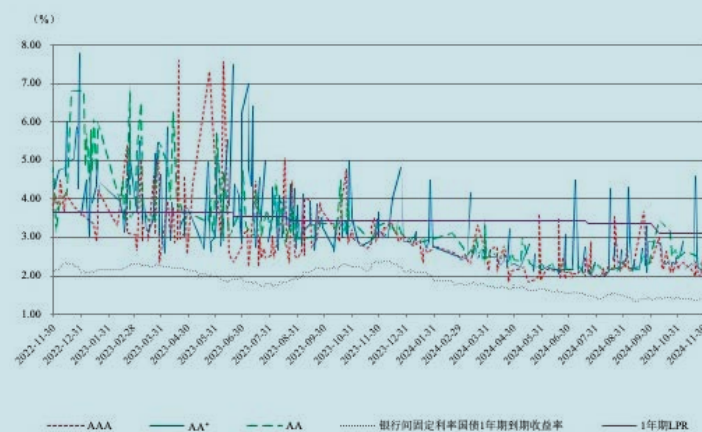


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

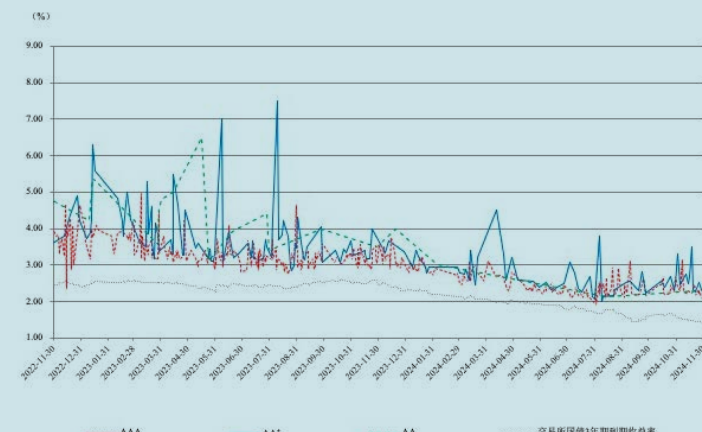
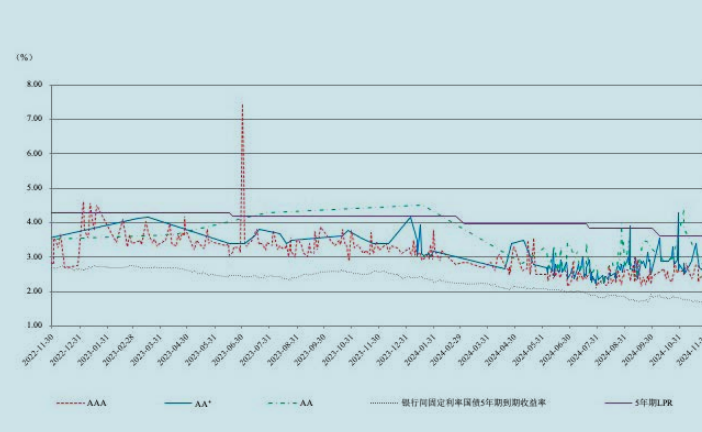


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2021年—2024年11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—11月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	8.4	3.0	5.2	--	--
规模以上工业增加值	9.6	3.6	4.6	--	5.8
固定资产投资总额 (不含农户)	4.9	5.1	3.0	46.6	3.3
社会消费品零售总额	12.5	-0.2	7.2	44.3	3.5
出口总额	21.0	9.0	0.6	23.0	6.7
进口总额	21.5	3.9	-0.3	16.7	2.4
CPI	0.9	2.0	0.2	--	0.3
PPI	8.1	4.1	-3.0	--	-2.1
社会融资规模存量	10.3	9.6	9.5	405.6	7.8
M2余额	9.0	11.8	9.7	312.0	7.1
人民币贷款余额	11.6	11.1	10.6	254.7	7.7

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

2021年—2024年11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—11月	2024年1—11月同比 (%)	2021年	2022年	2023年	2024年1—11月	2024年1—11月同比 (%)
政府债	2148	2330	2363	2061	-9.92	136632.90	172648.49	204804.08	196673.88	1.17
国债	159	183	189	178	0.00	61816.60	99082.70	111550.40	113456.70	9.93
地方政府债	1989	2147	2174	1883	-10.76	74816.30	73565.79	93253.68	83217.18	-8.74
央行票据	12	12	12	12	9.09	600.00	600.00	600.00	1033.40	87.89
同业存单	29909	25805	26903	23975	-1.59	217761.60	204969.90	257134.40	279187.90	20.33
金融债	1950	1763	1915	1682	-9.42	91892.66	95625.86	93360.38	91676.67	0.35
政策银行债	905	867	770	691	-14.48	53439.50	59620.60	52259.20	50200.90	-5.71
商业银行债	103	159	183	143	-17.82	7710.55	12062.17	13195.00	9809.00	-24.25
商业银行次级债券	145	139	124	135	22.73	12025.73	11941.55	11157.90	17614.50	73.71
保险公司债	19	11	23	14	-6.67	539.00	224.50	1121.70	956.00	32.96
证券公司债	449	347	501	362	-21.98	10962.38	7109.74	10466.63	7170.07	-25.76
证券公司短期融资券	269	223	285	248	-4.62	5937.00	3988.30	4529.70	4213.20	2.54
其它金融机构债	60	17	29	89	242.31	1278.50	679.00	630.25	1713.00	214.17
企业债	489	487	269	77	-70.16	4379.80	3703.30	2007.80	596.57	-68.89
公司债	4047	3659	4863	4336	-3.62	34444.23	31061.21	38537.59	35975.90	0.84
一般公司债	1424	1401	3516	1468	16.79	16402.13	14843.09	24046.23	15873.63	17.68
私募债	2623	2258	1347	2868	-11.54	18042.10	16218.12	14491.36	20102.27	-9.40
中期票据	2555	2659	3189	4494	51.21	25389.65	28059.30	29643.97	45071.52	63.24
短期融资券	5147	4995	5224	4012	-18.49	51940.71	49824.48	48473.95	38487.703	-15.63
一般短期融资券	582	558	704	600	-9.91	5234.78	5150.30	5300.70	5851.17	16.85
超短期融资债券	4565	4437	4520	3412	-19.83	46705.93	44674.18	43173.25	32636.53	-19.63
定向工具	1399	1102	1225	1134	-2.41	8605.83	6784.21	7522.02	6281.16	-11.97
国际机构债	9	5	9	12	50.00	175.00	165.00	210.00	465.00	132.50
资产支持证券	5881	4496	4785	4955	18.03	31441.93	20115.54	18773.77	17786.85	8.78
交易商协会ABN	586	379	629	1331	147.40	8827.98	3556.84	3220.08	4621.11	69.93
银保监会主管ABS	1407	831	3667	362	-15.02	6459.89	4677.99	12058.00	2423.61	-23.37
证监会主管ABS	3888	3286	489	3262	0.87	16154.06	11880.71	3495.69	10742.13	2.62
可转债	119	149	141	40	-69.47	2828.47	2200.93	1411.60	369.25	-72.11
可交换债	34	36	29	12	-52.00	436.60	422.94	334.06	299.40	6.87
合计	53728	47523	50948	46802	0.19	608479.18	618941.16	704743.62	713905.20	8.76

注: 本表统计口径为Wind中截至2024年12月25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

联合评级国际有限公司

联合评级国际有限公司（简称“联合国际”）2017年9月成立于香港，主要负责联合信用集团的国际评级业务。联合国际于2018年7月获香港证监会批准经营信用评级业务牌照（10号牌照），一直深耕中资美元债市场，为扩大中资评级机构国际影响力孜孜以求，砥砺前行。

联合国际始终致力于为中资企业在国际化发展过程中的国际融资提供更为精准的风险评估，帮助国际投资者更深入地理解中资发行人的风险和投资价值。联合国际始终恪守客观、公正的原则，坚持以严谨性、科学性、专业性培育自己的信誉价值，在与国际同业的竞争中不断历练，内涵式成长。作为香港美元债市场最大、最成功的中资评级机构，联合国际“更懂中资发行人”，能够持续为市场参

与者呈现更为客观、更加合理的评级序列，提供更具洞察、更加深入的评级观点。

联合国际四度蝉联亚洲金融（FinanceAsia）“中国颁奖盛典”之“最佳中资离岸债券评级机构”（2019-2022）；荣获财资（The Asset）“2019年度AAA最佳信用评级机构奖”之“中国区最佳国际评级机构”；三度荣膺华尔街交易员APP/SereS“中资美元债优秀交易与卓越机构”评选之“中资美元债卓越中资评级机构”（2019-2021）；蝉联久期财经“2020年中资杰出评级机构”及“2021年中资杰出评级机构-地产类”奖项；斩获中证科技DMI2021年“最佳中资评级机构”大奖。目前联合国际已成为亚太区第4大国际评级机构和最大的中资国际评级机构。





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