

联合

Lianhe Credit Research
信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2023 OCTOBER

2023年RMBS产品存续期表现
2023年NPL产品存续期表现
2023年小微贷款ABS存续期表现
2023年Auto-ABS存续期表现
2023年消费贷ABS存续期表现



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载



联合资信参与云南国资国企 ESG可持续发展行动

2023年8月1日,联合资信评估股份有限公司在昆明参加云南省《开好局、强信心、促发展-贯彻党的二十大精神系列新闻发布会》,本次发布会主题是云南国资国企ESG可持续发展行动开展情况与所取得的成绩。联合资信积极参与云南国资国企ESG可持续发展行动,用优质的ESG服务为“绿美云南”贡献联合力量。

自2020年10月以来,“双碳”目标成为中国经济发展和金融工作开展的重要引领,ESG投资理念逐步得到主流认可。联合资信作为头部评级公司,积极为中国企业落实可持续发展理念提供专业服务。联合资信拥有强大的ESG团队,以可持续发展理论为核心,参考了联合国17个可持续发展目标、全球报告倡议组织

(GRI)《可持续报告编写指南》等关于环境、社会、公司治理的重要议题,在此基础上,结合我国具体国情,搭建了具有中国特色的ESG评级体系,更加侧重于本土化、科技化、数字化,更能深入挖掘中国企业的可持续发展价值。

联合资信始终紧跟国家战略,践行“绿水青山就是金山银山”的理念,积极投身中国式现代化的建设。本次参与云南省国资国企的ESG行动,意在帮助企业评估绿色转型中的机遇,通过加强ESG治理提升品牌影响力,扩大竞争优势,实现高质量发展和可持续发展。未来我司将继续加强与地方政府、投资机构和企业合作,推动ESG业务迈向新的高度。

联合

Lianhe Credit Research

信用研究

主办单位 Sponsors

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director

王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief

李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor

薛逸竹 Xue Yizhu

美术编辑 Art Editor

谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

市场部门联系人

Marketing Department Contact

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang

13301118401 | maxj@lhratings.com

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务热线

Investor Service Hotline

陈家林 Chen Jialin

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

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

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

Contents

2023 October

目录

特别策划 Feature

- 1** 2023年RMBS产品存续期表现
——二级交易依然活跃，证券风险承受能力进一步提升，
存量贷款利率下调影响可控
联合资信 聂中一 张玥 华蕊
- 7** 2023年NPL产品存续期表现
——回收进度符合预期助证券信用风险下降，
产品类型丰富满足多元化投资人需求
联合资信 欧阳睿 裴帅军 宋宇 姜源
- 11** 2023年小微贷款ABS存续期表现
——基础资产和证券级别呈现多元化，
结构化增信助力存续证券风险承受能力提升
联合资信 姜源 雷雯 郝励
- 15** 2023年Auto-ABS存续期表现
——双重去杠杆助信用风险持续下降，
发行利率创新低获投资人认可
联合资信 李倪 沈柯燕
- 20** 2023年消费贷ABS存续期跟踪表现
——消费贷ABS市场持续发展，发行利率波动下降，
优先级证券信用风险持续下降
联合资信 崔健 律文秀 常皓 张玥

宏观研究 Macroeconomic Research

- 25** 日本央行“意外”调整货币政策，产生影响几何？
联合资信 程泽宇

行业研究 Industry Research

- 28** 生猪养殖行业观察及2023年下半年信用风险展望
联合资信 华艾嘉 李敬云
- 36** 《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的解读
联合资信 谢冰姝 马默坤
- 39** 简评《汽车金融公司管理办法》
联合资信 马鸣娇
- 42** 房地产行业新政点评
联合资信 曹梦茹

债券市场 Bond Market

- 45** 离岸债券系列研究之二：揭秘大湾区债券
联合资信 程泽宇
- 53** 2023年二季度ABS市场运行报告
联合资信 范雅欣 台绍弘 王姝琦 高维蔚

专项研究 Monograph

- 62** 城投公司股权投资现状分析——江苏篇
联合资信 姚玥 李颖 郑重 符蓉
- 71** 融资租赁公司2023年分类别专题研究
联合资信 刘鹏 张帆 刘嘉
- 75** 我国逐步完善以政府引导、市场驱动的保障性住房体系
联合资信 刘艳 焦阳
- 85** 《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》的解读及案例分析
联合资信 陈绪童 马鸣娇 郭嘉喆

信用风险 Credit Risk

- 94** 信用风险事件统计
- 95** 违约案例 上海巴安水务股份有限公司

政策资讯 Policy & Information

- 98** 政策指南
- 99** 市场动向

市场数据 Market Data

- 100** 债券发行利率走势
- 102** 宏观经济及债券市场数据

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 61** 关于碳中和债的一些基础知识



2023年RMBS产品存续期表现

——二级交易依然活跃，证券风险承受能力进一步提升，存量贷款利率下调影响可控

文 | 联合资信 聂中一 张玥 华蕊

一、市场概况

2018年起，我国个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）产品的发行规模呈爆发式增长，至2021年发行量基本趋于稳定。2022年至今，全国房地产市场低迷、个人住房贷款增速下滑，RMBS产品发行也基本停滞（见图1）。

图1 2014—2022年RMBS产品发行情况（单位：亿元、单）



资料来源：Wind，联合资信整理

二、存续期表现

存续资产池概况

截至2023年7月底，历史发行的285只RMBS产品（不含公积金RMBS）中，6只RMBS产品已兑付完毕，证券初始发行规模合计193.84亿元；剩余279只RMBS产品仍在存续期内，证券初始发行规模合计23279.21亿元，证券存续规模合计8928.16亿元，占初始发行规模的38.37%。截至2023年7月底，存续RMBS产品的基础资产主要特征如表1所示。整体看，RMBS产品资产池具有入池笔数较多、分散度较高、资产期限较长的特点；随着入池贷款本息的偿还，基础资产剩余期限有所缩短；此外，随着近年来贷款利率LPR的下行，RMBS资产池整体的加权平均贷款利率也有所降低。

表1 存续RMBS产品资产池主要特征

	截至2023年7月底	截至初始起算日
贷款笔数（笔）	407~66927	1177~92358
资产池未偿本金余额（万元）	6833.68~1029031.32	50771.24~2001468.12
资产池单笔平均未偿本金余额（万元）	5.18~100.79	16.25~120.17
加权平均合同期限（年）	10.09~27.78	9.03~46.90
加权平均账龄（年）	4.52~14.62	0.36~7.95
加权平均剩余期限（年）	2.35~22.85	1.16~25.58
加权平均当前年利率（%）	2.97~5.17	3.83~6.88

资料来源：Wind，联合资信整理

存续产品指标表现

1. 资产池违约情况

就前述存续的279只RMBS产品而言，联合资信选取其中绝大部分RMBS产品（仅剔除年发行10单以上的发起机构的一半产品）作为研究样本，观察其基础资产的违约情况。

违约率方面，存续RMBS产品中，大部分产品的存续时间相对较短，目前累计违约率低于1%（含），另有50只产品的资产池累计违约率超过1%，1只产品的资产池累计违约率超过2%，最高不超过2.50%，累计违约率超过1%的主要系早年发行的存续期较长的产品（资产池当前加权平均账龄均大于71个月），尽管累计违约率相对较高，但整体资产质量仍属于正常范围之内（见图2）。总体来看，存续RMBS产品资产池各期新增违约率保持稳定，与预测水平基本一致，基础资产整体违约率水平较低。

2. 资产池提前还款情况

提前还款方面，联合资信选取的RMBS产品研究样本与前述违约情况分析部分保持一致，观察存续RMBS产品基础资产的提前还款情况。

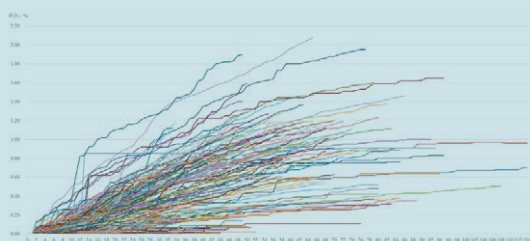
下图3为各年份发行RMBS产品在后续逐月的平均年化条件提前还款率（CPR）趋势分布，从图3可以看出，各年份发行RMBS产品基础资产的条件提前还款率（CPR）在后续表现期内的变化趋势整体较为相似，从

长期来看，提前还款率受宏观经济环境以及经济政策影响更为明显。根据样本数据表现，2014—2017年，因RMBS产品发行单数较少，提前还款率数据波动相对较大。2017—2019年，RMBS产品基础资产的年化提前还款率主要集中在8%~10%之间。2020年初，受季节性以及新冠疫情的双重因素影响，基础资产提前还款率下降至4%~8%，达到历史低点；但随着疫情得到有效控制，国内生产生活逐渐恢复，借款人提前清偿能力和意愿也随之提高，提前还款率回升明显，并在2020年下半年和2021年上半年基本保持在10%以上的较高水平。2021年下半年，受金融机构房地产按揭贷款发放管控、开发商拿地和新开工意愿下降、房地产市场景气度回落和房价增速放缓等因素影响，提前还款率呈短期下降趋势，但整体仍维持在8%~10%的平均水平。2022年以来，各年份发行的RMBS产品的基础资产提前还款率整体呈波动上行态势，在大多数月份提前还款率超过了10%，并在2023年4月集中达到历史高点，其中2014年和2015年发行的RMBS产品的提前还款率集中在12%~14%，2016年及以后发行的RMBS产品的提前还款率达到17%~22%；上述变化趋势可能系受到近年来市场整体利率水平下行、金融资产投资收益率下降、居民降杠杆意愿上升、部分银行机构放开提前还款的约束等因素影响。

3. 存续证券级别变动情况

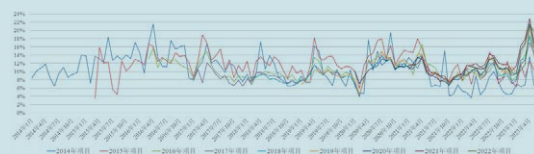
由于RMBS产品基础资产期限较长，且相比于其

图2 部分RMBS项目累计违约率分布（单位：%、期）



注：每条线代表各RMBS项目存续期内的累计违约率表现
资料来源：Wind，联合资信整理

图3 各年份发行RMBS产品的平均年化条件提前还款率（CPR）趋势分布（单位：%）



注：条件提前还款率（CPR）= $1 - [1 - \text{当期本金提前还款额} / (\text{收款期间资产池期末本金余额} + \text{收款期间回收本金})]^{\text{年化因子}}$ ，年化因子=360/（收款期间截止日-收款期间起始日）
资料来源：Wind，联合资信整理

他短期限资产类型的证券化项目, RMBS通常设置更多的证券分档数, 并按顺序摊还各档证券本金。因此, 尽管优先级较高的分档证券存续期限可能较短, 但RMBS产品整体的兑付周期较长, 项目存续期限可达到8~10年左右(产品兑付速度因违约、提前还款等因素而异)。

截至2023年7月31日, 剩余存续的分档证券数为656档, 其中优先档和中间档证券合计376档。联合资信以截至2023年7月31日仍存续的RMBS产品优先档和中间档证券为样本, 分析证券的兑付和级别变动情况。

根据Wind查询的各RMBS产品2023年度跟踪评级结果, 纳入分析样本的RMBS优先档和中间档证券(以下统称“优先档证券”)兑付情况正常, 跟踪评级无级别下调情况, 1只分档证券的信用级别由AA_{sf}提升至AA⁺_{sf}/AAA_{sf}(RMBS项目均采用双评级, 前述AA⁺_{sf}/AAA_{sf}分别为两家评级机构的跟踪评级结果), 1只分档证券的信用级别由AA⁺_{sf}提升至AAA_{sf}, 其余分档证券均维持AAA_{sf}级别。随着部分优先档证券本金的兑付, 次级档证券占比上升, 剩余优先档证券获得的信用支持水平逐渐提升。同时, 从超额抵押的角度, 对于存在正利差(即资产池利息流入大于证券利息及各项费用支出的)的情况, 资产池超额利差累积形成的超额抵押使得剩余优先档证券获得的信用支持不断提升; 反之, 对于存在负利差的情况, 虽然资产池利息流入不足以覆盖证券利息及各项费用支出, 资产池超额抵押水平略有下降, 但随着优先档证券本金的不断兑付, 次级档证券占比上升至相对较高比例, 其承担损失和为优先档证券提供信用支持的能力将不断提升, 因此优先档证券依旧能够实现信用级别的维持或提升。此外, 随着基础资产本息的偿还, 资产风险敞口不断下降, 抵押物价值对于未偿贷款的覆盖保障能力将有所提升, 基础资产剩余期限的缩短也有利于资产池未来现金流的不确定性进一步下降, 剩

余证券的风险承受能力将进一步提升。

三、存量首套房住房贷款利率下降对RMBS产品的影响

2023年8月31日, 中央发布《中国人民银行国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》(以下简称“《通知》”), 规定自2023年9月25日起, 存量首套房贷利率可以通过新发放贷款置换和直接协议变更利率两种方式下调, 下调后的房贷利率LPR的加点幅度不得低于原贷款发放时所在城市首套房贷利率政策下限。基于目前大部分商业银行发布的《关于存量首套个人住房贷款利率调整的公告》, 采用直接协议变更利率的方式调整贷款利率将是存量RMBS基础资产合同利率的主要调整方式。联合资信认为《通知》对于RMBS产品的影响将主要体现在资产池利率下降方面, 并由此延伸至证券层面的兑付及收益水平。

假设情境下资产池利率降幅分析

本文所有统计数据均以联合资信2023年度跟踪的85单公开发行的RMBS产品作为样本。由于资产池存量贷款是否是首套房字段缺失, 联合资信基于入池资产均为首套房的假设情境下, 统计了各个资产池可能面临的利率降幅。

联合资信基于各项目发起机构提供的截至2023年度资产池跟踪基准日的资产池信息, 计算资产池贷款利率和住房贷款基准利率之间的差值水平, 以模拟预测存量首套住房贷款利率调整后资产池贷款利率可能的下降空间。具体而言, 在假设全部入池资产均属于首套房的情况下, 首先计算每笔入池资产当前贷款执行年利率和全国各地首套房执行的贷款利率下限值(其中北京、上海、深圳分别取LPR+55bp、LPR+35bp、LPR+30bp, 其余地区取LPR作为首套住房贷款利率下

限, LPR为对应资产池跟踪基准日的基准) 的差值, 作为单笔利率降幅; 如果入池资产当前贷款执行利率低于贷款利率下限值, 则认为单笔贷款利率降幅为0。从而计算资产池整体的加权平均利率降幅, 即: 资产池加权平均利率降幅=

$$\frac{\sum[\text{单笔入池资产未偿本金余额} \cdot \max(0, \text{单笔入池资产当前贷款执行利率} - \text{贷款利率下限值})]}{\sum \text{单笔入池资产未偿本金余额}}$$

具体利率降幅分布如表2所示。

通过统计可得, 在假设情境下, 绝大部分项目的利率降幅在40bps以内。需要特别说明的是, 由于资产池存量贷款是否是首套房字段缺失, 目前假设资产池全部为首套房, 因此入池资产属于二套房的比例也将对利率降幅调整产生影响。由于上述情况存在, 实际利率降幅较假设情境下计算数值可能存在较大下降空间。就联合资信已收到的部分发起机构提供的调降利率后资产池来看, 资产池利率实际平均降幅均在5bps内, 反映出资产池利率实际降幅或将明显低于假设情境测算结果。

资产池贷款利率变化对于优先级证券的影响

联合资信在考虑了资产池利率降幅后, 对存续项目进行了压力测试, 基于当前RMBS产品基础资产剩余期限有所缩短, 风险敞口有所下降、抵押物价值对未偿贷款覆盖程度提升、优先级证券信用支持普遍持续增加、除个别早年发行产品存在负超额抵押外, 其他项目均积累了一定的超额抵押等情况, 联合资信通过测算得到目前存续的85单RMBS项目优先级证券均可维

持当前级别。联合资信认为RMBS优先级证券信用风险整体可控, 信用状况依然优良。

资产池贷款利率变化对于次级证券的影响

测算期间, 联合资信观察到RMBS产品整体存续期间长, 不同剩余期限对应的各档证券余额占比有较大差异, 存量贷款利率调降对于次级证券收益率的影响也将随之产生一定差异性。优先级证券通常支付固定水平收益, 剩余金额分配次级, 从而次级杠杆倍数(资产池规模/次级证券余额)对次级证券收益水平存在一定影响, 杠杆倍数越高则对次级证券收益水平影响越大。针对该种情况, 联合资信首先统计了目前RMBS产品次级杠杆倍数分布, 具体如表3所示。

从统计结果看, 次级杠杆倍数与产品剩余期限呈正相关关系, 产品剩余期间越长, 对应次级占比越低,

表3 存续RMBS产品截至资产池跟踪基准日次级杠杆倍数分布 (单位: 倍、单)

杠杆倍数	单数
(1,2]	10
(2,3]	27
(3,4]	19
(4,5]	11
(5,6]	7
(6,7]	7
(7,8]	4
合计	85

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

表2 假设情境下各RMBS产品资产池加权平均贷款利率降幅 (单位: bp、单)

加权平均利率降幅	项目单数	加权平均利率降幅	项目单数
[0,10]	16	(40,50]	8
(10,20]	20	(50,60]	2
(20,30]	25	(60,70]	3
(30,40]	11	合计	85

注: 1.上表仅统计联合资信作为评级机构的RMBS项目, 资产池数据统计时点为2023年3月31日; 2.加权平均贷款利率为0.00%的仅涉及一单RMBS项目, 系早期发放贷款利率较低(剩余资产当前执行利率均低于5年期以上LPR)所致

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

次级杠杆倍数也就越大。上述RMBS产品的次级杠杆倍数分布于1倍至8倍区间,大部分低于4倍。

在此基础上,联合资信同时观察到不同的提前还款水平也将对次级证券收益率产生一定影响,联合资信分别选取了次级杠杆倍数为2.78倍、4.31倍及7.56倍的项目,通过构建敏感性测试模型分别研究了不同利率降幅、不同杠杆结构及不同提前还款水平变化对于次级证券收益水平的影响(见表4)。

通过测算可得,次级证券收益水平与资产池利率降幅呈负相关关系,降幅越大次级证券收益率下降越大;当次级杠杆倍数更高时,利率降幅对于次级证券收益的影响将更加明显。但由于RMBS产品一般采用按月过手摊还的兑付模式,因此次级证券会在预期到期日前较长期间内逐月回款,再加上实操中一定比例的提前还款,都能够缓解资产池降息对次级证券收益的负面影响。因此,如表4的测算结果,次级证券收益率降幅明显比次级杠杆倍数小得多。

四、总结

受房地产市场低迷以及个人住房贷款增速下滑的影响, RMBS产品发行基本停滞,但二级市场交易活跃

2022年至今,受整体宏观经济下行、金融机构房地产按揭贷款发放管控和房地产市场低迷等因素的影响,个人住房交易量保持低位,银行个人住房抵押贷

款新增投放量明显下降,银行间市场仅成功发行3单RMBS产品,发行金额共计245.41亿元。但从存量和二级市场交易量来看,RMBS产品依然是信贷ABS市场的重要组成部分,且二级市场交易活跃,仍受资本市场主流投资机构青睐。RMBS本身具有很强的抗风险能力,未来仍然是投资人不错的选择。

RMBS存续产品基础资产违约率水平较低,但提前还款呈波动上行态势

RMBS产品资产池具有入池笔数较多、分散度较高、资产期限较长的特点,但随着入池贷款本息的偿还,基础资产剩余期限有所缩短;同时,由于RMBS产品的基础资产通常附带房屋抵押担保,随着剩余期限的缩短,借款人杠杆倍数持续降低,借款人违约成本得以提升。因此,存续RMBS产品资产池各期新增违约率仍保持稳定,基础资产整体违约率水平较低。此外,受到宏观经济和货币政策的影响,2022年以来,RMBS产品的基础资产提前还款率整体呈波动上行态势,并在2023年上半年集中达到历史高点。随着存量首套房贷利率调整政策的出台,在存量首套房贷利率调整执行落地过程中,通过协商变更合同利率方式降低存量贷款执行利率水平,可能一定程度上会降低贷款的提前还款比例,同时调整首付比例、认房不用认贷等其他房地产调控政策的发布,或综合影响房贷提前还款率,提前还款率波动情况后续仍需持续关注。

表4 不同情景下对次级证券收益的影响(单位:bp)

利率降幅	项目1(杠杆率2.78)		项目2(杠杆率4.31)		项目3(杠杆率7.56)	
	提前还款0%	提前还款10%	提前还款0%	提前还款10%	提前还款0%	提前还款10%
0	0	17	0	36	0	37
10	-16	1	-22	15	-27	11
20	-32	-14	-44	-7	-55	-15
30	-47	-30	-67	-28	-83	-42
40	-63	-45	-89	-50	-112	-69

注:测算时使用了如下假设:1.违约率采用跟踪时测算的基准违约率及分布;2.回收率统一采用80%

资料来源:发起机构提供,联合资信整理

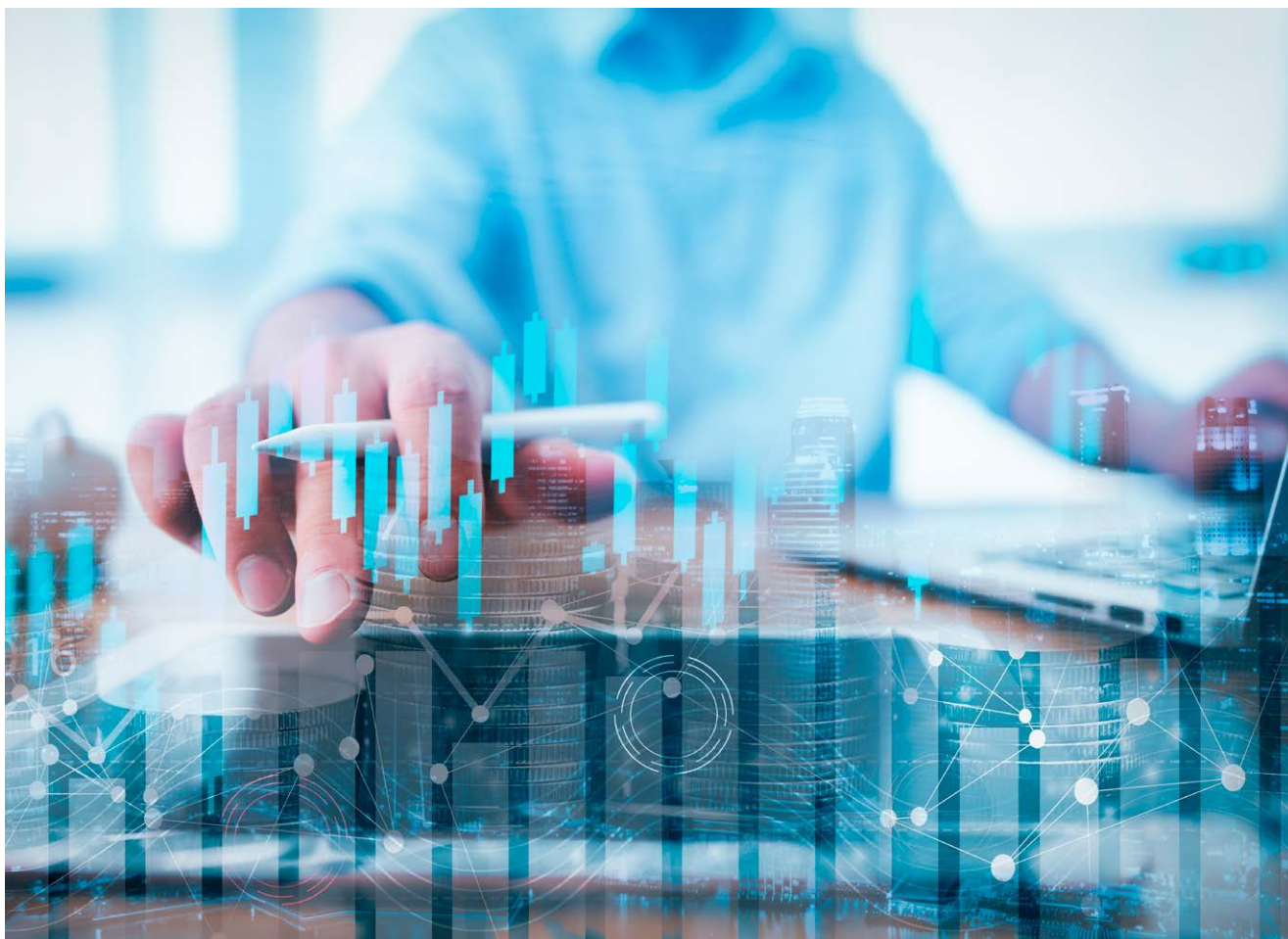
存续优先级证券获得的信用支持水平及风险承受能力进一步提升

由于RMBS产品存续期限较长,且优先级证券的发行评级多为AAA_{sf},存续期内形成的超额抵押并未明显提升优先级证券信用等级,但随着部分证券本金的兑付,剩余证券获得的信用支持水平逐渐提升;同时,随着基础资产本息的偿还,资产风险敞口不断下降,抵押物价值对于未偿贷款的覆盖保障能力将有所提升,基础资产剩余期限的缩短,也有利于资产池未来现金流的不确定性进一步下降,剩余证券的风险承受能力将进一步提升。未来,随着存量首套房贷利率下调,虽然基础资产收益水平将出现一定程度的下降,但基于当前政策分析,下降空间有限,对优先级证券兑付

及信用水平影响较小。

存量贷款利率下降对存续次级证券收益水平存在一定负面影响

联合资信观察到在资产池收益水平下降的情况下,次级杠杆倍数和提前还款水平将对次级证券收益水平产生影响。通过测算可得,次级证券收益与资产池利率降幅呈负相关关系,降幅越大对于次级证券收益水平的影响越大。当次级杠杆倍数更高时,由于杠杆的作用,利率降幅对于次级证券收益的影响将更加明显。同时,在实际兑付中,过手摊还的兑付方式和提前还款能部分抵消利率下降对次级证券收益的负面影响。■



2023年NPL产品存续期表现

——回收进度符合预期助证券信用风险下降，产品类型丰富满足多元化投资人需求

文|联合资信 欧阳睿 裴帅军 宋宇 姜源

一、NPL产品发行情况

不良资产证券化产品发行规模稳中有升，2023年1—7月同比呈现大幅增长态势

2016年至2023年7月，不良资产证券化产品（NPL）累计发行规模为1703.10亿元。继2020年NPL产品发行量大幅提升后，银行间公募市场NPL产品发行规模连续3年稳中有升。2023年1—7月，NPL产品发行量为50单，同比增长72.41%；NPL产品发行规模为212.47亿元，同比增长72.33%，发行单数与发行规模均大幅增长（见图1）。近些年，商业银行不良贷款余额呈上升趋势，资产证券化转出方式在满足商业银行不良资产出表需求的同时，NPL产品也逐渐被市场接受，商业银行NPL产品发行总额及单数逐年增加。

图1 2016—2023年7月NPL产品发行总额及单数



资料来源：Wind，联合资信整理

NPL优先档证券发行利率下行，不同资产发行利差有所差异

银行间市场NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利率集中在2.5%~3%区间，近期NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利率较年初有所下行。

根据不良资产分类的不同，银行间市场NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利率和一年期中期票据（AAA）到期收益率的利差存在差异（见图2）。2022年至2023年7月，信用卡不良资产和个人消费不良资产为基础资产的优先档证券（AAA_{sf}）发行利差基本在50BP以内；企业不良资产为基础资产的优先档证券（AAA_{sf}）发行

图2 2022—2023年7月银行间市场NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利差（单位：BP）



注：1. NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利差=NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利率—一年期中期票据（AAA）到期收益率；2. 上图数字标签为同类型基础资产2022—2023年7月最高和最低发行利率

资料来源：Wind，联合资信整理

利差相对较高,在100BP以上;个人住房不良资产和小微不良资产发行利差大部分在50BP上下浮动,一定程度上体现了投资人对不同类型NPL产品的偏好。

二、2022年发行产品的存续期表现

2022年度发行NPL产品总体兑付情况良好

截至2023年7月31日,2022年度发行的69单NPL产品中,有42单NPL产品的优先档证券本金兑付完毕,占总发行单数的60.87%。优先档证券本金未完成兑付的27单NPL产品中,15单NPL产品的优先档证券本金已兑付50%以上;8单NPL产品的优先档证券本金兑付20%~50%;4单NPL产品的优先档证券本金兑付低于20%(见图3)。从总体兑付情况来看,2022年度发行的大部分NPL产品已经完成兑付,总体兑付情况良好。

优先档证券本金已兑付完毕的NPL产品兑付速度优于预期

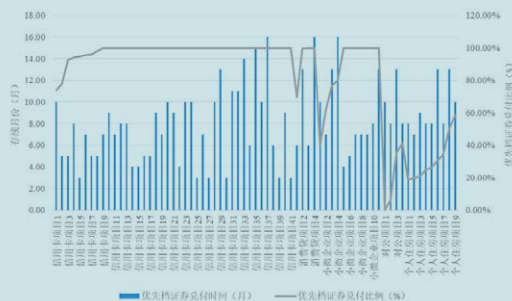
大部分优先档证券本金已兑付完毕的NPL产品,其兑付速度优于预期。截至2023年7月31日,2022年度发行的69单NPL产品中,有42单NPL产品的优先档

证券本金兑付完毕。优先档证券本金已兑付完毕的42单NPL产品中,35单NPL产品实际存续期限短于预期存续期限,预期差异主要集中在半年以内;6单NPL产品优先档证券实际存续期限与预期存续期限一致;仅有1单优先档证券的实际存续期限长于预期存续期限三个月(见图4)。

底层细分资产为信用类的NPL产品资产池回收速度快于含押品类NPL产品,兑付频率设置改变影响兑付速度

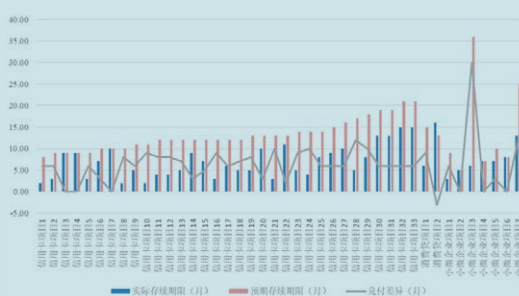
截至2023年7月,2022年度发行且已兑付的NPL产品中,产品单数方面,信用类兑付完毕80.00%,抵押类兑付10.53%。具体来看(见图5),信用卡不良产品的优先档证券基本可在8个月以内兑付完毕,兑付比例为80.49%;小微企业纯信用类NPL产品(5单)的优先档已全部完成兑付,含押品类(6单)兑付比例33.33%;个人消费NPL产品的优先档兑付比例为50.00%;个人住房抵押NPL产品和对公不良NPL产品优先档证券均未兑付。从优先档证券的兑付情况看(见图6),小微企业纯信用类、信用卡和消费贷NPL产品的兑付速度快于含押品的NPL产品,如小微企业含押品类、个人住房抵押和对公NPL产品。

图3 2022年NPL产品优先档证券兑付情况(单位:月、%)



注: 1.优先档证券兑付时间=(优先档证券最近兑付日一起息日)/30;
2.优先档证券兑付比例=已兑付优先档证券本金/优先档证券发行金额;
3.其中1单项目优先档兑付比例为0%,系未到兑付日
资料来源:受托机构报告,跟踪评级报告,联合资信整理

图4 2022年优先档证券兑付速度情况(单位:月)



注: 1.实际存续期限指优先档证券实际到期日与起息日之间的月份数;
2.预期存续期限指优先档证券预期到期日与起息日之间的月份数;
3.兑付差异(月)指优先档证券预期到期日早于实际到期日之间的月份数
资料来源:Wind,中国货币网,联合资信整理

兑付频率方面(见图7), 含押品类的不良贷款ABS由于受市场环境、法律环境等影响较大, 现金流波动性较大, 因此为降低流动性风险, 设计的兑付频率普遍偏低, 以按季或按半年兑付为主。信用卡不良贷款ABS由于发展较为成熟, 现金流相对稳定, 适当提高还款频率也整体风险可控, 因此近年来随着回收估值预测准确性不断提高, 叠加市场需求, 信用卡不良贷款ABS兑付频率持续提高, 按月和按两月兑付的产品逐渐被市场接受。交易结构设置在兑付频率方式上的改变也是影响优先级证券兑付速度重要原因之一。

图5 2022年NPL产品优先档证券兑付情况 (单位: 单、%)



注: 兑付比例=优先档证券兑付完毕单数/总发行单数, 其中5单小微企业类为纯信用类NPL产品

资料来源: Wind, 中国货币网, 联合资信整理

图7 近年新发不良贷款ABS不同兑付频率产品占比 (按单数)



注: 近年对公不良贷款、个人住房抵押不良贷款ABS兑付频率均为按半年兑付; 汽车不良贷款ABS均为按季兑付

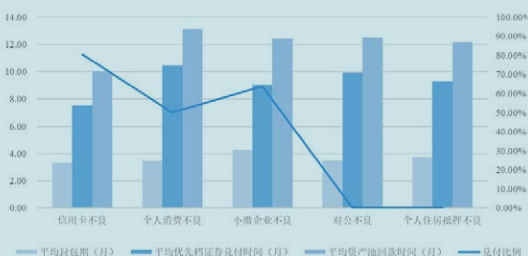
资料来源: Wind, 联合资信整理

信用类NPL回收情况基本符合预期, 含押品类NPL回收进度不确定性较大

目前, 2022年发行并在存续期内的NPL产品中, 15单NPL产品由联合资信进行跟踪评级。由联合资信跟踪评级的15单NPL产品已经历至少6个回收期(月), 从各回收期期间的回收数据来看, 各产品存续期内实际回收与预测回收对比情况详见图8。

偏离度区间在(-10%, 10%)的产品均为信用类NPL产品。2022年下半年, 部分信用类NPL产品受地区封控导致短期内催收机构催收效率下降, 叠加信

图6 2022年发行的各细分基础资产优先档证券及相应基础资产存续期数 (单位: 月、%)



注: 1. 优先档证券兑付时间= (优先档证券最近兑付日—起息日) / 30;

2. 资产池回款时间= (优先档证券最近计算日—初始起算日) / 30;

3. 封包期= (起息日—初始起算日) / 30;

4. 兑付比例=已完成兑付单数/总发行单数

资料来源: Wind, 中国货币网, 联合资信整理

图8 2022年联合资信承做项目实际回收与预测回收对比图 (单位: 万元、月)



资料来源: 受托机构报告, 联合资信整理

用类NPL产品存续期限较短,短期内回收有小幅波动,但随着封控逐步放开,资产回收情况呈明显回稳趋势,信用类NPL产品资产回收情况总体基本符合预期。含押品类NPL产品回收整体呈现波动态势,部分项目由于实际表现期较短等原因,回收进度不及预期,其他押品类NPL产品实际回收情况明显好于预期,个别项目回收偏离度甚至高达100%以上。这主要是由于含押品类NPL产品单户金额大、资产集中度相对高,并且受抵(质)押物的快速变现能力、处置环境和资产其他特殊因素等多种因素影响,回收现金流分布的不确定性较高。另外,含押品类NPL产品在交易结构设置上往往以半年为频率对回收款进行划转,也会影响跟踪时点对回收进度的统计。整体看,含押品类NPL由于通常附带房屋等押品,资产池回收款对证券保障程度相对更高。

综上,本年度跟踪的信用类NPL产品实际回收与预测回收总体偏离度较小,信用类NPL产品资产回收符合预期,含押品类NPL回收情况不确定性较大,影响回收进度因素复杂。

三、总结与未来展望

存续期NPL产品资产回收情况整体良好,未来需持续关注不良资产回收情况

从存续期内NPL产品资产回收情况来看,纯信用类NPL产品资产回收符合预期,含押品类NPL回收情况不确定性较大。纯信用类NPL产品小额分期的特点令真实回收与预测回收的偏离度较小,部分项目虽然短期内受部分地区封控的影响,随着封控逐步放开,基础资产回稳趋势明显,存在回收小高峰,资产回收情况基本符合预期。含押品类NPL产品单笔金额高,且受制于抵押物价值及抵押物处置进度的影响,真实回收时间进度不确定性较大,但最终总回收进度预计一般不会明显偏离首评预期。从完整回收期来看,纯信用类NPL

产品和含押品类NPL产品回收情况均保持良好。

优先档证券总体兑付情况良好,兑付速度普遍优于预期

2022年度发行的大部分NPL产品已经完成兑付,总体兑付情况良好。截至2023年7月31日,2022年发行的且已兑付完毕的优先档证券,占2022年总发行单数的60.87%,平均存续期限为7.65个月,且其中大部分产品的实际存续期限短于预期存续期限。2022年,优先档证券兑付速度较2021年放缓,主要由于2022年发行的NPL产品加权平均逾期期限偏长,单笔平均未偿本息费偏高。尚在存续的NPL产品中,优先档证券本金兑付比例较高,其中信用类NPL产品的兑付速度快于其他类NPL产品。

NPL优先档证券信用等级维持AAA_{sf},剩余优先档证券信用支持提升

从2022年发行的NPL产品运行情况来看,优先档证券兑付情况普遍好于预期,各产品优先档证券信用等级均维持AAA_{sf},未出现信用等级下调或违约情况。在经济运行整体回升后,资产回收情况呈明显回稳趋势,有助于优先档证券的兑付。同时,随着优先档证券本金的逐渐偿还,优先档证券的杠杆随之下降,剩余优先档证券能够获得的信用支持相应提升,优先档证券的风险水平下降。

资产证券化助力商业银行不良资产转出,未来市场规模具有增长潜力

资产证券化作为商业银行处置不良资产方式之一,相较于传统处置模式,NPL产品能较为快速的为商业银行释放更多的流动性,有利于商业银行盘活资产,解除资本占用,提高资本利用效率。从2023年1—7月的发行情况看,不良资产支持证券同期的发行单数与发行规模均增速显著,商业银行发行NPL产品的意愿持续增强。随着商业银行不良资产回收手段的有效实施,预计2023年全年NPL产品发行有望进一步提升。■

2023年小微贷款ABS存续期表现 ——基础资产和证券级别呈现多元化， 结构化增信助力存续证券风险承受能力提升

文 | 联合资信 姜源 雷雯暄 郝励

一、发行概览及产品特点

小微贷款ABS发行规模持续下降，小微信贷ABS双增长

2015年，首单小微贷款ABS成功发行，2015—2017年间发行规模及单数较少，2018年以来，小微贷款ABS产品发行快速增长，至2021年达到峰值后，2022年受疫情反复和宏观下行等因素影响，小微贷款ABS整体发行规模明显下滑。2023年1—7月，小微贷款ABS发行量继续下行，共发行77单，发行规模合计555.08亿元，分别较去年同期下降21.43%和52.94%，下降主要原因是今年ABN市场无新产品发行(见图1、2)。

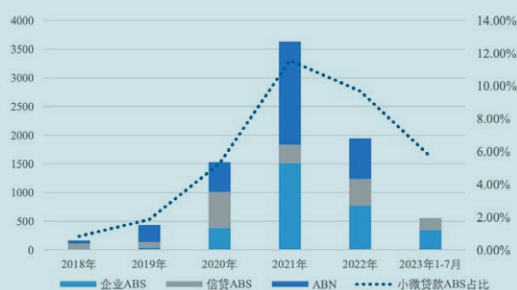
分市场看，2023年1—7月，ABN市场产品发行为0；企业ABS市场共发行66单，发行单数上升（去年同期发

行47单），但发行规模基本持平；信贷ABS市场共发行11单（去年同期发行5单），规模合计205.80亿元（去年同期发行127.63亿），发行规模和笔数均较去年同期有明显上升。整体来看，受ABN市场无新产品发行的影响，2023年1—7月小微贷款ABS总体发行情况继续下行，但企业ABS市场发行情况基本持平，信贷ABS市场实现单数规模双增长。

市场占有率头部效应明显

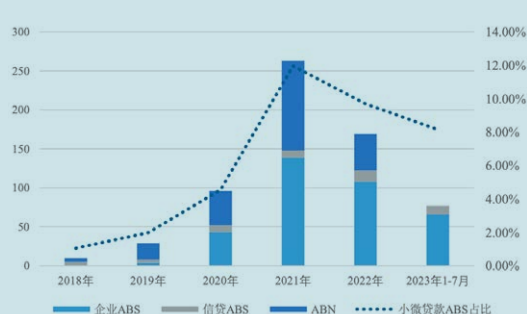
根据对小微贷款ABS产品资产提供方的统计，2023年1—7月，商业银行、保险机构及互联网平台为小微贷款ABS的主要发起机构(见图3)。其中，商业银行由于单个项目平均发行规模较高，发行规模居首，其总发行规模

图1 2018年—2023年7月小微贷款ABS发行规模及规模占比
(单位: 亿元)



注：企业资产支持证券简称“企业ABS”；信贷资产支持证券简称“信贷ABS”；资产支持票据简称“ABN”；下同
数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2018年—2023年7月小微贷款ABS发行单数及单数占比 (单位: 单)



数据来源：Wind，联合资信整理

和单数的占比分别为45.00%和25.97%。互联网平台发行规模合计178.40亿元,发行单数33单,其总发行规模和单数的占比分别为42.86%和32.14%,平均发行规模5.41亿元,体现了其数量多、单期发行规模小的特点。各类发行主体中头部企业具有较强的综合竞争力,市场占有率高,头部效应明显。

证券发行利率呈现期限利差，不同市场差异明显

在不同场所发行的同期限同信用等级的小微贷款ABS证券, 发行利率存在较大差异(见图4)。以AAA_{sf}级证券为例, 信贷ABS产品发行利率明显低于企业ABS产品, 这主要是与产品发行主体不同, 投资者对不同发行主体有风险偏好相关, 信贷ABS产品发起机构主体信用等

级相对较高, 投资者要求的风险溢价更低。

2023年1—7月市场资金面年初波动上升后续呈下降趋势,从证券发行利率的时间分布来看,证券发行成本基本保持平稳态势,整体波动下降(见图5)。

证券发行级别与分层多样化，有助于满足投资者多元化需求

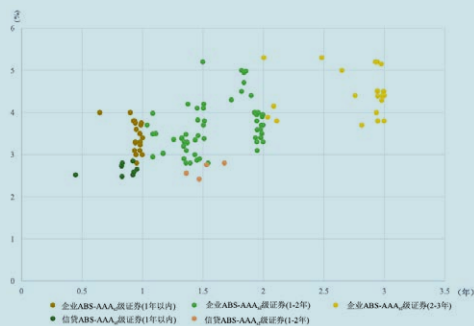
根据2023年1—7月发行的小微贷款ABS产品,大部分产品为多层结构设置,三层结构产品共有51单,占市场总单数的65.38%(见图6)。同时,大部分项目在同一优先层级(如优先A级/优先B级)内还会设置多支不同利率及期限的证券(如优先A1/A2、优先B1/B2),使得产品结构更多元化。

图3 2023年1—7月发行项目穿透参与机构情况



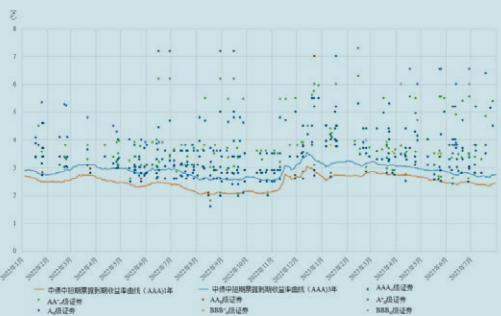
数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 2023年1-7月小微贷款ABS不同市场AAA_{sf}级别不同期限证券发行利率



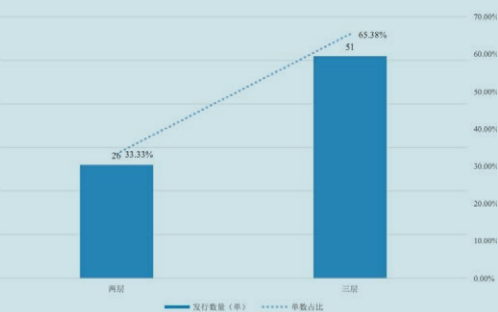
数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2023年1—7月小微贷款ABS发行利率时间分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

图6 2023年1-7月小微贷款ABS产品分层结构



数据来源: Wind, 联合资信整理

根据数据可得性,我们对可获取证券发行级别的77单产品的285支证券进行了分析,其中具有信用等级的证券190支,证券级别分布于 $BBB_{sf} \sim AAA_{sf}$ 。其中, AAA_{sf} 级证券共发行119支,发行规模452.95亿元,规模占比91.91%; AA_{sf}^+ 级证券共发行50支,发行规模23.76亿元,规模占比4.82%。此外, A_{sf} 级证券、 BBB_{sf}^+ 级证券和 BBB_{sf} 级证券分别为11支、3支和7支,均为优先C级证券。整体来看,小微贷款ABS证券信用等级仍以 AAA_{sf} 级证券为主,同时,次优先级证券信用等级跨度较大,多个较低信用等级均有所涉及,小微贷款ABS分层结构及证券信用等级的多元化有助于满足投资者多元化需求。

二、存续期表现

小微贷款ABS资产实际表现存在一定区分度,但基本符合预期

鉴于数据可得性,联合资信选取了截至2023年7月信贷ABS中存续且披露累计违约率的22单小微贷款ABS产品与30单联合资信2023年度跟踪的定向发行的小微贷款ABS产品作为样本,统计其存续期累计违约表现。

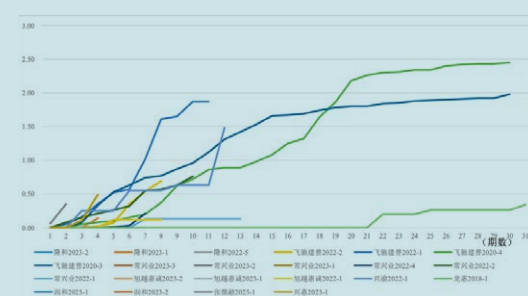
目前存续的信贷ABS中小微贷款ABS产品的累计违约率水平虽略有上升,但基本符合预期。由于不同发行机构的入池资产风控标准及对应的客群定位等差异,入池资产的实际表现存在一定区分度。另外,同一机构发行的不同产品由于入池资产有所区别(比如是否含有押品等),资产表现也会有所不同。根据图7累计违约率曲线,累计违约率最高的三个点分别为2.45%、1.98%和1.87%,对应三个项目一方面期限较长,存续期均在一年以上;另一方面因循环购买结构的设置,风险敞口增加,一定程度上会放大累计违约率水平,且对应三个项目的优先档证券本息均已兑付完毕。其余存续项目截至统计时点的累计违约率均处于1.50%以下,累计违约率仍处于相对较低的水平。整体来看,信贷ABS的小微贷款ABS产品的累计违约率表现仍处于相对较低水平。

图8展示了截至2023年跟踪评级时点,联合资信跟踪的30单其他交易场所小微贷款ABS产品的信用表现。由于图示小微ABS项目基础资产或附带担保/保证保险,或ABS交易层面设计了原始权益人在基础资产逾期30+、60+、90+后等条件下赎回/回购逾期资产,故联合资信按照不同评级报告中披露的不同逾期口径的违约率进行展示。根据各选取样本的首次评级报告及跟踪评级报告中累计违约率表现来看,资产表现整体良好,同一存续时长下不同产品的累计违约率存在一定的差异,但整体上均处于较低水平,资产实际表现与首评预测差异较小。

部分证券存续期评级调升,无评级下调证券

根据2023年信贷ABS中跟踪的小微贷款ABS及联

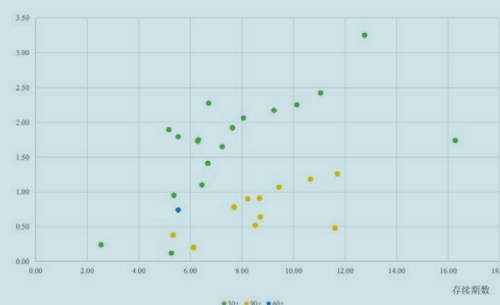
图7 信贷ABS中小微ABS存续期累计违约率



注: 累计违约率=逾期超过90天(不含) 累计未偿本金/初始资产池未偿本金余额

数据来源: Wind、产品受托服务报告, 联合资信整理

图8 其他交易场所小微ABS存续期累计违约率



注: 因跟踪评级统计口径不同, 本图展现不同逾期时点的违约率, 例如“30+”表示逾期30天以上的累计违约率

数据来源: 联合资信整理

合资信2023年定向跟踪的其他交易场所的小微贷款ABS产品样本, 优先级和中间级证券兑付情况良好, 跟踪时无级别下调情况。样本共涉及117支证券, 其中38支证券跟踪评级时级别上调, 由 AA_{sf}^+ 调升至 AAA_{sf} 的证券31支, 由 AA_{sf} 调升至 AA_{sf}^+ 的证券1支, 由 A_{sf}^+ 调升至 AAA_{sf} 的证券2支, 由 BBB_{sf} 调升至 A_{sf}^- 的证券2支, 由 BBB_{sf} 调升至 BBB_{sf}^+ 的证券2支。随着证券剩余期限缩短, 基础资产的风险暴露期随之缩短, 资产池现金流的不确定性有所降低, 有助于资产池整体质量的提升。除此以外, 小微贷款ABS产品的超额利差较大以及部分产品的循环购买机制使得资金利用率变高, 会在存续期累积超额抵押, 提升对优先档证券的信用支持。由此可见, 资产池质量和交易结构两方面的改善使得小微贷款ABS产品在跟踪评级时一般会调升信用评级结果。

跟踪评级结果未变化的证券共79支, 全部在上次评级结果(首评/上次跟踪时点)已经达到 AAA_{sf} 。量化分析结果显示, 首次评级即 AAA_{sf} 的证券即使信用等级不变, 其实际风险承受能力也有不同程度的提升。具体级别变化情况见表1。

三、未来展望

小微贷款增长势头良好, 政策利好下半年小微贷款投放及ABS转出规模增长可期

2023年4月27日, 原银保监会发布《关于2023年加力提升小微企业金融服务质量的通知》, 《通知》奠定了2023年度小微企业金融服务总体继续保持增量扩面的态势; 2023年6月30日, 中国银行间交易商协会发布《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能增强服务实体经济质效的通知》, 提出“鼓励以支持民营和中小微企业融资所形成的微小企业贷款债权、融资租赁债权、保理融资债权、应收账款等作为基础资产发行银行间企业资产支持证券”。未来随着ABN市场的恢复和小微贷款投放的持续增长, ABS发行规模扩容的前景可期。



小微贷款ABS基础资产差异较大, 证券分层结构及级别多元化特征明显

受获客渠道、风控政策和产品定位不同影响, 不同小微贷款ABS产品在资产池笔均未偿本金余额、加权平均利率水平、期限结构方面差异较大。在证券发行端, 小微贷款ABS产品分层结构丰富, 夹层档证券较多, 且证券级别呈多元化特征, 根据联合资信跟踪数据, 具有信用等级的190支证券级别分布于 $BBB_{sf} \sim AAA_{sf}$ 。多元化的证券级别不仅有助于满足投资者对证券的多样化需求, 且根据存续期证券级别变动情况, 夹层档证券信用风险呈现持续下降态势, 具备较高的投资价值。

小微贷款ABS存续期表现符合预期, 助力存续证券风险承受能力提升

不同小微贷款ABS产品的累计违约率呈差异化表现, 但整体上均处于较低水平, 存续期表现符合预期。随着基础资产剩余期限的缩短, 其面临的风险暴露期缩短, 只要基础资产信用质量不出现严重恶化, 基础资产信用质量将稳步提升; 同时, 由于证券端的不断偿付及超额抵押的累积, 优先档证券获得的信用支持不断提高。基础资产信用质量的提高和交易结构的改善有效提升了存续证券的风险承受能力。///

表1 样本小微贷款ABS产品跟踪级别变化情况 (单位: 支)

首次/ 上次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	A ⁻ _{sf}	BBB ⁺ _{sf}	BBB _{sf}	BBB ⁻ _{sf}	总数
AAA _{sf}	79	-	-	-	-	-	-	-	-	-	79
AA ⁺ _{sf}	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31
AA _{sf}	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1
AA ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
A ⁺ _{sf}	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
A _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
A ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
BBB ⁺ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
BBB _{sf}	-	-	-	-	-	-	2	2	-	-	4
BBB ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
总数	112	1	0	0	0	0	2	2	0	0	117

数据来源: Wind, 联合资信整理

2023年Auto-ABS存续期表现 ——双重去杠杆助信用风险持续下降, 发行利率创新低获投资人认可

文 | 联合资信 李倪 沈柯燕

一、市场发行概况

Auto-ABS市场自2012年重启后, 发行总量稳步增长; 2022年, 国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力, Auto-ABS发行规模首次出现下降; 2023年上半年, 宏观经济继续承压, 汽车消费市场复苏动能有限, Auto-ABS的发行速度较上年同期有所减缓。2023年1—7月Auto-ABS产品共发行55单, 发行规模1437.46亿元, 发行规模较上年同期下降19.48%。其中, 信贷资产证券化产品发行20单, 发行规模1034.86亿元, 占比71.99% (发行规模同比下降20.61%); 企业资产证券化产品发行21单, 发行规模

204.35亿元, 占比14.22% (发行规模同比下降10.01%); 资产支持票据发行14单, 发行规模198.25亿元, 占比13.79% (发行规模同比下降22.17%) (见图1)。



二、存续产品表现¹

资产池特征表现

1. 资产池分散度高

2023年1—7月发行的有公开数据的Auto-ABS项目中,入池贷款笔数在1万笔以上的有37单,占总发行单数的71.15%,发行规模共计1319.32亿元,占总发行规模的93.62%;入池贷款笔数均在5~10万元的发行规模共计964.46亿元,占总发行规模的68.44%,整体加权平均笔均未偿本金余额为9.47万元(未偿本金余额基准时点为各项目初始起算日),入池资产单笔金额较低。整体上,资产分散度高。

2. 合同期限在36期以上的产品数量占比较高

2023年1—7月发行的有期限类公开数据的Auto-ABS项目共52单,涉及发行规模1409.20亿元。账龄主要集中在0~12个月之间,共涉及产品45单,发行规模1265.40亿元,占比89.80%,分布与去年相比,短账龄资产的占比有所增加;剩余期限主要集中在24~30个

月之间,共涉及产品21单,发行规模696.62亿元,占比49.43%,分布与去年相比,长剩余期限资产的占比有所增加。一般来说,资产池的账龄越长、剩余期限越短,借款人的违约成本越高、意愿越低、违约风险越小。

2023年1—7月发行的有期限类公开数据的Auto-ABS项目中入池贷款加权平均合同期限为35.73个月,较2022年增加0.66个月,合同期限主要集中在30个月(不含)~36个月(含)之间,共涉及产品18单,发行规模517.25亿元,规模占比36.71%。

3. 资产池收益率差别大,融资租赁公司最高

2023年1—7月发行的有资产池收益率公开数据的Auto-ABS项目共有52单,涉及发行规模1392.54亿元,基础资产加权平均利率水平处于2.04%~11.62%之间,利率水平差异较大。其中,有9单产品基础资产加权平均利率水平高于10.00%,处于较高水平;有13单产品基础资产收益水平低于4.00%,处于较低水平,可能会出现资产端收益率与ABS发行成本倒挂的情况。一般来说,资产池利率水平低主要是由于主机厂商给予汽车金融服务机构贷款补贴以鼓励其采取贴息或免息的方式发放贷款,使客户享受免息、低息服务,进而达到促进销售的目的。由于入池资产利率较低,此类项目往往通过设置初始超额抵押的方式来解决产品利率倒挂问题。

2023年1—7月发行的产品从发行主体类别上来看,融资租赁公司发行项目的资产池加权平均利率为7.77%,比汽车金融公司的资产池加权平均利率4.14%更高,以商业银行为发行主体的项目未有发行。

4. 车辆类型不断丰富,新能源汽车增长迅速

根据中国汽车工业协会的统计数据,2023年1—7月汽车产销同比均有所增长,延续了2022年的增长态势。

图1 2008年—2023年7月各类型市场Auto-ABS发行规模情况(单位:亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

¹ 本部分数据仅列举了公开信息有披露的相关数据,部分私募项目未进行分析。

2023年1—7月我国汽车总销量达到了1562.6万辆,同比增长7.9%左右。其中,乘用车销量为1336.8万辆,同比增长6.7%;商用车销量为225.8万辆,同比增长15.9%;新能源汽车销量为452.6万辆,同比增长41.7%,市场占有率达到29%。相应地,Auto-ABS市场的资产类型也在不断丰富,尤其新能源汽车资产入池比例有快速提升的趋势。资产表现方面,新能源汽车和商用车的历史数据积累有限,信用质量还有待进一步检验。

循环购买结构日趋成熟,灵活解决错配问题

作为较成熟的产品,Auto-ABS的交易结构设计较为稳定,同时基于汽车贷款现金流比较稳定的特点,加上多数外资汽车金融公司具备成熟的国际证券化业务经验,我国汽车贷款证券化交易结构的设计也较为灵活和精细,一些新的产品结构设计方式也在逐步渗透进Auto-ABS市场,比如循环购买、ABCP等。

2023年1—7月发行的55单Auto-ABS产品中,交易结构涉及循环购买的共有12单,相关项目发行规模共364.62亿元,规模占比25.37%。循环购买结构目前已成为Auto-ABS用来调整底层资产和产品端期限错配的较为成熟的方式,可以通过调整循环购买时间和次数以及其他触发事件来满足投资人对于投资期限的需求。ABCP则功能相反,可以通过缩短产品期限实现循环融资。

优先级证券分层情况仍然集中

2023年1—7月发行的55单Auto-ABS包含证券160余支,其中具有信用等级的证券104支,总体上集中于AAA_{sf}和AA⁺_{sf}。AAA_{sf}级资产支持证券共发行80支,发行规模1236.68亿元,规模占比86.03%,较2022年上涨了1.56个百分点;AA⁺_{sf}级资产支持证券共发行21支,发行规模23.73亿元,规模占比1.65%,较2022年下降了1.88个百分点。两年对比下来各级别发行规模占发行总量的比例变化不大。

发行利率整体稳定

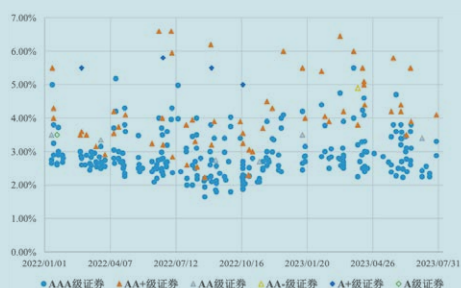
发行利率方面(见图2),从产品端看,Auto-ABS产品期限较短、基础资产历史表现良好同时收益稳定可观;从市场端看,2023年1—7月发行利率水平较去年基本稳定,整体仍处于很低水平。以AAA_{sf}级汽车贷款资产支持证券为例,2023年1—7月发行的Auto-ABS中AAA_{sf}级证券平均发行利率3.07%,较2022年上涨了20个bps,最高发行利率5.50%,最低发行利率2.23%;AA⁺_{sf}级证券平均发行利率4.71%,较2022年上涨了88个bps,最高发行利率6.45%,最低发行利率3.50%。同一级别下2023年1—7月各档证券的平均发行利率较2022年略有上涨,但整体仍处于较低水平。

三、存续期表现

存续产品相关指标表现

从联合资信2023年跟踪情况看,大部分存续Auto-ABS产品整体资产池信用表现与预期基本一致,虽有个别产品表现略微不及预期,但整体违约率仍处于较低水平,资产质量仍然较好。从公开披露的Auto-ABS数据来看(见图3),Auto-ABS累计违约率在0.00%~2.5%之间,除个别产品外,大部分产品累计违约率在1.50%以下。融资租赁公司发行的Auto-ABS产品累计违约水平整体高于汽车金融公司发行的同期限

图2 2022年及2023年1—7月Auto-ABS产品各级别证券发行利率情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

Auto-ABS, 主要系目标客户群体存在差异所致。汽车金融公司发行的Auto-ABS产品累计违约率的平均值为0.28%; 融资租赁公司发行的Auto-ABS产品累计违约率的平均值为0.47%, 整体高于汽车金融公司发行的同期限Auto-ABS累计违约水平; 商业银行发行的Auto-ABS产品由于样本量较少, 参考意义有限, 因此未对累计违约率平均值进行统计。

存续Auto-ABS产品由于厂家贴息较普遍, 入池资产中低利息资产较多, 借款人提前还款意愿偏低, 累计早偿率整体处于较低水平, 多分布在15%以下。从纳入统计的Auto-ABS产品来看, 账龄越长, 剩余期限越短, 早偿意愿越强, 累计早偿率越高。汽车金融公司资产包的累计早偿率总体略高于同期限融资租赁公司资产包。样本中, 汽车金融公司发行的Auto-ABS产品累计早偿率的平均值为5.49%, 融资租赁公司发行的Auto-ABS产品累计早偿率的平均值为4.26%, 商业银行发行的Auto-ABS产品由于样本量较少, 参考意义有限, 因此未对累计早偿率平均值进行统计(见图4)。

存续产品跟踪评级级别变动情况

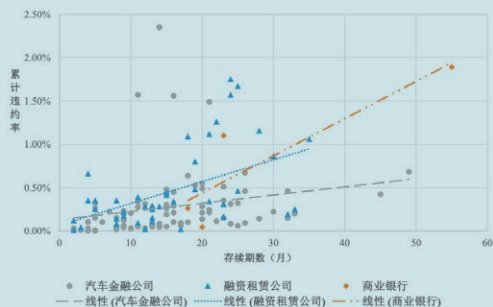
2023年度跟踪评级结果显示Auto-ABS产品的优先级和中间级证券兑付情况良好, 跟踪级别未出现下调情况。样本共涉及142只证券, 2023年跟踪评级



上调的Auto-ABS证券共有32只, 其中由 AA_{sf}^+ 调升至 AAA_{sf} 的证券27只, 由 A_{sf}^+ 调升至 AAA_{sf} 的证券1只, 由 AA_{sf} 调升至 AA_{sf}^+ 的证券3只, 由 A_{sf} 调升至 AA_{sf} 的证券1只。级别上调幅度平缓, 以上调1个级别为主; 跟踪评级结果未变化的证券共110只, 评级结果未变化的证券均维持 AAA_{sf} 级别, 但其实际违约风险存在不同程度的下降(见表1)。

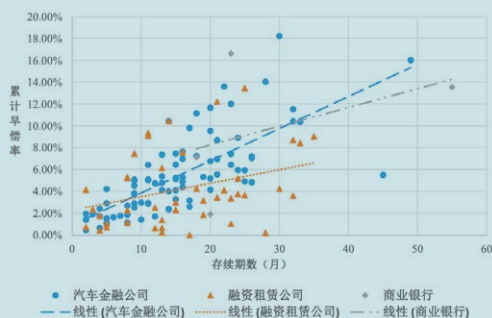
跟踪期内多数证券实际风险承受能力已有所提升, 主要原因是随着部分优先级证券本金陆续兑付以及超额利差累积形成了超额抵押, 剩余优先级证券信

图3 存续Auto-ABS资产池累计违约率情况



注: 累计违约率=逾期30天以上未偿本金余额之和/初始起算日资产池余额
数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 存续Auto-ABS资产池累计早偿率情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

表1 存续Auto-ABS产品证券级别变动情况(单位:只)

首次/ 上次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	总数
AAA _{sf}	110	-	-	-	-	-	110
AA ⁺ _{sf}	27	-	-	-	-	-	27
AA _{sf}	-	3	-	-	-	-	3
AA ⁻ _{sf}	-	-	-	-	-	-	0
A ⁺ _{sf}	1	-	-	-	-	-	1
A _{sf}	-	-	-	1	-	-	1
总数	138	3	0	1	0	0	142

数据来源: Wind, 联合资信整理

用支持水平提升,此外,基础资产剩余期限缩短提升了债务人违约成本,降低了资产池现金流的不确定性。在这两方面的因素共同作用下,随着产品的兑付,优先级证券的风险水平亦将呈现逐步下降的态势。

四、未来展望

新能源汽车发力,助力“双碳”目标实现

中国汽车工业协会统计数据显示,2023年1—7月新能源汽车销售完成452.6万辆,同比增长41.7%,市场占有率达到29%,已超额完成《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》提出的“到2025年,新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右”目标。随着我国各地充换电基础设施建设、新能源汽车下乡、换电模式试点工作的进一步推进以及购车优惠政策颁布,预计新能源汽车产业将加快市场化步伐,助力“双碳”目标的实现。随着新能源汽车销量的提升,未来以新能源汽车为基础资产的Auto-ABS产品也将更多的在证券化市场中展现。

发起机构动力充足,未来表现或将更加活跃

2023年上半年银行间市场的发起机构仍以汽车金融公司为主,随着汽车行业的发展及渗透率提升,汽车

金融公司尤其是厂商系汽车金融公司伴随着主机厂销量增加,贷款规模有望持续增加;2022年底,原银保监会发布的《汽车金融公司管理办法(征求意见稿)》明确汽车金融公司可以开展售后回租业务,预计未来汽车金融公司或将增加租赁Auto-ABS产品发行。作为发起机构的商业银行在2023年上半年表现仍然并不活跃,汽车贷款作为商业银行优质资产之一,或将在未来有更多的表现。随着融资租赁公司行业转型的加大,以及汽车金融行业的不断完善,越来越多的融资租赁公司将在证券化市场角逐,或将增加更多的发起机构进入Auto-ABS领域。

基础资产表现稳定,双重去杠杆效应使得证券的信用风险持续下降

根据对存续Auto-ABS产品的持续观测,除个别项目外,绝大部分产品底层资产的各项指标实际表现稳定,与预测情况基本一致,优先级证券兑付情况良好,并且得益于存续期资产端和券端的双重去杠杆作用,大部分可调级证券的级别得到了提升,预计2023年下半年存量优先级证券信用状况将保持稳定。基于已发行证券化产品的后期表现、各机构汽车贷款业务的历史违约记录 and 发起机构的经营稳定性,预计短期内作为基础资产的汽车贷款信用状况基本能够保持稳定。■

2023年消费贷ABS存续期跟踪表现

——消费贷ABS市场持续发展，发行利率波动下降，优先级证券信用风险持续下降

文 | 联合资信 崔健 律文秀 常皓 张玥

一、消费贷ABS市场发行情况

消费贷ABS发行单数和规模较去年同期有所增加

2023年，随着我国经济的持续恢复，居民消费需求稳步回暖，消费贷ABS发行单数和规模较去年有所增加。1—7月，消费贷ABS共发行108单，同比上升21.35%(见图1)，发行规模为1015.14亿元，同比上升26.71%(见图2)，这反映了消费贷ABS发起机构对于资金的需求增加，是消费市场回暖以及消费金融业务增长的积极信号。由于全市场资产证券化产品发行规模的收缩，消费贷ABS占资产证券化产品发行总规模的比重较上年同期上升3.03个

百分点至10.40%。

企业消费贷ABS发行依旧活跃，信贷ABS发行规模增长显著

从发行场所来看，2023年1—7月，交易所市场依然是消费贷ABS发行最活跃的市场，但相较2022年发行规模占比有所下降。2023年1—7月，交易所市场共发行94单企业消费贷ABS，发行规模合计717.59亿元，占消费贷ABS市场总规模的70.69%，相较于2022年下降9.39个百分点，但发行规模同比仍然增长2.96%。其中，互联网系机构共发行41单企业消费贷企业ABS，发行规模达376.85亿元，占消费贷ABS总发行规模的

图1 2018年—2023年7月国内消费贷ABS发行数量及数量占比
(单位: 单)



注：1. 企业资产支持证券简称“企业ABS”；信贷资产支持证券简称“信贷ABS”；资产支持票据简称“ABN”；2. 本次统计消费贷ABS，主要包括在交易所发行的个人消费贷款ABS以及银行间市场发行的个人消费贷款ABS和信用卡分期ABS，不包含对小微企业的经营贷ABS

数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2018年—2023年7月国内消费贷ABS发行规模及规模占比
(单位: 亿元)



数据来源：Wind，联合资信整理

37.12%，占比最高。

2023年1—7月，信贷ABS市场共发行14单消费贷ABS，发行规模合计297.55亿元，占消费贷ABS总发行规模的29.31%，发行规模同比增长212.29%，增长显著。具体来看，商业银行和消金公司共享信贷ABS市场，商业银行在发行规模上占较大比重（占比为63.85%）（见图3）。

2023年1—7月，ABN市场未发行消费贷ABN。

另外，保交所也是消费贷ABS重要的发行场所之一，发起机构以互联网系机构为主。

资产供应方格局变化不大，互联网系机构仍是最主要供给方

从底层资产供应方维度来看，2023年1—7月，互联网系机构仍是消费贷ABS的主要底层资产供应方，其共发行76单消费贷ABS，发行规模共计638.85亿元，占消费贷ABS市场总规模的62.93%。2023年1—7月间商业银行作为底层资产供应方贡献的消费贷ABS规模位列互联网系机构之后，共贡献13单，发行规模达227.98亿

元，占消费贷ABS总发行规模的22.46%。消金公司作为资产供应方在2023年1—7月发行单数与商业银行一致，共发行13单，但规模明显少于商业银行，发行规模为119.37亿元，占消费贷ABS总规模的11.76%（见图4）。

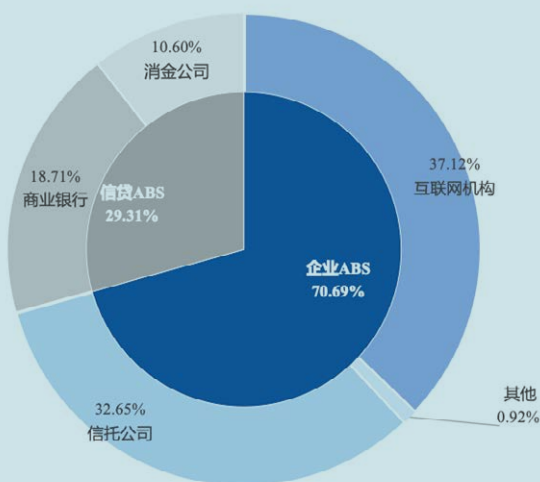
消费贷ABS发行利率整体呈现波动下降态势

2023年1—7月发行的消费贷ABS中，证券级别集中分布于AAA_{sf}和AA⁺_{sf}，预期期限集中分布于2年期及以下。对于AAA_{sf}级别证券，1年期及以下产品平均发行利率为2.88%，较去年平均水平下降17bps；1~2年期产品平均发行利率为3.31%，较去年平均水平上升23bps；对于AA⁺_{sf}级别证券，1年期及以下产品平均发行利率为3.24%，较去年平均水平下降50bps；1~2年期产品平均发行利率为3.80%，较去年平均水平上升34bps（见图5）。

整体看，2023年1—7月，由于市场资金面较为宽松，消费贷ABS发行成本仍处于低位，1年期及以下证券利率较去年平均水平有所下降，1~2年期证券发行利率较去年平均水平有所上升，主要系发行主体结构差异所致。总体来看，消费贷ABS发行利率在2022年12月达到小高峰，2022年12月以后，消费贷ABS发行利率整体呈现波动下降态势。

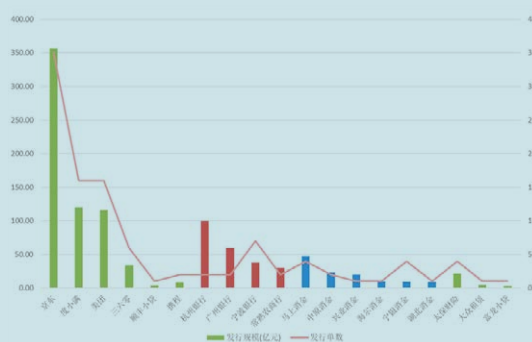
2023年1—7月，由于资金成本、发行场所不同等

图3 2023年1—7月各交易市场和各大类发起机构消费贷ABS发行规模占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图4 2023年1—7月各资产供应方消费贷ABS发行情况



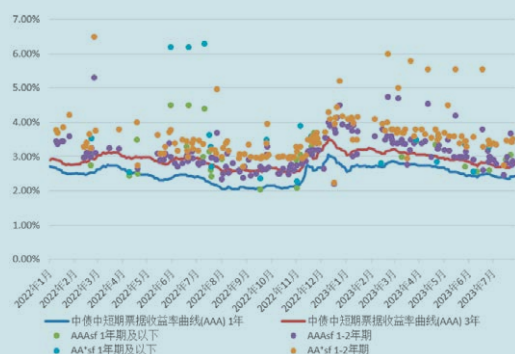
数据来源：Wind，联合资信整理

因素,不同发行主体消费贷ABS发行利率分化明显(见图6、7)。由于2023年1—7月发行的消费贷ABS以AAA_{sf}级别证券为主,因此我们此处分析以AAA_{sf}级别证券为例。2023年1—7月,AAA_{sf}级别消费贷ABS证券发行利率分布于[2.26%,4.80%]。整体来看,对于AAA_{sf}级别消费贷ABS证券来说,互联网机构和信托公司发行的证券利率离散程度较大,而消金公司和商业银行发行的证券利率差异相对更小;同时,商业银行整体发行利率在各发行主体中处于较低的水平。

二、消费贷ABS存续期表现情况

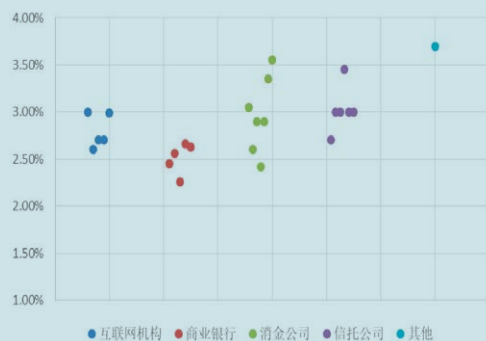
不同机构的入池资产表现存在一定差异,但大多符合各

图5 2022年1月—2023年7月消费贷ABS发行利率



数据来源: Wind、中国债券信息网, 联合资信整理

图6 不同发行主体1年期及以下AAA_{sf}级别消费贷ABS证券发行利率



数据来源: Wind、中国债券信息网, 联合资信整理

自的预期

由于数据可获得性,本文对消费贷ABS存续期表现观测,主要基于截至2023年7月底存续且已披露受托机构报告的26单银行间消费贷ABS产品和71单联合资信在2023年进行跟踪评级的交易所消费贷ABS产品。

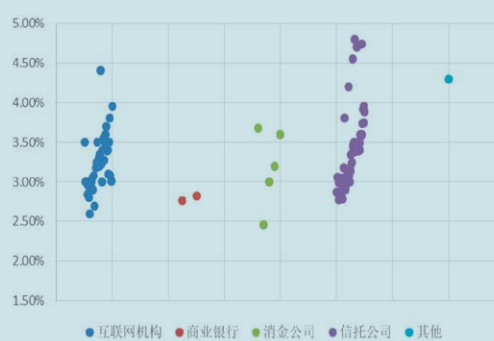
银行间消费贷ABS产品方面,根据累计违约率曲线,银行间消费贷ABS产品的累计违约率整体表现符合预期。存续的26单银行间消费贷ABS产品发起机构仅有商业银行和消金公司两个大类,银行整体客群更为优质,其作为发起机构的消费贷ABS产品入池资产表现略优于消金公司的资产表现(见图8、9)。

交易所消费贷ABS产品方面,从获取的跟踪评级数据显示,除个别项目外,大部分项目表现与首评预测基本一致,总体来看资产表现良好。同一存续时长下不同机构间的累计违约率有一定的差异,对于相同的机构来说,随着存续期拉长,累计违约率会增加(见图10)。

存续期兑付情况良好,无信用级别下调,且多数证券最终能调升至AAA_{sf}

根据银行间和交易所消费贷ABS样本中获取的跟踪评级数据,优先级和中间级证券兑付情况良好,跟踪级别无下调情况。样本共涉及证券196只,其中90只证券跟踪评级时级别上调,由AA_{sf}⁺调升至

图7 不同发行主体1~2年期AAA_{sf}级别消费贷ABS证券发行利率



数据来源: Wind、中国债券信息网, 联合资信整理

AAA_{sf}的证券71只,由AA_{sf}调升至AAA_{sf}的证券1只,由AA_{sf}⁻调升至AAA_{sf}的证券1只,由A_{sf}⁺调升至AAA_{sf}的证券3只,由A_{sf}⁻调升至AAA_{sf}的证券8只,由BBB_{sf}⁺调升至AAA_{sf}的证券2只,由AA_{sf}⁻调升至AA_{sf}⁺的证券1只,由A_{sf}调升至AA_{sf}⁺的证券2只,由A_{sf}⁻调升至AA_{sf}的证券1只。随着证券期限的缩短,基础资产的风险暴露期随之缩短,且消费贷资产具备小额分散的特质,分散度极高,基础资产信用质量稳定的情况下,也有助于维持循环结构下的资产池整体质量。同时分期付款的还款方式使得未来现金流的不确定性降低,资产池的整体质量随着证券期限缩短而提升。除此之外,消费贷ABS产品的超额利差在存续期积累的超额抵押会提升对优先级证券的信用支持。由此,资产池质量和交易结构两方面的改善使得消费贷ABS产品在跟踪评级时一般会调升信用评级结果。

跟踪评级结果未变化的证券共106只,其中有103只证券首评结果已经达到AAA_{sf},量化分析结果显示,首次评级即AAA_{sf}的证券即使信用等级不变,其实际风险承受能力也有不同程度的提升(见表1)。

三、总结与展望

1. 消费贷ABS市场将保持稳定持续发展。2023年

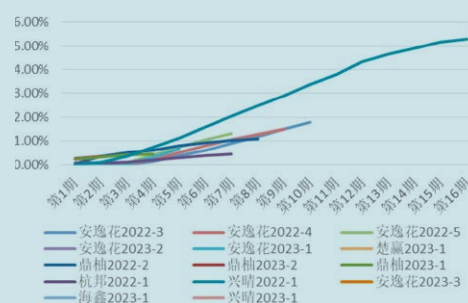
1—7月,消费贷ABS发行单数和规模较去年同期有所增加,其中信贷ABS发行规模增长显著。随着多项稳增长、促消费的政策措施落地,消费复苏态势稳定,而个人消费贷款作为促进消费的重要金融工具,将进一步发挥其在恢复和扩大消费中的基础性作用,与之匹配的消费贷ABS市场也将保持稳定持续发展。

2. 消费贷ABS发行利率整体呈现波动下降态势。

2023年1—7月,由于市场资金面较为宽松,消费贷ABS发行成本仍处于低位,消费贷ABS发行利率在2022年12月达到小高峰,2022年12月以后,消费贷ABS发行利率整体呈现波动下降态势。

3. 不同机构的入池资产表现大多符合各自的预

图9 截至2023年7月底存续的银行间消费贷ABS累计违约率



注：发起机构为消金公司

数据来源：受托机构报告，联合资信整理

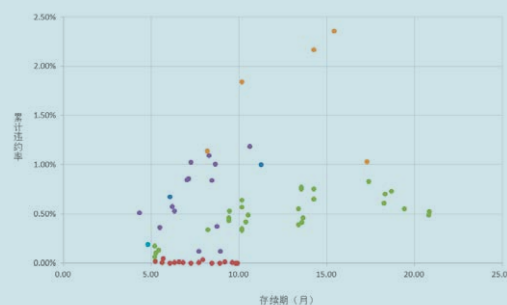
图8 截至2023年7月底存续的银行间消费贷ABS累计违约率



注：发起机构为商业银行

数据来源：受托机构报告，联合资信整理

图10 交易所消费贷ABS产品存续期累计违约率情况



注：1. 累计违约率=逾期90天以上未偿本金余额之和/累计循环购买本金金额；2. 上图中同一色系散点图为同一资产方

数据来源：联合资信整理

期，优先级证券信用风险持续下降。2023年以来，消费市场呈回暖趋势，从存续期表现来看，除个别几单项目表现不及首评预期外，整体符合预期；优先级

证券存续期兑付情况良好，无信用级别下调，证券级别多数调升至AAA_{sf}，优先级证券信用风险持续下降。

表1 银行间和交易所消费贷ABS产品跟踪级别变化情况 (单位: 只)

首次/ 上次评级	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AA _{sf}	AA ⁻ _{sf}	A ⁺ _{sf}	A _{sf}	A ⁻ _{sf}	BBB ⁺ _{sf}	总数
AAA _{sf}	103	-	-	-	-	-	-	-	103
AA ⁺ _{sf}	71	3	-	-	-	-	-	-	74
AA _{sf}	1	-	-	-	-	-	-	-	1
AA ⁻ _{sf}	1	1	-	-	-	-	-	-	2
A ⁺ _{sf}	3	-	-	-	-	-	-	-	3
A _{sf}	-	2	-	-	-	-	-	-	2
A ⁻ _{sf}	8	-	1	-	-	-	-	-	9
BBB ⁺ _{sf}	2	-	-	-	-	-	-	-	2
总数	189	6	1	-	-	-	-	-	196

数据来源: Wind, 联合资信整理



日本央行“意外”调整货币政策，产生影响几何？

文 | 联合资信 程泽宇

7月日本央行利率决议“意外”释放出退出超宽松货币政策的信号，但本次货币政策调整依旧较为温和且谨慎，短期内发生货币政策“急速转弯”的可能性较低，中长期将稳步走向货币政策正常化的道路

2023年4月，经济学家植田和男正式出任日本央行行长，市场预期其上任后将会带动日本货币政策逐步回归正常化，因此市场紧密关注日本央行将如何调整已持续十余年之久的大规模量化宽松政策。在7月日本央行公布最新利率决议之前，市场普遍预期日本央行将维持收益率曲线控制（YCC）政策不变。但是，7月28日日本央行“意外”宣布调整YCC政策，变化主要体现在两点（见图1）：一是在允许10年期日本国债收益率在目标水平 $\pm 0.5\%$ 左右波动的情况下，以区间上限为参考，更加灵活地进行收益率曲线控制。“灵活地进行收益率曲线控制”这一说法尽管是温和调整YCC曲线的措辞，但日本央行此举旨在放松YCC上限至 1.0% 左右（非硬性限制）。二是为减轻对债券市场功能的影响，日本央行将调整固定利率操作，每个工作日以 1% （高于此前 0.5% ）的利率购买10年期日本国债，释放出将退出超宽松货币政策的信号。

虽然本次日本央行的货币政策调整释放出收紧信号，但调整方式依旧较为温和谨慎，短期内发生货币政策“急速转弯”的可能性较低。一方面，由于日本长期奉行

负利率政策，日本国内外投资者都以日元作为避险货币和零成本货币，如果日本央行大幅调整货币政策，可能会加速投资者降低日元负债并增加日元资产，进而引发全球资本市场的波动和重新配置。植田和男也多次公开释放“鸽派”信号，表明当下的宽松货币政策是合理的，以缓解市场情绪并防止金融市场剧烈波动。另一方面，日本政局此前曾出现“七年六相”的动荡局面，而安倍政府的上台不仅结束了这一动荡局面，还结束了日本政坛自1989年以来的“扭曲国会”现象，安倍所在政党自民党在日本政坛的影响力较为深远。“安倍经济学”的长期推行与安倍政府所绑定，尽管安倍晋三因遇刺离世，但现任首相岸田文雄与安倍同属日本自民党，执政理念保持一致，岸田文雄之所以启用“平衡派”植田和男，也是希望在各方利益平衡下以温和的方式逐渐调整货币政策，因此短期内不会出现货币政策的“急速转弯”。从长远看，日本央行将沿着“调整YCC政策、退出YCC政策、退出负利率政策”的步骤，稳步走向货币政策正常化的道路。

为增加债券市场的流动性、释放汇率贬值压力以及缓解日本的通胀压力，日本央行亟待通过调整YCC政策来恢复经济的可持续发展，其中通胀压力高企成为本次日本央行调整货币政策的最主要原因

日本央行自2016年开始实施YCC政策，即日本央行通过购买国债操作控制短期和长期利率，将短期国债收益率维持在 -0.1% ，将10年期国债收益率维持在 0% 。但长此以往，日本央行对收益率曲线的极端控制引发了一系列问题，不利于经济的可持续发展。

一是日本国债交易活跃度下滑，对日元信用和金

图1 7月日本央行收益率曲线控制政策调整



数据来源：日本央行，联合资信整理

融体系造成直接冲击。日本央行持有国债占比由2012年末的10%左右逐步飙升至2022年末的51%，随着日本央行持有国债的比例持续上行，债券市场其他主体持有的国债比例在持续下降，并且有相当一部分比例的国债被银行和保险公司等机构以持有到期为目的，导致国债交易活跃度持续下滑，且国债定价被严重扭曲。再者，央行货币创造后直接50%流入财政，导致日元脱离了市场流动性，引发了挤出私人投资者、加剧市场流动性枯竭的担忧，长此以往会对日元信用和金融体系造成直接冲击。

二是日美利差严重倒挂加剧了日本资本外流以及日元贬值。随着2022年全球主要央行转向强势加息，日本央行持续超宽松的逆周期调节政策增大了金融市场的套利压力。截至2023年6月末，1年期、5年期、10年期日美利差由疫情前的-156个、-167个和-188个BP纷纷走扩至-553个、-405个和-338个BP，不同期限债券利率之间以及现货和期货市场之间的套利空间愈发显著，加剧了日本的外资流出压力。2021年和2022年日本资本和金融项目中的证券投资分别流出22万亿日元和19万亿日元，受此影响，2022年美元兑日元汇率一度飙升至150以上，日元较年初贬值超45%，2023年上半年日元继续贬值，较年初贬值约10%（截至6月末），日元汇价跌至33年来的最低水平。

三是持续走高的粘性通胀与超宽松货币政策存在一定矛盾。2022年俄乌冲突引发大宗商品价格飙升，由于日本严重依赖大宗商品进口，3月能源CPI同比增幅攀升至20.8%的历史新高，相应带动日本的物价水平由通货紧缩逐步转为通货膨胀。2023年1月日本CPI增幅飙升至4.3%，创1981年7月以来新高，其中日本能源CPI同比增幅仍高达14.6%，成为推动日本物价走高的主要原因。之后能源价格得到显著回落，日本能源CPI同比增幅在2023年6月下降至-6.6%，但由于食品价格持续走高，当月CPI增幅仍高达3.3%，连续14个月高于日本央行2%的通胀目标，说明日本通胀粘性较大（见图2）。持续走高的刚性通胀会抬升市场的通胀预期，相应带动债券收益率上行，与当下日本央行超宽松的货币政策存在一定矛盾。此外，由于日本之前长期

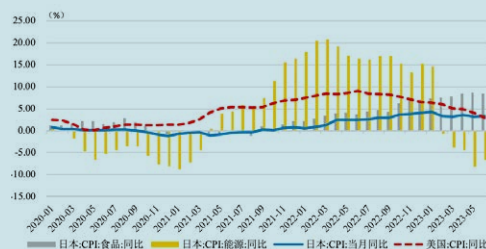
处于通货紧缩之中，2023年6月日本的通胀压力（3.3%）8年来首次超过美国（3.0%），日本央行还将核心CPI预期由1.8%上调至2.5%，表明通胀压力已经成为日本央行需要及时应对的首要问题，也成为本次日本央行调整货币政策的最主要原因。

日本央行调整YCC政策会加速日本投资组合从海外市场转向日本，短期内会对美国、欧洲以及澳大利亚等国的国债造成一定回撤冲击，但回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控

日本10年期国债收益率对全球资产定价起到“全球风险资产锚”的效果，日本央行调整YCC政策会导致欧美债市资金回流日本。目前日本央行是全球唯一一个仍在执行货币宽松政策的主要发达经济体央行，关键短期利率依旧维持在-0.1%不变，而美联储联邦基金利率已经通过11次加息上升至5.25%~5.50%区间，欧洲央行政策性利率（边际借贷便利利率）也通过9次加息后达到4.50%。日本央行超宽松的货币政策衍生出日本国内可投金融资产收益率低下、日元汇率持续走低等问题，越发彰显出海外金融资产的套利空间，因此国际资金通常会以低利率在日本借入日元并在全球其他市场买入高回报资产来进行套利。根据国际清算银行（BIS）数据显示，截至2022年末，日本商业银行出借国际投资者的海外敞口总规模约为2万亿美元。

从债券市场看，随着全球负利率时代已经进入尾声，市场普遍认为日本央行的超宽松货币政策难以为继，于是

图2 2020年以来日本和美国的CPI增幅



数据来源：Wind，联合资信整理

早已提前布局。截至2022年四季度末,日本国际投资头寸的证券投资规模年内回落约49万亿日元(约合3500亿美元),三、四季度同比增幅均转为负值。2022年日本国内投资者抛售了创纪录的23.8万亿日元(约合1810亿美元)的海外债券,创1996年以来最高水平;同时净买入30.3万亿日元(约合2220亿美元)的日本政府债券,创近10年以来的最高水平。截至2022年末,日本投资者在全球20个主要固定收益市场中的净卖出量占比为70%,其中欧洲和澳大利亚的净流出量最大,日本也是美国国债最大的债权国,并连续多月减持美债,因此日本央行货币政策的收紧或引发全球债市的调整。

日本央行调整YCC货币政策令日元汇率与日本国债收益率双双趋涨,无形间大幅压缩日元利差交易的实际收益,导致这些资本纷纷回流日本,引发全球国债价格调整。7月28日日本央行调整YCC政策后,新发10年期日本国债收益率一度涨至0.575%,突破0.5%上限并创2014年9月以来最高。考虑到日本投资者不但持有巨额美国国债,还买入大量欧洲与澳大利亚等高收益国债,日本10年期国债收益率走高同步引发全球债市调整,美国10年期国债收益率升幅超过10个BP,两周多来首次盘中升破4.0%;澳大利亚和欧元区的10年期国债/公债收益率盘中纷纷走高。若日本国债收益率继续回升会导致日本与其他国家之间的国债利差持续缩小,或导致日本投资者纷纷抛售美国、欧洲、澳大利亚等高收益国债将资金回流国内,无疑将加剧全球国债收益率上涨压力。不难看出,日本YCC政策调整会加速日本投资组合从海外债券转向日本本国债券,短期内会对美国、欧洲以及澳大利亚等国的国债造成一定回撤冲击,但考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势,回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控。

日元汇率和全球风险资产短期内或有所波动,但调整幅度或将有限;中长期日本央行YCC政策有望稳步退出,日元汇率和全球风险资产或将面临一定调整压力

从外汇市场来看,因日元长期处于贬值通道而成

为低成本的融资货币,国际投资者通常会借入日元为购买高收益资产提供资金,但7月日本央行的利率会议释放加息信号,当天美元兑日元汇率一度跌至138,日元汇率升值预期走强或引发套息交易平仓的风险,因为日元升值会给日元利差交易带来较大的汇兑损失,迫使日本投资机构更快撤回投向海外的套利投资资金。从短期看,虽然在7月利率决议前,美元兑日元的一周隐含波动率已经跃升至近4个月以来的新高,同时用于对冲日元升值风险的美元兑日元一周风险逆转指数也升至3年以来新高,说明市场已经准备应对日元可能走高带来的汇率风险。但考虑到日本央行未来发生货币政策“急速转弯”的可能性较低,日元汇率不具有急速攀升的风险,因此短期内日元会以双向波动为主,但调整幅度较为有限。从中长期看,在日本央行逐步收紧货币政策和欧美央行加息周期走向尾声之间存在一定政策相反阶段,或在一定程度上吸引资金从美元等外国资产回流日本,带动日元重回升值区间。

从全球资本市场来看,日本央行利率决议会影响全球风险情绪。2023年以来,受益于美国经济“转着陆”预期增强以及科技创新红利支撑,美国三大股指纷纷走高,相应增强了美国投资者的风险偏好。7月27日,日本央行提前放出讨论调整YCC政策的消息后,美股涨势迅速逆转,道琼斯工业指数终结1987年来最长连涨;7月28日,日本央行的利率会议正式公布后,日经225指数一度收跌0.4%,全球风险资产迎来小幅调整。综合来看,在日本经济走出持续约30年通货紧缩的主基调下,投资者情绪依旧较为乐观,预计短期内日本股市依旧波动向好,而美国股市在经济“软着陆”预期和人工智能技术快速发展的支撑下,股票市场短期内依旧向好发展,因此日本央行YCC政策调整短期内对全球风险资产的调整幅度较为有限。从中长期看,日本央行YCC政策有望稳步退出,日元升值压力或逐步加大,由于日元汇率与日本股市呈现“跷跷板”态势,因此日本股市存在一定调整压力,而日本股市调整对其他国家的风险资产也会产生一定传导效应。///

生猪养殖行业观察及2023年下半年信用风险展望

文|联合资信 华艾嘉 李敬云

一、行业周期回顾

生猪的供需期间错配导致猪价波动，而生猪供给是猪周期形成的关键因素。2000年以来，中国共经历了5轮猪周期。本轮猪周期从2018年开始，目前处于第5个猪周期结尾与第6个猪周期起步间的磨底过渡阶段。

在猪周期运行逻辑中，生猪的供需错配导致猪价波动。中国居民对生猪需求整体保持相对稳定，因而，生猪供给是猪价波动的关键因素。能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需4个月，能繁母猪受孕分娩约需114天，仔猪育肥至出栏约需6个月；能繁母猪存栏量决定了未来10~12个月生猪出栏量。当猪价处于上升周期时，养殖盈利提升，母猪存栏增加，预示着未来10~12个月的商品猪供应增幅较大；当供应规模大、需求相对不足，猪价开始下降，养殖利润减少，养殖户淘汰能繁母猪，能繁母猪存栏下降，产能去化；当能繁母猪产能下降到一定程度时，预示着未来10~12个月商品猪供应减幅较大，可能出现供给不足，猪价触底。因此，每轮猪周期持续时间约3~5年。2000年以来，中国经历了5轮猪周期（见图1）。

第1轮猪周期为2000—2006年，促成周期拐点的关键事件为3次疫情。2003年5月爆发非典疫情，中国生猪养殖场停摆、宰杀母猪、减少补栏以及交通运输困难等导致生猪产能减少。2004年禽流感疫情爆发，猪肉供不应求，猪价进入上行通道，受益于此，生猪养殖行业利润高企，养殖户补栏拉动产能增长。2005年爆发猪链球菌病，猪肉需求降低，叠加前期生猪供给大幅提升，

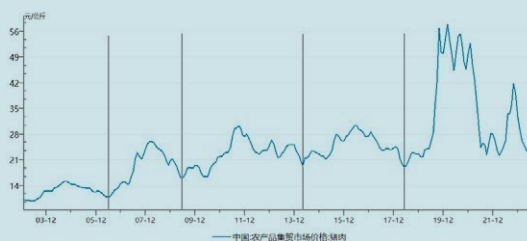
加剧了猪价下行节奏，猪价于2006年中触底。

2006—2009年的第2轮猪周期中，关键事件为蓝猪耳疫病的爆发。2006年猪价已处于阶段性低位，行业大量去化产能，2007年蓝猪耳疫病爆发，前期产能去化叠加疫病导致生猪存栏量急速下降，供需关系反转，猪价进入上行阶段；高利润导致猪价上行持续20个月，同时生猪出栏量持续增长。此后，随着“瘦肉精”和“甲型H1N1流感”等事件相继发生，猪肉需求减少，猪价进入下行阶段。

第3轮猪周期发生于2009—2014年，属于典型的猪周期。本轮猪周期中未发生影响供给的重大外部事件，因此供需矛盾相对不尖锐，整体周期拉长，猪价与产能变动趋势较平缓。

第4轮猪周期为2014—2018年，2014年以来，中国政府陆续出台《环境保护法》《水污染防治行动计划》和《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》等，开始实施严格的环保禁养规定，并提升生猪养殖业的规模化程度，导致大量散养户退出市

图1 中国猪价变动情况



数据来源：Wind，联合资信整理

场, 生猪和能繁母猪存栏持续减少。猪价在2014年5月见底以后, 一路上行至2016年中旬, 其中2015年上半年爆发的猪丹毒疫情起到推波助澜的作用。环保政策影响产能出清及规模化养殖后生猪出栏效率的提升为下一轮猪周期的极端情况埋下伏笔。

目前, 生猪养殖行业正在经历第5轮猪周期, 处于第5个猪周期结尾与第6个猪周期起步间的磨底过渡阶段。自2018年8月非洲猪瘟在中国爆发以来, 中国生猪养殖户加速生猪出栏, 减少补栏。2019年9月, 中国能繁母猪存栏量降至1913万头, 为2009年以来的历史最低点。随着能繁母猪存栏量的减少, 生猪供给紧张, 猪价止跌回升。猪肉价格分别于2019年10月和2020年2月达到56.94元/公斤和57.97元/公斤的历史高点, 养殖户陆续补栏。2020年上半年, 在非洲猪瘟疫情叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下, 能繁母猪存栏量及生猪出栏量仍处低位, 猪肉价格继续高位运行, 生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏积极性; 2020年11月, 中国能繁母猪存栏量突破4100万头, 生猪产能开始集中释放。2021年以来, 生猪产能供给过剩带动猪价进入快速下行通道。

二、行业现状

本轮猪周期从2018年开始, 2021年以来, 猪周期进入下行通道, 2021年6月起, 生猪养殖企业收益击穿成本, 行业进入亏损状态, 生猪养殖企业面临猪价下行和饲料成本上涨双重压力。中国能繁母猪存栏量自2021年6月底达到本轮猪周期峰值后下行整理, 2022—2023年上半年, 能繁母猪存栏量仍处于较高水平。2021以来, 生猪出栏量快速增加, 虽然2022—2023年上半年生猪出栏量增速有所放缓, 但产能过剩情况延续, 猪价在低位震荡徘徊。

本轮猪周期自2018年开始, 受非洲猪瘟及保供措施快速扩张产能影响, 本轮猪周期较之前几轮波动更

为剧烈。2021年初以来, 猪周期进入下行通道, 生猪产能加速释放, 猪价持续下跌。2021年6月起, 生猪养殖企业收益击穿成本, 行业进入亏损状态; 同时, 能繁母猪存栏量于2021年6月底达到本轮猪周期峰值。2022年以来, 猪肉价格整体在较低区间震荡。

产能与产量

截至2020年底, 中国能繁母猪存栏量为4161万头, 超过上一个上行期(2015—2017年)的平均水平。2021年以来, 能繁母猪存栏量持续增加。根据国家统计局数据, 截至2021年6月底, 中国能繁母猪存栏量为4564万头, 达到本轮周期峰值; 2021年7月, 能繁母猪存栏量迎来连续增长21个月后的首次下降。2022年一季度, 随着猪价下行, 农户养殖意愿减弱, 能繁母猪存栏量有所下降, 于4月底降至全年底部4177万头; 随着下半年猪价回升, 农户补栏意愿增强, 能繁母猪存栏量有所增长。截至2022年底, 中国能繁母猪存栏量4390万头, 较上年底微增1.41%; 以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照, 农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为4100万头; 2022年底能繁母猪存栏约相当于正常保有量的105.59%, 2022年底全国能繁母猪存栏量略高于产能调控绿色合理区域(3895万头~4305万头)上限。进入2023年后, 由于猪价下跌及非洲猪瘟影响, 能繁母猪存栏量开始缓慢下降, 截至2023年7月底, 能繁母猪存栏量降为4271万头, 较2022年底下降2.71%, 约相当于正常保有量的104.17%, 整体仍处于较高水平(见图2)。

生猪出栏方面, 一方面受2020年底行业高景气度影响, 能繁母猪存栏充裕, 另一方面随着2021年以来猪价持续下降, 市场上生猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪, 2021年中国生猪出栏量为67128万头, 同比增加27.40%。能繁母猪存栏量决定了未来10~12个月生猪出栏量, 2021年6月底为本轮周期能繁母猪存栏量峰值; 2022年以来, 由于前期能繁母猪存栏量处于高位, 生猪出栏量继续增加, 但生猪

出栏增速有所下降。具体看, 2022年, 中国生猪出栏量69995万头, 同比增长4.27%; 2023年1—6月, 中国生猪出栏量37548万头, 同比增长2.63% (见图3)。

行业上下游

生猪养殖业的上游为农作物生产行业, 饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料, 以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料, 原材料成本占饲料生产成本的比重约为75%~80%, 养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。

主要饲料原材料价格自2020年以来呈上升态势, 2022年以来, 受国际局势等因素影响, 粮食及饲料价格继续攀升; 截至2022年底, 小麦、玉米和豆粕价格分别为3204.30元/吨、2822.90元/吨和4698.40元/吨, 较2021年底分别提高13.13%、7.57%和32.75%; 2023年以来, 饲料原料价格先降后升, 整体处于较高水平。饲料原材料价格高位运行拉动饲料价格同步高位震荡, 对生猪养殖企业的成本控制形成较大压力。

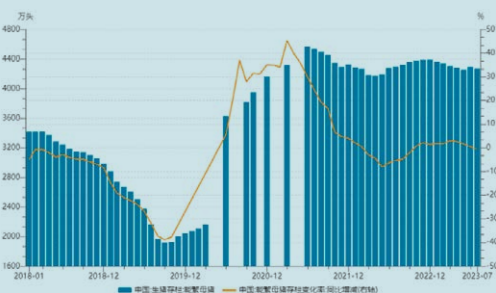
根据国家统计局数据, 2020—2022年, 中国人均猪肉消费量分别为18.2公斤、25.2公斤和26.9公斤, 同比分别下降10.34%、增长38.46%和增长6.7%, 在猪肉价格较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按14亿人口进行计算, 全国居民家庭消费猪肉3766万吨, 折合生猪4.76亿

头, 在2022年全国生猪出栏量中所占的比重约为68%; 就全国居民家庭猪肉消费量来看, 目前全国猪肉供大于求。此外, 在中国饮食和烹饪体系下, 猪肉消费为刚性需求, 供给端基本决定了猪肉价格。

生猪及猪肉价格

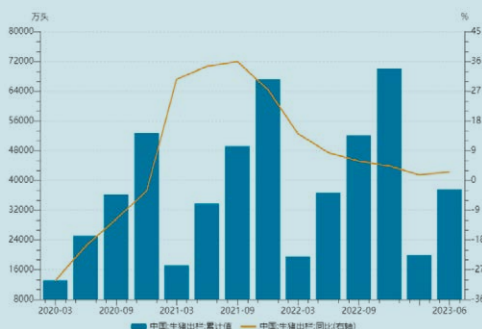
根据中国猪肉消费习惯, 猪肉价格主要由供给端决定。自2018年非洲猪瘟爆发以来, 中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏, 生猪产能供给紧张, 猪肉价格高位运行; 受生猪存栏增加、种群密度加大, 能繁母猪中三元母猪占比较高, 非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快等因素影响, 中国生猪养殖难度加大、供应紧张, 2020年底—2021年初, 猪肉平均价格仍保持在高位。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨, 2020年11月, 能繁母猪存栏量突破4100万头。进入2021年后, 生猪产能开始集中释放, 生猪价格快速走低, 生猪养殖行业景气度大幅下降, 中国22省市生猪平均价格自2021年1月8日36.34元/公斤的高点震荡下跌, 6月已跌破行业平均成本线 (约16~19元/公斤), 于10月8日下探至10.78元/公斤的年内低点。2021年四季度—2022年一季度, 受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响, 猪价小幅回升, 整体仍在低位区间震荡。2022年二、三季度, 猪价开始缓慢上涨, 其

图2 中国能繁母猪存栏情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 中国生猪出栏情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

中,三季度猪价维持较低水平运行,四季度受部分养殖户二次育肥、压栏及周期性因素的影响,猪价快速上涨至10月底的年内高点,22个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为51.76元/千克、27.46元/千克和37.23元/千克;2022年11月—2023年上半年,受前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给,压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高,以及节后需求下降等综合因素影响,猪价有所回落(见图4)。

三、行业政策

从政策上看,随着2021年以来中国猪周期异常运行,国家出台相关政策,以推动生猪产能恢复常态。2022年下半年以来,猪价回升,国家投放猪肉储备,以保障供给。相关政策有利于加强国家对规模化猪场的产能监控,有利于稳定生猪产能,提升行业集中度,平缓猪价震荡,减小猪周期波动幅度。

2022年2月,《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出,要稳定生猪生产长效性支持政策,稳定基础产能,防止生产大起大落。

2022年7月和9月,中华人民共和国国家发展和改革委员会(以下简称“国家发改委”)两次约谈中国畜牧业协会、肉类协会以及多家大型生猪养殖企业和屠宰企

业,要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪,不盲目压栏,提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格,不得串通涨价;明确表示将适时采取储备调节、供需调节等有效措施,防范生猪价格过快上涨,并会同有关部门加强市场监管,严厉惩处捏造散布涨价信息、哄抬价格等违法违规行为,维护正常市场秩序,促进行业长期健康发展。

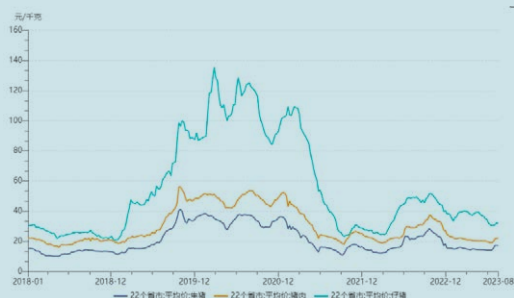
2023年2月,《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》指出,落实生猪稳产保供省总负责,强化以能繁母猪为主的生猪产能调控;严格“菜篮子”市长负责制考核。

收储和放储方面,2022年以来由于生猪价格持续下跌,猪粮比价一度跌至4.89:1,触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警。为防止生猪价格过度下跌,提振市场信心,上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知,实际收储量为10.14万吨。2022年4月以来,猪价开始触底回升,为稳定生猪行情,2022年9月,根据华储网发布的《关于2022年9月8日中央储备冻猪肉出库投放竞价交易有关事项的通知》,国家发改委于2022年以来首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价,并于9月、10月和11月多批次投放猪肉储备13.71万吨,且全部成交。2023年以来猪价回落,为维护猪肉市场稳定,商务部会同国家发展改革委、财政部开展年内第一批中央储备猪肉收储工作,完成收储量7100吨。随着玉米价格高涨叠加猪价回落,猪粮比于2023年7月跌破5:1警戒线,商务部会同国家相关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作,完成收储量2万吨。

四、行业内企业运营及信用状况分析

2022年,生猪养殖成本端持续承压,猪价波动趋缓,大部分生猪养殖企业盈利能力及现金流情况有所好转,信用展望有所上调;部分企业被下调信用级别或

图4 中国仔猪、生猪和猪肉价格情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

展望,但未发生实质性违约;样本企业无新发债券,到期债券规模大于2021年。2023年上半年,猪价回落,生猪养殖企业盈利能力及获现能力指标同比下降,财务杠杆表现弱化;2023年1—8月,样本企业无新发债券,到期债券仍有一定规模,呈现融资净流出态势。

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)选择了牧原食品股份有限公司(以下简称“牧原股份”)、江西正邦科技股份有限公司(以下简称“正邦科技”)、温氏食品集团股份有限公司(以下简称“温氏股份”)、新希望六和股份有限公司(以下简称“新希望”)和天邦食品股份有限公司(以下简称“天邦食品”)5家生猪养殖上市公司作为样本,以分析行业内企业运营情况。

行业内企业财务表现

2022年以来,受国际形势等因素影响,饲料价格维

持高位,同时非洲猪瘟疫情常态化加大生猪养殖企业管理难度,生猪养殖行业成本端持续承压。从销售端来看,2022年,猪价先降后升、波动幅度较2021年趋缓,除正邦科技仍大额亏损外,样本企业盈利能力整体有所回升,实现亏损额收窄或扭亏为盈(见表1)。2023年上半年,能繁母猪存栏量回升,猪价有所回落,样本企业均出现不同程度亏损(见表2)。为维护生猪市场稳定,国家出台相关调控政策,生猪产能和猪价有望保持在可控区间浮动,但生猪产能整体饱和,预计2023年下半年生猪养殖企业业绩回升空间有限。

现金流方面,2022年,除正邦科技经营活动现金净流出规模同比扩大外,其他样本企业经营活动现金净额均转正或净流入增加。2023年上半年,样本企业中,正邦科技缩减出栏,经营活动现金净流出收窄;温氏股份和新希望经营活动现金流表现有所改善;天邦食品和牧原股份因存货增加、收现错配,经营活动现金净流入额

表1 样本企业2022年相关数据(单位:亿元、万头)

项目	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦食品
生猪销售量	6120.10	844.65	1790.86	1461.39	442.15
生猪销售量同比增速(%)	52.00	-43.41	35.49	46.46	3.31
现金类资产	208.57	7.84	74.75	117.40	9.70
资产总额	1929.48	234.59	980.84	1366.79	195.52
所有者权益	880.70	-113.56	429.15	437.15	39.86
短期债务	420.14	193.67	87.93	297.52	43.76
全部债务	635.79	234.55	318.26	675.41	56.91
资产负债率(%)	54.36	148.41	56.25	68.02	79.61
资产负债率-2021年底(%)	61.30	92.60	64.10	64.98	79.93
资产负债率-2020年底(%)	46.09	58.56	40.88	53.06	43.25
全部债务资本化比率(%)	41.93	193.87	42.58	60.71	58.81
营业收入	1248.26	144.15	837.08	1415.08	95.71
营业收入-上年同期	788.90	476.70	649.54	1262.62	105.07
利润总额	149.30	-143.38	58.15	-17.60	4.76
利润总额-上年同期	76.11	-190.79	-131.44	-90.91	-43.99
销售毛利率(%)	17.50	-27.55	15.54	6.64	14.28
流动比率(倍)	0.80	0.15	1.47	0.71	0.37
经营活动产生的现金净额	230.11	-54.68	110.75	92.38	6.58
经营活动产生的现金净额-上年同期	162.95	-22.04	7.66	5.01	-5.56

数据来源: Wind, 联合资信整理

减少或净流出。

财务杠杆方面，2021年猪价下行，生猪养殖企业举债储备资金、维持日常经营，截至2021年底，样本企业资产负债率同比均有较大幅度提升。2022年猪价波动幅度趋缓且受限于融资环境，截至2022年底，除正邦科技资产负债率较上年底大幅上升外，其他样本企业资产负债率变化不大；位于行业前列地位的牧原股份、温氏股份和新希望现金类资产规模较大，抗风险能力较突出。截至2023年6月底，随着猪价下降，样本企业资产负债率较上年底小幅提升。

行业内企业一级市场概况

2022年，样本企业中4家有公开级别且尚在有效期内，级别分布为BBB~AAA（见表3）。2022年以来，猪价在触底后振幅趋缓，除正邦科技级别和展望下调外，其他样本企业级别和展望无变化。2023年1—8月，4家样本生猪养殖企业公开且有效期内的级别分

布为CC~AAA，正邦科技级别继续下调，牧原股份展望上调。

2023年6月27日，中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）将牧原股份评级展望由负面调整至稳定，维持AA⁺主体信用评级，调整原因为：牧原股份2022年盈利及获现水平大幅改善，定增完成令资本实力提升，偿债指标改善，叠加行业龙头地位稳固，猪肉产业链完善，规模、成本和技术优势更为显著以及融资渠道畅通等因素对公司整体信用实力的支持。

2022年6月—2023年8月，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）陆续将正邦科技主体信用等级及展望由AA、稳定下调至CC、负面；2022年，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）陆续将正邦科技主体信用等级由AA下调至BBB⁻。

2022年，5家样本企业共有5支债券摘牌兑付，兑付规模48.30亿元，较上年增加17.30亿元，到期债券均

表2 样本企业2023年上半年相关数据（单位：亿元、万头）

项目	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦食品
生猪销售量	3026.50	298.91	1178.57	899.40	306.33
生猪销售量同比增速 (%)	-3.24	-38.31	47.21	31.33	47.34
现金类资产	175.82	6.42	56.86	115.67	10.94
资产总额	1919.21	216.06	950.71	1351.31	191.89
所有者权益	766.56	-129.86	367.77	381.15	27.28
短期债务	556.29	73.32	106.81	203.85	16.69
全部债务	788.66	102.45	297.19	549.55	28.67
资产负债率 (%)	60.06	160.10	61.32	71.79	85.78
全部债务资本化比率 (%)	50.71	-373.71	44.69	59.05	51.24
营业收入	518.69	41.52	411.89	694.53	47.36
营业收入-上年同期	442.68	100.78	315.35	623.30	39.26
利润总额	-27.85	-20.94	-46.20	-34.31	-12.57
利润总额-上年同期	-74.22	-48.67	-34.31	-50.24	5.86
销售毛利率 (%)	1.42	-12.29	-4.40	1.81	-7.45
流动比率 (倍)	0.71	0.11	1.10	0.58	0.33
经营活动产生的现金净额	-10.44	-2.57	28.01	19.82	0.87
经营活动产生的现金净额-上年同期	1.90	-11.98	6.96	-11.34	3.06

数据来源：Wind，联合资信整理

已正常兑付（见表4）。2022年，受制于融资环境，样本企业无新发债券，呈融资净流出态势。2023年1—8月，5家样本企业共有4支债券摘牌兑付，兑付规模37.00亿元，较上年同期减少6.00亿元，到期债券均已正常兑付。样本企业无新发债券，呈直接融资净流出态势。

五、2022年下半年行业展望

本轮猪周期于2021年初进入下行通道，目前处于2000年以来第5个猪周期结尾与第6个猪周期起步的磨底过渡阶段，生猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到能繁母猪存栏量自2021年7月达到峰值后虽小幅震荡减少，但整体处于高位；2022年三、四季度农户能繁母猪补栏热情增加，预计2023年全年猪肉供给较为充足，但产能去化仍将是全年行业运行主基调，猪价在低位震荡徘徊后，有望迎来猪周期上行机

会。叠加种猪及猪苗成本下降、养殖效率提升，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计2023年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和动物疫病防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，由于养猪的时间较长，因此养猪具有更加明显且稳定的周期特征。一个“猪周期”通常是3~5年，随着行业发展，养猪企业与养殖户的规模逐步增大，在行情低迷期的维持能力增强，“猪周期”也在逐渐拉长。自2000年以来，中国已经经历了5个猪周期，目前处于第5个周期结尾与第6个周期起步间磨

表3 2021年—2023年8月生猪养殖行业样本企业发债主体级别变更情况

发行人中文名称	主体级别	评级展望	级别变动方向	评级时间
新希望	AAA	稳定	维持	2023-06-26 (联合资信)
温氏股份	AAA	稳定	维持	2023-06-15 (联合资信)
牧原股份	AA ⁺	稳定	维持	2021-06-29 (中诚信国际)
	AA ⁺	负面	展望下调	2021-12-15 (中诚信国际)
	AA ⁺	稳定	展望上调	2023-06-27 (中诚信国际)
正邦科技	AA ⁺	稳定	维持	2021-06-28 (东方金诚)
	AA	稳定	下调	2021-12-03 (东方金诚)
	AA ⁻	负面	下调	2022-06-29 (东方金诚)
	BBB	负面	下调	2022-11-02 (东方金诚)
	BB ⁺	负面	下调	2023-01-17 (东方金诚)
	BB ⁻	负面	下调	2023-01-29 (东方金诚)
	B	负面	下调	2023-02-28 (东方金诚)
	CCC	负面	下调	2023-04-27 (东方金诚)
	CC	负面	下调	2023-08-04 (东方金诚)
	AA	稳定	维持	2021-06-28 (大公国际)
	AA ⁻	负面	下调	2022-03-16 (大公国际)
	A	负面	下调	2022-06-29 (大公国际)
	BBB ⁺	负面	下调	2022-10-31 (大公国际)
	BBB	负面	下调	2022-11-04 (大公国际)

数据来源：Wind，联合资信整理



底过渡阶段。2021年7月底,中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点,之后高位震荡整理:随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化,于2022年4月出现低点;随着2022年三、四季度养殖企业盈利改善,养殖户母猪补栏积极性提高、后期供应增加,能繁母猪存栏量于12月底迎来第二高点后开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约10~12个月,预计2023年下半年供应节奏加快,全年生猪供应仍较为充足,产能去化仍将是行业运行主基调。后续产能出清、宏观经济及居民消费的恢复有望推动猪周期逐步转入上行区间。考虑到2022年猪价低位运行,种猪与外购猪苗价格同比较低,叠加在下行周期中生存下来的养殖户养殖效率提升,预计2023年出栏生猪综合成本有望下降,生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面,在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下,行业内企业盈利能力受到了重大冲击,在猪价低位整理阶段,经营管理、成本控制和资金周转等能力较强的头部企业,在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。

政策方面,2022年以来,国家密集的收储行动和生猪产能调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。同时,对规模化猪场的产能监控和支持政策,有利于行业集中度提升,减小周期波动振幅。

行业发展方面,本轮猪下行周期进程中,生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等情况;抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大,而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强,并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长;因此,生猪养殖行业集中度有望进一步提升,未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外,生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展,“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链,或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展,并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态,有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。■

表4 2022—2023年8月生猪养殖企业债券兑付情况(单位:亿元、年、%)

证券代码	证券名称	发行规模	起息日	到期日期	发行期限	票面利率(当期)	兑付情况
102001087.IB	20牧原MTN002	3.00	2020-05-28	2023-05-28	3	4.50	正常兑付
102000771.IB	20牧原MTN001	5.00	2020-04-22	2023-04-22	3	4.50	正常兑付
112849.SZ	19牧原01	8.00	2019-01-22	2022-01-22	3	7.00	正常兑付
102001495.IB	20温氏食品MTN001	9.00	2020-08-11	2023-08-11	4	4.00	正常兑付
112539.SZ	17温氏02	20.00	2017-07-04	2022-07-04	5	3.00	正常兑付
112506.SZ	17温氏01	5.00	2017-03-20	2022-03-20	5	3.10	正常兑付
102000264.IB	20希望六和(疫情防控债) MTN001	20.00	2020-03-09	2023-03-09	3	3.43	正常兑付
149492.SZ	21希望Y1	10.00	2021-06-01	2022-06-01	1	5.50	正常兑付
112612.SZ	17正邦01	5.30	2017-11-17	2022-11-17	5	4.50	正常兑付

数据来源: Wind, 联合资信整理

《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的解读

文 | 联合资信 谢冰姝 马默坤

2023年9月10日,国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》(以下简称“《通知》”),《通知》共十条,在保持综合偿付能力充足率100%和核心偿付能力充足率50%监管标准不变的基础上,从差异化调节最低资本要求、优化资本计量标准和优化风险因子三个方面进行了明确规定及阐述,意在完善保险公司偿付能力监管标准、促进保险公司回归本源和稳健运行、更好服务实体经济和人民群众,推动保险行业稳健经营及高质量发展。

一、行业及政策背景

2022年以来,在《保险公司偿付能力监管规则(II)》(下称“规则II”)实施叠加资本市场行情走低的情况下,保险公司偿付能力受到一定冲击,其中中小保险公司面临更加明显的偿付能力管控压力,偿付能力的差异化监管对保险市场均衡发展意义重大;此外,保险公司整体权益资产配置比例仍有上升空间,保险资金作为我国资本市场重要的压舱石,优化险资配置结构将对支持资本市场稳定发展发挥重要作用。

规则II要求对投资资产实施穿透监管、准确识别和计量保险公司投资风险;调整部分保险业务的风险因子,进一步严格了保险公司资本认定标准,强化核心资本的损失吸收能力,要求计入核心资本的保单未来盈余的占比上限以及按照剩余期限对保单未来盈余进行资本分级;完善投资性房地产、长期股权投资

等资产的认可标准,防止高估偿付能力等;规则II对于保险公司风险的计量更加科学全面,进一步严格了保险公司资本认定标准。2022年一季度起,保险公司季度偿付能力报告的编制全面实施规则II,规则II施行后,我国保险业整体偿付能力水平有所下降但仍处于充足水平。同时,2022年以来,由于资本市场行情走低,部分保险公司权益类资产收益浮亏,致使其他综合收益表现为负,叠加利润表现不佳,一定程度上侵蚀所有者权益,亦对偿付能力产生负面影响。截至2022年末,保险公司、财产险公司、人身险公司及再保险公司的平均综合偿付能力充足率较上年末分别下降36.1、46.0、36.7、11.1个百分点,平均核心偿付能力充足率分别下降91.3、54.6、100.6及20.4个百分点;截至2023年6月末,上述指标较上年末亦有不同程度的下降(见表1);在保单未来盈余计入资本分级、投资资产风险因子上调等因素的影响下,人身险公司偿付能力充足率相关指标下降幅度较大。

中小保险公司面临更加明显的偿付能力管控压力。2022年以来,中小保险公司在规则II实施、市场波动加大及利率下行的背景下面临更加明显的偿付能力管控压力。一方面,我国保险业行业集中度较高,当前保险行业利润贡献主要来源于创利能力较强、经营时间较久的大型保险公司,中小保险公司盈利持续承压;同时,中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力明显上升,加之由于保险业务转型、偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限,中小保险公司资本内生能力较弱。另一方

面，与头部险企相比，中小保险公司增资及发行资本类债券难度较大，同时较低的偿付能力充足水平会进一步限制其发债进程。根据原银保监会于2021年1月修订发布《保险公司偿付能力管理规定》，保险公司需同时符合核心偿付能力充足率不低于50%、综合偿付能力充足率不低于100%以及风险综合评级在B类及以上，才属于偿付能力达标公司；同时原银保监会将核心偿付能力充足率低于60%或综合偿付能力充足率低于120%的保险公司为重点核查对象。目前，在已披露2023年二季度偿付能力报告摘要的保险公司中，共有15家保险公司偿付能力不达标，这一数据已明显多于2021年4季度规则II实施以前9家不达标的数量，偿付能力未达标的多数为中小保险公司。

保险公司权益资产配置比例仍有上升空间。根据2023年2季度保险资金运用情况，截至2023年6月末，人身险及财产险平均综合偿付能力充足水平分别为178.7%和224.6%，分别对应权益资产配置比例上限为25%及30%；而人身险及财产险公司股票、证券投资基金及长期股权投资合计占比为22.84%及21.81%，均低于行业权益资产配置比例上限，保险公司权益资产配置仍存在一定的空间。此外，7月24日中央政治局会议以来，相关部门围绕“活跃资本市场，提振投资者信心”不断出台支持政策，截至2023年6月末，保险公司资金运用余额超27万亿，是我国资本市

场重要的压舱石，优化保险资金配置结构将对支持资本市场稳定发展发挥重要作用。

二、《通知》重点内容解读

《通知》明确了对不同类型、不同规模的保险公司实施差异化资本监管。对于财产险公司和再保险公司，总资产100亿元以上、2000亿元以下公司的最低资本按照95%计算偿付能力充足率，总资产100亿元以下公司的最低资本按照90%计算偿付能力充足率；对于人身险公司，总资产500亿元以上、5000亿元以下公司的最低资本按照95%计算偿付能力充足率，总资产500亿元以下公司的最低资本按照90%计算偿付能力充足率。保险行业整体行业集中度较高、头部效应较为明显，头部险企依托于在产品体系、销售渠道、投研能力、风控水平及资本实力等方面的绝对优势，在偿付能力要求趋严、资本市场波动及保险业务持续开展背景下，仍保持相对稳定的偿付能力水平；而部分中小保险公司自身资本实力偏弱，且保险业务结构、投研及风控水平均弱于头部险企，在资本市场波动及保险业务的持续开展的情况下，自身偿付能力可能面临一定压力，进而影响到未来保险业务发展及资金配置。**《通知》采用最低资本折扣计量的方式一定程度上提升了保险公司偿付能力充足率水平，同时针对不同类型**

表1 保险行业偿付能力状况

项目	公司类型	2021年末	2022年末	2023年6月末
综合偿付能力充足率 (%)	保险公司	232.1	196	188
	财产险公司	283.7	237.7	224.6
	人身险公司	222.5	185.8	178.7
	再保险公司	311.2	300.1	275.2
核心偿付能力充足 (%)	保险公司	219.7	128.4	122.7
	财产险公司	261.4	206.8	193.7
	人身险公司	211.7	111.1	106.5
	再保险公司	288.9	268.5	239.3

资料来源：国家金融监督管理总局网站，联合资信整理

别、不同规模的保险公司分别规定了不同的折扣比例，体现了监管对保险公司差异化、精细化管理模式，并体现了国家对中小保险公司业务开展、稳健经营的支持，有利于中小保险公司更好参与市场竞争，有利于保险行业稳健均衡发展。

《通知》优化了资本计量标准，引导保险公司回归保障本源。对于人身险公司，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%。长期保障型业务为寿险公司持续经营、稳健发展的基石，“业务回归本源”也是近年来监管对保险行业的重点要求，《通知》上调了人身险公司长期保单未来盈余计入核心资本的比例，体现了监管对人身险公司开展长期保障型业务的引导与支持；同时，目前我国社会养老三支柱体系仍有待完善，未来随着人身险公司业务结构的优化，商业养老保险业务有望得到持续拓展，我国多层次养老保险体系也将得到进一步完善。财产险公司方面，《通知》规定财产险公司最近一个季度末计算的上两个会计年度末所有非寿险业务再保后未到期责任准备金回溯偏差率的算术平均数小于等于-5%的，保费风险最低资本总和按照95%计算；财产险公司最近一个季度末计算的上两个会计年度末所有非寿险业务再保后未决赔款准备金回溯偏差率的算术平均数小于等于-5%的，准备金风险最低资本总和按照95%计算。非寿险业务未到期责任准备金和未决赔款准备金回溯偏差率是衡量财产险公司准备金充足性的指标，《通知》降低了对准备金计提较为充足的财产险公司保费风险、准备金风险最低资本的要求，意在鼓励财产险公司重视准备金计提充足性、坚持稳健经营原则。同时，《通知》规定保险公司投资的非基础资产中，底层资产以收回本金和固定利息为目的，且交易结构在三层级及以内（含表层）的，应纳入利率风险最低资本计量范围，以强化资产负债匹配管理。

《通知》将部分非基础资产纳入利率风险最低资本

计量范围，要求保险公司进一步提升资产负债匹配管理水平。

《通知》优化风险因子，引导保险公司服务实体经济和科技创新。对于保险公司投资沪深300指数成分股，风险因子从0.35调整为0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从0.45调整为0.4；对于保险公司投资公开募集基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透的，风险因子从0.6调整为0.5；对于保险公司投资国家战略性新兴产业未上市公司股权，风险因子为0.4；科技保险适用财产险风险因子计量最低资本，按照90%计算偿付能力充足率，即特征系数为-0.1；保险公司应加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。《通知》将保险公司投资沪深300指数成分股、科创板上市普通股票、REITS、国家战略性新兴产业未上市公司股权的风险因子进行了调低，释放了保险公司权益投资空间，引导保险资金支持科创及战略新兴产业，更好服务实体经济，发挥保险机构作为资本市场重要机构投资者的作用，发挥保险资金长期、稳定、规模大的优势。

三、结论

联合资信认为，《通知》从差异化调节最低资本要求、优化资本计量标准和优化风险因子三个方面进行了明确规定及阐述，意在完善保险公司偿付能力监管标准、促进保险公司回归本源和稳健运行、更好服务实体经济和人民群众，推动保险行业稳健经营及高质量发展。在当前市场环境下，《通知》的颁布和实施，体现监管机构对于保险公司坚持差异化监管、坚持审慎监管及坚持引导保险回归本源的理念；另一方面，《通知》的实施有利于中小保险公司更好参与市场竞争及保险行业稳健经营，并引导保险资金更好的服务于实体经济，促进资本市场稳定发展。■

简评《汽车金融公司管理办法》

文 | 联合资信 马鸣娇

为进一步加强汽车金融公司监管,引导其依法合规经营和持续稳健运行,国家金融监督管理总局近期修订发布了《汽车金融公司管理办法》(以下简称“《办法》”),自2023年8月11日起施行,原《汽车金融公司管理办法》(中国银监会令2008年第1号,以下简称“原《办法》”)废止。另外,国家金融监督管理总局近期亦公布《非银行金融机构行政许可事项实施办法(征求意见稿)》,结合《办法》相关修订内容,同步调整部分事项准入条件。国家发展改革委于2023年7月31日发布的《关于恢复和扩大消费的措施》中关于“优化汽车购买使用管理”“扩大新能源汽车消费”的相关内容,与《办法》引导汽车金融公司服务汽车消费的主旨相符。

一、修订背景和基本框架

原《办法》自2008年修订以来已有十余年,随着城市汽车普及率升高,汽车销量增速有所放缓,我国汽车产业发展呈现新特征,汽车产业价值链已从单一的汽车销售延伸至售后用车的全生命周期服务,汽车金融公司外部经营环境发生较大变化,加之在公司治理、股权管理、消费者权益保护等方面的监管制度不断完善,原《办法》已无法满足汽车金融公司行业高质量发展和有效监管的需要。

本次修订以防范风险和规范发展为基本理念,立足引导汽车金融公司围绕服务汽车产业和汽车消费,突出差异化特色功能定位,提升专业金融服务能力,

深化金融供给侧结构性改革。《办法》共7章68条,包括总则,机构设立、变更与终止,业务范围及经营规则,公司治理与内部控制,风险管理,监督管理,附则等相关内容。

二、修订内容简析

2022年12月,原银保监会曾发布《汽车金融公司管理办法(征求意见稿)》(以下简称“《征求意见稿》”),向社会公开征求意见;本次正式发布的《办法》与《征求意见稿》相比,整体没有重大变化,变动部分主要在于进一步提升汽车金融公司的设立门槛,如提高了对于非金融机构作为出资人的营业收入要求、新增了对于非金融机构作为控股股东的净资产要求、增加了汽车金融公司注册资本的最低限额(见表1)。

对于非金融机构作为出资人,《办法》将营业收入门槛要求由“不低于50亿元人民币”提升至“不低于500亿元人民币”,对于出资人的盈利能力提出更高要求,一定程度上表明只有财务实力足够强的企业才有可能成为汽车金融公司的股东。举例来看,梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司的控股股东梅赛德斯-奔驰集团股份有限公司2022年实现营业收入(不包括戴姆勒卡客车业务)1500亿欧元;广汽汇理汽车金融有限公司的股东广州汽车集团股份有限公司2022年实现营业总收入1100.06亿元。

《办法》与原《办法》相比,主要修订内容体现在风险管理、业务范围、公司治理及内部控制、境外业

务等方面（见表2）。

以风险为本加强监管，同时强化股东对汽车金融公司的支持力度。在原《办法》要求汽车金融公司“建立健全公司治理和内部控制制度，建立全面有效的风险管理体系”的基础上，《办法》对于全面风险管理、合规管理、信用风险管理、流动性风险管理、操作风险管理、欺诈风险防控、信息科技风险管理等方面均做出了细化规定，并增设流动性风险监管指标，要求流动性比例不得低于50%，旨在提升风险管理监管要求；此外，《办法》保留了资本充足率、单一借款人及单一集团客户授信余额占资本净额比例、自用固定资产占资本净额比例等核心监管指标。《办法》明确汽车金融公司的主要出资人须为汽车整车制造企业或非银

行金融机构，汽车整车销售企业将不再具备成为汽车金融公司主要出资人的资格。另外，《办法》适当扩大汽车金融公司可从事的股东存款业务范围，取消原《办法》中对于定期存款期限的规定，并要求汽车金融公司应当在公司章程中载明“主要股东必要时向公司补充资本，在公司出现支付困难时给予流动性支持”，旨在强化股东对于汽车金融公司的资金及流动性支持。从另一个角度来看，《办法》对于汽车金融公司出资人的财务性指标门槛要求大幅提升，也是对于上述股东支持条款的实际效力形成一定加持，股东有支持意愿的同时亦要有相应支持能力。

引导汽车金融公司聚焦主业，适应汽车行业高质量发展的市场需求。为引导汽车金融公司聚焦主业，

表1 《办法》与《征求意见稿》对比

	《办法》	《征求意见稿》
非金融机构作为出资人	最近1个会计年度营业收入不低于500亿元人民币或等值的可自由兑换货币	最近1个会计年度末营业收入不低于50亿元人民币或等值的可自由兑换货币
非金融机构作为控股股东	作为汽车金融公司控股股东的，最近1个会计年度末净资产不低于总资产的40%	-
注册资本	汽车金融公司注册资本的最低限额为10亿元人民币或等值的可自由兑换货币	汽车金融公司注册资本的最低限额为5亿元人民币或等值的可自由兑换货币

数据来源：联合资信整理

表2 《办法》与原《办法》对比

	《办法》	原《办法》
流动性风险监管指标	流动性比例不得低于50%	-
主要出资人	汽车金融公司主要出资人须为汽车整车制造企业或非银行金融机构	汽车金融公司主要出资人须为生产或销售汽车整车的企业或非银行金融机构
股东存款	接受股东及其所在集团母公司和控股子公司的定期存款或通知存款	接受境外股东及其所在集团在华全资子公司和境内股东3个月(含)以上定期存款
章程条款	汽车金融公司应当在公司章程中载明，主要股东必要时向公司补充资本，在公司出现支付困难时给予流动性支持	-
业务范围	汽车及汽车附加品贷款和融资租赁业务；汽车经销商和汽车售后服务商贷款业务，包括库存采购、展厅建设、零配件和维修设备购买等贷款	提供购车贷款业务；提供汽车经销商采购车辆贷款和营运设备贷款，包括展示厅建设贷款和零配件贷款以及维修设备贷款等；提供汽车融资租赁业务（售后回租业务除外）
展业区域	汽车金融公司可以在全国范围内开展业务	-
股权管理	非金融机构作为汽车金融公司出资人，主要股东自取得股权之日起5年内不得转让所持有的股权，承诺不将所持有的汽车金融公司股权进行质押或设立信托	非金融机构作为汽车金融公司出资人，承诺3年内不转让所持有的汽车金融公司股权

数据来源：联合资信整理



《办法》取消了原《办法》中列出的“从事与汽车金融业务相关的金融机构股权投资业务”。针对汽车金融公司主业,《办法》对业务范围进行适度放宽,例如将汽车附加品融资列入业务范围,允许向汽车售后服务商提供贷款,允许售后回租模式的融资租赁业务,同时规定回租业务必须基于车辆真实贸易背景。另外,在展业区域方面,《办法》明确汽车金融公司可以在全国范围内开展业务,同时保留了关于分支机构设立的限制性条款。上述业务范围的放宽,旨在支持汽车金融公司扩大服务对象、丰富金融产品种类,有利于汽车金融公司发挥专业优势,加大对汽车产业链下游中小微经销商、汽车销售服务商及居民购车消费的金融支持力度,支持实体经济发展。

加强公司治理和内部控制; 贯彻落实对外开放政策。《办法》新增“公司治理与内部控制”章节,重点规定了股权管理、“三会一层”、关联交易、信息披露、消费者权益保护、内外部审计和信息系统等方面的监管

要求,有利于汽车金融公司的规范运作和健康发展。此外,《办法》新增关于汽车金融公司可以设立境外子公司的条款,有助于为民族品牌汽车海外市场发展提供金融服务,支持我国汽车产业“走出去”。

加强股权管理, 规范股东行为。汽车金融公司的整体经营与股东的信用状况关联性较高,若股东信用水平恶化,将一定程度上对旗下汽车金融公司形成拖累。例如,华泰汽车金融有限公司被批复进入破产程序,有其自身经营因素,同时与其原大股东华泰汽车集团经营不善、出现债务危机等方面亦有一定关系。对此,

《办法》加强了汽车金融公司股东对外转让、质押股权的相关管理要求,将主要股东不可对外转让股权的时限由“3年内”拉长至“5年内”,同时要求股东承诺不将所持有的汽车金融公司股权进行质押或设立信托,上述要求对汽车金融公司的股权稳定性和经营安全将产生积极影响。此外,《办法》新增了股东权益性投资占比的要求,对于非金融机构作为汽车金融公司出资人,权益性投资余额原则上不得超过本企业净资产的50% (含本次投资金额);作为汽车金融公司控股股东的,权益性投资余额原则上不得超过本企业净资产的40% (含本次投资金额),上述要求或将一定程度上减少汽车金融公司股东偏离主业、过度投资可能造成的风险。

三、结论

国家金融监督管理总局此次修订发布的《办法》旨在加强对汽车金融公司及其股东监管,推动行业高质量发展,进一步提升服务实体经济质效。随着贯彻落实,《办法》将有利于汽车金融公司提高风险防控意识,提升公司治理及和内部控制规范性及信息披露透明度,推动汽车金融公司发挥自身专营汽车消费信贷的专业优势,做精专业、强化服务,提高服务实体经济的效率和水平。 

房地产行业新政点评

文|联合资信 曹梦茹

2021年以来,受宏观经济下行、前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响,国内房地产市场景气度持续下行。房企流动性压力加大,出险房企数量持续增加,为避免系统性风险,中央多次释放维稳信号。2023年7月以来,中央政治局会议定调,鉴于房地产市场供求关系已发生重大变化,要适时调整优化房地产政策,为后续房地产调控利好政策埋下伏笔。8月以来,为贯彻落实党中央、国务院决策部署,适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,促进房地产市场平稳健康发展,房地产行业利好政策密集出台。

2023年8月25日,由住房和城乡建设部、中国人民银行、国家金融监督管理总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》(下称

“通知”),推动落实了“认房不认贷”政策,通知纳入“一城一策”工具箱,供城市自主选用。随后一线城市广州、深圳、上海和北京,及二三线热点城市惠州、中山、东莞、武汉、江苏、南京、无锡、长沙等相继发文落地“认房不认贷”政策。

2023年8月31日,中国人民银行和国家金融监督管理总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》,引导个人住房贷款首付比例和利率下行,明确降低二套住房商业性个人住房贷款利率,更好满足刚性和改善性住房需求(见表1)。

房地产行业一系列利好政策的出台与落地,预计将对房地产市场产生正向传导,具体表现为:

表1 2023年7月以来房地产行业相关政策情况

时间	来源	主要内容
2023年7月24日	中央政治局会议	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策,因城施策用好政策工具箱
2023年7月31日	国务院常务会议	根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措,加快研究构建房地产新发展模式
2023年8月25日	住房和城乡建设部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	居民家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)申请贷款购买商品住房时,家庭成员在当地名下无成套住房的,不论是否已利用贷款购买过住房,银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策作为政策工具,纳入“一城一策”工具箱,供城市自主选用
2023年8月31日	中国人民银行和国家金融监督管理总局	1、对于贷款购买商品住房的居民家庭,首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于20%,二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于30%。2、首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行,二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点
2023年8月31日	中国人民银行和国家金融监督管理总局	自2023年9月25日起,存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请,由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款

资料来源:联合资信根据公开资料整理

对需求端而言，利好改善置换群体，改善型住房需求预将得到释放。

“825”新政明确了家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。从受益主体上来看，“认贷”的放开最大的受益方为改善置换群体，首付和贷款压力降低，有效降低了改善需求的置换成本，改善性住房需求得到释放。“831新政”不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，为现有首付比例执行标准较高的热点一二线城市带来较大可调降空间，降低了刚性和改善群体的购房门槛

（见表2）；同时，下调二套住房商业性个人住房贷款利率政策，降低了二套住房的购房成本。通过降低购房门槛和购房成本，在“认房不认贷”的政策基础上，进一步激发市场改善需求，同时释放刚需类需求。

对房企而言，市场信心若得以提振，可促进现金回笼，缓解流动性压力。

上述政策对房地产市场信心提振带来正面激励作用，有助于改善购房者预期，将需求释放传导至销售端，有效促进房地产企业去库存，进而促进房企现金回流，亦对流动性紧张房企的资金压力起到一定的缓解作用。新政陆续落地以来，从销售端数据来看，2023年

表2 截至2023年9月1日部分城市首付比例情况

城市	首套首付比例	二套首付比例
北京	经济适用住房不低于20%；共有产权等政策性住房不低于30%；普通自住房不低于35%；非普通自住房不低于40%	普通自住房不低于60%；非普通自住房不低于80%
上海	35%	普通自住房首付款比例不低于50%；非普通自住房首付款比例不低于70%
广州	30%	有房无贷款普通商品房50%，有房无贷款非普通商品房70%；有房有贷款70%
深圳	30%	有房有贷款记录70%
杭州	30%	40%
厦门	30%	40%
天津	30%	40%
武汉	非限购区20%；限购区30%	非限购区30%；限购区40%
长沙	30%	首套贷款已还清35%；首套房贷未还清45%
福州	30%	40%
成都	30%	有房无贷30%（三圈层20%）；有房有贷一二圈层40%、高新50%、三圈层30%
重庆	30%	40%
合肥	非限购区20%；限购区30%	有房有贷非限购区30%；有房有贷限购区40%
南京	30%	有房无贷30%；有房有贷款40%
苏州	30%	有房无贷30%；有房有贷款40%
宁波	非限购区20%；限购区30%	有房有贷非限购区30%；有房有贷限购区40%
青岛	非限购区20%；限购区30%	有房有贷非限购区30%；有房有贷限购区40%
济南	30%	有房无贷30%（非限购区20%）；有房有贷40%（非限购区30%）
西安	30%	40%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

8月27至2023年9月2号, 30大中城市当周销售面积成交量环比增长14.06%, 考虑到销售传导存在时滞性, 预计前期有购房需求但持观望态度的购房需求将逐步释放, 即将迎来的“金九银十”或将成为房企销售拐点。

对银行而言, 有利于其缓解提前还贷压力, 从而有效降低金融风险

2022年以来, 由于存量房贷利率与新发放贷款利率利差引起的提前还贷潮对银行存量贷款施加了较大的压力。本次新政首付比例降低, 明确了存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请, 由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。对银行来说, 降低了购房门槛, 在房屋总价不变的情况下, 按揭总量增加, 有利于增加居民房贷总额, 同时, 存量置换成功可有效减少提前还贷现象, 减轻对银行利息收入的影响。此外, 还可压缩违规使用经营贷、消费贷置换存量住房贷款的空间, 降低金融风险隐患。

对宏观经济而言, 减轻居民杠杆压力, 刺激消费, 有助于经济复苏。

存量首套住房商业性个人住房贷款利率调整后, 有住房贷款的居民可申请置换存量贷款, 针对此前购房加点幅度较高的居民来说, 若成功置换后贷款利率下降, 则居民可用于消费、投资资金增加, 对经济复苏将起到一定的促进作用。

综上所述, 新政短期内有助于促进房地产市场的活跃度, 对房地产销售带来一定程度的修复, 同时, 有助于房地产市场结构的调整和升级。从房企角度来看, 随着“高杠杆”“高周转”企业流动性风险暴露, 行业集中度将进一步提高。已战略布局一二线核心城市、主要产品竞争力强的国企及头部优质民企, 或成为最大受益者, 预计改善类产品去化或加速。中长期看, 受出生人口增速下降和老龄化进程加速、城镇化进入减速阶段以及居民收入预期降低等因素影响, 房地产市场供求关系已发生重大变化, 长期实施效果还需要根据市场反应和政策执行情况综合分析。■



离岸债券系列研究之二：揭秘大湾区债券

文 | 联合资信 程泽宇

一、大湾区债券的定义

目前,关于大湾区债券的概念并无标准定义,市面上主要有两种观点:一是从募集资金角度,市场将募集资金用于大湾区建设的债券均定义为大湾区债券,且主要集中在大湾区专项债,即大湾区“2(特别行政区)+9(珠三角城市)”的城市主体所发行的地方政府专项债,既包含跨境债券也包含非跨境债券。在此基础上,境内外金融信息服务商开发了多种大湾区债券指数,例如,上海清算所发布粤港澳大湾区债券指数,中国外汇交易中心发布CFETS粤港澳大湾区债券指数等。

二是从发行平台角度,2022年12月深交所发布《大湾区债券平台跨境债券挂牌业务试点指引》(以下简称《指引》),启动大湾区债券平台跨境债券产品挂牌服务试点工作。《指引》明确,大湾区债券平台定位于跨境债券的信息披露及相关服务,试点范围为在中国香港地区面向专业机构投资者发行的离岸人民币债券产品,且发行人应为中国政府类发行人以及优质企业类发行人。发行人与深交所签订跨境债券挂牌服务协议后,在大湾区债券平台展示跨境债券基本要素并进行持续信息披露。因此,在大湾区债券平台发行的跨境债券可以统称为大湾区债券,但目前该平台尚处于试点阶段,披露发行主体仅为地方政府(深圳市政府和广东省政府),预计未来随着大湾区债券平台逐步成熟,涉及发行主体范围有望进一步扩展且发行债券品种也有望更加多元。

从区域角度看,大湾区范围包括香港、澳门和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中

山市、江门市、肇庆市,形成了“2(特别行政区)+9(珠三角城市)”的城市群格局。我们认为,只要跨境债券的发行主体(总部或母公司)所在地位于大湾区范围内,那么这些发行人所发跨境债券即属于大湾区债券。

与市场上根据募集资金角度划分的定义相比,我们所关注的大湾区债券专指跨境债券,且发行主体不仅限于地方政府,也涉及金融机构和非金融企业。与市场上根据发行平台角度划分的定义相比,我们所关注的大湾区债券的发行币种不限,除人民币外,美元、港币等币种发行的跨境债券也包括在内。

二、大湾区债券的主要参与人和主要产品

根据《指引》规定,跨境债券的发行人限于中国政府类发行人以及优质的企业类发行人。企业类发行人限定为完成境外发行备案登记且获得有权机关批复外债额度的境内企业及其控制的境外企业;或者注册地在中国香港且主体国际评级达到投资级或境内评级达到AAA的企业;以及深交所认可的其他发行人。《指引》明确大湾区债券平台的投资者,为可认购跨境债券的境内机构投资者和中国香港地区的机构投资者。

挂牌试点《指引》中所指跨境债券,为在中华人民共和国境外面向专业机构投资者发行的债券产品。深交所在发布《指引》的通知中明确,试点初期跨境债券限于指定发行人在中国香港地区面向专业机构投资者发行的离岸人民币债券。

债券市场跨境融资主要包括两种方式:一是境内

机构赴境外发债，二是境外机构来境内发债。目前大湾区跨境债券融资主要有三个重要路径，分别是以熊猫债为代表的境内外债、以中资美元债为代表的境外国际债和以点心债¹、莲花债为代表的离岸人民币债券。因此，大湾区债券种类主要包含熊猫债、中资美元债、点心债以及莲花债，其中中资美元债、点心债和莲花债为离岸债券。

三、以熊猫债为代表的大湾区债券发展现状

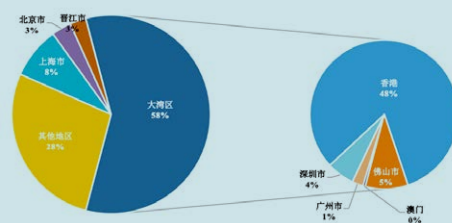
熊猫债是指境外机构在中国发行的以人民币计价的债券，发行人包括多边机构、主权政府、其他政府机构、金融机构和非金融机构等。2005年央行等监督管理部门联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，宣告了熊猫债的诞生。起初熊猫债发行规模较小，直到2015年国际货币基金组织（IMF）宣布人民币加入特别提款权篮子（SDR）后，熊猫债发行规模显著增长，尤其2016年境内外人民币融资利率“倒挂”，助推熊猫债发行规模达到历年顶峰。2022年中国境内债券市场保持较低的融资成本，对熊猫债发行市场形成支撑；但人民币兑美元波动区间走扩，降低了部分发行人在熊猫债市场融资的意愿。综合来看，2015—2023年一季度熊猫债累计发行6403.4亿元，其中2022年熊猫债发行规模为850.7亿元，较上年回落约20%，但整体规模位于2005年熊猫债诞生以来的第四高。

按照跨境债券的发行主体（总部或母公司）所在地位于大湾区范围内的划分标准，2015—2023年一季度以熊猫债为代表的大湾区债券累计发行3728.1亿元，占全部熊猫债累计发行规模的58%；平均每年占比约

54%，说明熊猫债发行人主要集中在大湾区。从城市分布看，香港是大湾区“9+2”城市群中发行熊猫债的主力，2015年以来累计发行3049.1元，占全部大湾区的82%；珠三角9市中只有广州市、深圳市和佛山市发行熊猫债，2015年以来这三城累计发行659亿元，仅为香港的21%；澳门的发行人（工银澳门）仅在2022年发行1只价值20亿元的熊猫债（见图1）。不难看出，大湾区发行熊猫债的区域分布两极化，香港是大湾区发行熊猫债的主要地区，占比近48%，但珠三角9市中有6个城市从未发行过熊猫债。

从发行主体行业分布²看，2015年以来大湾区发行熊猫债的主力集中在金融、房地产以及公用事业，分别累计发行933亿元、759亿元以及651亿元，占大湾区熊猫债发行规模的比重分别为25%、20%和17%，合计超过60%（见图2）。从发行成本看，近五年熊猫债的发行成本呈现下降趋势，尤其是2022年受国际地缘政治风险上升和国内疫情波动影响，中国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。在此背景下，央行稳健的货币政策更加灵活适度，为维护流动性合理充裕，央行年内两次降息，带动熊猫债发行成本显著回

图1 2015年以来大湾区熊猫债累计发行规模占比



数据来源：Wind，联合资信整理

¹ 点心债的定义有广义和狭义之分，广义是指在中国境外发行的以人民币计价的债券，狭义是指在香港发行的以人民币计价的债券，本文所指的点心债主要从狭义角度理解。

² 按 Wind 一级行业分类统计。



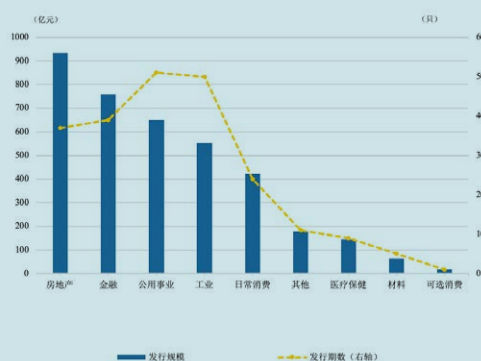
落。2022年大湾区熊猫债的平均发行利率仅为2.5%，为2005年熊猫债诞生以来的最低水平，预计2023年熊猫债的发行成本仍将处于较低水平（见图3）。从债项等级分布看，2015年以来在大湾区发行的熊猫债主要集中在AAA级和AA⁺级，规模占比合计超过70%，其余30%未予评级，说明大湾区的熊猫债多为高等级、偿付实力强劲的债券。

四、以中资美元债为代表的大湾区债券发展现状

中资美元债又称“功夫债”，指在离岸债券市场由

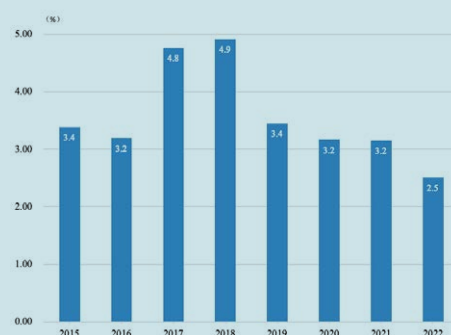
中资企业发行的以美元计价的债券。自1987年中国银行发行首笔中资美元债之后，中资美元债市场发展较为缓慢。直至2015年，国家发展改革委发布《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资〔2015〕2044号），取消企业发行外债的额度审批，实行备案登记制管理，中资美元债市场才迎来爆发式增长。但之后境内监管政策阶段性收紧，对中资美元债的发行造成一定影响。2022年，由于美联储激进加息带动中资美元债的融资成本走高，再加上中资房地产企业信用风险事件频发导致市场避险情绪走高，中资美元债发行规模下降至1024.7亿美元，创近6年以来新低。虽

图2 2015年以来大湾区熊猫债行业分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 大湾区熊猫债平均发行利率（固定利率）



数据来源: Wind, 联合资信整理

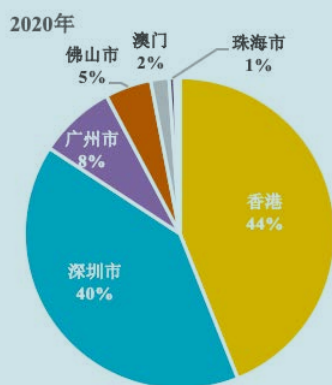
然中资美元债的发行规模有所下降,但中资美元债市场远大于熊猫债和点心债,中资美元债是国际投资者极为关注的债券品种,发行人多为经营情况良好的行业龙头企业,其主要的投资者群体为境内金融机构、私人银行的高净值客户以及境外对冲基金等。

按照跨境债券的发行主体(总部或母公司)所在地位于大湾区范围内的划分标准,2020—2022年以

中资美元债为代表的大湾区债券累计发行1867.9亿美元,占全部中资美元债发行规模的28.3%;单个年度占比则呈现下降趋势,由33.3%下滑约11个百分点至22.5%。从城市分布看,香港是大湾区“9+2”城市群中发行中资美元债的主力,近三年累计发行881.7亿美元,占大湾区的比重超过47%;除江门市外,近三年珠三角9市均发行过中资美元债,其中以深圳市为主力,近三年累计发行573.1亿美元,占大湾区的比重超过30%;香港和深圳市合计占比将近78%,是大湾区发行中资美元债的重要区域(见图4、5、6)。

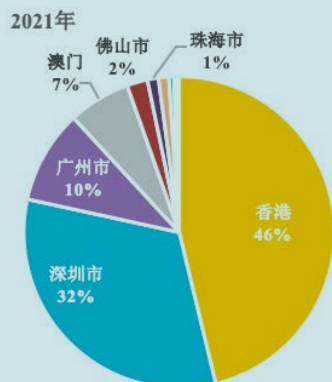
从发行主体行业分布³看,大湾区发行中资美元债的主力集中在房地产、金融以及城投板块。2022年大湾区发行人分别发行了94.3亿美元、50.1亿美元以及27.5亿美元的房地产美元债、金融美元债以及城投美元债,合计规模占大湾区发行规模的60%左右。其中,房地产行业为大湾区美元债的发行主力,2022年发行规模的比重超过30%。从发行成本看,近三年大湾区中资美元债的发行成本呈现上升趋势,尤其是2022年

图4 2020年大湾区中资美元债发行规模城市分布



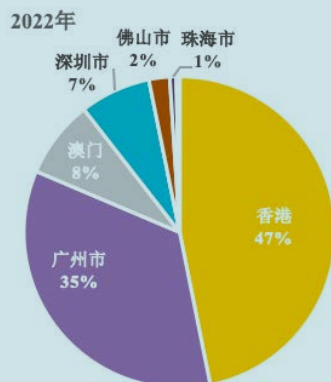
数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2021年大湾区中资美元债发行规模城市分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

图6 2022年大湾区中资美元债发行规模城市分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

³ 按彭博 BICS2 级行业分类统计。

受美联储年内暴力加息、美元流动性大幅收紧影响，各期限美债收益率年内全线走高并显著推高美元债的发行成本，大湾区美元债全年平均发行票息上涨至5.0%，创近三年以来新高。分行业看，2022年房地产行业的平均融资成本最高（7.7%），电力生产行业的融资成本最低（2.9%）。从债项等级分布看，2022年大湾区发行的中资美元债主要集中在投资级，发行规模占比超过50%，其中以BBB级为主；投机级发行规模占比34.6%，主要集中在C级，存在较大的违约风险；其余未予评级的债券规模占比为14.4%（见图7）。

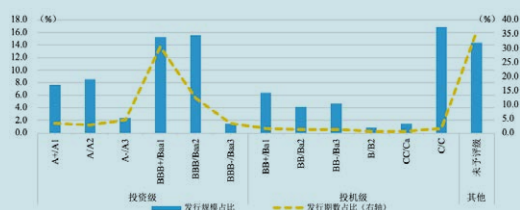
五、以点心债为代表的大湾区债券发展现状

点心债是指在香港发行的人民币计价债券。2007年6月，中国人民银行和国家发改委共同发布《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》，随后国家开发银行在香港发行了第一支点心债（即离岸人民币债券），标志着香港人民币债券市场发展的开端。早期点心债的发行主体仅限于中国政府、政策性及商业银行以及香港银行的内地子公司，随着2010年《香港人民币业务的监管原则及

操作安排的诠释》颁布以及《人民币清算协议》的修订，点心债市场开始放量，赴港发行主体扩展到非金融企业。此后，中国监管部门取消了境内企业发行外债的地域限制，改外债审批为事先备案登记管理，简化了发行手续，大大便利了境内机构跨境融资，越来越多的国内机构选择在境外进行债券融资，推动点心债发行量在2014年达到近3000亿元的高峰。美联储退出量化宽松成为点心债市场的一个转折点，这对人民币单边升值空间预期产生重大影响，再加上2015年“8.11汇改”后中国人民银行采取收紧资本管制等措施来稳定汇率，造成离岸市场人民币流动性大幅波动，令2016—2017年点心债发行量明显下滑。2019年以来，点心债发行量在前几年的低迷过后出现明显升温，2021年发行量首次突破3000亿元，其原因包括一些外资银行考虑到发行点心债再通过资产互换交易换成美元的成本低于直接发美元债；一些内地开发商在内地市场很难获得融资，因而转向离岸市场；内地和香港债券市场直接互联互通便利性提升，“北向通”、“南向通”相继开通等。

在中国央行逆周期的货币政策优势下，2022年点心债共计发行819期合计4133亿元，同比增长逾30%，发行规模创历史新高。从发行人行业分布看⁴，点心债发行主体主要集中在金融板块，2022年金融板块的发行规模占全部点心债发行规模的比重超过75%；其中海外大型金融机构因中美利差倒挂，是2022年点心债券发行规模上升的最大推动力。从融资成本看，2022年点心债的平均融资成本不超过3%，远低于美元债的融资成本，优惠的离岸人民币融资成本在全球利率飙升的背景下具有较强的吸引力。从发行地点来看，因该数据缺失较为严重，仅有68个发行主体来在于大湾区，

图7 2022年大湾区中资美元债的债项等级分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

⁴ 按彭博 BICS2 级行业分类统计。

其中来自香港的发行主体占比超过90%（见图8）。此外，来自大湾区主体发行点心债的数量较少，主要是因为2022年4月起，香港金管局在美联储加息的背景下也开启了加息节奏，大陆和香港的10年期国债利率出现倒挂，离岸人民币债券的发行成本高于在岸，导致大湾区主体发行离岸人民币债券的需求相对较小。

六、以莲花债为代表的大湾区债券发展现状

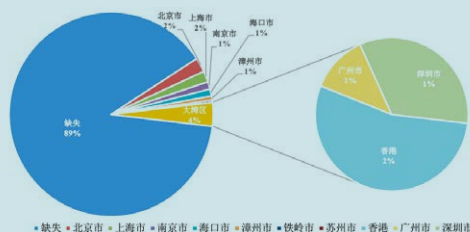
莲花债是指境内外企业或政府机构在澳门特区发行、登记、上市的离岸债券，发行币种包含人民币、美元等其他货币。2018年2月，澳门首次发行离岸人民币莲花债，本期债券由中国银行澳门分行发行，发行金额为40亿元，品种为固定利率，期限分别为1年期及3年期，在香港联合交易所挂牌上市，首支莲花债“试水”成功且得到了市场的踊跃认购。2018年12月，中华（澳门）金融资产交易股份有限公司（以下简称MOX澳交所）正式揭牌，这是澳门首家提供债券登记、托管、交易及结算等业务的金融机构，成为粤澳两地离、在岸金融服务需求的联系纽带，MOX澳交所的成立使得莲花债的发行更加便利。之后，澳门国际银行股份有限公司的首笔港元一级资本补充债券、中国银行澳门分行的首笔粤港澳大湾区澳门元债券、绿地金融控股集团美元企业债券，以及中国农业发展银行境外人民币债券等，先后通过澳交所在澳门公开发行上市交易。

为推动莲花债市场的发展，2019年2月，中共中央正式出台《粤港澳大湾区发展规划纲要》（以下简称《纲要》），《纲要》提出要加强澳门与珠海横琴的协同发展，研究探索建设澳门—珠海跨境金融合作示范区，在澳门建立以人民币计价结算的证券市场。在《纲要》的指引下，湾区内实体可按规定跨境发行人民币债券，不断丰富投资产品类别和投资渠道，有序推进粤澳两地金融市场互联互通。2021年9月，中共中央、国务院印发了《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，支持在合作区开展跨境人民币结算业务，鼓励和支持境内外投资者在跨境创业投资及相关投资贸易中使用人民币。2023年2月，中国人民银行联合中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局和广东省人民政府正式发布《关于金融支持横琴粤澳深度合作区建设的意见》（即横琴金融30条），为横琴粤澳深度合作区的建设发展提供金融支持，探索合作区金融创新与琴澳一体化高质量发展路径。

2023年6月，横琴粤澳深度合作区金融发展局印发《横琴粤澳深度合作区企业赴澳门发行债券专项扶持办法》（以下简称《办法》），其中规定政府对于符合条件的在横琴粤澳深度合作区实质运营的企业，给予最高550万人民币的补贴，旨在提高澳门债券市场对境内企业的吸引力，引导企业优先选择在澳门发行债券。具体扶持标准包括：合作区企业按其实际募集资金规模的2%给与资金扶持，最高不超过500万元；发行债券被认定为绿色和可持续债券的，对外部评审费用按实际发生金额进行扶持，最高不超过50万元；每家企业每年扶持金额累计最高不超过550万元。《办法》将于6月20日起执行，有效期三年。

在以上政策的支持下，对莲花债市场的发展起到积极作用。截至2023年6月末，MOX澳交所上市债券规模达4857.7亿澳门元（约4331亿元人民币），较年初增长近19%。未来有望凭借政策优势和人民币国际化的发展机遇，进一步推动莲花债市场的扩容。

图8 2022年点心债发行区域分布情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

七、当前大湾区绿色债券的发展情况

2017年国务院常务会议决定将广州市作为全国五大绿色金融改革创新试验区之一，中国人民银行等七部委印发的《广东省广州市建设绿色金融改革创新试验区总体方案》提出，积极支持绿色企业境外直接上市融资和发行绿色债券，支持试验区外资企业的境外母公司或子公司按规定在境内银行间市场发行人民币绿色债券。2018年深圳市人民政府出台的《关于构建绿色金融体系的实施意见》提出，推动绿色债券市场双向互动，引导辖区内金融机构和企业积极参与“一带一路”等政府鼓励的对外投资项目，加强项目的环境风险管理，通过在境外发行绿色债券筹集项目建设资金；发挥深港合作优势，引导长期、稳定的外资投资绿色债券。香港特区政府也积极出台政策，推动绿色债券的发展，并在2018—2019年财政预算案中宣布推出“政府绿色债券计划”，上限达1000亿港元。2019年中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》（以下简称《纲要》），《纲要》支持香港打造大湾区绿色金融中心，建设国际认可的绿色债券认证机构；研究在澳门建立绿色金融平台；支持广州建设绿色金融改革创新试验区；加深深港绿色金融合作，《纲要》围绕绿色金融制定了不同规划，奠定了大湾区发展绿色金融的主基调。另外，香港还积极提高绿色债券信息披露的透明度，引导金融机构投资绿色债券，为绿色项目提供融资渠道，同时还在证券交易所专门设立绿色债券板块。

从国家和粤港澳大湾区各重点城市出台的相关政策可以看出，粤港澳大湾区建设和绿色债券市场受到政府的高度重视，绿色债券市场的对外开放具有广阔的发展空间，粤港澳大湾区在推动绿色债券市场国际化的政策上具有明显优势。2019—2022年，我国绿色债券的发行规模由4229亿元迅速飙升至1.73万亿元，四年内涨幅超过300%。按照跨境债券的发行主体（总部或母公司）所在地位于大湾区范围内的划分标准，

大湾区发行主体自2019年以来发行规模均超过1000亿元，其中2020年更是突破了2000亿元，表明大湾区主体发行绿色债券的规模较为可观（见图9）。其中，2022年中资离岸债券中的绿色债券规模也逐步上升至695亿元，来自大湾区主体发行的跨境绿色债券规模约97亿元，较上年增长超过25%。

我国正在大力推动人民币国际化和金融市场对外开放，以粤港澳大湾区绿色债券市场为支点，有助于提升我国绿色债券市场的国际影响力，并推动人民币的国际化。目前有多只大湾区绿色跨境债券成功发行，如中国工商银行香港分行于2019年9月发行了近40亿美元以粤港澳大湾区为主题的绿色债券，募集资金用于粤港澳大湾区的清洁交通和可再生能源类绿色资产，辐射大湾区内多座城市；2019年11月横琴片区区属国企大横琴集团有限公司成功发行境外4.5亿美元高级债券和8亿元人民币绿色高级债券，成为广东省国有非金融企业首单双币种高级无抵押债券，也是粤港澳大湾区首支双币种国际绿色债券，募集资金将专项用于符合央行政策及《绿色债券支持项目目录》规定的绿色产业发展项目，通过绿色债券产品可有效拓宽国际融资渠道，为横琴绿色发展贡献力量。绿色债券市场的国际化需要一个相对宽松的流通环境，政府可根据大湾区的具体情况，按照宏观审慎的原则适度为大湾区的绿色债券市场政策松绑，取消对绿色债券投资额度的限制，扩大境外投资者的投资范围。对于有利于区域可持续发展的发债企业

图9 2017年以来大湾区绿色债券发行规模



数据来源：Wind，联合资信整理

和项目,可以给予政策支持以及加大政府补贴力度。

八、发展大湾区债券市场的意义和前景

首先,发展大湾区债券市场是中国金融国际化的重要支点。依托“一国两制、三种货币”的独特制度优势,大湾区在金融市场开放、资本项目开放和人民币国际化方面具有明显优势。在金融市场开放方面,大湾区在《内地与港澳关于建立更紧密经贸关系安排》

(CEPA)框架下,率先探索对港澳金融业的开放,取消或放宽对香港投资者的资质要求、持股比例、行业准入等限制。在资本项目开放方面,跨境债券融资因具有吸引外资、锁定汇率风险以及建立国际影响力等作用,成为境内机构“走出去”融资、境外机构“引进来”融资的重要途径。特别是《纲要》提出大湾区内企业可按规定跨境发行人民币债券,在合法依规前提下,有序推动大湾区内金融产品跨境交易,不断丰富投资产品类别和投资渠道,建立资金和产品互通机制,这些均有助于大湾区债券市场的跨境融资。在人民币国际化方面,《纲要》明确提出,巩固和提升香港国际金融中心地位,强化香港全球离岸人民币业务枢纽地位,支持大湾区企业按规定跨境发行人民币债券。

其次,探索构建与国际标准对接的金融服务体系,推动打造市场化、法治化、便利化的金融营商环境。大湾区依托香港金融标准与国际趋同的优势,探索珠三角与香港金融标准和规则的对接,包括:设立深圳天然气交易中心,筹建粤港澳大湾区国际商业银行,建立大湾区内金融专业职业资格互认,为建立境外金融从业人员资质认证机制奠定了基础。探索建立大湾区金融纠纷调解合作机制,包括粤澳两地签署了《粤澳地区金融纠纷调解合作框架协议》、建立互联网金融法庭、提供“类案速裁”司法服务等。鼓励大湾区内地非金融机构通过债券通“北向通”发债融资,促进平台发行的债券多元化发展。出台相关金融优惠政策,鼓励大湾区内

地非金融机构积极对接境外投资者融资,促进大湾区主体通过债券通发行销售债券的类型和募资用途多元化,扩大合格机构投资者在债券通渠道下的可参与度。适时开通“南向通”,便利大湾区内地机构通过香港债券市场在海外债券市场进行投融资。考虑优先从“一带一路”绿色项目支持大湾区机构在境外发行绿色债券,丰富境内机构配置包括美元债在内的境外金融产品的种类和渠道。

最后,大湾区绿色金融合作推动利用离岸资金发展绿色项目,拓宽全国绿色产业融资渠道和开放水平,加快我国经济向绿色化转型。大湾区绿色金融合作着重于构建统一的绿色金融标准,为中外绿色金融标准的统一提供示范,加快与国际标准接轨,消除国际投资者对我国绿色项目的投资顾虑,提高国际绿色融资机构的接受度。以绿色金融先行先试,健全跨境人民币债券市场金融产品及业务,鼓励珠三角9市优势产业联动区域拓宽跨境发债业务。加强广深港绿色金融合作,研发双币种人民币债券产品。逐步推动大湾区响应“一带一路”背景下绿色金融融合发展,支持港澳机构积极参与广州绿色金融改革创新试验区建设,并将创新经验向大湾区各地分享、复制和推广,加强深圳和香港在绿色金融领域的合作。依托广东省内碳排放交易平台,建设大湾区碳排放外汇交易试点及碳金融服务平台。优先在深圳、香港开展本外币合一的跨境资金池业务试点,践行横琴自贸片区首次示范发行的双币种国际绿色债券和双创债券的举措,推动大湾区企业在港澳两地发行双币种(绿色)债券,以有效避免发行人和投资者的汇率风险。完善并丰富跨境发行的人民币债券业务。拓宽跨境人民币债券种类和规模,便利境外机构参与内地及香港债券市场的投融资渠道,同时做好境外输入性风险的监测和防控。支持香港和澳门开展离岸人民币业务,进一步强化香港离岸人民币的枢纽地位,支持香港开发更多的离岸人民币产品、大宗商品及风险管理工具等,探索在港澳试点发行人民币地方政府债券。■

2023年二季度ABS市场运行报告

文|联合资信 范雅欣 台绍弘 王姝琦 高维蔚

一、一级市场运行情况

发行概览

1. 2023年二季度ABS发行环比有所回暖

2023年二季度我国债券市场共发行473单ABS（含信贷ABS、企业ABS和ABN）产品，发行金额4881.51¹亿元，同比下降9.39%（见图1）。受经济逐渐复苏和季节因素影响，较一季度有所回暖，发行单数环比增加37.45%，发行金额环比上升39.53%。2023年二季度，中保登登记注册产品规模720亿元，环比增长25.22%，保交所ABS高位活跃，持续为ABS市场带来新增供给。

2023年上半年共发行资产证券化产品812单，较2022年上半年上升2.14%；发行金额8433.00亿元，较2022年上半年下降10.49%。

2. 子市场表现分化，企业ABS同比有所增长

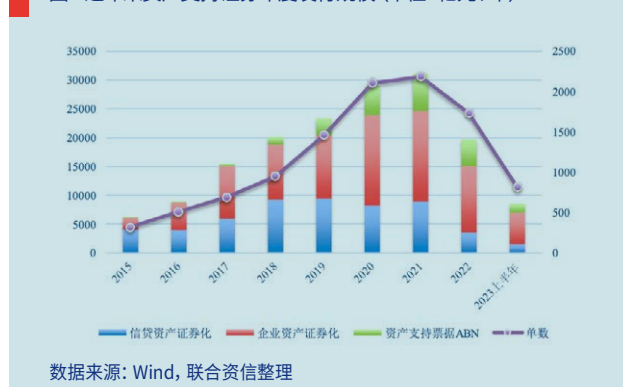
2023年二季度信贷ABS、ABN和企业ABS发行规模占比呈1:1:4格局。其中，信贷ABS发行58单，发行金额782.33亿元（同比下降4.94%），占发行总量的16.03%；ABN发行89单，发行金额854.40亿元（同比下降45.44%），占发行总量的17.50%；企业ABS发行326单，发行金额3244.78亿元（同比上升8.22%），占发行总量的66.47%。

3. 热门资产发行量大

信贷ABS方面，车贷ABS仍占据半壁江山（发行规模占比57.43%），不良类、小微类与消费类ABS共同组成信贷ABS的重要产品类型。二季度，不良贷款ABS发行单数仍最多（37单，单数占比63.79%），且发行规模保持同比大幅增长（增幅达85.16%），小微类ABS发行6单，发行金额100.37亿元（同比大幅增长110.04%）。

企业ABN方面，应收账款、汽车融资租赁和供应链ABN仍是主要的产品类型。其中，应收账款ABN发行规模同比大幅上升（增幅达61.05%）；但是，未分类ABN和补贴款ABN发行规模同比大幅下降（降幅分别为104.43%和63.97%），同时，小微贷款和有限合伙

图1 近年来资产支持证券年度发行规模（单位：亿元、单）



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

额等品类未发行,是ABN市场发行规模同比大幅萎缩的主要原因。

企业ABS相对强劲,一般融资租赁类ABS(发行规模占比16.69%)、应收账款(发行规模占比16.24%)、供应链(发行规模占比15.99%)、消费类ABS(发行规模占比12.54%)是主力产品,保单质押贷款ABS发行规模保持同比大幅增长(增幅达125.00%),主要系基础资产规模增加,保险机构盘活资金的力度加大。从发行单数上来看,供应链ABS、消费类ABS发行单数占比较大(发行单数分别占比25.77%和17.79%),得益于行业监管环境改善,CMBS有所回暖(发行单数同比上升76.92%)。

4.头部机构优势明显,信贷ABS市场集中度最高

由于发起机构和/原始权益人数量增加,二季度ABS市场发起机构/原始权益人集中度较一季度有所下降。分市场来看,2023年二季度信贷ABS发起机构集中度依旧较高,ABN发起机构也呈现一定的集中度,企业ABS原始权益人更加多元化。其中,信贷ABS涉及28家发起机构,前3大、前5大和前10大发起机构发行金额占比分别为37.24%、52.00%和76.16%。ABN涉及59家发起机构,前3大、前5大和前10大发起机构发行金额占比分别为23.75%、31.83%和48.01%。企业ABS涉及173家原始权益人,前3大、前5大和前10大原始权益人发行金额占比分别为13.08%、19.09%和30.44%。

证券特点

1. 各类ABS期限各有特色,ABN短期化趋势依旧显著

2023年二季度发行的ABS期限分布于0.10~30.02年,其中3年以内的证券共计980只,合计发行金额为3797.43亿元,金额占比约77.79%。具体来看,信贷ABS期限以中短期为主,1~2年期证券只数占比最多,5年期

以上证券均为不良贷款ABS的次级证券。企业ABS以中短期产品为主,3年期以内证券占比较高(发行规模占比80.32%)。ABN期限仍以短期为主,1年以下ABN发行规模占比61.86%,虽然短期化趋势相较一季度有所减缓(较一季度下降13.25个百分点),但依旧显著高于2022年各季度,主要仍受ABCP热度高涨影响。2023年二季度,ABCP发行规模为432.92亿元,在ABN中占比为50.67%,ABCP的大量发行将拉低ABN整体期限水平。

2. 证券以高信用等级为主,企业ABS夹层信用等级分布范围最广

2023年二季度发行的ABS优先/夹层/次级占比约为88%/3%/9%,证券以高信用等级为主。披露级别的优先级证券的信用等级均为AAA_{sf}和AA⁺_{sf}²,发行规模占比分别为97.77%和2.23%。夹层证券信用等级分布较广,多种信用等级证券的发行可以满足并有效平衡不同投资者对于风险和收益的需求。其中,ABN夹层信用等级涉及4类子级,信用等级介于AA_{sf}⁻~AAA_{sf}之间;信贷ABS和企业ABS夹层信用等级更加多样化,信贷ABS涉及6类子级,证券信用等级介于BBB_{sf}⁻~AA⁺_{sf}之间,其中AA⁺_{sf}夹层证券发行规模最大;企业ABS除5只AAA_{sf}夹层外,其他证券信用等级均介于BBB_{sf}⁻~AA⁺_{sf}之间。

多元化的夹层证券信用等级有助于满足证券投资者的多样化投资需求,并且存续期夹层档证券信用等级的提升也体现出证券信用风险呈现下行趋势,使证券更具投资价值。

利率分析

1. 发行证券以固定利率为主,少量证券采用累进利率和浮动利率

2023年二季度发行的证券仍以固定利率为主,少数

² 如存在双机构同时对证券进行评级的情况,以双方中更低等级信用评级结果为准,下同。

证券采用累进利率³和浮动利率。采用累进利率的证券主要为CMBS、收费收益权ABS和类REITs等,平均期限超过10年,其开放期常设置利率调整机制,累进利率有利于发行方获得长期稳定的资金(见表1)。

2. 利率水平环比下降

从AAA_{sf}和AA⁺_{sf}证券的发行利率情况来看,2023年二季度发行利率环比下降。信用等级为AAA_{sf}的证券中,各期限证券发行利率环比下降幅度均在5%以上,其中,3~4年期和4~5年期证券的降幅较为明显,环比下降幅度分别为16.41%和13.59%,其他期限证券发行利率的环比下降幅度均维持在6.00%~10.00%之间。信用等

级为AA⁺_{sf}的证券中,3~4年期证券发行利率环比下降幅度最大,可达19.88%,1~2年期证券发行利率环比下降幅度有限,仅为1.89%,其他期限证券发行利率环比下降幅度维持在6.00%~10.00%之间,且下降幅度基本高于同期限AAA_{sf}证券(见表2)。

3. 信贷ABS利差较低,信用风险、期限及基础资产类型均影响利差表现

本文采用线性插值法计算证券发行利率与同期限中债中短期票据收益率之间的利差,因5年以上及信用等级在AA⁺_{sf}以下的证券数量少,本文仅研究2023年截至二季度末发行的且期限在5年以下的AAA_{sf}和AA⁺_{sf}证

表1 2023年二季度资产支持证券利率类型

利率种类	数量	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
固定利率	1181	96.02	4417.61	90.50
累进利率	48	3.90	450.77	9.23
浮动利率	1	0.08	13.13	0.27
总计	1230	100.00	4881.51	100.00

数据来源: Wind,联合资信整理

表2 2023年二季度AAA_{sf}和AA⁺_{sf}证券发行利率及环比变动情况(单位: %)

证券类别	AAA _{sf}			AA ⁺ _{sf}		
	2023Q1	2023Q2	环比变动	2023Q1	2023Q2	环比变动
1年以下	3.14	2.86	-9.13%	4.59	4.21	-8.28%
1~2年	3.40	3.10	-8.93%	4.32	4.24	-1.89%
2~3年	3.60	3.37	-6.55%	5.15	4.68	-9.20%
3~4年	3.75	3.13	-16.41%	5.00	4.01	-19.88%
4~5年	4.43	3.83	-13.59%	5.50	--	--
5年以上	4.00	3.74	-6.59%	4.90	4.57	-6.70%

注: 因信用等级在AA⁺_{sf}以下的证券规模较小, 故不作为重点研究对象; 以公开披露了发行利率且利率不为0%的证券作为研究样本, 且2023年二季度无4~5年期AA⁺_{sf}的证券发行; 加权平均发行利率使用发行金额占比作为权重

数据来源: Wind,联合资信整理

³ 累进利率: 利率与期限挂钩, 采取分段累进计息方式。

券,涉及1210只证券。

分市场来看,企业ABS以正利差为主,利差主要集中在0~200bps之间,发行规模占比为94.16%,其中利差为20~40bps的证券金额占比最大;ABN利差主要集中在200bps以内,发行规模占比达98.39%,其中利差为20~40bps及100~200bps的证券金额占比较大;信贷ABS利差主要集中在20bps以内,其中负利差证券发行规模占比达75.84%,由于投资者对信贷ABS认可度高,其发行利差相对稳定地维持在低位水平(见图2)。

从信用评级来看,AAA_{sf}和AA⁺_{sf}级证券平均利差分别为72.26bps和142.82bps,AA⁺_{sf}级证券的利差处于较高水平,且利差分布范围广泛(见图3)。对投资人而言,底层资产信用质量较高的优质AA⁺_{sf}证券更具投资价值,可实现一定的超额收益。

从证券期限来看,平均利差与证券期限基本呈正相关关系。中短期证券利差水平相对较低,1年以下和1~2年期证券的平均利差分别为71.39bps和88.49bps;中长期证券中,3~4年期证券利差跨度最大,且平均利差(98.44bps)低于2~3年期证券(109.16bps),未表现出一定的利差优势,4~5期证券的利差分布相对集中,

平均利差为114.83bps,位于最高水平。

常见大类基础资产中,车贷ABS由于基础资产分散度高、信用质量好,利差水平整体偏低,基本为负利差;融资租赁ABS利差分布范围最广,平均利差为100.37bps,位于最高水平;应收账款和应付账款ABS平均利差相对较低,分别为66.80bps和77.13bps;消费类和小额贷款ABS利差分布相对集中,平均利差分别为89.26bps和92.09bps,处于较高水平。

存续证券表现

1. ABS存续规模环比下降

截至2023年6月底,我国ABS市场存续项目3697单,存续证券9011只,存量规模3.90万亿,以RMBS、应收账款ABS和CMBS/CMBN为主,余额占比分别为23.48%、12.09%和11.18%。分市场来看,信贷ABS存续559单,存量规模1.25万亿元,环比下降7.69%,存量占比32.07%;企业ABS存续2365单,存量规模2.00万亿,环比上升0.48%,存量占比51.39%;ABN项目存续773单,存量规模0.64万亿,环比下降16.34%,存量占比16.54%。

2. 二季度个别证券违约,跟踪季部分证券级别调整

证券存续期管理尤为重要,需从基础资产、交易结构、参与方主体信用水平等多方面关注证券在存续

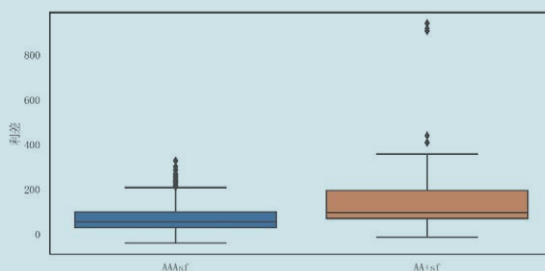
图2 2023年上半年利差水平证券发行规模占比情况



注: 5年以上及信用等级在AA⁺_{sf}以下的证券数量少证券发行规模较小,以披露发行利率且发行利率不为0.00%、期限在5年以下的AAA_{sf}和AA⁺_{sf}证券作为研究样本

数据来源: Wind,联合资信整理

图3 AAA_{sf}和AA⁺_{sf}证券利差分布情况(bps)



数据来源: Wind,联合资信整理

期的信用风险变化情况。基础资产方面，需关注基础资产回款情况，包括早偿、逾期、违约等，通过对比存续期间基础资产现金流真实回款情况与首评预测的偏离度，判断项目运行风险是否处于合理范围内。交易结构方面，需关注存续期证券利息、本金是否得到及时、足额的兑付；关注项目是否触发相关信用事件、事件触发后的交易安排执行情况以及现金流的重新分配情况，并评估其对证券兑付造成的影响。此外，存续期内，需关注原始权益人、重要债务人、增信方等参与方的经营及财务状况、是否发生重点风险事项（如监管处罚等）、是否发生替换等情况。

从存续期实际表现来看，2023年二季度，ABS市场共有5只证券展期，基础资产类型分别为购房尾款和供应链；2只CMBN证券出现违约⁴，主要系发行人经营条件恶化，无法足额兑付本息所致。

2023年二季度共有189只证券进行了级别调整，主要由于定期跟踪所致。其中186只证券级别上调，172只证券级别调升至AAA_{sf}，8只证券调升至AA⁺_{sf}，另有6只证券有不同程度的调升，上调证券共涉及45家原始权益人，对应的基础资产类型主要为小微贷款、消金、融资租赁项目，上调原因主要系证券持续兑付和超额利差，使得证券所获得的信用支持增加所致；2只基础设施收费ABS和1只CMBS证券出现级别下调，主要受担保人信用等级变动和标的物业租金收入下降影响所致。

市场热点及创新

1. ABS产品创新度不断提升

2023年二季度首单民营制造业企业产业园CMBS⁵、首单代理人模式ABCP产品⁶、首单国家级开发区可行性缺口补助模式PPP-ABS⁷、首单绿色可持续发展型国补应收ABS⁸、银行间首单产业园类REITs⁹、全国首单境外资产入池ABN¹⁰和首单县域消费类基础设施CMBS¹¹的成功发行，进一步提升了ABS产品类型创新度，推动资产证券化市场发展。

2. 绿色ABS发行继续增长

2023年二季度，共发行33单绿色ABS，发行规模634.40亿元。绿色ABS产品创新不断涌现。2023年4月，全国规模最大民企绿色CMBS¹²（首单交通枢纽配套商业综合体CMBS）成功发行；6月，首单“绿色+低碳转型挂钩”ABS¹³成功发行，积极响应国家“碳达峰、碳中和”战略目标。随着我国对于实现“双碳”战略目标的路径逐渐清晰，“1+N”政策体系不断完善，市场对绿色ABS认购态度积极，绿色ABS将有广阔的发展空间。

3. 小微ABS发行升温，产品多元化特征明显

小微贷款发行继续升温，政策扶持力度不断加大，2023年二季度小微类ABS发行规模100.37亿元，同比增长110.04%。对于不同小微贷款ABS产品，受获客渠道、风控政策和产品定位不同影响，其资产特征差异较大；在证券发行端，小微贷款ABS产品分层结构丰富，夹层较多，且证券级别呈多元化特征，有助于满

⁴ 此处违约为 Wind 口径。

⁵ 中泰 - 正泰科技园 1 期资产支持专项计划。

⁶ 中建保理 - 中建五局 2023 年度 1 号保供稳链定向资产支持商业票据。

⁷ 华泰 - 中铁五局长沙盼盼路 PPP 项目资产支持专项计划。

⁸ 京能国际 1 期碳中和绿色资产支持专项计划。

⁹ 南京生物医药谷建设发展有限公司 2023 年度第一期定向资产支持票据（科创票据）。

¹⁰ 徐工集团工程机械股份有限公司 2023 年度第一期定向资产支持票据。

¹¹ 中信建投 - 濮院时尚中心资产支持专项计划。

¹² 瑞安房地产 - 虹桥天地绿色资产支持专项计划。

¹³ 海通恒信 26 号绿色资产支持专项计划（低碳转型挂钩）。

足投资者对证券的多样化需求。随着经济修复以及宏观政策对小微企业的金融支持力度持续加大,小微贷款规模有望保持增长,小微贷款ABS发行有望增长,进一步盘活存量资产。

4. 应收账款ABS发行稳步增长

近年来应收账款ABS不断创新改革,发行规模逐年增长,2023年二季度应收账款类ABS发行规模715.87亿元,同比增长50.31%。不同行业的应收账款差异较大,应收账款ABS交易结构相对丰富。上交所新规¹⁴强调了基础资产拆分需可特定且可识别,同时进一步约束了供应链应收账款债权人分散度和明确了债务人资质要求,并且进一步明确了基础资产的尽调标准,提供了值得参考的规避方向,有效降低了潜在风险发生的可能性。

5. NPL市场具有增长潜力

2023年二季度,共发行37单不良贷款ABS,规模162.76亿元,同比增长85.16%,主要受经济下行因素影响,银行资产质量继续承压,不良资产转出动力仍较大。从资产类型来看,抵押类不良ABS占比增大,个人住房抵押不良贷款ABS发行规模占比达50.18%。2023年二季度不良ABS基础资产类型进一步丰富,发行4单个人消费贷不良和1单对公贷款不良ABS,分别占比2.61%和5.53%。未来,不良ABS仍有进一步增长空间。

二、二级市场交易情况

成交规模

成交规模同比、环比均降低。2023年二季度,资产证券化二级市场成交规模为0.41万亿,剔除起息日2个

工作日内成交净价为100元的交易后成交规模为0.38万亿¹⁵,同比下降2.03%,环比下降23.74%。其中,信贷ABS成交规模0.06万亿,占比14.68%;ABN成交规模0.13万亿,占比33.85%;企业ABS成交规模0.20万亿,占比51.46%。

成交基础资产类型

从基础资产类型来看,二级成交活跃度与一级发行量有一定关联。2023年二季度信贷ABS中,RMBS是交易最活跃的品种,其次为车贷ABS,成交规模合计占比超过85%。ABN市场中,并表类ABN以及应收账款、融资租赁、供应链、补贴款、小微贷款ABS是主要交易品种,成交规模合计占比超过80%。企业ABS中,应收账款、CMBS、融资租赁、消费类、供应链、类REITs、小额贷款ABS是主要交易品种,成交规模合计占比超过80%(见图4)。

受宏观经济因素影响,2023年二季度ABS产品收益率呈现震荡下行趋势。从主要ABS产品1年期中债AAA级收益率来看,RMBS、消费金融ABS、对公贷款

图4 2023年二季度成交证券基础资产类型分布



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

数据来源: Wind, 联合资信整理

¹⁴ 《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引》第1—4号。

¹⁵ 二级市场交易情况后续分析均以剔除起息日2个工作日内成交净价为100元的交易数据为准。

与租赁债权ABS和企业ABS收益率二季度分别累计下行25bps、23bps、24bps和30bps（见图5）。ABS产品收益率是影响证券价格的重要因素，受基础资产信用质量及分散度差异的影响，不同基础资产类型的ABS产品收益率水平有所分化，或对证券二级成交活跃度产生一定影响。

成交证券期限特征

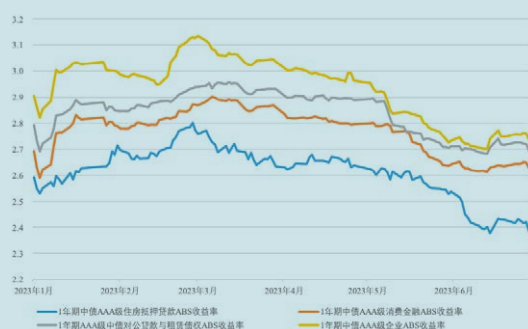
从证券期限来看，2023年二季度期限在4年以内（占比67.59%）和5年以上（占比30.69%）的证券成交规模较大。分市场来看，信贷ABS市场期限在5~10年的证券成交规模最大，占比60.32%，主要为RMBS产品；期限在1~3年的证券也有较大规模的成交，占比18.50%，主要为车贷ABS。ABN市场期限在1年以内的短券成交规模最大，占比29.00%，主要为应收账款ABS、供应链ABS和补贴款ABS；期限在2~4年的证券成交规模合计占比54.39%，主要为并表类ABN。企业ABS市场期限在10年以上的长券成交规模最大，占比

26.85%，主要为CMBS和类REITs；其次为期限在1~2年的证券，占比25.07%，主要为消费类ABS、应收账款ABS、小额贷款ABS及融资租赁ABS；期限在2~3年的证券成交规模占比18.28%，主要为应收账款ABS和融资租赁ABS。

证券分档成交情况

2023年二季度优先：夹层：次级的成交规模占比约为93:3:4。优先档方面，信贷ABS市场中RMBS的A2档和A3档成交规模较大，A1档成交主要为车贷ABS；ABN市场A1档成交占比超过97%，其中并表类ABN占比最高；企业ABS市场优先A1档成交占比超过78%，其中CMBS和应收账款ABS占比较高；夹层档方面，企业ABS市场的CMBS、融资租赁及应收账款ABS、类REITs成交活跃。次级档方面，信贷ABS市场的RMBS成交活跃度最高，其次为企业ABS市场的消费类和小额贷款ABS，ABN市场的小微贷款ABS也有一定的成交。

图5 2023年主要基础资产类型ABS产品的收益率变化(单位: %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

三、监管动态

鼓励中央企业积极发行ABS等创新品种

2023年5月6日，国资委发布印发中央企业发行管理办法通知¹⁶，通知指出：中央企业应当积极利用债券市场注册制改革、债券市场基础设施互联互通、债券品种创新等资本市场重大改革举措，通过发行科技创新债券、碳中和碳达峰债券、乡村振兴债券、资产支持证券等创新品种，有效服务国家重大战略。

¹⁶ 即《关于印发〈中央企业债券发行管理办法〉的通知》。

金融支持全面推进乡村振兴

2023年6月16日,中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会、财政部、农业农村部联合发布《关于金融支持全面推进乡村振兴加快建设农业强国的指导意见》,意见中指出:鼓励运用信贷、债券、资产支持证券、基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等方式,支持专业化、规模化住房租赁企业发展;鼓励符合条件的企业发行公司债券、短期融资券、中期票据、资产支持证券、资产支持票据、乡村振兴票据等用于乡村振兴。

加大企业资产证券化市场创新发展支持力度

2023年6月30日,中国银行间市场交易商协会发布

《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能增强服务实体经济发展质效的通知》,通知鼓励企业在科技创新、绿色低碳、乡村整形及租赁住房等领域开展证券化融资创新;大力推进不动产信托资产支持票据(银行间类REITs)业务;持续推动资产支持商业票据(ABCP)深化发展;积极推进资产担保债务融资工具(CB)试点。通知旨在提高企业资产证券化业务发展定位,增强企业资产证券化市场高质量发展动能,提升服务实体经济精准度,加强资产证券化业务能力建设,激发资产证券化市场内生活力,打好自律管理和“组合拳”,进一步加大了对企业资产证券化市场创新发展的支持力度,助力企业盘活存量资产,促进银行间市场健康发展。 



评级小贴士

关于碳中和债的一些基础知识

什么是碳中和债？

碳中和债，是指募集资金专项用于具有碳减排效益的绿色项目的债务融资工具，需满足绿色债券募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露等四大核心要素，属于绿色债务融资工具的子品种。通过专项产品持续引导资金流向绿色低碳循环领域，助力实现碳中和愿景。

募集资金用途方面有何要求？

碳中和债募集资金应全部专项用于清洁能源、清洁交通、可持续建筑、工业低碳改造等绿色项目的建设、运营、收购及偿还绿色项目的有息债务，募投项目应符合《绿色债券支持项目目录》或国际绿色产业分类标准，且聚焦于低碳减排领域。碳中和债募投领域包括但不限于：清洁能源类项目（包括光伏、风电及水电等项目）；清洁交通类项目（包括城市轨道交通、电气化货运铁路和电动公交车辆替换等项目）；可持续建筑类项目（包括绿色建筑、超低能耗建筑及既有建筑节能改造等项目）；工业低碳改造类项目（碳捕集利用与封存、工业能效提升及电气化改造等项目）；其他具有碳减排效益的项目。

信息披露方面有何要求？

发行人应在发行文件中披露碳中和债募投项目具体信息，确保募集资金用于低碳减排领域。如注册环节暂无具体募投项目的，发行人可在注册文件中披露存量绿色资产情况、在建绿色项目情况、拟投绿色项目类型和领域，以及对应项目类型环境效益的测算方法等内容，且承诺在发行文件中披露以下项目信息：定量测算环境效益、披露测算方法及效果、鼓励披露碳减排计划。

资料来源：中国银行间市场交易商协会《关于明确碳中和债相关机制的通知》

城投公司股权投资现状分析——江苏篇

文 | 联合资信 姚玥 李颖 郑重 符蓉

一、引言

近年来,国家陆续出台了多项涉及城投公司转型的政策文件,如《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)提出“进一步规范融资平台公司融资行为管理,推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资”;《国家发展改革委关于实施2018年推进新型城镇化建设重点任务的通知》指出“分类稳步推进地方融资平台公司市场化转型,剥离政府融资职能,支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法合规承接政府公益类项目”。除上述政策因素推动外,随着城市建设的持续推进和城镇化率的不断提高,部分区域城市基础设施建设业务空间不断缩小,城投公司的公益性业务量也呈现下降趋势。因此,在上述政策要求和城投公司自身发展需求的综合影响下,城投公司谋求转型已成为其实现高质量发展的核心要务,以股权投资为代表的市场化转型步伐加快,表现为城投公司通过参股投资、股权收购、基金出资以及无偿划入股权等方式参与的股权投资规模持续增长,发债用于股权投资的空间亦呈扩大趋势。

从动机来看,城投公司参与股权投资主要包括以下三方面:一是出于拓展业务领域,增强自身造血功能;二是为配合当地政府招商引资、吸引社会资本,促进地方产业经济转型升级;三是作为区域国有资产运营平台,承担区域内国有资产运营管理职能,以此推动实体化发展。从投资类型来看,城投公司参与股权投资类型包括直接投资和间接投资两种。直接投资为城

投公司直接对被投资企业进行股权投入,未来通过企业上市和原股东收购股份等方式退出;间接投资为城投公司通过成立或参与产业投资基金的方式,对满足当地政府及城投公司自身要求或者满足基金管理人投资方向的企业进行投资,未来通过股份回购、股份转让和基金并购等方式退出。

江苏省地处长江三角洲地区,区位优势突出,经济发展水平高,为区域内的城投公司发展提供了良好的外部环境。近年来,江苏省产业布局全面升级,重点发展“高精尖”和新动能等产业,新兴行业全面发展,产业结构持续优化。上述因素也为江苏省内城投公司参与股权投资创造了良好的先决条件,使得江苏省城投公司股权投资经验较为丰富,股权投资规模较大,并超过全国绝大部分省份。鉴于此,本文聚焦江苏省内股权投资发展现状,简要分析江苏省区域特征及经济发展状况、产业发展格局、江苏省内城投公司参与股权投资趋势表现,并重点对省内下辖各地市的产业格局、股权投资发展情况进一步比较分析,对相关区域内城投公司参与股权投资存在的优势及相应的风险进行总结。

二、江苏省经济发展及股权投资概况

江苏省区域特征及经济发展状况

江苏省地理位置优越,区位优势突出,交通体系完善,为省内经济发展提供了有力支撑。江苏省地处中国东部沿海中心、长江下游,与上海市、浙江省和安徽省共同构成的长江三角洲城市群已成为六大世界级城市

群之一，地处“一带一路”建设、长江经济带发展和长三角一体化发展三大国家战略交汇区域。路网方面，截至2022年底，全省铁路营业里程4276.9公里，其中高速铁路里程2217.6公里，居全国前列；全省公路里程15.9万公里，较上年底增加599.0公里；全省拥有9个运输机场、8个A1类通用机场，实现地面交通90分钟车程覆盖全部县（市）；全省内河航道通航总里程约2.4万公里，等级航道里程约8813公里，里程和密度均居全国之首。

人口保持净流入，城镇化水平较高。人口和城镇化方面，截至2022年底，江苏省常住人口8515.0万人，比上年末增加10.0万人，增长0.1%；同期末，江苏省常住人口城镇化率达74.4%，比上年末提高0.5个百分点。

经济持续发展，经济总量稳居全国第二位，人均GDP处于全国省域首位，产业结构完备。从经济运行方面看，2020—2022年，江苏省地区生产总值（GDP）持续增长，分别为10.27万亿、11.64万亿和12.29万亿，均稳居全国第二位；同期，江苏省人均GDP继续增长，分别为12.12万元、13.70万元和14.44万元，处于全国省域首位。经济结构方面，2022年，江苏省三次产业结构为4.0:45.5:50.5，全年高技术产业投资比上年增长9.2%，拉动全部投资增长1.7个百分点。产业发展方面，江苏省形成了以化工、机械、汽车、纺织及电子产业主导的工业体系格局，产业结构完备。

金融业快速发展，信贷总量保持稳定增长，上市公司数量众多，居全国前列。2022年，江苏省金融业实现增加值9689.87亿元，增长7.2%，高于GDP增速4.4个百分点；全省社会融资规模增量3.38万亿元，居全国前三；全省新增本外币贷款2.63万亿元，居全国第一，较上年多增2345亿元。全省本外币贷款余额年末达20.68万亿元，同比增长14.57%，增速高于全国3.87个百分点。2022年，全省新增境内上市公司70家，居全国第二。截至2022年末，全省共有境内上市公司636家，居全国第三，其中科创板和北交所上市公司数量均居全

国第一；新增境外上市公司12家，全省境外上市公司累计163家，境内外上市公司总数位居全国前列。

江苏省产业发展状况

江苏省积极转变经济增长方式，产业结构持续优化。产业结构总体表现为第一产业比重不断下降，第二产业在快速发展后占比也呈下降趋势，代表最高结构层次的第三产业比重逐渐提高。根据江苏省政府公布数据，1989—2014年，全省三次产业结构为“二三一”。2015年，全省第三产业增加值比重首次超过第二产业，实现产业结构“三二一”标志性转变。此后，江苏省第三产业比重持续居主导地位，成为推动经济的主动力量（见图1）。

江苏省制造业转型升级趋势明显。2023年上半年，全省规模以上工业增加值同比增长8.3%，比一季度加快2.8个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长3.3%，制造业增长8.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.9%。分行业看，列统的40个工业行业大类中，有31个行业增加值同比增长，行业增长面为77.5%，比一季度扩大7.5个百分点。上半年，装备制造业增加值同比增长9.1%，比全部规模以上工业快0.8个百分点，制造业发展的韧性得以体现。同时，江苏省制造业转型升级趋势明显，上半年全省高技术产业投资同比增长9.0%，比一季度加快0.5个百分点，高于全部投资3.5个百分点，对投资增长贡献率为29.0%，拉动投资增长1.6个百分点，高技术产业投资占全部投资

图1 江苏省产业结构情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

的比重为18.5%，比去年同期提升0.6个百分点。其中，高技术制造业增长8.6%，高技术服务业增长10.6%。

江苏省对接国家区域战略，全面融入长三角一体化发展规划，聚焦产业，提升都市圈引领带动能力，推动区域协调发展，提高金融业支持制造业的力度，为省内城投公司参与股权投资创造了良好的先决条件。江苏省以长三角中心城市为主体，推动科技、产业深度融合，提升区域发展整体水平；加快推进都市圈发展；区域协调联动，发挥中心城市引领作用，建设世界级的新兴产业和先进制造业集群，推进宁杭、沿海、淮河生态经济带建设。联合提升原始创新能力，走“科技+产业”道路，加强关键技术研发；共建创新平台，营造创新环境，推动制造业创新发展。

为发挥制造业在全省经济发展中的支撑作用，江苏省《加快建设制造强省行动方案》中明确，未来江苏省聚焦16个先进制造业集群（集成电路、生物医药、新型医疗器械、高端装备、新型电力（新能源）装备、工程机械、物联网、高端纺织、前沿新材料、海工装备、高技术船舶、节能环保、核心信息技术、汽车及零部件、新型显示和绿色食品）和50条产业链，实施八大行动，深化“1650”产业体系建设，加快产业链强链补链延链。到2025年，江苏省16个集群规模占比将超过70%；70%规模以上制造业企业将基本实现数字化网络化；优质企业数量占规上工业企业比重接近20%。到2030年，江苏省将形成10个左右综合实力达到国际先进水平的先进制造业集群；重点领域核心装备基本具备自主供给能力；制造业和生产性服务业增加值占地区生产总值比重达到70%左右。此外，为进一步推动产业升级优化及金融业支持制造业的力度，江苏省发布了《省政府关于金融支持制造业发展的若干意见》，

在提高制造业企业直接融资比重、强化多元金融服务促进制造业竞争力提升、切实减轻制造业企业融资成本、拓宽股权融资渠道、统筹发挥财政资金对金融资源的撬动作用、强化政府投资基金运用、整合放大财政资金作用等方面提出了诸多举措。

综上，在城投公司转型政策要求及其自身发展需求的背景下，江苏省城投公司受益于其突出的区域资源禀赋、不断升级与完善的产业结构以及以股权投资撬动产业发展的政策推动等因素，省内城投公司股权投资发展环境得以优化提升，并为股权投资参与的领先提供了良好的基础。

江苏省城投公司股权投资现状

江苏省城投公司股权投资经验较为丰富，股权投资规模较大，超过全国绝大部分省份（2022年江苏省城投公司股权投资规模占全国城投公司股权投资规模的13.50%）。

总量及增速方面，江苏省城投公司股权投资规模¹及占总资产的比重持续增长，但增速先升后降。

2018年以来，随着依法合规开展市场化融资相关政策文件的出台，城投公司转型步伐加快，江苏省城投公司股权投资规模快速增长（见图2），年均复合增长17.42%，占总资产比重逐年上升（见图3）。截至2022年底，江苏省城投公司的股权投资总规模较上年底增长13.72%至1.73万亿元。2018—2022年，江苏省城投公司股权投资规模增速先升后降（见图2），2021年以前，江苏省城投公司配合政府进行区域内的招商引资和产业培育，创新融资途径，撬动社会资本，发挥国有资产运营平台的产业引导作用，江苏省城投公司股权投资规模随之快速增长，2020年增速高达28.57%。

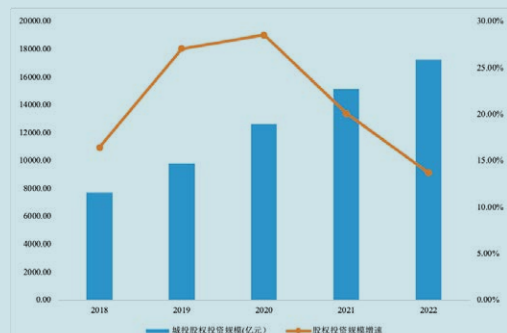
¹ 本文城投公司样本为有存量城投债的平台 600 余家；股权投资规模主要包括长期股权投资、其他权益工具投资、交易性金融资产和其他非流动金融资产；未去除因母子公司导致的重复值；未考虑直接形成控股子公司并纳入合并范围内的投资。

2021年起,全国部分地区对于城投开展城投股权投资监管趋严,2021年5月,江苏省发布《关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》,或受相关指导意见影响,省内各城投公司投资步伐放缓,投资规模增速由升转降,2022年增速虽有所下降,但仍保持较高水平。

投资收益方面,江苏省城投公司股权投资收益²规模及占利润总额的比重持续增长,投资年收益率逐渐趋于平稳。2018年以来,江苏省城投公司对合营、联营企业的投资收益及其占利润总额的比重随股权投资

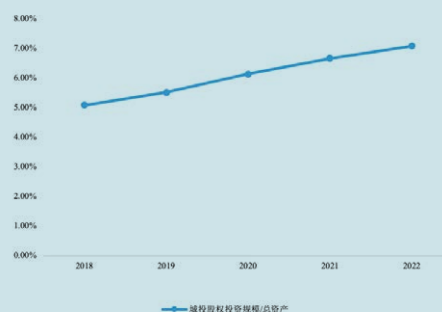
规模的增长,呈现逐年上升趋势(见图4),2022年底分别为239.99亿元和11.63%,对城投公司盈利水平形成一定补充。2018—2020年,江苏省城投公司长期股权投资年收益率增长较快,2020年后逐渐趋于平稳,整体位于年化2.5%~3.5%的区间(见图5),2022年为3.32%,高于同期全国平均水平(2.44%),但整体收益水平仍偏低,低于城投公司整体资金成本,也从侧面反映出省内城投公司股权投资或更侧重于其带来的地区长期经济效益,而非股权投资带来的短期投资收益。

图2 江苏省城投股权投资规模及增速



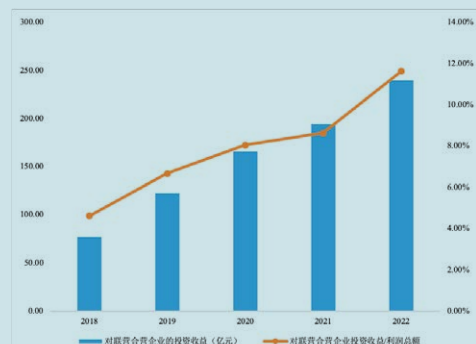
资料来源: 联合资信根据Wind、公开资料整理

图3 江苏省城投股权投资规模占总资产比重



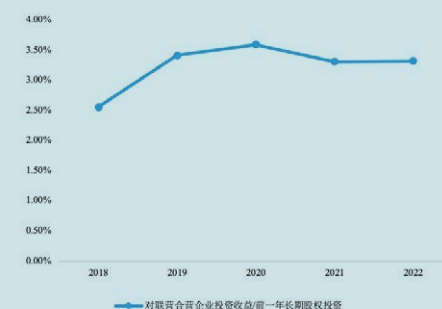
资料来源: 联合资信根据Wind、公开资料整理

图4 江苏省城投公司股权投资收益及其占利润总额比重



资料来源: 联合资信根据Wind、公开资料整理

图5 江苏省城投公司股权投资收益占前一年长期股权投资比重



资料来源: 联合资信根据Wind、公开资料整理

² 本文股权投资仅收益选取长期股权投资及计入利润表投资收益中对联营企业、合营企业的投资收益进行分析。

三、江苏省各地级市产业发展及股权投资概况

江苏省各地级市产业发展状况

江苏省按区域地理位置分为苏南五市（南京市、苏州市、无锡市、常州市、镇江市）、苏中三市（南通市、扬州市、泰州市）和苏北五市（徐州市、连云港市、淮安市、盐城市、宿迁市），下辖13个地级市整体经济实力呈现“南强北弱”的格局，苏南地区整体经济发展水平更高，系省内经济发展引擎，苏北地区与其经济规模相差较大(见图6)。

从产业结构看，江苏省下辖13个地级市产业结构各有侧重，具有较为明显的层次性。苏南地区产业格局更优，整体呈现“三二一”的产业结构，苏中地区产业格局以“二三一”为主，苏北地区产业结构较为传统，系省内第一产业占比最高区域。产业结构是经济结构的重要组成，产业结构的优化升级可以促进区域内经济增长。从2022年江苏省各地级市三次产业结构来看，江苏省下辖13个地级市产业结构具有较为明显的层次性。苏南地区产业结构主要呈现“三二一”的格局，第三产业平均水平（52.2%）领先于全省第三产业占比（50.5%），产业引领作用凸显。其中，南京市第三产业占比最高，已达62.2%；苏州市和无锡市第三产业比重均超过50.0%。苏中地区产业格局以“二三一”为主，第二产业系其增长主要动力，平均水平（49.2%）高于全省第

二产业占比（45.5%），第三产业平均水平不及全省值。苏北地区系省内第一产业占比最高区域，第一产业平均水平（9.88%）远高于全省第一产业占比（4.0%），第二产业平均水平（43.30%）及第三产业平均水平（46.82%）均低于全省值（见图7）。上述产业结构反映出苏南地区随着经济的继续向前发展以及位于“长三角经济区”中心区域的区位优势等因素影响，长期以来的产业结构调整成效已十分显著；苏中地区由于其传统工业产业起步较早，第三产业发展相对滞后，仍需进行产业结构的持续优化升级；苏北地区工业、服务业等相对苏南地区仍不发达，仍需加快促进产业链高级化。

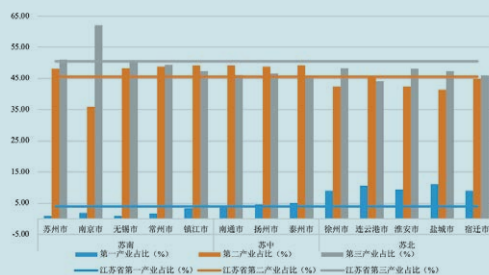
在各项促进工业经济增长的政策措施带动以及人才、技术的集聚之下，江苏省工业经济保持了较好的发展势头，工业企业效益不断提高。本文选取了工业企业营业收入、利润总额和利润总额/营业收入三个指标来反映江苏省工业企业的效益状况。从主营业务收入来看，除镇江市外，苏南地区远高于苏中和苏北地区，也高于江苏省工业企业主营业务收入的平均值，作为省内发展引擎的苏南地区，因其良好的产业基础，在工业企业经营规模上具有压倒性优势；苏中、苏北地区则均低于省内平均值。而主营业务收入增速（2018—2021）方面，除镇江市的增速低于5.00%以外，其余苏南四市均超过5.00%，保持较高增速；苏中三个城市，泰州市增速仅为0.23%，南通和扬州两市的

图6 江苏省行政区划图



资料来源：公开资料

图7 2022年江苏省各地级市三次产业结构情况



资料来源：联合资信根据Wind、公开资料整理

增速均为负；苏北五市中，除淮安市增速为负外，其余四市均为正。值得一提的是，宿迁和连云港两市的增速均在10.00%以上，领先苏南地区（见图8）。从利润总额来看，除镇江市外，苏南地区也远高于苏中和苏北地区，苏中地区次之，苏北地区最末，苏北地区的连云港市增速突出，高达11.08%。从利润总额/营业收入来看，苏南和苏中地区大都集中在6.00%~7.00%，而苏北地区则跨度较大，其中盐城仅为3.65%，系全省最低，徐州和淮安分别为6.01%和6.10%，与苏南、苏中地区水平相当，而宿迁和连云港则分别高达8.11%和9.35%（见图9）。可见，虽然苏南地区在工业企业效益方面整体领先于苏中和苏北地区，但苏北地区的部分城市也在利用其后发优势缩小与苏南地区的差异。

江苏省整体金融资源较为丰富，其中苏南地区在金融机构分支机构及资产余额方面均远大于苏中和苏北地区，省内金融机构存贷款余额呈现“苏南>苏中>苏北”态势，但增速或受基数影响而呈现相反趋势，亦反映出近年来相对欠发达的苏北、苏中地区同苏南地区差异或在缩小。资金是企业经济活动的第一推动力和持续推动力，较大力度的资金支持，可使企业的发展更加顺利。而属地金融机构的数量可以在一定程度反映当地的金融资源丰富程度。截至2022年末，全国共有27家区域性银行在A股上市，其中江苏省有9家（3家城商行和6家农商行）。从总部分布看，江苏银行系江苏省内唯一一

家省级区域行，剩余8家有2家位于南京，4家位于苏州，2家位于无锡。从分支机构家数来看，同9家银行的属地一致，其分支机构亦明显更多集中在苏南地区，在苏南、苏中、苏北地区的分支机构分别为1050家、165家和221家。从分支机构的资产规模来看，上述9家金融机构在苏南、苏中、苏北地区各分支机构的资产规模分别为2.57万亿、0.55万亿和0.55万亿。可见，苏南的金融资源明显较苏中、苏北地区更加丰富。

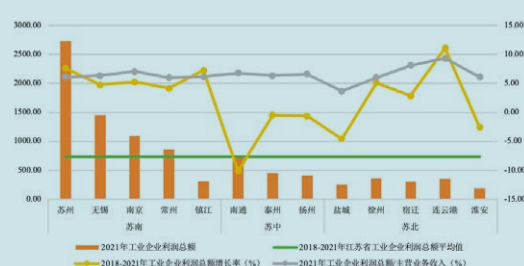
金融机构存款余额反映一个地区对资金的吸附能力，一个地区能汇聚的资金量能够直观地反映该地区的经济发展水平和经济总量；贷款余额则能直观地反映出一个地区的金融机构的资金投放量，也反映出金融机构对实体经济的支持程度。金融机构存贷款余额方面，截至2022年末，南京市、苏州市、无锡市、南通市和常州市存贷款余额分别位居全省存贷款余额前五，处于第一梯队。徐州市、盐城市、泰州市和扬州市的存贷款余额均超过了0.80万亿，处于第二梯队。镇江市、淮安市、连云港市和宿迁市的存贷款余额均在0.80万亿以下，规模相对较小，处于第三梯队。整体来看，江苏省金融机构存贷款呈现苏南最高，苏中次之，苏北最末的态势。增速方面，近五年江苏省各地级市存贷款余额均呈现较快增长态势，但与存贷款余额分布相反，增速呈现苏北最快，苏中次之，苏南最慢的态势，苏北五城的金融机构贷款余额增速更是均超过了13.00%（见图10）。这也反映出

图8 江苏省各市工业企业主营业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据Wind、公开资料整理

图9 江苏省各市工业企业利润总额及增速（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据Wind、公开资料整理

相对欠发达的苏北、苏中地区近年来在经济发展方面上升势头较为明显，与苏南地区的差异或在逐步缩小。

江苏省各地级市股权投资概况

在上述开展股权投资的背景优势下，江苏省各地市还出台了各类促进投资政策（见表1），进一步引导完善营商环境，以促进产业投资为抓手，在布局发展新兴产业、吸引资金投向区域内重点产业、加快构建政府投资基金等方面持续发力，并进一步撬动各类资本加大力度布局投资各地市，推动当地产业投资，促进地区内产业结构优化调整和经济高质量发展。

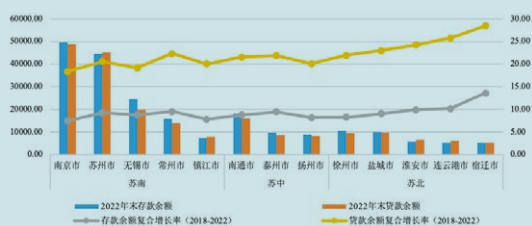
从投资基金规模及增速看，经济发展水平较高且区域优势更突出的苏南地区规模远领先于苏中和苏北地区，整体基金规模增速较快，区域内城投公司亦保持积极的姿态推进投资基金以服务区域经济发展及产业转型升级。在促投资、政府产业发展基金政策及地区产业发展优势等综合影响下，投资基金方面，2021年以来，江苏省下辖主要地市的基金管理人数量及基金管理规模呈稳步增长趋势，其中苏南地区规模远领先于苏中和苏北地区，且整体基金规模增速较快。一方面或主要由于地区内产业发展具有较高基础，更易吸引大量优质企业进驻，并进一步形成集聚效应，包括金融资源的汇聚。另一方面或由于苏南地区政府投资通过发挥激励引导作用，以国有资本撬动社会资本比例更大。在此过程中，城投公司亦保持积极的姿态推进投资基金以服务区域经济发展及产业转型升级。如根据公开信息，南京东南国资投资集团有限责任公司管理的存量基金及已获批的组建中基金已共10支，总规模280亿元，其中基础设施建设类基金5支，产业股权投资类基金5支；南京江北新区产业投资集团有限公司表示“截至2022年末，公司已设和拟设基金共计35支，总规模近360亿元，涉及集成电路、生物医药、高端制造、5G互联网、人工智能等多个领域，服务新区‘芯片之城’‘基因之城’建设；与中金资本、鼎晖资本、金浦投

资等知名投资机构合作，累计参股基金21只，基金总规模232.84亿元”等。

从直接投资规模看，与经济实力、产业基础和金融资源等“南强北弱”的要素禀赋结构相一致，省内城投公司参与股权投资规模亦呈现“南大于北”的梯队特征。直接投资方面，从投资规模来看，苏南地区城投公司股权投资规模亦远大于苏中及苏北地区。其中南京市城投公司股权投资规模最大，远超其他地级市，达5000.00亿元以上，位于省内第一，且增速较快，反映出南京市作为省会城市，综合性功能优势更强，城投公司股权投资活跃度更高。其次为苏州市及无锡市，分别约为3600.00亿元及1700.00亿元，上述区域在省内的资源禀赋优势相对突出，城投公司参与市场化转型或相对较早，因此在投资规模上处于相对领先水平。苏中地区中南通市及扬州市股权规模较大，分别约1000.00亿元和900.00亿元，泰州市股权投资规模近600.00亿元；苏北地区盐城市规模较大，领先于其他地市，已达1100.00亿元以上，除徐州市超500.00亿元外，其余地市均在500.00亿元以下。

从投资收益来看，2022年，苏南地区城投公司长期股权投资收益整体高于苏中及苏北地区，其中南京市尤为突出，当年长期股权投资收益率高达6.57%，苏州市次之，投资收益率为2.40%。苏中地

图10 江苏省各市存贷款余额及变化情况（单位：亿元）



注：部分数据采用年末金融机构各项本外币存贷款余额；图中增长率数据以百分比计量

资料来源：联合资信根据Wind、公开资料整理

区及苏北地区各市中，南通市、盐城市和宿迁市投资收益率较高，分别为2.39%、2.02%和2.12%，其余地市的投资收益率处于相对较低的水平，在投资效益方面的表现并不突出。上述指标也反映出目前省内城投公司参与股权投资的动因并非完全以追求投资收益为最终目标，更关注通过股权投资方式来配置资本，培育地方产业。

四、总结与展望

综上，受益于江苏省突出的区域资源禀赋、不断升级与完善的产业结构和以股权投资撬动产业发展的政策推动等因素，省内城投公司参与股权投资或更注重于其带来的地区长期经济效益，以配合当地政府招商引资、推动区域资源优化配置、吸引资本对地区产业转型

表1 江苏省各地市主导产业及政策梳理

地级市	部分主导产业	部分促投资政策内容
苏州市	电子信息、装备制造、生物医药、先进材料	《关于促进苏州股权投资持续高质量发展的若干措施》：支持股权投资机构投资苏州，对于当年实际投资苏州区域非上市企业的累计投资额满一定额度的私募基金给予资金奖励；鼓励投资机构投早投小投科技，对私募股权投资基金完成向苏州市初创期科技型企业投资给予补贴；加大对股权投资专业人士的奖励
南京市	电子、石化、钢铁、汽车等	《关于进一步强化抓招商、抓项目的若干措施》：聚焦创新型产业体系和重点产业链强链补链招商。明确了今后三年全市招商引资主要指标的增幅和重大项目招引目标。从市级层面统筹土地、能耗等关键性要素指标，优先保障重点招商项目。实行“牵头板块主办—市投促办会商—市政府调度”三级协调会办机制。通过产融合作助力项目落地，引导社会资本投资招商项目
无锡市	物联网、集成电路、生物医药、软件与信息技术服务	《市政府关于进一步促进无锡股权投资高质量发展的若干政策意见》：通过给予奖励、实行超额收益让渡等优惠政策鼓励股权投资机构及项目落地无锡，设立天使投资引导母基金、为符合条件的基金及管理人提供风险补贴等方式鼓励“投小、投早、投科创”，促进合格境外有限合伙人（QFLP）、合格境内有限合伙人（QDLP）聚锡发展
常州市	装备制造业、新能源与新材料、软件业和信息产业	《关于促进创新发展的若干政策》：实施人才引进计划；支持创新股权投资。5年内，市和辖区、常州经开区两级财政安排400亿元资金，带动各类社会资本形成总计2000亿元投入常州市创新领域。组建科技创新基金，给予配套出资。参股市场化天使投资基金为初创科技企业提供融资支持
镇江市	高端装备制造、生命健康、数字经济、新材料	《镇江市资本市场扬帆计划》《镇江市加快股权投资行业发展云帆计划》：至2024年末，全市上市公司数量实现倍增，新增上市挂牌企业、后备企业均不少于100家。推进提升直接融资比重。发挥债券市场融资功能，引导各类产业基金做大做强，推动2个以上地区形成基金集聚区
南通市	船舶海工、高端纺织、高端装备、新材料、新能源和新一代信息技术产业	《市政府印发关于加快基金集聚促进股权投资高质量发展的若干政策意见的通知》：规划建设股权投资基金集聚区，对在集聚区内注册的股权投资机构，自注册之日起5年内产生地方财政贡献剔除中央和省集中后区级全额留用，用于扶持股权投资机构发展和高端人才奖励；对投向市级重点产业链的产业类投资基金配套出资。对投资市级非上市企业满一定额度的给予资金奖励
扬州市	机械制造、高新技术、文化创意、现代农业和现代服务业	《关于促进扬州市股权投资高质量发展的意见（试行）》：对在市域内新设立的股权投资基金按其募资规模并按其实际投资扬州市域内非上市企业投资额的一定比例给予奖励。鼓励投早投小投科技，实行资金奖励或损失补贴。对符合市内重点优势产业链固链强链要求的，给予股权投资管理机构奖励
泰州市	大健康产业体系+海工装备和高技术船舶产业集群、汽车零部件和精密制造产业集群等	《泰州市关于促进股权投资高质量发展的若干政策措施》：支持新设股权投资机构，按其募资规模给予一定比例奖励。引导本市新设立的股权投资机构投资本市非上市企业，鼓励投早投小投科技和支持引进产业项目，给予资金奖励。优化政府投资基金投入机制和管理模式，可降低市政府投资基金出资的门槛收益率，超额收益可对其出资人适当让利。加强专业人才激励保障
徐州市	工程机械与智能装备、新能源、集成电路与ICT、生物医药与大健康等	《徐州市上市公司高质量发展“鹏程计划”行动方案（2021—2025年）》：到2025年底，全市上市公司规模总量持续提升，境内外上市公司总数突破50家，以先进制造业、战略性新兴产业、现代服务业以及乡村产业等为重点，建立市级目标企业、打造企业上市梯队
连云港市	石化、生物医药、新材料、硅材料、高端装备	《市政府关于进一步提高上市公司质量的实施意见》：到2025年末，新增上市公司10家，总数达20家。各县（区）、功能板块至少新增1家上市公司，实现上市企业县（区）、功能板块全覆盖。市属国有企业各有1家子公司上市。先进制造业和新兴产业上市公司占比超过70%
淮安市	绿色食品、新一代信息技术、新型装备制造、新材料	《关于淮安市金融助力高质量招商引资的若干措施的通知》：发挥金融机构资源优势“以商招商”，积极探索开展“基金招商”，发挥政府产业基金的引导作用，通过基金投资助力优质项目来淮落地，助力产业强链、补链、延链。优化金融资源配置和服务，建立金融服务招商引资工作机制
盐城市	汽车、钢铁、新能源、电子信息	《关于加快推进企业股改上市的实施意见》：“十四五”期间，力争全市新增境内外上市公司20家以上，各县（市、区）至少新增1家上市公司，市属国有企业新增投资控股1家上市公司。加快构建“母基金+基金群”矩阵。积极稳妥推动母基金体系向县（市、区）延伸
宿迁市	机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料	《宿迁市产业发展基金管理暂行办法》：优化基金政策导向。宿迁产业基金以政策导向为首要目标，聚焦产业体系和重点产业链建设，引导集聚各类资本、资源，推动产业转型升级，促进资源优化配置和经济社会高质量发展。进一步明确设立子基金和直接股权投资并行的投资方式

资料来源：联合资信根据公开资料整理

升级提供资金支持为主要目标。

省内城投公司参与股权投资规模方面，与经济实力、产业基础和金融资源等“南强北弱”的要素禀赋结构相一致，省内城投公司参与股权投资规模亦呈现“南大于北”的梯队特征。苏南地区作为省内先发地区，位于“长三角经济区”中心区域的区位优势突出，经济总量、财富水平领先于省内其他区域，且长期以来的产业结构调整成效已十分显著，在此背景下苏南地区的城投公司获得发展的机会更大。在加快产业结构升级和促投资等激励政策助推下，区域内城投公司的股权投资体量持续维持在较高水平，基金管理人数量及管理基金规模亦发展较为迅速。此外，凭借良好的融资优势，苏南地区的城投公司更易获得较低的资金成本，若围绕区域主导产业及优势产业进行投资，资金投向符合区域产业政策的，随着后续相关产业的进一步转型升级，区域内城投公司参与股权投资的效益或将进一步提升，在资金和资源的引导集聚下，区域经济状况也将随之进一步提振，形成良性循环。苏中及苏北地区方面，近年来，苏中及苏北地区在经济总量等方面均保持较快增速，地区发展步伐明显加快，但目前上述区域产业发展水平同苏南仍保持较大差距，产业结构仍待完善，产业集群支撑不够，仍需加大发展力度，加快促进产业链高级化。在省内苏南苏北共建工业园区、南北结对帮扶合作关系、促进区域协调发展等政策鼓励下，苏北地区应积极接受产业转移和辐射带动，推进南北产业链深度对接。区域内的城投公司需了解区域优势，加强配套设施的建设，提升企业引入转移的配套能力，为产业培育提供有力支撑；通过政府的政策支撑和地区产业基金的引导，助力地区招商引资和相关产业进一步发展以及产业链的引入。预期在此趋势下，苏中及苏北地区发展内生动力将得到增强，南北地区差距或将有所缩小。

此外，在省内城投公司参与股权投资对产业运营和经济发展带来积极作用的同时，也需警惕其带来的

自身投资风险。苏南地区方面，由于其参与股权投资规模更大，范围更广泛，以股权投资为代表的市场化转型步伐更快，需关注区域内城投公司在股权投资过程中城投属性以及得到政府支持程度的变化，并对相关城投公司传统公益性业务的开展规模及业务持续性保持关注，以避免在其自身造血功能提升的同时外部支持减弱及城投属性弱化的风险。苏中及苏北地区，由于金融资源禀赋及市场认可度相对于苏南地区具有较大差距，融资成本更高，需警惕区域内城投公司以较高的融资成本进行的投资行为，一方面该类投资由于资金成本高，往往投资收益增效不明显；另一方面，若涉及“短贷长投”现象，将加重投融资期限错配风险。此外，苏北地区目前在省内债务压力整体更高，债务的短期化压力更大，需额外关注该区域城投公司由于投资导致的债务进一步攀升。若涉及投资于同自身经营业务相关度较低的行业，需重点加强风险甄别，警惕可能面临的投资风险，以及投资失败对自身盈利水平甚至信用水平产生的冲击。

未来发展趋势方面，预期在江苏省产业整体布局、积极的战略规划以及政策鼓励下，江苏省内城投公司股权投资规模有望继续保持较快增长。《江苏省“十四五”金融发展规划的通知》提出，“十四五”期间，要充分发挥省新兴产业创业投资引导基金、省科技创新投资基金和省天使投资风险补偿资金作用，优化政府引导基金运作模式，加强与头部私募股权投资母基金合作，构建以政府基金为引导、社会资本为主体、市场化运作的创新创业资本筹集机制；鼓励有条件的地方采用政府投资基金等形式支持高新区和科技型企业发展；发挥政府引导作用，通过政府性融资担保机构、政府投资基金、“园区+金融”等渠道模式，撬动金融资源加大对产业链、产业集群支持力度；鼓励政府投资基金以市场化方式支持重大项目。可以预计，在有效政策的引导下，未来江苏省城投公司股权投资规模有望继续保持较快增长。■

融资租赁公司2023年分类别专题研究

文|联合资信 刘鹏 张帆 刘嘉

本文将债券市场有存续债券的融资租赁公司分为产业类融资租赁公司（以下简称“产业类租赁公司”）、平台类融资租赁公司（以下简称“平台类租赁公司”）和综合类融资租赁公司（以下简称“综合类租赁公司”）：产业类租赁公司主要围绕股东集团内部兄弟单位或股东产业上下游开展租赁业务；平台类租赁公司股东背景多为地方国资委，融资租赁业务主要围绕一定区域内的公共事业和基础设施建设等行业；综合类租赁公司主要是业务布局多元化发展，行业分部较广，且成立时间较长的融资租赁企业。

综合类租赁公司受市场化竞争压力和股东要求的资本高回报率下，业务风格相对积极，截至2022年末，杠杆倍数有所上升，资产总额、所有者权益增速较为平稳，但是不良率处于三类租赁公司最高水平。

产业类租赁公司股东背景和资本实力较强，资产投放客户群体稳定，但受其股东所处行业影响大，截至2022年末，产业类租赁公司单一客户集中度略高于监管指标，存在一定的转型压力，拨备覆盖率增长较快，资产质量良好。

2022年，平台类融资租赁公司资产增速保持较快增长，杠杆水平保持较低水平，受益于不良率较低，平台类融资租赁公司净利润增速较其他两类租赁公司更快，净

资产收益率较高，但面临行业监管及显著的区域风险。

以下样本选取市场发债的融资租赁公司，样本个数47家，每组选取样本绝对值差距较大，可能会有存在规模因素影响。产业类租赁公司样本群主要业务投向电力、新能源、航空设备、绿色民生等，主要样本个数24家，主要有中飞租融资租赁有限公司、华能天成融资租赁公司、大唐融资租赁有限公司和中核融资租赁有限公司等。平台类租赁公司样本个数8家，如：广州越秀融资租赁有限公司、青岛城乡建设融资租赁和杭州金投融资租赁有限公司等。综合类租赁公司样本个数15家，如：远东国际融资租赁有限公司、海通恒信国际融资租赁有限公司和诚泰融资租赁（上海）有限公司等。

从选取的样本企业中（见表1），产业类租赁公司AAA级别客户占比最高，该类型客户多为央企和国企，股东实力强；综合类租赁公司AAA级别占比次之，该样本中部分租赁企业成立时间久，已经形成了一定业务规模；平台类租赁公司业务主要围绕城市基础设施建设，整体级别分布较为均衡；整体看，产业类租赁公司信用级别高于其他两类租赁公司。

截至2022年末，三类融资租赁公司平均资产总额保持增长，但增速均较2021年均有所回落，其中产业类租赁公司增速明显放缓，平台类租赁公司增速仍保持相

表1 截至2022年末样本企业主体级别分布情况（单位：个）

主体级别	综合类租赁公司	产业类租赁公司	平台类租赁公司
AAA	9	15	3
AA ⁺	4	8	3
AA	1	1	2
AA ⁻	1	0	0

数据来源：Wind,联合资信整理

对较快,平台类企业对租赁公司的资金需求仍很大。

从资产增速来看(见图1),2020—2022年末,三类融资租赁公司平均资产总额均持续增长,平台类租赁公司由于体量较小,年均复合增长率最高(+19.94%),综合类租赁公司资产体量最大,年均复合增长率最低(+6.26%)。2021年及2022年,综合类租赁公司增速较为平稳;产业类租赁公司2022年增速放缓明显,主要系个别产业类租赁公司受宏观经济影响较大,部分产业投放乏力,以及部分企业受杠杆限制,增速有限等综合原因所致;平台类租赁公司2022年增速有所下降,但增速仍保持相对较快。

截至2022年末,三类租赁公司所有者权益增速除平台类租赁公司外,均有所回落;平台类租赁公司受持续增资的带动,所有者权益增幅大幅提升,且部分企业增资规模显著。

2020—2022年末,三类融资租赁公司平均所有者权益均实现了持续增长(见图2),综合类融资公司整体资本实力最强,平台类租赁公司实力相对较弱。综合类租赁公司和产业类租赁公司2022年增速均有所放缓;平台类租赁公司2022年增速较快,其中A公司2022年实收资本增加30.00亿元、B公司2022年实收资本增加17.94亿元,相对样本公司的原有所有者权益规模较大。

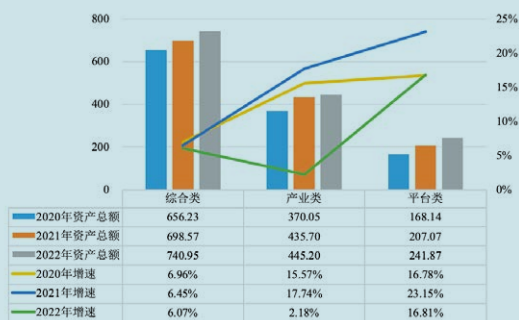
截至2022年末,产业类客户集中度存在一定的转

型压力,综合类和平台类单一客户集中度较低。

单一客户集中度方面(见图3),产业类租赁公司单一客户集中度显著高于其他类租赁公司,主要系产业类租赁公司主要服务于集团内成员单位,对产业投资单笔金额较大,且风险相对易于把控,因此产业类租赁公司对单一客户的集中度限制相对弱化,截至2022年末,产业类租赁公司单一客户集中度略高于监管指标(对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的30%),未来仍有转型压力。综合类租赁公司、平台类租赁公司单一客户集中度较为接近,且近年来对单一客户集中度有所压降。

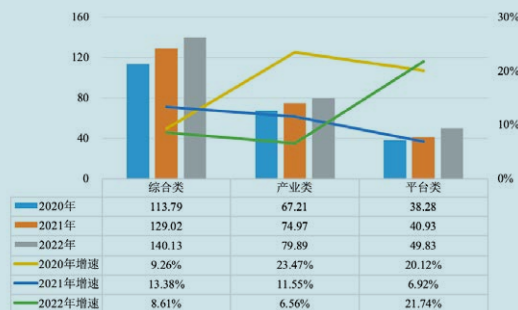
截至2022年末,综合类租赁公司资产质量较上年有所好转、杠杆有所上升,但仍处于行业高位,产业类和平台类租赁公司不良率整体较为稳定,三类租赁公司的拨备覆盖率整体有所抬升,资产质量进一步夯实。

图1 样本企业平均资产总额及增长率对比(单位:亿元、%)



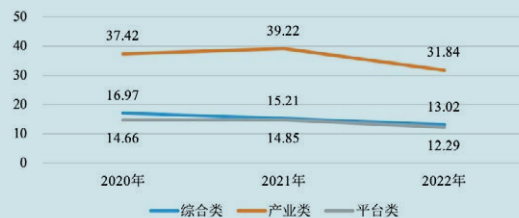
资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 样本企业平均所有者权益及增长率对比(单位:亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 样本企业平均单一客户集中度对比(单位:%)



注: 剔除数据缺失的样本企业
资料来源: Wind, 联合资信整理

杠杆倍数方面(见图4),三类融资租赁公司杠杆水平区分度较为明显且变动各异。截至2022年末,产业类租赁公司杠杆水平相对最高,但较2021年末有所下降,主要系产业类投放需求下降影响;综合类租赁公司杠杆水平居中,相较于2021年末有所提升;平台类租赁公司杠杆水平相对最低,2022年末杠杆小幅下降,主要受部分企业增资影响。

从不良率指标来看(见图5),2020—2022年末,产业类租赁公司和平台类租赁公司不良率平均值波动很小,整体较为稳定。产业类租赁公司因主要服务于集团内成员企业或集团上下游产业链合作企业等原因,截至2022年末,不良率增加0.07个百分点,变化很小;综合类租赁公司不良率有所下降,但是仍明显高于其他两类租赁公司;平台类租赁公司不良率有所下降,2023年以来,融资租赁与平台企业诉讼纠纷多发,地方财政承压的区域的平台类企业信用环境的趋紧,未来预计平台类企业

投放弱资质的区域环境的租赁公司资产质量承压,区域风险持续暴露。

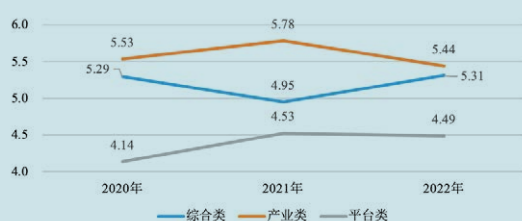
2020—2022年,综合类和产业类租赁公司拨备覆盖率均呈上升趋势,平台类租赁公司拨备覆盖率处于波动上升趋势(见图6);2022年,综合类、产业类和平台类租赁公司拨备覆盖率分别为223.21%、231.85%和262.62%,较年初均有所增加,其中综合类租赁公司对利润的要求较大,计提比例弱于其他两类租赁公司,整体看租赁资产质量进一步夯实。

随着综合类融资租赁公司的不良租赁资产逐渐暴露,综合类租赁公司加大减值计提比例,2022年利润出现负增长,产业类、平台类租赁公司净利润增长情况较好。

2020—2022年,综合类、产业类和平台类租赁公司净利润年均复合增长率分别为8.91%、21.33%和20.40%,综合类融资租赁公司净利润年均复合增长率最低,主要系随着综合类融资租赁公司的不良租赁资产逐渐暴露,减值计提比例在三类租赁公司中最多(见图7)。2022年产业类租赁公司净利润增速低于平台类租赁公司,主要系产业类租赁公司租赁资产投放增速有所放缓以及拨备计提大幅增长等因素综合所致;2022年综合类租赁公司利润出现负增长,主要系个别大型综合类融资租赁公司净利润高位回落所致(见表2)。

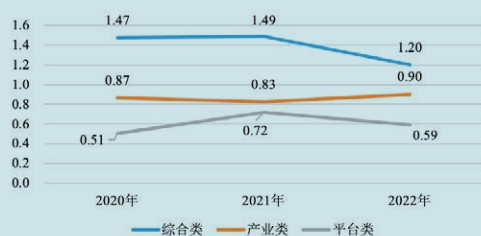
从盈利指标来看(见图8),2020—2022年,平台类融资租赁公司净资产收益率整体高于综合类、产业

图4 样本企业平均杠杆倍数对比(单位:倍)



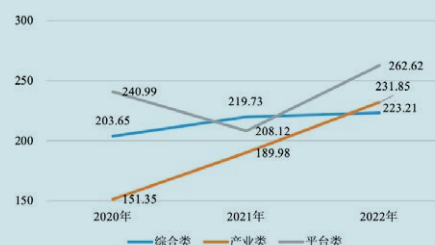
资料来源: Wind, 联合资信整理

图5 样本企业平均不良融资租赁资产率对比(单位:%)



注: 综合类租赁公司不良率口径剔除了异常数据
资料来源: Wind, 联合资信整理

图6 样本企业拨备覆盖率对比(单位:%)



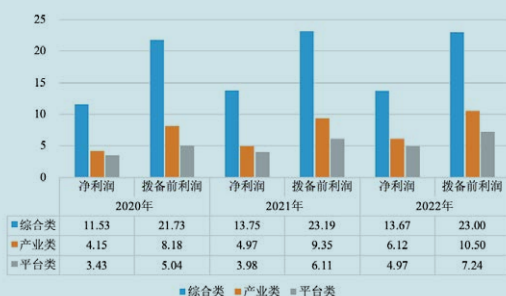
注: 已经剔除部分异常的样本企业拨备覆盖率
资料来源: Wind, 联合资信整理



类租赁公司，但是杠杆倍数处于相对较低水平，主要系具有较低不良率的租赁资产导致股东回报增长。综合类租赁公司和平台类租赁公司均为波动上升。2022年净资产收益率均有所抬升，产业类租赁公司净资产持续攀升。2022年，平台类平均净资产收益率仍保持高

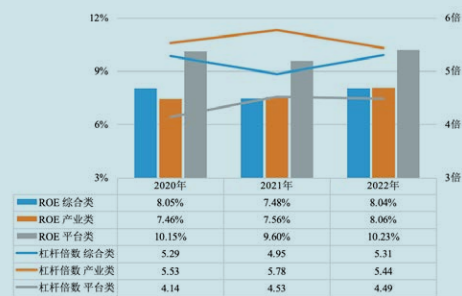
位，主要系平台类服务对象主要是区域内区县级城投公司，企业资质相对下沉，资产收益率相对较高；产业类租赁公司净资产收益率略高于综合类租赁公司。综合类租赁公司整体体量较大、租赁资产不良率较高，净资产收益率相对较低。//

图7 样本企业平均净利润及拨备前利润对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图8 样本企业平均净资产收益率及杠杆倍数



注: ROE为左轴, 杠杆倍数为右轴
资料来源: Wind, 联合资信整理

表2 样本企业平均净利润增速对比表

类别	三年年均复合增速	2020年增速	2021年增速	2022年增速
综合类租赁公司	8.91%	6.98%	19.31%	-0.58%
产业类租赁公司	21.33%	16.91%	19.58%	23.11%
平台类租赁公司	20.40%	24.35%	15.88%	25.11%

数据来源: Wind, 联合资信整理

我国逐步完善以政府引导、市场驱动的保障性住房体系

文|联合资信 刘艳 焦阳

近年来,在我国地方政府债务管控的背景下,保障房建设和运营逐步增加对于市场化方式的探索,同时棚户区等保障房建设改造空间有所消化,以政府引导、市场驱动的保障性住房体系将进一步完善。我国31省数据显示,一般公共预算收入越大、人口密度越高、城镇化水平越低的省份,其保障性安居工程财政支出越大。保障房建设对于降低贫富差距、城镇化发展以及促进区域消费和投资具有一定的积极作用。此外,保障房建设和运营对于城投的影响包括倒逼城投市场化转型、多元化融资等,同时需关注土地供应和资金落实、环境/质量/施工问题、退出方式不清晰以及保障房需求变化对于涉及保障房业务的城投信用风险的影响。

一、我国保障房发展总体情况

地方政府财政投入是保障房建设资金的重要来源。2009—2021年,我国保障性安居工程的财政支出呈现出快速上升-趋于平稳-小幅下降的整体趋势,主要投向棚户区改造、公共租赁住房和廉租住房等项目建设。

我国保障房建设具有明显的政策推动特点,政府财政投入是保障房建设资金投入的重要来源之一。2009年以来,我国保障性安居工程的财政支出呈现出快速上升-趋于平稳-小幅下降的整体趋势(见图1)。我国保障性安居工程的财政支出增速逐步放缓到增速转负,一方面是由于在我国地方政府债务管控的背景下,

逐步增加对于市场化建设运营方式的探索;另一方面,也与棚户区等保障房建设改造空间下降等因素有关。

从2009—2021年的保障性安居工程财政支出结构来看(见图2),用于棚户区改造的财政支出在全部保障性安居工程财政支出中占比最大,为31.81%;其次为公共租赁住房和廉租住房¹,其财政支出在全部保障性安居工程财政支出中占比分别为14.90%和9.09%。

从中央和地方财政支出占比来看(见图3),地方财政支出中用于保障性安居工程的占比一直维持在96%以上,是保障性安居工程建设的主要资金来源。

二、我国各类型保障性住房发展历程

经济适用房

我国经济适用房发展经历了“政策驱动下的较快

图1 保障性安居工程的财政支出情况(单位:亿元)



注:“其他保障性安居工程支出”包括改变公房土地性质补缴土地出让金,经济适用房、公共租赁住房审核工作经费,其他保障性住房的基础设施建设等

资料来源:中华人民共和国财政部

¹ 我国廉租住房和公共租赁住房于2014年并轨。

发展-公共属性弱化后的明显放缓-政策规范下的再次提速-逐步退出历史舞台”四个阶段。

1994年7月,国务院下发《关于深化城镇住房制度改革的决定》,强调要建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系,首次明确了经济适用房的社会保障性质。

1998年7月,《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》提出,建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系。1998—2002年,经济适用房实现较快发展,其投资额占住宅投资额的比重均在10%以上。

2003年8月,建设部发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(简称“18号文”),把经济适用房表述为“具有保障性质的政策性商品住房”,经济适用房被定位为具有政策性的“商品住房”;同时,18号文提出建立和完善廉租住房制度,强化政府住房保障职能,切实保障城镇最低收入家庭基本住房需求。受经济适用房的社会保障属性削弱以及廉租住房制度提出等因素的影响,2003—2006年,经济适用房投资额占住宅投资额的比重降至10%以下,其新开工面积增速也明显放缓。

2007年,国务院出台《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》,从规范供应对象、合理确定

标准、严格上市交易管理、加强单位集资合作建房管理等方面改进和规范经济适用住房管理。2007—2009年,经济适用房建设规模和新开工面积有所增加。

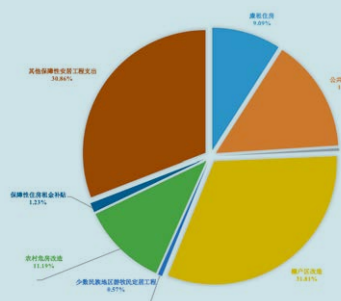
此后,我国保障房供应形式向共有产权住房和配租型保障房转变,经济适用房逐步退出历史舞台。

廉租住房

2003—2013年,我国廉租住房发展较快,主要针对城镇最低收入家庭;2014年,廉租住房与公共租赁住房并轨。

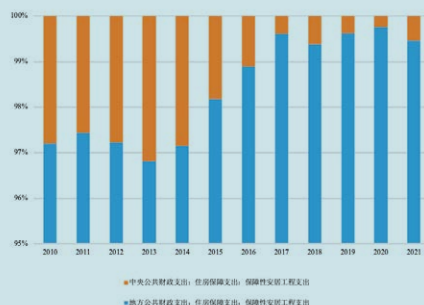
2003年8月,国务院发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》,提出建立和完善廉租住房制度,强化政府住房保障职能。2007年住建部颁布《廉租住房保障办法》,明确规定由政府统一规划建设管理廉租房。住房和城乡建设部公布的数据显示,截至2009年11月底,全国新开工和通过各种方式筹集廉租住房185万套。其中,全国廉租住房新开工158.4万套,通过购买、改建等方式筹集26.6万套。租赁住房补贴户数达到292万户,其中新增租赁补贴80万户。从财政部发布的保障性安居工程财政支出数据来看,2009年至2013年,廉租住房的财政支出均在380亿元以上,占保障性安居工程财政支出的比重虽然逐年下降,但占比也持续在10%以上(见图4)。

图2 我国保障性安居工程的财政支出投向



注:“其他保障性安居工程支出”无法匹配至具体保障房类型
资料来源:中华人民共和国财政部

图3 我国保障性安居工程的财政支出结构



资料来源:中华人民共和国财政部

2013年底,我国出台《关于公共租赁住房和廉租住房并轨运行的通知》,要求自2014年起正式将廉租房和公共租赁住房并轨运行,并轨后统称为公共租赁住房。2014年以前年度已列入廉租住房年度建设计划的在建项目可继续建设,建成后统一纳入公共租赁住房管理。

棚改房

2008年以来,棚户区改造在政策驱动下快速推进,2015—2018年为棚改井喷期。随着棚户区改造的不断推进,全国的棚改总体空间有所下降,未来可能表现为因地制宜的区域差异化特点。

2008年,国务院提出“争取3年基本解决棚户区改造问题”。2009年《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》出台,要求力争从2009年开始,结合开展保障性住房建设,用5年左右时间基本完成集中成片城市和国有工矿棚户区改造,有条件的地区争取用3年时间基本完成,特别应加快国有工矿棚户区改造,使棚户区群众的居住条件得到明显改善。

2013—2015年,国务院相继出台《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》《国务院办公厅关于进一步加强棚户区改造工作的通知》和《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》等多项文件,通过土地、金融等方面政策的支持促进了棚户区改造的快速发展。

政策推动下,2015—2018年迎来棚改井喷期,棚改房每年新开工套数均在600套以上,财政支出在1200亿以上,占保障性安居工程财政支出的比重维持为30%以上。2019年以来,用于棚改项目的财政支出明显下降,但仍维持在800亿以上。随着棚户区改造的不断推进,全国的棚改总体空间已经明显消化,未来可能表现为因地制宜的区域差异化特点。

公共租赁住房

公共租赁住房主要针对中等偏下收入住房困难家庭。2014年以来受益于市场化方式建设和运营,公共租赁住房建设的财政支出呈下降趋势。未来公共租赁住房将成为我国保障性住房供给的支柱之一。

2009年,国务院工作报告首次提出“积极发展公共租赁住房”。2010年住建部等七部委发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》,从租赁管理、房源筹集、政策支持和监督管理等方面推进公共租赁住房建设和管理,推动我国公共租赁住房快速发展。2011—2013年,我国用于公共租赁住房的财政支出均在600亿以上,占各年用于保障性安居工程的财政支出的比例维持在20%以上。

2014年,廉租住房和公共租赁住房并轨,公共租赁住房成为配租型保障房的主要供给模式。2014年至2021年,我国公共租赁住房财政支出呈下降趋势,这可能与2014年以来城投逐步参与,并通过市场化方式建设和运营有关。在此期间,各省用于公共租赁住房建设的财政支出年均仍在200亿以上,占各年用于保障性安居工程的财政支出的比例趋于10%上下(见图5)。公共租赁住房已经成为我国保障性住房供给的支柱之一。

共有产权住房

2014年我国共有产权住房推出,在一定程度上作为经济适用房的一种替代形式,逐步成为我国住房保障体系的三支柱之一。

图4 廉租住房财政支出及其在保障性安居工程财政支出中的占比(单位:亿元)



资料来源: 中华人民共和国财政部

2014年,住建部发布《中华人民共和国住房城乡建设部关于试点城市发展共有产权性质政策性商品住房的指导意见》,指出人口流入集中、住房供需矛盾突出、房价上涨较快的试点城市应当增加供应。北京市、上海市、广东省深圳市、四川省成都市、江苏省淮安市、湖北省黄石市6个试点城市推进发展共有产权性质政策性商品住房的试点工作。

与经济适用住房采用行政无偿划拨的土地供应方式不同,共有产权房建设用地采用招标投标挂牌的方式取得,很大程度上缓解了地方政府的土地财政压力。共有产权房在一定程度上成为了经济适用住房的一种替代形式,逐步成为我国住房保障体系的三支柱之一。

保障性租赁住房

保租房是“十四五”期间我国保障房体系的主要供给形式。

党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国

民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》明确指出“扩大保障性租赁住房供给”,首次提出“保障性租赁住房”的概念。2021年6月发布的《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》提出,加快发展保障性租赁住房,促进解决好大城市住房突出问题。与公共租赁住房不同,保障性租赁住房的保障对象主要为符合条件的新市民、青年人等群体,户籍、家庭甚至收入限制逐渐被打破。保障性租赁住房也是“十四五”期间我国住房保障体系的三支柱之一。

“十四五”时期,我国计划筹集建设保障性租赁住房870万套(间)。2022年1月11日,住建部表示,“十四五”期间,40个重点城市初步计划新增650万套(间),预计可帮助1300万新市民、青年人等缓解住房困难。近期,我国先后出台了保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理、银行保险机构支持保障性租赁住房发展和试点发行REITs等方面的通知,将保障性租赁住房作为实现新型城镇化和城乡融合发展的重要支持,推动市场化主体参与保障性住房建设。

小结

近年来,我国保障性住房体系经历了以经济适用房、廉租住房、棚改房、公共租赁住房、共有产权住房和保障性租赁住房等为主的保障性住房供应形式。从整体来看,我国保障性住房发展主要可以分为四个阶段(见表1),保障对象逐步扩容,保障房供应形式逐步

图5 公共租赁住房财政支出及其在保障性安居工程财政支出中的占比(单位:亿元)



资料来源: 中华人民共和国财政部、Wind

表1 我国保障性住房主要发展阶段

时间	主要类型	保障对象	土地供应形式
1994—2003	经济适用房	城镇中低收入家庭	行政划拨
2003—2009	廉租住房、经济适用住房	城镇中低和最低收入家庭	行政划拨
2009—2020	公共租赁住房、棚改房	城镇中等偏下收入住房困难家庭以及符合条件的拆迁对象	招拍挂、行政划拨
2020年至今	保障性租赁住房、公共租赁住房、共有产权住房	困难群体和符合条件的新市民、青年人等群体	招拍挂

资料来源: 公开资料

从配售型向配租型转变,土地供应方式从行政划拨向市场化招拍挂方式转变。

三、我国各省保障房建设情况和影响因素

我国各省保障房建设情况

我国31个省(自治区、直辖市)(以下简称“31省”)在全国规划纲要的基础上因城施策,结合各省住房供需矛盾情况及自身发展水平制定了相应的保障性住房建设计划。绝大部分省份“十三五”期间保障性安居工程的财政支出均高于“十二五”期间,区域差异化特点进一步显现(见图6)。

分区域看,我国部分省市自治区保障性住房建设呈现如下特点:

东部地区:东部各省“十二五”及“十三五”期间保障性安居工程的财政支出因各省民生保障建设需求和财政实力不同而存在较大差异,“十三五”期间相对“十二五”期间的保障性安居工程的财政支出更体现区域差异化特点;广东、江苏、山东、上海等经济大省的保障性安居工程的财政支出规模整体较大,其中,山东、江苏和上海三个省市²在两个五年期间保障房建设计划均在100万套(间)以上;政府负债率较高的天津、海南的保障性安居工程的财政支出规模相对较小。

东北地区:黑龙江、吉林、辽宁三省的保障性安居工程的财政支出“十二五”和“十三五”期间均在500亿元以上,其中区域面积相对较大且债务负担相对较轻的黑龙江的保障性安居工程的财政支出相对较多。

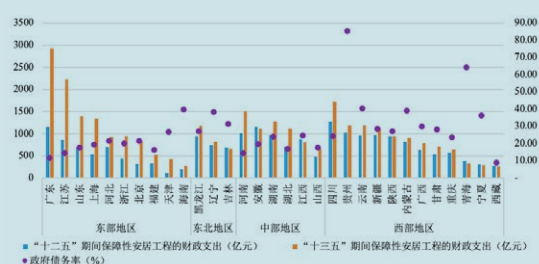
中部地区:除安徽和江西外,其余各中部地区河南、湖北、湖南、山西“十二五”期间保障性安居工程的财政支出均低于“十三五”期间;各省保障性安居工程

的财政支出相对较为均衡;河南两个五年期间保障房建设计划均在200万套(间)以上,安徽和湖南两个五年期间保障房建设计划均在140万套(间)以上。

西部地区:西部各省保障性安居工程的财政支出差异较大。四川省在西部地区各省中的经济财政实力相对较强,“十二五”和“十三五”保障房建设计划合计在300万套(间)以上,保障性安居工程的财政支出最大;贵州政府债务压力大,但保障性安居工程的财政支出也较多;其次为云南、新疆、陕西,三省保障性安居工程的财政支出相当;青海、宁夏和西藏等省份经济发展相对落后,两个五年期间保障性安居工程的财政支出均较低。

“十四五”期间,根据2021年7月发布的《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》,我国加快完善以公共租赁住房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系,推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。保障性租赁住房方面,“十四五”期间全国计划筹集建设保障性租赁住房870万套(间),各省参考全国总体目标制定了相应的筹建计划。根据图7,我国31省保障性租赁住房计

图6 “十二五”及“十三五”期间各省保障性安居工程的财政支出



注:政府债务率为各省“十二五”和“十三五”期间十年的政府债务率的平均数

资料来源:中华人民共和国财政部、Wind

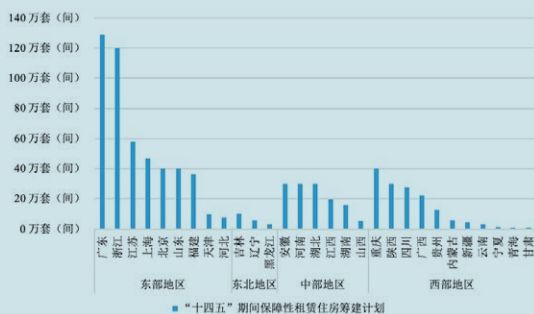
² 广东缺失“十三五”期间计划开工数据。

划筹建体量差异较大。“十四五”，东部地区在完成全国筹建目标中承担重任（计划筹建量占比达全国总量55%以上），广东和浙江新市民、青年人住房需求问题突出、住房租赁市场结构性供给不足，“十四五”期间保障性租赁住房计划筹建量分别为129万套（间）和120万套，是全国仅有的两个筹建规模超百万的省份；天津和河北保障性租赁住房筹建目标在20万套（间）以下。东北地区保障性租赁住房筹建目标较低，3省保障性租赁住房筹建目标均在11万套（间）以下。中部地区安徽、河南、湖北等省保障性租赁住房筹建目标相对较高，山西保障性租赁住房筹建目标低于10万套（间）。西部地区仅重庆、陕西、四川、广西四省的保障性租赁住房筹建目标高于20万套（间），其他省份相对较少。总体来看，经济发展较好的东部省份具有明显的人口集聚优势，保障性租赁住房筹建目标相应较高；保障性租赁住房筹建目标较少的省份多集中在经济发展相对滞后、人口吸附能力弱的东北和西部地区。

保障性安居工程财政支出的影响因素分析

实证检验结果表明，一般预算收入越大、人口密度

图7 “十四五”期间部分省市自治区保障性租赁住房筹建计划



注：1. 海南未披露“十四五”期间保障性租赁住房建设计划，西藏“十四五”期间无保障性租赁住房建设计划，故上表未进行列示；2. 辽宁、新疆、云南、宁夏、青海和甘肃未披露全省口径“十四五”期间保障性租赁住房建设计划，以各自省会城市数据代替；3. 筹建计划包含新建、改建、扩建等渠道
资料来源：各省“十四五”规划纲要、各省住房和城乡建设厅官网等公开资料

越高、城镇化水平越低的省份，其保障性安居工程财政支出越大；房地产价格和政府基金性收入对于各省保障性安居工程财政支出具有双面影响。

为了研究各省保障性安居工程财政支出的影响因素，本文以我国31省2010—2021年的数据作为样本，通过面板数据回归，来检验各省地区发展水平、一般预算收入、人口流动、城镇化、地价、房价、金融支持等因素（见表2）对各省保障性安居工程财政支出的影响。需要说明的是，受限于数据可得性问题，本节主要针对各省保障性安居工程财政支出进行研究，但由于保障性安居工程财政支出不是保障房建设的全部资金来源，且各地保障房建设成本存在一定差异，所以不能完全等同于各省保障房建设情况。

通过回归结果可以看出（见表3），各省保障性安居工程财政支出与一般预算收入、人口密度、人均GDP显著正相关，说明区域财力越强、人口密度越高、人均GDP越高，保障性安居工程的财政支出越大。各省保障性安居工程的财政支出与城镇化水平显著负相关，说明区域城镇化水平越低，保障性安居工程的财政支出越多，区域财政对于保障房建设的支持力度越大。各省保障性安居工程财政支出与年度人口变动率显著负相关，与我们的预期有悖，一方面这可能是由于各省保障房建设计划一般是在“十二五”和“十三五”规划中明确制定，所以不会根据区域年度人口变动率的情况机动变化；另一方面，人口密度相对趋于饱和的区域会出现人口（阶段性）净流出现象，但是该区域住房需求仍然旺盛。

此外，各省保障性安居工程财政支出与GDP增速、政府转移性收入、政府基金性收入、政府负债率、房地产价格没有呈现显著关系。可以看出，第一，各省保障性安居工程财政支出与GDP增速的关联性较小。第二，政府转移性收入具有较大的波动性，与保障性安居工程财政支出的关系不显著。第三，政府负债率与保障性安居工程财政支出可以从正反两方面来分析：

表2 变量说明

变量名	说明	单位	数据来源	备注
Expenditure	各省保障性安居工程财政支出	亿元	财政部	Ln处理
GDP_growth	按可比价格计算的GDP增速	%	国家统计局	-
GDP_ave	人均GDP	万元	国家统计局	Ln处理
Budget_rev	一般公共预算收入	亿元	国家统计局	Ln处理
Population_change	常住人口变动率	%	国家统计局	-
Population_density	城市人口密度	万人/平方公里	国家统计局	Ln处理
Urbanization	城镇化率	%	国家统计局	-
RE_price	房屋平均销售价格	万元/平方米	国家统计局	Ln处理
Trans_income	一般公共预算转移性收入	亿元	各省财政部	Ln处理
Fund_income	政府基金性收入	亿元	各省财政部	Ln处理
Gov_debt_percent	地方政府债务余额/GDP	-	各省财政部、国家统计局	-

注: Expenditure为被解释变量, 其他变量为解释变量; 由于保障性住房支出具有一定的政策滞后性, 因此在面板回归中, 各解释变量相对于被解释变量滞后一期; 各省GDP和新增社会融资规模与一般预算收入相关性较高, 因此未纳入回归方程

资料来源: 联合资信整理

表3 面板回归结果

VARIABLES	Expenditure (1)	Expenditure (2)	Expenditure (3)	Expenditure (4)
Budget_rev	0.469*** (0.082)	0.528*** (0.085)	0.543*** (0.127)	0.540*** (0.129)
Population_change	-0.113*** (0.037)	-0.061** (0.026)	-0.067** (0.027)	-0.072*** (0.028)
Population_density	0.716* (0.378)	0.618* (0.332)	0.659** (0.313)	0.637** (0.311)
GDP_ave	- -	0.089*** (0.033)	0.081*** (0.031)	0.125** (0.054)
GDP_growth	- -	-0.018 (0.012)	-0.021 (0.015)	-0.019 (0.016)
Urbanization	- -	-0.036*** (0.007)	-0.037*** (0.008)	-0.038*** (0.008)
Trans_income	- -	- -	-0.015 (0.120)	-0.033 (0.119)
Fund_income	- -	- -	0.005 (0.061)	0.002 (0.059)
Gov_debt_percent	- -	- -	0.002 (0.138)	0.010 (0.134)
RE_price	- -	- -	- -	-0.213 (0.177)
Constant	1.344* (0.694)	2.675*** (0.520)	2.718*** (0.730)	2.896*** (0.693)
Observations	341	341	341	341
Number of id	31	31	31	31

注: **、*和*分别代表 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.1$; 括号中的数据为标准差

资料来源: 联合资信整理

一方面,政府负债率越高,会在一定程度上抑制区域保障房建设财政支出的意愿;另一方面,由于各省保障房建设政策具有一定的连贯性和延续性,所以较高的政府负债率可能也是以往年度保障房建设财政支出较多的结果。第四, **房地产价格**对于保障性安居工程财政支出可能也具有两面性:一方面,政策明确提出“房价上涨较快的城市应当增加供应”,促进保障房建设;另一方面,房地产价格较高的城市受限于土地财政,对于保障房建设可能具有一定的挤出效应,但是随着保障房用地招拍挂的要求,这一影响可能会在未来有所缓解。第五, **政府基金性收入**主要来自政府的土地出让金,这与房地产价格对于保障性安居工程财政支出的影响逻辑基本一致。

四、我国保障房建设的社会和经济效益

保障房建设对于促进社会公平具有重要意义

第一,保障房建设有利于降低贫富差距。我们以基尼系数作为衡量我国贫富差距(主要指收入分配差异程度)的指标,用基尼系数的变化来衡量我国贫富差距变化。保障房建设支出到保障房建成,直至产生社会效益存在一定的时滞,一般来讲,保障房的建设工期大概为1~2年。我们将财政支出到产生一定的社会效益的时滞粗略看做为1年,比较保障性安居工程财政支出同比增速与滞后1年的基尼系数变化率的关系。从图8来看,二者具有较为明显的负向关系,即保障房的建设对于降低贫富差距具有一定的积极影响。

第二,保障房建设有利于促进城乡公平发展。在我国城镇化进程的背景下,保障房建设发挥了重要作用。我国城镇化率由2009年的48.34%上升至2020年的63.89%,我国城镇化水平大幅提升。同期,我国保障性安居工程财政支出合计36012.71亿元。从图8可以看出,我国保障性安居工程财政支出同比增速与城镇化率变化率整体上具有一定的正向关系,保障房建设

在一定程度上有助于推进我国城镇化进程,促进城乡公平发展。

保障房建设有助于推动经济发展、缓解经济波动

从保障房建设与经济发展的关系来看(见图9),保障房的开发与建设我国经济发展也存在一定的关系。长期来看,2010年以来,保障性安居工程财政支出增速与GDP名义增速都是波动下降的趋势,保障房建设与经济发展存在正向关系。分析原因:一方面,保障性住房体系具有收入再分配的作用,能够提升全社会整体的消费边际倾向,从而促进消费;另一方面,保障房的投资建设能够在一定程度上带动固定资产投资,从而促进投资。基于此,保障房的开发建设对于拉动区域经济发展具有一定的积极作用。

短期来看,即从单个年份来看,保障性安居工程财政支出增速与GDP名义增速又呈现此消彼长的特点,这也反映出保障性安居工程作为我国基础设施建设的重要组成部分之一,对于经济会有一定的托底和调节作用。

五、保障房建设和运营对于城投的影响

市场化建设和运营模式倒逼城投市场化转型

从近年来的保障房政策导向和趋势来看,我国保

图8 我国保障性安居工程财政支出与城镇化率和基尼系数的关系



注: 城镇化率变化率=当年城镇化率-上年城镇化率; 基尼系数变化率=当年基尼系数-上年基尼系数
数据来源: 国家统计局、Wind

障房建设和运营方式逐步趋于市场化,土地获取方式从划拨转变为招拍挂模式,经营模式也逐渐由政府购买模式、代建模式向自营模式转化。财政支持的逐步弱化使城投不得不通过市场化转型来维持自身经营,比如现有业务的精细化管理和可以获得持续现金流的业务拓展等。

保障房建设融资模式多元化,有助于城投借势优化债务结构、降低融资成本

2021年以来,发改委、央行、银保监会等部委先后发布配套文件,推动保障房业务融资多元化。例如,发改委明确将保障性租赁住房(包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目)纳入基础设施REITs试点项目;央行和银保监会明确银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理;银保监会和住建部要求发挥国家开发银行、商业银行、保险机构和非银机构优势,进一步加强金融支持,提供针对性金融产品和服务等。上述政策的实施将有助于城投借势优化债务结构、降低融资成本。

土地供应、资金落实等会影响城投的债务风险

一方面,保障房建设的土地供应从前期的划拨方式转变为招拍挂的方式,区域土地供应节奏和价格会

影响城投企业的保障房业务的开展。另一方面,目前我国采用代建模式的保障房项目居多,政府回款效率的高低对于城投的偿债能力也会产生一定影响。

保障房建设中的环境、质量、施工问题可能对城投产生一定的负面影响

保障房项目建设过程中,难免会出现环境、质量和施工纠纷等方面的问题。一方面,城投作为地方政府投融资平台,自身就会被作为政府形象的延伸和体现;另一方面,城投业务会涉及民生类的业务,如学校、医院、道路、绿化等项目建设和运营,项目带有一定的公益性特点。如果项目建设或运营过程中的环境、质量、施工问题的处理不当,会对相关城投、地方政府甚至区域金融环境产生较大的负面影响。

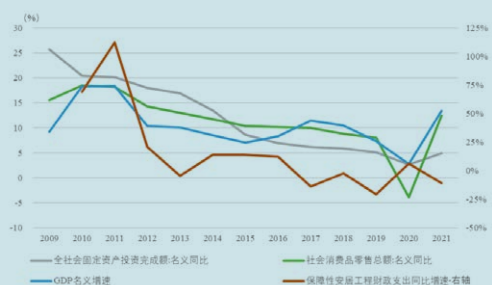
退出方式尚不清晰,可能给城投企业的可持续发展带来新的考验

从我国已出台的相关政策来看,保障房的退出方式尚未明确。在人口负增长的大趋势下,保障房需求下降是不可避免的,因此城投企业保障房业务的可持续性也是需要提前考量和安排的。一方面,在我国人口老龄化的背景下,可以考虑通过康养转型来实现可持续性发展,但这对相关建设/运营单位在专业性等方面提出了更高的要求;另一方面,目前政策鼓励的REITs模式也有助于为城投企业提供稳定的现金流,但是相关标准的广泛适用性和后续的监督管理尚待完善。

需求变化会对保障房业务产生一定影响

2022年末,我国人口同比减少85万,60多年来首次出现负增长。人口负增长会对保障房建设需求以及保障房的出租/出售率产生影响,增加城投保障房业务的经营和回款风险。此外,我国房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调,在控制房价水平的同时,完善多层次住房供应体系,构建租购并举的房地产制度。其中,配

图9 保障性建设安居工程财政支出与消费和投资的关系



数据来源: 国家统计局、Wind

租型保障房就是重要内容之一。但是保障房与商品房也具有一定的相互依存性,商品房的价格下降将对保障房的出售或出租价格产生一定的负面影响。

六、总结

近年来,我国保障性住房体系经历了以经济适用房、廉租住房、棚改房、公共租赁住房、共有产权住房和保障性租赁住房等为主的保障性住房供应形式,保障对象逐步扩容,保障房供应形式逐步从配售型向配租型转变,土地供应方式从行政划拨向市场化招拍挂方式转变,保障房建设和运营模式也呈现市场转型的特点。

从31省的保障房建设情况来看,绝大部分省份“十三五”期间保障性安居工程的财政支出均高于“十二五”期间,区域差异化特点进一步显现。东部地区广东、江苏、山东、上海等经济大省的保障性安居工程的财政支出规模整体较大,政府负债率较高的天津、海南的保障性安居工程的财政支出规模相对较小。东北地区中区域面积相对较大且债务负担相对较轻的黑龙江的保障性安居工程的财政支出相对较多。中部地区各省保障性安居工程的财政支出相对较为均衡。西部地区四川省经济财政实力相对较强,保障性安居工程的财政支出最大;贵州政府债务压力大,但保障性安居工程的财政支出较多;青海、宁夏和西藏等省份经济发展相对落后,两个五年期间保障性安居工程的财政支出均较低。从“十四五”规划来看,经济发展较好的东部省份具有明显的人口聚集优势,保障性租赁住房筹建目标相应较高;保障性租赁住房筹建目标较少的省份多集中在经济发展相对滞后、人口净流入规模小或呈净流出东北和西部地区。我国逐步完善以政府引导、市场驱动的保障性住房体系。

从实证检验结果来看,区域财力越强、人口密度越高、人均GDP越高、城镇化水平越低,保障性安居工程财政支出越大。各省保障房建设财政支出与GDP增速、



政府转移性收入、政府基金性收入、政府负债率、房地产价格没有呈现显著关系。

社会效益方面,保障房的建设对于降低贫富差距具有一定的积极影响,并在一定程度上有助于推进我国城镇化进程,促进城乡公平发展;同时保障性建设对于消费和投资具有一定的促进作用。

保障房建设和运营对于城投的影响主要包括以下方面:一是市场化建设和运营模式倒逼城投市场化转型;二是保障房建设融资模式多元化,有助于城投借势优化债务结构、降低融资成本;三是土地供应、资金落实等会影响城投的债务风险;四是保障房建设中的环境、质量、施工问题可能对城投产生一定的负面影响;五是退出方式尚不清晰,可能给城投企业的可持续发展带来新的考验;六是保障房需求变化会对保障房业务产生一定影响。 

《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》的 解读及案例分析

文 | 联合资信 陈绪童 马鸣娇 郭嘉喆

一、政策背景

2023年2月，原银保监会公布了《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称“资本新规”），旨在依据经济金融形势和商业银行业务模式的变化，对现行《商业银行资本管理办法（试行）》（以下简称“现办法”）进行调整，进一步完善商业银行资本监管规则，促进银行持续提升风险计量精细化程度，引导银行更好服务实体经济。本次修订的主要内容包括重构第一支柱下风险加权资产计量规则、完善调整第二支柱监督检查规定以及全面提升第三支柱信息披露标准和内容。

二、政策变化及解读

银行分档标准及差异化监管规则

考虑到我国商业银行数量众多，且各类银行在资产规模、业务复杂程度、核心客群等方面存在较大差

异，本次修订构建了差异化资本监管体系，根据表内外资产余额以及境外债权债务余额将银行划分三档（具体划分标准见表1），以匹配不同的资本监管方案，旨在使资本监管与银行资产规模和业务复杂程度相匹配，降低中小银行合规成本；其中第一档银行对标资本监管国际规则，第二档银行实施相对简化的监管规则，而针对第三档银行则进一步简化资本计量并引导其聚焦服务县域和小微；同时，对第三档银行提出了单独的资本监管规则，要求其不计算一级资本充足率，但核心一级资本充足率应不得低于7.5%，资本充足率应不得低于8.5%，一定程度上缓解了小银行的资本补充压力。根据下表的分档标准来看，因满足调整后表内外资产余额标准而划入第一档银行的预计多为大型国有商业银行及股份制商业银行以及业务规模较大的城商行和农商行，另外部分外资银行在国内的子银行或将因满足境外债权债务标准而划入第一档银行；划入第三档银行的预计多为小型农商银行，预计划入第二档的银行数量将最多。

表1 三档银行划分情况

银行分档	分档标准	风险计量方法
第一档银行	符合以下任一条件的商业银行：1.上年末并表口径调整后表内外资产余额5000亿元人民币（含）以上。2.上年末境外债权债务余额300亿元人民币（含）以上且占上年末并表口径调整后表内外资产余额的10%（含）以上。	信用风险：新权重法或新内评法；操作风险：新标准法
第二档银行	符合以下任一条件的商业银行：1.上年末并表口径调整后表内外资产余额100亿元人民币（含）以上，且不符合第一档商业银行条件。2.上年末并表口径调整后表内外资产余额小于100亿元人民币但境外债权债务余额大于0。	信用风险：相比第一档银行有差异的权重法；操作风险：基本指标法
第三档银行	上年末并表口径调整后表内外资产余额小于100亿元人民币且境外债权债务余额为0的商业银行。	信用风险：不同于一二档银行的一套全新规则；操作风险：基本指标法

第一支柱——风险资本计量

1. 信用风险资本计量

信用风险方面，资本新规对信用风险加权资产的计量规则进行了修订重构，增强了标准法与高级法的逻辑一致性，并提高了计量的敏感性，对权重法和内部评级法均有不同程度的调整。

内部评级法——1) 资本新规限制了内部评级法的使用范围，要求商业银行不得对金融机构和符合特定要求的企业集团采用高级内评法计量信用风险加权资产；2) 资本新规参照国际标准设置了72.5%的资本底线，替换了原并行期80%的资本底线要求，新规下采用高级法的潜在资本节省空间有所扩大；3) 资本新规降低了初级内部评级法下的违约损失率，将公司风险暴露中没有合格抵质押品的高级债权的违约损失率由45%降至40%，资本节省空间将进一步扩大；4) 资本新规设置了风险参数底线，将公司和金融机构风险暴露以及除一般循环零售外的零售风险暴露的违约概率底线提升至0.05%，一般循环零售风险暴露的违约概率底线提升至0.1%，并新增设定了高级内部评级法下违约损失率底线。整体看，由于我国适用于内部评级法的银行资本充足率都较高，预计内评法的规则调整对其资本充足性指标的影响不大。

权重法——资本新规对于权重法的调整主要包括优化风险暴露分类标准、增加风险驱动因子以及细化风险权重。由于新规将银行划分为三档，不同档次银行信用风险权重法的计量规则差异较大，其中，第一档银行的权重法对标国际版巴三信用风险标准法，计量规则最为复杂，风险敏感度以及对数据质量的要求更高；第二档银行的权重法相对于第一档有一定程度简化，但仍较现行权重法更复杂；第三档银行计量规则最简单，但较现行权重法强调属地原则和额度管理，对个人和公司债权，区分本地贷款和异地贷款、大额客户和小额客户，分别适用不同风险权重。

由于我国商业银行大多适用于权重法，此处，我



们对权重法的调整进行重点分析，具体来看，权重法的调整主要涉及金融机构债权、公共实体部门债权、公司及个人债权、房地产债权以及股权投资等。

金融机构债权——商业银行债权风险权重整体上升，中小银行资本补充债券发行难度或将增加，负债压力或将有所加大（见表2）。资本新规根据银行是否满足所在国家或地区的资本充足率和杠杆率等要求将交易对手商业银行划分为A+、A、B、C四个级别（见表3），且整体商业银行的风险权重有所上升，其中A+级和A级银行3个月以上债权风险暴露由25%分别提升至30%和40%，B级和C级提升幅度更高；同时，对次级债权的风险权重统一上调至150%，上述调整将导致同业资产规模较大以及持有金融债券和商业银行同业存单等投资资产规模较大的银行风险加权资产增加，面临资产结构调整压力；同时，或将导致信用等级较低的商业银行二级资本债和永续债的发行难度和融资成本上升，中小银行负债压力或将有所增大。此外，资本新规将第一档银行的非银金融机构分为投资级和一般非银金融机构，并将投资级非银金融机构债权风险权重由100%下调至75%，有利于提升投资级非银金融机构债券流动性。

公共实体部门债权——地方政府一般债风险权重下调，将为银行节约一定资本（见表4）。资本新规将地

表2 金融机构债权风险权重表（第一档银行）

项目	权重(现行办法)	权重(资本新规)	变化
7.对境内外金融机构的风险暴露			
7.1对境内外其他商业银行的风险暴露（不含次级债权）			
7.1.1对A+级商业银行的风险暴露			
7.1.1.1对A+级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	20%	20%	-
7.1.1.2对A+级商业银行的其他风险暴露	25%	30%	上调
7.1.2对A级商业银行的风险暴露			
7.1.2.1对A级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	20%	20%	-
7.1.2.2对A级商业银行的其他风险暴露	25%	40%	上调
7.1.3对B级商业银行的风险暴露			
7.1.3.1对B级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	20%	50%	上调
7.1.3.2对B级商业银行的其他风险暴露	25%	75%	上调
7.1.4对C级商业银行的风险暴露	20%	150%	上调
7.2对其他金融机构的风险暴露（不含次级债权）			
7.2.1对投资级其他金融机构的风险暴露	100%	75%	下调
7.2.2对一般其他金融机构的风险暴露	100%	100%	-
16.对次级债权（未扣除部分）			
16.1对我国开发性金融机构和政策性银行的次级债权（未扣除部分）	100%	150%	上调
16.2对我国商业银行的次级债权（未扣除部分）	100%	150%	上调
16.3对我国其他金融机构的次级债权（未扣除部分）	-	150%	新增
16.4持有全球系统重要性银行发行的总损失吸收能力（TLAC）债务工具	-	150%	新增

表3 商业银行A+级、A级、B级、C级划分标准

级别	同时满足以下条件
A+级	1、满足所在国家或地区监管部门的最低资本要求。 2、满足所在国家或地区监管部门公开发布的监管法规中关于缓冲资本要求，包括储备资本要求、逆周期资本要求以及系统重要性银行附加资本要求。 3、上述最低资本要求和缓冲资本要求，不包括针对单家银行的第二支柱资本要求。 4、核心一级资本充足率不低于14%，且杠杆率不低于5%。
A级	1、满足所在国家或地区监管部门的最低资本要求。 2、满足所在国家或地区监管部门公开发布的监管法规中关于缓冲资本要求，包括储备资本要求、逆周期资本要求以及系统重要性银行附加资本要求。 3、上述最低资本要求和缓冲资本要求，不包括针对单家银行的第二支柱资本要求。
B级	1、不满足A级商业银行标准。 2、满足所在国家或地区监管部门的最低资本要求，不包括针对单家银行的第二支柱资本要求。
C级	1、不满足上述A+级、A级、B级标准。 2、在拥有外部审计报告的情况下，外部审计师出具了否定意见或无法表示意见，或者对银行持续经营能力表示怀疑。

方政府一般债券的风险权重由20%下调至10%，地方政府专项债风险权重仍为20%，由于地方政府债的投资主体以银行为主，该调整将为银行节约一定资本，同时，或将引导商业银行增加地方政府一般债的配置力度。

一般公司债权——风险权重整体降低，引导商业银行进一步加大对优质实体企业的信贷支持力度（见表5）。资本新规将一般公司进一步细分，并将中小企业的风险权重由100%下调至85%；同时，对于第

一档银行, 新增投资级公司 (经营情况正常、无重大违法违规及债务违约、无对外担保风险、盈利、资产负债率和现金流满足一定条件的上市公司或发债企

业, 见表6), 对投资级公司的风险权重由100%下调至75%, 上述调整进一步引导商业银行加大对中小企业和优质实体企业的信贷支持力度, 促进其提升服务

表4 公共实体部门债权风险权重表 (第一档银行)

项目	权重(现行办法)	权重(资本新规)	变化
3.对我国公共部门实体的风险暴露			
3.1视同我国主权的公共部门实体风险暴露			
3.1.1对我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券	0%	0%	-
3.1.2对省级 (直辖市、自治区) 及计划单列市人民政府的风险暴露			
3.1.2.1一般债券	20%	10%	下调
3.1.2.2专项债券	20%	20%	-
3.1.3对除财政部和中国人民银行外, 其他收入主要源于中央财政的公共部门实体的风险暴露	20%	20%	-
3.2对经银保监会认定的我国一般公共部门实体风险暴露	-	50%	新增

表5 一般公司债权风险权重表 (第一档银行)

项目	权重(现行办法)	权重(资本新规)	变化
8.对公司的风险暴露			
8.1对一般公司的风险暴露			
8.1.1对投资级公司的风险暴露	100%	75%	下调
8.1.2对中小企业的风险暴露	100%	85%	下调
8.1.3对小微企业的风险暴露	75%	75%	-
8.1.4对其他一般公司的风险暴露	100%	100%	-
8.2对专业贷款的风险暴露			
8.2.1对项目融资的风险暴露			
8.2.1.1运营前阶段的项目融资	-	130%	新增
8.2.1.2运营阶段的项目融资	-	100%	新增
8.2.2对物品融资的风险暴露	-	100%	新增
8.2.3对商品融资的风险暴露	-	100%	新增

表6 投资级公司划分标准

序号	同时满足以下条件
1	经营情况正常, 无风险迹象, 按时披露财务报告。
2	最近三年无重大违法违规行为, 未纳入人民法院失信黑名单, 公司财务会计文件不存在虚假记载, 最新一期经审计年度财务报表的审计意见应无保留意见。
3	最近三年无债务违约或者迟延履行本息的事实, 商业银行对其债权风险分类均为正常。
4	在认可的证券交易所或中国银行间市场登记有在存续期内的股票或债券 (不含资产证券化产品)。
5	对外担保规模处于合理水平且不存在违规担保情况。
6	最近三个会计年度利润总额 (合并口径)、归属母公司所有者净利润 (合并口径) 均大于3000万元; 最近三个会计年度利润总额 (法人口径)、净利润 (法人口径) 均大于0; 最新一期 (季度频率) 的归属母公司所有者净利润 (合并口径)、净利润 (法人口径) 均大于0。
7	上一会计年度末资产负债率原则上不高于70%, 金融、建筑工程、航空运输等特殊行业的公司可适当放宽。
8	上一会计年度末经营活动产生的现金流量净额原则上应大于净利息费用, 金融行业的公司可不受此限制。

实体经济质效。

个人债权——风险暴露概念进一步细分，风险权重有升有降（见表7）。资本新规将个人风险暴露分为监管零售个人风险暴露（需同时满足对个人的风险暴露不超过1000万元人民币和对个人的风险暴露占本行信用风险暴露总额的比例不高于0.5%）和其他个人风险暴露，并将监管零售个人风险暴露进一步分为合格交易者风险暴露和其他监管零售风险暴露，同时将对合格交易者的信用卡个人循环风险暴露的风险权重由75%下调至45%，但将不存在币种错配情形的非监管个人零售风险暴露的风险权重则由75%上调至100%，存在币种错配情形的上调至150%，整体看，资本新规对个人债权风险权重的调整有升有降。

房地产债权——精细化管理，风险权重有升有降，支持合理房地产信贷需求，促进房地产贷款业务稳健发展（见表8）。在现行办法中，对于房地产风险暴露除个人住房抵押贷款（风险权重50%）外，未做进一步细化区分，而资本新规将房地产风险暴露细分为房地产开发风险暴露、居住用房地产风险暴露和商用房地产风险暴露，并根据房产类型、还款来源、贷款价值比（LTV）等指标，设置了更细化的风险权重。具体来看，对于房地产开发风险暴露，资本新规将不符合审慎要求的风险权重提升至150%，将加大部分房地产开发贷投放规模较大且质量堪忧的银行资本占用；对于居

住用房地产风险暴露，资本新规根据其还款是否实质依赖于房地产所产生的现金流和贷款价值比分别设置了不同的风险权重，对于符合审慎要求的 $LTV \leq 60\%$ 和 $60\% < LTV \leq 80\%$ 的个人住房抵押贷款风险权重分别由50%下调至40%和45%，由于我国住房抵押贷款首付比例一般高于30%且对借款人资质要求较高，个人住房抵押贷款风险权重会下降5%或10%，银行个人抵押贷款业务或将释放一定资本占用；对于商用房地产风险暴露，除部分商用房地产贷款按交易对手风险权重计量外，其余根据LTV适用不同的风险权重，整体有所下降。

股权投资——风险权重整体有所下降，释放一定规模的资本占用（见表9）。资本新规对股权投资新增了细分类别，主要包括：参与市场化债转股持有的工商企业股权投资风险权重为400%（其中持有上市公司股权的风险权重为250%）、对获得国家重大补贴、并受到政府监督的股权投资风险权重为400%（其中中央财政持股30%以上的风险权重为250%），新增细分类别股权投资风险权重相对较低，有利于支持企业通过市场化债转股的方式化解风险，同时银行的股权投资业务可以释放一定规模的资本占用。

此外，资本新规新增了对合格资产担保债券（由银行或住房抵押机构发行的，按照法律规定接受公众监督的，以保护债券持有人利益为首要考虑的债券）风

表7 个人债权风险权重表（第一档银行）

项目	权重(现行办法)	权重(资本新规)	变化
9. 对个人的风险暴露			
9.1对个人的风险暴露 (不存在币种错配情形)			
9.1.1对监管零售个人风险暴露 (不存在币种错配情形)			
9.1.1.1对合格交易者的信用卡个人循环风险暴露 (以记账本位币计价) (不存在币种错配情形)	75%	45%	下调
9.1.1.2对其他监管零售个人风险暴露 (不存在币种错配情形)	75%	75%	-
9.1.2对其他个人风险暴露 (不存在币种错配情形)	75%	100%	上调
9.1.3对存在币种错配情形的个人风险暴露	75%	150%	上调

表8 房地产债权风险权重表（第一档银行）

项目	权重(现行办法)	权重(资本新规)	变化
10. 房地产开发风险暴露			
10.1对符合审慎要求的房地产开发风险暴露	-	100%	新增
10.2对其他房地产开发风险暴露	-	150%	新增
11. 居住用房地产风险暴露			
11.1还款不实质依赖于房地产所产生的现金流的居住用房地产风险暴露			
11.1.1符合审慎要求的居住用房地产风险暴露			
11.1.1.1贷款价值比在60% (含) 以下	50%	40%	下调
11.1.1.3贷款价值比在60%至80% (含)	50%	45%	下调
11.1.1.4贷款价值比在80%至90% (含)	50%	70%	上调
11.1.1.5贷款价值比在90%至100% (含)	50%	75%	上调
11.1.1.6贷款价值比在100% (不含) 以上	50%	交易对手风险权重	/
11.1.2不符合审慎要求的居住用房地产风险暴露	50%	交易对手风险权重	/
11.2还款实质依赖于房地产所产生的现金流的居住用房地产风险暴露			
11.2.1符合审慎要求的居住用房地产风险暴露			
11.2.1.1贷款价值比在60% (含) 以下	50%	50%	-
11.2.1.3贷款价值比在60%至80% (含)	50%	60%	上调
11.2.1.4 贷款价值比在80%至90% (含)	50%	75%	上调
11.2.1.5贷款价值比在90% (不含) 以上	50%	105%	上调
11.2.2不符合审慎要求的居住用房地产风险暴露	50%	150%	上调
11.3向个人发放的存在币种错配情形的的居住用房地产风险暴露	50%	150%	上调
12. 商用房地产风险暴露			
12.1还款不实质依赖于房地产所产生的现金流的商用房地产风险暴露			
12.1.1符合审慎要求的商用房地产风险暴露			
12.1.1.1贷款价值比在60% (含) 以下	-	65%	新增
12.1.1.2贷款价值比在60% (不含) 以上	-	交易对手风险权重	新增
12.1.2不符合审慎要求的商用房地产风险暴露	-	交易对手风险权重	新增
12.2还款实质依赖于房地产所产生的现金流的商用房地产风险暴露			
12.2.1符合审慎要求的商用房地产风险暴露			
12.2.1.1贷款价值比在60% (含) 以下	-	75%	新增
12.2.1.2贷款价值比在60%至80% (含)	-	Max(90%, 交易对手风险权重)	新增
12.2.1.3贷款价值比在80% (不含) 以上	-	110%	新增
12.2.2不符合审慎要求的商用房地产风险暴露	-	150%	新增
13. 商业银行持有的不动产			
13.1商业银行自用不动产	100%	100%	-
13.2商业银行非自用不动产			
13.2.1因行使抵押权等方式而持有并在法律规定处分期限内的非自用不动产	100%	100%	-
13.2.2其他非自用不动产	1250%	400%	下调

表9 股权投资风险权重表（第一档银行）

项目	权重(现行办法)	权重(资本新规)	变化
15. 股权			
15.1对金融机构股权投资（未扣除部分）	250%	250%	-
15.2被动持有的对工商企业的股权投资	400%	400%	-
15.3因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业的股权投资	400%	400%	-
15.4参与市场化债转股持有的工商企业股权投资	-	400%	新增
15.4.1持有上市公司股权的	-	250%	新增
15.5对获得国家重大补贴、并受到政府监督的股权投资	-	400%	新增
15.5.1中央财政持股30%以上的	-	250%	新增
15.6对工商企业的其他股权投资	1250%	1250%	-

险暴露的风险权重，对于具有外部信用评级的债券，债券评级为AA⁺（含）以上的风险权重为10%，AA⁻以下，BBB⁺（含）以上的风险权重为20%，BBB⁻以下，B⁺（含）以上的风险权重为50%，B⁻以下的风险权重为100%；对于不具有外部信用评级的债券，以债券发行银行的标准信用风险评估结果为基准，债券发行银行为A⁺级、A级、B级和C级的风险权重分别为15%、20%、35%和100%；第二档商业银行不单独划分合格资产担保债券风险暴露，按照交易对手风险权重计量。

市场风险资本计量

对于第一支柱下的市场风险资本计量，根据市场风险加权资产、衍生工具名义本金、是否为系统重要性银行、交易头寸等一系列评判标准，明确计量方法。同时满足以下5个条件要求的商业银行可使用简化标准法计量市场风险资本：简化标准法下，市场风险加权资产不超过150亿元；非中央交易对手衍生工具的名义本金（全账簿）不超过4000亿元；银行及其任何附属子公司未使用内部模型法计量市场风险资本要求；非全球系统重要性银行(G-SIB)或国内系统重要性银行(D-SIB)；未持有任何相关性交易头寸。对于不满足上述条件的其他银行，需按照新标准法或内部模型法进行市场风险资本计量，需要注意的是上述第三档银行

无需计量市场风险。新标准法通过确定风险因子和敏感度指标计算资本要求，取代原基于头寸和资本系数的简单做法，内部模型法采用预期尾部损失(ES)方法替代原风险价值(VaR)方法，且需将该计量体系以及管理体系都下沉至交易台，对于商业银行各类风险因子的识别、风险计量能力、风险管理系统及数据处理等方面均提出更高要求。

市场风险简化标准法中，针对特定市场风险的计量增加了合格证券的概念。对于合格证券的特定市场风险资本计提比率与同期限的A⁺至BBB⁻（含BBB⁻）政府债券的计提比率相同；因而，投资合格证券将在一定程度上有助于投资人节约资本计提。对于合格证券的判定包括三条标准，其中之一为“被至少两家合格外部评级机构评为投资级别的发行主体发行的债券”。上述认定标准或将引导鼓励债券发行人开展“双评级”甚至“多评级”以满足投资人对于合格证券的投资需求。

操作风险资本计量

对于操作风险资本计量，上述第二档和第三档银行可继续沿用现行的基本指标法，但对于第一档银行需采用新标准法。在新标准法计量体系下，以业务指标为基础，引入内部损失乘数作为资本要求的调整因子；

内部损失乘数主要受过去10年操作风险损失算术平均值的影响,因而采用新标准法将对商业银行历史数据的全面性、完整性、准确性和一致性提出一定挑战。

第二支柱——监督检查

对于第二支柱下的监督检查,核心内容未发生重大变化,本次修订主要体现在完善监督检查内容、促进政策落实等方面。比如设置72.5%的风险加权资产永久底线,替换原并行资本底线安排;依据银行储备资本的达标程度,限制分红比例;完善信用、市场和操作风险的评估要求以及银行账簿利率、流动性、声誉等风险的评估标准,将国别、信息科技、气候等风险纳入其他风险的评估范围;强调全面风险管理,将大额风险暴露纳入集中度风险评估范围,明确运用压力测试工具的要求,开展风险管理和计提附加资本等。

第三支柱——信息披露

对于第三支柱下的信息披露,本次修订亦体现了匹配性和差异化原则。针对第一档银行,要求披露包括70张披露报表模板在内的全套报表,并对披露格式、内容、频率、方式和质量控制等方面均有详细规定,旨在提升风险信息透明度和市场约束力;第二档银行则适用简化的披露要求,披露风险加权资产、资本构成、资本充足率、杠杆率等8张报表;第三档银行仅需披露资本充足率、资本构成等2张报表。对于需披露全套报表的商业银行而言,披露内容和复杂程度均有大幅提升,对于内部系统支持、多部门协调办公、信息披露准确性等方面均提出较大挑战。

三、影响及案例分析

下面,本文根据外部市场公开信息,以一家划分为第一档的城商行(以下代称为“A银行”)为例,对资

本新规带来的影响进行具体分析。从风险加权资产结构来看,A银行的信用风险加权资产占比最高,近年来保持在93%以上,且呈现上升态势,市场风险加权资产占比持续下降至不足1%,操作风险加权资产占比相对稳定,保持在5%左右;由数据可直观反映,A银行风险加权资产以信用风险加权资产为主,受资本新规信用风险相关条款变动影响较大。

对公信贷业务方面,A银行或将加强客户信用资质管理,完善尽职调查流程,尽可能挖掘满足资本新规风险权重优惠要求的中小企业客户和投资级客户以节约资本。作为地方法人银行,A银行对公授信客户中除部分优质地方城投平台公司、地方龙头国企外,仍有部分信用资质相对下沉的对公授信客户,包括中小企业客户和小微企业客户,整体客户资质层级较国有银行及股份制银行相比较弱;前文我们提到,资本新规中对于满足要求的中小企业客户和投资级客户给予相对一定的风险权重优惠,且对识别客户的尽职调查要求标准有所提高,将推动A银行进一步加强客户管理,提升授信客户质量,并加强完善、细化尽职调查流程,尽可能多的识别、挖掘出满足资本新规风险权重优惠要求的客户。此外,A银行可充分发挥地方法人金融机构的地缘优势,依托其对地方优质企业的信息优势建立当地投资级企业信息库,明确其对公信贷业务重点拓客方向。

零售信贷业务方面,合格交易者的信用卡个人循环风险暴露的风险权重下调将引导A银行在加大信用卡业务发展力度的同时,强化客户准入标准、提升客户活跃度,提升信用卡业务发展质效,平衡资本节约。A银行信用卡业务受同业竞争影响较大,信用卡业务市场份额在当地受到挤压,信用卡业务开展存在一定提升空间;此外,A银行存续发卡客户中,存有部分休眠客户,此部分客户的未用额度产生了资本占用但并未带来效益及回报。资本新规对于合格交易者的信用卡个人循环风险暴露的风险权重给予了一定优惠,一方面鼓

励A银行加大信用卡业务的开展力度, 另一方面将引导A银行通过建模分析、加强客户违约情况估计等方式, 强化信用卡客户准入管理, 提升优质客户的占比, 做好资本节约及业务开展的平衡。

投资业务方面, A银行将根据新资本计量规则调整投资配置策略, 资产配置向地方政府债券等低资本消耗类资产倾斜; 同时加强非标投资底层资产的穿透管理, 避免适用高风险权重加大资本消耗。近年来, A银行积极响应监管号召, 逐步调整投资资产结构, 加大了标准化债券投资比重, 但仍存有部分底层资产为类信贷的非标投资。资本新规中进一步细化了不同类型债券的风险权重, 这将驱使A银行将新资本计量规则嵌入投资业务指导, 调整业务策略, 根据资本新规下的风险权重进一步对其债券投资结构进行优化, 以实现投益和资本成本的平衡。具体来看, 资本新规提高了对于商业银行次级债权的风险权重, 下调了地方政府一般债权风险权重, A银行或将审慎配置商业银行二级资本债券及无固定期限资本债券, 转而增配地方政府债券以节约资本; 此外, 由于资本新规给予无法穿透的资产管理产品1250%的风险权重, 对于存量非标投资, A银行将加强底层穿透, 将持仓的信托及资管计划类投资细化至底层投资类型、风险敞口、交易对手等, 避免高风险权重投资。

四、总结及展望

从监管导向来看, 资本新规的出台对商业银行的业务结构进行了干预, 明确了监管对于商业银行坚守信贷主业、支持经济发展的导向态度。具体来看, 资本新规引导商业银行加大对于实体企业的信贷支持力度, 向中小企业客户输出更多信贷资源, 鼓励商业银行回归信贷主业并更好的发挥其社会、企业职责; 同时引导银行投资资产结构优化调整, 加大支持地方政府债券配置, 抑制同业投资; 鼓励商业银行信用卡业务



开展, 满足居民消费需求; 通过新增明确投资级企业的定义, 引导商业银行自主判断客户信用风险, 提升识别信用风险的能力。

从商业银行受到的影响及应对层面来看, 预计资本新规落地实施后各家银行基本能够完成平稳过渡, 资本充足率不会发生大幅波动, 发展战略布局及业务结构或将有所调整, 转型步伐有望加快。资管新规出台后各家商业银行将响应监管导向, 优化资产结构, 促进资本节约; 具体来看, 商业银行将加强信贷业务精细化发展, 加大对符合要求的中小企业及投资级企业的信贷支持, 在加强服务实体经济质效的同时提升自身业务质量; 信用卡业务拓展力度有望增强, 零售业务占比较高的银行或将受益, 部分商业银行“零售化转型”步伐或将加快; 二级资本债券、永续债及同业存单的配置力度或将有所下降, 银行对于同业间投资的要求回报率或将有所上升, 同时对于地方政府发债的支持力度将有所加强, 降低了地方政府发债成本同时增强了地方政府债务透明度; 机制建设上, 商业银行将加强建设信用风险评价体系, 通过实行差异化管理, 提升风险管理的精细度。但另一方面, 信用等级较低的商业银行二级资本债和永续债的发行难度和融资成本或将有所上升, 中小银行负债压力或将增大, 且部分同业投资占比较高的银行资本占用的上升将使其面临一定资本补充压力, 中小银行资本充足水平分化程度将有所加剧。■



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2023年8—9月，债券市场¹无新增违约²主体。重复违约³主体5家，共涉及到期违约债券9期，到期违约规模合计约70.24亿元。

截至9月30日，2023年我国债券市场新增违约主体4家，涉及到期违约债券15期，到期违约债券规模183.19亿元，均较上年同期（8家、39期和207.07亿元）有所减少。重复违约主体10家，较上年同期（9家）有所增加，涉及到期违约债券19期，到期违约规模约50.18亿元，均较上年同期（20期和121.16亿元）有所减少（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2023年8—9月，债券市场有4家发行人主体级别发生上调，无发行人主体展望发生上调，有2家发行人主体级别发生下调，无发行人主体展望发生下调。

截至9月30日，2023年我国债券市场有64家发行人主体级别发生上调，较上年同期（18家）有所增加，有37家发行人主体级别发生下调，较上年同期（84家）有所减少。有7家发行人主体展望发生上调，较上年同期（6家）有所增加，有25家发行人主体展望发生下调，较上年同期（23家）有所增加（见表2）。//

表1 2020年—2023年9月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2020年			2021年			2022年			2023年1—9月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	30	98	1019.36	23	90	1015.76	8	43	223.47	4	15	183.19
重复违约	19	63	367.41	27	79	743.28	9	27	173.13	10	19	50.18

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金

数据来源：联合资信整理

表2 2020年—2023年9月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
调升数量（家）	235	17	25	64	5	3	6	7
调降数量（家）	93	138	86	37	24	50	25	25

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

数据来源：联合资信整理

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。

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

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

⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

上海巴安水务股份有限公司

一、主体概况

上海巴安水务股份有限公司（以下简称“公司”或“巴安水务”）成立于1999年，为上市民营企业（股票代码300262.SZ）。巴安水务是一家专业的水处理设备系统集成服务商，主营业务包括工业水处理业务、市政水处理业务、固废危废业务及能源业务四大板块。截至2020年9月30日，公司第一大股东及实际控制人为自然人张春霖，直接持有公司41.72%的股权。

由于公司长期依靠债务驱动业务扩张、项目占用资

金较多叠加盈利能力持续下滑，公司流动性压力凸显，2020年10月19日，公司公告无法足额支付“17巴安债”的本金及利息，构成实质性违约。此后，巴安水务公告称拟延期兑付和场外兑付“17巴安债”本息，截至2021年9月，公司共场外兑付本息1.36亿元；2021年9月，公司与中国银河资产管理有限责任公司（以下简称“银河资产”）签订《债务重组合同》，银河资产成为“H7巴安债”唯一持有人，重组本金为2.85亿元；2021年10月18日，公司与“H7巴安债”全体债券持有人已就场外自行兑付剩余债券达成一致意见，“H7巴安债”在深交所摘牌。

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
17巴安债	20171018	20221019	20201019	4	4.2	AA/AA/稳定	公司债	中诚信证评	本金违约

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

资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2018-01-26	公司发布2017年年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润预计比上年同期增长55%-80%
2018-02-28	公司发布2017年年度业绩修正公告，当期实现营业收入约10亿元，同比减少3.02%，实现营业利润2.03亿元，同比增加10.59%，实现归属上市公司股东的净利润1.55亿元，同比增加10.12%，经营性现金流净流出约4.19亿元
2018-03-15	公司发布控股股东部分股权质押的公告，张春霖先生所持公司股份累计被质押股份数为25133万股，占其所持公司股份的89.95%，占公司总股本的37.49%
2018-10-20	公司签署《收购意向书》，公司与全资子公司或控股子公司有意以8850万元现金收购江西鄱湖低碳环保股份有限公司合计100%股权
2019-04-19	公司发布2018年年报，营业利润同比减少7.06%，归属上市公司股东的净利润同比减少14.35%，经营性现金流净流出约3.33亿元
2019-12-16	公司公告，有意以4.606亿元现金支付方式收购上海应肃环保科技有限公司（以下简称“应肃环保”）持有的北京龙源环保工程有限公司49%股权，鉴于公司董事长张春霖和总经理王贤分别持有应肃环保90%和10%股权，同时分别担任应肃环保执行董事兼总经理、应肃环保监事，本次股权收购事项构成关联交易事项
2019-12-31	中诚信证评发布关于关注巴安水务收购北京龙源环保工程有限公司49%股权的公告，近年来公司经营现金流处于净流出状态，本次收购完成后会对公司流动性造成进一步压力

2020-04-24	公司发布2019年年报，当期实现营业收入9.58亿元，同比减少13.16%，归属上市公司股东的净利润同比减少34.48%，经营性现金流净流出约9790万元
2020-06-24	中诚信国际维持巴安水务的主体信用等级为AA，维持“17巴安债”的信用等级为AA，并将主体和债项列入可能降级的观察名单。本次将公司主体及相关债项列入可能降级的观察名单主要基于以下考量因素：2019年公司盈利能力趋弱；应收款项占用大量流动资金，现金回款情况不佳；债务规模持续提升，短期偿债压力较大；股权收购推升公司流动性压力以及实际控制人股权质押比例较高。
2020-08-18	公司发布2020年上半年财务报告，归属于上市公司股东的净利润约为1555万元，同比下降83.66%，营业收入约为4.88亿元，同比下降30.02%，基本每股盈利0.02元，同比下降85.71%
2020-09-15	公司发布公告，拟由珠海水务环境控股集团有限公司（以下简称“珠海水务”）认购转售原“17巴安债”债券持有人申请回售的3亿元债券。公司同意为珠海水务拟认购不超过3亿元人民币的公司转售的“17巴安债”提供担保，同时由董事长、实际控制人张春霖先生提供连带责任保证担保
2020-09-21	公司董事会于2020年9月18日收到公司财务总监的书面辞职报告
2020-09-28	公司发布公告，拟以4.42元/股的价格向珠海水务定向发行1.91亿股，募集资金8.45亿元。定增完成后，珠海水务将成为公司控股股东，实际控制人变更为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会；监事会于2020年9月23日收到公司监事会主席的书面辞职报告
2020-10-14	因与珠海水务就认购转售“17巴安债”的核心条款未达成一致意见，珠海水务终止认购转售“17巴安债”；公司公告称可用货币资金6152.06万元，其中5000万元来自控股股东张春霖先生的财务资助，且“17巴安债”转售认购终止，“17巴安债”存在兑付风险
2020-10-16	中诚信国际将巴安水务的主体信用等级由AA调降至BB，将“17巴安债”的信用等级由AA调降至BB，并将主体及“17巴安债”继续列入可能降级的观察名单
2020-10-19	公司发布公告称，因公司可用货币资金有限，短期内无法完成资金回笼，无法足额支付“17巴安债”的本金及利息

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况；2020年2月，原中诚信证评业务由中诚信国际承继，巴安水务主体和债项评级机构变更为中诚信国际
资料来源：联合资信COS系统

三、违约原因分析

客户集中度过高，期间费用对利润侵蚀严重，盈利能力不佳且稳定性较差

公司近年来利润呈现下滑趋势，盈利能力不佳且稳定性较弱。一方面，公司客户过于集中，2015年以来，公司对前五大客户销售额占总量比例超过60%，其中2015年占比为99.94%，单一客户的销售、回款情况对公司影响较大，盈利水平不稳定。另一方面，公司持续高成本运转，导致经营性净现金流持续为负。公司连年营业成本接近营业收入，2019年，受海外子公司亏损以及天然气工程建设未能确认收入影响，公司营业收入同比下滑28.26%，营业总成本超过营业总收入。其中，期间费用高达3.63亿元，占营业总收入的45.83%，对利润侵蚀严重。2020年以来公司在建项目开工进度放缓，项目结算、结转周期延长，导致经营业绩进一步下滑，2020年前三季度公司营业收入同比下降48.27%，归属于上市公司股东的净利润同比下降89.09%。



公司项目周期长、回款慢，长期应收款占用大量资金

公司项目以EPC、BOT和PPP模式为主，前期垫资较多，且回款周期较长。公司在建项目整体投资规

模较大,截至2019年末,公司主要在建及拟建市政工程项目计划总投资18.8亿元,已投资5.8亿元;在建海绵城市项目合同金额24.1亿元,已投资14.3亿元。项目业主主要是各地方政府或城投平台,且公司多个项目位于贵州、海南、云南等省份,当地政府级别较低,财政实力弱,项目回款偏慢。近年来公司经营收现情况均表现较差,2017—2019年收现比分别为0.68、0.85和0.80,大量的项目投入在财务报表上转化为长期应收款等资产,长期应收款规模从2016年末的11.18亿元持续增至2019年末的25.03亿元,同期末占总资产比重从31.37%大幅增至42.29%,形成对资金的大额占用,公司现金流紧张。

回款较慢叠加持续的投资支出导致公司经营活动和投资活动现金流持续净流出,2016—2019年及2020年1—9月经营活动和投资活动合计净流出22.22亿元,公司面临的流动性压力凸显,同时2016—2019年筹资活动现金流持续大额净流入,公司自身造血能

力不足导致债务偿还严重依赖于再融资。

激进扩张业务、关联并购导致负债率进一步攀升,加剧流动性紧张水平

巴安水务自上市以来加快扩张步伐,大力进行外延式并购,2016—2019年分别新增子公司12家、11家、9家、7家,截至2019年末公司纳入合并报表范围的子公司共50家。持续扩张使得公司资产总额从2016年末的35.64亿元增至2019年末的58.47亿元,但资产规模的扩张主要由债务驱动,资产负债率从2016年末的43.37%持续升至2020年9月末的64.01%,债务负担持续加重。此外,公司在长期存在资金缺口的情况下,仍高溢价率收购关联公司,流动性压力加剧。2019年12月16日,公司公告拟支付4.61亿元现金收购关联方应肃环保持有的北京龙源环保工程有限公司49%股权。公司货币资金有限,在再融资受阻的情况下最终导致债务违约。

表3 主要财务指标

财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	17.68	35.64	44.36	53.69	58.47	65.29
所有者权益(亿元)	6.92	20.18	21.52	23.18	23.08	23.50
长期债务(亿元)	0.70	2.18	9.88	13.04	14.11	14.22
全部债务(亿元)	5.47	5.74	12.07	17.95	22.86	20.38
营业收入(亿元)	6.79	10.30	9.10	11.04	7.92	4.94
利润总额(亿元)	1.00	1.85	2.00	1.51	0.45	0.18
EBITDA(亿元)	1.29	2.33	2.48	2.55	2.66	--
经营性净现金流(亿元)	-1.32	-4.20	-4.19	-3.33	-0.56	0.92
营业利润率(%)	26.89	33.04	43.79	32.99	32.92	31.15
净资产收益率(%)	11.01	6.87	6.04	4.95	0.30	--
资产负债率(%)	60.86	43.37	51.48	56.82	60.54	64.01
全部债务资本化比率(%)	44.13	22.16	35.93	43.65	48.99	46.45
流动比率(%)	98.91	155.59	176.36	139.75	100.38	78.41
全部债务/EBITDA(倍)	4.22	2.46	4.86	7.03	8.60	--
EBITDA利息倍数(倍)	5.80	5.60	6.85	2.92	2.15	--
经营现金流动负债比(%)	-13.27	-33.08	-33.93	-19.84	-2.66	--

资料来源:联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

国家发改委等八部门：将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业

2023年8月1日，国家发改委等八部门联合发布《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》，聚焦促进公平准入、强化要素支持、加强法治保障、优化涉企服务、营造良好氛围等5个重要方面，涉及促进民营经济发展28条举措。其中提出，将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业，尽快形成更多示范案例。适应民营中小微企业用地需求，探索实行产业链供地，对产业链关联项目涉及的多宗土地实行整体供应。除法律法规和相关政策规定外，在城镇规划建设用地范围内，供水供气供电企业的投资界面免费延伸至企业建筑区划红线。

(摘自国家发改委官网, 2023年8月1日)

国家发改委：限制失信主体地方政府专项债券申请

2023年8月10日，发改委发布《关于完善政府诚信履约机制优化民营经济发展环境的通知》，旨在深入贯彻《中共中央、国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》关于

“完善政府诚信履约机制，建立健全政务失信记录和惩戒制度”的有关要求，深入推进政府诚信建设，为民营经济发展创造良好环境，其中第（四）条要求充分用好发展改革系统失信惩戒措施“工具箱”。对于存在失信记录的相关主体，发改委将按规定限制中央预算内资金支持、限制地方政府专项债券申请、限制各类融资项目推荐；对于存在政府失信记录的地级以上城市，发改委将取消发展改革系统的评优评先和试点示范资格、加大城市信用监测扣分权重、取消社会信用体系建设示范区称号或参评资格。

(摘自国家发改委官网, 2023年8月10日)

央行征求意见稿：放宽机构开展银行间债券市场柜台业务限制

2023年8月4日，央行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知（征求意见稿）》，放宽机构投资者通过柜台投资银行间债券市场的有关限制，同时强调对柜台业务开办机构的内控制度、投资者适当性管理等要求，旨在提升机构投资者柜台业务便利度。其中，将机构投资者可投资债券范围增加金融债、公司信用类债券等银行间市场

其他债券，并将机构投资者交易品种增加债券借贷和衍生品。

(摘自中国人民银行官网, 2023年8月4日)

证监会修订债券发行和信披规则

9月8日，为贯彻落实党中央、国务院关于机构改革的决策部署，稳妥有序做好企业债券职责划转相关工作，证监会对《公司债券发行与交易管理办法》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》进行了修订，并向社会公开征求意见。本次修订明确企业债券适用《证券法》等上位法，证监会以公司债券管理框架为基础，保留了企业债券本身较为严谨的风格，为企业债券审核划转的顺利过渡做好政策铺垫，有利于市场的平稳有序发展，也意味着企业债过渡期后的安排正式启动。企业债券和公司债券的协同发展有利于简化债券发行监管、减少监管套利，将切实提升债券市场服务效率，更好发挥债券市场服务实体经济高质量发展和支持重大战略、重大项目建设的功能。

(摘自证监会官网, 2023年9月8日)

市场动向 Market Trends

全国首单民企蓝色科创债发行

2023年8月4日, 中国天楹股份有限公司以“央地合作增信”模式簿记发行私募债券“23天楹GK”, 发行规模1亿元, 发行利率6%。“23天楹GK”是全国首单海洋领域民企科技创新债券, 募集资金全部用于建设国内首个重力储能项目, 以重力势能形式储存海上风电、光伏发电等清洁资源, 进一步提高地区能源利用效率, 助力海洋资源保护和可持续利用。民企蓝色科技创新债券的发行, 降低了民企融资的门槛, 破解了具有科技含量民企的融资难和融资贵问题, 为其未来的进一步推广发挥了示范作用。

(摘自经济日报, 2023年8月15日)

全国首单以数字人民币归集募集资金的企业债券落地

2023年8月23日, 江苏吕四港集团有限公司企业债券成功落地, 发行总规模7.5亿元, 该笔债券系全国首单以数字人民币归集募集资金的企业债券, 开拓了数字人民币在债券发行领域的全新应用场景。

(摘自东方财富网, 2023年8月25日)

首单民企基准做市债券落地

2023年9月11日, 吉利控股在上交所发行科技创新公司债券并完缴款, 成为首单被纳入公司债券基准做市品种的民企债券。本期科创债发行规模20亿元, 期限3年, 票面利率为3.54%, 对优化企业债务结构、为未来业务发展提供稳定的中长期资金支持具有重要作用。

(摘自东方财富网, 2023年9月11日)

全国首单“ESG”主题小微企业金融债发行

2023年9月21日, 湖州银行股份有限公司2023年小型微型企业贷款专项金融债券发行, 这是我国首次创新发行“ESG”主题小型微型企业贷款专项金融债券, 发行规模20

亿元, 票面利率2.77%, 发行期限为3年, 全场认购倍数2.2倍。本次债券将锁定较低的长期融资成本, 优化湖州银行负债结构, 提升绿色金融和普惠金融供给水平与能力。

(摘自中国证券报, 2023年9月23日)

全国首单联合国可持续发展目标点心债落地

2023年9月22日, 漳州市九龙江集团有限公司发行离岸人民币债券(点心债), 债券发行规模21.3亿元, 期限3年。该笔债券是全国首单联合国可持续发展目标点心债, 也是最大规模地方国企直发点心债, 助力推进人民币国际化、提升人民币国际地位。

(摘自中国证券报, 2023年9月23日)



1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和 3年期公司债券发行利率走势

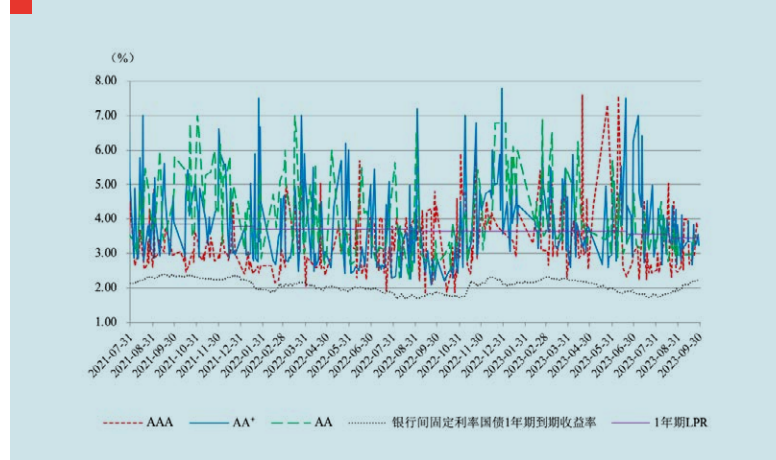
2023年8月至9月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计76140.00亿元，逆回购到期55250.00亿元，实现净投放20890.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作9920.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）8000.00亿元，实现净投放1920.00亿；9月15日，央行降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），预计释放中长期流动性超过5000亿元。在此背景下，2023年9月，1年期短融、5年期中票和7年期企业债的平均发行利率（3.40%、3.30%、4.46%）均较8月（3.41%、3.37%、4.99%）有所下降；3年期公司债的平均发行利率（3.31%）较8月持平。

表1 2023年8—9月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2023年8月	2023年9月	2023年8月	2023年9月	2023年8月	2023年9月	2023年8月	2023年9月
AAA	2.98	3.38	3.14	3.20	3.35	3.30	4.99	4.34
AA+	3.67	3.41	3.80	3.60	3.52	--	--	5.30
AA	3.34	3.30	--	3.99	--	--	--	--
平均发行利率	3.41	3.40	3.31	3.31	3.37	3.30	4.99	4.46

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

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2023年8月至9月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈上升态势。2023年9月，AAA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.38%）较8月（2.98%）有所上升，AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（3.41%和3.30%）较8月（3.67%和3.34%）均有所下降。

2023年8月至9月，交易所国

债3年期到期收益率呈波动上升态势。2023年9月, 3年期AAA级公司债的平均发行利率(3.20%)较8月(3.14%)有所上升, AA+级公司债的平均发行利率(3.60%)较8月(3.80%)有所下降。

2023年8月至9月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈波动上升态势。2023年9月, 5年期AAA级中期票据的平均发行利率(3.30%)较8月(3.35%)有所下降。

2023年8月至9月, 银行间固定利率国债7年期到期收益率呈先后升态势。2023年9月, 7年期AAA级企业债的平均发行利率(4.34%)较8月(4.99%)有所下降。

当前, 外部地缘博弈不确定性仍然较高, 全球经济复苏仍然缓慢且不平衡, 国内经济仍处于弱修复期。在此背景下, 央行稳健的货币政策精准有力, 加大逆周期调节力度, 有力有效应对国内外风险挑战, 巩固经济回升向好态势。展望后市, 预计稳健的货币政策将继续精准有力, 保持流动性合理充裕, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 更好支持重点领域和薄弱环节。同时, 将继续做好逆周期调节, 为激活经济内生动力和活力营造适宜的货币金融环境。■

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

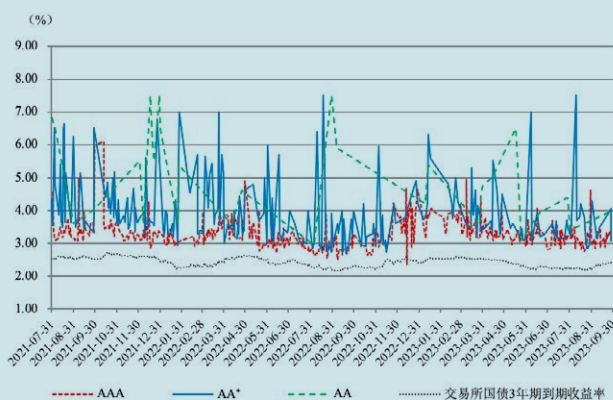


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势图

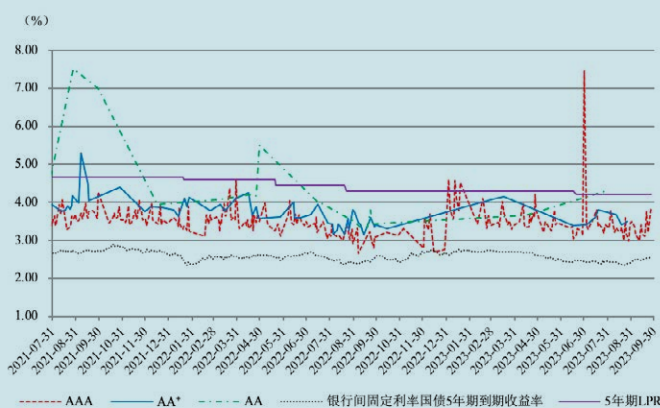
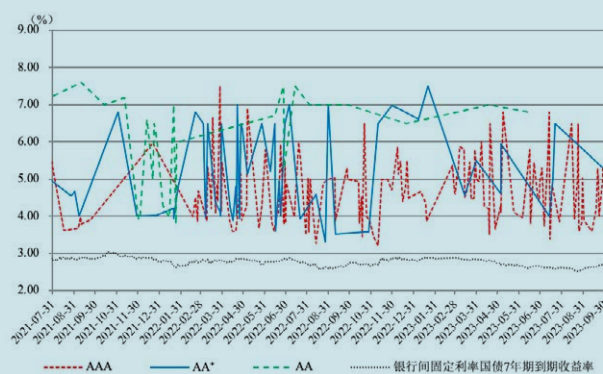


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2020年—2023年9月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	2.2	8.4	3.0	91.3	5.2
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	--	4.0
固定资产投资总额 (不含农户)	2.9	4.9	5.1	37.5	3.1
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	34.2	6.8
出口总额	4.0	21.0	10.4	17.6	0.6
进口总额	-0.2	21.5	4.2	13.2	-1.2
CPI	2.5	0.9	2.0	--	0.4
PPI	-1.8	8.1	4.1	--	-3.1
社会融资规模存量	13.3	10.3	9.6	372.5	9.0
M2余额	10.1	9.0	11.8	289.7	10.3
人民币贷款余额	12.8	11.6	11.1	234.6	10.9

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

资料来源: Wind, 联合资信整理

2020年—2023年9月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月	2023年1—9月 同比 (%)	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月	2023年1—9月 同比 (%)
政府债	2024	2148	2330	1908	1.44	140690.98	136632.90	172648.49	140767.93	9.05
国债	176	159	183	136	3.82	76252.85	61816.60	99082.70	70756.20	7.70
地方政府债	1848	1989	2147	1772	1.26	64438.13	74816.30	73565.79	70011.73	10.45
央行票据	12	12	12	9	0.00	610	600.00	600.00	450.00	0.00
同业存单	28610	29909	25805	19749	0.62	189719.8	217761.60	204969.90	189589.20	21.08
金融债	1735	1945	1762	1421	1.94	89717.21	91612.66	95445.86	69835.48	-5.43
政策银行债	790	898	860	596	-16.76	50997.7	53139.50	59360.60	40562.70	-14.95
商业银行债	84	103	159	146	44.55	6754.8	7710.55	12062.17	10892.00	43.28
商业银行次级债券	126	145	139	79	-21.00	12636.9	12025.73	11941.55	6873.00	-22.42
保险公司债	21	19	11	13	18.18	780	539.00	224.50	569.00	153.45
证券公司债	358	449	347	364	29.08	8742.81	10962.38	7109.74	7398.83	25.09
证券公司短期融资券	295	269	223	207	25.45	7983	5937.00	3988.30	3224.70	9.02
其它金融机构债	61	62	23	16	-15.79	1822	1298.50	759.00	315.25	-46.48
企业债	389	489	487	249	-39.42	3949.49	4379.80	3703.30	1848.80	-41.06
公司债	3619	4046	3653	3801	35.41	33716.84	34424.23	30981.21	29929.19	24.65
一般公司债	1213	1422	1395	1028	-6.80	15248.07	16382.13	14763.09	10989.04	-5.36
私募债	2406	2624	2258	2773	62.73	18468.77	18042.10	16218.12	18940.15	52.74
中期票据	2119	2555	2659	2448	13.39	23469.92	25389.65	28059.30	22348.04	1.69
短期融资券	4848	5147	4995	4184	7.47	50055.43	51940.71	49824.48	38582.1	0.04
一般短期融资券	513	582	558	565	28.12	4924.78	5234.78	5150.30	4295.52	3.35
超短期融资债券	4335	4565	4437	3619	4.84	45130.65	46705.93	44674.18	34286.58	-0.36
定向工具	1021	1399	1102	1015	12.65	7071.85	8605.83	6784.21	6205.87	9.92
国际机构债	5	9	5	5	66.67	120	175.00	165.00	145.00	26.09
政府支持机构债	15	20	25	19	35.71	1730	1900.00	2760.00	1730.00	10.90
资产支持证券	5485	5882	4497	3487	5.16	29069.72	31437.21	20061.93	13310.78	-9.78
交易商协会ABN	1092	1408	831	362	-45.81	5096.96	6455.17	4624.28	2437.80	-32.09
银保监会主管ABS	522	586	379	448	71.65	8230.48	8827.98	3556.86	2200.50	-16.86
证监会主管ABS	3871	3888	3287	2677	12.15	15742.28	16154.06	11880.79	8672.48	1.83
可转债	220	119	149	111	6.73	2786.27	2828.47	2200.93	1200.11	-27.88
可交换债	42	34	36	19	-20.83	461.39	436.60	422.94	257.92	-31.28
项目收益票据	3	8	0	0	--	24	49.30	0	0	--
标准化票据	57	1	0	0	--	61.18	0.50	0	0	--
合计	50204	53723	47517	38425	5.15	573254.08	608174.46	618627.55	516200.42	9.42

注: 本表统计口径为Wind中截至2023年10月18日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2022年及之前的数据进行追溯调整

资料来源: Wind

联合资信投资人私享汇 ——2023年城投信用夏季沙龙顺利举办

2023年8月18日下午,由联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)主办的“2023年城投信用夏季沙龙”在北京金融街威斯汀酒店顺利举办,来自券商、基金、保险、信托等金融机构的四十余名投资人现场出席了会议。联合资信投资人服务部副总经理陈家林总致开场辞。

联合资信公用评级三部技术总监杨世龙先生发表了“2023年上半年城投债市场回顾与展望”的主题演讲。杨世龙先生认为,上半年城投债融资政策整体平稳,城投债发行规模增长明显,发行利率和利差在春节后有所下降,但仍高于去年平均水平。同时,信用分化进一步加剧,主要体现在发行中枢向AA⁺发债主体集中,弱区域、弱资质、偿债压力大的发债主体的发行利差和信用利差进一步走扩,以及部分区域债券净融资能力在下降。上半年,城投企业承担稳增长和防风险的双重压力,债务负担持续加重,短期流动性压力加大,部分城投企业信用风险舆情频发。杨世龙先生提出了当前城投债加剧分化主要的原因“遏增化存”监管态度不放松、弱资质区县城投债、非标融资能力下降和网红地区再融资环境修复缓慢等,预计下半年城投债净融资规模可能整体回落,个别区域再融资压力较突出。对于下半年的展望,杨世龙认为目前打破刚兑将加大引发“系统性风险”的可能,基建投资依然是托底经济的重要手段,城投企业应该得到更多的支持,一揽子化债方案将会尽快推出,政策风向向防范短期流动性风险转移。短期内,城投债兑付风险可控,但非标、定融等信用负面事件仍将继续暴露,债务负担重的弱资质城投企业和具有较大业务风险敞口的城投企业的风险较高。

联合资信研究中心研究副总监徐阳先生发表“债市信用风险管理的解决方案”的主题演讲。徐阳先生认为,在新时代背景下,监管机构和市场对评级行业发展都提出



了更高的要求,联合资信与联合见智推出的“3C”评级体系面向全球人民币债券发行人、直击评级痛点、对标国际同业。整体体系以“3C”信用评级理论为支撑,“经营能力+财务能力+可持续发展能力”为三维分析框架,覆盖全市场信用债发行主体,为债券市场提供有区分度的信用评级服务。演讲中,徐阳先生还详细介绍了“3C”评级的诸多亮点功能,如:3C主动评级报告、报告可视化、敏感性分析、同业机构对比、打分模型等。

此外,联合资信公用评级三部部门总经理张雪女士、资深分析师张建飞先生、高级分析师喻宙宏先生分别发表了四川地区、江苏地区、湖南地区2023年下半年城投债展望的报告。

本次夏季沙龙活动报名人数较多,远超预期。现场投资人热情高涨,交流甚多。分析师们与各投资人分享观点,深入剖析下半年城投信用市场,获得了参会者的一致好评,沙龙活动在热烈的掌声中圆满落幕。



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